

产量储量大幅增长

事件：

公司公布年报：2010 年实现营业收入 315.15 亿元，同比增长 34.91%；归属上市公司股东净利润 17.88 亿元，同比增长 64.35%。基本每股收益 0.86 元/股，同比提高 62.26%。分配预案为每 10 股派 1 元（含税）。

研究结论：

公司业绩基本符合预期 公司 2010 年的利润增长基本符合我们预期，业绩增长主要受益于产量提高以及黄金价格上涨。2010 年黄金均价为 1227.38，同比增长 25.95%。公司通过不断加大技改力度和投入，矿石处理能力大幅度提高，2010 年共生产黄金 19.41 吨（自产金），同比增长 9.86%；完成矿石处理量 921.05 万吨，同比增长 14.48%。黄金毛利率 9.39%，同比增长 0.85%。

2010年公司资源储量大幅扩张 公司成功并购了山东金石75%股权，取得了新城金矿附近16.7 平方公里探矿权，其中1.94 平方公里区域已探明黄金资源量71 吨；成功收购了鑫莱公司的独立经营权，及莱西山后普查探矿区4.79 平方公里的矿权和资源。全年累计内部勘探获黄金资源量30 吨。据我们估计公司资源储量已经达到400吨左右。公司目前正在建设焦家金矿6000吨/日采选厂和三山岛金矿8000吨/日采选厂。预期2-3年内将逐步达产。完成后的矿石处理量和黄金产量将大幅增长。

我们继续看好黄金价格的主要逻辑： 1) **地缘政治推动黄金避险需求**，近期投资者对于中东和北非等地区政治稳定性的担忧不断增强。导致对黄金避险需求增强。2) **大宗商品价格上涨引发的通胀预期**，受拉尼娜气候影响，全球范围的粮食减产导致的价格上涨仍将持续。中东局势不稳预计也将影响到原油供应，原油价格已经突破 100 美元大关。而受宽松流动性影响，以铜为首的工业金属价格持续上涨，造成通胀的压力加大。3) **央行 20 年来首次成为净买入者 黄金供需逐渐失衡** 2010 年全球央行共净购入 87 吨黄金，过去 10 年间，世界黄金产量复合增长率为-0.2%，而 2010 年黄金需求量创 10 年新高纪录，达 3812.2 公吨。目前全球每年开采的黄金仅够当年的首饰和工业需求。投资方面的黄金需求过去几年是靠央行出售黄金和回收金提供的。而目前央行已经成为黄金的净买入者局面下。**我们认为黄金的传统供需平衡局面已经逐渐被打破，预期黄金的供需缺口将继续扩大。**

估值和投资建议： 我们假设 2011-2013 黄金均价为 1350/1400/1450，矿产金产量为 22 吨。预期公司 11-13 年每股收益分别为 1.30/1.46/1.62 元。基于集团未来资产注入预期和公司储量产量提升空间，我们看好公司的长期投资潜力，维持公司买入评级。

风险因素： 金价涨幅低于预期，人民币大幅升值。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

联系人

张镭

8621-63325888 x 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

徐建花

xujianhua@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 2 月 25 日) 49.61 元

目标价格 67.00 元

总股本/A 股 (亿股) 14.23/7.63

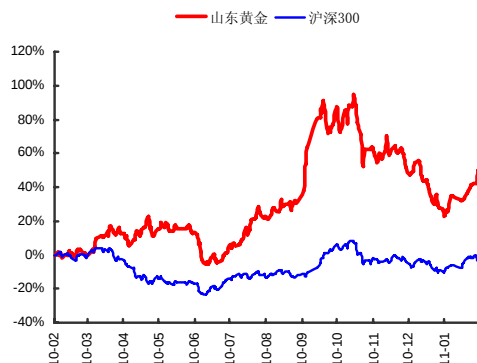
A 股市值 (亿元) 705.99

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告发布日期 2011 年 2 月 27 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	31515	31711	33207	34743
营业收入同比	35%	1%	5%	5%
净利润	1297	1977	2212	2461
同比	69%	47%	12%	11%
ROE	31.46%	33.31%	27.94%	24.31%
ROIC	18.56%	22.93%	30.13%	27.83%
EPS (元)	0.86	1.30	1.46	1.62
P/E (倍)	57.7	38.2	34.1	30.6
P/B (倍)	18.2	12.7	9.5	7.4

相关报告

资源扩张更上一层楼

时间

2010-11-5

我们看好黄金板块的逻辑：

地缘政治因素推升黄金避险需求

继埃及、突尼斯等国之后，巴林、也门等国家近日也持续爆发大规模民众抗议示威活动。伊朗和以色列也因为“军舰通行事件”而发生摩擦。近期投资者对于中东和北非地区政治稳定性的担忧导致对黄金的避险需求不断增强，黄金价格连续走高，目前价格距离前期高点 1431 美元近在咫尺。

大宗商品价格上涨引发的通胀升温

1) 受极端天气影响，粮食价格大幅上涨。上一轮粮食价格大幅上涨阶段（07 年 6 月—08 年 3 月）黄金价格在这段期间上涨 49%。我们预期受拉尼娜气候影响，全球范围的粮食减产导致的价格上涨仍将持续。2) 中东局势不稳预计也将影响到原油供应，近期原油价格一度达到 94 美元。3) 而受宽松流动性影响，以铜为首的工业金属价格持续上涨，造成通胀的压力加大。

美国 1 月份核心 CPI 升幅创 15 个月来之最。英国公布的 1 月份物价上涨为 4%，并预测该国的物价水平还会继续上涨。另外，中国央行在三个多月的时间内连续五次上调存款准备金率，显示政府控通胀的决心。目前看，中国央行紧缩政策未能撼动黄金的强势地位。

央行首次成为净买入者 供需逐渐失衡

全球矿产金每年为 2500 吨左右而需求为 3500 吨左右。每年世界黄金矿产金产量和黄金需求之间都有缺口，这一缺口被黄金回收和央行出售黄金所弥补。世界黄金协会最新发布的数据显示，2010 年全球各央行 20 年来首次成为黄金净买入者，共净购入 87 吨黄金，其中，俄罗斯央行成为最大买家。其余新兴经济体近期也都有开始增加黄金储备的迹象。从供需面看，过去 10 年间，世界黄金产量复合增长率为-0.2%，8 个主要黄金生产国中有 6 个国家产量下滑。而需求面看，2010 年黄金需求量创 10 年新高纪录，达 3812.2 公吨。同比增长 9%。2010 年主要黄金 ETF 持金量上涨了 11%。目前全球每年开采的黄金仅够当年的首饰和工业需求。投资方面的黄金需求过去几年是靠央行出售黄金和回收金提供的。而过去 6 个季度央行已经成为黄金的净买入者。我们认为黄金的传统供需平衡局面已经逐渐被打破，预期黄金的供需缺口将继续扩大。

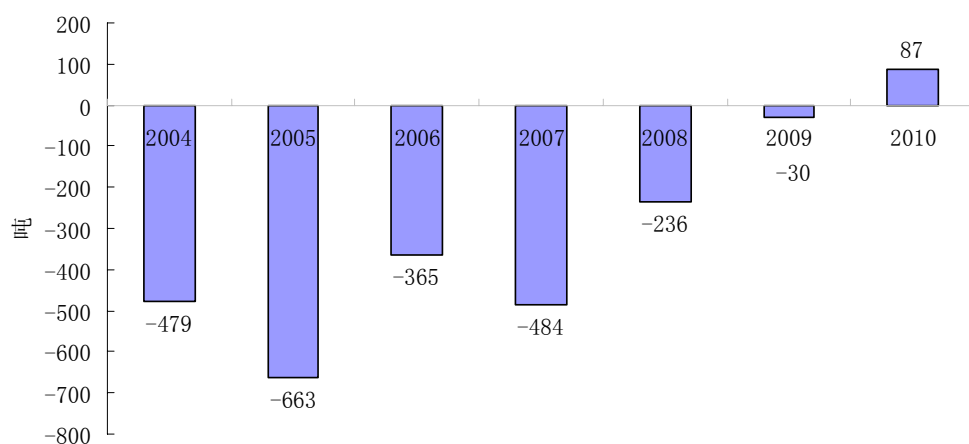
表 1：2010 年黄金供需情况（吨）

黄金供应	2009	2010	YOY (%)
矿产金*	2332	2543	9%
官方售金	30	-87	
回收金	1672	1653	-1%
合计供应	4034	4108	2%
黄金需求			
首饰	1760	2060	17%
电子	373	420	12%
合计工业需求	2133	2480	29%

投资	1360	1333	-2%
需求合计	3,493	3,812	9%
和矿产金之间差距	-1,161	-1,269	9%
合计平衡	541	296	-45%

资料来源：GFMS, LBMA, WGC, 东方证券研究所, *矿产金为厂商套保调整后数值

图 1：央行 2010 年在 20 年来首次成为黄金净买入者



资料来源：WGC, 东方证券研究所

世界黄金产量在 2001 年达到顶峰 2600 吨。2010 年的产量比 09 年增长 9%，达到 2,543 吨，从 2001 年以来，黄金年均价从每盎司 271 美元上升到 1227 美元，上涨 351%，而产量下降了 2.2%。在世界前 8 大黄金生产国中，有 6 个国家已处于其巅峰时期黄金产量水平之下。这些国家自 2001 年以来的黄金产量已经下降了 16%。而这 8 个国家生产了世界三分之二的黄金，他们黄金产量下降对世界黄金供应的影响更大。

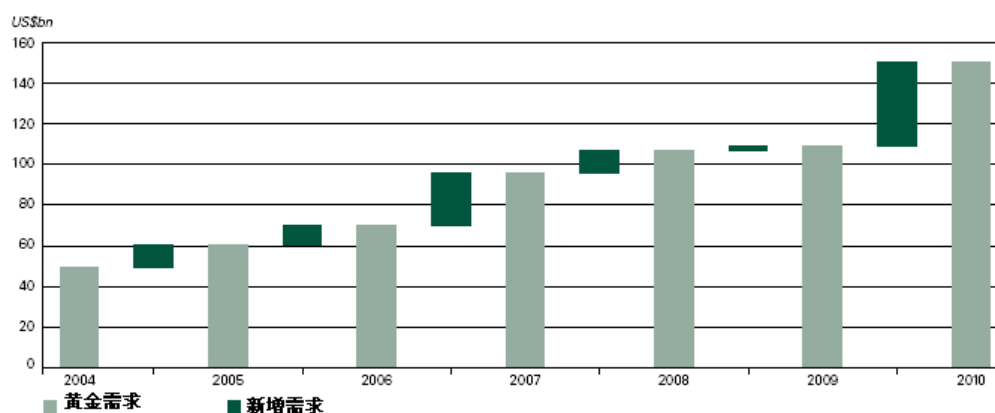
表 2：世界前 8 名黄金生产国的黄金产量自 2001 年以来已经下降 16%

国家	产量排名	产量分析
中国	1	中国的黄金产量从 2008 的 285 吨上涨到 2009 年的 314 吨，自 2001 年以来中国的黄金产量增加了 62%，而世界产量同期下跌了 9.6%
澳大利亚	2	澳大利亚 2009 年黄金产量为 215 吨，比 2008 年下降了 2.3%，澳大利亚的黄金产量自 1998 年见顶以来一直在逐步下降
南非	3	南非在 2007 年失去了其头号黄金生产国地位，目前和美国并列世界第三大生产国。2009 年南非黄金产量 210 吨，低于 08 年的 213 吨。南非的黄金产量自 2001 年 (402 吨) 以来几乎减少了一半。09 年的产量下降和 08 年一样，可以部分归因于电力生产方面的问题，但 39 年来，南非的黄金产量下降主要还是因为其最佳矿床的损耗
美国	3	09 年黄金产量和南非一样为 210 吨，产量自 1998 年达到顶峰以来一直在下降

俄罗斯	4	俄罗斯 2009 年生产了 185 吨黄金，同比增长 5.1%，正处在苏联解体以来的最高水平，但仍低于前苏联在 1955 年和 1984 年间所创造的产量纪录。同中国一样，黄金产量仍有增长潜力。
秘鲁	5	秘鲁 09 年黄金产量为 180 吨，和 08 年持平，比其 05 年的纪录 208 吨低 15.5%。
加拿大	6	加拿大 09 年黄金产量为 95 吨，同比增长 5.2%，自 1991 年以来已经下跌 43%
印尼	7	印尼 09 年生产了 100 吨黄金，比 08 年增加了 66%，但比 2001 年下降了 23%

资料来源：World Gold Council 东方证券研究所

图 2：年新增黄金需求



资料来源：GFMS, LBMA, WGC, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1791	2166	5027	7400
现金	817	1008	3083	5599
应收票据	6	6	3	3
应收账款	19	19	20	21
预付账款	605	22	23	24
存货	254	333	347	361
非流动资产	7792	6124	6308	7071
长期投资	50	50	50	50
固定资产	3185	3084	2971	3474
在建工程	1225	1128	1428	1494
无形资产	3260	1776	1860	1946
资产合计	9583	8289	11336	14471
应付项目	932	750	781	812
付息负债	3224	1041	917	456
短期借款	1590	93	674	1069
长期付息负债	1634	954	1274	1628
其他负债	840	277	310	344
负债合计	4996	2068	2008	1612
所有者权益	4586	6219	8303	10616
实收资本	1423	1423	1423	1423
资本公积	0	0	0	0
留存收益	2465	4130	5995	8069
少数股东权益	698	666	890	1139
负债和权益合计	9583	8287	10315	12242
经营活动现金流	2194	2662	2496	2783
净利润	1297	1977	2212	2461
折旧摊销	488	430	271	309
营运资金变动	409	253	8	8
投资活动现金流	-3409	1238	-456	-1072
资本支出	-3389	1252	-542	-965
长期投资	-40	0	0	0
筹资活动现金流	1631	-3091	802	638
短期借款	-200	-1497	581	396
长期借款	1262	-680	320	355
普通股增加	712	0	0	0
资本公积	-464	0	0	0
其他	321	-914	-99	-112
现金净增加额	416	192	2075	2516

百万	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	31515	31711	33207	34743
营业总成本	29719	29074	30258	31462
营业成本	28486	27779	28913	30064
销售费用	22	22	23	24
管理费用	1103	1111	1163	1217
财务费用	110	116	113	113
其他经营收益	-5	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1791	2636	2949	3281
营业外收入减支出	-3	0	0	0
利润总额	1788	2636	2949	3281
减：所得税	491	659	737	820
净利润	1297	1977	2212	2461
少数股东损益	74	130	146	162
归属母公司净利润	1223	1847	2066	2299

成长能力				
营业收入同比	35%	1%	5%	5%
EBITA同比	69%	47%	12%	11%
归属母公司净利润同比	64%	51%	12%	11%
利润水平				
销售毛利率	10%	12%	13%	13%
销售净利率	4%	6%	7%	7%
整体绩效				
ROE	31%	33%	28%	24%
ROIC	19%	23%	30%	28%
运营效率				
应收账款周转率	1840.7	1660.5	1705.1	1704.3
存货周转率	97.3	108.0	97.6	98.2
偿债能力				
流动比率	0.6	2.6	9.4	-14.3
速动比率	0.5	2.2	8.6	-13.3
EBITA / I	-928.3	-633.0	-224.2	-175.2
资产负债率	52%	18%	16%	22%
每股指标				
EPS	0.86	1.30	1.46	1.62
每股净资产	2.73	3.90	5.21	6.66
P/E	57.7	38.2	34.1	30.6
P/B	18.2	12.7	9.5	7.4

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn