

山东黄金(600547)

公司研究/调研简报

推 荐 维持评级

合理估值: 58.4—70.08 元

金价长期看好，矿产金稳步增加

民生精品---调研简报/有色金属行业

2011 年 03 月 10 日

一、事件概述

日前，我们对山东黄金公司进行了实地调研，同公司领导进行了沟通交流，山东黄金作为黄金龙头企业，未来发展前景光明，金价快速上涨将驱使公司实现销售、利润大飞跃。

二、分析与判断

➤ 2010 年利润低于预期，但公司全年销售情况良好

矿产金产量较 2009 年增加 1.74 吨，达 19.41 吨，同比增长 9.86%，略高于预期，平均售价为 260.53 元/克，略低于预期。总体来讲，矿产金生产基本符合预期，但冶炼金产量增速低于预期，加之冶炼金生产成本随金价上涨，利润空间有限。从公司销售角度来看，公司销售情况较好，基本符合我们预期。

➤ 公司继续推进产能扩张计划，预计 2011 年自产 21 吨黄金

2010 年扩产项目包括三山岛金矿新立矿区 8000 吨/日工程、焦家金矿 6000 吨/日（留有 8000 吨/日余地）工程、黄金精炼厂 1200 吨/日氰化厂及其配套工程等新项目，2011 年仍将继续推进这些项目的建设，未来三山岛将发展为公司最大的矿区。预期公司今年产能仍有提高的空间，预计增加 1~1.5 吨，预计自产金或将达到 21 吨，前景广阔。

➤ 维持今年金价上冲 2000 美元/盎司的观点

预计短期内地缘政治因素将使金价快速突破 1500 美元/盎司，年内金价或冲击 2000 美元/盎司，两年内或达到 3000~5000 美元/盎司高位，黄金牛市格局已形成。按照过去三十年复合的物价上升速度计算，1980 年的 850 美元已经相当于现在的 1933 美元，相比于当前 1300 多美元每盎司的价格，金价的上升空间还很大。

➤ 金价上涨，山东黄金弹性最大

公司是受黄金价格影响弹性最大的黄金股，我们测算国内金价每上涨 10 元，山东黄金 EPS 增加 0.06 元。公司目前矿山资源储量约 300 吨，发展战略明确，山东黄金集团资源丰富，现仍有 700 余吨黄金储量，长期支持公司发展，成为公司发展的坚实后盾。

民生证券研究所

分析师：黄玉

执业证书编号：S01002081120226

电话：(8610)8512 7646

Email: huangyu@mszq.com

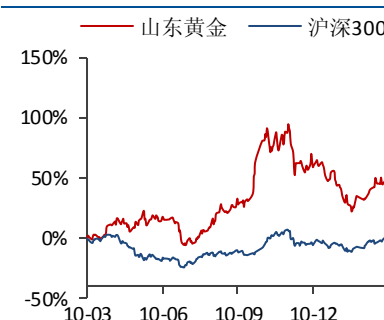
联系人：滕越

电话：(8610)8512 7645

Email: tengyue@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2011-03-09)

收盘价(元)	49.54
近 12 个月最高/最低	31.6/81.52
总股本(百万股)	1423.07
流通股本(百万股)	763.47
流通股比例%	53.65%
总市值(亿元)	704.99
流通市值(亿元)	704.99

相关研究

1. 《山东黄金(600547)深度报告：黄金龙头王者归来》2010.10.18
2. 《山东黄金(600547)三季报点评：持续受益于金价上涨》2010.10.27

三、盈利预测与投资建议

鉴于对黄金价格未来上涨趋势的判断以及公司对金价上涨的弹性优势，维持公司“推荐”评级，根据最近数据调低公司的盈利预测，预计公司 2011 至 2013 年三年每股收益分别为 1.09、1.46、1.85 元，合理估值区间应为 58.4~70.08 元，价格中枢为 64.24 元。

四、风险提示

1) 企业资产扩张速度具有不确定性；2) 产能扩张完工时间低于预期，产能扩张速度放缓；3) 国际金价大幅波动。

表 1: 分产品收入预测

	2010	2011	2012	2013
产品 1: 黄金				
黄金产量 (吨)	19.41	21	22	23
平均价格 (元/克)	260.53	306.19	349.9	415
销售收入 (万元)	505692.75	642999	769780	954500
单位成本 (元/克)	115.96	135.00	145.00	165.00
销售成本 (万元)	225086.22	283500.00	319000.00	379500.00
毛利率 (%)	55.49%	55.91%	58.56%	60.24%
产品 2: 合质金				
销售收入 (万元)	2597811.35	3214995.00	3848900.00	4772500.00
销售成本 (万元)	2586978.86	3200527.52	3829655.50	4748637.50
毛利率 (%)	0.42%	0.45%	0.50%	0.50%
产品 3: 其他产品				
销售收入 (万元)	47966.08	65000.00	78000.00	98000.00
销售成本 (万元)	36500.95	48750.00	56160.00	69580.00
毛利率 (%)	23.90%	25.00%	28.00%	29.00%
销售收入合计 (万元)	3151470.18	3922994.00	4696680.00	5825000.00
销售成本合计 (万元)	2848566.03	3532777.52	4204815.50	5197717.50
整体毛利率 (%)	9.61%	9.95%	10.47%	10.77%

数据来源: 民生证券研究所

表 2: 相对估值

公司名称	股价	EPS				PE				PB	
0309		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E
中金黄金	37.75	0.66	0.81	1.13	1.33	64.57	46.26	33.35	28.21	11.78	3.88
紫金矿业	8.19	0.24	0.36	0.45	0.55	79.43	22.69	18.11	14.96	7.71	1.56
恒邦股份	48.90	0.78	0.78	1.23	1.57	44.37	62.97	40.16	31.37	8.27	8.63
辰州矿业	33.54	0.18	0.51	1.05	1.34	248.10	70.94	34.52	27.06	7.59	3.74
荣华实业	17.24	-0.17	0.07	0.43	0.83	93.14	260.23	40.08	20.78	8.91	1.36
平均		0.47	0.51	0.86	1.12	105.92	92.62	33.25	24.48	8.85	3.83
山东黄金	49.61	0.53	0.86	1.25	1.58	44.01	54.74	39.77	31.63	19.84	3.30

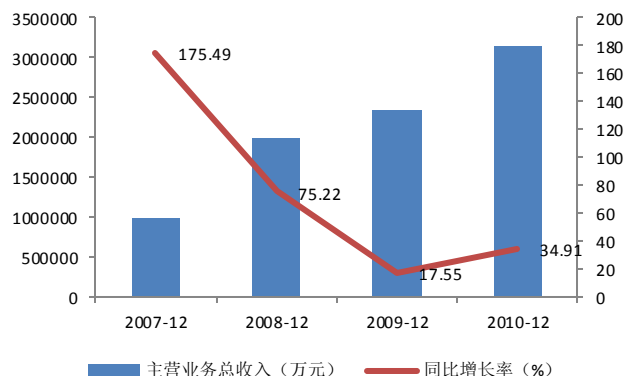
数据来源: Wind 资讯一致预期, 民生证券研究所

表 3: 盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	31,515	39,230	46,967	58,250
增长率 (%)	34.91%	24.48%	19.72%	24.02%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,223	1,555	2,079	2,634
增长率 (%)	59.30%	28.95%	35.14%	29.50%
每股收益 (元)	0.86	1.09	1.46	1.85
毛利率 (%)	9.6%	9.9%	10.5%	10.8%
净资产收益率 ROE (%)	33.4%	30.9%	33.9%	40.4%
每股净资产 (元)	3.22	4.39	4.99	5.18
PE	68.03	53.54	40.05	31.61
PB	18.15	13.32	11.73	11.29
EV/EBITDA	/	29.68	23.37	18.63

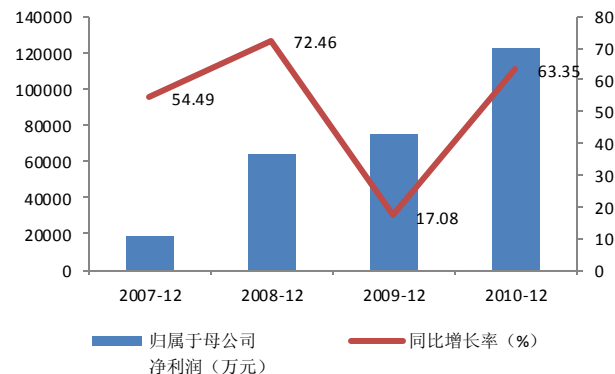
资料来源: 民生证券研究所

图 1: 2010 年全年收入同比增长 34.91%



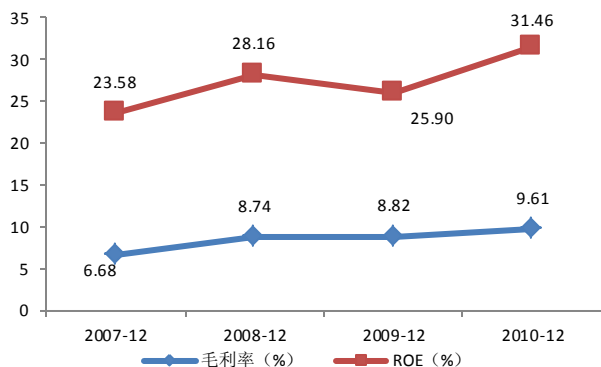
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 2: 2010 年净利润同比增长 63.35%



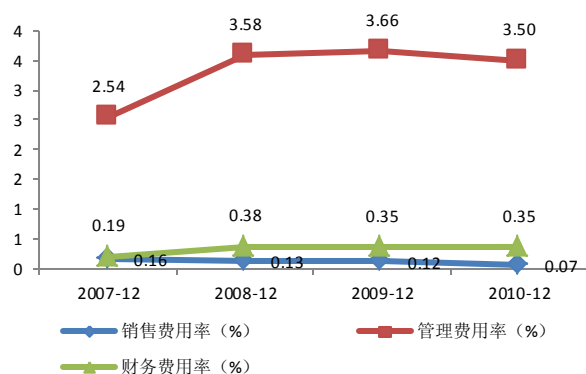
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 3: 净利率、毛利率均有提高



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 4: 三项费用率维持稳定



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	31515	39230	46967	58250
减：营业成本	28486	35328	42048	51977
营业税金及附加	4	4	5	6
销售费用	22	39	47	58
管理费用	1103	1393	1644	2039
财务费用	110	135	159	205
资产减值损失	-6	25	15	15
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	1791	2306	3049	3950
加：营业外收支净额	-3	0	5	5
三、利润总额	1788	2306	3054	3955
减：所得税费用	491	634	794	1028
四、净利润	1297	1672	2260	2926
归属于母公司的利润	1223	1555	2079	2634
五、基本每股收益 (元)	0.86	1.09	1.46	1.85
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	29.68	23.37	18.63
成长能力:				
营业收入同比	34.9%	24.5%	19.7%	24.0%
营业利润同比	64.7%	28.8%	32.2%	29.6%
净利润同比	59.3%	29.0%	35.1%	29.5%
营运能力:				
应收账款周转率	1840.81	1005.70	614.84	553.62
存货周转率	97.28	86.15	62.70	58.71
总资产周转率	3.98	3.95	4.34	4.95
盈利能力与收益质量:				
毛利率	9.6%	9.9%	10.5%	10.8%
净利率	3.9%	4.0%	4.4%	4.5%
总资产净利率 ROA	16.4%	16.8%	20.9%	24.9%
净资产收益率 ROE	33.4%	30.9%	33.9%	40.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.57	1.04	1.16	1.20
资产负债率	52.1%	39.3%	37.5%	39.4%
长期借款/总负债	25.4%	30.7%	28.0%	23.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.86	1.09	1.46	1.85
每股经营现金流量	1.38	1.04	1.82	2.22
每股净资产	3.22	4.39	4.99	5.18

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	817	1,269	1,490	1,675
应收票据	6	12	19	29
应收账款	19	59	94	117
预付账款	605	667	798	990
其他应收款	90	235	305	408
存货	254	657	841	1,143
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,791	2,899	3,547	4,362
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	3,182	3,242	3,356	3,360
在建工程	1,148	1,248	1,348	1,448
无形资产	2,870	2,903	3,096	3,009
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	7,792	7,395	7,802	7,820
资产总计	9,583	10,294	11,350	12,182
短期借款	1,590	1,807	1,953	2,392
应付票据	2	4	4	5
应付账款	500	551	656	811
预收账款	34	35	42	52
其他应付款	339	270	270	270
应交税费	252	120	120	120
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	3,162	2,787	3,046	3,650
长期借款	1,270	1,240	1,190	1,140
其他非流动负债	16	16	16	16
非流动负债合计	1,286	1,256	1,206	1,156
负债合计	4,996	4,042	4,251	4,805
股本	1,423	1,423	1,423	1,423
资本公积	0	0	0	0
留存收益	2,468	4,013	4,679	4,665
少数股东权益	699	816	996	1,289
所有者权益合计	4,586	6,252	7,099	7,377
负债和股东权益合计	9,583	10,294	11,350	12,182
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	1968	1486	2592	3166
投资活动现金流量	-2419	-330	-400	-300
筹资活动现金流量	866	1096	1129	1319
现金及等价物净增加	416	602	-229	85

分析师与联系人简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，具有证券投资咨询执业资格，08年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究6年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，能准确把握行业发展和热点。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。

主要覆盖公司：山东黄金、中金黄金、紫金矿业、荣华实业、辰州矿业、贵研铂业、江西铜业、铜陵有色、锡业股份、中科三环、厦门钨业、云南锗业等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。