

分析师： 关键鑫
执业证书编号： S0050210080002
Tel: 010-59355985
Email: guanjx@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)



山东黄金(600547. SH)

外延式扩张带来想象空间

投资要点

● 1、“量价”双轮驱动公司业绩增长。2010 年公司实现营业收入 315.15 亿元，同比增长 34.91%；基本每股收益 0.86 元，同比提高 62.26%。公司业务结构较为简单，主要分为两部分。其一，矿产金的生产，它是公司净利润的主要来源；其二，外购非合质金冶炼，它是公司营业收入的主要来源。这也就是公司净利润增幅要远远超过营业收入增幅的主要原因。

● 2、金价上涨提升毛利率水平。2010 年公司矿产金毛利率及冶炼金毛利率均有所上升，走出了前期的低谷。我们认为，2010 年国际金价运行在历史高位是毛利率走高的主要原因。据我们了解，公司矿石平均品位为 2.3 克/吨左右，高于行业水平，这意味着公司的盈利能力要好于行业平均水平。

● 3、外延式扩张带来想象空间。资源储量是衡量资源类公司发展潜力的重要标准之一，公司作为山东省国资委的重点企业，在山东半岛尤其是莱州地区拥有强大的黄金资源扩张潜力。2010 年收购了金石矿业 75% 的股权和鑫莱矿业 49% 的股权，公司黄金资源储量进一步提高，并且未来探矿增储潜力巨大。

● 4、公司业绩仍将保持快速增长。在光芒日盛的黄金市场背后，是全球对黄金作为国家重要战略性资源地位的肯定，是对其在金融危机中维护经济稳定和金融安全作用的认同。在不考虑资产注入的背景下，假设 2011-2013 年矿产金的产量分别为 20 吨、23 吨和 26 吨，预计公司 2010-2013 年的每股收益分别为 1.10 元、1.32 元和 1.70 元。我们给予“买入”评级。

有色金属

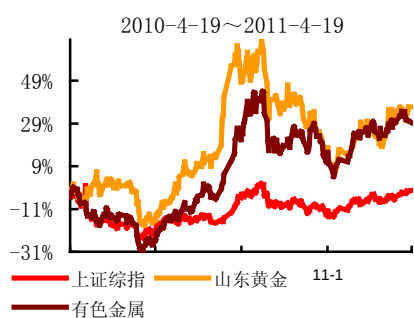
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	60

市场数据

市价(元)	53.87
上市的流通 A 股(亿股)	7.63
总股本(亿股)	14.23
52 周股价最高最低(元)	31.6-81.52
上证指数/深证成指	3057.33/13001.33
2010 年股息率	0.46%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	31514.70	36241.91	43852.71	53938.83
增长率(%)	34.90	15.00	21.00	23.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1223.04	1601.90	1920.84	2475.68
增长率(%)	63.35	30.98	19.91	28.89
毛利率(%)	9.61	9.41	9.53	9.73
净资产收益率(%)	31.46	29.55	26.20	25.27
EPS(元)	0.86	1.10	1.32	1.70
P/E(倍)	62.68	48.86	40.75	31.62
P/B(倍)	19.73	14.11	10.48	7.87

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、“量价”双轮驱动公司业绩增长.....	3
二、金价上涨提升毛利率水平	4
三、未来外延式扩张带来想象空间.....	5
四、公司业绩仍然有望持续快速增长.....	6

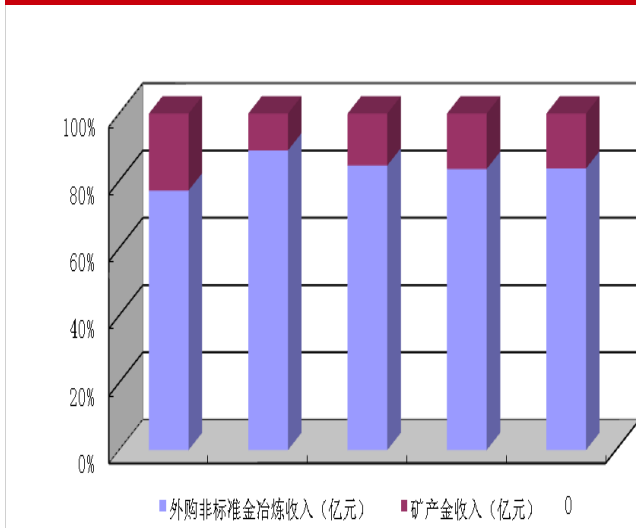
图表目录

图 1：2006-2010 公司业务收入结构	3
图 2：2006-2010 公司业务利润结构	3
图 3：2006-2010 年公司矿产金利润	3
图 4：2004-2011E 公司矿产金产量情况	3
图 5：2007-2010 年公司黄金平均售价	3
图 6：2006-2010 年公司各项业务毛利率变化情况	4
图 7：2003 至今公司产能扩张路线图.....	5
表 1 山东黄金（600547）现有矿产情况.....	5
表 2 山东黄金集团部分金矿基本情况.....	6
附录：财务预测表	错误！未定义书签。

一、“量价”双轮驱动公司业绩增长

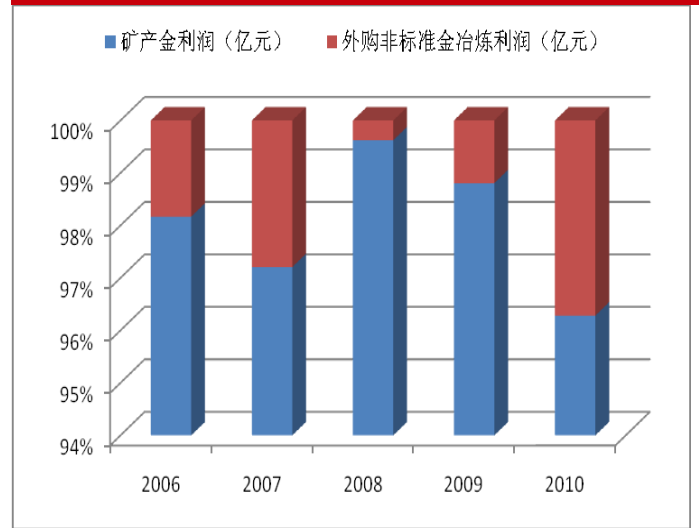
2010 年公司实现营业收入 315.15 亿元，同比增长 34.91%；基本每股收益 0.86 元，同比提高 62.26%。公司业务结构较为简单，主要分为两部分。其一，矿产金的生产，它是公司净利润的主要来源；其二，外购非合质金冶炼，它是公司营业收入的主要来源。这也就是公司净利润增幅要远远超过营业收入增幅的主要原因。

图 1：2006-2010 公司业务收入结构



资料来源：公司年报，民族证券

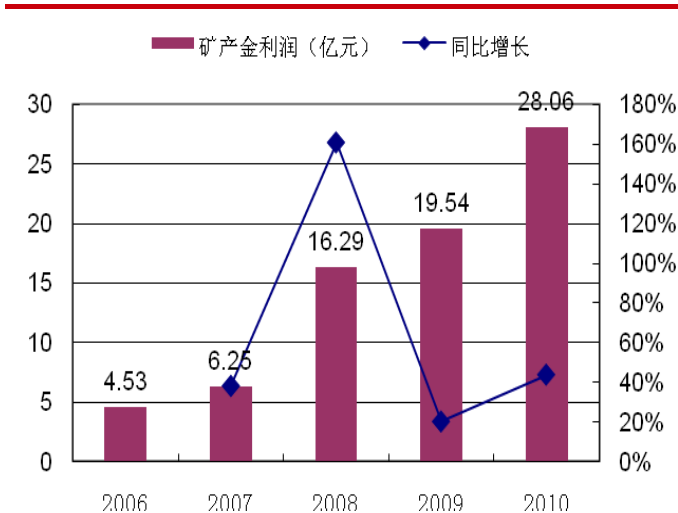
图 2：2006-2010 公司业务利润结构



资料来源：公司年报，民族证券

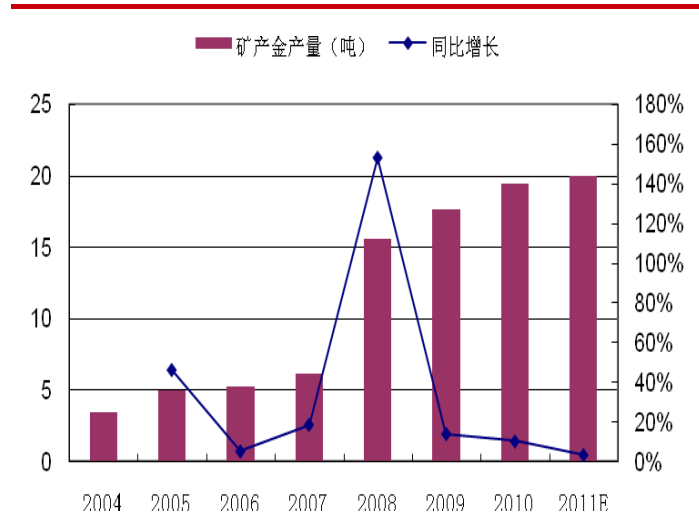
经图 1 及图 2 的简单对比，可以看出矿产金业务所创造的利润占据着公司利润总额的 90% 以上，其在公司利润结构中的地位举足轻重。2010 年矿产金量达到 19.41 吨，较 2009 年 17.668 吨增长了 9.86%。在金价处于高位的背景下，产量的增长无疑给公司带来了丰厚的利润。

图 3：2006-2010 年公司矿产金利润



资料来源：公司年报，民族证券

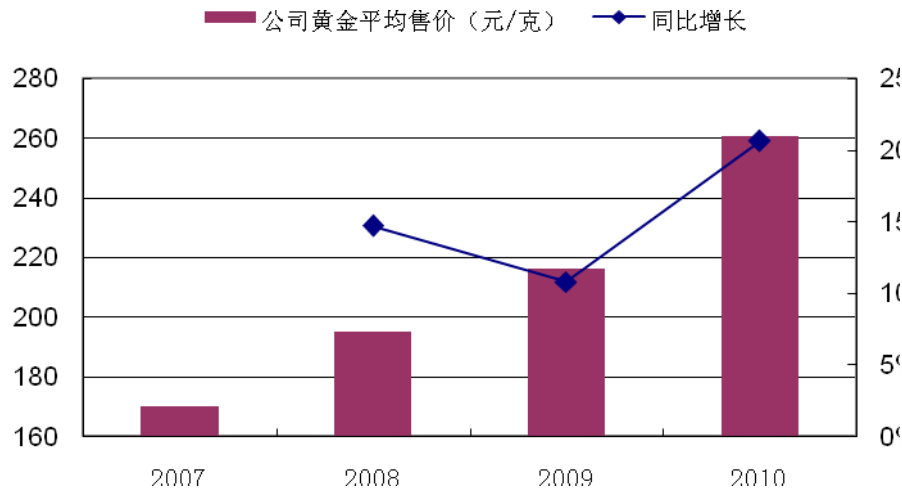
图 4：2004-2011E 公司矿产金产量情况



资料来源：公司年报，民族证券

此外，高位金价对公司业绩的支撑作用也功不可没。2010 年黄金销售均价达到 260 元，涨幅达到 20%；2009 年黄金销售均价达到 216 元，涨幅达到 10.77%。公司黄金销售均价增速明显加速，这主要得益于国际金价大幅上涨，这成为公司业绩增长的重要驱动力之一。

图 5：2007-2010 年公司黄金平均售价

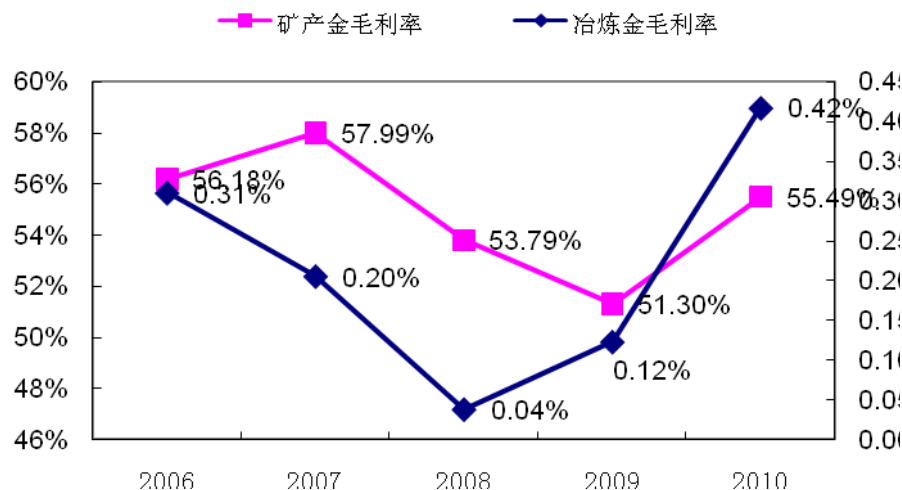


数据来源：公司年报 民族证券

二、金价上涨提升毛利率水平

从图 6 可以看出，由于矿产金及冶炼金盈利模式不同，其毛利率水平差距巨大。2010 年公司矿产金毛利率及冶炼金毛利率均有所上升，走出了前期的低谷。我们认为，2010 年国际金价运行在历史高位是毛利率走高的主要原因，此外，据我们了解，公司矿石平均品位为 2.3 克/吨左右，其品位也是高于行业水平的，这也意味着公司的盈利能力要好于行业平均水平。另外，我们也不容忽视成本上涨的重要因素，包括人工成本、地质勘探、探矿投入以及安全环保方面的投入。

图 6：2006-2010 公司各项业务毛利率变化情况



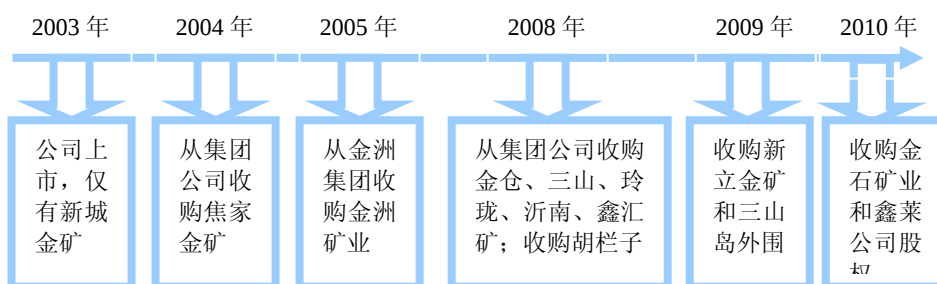
数据来源：公司年报 民族证券

公司表示，生产成本分为可控成本和非可控成本。可控成本主要是指原材料、动力消耗等。非可控成本主要是指技投入、技改投入、环境及安全保护投入等。对于可控成本，公司积极采取各种措施进行节能减排，力争可控成本同比下降 10%左右。对于非可控成本，公司认为这部分是不可避免的，其投入的效益主要体现在技术力量提升、矿山环境的提高及安全生产。这部分投入的产出是间接经济效益，而非直接经济效益。从长期看，为企业持续发展打下坚实基础。

三、未来外延式扩张带来想象空间

从 2003 年公司上市初始至今，公司矿产金产能的扩张均是伴随着大量金矿资产的注入而完成的，尤其是在 2008 年，公司从山东黄金集团收购了金仓、三山、玲珑、沂南等金矿，当年公司的矿产金产量即出现了爆发式增长，2010 年公司收购了金石矿业和鑫莱公司 49% 的股权，为今后的发展奠定了坚实基础。详见图。

图 7：2003 至今公司产能扩张路线图



数据来源：公司年报 民族证券

我们认为，资源储量是衡量资源类公司发展潜力的重要标准之一，公司作为山东省国资委的重点企业，在山东半岛尤其是莱州地区拥有强大的黄金资源扩张潜力。从公司历史发展历程来看，09 年收购了集团公司新立矿区和三山岛矿区两个探矿权，金金属储量增加了 45 吨；2010 年收购了金石矿业 75% 的股权和鑫莱矿业 49% 的股权，公司黄金资源储量进一步提高，并且未来探矿增储潜力巨大。

表 1 山东黄金（600547）现有矿产情况

金矿	权益比例	金金属量 (t)	矿产品位 (g/t)	黄金年产量 (t)	矿石日处理量 (t/d)	所在位置	备注
新城金矿	100%	42	4.30	2.25	2950	山东莱州	2003 年公司上市，仅有新城金矿
焦家金矿	100%	28	3.45	1.75	6000	山东莱州	2004 年从山东黄金集团收购焦家金矿
金洲金矿	51%	12	5.02	1.45	870	山东乳山	2005 年从金洲矿业集团收购金洲矿业
金仓金矿	100%	58	4.10	3.52	3500	山东莱州	2008 年从山东黄金集团收购金仓、三山、玲珑、沂南、鑫汇矿；收购胡兰子矿
三山岛金矿	100%	11.5	3.22	1.17	8000	山东莱州	
玲珑金矿	100%	6.9	7.17	1.51	2600	山东招远	
沂南金矿	100%	0.6	2.00	0.54	900	山东临沂	
鑫汇金矿	100%	8.1	4.53	0.97	600	山东青岛	
胡兰子金矿	73.52%	8.82	5.449	--	300	内蒙赤峰	2009 年收购
三山岛外围	--	12.76	2.98	--	--	山东莱州	
新立金矿	100%	33	2.96	--	--	--	2010 年收购，其中莱
莱西后金矿	100%	7.58	4.62	--	--	--	

莱西北泊矿	48%	6.75	3.6	--	--	--	西北泊矿持股 49%
莱州市曲家地区金矿普查探矿权	75%	71.395	3.33	--	--	--	金石矿业, 未来与新城矿业共用采选厂, 距离 5000 米左右

资料来源: 民族证券

山东黄金集团尚有丰厚的黄金资源储备。截止目前, 集团拥有采矿权及探矿权 208 个, 矿权面积合计约 1,716.29 平方公里, 矿权面积主要位于山东省内, 另外在四川、安徽、内蒙古自治区、贵州以及陕西等省也有些分布。相比之下, 由于公司旗下矿区多数位于山东半岛, 多年来在矿区的基础设施建设方面给予了重要倾斜, 同时, 公司部分矿区距离较近, 不仅可以共用采选厂等设施, 并且也形成了规模经济优势。我们认为, 位于山东半岛的东风矿区、寺庄矿区、归来庄矿区的资源优势, 为上市公司的未来发展预留了足够的想象空间。公司还将适时收购非集团金矿资源, 实现多元化扩张途径。因此, 黄金资源的注入预期已成为影响公司股价的关键因素。

表 2 山东黄金集团部分金矿基本情况

矿山名称	权益比例 (%)	探明储量	地理位置
招远东风矿区	100	100	山东
寺庄金矿	100	100	山东
抱伦金矿	63	80	海南
归来庄金矿	100	16.3-20	山东
西林金矿	51	20	山东
九丈沟金矿	70	9.88	河南
鲁地金矿	51	尚处于探矿阶段	山东
河西金矿	51	尚处于探矿阶段	山东
实盘沟金矿	70	尚处于探矿阶段	河南
果洛龙洼金矿	100	外围仍在探矿	青海

资料来源: 公开资料整理 民族证券

四、公司业绩仍然有望持续快速增长

黄金价格的高低无疑是影响黄金企业盈利的最大因素, 本轮黄金牛市启动以来, 黄金价格稳健攀升, 黄金作为天然货币的“硬通货”力量重新崛起, 资产“避风港”效应使黄金的保值和避险特性得到强化。目前基于对未来美元贬值以及通胀的预期, 我们认为黄金价格在 1500 美元/盎司并非此轮黄金牛市的顶点, 中长期来看, 黄金的牛市基础并未动摇, 虽然欧洲央行加息, 但全球流动性泛滥的格局依旧没有改变, 同时, 随着日本灾后重建的开始, 也将注入新的流动性, 因此, 预计未来金价有望向上突破。即使在全球流动性进入紧缩阶段(也就是以美国为代表的发达国家均采取加息措施), 国际金价在一定时段内保持上涨趋势。因此, 在国际金价在高位震荡的背景下, 公司业绩仍然有望持续快速增长。

在不考虑资产注入的背景下, 假设 2011-2013 同期矿产金的产量分别为 20 吨, 23 吨和 26 吨, 冶炼金产量方面保持平稳增长, 预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 1.10 元、1.32 元和 1.70 元。我们给予“推荐”评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1791.17	2559.25	2576.65	3582.16
现金	816.66	-1134.01	19.06	148.79
应收账款	25.27	62.66	49.65	65.86
其他应收款	605.11	463.22	751.04	881.08
预付账款	90.47	2716.65	1212.74	1896.57
存货	253.67	450.73	544.16	589.86
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	7791.63	7553.70	9840.90	11785.10
长期投资	93.47	93.47	93.47	93.47
固定及无形资产	7279.71	7022.36	9308.40	11235.52
其他	418.45	437.87	439.04	456.11
资产总计	9582.81	10112.95	12417.55	15367.26
流动负债	3132.76	3165.05	3492.61	3874.71
短期借款	1890.00	1890.00	1890.00	1890.00
应付账款	536.33	572.79	719.04	871.03
其他	706.43	702.26	883.57	1113.69
非流动负债	1834.64	1526.79	1592.55	1694.03
长期借款	1270.00	1270.00	1270.00	1270.00
其他	564.64	256.79	322.55	424.03
负债合计	4967.40	4691.85	5085.16	5568.75
少数股东权益	698.50	698.50	698.50	698.50
归属母公司股东权益	3916.91	5548.82	7469.66	9945.34
负债和股东权益	9582.81	10939.16	13253.32	16212.58

现金流量表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,788.31	-829.29	4,235.85	3,001.35
净利润	1,296.75	1,601.90	1,920.84	2,475.68
资产减值损失	-6.01	22.67	27.43	19.06
折旧摊销	488.24	503.61	645.92	792.70
公允价值变动收益	-4.78	-4.78	-4.78	-4.78
财务费用	109.90	125.86	152.61	187.51
投资损失	0.22	0.22	0.22	0.22
营运资本变化	475.52	-2,709.12	1,435.81	-512.75
递延税款变化	428.46	-369.65	57.80	43.69
投资活动现金流	-3,425.99	-251.51	-2,937.22	-2,725.24
资本支出	-3,388.99	-246.51	-2,932.22	-2,720.25
其他投资	-37.00	-5.00	-5.00	-5.00
筹资活动现金流	1,043.72	-53.21	-145.56	-146.38
短期借款	1,050.94	42.65	7.05	41.14
新发股份	-142.25	30.00	0.00	0.00
分红	-71.15	0.00	0.00	0.00
少数股东融资	316.09	0.00	0.00	0.00
财务费用	-109.90	-125.86	-152.61	-187.51
现金净增加额	406.04	-1,134.01	1,153.07	129.73

利润表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	31514.70	36241.91	43852.71	53938.83
营业成本	28485.66	32831.39	39674.83	48690.38
营业税金及附加	3.73	3.35	4.14	5.49
销售费用	22.25	34.34	36.26	47.86
管理费用	1103.40	1087.26	1425.48	1685.75
财务费用	109.90	125.86	152.61	187.51
资产减值损失	-6.01	22.67	27.43	19.06
公允价值变动收	-4.78	-4.78	-4.78	-4.78
投资净收益	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
营业利润	1790.77	2132.05	2526.96	3297.78
利润总额	1788.11	2135.87	2527.42	3300.91
所得税	491.36	533.97	606.58	825.23
净利润	1296.75	1601.90	1920.84	2475.68
少数股东损益	73.70	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利	1223.04	1601.90	1920.84	2475.68
EBITDA	2393.91	2766.51	3330.49	4282.99
EPS（元）	0.859	1.102	1.322	1.704

主要财务比率

主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	34.91%	15.00%	21.00%	23.00%
营业利润	68.98%	19.00%	18.48%	30.44%
归属母公司净利	63.99%	30.98%	19.91%	28.89%
获利能力				
毛利率	9.61%	9.41%	9.53%	9.73%
净利率	4.11%	4.42%	4.38%	4.59%
ROE	28.10%	25.64%	23.52%	23.26%
ROIC	16.70%	15.66%	17.19%	17.96%
偿债能力				
资产负债率	51.84%	42.89%	38.37%	34.35%
净负债比率	52.49%	70.69%	40.03%	29.89%
流动比率	57.18%	80.86%	73.77%	92.45%
速动比率	0.49	0.67	0.58	0.77
营运能力				
总资产周转率	3.29	3.31	3.31	3.33
应收帐款周转率	1247.23	578.36	883.25	819.00
应付帐款周转率	55.78	59.07	57.38	58.21
每股指标(元)				
每股收益	0.859	1.102	1.322	1.704
每股经营现金	1.38	-0.57	2.92	2.07
每股净资产	2.75	3.82	5.14	6.84
估值比率				
P/E	62.68	48.86	40.75	31.62
P/B	19.57	14.11	10.48	7.87
EV/EBITDA	34.91	31.14	25.60	19.97

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

毕业于哈尔滨工程大学产业经济学专业，经济学硕士学位、工学学士学位。2008 年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，具有证券执业资格。主要负责有色金属行业、旅游行业及相关上市公司的研究工作，对周期性行业及消费行业的发展动向有着深刻的理解，曾在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《中国有色金属》期刊上发表过相关研究报告。研究特长：从产业发展与公司财务运营的角度发掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn