



山东黄金 (600547.SH)

谨慎推荐 (维持)

所属行业: 有色金属
行业评级: 中 性

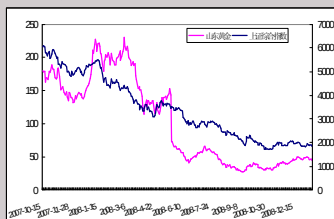
股价数据

12 个月区间 (元)	26.4—119.14
收益率	-77.84%

股本结构

总市值 (亿元)	166.61
流通市值 (亿元)	72.63
总股本 (亿股)	3.5577
流通 A 股 (亿股)	1.5510

股价表现图



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
李莉

Tel: (86531) 81283782
Fax: (86531) 81283779
Email: girl_li_li@sina.com

山东黄金(600547)投资价值分析

——得益于行业高景气度

投资要点:

- 2 山东黄金 2008 年利润能够维持较好水平, 主要得益于两个方面, 一是公司一季度完成了定向增发工作; 二是 2008 年国际黄金价格维持高位震荡, 行业高景气度提升了公司盈利水平。
- 2 公司的主要矿山生产都处于满负荷运转状态, 前期对矿山的技改工作明显提高了矿产金产量, 预计全年完成矿产金生产 17 吨左右, 2009 年预计进一步提高产量至 20 吨左右。2009 年、2010 年随着焦家、三山岛技改项目的进一步完成、达产, 公司 2010 年的矿产金数量将提高至 23 吨左右。
- 2 由于国际游资的避险性交易行为推高了国际黄金价格, 不考虑地缘政治因素的前提下, 2009 年国际黄金价格的波动区间在 650~900 美元/盎司之间。如果政治因素升温, 则国际黄金价格有可能突破 900 美元/盎司。因为预期 2009 年月度黄金价格平均低于 2008 年, 所以黄金企业的利润率比照 2008 年会稍有下降, 但企业业绩仍



然维持高位水平。对应外盘黄金价格，我们测算上海黄金交易所的全年均价，预计 2008、2009、2010 年三年的平均价格分别为 197 元/克、160 元/克、155 元/克。

- 2 我们在预计上海黄金交易所 2008、2009、2010 年三年黄金平均价格分别为 197 元/克、160 元/克、155 元/克，公司矿产金产量分别为 16.9 吨、20.1 吨、23.58 吨假设基础上，测算公司 2008 年、2009 年、2010 年的每股收益分别为 2.1 元、1.81 元、2.04 元。
- 2 因山东黄金已公告后期会有资产整合动作，集团公司黄金资产的注入将是企业未来的投资亮点，但对注入的时间，我们认为存在不确定性。
- 2 综合以上分析，维持山东黄金谨慎推荐的投资评级。

	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31
营业总收入(百万元)	9,929.61	23,029.69	19,216.00	19,154.90
增长变动率(%)		131.93%	-16.56%	-0.32%
净利润(百万元)	241.25	747.12	640.39	725.77
增长变动率(%)		209.69%	-14.29%	13.33%
每股收益(元)	1.21	2.10	1.81	2.04
PE(倍)	83.35	21.43	24.87	22.06





一、山东黄金企业情况分析

1、山东黄金利润维持较好水平

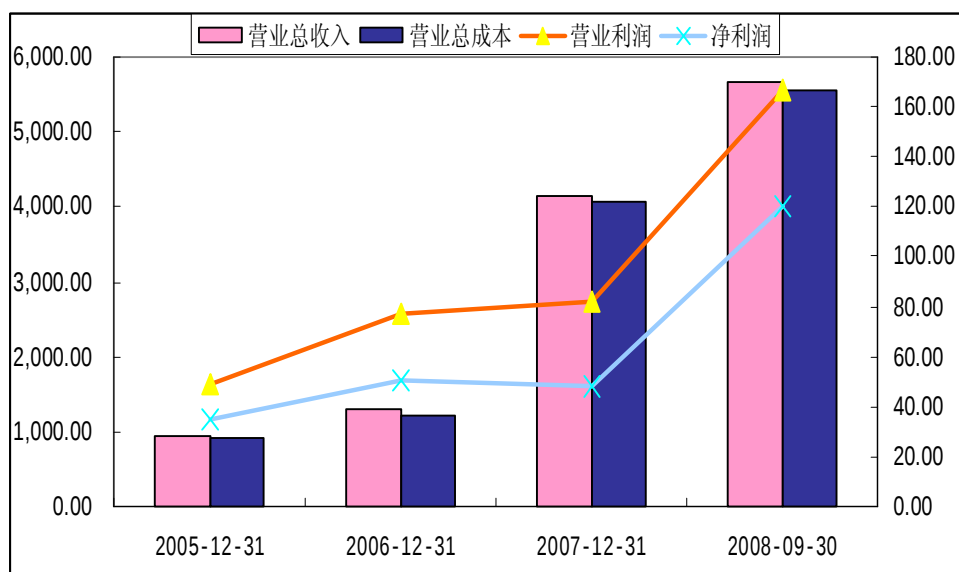
山东黄金2008年前三个季度共实现净利润6.2339亿元,比上年同期增长310%左右。每股收益达1.76元。公司利润能够维持较好水平,主要得益于两个方面,一是公司一季度完成了定向增发工作;二是2008年国际黄金价格维持高位震荡,行业高景气度提升了公司盈利水平。

表 1: 公司历年来每股收益情况

报告日期	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-09-30
财务分析—每股指标				
每股收益 EPS-期末股本摊薄(元)	0.55	0.78	1.21	1.75
每股净资产 BPS(元)	3.89	4.27	5.11	6.32
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	1.07	1.81	1.33	2.09
每股资本公积(元)	1.89	1.66	1.68	2.46
每股未分配利润(元)	0.31	1.32	1.94	2.64
每股现金流量净额(元)	0.28	0.60	0.70	0.21
每股企业自由现金流量(元)	1.83	0.52	0.72	1.50
每股股东自由现金流量(元)	2.27	0.54	1.79	0.69

资料来源: WIND 数据 齐鲁证券研究所

图 1: 山东黄金近年来收入、利润增长变化图



资料来源: WIND, 齐鲁证券研究所



2、山东黄金主营业务分析

公司今年一季度完成定向增发工作，使矿产金产量大幅度提高，提高了公司的毛利率水平。

表 2：公司近三年来业务分解情况

	2006	2007	2008 上半年
营业收入			
矿产金	785907298.83	1077706520.93	1562113671.43
外购非标准金冶炼	2724132856.75	8767671939.87	9219474831.11
合计	3510040155.58	9845378460.80	10781588502.54
营业成本			
矿产金	344210212.95	452773037.70	577965349.74
外购非标准金冶炼	2715676166.08	8749716458.11	9208034636.85
合计	3059886379.03	9202489495.81	9785999986.59
营业利润			
矿产金	441697085.88	624933483.23	984148321.69
外购非标准金冶炼	8456690.67	17955481.76	11440194.26
合计	450153776.55	642888964.99	995588515.95
营业利润率			
矿产金	56.20%	57.99%	63.00%
外购非标准金冶炼	0.31%	0.20%	0.12%
合计	12.82%	6.53%	9.23%

资料来源：WIND 数据 齐鲁证券研究所

今年以来，公司的主要矿山生产都处于满负荷运转状态，前期对矿山的技改工作明显提高了矿产金产量，预计全年完成矿产金生产 17 吨左右，2009 年预计进一步提高产量至 20 吨左右。2009 年、2010 年随着焦家、三山岛技改项目的进一步完成、达产，公司 2010 年的矿产金数量将提高



至 23 吨左右。

表 3: 公司分项目业务估算表

分项目业务估算		2008 年 (E)	2009 年 (E)	2010 年 (E)
新城金矿	年处理矿石吨数(万吨)	90	95	95
	品位(克/吨)	3	3	3
	产金量(公斤)	2700	2850	2850
焦家金矿	年处理矿石吨数(万吨)	136	210	250
	品位(克/吨)	2.7	2.7	2.7
	产金量(公斤)	3672	5670	6750
金洲金矿	年处理矿石吨数(万吨)	37	37	37
	品位(克/吨)	4	4	4
	产金量(公斤)	1480	1480	1480
三山岛金矿	年处理矿石吨数(万吨)	238	280	400
	品位(克/吨)	2	2	2
	产金量(公斤)	4760	5600	8000
玲珑金矿	年处理矿石吨数(万吨)	75	75	75
	品位(克/吨)	3	3	3
	产金量(公斤)	2250	2250	2250
鑫汇金矿	年处理矿石吨数(万吨)	34	41	41
	品位(克/吨)	3	3	3
	产金量(公斤)	1020	1230	1230
沂南金矿	年处理矿石吨数(万吨)	34	34	34
	品位(克/吨)	3	3	3



产金量(公斤)	1020	1020	1020
总矿产金(公斤)	16902	20100	23580
冶炼(公斤)	100000	100000	100000
上金所黄金均价(元/克)	197	160	155

资料来源: WIND 数据 齐鲁证券研究所

3、山东黄金资源储量的情况分析

山东黄金 2008 年初完成定向增发工作, 金仓金矿、三山岛金矿、玲珑金矿、平度鑫汇金矿以及沂南金矿注入上市公司后, 公司金金属储量增至 165 吨。2008 年 12 月份, 公司又确认了收购甘肃赤峰柴胡栏子黄金矿业, 储量再增 8.815 吨, 目前总储量约 173.8 吨。另外, 公司在 2008 年 9 月 22 日, 公告: 在未来可预见的三个月内有向公司注入黄金储量的初步计划, 但注入数量和在未来能否实现还存在不确定性。公告之后, 目前只注入了赤峰金矿。从母公司的情况来看, 近两年持续在莱州寺庄、焦家等地区成矿带新勘探到的大型金矿约 154.8 吨左右(两次总计), 另外山东黄金集团有限公司下属全资子公司山金矿业有限公司于 11 月 15 日成功并购了海南金大丰矿业开发有限公司(抱伦金矿) 63% 的股权, 根据公开资料抱伦金矿目前的储备约为 80 吨。所以从解决同业竞争、增厚公司股东权益的角度来讲, 我们认为在可以预见的未来集团公司的资产将逐步的注入上市公司, 但时间具有一定的不确定性。

在公司矿区储量方面, 公司内部鼓励在稳定生产的基础上, 各矿区加强深部找矿工作, 以延长公司矿区的整体开采年限。

二、对黄金行业的整体判断

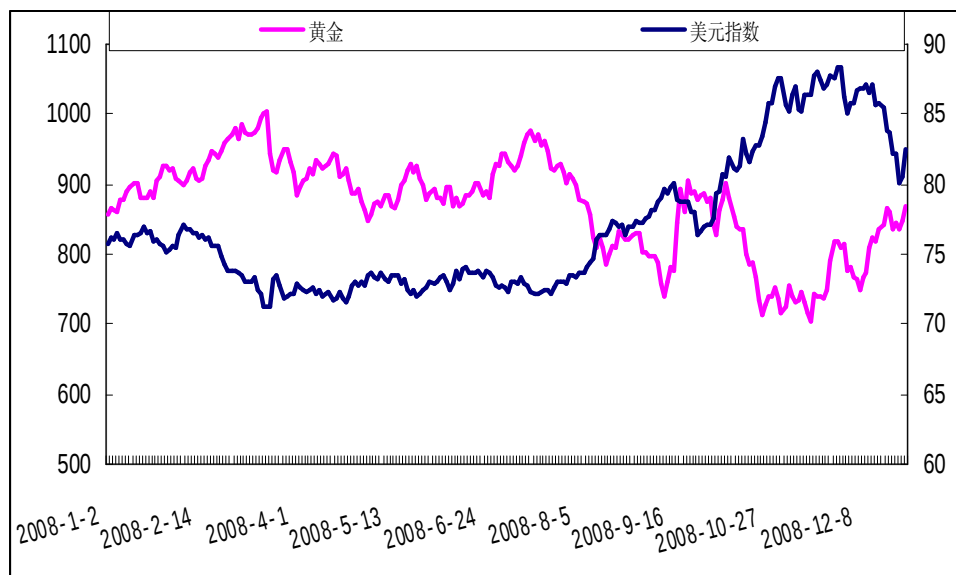
在全球经济动荡的格局中, 黄金行业今年表现相对突出。

一般情况下, 黄金价格与国际原油价格正相关, 与美元指数负相关。但是在全球经济衰退的背景下, 国际游资选择投资避险品种, 2008 年下半年从避险的角度同时增持了黄金和美元, 所以市场表现出来为国际原油价格大幅度下跌、而黄金价格上涨、美元指数反弹的走势。对于这种避险



交易行为,我们认为其持久性与强度主要取决于外围还有多少资金有意愿参与这种避险性交易。

图 2: 国际黄金价格与美元指数的走势



资料来源: 齐鲁证券研究所

在供需的层面上,2008 年中国的黄金产量也有所下降。中国黄金协会预计 2008 年产量将为 276 吨,略高于 2007 年的 270.49 吨,是近年来产量增幅最小的一年。增长缓慢的主要原因为:三季度国际黄金价格出现下跌,曾一度跌至 700 美元/盎司附近,造成一些高成本、低品位的矿山产量下降。再加之全球经济衰退,抑制了国内需求,预计中国今年的黄金需求下降至 360 吨,去年为 362 吨。另外,目前官方层面的售金计划或增持计划,暂时增量都不是很大,对价格的影响偏小。

表 4: 国际黄金期货交易数据

	2006	2007	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008M9	2008M10
伦敦平均价格(美元/盎司)	604.06	696.76	927.24	896.35	869.2	827.43	809.72
COMEX 库存('000 盎司)	7655	7341	7531	7653	8549	8596	8565
CFTC 净投机头寸 多(空)	96930	131113	196962	168566	136205	121016	78315
FT 金矿指数	2421	2520	3234	2949	2512	2311	1490
美元指数	86	80	74	73	76.7	79.4	86.3

资料来源: 齐鲁证券研究所

后期我们认为有以下因素对国际黄金价格形成重要影响:一、美元的走势。美元之前的反弹走势已经基本走完,而经济继续走向衰退,所以美元的强势反弹只是阶段性的,如果经济持续向坏,美元将再次形成长期弱



市走势，而这对以美元计价的黄金价格形成支持。二、地缘政治及冲突的持续升温会影响到黄金价格的大幅度波动。三、黄金价格近期的强势走势也受避险资金的推高影响，但在经济衰退周期的末期，由于避险资金的撤出，也会造成价格的短期下跌。

综合以上分析，我们认为在不考虑地缘政治因素的前提下，2009 年国际黄金价格的波动区间在 650~900 美元/盎司之间。如果政治因素升温，则国际黄金价格有可能突破 900 美元/盎司。因为预期 2009 年月度黄金价格平均低于 2008 年，所以黄金企业的利润率比照 2008 年会稍有下降，但企业业绩仍然维持高位水平。对应外盘黄金价格，我们测算上海黄金交易所的全年均价，预计 2008、2009、2010 年三年的平均价格分别为 197 元/克、160 元/克、155 元/克。

三、业绩预测

综合以上分析，我们在预计上海黄金交易所 2008、2009、2010 年三年黄金平均价格分别为 197 元/克、160 元/克、155 元/克，公司矿产金产量分别为 16.9 吨、20.1 吨、23.58 吨假设基础上，测算公司 2008 年、2009 年、2010 年的每股收益分别为 2.1 元、1.81 元、2.04 元。

表 5：山东黄金利润测算表

利润表 (单位：百万元)	2007-12-31	2008-12-31(E)	2009-12-31(E)	2010-12-31(E)
营业总收入	9,929.61	23,029.69	19,216.00	19,154.90
营业收入	9,929.61	23,029.69	19,216.00	19,154.90
营业总成本	9,590.91	22,083.24	18,412.15	18,237.21
营业成本	9,266.80	21,304.20	17,861.48	17,663.30
营业税金及附加	0.46	1.66	1.39	1.37
销售费用	16.33	30.00	22.00	25.00
管理费用	252.48	593.38	477.28	497.54
财务费用	19.15	80.00	50.00	50.00
资产减值损失	35.69	74.00		
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	-6.29		
投资净收益	36.09	60.00	50.00	50.00
营业利润	374.79	1,000.16	853.85	967.69
加：营业外收入	2.46	6.00	0.00	0.00
减：营业外支出	9.72	10.00	0.00	0.00
利润总额	367.54	996.16	853.85	967.69
减：所得税	126.29	249.04	213.46	241.92



净利润	241.25	747.12	640.39	725.77
减：少数股东损益	48.40	15.86	13.59	15.41
归属于母公司所有者的净利润	192.84	731.26	626.80	710.36
每股收益：（元）	1.21	2.10	1.81	2.04

资料来源： 齐鲁证券研究所

四、估值讨论及投资建议

我们比较 A 股上市的三家重点黄金企业，各有特色。从盈利能力来讲，山东黄金的矿产金比较所占较高，盈利水平表现最好。从含金量的角度，中金黄金的每股折算率最高。而紫金矿业由于海外控股的金矿较多从而总储量最高，但其它金属的业务摊低了公司的盈利水平。比较而言，从资产避险的角度，我们谨慎推荐山东黄金与中金黄金作为资产长期配置的重点。另外，因山东黄金已公告后期会有资产整合动作，集团公司黄金资产的注入将是公司未来的投资亮点，但对注入的时间，我们认为存在不确定性。

表 6：黄金股票估值表

代码	名称	价格 (元)	08 年每股净资产 (元)	PB(倍)	07EPS (元)	08EPS (元)	09EPS (元)	07PE (倍)	08PE (倍)	09PE (倍)	金金属总储量 估算	投资评级
600489	中金黄金	35.20	10.95	3.21	0.71	1.35	1.10	49.58	26.07	32.00	317.00	谨慎推荐
600547	山东黄金	45.01	6.66	6.76	0.54	2.10	1.81	83.35	21.43	24.87	174.00	谨慎推荐
601899	紫金矿业	4.72	1.11	4.26	0.18	0.22	0.20	26.22	21.45	23.60	638.00	中性

资料来源： 齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为 -10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791