

资源扩张，增添后劲

研究结论：

- 生产能力上，2008 年金价高位运行，使山东黄金（600547.SS）公司扩大了开采的边界品位，平均入选品位约为 2.6 克/吨的水平。同时，公司积极扩大采选能力，2008 年矿石采选能力增长 1 倍以上，达到 2 万吨/日水平。由此 2008 年实现矿金产量提 16.6 吨水平，但不可避免地矿金生产成本有所提高。我们预计 2009 年矿石采选能力将继续增长 10%以上，矿金产量达到 18 吨。
- 资源储量方面，通过边采边探以及外部购并，使公司黄金资源储量增加 20%以上，达到 200 吨。主要增量表现在：焦家金矿增加 20 吨；收购内蒙柴胡栏子金矿增加 9.7 吨，柴胡栏子新探增加约 10 吨，合计增加约 40 吨储量。
- 目前作为山东黄金（600547.SS）大股东的山东黄金集团仍拥有约 300 吨黄金的远景储量，并在焦家、新城、三山岛金矿深部发现新黄金资源。根据国家一个矿体只能拥有一个采矿证的规定，我们预计该部分资源将在未来以合适的方式注入山东黄金（600547.SS）公司。
- 除了获得大股东山东黄金集团的资源支持外，山东黄金（600547.SS）公司还积极向外独立扩张，收购内蒙柴胡栏子金矿只是迈出独立扩张的第一步，体现了山东黄金（600547.SS）对资源控制的迫切愿望，我们认为未来将看到更多类似的独立扩张。
- 随着国际社会为拯救经济衰退而纷纷推出积极的财政的扩张政策，向金融体系注入了大量的流动性，未来的通胀预期以及长期看美元的贬值趋势使黄金成为各类金属中上涨趋势较为明确的品种。
- 2008 年山东黄金（600547.SS）公司完成了新增矿山的注入，其中矿山的资产的整合、勘探工程的结算等因素将影响到公司 2008 年 4 季度的盈利状况。但我们认为这不会改变公司长期扩张趋势。
- 调低 08 年盈利预测至 EPS：1.80 元，未来 2 年 EPS 分别为：2.89 和 3.55 元。鉴于对山东黄金（600547.SS）未来的发展趋势以及对黄金价格的判断，我们给山东黄金买入评级。
- 风险因素：黄金价格大幅下跌。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施卫平

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

shiw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（上调）

股价（2009 年 2 月 8 日）	55.71 元
目标价格（6 个月）	72.25 元
总股本/A 股（万股）	35576/17298
A 股市值（百万元）	9636
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告日期	2009 年 2 月 8 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	14.79	79.70	-42.70
相对表现 (%)	-1.06	46.36	10.84

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	9930	20375	22798	24200
同比(%)	175%	105%	12%	6%
归属母公司净利润	193	639	1030	1262
同比(%)	54%	232%	61%	23%
毛利率(%)	6.7%	8.3%	9.6%	10.6%
ROE(%)	23.6%	19.2%	25.9%	27.3%
每股收益(元)	0.54	1.80	2.89	3.55
P/E	95.01	28.65	17.79	14.52
P/B	22.41	5.50	4.61	3.97
EV/EBITDA	37.10	16.41	11.37	9.32

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	736	2310	2567	2712	营业收入	9930	20375	22798	24200
现金	314	1223	1368	1452	营业成本	9267	18681	20607	21644
应收账款	17	38	43	45	营业税金及附加	0	2	2	2
其它应收款	44	0	0	0	营业费用	16	25	28	29
预付账款	269	560	618	649	管理费用	252	611	684	726
存货	92	486	536	563	财务费用	19	-6	-24	-22
其他	1	3	2	3	资产减值损失	36	80	80	80
非流动资产	1110	2424	2967	3170	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	23	23	23	投资净收益	36	0	0	0
固定资产	711	1674	1725	1836	营业利润	375	982	1420	1741
无形资产	99	81	63	45	营业外收入	2	0	0	0
其他	286	647	1157	1267	营业外支出	10	100	0	0
资产总计	1846	4734	5534	5883	利润总额	368	882	1420	1741
流动负债	721	1079	1213	889	所得税	126	229	369	452
短期借款	490	197	602	365	净利润	241	653	1052	1289
应付账款	61	187	206	216	少数股东损益	48	14	22	27
其他	170	696	405	308	归属于母公司净利润	193	639	1030	1262
非流动负债	124	127	125	126	EBITDA	501	1133	1634	1994
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	0.54	1.80	2.89	3.55
其他	121	124	122	123					
负债合计	844	1207	1338	1016	主要财务比率				
少数股东权益	184	198	221	248	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	160	356	356	356	成长能力				
资本公积	268	2059	2059	2059	营业收入	175.5%	105.2%	11.9%	6.2%
留存收益	390	914	1560	2204	营业利润	52.7%	162.1%	44.6%	22.5%
归属母公司股东权益合计	818	3329	3975	4619	归属于母公司净利润	54.5%	231.6%	61.0%	22.5%
负债和股东权益	1846	4734	5534	5883	获利能力				
					毛利率	6.7%	8.3%	9.6%	10.6%
现金流量表				单位:百万元	净利率	1.9%	3.1%	4.5%	5.2%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	23.6%	19.2%	25.9%	27.3%
经营活动现金流	213	795	882	1397	偿债能力				
净利润	241	653	1052	1289	资产负债率	45.7%	25.5%	24.2%	17.3%
折旧摊销	107	157	238	275	净负债比率				
财务费用	19	-6	-24	-22	流动比率	1.02	2.14	2.12	3.05
投资损失	-36	0	0	0	速动比率	0.89	1.69	1.67	2.42
营运资金变动	-157	10	-385	-147	营运能力				
其它	39	-19	1	2	总资产周转率	6.18	6.19	4.44	4.24
投资活动现金流	-150	-1496	-781	-481	应收账款周转率	599	698	528	515
资本支出	192	1590	790	490	应付账款周转率	236.01	150.84	104.90	102.45
长期投资	5	-84	0	0	每股指标 (元)				
其他	46	9	9	9	每股收益	0.54	1.80	2.89	3.55
筹资活动现金流	49	1610	45	-832	每股经营现金流	0.60	2.24	2.48	3.93
短期借款	171	-293	405	-236	每股净资产	2.30	9.36	11.17	12.98
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	196	0	0	P/E	95.01	28.65	17.79	14.52
资本公积增加	-21	1791	0	0	P/B	22.41	5.50	4.61	3.97
其他	-101	-84	-360	-596	EV/EBITDA	37.10	16.41	11.37	9.32
现金净增加额	111	909	145	84					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施卫平：有色金属行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、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：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn