

## 未来看点：矿产金的量价同涨

### ——山东黄金（600547）投资分析报告

#### 投资要点：

##### 一、一体化的纯金上市公司

山东黄金是上下游一体化的黄金生产企业，业务覆盖了采矿、选矿、冶炼和精炼等整个黄金生产过程。

在公司主营业务中，黄金营业收入占主营业务收入比例从 2006 年以后在 99% 左右。

##### 二、资源储量保公司可持续发展

集团资源整合、并购力度在加大，公司将受益集团资产注入。

##### 三、矿产金产量的稳定增长是公司成长的保障

受益集团资产的注入，公司目前年产成品金约 100 吨，矿产金约 17 吨左右，较 2007 年增长了 150% 以上。

公司未来矿产金产量的增长，一是来源于集团资产注入，二是来源于现有矿山的扩产与改造。

##### 四、金价暂做调整，中期必将受益通胀

黄金的避险属性已渐渐消退，各国刚刚从大幅减息过渡到数量型放松的货币政策，通胀预期明确，但是通缩的困扰未退，经济还未见到企稳迹象。通胀预期的明确，金价必然相对纸币升值，价格的继续攀升可以期待。由于明确的通胀预期的存在，此轮金价的调整幅度不会过大。

##### 五、年、季报简评及未来展望

1、优势：矿产金的量、价齐涨。而且此优势在 09 年与 10 中还可以继续保持。

2、不足：管理费用的高企与投资收益的亏损对公司业绩的负面影响较大。

3、公司未来两年最大看点在于矿产金的量价齐涨的优势可以继续保持，管理费用环比已有所下降但还有空间可降，而期货市场上的操作理念需调整。

##### 六、盈利预测和评级

综合考虑黄金价格，公司矿产金产量，及公司的克金生产成本，我们认为公司的盈利预期是比较明确的，我们预测公司 2009 年至 2010 年每股盈利为 2.27 元和 2.53 元（为方便与其他黄金股比较，未除权），对应 4 月 29 日收盘价，市盈率为 33.0 和 29.6。我们维持山东黄金（600547）增持的投资评级。

##### 七、投资风险

金价降低； 成本控制不力；生产计划的执行风险。

上次评级：增持

本次评级：增持

#### 52 周股价表现：



资料来源：wind 资讯

研究员：赵彦辉

电 话：0411-39673302

网 址：www.daton.com.cn

邮箱：zhaoyanhui@daton.com.cn

总股本：71154 万股

流通股本：34596 万股

近 12 个月最高价：43.50 元（除权后）

近 12 个月最低价：22.09 元（除权后）

近 1 个月内涨幅：-8.21%

近 6 个月内涨幅：113.60%

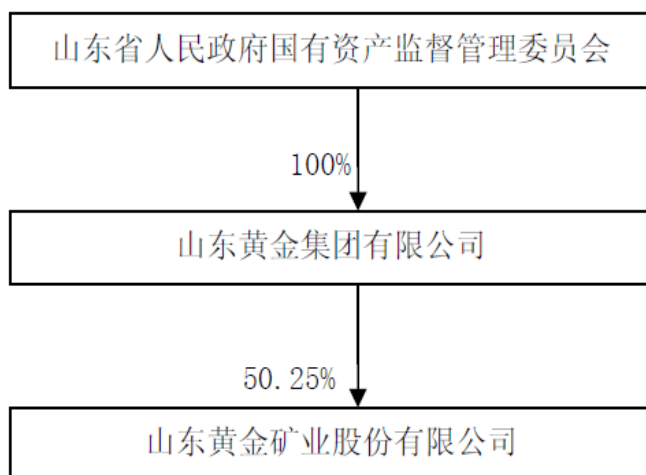
## 一、一体化的纯金上市公司

### （一）股本结构

山东黄金股份有限公司控股股东为山东黄金集团有限公司，控股比例为50.25%。公司创立于2000年1月，2003年8月发行6,000万股A股，在上海证券交易所上市交易。2008年1月25日，公司完成定向增发，截止到2009年4月30日，公司总股本为71154万股，流通股34596万股。

限售股解禁情况：2010年1月25日，山东黄金集团增发部分3578万股解禁，占流通A股的10.34%；2012年1月30日，山东黄金集团持有的32980万股可全部流通。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



### （二）主营业务构成

山东黄金是上下游一体化的黄金生产企业，业务覆盖了采矿、选矿、冶炼和精炼等整个黄金生产过程。

与国内其他两家A股黄金上市公司相比较，公司的主营业务突出，可以说是纯金上市公司。在公司主营业务中，黄金营业收入占主营业务收入比例从2004年开始一直在95%以上，2006年以后更是在99%左右；在营业利润中，矿产金是公司营业利润的主要来源，其毛利占比在91%以上，2008年矿产金毛利占比93.8%。外购合质金加工虽然占营业收入比重很大，实现利润占比例很小。矿产金毛利率

为53.8%，合质金加工毛利率为0.4%。

图2：08年收入构成

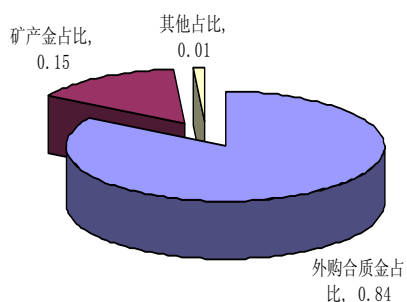
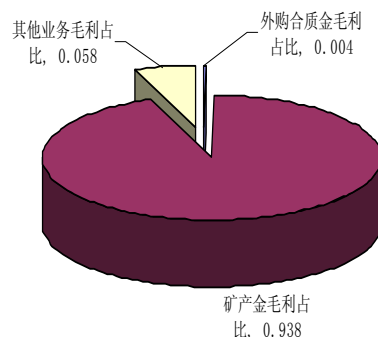


图3：08年毛利构成



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

## 二、资源储量保公司可持续发展

山东省黄金资源储量前景可观。山东省是国内最大的产金省，目前保有黄金资源量占全国的三分之一。根据对黄金矿成矿规律的研究，山东省可预见的尚未发现的黄金资源预期的还有3000吨，公司未来必然受益。

### （一）集团资源的整合、并购是公司可持续发展的保障

2008 年集团拥有的探矿权面积为360平方公里左右，集团资源储量为400 多吨。

省内金矿资源整合。2006年至2007年期间，集团主要在省内进行资源的整合与并购。并购了青岛黄金、乳山黄金，收购莱州金仓黄金、莱州寺庄金矿、招远东风矿田，以及临沂龙头汪金矿、栖霞、潍坊、蒙阴等矿权。同时，加大对焦家、新城、玲珑、新立金矿等大型矿区及兼并收购的矿区地质勘查和技术改造工作，使公司的保有金矿资源储量增加近100吨。08年末，公司就焦家新发现的100 吨矿体提交了报告，今年很可能获得该资源。

省外黄金生产基地建设。2008年11月6 日，集团与内蒙古赤峰市政府签订战略合作框架协议，共同开发赤峰境内的矿产资源。2008 年11 月15 日，集团所属全资子公司山金矿业有限公司成功并购海南抱伦金矿63%股权。集团也已经与

海南省地质矿产勘查开发局签署了战略合作协议，共同开发海南省黄金资源。

山东黄金集团近两年持续的资源并购是集团可持续发展的基础，山东黄金矿业股份有限公司必将因此而受益。

**表1：山东黄金集团资源整合时间表**

|        |                           |
|--------|---------------------------|
| 2003 年 | 拥有玲珑、三山、焦家、沂南、委内瑞拉等矿      |
| 2006 年 | 并购青岛黄金、乳山黄金、莱州金仓          |
| 2007 年 | 收购寺庄、东风、临沂龙头旺、栖霞、蒙阴、维坊等矿权 |
| 2008 年 | 收购海南抱伦金矿 63%矿权            |
| 2009 年 | 收购焦家金矿新矿体                 |

资料来源：大通证券研发中心整理

## （二）公司受益大股东资产注入

2003 年山东黄金上市后，股份公司只有新城金矿；2004 年股份公司收购了焦家金矿；2005 年，股份公司控股矿山品位高的金洲金矿；随着集团对矿产资源的整合和勘探，集团拥有的玲珑金矿、三山岛金矿等五座矿山在2008年初通过增发进入股份公司，08年末以自有资金收购柴胡栏子金矿73%股权。股份公司黄金储量、矿产金大幅提高，使企业业绩得到大幅提升。

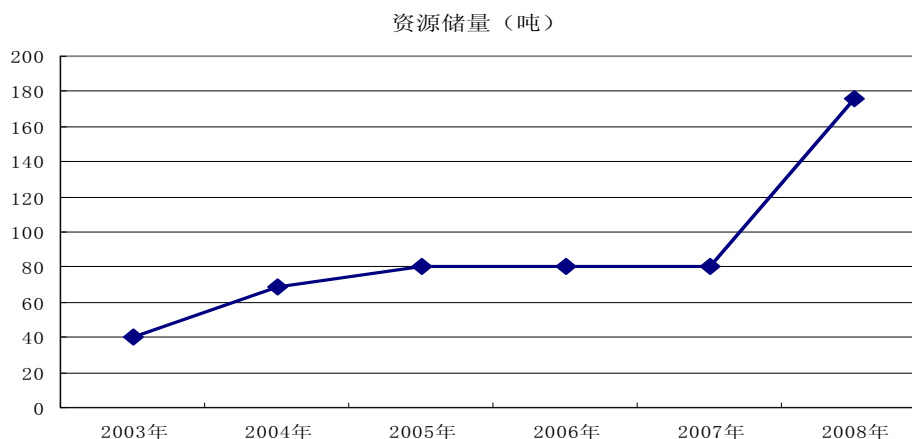
如今公司现有储量黄金资源储量为175 吨，同时公司建立挖一吨矿需找到一吨矿的考核指标以保证资源的保护性开采和可持续开采，08 年公司投入1.2 亿左右用于探矿，使得公司的黄金资源储量增加，所以目前公司的黄金资源储量要大于这个数量。

**表2：山东黄金资产注入时间表**

|               |                            |
|---------------|----------------------------|
| 2003 年        | 公司上市，新城金矿                  |
| 2004 年        | 从集团收购焦家金矿                  |
| 2005 年        | 从集团收购金洲金矿                  |
| 2008 年        | 增发收购三山岛、金仓等五矿，自有资金收购柴胡栏子金矿 |
| 2009 年—2010 年 | 欲增发收购东风金矿                  |

资料来源：大通证券研发中心整理

图4：山东黄金资源储量



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表3：山东黄金所属各金矿储量及品位

| 金矿     | 金金属量（t） | 矿石品位（g/t） | 权益比例% |
|--------|---------|-----------|-------|
| 新城金矿   | 42.0    | 4.3       | 100%  |
| 焦家金矿   | 28.0    | 3.5       | 100%  |
| 金洲金矿   | 12.0    | 5.0       | 51%   |
| 金仓金矿   | 58.0    | 4.1       | 100%  |
| 三山岛金矿  | 11.5    | 3.4       | 100%  |
| 玲珑金矿   | 6.9     | 7.2       | 100%  |
| 沂南金矿   | 0.6     | 2.0       | 100%  |
| 鑫汇金矿   | 8.0     | 4.5       | 100%  |
| 柴胡栏子金矿 | 8.8     | 5.4       | 73%   |
| 总计     | 175.8   |           |       |

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

### 三、矿产金产量的稳定增长是公司成长的保障

公司采用比较典型氰化、电解工艺，受益于资产注入，矿产金约17 吨左右，较07年大增150%以上，年产成品金约100 吨左右。

#### （一）山东黄金各矿矿产金产量

山东黄金各矿矿产金产量如表：

表4：各矿矿产金年产量

| 金矿     | 年矿产金量 (t) |
|--------|-----------|
| 新城金矿   | 2.7       |
| 焦家金矿   | 3.5       |
| 金洲金矿   | 1.1       |
| 金仓金矿   | 3.6       |
| 三山岛金矿  | 2.4       |
| 玲珑金矿   | 1.6       |
| 沂南金矿   | 0.5       |
| 鑫汇金矿   | 0.7       |
| 柴胡栏子金矿 | 0.4       |

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

## （二）在建工程：公司未来矿产金主要来源

2009年至2010年的公司矿产金的增长主要来自于内部挖潜，主要有以下几个方面：1、焦家矿扩产，将有目前4000 吨日矿石处理量增加到6000 吨日矿石处理量。项目在计划在09 年5月投产。2、三山岛新建8000 吨选厂，2010年投产。3、鑫汇金矿的1300 吨选厂扩建项目，2009 年投产。另外，公司所属其他矿山目前都有改造项目，这些项目的实施都会对公司2009 年的黄金产量作出贡献。

## 四、金价暂做调整，中期必将受益通胀

黄金的需求共分为三种，一种是工业需求，一种是首饰等的消费需求，三是投资需求。在黄金价格的决定机制中投资需求占黄金价格现在的主导地位，体现为黄金货币属性。金本位制度退出历史舞台后，黄金的世界货币地位被美元取代。美元取代的黄金作为一种世界货币的历史进步是无可厚非的，但是这也带来了永久性的特里芬难题，从布雷顿森林体系到牙买加体系，这一难题不仅没有被解决，反而更加加深了。世界货币体系不可能返回到金本位，但是从本轮金融危机的引发的最根本根源上来看，其根本就是现有世界货币体系存在的先天不足，重新建立一种符合全球利益的世界货币体系是一种历史的要求。而在一建立的过程中，黄金的价值必然要得到体现。

全球数量型放松货币政策必然导致全球的通胀。随着 08 年下半年金融危机的深化，为了应对这场危机所造成的金融体系的动荡和经济增速大幅下滑。发达

经济体纷纷大幅调低利率，目前，美国、英国以及日本的利率都已经在接近于零，欧洲利率也已经下调至 1.25，主要经济体利率水平已是百年低位。在利率政策对经济转暖作用不佳的情况下，美国、日本、英国等国家央行开始实施数量型的放松货币政策。

本次全球各国的央行采取的政策与前两次世界货币体系发生变革的时期非常相似，前两次分别是上世纪 30 年代世界主要国家脱离金本位制度和上世纪 70 年代战后建立的布雷顿森林体系解体。目前的牙买加体系也面临着一种变革需要。

回顾一下历史，30 年代大萧条先是持续的通缩，全球脱离金本位制度后走出通缩，迈向复苏，最终导致高通胀。1931-1936 年世界主要国家相继脱离金本位制度，而在此之后其货币对黄金大幅贬值。如最早脱离金本位制度的英国，英镑与黄金的平价在金本位制度下是 4.25 英镑每盎司黄金，而 1940 年达到的 8.4 左右。

70 年代布雷顿森林体系解体后，先是高通胀，最终演化为持续滞胀。从 1971 年 8 月 15 日到 1980 年 9 月，金价上涨持续了近九年，各国货币对黄金大幅贬值。

而现在全球各国所采取的货币政策也为了应对通缩，这一阶段也应该会出现上两次类似的通胀问题，也会导致纸币对黄金的贬值和黄金价格的上涨。本轮金价的上涨当始于 2001 年初，截至 2009 年 2 月底，金价已由低点 255.95 美元/盎司，达到了 1000 美元/盎司的水平。本轮金价的上涨直接诱因是 2001 年的大幅减息。我们最关心的是在累计涨幅已经可观的情况下，黄金是否可以沿续涨势？我们认为可以沿续，原因是各国刚刚从大幅减息过渡到数量型放松的货币政策，通胀预期已有，但是通缩的困扰未退，经济还未见到企稳迹象。通胀预期的明确，金价必然相对纸币升值，价格的继续攀升可以期待。

## 五、年、1季报简评及未来展望

### （一）2008年报简评

公司年报显示：公司08年实现营业收入198.7亿元，同比增长75.2%，归属母公司的扣除非经常性损益的净利润6.65亿元，同比增长292.8%。实现每股收益1.81元。

公司业绩大幅增长的原因有二。一是矿产金产量的大幅增加。08 年1 月份公司完成定向增发，收购了三山岛、玲珑、沂南、鑫汇、金仓矿业资产，全年矿产金产量达到15.6吨，同比增长155.3%。二是黄金价格的大幅上涨。2008 年国内黄金价格为195元/克，同比增长15%。

影响公司08年业绩原因有二。一是公司矿产金毛利率同比下降7.23%，原因是矿石品位下降造成的吨矿处理成本的上升。公司的矿产金主营成本接近90元/克，同比上升36%。二是管理费用的高企。公司2季度管里费用环比下降近36%，3季度环比增长近45%，而第四季度则环比增长94%。公司当进一步解决“降本增效”问题。

## （二）2009年1季报简评

公司一季度实现营业收入59.23 亿元，环比增长81.15%，同比下降2.58%，公司归属于母公司所有者的净利润环比大幅增长1058.33%，同比下降27.34%。实现每股收益0.44元。

环比业绩增长同比下降的原因：黄金价格环比上涨上涨了13%而同比下降了6%所至，公司的毛利环比下降3.2%来看，公司的外部采购合质金生产的黄金产量上升。而归属于母公司所有者的净利润环比大幅增长1058.33%，得益于管理费用的环比下降39.4%。

公司当注意投资收益对影响公司每股收益0.03元，公司应注意转变期货市场的操作理念，以套期保值为目的。

**表5：黄金季度均价**

| 08 年 1 季度 | 08 年 4 季度 | 09 年 1 季度 | 环比  | 同比  |
|-----------|-----------|-----------|-----|-----|
| 213       | 177       | 200       | 13% | -6% |

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

## （三）未来展望

公司未来两年最大看点在于矿产金的量价齐涨的优势可以继续保持，管理费用环比已有所下降但还有空间可降，而期货市场上的操作理念需调整，以套期

保值为主。

## 六、盈利预测和评级

综合考虑黄金价格，公司矿产金产量，及公司的克金生次成本，我们以公司的盈利预期是比较明确的，我们预测公司2009年至2010年每股盈利为2.27元和2.53元（为与其他黄金股易比较，未除权），取4月29日收盘价，市盈率为33.0和29.6，估值优于中金黄金与紫金矿业。我们维持山东黄金（600547）增持的投资评级。

### （一）产量假设

我们的产量假设是建立在以下基础上：1、焦家金矿扩产，由目前 4000 吨日矿石处理量增加到 6000 吨日矿石处理量。项目在计划在 09 年 5 月投产。2、三山岛新建 8000 吨选厂 2010 年投产。3、鑫汇金矿的 1300 吨选厂扩建项目，2009 年投产。4、加工合质金数量不变。

表 6：黄金产量假设

|           | 年矿产金量（t） |       |
|-----------|----------|-------|
|           | 09E      | 10E   |
| 新城金矿      | 2.8      | 3.0   |
| 焦家金矿      | 4.2      | 5.0   |
| 金洲金矿      | 1.1      | 1.2   |
| 金仓金矿      | 3.7      | 4.0   |
| 三山岛金矿     | 2.5      | 3.2   |
| 玲珑金矿      | 1.7      | 1.8   |
| 沂南金矿      | 0.5      | 0.6   |
| 鑫汇金矿      | 1.2      | 1.3   |
| 柴胡栏子金矿    | 0.3      | 0.3   |
| 矿产金年合计    | 18.1     | 20.4  |
| 外购合质金加工产量 | 95.0     | 95.0  |
| 总产量       | 113.1    | 115.4 |

资料来源：大通证券研发中心

### （二）价格假设：

我们的价格假设是建立在以下基础之上：金价受通胀因素影响，在黄金的避险属性消退之后，金价虽有调整但是不会大幅走低，并且中期来看，价格走高。

表 7：金价假设

|    | 09E     | 10E     |
|----|---------|---------|
| 金价 | 200 元/g | 200 元/g |

资料来源：大通证券研发中心

表 8：山东黄金盈利预测（未除权）

|               | 2006A     | 2007A     | 2008A      | 2009E     | 2010E     |
|---------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 营业收入          | 360433.69 | 992960.52 | 1987312.13 | 2262000   | 2308000   |
| 增长率 (%)       |           | 214.67%   | 75.22%     | 13.82%    | 2.03%     |
| 营业成本          | 314875.62 | 926680.19 | 1813666.44 | 2058420   | 2095664   |
| 毛利率 (%)       | 12.60%    | 6.70%     | 8.70%      | 9.00%     | 9.20%     |
| 营业税金及附加       | 47.76     | 45.72     | 171.06     | 180       | 185       |
| 销售费用          | 899.79    | 1633.21   | 2543.54    | 4524      | 4616      |
| 销售费用率         | 0.20%     | 0.20%     | 0.10%      | 0.20%     | 0.20%     |
| 管理费用          | 16408.15  | 25247.88  | 71177.44   | 79170     | 73856     |
| 管理费用率         | 4.60%     | 2.50%     | 3.60%      | 3.50%     | 3.20%     |
| 财务费用          | 2318.72   | 1914.76   | 7473.54    | 4524      | 4616      |
| 财务费用率         | 0.60%     | 0.20%     | 0.20%      | 0.20%     | 0.20%     |
| 投资收益          | -86.05    | 3609.32   | 4649.75    | 0.00      | 0.00      |
| 营业利润          | 24541.92  | 37479.16  | 90149.2    | 115182.00 | 129063.00 |
| 增长率 (%)       |           | 164.60%   | 38.82%     | 27.77%    | 12.05%    |
| 营业利润率         | 6.80%     | 3.80%     | 4.50%      | 5.09%     | 5.59%     |
| 营业外收入         | 98.99     | 246.47    | 2548.96    | 0.00      | 0.00      |
| 营业外支出         | 883.24    | 971.85    | 3123.05    | 0.00      | 0.00      |
| 利润总额          | 23757.66  | 36753.78  | 89575.12   | 115182.00 | 129063.00 |
| 所得税           | 7832.25   | 12629.2   | 22079.18   | 28795.50  | 32265.75  |
| 所得税率 (%)      | 33.00%    | 34.40%    | 24.60%     | 25.00%    | 25.00%    |
| 净利润           | 15925.41  | 24124.59  | 67495.94   | 86386.50  | 96797.25  |
| 少数股东损益        | 3442.87   | 4840.38   | 3815.12    | 5615.12   | 6775.81   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 12482.54  | 19284.2   | 63680.82   | 80771.38  | 90021.44  |
| 净利润率 (%)      | 3.50%     | 1.90%     | 3.20%      | 3.57%     | 3.90%     |
| 增长率 (%)       |           | 195.82%   | 72.46%     | 26.80%    | 11.45%    |
| 每股收益 (元)      | 0.7802    | 1.2053    | 1.8051     | 2.27      | 2.53      |

资料来源：大通证券研发中心

## 七、投资风险

金价降低； 成本控制不力； 生产计划的执行风险。

—正文完毕—

## ● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

### 公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

## ● 免责条款

本报告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。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 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、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司