

业绩稳定增长可以期待 ——山东黄金（600547）调研简报

近日，我们赴山东黄金调研，与公司董秘就公司生产经营相关问题做了交流，以下是我们结合调研信息的综合研判。

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，09年中期营业收入占主营业务收入占比与毛利主营业务毛利比占比分别为99.07%、95.63%，这在黄金业上市公司中独树一帜。

二、资源储量稳中有增

公司以挖一吨矿找一吨矿为考核指标，结合近两年来的实施情况，公司的资源稳中有增是现实的，考虑可能资产的收购，不排除公司的黄金资源有大幅增加的可能。

三、公司经营简析

在公司经营管理中，可直接控制的指标有两个，一个是矿产金的产量，另一个是克金成本。矿产金产量在08年大幅增长之后，09年进入稳步增长阶段，大选厂在10年贡献产量，因为可能资产收购的因素存在，矿产金产量也存在大幅增长可能性仍然存在。由于公司已经消化掉08年资产注入带来的“负面”作用，克金成本进入稳定期，在现有成本之下，矿产金毛利可保持在55%左右（金价200元/克左右时）。

四、金价中长期看好

明确的通胀预期、现有世界货币体系的先天性不足及可能的重建，中长期利好金价。

五、盈利预测和评级

综合考虑黄金价格，公司矿产金产量，及公司的克金生克金成本，我们以公司的业绩稳定增长的预期是比较明确的。我们预测公司2009年至2010年每股盈利为1.36元和1.61元，公司2010业绩超预期的可能性较大。取8月25日收盘价，市盈率为36.0和30.4，低于黄金行业估值水平，也低于与可比的中金黄金具备估值优势。需要说明的在有色板块中黄金子行业已被市场低估。我们维持山东黄金（600547）增持的投资评级。

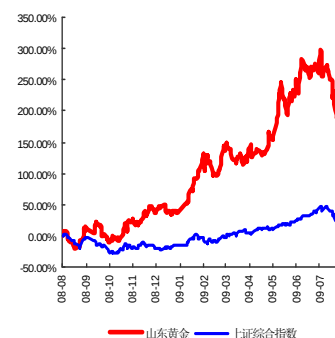
六、投资风险

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：67.2 元

近 12 个月最低价：13.05 元

近 1 个月内涨幅：-22.62%

近 6 个月内涨幅：44.23%

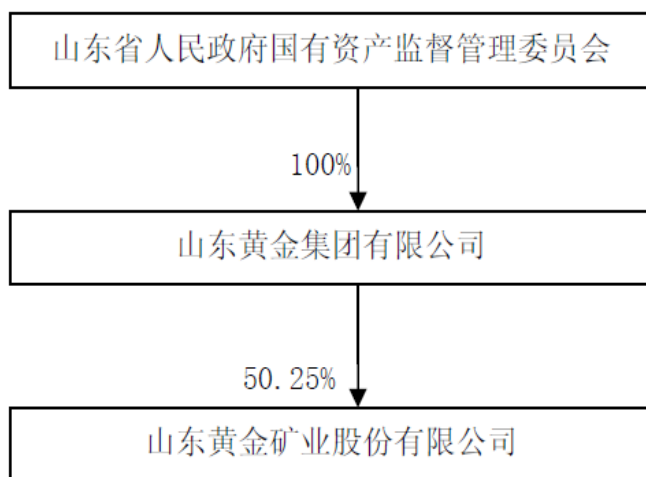
一、股本结构和主营业务

（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，截止到目前，公司总股本为711,536,204股，流通股345,960,000股。

限售股解禁情况：2010年1月25日，山东黄金集团持有的27,748,868股解禁，山东黄金集团平度黄金有限公司8,027,336股解禁，共占流通A股的10.34%；2012年1月30日，山东黄金集团持有的329,800,000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。与其可比性较强的中金黄金，08年黄金业务收入占主营业务收入比为92.81%，黄金业务毛利占主营业务毛利比为68.79%

表 2：黄金业务收入占主营业务收入比

	08H	08	09H
黄金业务收入占比	98.91%	98.98%	99.07%
其他收入占比	1.09%	1.02%	0.93%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表 3：黄金业务毛利占主营业务毛利比

	08H	08	09H
黄金业务毛利占比	93.93%	94.21%	95.63%
其他业务毛利占比	6.07%	5.79%	4.37%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

在主营业务中，矿产金是公司营业利润的主要来源，其毛利占黄金业务毛利比在97%以上。外购合质金加工虽然占营业收入比重很大，实现利润占比很小。矿产金毛利率与合质金的毛利率的差别非常之大，矿产金毛利08年中期以来54%以上，合质金加工毛利率在0.5%以下。

表 4：合质金业务、矿产金业务收入占黄金业务收入比

	08H	08	09H
合质金收入占黄金业务收入比	85.51%	84.57%	82.89%
矿产金收入占黄金业务收入比	14.49%	15.43%	17.11%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表 5：合质金业务、矿产金业务毛利占黄金业务毛利比

	08H	08	09H
合质金毛利占黄金业务毛利比	1.15%	0.38%	2.63%
矿产金毛利占黄金业务毛利比	98.85%	99.62%	97.37%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表 6：主营业务毛利率、黄金业务综合毛利率、合质金毛利、矿产金毛利

	08H	08	09H
主营业务毛利率	9.72%	8.75%	10.00%
黄金业务毛利率	9.23%	8.33%	9.65%
外购合质金毛利率	0.12%	0.04%	0.31%
矿产金毛利率	63.00%	53.79%	54.91%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

二、资源储量稳中有增

做为一种资源性公司，资源就是公司的生命，资源储量也是衡量一个资源性公司的重要指标。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、并购对公司资源储量的增加提供了可靠的保障

山东黄金集团拥有采矿权及探矿权80个，黄金远景储量可达1000吨，基本形成了以山东为主体，辅以海南、内蒙古、河南，南北中三大矿业基地的格局。集团计划未来3-5年黄金资源储备将以每年100吨左右速度增长。

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。

表7：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

资料来源：大通证券研发中心整理

在山东省公布的今后3年黄金产业调整振兴的意见中提出，到2011年，山东省矿产金产量达到67吨，黄金深加工能力达到200吨，力争双双实现年均增长12%

的目标。该意见指出，在其重点培植的生产规模过万吨、销售收入过百亿的大型黄金采、选、冶综合企业中，山东黄金集团位列其中，而山东黄金集团较其他几家招金集团、蓬莱金创集团、中矿金业、恒邦冶炼综合优势明显，优先获得区域内优质资源的配置的可能性较大，山东黄金后续的资源整合具备坚实的后盾。

（二）公司资源储量稳中有增

公司的获取资源的方式有两种。一是集团的资产注入，二是公司在现有采矿权范围内的找矿。

集团资产注入方面，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；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，08年，公司现有黄金资源储量为169.21吨，较07年储量增幅100%以上。

表8：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

资料来源：大通证券研发中心整理

内部探矿，08年公司投入1.2亿左右用于探矿，探到26吨，09年投资1个亿左右用于探矿，探到20吨，按公司最近两年的产量来看，公司的黄金资源储量不仅没有减少，公司的黄金资源储量反而在增加。

公司以挖一吨矿找一吨矿为考核指标，结合近两年来的实施情况，公司的资源稳中有增是现实的，考虑可能资产的收购，不排除公司的黄金资源有大幅增加的可能。

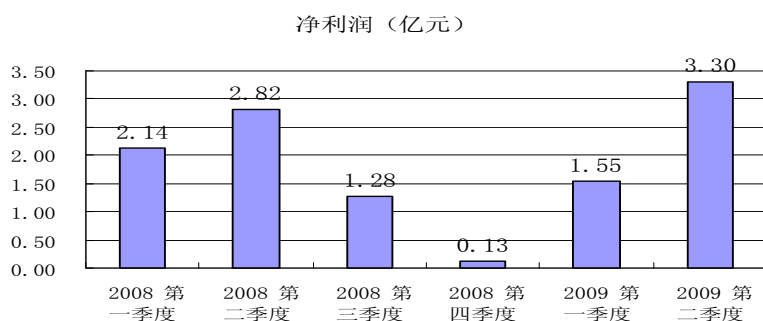
三、公司经营简析

（一）08年以来的经营情况

受资产注入的影响，公司08年数据与07年数据可比性不强，如公司08年中期净利润同比增长435%，这里只比较08年至今数据。

公司08年下半年的业绩环比出现比较明显的下降，主要原因有两个，一个是金价环比的下降，另一个是管理费用的环比上升。09年以来，公司的业绩环比出现大幅改善，至09年中期，公司净利润同比小幅下降2.1%，而今年二季度的净利润则较一季度环比增加112%。其主要原因是金价的环比回升（同比仍然低），矿产金产量的提高，以及管理费用的降低。

图1：08年以来公司各季度净利润



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

表9：08年以来各季度黄金均价

时间	08 年一季度	08 年二季度	08 年三季度	08 年四季度	09 年一季度	09 年二季度
黄金均价	213.22	200.89	192.04	176.61	200.19	202.95

资料来源：wind 大通证券研发中心

在公司的经营管理中，可直接控制的指标有两个，一个是矿产金的产量，另一个是克金成本，下面逐一分析其对未来的经营的影响。

（二）矿产金产量

受益于资产注入，公司的矿产金产量在08年大幅增加至15.5吨，较07年大增155.32%。公司今年的生产计划是生产矿产金17.46吨，按今年中报公司的公布的数据推算，上半年公司完成矿产金产量为8.78吨，与2008年上半年的产量的7.54吨相比，同比增加16.4%。与公司09年的17.46吨的计划产量相比，已完成50.3%，公司的生产情况基本符合进程。

09年、10年矿产金主要来源：公司矿产金的来源有两个，一个来源于资产注入，另一个来源于内部挖潜。由于资产注入的不确定性由其所带来的矿产金增量也具有不确定性也很难量化，但是由于可以使产量跳跃性增长，而且资产的注入的预期也很明确的条件下，值得期待。内部挖潜方面，市场关注的焦家金矿6000吨选厂扩建项目和三山岛8000吨选厂的扩建项目，须2010年方对公司没有贡献，09年没有贡献。柴胡栏子金矿目前对公司的贡献也不大，其日处理矿石能力只有200吨，公司的下一个目标是400吨，最终目标达到1000吨。故在内部挖潜方面，公司2010年的矿产金产量有望得到较大发展。综合上述两个来源，公司09年矿产金主要来源正常的生产经营，完成生产指标17.46吨没有问题，而2010年，在不考虑资产注入的情况下，公司的矿产金量可能达到23吨左右。

（三）克金成本

公司08年中期矿产金的克金成本为76.57元/克，08年全年该成本至90.27元/克，今年中期为90.91元/克。随着成本是上升，矿产金的毛利由08年中期的63%下降到09年中期的54.9%。

表10：公司克金成本（元/克）

	08H	08	09H
矿产金克金成本(元)	76.57	90.27	90.91

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

这主要来自于公司在资产注入之后的“负面”影响，规模的扩大必然使运营成本增加，但是在08年上半年表现的并不显著，而下半年则比较明显，公司需要一个过程来作内部整合，来消化这些“负面”作用，公司今年的经营是一种轻装上阵，但上半年的业绩同比的看仍然08年上半年成本“低”的影响，下半年的经营中这一问题不会存在。

四、金价中长期看好

黄金的需求共分为三种，一是工业需求，二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。我们自去年提出黄金价格一看避险二看通胀三看货币体系重建，

这可以使黄金价格中长期看好。如今，避险属性已弱，而通胀虽有迹象但仍不明显。但中期来看，通胀的到来应该是不可避免的，理由如下。

第一，历史为鉴。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。

第二，全球数量型放松货币政策必然导致全球的通胀。与上两次危机非常相似，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，主要经济体利率水平已是百年低位。并且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，通胀的“种子”已经埋下。各国央行虽然要考虑“退出”策略，但全身而退是一个小概率事件。

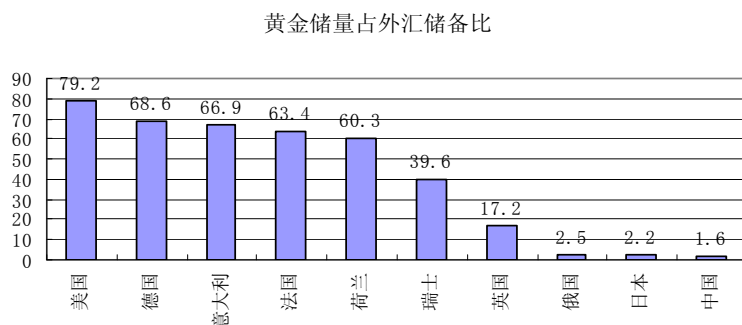
表11：主要国家央行基准利率均在历史低位

	美国	欧元区	日本	中国
央行基准利率	0.25	1.0	0.1	2.25

资料来源：wind 大通证券研发中心

与上两次危机相似，当今也是一个反思世界货币体系的重建的时刻。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，是现有世界货币体系存在的先天不足，虽然究竟什么样世界货币体系更符合全球利益尚无定论，但重新建立应是一种历史的要求。不论是现有体系不足还是重建世界货币体系，黄金的价值必然要得到体现。至少今后的一段时期内，亚洲各国央行的可能进行的黄金储备是影响金价走势的最大的一个不确定因素。

图2：中国黄金储备量占位第五而黄金占外汇储备比较低



资料来源：黄金协会 大通证券研发中心

我们保守的预计下半年及10年金价均价可以维持在200元/克。

五、盈利预测和评级

综合考虑黄金价格，公司矿产金产量，及公司的克金生克金成本，我们以公司的业绩稳定增长的预期是比较明确的。我们预测公司2009年至2010年每股盈利为1.36元和1.61元，公司2010业绩超预期的可能性较大。取8月25日收盘价，市盈率为36.0和30.4，低于黄金行业估值水平，也低于与可比的中金黄金具备估值优势。需要说明的在有色板块当黄金子行业的估值已被市场低估。我们维持山东黄金（600547）增持的投资评级。

表12：有色板块各子行业市盈率

板块名称	预测市盈率
SW 有色金属冶炼 II	66.55
SW 铝	116.97
SW 铜	57.44
SW 铅锌	99.48
SW 黄金	39.12
SW 小金属	81.65

资料来源：wind 大通证券研发中心

盈利预测基本假设：基于以上分析，我们盈利预期的基本假设如表 13，其中 2010 年的产量预测没有考虑大选场的投产及可能的资产注入。

表 13：基本假设

	09E	10E
金价	200 元/g	200 元/g
矿产金产量	18 吨	20 吨
外购合质金产量	85 吨	85 吨

资料来源：大通证券研发中心

表 14：山东黄金盈利预测（单位：万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	360433.6 9	992960.5 2	1987312.1 3	2060000	2105000
增长率 (%)		214.67%	75.22%	3.66%	2.18%
营业成本	314875.6 2	926680.1 9	1813666.4 4	1849880	1869240
毛利率 (%)	12.60%	6.70%	8.70%	10.20%	11.20%
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	4120	4210
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	63860	63150
管理费用率	4.60%	2.50%	3.60%	3.10%	3.00%
财务费用	2318.72	1914.76	7473.54	4120	4210
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	137840.0 0	164005.0 0
增长率 (%)		164.60%	38.82%	17.27%	12.86%
营业利润率	6.80%	3.80%	4.50%	4.59%	5.39%
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	137840.0 0	164005.0 0
所得税	7832.25	12629.2	22079.18	34460.00	41001.25
所得税率 (%)	33.00%	34.40%	24.60%	25.00%	25.00%
净利润	15925.41	24124.59	67495.94	103380.0 0	123003.7 5
少数股东损益	3442.87	4840.38	3815.12	6719.70	8610.26
归属于母公司所有者的净利润	12482.54	19284.2	63680.82	96660.30	114393.4 9
净利润率 (%)	3.50%	1.90%	3.20%	3.57%	3.90%
增长率 (%)		195.82%	72.46%	16.40%	12.25%
每股收益 (元)	0.7802	1.2053	1.8051	1.36	1.61

资料来源：大通证券研发中心

六、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