

山东黄金(600547)调研报告

黄金储量增长超预期

谨慎推荐

首次评级

原材料/黄金

2009 年 12 月 11 日

投资要点:

- 通过收购新立村金矿以及拟收购三山岛外围的金矿, 公司目前的权益储量已经接近 237.9 吨左右, 其中 2008 年公司对原有矿山的勘探新发现的储量在 26 吨左右。
- 公司未来金矿储量的增长主要来自于两方面, 一是集团公司矿山的注入, 二是原有矿山的深部探矿。集团公司适合注入的黄金储量预计在 200 吨左右, 注入预期强烈, 公司目前原有矿山的探矿采矿一般集中在地下 500 米左右, 而矿山深部的地质勘探程度较低, 对于原有矿山的进一步勘探有望发现新的储量。
- 公司主要矿山都集中在山东莱州, 彼此之间距离很近, 将不同矿区进行整合, 统一管理可以有效的降低生产成本, 提高管理效率。由于公司在莱州的金矿相对集中, 且规模较大, 资源整合之后效益可观。
- 在信贷大幅度扩张, 通胀预期强烈的情况下, 人们开始逐步提高黄金在整体资产中的配置。预计中国对于黄金的需求仍将保持快速增长。此外中国央行提高黄金资产在储备中的比重的预期仍然比较强烈, 央行购金预期将对金价形成支撑, 因此虽然明年下半年存在美国加息等不利因素, 但在投资需求较快增长的情况下, 预计黄金仍将维持高位。
- 预计公司 2009-2011 年的每股收益分别为 1.13 元、1.52 元和 1.71 元, 给予谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	1,987,312	100.14	63,681	72.46	1.81		45.9	
2009E	2,192,190	10.31	80,421	26.29	1.13		73.4	
2010E	2,437,797	11.2	107,885	34.15	1.51		55.0	
2011E	2,634,277	8.06	121,885	12.98	1.71		48.5	

走势图



市场数据

2009-12-11

收盘价:	82.99 元
52 周最高价:	93.30 元
52 周最低价:	21.30 元
平均持仓成本:	79.90 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	71,154
流通 A 股 (万股):	71,154
每股收益 (元):	0.88
每股净资产 (元):	3.89
每股经营现金流 (元):	1.36
市净率:	21.33

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhuld@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

1. 公司黄金储量增长超预期

通过收购新立村金矿以及拟收购三山岛外围的金矿，公司目前的权益储量已经接近 237.9 吨左右，其中 2008 年公司对公司原有矿山的勘探新发现的储量在 26 吨左右。公司未来金矿储量的增长主要来自于两方面，一是集团公司矿山的注入，二是原有矿山的深部探矿。集团公司目前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，已申报的黄金储量预计在 200 吨以上，注入预期强烈，公司原有矿山的探矿一般集中在地下 500 米左右，而矿山深部的地质勘探程度较低，对于原有矿山的进一步勘探有望发现新的储量。

1.1. 公司资源扩张步伐加快

公司从 2008 年以来，储量增长迅速，黄金储量由最初的 82 吨左右，大幅增加到目前的 237 吨。其中 2008 年一月份公司定向增发注入集团的五个矿山—包括金仓矿业、玲珑金矿、三山岛金矿、鑫汇金矿以及沂南金矿，总计给公司带来 85 吨左右的新增储量。2008 年 12 月份公司收购柴胡栏子金矿 73.5% 的股权，控制黄金储量 9.75 吨左右，通过进一步勘探，柴胡栏子金矿的储量已近达到了 19.75 吨。

表 1. 公司主要矿山情况汇总

主要矿山	金金属量(吨)	矿石品位(克/吨)	权益比例%	矿山所在地	产量(万两)
新城金矿	42	4.29	100	山东莱州	7
焦家金矿	28	3.45	100	山东莱州	11.5-12
金州金矿	12	5.02	51	山东乳山	5
金仓金矿	58	4.1	100	山东莱州	合计 11.5-12
三山岛金矿	12.3	3.22	100	山东莱州	
三山岛外围(拟收购)	12.76	2.98	-	山东莱州	
玲珑金矿	6.86	6.4	100	山东招远	7
沂南金矿	3	1.91	100	山东临沂	1
鑫汇金矿	9.7	4.53	100	山东青岛	3
柴胡栏子金矿	19.75	4.99	73.52%	内蒙古赤峰	1
新立村金矿	33	2.96	100%	山东莱州	
原矿山新探明储量	26	-	-	-	-
总计	237.9	3.8			折合 17.6 吨

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

2009 年以来公司继续大手笔的收购黄金矿山，2009 年 6 月公司成功收购新立村金矿，新立村金矿截止 2008 年 12 月 31 日，保有金矿资源储量矿石量 1118.59 万吨，金金属量 33163.00 公斤，金平均品位 2.96 克/吨，伴生银金属量 8.83 吨，伴生银平均品位 7.89 克/吨，预计采矿损失率 13%，矿石贫化率 7%，金选矿回收率 95.50%。

2009 年 11 月公司再次公告拟收购集团公司所属的三山岛外围探矿权。如果收购成功，公司将新增黄金储量 11 吨左右，平均品位 2.97 克/吨；伴生银金属量 31 吨，伴生银平均品位 8.36 克/吨。

预计公司未来仍将进一步加强对与资源的控制，未来几年内公司的资源扩张的步伐仍将进一步加快。

1.2. 原有矿山资源储量增长前景乐观

中国黄金储量比较丰富,根据 USGS 的统计数据,中国黄金储量约为 1200 吨,为全球第 8 位,储量基础约为 4100 吨(相当于国内所说的基础储量),在全球排 3,仅次于南非和澳大利亚。

山东省是国内黄金富集地区之一,全省黄金矿产储量占全国总储量的 14.37%,位居全国首位,资源集中分布在招远、莱州、莱西等胶东半岛地区,而且金矿以单生黄金矿床居多,整体矿石品位较高。公司主要的金矿都集中在胶东半岛,根据山东省地矿部门对胶东半岛地区金矿成矿深度的预测,金矿成矿深度预计可达 3000 米左右,黄金资源远景储藏量可达 3000 多吨。

表 2.全球黄金资源储量分布情况

国家	矿产金产量		储量	储量基础
	2006	2007		
美国	252	240	2700	3700
澳大利亚	244	280	5000	6000
加拿大	104	100	1300	3500
中国	245	250	1200	4100
印尼	164	120	1800	2800
秘鲁	203	170	3500	4100
俄罗斯	159	160	3000	3500
南非	272	270	6000	36000
其他国家	818	920	17000	26000
合计	2460	2500	42000	90000

数据来源: USGS 东北证券金融与产业研究所

公司目前除了柴胡栏子之外,其余黄金矿山基本都集中在山东省,其中新城、焦家金、金仓金矿以及三岛金矿等主要金矿都集中在莱州附近。目前莱州主要金矿的探矿深度及开采深度最深的也只有 800 米左右,莱州黄金深部资源远景储量将达 500-600 万吨,未来储量增长十分可观。2008 年山东黄金原有矿山的储量增长在 26 吨左右,随着矿山深部勘探的推进,公司原有矿山储量仍有很大的增长的空间。

1.3. 集团矿山注入可期

集团公司方面,争夺黄金矿产资源的步伐也在加快,公司目前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。此外公司从 2007 年以来就一直大举收购黄金矿山,加大对黄金资源的控制。

从 2006 年以来,在省政府的大力支持下,集团对莱州市黄金资源进行区域整合,黄金资源保有量成倍增长。集团出资 3.5 亿元收购了莱州市的大型金矿—寺庄金矿,该金矿已探明储量约 51 吨。另外,集团在山东栖霞收购了西林金矿,黄金已探明储量 21 吨;在招远市收购了玲珑东风金矿,该矿远景储量约 24 吨。此外,集团加大探矿权所属区域的地质勘探力度,也使集团的黄金保有量有所增长。2008 年 11 月 15 日公司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。海南省特别是琼西南地区金矿资源非常丰富,此次被山东黄金集团收入囊中的抱伦金矿位于海南省乐东县,是国内近年发现的特大型金矿成矿区之一,与冈底斯雄村铜金矿、东昆仑青海大场金矿、秦岭甘肃省甘南地区阳山金矿、山东省莱州市寺庄金矿 4 个成矿区一起,被业内称为国内新发

现的“五座金山”。矿区开发建设条件良好，采矿权面积 0.6 为平方公里，探矿权面积 44.13 平方公里。金矿区内已经探明的保有黄金储量超 80 吨，探矿前景良好。

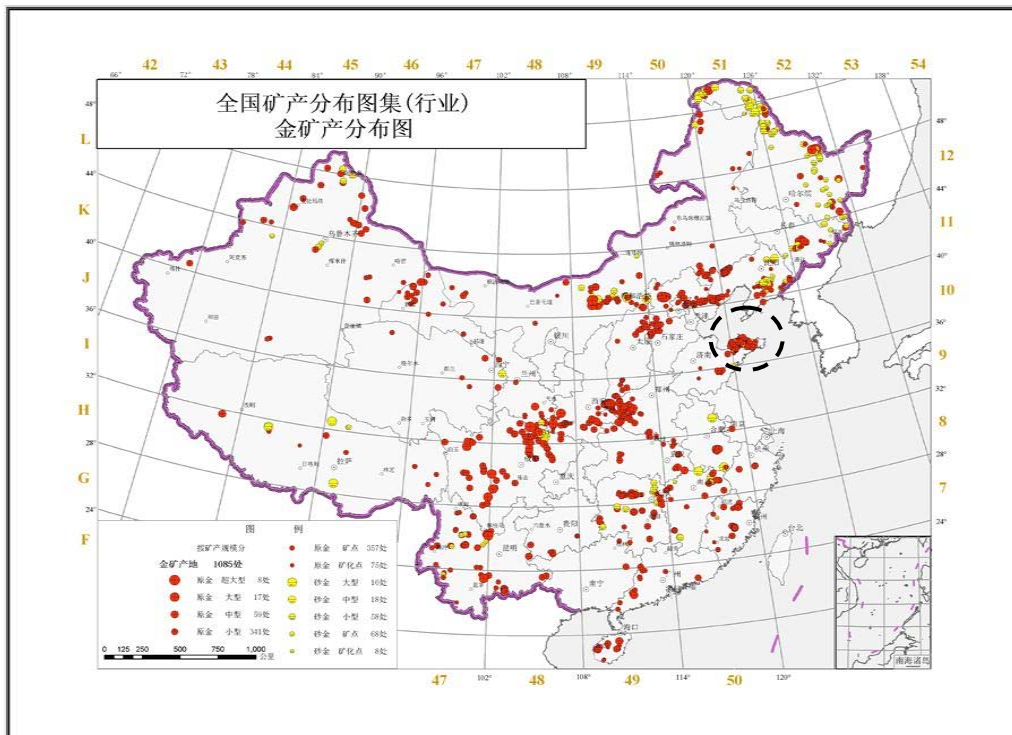
预计未来 3~5 年内，集团的黄金资源储备将以每年 150 万吨左右速度增长，目前集团适合注入的黄金矿储量预计在 250 吨左右，明年有希望注入上市公司的金矿总储量预计将达到 200 吨，如果成功注入，股份公司黄金储量有望增长一倍左右。

2. 区域化开发增产增效

和中金黄金以及紫金矿业相比较，山东黄金的主要矿山相对更加集中，主要集中在胶东半岛地区，在各大企业都开始提出区域资源整合，建立区域资源基地的情况下，公司的地理优势更加明显。

公司从 2007 年开始就在同一区位的不同矿区之前进行探矿，并实现了三山岛金矿直属矿区与新立矿区在地下 330 米的顺利贯通。此外公司在沂南金矿的铜井、金场、金龙等矿区完善系统、优化选矿流程，并充分发挥区位优势，打通矿山，扩大了探矿空间。

图 1.公司主力矿山主要集中在胶东半岛地区



数据来源：中国矿权网 东北证券金融与产业研究所

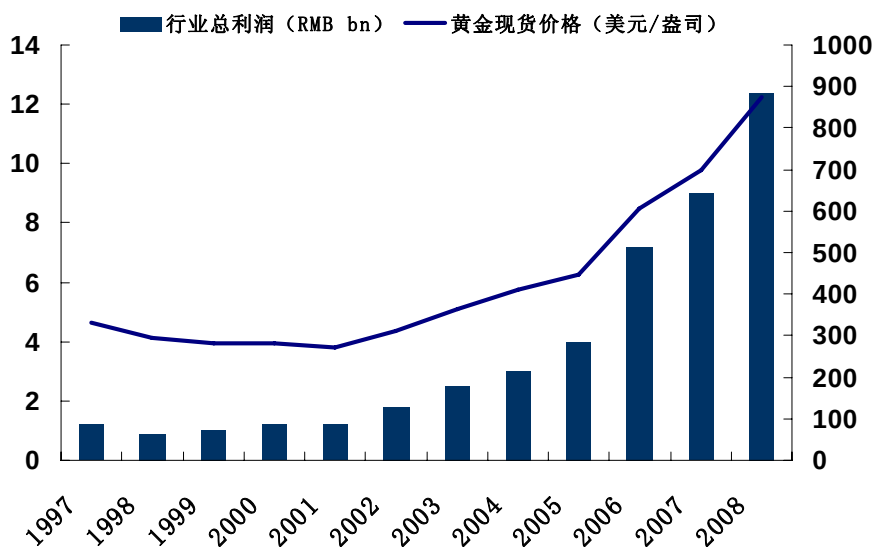
公司主要矿山都集中在山东莱州，彼此之间距离很近，将不同矿区进行整合，统一管理可以有效的降低生产成本，提高管理效率。由于公司在莱州的金矿相对集中，且规模较大，资源整合之后效益可观。

未来区域开发将是公司在资源扩张方面的基本思路，即不再拘泥于分散的某一个矿、某一个点的开发，而是在某一区域形成规模开发，打造生产基地建设。这种区域开发可以整合资源，最大限度地节约管理成本和生产成本。

3. 黄金价格维持高位，公司盈利有望保持快速增长

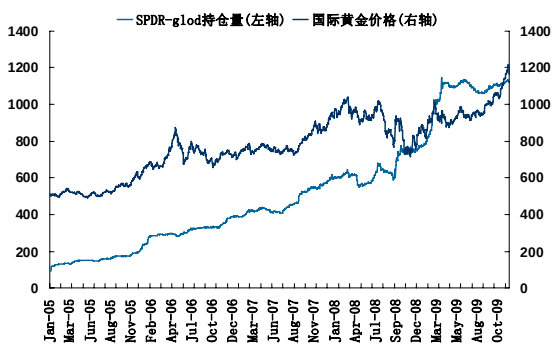
金价是对黄金企业盈利影响最大的因素，从2001年以来黄金价格便一直呈逐步上升的趋势，中国整个黄金行业的总利润也从15亿左右一直攀升至2008年的120亿左右，2009年黄金价格进一步攀升，整个黄金行业的利润也将继续上升。

图2.国际金价和中国黄金行业整体利润变化情况



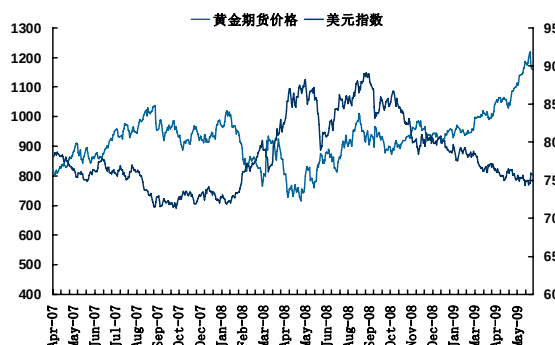
数据来源：中国黄金协会，Macquarie Research

图3.国际黄金价格和 SPDR 持仓量变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图4.黄金价格和美元指数走势情况



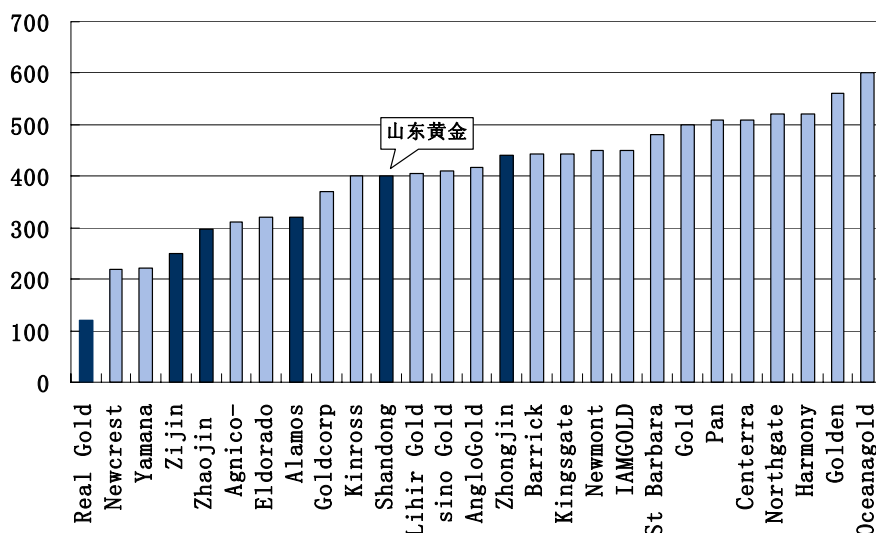
数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

从影响黄金价格的因素来看，美元指数的走势对黄金价格的影响最大，从最近美国失业率变化情况来看，失业率开始出现见顶的迹象，美国经济的好转使人们开始预期美国可能会在经济进一步好转时开始加息，因此最近一段时间美元指数出现了强劲反弹，但是我们认为影响美元走势的主要因素并没有发生改变，美国经济复苏的基础还很不稳定，美元加息在2010年下半年之前不太可能出现，而经济复苏导致风险偏好上升，资金从美元等避险资产中流出流入到大宗商品的趋势仍将延续。因此我们认为明年美元的走势仍将偏弱，黄金价格将维持高位震荡的格局。

中国黄金矿山的开采深度较浅，因此整个黄金行业的生产成本在全球范围内处于低

端，山东黄金由于矿山平均品位的下降，在中国的几大黄金公司中生产成本偏高，但低于中金黄金。从中国黄金协会和 Macquarie Research 的统计数据上看，山东黄金的自产金生产成本在 400 美元/盎司左右，完全成本在 130 元/克左右。因此只要金价维持在 900 美元/盎司以上，随着公司自产金产量的增加，公司的盈利仍将保持较快增长。

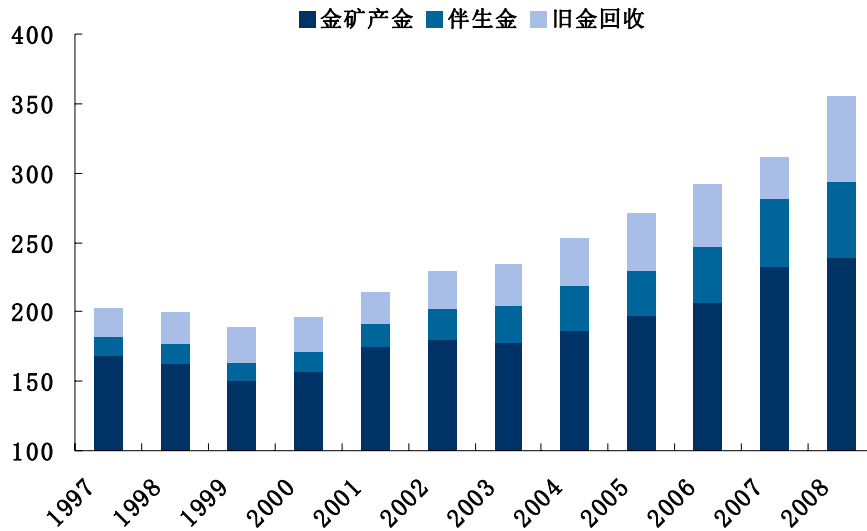
图 5. 山东黄金矿产金现金成本在全球重要矿山中的位置



数据来源：中国黄金协会，Macquarie Research 2009 年 5 月

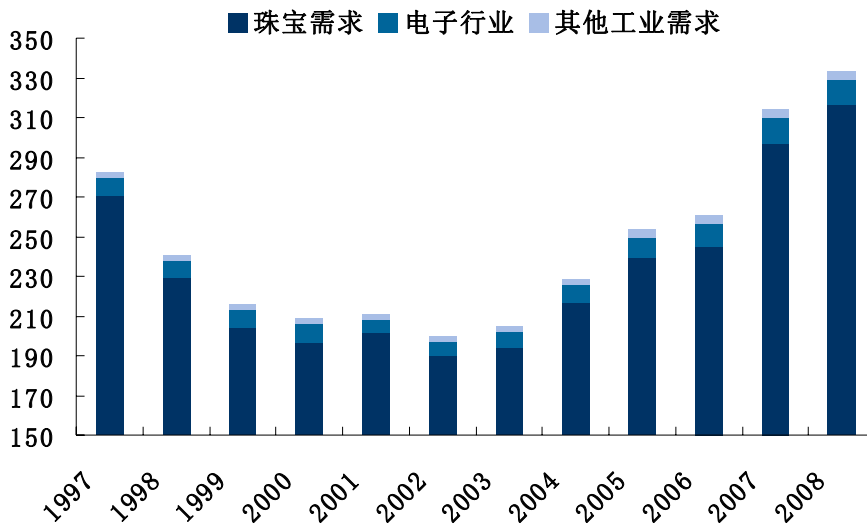
从中国黄金行业的产量和需求情况来看，中国黄金行业的总产量在 1999 年达到最低点之后便开始逐步上升，到 2008 年，中国矿产金的产量已经达到 280 吨左右，而旧金回收的供应 60 吨左右，需求方面中国需求最主要还是来自于珠宝行业的增长，随着中国人均收入的提高，中国人均黄金的消费量也呈现逐步上升的趋势，另一方面中国对于黄金的投资需求也开始逐步上升，即使在今年经济危机的情况下，中国对于金条等投资品的销量却出现了大幅度的增长，在信贷大幅度扩张，通胀预期强烈的情况下，人们开始逐步提高黄金在整体资产中的配置。预计中国对于黄金的需求仍将保持快速增长。此外中国央行提高黄金资产在储备中的比重的预期仍然比较强烈，央行购金预期将对金价形成支撑，因此虽然明年下半年存在美国加息等不利因素，但在投资需求较快增长的情况下，预计黄金仍将维持高位。

图 6. 中国历年黄金产量变化情况



数据来源：中国黄金协会，Macquarie Research

图 7. 公司主要矿石产量预测



数据来源：中国黄金协会 东北证券金融与产业研究所

4. 盈利预测和评级

假定 2009-2011 年国内黄金平均售价分别为:210 元/克、215 元/克和 215 元。预计公司 2009 年到 2011 年的自产金的产量分别为 17.6 吨, 22 吨和 26 吨, 冶炼金产量方面保持平稳增长, 预计公司 2009-2011 年的每股收益分别为 1.13 元、1.52 元和 1.71 元, 给予谨慎推荐评级。

表 3.公司自产金和毛利率的预测

公司	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
产量					
自产金	15.5	17.6	22	26	31
冶炼金	84	86	90	95	100
主营业务收入					
自产金	305933	369600	473000	559000	651000
冶炼金	1656753	1795500	1935000	2042500	2100000
合计	1,962,686	2,165,100	2,408,000	2,601,500	2,751,000
黄金价格预测	197	210	215	215	210
毛利率情况					
自产金	42%	43%	42%	40%	36%
冶炼金	2.79%	2.14%	2.56%	2.56%	2.62%
自产金成本					
矿产金	115	120	125	130	135

数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

5. 风险提示

黄金价格波动风险, 美国政府提前收缩流动性, 大盘系统性风险

盈利预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,987,312	2,192,189	2,437,798	2,634,278
营业成本	1,813,666	1,995,314	2,190,298	2,361,028
营业费用	2,544	2,850	3,169	3,425
管理费用	71,177	72,342	80,447	84,297
财务费用	7,474	7,292	10,722	12,197
投资收益	4,650	1,500	800	800
营业利润	90,149	114,472	152,218	171,868
利润总额	89,575	112,872	151,418	171,068
所得税	22,079	28,218	37,854	42,767
净利润	67,496	84,654	113,563	128,301
归属母公司所有者的净利润	63,681	80,421	107,885	121,886
NOPLAT	73,560	91,323	122,205	138,049

资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	28,716	52,613	60,945	60,588
交易性金融资产	0	0	0	0
应收帐款	5,744	7,207	8,015	7,939
预付款项	24,167	64,074	42,171	30,365
存货	24,883	24,600	24,003	25,874
流动资产合计	102,637	170,014	159,066	150,772
非流动资产	316,819	420,160	589,554	701,632
资产总计	419,456	590,174	748,619	852,404
短期借款	97,770	158,850	217,474	209,356
应付帐款	31,471	32,800	36,005	38,811
预收款项	315	4,699	9,575	14,843
流动负债合计	166,316	233,524	300,228	300,186
非流动负债	10,294	10,089	9,844	9,647
少数股东权益	16,747	20,980	26,658	33,073
母公司股东权益	226,100	325,581	411,889	509,498
净营运资本	(63,679)	(63,510)	(141,163)	(149,413)
投入资本 IC	307,966	451,719	593,997	690,259

现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	67,496	84,654	113,563	128,301
折旧摊销	154,337	0	30,606	37,922
净营运资金增加	(65,261)	168	(77,653)	(8,250)
经营活动产生现金流	114,517	78,097	182,953	195,632
投资活动产生现金流	(172,501)	(126,845)	(200,700)	(151,200)
融资活动产生现金流	53,735	72,644	26,079	(44,789)
现金净增 (减)	(4,249)	23,896	8,332	(357)

价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
P / E	45.98	73.44	54.74	48.45
EV / 收入	1.52	2.74	2.49	2.30
EV / EBITDA	11.99	41.41	31.32	27.27
EV / EBIT	30.96	49.37	37.21	32.89
EV / NOPLAT	41.08	65.83	49.61	43.86
EV / IC	9.81	13.31	10.21	8.77
P / B	13.06	18.14	14.34	11.59
Dividend Yield (%)	0.00%	0.27%	0.37%	0.41%

每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
基本 EPS	1.81	1.13	1.52	1.71
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	3.22	1.10	2.57	2.75
每股净现金流	(0.12)	0.34	0.12	(0.01)
每股净资产	6.36	4.58	5.79	7.16

流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
净负债 / 权益	0.31	0.33	0.38	0.29
总负债 / 总资产	42.10%	41.28%	41.42%	36.35%
流动比率	0.62	0.73	0.53	0.50
速动比率	0.47	0.62	0.45	0.42

财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
盈利能力				
毛利率	8.74%	8.98%	10.15%	10.37%
营业利润率	4.54%	5.22%	6.24%	6.52%
净利率	3.20%	3.67%	4.43%	4.63%
净资产收益率	28.16%	24.70%	26.19%	23.92%
偿债能力				
流动比率	0.62	0.73	0.53	0.50
速动比率	0.47	0.62	0.45	0.42
资产负债率	42.10%	41.28%	41.42%	36.35%

成长能力	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	100.14%	10.31%	11.20%	8.06%
营业利润增长率	140.53%	26.98%	32.97%	12.91%
净利润增长率	230.22%	26.29%	34.15%	12.98%
净资产增长率	176.50%	44.00%	26.51%	23.70%
营运能力				
应收帐款周转率	536.00	338.52	320.30	330.24
存货周转率	106.38	80.65	90.13	94.67
总资产周转率	6.58	4.34	3.64	3.29

数据来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。