

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn
联系人： 陈佳 (8627)65799505 chenjia2@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120019

公司积极发展仍可期待

事件描述

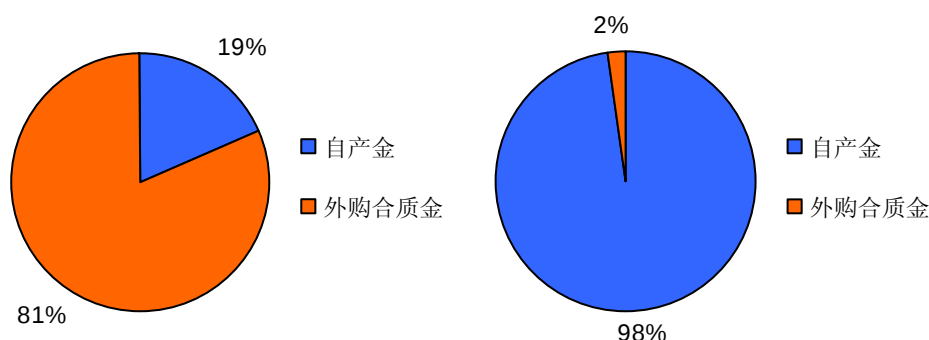
山东黄金公布 2011 年中报

事件评论

● 上半年营业收入同比增长13.5%，净利润同比增长82.1%，每股收益0.74元

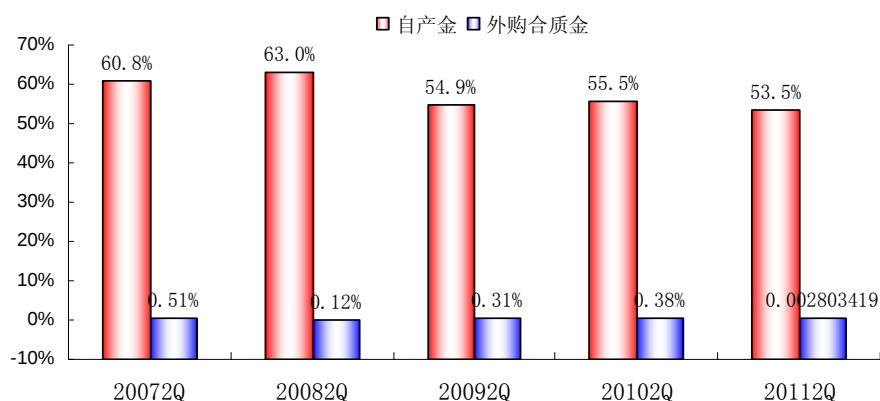
公司半年报显示，2011年上半年公司实现营业收入198.3亿元，比去年同期增长13.5%；实现归属上市公司股东净利润10.5亿元，同比增长83.4%，报告期内，公司每股收益0.74元；其中第二单季，实现营业收入119.3亿元，同比增长3.65%，环比增长50.9%；实现净利润6.06亿元，同比增长99.5%，环比增长36.8%，单季度每股收益0.43元。这一业绩总体符合我们的预期。

图 1：公司主营业务收入结构（左）和利润结构（右）(2011 年中期)



资料来源：公司公告

图2：公司各产品毛利率变化情况



资料来源：公司公告

● 金价上涨和公司自产金产销量提升是公司业绩增长的主要原因

公司业绩增长主要源于金价上涨和公司自产金产销量提升。2011年上半年国际黄金均价1445.3美元/盎司，同比上涨15%；国内黄金均价为306.4元/克，较去年同期上涨14.5%。销量方面，我们按11年上半年黄金均价306.4元/克测算，公司上半年黄金销量约为64吨，其中自产金销量约11.85吨，自产金销量较去年同期测算的8.95吨增长了32.4%（10年上半年自产金按均价254元/克测算）。

图3：国内黄金价格走势



资料来源：彭博资讯

我们认为，公司有如下看点：

● 未来公司黄金储量将继续保持增长

目前公司黄金权益储量400吨，是02年公司黄金储量的10倍（公司上市时生产经营主体为新城金矿，当时保有储量40.39吨）。公司黄金储量之所以保持较快增长，主要在于不断的集团资产注入和集团外收购以及

自有矿山增储。08年公司收购三山岛、玲珑、沂南、鑫汇、金仓矿业以及内蒙柴胡栏子金矿6座矿山，增加黄金储量108吨；09年收购集团公司新立矿区和三山岛外围矿区两个探矿权，增加黄金储量45吨；10年收购莱鑫矿业剩余49%股权，增加权益储量近10吨；收购金石公司75%股权（拥有莱州市曲家地区金矿普查探矿权），黄金权益增储53.5吨；11年公司子公司玲珑公司竞拍集团持有的招远市灵山沟矿区深部金矿普查探矿权，新增黄金权益储量2.38吨；且公司托管青海山金矿业52%股权（青海山金矿业拥有青海都兰县沟里地区820KM²勘查开发权，预计黄金资源储量70-80吨），此外，公司每年基本实现自有矿山增储合计约30吨左右金金属量。后期公司将通过定向增发收购大股东308吨黄金资产（权益量）。我们预计公司2011年自有勘探储量仍有望增加约30吨，且大股东山东黄金集团拥有未注入上市公司的黄金资产仍有约400-600余吨，不排除后期集团仍有黄金资产注入的可能。总体上，我们认为，在未来山东黄金集团层面资产注入、公司内部探矿增储、集团外黄金资产收购的推动下，公司黄金储量将继续增长。

表 1：公司矿山资产情况

矿山名称	权益比例	储量（吨）	矿石品位（克/吨）	权益储量（吨）
新城金矿	100%	40.4	3.08	40.40
焦家金矿	100%	28.2	3.65	28.20
金洲金矿	51%	11.4	4.87	5.81
金仓金矿：新立	100%	34.24	3.34	34.24
望儿山	100%	20.41	7.11	20.41
寺庄	100%	0.636	3.4	0.64
曹家埠	100%	0.185	6.03	0.19
仓上	100%	2.57	3.38	2.57
三山岛金矿	100%	10.06	2.98	10.06
玲珑金矿：玲珑	100%	4.98	7.17	4.98
灵山	100%	1.88	4.99	1.88
沂南金矿：金场	100%	0.183	1.46	0.18
铜井	100%	0.39	1.71	0.39
鑫汇金矿	100%	8.11	4.53	8.11
柴胡栏子金矿	73.52%	9.75	4.99	7.17
08年内部探矿新增	--	26	--	26.00
08年自产黄金	--	-15.55	--	-15.55
新立村金矿（探矿权）	100%	33.16	2.96	33.16
三山岛金矿外围（探矿权）	100%	11.2	2.97	11.20
09年内部探矿新增	--	30	--	30.00
09年自产黄金	--	-17.67	--	-17.67

集团回购仓上金矿（金仓矿业矿区之一）	100%	-2.57	3.38	-2.57
鑫莱矿业：莱西后金矿	100%	7.58	4.62	7.58
莱西北泊矿	48%	6.75	3.6	3.24
金石矿业：莱州市曲家地区金矿	75%	71.395	3.33	53.55
10年探矿新增	--	30	--	30.00
10年自产黄金	--	-19.41	--	-19.41
招远市灵山沟矿区深部金矿普查探矿权（5.09平方公里）	100%	2.38	9.36	2.38
截止目前公司黄金权益储量	--	--	--	400

资料来源：公司公告

表 2: 公司定向增发拟收购主要资产情况

	收购权益	勘查/矿区面积 (KM ²)	金金属资源量 (吨)	权益金金属资源量 (吨)	矿石处理 规模(万吨/年)	项目投资 额(亿元)	募集资金 拟投资额 (亿元)
新立探矿权	100%	6.13	112.46	112.46	--	20.9	18
寺庄探矿权	100%	0.49	23.21	23.21	--	6.02	5
东风探矿权	100%	5.82	158.45	158.45	--	23.96	21.5
归来庄金矿	69.24%	0.2156	20	13.848	21	6.36	6
合计			314.12	307.968		57.24	50.5

资料来源：公司公告

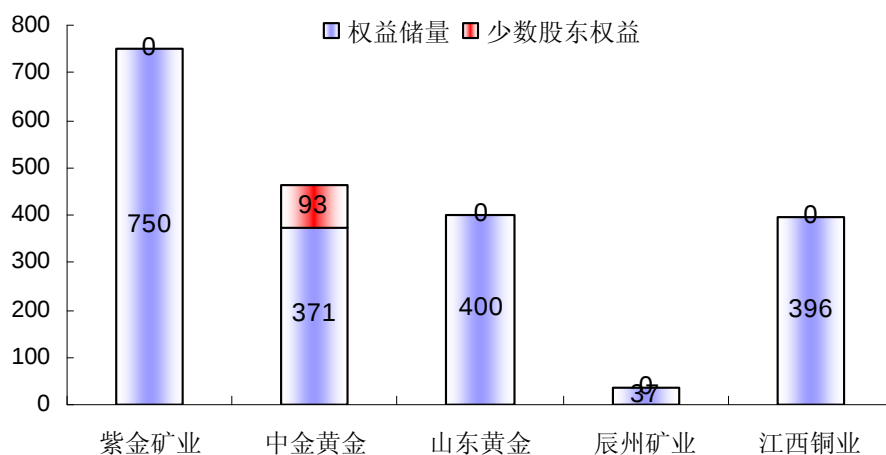
表 3: 山东黄金集团主要黄金资产情况（未注入上市公司部分、不含定向增发资产）

矿山名称	权益比例	储量(吨)	矿石品位(克/吨)	权益储量(吨)
平度公司	98.28%	11.4	4.6	11.2
栖霞西林金矿	100%	20.96	1.59	20.96
玲珑东风金矿	100%	42.28	2.77	42.28
抱伦金矿	63%	65	20（高品位）	40.95
贵州贞丰金龙矿业	70%	0.69	2.15	0.483
嵩县天运矿业：石盘沟金矿	70%	--	--	--
嵩县山金矿业：九仗沟金矿	70%	9.88	--	6.92

矿山名称	权益	性质	证号	面积 (平方公里)
蓬莱河西金矿:	51%	采矿权		
齐家沟金矿区			3700000720154	1.2526
虎路线金矿区	51%	采矿权	3700000410442	0.2075
候格庄矿区	51%	采矿权	3700000710223	0.097
齐家沟-虎路线矿区深部及外围普查	51%	探矿权	T371200803102003906	13.3
石桥地区金矿普查	51%	探矿权	3700000631060	12.24
徐山地区金矿普查	51%	探矿权	3700000730413	17.1
站马张家地区金矿普查	51%	探矿权	T37120080202001987	5.45
蓬莱黑石-宁家地区普查		探矿权	3700000630227	9.7
蓬莱大雪-乐家金矿普查		探矿权	3700000730356	11.05
青海都兰县青金矿区		储量: 70-80 吨		

资料来源: 山东黄金集团 2011 年短期融资券募集说明书、中国黄金协会、中国地质调查局、河南国土资源厅、海南国土资源厅

图 4: 公司黄金储量与 A 股主要黄金资产企业比较情况



资料来源: 公司公告

未来公司矿产金产量将保持 10%-15% 的增速增长

我们判断, 公司未来各个矿山每年都将实现一定规模的产能新增。总体上, 未来公司矿产金产量将保持10%-15% 的年平均增速增长。预计公司未来1-2年矿产金产量的主要增长点在于三山岛与焦家金矿。

目前三山岛金矿矿石处理能力已经达到8000吨/日, 8000吨/日改扩建工程中的选矿工程已经完成, 其井下工程预计在2012年下半年完成。10年三山岛实现矿产金产量5吨左右, 预计11年约6吨, 公司后期将继续新增三山岛金矿产能, 计划2015年前达到15000-20000吨/日的矿石处理规模 (在目前的基础上, 每年新增一定规模的处理能力, 11年新

增了处理能力1000吨/日)，后期年产黄金产能有望到达10吨。按此推断，我们预计后期三山岛矿产金产量每年都将有所增长。

目前焦家金矿矿石处理能力6700 吨/日，其6000吨/日（留有8000吨余地）改扩建工程中的选矿工程基本建成，井下工程预计2012年上半年建成。焦家目前年产黄金（矿产金）在5吨左右，后期将继续扩大规模（每年按一定规模新增，11年新增800-900吨/日处理能力），2015年前达到12000吨/日的处理能力，矿产金产能10吨。

此外，公司前期落实山东省“全省地下非煤矿停产整顿”，自7月12日期先后对省内矿山进行了停产检查，其中三山岛、焦家金矿、新城金矿和鑫汇金矿于7月15日日恢复生产，玲珑金矿、金州于7月16日恢复生产、沂南金矿于7月19日复产，由于此次停产检查时间较短，且仅矿山井下作业停产排查，选冶厂均通过公司矿石库存补给实现了正常生产。因此，我们预计，停产检查并不影响公司全年矿产金产量。

综合上述分析，我们预计2011年、2012年公司黄金矿产量将分别达到22.4吨和24.7吨。

表 4：公司未来 1-2 年矿产金主要增长点测算

矿山改扩建重点项目	预计达产时间	09 年矿山自产金产量	项目建成后产能	综合冶炼回收率(行业平均)	矿石贫化率	平均地质品位(克/吨)	矿产金产能
三山岛金矿改扩建工程	2012	4.34 吨	8000 吨/日	94%	8%	2.98	6.8 吨/年
焦家金矿改扩建工程	2012	4.31 吨	6000 吨/日	94%	8%	3.65	6.25 吨/年
合计		8.65 吨/年					13.05 吨/年

资料来源：公司公告，长江证券研究部

注：达产指井下工程建成后与选矿厂完全匹配

注：矿产金产量 = 原矿产量 × (1 - 矿石贫化率) × 平均地质品位 × 选冶总回收率

表 5：未来公司矿产金产量测算（吨）

	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月	2010 年年化计算	2011E	2012E	2013E
玲珑金矿	2.380	2.581	2.117	2.823	3.00	3.90	4.25
新城金矿	2.594	2.926	2.460	3.280	3.65	3.95	4.50
焦家金矿	3.827	4.305	3.554	4.739	6.00	6.25	6.30
三山岛金矿	3.856	4.342	3.664	4.885	6.00	6.30	6.80
沂南金矿	0.362	0.409	0.333	0.444	0.45	0.45	0.45
金洲公司	1.525	1.554	1.189	1.585	1.59	1.85	1.95
柴胡栏子金矿		0.301	0.396	0.528	0.53	0.54	0.55

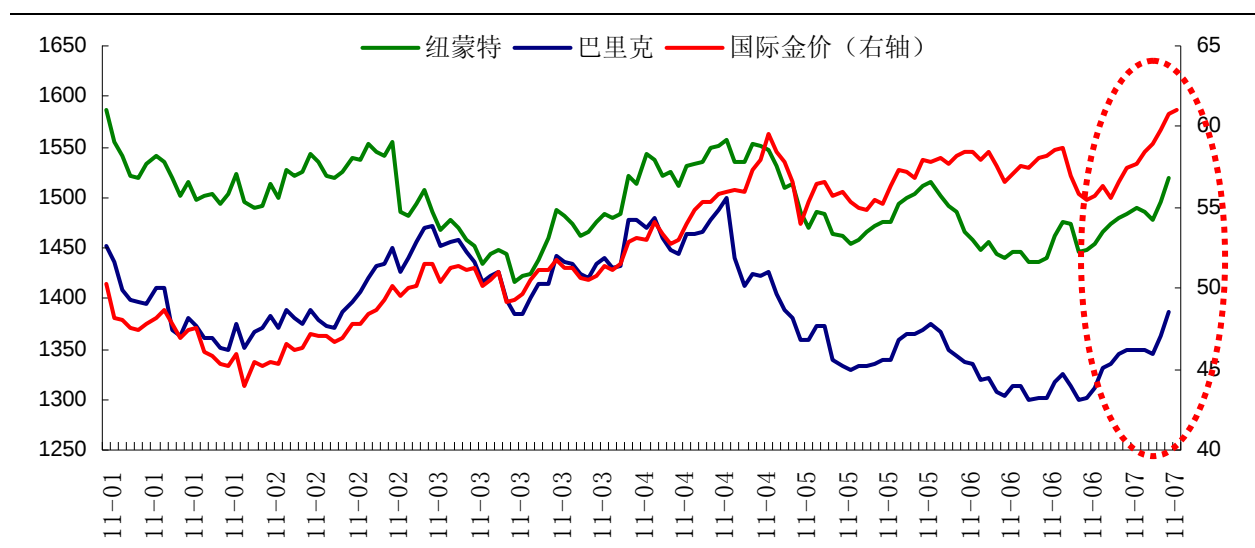
其他	1.006	1.252		1.126	1.15	1.50	2.80
合计	15.550	17.670		19.410	22.37	24.74	27.60
同比增速	155.34%	13.63%		9.85%	15%	11%	12%

资料来源:公司公告, 长江证券研究部

● 未来黄金价格将继续缓慢上涨

我们认为, 全球货币超发带来的信用货币本位的趋弱、全球经济失衡, 欧债危机未得到根本解决以及全球黄金需求增长的背景下, 黄金价格仍将继续缓慢上涨。

图 5: 国际黄金股价在金价带动下开始上涨



资料来源: 彭博资讯

● 维持“推荐”评级

我们预计公司 11、12 年的 EPS 分别为 1.81 元和 2.35 元, 综合考虑公司未来的发展前景以及黄金价格走势, 维持公司“推荐”评级。

● 投资风险和结论的局限性

投资风险提示: (1) 行业风险: 黄金价格走势与我们预计的偏差较大; (2) 公司风险: 公司矿山改扩建项目未能按预期投产。我们不排除上述风险对我们的结论构成影响。

财务报表预测
利润表 (百万元)

	2010	2011	2012	2013
营业收入	31515	38067	44411	48091
营业成本	28486	32934	38048	39991
毛利	3029	5134	6363	8100
% 营业收入	9.6%	13.5%	14.3%	16.8%
营业税金及附加	4	5	5	6
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	22	27	31	34
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	1103	1333	1555	1684
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	110	126	45	17
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-5	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1785	3643	4726	6359
% 营业收入	5.7%	9.6%	10.6%	13.2%
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	1788	3643	4726	6359
% 营业收入	5.7%	9.6%	10.6%	13.2%
所得税费用	491	911	1182	1590
净利润	1297	2732	3545	4769
归属于母公司所有者的净利润	1223.0	2582.2	3349.9	4507.2
少数股东损益	74	150	195	262
EPS (元/股)	0.86	1.81	2.35	3.17

现金流量表 (百万元)

	2010	2011	2012	2013
经营活动现金流净额	1968	2660	3970	5403
取得投资收益收回				
现金	0	0	0	0
长期股权投资	-1225	0	0	0
无形资产投资	0	2870	0	0
固定资产投资	-965	-2342	-2582	-3243
其他	-228	91	0	0
投资活动现金流净额	-2419	619	-2582	-3243
债券融资	0	0	0	0

资产负债表 (百万元)

	2010	2011	2012	2013
货币资金	817	2114	2813	4539
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	110	132	154	167
存货	254	293	339	356
预付账款	605	700	808	850
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1791	3247	4123	5921
可供出售金融资产	43	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2
投资性房地产	48	0	0	0
固定资产合计	4435	6519	8775	11574
无形资产	2870	-36	-35	-34
商誉	389	389	389	389
递延所得税资产	28	0	0	0
其他非流动资产	-24	-24	-24	-24
资产总计	9583	10098	13230	17829
短期贷款	1890	0	0	0
应付款项	502	580	670	705
预收账款	34	42	48	52
应付职工薪酬	114	132	153	161
应交税费	252	466	605	813
其他流动负债	369	427	494	519
流动负债合计	3162	1648	1970	2250
长期借款	1270	1310	910	910
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	485	0	0	0
其他非流动负债	79	79	79	79
负债合计	4996	3037	2960	3240
归属于母公司所有者权益	3888	6212	9227	13283
少数股东权益	698	849	1043	1306
股东权益	4586	7061	10270	14589
负债及股东权益	9583	10098	13230	17829
基本指标				
EPS	0.859	1.815	2.354	3.167

股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.73	4.37	6.48	9.33
银行贷款增加（减少）	1070	-1850	-400	0	PE	57.12	27.05	20.85	15.50
筹资成本	204	-132	-290	-433	PEG	1.05	0.50	0.38	0.28
其他	-408	0	0	0	PB	17.97	11.25	7.57	5.26
筹资活动现金流净额	866	-1982	-690	-433	EV/EBITDA	38.11	17.00	13.33	9.71
现金净流量	416	1297	698	1727	ROE	31.5%	41.6%	36.3%	33.9%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。