

黄金的中国时代来临

研究结论

- **投资需求上升推动黄金价格** 在当前阶段，宏观经济的不确定性使得黄金的货币属性和避险作用受到了激发，投资者对黄金投资需求高涨，主要黄金 ETF 年初至今持有量已增加 45%，最大的黄金 ETF SPDR 黄金持有量今年连创新高。我们认为从金融危机到欧元区债务危机对全球经济的影响还需要相当一段时间来进行调整和化解，当前西方各国债务高企，赤字惊人。而解决的办法不外乎是 1) 通过通货膨胀将债务货币化 2) 长期维持低利率 3) 紧缩政府预算 4) 货币贬值和 5) 干脆不认帐。无论哪一种方法都会提升投资者对黄金的避险需求。
- **随着黄金的供给拓宽，中国对黄金的需求将进一步增长** 2009 年中国黄金消费量达到 423 吨，达到世界产量的 10%。而 09 年中国黄金的总产量为 314 吨。按照世界黄金协会的预测，中国的黄金需求将在未来 10 年内增长一倍。我们预期 2010 年中国黄金需求增长速度将超过供应。近期中国六部委联合发文促黄金市场发展，拓宽黄金供给渠道，扩大有进出口黄金资格的银行数量，进一步允许商业银行在境外对冲境内黄金交易头寸。预期中国对黄金的投资需求将大幅增长。
- **新兴经济将成为黄金投资的主力** 我们认为新兴经济无论从维护本国货币稳定的角度还是从国际主要结算货币贬值风险角度都需要大幅增加黄金储备。中国目前公布的黄金储备为 1054 吨，世界排名第 5，但占总储备比例仅为 1.6%，俄罗斯黄金占总储备比 5.5%，印度占比 7.5%，巴西占比仅 0.5% 均远低于世界平均水平 10.3%。而中国，印度以及中东本身就是传统的黄金消费大国。这些国家中不断壮大的中产阶级也将有更多的投资需求。
- **世界矿产产量过去 10 年以来已下降 9.6%** 世界黄金产量在 2001 年达到顶峰。从 2001 年以来，金价上涨 321%，而产量下降了 9.6%。2009 年的产量虽然同比增长 3.9%，达到 2,350 吨，但仍低于 01 年的 2600 吨，在世界前 8 大黄金生产国中，有 6 个国家黄金产量已低于其巅峰时期水平。这些国家自 2001 年以来的黄金产量已经下降了 16%。而这 8 个国家生产了世界三分之二的黄金，他们的黄金产量下降对世界黄金供应影响巨大。
- 当前宏观经济不确定的情况下，避险需求推动黄金投资需求上升，新兴经济将成为黄金投资主力，而供给渠道放宽后中国对黄金的需求将进一步增长。我们预计 2010 黄金价格将在 1100 到 1300 美元/盎司区间，均价为 1200 美元/盎司。从对金价的弹性来说中金黄金的弹性最大，目前处在储量产量高速增长阶段，相对更为看好。
- **风险因素：**金价涨幅低于预期，人民币大幅升值。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060035

徐建花

有色金属行业分析师

执业证书编号：S0860109121342

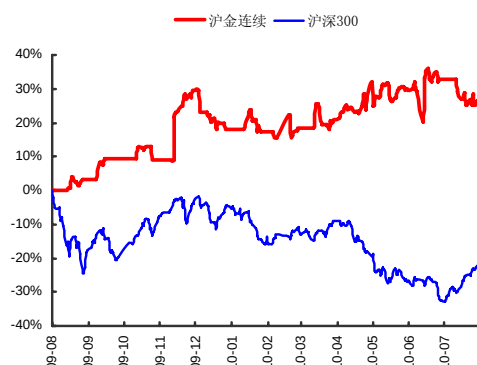
杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	金属
报告日期	2010 年 8 月 5 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EP(E)	11EPS(E)	股价	评级
山东黄金	0.52	0.83	1.13	37.22	买入
中金黄金	0.66	0.76	0.97	31.78	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

投资需求上升推动黄金价格.....	4
中国对黄金的需求高涨	7
新兴经济将成为黄金投资主力	8
通胀预期长期存在	8
行业基本面	10
供应 —— 矿产金已经过了产量顶峰.....	10
黄金的其他需求.....	13
黄金仍有很大上升空间	14

图表目录

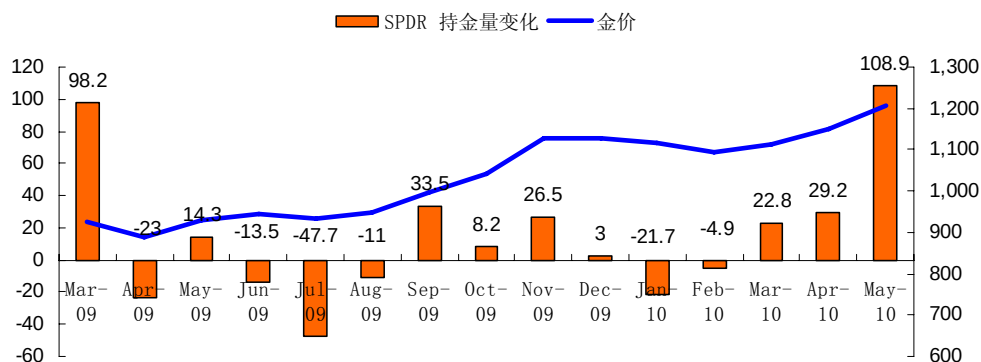
图 1: 黄金 ETF 持金量月度变化和黄金价格关系	4
图 2: 各国债务占 GDP %	5
图 3: 欧洲各国赤字占 GDP %	5
图 4: 美国月度非农就业人数变化和失业率	5
图 5: 黄金价格以美元计价	6
图 6: 黄金以日元计价	6
图 7: 黄金价格以英镑计价	6
图 8: 黄金以欧元计价	6
图 9: 黄金期货商品性投资	7
图 10: 黄金期货非商品性投资兴趣	7
图 11: 中国累计黄金供应和需求	8
图 12: 世界央行黄金储备	8
图 13: 黄金和通货膨胀关系 1962-2008	9
图 14: 以黄金计价的各国货币	9
图 15: 黄金和美元之间关系 1993-2008	9
图 16: 世界黄金产量在 2001 年达到顶峰后逐步下滑	11
图 17: 2009 年后三季度世界黄金官方销售为净买入	12
图 18: 国际黄金矿产商套期保值量变化	13
图 19: 黄金的工业需求	13
图 20: 黄金首饰需求	13
图 21: 美国鹰金币销售情况	14
图 22: 国内黄金公司储量比较	14
图 23: 国内黄金公司产量比较	14
图 24: 2009 年国际主要黄金公司矿产金成本 (美元/盎司)	15
图 25: 国内黄金上市公司矿产金成本 (美元/盎司)	15
表 1: 受金融环境不稳定影响 近年来黄金投资需求大幅增长	7
表 2: 世界前 8 名黄金生产国的黄金产量自 2001 年以来已经下降 16%	10
表 3: 每年世界黄金矿产金产量和黄金需求之间都有缺口	11
表 4: 国内黄金股敏感性分析	15
附表: 财务报表预测与比率分析	17
附表: 财务报表预测与比率分析	19

投资需求推动黄金价格

在当前阶段，宏观经济的不确定性使得黄金的货币属性和避险作用受到了激发，主要黄金 ETF 黄金持有量较年初增加 457 吨，增长 45%，最大的黄金 ETF SPDR（GLD）黄金持有量连创新高，持金量年初至今已增加 52%。显示出投资者对黄金投资前所未有的需求。ETF 持金量的上涨通常会伴随着黄金价格的上涨，反之 ETF 持金量的下降对应着金价的调整。显示投资需求的上升带动的黄金价格的上涨。

我们认为从次贷危机引发的金融危机到欧元区的债务危机对全球经济的影响还需要相当一段时间来进行调整和化解。OECD 国家债务高企。以美国为例，目前的财政赤字为 1.43 万亿美元，占 GDP 9.9%，美国的国债已达到 13 万亿美元的惊人数字，占 GDP 61%，美国的人口老龄化带来的医疗社保支出的增长将超越其 GDP 增长，近期的经济数据显示美国的经济复苏缓慢，预期美联储将继续维持当前的低利率政策。而长期看美国有可能使用贬值来降低债务压力。

图 1：黄金 ETF 持金量月度变化和黄金价格关系



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

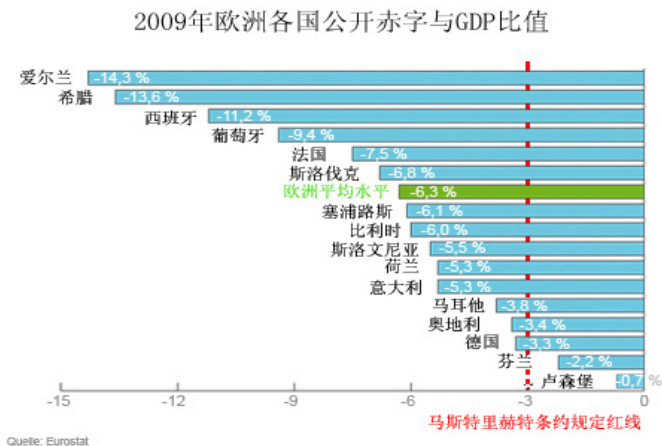
西方各国的债务高企，赤字惊人。冰冻三尺非一日之寒，问题要根本解决需要很长时间。而解决的办法不外乎是 1) 通过通货膨胀将债务货币化 2) 长期维持低利率 3) 紧缩政府预算 4) 货币贬值和 5) 干脆不认帐。无论哪一种方法都会提升投资者对黄金的避险需求。

图 2：各国债务占 GDP %



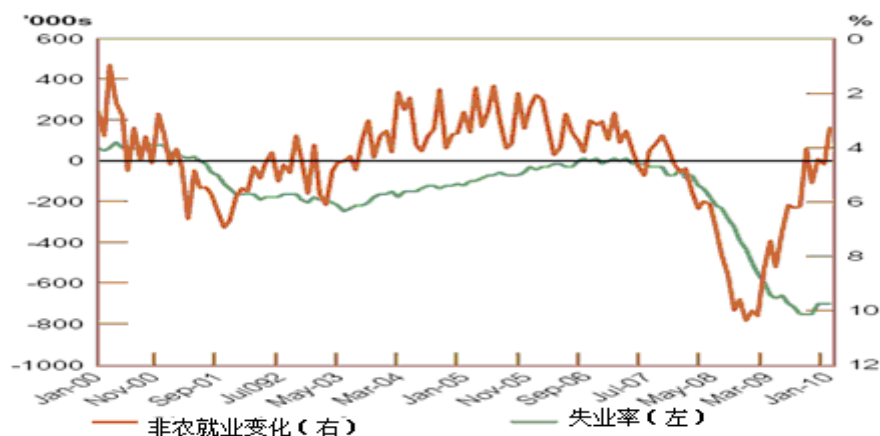
资料来源：东方证券研究所

图 3：欧洲各国赤字占 GDP %



资料来源：EuroStat 新浪财经 东方证券研究所

图 4：美国月度非农就业人数变化和失业率



资料来源：东方证券研究所

不仅仅是以美元计价的黄金价格涨势强劲，以其他货币计价的黄金价格也都已经创新高。这也反映了黄金的投资需求已不是小范围的需求，而成为当前货币体系不确定形势下全球投资者的投资需求。包括 ETF、期货、实物、黄金上市股市股票等在内的黄金产品投资已逐渐成为主流投资品种，投资的结构调整将推动黄金价格更进一步上行。反观国内，房地产调控，股市低迷，游资开始炒作农产品。部分资金已经开始流入黄金市场。对黄金的投资需求增长也将进一步推动黄金价格。

图 5：黄金价格以美元计价


资料来源：GoldPrice，东方证券研究所

图 6：黄金以日元计价

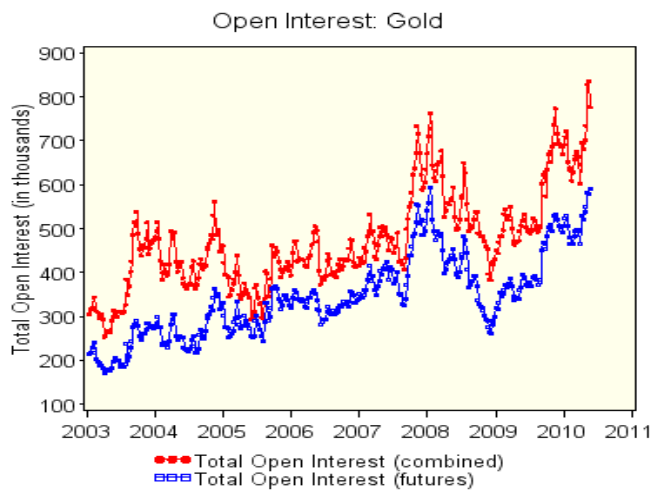

资料来源：GoldPrice，东方证券研究所

图 7：黄金价格以英镑计价

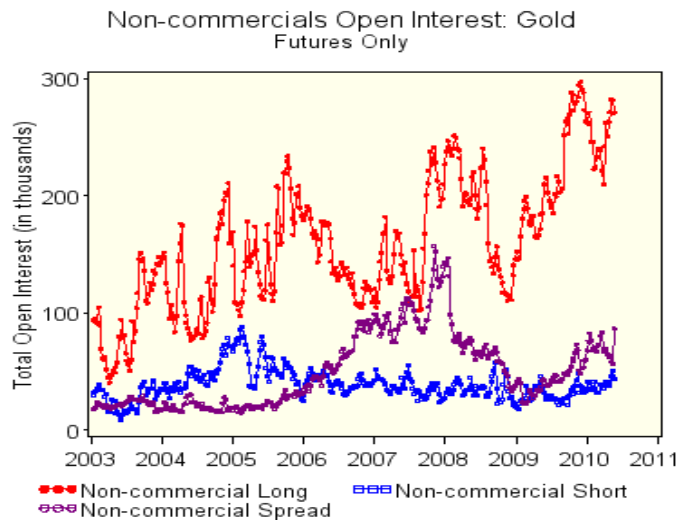

资料来源：GoldPrice，东方证券研究所

图 8：黄金以欧元计价


资料来源：GoldPrice，东方证券研究所

图 9：黄金期货商品性投资


资料来源：CFTC，东方证券研究所

图 10：黄金期货非商品性投资兴趣


资料来源：CFTC，东方证券研究所

我们认为对未来金价影响最大的因素是投资需求以及新兴经济国家央行增加黄金储备。少量的矿产金变化，首饰需求，和工业需求相对于市场上 16.3 万吨的黄金总量比影响较小。

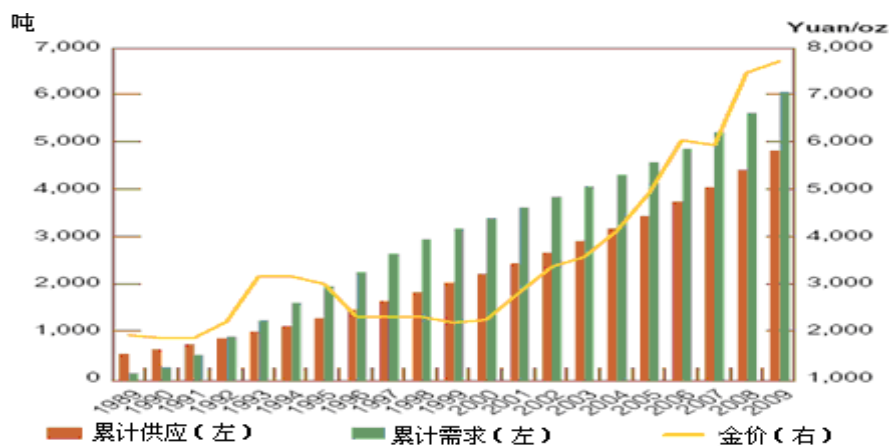
表 1：受金融环境不稳定影响 近年来黄金投资需求大幅增长

	2004	2009	% 占比	变化
	吨	吨		
欧洲	-18	293	71	1528%
北美	21	121	29	476%
合计	3	414	100	13700%

资料来源：GFMS，东方证券研究所

中国对黄金的需求高涨

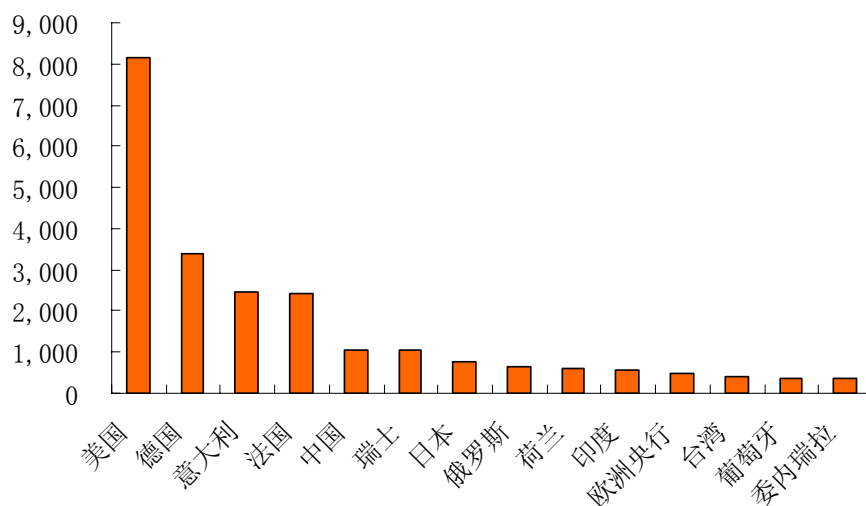
2009 年中国黄金消费量达到 423 吨，达到世界产量的 10%。而 09 年中国黄金的总产量为 314 吨。按照世界黄金协会的预测，中国的黄金需求将在未来 10 内增长一倍。我们预期 2010 年中国黄金需求增长速度将超过供应。近期中国六部委联合发文促黄金市场发展给市场，拓宽黄金供给渠道，扩大有进出口黄金资格的银行数量，进一步允许商业银行在境外对冲境内黄金交易头寸。预期中国对黄金的需求将大幅增长。

图 11：中国累计黄金供应和需求


资料来源：GFMS, 东方证券研究所

新兴经济将成为黄金投资主力

中国目前公布的黄金储备为 1054 吨，世界排名第 5，但占总储备比例仅为 1.6%，俄罗斯黄金占总储备比 5.5%，印度占比 7.5%，巴西占比仅 0.5% 均远低于世界平均水平 10.3%。新兴经济无论从维护本国货币稳定的角度还是从国际主要结算货币贬值风险角度都需要大幅增加黄金储备。包括中国、印度、俄罗斯和巴西在内的新兴经济投资者预期将成为黄金投资的主力。而中国、印度以及中东本身就是传统的黄金消费大国。这些国家中不断壮大的中产阶级也将有更多的投资需求。

图 12：世界央行黄金储备


资料来源：世界黄金协会, 东方证券研究所

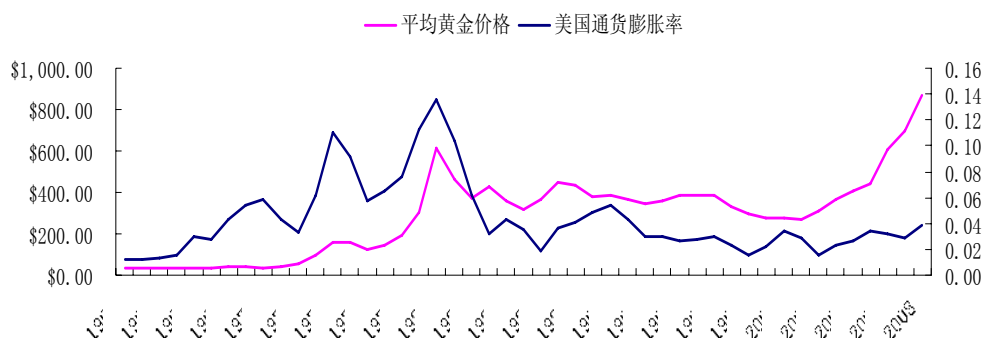
通胀预期长期存在

黄金一直被认为是对冲通货膨胀的有效工具。图 9 显示在 1973-1974 年石油危机美国股市大跌时，以及 1980-82 年经济萧条、政治不稳定时期通货膨胀率高涨同时黄金价格也上涨。宽松货

币政策和金融危机后的各国的经济刺激政策导致全球通货膨胀预期。投资者在对纸币失去信心的情况下转向黄金投资以对冲通胀。同时从历史上看，当前的低利率环境对黄金价格有推动作用。

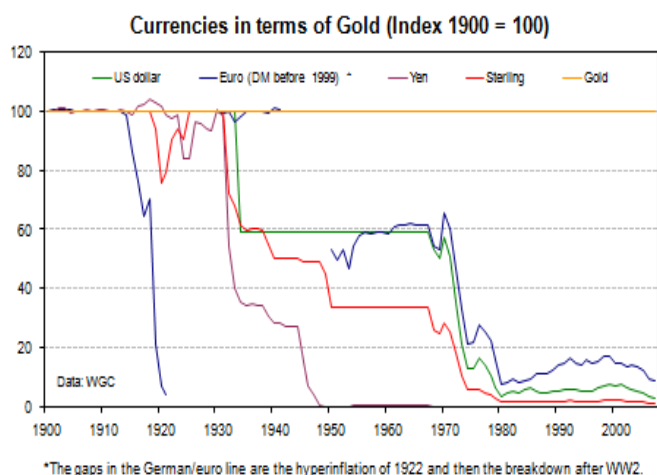
美联储最近公布的经济黄皮书表示美国经济活动仅温和增长。美国 7 月耐用品订单环比下滑 1%，二季度 GDP 增速为 2.4%，均低于预期。显示美国经济复苏势头放缓。预期在 2011 年之前将不会提高利率。而长期看美国有可能使用贬值来降低债务压力。中国方面，下半年政府工作的重心可能重新转到“保持经济平稳较快发展”上来，密集严厉的调控政策可能暂告一段落。短期内中美两国加息的可能性较小。而欧元区的债务问题预期离解决还有漫长的过程，短期加息的可能性也不大。

图 13：黄金和通货膨胀关系 1962-2008



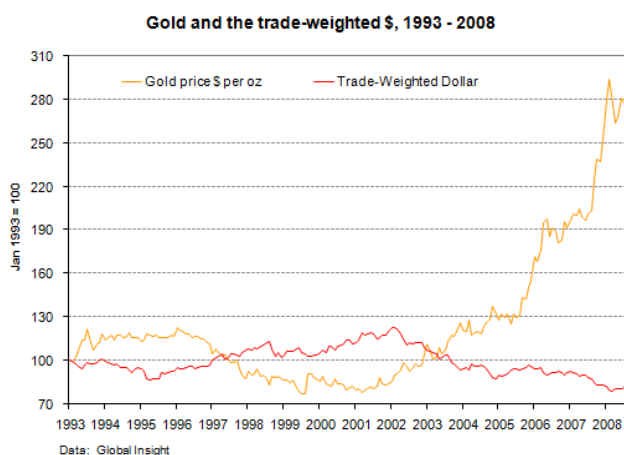
资料来源：World Gold Council, Inflationdata.com, 东方证券研究所

图 14：以黄金计价的各国货币



资料来源：World Gold Council, 东方证券研究所

图 15：黄金和美元之间关系 1993-2008



资料来源：Global Insight 东方证券研究所

行业基本面

供应 —— 矿产金已经过了产量顶峰

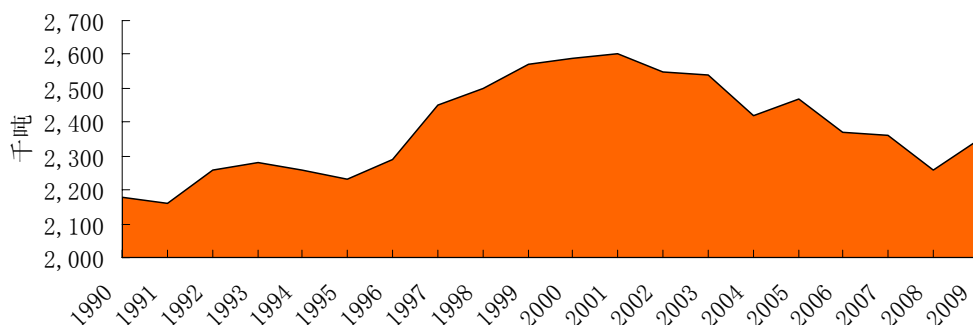
世界黄金产量在 2001 年达到顶峰 2600 吨。2009 年的产量比 08 年增长 3.9%，达到 2,350 吨，从 2001 年以来，每年平均而言，金价从每盎司 271 美元上升到 871 美元，上涨 321%，而产量下降了 9.6%。在世界前 8 大黄金生产国中，有 6 个国家已处于其巅峰时期黄金产量水平之下。这些国家自 2001 年以来的黄金产量已经下降了 16%。而这 8 个国家生产了世界三分之二的黄金，他们黄金产量下降对世界黄金供应的影响更大。

从历史上看黄金产量下降都有重大的原因，第一次世界大战让黄金产量下降了 6 年，第二次世界大战让黄金产量下降了 5 年，金本位的结束让黄金产量下降了 5 年。而 2001 年以来黄金产量的下跌并没有明显的政治原因。我们认为金价从 1980 年的 859 美元/盎司下落 到 90 年代的 252 美元/盎司，低迷的黄金价格和愈加严格的环境保护标准使得矿产公司减少了在寻找新黄金资源上的开支。低价时期缺少投资使得新矿开采减少，而原有的大型矿床产量已经达到顶峰后下落，是近年来黄金产量下降的主要原因。

表 2：世界前 8 名黄金生产国的黄金产量自 2001 年以来已经下降 16%

国家	产量排名	产量分析
中国	1	中国的黄金产量从 2008 的 285 吨上涨到 2009 年的 314 吨，自 2001 年以来中国的黄金产量增加了 62%，而世界产量同期下跌了 9.6%
澳大利亚	2	澳大利亚 2009 年黄金产量为 215 吨，比 2008 年下降了 2.3%，澳大利亚的黄金产量自 1998 年见顶以来一直在逐步下降
南非	3	南非在 2007 年失去了其头号黄金生产国地位，目前和美国并列世界第三大生产国。2009 年南非黄金产量 210 吨，低于 08 年的 213 吨。南非的黄金产量自 2001 年 (402 吨) 以来几乎减少了一半。09 年的产量下降和 08 年一样，可以部分归因于电力生产方面的问题，但 39 年来，南非的黄金产量下降主要还是因为其最佳矿床的损耗
美国	3	09 年黄金产量和南非一样为 210 吨，产量自 1998 年达到顶峰以来一直在下降
俄罗斯	4	俄罗斯 2009 年生产了 185 吨黄金，同比增长 5.1%，正处在苏联解体以来的最高水平，但仍低于前苏联在 1955 年和 1984 年间所创造的产量纪录。同中国一样，黄金产量仍有增长潜力。
秘鲁	5	秘鲁 09 年黄金产量为 180 吨，和 08 年持平，比其 05 年的纪录 208 吨低 15.5%。
加拿大	6	加拿大 09 年黄金产量为 95 吨，同比增长 5.2%，自 1991 年以来已经下跌 43%
印尼	7	印尼 09 年生产了 100 吨黄金，比 08 年增加了 66%，但比 2001 年下降了 23%

资料来源：World Gold Council 东方证券研究所

图 16：世界黄金产量在 2001 年达到顶峰后逐步下滑


资料来源：USGS 东方证券研究所

每年世界黄金矿产金产量和黄金需求之间都有缺口，这一缺口被黄金回收和央行出售黄金所弥补。在这种长期的供应缺口中，需要黄金价格维持在较高水平来维持其生产水平。

2009 年的黄金产量小幅回升，主要是有三个原因：1) 09 年的金价创纪录，矿产商开采积极性高；2) 由于金融危机，开采成本逐渐稳定；3) 工业金属的产量创纪录，铜、铅、银在 09 年产量都创纪录。锌和钼的产量也接近其 08 年的产量最高峰。其他金属的创纪录产量增加了世界黄金产量的机械部分。在未来的 1-3 年中，如果这 3 个因素能够维持，黄金产量可能持续现状或略有增长。长期看世界黄金产量将继续下降。

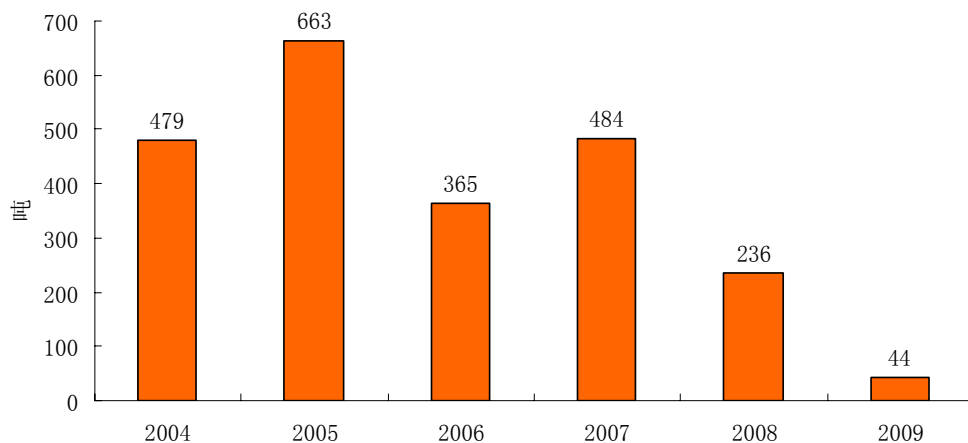
表 3：每年世界黄金矿产金产量和黄金需求之间都有缺口

千吨	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
供应							
矿产金	2485	2,476	2,409	2,554	2631	2684	2737
YOY		-0.40%	-3%	6%	3%	2%	2%
生产商套保	-410	-444	-349	-257	0	0	0
YOY		8.30%	-21%	-26%	-100.00%	0.00%	0.00%
官方出售	365	484	236	44	-20	-20	-20
YOY		32.60%	-51%	-81%	-145%	0%	0%
再生金	1129	956	1217	1549	1859	1952	2050
YOY		-15.30%	27%	27%	20%	5%	5%
合计供应	3569	3,471	3,513	3,889	4,305	4,616	4,767
YOY		-3%	1%	11%	11%	7%	3%
需求							
首饰	2288	2,405	2,187	1,747	1834	1926	2022
YOY		5%	-9%	-20%	5%	5%	5%
工业	460	462	436	368	386	406	426
YOY		0.4%	-6%	-16%	5%	5%	5%
零售投资	676	446	649	440	462	485	509

(金条, 纪念币等)

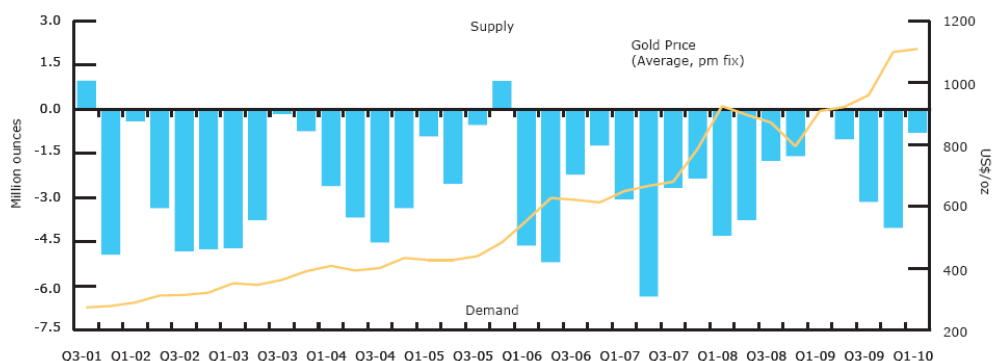
YOY		-34%	46%	-32%	5%	5%	5%
其他零售投资	-8	-14	213	236	248	260	273
YOY		75%	-1621%	11%	5%	5%	5%
ETFs	260	253	321	595	684	752	828
YOY		-3%	27%	85%	15%	10%	10%
投资需求	928	685	1183	1271	1394	1498	1610
YOY		-26%	73%	7%	10%	7%	8%
总需求	3424	3,552	3,806	3,386	3,614	3,795	3,985
YOY		4%	7%	-11%	5%	5%	5%
市场平衡		-81	-293	504	691	820	782

资料来源: World Gold Council, 东方证券研究所

图 17: 2009 年后三季度世界黄金官方销售为净买入


资料来源: GFMS 东方证券研究所

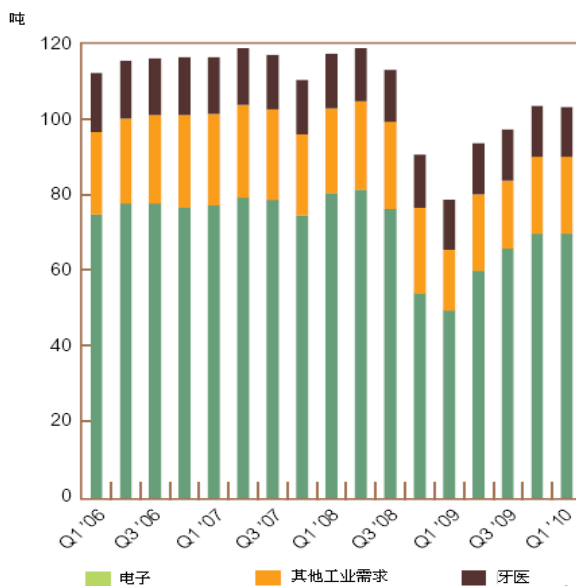
图 18: 国际黄金矿产商套期保值量变化



资料来源: GFMS 东方证券研究所

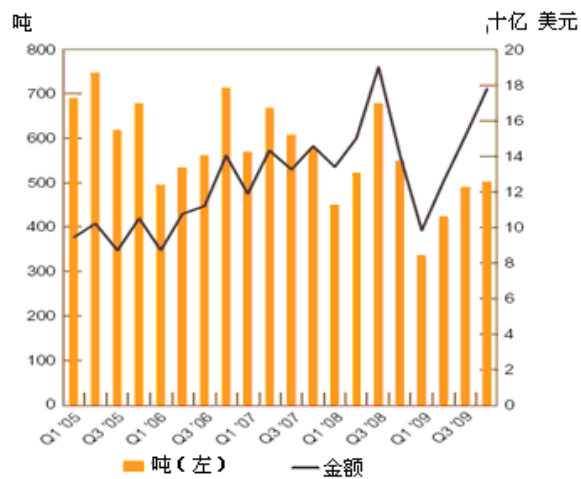
黄金的其他需求

图 19: 黄金的工业需求

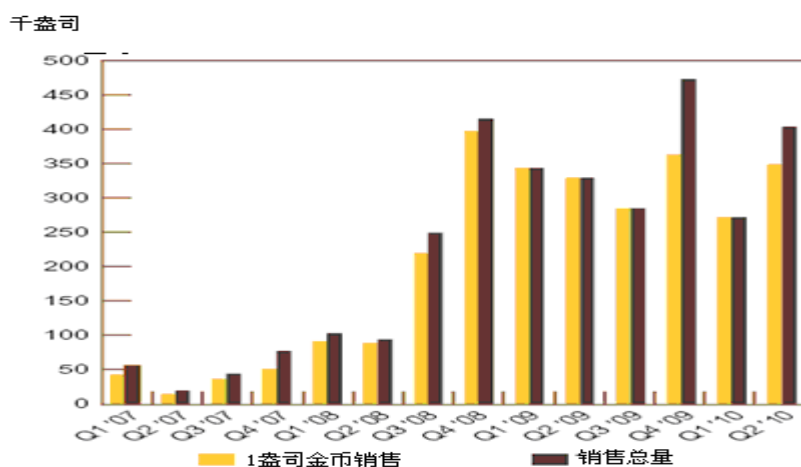


资料来源: GMFS, World Gold Council, 东方证券研究所

图 20: 黄金首饰需求



资料来源: GMFS, World Gold Council, 东方证券研究所

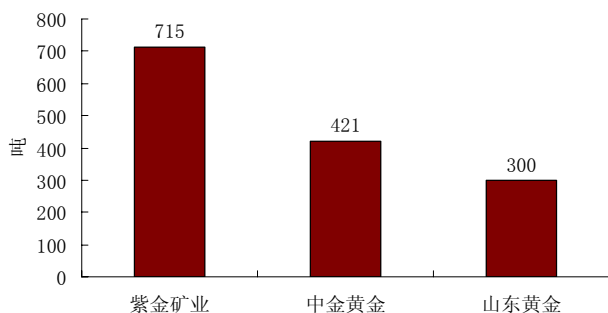
图 21: 美国鹰金币销售情况


资料来源: 东方证券研究所

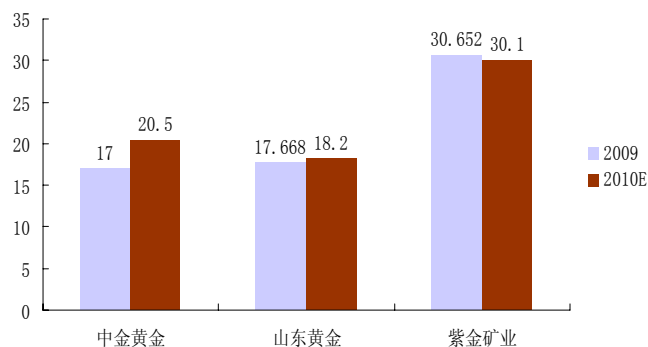
黄金仍有很大上升空间

如果我们回去看之前历史高点 1980 年的最高价位为\$850/oz, 用通货膨胀折算后相当于 2010 年的美元价格为 \$2,245/oz, 1980 年平均金价为\$613/oz, 相当于 2010 价格 \$1619/oz。目前最高价位是\$1257/oz, 仍有很大上升空间。

考虑到当前宏观经济不确定和新兴经济对黄金需求高涨的情况下, 我们对黄金价格很乐观, 预计 2010-2012 黄金均价为 1250/1300/1350 美元/盎司。

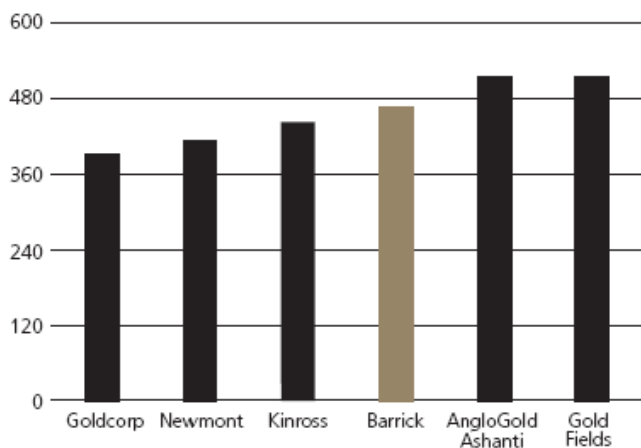
图 22: 国内黄金公司储量比较


资料来源: 东方证券研究所

图 23: 国内黄金公司产量比较


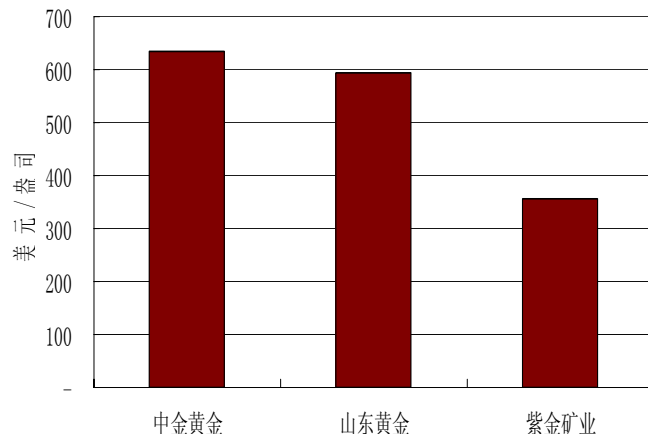
资料来源: 东方证券研究所

图 24：2009 年国际主要黄金公司矿产金成本（美元/盎司）



资料来源：东方证券研究所

图 25：国内黄金上市公司矿产金成本（美元/盎司）



资料来源：东方证券研究所

表 4：国内黄金股敏感性分析

	1% 金价变化	1% 人民币升值	1% 铜价变化
中金黄金	2.80%	-2.80%	N/A
山东黄金	2.50%	-2.50%	N/A

资料来源：东方证券研究所

表 5：国际主要黄金公司估值比较

代码	公司名称	股价	市值 (百万美元)	EPS			PE			PB
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
ABX	Barrick Gold	42.73	42,000	2.00	3.09	3.27	21	14	13	2.08
NEM	Newmont Mining	56.71	27,264	2.79	3.77	3.97	20	15	14	2.22
G CN	Gold Corp	40.66	29,265	0.80	1.18	1.71	50	34	24	1.87
K CN	Kinross	16.09	11,039	0.44	0.65	0.75	36	24	21	1.89

资料来源：东方证券研究所 股价为 8 月 5 日收盘价

表 6：国内主要黄金公司估值比较

证券代码	证券简称	股价	市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
600547.SH	山东黄金	36.87	530	0.52	0.83	1.13	76	44	33	17.2
600489.SH	中金黄金	31.88	452	0.66	0.76	0.97	87	42	33	11.0
601899.SH	紫金矿业	6.18	643	0.24	0.31	0.43	29	20	14	4.6

资料来源：东方证券研究所 股价为 7 月 4 日收盘价

储量产量增长迅速

投资要点：

- **依托集团资源优势 公司储量稳步增长** 过去三年，公司通过对内收购集团资产增加储量，对外寻找机会收购外部黄金矿。同时在现有采矿权、探矿权基础上进一步勘探。黄金储量从 2007 年的 77 吨上升到 421 吨。铜储量达到 30.68 万吨。目前集团公司仍有 800 吨黄金储量，根据集团和上市公司的协议，这些黄金储量将逐步注入上市公司。未来集团矿山资产注入将是中金黄金实现长期高速增长的主要催化剂。
- **5 个黄金生产基地陆续建成 产量增长预期明确** 5 个生产基地黄金储量共 247 吨，设计矿产金年产能 15 吨。2010 年产量提升比较确定。我们预计 2010—2012 的矿产金产量为 20.5、25 和 30 吨。2007 年到 2011 年的产量复合增长率为 40%。
- **矿山资质导致克金成本较高** 近年来随着黄金价格上涨，公司加大了低品位矿的采选，造成吨矿成本虽有所下降，但克金成本基本持平，中金黄金矿山分布广，储量较小，部分矿区开采年限久，导致克金成本和其他黄金上市公司相比较。大约在 140 元/克左右。未来降低成本是公司的重要工作之一。但基于工人工资已进入上涨通道、生产资料价格也处于高位，压缩成本的空间已越来越小。我们预计未来公司的克金成本仍将略有提升。
- **业绩对金价弹性最大** 从业绩对金价的弹性角度来看，几家黄金上市公司中，中金黄金的每股黄金含量最高，金价上涨的绝对收益也最大。
- **盈利预测** 我们假设 2101—2012 黄金价格为 1200/1250/1300 美元/盎司的价格假设。经测算，公司 EPS 为 0.76/0.97/1.28。对应 2010 年 PE 42X。公司目前处于高速增长期，储量和产量会有很大增长。首次给予买入评级。

风险因素：

- 金价涨幅低于预期，集团资产注入低于预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060035

徐建花

有色金属行业分析师

执业证书编号：S0860109121342

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 8 月 4 日) 31.88 元

目标价格 43.65 元

总股本/A 股 (亿股) 14.23/6.77

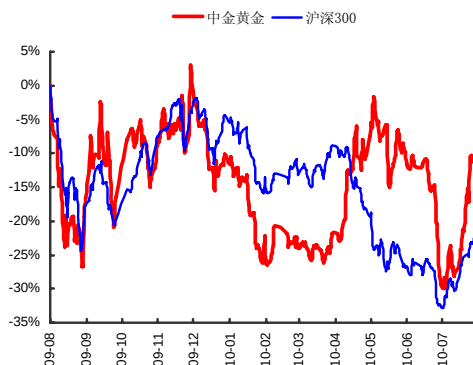
A 股市值 (亿元) 456.

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告日期 2010 年 8 月 5 日

股价表现



资料来源：WIND

盈利预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	18,712	22,696	23,919	24,935
YOY	29%	21%	5%	4%
净利润	521	1,082	1,384	1,817
YOY	8.9%	107.5%	28.0%	31.2%
EPS (元)	0.66	0.76	0.97	1.28
每股净资产	4.93	3.33	4.11	5.13
P/E (X)	48.7	42.2	33.0	25.2
p/B (X)	6.5	9.6	7.8	6.3

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4084	3980	5419	7079	营业总收入	18712	22696	23919	24935
现金	1949	1767	3130	4762	营业总成本	17686	20636	21282	21475
应收票据	6	7	7	7	营业成本	16690	19254	19844	19974
应收账款	101	136	144	150	销售费用	63	73	77	80
预付账款	296	50	52	52	管理费用	777	1028	1084	1130
存货	1564	1816	1871	1884	财务费用	102	222	217	225
非流动资产	8468	7665	7949	8988	其他经营收益	9	0	0	0
长期投资	97	97	97	97	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	3185	2511	2478	3242	营业利润	1035	2061	2637	3460
在建工程	1288	874	944	997	营业外收入减支出	-6	0	0	0
无形资产	3845	4085	4305	4488	利润总额	1029	2061	2637	3460
资产合计	12553	11645	13367	16067	减：所得税	280	515	659	865
应付项目	1146	1323	1363	1372	净利润	749	1545	1978	2595
付息负债	5397	4717	5089	6061	少数股东损益	227	464	593	779
短期借款	2089	828	292	72	归属母公司净利润	521	1082	1384	1817
长期付息负债	3308	3888	4796	5988					
其他负债	1358	10	13	17	成长能力				
负债合计	7901	6050	6465	7450	营业收入同比	29%	21%	5%	4%
所有者权益	4637	5595	6902	8617	EBITA同比	14%	108%	26%	30%
实收资本	791	1423	1423	1423	归属母公司净利润同比	9%	107%	28%	31%
资本公积	1787	1154	1154	1154	利润水平				
留存收益	1321	2164	3272	4725	销售毛利率	11%	15%	17%	20%
少数股东权益	739	854	1053	1314	销售净利率	4%	7%	8%	10%
负债和权益合计	12538	11645	13367	16067	整体绩效				
					ROE	13%	23%	24%	25%
经营活动现金流	1104	2058	2348	3077	ROIC	9%	11%	20%	24%
净利润	749	1545	1978	2595	运营效率				
折旧摊销	481	413	405	501	应收账款周转率	165.0	191.5	171.0	170.1
营运资金变动	-116	96	-35	-19	存货周转率	13.8	13.4	13.0	13.3
投资活动现金流	-3733	391	-689	-1541	偿债能力				
资本支出	-3719	435	-661	-1502	流动比率	1.1	1.9	3.3	4.9
长期投资	-3	0	0	0	速动比率	0.7	1.0	2.1	3.6
筹资活动现金流	3657	-2630	-296	95	EBITA / I	38.5	16.7	22.7	28.6
短期借款	775	-1261	-536	-220	资产负债率	63%	52%	48%	46%
长期借款	3007	581	908	1192	每股指标				
普通股增加	431	632	0	0	EPS	0.66	0.76	0.97	1.28
资本公积	-991	-632	0	0	每股净资产	4.93	3.33	4.11	5.13
其他	435	-1950	-668	-876	P/E	48.7	42.2	33.0	25.2
现金净增加额	1028	-181	1363	1632	p/B	6.5	9.6	7.8	6.3

资料来源：东方证券研究所

资源优势明显的纯黄金公司

投资要点：

- **优秀资源丰富 集团注入预期明确** 公司在 09 年 6 月和 11 月分别收购了集团公司的新立矿区和三山岛矿区的两个探矿权，公司黄金储量增加了 45 吨，同时公司本着挖一吨探一吨的原则，大力发展内部探矿。2009 年共探出 40 吨，09 年储量共计增长 85 吨，我们估计公司目前拥有近 300 吨黄金储量。集团目前拥有采矿权及探矿权 208 个，矿权面积合计约 1716.29 平方公里。公司是集团旗下唯一的上市公司，将在适当时间获得集团资产的注入。目前，集团在上市公司以外还有 700 余吨黄金储量。我们预计集团适合近期注入的黄金储量预计在 200 吨左右。公司拥有的现有矿山均为已经可以稳定出矿的矿山。未来利润增长可见。
- **产能增长迅速 规模效应扩大** 公司目前正在建设焦家金矿 6000 吨/日采选厂和三山岛金矿 8000 吨/日采选厂。焦家金矿工程已逐步建成，但井下采矿配套设施还未完成。三山岛工程建设和精炼厂 1200 吨/日金精矿综合回收利用项目也正在逐步展开，预期 2-3 年内将逐步达产。公司采取分区采集中选的管理格局，采选规模效应进一步扩大，规模优势也将更为明显。整合后的矿石处理量和黄金产量将大幅增长，管理和成本费用有望出现下降。预计 2010-2012 年的矿产金产量为 19.5 吨和 21.5 吨。
- **国内唯一纯黄金上市公司** 公司 99% 的收入来自于黄金开采冶炼。比重高于其他 A 股黄金上市公司。业绩对金价上涨的弹性较大。
- **估值和投资建议：**我们假设 2010-2012 黄金价格为 1200/1250/1300，矿产金产量为 18.2/20/22 吨。预期山东黄金 10-12 年每股收益分别为 0.83, 1.13 和 1.19 元。基于集团未来资产注入预期和公司储量产量提升空间，我们看好公司的长期投资潜力，首次给予买入评级。
- **风险因素：**金价涨幅低于预期，集团资产注入低于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060035

徐建花

有色金属行业分析师

执业证书编号：S0860109121342

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 8 月 4 日) 36.87 元

目标价格 45.00 元

总股本/A 股 (亿股) 13.24/6.92

A 股市值 (亿元) 524.69

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告日期 2010 年 8 月 5 日

股价表现



资料来源：WIND

盈利预测

(百万元)	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	23360	28491	30265	31476
营业收入同比	18%	22%	6%	4%
净利润	814	1294	1754	1845
同比	24%	62%	35%	5%
ROE	25.90%	30.03%	29.80%	24.45%
ROIC	13.29%	19.69%	24.36%	27.40%
EPS (元)	1.05	0.83	1.13	1.19
P/E (X)	35.2	44.3	32.7	31.0
P/B (X)	9.1	13.3	9.7	7.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	百万	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1392	1697	2097	2796	营业总收入	23360	28491	30265	31476
现金	401	570	908	1574	营业总成本	22297	26766	27927	29016
应收票据	5	14	15	3	营业成本	21299	25618	26711	27756
应收账款	15	48	61	63	销售费用	28	34	36	38
预付账款	456	512	534	555	管理费用	854	1000	1063	1105
存货	394	410	427	444	财务费用	81	80	79	81
非流动资产	4871	4763	5254	4671	其他经营收益	24	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	20	0	0	0
固定资产	2477	2673	2940	2749	营业利润	1087	1725	2338	2460
在建工程	1065	772	849	472	营业外收入减支出	7	0	0	0
无形资产	1227	1195	1315	1295	利润总额	1094	1725	2338	2460
资产合计	6263	6460	7351	7467	减：所得税	280	431	585	615
					净利润	814	1294	1754	1845
应付项目	541	640	668	694	少数股东损益	68	108	147	155
付息负债	2161	1044	269	-1332	归属母公司净利润	746	1185	1607	1690
短期借款	1790	814	39	-1735					
长期付息负债	371	230	230	403	成长能力				
其他负债	372	407	444	451	营业收入同比	18%	22%	6%	4%
负债合计	3074	2091	1380	-187	EBITA同比	24%	62%	35%	5%
所有者权益	3188	4369	5970	7655	归属母公司净利润同比	17%	59%	36%	5%
实收资本	712	1423	1423	1423	利润水平				
资本公积	464	-248	-248	-248	销售毛利率	9%	10%	12%	12%
留存收益	1704	2771	4217	5738	销售净利率	3%	5%	6%	6%
少数股东权益	309	423	578	741	整体绩效				
负债和权益合计	6263	6460	7351	7467	ROE	26%	30%	30%	24%
					ROIC	13%	20%	24%	27%
经营活动现金流	1020	1601	2079	2050	运营效率				
净利润	814	1294	1754	1845	应收账款周转率	644.3	897.2	555.5	509.8
折旧摊销	355	336	358	225	存货周转率	72.6	70.9	72.3	72.2
营运资金变动	-129	-28	-33	-20	偿债能力				
投资活动现金流	-2038	-228	-849	359	流动比率	0.6	1.2	3.0	-2.7
资本支出	-2037	-207	-822	363	速动比率	0.4	0.9	2.4	-2.3
长期投资	20	0	0	0	EBITA / I	-576.5	-296.0	-194.4	-182.7
筹资活动现金流	1132	-1204	-892	-1742	资产负债率	49%	32%	19%	-3%
短期借款	812	-976	-775	-1774	每股指标				
长期借款	290	-141	0	173	EPS	1.05	0.83	1.13	1.19
普通股增加	356	712	0	0	每股净资产	4.05	2.77	3.79	4.86
资本公积	-375	-712	0	0	P/E	35.2	44.3	32.7	31.0
其他	48	-87	-117	-141	P/B	9.1	13.3	9.7	7.6
现金净增加额	114	169	338	666					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn