

资源扩张谋发展 产能提升布新篇

增持维持

投资要点:

- 📖 黄金资源储量优势明显, 产能进入快速释放期
- 📖 大股东资源储备实力雄厚, 后期注入可期
- 📖 国际金价高位运行直接提升公司业绩

报告摘要:

- **黄金资源储量优势明显。**公司上市以来通过外延式扩张与内部深度挖潜, 黄金资源储量大幅提升, 估算现有权益金属储量为 287 吨, 在完成年初增发方案后, 资源总储量将达到 600 吨, 仅次于紫金矿业。
- **产能进入快速释放期。**公司近年来通过技改等方式提升矿山企业采选冶炼能力; 同时通过提升管理效率的方式加大矿产的实际出产能力。随前期重点项目陆续投产, 预计公司 2011-2013 年矿产金产量将由 2009 年的 19.4 吨提升至 22.5 吨、27 吨和 31 吨。
- **大股东资源储备实力雄厚, 后期注入可期。**大股东山东黄金集团在黄金储量方面仅次于中国黄金和紫金矿业。2008 年以来整合的很多矿产资源尚未注入上市公司, 公司作为集团旗下唯一贵金属上市公司, 后期随着矿山采选线建成或技改的完成, 矿产资源继续注入的预期依然强烈, 未来黄金储量和产量仍存在跨越式增长的潜力。
- **国际金价高位运行直接提升公司业绩。**在全球经济复苏进程受阻、货币体系动荡加剧、通胀压力或将成为常态三重因素的共同作用下, 未来国际金价维持高位的支撑力依然十足。公司作为纯黄金开采冶炼上市公司, 其经营业绩直接受益于国际黄金价格的上涨。
- **预计 2011 年 EPS 为 1.73 元, 维持“增持”评级。**预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.73 元、2.09 元和 2.63 元, 对应动态市盈率分别为 23 倍、19 倍和 15 倍, 估值水平合理。考虑到公司业绩对国际金价的高度敏感性, 以及未来集团黄金矿产资源仍存在不断注入的预期, 我们维持公司“增持”评级。

| 主要经营指标 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入 | 23360.10 | 31514.70 | 36476.11 | 37318.50 | 39383.35 |
| 同比增长率 | 17.55% | 34.91% | 15.74% | 2.31% | 5.53% |
| 净利润 | 745.82 | 1223.04 | 2461.03 | 2977.26 | 3740.42 |
| 同比增长率 | 17.12% | 63.99% | 101.22% | 20.98% | 25.63% |
| 每股收益(元) | 0.52 | 0.86 | 1.73 | 2.09 | 2.63 |

分析师:

闵丹 (S1180511010010)
 电话: 010-88085977
 Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)
 电话: 010-88085968
 Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

| | |
|-----------|------------|
| 总股本: 亿 | 14.23 |
| 流通股本: 亿 | 7.63 |
| 第一大股东 | 山东黄金集团有限公司 |
| 第一大股东持股比例 | 50.25 |

数据来源: 宏源证券

相关研究

| | |
|----------------------------|------------|
| 宏源证券*公司报告*黄金储量接近翻倍 | 2011.04.25 |
| 宏源证券*行业报告*资源为主, 成长相辅 | 2011.06.22 |
| 宏源证券*行业报告*政策+技术, 关注小金属与深加工 | 2011.03.31 |

目录

| | |
|------------------------|----|
| 一、公司简介..... | 4 |
| 二、国内黄金行业龙头之一..... | 5 |
| （一）地处山东坐拥资源优势..... | 5 |
| （二）外延内生同促资源扩张..... | 6 |
| （三）产能快速增长进行时..... | 7 |
| 三、大股东资源储备实力雄厚..... | 8 |
| 四、国际金价高位运行提升公司业绩..... | 9 |
| （一）全球经济环境支撑国际金价高位..... | 9 |
| 1、经济复苏进程受阻..... | 9 |
| 2、货币体系动荡加剧..... | 10 |
| 3、通胀压力加大或成常态..... | 10 |
| （二）金价上涨直接提升公司业绩..... | 11 |
| 五、投资建议..... | 12 |
| （一）盈利预测..... | 12 |
| （二）风险提示..... | 13 |

插图

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 公司组织结构图..... | 4 |
| 图 2: 2011 年上半年公司毛利构成..... | 4 |
| 图 3: 2011 年上半年主要黄金类上市公司毛利占比..... | 4 |
| 图 4: 公司矿产金产量及增速..... | 5 |
| 图 5: 公司黄金业务毛利率及矿产金自给率..... | 5 |
| 图 6: 全国贵金属分布示意图..... | 6 |
| 图 7: 公司资源扩张过程示意图..... | 6 |
| 图 8: 国际黄金现货价格走势..... | 12 |
| 图 9: 上海黄金现货价格走势..... | 12 |

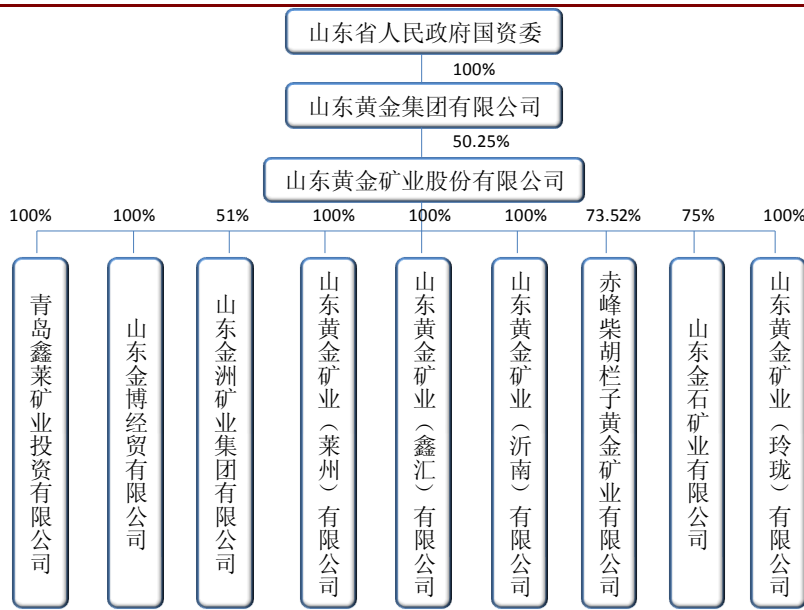
表格

| | |
|---|----|
| 表 1: 公司主要资源基本情况..... | 7 |
| 表 2: 公司近年重点产能规划..... | 8 |
| 表 3: 集团主要资源汇总..... | 9 |
| 表 4: 公司 2011 年-2013 年 EPS 与黄金价格敏感性分析..... | 11 |
| 表 5: 国内黄金类上市公司 2011 年 EPS 敏感性分析..... | 11 |
| 表 6: 国内黄金类上市公司的吨储量市值..... | 12 |
| 表 7: 公司主要产品产量及价格假设..... | 12 |
| 表 8: 国内主要黄金类上市公司估值水平..... | 13 |

一、公司简介

公司是以黄金开采为主的资源性企业，集采、选、冶多项业务于一体，于2000年1月由山东黄金集团有限公司、山东招金集团公司、山东莱州黄金（集团）有限公司等五家公司发起设立，2003年8月在上海证券交易所挂牌交易。公司主体包括新城金矿、焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿、平度鑫汇金矿等国内外知名的大中型矿山，同时持有金洲矿业有限公司51%股权，内蒙赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司73.5%股权。

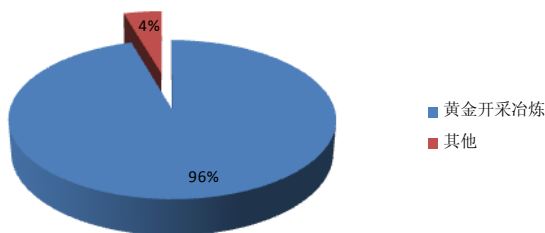
图1：公司组织结构图



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

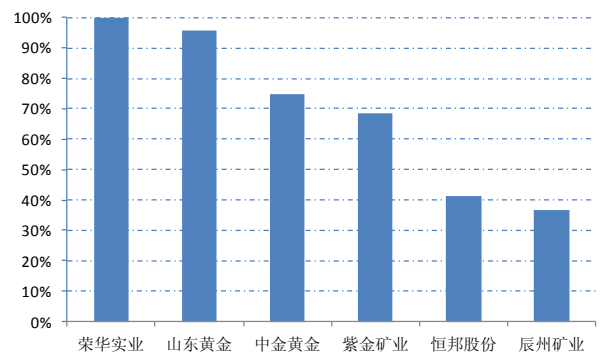
公司主要收入和利润来源黄金相关业务，2011年上半年公司实现营业收入198亿元，同比增长12.94%；实现毛利润21亿元，同比增长55.09%。其中黄金相关业务实现营业收入196亿元，占公司总营业收入的99.20%，占公司毛利构成的95.52%，明显高于同以黄金为主营业务的中金黄金、紫金矿业等其他上市公司，仅低于绝对规模较小的荣华实业，是典型的“纯黄金”类公司。

图2：2011年上半年公司毛利构成



资料来源：Wind，宏源证券研究所

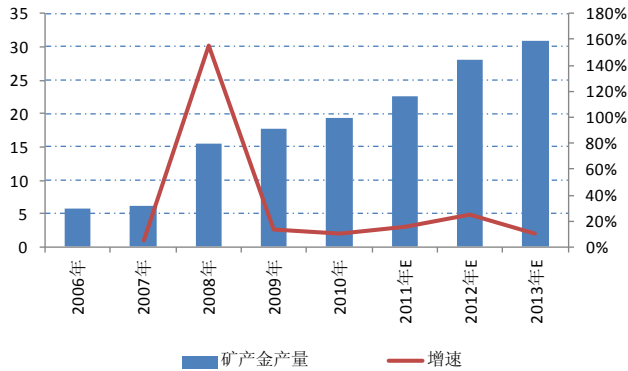
图3：2011年上半年主要黄金类上市公司毛利占比



资料来源：Wind，宏源证券研究所

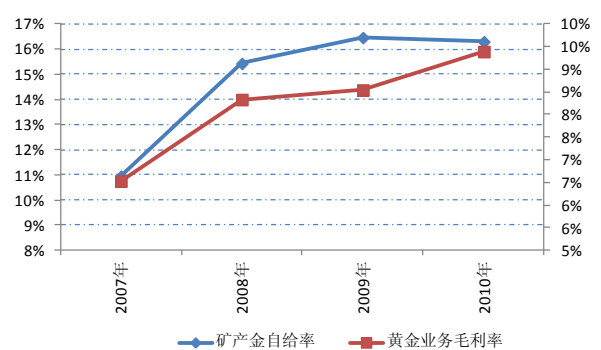
从毛利率变化分析，近三年来公司黄金业务毛利率不断提高，这一方面受益于国际金价的不上涨，另一方面也与公司矿产金自给率上升直接相关。

图 4：公司矿产金产量及增速



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 5：公司黄金业务毛利率及矿产金自给率



资料来源：Wind，宏源证券研究所

二、国内黄金行业龙头之一

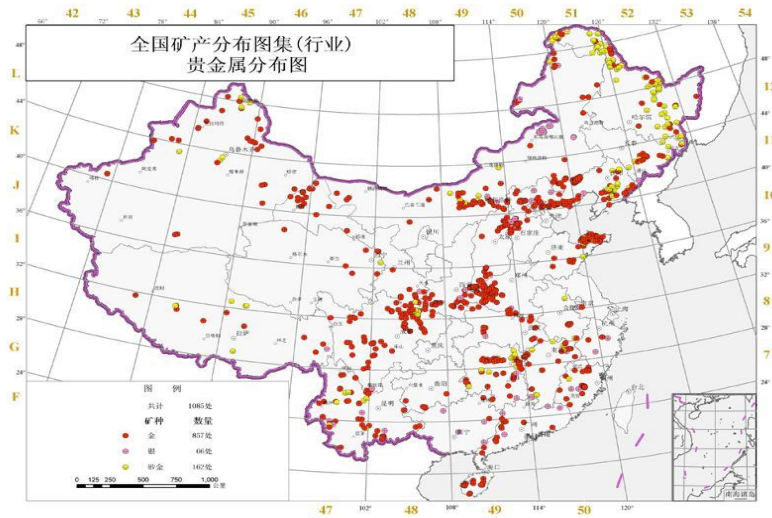
（一）地处山东坐拥资源优势

作为贵金属的典型，黄金在全球资源总储量非常稀少。世界上有八十多个国家出产矿产金，根据美国地质调查局 2006 年统计数据结果显示的结果，南非占世界查明储量基础的 40%，占世界储量的 14.5%；澳大利亚占世界查明储量基础的 6.7%，占世界储量的 12%；其他主要生产国还包括秘鲁、俄罗斯、美国等国。

我国黄金矿产资源储量位于世界第八位，世界占比仅为 2.9%。主要呈现三个特点，一是在储量规模上，中小型矿床占绝对多数，大型、特大型矿床较少；二是资源分布区域广泛，但相对集中于东部和中部地区，储量占比在 75% 以上，其中山东、河南、陕西、河北四省保有储量约占 46% 以上；三是矿床中富矿占比较少，中等品位居多，贫富悬殊明显。

山东省作为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，整体品位较高。公司所处地理优势明显，一方面在省政府大力支持下，公司近年来对莱州市黄金资源进行区域整合，收购山东栖霞西林金矿、招远市玲珑东风金矿等；另一方面加大现有矿山资源深度勘探力度，充分发挥省内储量丰富、品位较高的资源优势。

图 6: 全国贵金属分布示意图

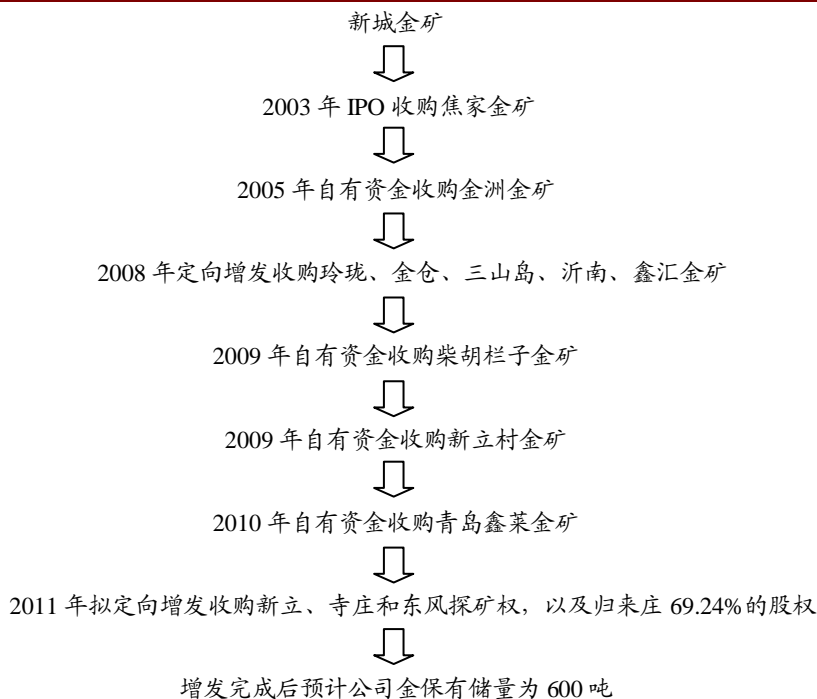


资料来源: 宏源证券研究所

(二) 外延内生同促资源扩张

公司自上市以来明确资源扩张路线,先后通过定向增发、自有资金收购等方式收购了集团公司的焦家金矿、玲珑金矿、内蒙胡兰子金矿等资源。目前拥有业内集中度高、规模大的焦家矿田、玲珑矿田、找平断裂带、临沂新区等国内著名矿田。2011年4月25日,公司公告拟通过定向增发方式收购新立、寺庄和东风探矿权,以及归来庄69.24%的股权,初步预计规模在300吨,收购完成后公司黄金权益总储量估计在600吨左右。

图 7: 公司资源扩张过程示意图



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

在不断展开外延式扩张，加大资源收购力度的同时，公司近年来对内部挖潜工作的重视程度也在不断增强，深度挖潜和外围探矿的投入量逐年增大。主要矿区三山岛金矿、莱州金矿等均位于黄金富集矿带上，公司通过矿山技改等方式，加大对现有矿山的勘探力度；同时通过在同一区位不同矿区之间进行重点探矿的方式，打通相邻矿山，扩大探矿空间。2007年公司实现三山岛金矿的直属矿区与新立矿区在地下330米的顺利贯通；2008年针对矿山较为集中的莱州地区进行整合，大幅提升资源保有储量。

表 1：公司主要资源基本情况

| 矿山名称 | 权益比例 | 位置 | 矿石量 (万吨) | 品位 (克/吨) | 金属量 (吨) | 备注 |
|---------------------------|--------|----|-------------|-------------|------------|------------------|
| 新城金矿 | 100% | 莱州 | 664.82 | 4.29 | 40.39 | |
| 焦家金矿 | 100% | 莱州 | 621.25 | 3.45 | 28.19 | |
| 金洲金矿 | 51% | 乳山 | 182.00 | 5.02 | 11.40 | |
| 金仓金矿 | 100% | 莱州 | 1415.90 | 4.10 | 58.04 | |
| 玲珑金矿 | 100% | 招远 | 107.06 | 7.17 | 6.86 | |
| 三山岛金矿 | 100% | 莱州 | 337.65 | 3.22 | 11.49 | |
| 沂南金矿 | 100% | 临沂 | 30.01 | 1.90 | 0.57 | |
| 鑫汇金矿 | 100% | 青岛 | 178.97 | 4.53 | 8.11 | |
| 柴胡栏子金矿 | 73.50% | 赤峰 | 161.89 | 5.44 | 8.82 | |
| 2008年内部探矿新增 | | | | | 26.00 | |
| 新立村金矿 | 100% | 莱州 | 1118.59 | 2.96 | 33.16 | |
| 三山岛金矿外围探矿权 | 100% | 莱州 | 375.58 | 2.97 | 11.17 | |
| 2009年内部探矿新增 | | | | | 28-30 | |
| 山后金矿 | 100% | 莱西 | 164.10 | 4.62 | 7.58 | |
| 莱西北泊、围子山探矿权 | 48% | 莱西 | 187.70 | 3.60 | 6.75 | 子公司鑫莱公司持有48%权益比例 |
| 腾家金矿 | 75% | 莱州 | 2143.45 | 3.33 | 71.40 | |
| 2010年内部探矿新增 | | | 1111.00 | | 30.00 | |
| 腾家金矿新增储量 | 75% | 莱州 | 70.78 | 4.30 | 3.04 | |
| 玲珑金矿灵山矿区探矿权 | 100% | 招远 | 25.48 | 9.36 | 2.38 | |
| 权益储量合计 | | | | | 364.31 | |
| 2011年度非公开发行股票拟收购资产 | | | | | | |
| 新立探矿权 | 100% | 莱州 | | | 112.46 | |
| 寺庄探矿权 | 100% | 莱州 | | | 23.21 | |
| 东风探矿权 | 100% | 招远 | | | 158.45 | |
| 归来庄公司 | 69.24% | 临沂 | | | 20.00 | |
| 权益储量合计 | | | | | 307.97 | |

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

注：以上资源储量皆以购入资产之时公司公告为基准，考虑到近年来开采过程对资源的消耗量，我们估算目前公司金矿资源权益金属量约为287吨。

（三）产能快速增长进行时

公司现有采选业务主要由下属各个矿山直接完成，近年来公司通过技术改进、更新设

备等方式提升矿山企业采选冶炼能力；同时公司还通过调整生产布局、优化工艺流程的方式提升管理效率，加大矿产的实际出产能力。重点建设项目沂南 1300 吨/日扩建项目、焦家金矿 6000 吨/日改扩建项目、三山岛金矿 8000 吨/日扩建工程均已陆续投产，东风矿区 2000 吨/日采选工程亦在逐步推进过程之中。2010 年公司黄金产量 19.41 吨，同比增长 9.86%；根据集团和公司制定的“争黄金行业第一”和“三年实现产量翻番”的发展战略和发展规划，我们有充足理由相信公司未来两年的黄金产量仍将大幅提升。

通过提升矿山采选能力，公司现有矿山 2011 年矿产金产量同比增幅约在 10% 左右；通过收购归来庄金矿部分权益，外延式增加矿产金产量约在 3 吨左右，综合来看 2011 年公司矿产金产量同比增幅在 15% 以上，预计 2011-2013 年矿产金为 22.5 吨、27 吨和 31 吨。

表 2：公司近年重点产能规划

| 矿区名称 | 产能规划 |
|-------|---|
| 新城金矿 | 新城金矿现有采选规模 5000 吨/天，主要处理新城金矿和腾家金矿开采原矿。2011 年初公司正式启动新城金矿深部及腾家金矿建设项目，两个矿区采用分区开采，井下集中运输、集中提升、集中选矿的方式，腾家矿区的原矿通过井下-1100 米水平运输巷集中运输到新城金矿，通过新城矿区新施工的双箕斗井提升到地表进入选矿流程。项目建设施工期预计为 5 年，至“十二五”末期生产规模将提升至 10000 吨/日。 |
| 焦家金矿 | 焦家金矿采选 6000 吨/天新选厂建设项目已建设完成，主要支持焦家、望儿山、寺庄三矿区资源开采，选矿系统预留发展到 8000 吨/天产能的余地，预计 2012 年底全面建成投产。 |
| 三山岛金矿 | 三山岛金矿现有采选规模 2500 吨/天，8000 吨/天扩建项目完成后日产精金矿将达到 300 吨以上，预计 2014 年建成投产。 |
| 东风金矿 | 东风金矿采选 2000 吨/天，项目建成投产后，年产金精矿 27.98 万吨，运至新建的焦家 1000t/d 金精矿氰化厂，预计 2013 年建成投产。 |

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

三、大股东资源储备实力雄厚

大股东山东黄金集团成立于 1996 年，是直属山东省政府的国有大型企业，也是国家重点扶持的 520 户企业和中国 500 强企业之一。在紫金矿业、中国黄金、山东招金、山东黄金、灵宝黄金为首的由大中型企业主导的行业格局中，山东黄金集团在黄金储量方面于五大产金企业中排名第三，仅次于中国黄金和紫金矿业。近年来集团在省政府的大力支持下对莱州市黄金资源进行区域整合，黄金资源储量成倍增长，又先后收购了山东栖霞西林金矿、招远市玲珑金矿等资源，形成以山东为主体，以海南、内蒙、河南、青海为辅的南北中西布局体系。

公司作为山东黄金集团下唯一一家上市公司，自 2003 年上市以来，已陆续通过增发、收购等多种方式完成多项集团资产的注入。公司在资源扩张方面路径非常明确，未来有望进一步获得母公司资产的注入。按照集团与公司的发展战略规划，一般前期由集团出面进行黄金矿产资源的收购、探矿和整顿，待成熟后再选择合适的时机和方式注入上市公司，从而保证第一时间为上市公司创造效益。

山东黄金集团在国内市场中的并购活动纵横捭阖，接连斩获。2008 年集团收购了海南抱伦金矿，通过债券融资方式收购了河南嵩县九仗沟金矿 70% 股权、山东蓬莱市河西金矿 51% 股权、山东莱州鲁地金矿 40% 股权并增资扩股、山东昌邑市升达矿业 100% 股权并增资扩股；2010 年 1 月，青海山金矿业公司在西宁举行揭牌仪式，其拥有青海沟里地

区 820 平方公里的勘查开发权，是我国金成矿带之一，有“金腰带”之称，进而正式开启向西部扩张的步伐。目前来看集团 08 年整合的很多矿产资源尚未注入公司，这些矿产资源的金属量随着这几年的不断探矿和挖潜，储量存在巨大的提升空间。随着这些矿山采选线建成或技改的完成，生产逐渐进入稳定阶段，后期集团矿产资源继续注入的预期依然强烈，公司未来黄金储量和产量仍存在跨越式增长的潜力。

表 3：集团主要资源汇总

| 矿山名称 | 地理位置 | 权益比例 | 品位 (g/t) | 已探明金属量 (吨) | 备注 |
|---------------|------|------|----------|------------|--|
| 海南抱伦金矿 | 山东 | 63% | 4.45 | 80 | |
| 蓬莱河西金矿 | 山东 | 51% | | | 采矿区三处，探矿区七处，总面积达 55 平方公里，预期远景储量 50 多吨。 |
| 嵩县石盘沟金矿 | 河南 | 70% | 4.99 | | 毗邻祈雨沟金矿，拥有良好的探矿前景 |
| 嵩县九仗沟金矿 | 河南 | 70% | | 9.88 | |
| 栖霞西林金矿 | 山东 | 51% | 1.59 | 20.96 | |
| 山东昌邑市升达矿业有限公司 | 山东 | 100% | | | “山东省莱州市寺庄矿区金矿普查”探矿权；“山东省莱州市南吕-欣木地区金矿普查”探矿权 |
| 果洛龙洼金矿 | 青海 | | | 30.2 | 外围具有较大的探矿前景 |
| 贵州贞丰 | 贵州 | | 2.15 | 0.69 | |

资料来源：宏源证券研究所

四、国际金价高位运行提升公司业绩

（一）全球经济环境支撑国际金价高位

黄金作为一种避险和保值最优选择的贵金属，在市场风险上升或通货膨胀预期升温时，都将不可避免推高其市场价格。从历史上看，上世纪 70 年代末布雷顿森林体系的崩溃、本世纪初开始显现的美元危机，以及 2007 年国际金融危机的爆发是三次推动国际金价在较长一段时间内保持上升趋势的直接动因。最近一次国际金价的大幅上涨由 2000 年下半年启动，并不断突破整数关口，刷新历史记录。2011 年 9 月 6 日盘中达到 1920.3 美元/盎司的历史高位，直逼 2000 美元/盎司的新阶。尽管黄金相对于投资属性，保值更为明显，且不具有其他大宗商品所具备的明显商品属性，但我们认为目前高位的国际金价并不意味着其已出现泡沫，在当前国内外宏观经济环境的大背景下，未来金价维持高位的支撑力依然充足，且存在继续上冲的动力。

1、经济复苏进程遇阻

2008 年全球性金融危机爆发后，以美欧为首的主要发达经济体复苏进程始终差强人意，而先期复苏的发展中国家由于所面临的通胀问题逐渐加重，在经济调整过程中，增速也出现了明显放缓的迹象。经济合作与发展组织（OECD）公布，7 月份综合领先指标降至 101.6，低于 6 月份的 102.1，OECD 地区及七国集团（G7）7 月份指标降至 102.0，低于 6 月份的 102.5，金砖国家分项指标也下降；相比于上月评估，加拿大、法国、德国、意大利、英国、巴西、中国和印度的领先指标均更强烈显示经济活动放缓，而美国和俄罗

斯的领先指标现在也更加明确的显示经济活动放缓，日本领先指标虽持稳在 104.0，但指标持续显示经济活动将出现转变；另外，OECD 下调了对发达国家的经济增长预期，并称前景大幅恶化。

对经济前景的担忧使得市场投资信心匮乏，而避险情绪的加重则将进一步凸显黄金的保值属性。在全球经济短期难以看到走出困境征兆的背景下，在可以看到的时间内黄金仍将是市场追逐的重要避险工具之一。

2、货币体系动荡加剧

随着布雷顿森林体系的瓦解，国际货币体系由于黄金的间接挂钩逐渐转变为目前的由美元、欧元、英镑以及日元共同组成的多元化货币体系，其中美元和欧元占据了各国国际储备的主导性地位。这一体系的稳定基础在于非国际货币国家对主要国际货币具有长期而坚定的信任，一旦主要国际货币国家经济、政治或货币政策发生明显变化，各国必将对其所持有的金融资产进行配置调整，特别是在整个国际货币体系的根基发生动摇时（如布雷顿森林体系瓦解，美元危机），以黄金为代表的避险工具必将成为资产调配过程中的首要选择。

欧洲方面，欧债危机形势始终没有好转，并且呈现愈演愈烈的迹象。2009 年底，全球三大评级机构标准普尔、穆迪和惠誉相继下调希腊主权信用评级，标志着希腊率先爆发债务危机；2011 年 7 月 5 日国际评级机构穆迪投资者服务公司将葡萄牙政府长期债券的评级连降 4 级，调至垃圾级；2011 年 7 月 13 日穆迪投资者服务机构将爱尔兰的外币和本币政府债券评级下调，从“Baa3”下调至“Ba1”的垃圾级评级，评级前景则仍为“负面”（Negative），这使得爱尔兰继葡萄牙和希腊以后成为第三个评级被下调至“垃圾级”的欧元区国家；尽管西班牙和意大利的国家债务评级还维持在投资级以上，但这两个国家实际面临的问题都很大，潜在债务危机可能随时发生。

美国方面，7 月 15 日穆迪表示，美国政府一旦违约，无论时间多长，AAA 的国债评级都将不再合适，很有可能将美国国债 AAA 评级调降至 AA 水平；8 月 5 日标准普尔将美国主权信用评级下调至“AA+”，并指出美国的信用可信度有所下降。

欧美经济体系的动荡使得市场对美元、欧元为主导的国际货币体系信心产生怀疑，转而投向风险相对较低的避险货币，如瑞郎、日元等金融品种，但由于各国央行担心避险资金推高的汇率会对国内经济构成严重威胁，纷纷主动干预汇市并制定汇率目标。与之相对，黄金价格受政府主动调控的影响因素较弱，并且不受国内经济预期的影响。

由于市场短期的混乱，加上美国国债这种具有“避险”含义的资产似乎都已经并不安全，前期对风险资产的“条件反射式”抛售导致国际金价的爆发式上涨，尽管短期市场价格会出现一定回调，但我们认为从长期看，在欧美等国经济基本面不发生根本性逆转的情况下，市场对以其为代表金融资产配置的调整才刚刚展开，以各国央行为代表的对黄金资产的增持将推动国际金价的长期上涨。

3、通胀压力加大或成常态

2008 年的全球性金融危机爆发之后，为了避免再现 20 世纪 30 年代“大萧条”的景象，及时稳定市场、恢复投资者信心，各国政府相继实施力度空前的经济刺激计划，通过各种方式向市场注入流动性，并纷纷实行扩张性货币政策，大幅降低利率。从 2007 年 9 月起，美联储先后 10 次降息，将美元基准利率由 5.25% 降低到 0-0.25% 的目标区间；欧洲中央银行先后 7 次降低欧元基准利率至 1.00%；英格兰银行 9 次降低英镑基准利率至 0.5%；

日本银行业大幅降低日元基准利率至 0.01%。扩张性的财政政策和货币政策刺激了各国经济较快发展，同时也引起整个世界对通货膨胀的担忧，从目前情况看，不单单是发展中国家自去年下半年开始面临不同程度通胀问题的困扰，美欧经济体通货膨胀率也陆续抬头。欧盟统计局数据显示 8 月份欧元区通胀率为 2.5%，与 7 月份持平，虽然较年内最高的 2.8% 有所回调，但仍然远高于欧洲央行为维持物价稳定所设立的 2% 的警戒线；美国劳工部数据显示 8 月份美国消费者物价指数环比上升 0.4%，同比上升 3.8%，超出此前市场预期中值 3.6%。

与刺激性财政政策相比，扩张性货币政策在实际推行过程中难度上更低，效果实现时间更短，作用目标更明确。受制于目前通胀问题的压力，各国政府不得不采取相对谨慎的货币政策，对向市场流动性的注入采取保守态度，但一旦通胀压力有所缓和，在全球经济疲软的背景下，政府短期内重拾扩张性货币政策的冲动非常大，市场流动性增强必将推动通胀率回归高位。从这一角度来看，即使本次美联储不推出 QE3 政策，全球通胀率保持在相对较高水平在大概率上将成一种经济常态，黄金价格受此影响也将长期保持在相对高位。

（二）金价上涨直接提升公司业绩

综上所述，我们认为在全球经济复苏进程遇阻、货币体系动荡加剧、通胀压力或将成为常态三重因素的共同作用下，未来国际金价维持高位的支撑力依然十足，尽管受各国政策变化与市场投资心理预期波动的影响，短期内可能会出现一定幅度调整，但长期来看其依然存在继续上冲的动力。

公司作为纯黄金开采冶炼上市公司，其经营业绩正是与国际黄金价格走势直接相关。业绩敏感性分析显示，国际黄金价格每上涨 50 美元/盎司，2011-2013 年公司业绩将增加 0.10-0.14 元。与国内其他黄金类上市公司相比，公司 EPS 对国际金价变动最为敏感，即黄金价格上涨对山东黄金所形成正面业绩推动作用最为明显。

表 4：公司 2011 年-2013 年 EPS 与黄金价格敏感性分析

| 时间\国际金价 | 1500 | 1550 | 1600 | 1650 | 1700 | 国际金价每上涨 50 美元/盎司 EPS 变化幅度 |
|---------|------|------|------|------|------|---------------------------|
| 2011E | 1.56 | 1.67 | 1.77 | 1.87 | 1.98 | 0.10 |
| 2012E | 1.85 | 1.97 | 2.09 | 2.22 | 2.34 | 0.12 |
| 2013E | 2.20 | 2.35 | 2.49 | 2.63 | 2.77 | 0.14 |

数据来源：宏源证券研究所

表 5：国内黄金类上市公司 2011 年 EPS 敏感性分析

| 证券代码 | 公司名称 | 矿产金产量（吨） | 国际金价每上涨 50 美元/盎司 EPS 变化幅度 |
|--------|------|----------|---------------------------|
| 002155 | 辰州矿业 | 2.5 | 0.03 |
| 600489 | 中金黄金 | 21 | 0.05 |
| 600547 | 山东黄金 | 22.5 | 0.10 |
| 601899 | 紫金矿业 | 29.5 | 0.008 |

数据来源：宏源证券研究所

表 6: 国内黄金类上市公司的吨储量市值

| 证券代码 | 公司名称 | 市值 (亿元) | 储量 (吨) | 吨储量市值 (亿元/吨) | 克金成本 (元/克) |
|--------|------|---------|--------|--------------|------------|
| 002237 | 恒邦股份 | 88.83 | 26 | 3.42 | 100 |
| 600331 | 荣华实业 | 77.08 | 66 | 1.17 | 120 |
| 600489 | 中金黄金 | 446.00 | 569.47 | 0.78 | 135 |
| 600547 | 山东黄金 | 565.39 | 600 | 0.94 | 130 |
| 601899 | 紫金矿业 | 1025.16 | 750.17 | 1.37 | 90 |

资料来源: 宏源证券研究所

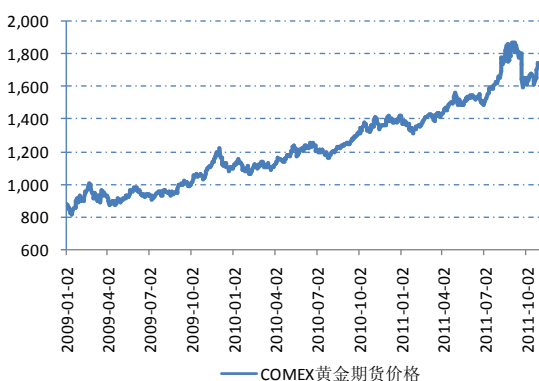
五、投资建议

(一) 盈利预测

我们认为随着公司旗下矿山开扩建工程的逐步投产,公司自产金矿数量及比例也将进行加速释放期。预计 2011 年-2013 年公司自产金矿数量分别为 22.5 吨、27 吨和 31 吨,分别增长 16%、20%和 15%,盈利能力也将随着得到明显提升。

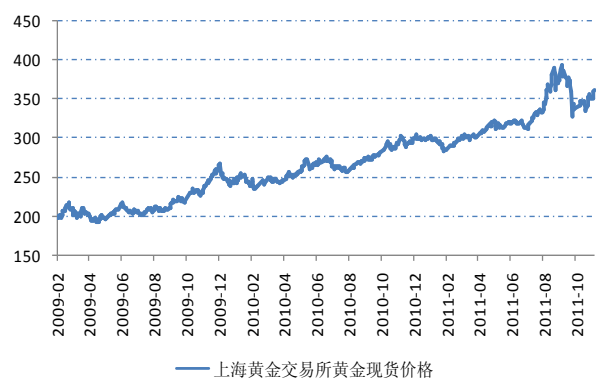
鉴于目前全球经济环境仍然处于剧烈波动之中,欧债危机亦未得到有效控制与解决,我们继续看好黄金未来价格走势,预计 2011-2013 年国际黄金年均价格分别为 1580 美元/盎司、1600 美元/盎司和 1650 美元/盎司,公司三年 EPS 分别为 1.73 元、2.09 元和 2.63 元,对应动态市盈率分别为 23 倍、19 倍和 15 倍,估值水平较为合理。考虑公司业绩对国际金价的高度敏感性,与未来集团黄金矿产资源仍存在不断注入的预期,我们维持公司“增持”评级。

图 8: COMEX 黄金期货价格走势



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 9: 上海黄金现货价格走势



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

表 7: 公司主要产品产量及价格假设

| 产品 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|
| 国际黄金价格 (美元/盎司) | 1580 | 1600 | 1650 |
| 矿产金 (吨) | 22.5 | 27 | 31 |

冶炼金（吨） 89 86 85

数据来源：宏源证券研究所

表 8：国内主要黄金类上市公司估值水平

| 证券代码 | 公司名称 | 股价 | EPS | | PE | |
|--------|------|-------|------|------|------|------|
| | | | 2011 | 2012 | 2011 | 2012 |
| 002155 | 辰州矿业 | 28.60 | 1.17 | 1.60 | 24 | 18 |
| 002237 | 恒邦股份 | 39.84 | 1.27 | 1.55 | 31 | 26 |
| 600311 | 荣华实业 | 11.69 | 0.06 | 0.12 | 195 | 97 |
| 600489 | 中金黄金 | 22.91 | 1.05 | 1.30 | 22 | 17 |
| 600547 | 山东黄金 | 40.08 | 1.73 | 2.09 | 23 | 19 |
| 601899 | 紫金矿业 | 4.76 | 0.31 | 0.40 | 15 | 12 |

数据来源：Wind、宏源证券研究所

（二）风险提示

- 1、改扩建项目进度放缓，产能扩张速度低于预期；
- 2、集团资产注入低于预期；
- 3、国际金融市场恢复稳定秩序，欧债危机得到妥善解决；
- 4、全球流动性收缩力度大于预期，通货膨胀率下行速度过快。

附表：盈利预测

| 单位:百万元 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 31514.70 | 36476.11 | 37318.50 | 39383.35 |
| 增长率 (%) | 34.91% | 15.74% | 2.31% | 5.53% |
| 归属母公司股东净利润 | 1223.04 | 2461.03 | 2977.26 | 3740.42 |
| 增长率 (%) | 63.99% | 101.22% | 20.98% | 25.63% |
| 每股收益 (EPS) | 0.86 | 1.73 | 2.09 | 2.63 |
| 每股经营现金流 | 1.38 | 2.02 | 2.96 | 2.98 |
| 销售毛利率 | 9.61% | 13.20% | 15.48% | 17.44% |
| 销售净利率 | 4.11% | 7.14% | 8.49% | 10.10% |
| 净资产收益率 (ROE) | 31.46% | 41.16% | 34.98% | 32.00% |
| 投入资本回报率 (ROIC) | 26.50% | 36.46% | 34.70% | 42.92% |
| 市盈率 (P/E) | 47 | 23 | 19 | 15 |
| 市净率 (P/B) | 15 | 10 | 7 | 5 |

| 利润表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 31514.70 | 36476.11 | 37318.50 | 39383.35 |
| 减: 营业成本 | 28485.66 | 31661.96 | 31542.47 | 32513.33 |
| 营业税金及附加 | 3.73 | 4.32 | 4.42 | 4.67 |
| 营业费用 | 22.25 | 25.53 | 37.32 | 39.38 |
| 管理费用 | 1103.40 | 1094.28 | 1306.15 | 1378.42 |
| 财务费用 | 109.90 | 198.93 | 111.29 | 23.35 |
| 资产减值损失 | -6.01 | 18.24 | 93.30 | 118.15 |
| 加: 投资收益 | -0.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | -4.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1790.77 | 3472.85 | 4223.56 | 5306.06 |
| 加: 其他非经营损益 | -2.66 | -0.50 | -0.50 | -0.50 |
| 利润总额 | 1788.11 | 3472.35 | 4223.06 | 5305.56 |
| 减: 所得税 | 491.36 | 868.09 | 1055.76 | 1326.39 |
| 净利润 | 1296.75 | 2604.26 | 3167.29 | 3979.17 |
| 减: 少数股东损益 | 73.70 | 143.23 | 190.04 | 238.75 |
| 归属母公司股东净利润 | 1223.04 | 2461.03 | 2977.26 | 3740.42 |

| 资产负债表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | -36.47 | 1094.28 | 1443.87 | 4098.18 |
| 应收和预付款项 | 720.84 | 638.60 | 724.75 | 689.01 |
| 存货 | 253.67 | 475.44 | 250.92 | 497.80 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 投资性房地产 | 48.39 | 46.66 | 44.94 | 43.22 |
| 固定资产和在建工程 | 4409.69 | 4783.54 | 5150.60 | 5571.31 |
| 无形资产和开发支出 | 3259.10 | 3196.79 | 3134.49 | 3072.18 |
| 其他非流动资产 | 44.27 | 43.08 | 43.08 | 43.08 |
| 资产总计 | 8701.48 | 10280.41 | 10794.65 | 14016.78 |
| 短期借款 | 1590.00 | 2085.13 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 875.68 | 650.54 | 873.04 | 677.06 |
| 长期借款 | 1270.00 | 343.83 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 379.44 | 379.44 | 379.44 | 379.44 |
| 负债合计 | 4115.13 | 3458.94 | 1252.48 | 1056.50 |
| 股本 | 1423.07 | 1423.07 | 1423.07 | 1423.07 |
| 资本公积 | -2.72 | -2.72 | -2.72 | -2.72 |
| 留存收益 | 2467.51 | 4559.38 | 7090.05 | 10269.41 |
| 归属母公司股东权益 | 3887.86 | 5979.74 | 8510.40 | 11689.76 |
| 少数股东权益 | 698.50 | 841.73 | 1031.77 | 1270.52 |
| 股东权益合计 | 4586.36 | 6821.47 | 9542.17 | 12960.28 |
| 负债和股东权益合计 | 8701.48 | 10280.41 | 10794.65 | 14016.78 |

| 现金流量表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|----------|---------|----------|----------|
| 经营性现金净流量 | 1969.26 | 2879.44 | 4207.18 | 4246.63 |
| 投资性现金净流量 | -2418.78 | -822.51 | -945.38 | -1086.68 |
| 筹资性现金净流量 | 866.20 | -926.17 | -2912.20 | -505.64 |
| 现金流量净额 | 416.68 | 1130.76 | 349.59 | 2654.31 |

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，3 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、中金岭南、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、新华锦等。

机构销售团队

| | 郭振举 | 牟晚凤 | 孙利群 | |
|------|---|---|--|--|
| 华北区域 | 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | |
| 华东区域 | 张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com | 赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com |
| 华南区域 | 崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com | 贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com |
| 重点机构 | 曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com | | | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。