

金价中线反弹 带来买入良机

——山东黄金（600547）事件点评报告

2012 年 6 月 4 日

强烈推荐/维持

山东黄金

事件点评

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号：S1480510120003
	linyang@dxzq.net.cn	010-6655 4024	
李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-6655 4028	

事件：

- 1) 近期 COMEX 黄金价格大幅反弹至 1620 美元/盎司；
- 2) 公司发布公告,公司控股股东山东黄金集团有限公司 6 月 1 日以 37.58 亿元的价格分别与山东盛大矿业股份有限公司、山东天承矿业有限公司股东签署了受让其各 98.5% 股权的《股权转让协议》。

观点：

1. 山东黄金集团 37.58 亿收购 105 吨特大型单体金矿

公司控股股东山东黄金集团通过此次收购的盛大矿业（采矿权 3 个、探矿权 3 个）和天承矿业（采矿权 2 个、探矿权 2 个）拥有的黄金资源位于该区域山东黄金集团所属的核心矿山焦家金矿和新城金矿矿床深部和周边，黄金储量在 105 吨以上，平均品位 3.60 克/吨，属于国内最大的单体金矿之一。其中，盛大矿业拥有的大湍河铁矿 II 矿区采矿权，矿山保有铁资源量为 4493.90 万吨，平均品位 28.97%。马塘矿区采矿权和马塘二矿区采矿权，金金属量 3.27 吨,平均品位 3.16 克/吨。盛大矿业通过莱州鑫源矿业公司持有的 55% 股权的冬季-南吕地区金矿普查探矿权，金金属量 105.2 吨,平均品位 3.60 克/吨。天承矿业拥有采矿权 2 个，其中红布金矿采矿权，金金属量 1.98 吨,平均品位 3.22 克/吨；东季金矿采矿权，金金属量 2.98 吨，均品位 3.44 克/吨。

通过此次收购，公司大股东山东黄金集团的黄金储量增加 130 吨，为回避同业竞争，山东黄金集团拟与上市公司签署《关于股权转让框架协议的议案》。根据约定，标的股权登记至山东黄金集团名下之日起的一年之内，将标的股权中的黄金资源转让给上市公司山东黄金。

表 1：公司各主要金矿及黄金权益储量表

矿山	资源储量	平均品位	权益储量	
盛大矿业	大湍河铁矿 II 矿区采矿权	铁资源：4493.90 万吨	28.97%	4426.49 万吨
	马塘矿区、马塘二矿采矿权	黄金：3.27 吨	3.16 克/吨	3.22 吨
	太平庄地区铁矿普查探矿权	铁矿石：105.90 万吨	28.95%	104.31 万吨
	大湍河铁矿深部及外围普查探矿权			
	冬季-南吕地区金矿普查探矿权	黄金：105.2 吨	3.60 克/吨	56.99 吨
天承矿业	红布金矿采矿权	黄金：1.98 吨	3.22 克/吨	1.95 吨
	东季金矿采矿权	黄金：2.98 吨	3.44 克/吨	2.93 吨
	红布矿区深部及外围探矿权	黄金：17.1 吨	2.97 克/吨	16.84 吨
	马塘二矿区深部及外围普查探矿权			

资料来源：公司公告，东兴证券

2. 公司资源储量大增，自产金将保持 15%以上的增速

目前公司黄金权益储量约 400 吨，如果大股东顺利将此次收购的黄金资源转让给山东黄金，预计将增加公司黄金权益储量 81.8 吨以上，对公司盈利水平和经营成果都将带来积极影响。公司近年黄金储量保持较快增长。2010 年收购莱鑫矿业剩余 49% 股权，增加权益储量近 10 吨；收购金石矿业 75% 的股权（拥有莱州市曲家地区金矿探矿权），黄金权益储量增加 53.5 吨；2011 年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；目前公司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，根据公司规划到 2015 年底公司黄金储量将增长至 1200 吨。

预计公司 2012 年矿产金产量的主要增长点在三山岛、焦家金矿和新立村金矿。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，其井下工程预计将在 2012 年下半年完成。2011 年三山岛实现矿产金产量约 6 吨左右，公司将继续扩大三山岛金矿产能，计划 2015 年前达到 20000 吨/日的矿石处理规模。新立村金矿矿石处理能力未来将达到 4000 吨/日。预计公司 2012、2013 年自产金产量将到达 25.0 吨以上。

3. 全球定量宽松，黄金价格长期看好

2012 年黄金价格仍可看好。目前，由于欧洲危机的影响，欧元对美元大幅下挫，美元指数大幅上涨，导致黄金价格在今年二季度大幅下降，但是短期内美元的上涨并非美国经济的强势复苏，而是欧元大幅下挫导致美元的被动上涨。目前，全球经济复苏的不确定性仍较大，流动性将继续宽松，国内随着通胀回落，流动性有所改善；美联储宣布把超低利率至少延续到 2014 年下半年；欧央行启动三年期再融资计划，这些都对黄金价格形成支撑，黄金价格仍然会保持上涨趋势。

图 1：2008—2012 年金价格变化（单位：美元/盎司）



资料来源：COMEX、东兴证券

4. 公司业绩预测与敏感性分析

综上所述,我们假设公司 2012—2013 年黄金和白银以及其他副产品的产量稳步增长，自产金矿分别为：25 万吨、28.7 万吨；2012—2013 年金价假设分别为 355 元/克、366 元/克，并在此基础上测算公司 2012 年~2013 年的 EPS 分别为：1.96 元和 2.43 元。

表 2：产量假设

	2011A	2012E	2013E
外购金（吨）	100	115	130
自产金（吨）	22.5	25.0	28.7
白银（吨）	16.0	18.0	20.0

表 3：价格假设

	2011A	2012E	2013E
黄金（元/克）	355	355	366
白银（元/克）	7.11	7.11	7.11
硫精矿（元/吨）	530	530	530

表 4：盈利预测

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	39,414.81	50,115.70	58,594.14	67,706.76
(+/-)%	25.07%	27.15%	16.92%	15.55%
经营利润（EBIT）	3,572.88	4,894.37	5,874.33	6,935.51
(+/-)%	49.60%	36.99%	20.02%	18.06%
净利润	1,902.44	2,787.30	3,467.21	4,258.70
(+/-)%	55.55%	46.51%	24.39%	22.83%
每股净收益（元）	1.340	1.959	2.436	2.993

资料来源：东兴证券

表 5：2012 年公司每股收益敏感性分析表

敏感性测试		金价（基准价：1600 美元/盎司）							
矿产金（基准：25 吨）	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-20%	0.89	1.03	1.17	1.31	1.45	1.58	1.72	1.86	2.00
-15%	0.97	1.12	1.27	1.42	1.57	1.72	1.87	2.02	2.18
-10%	1.06	1.22	1.38	1.54	1.70	1.86	2.03	2.19	2.35
-5%	1.14	1.31	1.49	1.66	1.83	2.00	2.18	2.35	2.52
0%	1.22	1.41	1.59	1.77	1.96	2.14	2.33	2.51	2.69
5%	1.30	1.50	1.69	1.89	2.09	2.28	2.48	2.67	2.87
10%	1.39	1.59	1.80	2.01	2.21	2.42	2.63	2.83	3.04
15%	1.47	1.69	1.90	2.12	2.34	2.56	2.78	2.99	3.21
20%	1.55	1.78	2.01	2.24	2.47	2.70	2.93	3.16	3.38

资料来源：东兴证券

结论：

我们认为在当前全球定量宽松的货币环境下，黄金价格将继续保持上涨的趋势，公司黄金储量在未来两年有望保持较快增长，主要金矿产量稳步增长，预计公司 2012 和 2013 年 EPS 分别为 1.96、2.43 元，对应 PE 分别为 18.5、15.0 倍，鉴于对金价和公司黄金储量增长的良好预期，给予公司 23 倍 PE，目标价 45 元，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示:

- 1) 金价大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 公司自产金产量低于预期

东兴证券

润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	39,414.81	50,115.70	27.15%	58,594.14	16.92%	67,706.76	15.55%
营业成本	34,994.79	44,222.08	26.37%	51,510.75	16.48%	59,220.35	14.97%
营业费用	25.21	30.07	19.28%	35.16	16.92%	40.62	15.55%
管理费用	1,489.44	1,904.40	27.86%	2,226.58	16.92%	2,572.86	15.55%
财务费用	181.76	95.41	-47.51%	38.77	-59.36%	20.93	-46.03%
投资收益	2.60	2.00	-23.00%	2.00	0.00%	2.00	0.00%
营业利润	2,718.00	3,858.73	41.97%	4,777.02	23.80%	5,845.24	22.36%
利润总额	2,692.38	3,833.73	42.39%	4,752.02	23.95%	5,820.24	22.48%
所得税	709.69	958.43	35.05%	1,188.00	23.95%	1,455.06	22.48%
净利润	1,982.69	2,875.30	45.02%	3,564.01	23.95%	4,365.18	22.48%
归属母公司所有者的净利润	1,902.44	2,787.30	46.51%	3,467.21	24.39%	4,258.70	22.83%
NOPLAT	2,135.41	2,965.61	38.88%	3,611.84	21.79%	4,399.62	21.81%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	816.65	1,388.95	70.08%	2,031.47	46.26%	3,173.50	56.22%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	8.55	34.33	301.41%	40.13	16.92%	46.37	15.55%
预付款项	1,537.01	4,190.33	172.63%	7,280.98	73.76%	10,834.20	48.80%
存货	874.77	393.76	-54.99%	458.66	16.48%	527.30	14.97%
流动资产合计	3,332.63	6,133.13	84.03%	9,958.28	62.37%	14,751.29	48.13%
非流动资产	9,327.96	8,977.97	-3.75%	8,219.43	-8.45%	7,150.09	-13.01%
资产总计	12,660.59	15,111.10	19.36%	18,177.71	20.29%	21,901.37	20.48%
短期借款	1,483.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	807.25	1,008.02	24.87%	1,174.16	16.48%	1,349.90	14.97%
预收款项	52.67	77.72	47.58%	107.02	37.69%	140.87	31.63%
流动负债合计	4,683.96	4,991.38	6.56%	5,187.42	3.93%	5,397.64	4.05%
非流动负债	1,579.45	1,594.99	0.98%	1,594.99	0.00%	1,594.99	0.00%
少数股东权益	726.57	814.57	12.11%	911.37	11.88%	1,017.85	11.68%
母公司股东权益	5,670.60	7,710.16	35.97%	10,483.93	35.98%	13,890.89	32.50%
净营运资本	(1,351.33)	1,141.75	N/A	4,770.86	317.86%	9,353.65	96.06%
投入资本 IC	8,778.91	8,423.29	-4.05%	10,651.33	26.45%	13,024.74	22.28%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	1,982.69	2,875.30	45.02%	3,564.01	23.95%	4,365.18	22.48%
折旧摊销	673.12	0.00	N/A	1,058.54	N/A	1,069.34	1.02%
净营运资金增加	19.31	2,493.08	12812.35%	3,629.12	45.57%	4,582.78	26.28%

经营活动产生现金流	2,305.73	3,921.63	70.08%	1,674.74	-57.29%	2,014.70	20.30%
投资活动产生现金流	(2,094.98)	(597.89)	N/A	(300.00)	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	(210.76)	(2,751.45)	N/A	(732.21)	N/A	(872.67)	N/A
现金净增（减）	(0.01)	572.30	N/A	642.53	12.27%	1,142.03	77.74%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。