



Research and
Development Center

聚焦构筑核心竞争力

—— 山东黄金（600547.sh）深度报告

2012年10月22日

范海波 CFA
有色金属行业分析师

聚焦构筑核心竞争力

报价报告

2012年10月22日 目标价 54元

本期内容提要:

- ◆ **外延内生双驱动推进储量增长。**公司贯穿对外收购与对内增储的方式,目前权益金金属量约 350 吨。如果 2013 年公司非公开增发方案得以实施,并且集团将旗下盛大和天承矿业的黄金资源转让给上市公司的话,公司的权益资源储量有望翻倍至 720 吨。
 - ◆ **集约化生产降低成本。**公司矿田高度集中,主力矿山集中在莱州不足百平方公里的范围内。通过与中金黄金对比发现,公司克金成本并未出现过快速增长。
 - ◆ **大股东倾力支持打开未来空间。**当地政府提到平度、蓬莱和玲珑矿区的整合,未来集团有望获得更多省内并购机会。作为山黄集团黄金主业的唯一整合平台,股份公司未来储量增长空间较大。
 - ◆ **量价齐升带动盈利快速增长。**焦家、三山岛、新城三座金矿约占公司矿产金产量的 70%,三座矿山的技改正在稳步推进,我们预计未来三年矿产金产量增速在 10%以上。当前金价的驱动因素依然存在,我们对价格保持乐观,预计 12 和 13 年均价 340 元/克和 380 元/克,涨幅 3%和 12%。
 - ◆ **股价催化剂:**在建工程按期达产并贡献产能;资产注入进程加快。
 - ◆ **盈利预测、估值及评级:**预计公司 12-13 年 EPS 为 2.09、2.67 元,对应 PE19、15 倍。我们选取估值区间下限 54 元作为目标价,首次给予公司“买入”评级。
 - ◆ **风险因素:**矿产金产量不达预期;金价波动风险;生产成本增加;资产注入进程低于预期。
- 公司报告首页财务数据

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	31514.70	39414.81	47707.90	57775.41	69239.61
同比(%)	34.91%	25.07%	21.04%	21.10%	19.84%
净利润(百万元)	1223.05	1902.44	2974.12	3801.21	4313.18
同比(%)	63.99%	55.55%	56.33%	27.81%	13.47%
毛利率(%)	9.61%	11.21%	12.78%	13.18%	12.62%
ROE(%)	36.14%	39.81%	41.55%	36.05%	29.54%
每股收益(元)	1.15	1.34	2.09	2.67	3.03
P/E	46	30	19	15	13
P/B	14.5	10.0	6.5	4.5	3.4

资料来源:wind,信达证券研发中心预测

注:股价为2012年10月18日收盘价

证券研究报

告 公司

研究——投

价报告

公司研究

——报价报

告 山东

黄 金

(600547.sh

)

公司研究——

报价报告

山东黄

金

(600547.sh

)

目录

投资聚焦.....	1
产金大省的产金龙头.....	2
产业链完整，采选冶炼双轮发展.....	3
外延内生推动储量增长.....	4
冶炼业务确保优势.....	7
大股东助力储量增长.....	7
政府支持资源整合，省内资源扩张潜力不可小视.....	8
盛大和天承矿业股权落入囊中.....	8
非公开增发尚未实施.....	8
对黄金价格保持乐观.....	9
黄金供求缺口仍会存在.....	9
新兴国家央行储备持续增加.....	10
QE3 推出，未来流动性泛滥.....	11
盈利预测与估值.....	12
基本假设和盈利预测.....	12
相对估值与投资评级.....	13
风险因素.....	14

图目录

图 1: 公司组织架构图.....	2
图 2: 公司近 5 年黄金产量与自给率 (单位: 吨).....	3
图 3: 公司近 5 年的盈利表现 (单位: 亿元).....	3
图 4: 2004 年以来基金持股变动情况.....	3
图 5: 黄金生产业务模式.....	4
图 6: 近 5 年采选和冶炼业务毛利率.....	4
图 7: 上市以来公司对外扩张步伐.....	4
图 8: 山东黄金和中金黄金矿产金产量对比 (单位: 吨).....	7
图 9: 山东黄金和中金黄金克金成本对比 (单位: 元/克).....	7
图 10: 2012 年上半年黄金需求结构.....	10
图 11: 黄金需求变化图 (单位: 吨).....	10
图 12: 黄金供给结构变化 (单位: 吨).....	10
图 13: 全球黄金供需 (单位: 吨).....	10
图 14: 各主要货币三月期 LIBOR (%).....	12
图 15: 10 年期 TIPS 收益率与黄金价格 (单位: 美元/盎司, %).....	12

表目录

表 1: 2011 年末主要矿产金企业 (单位: 公斤).....	2
表 2: 截止 2011 年末上市公司每股权益黄金储量对比.....	5
表 3: 公司矿山权益储量.....	5
表 4: 中国前三大黄金集团 2011 年末数据对比.....	7
表 5: 盛大和天承矿业资源储量.....	8
表 6: 2011 年非公开增发方案拟购入资产.....	9
表 7: 央行黄金储备变动 (单位: 吨).....	11
表 8: 公司各分产品营业收入和毛利率 (单位: 百万元).....	12
表 9: 矿产金产量和黄金价格对 EPS 敏感性分析 (单位: 吨, 元/克).....	13
表 10: 山东黄金和中金黄金的敏感性分析.....	13
表 11: 同类公司估值比较.....	14

投资聚焦

推荐理由

山东黄金是省内黄金龙头，旗下矿山拥有多项之最。目前除拥有省内知名矿床的采矿权外，还取得了内蒙赤峰柴胡栏子金矿 73.52% 股权和甘肃西河县中宝矿业 70% 股权，公司保有黄金储量实现大幅增长。二季度以来，尽管金价低位运行，但是鉴于公司出色的业绩表现和行业地位，公司重获机构“宠爱”，二季度被基金增持 5955.3 万股，股东人数较一季度下降 2.73%，主要推荐理由如下：

- 1、**大股东倾力支持打开未来空间**。山东省矿产金产量约 100 吨，尚有 60 吨左右的产量分散于省内中小型矿企。2010 年山东省政府发布《关于深化矿产资源开发整合工作的通知》，重点提到平度、蓬莱和玲珑金矿区的资源整合，预计未来集团有望获得更多省内资源并购机会。山东黄金股份公司是山黄集团黄金主业的唯一整合平台，目前集团黄金储量 940 吨，预计股份公司未来储量增长空间较大。
- 2、**外延内生双驱动推进储量增长**。上市之初，公司只有新城金矿，权益金属量约 40 吨。近十年来公司贯穿对外收购与对内增储的方式，我们保守估计截止今年 6 月底，权益金属量约 350 吨。如果 2013 年公司非公开增发方案得以实施，并且集团将旗下盛大和天承矿业的黄金资源转让给上市公司，公司的权益资源储量有望翻倍至 720 吨。
- 3、**每股权益黄金储量位列首位**。公司目前权益储量低于紫金矿业和中金黄金，但公司的每股权益黄金储量位列同业上市公司首位，未来一年还有大幅增长的可能。
- 4、**集约化生产降低克金成本**。公司矿田高度集中，焦家金矿、玲珑金矿等均集中在莱州不足百平方公里的范围内，公司新收探矿权也均在现有矿山周边。通过对比公司和中金黄金克金成本发现，山东黄金的克金成本并未出现过快增长。在今年上半年矿产金产量增速较快的情况下，克金成本（不含三费摊销）仍维持在 130 元左右。而中金黄金由于矿山资源分布全国，克金成本增幅较大，目前接近 170 元。

上半年公司实现归属母公司净利润 14.06 亿元，每股收益 0.99 元，我们预计公司下半年业绩仍会保持快速增长，主要理由如下：

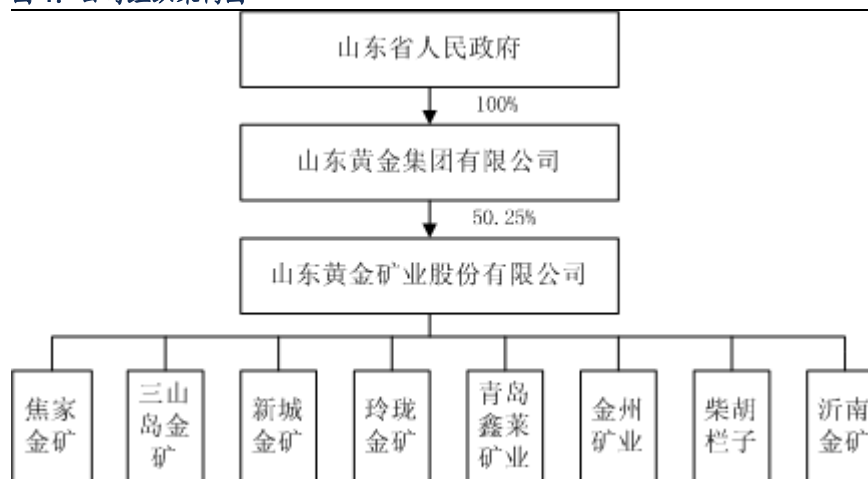
- 1、**主力矿山技改，未来矿产金产量保持 10% 以上增速**。预计 2012-2014 年矿产金产量为 27 吨、30 吨和 33 吨。
- 2、**对金价保持乐观**。黄金供需缺口存在、新兴国家央行黄金储备持续增加、各国央行的量化宽松政策，将对金价形成支撑，预计 12 年和 13 年黄金均价 340 元/克和 380 元/克。

我们选取行业平均 PE 作为估值参考，按公司 12 年和 13 年预测 EPS2.09 元和 2.67 元计算，合理估值区间为 54 元至 58 元。我们选取估值区间下限 54 元作为目标价，首次给予公司“买入”评级。

产金大省的产金龙头

公司是一家以黄金生产为主业的上市公司，集探矿、开采、冶炼于一体，主要产品是黄金和白银。公司现有矿山拥有多项之最，包括全国乃至亚洲累计产金最多的“玲珑金矿”，全国装备水平和机械程度最高的“三山岛金矿”，全国首座数字化矿山“焦家金矿”，“国家环境友好企业”中唯一的矿山企业“新城金矿”，全国矿产金交易量最大的“精炼厂”等。目前公司除拥有山东省内知名矿床的采矿权外，还取得了内蒙古赤峰柴胡栏子金矿 73.52%股权和甘肃西河县中宝矿业 70%股权，保有黄金储量实现大幅增长。

图 1：公司组织架构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

2011 年公司矿产金产量 22.24 吨，与中金黄金产量基本持平。2012 年以来，公司加大技改力度和投入，矿石处理能力大幅度提高。今年上半年公司矿产金产量 13.14 吨，一举超过中金黄金（11.67 吨），与紫金矿业产量（13.94 吨）相当。

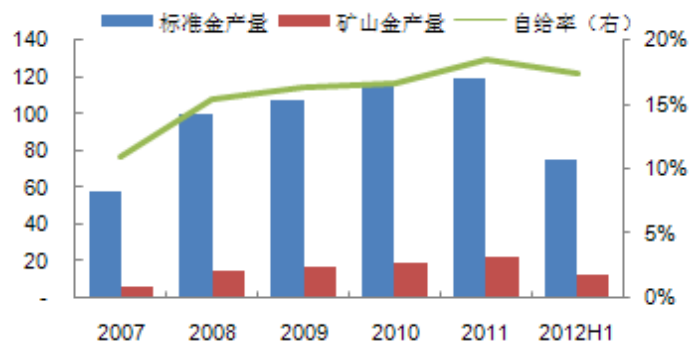
表 1：2011 年末主要矿产金企业（单位：公斤）

	焦家金矿	三山岛金矿	新城金矿	玲珑金矿	青岛公司	金洲矿业	柴胡栏子	沂南金矿
矿山金产量	5,697.09	5,677.64	3,688.60	3,205.88	1,790.70	1,586.87	600.00	520.82

资料来源：公司公告

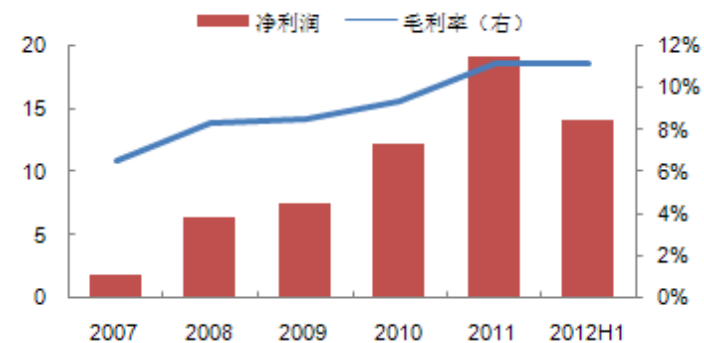
从公司毛利率来看，近五年来毛利率持续提升，这与持续创出新高的国际金价和公司不断增加的矿产金产量有密切的关系。受到黄金冶炼业务拉低毛利率的影响，公司 2012 年中期毛利率仅有 11.14%，但采选业务的毛利率维持在 50%以上。据我们测算，今年上半年公司矿产金成本（不含三费摊销）132 元/克，按上海黄金交易所 AU9995 上半年现货均价 336.96 元/克计算，矿产金毛利率 60.83%。

图 2: 公司近 5 年黄金产量与自给率 (单位: 吨)



资料来源: 信达证券研发中心整理

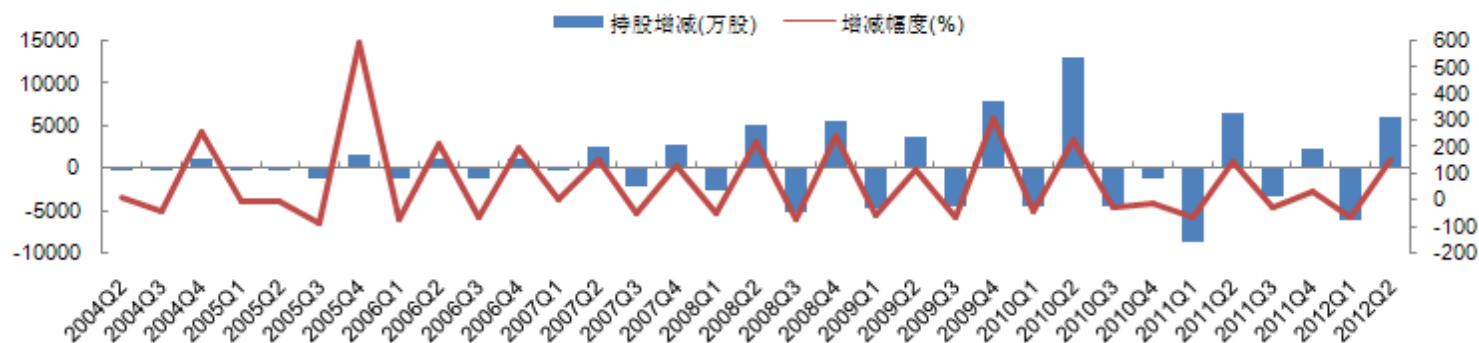
图 3: 公司近 5 年的盈利表现 (单位: 亿元)



资料来源: 信达证券研发中心整理

作为黄金行业为数不多的上市公司, 公司自上市以来一直是机构的“宠儿”。今年一季度受到国际金价下跌的影响, 公司曾一度被基金减持 6100.97 万股。二季度以来, 尽管金价低位运行, 但是鉴于公司出色的业绩表现和行业地位, 公司重新获得机构“宠爱”, 二季度被基金增持 5955.3 万股, 股东人数较一季度下降 2.73%。

图 4: 2004 年以来基金持股变动情况

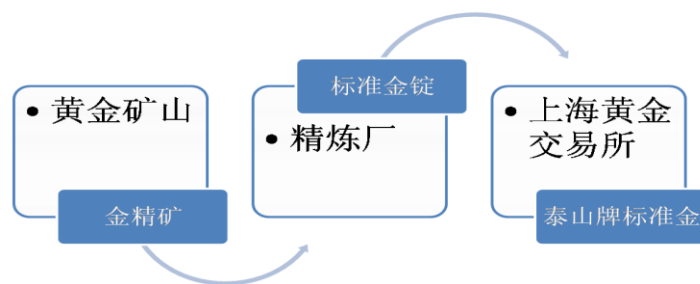


资料来源: 东方财富网数据中心

产业链完整, 采选冶炼双轮发展

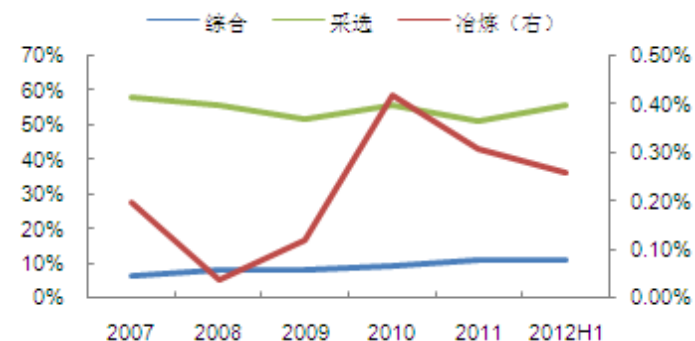
公司黄金产品包括矿产金和冶炼金, 分别是公司利润和收入来源。公司具有完整的产、供、销业务链, 并确定了规模化和集约化经营方针, 新城金矿、玲珑金矿、沂南金矿、焦家金矿和三山岛五大黄金生产基地和山东黄金莱州精炼厂已基本形成。

图 5: 黄金生产业务模式



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 6: 近 5 年采选和冶炼业务毛利率

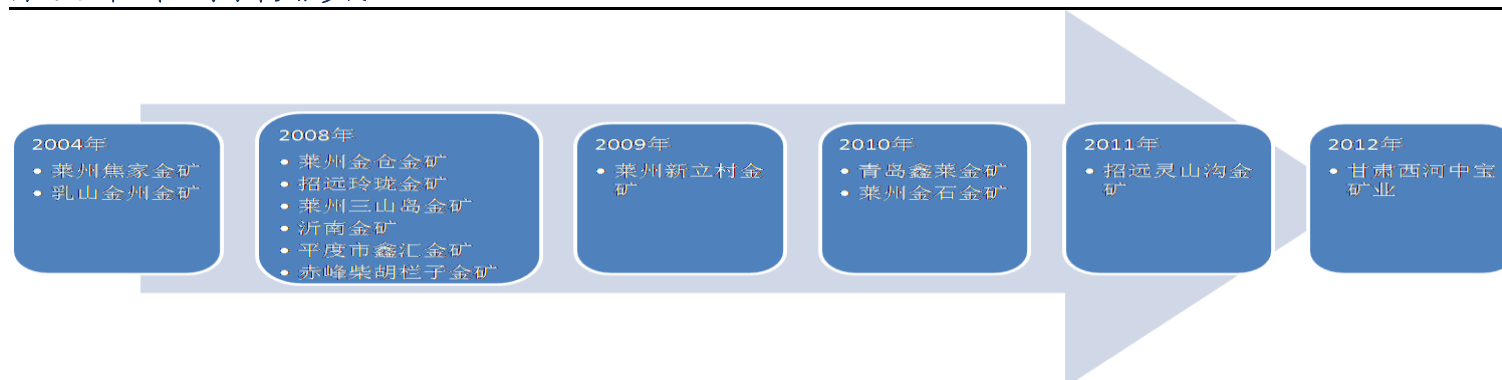


资料来源: 信达证券研发中心整理

外延内生推动储量增长

2003 年上市之初, 公司只有莱州新城金矿, 权益金属量仅有 40 吨左右。2011 年公司相继收购了赤峰柴矿周边 4.76 平方公里的探矿权; 收购了金石公司其余 25% 的股权; 今年上半年公司又成功完成对甘肃西和县中宝矿业公司的股权收购, 权益黄金储量增加约 23 吨。近十年来公司始终贯穿对外收购与对内增储的方式, 我们保守估计截止今年 6 月底, 公司权益金属量约为 350 吨。

图 7: 上市以来公司对外扩张步伐



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

每股权益黄金储量位列黄金上市公司首位。截止 2011 年 12 月 31 日, 公司权益储量 328 吨, 低于紫金矿业和中金黄金, 但公司的每股权益黄金储量位列上市公司首位。一旦非公开增发完成, 且盛大和天承矿业的黄金资源转让给山东黄金, 公司的每股权益黄金还会出现较大增长。

表 2: 截止 2011 年末上市公司每股权益黄金储量对比

	紫金矿业	中金黄金	山东黄金	ST 宝龙
权益金金属量 (吨)	1043.39	427.5	328	21.21
总股本 (亿股)	218.12	19.62	14.23	2.83
每股权益金储量(克/股)	0.0478	0.218	0.230	0.075

资料来源: 信达证券研发中心整理

主力矿山技改, 未来矿产金产量有望继续增加。从公司矿产金分布情况看, 焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿和玲珑金矿约占公司矿产金产量的 80%左右。根据公司披露, 目前焦家金矿 6,000 吨/日选厂二期工程和三山岛金矿 8,000 吨/日改扩建工程中的选厂项目分别顺利投产, 井下工程预计也将在 2012 年下半年完成; 同时, 新规划的“新城金矿万吨矿山”建设项目也已经启动。我们预计未来三年公司矿产金产量增长主要源于焦家、三山岛和新城金矿, 产量增速在 10%以上。

表 3: 公司矿山权益储量

时间	矿山名称	权益比例	金属量 (吨)	品位 (元/吨)	权益储量 (吨)
2003 年	莱州新城金矿	100%	40.39	6.08	40.39
2004 年	莱州焦家金矿	100%	28.19	4.54	28.19
	乳山金洲金矿	80%	11.4	6.3	9.12
	自产黄金				-3.19
2005 年	自产黄金				-5.25
2006 年	自产黄金				-5.11
2007 年	自产黄金				-6.34
2008 年	莱州金仓矿业	100%	58.04		58.04
	新立		34.24	3.34	
	望山儿		20.41	7.11	
	寺庄		0.64	3.4	
	曹家埠		0.19	6.03	
	仓上		2.57	3.38	
	招远玲珑金矿	100%	4.98	7.17	4.98
	莱州三山岛金矿	100%	10.06	3.22	10.06
	沂水县沂南金矿	100%	2.45		2.45
	灵山		1.88	4.99	
	金场		0.18	2.53	
	铜井		0.39	1.71	

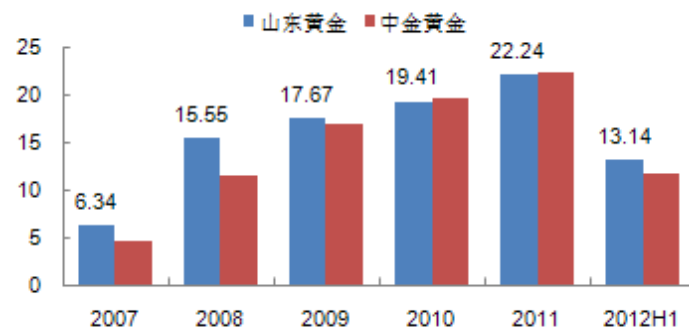
	平度市鑫汇金矿	100%	8.11	4.53	8.11
	赤峰柴胡栏子金矿	73.52%	9.75	4.99	7.17
	探矿增储				26
	自产黄金				-15.55
2009年	新立村金矿探矿权	100%	33.16	2.96	33.16
	三山岛金矿外围探矿权	100%	11.17	2.97	11.17
	探矿增储				30
	自产黄金				-17.67
2010年	集团回购仓上金矿采矿权	100%	2.57	3.38	2.57
	青岛鑫莱金矿-莱西市山后金矿	100%	7.58	4.62	7.58
	青岛鑫莱金矿-莱西北泊矿	48%	6.75	3.6	3.24
	莱州市金石矿业曲家金矿探矿权	75%	71.4	3.33	53.55
	探矿增储				30
	自产黄金				-19.41
2011年	招远市灵山沟探矿权	100%	2.38	9.36	2.38
	莱州市金石矿业剩余 25%股权	25%	71.4	3.33	17.85
	探矿增储				36.78
	自产黄金				-22.24
2012年	甘肃西河县中宝矿业	70%	32.59		22.81
	四儿沟门探矿权		14.98	3.24	
	小东沟探矿权		17.61	1.61	
	元滩子探矿权		暂无		
	探矿增储				15
	自产黄金				-13.14
	合计(截至2012年6月30日)				352.70

资料来源:公司公告,信达证券研发中心整理

注:2012年探矿增储数据为估计值

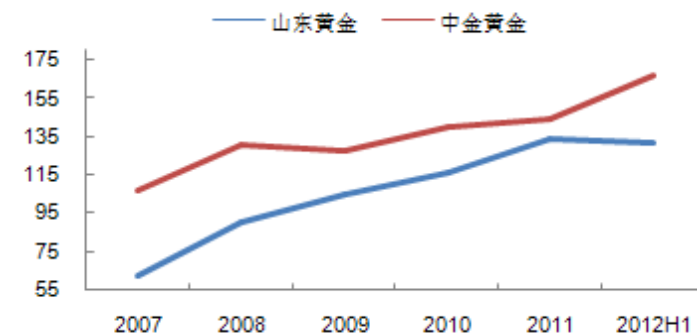
矿田集中,集约化生产降低成本。公司矿田具有高度集中的特点,焦家金矿、玲珑金矿等均集中在莱州方圆不足百平方公里的范围内,公司新收探矿权也均在现有矿山周边,有利于公司实现矿区贯通、扩大探矿空间。我们通过对山东黄金和中金黄金克金成本发现,山东黄金的克金成本并未出现过快增长。在今年上半年矿产金产量增速较快的情况下,克金成本(不含三费摊销)仍维持在130元左右。相比较而言,中金黄金由于矿山资源分布全国,克金成本增幅较大,目前接近170元。

图 8: 山东黄金和中金黄金矿产金产量对比 (单位: 吨)



资料来源: 信达证券研发中心整理

图 9: 山东黄金和中金黄金克金成本对比 (单位: 元/克)



资料来源: 信达证券研发中心整理

冶炼业务确保优势

除对自有矿山进行冶炼加工外, 公司还通过市场采购原材料, 消化剩余产能。目前公司黄金自给率在 20%左右, 其余的产能需要通过外购原材料进行消化。冶炼业务在公司营业收入中占比最大, 基于山东黄金集团丰富的资源背景和冶炼方面先进的技术水平, 该板块仍是公司确保优势的主营业务, 且近年来持续增长。

2011 年以前, 公司矿山企业主要是自行采选金矿石冶炼成合质金后, 统一送至精炼厂精炼成可在上海黄金交易所交易的标准金。2011 年后, 为保障金精矿的合理回收利用, 发挥集中冶炼优势, 公司改为由精炼厂向矿山企业直接收购金精矿后统一冶炼、精炼。

大股东助力储量增长

中国是世界产金大国, 近年来随着黄金勘探和开采技术的提高, 黄金产量不断增加。2011 年, 中国黄金产量 360.96 吨, 同比增长 5.89%。与此同时, 中国黄金行业集中度也在不断提升。2011 年, 排名前十位的黄金生产企业黄金产量占全国总产量的 50.98%, 逐步形成了中国黄金集团、紫金矿业股份有限公司、山东黄金集团、山东招金集团和灵宝黄金股份有限公司等 5 家大型黄金生产企业。

表 4: 中国前三大黄金集团 2011 年末数据对比

公司名称	黄金储量(吨)	黄金产量(吨)	矿产金产量(吨)
紫金矿业	1043.39	86.17	28.62
中国黄金集团	1478	147	31.17
山东黄金集团	859.8	125.13	27.27

资料来源: 信达证券研发中心整理

与中国黄金集团和紫金矿业相比，山东黄金集团的优势在省内资源的整合。目前，山东黄金集团形成以山东为主体，以海南、内蒙、河南、青海为辅的南北中三大矿业基地。截至今年3月末，集团黄金资源储量859.8吨，比2009年末翻了一倍。

政府支持资源整合，省内资源扩张潜力不可小视

2010年山东省政府发布《关于深化矿产资源开发整合工作的通知》，重点提到平度金矿区、蓬莱金矿区和玲珑金矿区的资源整合。这些地区黄金储量丰富，且均属集团下属金矿所在矿区，预计未来一段时期公司有望获得更多省内资源并购机会。目前，山东省矿产金总产量约为100吨左右，其中山东黄金集团和招金集团产量约为27吨和16吨左右，尚有60吨左右的产量分散于省内中小型矿山企业，未来公司在省内的资源扩张潜力仍然巨大。

盛大和天承矿业股权落入囊中

2012年6月，山东黄金集团以37.58亿元的价格收购盛大矿业和天承矿业98.5%的股权，其中包括盛大矿业持有的105吨特大型单体金矿55%的股权。此次股权转让完成后，山东黄金集团黄金权益储量可增加81.86吨，接近940吨。

表5：盛大和天承矿业资源储量

		权益	性质	金属类别	资源量(万吨)	品位	金属量(吨)	权益储量(吨)
盛大矿业 98.5%	大泲河铁矿 II 矿区	100%	采矿权	铁矿	4493.90	28.97%		
	太平河地区	100%	探矿权	铁矿	105.90	28.95%		
	大泲河铁矿	100%	探矿权	铁矿	正在勘探			
	马塘矿业和马塘二矿区	100%	采矿权	金矿	103.44	3.16	3.273	3.224
	冬季-南吕地区	55%	探矿权	金矿	2920.45	3.60	105.175	56.979
	天承矿业 98.5%							
	红布金矿	100%	采矿权	金矿	61.50	3.22	1.979	1.949
	东季金矿	100%	采矿权	金矿	86.57	3.44	2.981	2.936
	红布矿区深部及外围	100%	探矿权	金矿	573.39	2.97	17.026	16.771
	马塘二矿区深部及外围	100%	探矿权	金矿	正在勘探			
黄金资源合计							130.434	81.859

资料来源：公司公告

集团公司承诺，标的股权在其工商登记机关变更登记至集团公司名下之日起的一年之内，将标的股权中的黄金资源转让给股份公司。我们预计，最迟在2013年上半年，集团公司将把盛大矿业和天承矿业的黄金资源转让给上市公司。

非公开增发尚未实施

2011年4月公司拟非公开发行1.2亿股，募集56.2亿元，用于增资莱州公司收购新立探矿权、增资莱州公司收购寺庄探矿权、增资莱州公司建设三山岛金矿8,000吨/日扩建工程、增资玲珑公司收购东风探矿权、收购归来庄公司69.24%股权。

表 6: 2011 年非公开增发方案拟购入资产

公司名称	拟购入资产	收购权益	矿区面积 (平方公里)	权益金属量 (吨)	项目投资金额 (亿元)	拟募集资金 (亿元)
莱州分公司	新立探矿权	100%	6.13	112.46	20.9	18
	寺庄探矿权	100%	0.49	23.21	6.02	5
玲珑分公司	东风探矿权	100%	5.82	158.45	23.96	21.5
归来庄公司	归来庄金矿	69.24%	0.2156	13.848	6.36	6
合计				307.968		

资料来源: 信达证券研发中心整理

时至今日, 非公开增发方案一直未得到实施。我们认为, 这与公司股价下跌有一定的关系。此外, 我们注意到本次非公开增发方案中拟注入资产包括归来庄金矿 69.24% 的股权。翻阅公司公告, 公司曾于 2009 年拟以 5.16 亿元收购归来庄金矿 70% 股权, 但因山东省国资委对协议转让股权事宜未予批准而终止。我们推测, 非公开增发方案未实施的原因可能还与归来庄金矿股权有一定的关系。即使未来公司修改增发方案舍弃归来庄金矿, 拟注入权益金属量仍可达到 290 吨。由于山东黄金股份公司是山东黄金集团黄金主业的唯一整合平台, 我们预计公司明年实施非增发方案的概率较大。

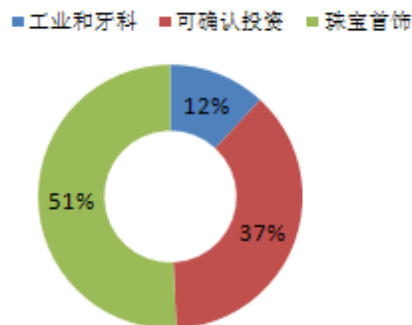
综上所述, 如果 2013 年公司非公开增发方案得以实施, 并且盛大和天承矿业的黄金资源转让给上市公司的话, 股份公司的权益资源储量有望增长约 370 吨达到 720 吨。

对黄金价格保持乐观

黄金供求缺口仍会存在

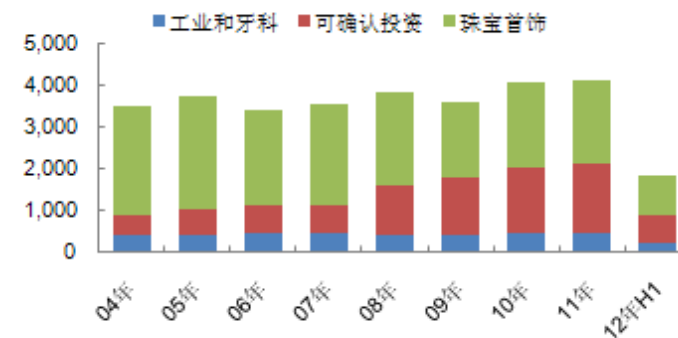
世界黄金需求主要源于三方面: 首饰、工业需求和投资需求。欧债危机加重以及全球经济增长放缓, 对黄金的消费和投资需求带来打击。黄金需求第二季度下降 7.1% 至 990 吨, 这也是自 2010 年第一季度以来的最低水平。二季度, 珠宝商和投资者对黄金的需求均大幅下降 15% 和 23% 至 418.3 吨和 302 吨。

图 10: 2012 年上半年黄金需求结构



资料来源: wind, 信达证券研发中心

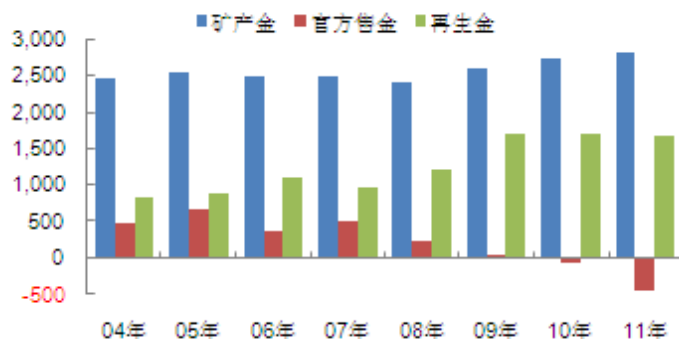
图 11: 黄金需求变化图 (单位: 吨)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

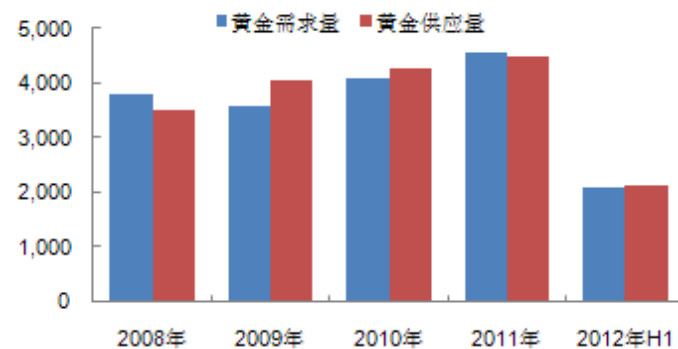
世界黄金供给主要来自于: 矿产金、各国央行抛售储备金和再生金。今年上半年全球黄金供给总量较去年同期减少 14 吨, 至 2129 吨。其中, 矿产金产量增加 23 吨, 再生金产量减少 11 吨。导致黄金供给总量下降的主要原因在于全球各大央行继续增加其黄金储备的总量, 央行售金有所下降。今年上半年各国央行买入 254 吨黄金, 而去年同期只有 204 吨, 预计今年将创下央行黄金买入的新高。

图 12: 黄金供给结构变化 (单位: 吨)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 13: 全球黄金供需 (单位: 吨)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

今年上半年全球黄金需求共计 2087.6 吨, 过剩 41.8 吨。由于金价去年上涨过快, 珠宝首饰需求有所下降。随着下半年中国和印度黄金需求旺季的到来, 供给过剩的局面很快会出现改观。

新兴国家央行储备持续增加

2010 年开始, 各国中央银行黄金政策出现结构性变化, 各国央行首次成为了黄金净买家。许多扩张经济体外汇储备的快速增

长，使得多国央行增加黄金储备，以保持其黄金与外汇储备的比例。同时，新兴经济体央行开始重新评估美元的支配地位以及将其作为国际储备的安全系数，这也促使央行考虑将储备资产多元化。

表 7: 央行黄金储备变动 (单位: 吨)

Country	Jan	Feb	Mar	Apr	May	June	Jul	Aug
Belarus	+5.0		+0.1					
Czech Republic			-0.1					-0.4
Germany						-0.8		
Guatemala						+0.2	-0.2	
Kazakhstan	+7.6	+2.2	+4.3	+2.0	+1.8	+1.6	+1.4	+1.4
Korea							+16.0	
Kyrgyz Republic				+0.1			+0.1	+0.1
Jordan			+0.3	+0.3				
Mexico	-0.1	-0.1	+16.8	+2.9	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Mongolia								+0.1
Mozambique	+0.3	+0.3	+0.2					
Paraguay							+7.5	
Philippines	+0.2	+2.8	+32.1	+0.1	+0.1			+4.6
Russia		-3.8	+16.6	+0.1	+15.5	+6.7	+18.6	+0.1
Serbia		+0.2		+0.1	+0.1		+0.1	
Sri Lanka	-2.2	-2.4	+0.4		+2.3			
Taiwan					+0.3			+0.9
Tajikistan		-0.2	+0.4					
Turkey*	+4.1	-1.3	+11.5	+29.7	+5.7	-0.8	+44.7	+6.6
Ukraine			+1.2	+1.4	+2.1	+0.2	+0.2	+1.9
Venezuela							-3.7	
Total	+14.9	-2.1	+83.7	+36.7	+27.9	+7.0	+84.4	+10.5

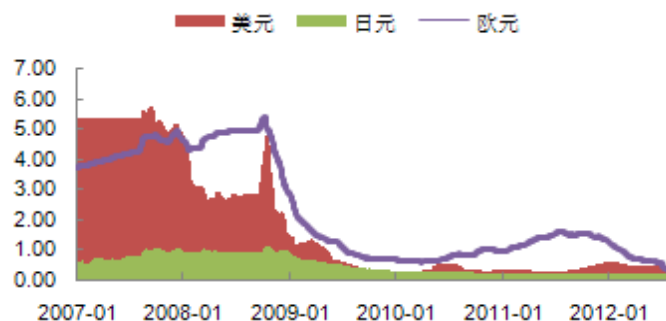
资料来源: 世界黄金协会, 信达证券研发中心整理

QE3 推出, 未来流动性泛滥

为应对自 2007 年开始的金融危机, 各国政府选择超发货币、货币政策刺激等方式来解决债务问题。在发达国家央行争先恐后向金融市场里注入流动性的趋使下, 各国货币的市场利率已经重新回到底部, 超低的市场利率得到维持。在美国等国家, 10 年期通胀保值公债 (TIPS) 收益率一再走低。2012 年以来, TIPS 的收益率一直为负, 宽松货币政策使投资者预期未来通胀

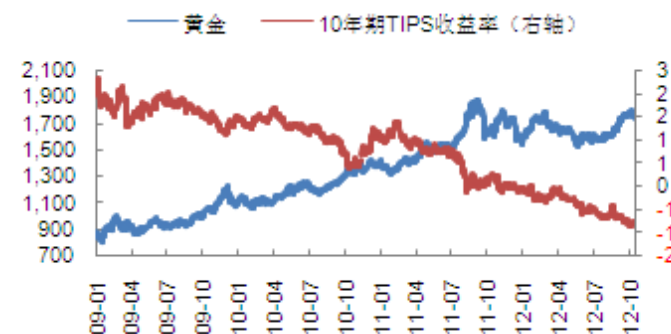
风险加大。在真实利率为负的背景下，黄金等实物资产的吸引力大增。而随着美联储承诺将低利率维持到 2014 年，低利率的市场环境仍将延续。

图 14: 各主要货币三月期 LIBOR (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 15: 10 年期 TIPS 收益率与黄金价格 (单位: 美元/盎司, %)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

当前，黄金供需缺口依然存在、新兴国家央行黄金储备持续增加、各国央行的量化宽松政策，都将对黄金价格形成支撑。伴随着 QE3 的推出和中印两国黄金需求旺季的到来，我们预计 2012 和 2013 年黄金均价 340 元/克和 380 元/克。

盈利预测与估值

基本假设和盈利预测

- 1、2012-2014 年公司矿产金产量分别为 27 吨、30 吨、33 吨；
- 2、未来三年冶炼业务营业收入增速为 20%，冶炼业务毛利率基本稳定。

表 8: 公司各分产品营业收入和毛利率 (单位: 百万元)

		2012 年	2013 年	2014 年
矿产金	营业收入	10518.11	13146.46	15685.08
	营业增长率	24.86%	24.99%	19.31%
	毛利率	61.45%	61.06%	58.95%
冶炼金	营业收入	37080.38	44496.46	53395.75
	营业增长率	20%	20%	20%
	毛利率	0.26%	0.33%	0.30%
营业收入合计		47707.90	57775.41	69239.61

营业成本占比	86.22%	85.82%	86.38%
--------	--------	--------	--------

资料来源：信达证券研发中心

预计公司 2012-2014 年归属母公司的净利润分别为 29.74 亿元、38.01 亿元和 43.13 亿元，未来三年净利润增速分别为 56.33%、27.81%和 13.47%。

相对估值与投资评级

目前 A 股中只有中金黄金的业务与公司最为相似，通过敏感性分析发现，山东黄金对黄金价格的变动更为敏感。

表 9：矿产金产量和黄金价格对 EPS 敏感性分析（单位：吨，元/克）

		矿产金产量						
	-	21.47	24.16	25.5	26.84	28.18	29.52	32.2
	272	0.67	0.87	0.97	1.07	1.17	1.27	1.47
	306	1.08	1.33	1.46	1.58	1.71	1.83	2.08
黄金价格	323	1.28	1.56	1.70	1.84	1.97	2.11	2.39
	340	1.48	1.79	1.94	2.09	2.24	2.39	2.69
	357	1.69	2.02	2.18	2.34	2.51	2.67	3.00
	374	1.89	2.24	2.42	2.60	2.77	2.95	3.30
	408	2.30	2.70	2.90	3.10	3.31	3.51	3.91

资料来源：信达证券研发中心

表 10：山东黄金和中金黄金的敏感性分析

	2012 年 EPS	金价变动 5%	矿产金产量变动 5%	同时变动 5%
山东黄金	0.59	11.96%	7.18%	20.09%
中金黄金	2.09	10.17%	8.47%	18.64%

资料来源：信达证券研发中心

预计山东黄金 2012-2014 年 EPS 为 2.09 元、2.67 元和 3.03 元，按照 2012 年 10 月 18 日收盘价计算，对应市盈率分别为 19 倍、15 倍和 13 倍。鉴于公司的行业地位和出色的业绩表现，我们按照行业平均 PE 给公司估值。SW 黄金上市公司 2012 年和 2013 年预测市盈率均值 26 倍和 22 倍，按公司 12 年和 13 年预测 EPS2.09 元和 2.67 元计算，合理估值区间为 54 元至 58 元。我们选取估值区间下限 54 元作为目标价，首次给予公司“买入”评级。

表 11: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE			
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
002155.SZ	辰州矿业	22.15	0.99	0.79	0.94	22	28	24	
002237.SZ	恒邦股份	23.77	1.20	0.66	0.87	20	36	27	
600489.SH	中金黄金	17.12	0.62	0.59	0.80	28	29	21	
601899.SH	紫金矿业	3.93	0.26	0.27	0.31	15	15	13	
600988.SH	ST 宝龙	19.92	0.00	0.82	0.85	4980	24	23	
平均值							26	22	
600547.SH	山东黄金	39.68	1.34	2.09	2.67	30	19	15	

资料来源: 信达证券研发中心预测, 辰州矿业和恒邦股份采用 wind 一致预期, ST 宝龙为业绩承诺。注: 价格为 2012 年 10 月 18 日收盘价

风险因素

- 1、矿产金产量不达预期;
- 2、金价波动风险;
- 3、生产成本增加;
- 4、资产注入进程低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,791.17	3,332.63	6,509.70	9,636.07	13,999.49
货币资金	816.66	816.65	4,330.37	7,025.53	10,868.36
应收票据	6.10	4.30	7.22	8.74	10.48
应收帐款	19.17	8.55	19.68	23.84	28.57
预付账款	605.11	1,537.01	1,355.74	1,634.33	1,971.32
存货	253.67	874.77	705.34	850.29	1,025.61
其他	90.47	91.35	91.35	93.34	95.16
非流动资产	7,791.63	9,327.96	10,385.67	11,412.13	12,087.82
长期投资	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
固定资产	3,182.18	4,277.69	4,702.65	5,825.72	6,145.65
无形资产	2,870.03	2,772.98	3,461.34	4,099.66	4,392.97
其他	1,737.43	2,275.29	2,219.68	1,484.75	1,547.20
资产总计	9,582.81	12,660.59	16,895.37	21,048.20	26,087.31
流动负债	3,161.81	4,683.96	5,319.17	5,110.42	5,354.41
短期借款	1,590.00	1,483.00	2,083.00	1,583.00	1,483.00
应付账款	499.94	807.25	845.07	1,018.73	1,228.78
其他	1,071.87	2,393.71	2,391.10	2,508.70	2,642.63
非流动负债	1,834.64	1,579.45	2,079.45	2,479.45	2,779.45
长期借款	1,270.00	1,042.50	1,542.50	1,942.50	2,242.50
其他	564.64	536.95	536.95	536.95	536.95
负债合计	4,996.45	6,263.42	7,398.62	7,589.88	8,133.87
少数股东权益	698.50	726.57	852.03	1,012.39	1,194.34
归属母公司股东权益	3,887.86	5,670.60	8,644.72	12,445.93	16,759.11
负债和股东权益	9582.81	12660.59	16895.37	21048.20	26087.31

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	31,514.70	39,414.81	47,707.90	57,775.41	69,239.61
同比(%)	34.91%	25.07%	21.04%	21.10%	19.84%
归属母公司净利润	1,223.04	1,902.44	2,974.12	3,801.21	4,313.18
同比(%)	63.99%	55.55%	56.33%	27.81%	13.47%
毛利率(%)	9.61%	11.21%	12.78%	13.18%	12.62%
ROE(%)	36.14%	39.81%	41.55%	36.05%	29.54%
每股收益(元)	1.15	1.34	2.09	2.67	3.03
P/E	46	30	19	15	13
P/B	14.52	9.96	6.53	4.54	3.37
EV/EBITDA	24.94	16.81	11.89	9.42	8.34

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	31,514.70	39,414.81	47,707.90	57,775.41	69,239.61
营业成本	28,485.66	34,994.79	41,610.29	50,160.89	60,503.69
营业税金及附加	3.73	5.29	5.17	6.26	7.51
营业费用	22.25	25.21	40.31	48.82	58.50
管理费用	1,103.40	1,489.44	1,739.28	2,106.31	2,524.25
财务费用	109.90	181.76	169.34	164.16	140.97
资产减值损失	-6.01	3.84	10.95	3.00	8.45
公允价值变动收益	-4.78	0.94	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.22	2.60	7.34	3.24	4.39
营业利润	1,790.77	2,718.00	4,139.89	5,289.21	6,000.63
营业外收入	31.85	16.00	29.53	29.53	29.53
营业外支出	34.51	41.62	36.65	36.65	36.65
利润总额	1,788.11	2,692.38	4,132.77	5,282.09	5,993.50
所得税	491.36	709.69	1,033.19	1,320.52	1,498.38
净利润	1,296.75	1,982.69	3,099.58	3,961.57	4,495.13
少数股东损益	73.70	80.25	125.46	160.35	181.95
归属母公司净利润	1,223.04	1,902.44	2,974.12	3,801.21	4,313.18
EBITDA	2,390.68	3,555.55	5,117.55	6,447.91	7,305.58
EPS(摊薄)	1.15	1.34	2.09	2.67	3.03

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1,968.17	2,305.73	4,468.44	5,007.75	5,648.22
净利润	1,296.75	1,982.69	3,099.58	3,961.57	4,495.13
折旧摊销	488.24	673.70	807.54	959.76	1,103.14
财务费用	114.34	189.47	177.25	206.06	208.94
投资损失	0.22	-2.60	-7.34	-3.24	-4.39
营运资金变动	53.39	-549.48	360.90	-140.96	-183.24
其它	15.24	11.95	30.52	24.55	28.64
投资活动现金流	-2,418.78	-2,094.98	-1,877.48	-2,006.52	-1,796.45
资本支出	-965.17	-2,295.35	-1,884.82	-2,009.76	-1,800.84
长期投资	-1,218.64	3.38	7.34	3.24	4.39
其他	-234.97	196.98	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	866.20	-210.76	922.75	-306.06	-8.94
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	1,070.00	135.50	1,100.00	-100.00	200.00
支付利息或股息	203.75	346.07	177.25	206.06	208.94
现金净增加额	415.59	-0.01	3513.72	2695.16	3842.83

分析师简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作7年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

有色金属/钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
荣华实业	600311	紫金矿业	601899	江西铜业	600362	云南铜业	000878
西部资源	600139	西部矿业	601168	中国铝业	601600	盛达矿业	000603
西宁特钢	600117	方大炭素	600516	云铝股份	000807	锡业股份	000960
东方锆业	002167	厦门钨业	600546	兴业矿业	000426	东阳光铝	600673
新疆众和	600888	中金黄金	600489	闽东电力	000993	山东黄金	600547
盛屯矿业	600711	安泰科技	000969	ST 宝龙	600988	钢研高纳	300034

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。