

# 山东黄金 (600547.SH) 有色金属行业

评级：买入 首次评级

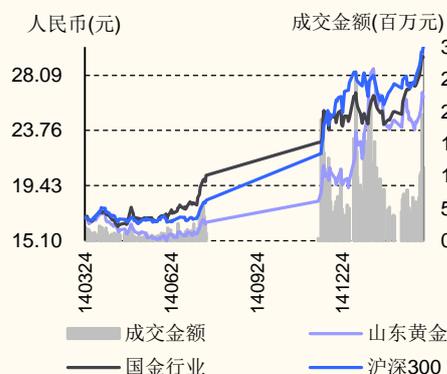
公司研究

市场价格 (人民币): 26.34 元  
目标价格 (人民币): 30.00-32.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,423.07
总市值(百万元)	37,483.73
年内股价最高最低(元)	28.60/15.10
沪深 300 指数	3892.57
上证指数	3617.32



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.490	0.744	0.596	0.752	1.005
每股净资产(元)	5.34	5.95	6.42	7.03	7.91
每股经营性现金流(元)	1.68	2.03	1.10	1.94	2.12
市盈率(倍)	25.61	23.19	33.33	35.04	26.21
行业优化市盈率(倍)	22.04	15.23	22.11	26.44	26.44
净利润增长率(%)	11.63%	-50.09%	-19.93%	26.21%	33.71%
净资产收益率(%)	27.91%	12.49%	9.28%	10.69%	12.71%
总股本(百万股)	1,423.07	1,423.07	1,423.07	1,423.07	1,423.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **山东黄金是国内从事黄金采选与冶炼的龙头企业。**公司业务主要是金矿的采选冶, 也会对外采购一些金精矿和合质金进行提炼加工。目前, 公司的业务结构当中, 黄金收入占比达 99%, 其中矿产金占了 14%; 在公司的毛利结构当中, 93%的毛利由矿产金贡献。
- **公司黄金储量已超 420 吨, 矿产金产量达 26.82 吨, 居国内前列。**自上市以来, 依靠母公司注入、对外并购及探矿增储, 公司资源快速扩张, 黄金储量在 420 吨以上。2013 年, 公司矿产金产量达 26.82 吨, 矿山产出集中, 新城金矿、焦家金矿、三山岛金矿和玲珑金矿等矿均位列全国前十大矿山。
- **未来, 公司围绕“将山东黄金打造成全国最具竞争力和影响力的黄金企业”的目标, 进一步做强做大黄金主业, 黄金储量与矿产金产量提升空间大:** 1) 预计, 公司当前矿山矿产金产量仍稳步上升。2) 公司拟增发收购母公司等的黄金资产, 将增储约 330 吨, 矿产金增加约 3 吨。3) 山东黄金集团仍持有大量黄金资源, 资源保有量超过了 1500 吨, 在山东黄金体外的资源量在 700 吨以上, 矿产金 7 吨以上。4) 山东黄金资源丰富, 矿产金产量居国内前列, 公司在整合山东省黄金资源时具有地域优势, 对外并购的潜力大。当前公司矿产金毛利率约 45.5%, 入选品位下降会导致矿产金成本上升。
- **黄金下跌空间有限, 价格有望回暖。**因金价离成本线不远, 且金价仍受多个金融因素支撑: 一, 全球信用货币超发严重, 信用货币支付的利息大幅度下降。二, 全球信用货币的政府信用根基受到挑战, 金融市场的风险也在酝酿之中, 避险的需求持续上升。三, 全球货币储备体系中黄金的权重有望增加, 黄金储备提升是大方向。短期美元指数回调为金价回升创造环境。

## 投资建议

- 在金价 265、276 元/克的假设条件下, 预计, 公司 2015-2016 年的业绩分别为, EPS0.75 元和 1.01 元, 对应当前股价的 PE 水平分别为 35 和 26 倍。我们认为, 黄金下跌空间有限, 价格有望回升; 公司的基本面也很积极, 新管理层上台, 员工持股计划参与增发, 公司发展进入新阶段; 公司增发将大幅增加公司储量, 提升矿产金产量; 依托母公司与山东省丰富的资源, 未来公司资源扩张潜力仍较大。因此, 我们给予公司买入评级。

## 风险

- 金价下跌风险。储量及品位下降风险。安全生产风险, 增发审批风险等。

陈炳辉 分析师 SAC 执业编号: S1130514090003  
(8621)60230238  
chenbinghui@gjzq.com.cn

## 内容目录

山东黄金：成本优势突出的黄金领军企业 .....	4
黄金储量稳步增长，矿产金一再上升 .....	4
公司黄金储量已超 420 吨 .....	5
公司矿产金产量不断上升 .....	5
内外并举，黄金主业扩张不止 .....	7
增发收购母公司黄金资产：一箭双雕 .....	7
集团资源注入潜力仍非常大 .....	8
山东省内资源整合空间广阔 .....	9
金价：下跌空间小，回升有潜力 .....	10
金价受到黄金采矿成本的支撑 .....	10
金价仍从三大金融因素中受益 .....	10
金价与美元指数关系复杂，短期美元指数回调有利金价 .....	12
盈利预测与投资建议 .....	14
盈利预测 .....	14
投资建议 .....	15
风险提示 .....	15

## 图表目录

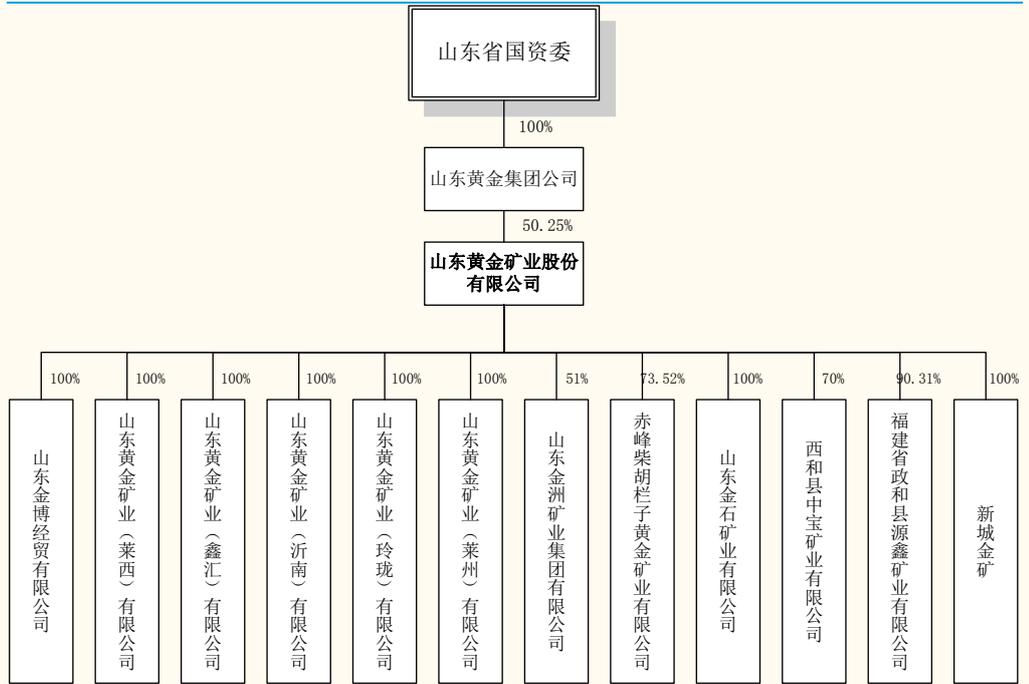
图表 1：山东黄金组织结构图 .....	4
图表 2：山东黄金收入结构图 .....	4
图表 3：山东黄金毛利结构图 .....	4
图表 4：公司控制的黄金储量超过了 420 吨（单位：吨） .....	5
图表 5：公司采选概况 .....	6
图表 6：公司主力矿山的生产情况 .....	6
图表 7：2014 年上半年，公司其他矿山的生产情况 .....	6
图表 8：公司矿产金生产成本与盈利情况 .....	7
图表 9：公司拟增发收购东风等矿，增储约 330 吨 .....	8
图表 10：增发收购资源的定价较低 .....	8
图表 11：公司增发评估价低于近期的并购 .....	8
图表 12：山东黄金集团仍保有大量黄金储量 .....	9
图表 13：山东黄金集团矿产金产量达 35 吨 .....	9
图表 14：山东黄金集团仍有不少的黄金资源 .....	9
图表 15：2014 年全球矿商的成本（aisc）状况 .....	10
图表 16：欧洲央行资产负债表规模重新增长 .....	10
图表 17：美联储资产负债表规模仍维持高位 .....	11
图表 18：发达国家 10 年期债券收益率普遍走低 .....	12
图表 19：美国 tips 利率仍处下降通道 .....	12

图表 20: 美元指数与金价关系复杂.....	12
图表 21: 2010 年上半年欧洲债务危机期间, 美元指数与金价同涨.....	13
图表 22: 2010 年上半年, 欧洲债务危机期间, 避险情绪高涨.....	13
图表 23: 2011 年下半年欧洲债务危机期间, 美元指数与金价部分阶段同涨 .	13
图表 24: 2011 年下半年, 欧洲债务危机期间, 避险情绪高涨 .....	13
图表 25: 黄金 ETF 持仓量下降趋势减缓 .....	14
图表 26: 盈利预测假设条件表 .....	14
图表 27: 山东黄金在同行业中弹性较好 .....	15

### 山东黄金：资源优势突出的黄金领军企业

- 山东黄金是国内从事黄金采选与冶炼的一家代表性企业。公司业务包括，自有黄金矿山的采选冶（简称矿产金业务），也会对外采购一些金精矿和合质金进行提炼加工。2013年，公司生产了矿产金 26.82 吨（同期全国产量为 428 吨），居国内同行前列。目前，公司的业务结构当中，黄金收入占比达 99%，其中矿产金占了 14%；在公司的毛利结构当中，93%的毛利由矿产金贡献。

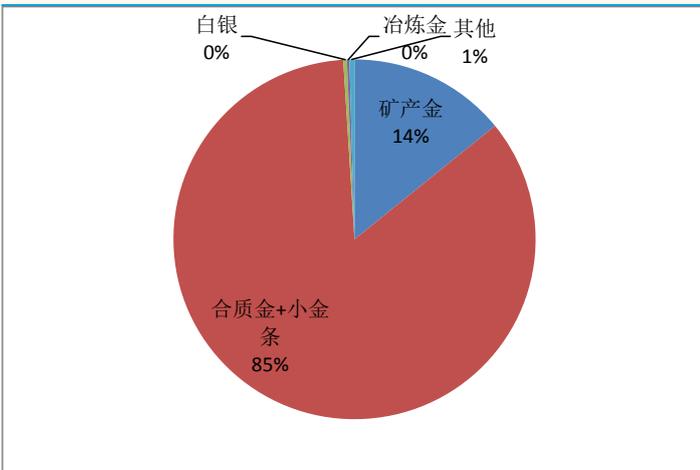
图表 1：山东黄金组织结构图



来源：国金证券研究所

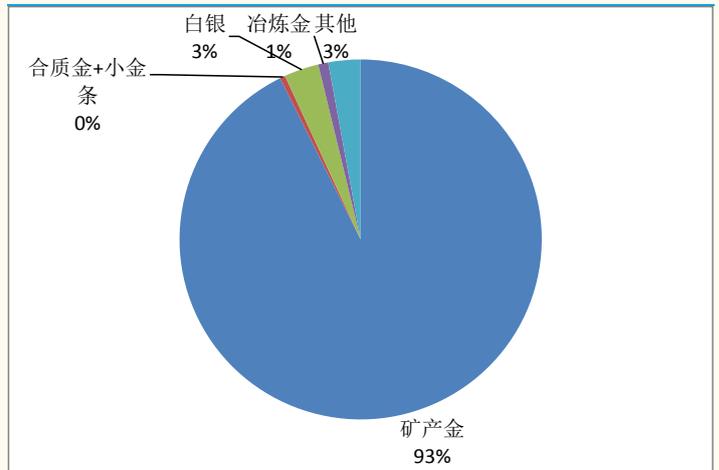
- 目前，公司拥有多家优质矿山，包括新城金矿，玲珑金矿，三山岛和焦家金矿等多家主力矿山，黄金储量超 400 吨。其中，焦家金矿、三山岛金矿日处理矿石量超万吨，2013 年，年产金首次突破 7 吨，新城金矿、玲珑金矿年产金均达到 3.5 吨以上。四家矿山都上榜了“中国黄金生产十大矿山”。

图表 2：山东黄金收入结构图



来源：国金证券研究所

图表 3：山东黄金毛利结构图



### 黄金储量稳步增长，矿产金一再上升

### 公司黄金储量已超 420 吨

- 自公司上市以来，公司一直在进行快速的资源扩张，公司资源的扩张方式主要有三种，分别是母公司注入、对外并购及探矿增储。其中：
  - 公司当前的主要矿山多主要是源自于母公司。如新城金矿，为 IPO 时，由山东黄金集团划给公司的核心资产。焦家金矿，三山岛金矿和玲珑金矿都是向母公司收购而来。
  - 自 2008 年以来，公司加大了对外并购的步伐。先后收购了柴胡栏子金矿、甘肃中宝和福建和县源鑫等公司，特别要提到了的是公司整合了金石矿业，前后获得了约 200 吨黄金资源，并仍在进行探矿。
  - 在探矿增储方面，通过探矿，公司至少增加了 128 吨黄金储量

图表 4：公司控制的黄金储量超过了 420 吨（单位：吨）

	IPO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
母公司注入	40.39	48.60				85.07	44.33		1.7855		
对外并购		11.4				13.65		71.395	32.58	10.94	134.39
探矿增储								30	36.78		16.10
矿产金产量	3	3.19	5.24	5.11	6.09	15.55	17.668	19.41	22.24	26	26.82
年末储量	37.39	94.20	88.95	83.84	74	157.17	183.83	265.81	314.72	299.66	423.33
说明		收购焦家和金州（51%）				收购母公司三山岛等矿，外购柴胡栏子	从母公司购得三山岛外围探矿权，新立村金矿探矿权	收购金石矿业 75% 股权，鑫莱矿业 49% 股权	从母公司收购灵山沟探矿权；收购金石矿业 25% 股权，甘肃中宝 70% 股权。	收购福建和县源鑫 80% 股权	补充收购金石矿业其他探矿权

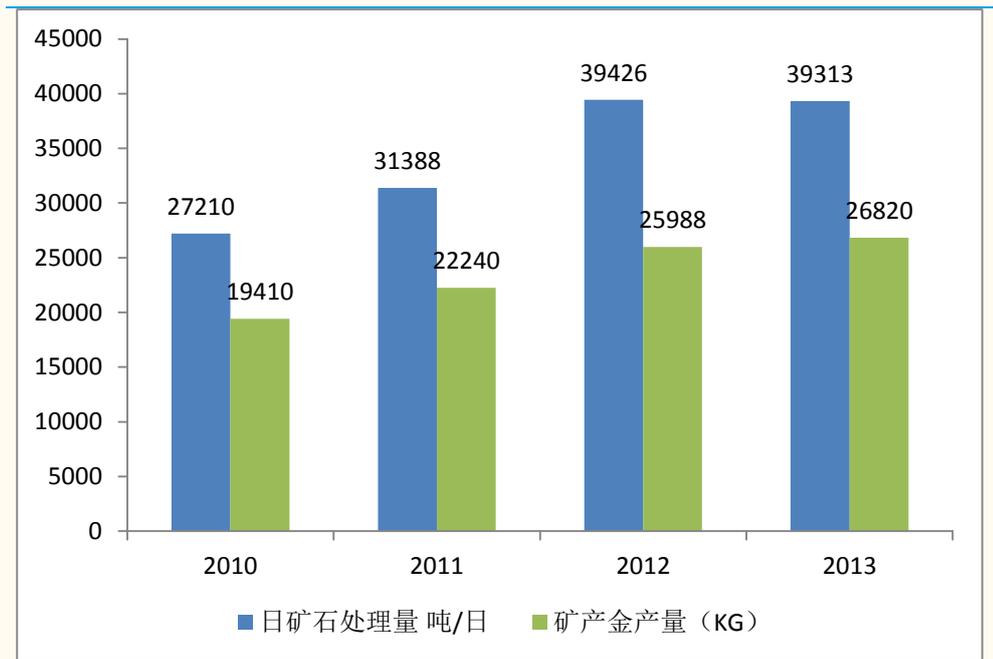
注：据披露，2010 年、2011 年及 2012 年末，公司保有金属储量分别为 251.50 吨、263.50 吨和 308 吨。因数据统计时间与详尽程度差异可能存在差异

来源：国金证券研究所

### 公司矿产金产量不断上升

- 在公司资源储量提升的保障之下，公司开采能力也在不断提升。2006 年，公司的 4155.66 吨/日，合计完成选矿量 146.46 万吨，经过多次并购与扩建之后，公司的矿石日处理量到 2013 年已达到 3.9 万吨/日。
- 入选品位趋于下降。随着优质资源的枯竭，以及生产规模的扩大，公司的入选品位缓慢下降，2006 年，公司的平均入选品位为 3.63 克/吨，但到了 2009 年，原矿平均入选品位，已降至约 2.25 克/吨，目前，公司原矿的入选品位已逼近 2 克/吨。例如，2013 年，三山岛金矿入选品位仅为 1.85 克/吨（2012 年甚至低至 1.73 克/吨）。
- 公司矿产金稳步提升。近几年来，公司实行了以量抵销品位下降的策略，矿产金产量稳步提升，2013 年矿产金产量达到了 26.82 吨，创历史新高。目前，公司主要的产金矿山为新城金矿、焦家金矿、三山岛金矿和玲珑金矿，其生产概况如下：
  - 新城金矿：该矿是公司上市资产核心，经过多次扩建后，其采选能力不断上升，2013 年的矿产金产量接近了 4.5 吨。
  - 焦家金矿：该矿为母公司于 2004 注入，2013 年该矿的日矿石处理能力已超万吨，矿产金产量超过了 7 吨。目前该矿仍在推进 6000 吨/天的扩建项目。
  - 三山岛金矿：该矿为 2007 年定增项目，2013 年，三山岛金矿 8000 吨/日项目提前半年全面达产，采选处理能力达到 12000 吨/日以上，2013 年其矿产金产量也超过了 7 吨。

图表 5: 公司采选概况



来源: 国金证券研究所

- 玲珑金矿: 该矿为 2007 年定增项目, 2013 年, 该矿的采选能力已近 5000 吨, 矿产金产量近 3.6 吨。

图表 6: 公司主力矿山的生产情况

单位: 公斤	2009	2011	2013	2013 年采选能力 (吨/日)
玲珑金矿	2,580.54	3,205.88	3,599.63	4,672.00
三山岛金矿	4,342	5,677.64	7,038.24	11,699.00
新城金矿	2,926.01	3,688.60	4,474.56	5,928.00
焦家金矿	4,305.14	5,697.09	7,099.01	10,145.00

来源: 国金证券研究所

除上述主力矿山之外, 公司的沂南金矿、金洲矿业、柴胡栏子和福建鑫源等。

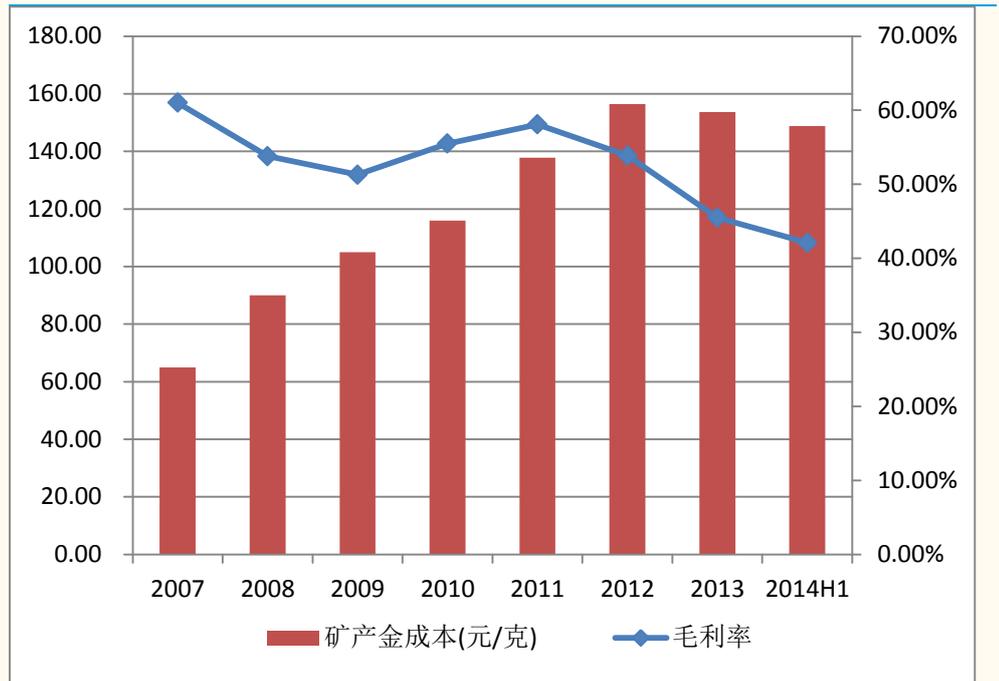
图表 7: 2014 年上半年, 公司其他矿山的生产情况

矿山企业名称	采选能力 (吨/日)	矿产金产量 (kg)
沂南金矿	1,803.00	226.34
金洲矿业	1,242.00	584.37
柴胡栏子	957.00	384.01
福建鑫源	570.00	234.29

来源: 国金证券研究所

- 矿产金生产成本有所上升。伴随着公司金矿入选品位的上升, 已经人力成本的上升, 公司矿产金的生产成本有所上升, 但由于公司的金矿较为集中, 并采取了大规模生产的方式, 减轻了成本上升的压力。自 2012 年以来, 公司的矿产金克金生产成本约介于 140-160 之间。由于金价下跌的, 公司的矿产金毛利率是由近 60% 下降至 2014 年上半年的 42%。

图表 8：公司矿产金生产成本与盈利情况



来源：国金证券研究所

- **当前矿山，公司矿产金产量将略有提升。**矿产金增长的来源主要是包括新城 8000 吨/日扩建项目，同时，公司的其他矿山也在进行技改，有望稳定提升公司矿产金的产量。
- **公司矿产金成本总体会缓慢上升。**我们预计，随着公司高品位资源不断得到利用，开采不断向深度拓展，及未来劳动力成本的上升，公司矿产金的生产成本仍有上升的压力。

### 内外并举，黄金主业扩张不止

未来，公司围绕“行业领先、面向全球”的定位，进一步朝着“规模化、大型化、数字化、生态化、低碳化”的方向加快发展，着力将山东黄金打造成全国最具竞争力和影响力的黄金企业。在黄金主业方面，公司将沿着集团公司注入、对外并购及探矿增储三条路径，进一步强化公司的优势。

### 增发收购母公司黄金资产：一箭双雕

- **公司拟增发收购母公司及相关主体的黄金资产。**公司 2014 年 11 月末披露增发预案，计划定向对山金集团、有色集团、黄金地勘、金茂矿业及王志强等 5 家机构（以 14.33 元/股的价格）发行 3.53 亿股，收购对方持有的东风探矿权、东风采矿权及相关的资产与负债，新城探矿权，新立探矿权，归来庄公司 70.65% 股权，蓬莱矿业 100% 股权等黄金资产。同时拟向山东省国投、前海开源、山金金控、金茂矿业及山东黄金第一期员工持股计划共五名特定投资者以锁价方式发行股票 1.16 亿股，定增价为 14.5 元/股，募资总额为 16.8 亿元，配套融资将用于提升收购资产中在产矿山产能及未投产矿山的开发。
- **增发方案还指明了收购资产定向增发股份价格的调整机制，**该增发价格将根据金价及黄金同业公司股份价进行调整。
- **此次定增将进一步增强公司资源储量与发展后劲。**据统计，此次增发收购的黄金资产按储量约 330 吨，公司的黄金储量增加约 80%，而且这些黄金资产与公司原有黄金矿山相邻，可有效地延长公司黄金资源的开采年限，和原有矿山工程的利用寿命与效率。
- **此次定增也创新性地引入了员工持股计划，有望改善公司的激励机制，打响国企改革第一枪。**该计划由山东黄金董事、监事、高管、部门负责人、

所属企业领导、重要技术业务骨干人员等员工参与，计划资金总额为人民币 17,189.75 万元，认购的增发股份数量约 1,185.50 万股，改善激励机制，推进国企改革。

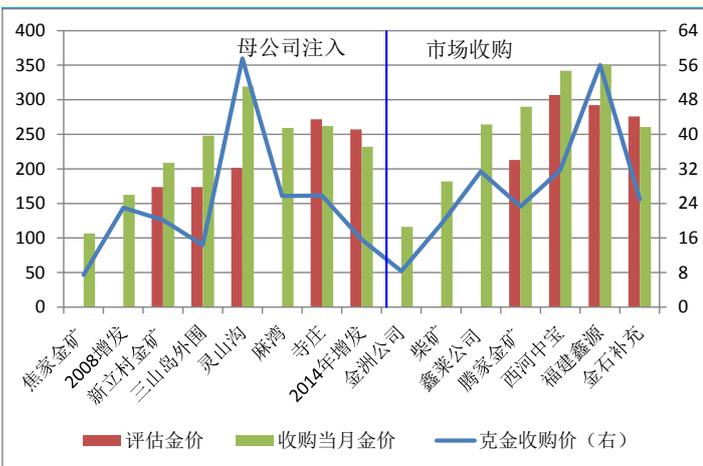
图表 9：公司拟增发收购东风等矿，增储约 330 吨

	股权比例	矿石量 (万吨)	储量 (kg)	权益储量 kg	品位 g/t	采矿权规模 万吨	备注	
东风采矿权及相关资产与负债	100%	816	22,102	22,102	2.71	66	2,000 吨/日工程在建，项目建设期为 3.5 年，已完成投资 60%多。	
东风探矿权	100%	5,453	154,695	154,695	2.83			
新城探矿权	100%	1,031	36,347	36,347	3.49			
新立探矿权	100%	4,080	112,462	112,462	2.76			
归来庄公司	归来庄采矿权	70.95%	98	6,383	4,529	6.51	21	2013 年实际规模 53 万吨，正在扩建至 2000T/D，公司生产合质金 2,566.80 千克，实现销售收入 72,330.55 万元，实现净利润 11,654.37 万元。公司还持有榆林地区金矿勘探探矿权
蓬莱矿业	齐家沟矿区	100%	130	6,914	6,914	5.33	9	2013 年实际开采规模 16 万吨，实现营业收入 13,835.26 万元，净利润 2,600.73 万元
	虎路线金矿区		16	2,598	2,598	16.36	3.3	
	齐家沟-虎路线探矿权		74	5442	5442	7.37		
	石桥探矿权		尚未探明					
	徐山探矿权		尚未探明					
	黑石-宁家探矿权		1	120	120	1.97		
	站马张家地区金矿探矿权		尚未探明					
合计			324,840	322,986				

来源：国金证券研究所

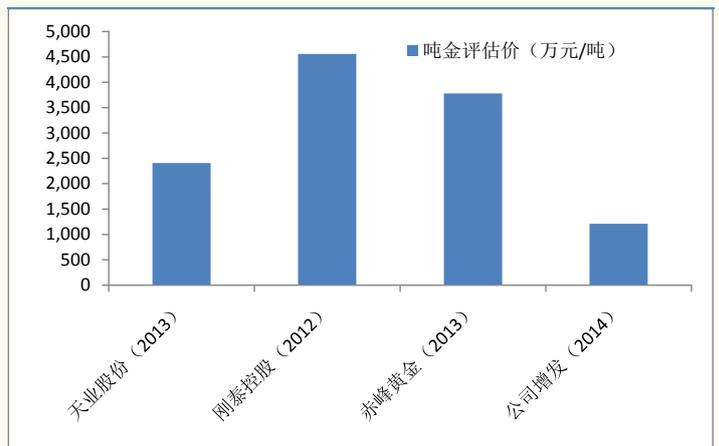
- 资源的收购价已显著下降。此次收购按总价与储量比，单吨黄金储量的价格只有 1565 万元（克金收购价为 15.65 元/克），处于近年公司并购估值的低位。同近期的同类并购对比，此次并购的估值也是较低的。

图表 10：增发收购资源的定价较低（元/克）



来源：国金证券研究所

图表 11：公司增发评估价低于近期市场并购



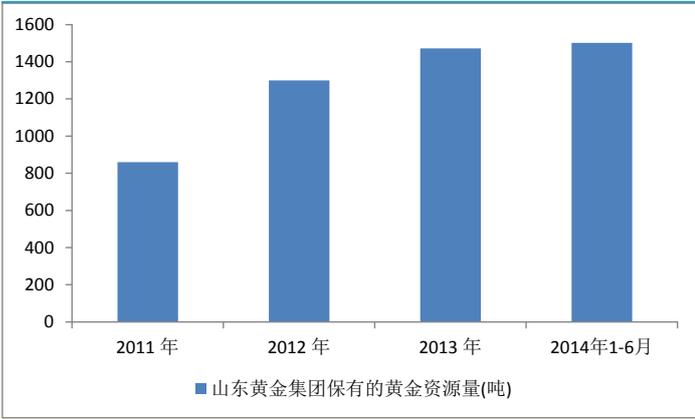
来源：国金证券研究所

### 集团资源注入潜力仍非常大

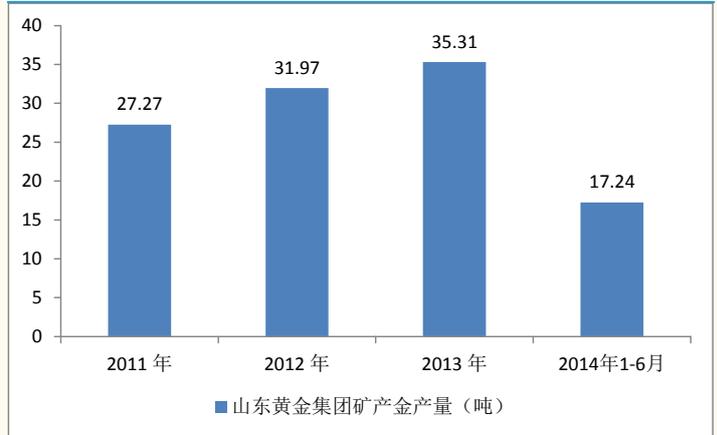
- 山东黄金集团保有的黄金储量超过了 1500 吨。除了山东黄金及此次拟注入的资产之外，山东黄金集团还保有 700 多吨的黄金资源量。在这些黄金

资源当中，主要的黄金矿山包括天承矿业，盛大矿业（数据显示，该公司拥有 105 吨以上的黄金储量），青岛公司等。

图表 12：山东黄金集团仍保有大量黄金储量



图表 13：山东黄金集团矿产金产量达 35 吨



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- 类似，山东黄金集团的在产矿山中，仍有约 7 吨的矿产金产量在山东黄金及此次拟注入资产之外，主要是青岛公司的金创集团等企业。
- 未来在避免同业竞争的条件下，山东黄金集团持有的黄金资产，在条件具备时，有注入到上市公司的可能。

图表 14：山东黄金集团仍有不少的黄金资源

	标的资产	股权	矿区	储量				权益黄金储量 吨	矿产金产量
				金 (吨)	品位 (g/t)	银 (吨)	品位 (g/t)		
黄金集团	天承矿业	100%	东季采矿权	0.34	3.14			0.34	2014H1 矿产金 277kg
			红布采矿权	0.6	3.7	0.73	4.51	0.6	
			红布探矿权	16.81	3.01	20.24	3.63	16.81	
			马塘二探矿权						
有色集团	嵩县山金	70%	九仗沟金矿	11.36	4.47			7.95	2014H1 矿产金 200kg
	海南山金	63%	抱伦金矿	11.91	10.53			7.51	2014H1 矿产金 507kg
			抱伦金矿外围探矿权						
盛大公司	鑫源矿投	100%		105.18	3.6	120.8	5.89	105.18	
		100%	马塘采矿权	0.55	2.5	1.6	73.3	0.55	
		100%	马塘二采矿权	0.91	3.31	2.96	10.79	0.91	
黄金集团	青岛公司	100%							采选能力逾 4000t/d, 2014H1 矿产金 1.22 吨
	金创集团	65%							2014H1 矿产金 883kg

来源：国金证券研究所

### 山东省内资源整合空间广阔

- 山东是全国产金大省。中国黄金协会统计数据显示，2014 年我国黄金产量达到 451.8 吨，其中，山东省的产量居全国首位，约占全国产量的 30%；就储量而言，胶东半岛金矿集中了全国 1/4 的黄金储量，而其中 90% 以上又集中分布在招远、莱州地区。此外，该地区远景储量可观。上世纪 80 年代，山东省地矿局曾预测胶东地区金矿成矿深度可达-3000 米左右，金资

源储藏量约为 3000 多吨。而近些年的实践证明，该地区实际储量或超过这一预测数字。

- **公司在山东省内对外并购的机会很大。**目前，山东省全省的黄金产量达 120 多吨，但山东黄金集团和招金集团等几家大的国企的黄金产量才 50-60 吨，并购的空间比较大。
- **山东黄金对山东资源的并购具有得天独厚的优势。**山东黄金焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿等四大主力矿山均分布于招、莱地区，在胶东金矿资源获取上具有得天独厚优势。近几年山东黄金在该区域实施资源整合战略，先后并购了一些大矿，并规划在这一区域打造世界级黄金生产基地、国内最大最先进的黄金精炼基地，目前已初具规模。

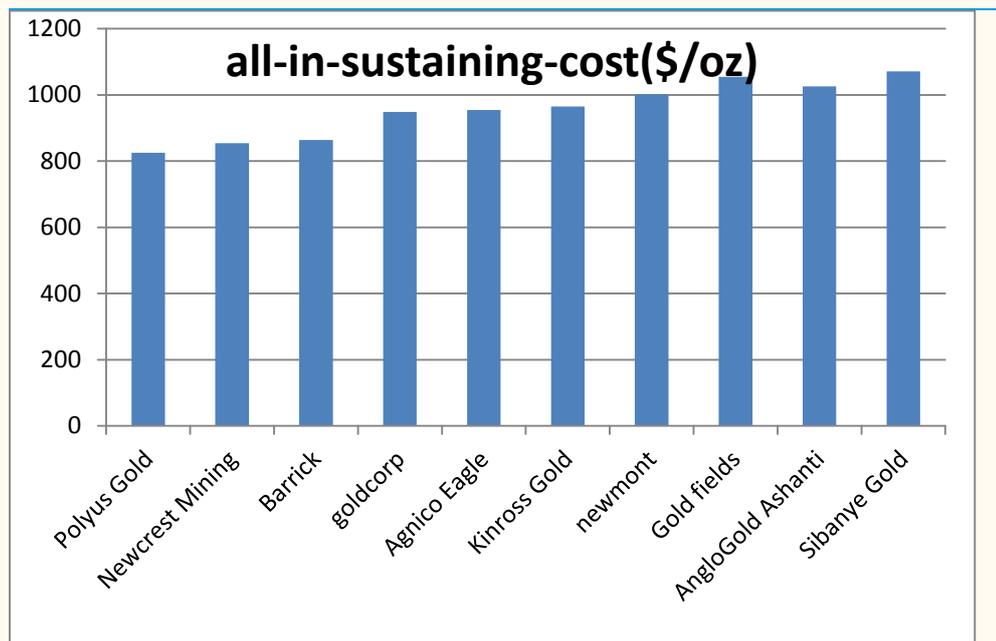
### 金价：下跌空间小，回升有潜力

进入到 2014 年后，众多投资者在强劲美元指数的预期之下，仍对黄金价格前景悲观。我们认为，当前黄金经过前期的调整后，已经反映了对美国升息、美元指数走高的预期，黄金价格继续下跌的空间有限，而回升的潜力逐步提升。

### 金价受到黄金采矿成本的支撑

- **全球主要矿商的成本正在逼近价格。**2014 年，黄金的平均价下降至 1265 美元，到如今更是降到了 1150 附近，金价与成本之间的距离越来越小，一些企业的综合成本（all in cost）已经高于金价。特别是在一些高成本地区，如南非、澳大利亚。

图表 15：2014 年全球矿商的成本（aisc）状况

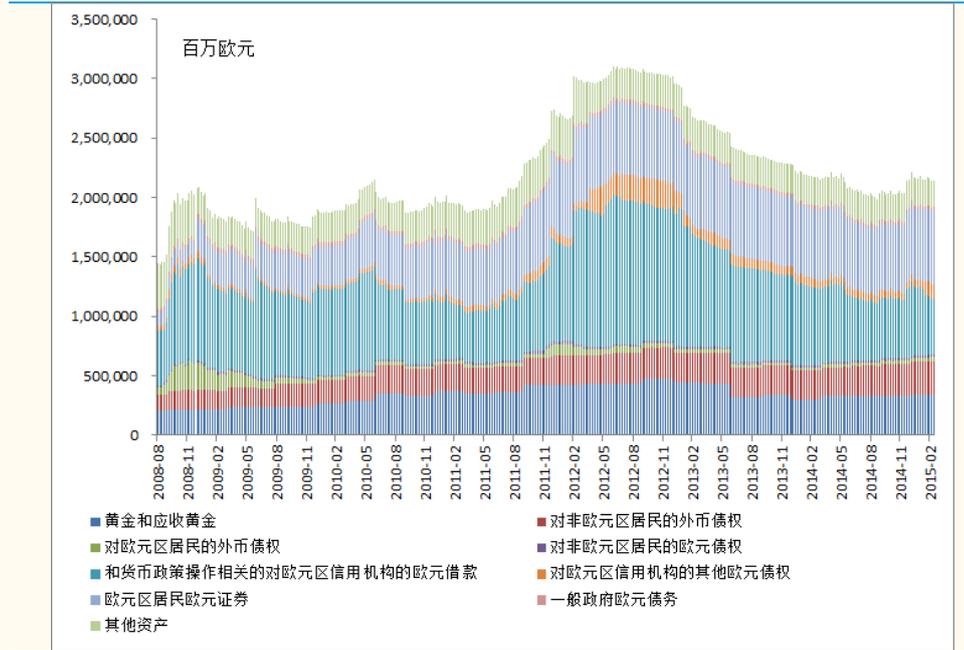


来源：国金证券研究所

### 金价仍从三大金融因素中受益

- **黄金价格受多个金融因素支撑。**我们认为，黄金是全球唯一一种得到各国公认的商品货币，其货币地位并不以政府信用为依托。而当前的全球金融货币体系是建立在信用货币体系之上的，以政府信用为基础，以货币币值的稳定和利息支付来吸引人们持有。在当前时点，我们认为黄金价格的支撑因素主要有三：

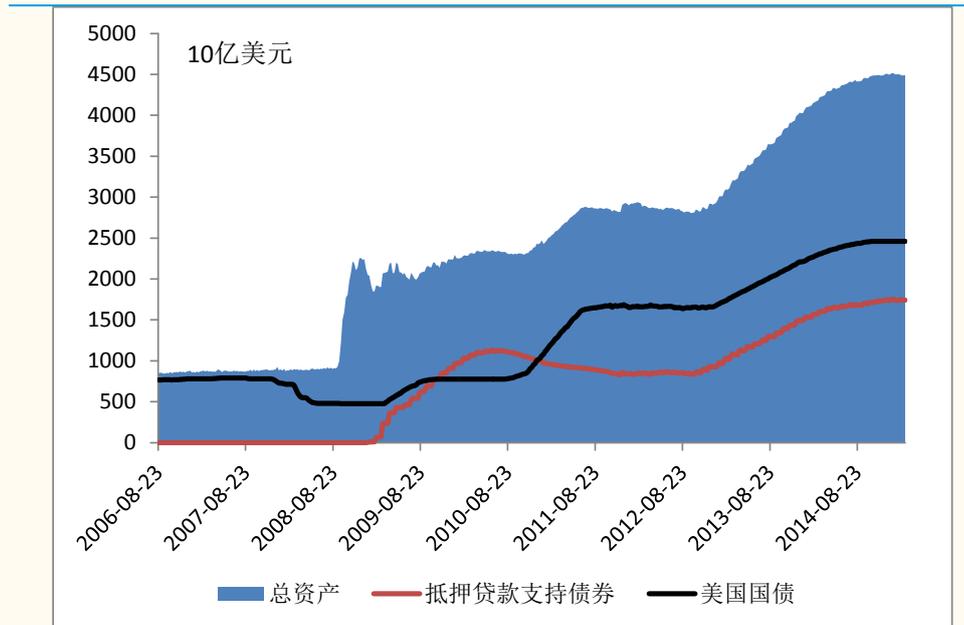
图表 16：欧洲央行资产负债表规模重新增长



来源：国金证券研究所

- 一是，全球信用货币超发严重，并有不断恶化的趋势，而信用货币的利息支付却出现了大幅度的下降。详细来看，美国虽然退出了 QE，但其庞大的资产负债表在中长期仍将存续；欧元区的量化宽松已经箭在弦上；日元的量化宽松规模仍可能提升；中国的货币发行量已居全球前列，同时，也在不断地向金融体系中注入流动性。信用货币的泛滥在不断侵蚀着货币的购买力，并相对黄金贬值。但从信用货币支付的利息来看，信用货币支付的利息已经非常低了，近一阵子以来，欧元区、瑞士、丹麦先后实现了存款的负利率，美元日元的存款利率也非常低；即便是持有国债，我们也看到，各国国债收益率已经非常低了，德国 10 年期国债收益率下降至 0.5% 以下，西班牙、意大利等国的国债收益也在 1.8% 以内，美国 10 年期国债收益率也仅为 1.8% 左右。未来，若欧元区推行 QE，则国债收益率有继续下行的空间。

图表 17：美联储资产负债表规模仍维持高位



来源：国金证券研究所

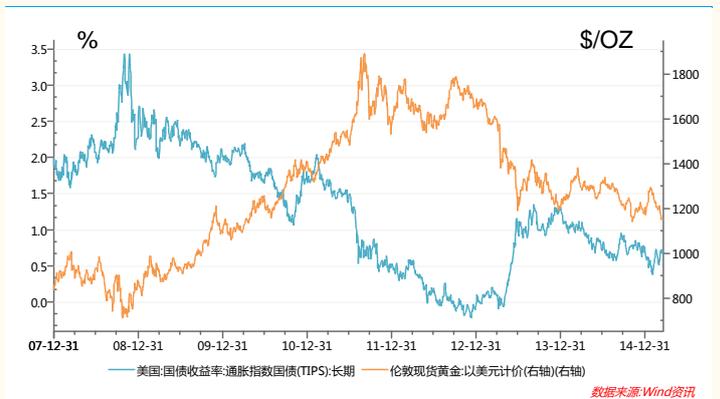
- 二是，全球信用货币的政府信用根基受到挑战，金融市场的风险也在酝酿之中，避险的需求料将持续上升。在政治风险方面：欧元区正面临着希腊求助协议的考验，稳定性存在疑虑；大宗商品特别是石油的生产国在低油价的背景下，正面临着国内政治风险不断上升的冲击。在金融市场风险方面，在低油价持续的背景下，页岩油企业所发行的垃圾债违约风险不断上升，据统计到 2014 年第三季度末，页岩油企业的负债规模达 2000 亿美元。
- 三是全球货币储备体系中黄金的权重有望增加，黄金储备提升是大方向。1) 中国等新兴市场经济体国家，从分散国际储备风险、提升信用、加快推进国际化的角度出发，有望增加黄金储备规模。2) 东欧等经济体从规避制裁、降低国际储备币值与冻结风险的角度出发，有望不断增加黄金储备。3) 此前，瑞士等国也举行了黄金公投，虽没有通过增加黄金储备的公投案，但也反映了增持黄金储备的呼声在上升。4) 在欧元的储备货币地位被削弱后，市场需求优质的资产去分散外汇储备风险，黄金分散储备资产风险的作用将不断显现。

图表 18: 发达国家 10 年期债券收益率普遍走低



来源：国金证券研究所

图表 19: 美国 tips 利率仍处下降通道

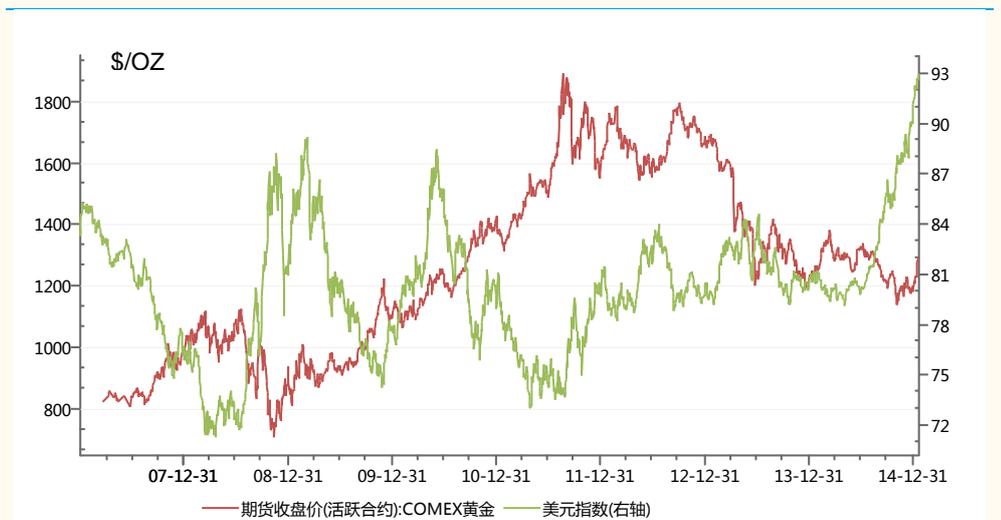


数据来源: Wind资讯

### 金价与美元指数关系复杂，短期美元指数回调有利金价

- 市场普遍存在的两个担忧：1. 美元指数上涨不利于黄金价格。2. 美国加息临近，黄金的持有成本有望上升，打压黄金投资需求。

图表 20: 美元指数与金价关系复杂



数据来源: Wind资讯

来源：国金证券研究所

- **我们认为美元指数短期有望进入调整期。**当前，我们并不否认在信用货币体系中，由于美元具有更好的经济前景和加息等货币政策前景，因此，美元在信用货币体系中是有吸引力的，但经过前期的大幅上扬后，这些预期得到了较好的反应，考虑到美国经济近期数据不佳，美元指数可能影响美国经济复苏等因素，美联储可能推迟加息，未来加息的力度与持续性也不强，美元可能会出现阶段性的调整。
- **即便美元指数上涨并不必然伴随金价下跌：**美元指数体现在信用货币体系中美元与欧元、日元等主要货币之间的比价关系，而金价体现的是黄金与美元之间的比价。美元在信用货币体系中比价，体现的是美元及各种货币的利率（通胀）现状与前景对比，美元指数的上扬并不必然导致金价的下降，这在历史的走势中也得到了验证。
- **在 2010 年上半年，欧债危机期间，避险情绪的上升推动了美元指数和金价同步上扬。**紧跟迪拜债务危机，在 2009 年末，2010 年上半年，以希腊债务问题为导火索，欧债危机爆发，直到 2010 年中，希腊救援计划获批。在此期间，特别是 4、5 月份避险情绪高涨，而美元指数与金价同时受益，都出现了大涨。在此后的爱尔兰债务危机期间，美元指数和金价也都有所上涨。

图表 21: 2010 年上半年欧洲债务危机期间，美元指数与金价同涨



来源：国金证券研究所

图表 22: 2010 年上半年，欧洲债务危机期间，避险情绪高涨



来源：国金证券研究所

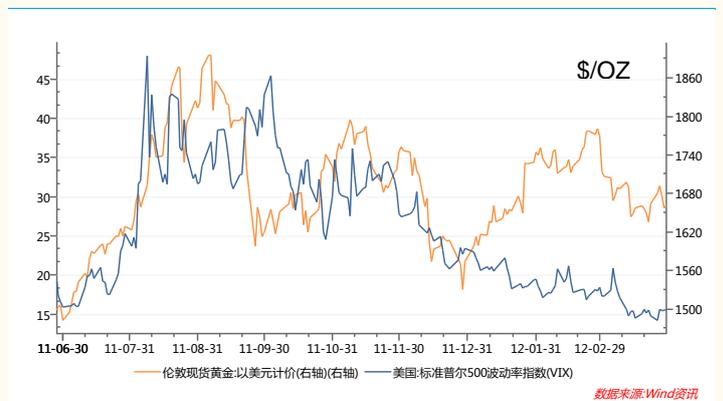
- **在 2011 年下半年，金价和美元指数短暂同步上扬。**欧元区债务国先后政局不稳，各国的求助计划纷纷遭遇挫折，欧元区命悬一线。市场避险情绪高涨，推动金价走高，而美国经济数据较好，美元指数也随后走高，金价和美元指数短暂同步上扬。

图表 23: 2011 年下半年欧洲债务危机期间，美元指数与金价部分阶段同涨



来源：国金证券研究所

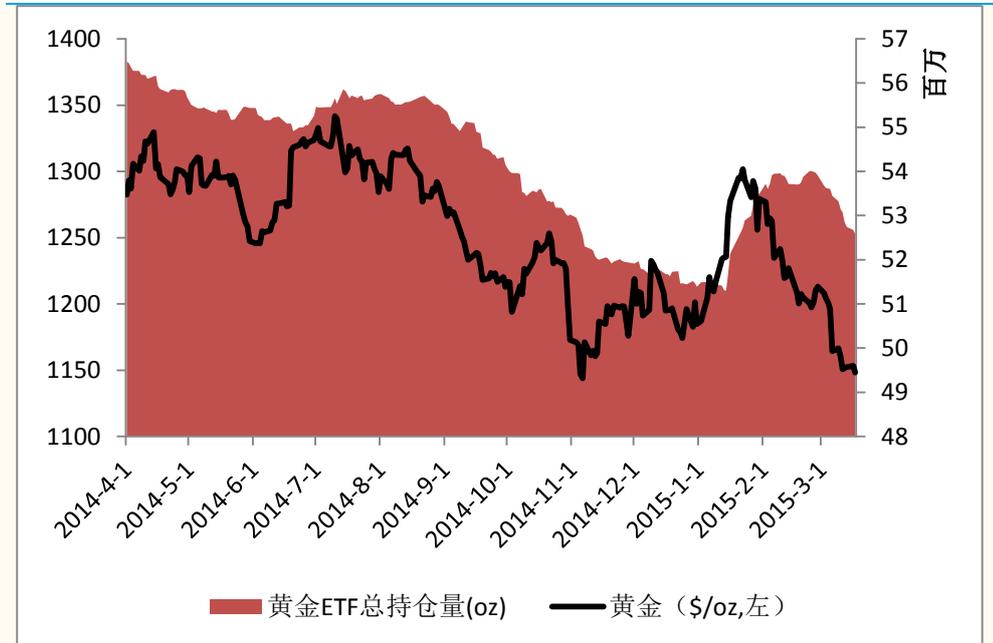
图表 24: 2011 年下半年，欧洲债务危机期间，避险情绪高涨



来源：国金证券研究所

- 若美元走高，金价关键要看美元实际利率的变化方向。我们认为，在通常情况下，加息是很可能会引导市场利率上行，但在全球量化宽松的背景下，流动性充裕、避险及欧元区收益率快速下降，导致投资者纷纷投入美国国债市场，这可能压低美国国债的收益率。因此，如海外资金的流入打压了美国的实际收益率——10年期 tips 收益率下降，这降低了黄金投资或持有成本，就会有更多的人倾向于持有黄金。

图表 25：黄金 ETF 持仓量下降趋势减缓



来源：国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- 根据前述对黄金价格与公司情况的分析，我们在盈利预测时做出如下假设：
  - 我们预计，黄金价格在 2015 和 2016 年将有所上扬，均价分别为 265 和 276 元/克。
  - 预计公司矿产金产量略有增加（未考虑增发资产的情况），而公司矿产金的成本稳中趋升。
- 据此，我们预计，公司 2015-2016 年的业绩分别为，EPS0.75 元和 1.01 元，对应当前股价的 PE 水平分别为 35 和 26 倍。

图表 26：盈利预测假设条件表

		2014	2015	2016
价格	金价 (元/克)	251.00	265	276
	银价 (元/克)	3452.99	3846.15	4273.50
销量	矿产金 (公斤)	27000	28970	30600
	合质金 (吨)	153.5	160	165
	白银 (公斤)	45000	47000	49000
单位生产成本	矿产金 (元/克)	148.18	150.56	152.17
	白银 (元/千克)	1350	1400	1450

来源：国金证券研究所

- 公司对金价弹性好。根据我们的测算，金价每上下波动 1 元/克，公司 EPS 的波动为 0.012 元。若金价上涨，公司将充分享受弹性。在同行业中，公司的吨矿产金市值及吨黄金储量市值也是最低的（中金黄金少数股东权益占比较大，近两年在利润表归属于母公司股东的净利润占净利润的比例在 75-65%之间，按 75%的权益比例计算，中金黄金吨矿产金市值要上升至 18.86 亿元，吨黄金储量市值上升至 0.80 亿元，要高于增发后的山东黄金）。

图表 27：山东黄金在同行业中弹性较好

		储量 (吨)	矿产金产 量(吨)	股本 (亿股)	股价	市值 (亿元)	每万股矿产金 产量(克)	吨矿产金 市值(亿元)	吨黄金储量 市值(亿元)	PB
山东黄金	增发前	423	27	14.23	26.34	374.82	189.74	13.88	0.89	4.19
	增发后	747	30	18.92	26.34	498.35	158.56	16.61	0.67	
中金黄金		601	25.59	29.43	12.30	361.99	86.95	14.15	0.60	3.53
紫金矿业		1073	31.22	216.5	3.88	840.02	14.42	26.91	0.78	2.98
辰州矿业	增发前	56	2.44	9.96	11.38	113.34	24.49	46.47	2.02	3.58
	增发后	126	4.3	11.32	11.38	128.82	37.99	29.96	1.02	

来源：国金证券研究所

### 投资建议

- 我们认为，受成本、流动性、避险情绪及央行储备需求支撑，黄金价格继续下跌空间有限，美元指数调整有利金价回暖；山东黄金公司的基本面也很积极，新管理层上台，员工持有计划出台，公司发展进入到新阶段；公司增发将大幅增加公司储量，提升公司矿产金产量和发展后劲；同时，山东黄金集团可供注入资源仍非常丰富，公司作为山东黄金集团的核心，资源扩张的确定性高；此外，公司作为山东省黄金行业国企龙头，对外并购扩张地域等优势明显。因此，我们给予公司买入评级。

### 风险提示

- 金价波动风险。金价的影响因素非常多，若金价在美元加息过程中，出现大幅下跌，公司业绩会面临很大的风险。
- 公司资源储量及入选品位下降风险。矿山企业的资源储量与地质品位的评估数据与实质数据因地质工作而可能存在着较大的差异。
- 公司安全生产风险。
- 公司非公开增发审批风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>39,415</b>	<b>50,228</b>	<b>46,168</b>	<b>45,871</b>	<b>50,711</b>	<b>54,691</b>	货币资金	817	898	868	800	867	867
增长率		27.4%	-8.1%	-0.6%	10.6%	7.8%	应收款项	104	148	144	209	231	249
主营业务成本	-34,995	-45,226	-42,599	-42,711	-46,970	-50,434	存货	875	1,079	804	702	772	829
%销售收入	88.8%	90.0%	92.3%	93.1%	92.6%	92.2%	其他流动资产	1,537	2,219	420	1,495	1,644	1,765
毛利	4,420	5,002	3,568	3,160	3,741	4,258	流动资产	3,333	4,344	2,236	3,206	3,514	3,711
%销售收入	11.2%	10.0%	7.7%	6.9%	7.4%	7.8%	%总资产	26.3%	24.9%	10.2%	13.8%	15.5%	17.0%
营业税金及附加	-5	-7	-7	-9	-10	-11	长期投资	97	95	534	534	534	534
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	6,033	8,055	9,706	8,951	8,479	7,869
营业费用	-25	-39	-37	-37	-41	-44	%总资产	47.7%	46.1%	44.3%	38.5%	37.4%	35.9%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	3,170	4,891	8,765	9,836	9,414	9,014
管理费用	-1,489	-1,740	-1,814	-1,651	-1,897	-2,045	非流动资产	9,328	13,116	19,656	20,054	19,181	18,180
%销售收入	3.8%	3.5%	3.9%	3.6%	3.7%	3.7%	%总资产	73.7%	75.1%	89.8%	86.2%	84.5%	83.0%
息税前利润 (EBIT)	2,900	3,217	1,710	1,463	1,793	2,157	<b>资产总计</b>	<b>12,661</b>	<b>17,460</b>	<b>21,892</b>	<b>23,260</b>	<b>22,695</b>	<b>21,891</b>
%销售收入	7.4%	6.4%	3.7%	3.2%	3.5%	3.9%	短期借款	2,253	4,040	4,825	6,792	5,072	2,790
财务费用	-182	-275	-284	-347	-355	-229	应付款项	1,169	2,087	2,340	2,380	2,619	2,814
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	0.7%	0.4%	其他流动负债	1,262	1,151	1,871	599	635	664
资产减值损失	-4	-33	-16	0	0	0	流动负债	4,684	7,278	9,036	9,771	8,327	6,269
公允价值变动收益	1	-1	13	0	0	0	长期贷款	1,043	575	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	30	22	26	其他长期负债	537	892	3,607	3,564	3,544	3,514
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	1.5%	1.3%	<b>负债</b>	<b>6,263</b>	<b>8,746</b>	<b>12,643</b>	<b>13,334</b>	<b>11,871</b>	<b>9,783</b>
营业利润	2,715	2,908	1,424	1,146	1,461	1,955	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,671</b>	<b>7,598</b>	<b>8,474</b>	<b>9,137</b>	<b>10,007</b>	<b>11,253</b>
营业利润率	6.9%	5.8%	3.1%	2.5%	2.9%	3.6%	少数股东权益	727	1,116	775	789	817	855
营业外收支	-26	-43	-11	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,661</b>	<b>17,460</b>	<b>21,892</b>	<b>23,260</b>	<b>22,695</b>	<b>21,891</b>
税前利润	2,690	2,865	1,413	1,149	1,464	1,958	<b>比率分析</b>						
利润率	6.8%	5.7%	3.1%	2.5%	2.9%	3.6%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-710	-698	-361	-287	-366	-489	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.4%	24.4%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.335	1.490	0.744	0.596	0.752	1.005
净利润	1,980	2,167	1,052	862	1,098	1,468	每股净资产	3.985	5.339	5.955	6.421	7.032	7.907
少数股东损益	80	46	-7	14	28	38	每股经营现金净流	1.620	1.676	2.031	1.098	1.943	2.116
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,900</b>	<b>2,121</b>	<b>1,059</b>	<b>848</b>	<b>1,070</b>	<b>1,430</b>	每股股利	0.150	0.160	0.100	0.130	0.130	0.130
净利率	4.8%	4.2%	2.3%	1.8%	2.1%	2.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	33.50%	27.91%	12.49%	9.28%	10.69%	12.71%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	15.01%	12.15%	4.84%	3.64%	4.71%	6.53%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	投入资本收益率	21.03%	17.20%	7.23%	5.43%	6.95%	8.82%
净利润	1,983	2,217	1,120	862	1,098	1,468	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	25.07%	27.44%	-8.08%	-0.64%	10.55%	7.85%
非现金支出	678	984	1,184	1,307	1,305	1,328	EBIT增长率	52.66%	10.91%	-46.83%	-14.47%	22.60%	20.30%
非经营收益	195	211	151	265	327	188	净利润增长率	55.31%	11.63%	-50.09%	-19.93%	26.21%	33.71%
营运资金变动	-549	-1,028	435	-872	34	28	总资产增长率	32.12%	37.91%	25.38%	6.25%	-2.43%	-3.54%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,306</b>	<b>2,385</b>	<b>2,890</b>	<b>1,562</b>	<b>2,764</b>	<b>3,012</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-2,295	-2,634	-2,439	-1,687	-429	-325	应收账款周转天数	0.1	0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
投资	3	-720	-2,995	0	0	0	存货周转天数	5.9	7.9	8.1	6.0	6.0	6.0
其他	490	128	-282	30	22	26	应付账款周转天数	6.8	9.7	14.4	12.0	12.0	12.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,802</b>	<b>-3,226</b>	<b>-5,716</b>	<b>-1,657</b>	<b>-407</b>	<b>-299</b>	固定资产周转天数	39.6	41.1	60.1	55.3	45.9	39.8
股权募资	0	57	0	0	-14	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	136	1,320	2,198	422	-1,719	-2,281	净负债/股东权益	38.75%	42.66%	64.28%	80.40%	57.22%	32.32%
其他	-346	-454	592	-396	-557	-432	EBIT利息保障倍数	16.0	11.7	6.0	4.2	5.1	9.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-211</b>	<b>922</b>	<b>2,790</b>	<b>26</b>	<b>-2,290</b>	<b>-2,713</b>	资产负债率	49.47%	50.09%	57.75%	57.33%	52.30%	44.69%
<b>现金净流量</b>	<b>293</b>	<b>81</b>	<b>-36</b>	<b>-68</b>	<b>67</b>	<b>0</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.33</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD