



分析师

曹腾、闵丹

电话: 010-88085961

Email: mindan@hysec.com

山东黄金 (600547)  
增持 (首次)

调研简报



外延式扩张和内生性增长的典范

## 事件:

1月12日我们到公司进行了实地调研,与公司董秘就公司未来的经营情况和经营战略进行了深入交流,公司拥有优秀的管理团队,同时背靠集团公司,拥有丰富的黄金资源储量,成长性突出,是一家优质的黄金公司,同时不断地资产注入预期也使得公司持续受到市场的关注。

## 点评:

公司目前黄金储量达 283 吨。公司自上市以来,一直坚持“抓资源整合,打造黄金航母”的发展目标,对外加大黄金优质矿产的收购力度,对内不断加大深度挖潜和外围探矿,黄金储量连年递增。08 年底公司收购内蒙古柴胡栏子金矿增加黄金储量 19.75 吨;09 年 6 月公司竞购了莱州市地质矿产勘查有限公司出售的莱州市新立村金矿详查探矿权之 55-91 勘探线矿段,金金属资源量增加 33 吨;12 月 26 日公司竞购三山岛金矿区外围地质普查探矿权,增加黄金储量 11 吨,未来的远景储量也值得期待;同时 2009 年公司通过内部挖潜,增加黄金量约 28-30 吨。截止目前公司共拥有黄金储量 283 吨。

未来两年矿产金产量大幅提升。我们预计公司 2009 年生产矿产金 17.7 吨,今明两年随着焦家金矿技改 6000 吨/日选厂项目达产,三山岛扩建 8000 吨选厂项目 2010 年投产,将新增矿产金产量 10 吨左右,另外,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将大幅提升,预计公司 10-11 年矿产金产量约为 20 吨和 27.5 吨,较 09 年产量分别增加 17.64% 和 55.37%。

研发与安保投入加大,提高了公司的克金成本。近两年,公司在加大矿产资源开发和收购力度的同时,不忘加大研发投入,并积极响应国家安全与环保的政策要求,加大安保投入,致使公司的费用近年来一直维持在较高水平,从而抬高了公司的克金成本。但公司也一直在致力于提高管理效率和技术水平方面不断努力,逐步形成了“分散采和集中选”的生产管理格局,采选规模不断加大,在一定程度上降低了管理成本和生产成本,目前公司的克金完全成本约为 130 元/克。

内部挖潜促公司实现内生性成长。公司意识到资源的重要性,除了依靠集团的资产注入外,也不断加大内部探矿的投入量,进行深度挖潜和外围探矿,08 年公司投入了约 1.2 亿元,新增黄金量 26 吨;09 年公司继续投入 1.2-1.5 亿元,进一步增加黄金量 28-30 吨,对应每吨黄金投入约为 400-500 万元/吨,明显低于公司外部收购的

1500 万元/吨的价格，大大低于外部购矿的成本。未来公司将继续不断地加大投入力度，促进公司实现内生性成长。

**集团资产持续注入预期提升公司吸引力。**公司背靠山东黄金集团这个参天大树，大大提升了公司的吸引力。山东黄金集团近年来频频在黄金资源领域出手，先后收购了寺庄、东风、龙头旺、西林、九丈沟和海南抱伦等金矿，目前储量约为 600-800 吨，大大增强了市场对于集团资源注入的预期。按照集团与公司的发展战略规划，通常由集团出面进行黄金矿产资源的收购、探矿和整顿，待成熟后注入上市公司，从而保证第一时间为上市公司创造效益。目前来看集团 07 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，储量已比 07 年收购时高出很多，而且很多矿区的采选线已经建成或技改完成，实现稳定生产，因此我们预计为了实现公司上市时的承诺和目标，以及拓宽未来的成长空间，今明两年大规模资产注入的预期比较强烈，一旦注入将大幅度提高公司现有的黄金资源量，值得持续的跟踪和关注。从资源价值的角度来看，公司目前的吨黄金市值约为 1.97 亿元/吨，高于中金黄金的 1.33 亿元/吨和紫金矿业的 1.95 亿元/吨，与国际上主要黄金股的吨储量市值 1255 万美元/吨（约 0.86 亿元/吨）相比，约为其 2.29 倍。如果考虑到今年有可能注入的金矿资产，我们预计将新增金金属量 200 吨左右，届时公司的资源量将实现接近翻番，对应的吨储量市值也将降至 1.09 亿元/吨，以至低于中金黄金和紫金矿业，并接近国际主要黄金股的平均水平，从而其价值投资将更加明显。

**业绩最为敏感的黄金股上市公司，预计公司 09-10 年每股收益为 1.18 元和 1.96 元，给予“增持”评级。**考虑到 09 年全球流动性的泛滥，以及近期个别国家上调基准利率水平、美国国债隐含通胀预期上升、中国农产品价格上涨明显，导致投资者对通胀预期增强，市场中已经出现个人投资者购买黄金保值行为；而中长期来看，宽松的流动性将导致美元指数呈现下降趋势，因此我们有理由相信未来几年黄金价格将维持高位震荡，950-1100 美元/盎司是大概率区间。预计 10-11 年黄金价格将为 1050 美元/盎司和 1000 美元/盎司，根据前面的产量预测，公司 09-10 年每股收益可达 1.18 元和 1.96 元，以 1 月 21 日收盘价 72.88 元计算，对应的动态 PE 分别为 61.76 倍和 37.18 倍。另外由于公司的黄金业务占到了营业收入的 98% 左右，因此业绩对金价的敏感性很高，金价每上涨 10 元/克，公司的业绩将增加 0.2 元，大大高于黄金类上市公司平均 0.092 元的平均水平。同时考虑到资产注入的预期，给予公司“增持”评级。

**表 1：山东黄金资源储量**

矿山名称	权益比例 (%)	储量 (吨)	矿石品位 (克/吨)
新城金矿	100	42	4.29
焦家金矿	100	28.7	3.45
金州金矿	51	12	5.02
金仓金矿	100	56	4.1
三山岛金矿	100	12.3	3.22
玲珑金矿	100	7	7.17
沂南金矿	100	3.3	
鑫汇金矿	100	9.7	4.53

柴胡栏子金矿	73.52	19.75	4.99
08年内部探矿新增		26	
新立村金矿		33.16	2.96
三山岛金矿外围探矿权		11	
09年内部探矿新增		28-30	
<b>合计</b>		<b>283.5</b>	

资料来源：宏源证券

**表 2：产量**

产品（吨）	2009	2010	2011
精炼金	100	105	110
矿产金	17.7	20	27.5

资料来源：宏源证券

**表 3：山东黄金集团主要优质资源**

矿山名称	权益比例（%）	探明储量（吨）	平均品位（克/吨）	地理位置
招远东风矿区	100	100	2.79	山东
寺庄金矿	100	100	4.45	山东
抱伦金矿	63	80		海南
归来庄金矿	100	16.3-20	7.77	山东
西林金矿	51	20		山东
九丈沟金矿	70	9.88		河南
鲁地金矿	51	尚处于探矿阶段		山东
河西金矿	51	尚处于探矿阶段		山东
实盘沟金矿	70	尚处于探矿阶段	4.99	河南
果洛龙洼金矿		30，外围仍在探矿		青海

资料来源：宏源证券

**表 4：国内黄金类上市公司的吨储量市值**

公司名称	市值（亿元）	储量（吨）	吨储量市值（亿元/吨）
山东黄金	545	276	1.97
中金黄金	440	330	1.33
紫金矿业	1368	701.5	1.95
<b>平均</b>			<b>1.75</b>

资料来源：宏源证券

**表 5：国内黄金类上市公司估值水平**

公司名称	股价（元）	EPS			PE		
		09	10	11	09	10	11
山东黄金	76.99	1.18	1.96	2.65	65.24	39.28	29.05
中金黄金	56.07	0.53	1.33	1.79	105.8	42.16	32.98
恒邦股份	51.12	0.84	1.06	1.26	60.86	48.22	40.57

紫金矿业	9.4	0.28	0.43	0.47	33.57	21.86	20
辰州矿业	24.84	0.2	0.38	0.47	124.2	65.37	52.85
<b>平均</b>					<b>94.72</b>	<b>52.325</b>	<b>40.95</b>

资料来源：宏源证券

**表 6：国内黄金类上市公司的敏感性分析**

公司名称	矿产金产量 (吨)	总股本 (亿股)	每亿股黄金产量 (吨)	金价波动 10 元/克 EPS 变动 (元)
山东黄金	17.7	7.12	2.49	0.2
中金黄金	12.5	7.91	1.58	0.12
恒邦股份	8	1.92	4.16	0.08
紫金矿业	31.2	145	0.215	0.02
辰州矿业	1.1	5.47	0.2	0.04
<b>平均</b>				<b>0.092</b>

资料来源：宏源证券

**表 6：盈利预测表**

	2008	2009E	2010E	2011E
单位 (万元)				
一、营业总收入	1987312.13	2218337.10	2356142.89	2446332.86
营业收入	1987312.13	2218337.10	2356142.89	2446332.86
二、营业总成本	1901822.39	2110687.62	2183049.07	2215420.66
营业成本	1813666.44	2025059.81	2085269.14	2113897.84
营业税金及附加	171.06	221.83	235.61	244.63
销售费用	2543.54	2883.84	3062.99	3180.23
管理费用	71177.44	73205.12	77752.72	80728.98
财务费用	7473.54	7986.01	8482.11	8806.80
资产减值损失	6790.37	1331.00	8246.50	8562.16
三、其他经营收益				
投资净收益	4649.75	1109.17	2356.14	2446.33
四、营业利润	90149.20	108758.64	175449.96	233358.53
加：营业外收入	2548.96	554.58	589.04	611.58
减：营业外支出	3123.05	2218.34	2356.14	2446.33
五、利润总额	89575.12	107094.89	173682.85	231523.78
减：所得税	22079.18	16064.23	26052.43	34728.57
六、净利润	67495.94	91030.66	147630.43	196795.21
减：少数股东损益	3815.12	7320.51	7775.27	8072.90
归属母公司所有者净利润	63680.82	83710.14	139855.15	188722.32
七、每股收益				
股本 (万股)	35576.81	71153.62	71153.62	71153.62
基本每股收益 (元)	1.8	1.18	1.96	2.65

资料来源：宏源证券

图 1：黄金价格走势



资料来源：宏源证券

**销售经理：万玮**  
**联系电话：010-88085990**  
**电子信箱：wanwei1@hysec.com**

**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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
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6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上