

动态报告/公司快评

有色金属

山东黄金 (600547)
推荐

有色金属冶炼

股权收购快评

(维持评级)

2010年11月5日

大幅度提高黄金储量，维持“推荐”评级

分析师： 彭波 0755-82133909 pengbo@guosen.com.cn SAC 执业证书编号： S0980209080404
 联系人： 谢鸿鹤 0755-82130646 xiehh@guosen.com.cn

事项：

根据《山东黄金第三届董事会第六十次会议决议公告》，公司将以 12.45 亿元的现金收购山东金石矿业 75%的股权。山东金石矿业拥有位于莱州市曲家地区 16.7 平方千米腾家金矿探矿权，其中详查面积为 1.94 平方千米查明储量金金属量为 71.395 吨，并预计除此详查面积外的其他勘查范围内，有约 30 吨金金属储量（已基本完成详查工作但未及出具详查报告，此部分由山东黄金另外预支付 4 亿元，待出具并储量备案后按评估价值抵扣）。同时，对于其余 25%股权，在此次股权转让完成之日起 6 个月内，山东黄金享有优先选择购买权。

评论：

■ 此次收购将为公司增加 76.05 吨权益黄金储量，黄金资源储量大幅增长 27.16%

根据公司公告披露信息，山东金石矿业拥有位于公司新城金矿临近的莱州市曲家地区 16.7 平方千米的腾家金矿探矿权，已完成详查的 1.94 平方千米范围内查明储量金金属量为 71.395 吨，银金属量 94 吨。其中，控制的内蕴经济资源量（332）中金金属量为 30.56 吨，银金属量为 41 吨，推断的内蕴经济资源类（333）中金金属量为 40.83 吨，银金属量 53 吨。除此详查范围外，预计有 30 吨左右的金金属储量，此部分已经基本完成详查工作但未及出具详查报告。

表 1：金石矿业腾家金矿探矿权

储量类型	平均品位	金属量 (吨)
控制的内蕴经济资源量 (332)	3.28g/t	30.56
推断的内蕴经济资源量 (333)	3.37g/t	40.83
1.94 平方千米详查段小计	3.33g/t	71.39
其余矿段小预计		30.00
探明储量合计		101.39

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

这里我们按照 75%的权益计算，此次收购将增加公司 76.05 吨权益黄金储量，使公司黄金总储量达到 356 吨，大幅增长 27.16%。同时，根据公告，对于金石矿业其余 25%股权，将在此次股权转让完成之日起 6 个月内，山东黄金享有优先选择购买权。我们认为，公司对其余股权进行优先购买是大概率事件，那么公司黄金总储量将达到 381 吨，即金金属储量上升 36.21%。此外，金石公司持有标的探矿权位于公司持有的新城金矿《采矿许可证》之许可开采范围旁侧，将有助于公司延伸扩大新城金矿《采矿许可证》之许可开采范围，可集约开采并利用现有选矿能力，降低开采成本，进一步提升公司盈利能力和竞争力。

■ 以自有资金收购股权，克金对价仅为 23.25 元

我们整理了山东黄金自 2004 年以来的历次矿权收购事项。表 2 显示，2006 年之后公司的系列矿权收购行为均是以自有资金进行，并未对股本进行摊薄。另外，对比收购当月的黄金均价并考虑到所收矿山资源的品位，我们认为公司收购矿权的克金对价相对合理，这就较好地维护了投资者的利益。

表 2: 山东黄金历次矿权收购及克金对价

	焦家金矿	金仓矿业等	赤峰柴胡栏子	新立村金矿	三山岛金矿	鑫莱公司	腾家金矿	中金黄金
支付金额 (亿元)	1.97	19.84	2.6	6.69	1.61	1.67	12.45	30
权益金金属量 (吨)	26.32	88	13.65	33.16	11.17	7.03	53.55	104
品位 (克/吨)	4.31	2~3	4.99	2.96	2.97	3.6-4.62	3.33	4.56-5.0
克金价格 (元/克)	7.48	22.54	19.05	20.18	14.42	23.71	23.25	28.85
收购当月黄金均价 (元/克)	106.6	162.4	182.0	208.8	247.8	264.2	290	265.7
收购时间	2004.08	2006.08	2008.12	2009.06	2009.11	2010.05	2010.11	2010.08
收购方式	募股资金	非公开发行	自有资金	自有资金	自有资金	自有资金	自有资金	非公开增发

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

■ 基建投资达产时间为 3 年，未来每年将为公司新增约 3.3 吨左右的自产黄金

公司此次收购的腾家金矿与焦家金矿、新城金矿同处在焦家成矿带上，南侧为焦家金矿，北东侧为新城金矿。腾家金矿的矿石与目前焦家金矿和新城金矿矿山生产矿石特征基本相同，说明矿石加工技术性能基本一致，属易选矿石，完全可采用焦家金矿的选矿工艺流程和方法。由于腾家金矿详查区紧邻公司所属新城金矿采区，因此公司结合新城金矿现有生产规模 5000 吨/天，在水、电、开发技术等生产配套条件齐备的情况下，预计该 1.94 平方公里详查区资源储量的基建投资达产时间为 3 年。

我们根据《山东省莱州市曲家地区金矿普查（详查区）探矿权评估报告书》中采用的折现现金流量法评估方法所选取的评估主要参数：“生产规模为 99 万吨/年，矿山的计算服务年限为 20 年 9 个月（基建期+生产期）。产品方案为合质金；选冶总回收率为 92.64%”初步估算，预计腾家金矿未来每年将为公司新增约 3.3 吨左右的自产黄金产量，其中权益自产黄金量约 2.5 吨，也将进一步提升公司盈利能力和竞争力。

■ P/NAV 估值显示，公司股价仍有较大上涨空间，维持对公司的“推荐”投资评级

2010 年，公司确定的生产经营目标是自产黄金产量 18.20 吨。我们以 2010、2011 年和 2012 年公司矿产金数量分别为 18.87 吨、20.842 吨和 22.27 吨黄金售价分别为 250 元/克、290 元/克和 300 元/克的假设前提测算，预测公司 2010 年和 2011 年的每股收益分别为：1.00 元、1.44 元/股和 1.63 元/股。价格弹性分析显示，黄金价格每变动 10 元/克，将分别影响公司 2010 年、2011 年和 2012 年的业绩 0.07 元、0.09 元/股和 0.09 元/股。

国际上流行采用 P/NAV 指标对黄金类上市公司进行估值，该指标一般在公认的 1.5~3.0 的区间范围内波动。我们认为资源拥有所体现的价值在该指标中被赋予较大的权重，具有更客观的一面。用该指标对山东黄金进行估值，结果显示公司合理股价应该在 45.04~90.07 元之间，对比目前市价，公司股价仍有较大上涨空间。

基于对未来金价中长期走势的乐观预期，以及对公司资源储备继续增长的可预期性、公司矿产金产量未来三年仍将持续提高的增长性，我们维持对公司“推荐”的投资级别。

表 3: 山东黄金 P/NAV 估值

储量 (吨)	356.05
吨完全成本 (万元/吨)	14,000.00
黄金平均售价 (万元/吨)	30,000.00
利润总额 (万元)	5,696,740.00
所得税率 (%)	0.25
净利润(万元)	4,272,555.00
总股本 (万股)	142,307.25
P/NAV=1.5 时的股价 (元/股)	45.04
P/NAV=3.0 时的股价 (元/股)	90.07

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	401	650	590	716	营业收入	23360	34615	40721	42477
应收款项	140	208	244	255	营业成本	21299	31476	36490	37828
存货净额	394	599	693	716	营业税金及附加	2	3	3	3
其他流动资产	456	346	407	425	销售费用	28	41	48	51
流动资产合计	1392	1803	1934	2112	管理费用	854	903	1056	1086
固定资产	3542	5095	6489	7761	财务费用	81	129	137	122
无形资产及其他	1108	1071	1035	998	投资收益	20	20	20	20
投资性房地产	209	209	209	209	资产减值及公允价值变动	(29)	5	5	5
长期股权投资	11	11	11	11	其他收入	0	(0)	0	(0)
资产总计	6263	8190	9678	11091	营业利润	1087	2088	3011	3411
短期借款及交易性金融负债	1790	2326	2125	1790	营业外净收支	7	7	7	7
应付款项	334	497	574	594	利润总额	1094	2095	3018	3418
其他流动负债	483	643	744	769	所得税费用	280	545	785	889
流动负债合计	2607	3466	3443	3153	少数股东损益	68	131	188	213
长期借款及应付债券	300	300	300	300	归属于母公司净利润	746	1420	2045	2316
其他长期负债	167	231	296	360					
长期负债合计	467	531	596	660	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3074	3997	4039	3812	净利润	746	1420	2045	2316
少数股东权益	309	404	542	699	资产减值准备	(34)	(34)	0	0
股东权益	2880	3788	5097	6580	折旧摊销	354	271	400	522
负债和股东权益总计	6263	8190	9678	11091	公允价值变动损失	29	(5)	(5)	(5)
					财务费用	81	129	137	122
					营运资本变动	(227)	194	51	57
					其它	84	129	138	156
					经营活动现金流	952	1976	2630	3047
					资本开支	(958)	(1752)	(1752)	(1752)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(958)	(1752)	(1752)	(1752)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	300	0	0	0
					支付股利、利息	(199)	(511)	(736)	(834)
					其它融资现金流	(83)	536	(201)	(335)
					融资活动现金流	120	25	(938)	(1169)
					现金净变动	114	249	(60)	126
					货币资金的期初余额	287	401	650	590
					货币资金的期末余额	401	650	590	716
					企业自由现金流	346	336	1011	1423
					权益自由现金流	564	776	708	998

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。