

山东黄金（600547）

黄金龙头，量价齐升

买入（首次）

2023年04月20日

证券分析师 杨件

执业证书：S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

证券分析师 王钦扬

执业证书：S0600523030004

wangqy@dwzq.com.cn

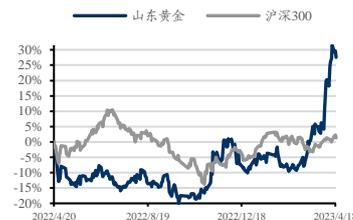
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	50,306	51,192	56,288	60,449
同比	48%	2%	10%	7%
归属母公司净利润（百万元）	1,246	2,470	3,131	4,556
同比	743%	98%	27%	46%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.28	0.55	0.70	1.02
P/E（现价&最新股本摊薄）	95.08	47.96	37.84	26.00

关键词：#产能扩张 #产品价格上涨

投资要点

- **最纯黄金龙头**：公司位于山东济南，自成立至今近 20 年，国有控股，为 A+H 股上市企业。公司 2022 年黄金行业毛利占比 97%。为行业最高。公司现形成了从勘探到黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链。
- **加息尾声渐进，金价趋势上行**：2023 年 3 月，美国经济数据低于预期，显示美国劳动力市场有所降温；各国央行加大购金力度，俄罗斯和澳大利亚主权基金亦加大黄金投资。在紧缩带来银行风险事件的影响下、美国加息步入尾声已成定局。美债长短收益率倒挂并非长久，短端收益率下降来修正收益率曲线为必然之势；实际利率作为黄金价格的反向锚，中枢下移，黄金价格看涨。
- **内外并举，产量增速行业最快**：2022 年，公司矿产金产量 38.7 吨，其中境内矿山产金 32.6 吨，占境内矿产金产量总量的 13.1%，其中，焦家金矿年黄金产量突破 10 吨，成为全国第一黄金生产矿山。我们测算的 2023-2025 年公司黄金产量 CAGR 高达 29%。
- **拟控股银泰黄金，协同优势显著**：2022 年底，山东黄金拟收购银泰黄金 20.93% 股份。银泰黄金为民营龙头，矿产金毛利率持续为行业最高。通过本次收购，山东黄金将加强与银泰黄金之间的产业协同，实现西南、东北地区的资源从无到有、以点带面的战略布局，提高省外主要成矿区区域竞争力。
- **纵享涨价与费用下降的双重弹性**。根据公司 2022 年的成本和费用水平，在不考虑产量增长的情况下，当黄金年均价增长 50%，公司 2022 年 PE 由 95 倍下降至 20 倍；而横向比较，山东黄金的 PE 水平下降速度亦为全行业最快。而由于产量恢复，公司 2022 年克金成本、三费率亦同比下降 20%、5%。考虑黄金步入牛市、控股银泰黄金后在降本增效上实现协同，公司有望纵享涨价与成本费用下降的双重弹性。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计公司 2023-2025 年收入为 512/563/604 亿元，同比增长 1.76%/9.95%/7.39%；归母净利润为 25/31/46 亿元，同比增长为 98.26%/26.75%/45.53%，对应 PE 分别为 48/38/26 倍。此处选取银泰黄金、湖南黄金为可比公司，得出公司估值水平高于可比公司均值，但考虑公司作为黄金最纯标的，龙头地位巩固且具备高涨价弹性与成长性；因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示**：公司黄金产量不及预期；金价波动；美国流动性转向。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.48
一年最低/最高价	16.58/27.60
市净率(倍)	5.16
流通 A 股市值(百万元)	95,710.46
总市值(百万元)	118,456.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.13
资产负债率(% ,LF)	59.55
总股本(百万股)	4,473.43
流通 A 股(百万股)	3,614.44

相关研究

内容目录

1. 山东黄金：最纯黄金龙头	4
1.1. 黄金行业龙头，全产业链发展	4
1.2. 股权结构稳定，业务布局全面	4
1.3. 黄金业务修复，营收利润稳定攀升	5
2. 加息尾声渐进，金价趋势上行	7
3. 内外并举，产量增速行业最快	8
3.1. 生产运营冲击结束，黄金产量恢复至正常水平	8
3.2. 境内扩张：内部扩建+省内资源整合	9
3.3. 海外扩张：贝拉德罗金矿、特麦克公司和卡蒂诺资源齐发力	12
3.4. 2023-2025 年黄金产量 CAGR 高达 29%	14
4. 拟控股银泰黄金，协同优势显著	14
4.1. 银泰黄金：民营龙头，盈利能力行业领先	14
4.2. 拟收购银泰黄金 20.93% 股权，有望借鉴低成本经验	15
5. 纵享涨价与费用下降的双重弹性	16
5.1. 涨价弹性领先行业	16
5.2. 克金成本、费用率显著下降	17
6. 盈利预测、估值与投资建议	18
7. 风险提示	19

图表目录

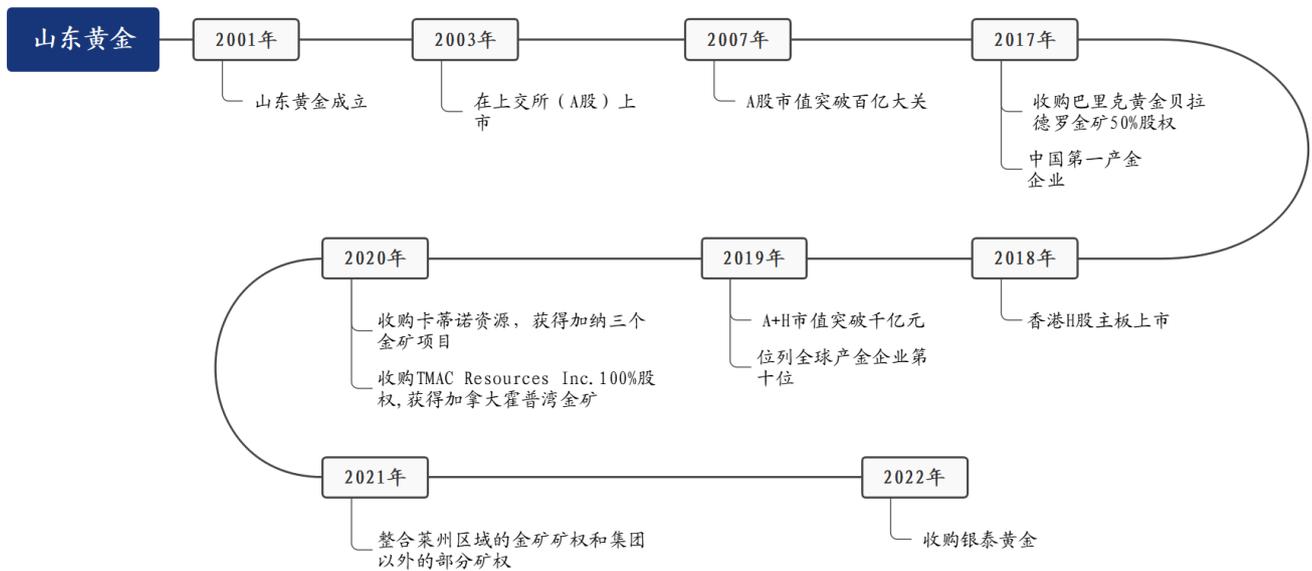
图 1:	山东黄金发展历程	4
图 2:	山东黄金股权结构和公司投资 (2023.4.17)	5
图 3:	公司营收及同比情况	5
图 4:	公司归母净利润及同比情况	5
图 5:	公司主营产品营收构成	6
图 6:	公司各业务毛利率	7
图 7:	公司各业务毛利贡献度变化	7
图 8:	ADP 增加值显著低于预期	7
图 9:	美国 PMI 下行显著	7
图 10:	美债持续倒挂	8
图 11:	黄金价格走势与美国实际利率趋势相反	8
图 12:	公司黄金产量和营业利润情况	8
图 13:	山东黄金国内矿山情况一览 (截至 2021 年 12 月 30 日)	9
图 14:	贝拉德罗金矿位置	12
图 15:	贝拉罗德金矿采矿权情况	12
图 16:	Namdini 项目位置	13
图 17:	Namdini 项目地质情况	13
图 18:	Bolgatanga 勘探项目情况	13
图 19:	Subranum 勘探项目情况	13
图 20:	银泰黄金毛利率持续领先行业	15
图 21:	并购前银泰黄金股权结构	16
图 22:	并购后银泰黄金股权结构	16
图 23:	公司克金成本有所下降	17
图 24:	公司 2022 年费用水平有所下降 (单位: 万元)	18
表 1:	公司省内并购项目	10
表 2:	公司各矿山扩产梳理 (单位: 吨)	14
表 3:	公司业绩弹性较大 (PE 为 2022 年 PE, 2023 年 4 月 16 日)	16
表 4:	公司涨价弹性领先行业 (2023.4.14)	17
表 5:	公司盈利预测	18
表 6:	可比公司估值 (2023 年 4 月 20 日)	19

1. 山东黄金：最纯黄金龙头

1.1. 黄金行业龙头，全产业链发展

公司成立于 2001 年，2003 年在上交所上市，2018 年在港交所上市，2019 年实现 A+H 股市值突破千亿，经过 26 年的发展，公司龙头主业——黄金领域形成了勘探、采矿、选矿、精炼和黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链；关注铜、银、铅、锌、锂等有色金属产业发展，优化公司产业结构；协同发展矿山勘探、矿业装备、产业链金融和大宗商品贸易业务。公司拥有上游核心竞争优势，通过成功收购山东莱州鲁地金矿 100% 股权、山东地矿来金 100% 股权、莱州鸿昇矿业 45% 股权、山东天承矿业 100% 股权，奠定胶东地区世界级黄金生产基地基础。截至 2022 年 12 月，焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿、新城金矿累计产金突破百吨。2022 年，公司矿产金产量 38.7 吨，占全国矿产金 13.09%；境内矿山产金 32.616 吨，占全国的 22%，是中国境内矿产金产量最高的上市公司。

图1：山东黄金发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

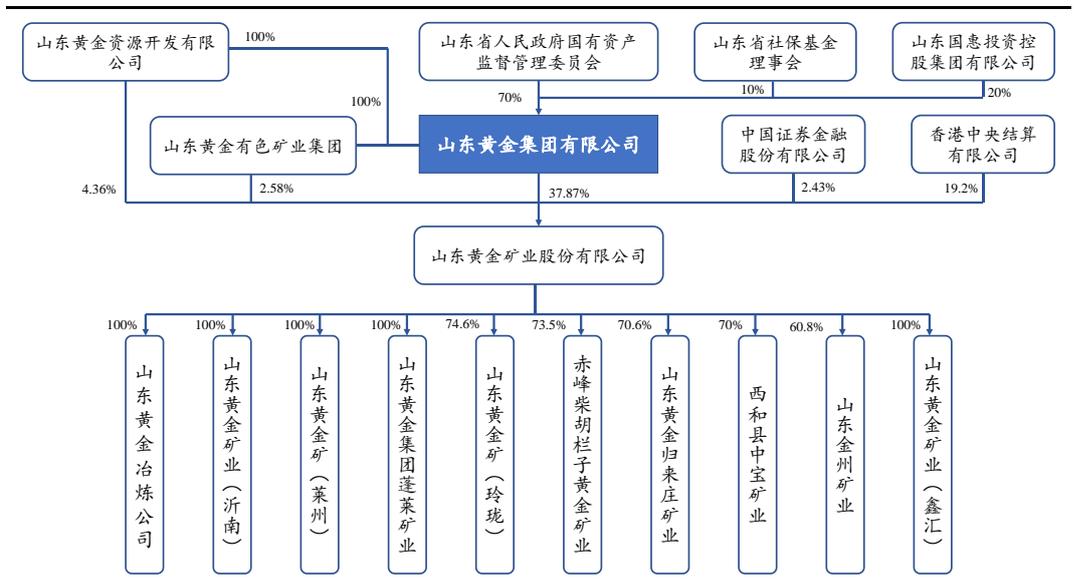
1.2. 股权结构稳定，业务布局全面

截至 2023 年 4 月 17 日，公司第一大股东山东黄金矿业股份有限公司持股 37.87%，通过持股该公司，山东省人民政府国有资产监督管理委员会间接持股 26.52%，是公司的

实际控制人。

公司业务布局全面，涉及：矿管、产投、地勘、建设、金控和财务等多项业务。黄金储备核心资源优势明显，截至 2022 年，大致分为山东超 1900 万吨（胶州有三山岛、新城、焦家、玲珑四家百吨级矿山）、境外超 500 吨（澳大利亚、阿根廷、加纳等国家）和国内其他地区近 200 吨（新疆、福建、海南、甘肃、青海、内蒙、河南），由山东黄金矿业（玲珑）、山东金洲矿业和赤峰柴胡栏子矿业等开采。公司布局山东黄金矿业科技进行服务、山金重工从事机械设备制造、山金金控资本和山东黄金财务从事进行金融服务、山东黄金矿业（香港）进行矿业投资，济南金盈投资进行投资咨询服务。

图2：山东黄金股权结构和公司投资（2023.4.17）



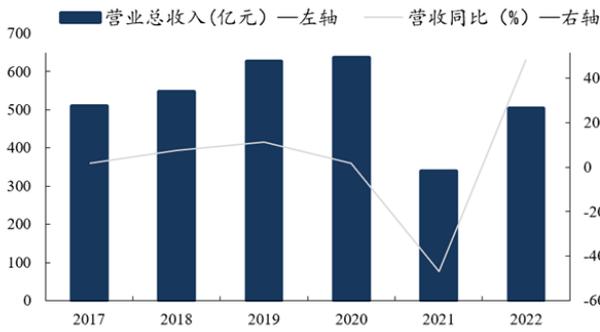
数据来源：WIND，东吴证券研究所

1.3. 黄金业务修复，营收利润稳定攀升

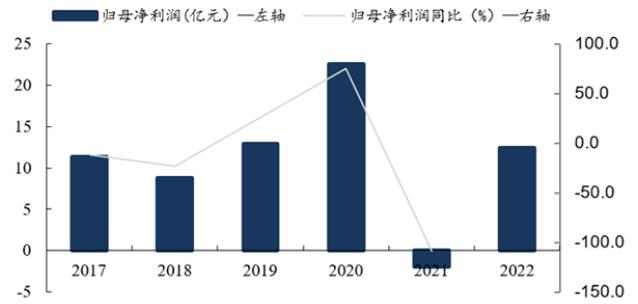
2022 年公司营收修复接近正常水平。2021 年，因受山东省两起金矿安全事故的影响，公司所属山东省内企业进入安全检查整顿，生产运营受到极大冲击，2021 年实现营收 339.3 亿元，同比下降 46.7%；实现归母净利润-1.9 亿元，同比下降 109.6%。随着产能的恢复，2022 年实现营收 503 亿元，同比增长 48.24%；实现归母净利润 12.5 亿元，接近 2019 年的水平。

图3：公司营收及同比情况

图4：公司归母净利润及同比情况



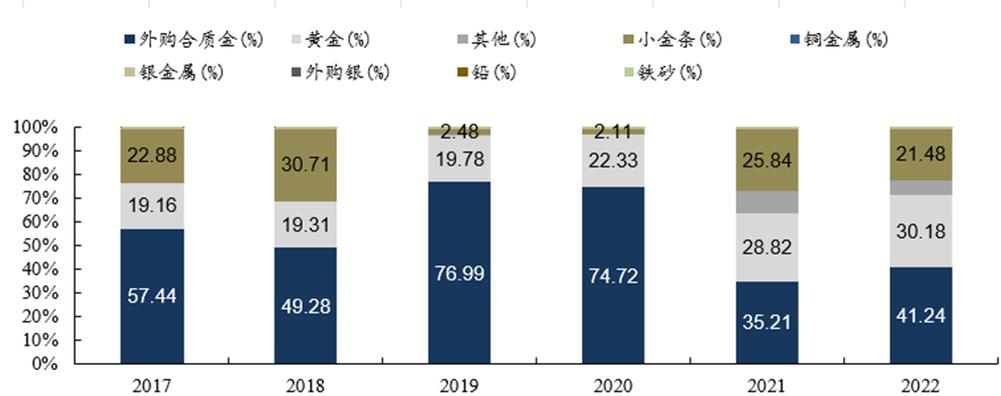
数据来源：WIND，东吴证券研究所



数据来源：WIND，东吴证券研究所

公司主营业务主要由外购合质金、黄金和小金条构成。2022 年外购合质金业务营收占比 41.24%，黄金营收占比 30.18%，小金条营收占比 21.48%。各业务占比各年趋异，其中黄金营收占比相对稳定，整体占比从不足 20% 上升至约 30%；外购合质金业务和小金条业务占据剩下大部分比重，二者无特定占比区间。

图5：公司主营产品营收构成

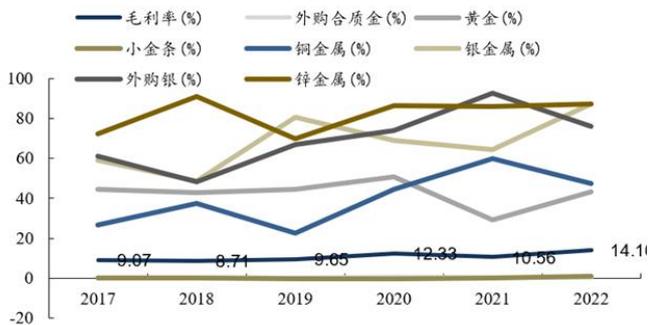


数据来源：WIND，东吴证券研究所

外购合质金体量大毛利低，整体毛利由黄金贡献。公司整体毛利率稳步提升，近年稳定在 11%-14.1%。从产品毛利来看，公司非合质金属业务的毛利率较高，合质金毛利率较低，2022 年合质金业务毛利率 0.49%，远低于黄金业务毛利率 43.33%、银金属毛利率 87.23% 和锌金属的 87.4%。黄金因毛利率和业务占比均高，对公司毛利贡献度占绝对大头，在 92% 上下波动。2021 年因安全事故整顿，黄金生产受挫，黄金毛利贡献度下降至 79.35%，2022 年黄金毛利贡献度恢复至 92.74%。分行业来看，2022 年公司黄金

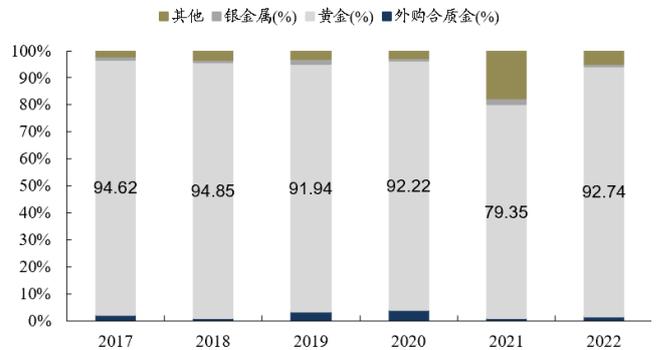
行业业务毛利贡献度恢复至 96.55%，接近 2020 年水平。

图6: 公司各业务毛利率



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图7: 公司各业务毛利贡献度变化

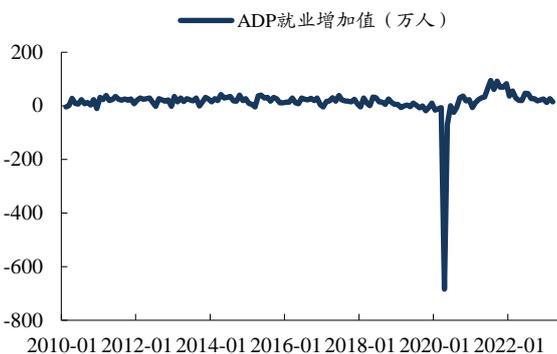


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

2. 加息尾声渐进, 金价趋势上行

加息尾声, 金价看涨。2023 年 3 月, 美国 ADP 就业人数增加约 14.5 万人, 这一数字低于经济学家普遍预期(预期为 21 万人), 低于 2023 年 2 月份经调整后上修的 26.1 万人。2023 年 3 月, 美国 ISM 非制造业指数及 2 月份的职位空缺数均显著低于预期, 显示美国劳动力市场有所降温; 尽管失业率降低且时薪上涨超预期, 系美国劳动市场韧性较强, 此前超强加息周期作用还仍需时间。

图8: ADP 增加值显著低于预期



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图9: 美国 PMI 下行显著



数据来源: wind, 东吴证券研究所

虽然市场预期美国 5 月加息 25BP 概率有所上升，但在紧缩带来银行风险事件的影响下、加息步入尾声已成定局。美债长短收益率倒挂并非长久，短端收益率下降来修正收益率曲线为必然之势；实际利率作为黄金价格的反向锚，中枢下移，黄金价格看涨。

图10: 美债持续倒挂



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图11: 黄金价格走势与美国实际利率趋势相反



数据来源: wind, 东吴证券研究所

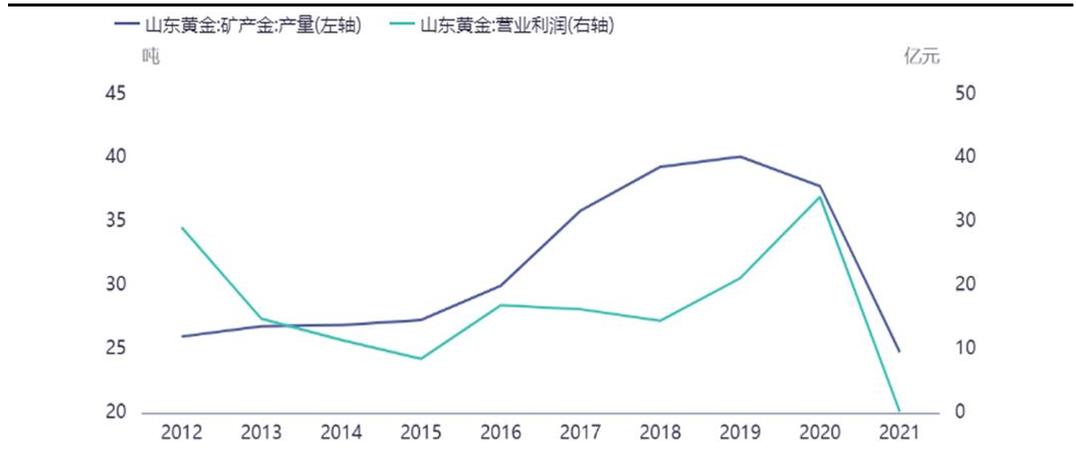
3. 内外并举，产量增速行业最快

3.1. 生产运营冲击结束，黄金产量恢复至正常水平

公司的主营业务中，黄金占据绝对大头。2022H1,公司的营收结构中，外购合质金占比 67.7%，但毛利黄金占比高达 91.8%。

2021 年，因受山东省两起金矿安全事故的影响，公司所属山东省内企业进入安全检查整顿，生产运营受到极大冲击。公司黄金产量从 2020 年的 37.80 吨大幅下跌到 2021 年的 24.78 吨，跌幅-34.4%，随着 2022 年产能恢复至正常水平，公司黄金产量和盈利水平或将大幅度回升。

图12: 公司黄金产量和营业利润情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

3.2. 境内扩张：内部扩建+省内资源整合

国内外矿山资源丰富。根据上海证券报，世界黄金储量主要分布在三大成矿带，一是南非，二是中亚，三即是山东的胶西北成矿带。胶东半岛金矿集中了全国 1/4 的资源，而其中 90%以上又集中分布在招远、莱州。公司拥有天然的资源优势，主要金矿均分布于此，所属玲珑金矿、焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿在全国相继实现累计黄金产量过百吨，成为国内唯一拥有四座累计产金过百吨的矿山企业的公司。

国内黄金资源量山东占据绝对主体，国外黄金资源存量丰富。截至 2021 年，公司共有 13 座国内矿山，其中 9 座在金矿资源丰富的山东，1 座在内蒙古，1 座在福建，1 座在甘肃，1 座在新疆；公司共有 2 座海外矿山，1 座在阿根廷，1 座在加纳。截至 2021 年底，公司拥有黄金资源量 1479.26 吨，权益黄金资源量 1280.65 吨；拥有黄金储量 592.41 吨，权益黄金储量 499.62 吨。

图13：山东黄金国内矿山情况一览（截至 2021 年 12 月 30 日）

矿山名称	黄金资源量			黄金储量		
	黄金量 (吨)	权益黄金量 (吨)	品位 (克/吨)	黄金量 (吨)	权益黄金量 (吨)	品位 (克/吨)
三山岛金矿	154.73	147.47	3.03	55.60	52.99	2.68
焦家金矿	364.51	347.41	3.43	89.02	84.85	3.87
新城金矿	205.45	205.45	3.27	59.59	59.59	3.33
玲珑金矿	156.70	116.85	2.85	15.05	11.22	2.28
归来庄金矿	9.10	6.43	3.52	2.03	1.44	3.64
金洲金矿	13.17	8.12	3.13	6.20	3.79	2.90
青岛金矿	36.32	26.84	5.41	21.05	16.15	4.99
蓬莱金矿	14.15	14.15	7.03	6.08	6.08	5.09
沂南金矿	9.70	9.70	1.57	2.34	2.34	1.36
山东省小计	963.82	882.42	3.25	256.96	238.44	3.29
赤峰柴金矿	4.00	2.94	4.60	1.55	1.14	5.11
福建源鑫金矿	3.11	2.80	4.42	1.46	1.31	3.51
西和中宝金矿	31.06	21.74	2.25	12.75	8.93	2.24
新疆金川	46.10	46.10	0.88	22.71	22.71	0.84
省外小计	84.27	73.59	1.25	38.47	34.09	1.15
中国合计	1048.09	956.01	2.88	295.43	272.53	2.65
贝拉德罗矿	213.06	106.53	0.68	139.78	69.89	0.78
卡蒂诺	218.11	218.11	1.12	157.20	157.20	1.13
总计	1479.26	1280.65	1.91	592.41	499.62	1.54

数据来源：WIND，东吴证券研究所

国内市场尚有拓张空间。公司坚持“资源是山东黄金不可撼动的根本利益”原则，通过收购山东莱州鲁地金矿 100%股权、山东地矿来金 100%股权、莱州鸿昇矿业 45% 股权、山东天承矿业 100%股权，奠定打造山东胶州地区世界级黄金生产基地的基础。2022H1，山东省黄金总产量 73.55 吨，占据全国 52.85%，公司黄金产量 21.15 吨，占山东省黄金产量 28.8%。

据《山东省黄金工业“十四五”发展规划》，2020 年，山东黄金集团、招金集团、中矿集团、恒邦冶炼等 4 个企业的黄金产量占全省总量的 95.9%，虽然山东省黄金产量聚集效应凸显，但市场尚存在部分黄金产量分布于省内其他小型矿业企业，公司仍有省内资源整合空间。省外，公司并购了河南天运、赤峰柴胡栏子、海南抱伦等矿产，未来仍存在协调发展各省黄金业务的可能。

表1: 公司省内并购项目

时间	名称	金矿权	收购/并购/租赁金额/万	矿产(原)/万吨/年	金矿情况
2017.11.01	山东省招远市玲珑矿区	勘探权、采矿权	7964	66	金矿石量 254778 万吨，金金属量 2384 千克，平均品位 9.36 克/吨
2017.11.01	山东省沂南县铜井金场	详查探矿权	540	铜金矿区：9.0 金龙矿区：9.0	金矿石量 424.69 万吨，金金属量 6604 千克，平

	矿区金矿			金场矿区: 9.0	均品位 1.56×10 ⁻⁶ 克/吨
2021.6.25	焦家金矿及 外围金矿	采矿权、探矿权	16932	由 165 提升至 660	金矿石量 447.01 万吨, 金金属量 14774 千克, 平均品位 3.3 克/吨
2021.8.5	莱州鸿昇金 矿(朱郭李 家金矿和纱 岭金矿)	采矿权	205408	165、396.0	主矿金矿石量 8997.08 万吨, 金金属量 309.06 吨, 平均品位 3.44 克/ 吨
2021.8.5	莱州鲁地金 矿	采矿权	203420	198	金矿石量 4244.69 万吨, 金金属量 133135.00 千 克, 平均品位 3.14 克/ 吨
				马塘矿区: 4.0	金矿石量 40.78 万吨, 金 金属量 879 千克, 平均 品位 2.16 克/吨
				马塘二矿区: 4.0	金矿石量 31.36 万吨, 金 金属量 795 千克, 平均 品位 2.53 克/吨
2021.8.5	天承金矿	采矿权、勘探权	43103	东季矿区: 4.50	金矿石量 63.42 万吨, 金 金属量 1647 千克, 平均品 位 2.60 克/吨
				红布矿区: 6.0	金矿石量 44.38 万吨, 金 金属量 1254 千克, 平均 品位 2.83 克/吨
				朱郭李家金矿: 165	金矿石量 3335.90 万吨、 平均品位 3.65 克/吨、金 金属量 121856.00 千克
2021.8.5	山东地矿来 金	采矿权	/	纱岭金矿: 一期 396, 二期 198	主矿区金矿石量 8997.08 万吨, 金金属量 309.06 吨, 平均品位 3.44 克/吨。
2022.5.29	金城金矿	采矿权	年租 3195	/	/

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司积极整合省内资源, 促进原有矿山扩界扩能, 增强资源储备。公司对三山岛金矿进行扩界扩能, 推动焦家-新城成矿带的资源整合, 促进原有矿山提能增储, 为打造胶东地区世界级的黄金生产基地奠定扎实的资源基础。其中, 天承矿业马塘矿权整合至焦家金矿、红布矿权整合至新城金矿, 黄金产量分别归属焦家金矿、新城金矿。

2022 年 6 月, 公司以控股子公司山东莱州公司为整合主体, 对焦家金矿、望儿山金矿、寺庄矿区、马塘矿区、马塘二矿区、东季矿区、金城金矿、朱郭李家金矿、后赵金矿 9 个采矿权, 以及焦家矿区深部及外围金矿南部详查、马塘二矿区深部及外围金矿勘探、后赵北部矿区金矿勘探、南吕-欣木地区金矿勘探、前陈-上杨家矿区金矿勘探北段 5 个探矿权, 共 14 个矿业权进行整合, 其中有 7 个在产项目。本次整合主要利于矿区的综合资源利用和金矿成本控制。本项目建成达产后, 采矿出矿能力可达 660 万吨/年, 平均出矿

品位为 3.04 克/吨，达产年均产浮选金精矿 29.006 万吨（含金 18,854.14 千克），较整合前矿产产量和含金量将有一定提升。

公司以此项目为基础在资本市场实施定增方案，非公开定向增发不超过 99 亿元。达产后，实施主体达产年营业收入为 537,343.06 万元，年均税后净利润为 211,306.37 万元。项目的内部收益率（税后）为 20.55%，投资回收期为 8.71 年（税后含建设期）。

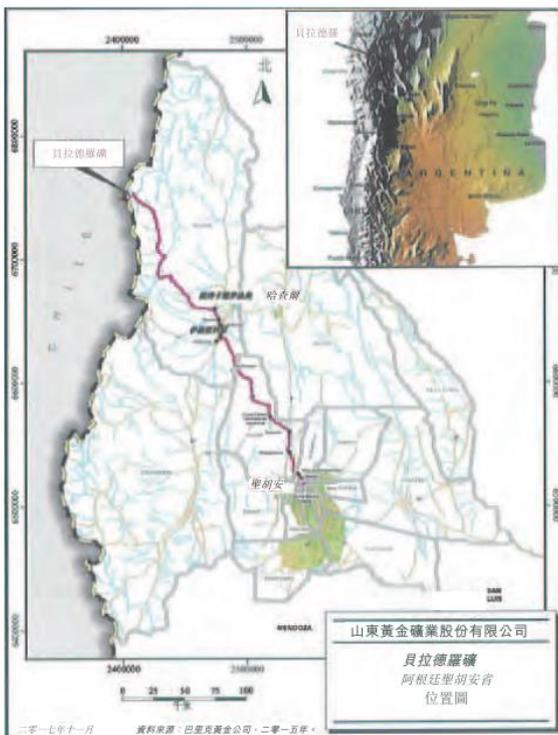
截至 2022 年底，山东黄金旗下焦家金矿黄金年产量突破 10 吨，创出历史新高，跃居全国第一大产金矿山。

3.3. 海外扩张：贝拉德罗金矿、特麦克公司和卡蒂诺资源齐发力

国外资源版图稳步铺开。公司海外版图主要在南美阿根廷、北美加拿大和南非加纳。

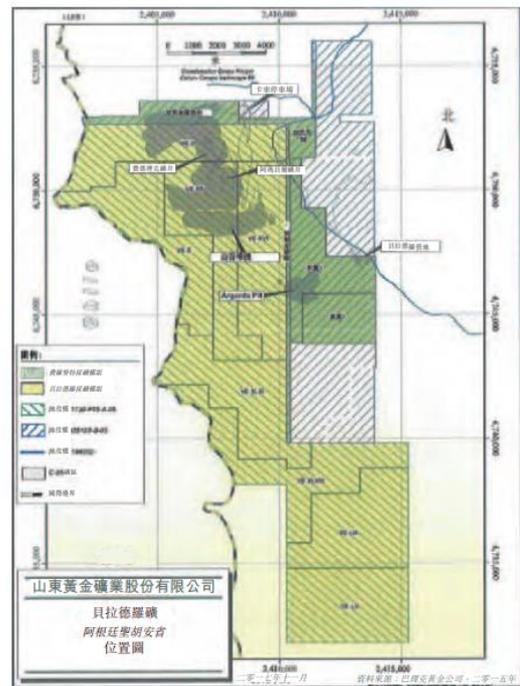
公司于 2017 年收购了阿根廷贝拉德罗金矿（南美第二大金矿、阿根廷最大金矿），和巴里克各持股 50%，这是公司业务触角第一次延伸到海外。贝拉德罗金矿目前是公司主要的海外在产矿山之一，2021 年，该矿黄金权益资源量约占海外产能 1/3，品位 0.68 克/吨；黄金权益储量约占海外产能 30%，品位 0.78 克/吨。

图14：贝拉德罗金矿位置



数据来源：公司 H 股招股说明书，东吴证券研究所

图15：贝拉德罗金矿采矿权情况

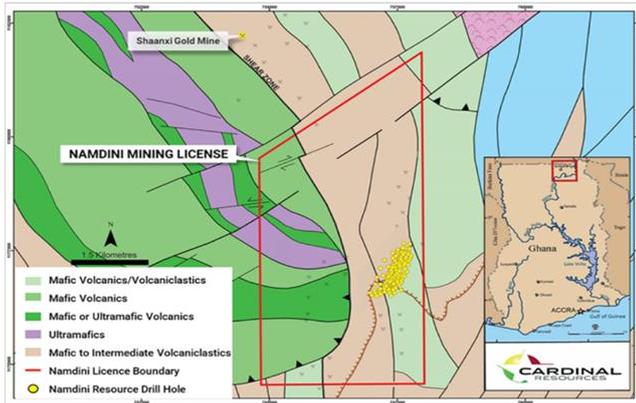


数据来源：公司 H 股招股说明书，东吴证券研究所

公司于 2020 年以每股 1.075 澳元的价格收购澳大利亚卡蒂诺资源（Cardinal Resources Limited）100%股份，获得其在加纳的三个核心黄金资源项目：位于加纳东北部 Bole-Nangodi 成矿带的 Namdini 开发项目和 Bolgatanga 勘探项目，以及位于加纳西南部 Sefwi 成矿带的 Subranum 勘探项目，公司业务南非版块由此铺开。

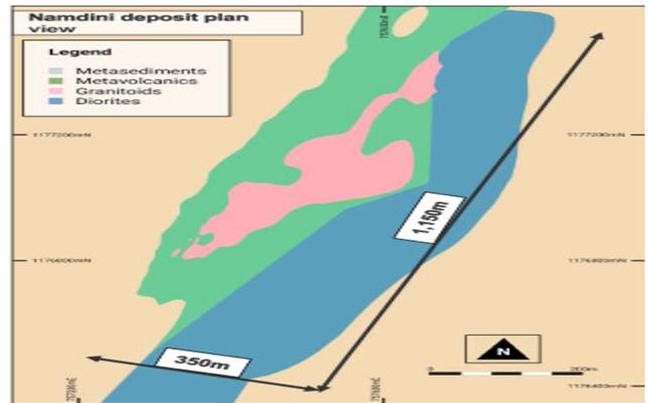
Namdini 储量丰富具有良好的开发价值，将于 2023 年投产，证实+可信黄金储量 157.2 吨，平均品位 1.13 克/吨，较贝拉德罗金矿较高，项目探明+控制资源量为 203.1 吨，平均品位 1.12 克/吨。Bolgatanga 和 Subranum 项目尚在勘探中。2021 年，三个矿产拥有黄金资源量 218.11 吨，权益黄金资源量 218.11 吨，黄金品位 1.12 克/吨；拥有黄金储量 157.2 吨，权益黄金储量 157.2 吨，黄金品位 1.13 克/吨。

图16: Namdini 项目位置



数据来源：Cardinal 公司官网，东吴证券研究所

图17: Namdini 项目地质情况



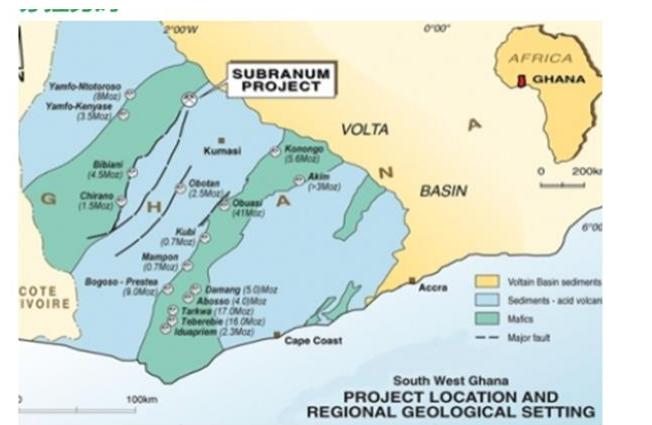
数据来源：Cardinal 公司官网，东吴证券研究所

图18: Bolgatanga 勘探项目情况



数据来源：Cardinal 公司官网，东吴证券研究所

图19: Subranum 勘探项目情况



数据来源：Cardinal 公司官网，东吴证券研究所

3.4. 2023-2025 年黄金产量 CAGR 高达 29%

公司收并购扩张业务频繁，将山东境内的金矿进行整合重塑，黄金金矿石产量、金金属量、黄金产量大大提升。我们测算的 2023-2025 年公司黄金产量 CAGR 高达 29%。

表2: 公司各矿山扩产梳理 (单位: 吨)

矿山名称	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
三山岛金矿	7.22	7.14	2.67	5.46	5.46	7	14
焦家金矿	7.42	7.47	4.56	10.04	10.04	11.04	15
新城金矿	4.34	4.52	2.22	5.69	5.69	5.69	7.77
玲珑金矿	4.07	3.81	1	1.1	2.2	3.5	4
蓬莱矿业	1.38	0.85	0.11	0.2	0.2	0.2	0.2
青岛金矿	1.67	1.87	2.02	2.03	2.03	2.23	2.45
金洲公司	0.82	1.31	1.01	1.13	1.13	1.13	1.13
归来庄金矿	1.28	0.75	0.17	0.82	0.82	0.82	0.82
沂南金矿	0.36	0.36	0.29	0.38	0.38	0.38	0.38
赤峰柴金矿	1.26	1.4	1.55	1.73	1.73	1.73	1.73
福建源鑫金矿	0.59	0.5	0.45	0.32	0.32	0.32	0.32
西和中宝金矿	0.65	0.81	1.01	1.01	1.01	1.01	1.01
新疆金川	2.66	0.64	2.35	2.72	2.72	2.72	2.72
贝拉德罗矿	8.54	7.02	5.39	6.06	6.06	6.06	6.06
卡帝诺							8.7
总计	39.6	37.81	24.8	38.67	39.77	43.81	66.28

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

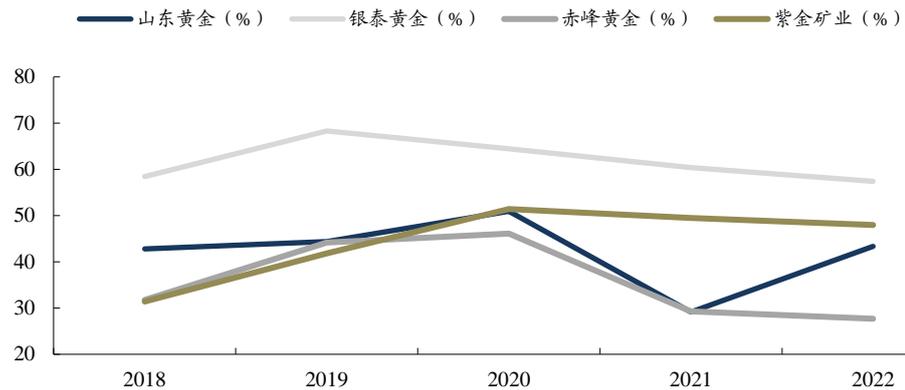
4. 拟控股银泰黄金, 协同优势显著

4.1. 银泰黄金: 民营龙头, 盈利能力行业领先

银泰黄金规模储量巨大, 运营成本较低, 管理成熟规范, 存在进一步勘探开发的潜力, 并且盈利能力较强, 具有稳健的自由现金流, 此次成功并购, 山东黄金资源储量、矿产金产量和利润都会得到大幅提升。据中国黄金协会的数据, 截至 2022 年上半年, 银泰黄金的矿产金产量在国内黄金上市企业中排名第五, 是国内黄金矿山中毛利润率较高的矿企之一。截至 2022 年末, 银泰黄金合计总资源量 (含地表存矿) 矿石量 10145.17 万吨, 金金属量 173.9 吨, 银金属量 6921.2 吨, 铅+锌金属量 166.71 万吨, 铜金属量 6.35 万吨, 锡金属量 1.82 万吨。目前, 银泰黄金旗下拥有 5 个矿山企业, 分别为内蒙古玉龙矿业股份有限公司 (以下简称“玉龙矿业”)、黑河银泰矿业开发有限责任公司 (以下简称“黑河银泰”)、吉林板庙子矿业有限公司 (以下简称“吉林板庙子”)、青海大柴旦矿业有限公司 (以下简称

“青海大柴旦”)和芒市华盛金矿开发有限公司(以下简称“华盛金矿”)。其中,黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦以及华盛金矿为金矿矿山,玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山,上述矿山为在产矿山。华盛金矿为银泰黄金2021年9月收购的矿山,为停产待恢复矿山。截至2022年末,黑河银泰/吉林板苗子/青海大柴旦的黄金产量分别为2.98/2.02/2.07吨,矿产金毛利率高达57.37%,领先于同行水平。

图20: 银泰黄金毛利率持续领先行业



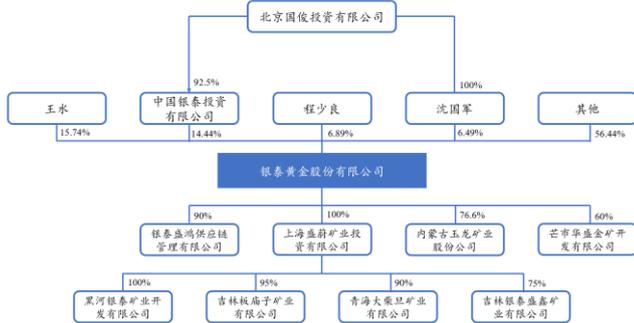
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 拟收购银泰黄金 20.93% 股权, 有望借鉴低成本经验

公司与银泰黄金强强联合, 有助于两个上市公司之间实现优势互补, 发挥协同效应, 产生 1+1 远远大于 2 的效果。2022 年 12 月 9 日, 山东黄金签署《股份转让协议》, 银泰黄金实际控制人沈国军及中国银泰投资有限公司拟将其合计持有银泰黄金 20.93% 的股份转让给公司。2023 年 1 月 19 日, 公司与签署《股份转让协议之补充协议》, 中国银泰投资有限公司将其持有公司 401,060,950 股股份、银泰黄金实际控制人将其持有银泰黄金 180,120,118 股股份(合计 581,181,068 股股份, 占公司总股本的 20.93%) 转让给山东黄金, 转让价格为 127.6 亿元。2023 年 3 月 31 日山东黄金收购银泰黄金股权案通过反垄断审查。

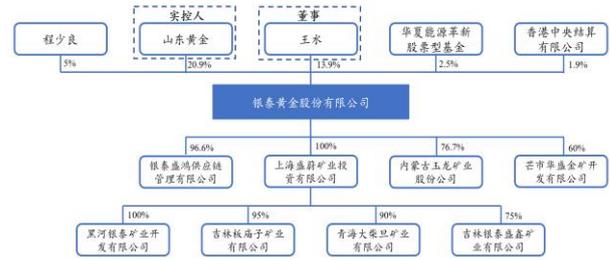
通过本次收购, 山东黄金将加强与银泰黄金之间的产业协同, 扩大山东黄金资产规模, 优化山东黄金的资本结构, 实现西南、东北地区的资源从无到有、以点带面的战略布局, 提高在省外主要成矿区域竞争力。

图21: 并购前银泰黄金股权结构



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图22: 并购后银泰黄金股权结构



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

我们认为, 公司此次收购银泰黄金股权, 有望在成本、费用管控等领域进行借鉴, 从而提升公司现有矿山的盈利能力。

5. 纵享涨价与费用下降的双重弹性

5.1. 涨价弹性领先行业

2022 年全年黄金均价为 390 元/g, 截至 2023 年 4 月 11 日黄金价格为 443 元/g; 因此我们对以上主流标的进行业绩弹性测算, 根据 2023 年 4 月 14 日的收盘价, 在 2022 年黄金均价的基础上分别上涨 5%、10%、15%、20%、30%、50%; 在 2022 年的 38.9 吨的产量基础上, 分别增长 10%、20%、30%、50%。

纵向比较: 测算得出公司的 2022 年 PE: 1) 在不考虑产量增长的情况下, 当年均价增长 50%, 公司 2022 年 PE 由 95 倍下降至 20 倍; 2) 当考虑产量、价格均增长 50%, 公司 2022 年 PE 有望从 95 倍下降至 13 倍。

表3: 公司业绩弹性较大 (PE 为 2022 年 PE, 2023 年 4 月 16 日)

PE (倍)	产量 (吨)				
	0%	10%	20%	30%	50%
金价 (元/g)	38.9	42.8	46.7	50.6	58.4
0%	95	87	79	73	64
5%	71	65	59	55	48
10%	56	51	46	43	37
15%	46	42	38	35	30
20%	39	35	32	30	26
30%	30	27	25	23	20

50%	585	20	18	17	16	13
-----	-----	----	----	----	----	----

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

横向比较：当黄金价格上涨时，公司 2022 年 PE 水平下降最快的有：山东黄金、招金矿业。

表4：公司涨价弹性领先行业（2023.4.14）

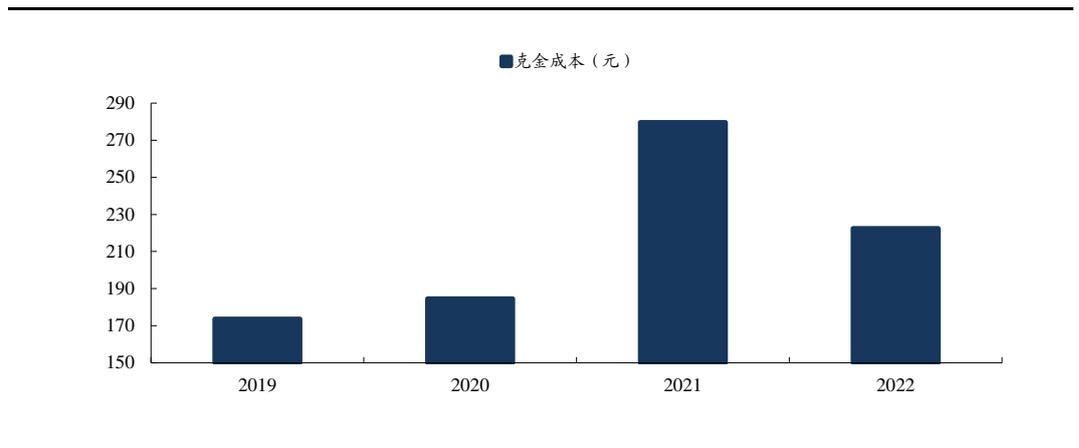
PE（倍）	金价（元/g）						
	390	410	429	449	468	507	585
赤峰黄金	66	52	42	36	31	25	17
银泰黄金	34	31	28	26	25	22	18
紫金矿业	17	16	16	15	15	14	12
招金矿业	106	64	46	36	29	22	14
山东黄金	95	71	56	46	39	30	20
湖南黄金	46	39	33	29	26	22	16
中金黄金	40	34	29	25	23	19	14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

5.2. 克金成本、费用率显著下降

由于公司 2021 年产量下降，因此 2021 年克金成本飙升至 280 元；2022 年公司生产恢复，因此克金成本下降至 222 元，同比下降 20%。

图23：公司克金成本有所下降

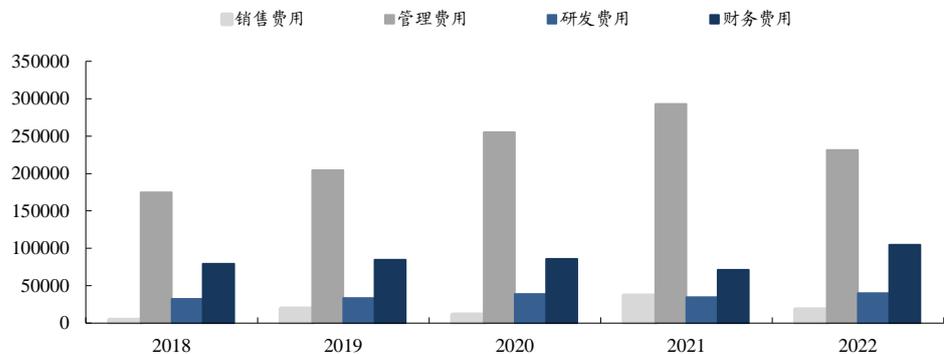


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用方面，2022 年销售+管理+财务三项合计费用率为 7.04%，较 2021 年下降 4.75

个百分点。其中，管理费用降幅最大，由 2021 年的 8.63% 下降至 2022 年的 4.60%。管理费用减少，主要是因为报告期内无形资产摊销减少，销售费用率下降主要是因为 2022 年销售佣金减少。

图24：公司 2022 年费用水平有所下降（单位：万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 公司的营收结构基本保持不变，仍然由外购合质金、小金条和黄金业务构成。
- 2) 2022 年，公司毛利润的最大头——黄金业务占比仍超过 95%。受到公司产能复工和黄金价格上涨的推动，公司的黄金业务毛利会有一定的上升。
- 3) 其他业务和毛利润基本稳定。

表5：公司盈利预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
黄金业务	营收（百万元）	15183.13	15450.6	16988.66	18244.52
	YOY	55.26%	1.76%	10%	7.4%
	毛利率	43.33%	47.86%	49.6%	55.3%
	毛利（百万元）	6578.79	7395.5	8426.25	10082.35
	YOY	14.25%	12.41%	13.94%	19.65%
外购合质金业务	营收（百万元）	20743.88	21109.31	23210.67	24926.49
	YOY	73.63%	1.76%	9.95%	7.39%
	毛利率	0.49%	0.5%	0.54%	0.06%

	毛利 (百万元)	101.65	105.55	125.34	148.84
	YOY	0.24%	3.83%	18.75%	18.75%
	营收 (百万元)	10805.4	10995.75	12090.34	12984.1
	YOY	23.22%	1.8%	10%	7.4%
小金条 业务	毛利率	0.9%	1.1%	1.12%	1.12%
	毛利 (百万元)	97.25	120.95	135.41	155.81
	YOY	0.74%	24.37%	11.96%	15.07%
	营收 (百万元)	50305.8	51,192	56,288	60,449
	YOY	48.2%	1.76%	9.95%	7.39%
合计	毛利率	14.1%	14.89%	15.43%	17.18%
	毛利 (百万元)	7093.76	7622	8687	10387
	YOY	97.92%	7.45%	13.87%	19.57%
	营收 (百万元)	50305.8	51,192	56,288	60,449

数据来源: WIND, 东吴证券研究所测算

我们预计公司 2023-2025 年收入为 512/563/604 亿元, 同比增长 1.76%/9.95%/7.39%; 归母净利润为 25/31/46 亿元, 同比增长为 98.26%/26.75%/45.53%, 对应 PE 分别为 48/38/26 倍。银泰黄金、湖南黄金均注重黄金业务发展, 此处选取该两家为可比公司, 得出公司估值水平高于可比公司均值, 但考虑公司作为黄金最纯标的, 龙头地位巩固且具备高涨价弹性与成长性, 仍首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表6: 可比公司估值 (2023 年 4 月 20 日)

证券简称	股票代码	股价 (元/股)	PE			EPS (元/股)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
银泰黄金	002155.SZ	12.51	20	16	14	0.64	0.78	0.91
湖南黄金	002155.SZ	16.17	26	19	16	0.62	0.83	1.01
行业平均			23	18	15			
山东黄金	600547.SH	26.48	48	38	26	0.55	0.7	1.02

数据来源: 未加粗估值来自 Wind 一致预期, 其他由东吴证券研究所测算

7. 风险提示

- 1) **金价波动:** 金价和 10 年美债利率倒挂, 因中美地缘政治关系可能存在恶化趋势, 10 年美债利率存在波动的可能;
- 2) **公司扩产不及预期:** 公司黄金资源以矿山开采为主, 公司本部及子公司矿区可能存在一定的开采年限长和所采矿石质量下降等问题, 可能会使黄金产量不达预期。
- 3) **美国流动性转向:** 如果美国流动性收紧超预期, 将影响黄金价格。

山东黄金三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21,475	21,209	27,298	32,680	营业总收入	50,306	51,192	56,288	60,449
货币资金及交易性金融资产	12,594	11,976	16,796	21,751	营业成本(含金融类)	43,212	43,570	47,601	50,062
经营性应收款项	1,028	1,084	1,127	1,212	税金及附加	822	461	574	574
存货	4,092	3,909	4,418	4,611	销售费用	176	200	152	97
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,316	2,406	2,702	2,430
其他流动资产	3,760	4,240	4,956	5,106	研发费用	400	456	478	339
非流动资产	69,246	74,361	79,350	83,567	财务费用	1,047	475	463	486
长期股权投资	1,989	1,989	2,004	2,018	加:其他收益	26	26	34	36
固定资产及使用权资产	30,959	33,114	35,094	36,768	投资净收益	78	389	574	390
在建工程	6,121	6,171	6,251	6,351	公允价值变动	-209	0	0	0
无形资产	19,373	22,321	25,286	27,757	减值损失	-127	-181	-168	-145
商誉	3,157	3,242	3,312	3,391	资产处置收益	1	72	105	67
长期待摊费用	36	46	61	73	营业利润	2,102	3,931	4,863	6,810
其他非流动资产	7,612	7,478	7,342	7,208	营业外净收支	-96	-87	-110	-48
资产总计	90,722	95,570	106,648	116,247	利润总额	2,006	3,844	4,753	6,762
流动负债	34,661	31,946	35,006	35,231	减:所得税	583	1,054	1,194	1,641
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,262	648	648	648	净利润	1,423	2,789	3,559	5,121
经营性应付款项	7,193	6,377	7,406	7,726	减:少数股东损益	178	319	429	565
合同负债	247	210	243	256	归属母公司净利润	1,246	2,470	3,131	4,556
其他流动负债	19,959	24,712	26,710	26,602	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.28	0.55	0.70	1.02
非流动负债	19,365	23,632	28,090	32,343	EBIT	3,279	4,100	4,781	6,947
长期借款	13,548	17,782	22,207	26,430	EBITDA	6,531	8,371	9,604	12,140
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.10	14.89	15.43	17.18
租赁负债	144	177	210	240	归母净利率(%)	2.48	4.83	5.56	7.54
其他非流动负债	5,673	5,673	5,673	5,673	收入增长率(%)	48.24	1.76	9.95	7.39
负债合计	54,025	55,578	63,096	67,574	归母净利润增长率(%)	743.23	98.26	26.75	45.53
归属母公司股东权益	32,877	35,853	38,984	43,541					
少数股东权益	3,819	4,139	4,567	5,132					
所有者权益合计	36,696	39,992	43,552	48,673					
负债和股东权益	90,722	95,570	106,648	116,247					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,972	9,901	9,773	10,867	每股净资产(元)	5.13	5.74	6.43	7.44
投资活动现金流	-5,251	-9,144	-9,549	-9,144	最新发行在外股份(百万股)	4,473	4,473	4,473	4,473
筹资活动现金流	5,462	-1,327	4,457	3,231	ROIC(%)	4.55	5.12	5.72	7.38
现金净增加额	3,228	-570	4,681	4,954	ROE-摊薄(%)	3.79	6.89	8.03	10.46
折旧和摊销	3,251	4,271	4,823	5,192	资产负债率(%)	59.55	58.15	59.16	58.13
资本开支	-4,005	-9,595	-9,980	-9,531	P/E(现价&最新股本摊薄)	95.08	47.96	37.84	26.00
营运资本变动	-2,249	-726	511	55	P/B(现价)	5.16	4.62	4.12	3.56

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

