



资源为王，黄金巨擘稳步增长

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 2023上半年伦敦金均价上涨7.4%，金融属性、货币属性和避险属性将驱动黄金价格中枢继续上移，驱动公司业绩提升。2) 公司为地方国资委控股，国企运营稳定，发展路径清晰，自产金产量基本平稳，成本处于行业左侧。3) 资源优势突出，通过整合资源、主动兼并、资源注入等多种途径，不断增储扩产，目标2025年黄金产量翻倍达到80吨。
- 黄金价格仍处于上行周期:** 美国加息进入尾声，通胀数据的持续回落提升市场对美联储转鸽的预期，货币周期的切换背景下，长端美债实际收益率和美元指数向下仍有空间。逆全球化背景下避险情绪频发，央行继续增持黄金，黄金的战略配置地位提升。2023上半年伦敦金均价1935美元/盎司，相较于2022年均价上升7.4%，金融属性、货币属性和避险属性将驱动黄金价格中枢继续上移。
- 地方国资委控股，黄金国企运营稳定。**公司是山东省国资委控股的黄金龙头国企，稳外拓内、内外联动、全面开创，发展路径清晰。除2021年因安全检查影响产量、成本外，公司的自有金年产量均维持在40吨上下，2022年黄金销售成本222.5元/克，同比下降20.7%，处于行业左侧。
- 公司持续增储扩产，资源优势突出。**公司通过整合资源、主动兼并、资源注入、等多种途径，不断增储扩产。焦家金矿资源整合后，有望将年产量从10吨提升至18吨以上；海外卡蒂诺矿山建设稳步推进，预计远期提供8-9吨黄金增量；银泰黄金顺利实现股权变更，目前年产黄金超7吨，山东黄金集团目标2025年实现矿产金产量80吨。公司积极勘探增储，年内西岭金矿探获新增200吨资源量，甘肃大桥金矿扩展陇南黄金资源开发，资源储备增厚公司发展潜力。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2023-2025年公司实现归母净利润分别为21.5亿元/26.9亿元/35.3亿元，对应EPS分别为0.48元/0.60元/0.79元，三年归母净利润增速41.5%。山东黄金是国内黄金业务占比最高的黄金龙头公司，标的属性具有稀缺性，估值一向维持行业最高水平。以近五年PE-NTM的估值区间来看，公司的估值处于35-65倍之间，当金价处于上行周期时，公司往往呈现业绩与估值同步走高的双击效应。我们看好黄金上行周期，给予公司2024年50倍PE，目标价30元，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:** 黄金价格大幅下跌风险，远期矿山增产不及预期风险，收购银泰黄金不及预期风险，海外运营风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	50305.75	55505.00	58250.00	61850.00
增长率	48.24%	10.34%	4.95%	6.18%
归属母公司净利润(百万元)	1245.86	2145.88	2692.92	3532.38
增长率	743.23%	72.24%	25.49%	31.17%
每股收益EPS(元)	0.28	0.48	0.60	0.79
净资产收益率ROE	3.88%	8.50%	9.77%	11.54%
PE	93	54	43	33
PB	3.52	4.69	4.29	3.86

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlsns@swsc.com.cn
联系人: 朱善颖
电话: 18810685324
邮箱: zsyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	44.73
流通A股(亿股)	36.14
52周内股价区间(元)	16.6-27.29
总市值(亿元)	1,150.12
总资产(亿元)	809.74
每股净资产(元)	5.20

相关研究

目 录

1 山东黄金：老牌黄金国企，业绩持续修复	1
1.1 产业链条完整，发展路径明晰.....	1
1.2 外购黄金营收亮眼，自产黄金毛利领先.....	3
2 资源为王，增储扩产同步推进	5
2.1 地理位置和资源禀赋优越，西岭金矿注入新动力.....	5
2.2 四座矿山蝉联中国黄金产量前十榜单，贝拉德罗海外初尝试.....	9
2.3 内增外拓，做优做强.....	12
3 黄金价格仍处于上行周期	15
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 相对估值.....	17
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 山东黄金发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司三年发展路径.....	2
图 4: 2017 年以来公司营业收入变动情况.....	3
图 5: 2017 年以来公司归母净利润变动情况.....	3
图 6: 2017 年以来产品营收占比分布图.....	3
图 7: 2017 年以来产品毛利占比分布图.....	3
图 8: 2017 年以来总毛利率和净毛利率.....	4
图 9: 2017 年公司期间费用率.....	4
图 10: 近五年资产负债率和净资产收益率 (%).....	4
图 11: 近五年公司现金流量变动 (亿元).....	4
图 12: 公司自有矿山基本情况.....	6
图 13: 2022 年重点黄金上市公司黄金产量 (千克).....	6
图 14: 公司自产金产量和克金销售成本.....	6
图 15: 胶东地区成矿带特点.....	7
图 16: 胶东地区金矿分布.....	7
图 17: 西岭矿区地理位置图.....	8
图 18: 焦家金矿产量情况 (吨).....	9
图 19: 焦家金矿 14 个矿权分布.....	9
图 20: 三山岛金矿产量情况 (吨).....	10
图 21: 三山岛金矿智能建设.....	10
图 22: 新城金矿产量情况 (吨).....	11
图 23: 新城金矿资源量与储量情况 (吨).....	11
图 24: 玲珑金矿产量情况 (吨).....	11
图 25: 玲珑金矿资源量与储量情况 (吨).....	11
图 26: 贝拉德罗金矿股权结构.....	12
图 27: 贝拉德罗地理位置.....	12
图 28: 莱州章鉴股权结构.....	13
图 29: 山东地矿来金和莱州鸿昇矿业股权结构.....	13
图 30: 卡蒂诺股权结构.....	14
图 31: 卡蒂诺金矿项目地质和采矿许可证边界.....	14
图 32: 美联储 FOMC 会后点阵图.....	15
图 33: CME 利率期货预测 (2023 年 7 月 21 日).....	15
图 34: 黄金和美债收益率变化.....	16
图 35: 黄金和美元指数变化.....	16
图 36: 黄金 ETF 持仓和金价变化.....	16
图 37: 央行黄金储备变化.....	16
图 38: 山东黄金历史估值 band.....	18

表 目 录

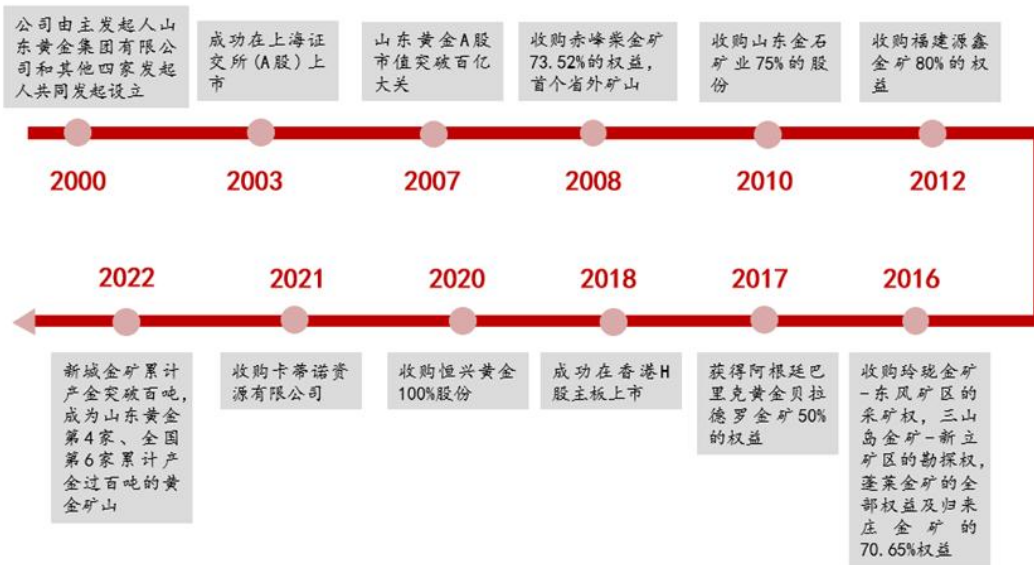
表 1: 公司国内矿山基本情况.....	5
表 2: 山东黄金集团采矿权与探矿权 (部分, 仅列示已探明资源量矿权) 资源量统计	7
表 3: 公司国内矿山产能及扩产规划.....	8
表 4: 焦家金矿产能变化.....	9
表 5: 山东黄金历史并购情况 (吨)	12
表 6: 银泰黄金 2022 年全年各矿山矿产品产量	14
表 7: Namdini 项目黄金资源量.....	15
表 8: 分业务收入及毛利率	17
表 9: 可比公司估值 (截至 2023 年 7 月 21 日)	18
附表: 财务预测与估值.....	19

1 山东黄金：老牌黄金国企，业绩持续修复

1.1 产业链条完整，发展路径明晰

内地与香港双上市，20年来收购海内外多家矿山。山东黄金矿业股份有限公司是山东黄金集团有限公司控股的上市公司，2000年1月成立，于2003年8月28日在上海证券交易所挂牌上市交易；2008年12月公司收购了赤峰紫金矿约73.52%的权益，这是公司首个位于山东省外的矿山，实现了公司在内蒙古自治区的黄金矿山战略布局；2012年10月，公司收购了福建源鑫金矿80%的权益，完成在福建省的黄金矿山战略布局；2017年，公司收购巴里克黄金贝拉德罗金矿50%的股权，实现海外布局；2018年9月28日在香港联合交易所主板挂牌上市，实现A+H两地上市布局；2022年公司所有的新城金矿累计产金矿突破百吨，成为山东黄金第4家、全国第6家累计产金过百吨的黄金矿山。山东黄金公司以黄金开采为主业，拥有勘探、采矿、选矿、冶炼（精炼）和黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链，并拥有与之配套的科技研发体系，黄金产量、资源储备、经济效益、科技水平及人才优势均居国内黄金行业的领先地位。

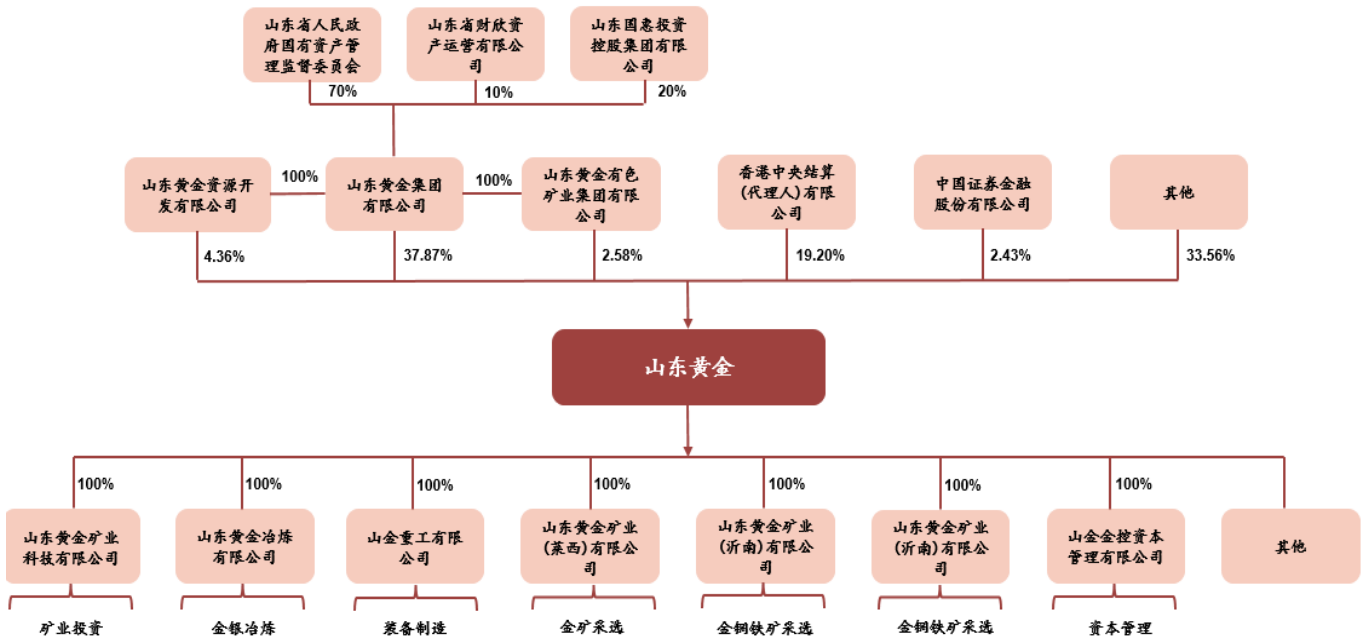
图 1：山东黄金发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司实际控制人为山东省国资委，国有企业背景下控股多家矿业子公司。截至2023年3月31日，公司总股本为447342.95万股。前三大股东里面，山东黄金集团有限公司拥有山东黄金37.9%的股份，而山东省人民政府国有资产监督管理委员会拥有山东黄金集团有限公司70%的股份，间接控制山东黄金，也赋予山东黄金国有企业的背景。第二大股东香港中央结算(代理人)有限公司拥有19.20%的股份。山东黄金资源开发有限公司和山东黄金有色矿业集团分别持有4.4%和2.6%的股份，二者均为山东黄金集团完全控股。子公司方面，公司直接或间接控股多家企业，其中大多从事黄金的矿采矿、冶炼、加工、销售业务等，多个子公司的设立使山东黄金形成了完整的黄金产业链结构。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind, 西南证券整理

发展路径清晰，稳外拓内，跨越提升。公司充分利用在黄金资源、经济效益、技术人才、安全环保等方面的行业优势，充分发挥大型黄金企业的龙头带动作用，坚持绿色、创新、精益的发展模式，加快推进新旧动能转换重大工程，积极响应国家“一带一路”建设，牢牢把握金矿资源整合战略机遇期，积极参与山东省内金矿资源整合工作，着力打造世界级黄金生产基地，加快建设成为主业优势突出、公司治理优良、价值创造能力卓越的具有全球竞争能力的世界一流矿业企业。

图 3：公司三年发展路径

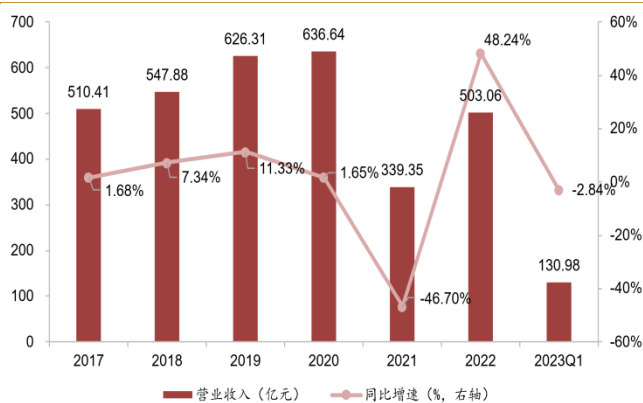


数据来源：公司年报, 西南证券整理

1.2 外购黄金营收亮眼，自产黄金毛利领先

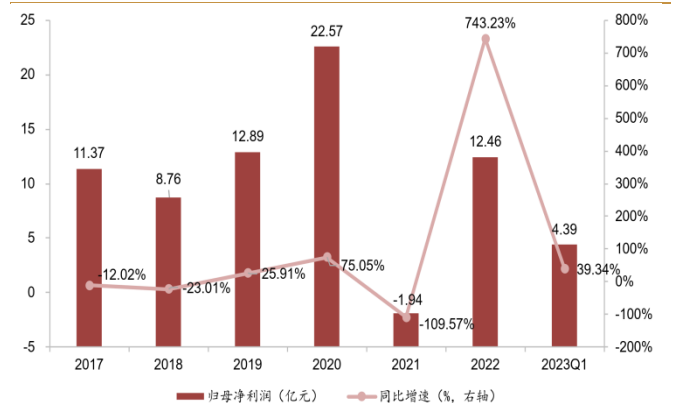
复产叠加金价上行，公司业绩持续修复。2017年以来金价中枢稳步上行，公司业绩逐年增长，在2020年达到历史新高。2021年山东、河南两个产金大省因安全检查和整顿导致公司部分矿山阶段性停产，自产金产量下降，公司关键生产经营指标出现大幅下滑，2021年公司营业收入同比下降46.7%，归母净利润同比下降109.6%。2022年公司旗下矿山逐渐复产，自产金、外购金、小金条业务的销量和价格均增加，业绩得到修复，全年实现营业收入503.1亿元，归母净利润12.4亿元，但与2020年相比仍有一定差距。2023年，随着金价的持续走高，一季度公司营收为131.0亿元，归母净利润为4.4亿元，盈利能力继续修复。

图4：2017年以来公司营业收入变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

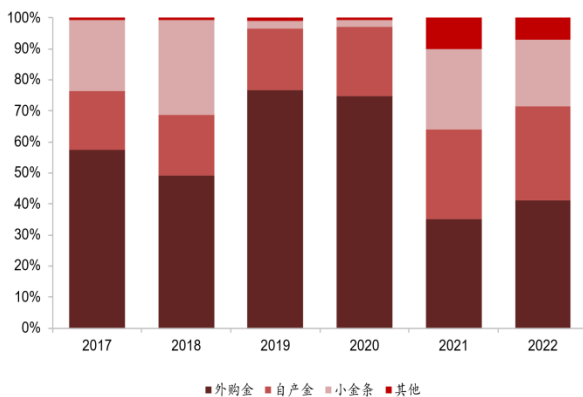
图5：2017年以来公司归母净利润变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

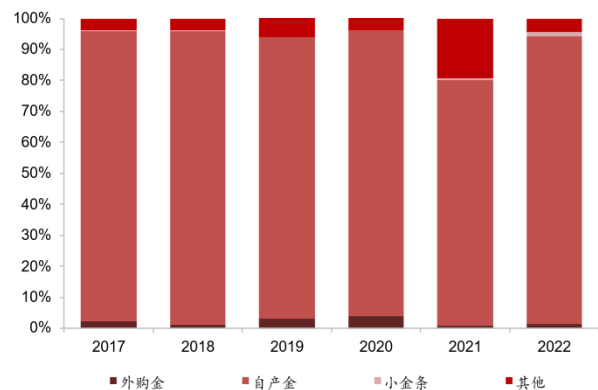
外购金营收占据首位，自产金贡献主要利润。公司主要业务产品为外购金、自产金和小金条，外购金是公司利用所属冶炼公司的富余加工能力，外购黄金加工赚取加工费用；投资性小金条面向黄金产业链下游，是消费市场的纵向延伸。多年来，销售外购金获得的营业收入始终位列第一，2022年外购金产品实现营业收入207.4亿元，占全部营业收入的41.2%；自产金营业收入占比30.2%，排名第二；第三名小金条营业收入35.8亿元，占比21.5%。毛利方面，外购金和小金条贡献利润的能力较低，利润主要由自产金业务贡献。2022年，自产金毛利65.8亿元，占比92.8%，外购金和小金条毛利占比仅为1.44%和1.37%。

图6：2017年以来产品营收占比分布图



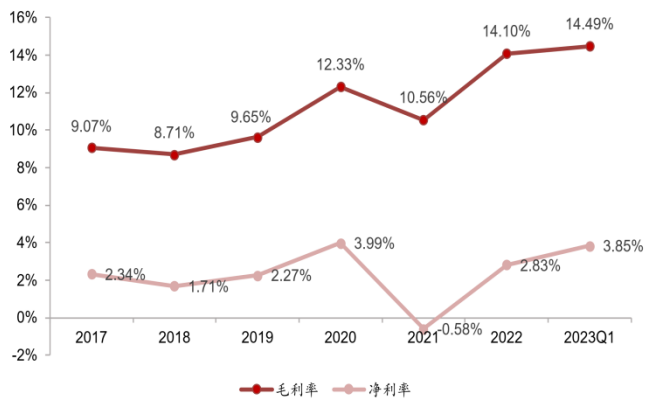
数据来源：Wind，西南证券整理

图7：2017年以来产品毛利占比分布图

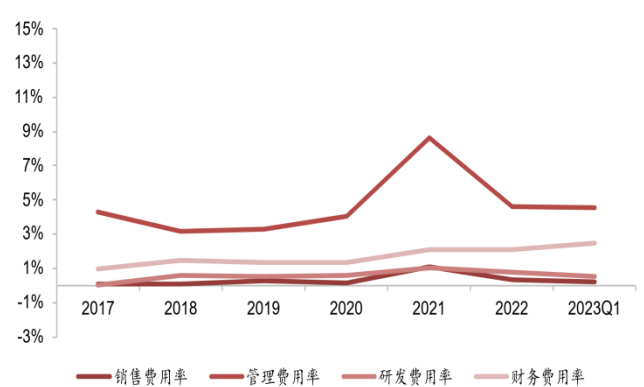


数据来源：Wind，西南证券整理

毛净双率好转，四大期间费用率维持平稳。2021 年受矿山安全事故影响，自产金产销量同比下降超 50%，固定资产的摊销成本增加，拖累 2021 年公司毛利率和净利率。2022 年以来，随着金价上行以及部分矿山逐渐复工复产，公司毛利率和净利率好转。2022 年公司的毛利率为 14.1%，净利率为 2.8%。2023 年一季度公司毛利率为 14.5%，净利率为 3.9%，盈利能力恢复至 2021 年之前的水平。公司的四大期间费用率控制良好，除 2021 年费率提升外，其余年份费率整体稳定，2022 年管理费用率为 4.6%，财务费用率、研发费用率和销售费用率分别为 2.1%、0.8%和 0.4%。

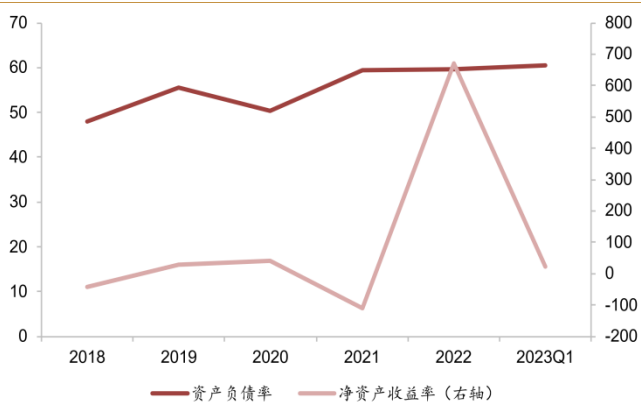
图 8：2017 年以来总毛利率和净毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

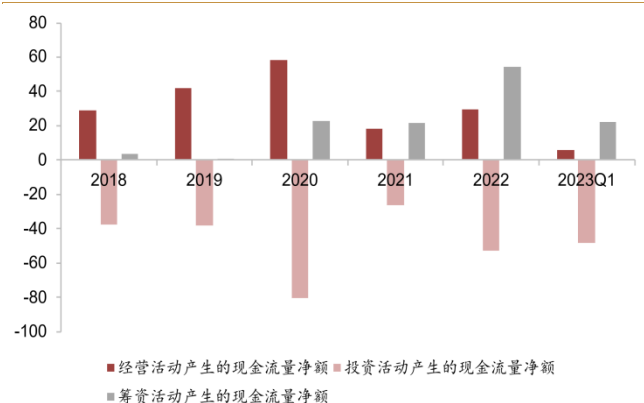
图 9：2017 年公司期间费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

资产负债率维持在合理区间。公司的资产负债率在 60%的水平上下波动，2022 年资产负债率为 59.6%；2023 年一季度，资产负债率为 60.5%。2021-2022 年受外部因素影响，公司经营性现金流下降，后随着矿区逐步复产，现金流稳步回升。2022 年，公司净资产收益率为 671.7%，相比 2021 年大幅增加，主要源于公司的各个矿山逐渐复工复产，加之金价重心上移，公司盈利能力得到增厚。

图 10：近五年资产负债率和净资产收益率 (%)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：近五年公司现金流量变动 (亿元)


数据来源：Wind，西南证券整理

2 资源为王，增储扩产同步推进

2.1 地理位置和资源禀赋优越，西岭金矿注入新动力

国内外联合布局，多个优质矿山傍身。经过 20 余年发展，山东黄金由最初的山东省内 5 家黄金矿山成为遍布山东、河南、内蒙、福建、青海、海南、甘肃、新疆 8 个省（自治区）以及阿根廷、澳大利亚、加纳 3 个国家 16 座黄金矿山的大型矿业集团。目前已形成集勘探、采矿、选矿、冶炼和黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链，以及与之配套的科技研发、工程设计、设备制造、电力供应和人员培训等支撑体系。

表 1：公司国内矿山基本情况

主要金矿	基本情况
焦家金矿	拥有在产矿区焦家矿区、望儿山矿区、寺庄矿区及一个选矿厂，选厂所需的矿石来自上述三个地下矿山。
三山岛金矿	拥有三山岛矿区、新立矿区、曹家埠矿区、仓上矿区，其中三山岛矿区、新立矿区、曹家埠矿区为在产矿区。新立矿区设有一个选矿厂，选厂的矿石来自上述三个地下矿山。
新城金矿	由一个在生产的地下矿山（新城矿区）和一个相邻的选厂组成。未来规划是将新城矿区延伸到-600 米以下矿化带深部（新城外围及深部勘探区），并从附近两个矿化带（曲家勘探区）进行开采。
玲珑金矿	拥有玲珑矿区、东风矿区、灵山矿区，上述矿区全部在产。设有两个选矿厂，其中东风矿区位于玲珑金矿附近，两者采用同一选厂，灵山矿区有独立的选厂。
沂南金矿	拥有铜井矿区、金场矿区、金龙矿区，全部在产。上述每个矿区各设一个选矿厂。
青岛金矿	拥有鑫汇矿区、山后矿区，全部在产。上述每个矿区各设一个选矿厂。
蓬莱金矿	拥有齐家沟矿区、齐家沟二分矿区和虎路线矿区，上述矿区均在产。设有一个选矿厂，选厂所需的矿石来自上述三个地下矿山。
归来庄金矿	生产于归来庄矿区进行，并设有一个选矿厂。
赤峰柴金矿	生产于柴胡栏子矿区进行，并附有一个选矿厂。
福建源鑫金矿	福建源鑫矿业集团包含一份采矿许可证（东际矿区）和一份勘探许可证（东际深部详查区）。在东际矿区生产的矿石为现有选厂提供矿产。
西和中宝金矿	生产于四儿沟门矿区进行，并设有一个选矿厂。
新疆金川	拥有伊尔曼得、马依托背、京希巴拉克、宽沟及狮子山五个矿段，在产矿段包括京希巴拉克、宽沟及狮子山矿段。

数据来源：公司公告，西南证券整理

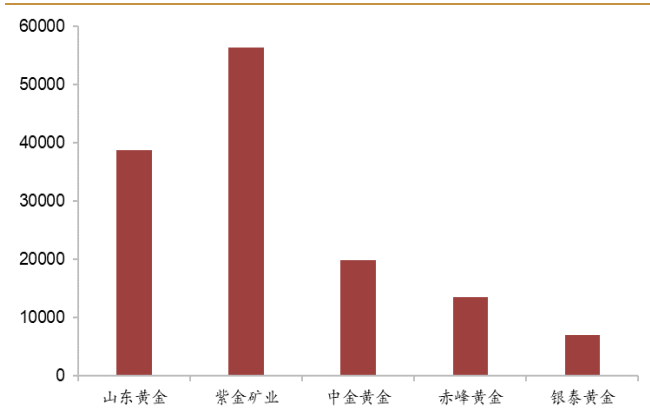
公司资源禀赋优异，黄金储量远景可观。公司的焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿多年位列“中国黄金生产产量前十大矿山”榜单，累计产金均突破百吨。山东黄金是国内唯一拥有四座累计产金突破百吨的矿山的上市公司。截至 2022 年末，公司拥有 14 座国内矿山和 2 座海外矿山，黄金资源保有量 1431.4 吨，黄金储量 565.2 吨。

图 12：公司自有矿山基本情况

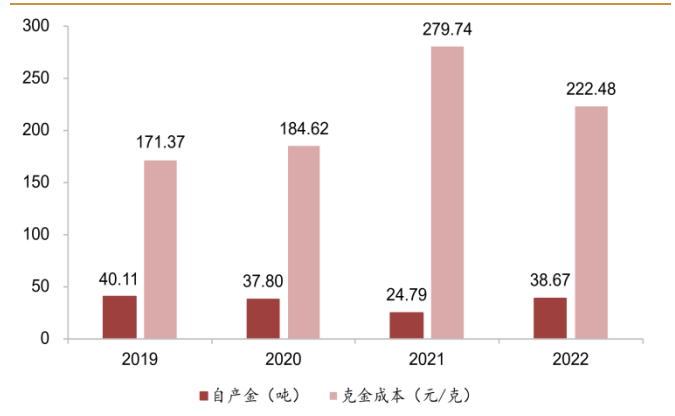
矿区	品种	品位 (克/吨)	资源量 (吨)	储量 (吨)	产量 (吨)	剩余可开采年限 (年)
焦家金矿	金	3.37	350.52	87.18	10.04	4.00
贝拉德罗金矿	金	0.68	188.18	119.75	6.06	
新城金矿	金	3.38	200.71	59.59	5.69	6.78
三山岛金矿	金	3.07	146.58	50.64	5.46	7.04
青岛金矿	金	5.63	42.99	23.70	2.03	23.46
赤峰柴金矿	金	3.01	7.43	4.72	1.73	5.20
金洲金矿	金	3.12	12.67	5.75	1.31	21.62
玲珑金矿	金	2.87	157.56	15.04	1.10	7.26
西和中宝	金	2.28	30.86	12.51	1.01	9.84
归来庄金矿	金	3.52	8.79	1.72	0.82	2.19
沂南金矿	金	1.57	9.48	2.34	0.38	9.07
福建源鑫	金	4.82	2.65	1.03	0.32	1.77
蓬莱金矿	金	7.25	14.42	5.98	0.20	5.93
新疆金川	金	0.91	40.46	18.03		4.28
卡帝诺	金	1.12	218.10	157.20		
总计	金	1.73	1431.40	565.18	37.20	

数据来源：公司2022年年报，西南证券整理

克金成本下降，行业地位领先。根据中国黄金协会统计数据，2022年国内原料黄金产量为372吨，与2021年同期相比增产43.1吨，同比增长13.1%；其中，黄金矿产金完成295.4吨。2022年公司矿产金产量完成38.7吨，权益黄金产量37.2吨，相当于国内矿产金总量的13.1%。与同行业重点黄金上市公司的产量相比，山东黄金仅低于紫金矿业，排名第二。自产金销售成本为222.5元/克，与2021年相比下降20.7%，受益于公司矿山的地质优势以及规模效应，公司的克金成本处于行业左侧。

图 13：2022年重点黄金上市公司黄金产量（千克）


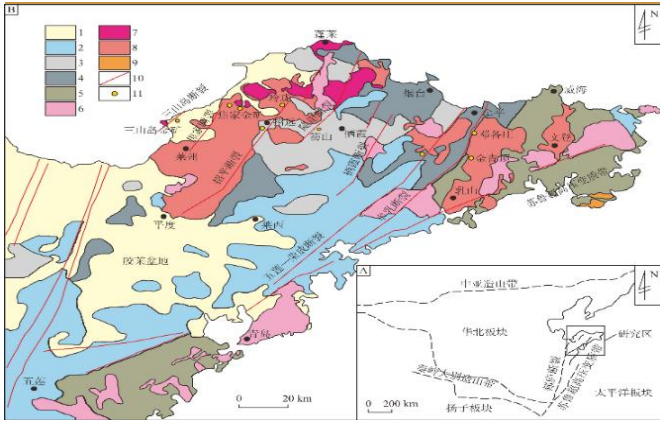
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：公司自产金产量和克金销售成本


数据来源：Wind，西南证券整理

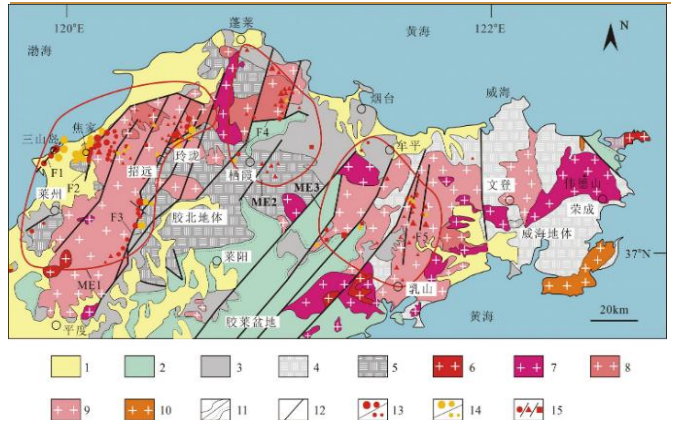
胶东地区位于多个板块相交区域，地理位置得天独厚。公司主要黄金资源位于胶东地区，胶东是中国最大的金矿集区，已探明黄金资源储量5000余吨，占全国总资源量的近1/3，是仅次于南非兰德和乌兹别克斯坦穆龙套的世界第三大金矿集中区。胶东地区位于华北板块、扬子板块与太平洋板块的相交区域，多旋回构造运动使该地区发育多期次岩浆作用、变质作用及成矿作用。中生代时期华北板块与扬子板块碰撞造山后，太平洋板块也发生俯冲转向，导致金大规模富集成矿。目前公司已探明的三山岛、焦家、玲珑、新城四家百吨级黄金生产矿山以及西岭、南吕欣木、东风等数百吨超大型资源后备基地均位于胶东地区。

图 15: 胶东地区成矿带特点



数据来源: 中国知网, 西南证券整理

图 16: 胶东地区金矿分布



数据来源: 中国知网, 西南证券整理

探采矿权资源丰富。截至 2022 年年底, 公司共拥有 13 处境内金矿采矿权, 探明金资源量总计 124.85 吨; 拥有 34 处境内探矿权, 备案资源量共计 659.55 吨。

表 2: 山东黄金集团采矿权与探矿权 (部分, 仅列示已探明资源量矿权) 资源量统计

采矿权名称	金金属量 (吨)	探矿权名称	金金属量 (吨)
莱州鲁地矿业投资金城金矿	73.4	山东省莱州市仓上一潘家屋子地区金矿勘探	0.39
山东黄金金创集团有限公司燕山矿区	3.48	山东省莱州市留村金矿中深部详查	2.00
山东黄金金创集团有限公司庵口矿区	6.25	山东省莱州市上马家金矿	0.22
山东金创股份有限公司上口王李金矿区	3.88	山东省莱州市西岭村金矿勘探	382.58
山东金创股份有限公司黑金顶矿区	1.54	山东省蓬莱市磁山矿区金矿勘探	3.86
山东金创股份有限公司黑炭沟矿区	6.72	山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	3.60
山东金创股份有限公司齐沟一分矿	1.65	山东省蓬莱市土屋金矿区深部金矿详查	0.57
青岛金星矿业股份有限公司	5.19	山东省蓬莱市大柳行北部地区金矿详查	5.43
海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿	16.04	山东省烟台市蓬莱区门楼地区金矿详查	4.98
嵩县山金矿业有限公司	3.97	山东省蓬莱市石家地区金矿详查	10.94
福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿	0.94	蓬莱市齐沟一分矿区深部及外围金矿勘探	0.87
青海山金矿业有限公司都兰县果洛龙洼金矿	0.98	山东省蓬莱市黑炭沟金矿深部及外围详查	1.48
福建省政和县香炉坪矿业有限公司香炉坪银矿	0.81	山东省烟台市蓬莱区初格庄北金矿详查	5.89
		山东省平度市旧店金矿矿区深部普查	1.48
		山东省招远市水旺庄矿区金矿勘探	186.1
		山东省招远市李家庄矿区金矿勘探	17.05
		福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	0.89
		青海省都县阿斯哈(可热)地区金矿详查	8.03
		青海省都兰县瓦勒尔金矿详查	8.02
		青海省都兰县果洛龙洼金矿详查	12.94
		青海省都兰县按纳格金矿详	1.67
		青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查	0.56
合计黄金资源量	124.85	合计黄金资源量	659.55

数据来源: 公司 2022 年年报, 西南证券整理

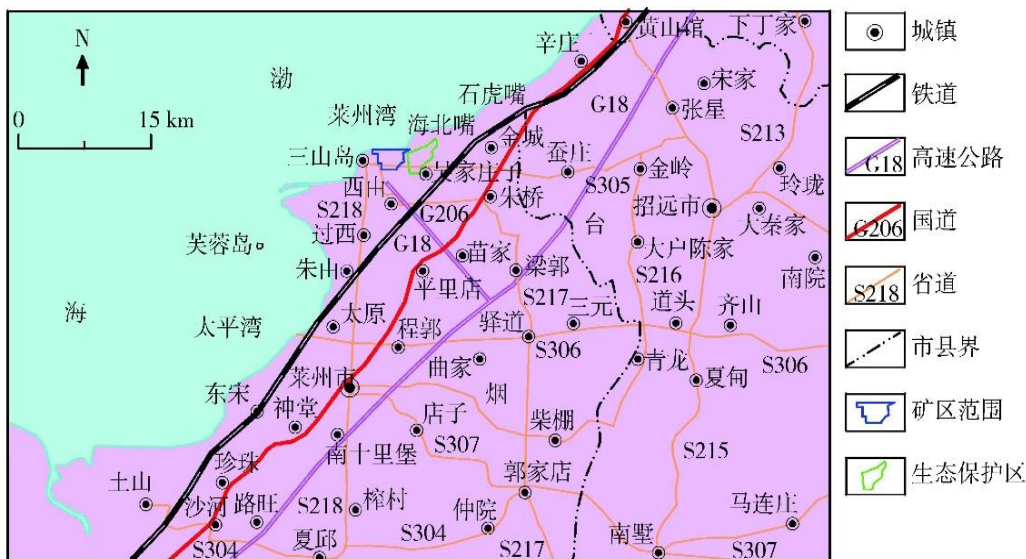
产能持续扩大，西岭矿山增添资源新动力。公司多个矿山扩产，焦家金矿正在进行资源整合开发工程，完成后采选规模预计可达到 20000 吨/日；三山岛金矿正开展三山岛资源开发利用项目，完成后预计产能增加 15000 吨/日。探矿方面公司也取得新进展，2023 年 5 月西岭金矿经专家评审初步认定新增金金属量近 200 吨，累计金金属量达 580 吨，潜在经济价值 2000 亿元，成为国内发现的最大单体金矿床。在西岭金矿探矿权具备转让条件时，西岭金矿探矿权将按照程序注入山东黄金。西岭超大型金矿区位于胶西北莱州市三山岛，是国家级的整装勘查区，探明的黄金储量居全国前列。

表 3：公司国内矿山产能及扩产规划

名称	股权	采选能力(吨/日)	扩产/整合规划
焦家金矿	100%	9000	该矿区正在开展资源整合开发工程，完成后采选规模预计由 9000 吨/日提升至 20000 吨/日。
三山岛金矿	100%	8000	公司正开展三山岛资源开发利用（扩产扩界）项目，完成后预计产能增加 15000 吨/日。
新城金矿	100%	6500	该矿区正开展采选扩建项目，完成后采选规模增加 8000 吨/日。
玲珑金矿	100%	5150	正开展东风矿区正开展扩产扩界工程和玲珑矿区深部开采工程。
沂南金矿	100%	1550	金龙东区正开展采矿工程项目。
青岛金矿	100%	3000	莱西矿区目前正在开展井巷工程、鑫汇矿区一号脉深部开采工程、鑫汇公司 7 号井井巷工程。
蓬莱金矿	100%	1000	正在开展矿区整合工作，整合后预计生产规模 1500t/d。
归来庄金矿	71%	2000	归来庄矿区目前正在开展探井工程。
赤峰柴金矿	73.52%	2750	生产于柴胡栏子矿区进行，并附有一个选矿厂。
福建源鑫金矿	90.31%	800	福建源鑫矿业集团包含一份采矿许可证(东际矿区)和一份勘探许可证(东际深部详查区)，在东际矿区生产的矿石为现有选厂提供矿产。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：西岭矿区地理位置图



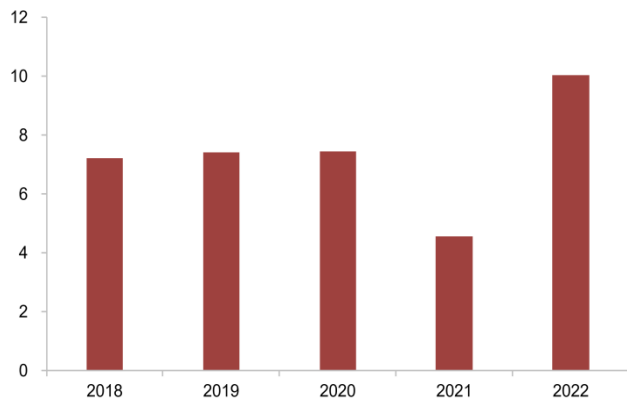
数据来源：中国知网，西南证券整理

2.2 四座矿山蝉联中国黄金产量前十榜单，贝拉德罗海外初尝试

2.2.1 焦家金矿：年产黄金超过十吨的单体矿山

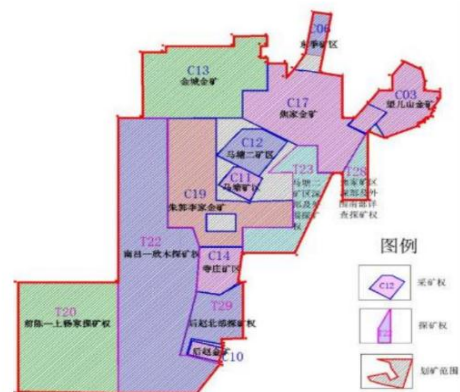
年产量突破 10 吨，承担公司产金主要角色。焦家金矿是公司重要的一处金矿产地，位于山东省胶东半岛西北部的莱州市。在方圆约 60 平方千米范围内，分布着 10 余个中大型规模金矿床，构成有名的“焦家金矿田”。2022 年焦家金矿年黄金产量突破 10 吨，跃居全国第一大产金矿山。截至 2022 年底，焦家金矿金资源量为 350.5 吨，品位 3.4 克/吨；储量为 87.2 吨，品位 3.7 克/吨；产量达 10.0 吨，较 2018 年增长 38.8%。

图 18：焦家金矿产量情况（吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：焦家金矿 14 个矿权分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

莱州区域整合项目逐步推进，采选规模大幅提升。为实现矿业规模化、集约化、循环发展，公司对莱州区域资源进行了整合。整合的 14 个矿业权包括焦家金矿、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。项目的建设期为 6 年，整合完成后，公司不仅可以降低建设成本，实现矿山开发成本控制，同时可带动各矿山配套设施、管理水平的整体提升，使整合建设后的焦家金矿带资源得到全面合理的开发。

表 4：焦家金矿产能变化

指标	单位	整合前	整合后	增长率
采矿规模	吨/天	9000	20000	122%
选矿规模	吨/天	9000	20000	122%
金精矿产量	吨/年	102.30	290.60	185%
金精矿品味	克/吨	64.44	65.00	1%

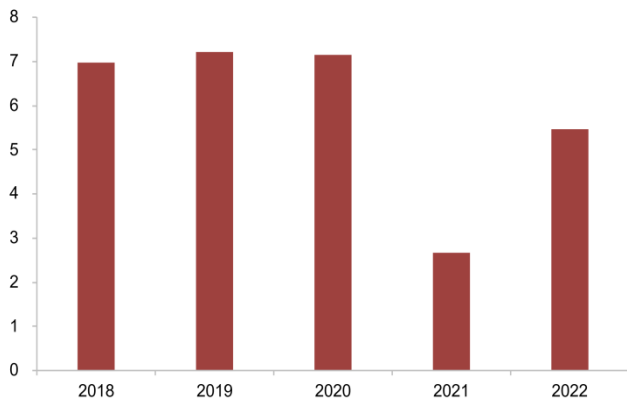
数据来源：公司 2022 年年报，西南证券整理

2.2.2 三山岛金矿：智能矿山掘金人

首座海底开采金矿，生态智慧矿山模范。三山岛金矿位于莱州湾畔，是世界首座海底金属资源的矿山，全国唯一海底采矿的金矿。三山岛金矿探矿面积 17.91 平方公里，地处国内的一级成矿带——三山岛-仓上断裂成矿带，周边特、大、中型金矿床富集，成矿地质条件优越，探矿增储空间巨大，在国内单体矿山里规模最大、储量最多。三山岛金矿是目前全国机械化程度最高的地下开采黄金矿山，山东黄金以三山岛金矿为试点，打造“本质安全、智能只会、绿色生态、社区和谐、效益领先”的“国际一流示范矿山”，开创了矿山企业“智慧矿山”“生态矿山”建设运营新模式。2021 年山东黄金国际一流示范矿山项目顺利通过验收评审；2022 年公司制定质效提升工程实施方案、优化完善考核体系、修订和新增管理制度，全面强化企业现代化治理水平，三山岛金矿成功入选山东省国有企业创建管理提升标杆企业。截至 2022 年底，三山岛金矿金资源量为 146.6 吨，储量 50.6 吨，品位 2.7 克/吨，2022 年产量达 5.5 吨，较上年增长 104.5%。

渐进开发，亚洲第一深井工程处于建设期。2019 年，公司整合三山岛金矿区外围地质详查、新立矿区 55-91 线矿段金矿勘探、新立村金矿勘探三个探矿权，整合主体为三山岛金矿，对应的采选规模为 0.8 万吨/天；2020 年，公司启动三山岛金矿扩界扩能工程，投资 120.5 亿元，建设周期 7 年，预计将形成 15000 吨/天的选矿能力；2022 年 1915 米“亚洲第一深井”三山岛副井工程正式开工建设，截至 2022 年年底已经累计掘进 758 米。

图 20：三山岛金矿产量情况（吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

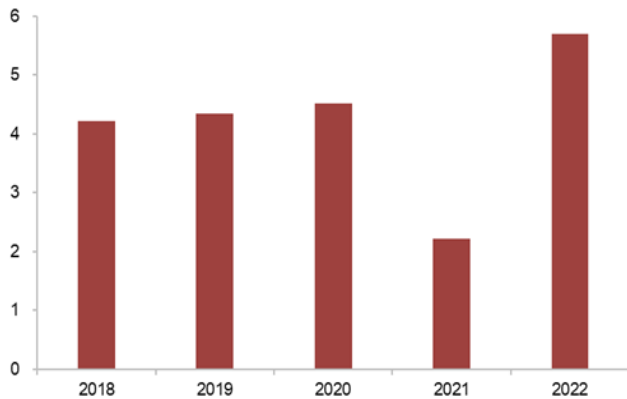
图 21：三山岛金矿智能建设



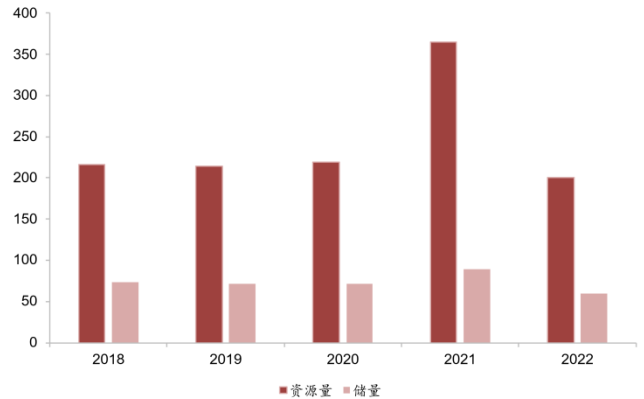
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.3 新城金矿：老牌矿山稳定运营

老牌矿山，品位稳定，易采易选。新城金矿建于 1975 年，是山东黄金集团的老牌矿山。该矿是一座具有采矿、选矿、冶炼综合生产能力的国家大型二档黄金矿山，属“焦家式”金矿床，矿体集中，品位稳定，易采易选。新城金矿原为主竖井+盲竖井+斜坡道联合开拓方式，生产规模 41.3 万吨/年，选矿规模 3000 吨/天；红布矿区原采矿生产规模为 6 万吨/年，选矿规模 700 吨/天。2021 年公司提出计划以新城金矿采矿权为主体，整合新城金矿深部及外围勘探、曲家地区金矿勘探、红布矿区采矿权、红布矿区深部及外围金矿勘探等统一开发。2022 年新城金矿取得整合后的采矿许可证，整合完成后，项目一期采选 6000 吨/天，年平均产金约 5.5 吨；项目二期采选 8000 吨/天，达产后可年平均产金 7.8 吨。截至 2022 年 6 月，公司已经完成滕家竖井工程提升系统安装调试。截至 2022 年年底，新城金矿金资源量 200.7 吨，储量 59.6 吨，品位 3.3 克/吨，2022 年产量达 5.7 吨，较上年同比增长 156.3%。

图 22: 新城金矿产量情况 (吨)


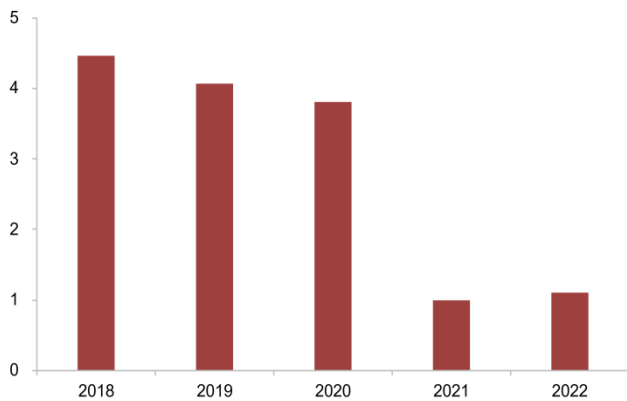
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 新城金矿资源量与储量情况 (吨)


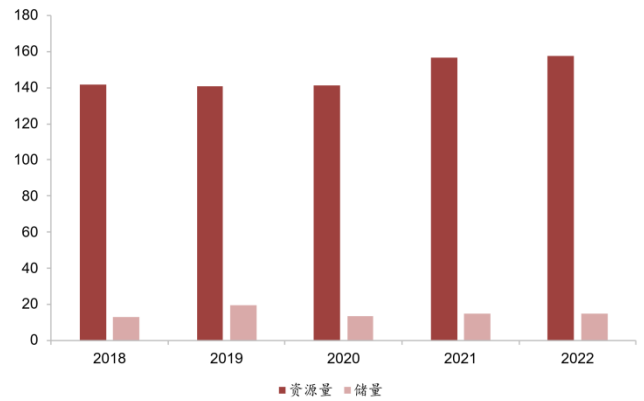
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2.4 玲珑金矿: 千年金脉, 权证办理持续推进

历史悠久, 权证办理持续推进。玲珑金矿位于山东半岛中部招远、龙口交界处的罗山东麓, 黄金资源丰富, 开采历史悠久。因山东省新一轮生态保护红线划定影响公司权证办理进度, 在生态保护红线方案批复后, 玲珑金矿的玲珑矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证, 但尚在办理安全生产许可证, 未复工复产; 东风矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证及安全生产许可证, 2023 年 1 月复产; 蓬莱矿业于 2022 年 4 月底复产。截至 2022 年底, 玲珑金矿金资源量为 157.6 吨, 储量 15.0 吨, 品位 2.3 克/吨, 2022 年产量 1.1 吨, 与上年相比增长 10%。

图 24: 玲珑金矿产量情况 (吨)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

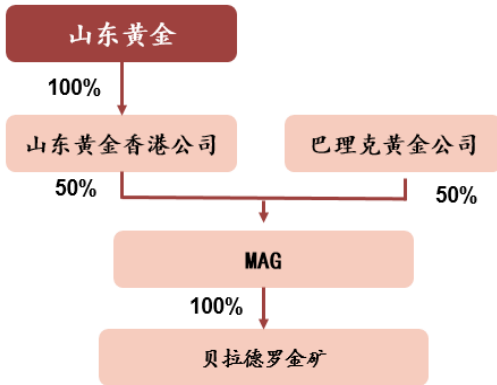
图 25: 玲珑金矿资源量与储量情况 (吨)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

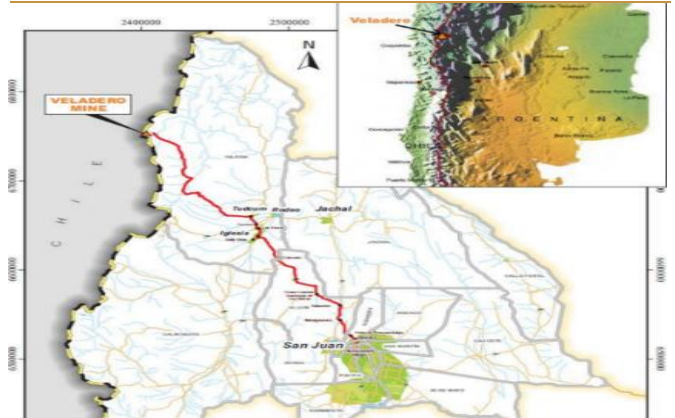
2.2.5 贝拉德罗金矿: 初试海外布局

阿根廷最大金矿, 联合巴理克共同开发。2017 年山东黄金与巴理克签约拟共同开发贝拉德罗金矿, 贝拉德罗金矿位于安第斯山脉东麓的圣胡安省伊格莱西亚县, 是阿根廷最大金矿。贝拉德罗金矿包括贝拉德罗采矿权组 (Veledero Mining Group) 和费罗努特采矿权组 (Filo Norte Mining Group) 两个矿权组, 面积分别为 11927 公顷和 2515.7 公顷。截至 2022 年底, 贝拉德罗金矿金资源量为 188.2 吨, 储量 119.8 吨, 品位 0.7 克/吨, 2022 年产量 6.1 吨, 与 2021 年相比增加 12.4%。

贝拉德罗金矿 2005 年投产, 截至目前为止已经运营 17 年, 由于矿山运营年限的增长和矿区的深入开采, 贝拉德罗金矿出现储量和品位下降的状况。2022 年, 受通货膨胀和能源价格上涨因素的影响, 生产总维持成本达到 1528 美元/盎司; 2023 年, 公司产量指引为 5.0-5.6 吨, 生产总维持成本指引为 1550-1630 美元/盎司。

图 26: 贝拉德罗金矿股权结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 贝拉德罗地理位置


数据来源: 贝拉德罗技术报告, 西南证券整理

2.3 内增外拓, 做优做强

内生外延, 全方位增储黄金。公司稳步推进探矿增储和优质资源并购, 统筹省内、国内、海外三个区域, 加快资源获取。自上市以来, 公司依托丰厚的资源储备, 在做好现有矿山的扩能增产工作外, 一直积极开展资源并购工作, 先后并购了山东省内、省外多项优质黄金资源以及特麦克资源公司、加纳卡蒂诺资源公司等境外黄金矿山; 同时, 公司控股股东山东黄金集团承诺将符合条件的优质黄金资源注入山东黄金, 公司的资源储备和黄金产能不断增长。

表 5: 山东黄金历史并购情况 (吨)

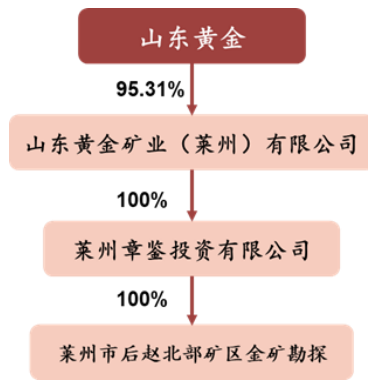
时间	交易标的	增储量 (吨)
2008	收购金仓矿业、三山岛金矿、玲珑金矿、沂南金矿、鑫汇金矿	85
2009	收购新立矿区、三山岛矿区两个探矿权	45
2010	收购山东金石矿业有限公司 75% 股权, 获得新城金矿附近探矿权	71
2011	收购赤峰柴矿探矿权、甘肃中宝矿业	32
2012	收购鑫源矿业	10.94
2013	完成金石探矿权未勘查区域新增探明储量并购	134
2016	收购归来庄金矿、蓬莱矿业、东风探矿权采矿权、新立探矿权	292.22
2017	收购海外贝拉德罗金矿, 国内前陈-上杨家矿区金矿探矿权、新城探矿权、玲珑探矿权	231
2021	收购恒兴黄金、卡蒂诺资源、集团内莱州地区系列矿权	205

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.3.1 积极整合国内资源，银泰黄金助推新增长

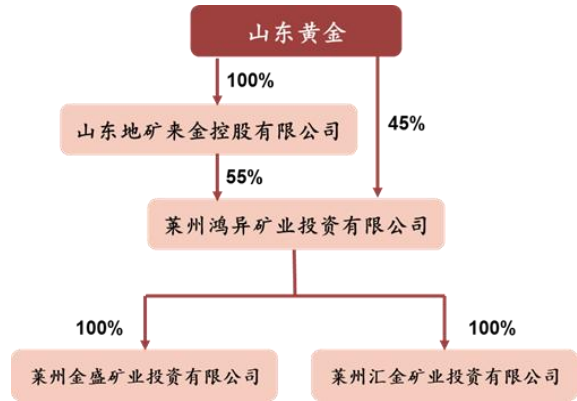
积极整合省内资源，竞争优势进一步提升。公司在山东省内牢牢把握金矿资源整合战略机遇期，积极参与山东省金矿资源整合工作，优化产业布局，为打造胶东地区世界级的黄金生产基地奠定扎实的资源基础。2021年2月，公司控股子公司莱州公司收购莱州章鉴100%的股权。莱州章鉴投资有限公司名下拥有一个探矿权，其勘查项目名称为山东省莱州市后赵北部矿区金矿勘探。本探矿权位于山东省莱州市朱桥镇朱桥村，可勘查面积为0.68平方公里，有限期限为2年。2021年9月公司控股子公司莱州公司收购山东天承矿业100%股权、山东莱州鲁地金矿100%股权、山东地矿来金100%股权和莱州鸿昇矿业45%股权，实现了对焦家、新城成矿带部分矿权资产的收购。2022年公司上述矿权整合至焦家金矿和新城金矿，其中焦家金矿完成14个矿权的整合，预计生产规模达到660万吨/年；新城金矿完成7个矿权的整合，预计生产规模达到264万吨/年。

图 28：莱州章鉴股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：山东地矿来金和莱州鸿昇矿业股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

赤峰柴矿推进扩建工程，甘肃大桥金矿纳入囊中。公司生产经营主体为新城金矿、焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿等多座国内外知名的大中型矿山。山东黄金秉持“资源优先”理念，持续打造核心竞争优势，对内不断加大探矿力度，对外不断增强资源储备，省外积极开展资源并购。公司除拥有山东采矿权外，还通过兼并、收购等手段取得了内蒙古、河南、新疆、甘肃等地的采矿权，使公司保有黄金储量实现大幅增长。赤峰柴金矿是公司在省外收购的首个金矿，目前2000吨/日的扩建项目正在推进；2023年1月公司公告计划与甘肃资管共同出资设立甘肃金舜矿业有限公司，2023年5月24日，该公司取得大桥金矿采矿权。大桥金矿位于甘肃省陇南市西和县大桥乡，区域上属西秦岭造山带东段，保有矿体资源量矿石量968.0万吨，金金属量31981千克，平均品位3.3克/吨。大桥金矿采矿权的成功获取，将成为山东黄金在西秦岭地区矿产资源整合开发的切入点，有利于山东黄金打造陇南黄金资源开发新基地，加强资源储备，进一步增强山东黄金整体实力和影响力。

银泰黄金注入公司金储量后备库。2023年1月19日，公司与中国银泰、沈国军先生签署《股份转让协议之补充协议》，收购银泰黄金20.93%股权。交易完成后，公司成为银泰黄金的控股股东，银泰黄金的实际控制人将变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。银泰黄金共拥有玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿五个矿山，除玉龙矿业外，其余四座均为金矿。截至2022年末，银泰黄金合计总资源量（含地表存矿）矿石量10145.2万吨，金金属量173.9吨，资源禀赋充足。

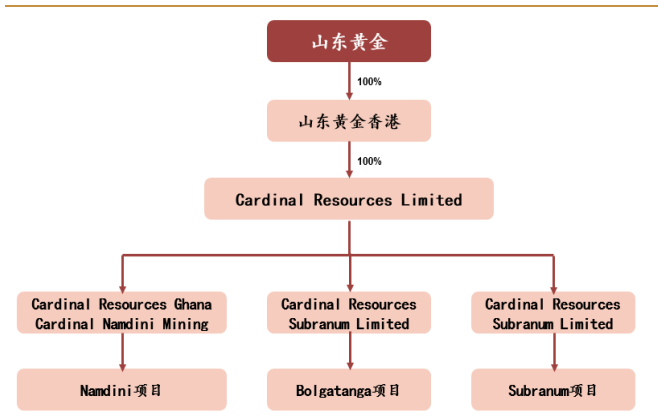
表 6：银泰黄金 2022 年全年各矿山矿产品生产量

矿山名称	选矿量(吨)	矿产金(千克)	矿产银(千克)	铅精粉(吨)	锌精粉(吨)
玉龙矿业	1098562		172004.19	11785.79	17692.58
黑河银泰	434904	2980.63	18094.29		
吉林板庙子	671829	2015.24	375.72		
青海大柴旦	664915	2066.45	270.40		

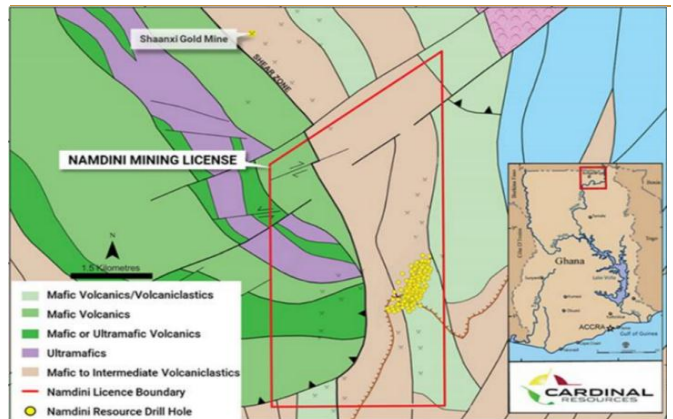
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.2 海外拓展接连推进，卡蒂诺金矿成本具备比较优势

加纳金矿，海外拓展更上一层楼。公司坚定不移实施“走出去”战略，以更加开放包容的姿态，积极参与全球资源配置，成功收购卡蒂诺资源有限公司，进一步拓展了全球资源布局。2020 年 6 月，公司发布公告称全资子公司山东黄金（香港）有限公司拟对卡蒂诺资源有限公司实行要约收购其 100% 股权，2021 年 3 月该收购完成。卡蒂诺公司所拥有的 3 个黄金矿产项目分别是 Namdini 开发项目、Bolgatanga 勘探项目以及 Subranum 勘探项目，三个项目均位于大型成矿带上。

图 30：卡蒂诺股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：卡蒂诺金矿项目地质和采矿许可证边界


数据来源：卡蒂诺资源官网，西南证券整理

卡蒂诺资源丰富，增多上游矿产资源储量。卡蒂诺公司的核心资产是西非东北部加纳的 Namdini 金矿，其拥有 90% 的权益。Namdini 是露天开采项目，位于楠戈迪的绿岩带上，矿产资源丰富，矿产期限为 15 年（2035 年期满，最多可以延长 30 年）。根据山东黄金披露的收购公告，Namdini 项目黄金资源量约 203.1 吨，黄金储量约为 157.2 吨。截止到 2022 年底，加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼金矿项目已完成选厂 EPCM 总承包的第一阶段合同签订以及部分长周期设备订货工作，正在进行前期场平施工，已发布采矿工程招标文件，矿山辅助工程如营地、取水设施、安全围栏、电力线、尾矿库一期等工程进展顺利。根据卡蒂诺 2019 年披露的可研报告，预计前三年平均生产总维持成本为 585 美元/盎司，生产期内平均生产总维持成本为 895 美元/盎司，而目前全球黄金生产总维持成本为 1255 美元/盎司，在成本方面存在比较优势。

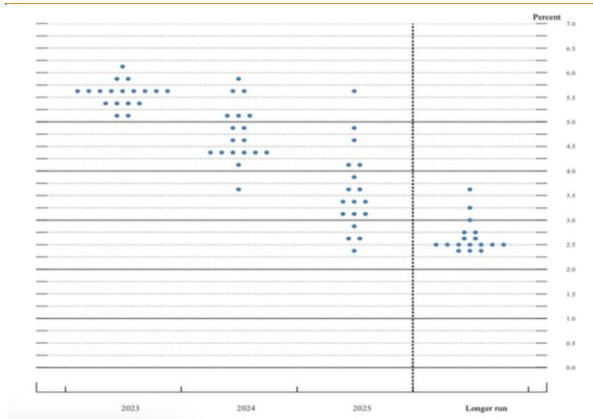
表 7: Namdini 项目黄金资源量

矿山名称	矿石开采量 (百万吨)	原矿品位 (克/吨)	金金属量 (吨)
探明+控制			
Oxide	4.4	1.12	4.98
Fresh	177	1.12	198.44
合计	182	1.12	203.11
推断			
Oxide	0.04	1	0.03
Fresh	12	1.2	14.31
合计	12.04	2.2	14.34

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 黄金价格仍处于上行周期

美联储加息周期处于尾部, 降息周期将对金价形成新驱动。美联储自 2022 年 3 月开始共加息 10 次, 将联邦基金利率目标区间自 0.25%-0.5% 上调至 5%-5.25%, 2023 年 6 月议息会议上美联储宣布暂停加息, 但公布的点阵图显示年内利率终值指引为 5.5%-5.75%, 意味着年内或仍有两次加息, 同时 2024 年和 2025 年利率中枢分别显示为 4.6% 和 3.4%, 长期的利率中枢维持在 2.5% 不变。根据 7 月 21 日 CME 最新利率期货的预测指引, 美联储预计 7 月将加息一次, 这也将是最后一次加息, 预测美联储最早的降息时点为 2024 年 4 月。

图 32: 美联储 FOMC 会后点阵图


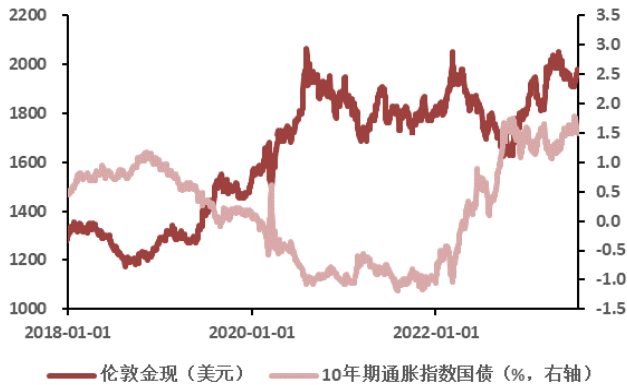
数据来源: 美联储, 西南证券整理

图 33: CME 利率期货预测 (2023 年 7 月 21 日)

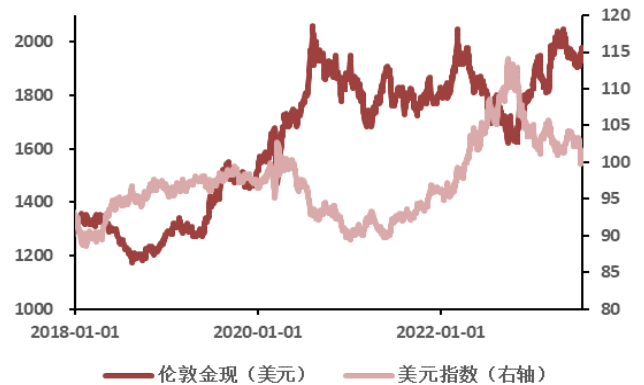
MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES											
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	99.8%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	87.9%	12.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	75.4%	22.8%	1.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.7%	66.6%	19.3%	1.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	38.3%	44.1%	10.8%	0.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	28.0%	42.2%	21.4%	4.0%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.7%	28.9%	40.9%	20.3%	3.7%	0.2%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.2%	18.2%	35.4%	29.8%	11.4%	1.8%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	2.7%	15.9%	32.7%	30.7%	14.2%	3.3%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.1%	2.4%	14.2%	30.5%	30.9%	16.3%	4.7%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.1%	2.1%	12.7%	28.5%	30.9%	18.1%	6.1%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.3%	8.3%	21.9%	29.9%	23.5%	11.1%	3.3%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源: CME, 西南证券整理

美联储货币周期切换有望带动美债收益率和美元指数中枢下移。实际利率和美元分别是影响黄金金融属性和货币属性的主要指标, 与金价整体呈负相关关系。2022 年加息周期开启后, 实际利率上行带来金价回落, 2022 年 11 月后美联储加息放缓, 实际利率的上行中止, 美元指数中枢下移, 带动黄金价格持续抬升。目前美联储处于加息-降息的切换周期, 降息周期启动或降息预期高度一致后, 我们认为美债利率和美元的中枢将继续下行, 对金价上行继续形成驱动。

图 34：黄金和美债收益率变化


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 35：黄金和美元指数变化


数据来源：Wind, 西南证券整理

央行增加黄金储备，黄金战略配置地位提升。2022 年以来局部冲突频现，地缘政治风险凸显黄金的避险价值属性，中长期黄金的战略配置地位提升。2022 年下半年开始，全球央行黄金储备量出现明显上升，中国、俄罗斯、土耳其、印度等国家贡献主要购金量。根据人民银行公布，截至 2023 年 5 月中国官方储备黄金达到 2092 吨，相较 2022 年 10 月增长 144 吨，增储幅度达到 7.4%。2022 年加息周期启动后，SPDR 黄金 ETF 持仓逐渐回落至近三年低位，但同年 11 月加息放缓后持仓开始缓慢增加，黄金投资性需求开始回升。

图 36：黄金 ETF 持仓和金价变化


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 37：央行黄金储备变化


数据来源：Wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：按公司产量指引及扩产计划，我们假设 2023-2025 年公司自产金产量为 40、42、50 吨，黄金均价为 435、450、450 元/克，黄金销售的克金成本每年维持在 230 元/克的水平。

假设 2：外购金及小金条业务主要贡献营收，盈利能力较低。我们假定 2023-2025 年外购金销量维持 53 吨/年，小金条销量维持 30 吨/年，售价与金价变化保持一致，外购金业务毛利率每年均为 0.5%，小金条业务毛利率每年均为 0.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
自产金	收入	15183.1	17400.0	18900.0	22500.0
	增速	55.3%	14.6%	8.6%	19.0%
	毛利率	43.3%	47.1%	48.9%	48.9%
外购金	收入	20743.9	23055.0	23850.0	23850.0
	增速	73.6%	11.1%	3.4%	0.0%
	毛利率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
小金条	收入	10707.7	11526.9	11976.0	11976.0
	增速	22.3%	7.7%	3.9%	0.0%
	毛利率	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%
其他	收入	3573.4	3500.0	3500.0	3500.0
	增速	3.9%	-2.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	8.8%	8.0%	8.0%	8.0%
合计	收入	50305.8	55505.0	58250.0	61850.0
	增速	48.2%	10.3%	4.9%	6.2%
	毛利率	14.1%	15.5%	16.6%	18.5%

数据来源：Wind，西南证券

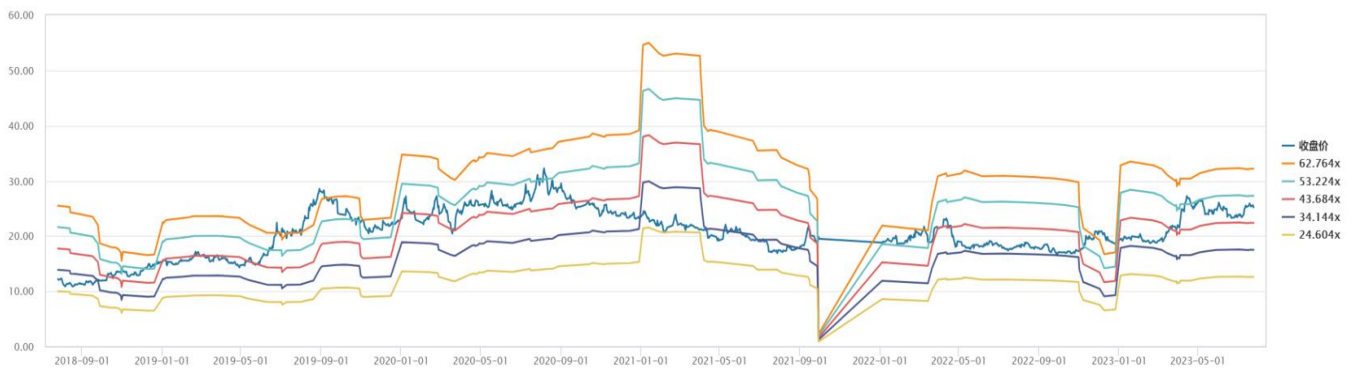
4.2 相对估值

我们选取赤峰黄金、银泰黄金、中金黄金、湖南黄金四家公司作为可比公司，四家公司 2023 年平均 PE 为 27 倍。山东黄金是 A 股中黄金业务占比最高的黄金龙头公司，标的属性具有稀缺性，估值一向远高于行业平均水平。近五年以 PE-NTM 的估值区间来看，公司的估值处于 35-65 倍之间，当金价处于上行周期时，公司往往呈现业绩与估值同步走高的双击效应。我们看好黄金上行周期，给予公司 2024 年 50 倍 PE，目标价 30 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 9：可比公司估值（截至 2023 年 7 月 21 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000975.SZ	银泰黄金	13.28	0.41	0.58	0.71	0.83	28.51	23.07	18.81	15.93
600988.SH	赤峰黄金	14.79	0.27	0.53	0.78	0.89	69.86	27.79	18.91	16.61
002155.SZ	湖南黄金	12.21	0.36	0.64	0.82	1.01	32.60	19.20	14.81	12.08
600489.SH	中金黄金	11.13	0.44	0.60	0.69	0.73	24.33	18.53	16.14	15.21
平均值							42.06	27.36	21.73	18.09

数据来源：Wind，西南证券整理

图 38：山东黄金历史估值 band


数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

黄金价格大幅下跌风险，远期矿山增产不及预期风险，收购银泰黄金不及预期风险，海外运营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	50305.75	55505.00	58250.00	61850.00	净利润	1423.43	2451.74	3076.74	4035.85
营业成本	43212.02	46886.63	48586.75	50426.75	折旧与摊销	3161.04	4923.83	4923.83	4923.83
营业税金及附加	822.07	828.17	906.01	979.18	财务费用	1047.11	1554.14	1631.00	1731.80
销售费用	176.42	290.43	316.99	340.92	资产减值损失	-0.57	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	2315.72	2608.74	2796.00	2968.80	经营营运资本变动	-2450.73	279.85	936.64	667.62
财务费用	1047.11	1554.14	1631.00	1731.80	其他	-208.51	-241.88	-455.59	-443.08
资产减值损失	-0.57	-5.00	-5.00	-5.00	经营活动现金流净额	2971.78	8962.67	10107.62	10911.01
投资收益	78.21	100.00	360.00	380.00	资本支出	-15466.16	-1500.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-209.07	153.01	102.88	67.60	其他	10215.48	-71.58	82.46	178.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5250.68	-1571.58	-917.54	-821.12
营业利润	2102.07	3594.91	4481.13	5855.15	短期借款	830.53	-1158.61	309.61	522.19
其他非经营损益	-95.69	-92.43	-85.78	-89.65	长期借款	8208.67	1000.00	1000.00	1000.00
利润总额	2006.38	3502.48	4395.35	5765.50	股权融资	-1198.32	0.00	0.00	0.00
所得税	582.94	1050.74	1318.60	1729.65	支付股利	0.00	-249.17	-429.18	-538.58
净利润	1423.43	2451.74	3076.74	4035.85	其他	-2379.07	-11067.12	-1279.69	-1614.97
少数股东损益	177.57	305.85	383.82	503.47	筹资活动现金流净额	5461.81	-11474.90	-399.26	-631.36
归属母公司股东净利润	1245.86	2145.88	2692.92	3532.38	现金流量净额	3228.12	-4083.81	8790.82	9458.54
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9634.31	5550.50	14341.32	23799.86	成长能力				
应收和预付款项	3718.50	4182.40	4536.24	4686.55	销售收入增长率	48.24%	10.34%	4.95%	6.18%
存货	4092.28	4440.26	4599.72	4774.77	营业利润增长率	2969.64%	71.02%	24.65%	30.66%
其他流动资产	4030.16	4131.32	4189.26	4265.23	净利润增长率	828.43%	72.24%	25.49%	31.17%
长期股权投资	1988.90	1988.90	1988.90	1988.90	EBITDA 增长率	94.41%	59.63%	9.56%	13.36%
投资性房地产	176.19	176.19	176.19	176.19	获利能力				
固定资产和在建工程	36637.67	35726.32	34314.97	32903.62	毛利率	14.10%	15.53%	16.59%	18.47%
无形资产和开发支出	22535.97	20027.07	17518.17	15009.27	三费率	7.04%	8.02%	8.14%	8.15%
其他非流动资产	7907.66	8228.67	8605.51	8870.65	净利率	2.83%	4.42%	5.28%	6.53%
资产总计	90721.64	84451.64	90270.28	96475.06	ROE	3.88%	8.50%	9.77%	11.54%
短期借款	6614.23	5455.62	5765.23	6287.43	ROA	1.57%	2.90%	3.41%	4.18%
应付和预收款项	8046.09	7867.28	8625.75	8880.70	ROIC	6.39%	9.44%	12.57%	18.07%
长期借款	13548.31	14548.31	15548.31	16548.31	EBITDA/销售收入	12.54%	18.15%	18.95%	20.23%
其他负债	25816.55	27748.61	28851.61	29781.99	营运能力				
负债合计	54025.17	55619.82	58790.90	61498.42	总资产周转率	0.60	0.63	0.67	0.66
股本	4473.43	4473.43	4473.43	4473.43	固定资产周转率	1.75	1.88	2.15	2.51
资本公积	4369.66	4369.66	4369.66	4369.66	应收账款周转率	348.21	327.52	305.66	309.60
留存收益	13966.73	15863.44	18127.19	21120.98	存货周转率	12.21	10.99	10.75	10.75
归属母公司股东权益	32877.04	24706.53	26970.27	29964.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.42%	—	—	—
少数股东权益	3819.43	4125.28	4509.11	5012.58	资本结构				
股东权益合计	36696.47	28831.81	31479.38	34976.65	资产负债率	59.55%	65.86%	65.13%	63.75%
负债和股东权益合计	90721.64	84451.64	90270.28	96475.06	带息债务/总负债	37.32%	35.97%	36.25%	37.13%
					流动比率	0.62	0.52	0.75	0.98
					速动比率	0.50	0.40	0.62	0.85
					股利支付率	0.00%	11.61%	15.94%	15.25%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	6310.22	10072.88	11035.96	12510.77	每股收益	0.28	0.48	0.60	0.79
PE	92.93	53.95	42.99	32.77	每股净资产	7.35	5.52	6.03	6.70
PB	3.52	4.69	4.29	3.86	每股经营现金	0.66	2.00	2.26	2.44
PS	2.30	2.09	1.99	1.87	每股股利	0.00	0.06	0.10	0.12
EV/EBITDA	18.32	11.86	10.13	8.26					
股息率	0.00%	0.22%	0.37%	0.47%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
