

山东黄金(600547)

报告日期: 2023年08月20日

成长的黄金龙头

——山东黄金深度报告

投资要点

□ 黄金龙头，行稳致远

- ✓ 公司以山东为基，并通过收购扩大矿山版图，整体聚焦黄金业务，黄金产量稳步增长。22年公司自产金产量达39吨，同比增长56%。
- ✓ 财务方面：22年营收503亿元，同比+48%；归母净利润增至12亿元，同比+743%，主要系矿山产能恢复带动经营改善所致。预计23H1实现归母净利润8.0-9.5亿元，同比+44%-71%，扣非净利润8.02-9.52亿元，同比+31%-56%。

□ 看好金价的中长期走势

- ✓ 公司股价与金价走势共振。金价上升有助于公司盈利能力提升。同时股价波动幅度对比商品往往更大。行业盈利上行时期，股价有望比金价走出更高弹性。
- ✓ 美联储加息渐入末期有望催化金价。23年6月美联储首次宣布暂停加息，23年7月美国CPI同比上涨3%。CME预测年内或结束加息，明年存在降息预期。
- ✓ 央行购金走高。22年全球央行净购黄金1081吨，同比+140%，利好金价上行。

□ 资源丰厚，境内海外产能稳增

- ✓ 公司资源量、产量丰厚。控股股东山东黄金集团拥有黄金资源量储量超2800吨。22年山东黄金矿产金产量达39吨。
- ✓ 国内矿山：(1) 银泰黄金截至22年末拥有黄金资源量174吨，勘探前景广阔。(2) 焦家金矿22年黄金产量破10吨，矿区金矿资源开发工程将提供新增量。(3) 新城金矿资源量品位和储量品位高，具备成本优势。(4) 三山岛金矿智能化程度领先。(5) 玲珑金矿持续推动复产，产量有望回升。(6) 推动金州公司+大桥金矿+齐沟一分矿并购，加强资源储备。(7) 西岭金矿探获巨型金矿。
- ✓ 国外矿山：1) 贝拉德罗金矿22年产金12吨，产金保持高位。未来降本减排计划有望推动盈利上行。2) 卡蒂诺金矿 Namdini 项目进展顺利，带来增量产能。

□ 关键量价假设

- ✓ 2023-2025年国内黄金价格分别为435元/克、445元/克、442元/克；
- ✓ 2023-2025年山东黄金（不含银泰黄金）的矿产金产量分别为39.9吨、44.7吨、55.4吨，银泰黄金的矿产金产量分别为7.3吨、10.1吨、13.9吨；

□ 盈利预测与估值

基于上述背景，山东黄金有望踏上量价齐升的增长快车道。我们预计2023/2024/2025年公司将分别实现归母净利润24.98/32.73/41.87亿元，增幅达到100.48%、31.05%、27.92%；分别对应EPS为0.49、0.64、0.82元，分别对应PE为48.64、37.11、29.01。

□ 风险提示

美联储加息超预期；公司资源整合和工程建设进度不及预期；公司黄金产量增长不及预期。

投资评级：买入(首次)

分析师：施毅

执业证书号：S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥23.83
总市值(百万元)	106,601.83
总股本(百万股)	4,473.43

股票走势图



相关报告

1 《内部经营降本增效，国际化发展聚焦成长》2023.07.23

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	50,306	58,964	72,328	78,282
(+/-) (%)	48.24%	17.21%	22.67%	8.23%
归母净利润	1,246	2,498	3,273	4,187
(+/-) (%)	743.23%	100.48%	31.05%	27.92%
每股收益(元)	0.28	0.49	0.64	0.82
P/E	87.22	48.64	37.11	29.01

资料来源：Wind，浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023/2024/2025 年公司将分别实现归母净利润 24.98/32.73/41.87 亿元，增幅达到 100.48%、31.05%、27.92%；分别对应 EPS 为 0.49、0.64、0.82 元，分别对应 PE 为 48.64、37.11、29.01。

山东黄金拥有优秀的资源禀赋，从资源量和产量角度来看，均处于国内黄金行业的头部地位，同时伴随内部整合资源深挖矿山潜力、外部控股银泰增厚行业实力，黄金产量具有上行动力，未来增长前景良好，属于具备成长性的黄金龙头。在看好金价中长期走势的背景下，公司有望踏上量价齐升的发展快车道。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 美联储在今年进入加息末期，并在明年开始降息周期；
- 2) 2023-2025 年国内黄金价格分别为 435 元/克、445 元/克、442 元/克；
- 3) 2023-2025 年山东黄金（不含银泰黄金）的矿产金产量分别为 39.9 吨、44.7 吨、55.4 吨，银泰黄金的矿产金产量分别为 7.3 吨、10.1 吨、13.9 吨。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：山东黄金 2023 年规划矿产金产量相比 2022 年增长不大，业绩增长动力可能不足。

我们认为：公司积极推进降本工作，同时 2023 年金价存在上涨趋势，公司盈利能力有望得到明显提升。同时，公司凭借山东黄金集团 2025 年产金 80 吨目标指引、控股&并表银泰黄金、深挖现有矿山潜力、整合黄金资源等因素，有望在未来实现产量的快速增长，进而在美联储加息末期&降息预期的背景下踏上量价齐升的发展快车道。

● 股价上涨的催化因素

美联储结束加息；

美联储开始降息；

银泰黄金并表；

玲珑矿区复产、卡蒂诺矿山投产等。

● 风险提示

美联储加息超预期；公司资源整合和工程建设进度不及预期；公司黄金产量增长不及预期。

正文目录

1 黄金龙头企业，发展行稳致远	6
1.1 龙头上市公司，全产业链布局	6
1.1.1 山东为基，发展二十余载	6
1.1.2 国企背景叠加集中股权结构，保证健康发展	7
1.1.3 黄金业务为主导力量，产量稳步增长	8
1.2 财务分析：业绩修复，盈利能力回升	8
1.2.1 稳健经营发展，业绩有望再增长	8
1.2.2 费用率与利润率分析	10
1.2.3 负债与现金流分析	10
1.2.4 各业务板块分析：黄金贡献主要收入与毛利	11
2 看好黄金的中长期走势	13
2.1 山东黄金股价走势与金价相关	13
2.2 美联储加息或渐入末期，支撑黄金价格	14
2.3 世界局势复杂，央行购金走高	15
2.3.1 世界经济的不稳定因素增多，“去美元化”热度走高	15
2.3.2 多国央行增加购金，展现对黄金的积极态度	17
3 开发收购双管齐下，境内海外产能稳增	18
3.1 资源禀赋优越，黄金产量丰厚	18
3.1.1 集团资源丰富，公司为重要平台	18
3.1.2 公司黄金产量丰厚	19
3.2 发展目标明确：2025年集团产金80吨，2035年远景目标产金155吨	20
3.3 国内：吸收资源+持续开发，带来增产动力	20
3.3.1 控股银泰，行业地位进一步提升	20
3.3.2 百吨金矿之焦家金矿：矿区资源整合有望带来增量	22
3.3.3 百吨金矿之新城金矿：品位占优，整合开发工程提供增长动力	25
3.3.4 百吨金矿之三山岛金矿：副井工程掘进突破千米，三大在建工程助力未来成长	26
3.3.5 百吨金矿之玲珑金矿：复产持续推进，深部开采与扩能扩界工程稳步进行	27
3.3.6 继续收购步伐：金州公司+大桥金矿+齐沟一分矿	28
3.3.7 集团探获巨型金矿，长远发展基础雄厚	28
3.4 海外：扩大资源版图，有望贡献增量产能	29
3.4.1 贝拉德罗金矿：阿根廷第一在产金矿，降本减排计划持续推进	29
3.4.2 卡蒂诺金矿：资源可观，项目进展顺利	30
4 盈利预测：成长的黄金龙头	32
4.1 黄金企业对比，展现龙头地位	32
4.1.1 资源丰富，产量领先	32
4.1.2 黄金业务纯粹，营收规模领先	32
4.2 量价拆分与盈利预测	33
5 风险提示	36

图表目录

图 1: 山东省是国内重要的黄金成矿区域.....	6
图 2: 山东黄金重要历史沿革节点.....	7
图 3: 山东黄金股权结构图.....	7
图 4: 公司聚焦黄金业务, 黄金产量稳步增长.....	8
图 5: 2022 年公司营业收入有所恢复.....	9
图 6: 2022 年公司归母净利润由负转正.....	9
图 7: 除 2021 年外山东黄金费用率基本维持稳定.....	10
图 8: 山东黄金利润率变化.....	10
图 9: 公司借款结构及资产负债率情况(单位: 亿元).....	11
图 10: 公司经营现金流出现改善.....	11
图 11: 黄金营业收入占比高.....	11
图 12: 公司营业收入按产品拆分.....	11
图 13: 公司毛利按产品拆分.....	11
图 14: 公司主要产品毛利率情况.....	12
图 15: 山东黄金股价与金价相关度较高.....	13
图 16: 美国国债长短端收益率发生连续倒挂.....	14
图 17: 美国制造业 PMI 处于枯荣线以下、服务业 PMI 边际下滑.....	14
图 18: 美国通胀边际有所改善.....	15
图 19: 美联储加息节奏渐缓.....	15
图 20: 美联储渐入加息末期, 且明年存在降息预期.....	15
图 21: 全球美元外汇储备份额占比下降.....	16
图 22: 全球人民币外汇储备份额占比上升.....	16
图 23: 根据经合组织预测, 2023 年世界经济发展承压.....	16
图 24: 2016-2022 年全球黄金需求结构.....	17
图 25: 全球央行购金增长迅速.....	17
图 26: 全球黄金储备前十大经济体.....	17
图 27: 山东黄金集团黄金资源量分布.....	18
图 28: 2019-2022 年银泰黄金合质金产量(吨).....	21
图 29: 2019-2022 年银泰黄金矿产银产量(吨).....	21
图 30: 2017-2022 年银泰黄金营收.....	21
图 31: 2022 年银泰黄金营收构成.....	21
图 32: 银泰黄金营收结构(2022 年).....	22
图 33: 银泰黄金毛利结构(2022 年).....	22
图 34: 焦家金矿示意图.....	22
图 35: 焦家金矿产量情况.....	22
图 36: 焦家矿区(整合)金矿资源开发工程预计进度安排.....	23
图 37: 焦家矿区(整合)金矿资源开发工程的投资资金预计使用进度(单位: 万元).....	24
图 38: 焦家矿区(整合)金矿资源开发工程的生产规模测算.....	24
图 39: 焦家矿区(整合)金矿资源开发工程的整体效益测算(单位: 万元).....	25
图 40: 新城金矿示意图.....	25
图 41: 新城金矿产量情况.....	25
图 42: 三山岛金矿示意图.....	26

图 43: 三山岛金矿产量情况.....	26
图 44: 山东黄金三山岛副井建设示意图.....	27
图 45: 山东黄金集团胶东地区地质勘探施工现场示意图.....	27
图 46: 玲珑金矿区地质简图.....	27
图 47: 玲珑金矿产量情况.....	27
图 48: 西岭金矿区域地质简图.....	29
图 49: 西岭金矿、焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿资源对比.....	29
图 50: 贝拉德罗金矿位置.....	30
图 51: 2017-2022 年贝拉德罗金矿产量 (100%基准口径).....	30
图 52: 卡蒂诺资源地理位置.....	30
图 53: Namdini 开发项目地理位置.....	30
图 54: 山东黄金资源量行业领先.....	32
图 55: 山东黄金矿产金产量行业领先 (仅统计自产金).....	32
图 56: 山东黄金矿产金营收领先.....	32
图 57: 主要公司的矿产金毛利率对比.....	32
表 1: 2023 上半年预计公司归母净利润增长.....	10
表 2: 山东黄金 (上市公司) 各矿山黄金资源量及储量情况.....	18
表 3: 山东黄金 (上市公司) 2022 年各矿山黄金产量情况.....	19
表 4: 银泰黄金各金属资源量情况.....	20
表 5: 焦家矿区 (整合) 金矿资源开发工程基本情况概览.....	23
表 6: 山东黄金今年以来重要推进的收购项目.....	28
表 7: 山东黄金 (不含银泰黄金) 各产品分拆及预测.....	33
表 8: 银泰黄金各产品分拆及预测.....	34
表 9: 可比公司估值情况.....	35
表附录: 三大报表预测值.....	37

1 黄金龙头企业，发展行稳致远

1.1 龙头上市公司，全产业链布局

1.1.1 山东为基，发展二十余载

山东黄金矿业股份有限公司成立于 2000 年，主发起人为山东黄金集团有限公司。

发展至今，山东黄金已成为一家集采、选、冶于一体的大型矿业上市公司，实现全产业链布局，主要生产各种规格的黄金和银锭等产品。

矿山层面：公司以山东省优秀的黄金资源禀赋为基础，生产经营新城金矿、焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿等多座国内知名的黄金矿山；同时，山东黄金收购上市公司银泰黄金的控股权，扩充行业影响力。

图1：山东省是国内重要的黄金成矿区域



资料来源：矿道网，浙商证券研究所

回顾公司的历史沿革，重要发展节点如下所示：

2000 年，公司由主发起人山东黄金集团有限公司和另外四家发起人共同发起设立。

2001 年，公司成为符合上海黄金交易所（筹备中）黄金标准的黄金供应商。

2003 年，公司在上海证券交易所上市，正式登陆中国 A 股市场。

2008~2016 年，山东黄金持续收购各类黄金资源，涉及三山岛金矿、玲珑金矿、蓬莱金矿等多座山东省内金矿，以及内蒙古赤峰柴金矿、福建源鑫金矿、甘肃西和中宝金矿等省外黄金资源，矿山版图持续扩大。

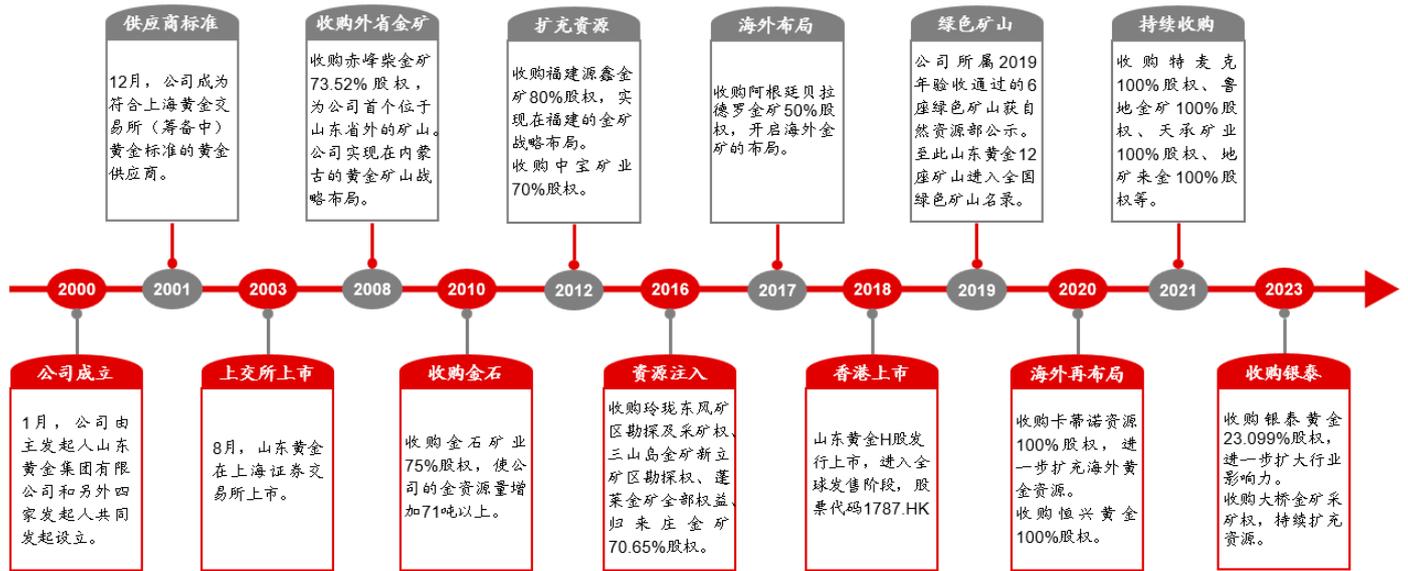
2017 年，山东黄金首次布局全球版图，收购阿根廷贝拉德罗金矿。

2018 年，公司在香港交易所上市，实现了 A+H 两地的资本市场布局，进一步畅通了融资渠道。

2020 年，公司再度扩充海外黄金资源，收购加纳卡蒂诺资源。同年，公司还收购了恒兴黄金 100% 股权，从而将新疆金山金矿纳入旗下。

2023 年 7 月，公司完成了对银泰黄金 23.099% 股权的收购，并成功获得银泰黄金控制权，进一步加强自身在黄金行业的全球竞争力。

图2: 山东黄金重要历史沿革节点

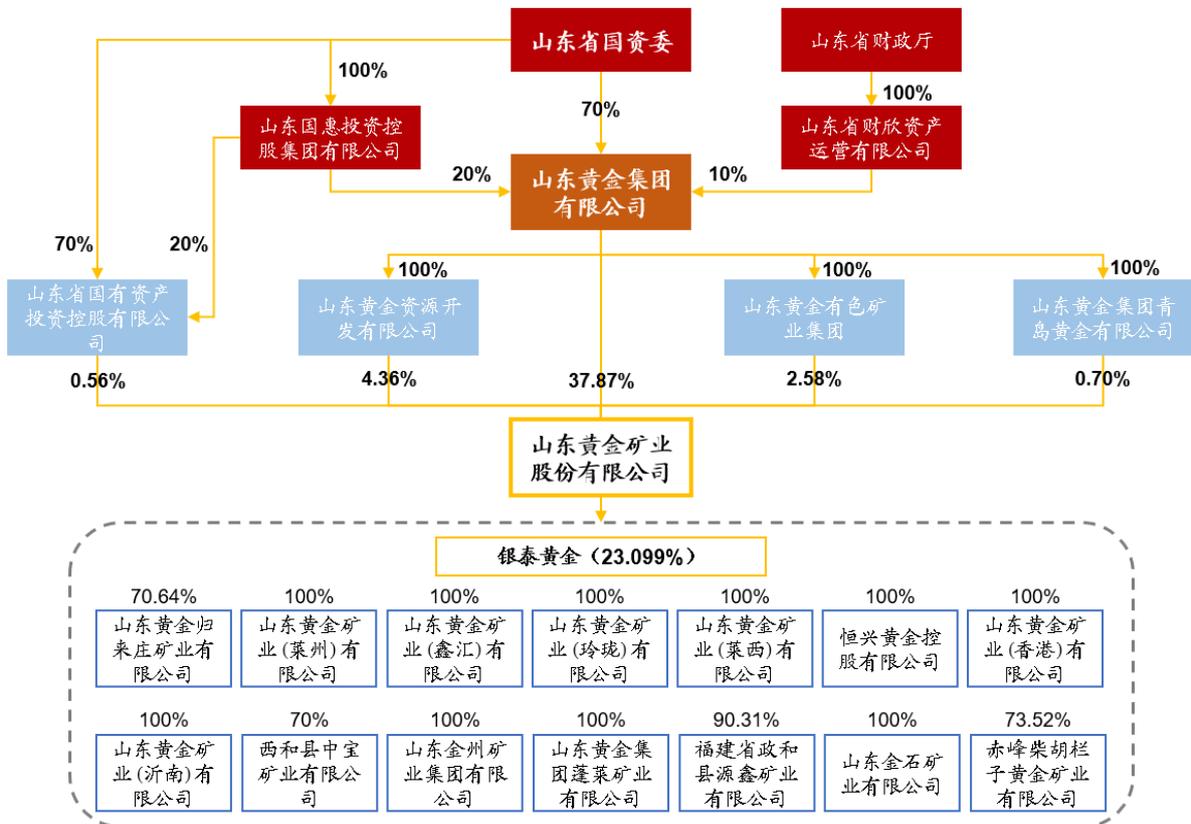


资料来源: 公司官网, 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

1.1.2 国企背景叠加集中股权结构, 保证健康发展

公司股权结构稳定, 控股股东为山东黄金集团有限公司, 实控人为山东省国资委, 国企背景带来稳健经营。目前, 公司控股股东山东黄金集团有限公司合计持股比例为 45.51%, 实控人山东省国资委则间接持有山东黄金合计约 41.46%的股权, 股权结构稳定。

图3: 山东黄金股权结构图



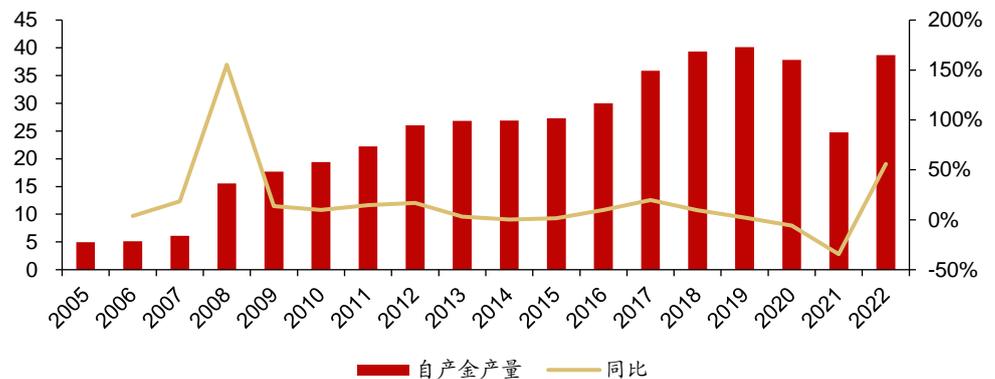
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

注: 公司股东信息来自 23 年一季报; 公司持股银泰黄金的信息来自公司 23 年 7 月公告, 持股金州矿业的信息参考公司 23 年 3 月公告及 Wind 股东穿透数据, 持股其他子公司的信息来自 2022 年报。

1.1.3 黄金业务为主导力量，产量稳步增长

公司以黄金采冶为主业，产量保持稳步增长的态势。山东黄金聚焦于黄金业务，主要产品包括自产金、外购合质金（冶炼产金）以及小金条等。2005~2022年，公司自产金数量实现了从个位吨级到约40吨级的上涨，CAGR约为12.84%。2022年，公司自产金产量达38.67吨，同比增长56.06%。

图4：公司聚焦黄金业务，黄金产量稳步增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 财务分析：业绩修复，盈利能力回升

1.2.1 稳健经营发展，业绩有望再增长

【1】2017-2020年，经营规模增长，布局海外矿山

2017-2020年，公司实现营业收入与归母净利润的整体增长，经营规模不断扩大。

(1) 营收方面，公司实现连续增长，并在2019-2020年成功突破600亿元营收规模。

(2) 归母净利润方面，公司在4年内实现近翻倍增长。

- 2017年，公司实现调整后归母净利润11.98亿元。当年，公司开展了“打造国际一流矿山”活动、实施安全生产系统改造，进而影响个别矿山产量；此外，收购贝拉德罗金矿50%股权致使融资成本上升，一定程度上影响了当期利润的释放。
- 2018年，公司实现调整后归母净利润10.24亿元，同比-14.54%，主要受并购贝拉德罗金矿增加融资费用，以及金价下跌等因素影响。
- 2019-2020年，公司分别实现归母净利润12.89亿元、22.57亿元，同比分别增长25.91%、75.05%，2020年盈利相较2017年实现近翻倍增长。主要原因在于2019年-2020年金价回升，同时公司自产金产量保持高位，最终增厚利润。

【2】2021年，山东省安全检查影响公司生产

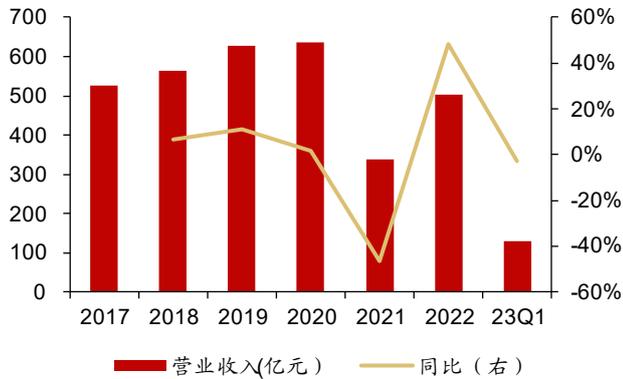
2021年，公司实现营收339.35亿元，同比-46.70%；实现归母净利润-1.94亿元，同比下降109.57%。公司业绩下滑主要受山东省内安全检查的影响：2021年初，受山东省烟台市两起金矿安全事故的影响，公司所属山东省内企业进入安全检查整顿，上半年大多处于停产状态，导致公司自产金产销量明显下降，进而对业绩释放造成压力。

【3】2022年开始，公司矿山产能恢复带动经营改善

(1) 2022年，公司各矿山产能快速恢复，高品位资源得到有效利用。当年，公

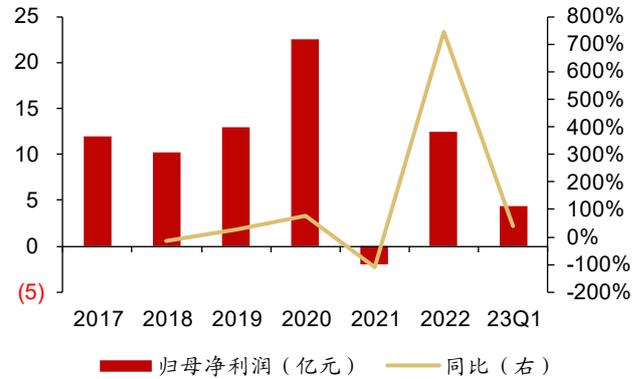
司实现营业收入 503.06 亿元，同比+48.24%；归母净利润由负转正，增至 12.46 亿元，同比+743.23%。

图5：2022 年公司营业收入有所恢复



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所
注：2017-2018 年采用调整后数据

图6：2022 年公司归母净利润由负转正



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所
注：2017-2018 年采用调整后数据

(2) 然而，公司 2022 年归母净利润较 2020 年仍有不及，主要原因在于：1) 玲珑金矿玲珑矿区、东风矿区受山东省新一轮生态保护红线划定影响，在 2022 年尚未复工复产；2) 蓬莱矿业于 2022 年 4 月底才复产，并未实现全年生产；3) 自产金销售毛利率相较 2020 年有所下滑。

(3) 2023 年一季度，公司实现营业收入 130.98 亿元，同比-2.84%；但实现归母净利润 4.39 亿元，同比上升 39.34%。业绩实现明显增长的原因如下：

- **金价上涨推动盈利能力上升。**2023 年一季度，上海金交所 Au9999 收盘均价为 420.45 元/克，较 2022 年同期的 385.05 元/克上升明显，直接推动公司盈利能力的提升。
- **公司降本力度大。**山东黄金 2022 年年报指出，公司将在 2023 年持续开展降本增效，增强企业成本管控能力。具体来看，23Q1 公司销售费用和管理费用分别为 0.24 和 5.95 亿元，同比分别下降 0.34 亿元、1.38 亿元，直接增厚公司利润。

【4】往后看，公司有望实现 2023 全年的业绩增长

(1) 多元化措施推动降本，输电项目降低能源成本。

- 公司牢固树立“一切成本皆可控”的理念，统筹推进管理降本、财务降本、政策降本、集采降本等，不断扩大降本增效空间。
- 此外，2023 年初山东黄金阿根廷贝拉德罗金矿智利引电工程全面竣工并完成调试，实现投产通电运营。随着该项目的投用，按照 2018 年基数测算，贝拉德罗金矿预计每年将减少 10 万吨二氧化碳排放，创造可观的环境效益。同时，该项目也将提高矿山能源效率，降低企业能源成本，进一步助力贝拉德罗金矿实现降本增效，进而利好利润增长——据国资委报道，今年一季度贝拉德罗金矿发电用柴油较去年同期预计减少 95%。

(2) 公司全年产量目标增长，在金价有望保持上行趋势的背景下，或实现量价齐升。全年公司自产金产量目标为不低于 39.641 吨，同比+0.97 吨。

(3) 根据业绩预告，2023 年上半年公司业绩增长明显。2023 年上半年公司预计实现归母净利润 8.0-9.5 亿元，同比增加 2.44-3.94 亿元，增幅为 43.90%-70.88%；预计实现扣非净

利润为 8.02-9.52 亿元，同比增加 1.91-3.41 亿元，增幅为 31.34%-55.91%。

表1: 2023 上半年预计公司归母净利润增长

	2022H1	2023H1
归母净利润 (亿元)	5.56	8.00-9.50
同比增加	/	43.90%-70.88%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2.2 费用率与利润率分析

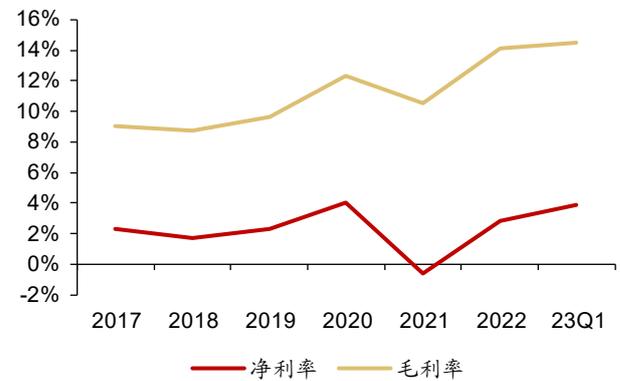
公司费用率水平基本维持稳定。2021 年受山东烟台地区金矿安全事故影响, 公司费用率有所升高, 但在 2022 年金矿持续复工复产后即明显回落。2022 年, 公司期间费用率为 7.83%, 较 2021 年的 12.81% 回落明显; 其中, 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.35%/4.60%/0.80%/2.08%。2023 年一季度, 公司期间费用率进一步降至 7.68%, 体现了降本措施的效果。

图7: 除 2021 年外山东黄金费用率基本维持稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 山东黄金利润率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司持续推进精细化管理, 强化成本管控, 净、毛利率改善明显。

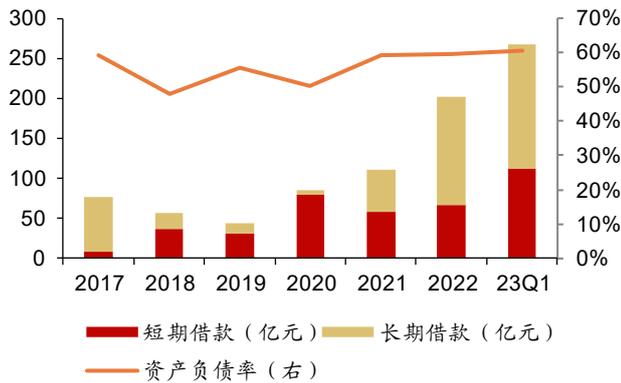
- 2020 年, 公司毛利率与净利率分别达到 12.33% 和 3.99%, 自 2017 年以来呈现了整体上行的趋势。
- 2021 年, 受山东省内安全检查影响, 公司毛利率降至 10.56%, 净利率降至 -0.58%。
- 随着矿山复工复产, 公司盈利能力逐步修复, 2022 年公司毛、净利率转好, 分别回升至 14.10%、2.83%。
- 往后看, 伴随公司降本控费措施推进、美联储进入加息末期或继续推升金价等因素, 公司利润率水平有望得到进一步提升——从 23 年一季度来看, 公司毛利率、净利率已分别进一步升至 14.49%、3.85%。

1.2.3 负债与现金流分析

公司负债结构合理, 融资方式多元。公司通过合理分配短期借款和长期借款等方式, 灵活调整流动负债和非流动负债比例, 进而优化资金结构, 保证资产负债率在近年来维持在约 60% 的稳定水平。

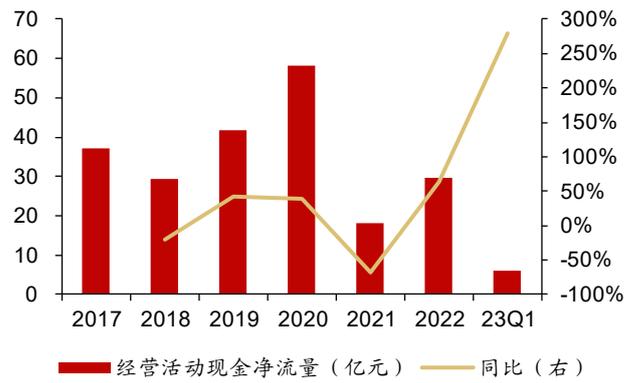
此外, 公司 23Q1 经营活动现金净流量达 6.07 亿元, 同比 22Q1 的 1.60 亿元增长 279.43%, 迎来明显改善。主要系购销业务带来的现金净流入和税费返还的增加所致。

图9: 公司借款结构及资产负债率情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 公司经营现金流出现改善

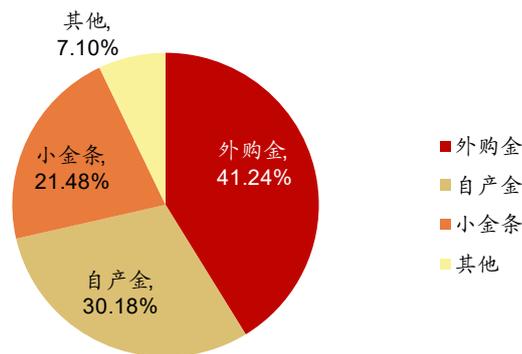


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2.4 各业务板块分析: 黄金贡献主要收入与毛利

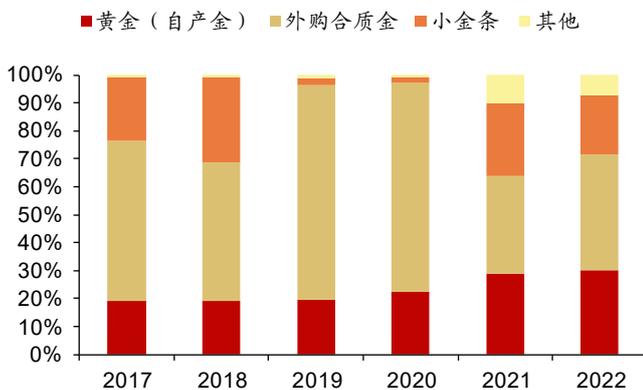
营收方面, 黄金业务贡献超九成。2022年, 外购合质金业务收入达 207.44 亿元, 营收占比为 41.24%; 自产金业务收入达 151.83 亿元, 营收占比为 30.18%; 小金条业务收入达 108.05 亿元, 营收占比为 21.48%; 三者合计营收占比为 92.90%。

图11: 黄金营业收入占比高



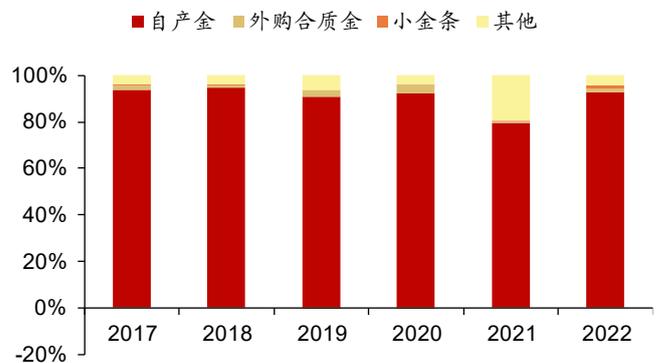
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 公司营业收入按产品拆分



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 公司毛利按产品拆分

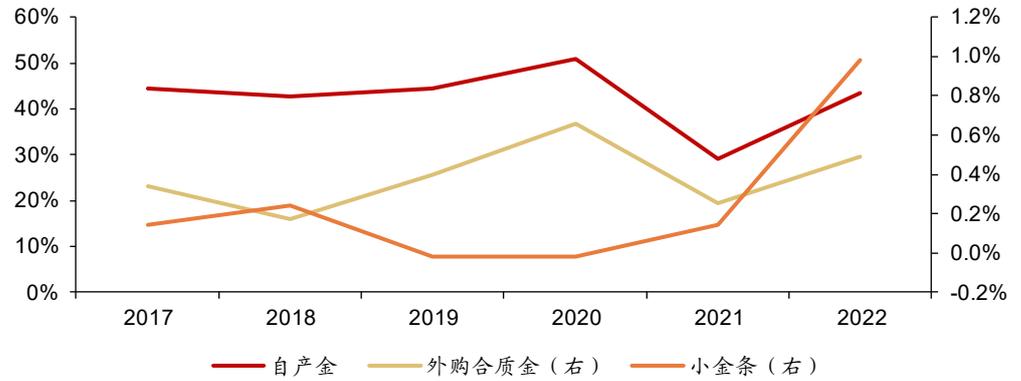


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

毛利方面，自产金贡献超过九成。2022年，自产金、外购合质和金小金条的毛利占比分别为92.74%、1.45%、1.38%，自产金为公司最主要的毛利来源。

毛利率方面，2022年公司主要产品毛利率回升明显，自产金、外购合质金、小金条的毛利率分别为43.33%、0.49%、0.90%；较2021年分别上涨14.25pct、0.24pct、0.84pct。

图14：公司主要产品毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 看好黄金的中长期走势

2.1 山东黄金股价走势与金价相关

公司股价与金价走势共振，且具有更高的波动幅度。复盘山东黄金股价可以发现，其股价走势与金价走势存在较强的相关性，主要原因或在于金价上升有助于公司盈利能力的提升。同时，股价波动幅度对比商品价格往往更大，意味着在行业盈利上行的时期，股价有望相比金价走出更高的弹性。

具体分析近年情况来看：

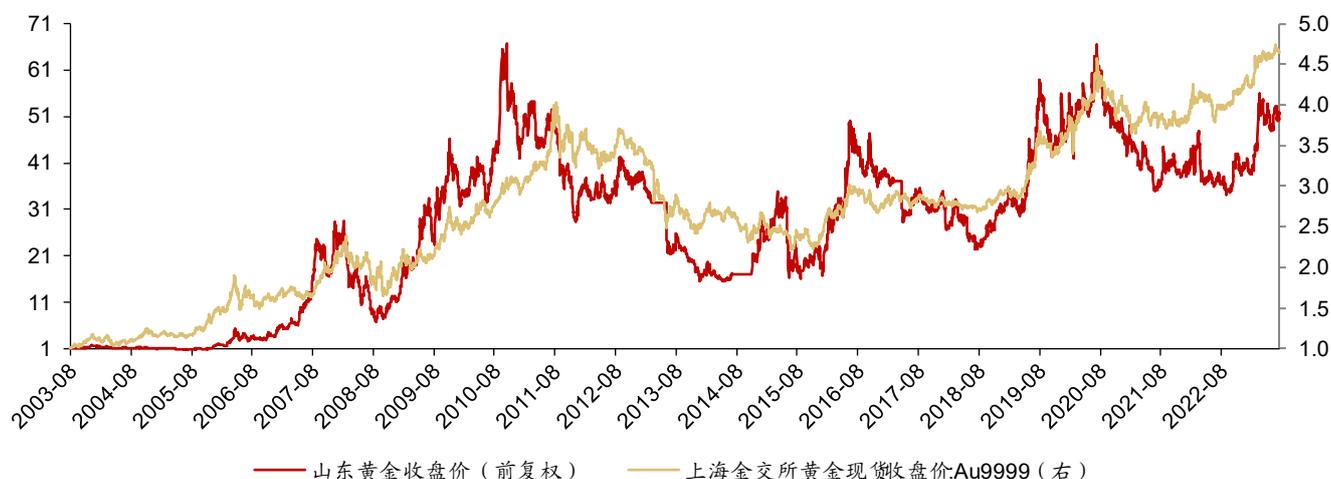
2018年7月，中美贸易战升温，经济发展面临风险的背景下催化金价走高。同时，公司黄金产量稳步增长，全年自产金39.32吨，同比增长9.57%。在量价齐升的逻辑下，公司股价跟随金价走高行情进入上行区间，前复权股价从2018年7月2日的11.75元/股上涨至2018年底的15.24元/股，区间涨幅达29.66%。

2019年，美联储为应对全球经济放缓以及贸易不确定因素由鹰转鸽，7月开启了自2008年12月以来的首轮降息周期，助推金价上涨。公司方面，2019年山东黄金启动紧盯重点项目建设进度，启动焦家金矿带、三山岛金矿带资源整合开发规划，巩固和增强了公司在胶东地区的资源储备，同时全年自产金产量增至40.12吨，内部实现稳步发展。在此背景下，山东黄金前复权股价由2019年初的15.36元/股，在8月一度突破至28元/股以上，区间涨幅超85%。

2020年，面临全球公共卫生事件，美联储再次开启无限QE政策，风险因素冲击和利率利好金价上行。公司方面，公共卫生事件初期造成的流动性短缺致使股价前期承压，同时公司采矿作业也受到一定影响。但公司持续推进推进“全员、全要素、全方位、全过程”系统性的成本管控，并先后着手收购卡蒂诺资源和恒兴黄金，推动在加纳和新疆的资源布局，股价于7月底突破30元/股，相比年初涨幅超30%。

2021年，美联储坚持宽松货币政策立场以促进经济复苏，缓和了市场对美联储加息的担忧，同时美元指数维持相对低位叠加印度公共卫生情况恶化，金价随之再度走强。然而受山东省安全检查整顿影响，公司生产运营受到冲击，导致业绩释放和股价走势有所承压。

图15：山东黄金股价与金价相关度较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：山东黄金收盘价、上海金现收盘价均进行了指数化操作，2003年8月28日数据=1

2022 年年初，受俄乌冲突等风险因素催化，金价上涨较明显。公司方面，山东黄金持续推进矿山复工复产，黄金产量稳步恢复，进而带来股价反弹——3 月底公司前复权股价回到 21 元/股以上，相比年初上涨超 13%。

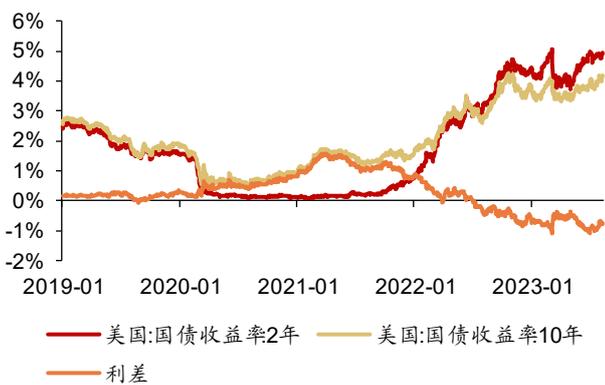
然而，美联储于 2022 年 3 月正式开启加息周期，黄金价格走势承压。公司股价随之调整，5 月-10 月前复权股价均值回落至 17.93 元/股。

2022 年末至今，美联储加息逐渐放缓，金价重回上行区间。公司方面，山东黄金持续开展降本增效，并加快推进胶东地区世界级黄金基地建设，股价随金价上行而出现反弹，自 2023 年 3 月中旬以来已至 20 元/股以上。

2.2 美联储加息或渐入末期，支撑黄金价格

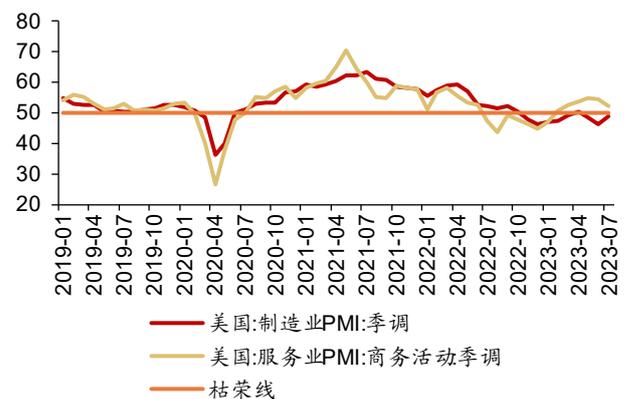
美国经济压力仍存。自 2022 年 7 月起，美国国债长短端收益率发生倒挂，至今已持续 1 年有余，预示美国经济在加息周期内面临明显压力。此外，7 月美国制造业 PMI 为 49，仍处枯荣线以下，说明制造业压力仍存；此外，7 月服务业 PMI 为 52.30，虽处枯荣线以上，但已连续下滑 2 个月，较前值 54.40 下降 2.10，服务业动能或边际减弱。

图16：美国国债长短端收益率发生连续倒挂



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17：美国制造业 PMI 处于枯荣线以下、服务业 PMI 边际下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

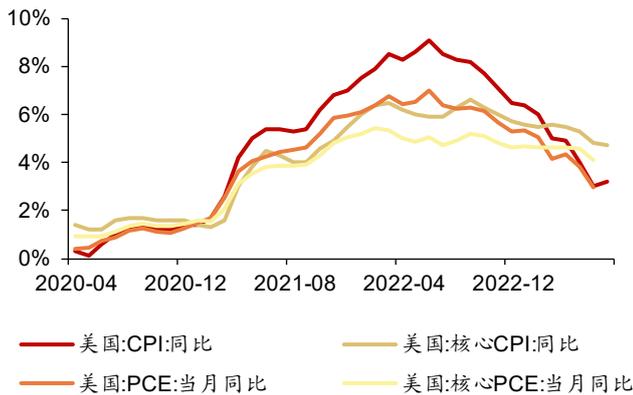
当前，美国联邦基金目标利率为 5.50%，已达到近 20 年来的峰值，在经济压力下继续显著上行的概率或不大。美联储本轮加息自 2022 年 3 月始，截至目前已加息 11 次，累计加息 525BP。期间：

- 2022 年 12 月，美联储首次放缓加息，单次加息幅度由 75BP 降至 50BP，并在 2023 年 2 月进一步降至 25BP；
- 2023 年 6 月，美联储首次暂停加息，加息频率开始下降。

此外，美国通胀降温明显。伴随美联储加息，美国通胀数据已见明显的回落趋势。数据显示，2023 年 7 月美国 CPI 同比增速降至 3.2%，明显低于加息初期 2022 年 3 月的 8.50%；同时，7 月美国核心 CPI 同比增速降至 4.7%，为 2021 年 11 月以来的最低值。

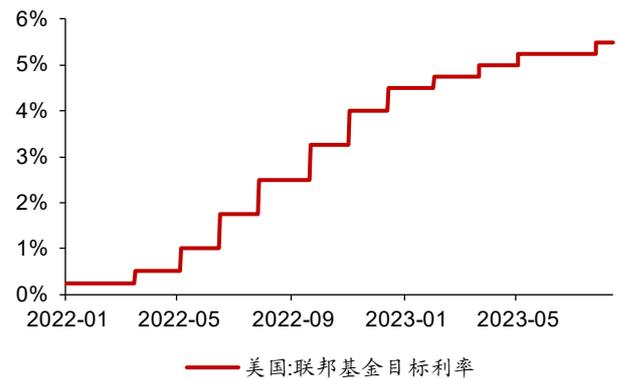
综上，在此背景下，美联储加息节奏渐缓，有望进入加息末期。

图18: 美国通胀边际有所改善



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 美联储加息节奏渐缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

往后看, 伴随美国经济压力的预期以及通胀改善明显的趋势, 预计美联储利率政策或将形成边际宽松趋势, 利好金价。实际利率被视为持有黄金的机会成本, 历史上与金价呈高度负相关。参考 CME 预测数据, 我们预计随着美联储加息步入尾声、并在明年存在降息预期, 实际利率上行动力有望回落, 进而对金价起到提振作用, 利好行业盈利能力上行。

图20: 美联储渐入加息末期, 且明年存在降息预期

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	88.5%	11.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	63.6%	33.2%	3.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	59.6%	29.2%	2.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	22.2%	51.4%	22.1%	2.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.4%	35.6%	37.9%	12.9%	1.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	9.2%	30.3%	37.4%	18.4%	3.7%	0.2%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.1%	17.5%	33.1%	29.9%	12.5%	2.3%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	13.4%	28.3%	30.9%	17.9%	5.5%	0.8%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.3%	11.0%	24.9%	30.3%	20.9%	8.3%	1.9%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.5%	7.7%	19.6%	28.2%	24.4%	13.1%	4.3%	0.9%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.0%	5.4%	15.1%	25.0%	25.9%	17.4%	7.7%	2.2%	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 浙商证券研究所
注: 2023年8月18日数据

2.3 世界局势复杂, 央行购金走高

2.3.1 世界经济的不稳定因素增多, “去美元化”热度走高

2022年初俄乌冲突带来风险冲击, 美国制裁或催化全球“去美元化”浪潮热度走高。

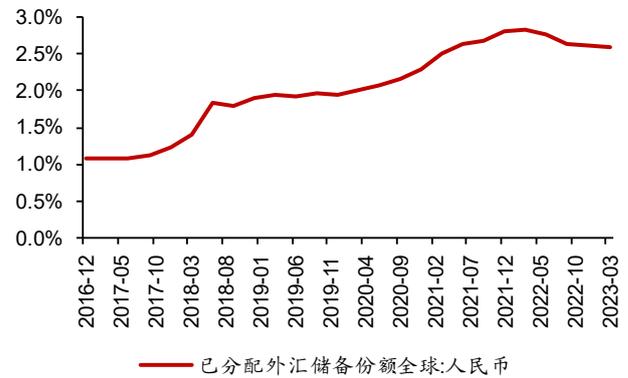
- 去年俄乌冲突爆发后, 美国对俄罗斯采取了经济制裁, 包括限制俄罗斯银行进入 SWIFT 国际支付系统、冻结俄罗斯外汇储备等。对此, 俄罗斯开始多元化其货币使用, 以人民币作为结算货币的金融交易正在不断增加。
- 同时, 2023年以来, “去美元化”进程密集。4月1日, 印度宣布, 和马来西亚之间的贸易可用印度卢比来结算。4月17日, 孟加拉国和俄罗斯已商定同意使用人民币来支付俄罗斯在孟加拉国建设的核电站项目款项。2023年5月, 亚洲清算联盟 (ACU) 第51届峰会在伊朗首都德黑兰举行, 会议将去美元化列为议程的重中之重。6月12日, 巴基斯坦石油部长马利克表示, 巴基斯坦首次以人民币结算进口俄罗斯原油的费用。7月, 俄罗斯国营新闻网站 RT 报道, 金砖国家计划在8月的约翰内斯堡峰会上, 推出

一种以黄金为基础的新货币，与以信贷为基础的美元形成对比。

图21: 全球美元外汇储备份额占比下降



图22: 全球人民币外汇储备份额占比上升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

经济方面，预计 2023 年全球经济增长动力下降，全球经济承压。根据经济合作与发展组织预测：

- 预计 2023 年全球实际 GDP 增速将从 2022 年的 3.3% 放缓至 2023 年的 2.7%；其中美国实际 GDP 增速在 2023 年将降至 1.6%，2024 年将进一步放缓至 1.0%。
- 预计 2023 年全球实际贸易额增速仅为 1.6%，显著低于 2021-2022 年分别 10.4%、5.0% 的增速水平。

综上，伴随世界局势的不稳定因素增多、经济发展承压，黄金有望受益于其足值货币的属性以及避险属性，实现价格上涨。

图23: 根据经合组织预测，2023 年世界经济发展承压

	Average 2013-2019	2021	2022	2023	2024	2022 Q4	2023 Q4	2024 Q4
Per cent								
Real GDP growth¹								
World ²	3.4	6.1	3.3	2.7	2.9	2.3	2.9	3.1
G20 ²	3.5	6.5	3.1	2.8	2.9	2.1	3.0	3.0
OECD ²	2.2	5.7	3.0	1.4	1.4	1.4	1.3	1.6
United States	2.4	5.9	2.1	1.6	1.0	0.9	1.0	1.3
Euro area	1.9	5.2	3.5	0.9	1.5	1.8	1.1	1.5
Japan	0.8	2.2	1.0	1.3	1.1	0.4	1.7	0.8
Non-OECD ²	4.4	6.5	3.7	3.9	4.1	3.1	4.3	4.3
China	6.8	8.4	3.0	5.4	5.1	3.5	6.2	4.6
India ³	6.8	9.1	7.2	6.0	7.0			
Brazil	-0.4	5.3	3.0	1.7	1.2			
OECD unemployment rate⁴	6.5	6.2	5.0	5.0	5.2	4.9	5.2	5.2
Inflation¹								
G20 ^{2,5}	3.0	3.8	7.8	6.1	4.7	7.8	5.2	4.0
OECD ^{6,7}	1.6	3.8	9.3	6.9	4.3	9.5	5.5	3.8
United States ⁸	1.4	4.0	6.2	3.9	2.6	5.7	3.2	2.3
Euro area ⁸	0.9	2.6	8.4	5.8	3.2	10.0	3.5	2.9
Japan ⁹	0.9	-0.2	2.5	2.8	2.0	3.9	2.0	1.9
OECD fiscal balance¹⁰	-3.2	-7.5	-3.6	-3.6	-3.1			
World real trade growth¹	3.4	10.4	5.0	1.6	3.8	0.7	3.4	3.9

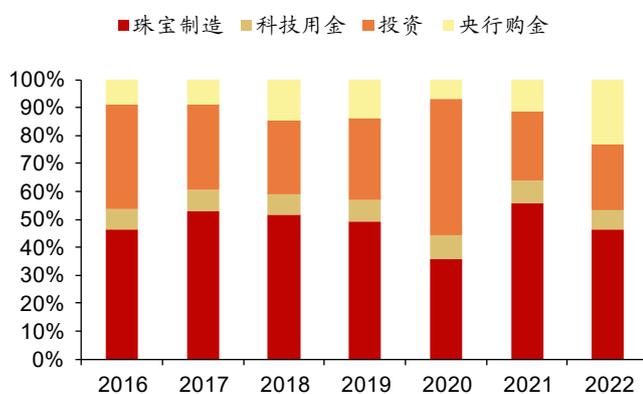
资料来源: OECD, 浙商证券研究所

2.3.2 多国央行增加购金，展现对黄金的积极态度

面对愈发复杂的世界发展局势，多国央行都选择增加黄金购买以对抗风险，同样利好金价的上行。

- 2022年，全球央行净购入黄金 1081.61 吨，同比+140.30%，占当年黄金总需求的比重为 22.95%，显著高于 2016 年不足 10% 的水平，达到明显的峰值水平。2023 上半年，全球央行继续加大购金力度，实现黄金净购入 386.88 吨，同比+60.53%。
- 根据世界黄金协会在今年 5 月发布的《2023 年央行黄金储备调查》显示，24% 的受访央行打算在未来 12 个月内增加黄金储备。同时，在今天的调查中，各经济体央行对美元未来地位的态度与之前的调查相比更为悲观；相较之下，各经济体央行对黄金未来的作用则变得更加乐观，其中有 62% 的受访央行表示黄金在总储备中的占比将在未来上升，而去年这一数字只有 42%。

图24：2016-2022 年全球黄金需求结构



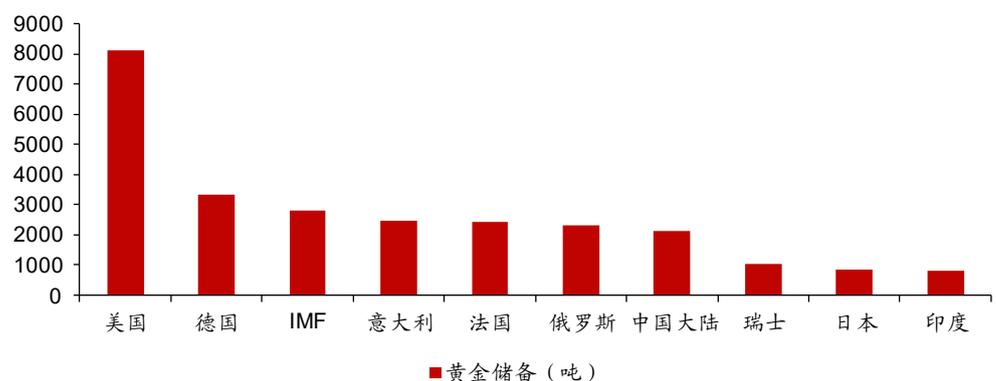
资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所

图25：全球央行购金增长迅速



资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所

图26：全球黄金储备前十大经济体



资料来源：世界黄金协会，浙商证券研究所
注：数据截止 2023 年 8 月

3 开发收购双管齐下，境内海外产能稳增

3.1 资源禀赋优越，黄金产量丰厚

3.1.1 集团资源丰富，公司为重要平台

集团方面：公司控股股东山东黄金集团拥有 184 个探矿权和 162 个采矿权，覆盖总面积近 3000 平方公里，拥有黄金资源量储量超过 2800 吨。其中：（1）分布在澳大利亚、阿根廷、加纳等国家的国外黄金资源量超 500 吨；（2）国内分布在新疆、福建、海南、甘肃、青海、内蒙、河南等省区超 330 吨；（3）山东省境内超 1980 吨，特别是在胶东地区，坐拥世界第三大黄金富集区得天独厚的地理优势，拥有三山岛、新城、焦家、玲珑四家百吨级黄金生产矿山，还拥有西岭、南吕欣木、东风等百吨、数百吨超大型探矿权资源后备基地。

图27：山东黄金集团黄金资源量分布



资料来源：山东黄金集团官网，浙商证券研究所

上市公司方面：截至 2022 年末，公司拥有黄金资源量 1431.4 吨，其中权益口径资源量为 1318.6 吨，为山东黄金集团重要的黄金资源平台和产金平台。其中：（1）省内黄金资源量 943.7 吨，权益口径资源量为 936.5 吨；（2）国内非山东省黄金资源量 81.40 吨，权益口径资源量为 69.9 吨；（3）国外黄金资源量 406.28 吨，权益口径资源量为 312.19 吨。

表2：山东黄金（上市公司）各矿山黄金资源量及储量情况

矿山名称	主要品种	资源量 (吨)			储量 (吨)			资源剩余可采年限 (年)
		品位 (克/吨)	100%基准	权益基准	品位 (克/吨)	100%基准	权益基准	
三山岛金矿	金	3.07	146.58	146.58	2.72	50.64	50.64	7.04
焦家金矿	金	3.37	350.52	350.52	3.68	87.18	87.18	4.00
新城金矿	金	3.38	200.71	200.71	3.33	59.59	59.59	6.78
玲珑金矿	金	2.87	157.56	157.56	2.28	15.04	15.04	7.26
归来庄金矿	金	3.52	8.79	6.21	3.75	1.72	1.22	2.19
金州金矿	金	3.12	12.67	7.99	2.90	5.75	3.53	21.62
鑫汇公司	金	3.67	36.58	36.58	3.46	20.69	20.69	18.09
莱西公司	金	1.96	6.41	6.41	1.70	3.01	3.01	5.37
蓬莱金矿	金	7.25	14.42	14.42	5.27	5.98	5.98	5.93
沂南金矿	金	1.57	9.48	9.48	1.36	2.34	2.34	9.07
山东省	金	3.21	943.70	936.50	3.15	251.94	249.21	-
赤峰柴矿	金	3.01	7.43	5.46	2.75	4.72	3.47	5.20

福建源鑫金矿	金	4.82	2.65	2.39	3.96	1.03	0.93	1.77
西和中宝金矿	金	2.28	30.86	21.60	2.29	12.51	8.76	9.84
新疆金川	金	0.91	40.46	40.46	0.84	18.03	18.03	4.28
省外合计	金	1.33	81.40	69.90	1.26	36.29	31.19	-
中国小计	金	2.89	1025.10	1006.40	2.65	288.23	280.40	-
贝拉德罗矿	金	0.68	188.18	94.09	0.71	119.75	59.87	-
卡帝诺	金	1.12	218.10	218.10	1.13	157.20	157.20	-
总计	金	1.73	1431.40	1318.60	1.36	565.18	497.47	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注1：数据截至2022年末

注2：资源量数据采用探明+控制+推断口径

注3：储量数据采用证实+可信口径

3.1.2 公司黄金产量丰厚

山东黄金产金数量全国领先。2022年，山东黄金矿产金产量达38.673吨，占全国矿产金总量的13.09%。全国境内矿山矿产金产量有50.12%来自大型黄金企业（集团），而2022年山东黄金境内矿山产金32.616吨，占比22%，是中国境内矿产金产量最高的上市公司。

矿山子公司方面：公司旗下焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿稳居我国黄金生产产量前十大矿山，累计产金均已突破百吨，因此山东黄金已成为国内拥有四座百吨级黄金矿山的唯一上市公司。此外，2022年焦家金矿年产黄金超10吨，成为全国第一家年产黄金超过10吨的单体矿山企业。

品位方面：2022年，公司原矿入选品位1.23克/吨，同比增加0.11克/吨；其中地下矿山原矿入选品位1.84克/吨，同比增加0.09克/吨，增幅5.43%，主要归因于矿山产能恢复和高品位资源的利用。

表3：山东黄金（上市公司）2022年各矿山黄金产量情况

矿山名称	2021年		2022年		持有权比例	2022年权益产金	
	千克	千盎司	千克	千盎司		千克	千盎司
三山岛金矿	2671.40	85.89	5459.85	175.54	100.00%	5459.85	175.54
焦家金矿	4562.12	146.68	10036.25	322.67	100.00%	10036.25	322.67
玲珑金矿	1000.31	32.16	1101.92	35.43	100.00%	1101.92	35.43
新城金矿	2216.62	71.27	5691.23	182.98	100.00%	5691.23	182.98
蓬莱矿业	108.31	3.48	201.57	6.48	100.00%	201.57	6.48
沂南金矿	286.14	9.20	376.03	12.09	100.00%	376.03	12.09
鑫汇公司	1422.52	45.74	1433.10	46.08	100.00%	1433.10	46.08
莱西公司	592.34	19.04	595.85	19.16	100.00%	595.85	19.16
金洲公司	1012.38	32.55	1130.10	36.33	60.78%	686.87	22.08
归来庄矿业	167.06	5.37	816.30	26.24	70.65%	576.72	18.54
柴矿公司	1545.50	49.69	1727.95	55.55	73.52%	1270.44	40.85
福建源鑫	445.10	14.31	320.16	10.29	90.31%	289.14	9.30
西和中宝	1007.02	32.38	1008.28	32.43	70.00%	705.80	22.69
金川矿业	2353.02	75.65	2717.73	87.38	100.00%	2717.73	87.38
国内矿山合计	19389.84	623.40	32616.32	1048.64	-	31142.49	1001.25
贝拉德罗金矿	5391.45	173.34	6057.00	194.74	50.00%	6057.00	194.74

国外矿山合计	5391.45	173.34	6057.00	194.74	-	6057.00	194.74
公司合计	24781.29	796.74	38673.32	1243.38	-	37199.49	1195.99

资料来源：公司公告，浙商证券研究所
 注：贝拉德罗金矿全部统计为权益量

3.2 发展目标明确：2025年集团产金80吨，2035年远景目标产金155吨

山东黄金集团“十四五”时期目标明确：计划至2025年，集团矿产金产量达80吨，利润总额达80-100亿；其中，山东黄金上市公司有望成为重要的战略实现平台。

该战略规划主要分为两阶段：

- **第一阶段（2021年-2023年）：**拟完成1-2笔海外矿产收购，增加年产量约13吨；稳步推进莱州世界级黄金生产基地建设；通过自有勘探活动增加约300吨资源量，通过资源并购增加约350吨资源量。
- **第二阶段（2024年-2025年）：**拟完成1-2笔海外矿产收购，增加年产量约10吨；莱州基地新增产量达到12~13吨；通过联合勘探、资源并购分别增加400吨资源量；争取有1-2个单体矿山规模进入全球前30名。

长期来看，山东黄金集团远景目标为：到2035年末，实现资源全球布局，年产矿产金155吨，利润总额达到200亿元，员工人均收入达到40万元/年，进入世界同行业前三强。

3.3 国内：吸收资源+持续开发，带来增产动力

整体来看，山东黄金控股上市公司银泰黄金，提升行业竞争力；同时，旗下主力金矿均有产能增长预期，为公司增产提供动力。

3.3.1 控股银泰，行业地位进一步提升

2023年1月，山东黄金公告，拟斥资127.6亿元，通过协议转让方式收购银泰黄金20.93%的股权。交易完成后，山东黄金将成为银泰黄金控股股东，银泰黄金的实际控制人也将变更为山东省国资委。

2023年7月，山东黄金收到中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，完成了对银泰黄金控制权的收购。

截至7月20日，山东黄金合计持有银泰黄金641,398,160股股份（含公司从二级市场增持的60,217,092股股份），占银泰黄金总股本的23.099%，正式成为银泰黄金的控股股东。

收购银泰黄金的控制权，有助于进一步奠定山东黄金在国内黄金行业的领先地位，并有效提升山东黄金在国际黄金市场中的品牌影响力和行业知名度：

（1）银泰黄金作为我国黄金行业的第一梯队企业，具备丰厚的矿产资源、广阔的勘探前景，黄金生产稳健。

- 银泰黄金目前共拥有5个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。截至2022年末，银泰黄金合计拥有黄金资源量173.90吨（100%基准），且主要矿山具备产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件，找矿潜力大、勘探前景广阔。

表4：银泰黄金各金属资源量情况

金属品种	合计资源量	玉龙矿业	黑河银泰	吉林板庙子	青海大柴旦	华盛金矿
金（吨）	173.90	0.15	9.69	20.59	72.80	70.67
银（吨）	6921.20	6832.49	88.71	-	-	-

铅(万吨)	60.85	60.85	-	-	-	-
锌(万吨)	105.86	105.86	-	-	-	-
铜(万吨)	6.35	6.35	-	-	-	-
锡(万吨)	1.82	1.82	-	-	-	-

资料来源: 银泰黄金公告, 浙商证券研究所

注1: 数据截至2022年末

注2: 资源量包含堆存矿石的金属含量

- 生产方面, 银泰黄金保持稳中有增的趋势。2019~2022年, 银泰黄金实现合质金年产量从6吨左右到7吨左右的增长, 同时矿产银年产量从126.32吨增至190.74吨, 整体生产情况较为稳健。

图28: 2019-2022年银泰黄金合质金产量(吨)

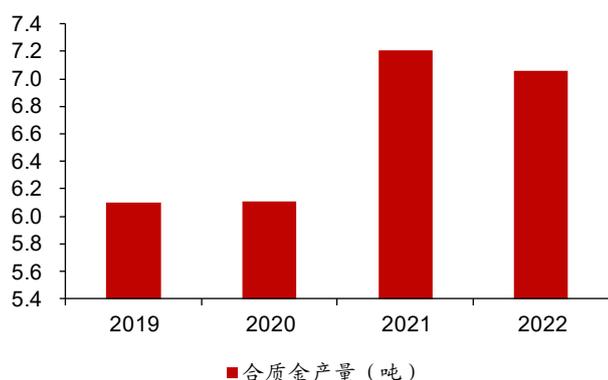
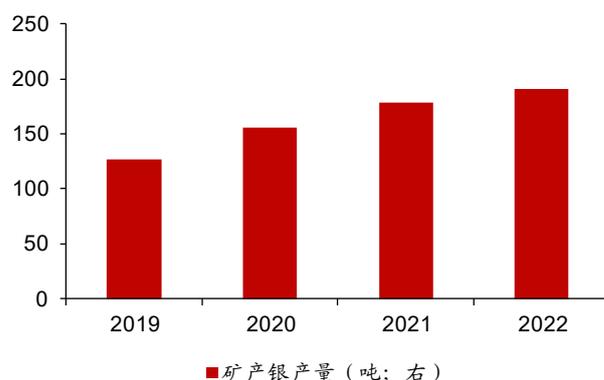


图29: 2019-2022年银泰黄金矿产银产量(吨)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

(2) 银泰黄金财务状况健康, 黄金和白银业务盈利能力优秀。

- 2022年, 银泰黄金实现营业收入83.82亿元、归母净利润11.24亿元, 2017-2022年CAGR分别为41.40%、28.17%, 整体经营向好。2023上半年, 银泰黄金实现营业收入45.72亿元, 同比+14.48%; 实现归母净利润7.35亿元, 同比+29.83%, 延续经营向好的态势。

图30: 2017-2022年银泰黄金营收

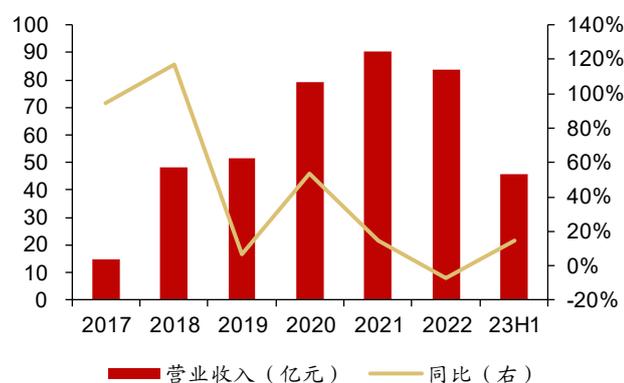


图31: 2022年银泰黄金营收构成



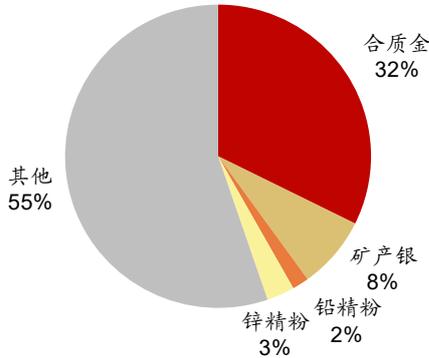
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

- 业务结构方面, 以贵金属为主, 金银毛利占比90%。2022年, 银泰黄金的合质金、矿产银、铅精粉、锌精粉的收入分别为27.09亿元、6.47亿元、1.48亿元、2.46亿元, 营收占比分别为32%、8%、2%、3%; 上述四种矿产品分别实现毛利15.54亿元、3.16亿元、0.72亿元、1.17亿元, 毛利占比分别为75%、15%、3%、6%。其中, 合

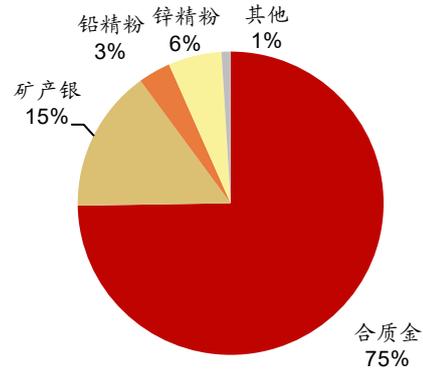
质金和矿产银以 40%的营收占比，贡献了 90%的毛利，是银泰黄金最主要的利润来源。

图32: 银泰黄金营收结构 (2022 年)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图33: 银泰黄金毛利结构 (2022 年)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

(3) 此外，收购银泰黄金，还有助于进一步加强山东黄金的产业协同和区域协同能力。例如：

- 银泰黄金旗下青海大柴旦金矿位于青海海西州，便于与山东黄金集团旗下在青海的矿山、冶炼厂和地勘单位形成区域协同效应，实现优势互补。
- 银泰黄金旗下玉龙矿业地处内蒙古，附近有山东黄金集团旗下的多家矿业子公司，可实现区域铅锌银产业协同发展，打造在内蒙古的有色矿业基地，降低冶炼成本、减少金属损失。

3.3.2 百吨金矿之焦家金矿：矿区资源整合有望带来增量

焦家金矿位于山东省胶东半岛的莱州市，由山东黄金 100%持股，是国内首座累计产金突破百吨的地下开采矿山。截至 2022 年末，焦家金矿保有黄金资源量 350.52 吨，平均品位 3.37 克/吨；黄金储量 87.18 吨，平均品位 3.68 克/吨。

在丰富资源量的基础上，焦家金矿还拥有较高的生产效率，矿区内采掘机械化作业率达到 50%以上，矿井辅助生产系统自动化控制率达到 80%，机械化、自动化水平逐步提高。

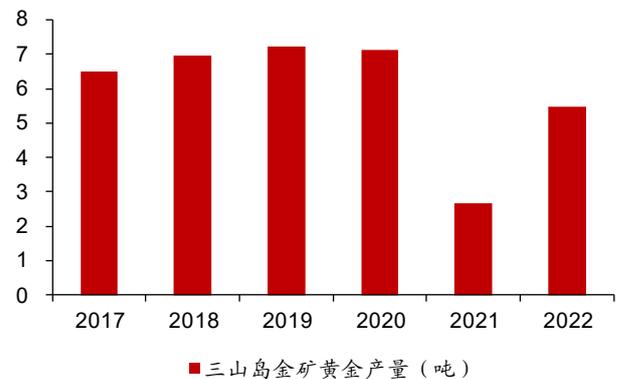
2022 年，焦家金矿年黄金产量突破 10 吨，成为全国第一家年产黄金超过 10 吨的单体矿山企业。

图34: 焦家金矿示意图



资料来源: 中国有色网, 浙商证券研究所

图35: 焦家金矿产量情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

往后看，焦家金矿的主要增长点在于焦家矿区（整合）金矿资源开发工程。

根据《山东黄金矿业股份有限公司向特定对象发行 A 股股票证券募集说明书（二次修订稿）》，公司此次拟向特定对象发行不超过 62,442.7935 万股（含本数）A 股股票，募集资金总额不超过 73.83 亿元，扣除发行费用后全部用于山东黄金矿业（莱州）有限公司焦家矿区（整合）金矿资源开发工程。

表5：焦家矿区（整合）金矿资源开发工程基本情况概览

项目关注点		相关细节
项目投资与目的	投资金额	827,313.10 万元
	项目建设与项目目的	建设期 6 年，将焦家金矿等 14 个矿业权整合为一个采矿权，同时对焦家矿区整合范围内资源进行整合并统一开发
资源情况	矿区资源	金资源量 442.24 吨，平均品位 3.51 克/吨
	设计利用资源	金资源量约 375.63 吨，平均品位 3.51 克/吨
生产规模	采矿出矿能力	660 万吨/年
	出矿品位	3.04 克/吨
	年产量	年均产浮选金精矿 29.006 万吨，含金 18.85 吨
项目效益	预计年收入	537,343.06 万元
	预计年均税后净利润	211,306.37 万元
	内部收益率（税后）	20.55%
	投资回收期（税后含建设期）	8.71 年

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- 项目投资与目的：**该项目总投资约 82.73 亿元，旨在以山东黄金矿业（莱州）有限公司为主体，将焦家金矿等 14 个矿业权整合为一个采矿权，同时对焦家矿区整合范围内资源进行整合并统一开发。拟整合的矿业权包括：（1）采矿权 9 个，分别为焦家金矿、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；（2）探矿权 5 个，分别为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。
- 项目进度安排：**本项目建设期为 6 年，预计在第 6 年下半年进入试生产与正式投产环节，为焦家矿区带来增量产能。期间，项目建设计划及资金使用计划清晰。

图36：焦家矿区（整合）金矿资源开发工程预计进度安排

序号	内容	T+1 年				T+2 年			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
1	初步设计	■	■						
2	施工图设计								
3	井筒掘砌工程施工					■	■	■	■
序号	内容	T+3 年				T+4 年			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
1	井筒掘砌工程施工	■	■	■	■				
2	地表建筑工程					■	■	■	■
3	井下配套各大系统	■	■	■	■	■	■	■	■
4	设备购置安装	■	■	■	■	■	■	■	■
序号	内容	T+5 年				T+6 年			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
1	设备购置安装及调试	■	■	■	■	■	■		
2	人员招聘及培训					■	■		
3	竣工验收					■	■		
4	试生产及正式投产							■	■

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图37: 焦家矿区(整合)金矿资源开发工程的投资资金预计使用进度(单位:万元)

项目	建设期(年)						运营期(年)		合计
	1	2	3	4	5	6	7	8	
建设投资	122,024.55	122,024.55	122,024.55	122,024.55	162,699.39	162,699.39	-	-	813,496.97
基建期利息	-	-	-	-	-	-	-	-	-
流动资金	-	-	-	-	-	-	11,232.88	2,583.25	13,816.13
项目总投资	122,024.55	122,024.55	122,024.55	122,024.55	162,699.39	162,699.39	11,232.88	2,583.25	827,313.10

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

- **整合后资源情况:** 矿区整合范围面积 18.507 平方公里, 矿区内保有金资源量 442.24 吨, 平均品位 3.51 克/吨; 设计利用金资源量约 375.63 吨, 平均品位 3.51 克/吨。
- **生产规模:** 项目达产后, 采矿出矿能力可达 660 万吨/年, 平均出矿品位为 3.04 克/吨, 可实现年均产浮选金精矿 29.006 万吨, 含金 18.85 吨, 较矿区整合前的矿产量及含金量均有一定提升。

图38: 焦家矿区(整合)金矿资源开发工程的生产规模测算

项目	单位	达产年平均	建设期(年)						运营期(年)					
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
产品产量														
浮选金精矿含金	kg/a	18,854.14	8,262.25	8,291.65	8,263.73	8,235.81	8,262.25	8,262.25	12,167.50	15,483.49	18,615.42	20,621.05	20,621.05	19,611.89
销售价格														
浮选金精矿含金	元/g	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285
营业收入	万元/a	537,343.06	235,474.14	236,311.91	235,516.25	234,720.59	235,474.14	235,474.14	346,773.77	441,279.55	530,539.39	587,700.05	587,700.05	558,938.95
项目	单位	达产年平均	运营期(年)						运营期(年)					
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
产品产量														
浮选金精矿含金	kg/a	18,854.14	18,276.21	18,336.50	18,336.50	18,336.50	18,336.50	18,336.50	18,395.20	18,187.67	10,501.76	10,297.39	9,138.49	2,304.61
销售价格														
浮选金精矿含金	元/g	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285
营业收入	万元/a	537,343.06	520,871.84	522,590.19	522,590.19	522,590.19	522,590.19	522,590.19	524,263.21	518,348.59	299,300.11	293,475.69	260,447.02	65,681.42

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

- **项目效益:** 达产后, 实施主体预计年营业收入约 53.73 亿元、年均税后净利润 21.13 亿元, 内部收益率(税后)可达 20.55%, 投资回收期为 8.71 年(税后含建设期), 具有较好的经济可行性。

图39: 焦家矿区(整合)金矿资源开发工程的整体效益测算(单位:万元)

序号	项目	达产年平均	建设期(年)						运营期(年)					
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1	营业收入	537,343.06	235,474.14	236,311.91	235,516.25	234,720.59	235,474.14	235,474.14	346,773.77	441,279.55	530,539.39	587,700.05	587,700.05	558,938.95
2	税金及附加	21,493.72	9,418.97	9,452.48	9,420.65	9,388.82	9,418.97	9,418.97	13,870.95	17,651.18	21,221.58	23,508.00	23,508.00	22,357.56
3	总成本费用	234,107.50	115,406.54	115,435.83	115,408.01	115,380.19	115,406.54	115,406.54	200,070.96	213,140.22	226,771.05	235,776.24	235,776.24	233,753.85
4	利润总额	281,741.83	110,648.63	111,423.60	110,687.59	109,951.57	110,648.63	110,648.63	132,831.86	210,488.15	282,546.77	328,415.81	328,415.81	302,827.55
5	所得税	70,435.46	27,662.16	27,855.90	27,671.90	27,487.89	27,662.16	27,662.16	33,207.96	52,622.04	70,636.69	82,103.95	82,103.95	75,706.89
6	净利润	211,306.37	82,986.48	83,567.70	83,015.69	82,463.68	82,986.48	82,986.48	99,623.89	157,866.11	211,910.08	246,311.85	246,311.85	227,120.66
序号	项目	达产年平均	运营期(年)						运营期(年)					
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1	营业收入	537,343.06	520,871.84	522,590.19	522,590.19	522,590.19	522,590.19	522,590.19	524,263.21	518,348.59	299,300.11	293,475.69	260,447.02	65,681.42
2	税金及附加	21,493.72	20,834.87	20,903.61	20,903.61	20,903.61	20,903.61	20,903.61	20,970.53	20,733.94	11,972.00	11,739.03	10,417.88	2,627.26
3	总成本费用	234,107.50	234,448.14	234,508.22	234,508.22	234,508.22	234,508.22	233,661.00	233,719.49	230,014.70	181,917.13	181,713.48	180,558.61	127,281.60
4	利润总额	281,741.83	265,588.83	267,178.36	267,178.36	267,178.36	267,178.36	268,025.58	269,573.19	267,599.95	105,410.97	100,023.18	69,470.53	-64,227.43
5	所得税	70,435.46	66,397.21	66,794.59	66,794.59	66,794.59	66,794.59	67,006.40	67,393.30	66,899.99	26,352.74	25,005.80	17,367.63	-
6	净利润	211,306.37	199,191.62	200,383.77	200,383.77	200,383.77	200,383.77	201,019.19	202,179.89	200,699.96	79,058.23	75,017.39	52,102.90	-64,227.43

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

3.3.3 百吨金矿之新城金矿: 品位占优, 整合开发工程提供增长动力

新城金矿是2003年山东黄金在上交所上市时的主体,始建于1975年,目前已发展成为一座具有采选综合生产能力的国家大型黄金矿山,仍由山东黄金(上市公司)100%持股。2022年2月,新城金矿累计黄金产量突破百吨,成为山东黄金第四座“百吨金矿”。

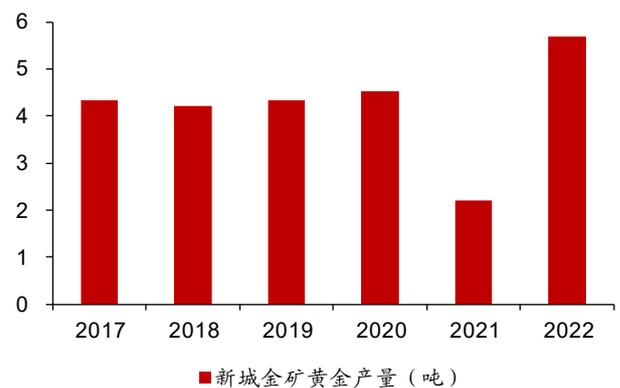
新城金矿产量丰厚,品位占优。2022年,新城金矿的黄金产量为5.69吨;黄金资源量为200.71吨,品位3.38克/吨;黄金储量为59.59吨,品位3.33克/吨。新城金矿的资源量品位和储量品位均明显高于山东黄金国内外金矿的平均品位,从而具备较强成本优势。

图40: 新城金矿示意图



资料来源:山东黄金集团官网,浙商证券研究所

图41: 新城金矿产量情况



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

往后看,采选扩建以及资源整合开发等工程的持续推进,有望为新城金矿带来增量。

- 截至2022年末,新城金矿采选扩建工程的进度已达33.15%(工程总预算37.84亿元),处于稳步推进的状态。
- 新城金矿不断优化施工组织,于2022年6月完成滕家竖井工程提升系统安装调试,具备了提升能力,有利于后续生产效率的提高。
- 红布矿权正式整合至新城金矿,统一开发。2022年,新城金矿克服整合矿业权数量多、

权属所涉单位多等困难，成功取得山东省自然资源厅颁发的整合后采矿许可证，并成为省内首批获得山东省发展改革委员会对资源整合项目核准批复的矿山。

- 新城金矿资源整合扩界项目、新城金矿采选扩能扩界项目取得环评批复。
- 根据公司 2023 年经营计划，将重点加快新城金矿资源整合开发工程，力争到年底新城金矿新主井工程、滕家竖井工程取得重大进展，有望为未来带来增量。

3.3.4 百吨金矿之三山岛金矿：副井工程掘进突破千米，三大在建工程助力未来成长

三山岛金矿位于莱州湾畔，由山东黄金（上市公司）100%持股，也是山东黄金集团的国际一流示范矿山。2019 年，三山岛金矿累计黄金产量突破百吨，成为山东黄金第三座“百吨金矿”。

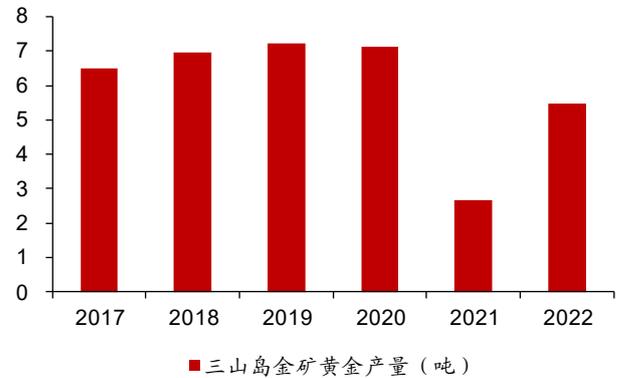
2022 年，三山岛金矿的黄金产量为 5.46 吨；黄金资源量为 146.58 吨，品位 3.07 克/吨；黄金储量为 50.64 吨，品位 2.72 克/吨。

图42：三山岛金矿示意图



资料来源：矿业界，浙商证券研究所

图43：三山岛金矿产量情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

三山岛金矿是全国智能化程度颇高的地下开采金矿，依托 5G 技术，实现斜坡道 5G+UWB 语音通讯、人员定位、信号灯控制为一体的综合管控，聚力强化改革创新。

矿区内，井深达到 1915 米的“亚洲第一深井”——三山岛副井工程于 2022 年开工建设，近日井筒掘进突破 1000 米大关，累计完成施工工程量的 50%。此工程是三山岛金矿提产增量、接续发展的重点工程。

往后看，3 个在建工程将为三山岛金矿提供未来增长的动力。目前，三山岛金矿正在进行 3 个在建项目，总预算 130.37 亿，分别是三山岛科研信息化项目、三山岛技术改造工程、三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程，有望为矿山提供未来成长动力——其中，三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程的关键工程正是三山岛副井工程。

长期视角下，三山岛金矿在山东黄金世界级黄金基地建设规划中占据重要地位。山东黄金确定了以“三山岛资源带、焦家资源带、新城资源带”等矿权资源为基础，以矿业、冶炼、循环经济、智能矿山、生态矿业、产业协同六大规划板块为依托的胶东地区世界级黄金基地建设规划，为规模化生产经营及发展壮大提供资源支撑。

图44: 山东黄金三山岛副井建设示意图



资料来源: 山东黄金集团公众号, 浙商证券研究所

图45: 山东黄金集团胶东地区地质勘探施工现场示意图



资料来源: 山东黄金集团官网, 浙商证券研究所

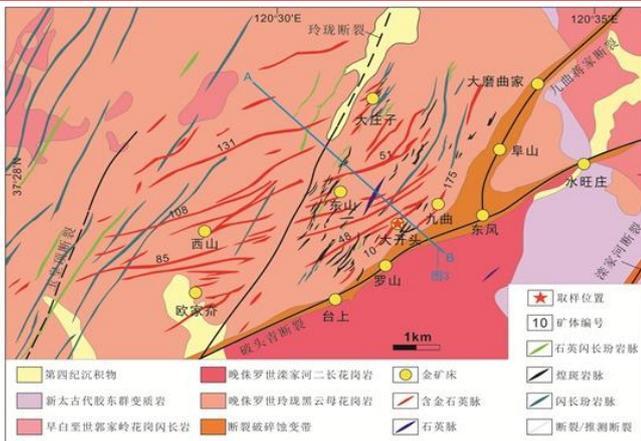
3.3.5 百吨金矿之玲珑金矿: 复产持续推进, 深部开采与扩能扩界工程稳步进行

玲珑金矿原名招远金矿, 位于山东省招远市与龙口市交界处的罗山东麓玲珑金矿田中心, 由山东黄金(上市公司)100%持股, 主要从事金矿石采选。2017年, 玲珑金矿成功实现累计产金100吨, 与焦家金矿共同成为全国首屈一指的“双百吨”矿山。

2022年, 玲珑金矿的黄金产量为1.10吨; 黄金资源量为157.56吨, 品位2.87克/吨; 黄金储量为15.04吨, 品位2.28克/吨。

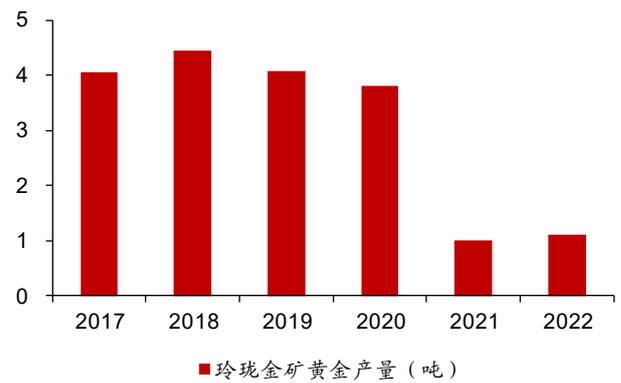
从产量趋势来看, 2021-2022年玲珑金矿产量下降幅度较大, 主要受山东省安全检查和矿权延续未办理完毕等因素影响。2021年初, 受山东省烟台市两起金矿安全事故的影响, 公司所属山东省内企业进入安全检查整顿, 玲珑金矿产量受此影响出现明显下滑。后续又因山东省开启新一轮生态保护红线划定, 影响了公司权证办理进度以及玲珑金矿复产进度。

图46: 玲珑金矿区地质简图



资料来源: 《胶东玲珑金矿区碲化物形成条件及其对金富集过程的约束》(冯岳川等, 2022), 浙商证券研究所

图47: 玲珑金矿产量情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

往后看, 玲珑金矿持续推动复产, 同时在建工程持续推进, 产量有望逐步回升。

- 根据公司公告, 玲珑金矿东风矿区于2022年12月取得延续后的采矿许可证及安全生产许可证, 并已于2023年1月复产, 预计今年带来玲珑金矿的产量回升。
- 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, 后续待安全生产许可证办理完成, 玲珑矿区复产也将为公司带来产量增长。
- 此外, 玲珑金矿目前还拥有两大在建工程, 总预算16.62亿元, 分别为玲珑矿区深部

开采工程和玲珑金矿东风矿区扩能扩界工程。截至 2022 年末，两项项目的建设进度分别为 36%、53%。未来伴随工程持续推进以及矿区复产，有望为玲珑金矿带来增量产能，进而增厚公司业绩。

3.3.6 继续收购步伐：金洲公司+大桥金矿+齐沟一分矿

除控股银泰、开发现有金矿外，山东黄金还持续推进并购步伐，以增厚自身资源，为未来长远发展奠定基础。今年以来，公司已推进 3 个主要项目：

- **收购金洲公司少数股东权益，实现 100% 持股。**2023 年 3 月，山东黄金以现金收购控股子公司金洲公司少数股东持有的 36.823% 股权，收购价格约 4 亿元。股权转让完成后，山东黄金 100% 持股金洲公司，权益资源量和产量有望进一步增长。
- **竞拍取得大桥金矿采矿权。**2023 年 5 月，公司控股子公司金舜矿业以 8.66 亿元竞得大桥金矿采矿权。大桥金矿采矿权的获取有望成为山东黄金开发西秦岭地区矿产资源的切入点，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。
- **承接齐沟一分矿资产包项目。**2023 年 7 月，公司公告，全资子公司蓬莱矿业拟于 2023 年 7 月 25 日前（含当日）以总额不低于 4.65 亿元挂牌底价摘牌收购金创股份通过山东产权交易中心公开挂牌转让的齐沟一分矿资产包（不含负债），其中包括齐沟一分矿采矿权、齐沟一分矿深部及外围金矿勘探探矿权两宗矿权。

表6：山东黄金今年以来重要推进的收购项目

公司	时间	收购操作	金额 (亿元)	金资源量 (吨)	品位 (克/吨)	生产 规模	矿区状态	收购意义
金洲公司	23.03	收购少数股东 36.823% 股权	4.00	12.67	3.12	22 年 产金 1.13 吨	在产	金洲公司成为山东黄金全资子公司，有望增厚山东黄金权益资源量和权益产量
大桥金矿	23.05	竞得采矿权	8.66	工业矿体 22.13 低品位矿体 20.27	工业矿体 3.27 低品位矿体 1.08	49.5 万吨/年 (矿石)	20 年 8 月由于 尾矿库滑坡， 停产至今	大桥金矿采矿权的成功获取，有望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。
齐沟一分矿	23.07	收购资产包	4.65	采矿权 1.65 探矿权 1.82	采矿权 7.91 探矿权 4.36	9.0 万吨/年 (矿石)	停产。 采矿证过期， 且齐沟一分矿 采矿权属于待 整合矿权，无 法办理采矿权 延续。	如摘牌成功，齐沟一分矿 2 宗矿权将与山东黄金子公司蓬莱矿业现有 4 宗矿权进行整合，办理新采矿证及其他相关权证后，统一进行开采规划。 整合后，有利于进一步增加公司的黄金资源储量，同时蓬莱矿业的矿业权布局将更加科学，可实现整体勘查、一体开发，通过集中开采降低生产成本，提升公司生产规模和盈利能力。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注 1：金洲公司资源量及品位数据，截至 2022 年末

注 2：大桥金矿资源量及品位数据截至 2023 年 5 月 1 日

注 3：齐沟一分矿资源量及品位数据截至 2023 年 1 月 31 日

3.3.7 集团探获巨型金矿，长远发展基础雄厚

除上市公司层面的内生动力外，山东黄金集团于今年探获巨型金矿，为未来长远发展提供保障。

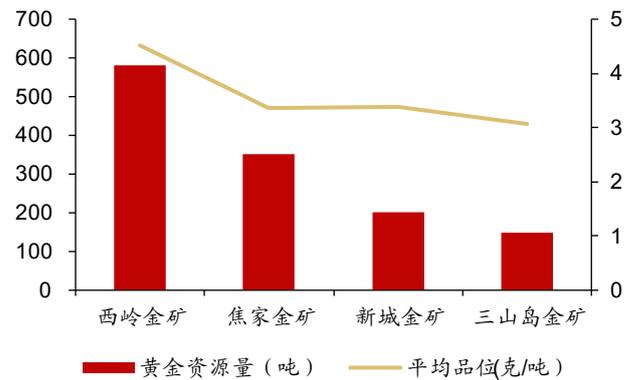
- 2023年5月，山东黄金发布《关于控股股东下属子公司探获巨型金矿的公告》并指出，山东省自然资源厅对西岭金矿勘探项目组织进行了矿产资源储量的专家评审，初步认定西岭探矿权范围内新增金金属量约200吨，累计保有金金属量约580吨。
- 增储后，西岭金矿成为目前国内探获的最大单体金矿床，属世界级巨型单体金矿。
- 西岭金矿的矿床矿体走向长度超过2000米，单矿体局部厚度67米。按此前的备案数据，黄金的平均品位4.52克/吨，蕴藏价值凸显。
- 借助平台优势，我们认为西岭金矿在未来或有望从山东黄金集团注入至山东黄金（上市公司），进而增厚公司产金数量和业绩水平，带来边际增量。

图48：西岭金矿区域地质简图



资料来源：《胶东西岭超大型金矿床成矿特征及深部找矿前景》（贾飞等，2022），浙商证券研究所

图49：西岭金矿、焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿资源对比



资料来源：公司公告，中华人民共和国自然资源部，浙商证券研究所

3.4 海外：扩大资源版图，有望贡献增量产能

3.4.1 贝拉德罗金矿：阿根廷第一在产金矿，降本减排计划持续推进

贝拉德罗金矿是阿根廷第一大在产金矿。贝拉德罗金矿位于阿根廷安第斯山脉东麓，矿山于2005年投产运营，采用露天开采、山谷堆浸、锌粉置换提金工艺流程，年剥采总量7000万吨以上。山东黄金于2017年6月完成贝拉德罗金矿交割，持有其50%股份，与巴里克黄金（同样持股贝拉德罗金矿50%）实施共同经营。

该金矿是首个符合TSM标准的阿根廷矿山。可持续矿业国际标准认证（TSM）是由加拿大矿业协会发起的系列标准倡议，按照生物多样性、社区关系、人权、矿山闭坑等密切相关的环境和社会方面的协议组成，是世界上广受关注的质量和控制标准。2023年5月，贝拉德罗金矿在Arminera 2023峰会上获得阿根廷矿业企业家协会颁发的“可持续发展矿山”荣誉奖，成为阿根廷全国首家通过可持续矿业国际标准认证矿山，迈入国际先进矿山行列。

2022年，贝拉德罗金矿产金12.11吨，其中50%归属于山东黄金；黄金资源量为188.18吨，品位0.68克/吨；黄金储量为119.75吨，品位0.71克/吨。2017年至今，贝拉德罗金矿产的生产保持高位，为集团产金目标贡献稳定产量。此外，贝拉德罗金矿有8个采矿权租赁至2028年，自有5个无期限采矿权，后续仍具备资源开发潜力。

往后看，贝拉德罗金矿的降本减排计划进行中，节约成本利于盈利能力上行。山东黄金和巴里克黄金公司共投资5400万美元用于降本减排计划，计划包括搭建超过14.4公里的架空大功率线路、48座电塔、从智利通往阿根廷的220kV高压线路、2个变电站，以及8.8公里的23kV中压线路。2022年12月12日，贝拉德罗金矿确认已完成供电线路供电，为其运营提供电力。该项目完成后，预计贝拉德罗能源成本将降低，同时每年将减少10万吨

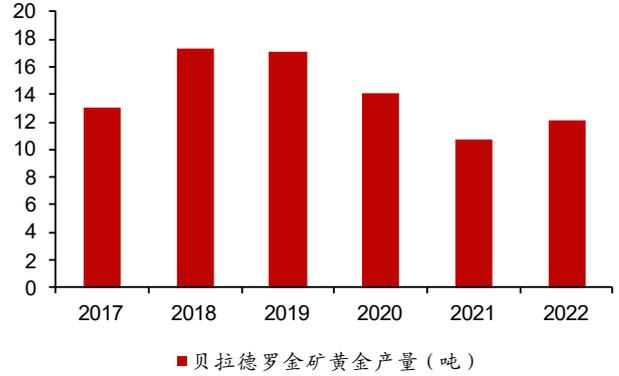
二氧化碳当量的排放，到 2030 年比 2018 年减少 30%，到 2050 年实现净零排放，并依旧保持稳定的生产状况。

图50: 贝拉德罗金矿位置



资料来源: Canadian Mining Journal, 浙商证券研究所

图51: 2017-2022 年贝拉德罗金矿产量 (100%基准口径)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.4.2 卡蒂诺金矿: 资源可观, 项目进展顺利

2021 年, 山东黄金通过全资子公司山东黄金香港收购卡蒂诺资源 100% 股权。

2022 年 11 月, 公司董事会审议通过了《关于引入铁建国投增资卡蒂诺项目并签订交易文件的议案》, 决定对卡蒂诺项目引入中国铁建国际投资有限公司为战略合作方, 从而通过引入优质战略合作者的方式, 发挥合作双方各自优势, 进一步加快卡蒂诺公司项目建设和生产, 做大做强卡蒂诺项目。

卡蒂诺的黄金资源量可观, 拥有 1 个采矿权和 8 个探矿权。截至 2022 年末, 卡蒂诺合计拥有黄金资源量 218.10 吨, 平均品位 1.12 克/吨; 拥有黄金储量 157.20 吨, 平均品位 1.13 克/吨。卡蒂诺拥有 1 个采矿权, 于 2035 年 2 月 8 日届满; 同时, 该矿山还拥有 8 个探矿权——丰厚的资源储备有望为山东黄金提供长期发展的增量。

图52: 卡蒂诺资源地理位置



资料来源: 谷歌地图, 浙商证券研究所

图53: Namdini 开发项目地理位置



资料来源: NS Energy, 浙商证券研究所

卡蒂诺的核心资产为位于加纳的 3 个黄金项目, 分别为: (1) 加纳东北部 Bole-Nangodi 成矿带的 Namdini 开发项目; (2) 加纳东北部 Bole-Nangodi 成矿带的 Bolgatanga 勘探项目; (3) 位于加纳西南部 Sefwi 成矿带的 Subranum 勘探项目。

目前, Namdini 项目开发进展顺利, 有望为公司贡献增量产能。根据山东黄金 2022 年报, Namdini 项目现已完成选厂 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；同时，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。往后看，预计 2023 年底目开始氧化矿开采及基建剥离，有望在项目推进并投产后率先为山东黄金贡献增量产能。

4 盈利预测：成长的黄金龙头

4.1 黄金企业对比，展现龙头地位

4.1.1 资源丰富，产量领先

山东黄金资源量丰富，处于行业领先地位。公司秉持“资源为先，效益为上，创新为本”的经营理念，全面推进国内外资源获取工作，打造资源储量核心优势，提升资源保障。

资源量丰富为山东黄金的生产奠定了良好基础，矿产金产量处于头部水平。2022年公司7家矿山创产量新高，矿产金产量38.673吨，相当于国内矿产金总量的13.09%；其中，山东黄金境内矿山产金32.616吨，是中国境内矿产金产量最高的上市公司。

图54：山东黄金资源量行业领先

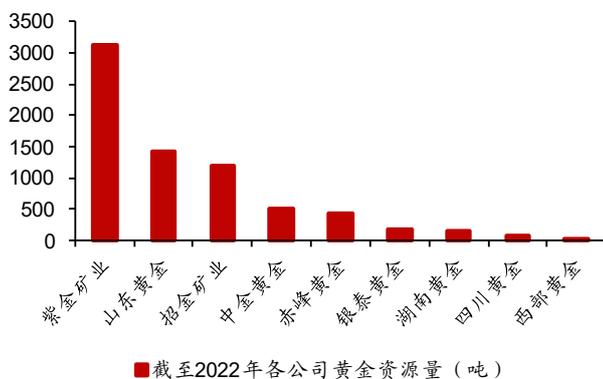
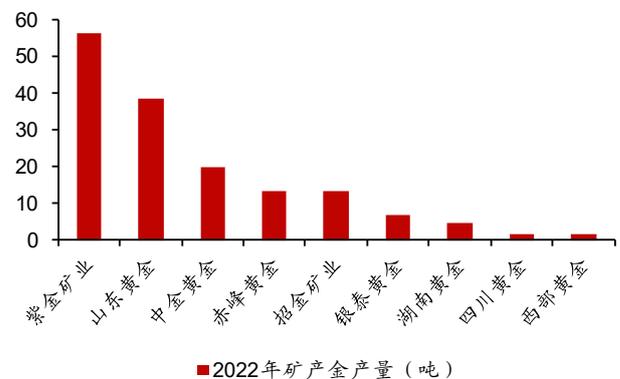


图55：山东黄金矿产金产量行业领先（仅统计自产金）



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所
注1：除紫金矿业外，均为100%基准口径
注2：西部黄金数据为储量口径

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所
注1：均为100%基准口径；注2：银泰黄金产品为合质金
注3：招金矿业自产金按矿产金×自给率估算
注4：四川黄金为金精矿折合金金属量

4.1.2 黄金业务纯粹，营收规模领先

山东黄金业务纯粹，黄金贡献主要营收。公司聚焦黄金业务，立足黄金打造自身优势。2022年，公司矿产金营业收入151.83亿元，规模优势明显。

同时，公司矿产金毛利率也处于行业均值水平。未来随着矿权整合推进带来规模化效益，在金价走势或趋强的背景下，公司矿产金毛利率有望上行，盈利能力进一步增强。

图56：山东黄金矿产金营收领先

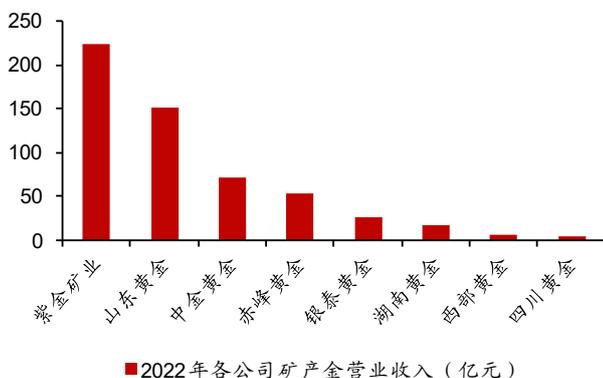
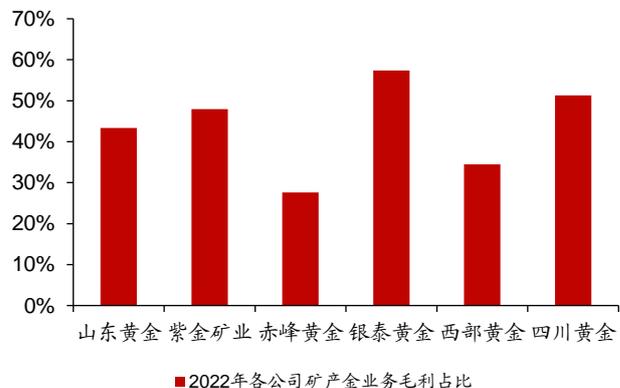


图57：主要公司的矿产金毛利率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所
注1：湖南黄金矿产金营收根据自产金占黄金总销量的比重估算
注2：四川黄金为金精矿营收

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（注：四川黄金为金精矿毛利率）

4.2 量价拆分与盈利预测

内部来看：在山东黄金集团 2025 年产金 80 吨的规划背景下，伴随控股银泰吸收优质资源、资源整合开发+工程建设深挖矿山潜力、全球布局资源版图追求增量、多元化措施关注降本等多重因素，公司经营有望持续向好，凭借优质的资源禀赋和丰富的矿业经验，稳固行业龙头地位，并打开未来成长空间。

外部来看：美国经济存在压力、世界局势复杂、去美元化进程密集、美联储加息末期叠加降息预期等多重因素，有望为黄金等贵金属在中长期内提供价格的上行动力和较为夯实的价格中枢。

内部兼具规模与成长利于产量增长、成本下降，外部利好因素有望抬升贵金属价格。因此，我们看好公司盈利上行，并预计：

(1) 2023-2025 年国内黄金价格分别为 435 元/克、445 元/克、442 元/克，白银价格分别为 5.30 元/克、5.60 元/克、5.45 元/克。

(2) 以上述价格预测为基础，参考往年山东黄金、银泰黄金产品价格与实际金属均价的差异比例，预测 2023-2025 年山东黄金、银泰黄金的产品价格。

(3) 考虑山东黄金的多重成长动力，以及银泰黄金优秀的找矿潜力、广阔的勘探前景、华盛金矿的复产预期，我们假设 2023-2025 年山东黄金（不含银泰黄金）的矿产金产量分别为 39.9 吨、44.7 吨、55.4 吨，银泰黄金的矿产金产量分别为 7.3 吨、10.1 吨、13.9 吨。

(4) 考虑山东黄金已获得银泰黄金的控股权，在相关事宜处理完毕后，我们假设山东黄金和银泰黄金将在 2023 年第四季度并表，并假设 2023-2025 年山东黄金持有银泰黄金 23.099% 的股权比例保持不变。

表7：山东黄金（不含银泰黄金）各产品分拆及预测

各产品详细分拆		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产量	自产金（吨）	40.1	37.8	24.8	38.7	39.9	44.7	55.4
	外购金（吨）	161.6	121.3	31.0	53.0	55.0	56.0	56.0
	小金条（吨）	6.0	3.9	26.7	30.6	30.0	33.0	33.0
销量	自产金（吨）	39.7	36.7	26.2	38.7	40.2	45.2	56.1
	外购金（吨）	156.2	122.8	31.5	52.4	54.9	56.0	55.9
	小金条（吨）	5.9	3.8	26.6	30.4	29.8	32.7	32.8
销售单价	自产金（元/克）	311	388	373	392	434	445	442
	外购金（元/克）	308	387	379	396	438	449	446
	小金条（元/克）	261	353	330	355	388	399	396
单位销售成本	自产金（元/克）	173	190	265	222	233	241	246
	外购金（元/克）	307	385	378	394	436	447	444
	小金条（元/克）	261	354	329	352	387	397	394
收入	自产金（亿元）	123.6	142.1	97.8	151.8	174.9	201.1	247.9
	外购金（亿元）	480.9	475.7	119.5	207.4	240.5	251.3	249.3
	小金条（亿元）	15.5	13.4	87.7	108.1	115.6	130.6	129.7
毛利率	自产金（%）	44%	51%	29%	43%	46%	46%	44%
	外购金（%）	0.4%	0.7%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
	小金条（%）	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.9%	0.4%	0.4%	0.5%

	自产金 (亿元)	54.8	72.4	28.4	65.8	81.0	91.9	109.6
毛利	外购金 (亿元)	1.9	3.2	0.3	1.0	1.1	1.1	1.1
	小金条 (亿元)	-0.02	-0.02	0.14	0.98	0.43	0.58	0.63
销售成本	自产金 (亿元)	68.7	69.8	69.3	86.0	93.9	109.3	138.3
	外购金 (亿元)	479.0	472.5	119.2	206.4	239.4	250.2	248.2
	小金条 (亿元)	15.5	13.4	87.5	107.1	115.2	130.0	129.1

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注1：2023-2025年为预测数据

注2：参考公司产品以往的产销量差距，以2023-2025年的产量预测为基础，通过加权平均比例估算公司未来各产品销量

注3：销售单价=收入/销量，单位销售成本=销售成本/销量

注4：预测销售单价=预测金属价格×4年加权平均比例；其中，比例=历史销售单价/历史金属价格

注5：表中数据可能存在四舍五入造成的误差

表8：银泰黄金各产品分拆及预测

各产品详细分拆		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产量	矿产金 (吨)	6.1	6.1	7.2	7.1	7.3	10.1	13.9
	矿产银 (吨)	126.3	156.0	178.4	190.7	213.0	230.0	250.0
	铅精粉 (万吨)	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.5
	锌精粉 (万吨)	1.0	1.1	1.3	1.8	2.0	2.2	2.3
销量	矿产金 (吨)	5.8	6.5	7.1	6.9	7.2	10.0	13.8
	矿产银 (吨)	116.8	162.5	194.3	180.9	213.5	231.2	250.0
	铅精粉 (万吨)	0.7	1.0	1.2	1.1	1.4	1.5	1.5
	锌精粉 (万吨)	1.5	1.1	1.3	1.5	1.9	2.1	2.1
销售单价	矿产金 (元/克)	298	374	375	393	436	444	442
	矿产银 (元/克)	2.8	3.7	4.0	3.6	4.0	4.3	4.2
	铅精粉 (万元/吨)	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2	1.3	1.3
	锌精粉 (万元/吨)	1.1	1.1	1.5	1.6	1.4	1.5	1.5
单位销售成本	矿产金 (元/克)	94	133	149	168	172	178	191
	矿产银 (元/克)	1.1	1.3	1.7	1.8	2.2	2.2	2.3
	铅精粉 (万元/吨)	0.6	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
	锌精粉 (万元/吨)	0.5	0.4	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9
收入	矿产金 (亿元)	17.3	24.4	26.7	27.1	31.2	44.6	60.8
	矿产银 (亿元)	3.2	6.0	7.7	6.5	8.6	9.9	10.4
	铅精粉 (亿元)	0.9	1.1	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0
	锌精粉 (亿元)	1.6	1.3	1.9	2.5	2.7	3.0	3.2
毛利率	矿产金 (%)	68%	64%	60%	57%	61%	60%	57%
	矿产银 (%)	59%	65%	57%	49%	46%	48%	43%
	铅精粉 (%)	56%	62%	56%	48%	44%	43%	41%
	锌精粉 (%)	58%	64%	55%	48%	42%	41%	39%
毛利	矿产金 (亿元)	11.8	15.8	16.1	15.5	18.9	26.8	34.6
	矿产银 (亿元)	1.9	3.9	4.4	3.2	4.0	4.7	4.5
	铅精粉 (亿元)	0.5	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
	锌精粉 (亿元)	1.0	0.8	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
销售成本	矿产金 (亿元)	5.5	8.7	10.6	11.5	12.3	17.8	26.3

矿产银 (亿元)	1.3	2.1	3.3	3.3	4.6	5.2	5.9
铅精粉 (亿元)	0.4	0.4	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2
锌精粉 (亿元)	0.7	0.5	0.9	1.3	1.6	1.8	2.0

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注 1: 2023-2025 年为预测数据

注 2: 参考公司产品以往的产销量差距，以 2023-2025 年的产量预测和 2023 上半年的财务数据为基础，通过加权平均比例估算公司未来各产品销量

注 3: 销售单价=收入/销量，为扣除加工费和增值税后的数据，同时存在金属含量问题，因此与对应报告期的实际金属价格存在一定差异

注 4: 预测销售单价=预测金属价格×4 年加权平均比例；其中，比例=历史销售单价/历史金属价格

注 5: 单位销售成本=销售成本/销量，为公司考虑评估增值摊销后的成本

注 6: 表中数据可能存在四舍五入造成的误差

基于上述背景，山东黄金有望踏上量价齐升的增长快车道。我们预计 2023/2024/2025 年公司 will 分别实现归母净利润 24.98/32.73/41.87 亿元，增幅达到 100.48%、31.05%、27.92%；分别对应 EPS 为 0.49、0.64、0.82 元，分别对应 PE 为 48.64、37.11、29.01。

选取我国 5 家以黄金矿山采选为主要业务的上市公司作为山东黄金的可比公司，以作为估值参考。山东黄金拥有优秀的资源禀赋，从资源量和产量角度来看，均处于国内黄金行业的头部地位，同时伴随内部整合资源深挖矿山潜力、外部控股银泰增厚行业实力，黄金产量具有上行动力，未来增长前景良好，属于具备成长性的黄金龙头。基于此，公司 2023-2025 年 PE 高于可比公司均值具有一定合理性。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表9: 可比公司估值情况

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600547.SH	山东黄金	1066.02	0.28	0.49	0.64	0.82	85.56	48.64	37.11	29.01
	均值	-	0.44	0.52	0.64	0.75	46.00	30.56	25.75	23.08
600988.SH	赤峰黄金	244.93	0.27	0.53	0.78	0.89	66.58	27.66	18.82	16.53
600489.SH	中金黄金	495.88	0.44	0.60	0.68	0.72	18.75	17.00	14.97	14.16
002155.SZ	湖南黄金	137.99	0.36	0.63	0.81	1.01	35.59	18.13	14.09	11.36
1818.HK	招金矿业	329.66	0.07	0.28	0.37	0.56	63.09	33.51	24.87	16.48
001337.SZ	四川黄金	131.33	1.07	0.55	0.56	0.55	-	56.48	56.01	56.85

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注 1: 可比公司每股收益及市盈率 PE 采用 Wind 一致预期，山东黄金预测数据来自浙商证券研究所

注 2: 市值参考日期为 2023 年 8 月 18 日

5 风险提示

美联储加息超预期。若美联储在通胀中枢仍处高位的压力下选择延长加息周期或加大加息幅度，可能会导致黄金价格受到压制，进而影响公司的业绩增长。

公司资源整合和工程建设进度不及预期。资源整合、采矿证办理和工程建设的进度存在不确定性。若后续公司相关项目的推进不及预期，可能会影响公司的产能和利润释放。

公司黄金产量增长不及预期。若后续公司海内外各矿山扩产效果不及预期、银泰黄金产量增长不及预期，可能会影响公司的黄金产量增长，进而放缓收入增长，致使业绩增速不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21,475	23,097	33,331	44,721
现金	9,634	5,420	13,710	23,502
交易性金融资产	2,960	5,572	5,984	6,425
应收账款	195	256	255	248
其它应收款	2,699	3,285	3,725	3,898
预付账款	824	1,018	1,035	1,114
存货	4,092	5,718	6,272	6,672
其他	1,070	1,829	2,350	2,863
非流动资产	69,246	101,515	106,788	110,385
金额资产类	5,168	5,151	5,117	5,098
长期投资	1,989	2,282	2,484	2,689
固定资产	30,712	37,853	38,300	38,014
无形资产	19,373	29,974	32,945	35,183
在建工程	6,121	7,806	9,275	10,700
其他	5,883	18,448	18,667	18,701
资产总计	90,722	124,612	140,119	155,106
流动负债	34,661	43,161	47,739	50,722
短期借款	6,614	8,410	9,093	10,092
应付款项	7,193	8,664	9,885	10,400
预收账款	0	4	4	4
其他	20,853	26,083	28,757	30,225
非流动负债	19,365	26,012	32,876	39,948
长期借款	13,548	19,628	26,427	33,402
其他	5,816	6,384	6,449	6,546
负债合计	54,025	69,173	80,616	90,670
少数股东权益	3,819	11,289	12,272	13,488
归属母公司股东权益	32,877	44,149	47,232	50,949
负债和股东权益	90,722	124,612	140,119	155,106

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,972	11,481	13,841	14,561
净利润	1,423	3,161	5,342	6,795
折旧摊销	3,251	4,538	5,708	5,988
财务费用	720	1,120	1,521	1,906
投资损失	(24)	(340)	(392)	(360)
营运资金变动	(2,249)	2,938	1,529	34
其它	(149)	65	133	198
投资活动现金流	(5,251)	(16,988)	(11,382)	(10,122)
资本支出	(4,005)	(14,132)	(10,947)	(9,744)
长期投资	(35)	(1,296)	(574)	(581)
其他	(1,210)	(1,560)	140	204
筹资活动现金流	5,462	12,468	5,587	5,265
短期借款	831	1,796	683	999
长期借款	8,209	6,080	6,799	6,975
其他	(3,577)	4,591	(1,894)	(2,708)
现金净增加额	3,228	6,974	8,070	9,730

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	50,306	58,964	72,328	78,282
营业成本	43,212	49,869	59,303	62,740
营业税金及附加	822	1,003	1,208	1,311
营业费用	176	284	251	269
管理费用	2,316	2,673	3,008	3,215
研发费用	400	454	435	466
财务费用	1,047	818	1,368	1,515
资产减值损失	(1)	(50)	(58)	(30)
公允价值变动损益	(209)	153	116	80
投资净收益	78	340	392	360
其他经营收益	26	33	36	39
营业利润	2,102	4,255	7,128	9,092
营业外收支	(96)	(100)	(80)	(126)
利润总额	2,006	4,155	7,047	8,966
所得税	583	994	1,705	2,170
净利润	1,423	3,161	5,342	6,795
少数股东损益	178	663	2,069	2,608
归属母公司净利润	1,246	2,498	3,273	4,187
EBITDA	6,531	9,510	14,123	16,469
EPS (最新摊薄)	0.28	0.49	0.64	0.82

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	48.24%	17.21%	22.67%	8.23%
营业利润	2969.64%	102.40%	67.52%	27.56%
归属母公司净利润	743.23%	100.48%	31.05%	27.92%
获利能力				
毛利率	14.10%	15.42%	18.01%	19.85%
净利率	2.48%	4.24%	4.53%	5.35%
ROE	3.79%	5.66%	6.93%	8.22%
ROIC	4.04%	4.49%	6.65%	7.29%
偿债能力				
资产负债率	59.55%	55.51%	57.53%	58.46%
净负债比率	147.22%	124.77%	135.48%	140.71%
流动比率	0.62	0.54	0.70	0.88
速动比率	0.45	0.35	0.51	0.68
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.55	0.55	0.53
应收账款周转率	387.83	365.70	417.84	509.57
应付账款周转率	12.38	12.10	12.66	12.39
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.49	0.64	0.82
每股经营现金	0.66	2.25	2.72	2.86
每股净资产	7.35	8.66	9.27	9.99
估值比率				
P/E	85.56	48.64	37.11	29.01
P/B	3.24	2.75	2.57	2.38
EV/EBITDA	14.86	15.24	10.21	8.65

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>