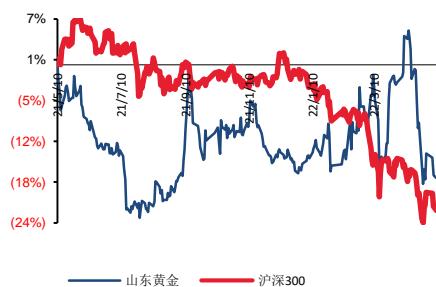




有色金属 贵金属

## 老牌黄金矿企，再度起航

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,473/3,614
总市值/流通(百万元)	81,998/66,253
12个月最高/最低(元)	23.33/16.98

相关研究报告：

证券分析师：李帅华

电话：010-88695231

E-MAIL：lish@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521070002

证券分析师：张亚桐

电话：010-88695231

E-MAIL：zhangyt@tpyzq.com

执业资格证书编码：

### 报告摘要

公司矿山资源丰富，目前拥有 13 座国内矿山和 2 座海外矿山。截至 2021 年底，公司拥有 13 座国内矿山和 2 座海外矿山，主要分布在山东、内蒙古、福建、甘肃和阿根廷。公司的黄金资源量为 1479.26 吨（较去年增加约 435 吨），对应权益黄金资源量为 1280.65 吨；黄金储量为 592.41 吨（较去年增加约 203 吨），对应权益黄金储量为 499.62 吨。

通过海内外并购，有效拓展公司的黄金资源量。2021 年公司先后成功并购澳大利亚卡帝诺资源公司和恒兴黄金控股有限公司，有效拓展全球资源布局。卡帝诺资源公司核心资产为位于加纳的 Namdini 项目，为公司首个非洲地区项目。公司通过增发山东黄金 H 股收购恒兴黄金控股有限公司 100% 股份，其核心资产为新疆金山金矿，是新疆地区最大单体金矿、中国经济效益十佳矿山之一。两座矿山合计为公司增加金资源量和储量 264.21 吨和 179.91 吨。

收购莱州章鉴和集团公司注入资产，优化整合省内黄金资源。2021 下半年山东黄金共以 71.32 亿元收购了山东黄金集团旗下鲁地金矿、天承矿业、地矿来金 100% 股权以及鸿昇矿业 45% 股权（地矿来金持有剩余 55% 股权）。山东省出台一系列加快省内金矿矿产资源整合的政策，将有助于公司并购现有矿山周边优质资源项目；于公司来讲，将进一步推动省内三山岛成矿带、焦家—新城成矿带的资源整合，推进莱州区域资源优化整合，巩固和增强公司资源储备。

**2022 年第一季度，公司业绩同比大幅增长。**2022 年第一季度，营业收入为 134.8 亿元，同比大幅上涨了 85.49%。主要系子公司自产金销量增加及开展大宗贸易所致；其盈利能力恢复到去年停产之前，实现归母净利润 3.15 亿元，同比上涨了 195.7%。

**2021 年，公司省内的复工复产工作有序进行，同时，强化省外矿山的运营管控。**公司产量产能逐月提升，黄金产量由 2021 年 6 月份单月 1.629 吨攀升至 12 月份单月 2.811 吨；公司于 2021 年 8 月起实现当月盈利，第三、四季度盈利出现较大增长，在弥补上半年利润总额 -13.12 亿元亏损的前提下，实现了全年利润总额由负转正，利润总额 0.22 亿元。

从中长期来看，加息步伐有望放缓；加之地缘政治冲突等多种外部客观因素的共同推动下，大宗商品价格居高不下，通胀风险仍然主导市场情绪，黄金价格预计有望持续坚挺，长远来看，有望突破 2600

美元/盎司。

**投资建议：**我们预计公司未来几年业绩将持续增长，预期2022/2023/2024年公司营业收入为144.27/153.34/161.02亿元；实现归母净利润分别为26.30/31.32/36.19亿元，对应的EPS分别为0.59/0.70/0.81元。以2022年5月10日收盘价18.26元为基准，对应PE分别为31.06/26.08/22.57倍，我们给予“增持”评级。

**风险提示：**美联储货币紧缩政策超预期；新冠疫情影响复工；同业安全事故风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33935	39427	45334	51102
(+/-%)	(46.70)	16.18	14.98	12.72
净利润(百万元)	(194)	2630	3132	3619
(+/-)	(109.57)	NA	19.07	15.56
摊薄每股收益(元)	(0.09)	0.59	0.70	0.81
市盈率(PE)	NA	31.35	26.33	22.78

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 老牌黄金矿企，战略性扩张.....	5
(一) 黄金龙头的崛起 .....	5
(二) 国企背景，实力雄厚 .....	5
(三) 管理层资深，健全员工激励机制 .....	6
(四) 矿产金复工顺利，驱动业绩增长 .....	7
二、 黄金：强基固本、见底起势 .....	9
(一) 黄金资源量和产量，业内名列前茅 .....	9
(二) 收购+集团公司注入，优化整合省内资源 .....	12
2.2.1 集团公司注入资产 .....	12
2.2.2 收购莱州章鉴，进一步推进整合工作 .....	16
(三) 收购卡帝诺金矿，拓展境外资源 .....	16
(四) 收购恒兴黄金，拓展境内资源 .....	18
三、 中长期看，黄金配置价值凸显 .....	20
四、 盈利预测及估值 .....	22
(一) 盈利预测 .....	22
(二) 估值及投资建议 .....	23
五、 风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 公司股权结构图 .....	6
图表 3: 主要管理层及职务 .....	7
图表 4: 2017-2022 年一季度营业收入 .....	8
图表 5: 营收结构 .....	8
图表 6: 2017-2022 年一季度归母净利润 .....	8
图表 7: 毛利润贡献占比 .....	8
图表 8: 2017-2022 年一季度毛利率 .....	9
图表 9: 产品毛利率 .....	9
图表 10: 2017-2022 年一季度期间费用 .....	9
图表 11: 2017-2022 年一季度各项费用率 .....	9
图表 12: 公司矿产资源量和产量情况 .....	10
图表 13: 各矿山的矿石开采量、处理量及黄金产量 .....	11
图表 14: 股权转让价款 .....	12
图表 15: 股权变动前 .....	12
图表 16: 股权变动后 .....	12
图表 17: 朱郭李家金矿和纱岭金矿资源量 .....	14
图表 18: 采矿权内资源量 .....	15
图表 19: 红布矿区深部及外围金矿勘探探矿权内资源量 .....	15
图表 20: 莱州章鉴股权变更 .....	16
图表 21: 矿山项目分布 .....	17
图表 22: 股权结构 .....	17
图表 23: 卡帝诺 NAMDINI 项目资源量 .....	17
图表 24: 收购前后, 恒兴黄金股权结构变化 .....	18
图表 25: 新疆金川金矿资源量 .....	19
图表 26: 矿产金产量预测 .....	22
图表 27: 主营业务收入及盈利预测 .....	22
图表 28: 可比公司估值 .....	23

## 一、老牌黄金矿企，战略性扩张

山东黄金是一家集黄金勘探、采选、冶炼、深加工和销售以及矿山设备物资的生产、销售于一体的企业，拥有完整产业链条。公司所辖矿山企业分布于中国山东、福建、内蒙、甘肃、新疆等地以及南美洲阿根廷、非洲加纳等国家，并拥有行业领先的科技研发体系，以及相配套的产业链金融平台。

### (一) 黄金龙头的崛起

山东黄金于 2000 年成立，隶属于山东黄金集团。2003 年，公司在上交所挂牌上市。2008 年，公司收购首个山东省外矿山赤峰柴金矿，实现了在内蒙古的黄金矿山布局。2012 年收购福建源鑫金矿 80% 权益，实现在福建省黄金矿山战略布局。2017 年，公司收购阿根廷巴里克黄金下贝拉德罗金矿 50% 权益，正式开启全球化发展。2018 年，公司在港交所主板上市，实现了 A+H 两地资本市场新布局。2020 年公司先后着手收购卡帝诺资源和恒兴黄金，并于 2021 年正式落地，实现了在加纳和新疆的资源布局。截至目前，公司在国内已经拥有 13 座黄金矿山，并全部进入全国绿色矿山名录，拥有 2 座海外黄金矿山。

图表 1：公司发展历程



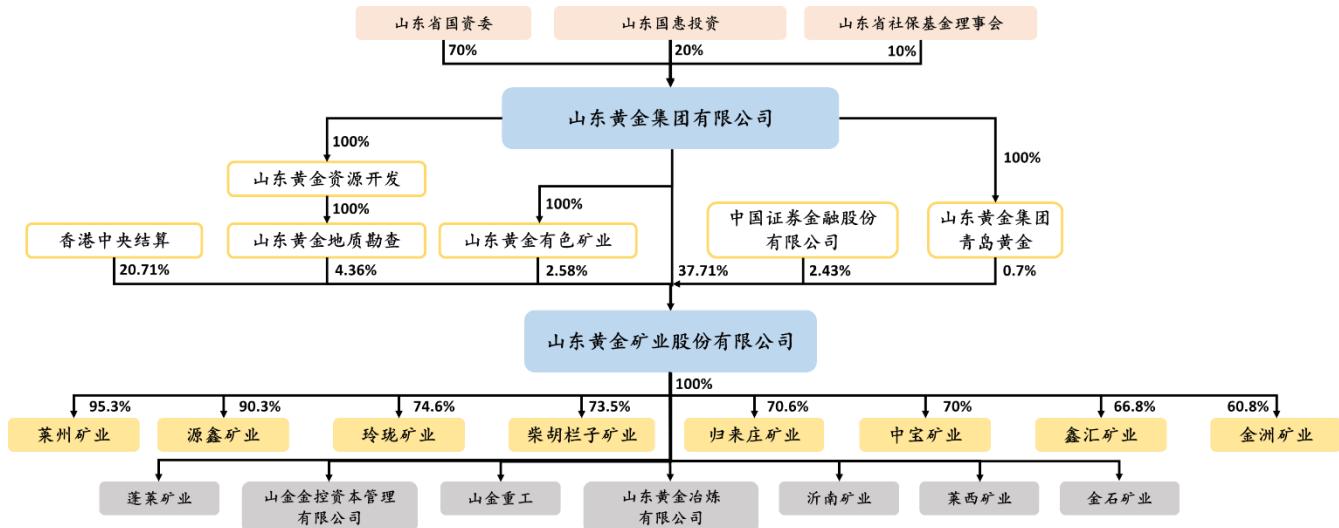
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### (二) 国企背景，实力雄厚

公司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。截至 2021 年底，集团公司直接持股比例为 37.71%，其控股的一级子公司山东黄金有色矿业持有公司 2.58%的股权、青岛黄金持有 0.7%的股权以及其二级子公司山东黄金地质矿产勘查有限公司持有公司 4.36%的股权，因此集团公司总共直接或间接持有公司 45.35%股份，股权较为集中。

山东黄金集团是控股公司，投资有多个黄金矿业公司，集团版图较大。集团拥有先进的黄金采选冶核心技术；在内蒙、福建、海南等七个省区建成矿产资源开发基地，开展金、银、铅、锌多金属开采选冶和贸易；拓展到阿根廷、澳大利亚、加拿大、加纳等国家进行并购开发，提升全球竞争力。在金融领域，集团公司发挥产融创新和低成本融资优势，在北上港深等区域建立起服务全集团产业链的金融战略平台，充分释放发展活力。

图表 2：公司股权结构图



### (三) 管理层资深，健全员工激励机制

管理层具有丰富的黄金产业并购和生产管理经验，在业内影响力颇大。公司的经营管理团队由在矿业领域和资本市场有丰富经验的专家组成，涵盖企业管理、采矿、选矿、地质、测量、财务、法律等各个专业。以下是公司主要管理层：

- **党委书记满慎刚：**矿产公司管理经验丰富，现任山东黄金集团有限公司党委书记、董事长；山东黄金矿业股份有限公司党委书记。曾任肥城矿业集团董事、党委常委、工会主

席，枣庄矿业集团党委副书记、纪委书记，山东能源枣庄矿业集团董事长、党委书记，山东能源集团有限公司党委副书记、总经理、董事。

- **董事长李国红：**在投资管理方面，有着资深的经验。现任山东黄金集团有限公司总经理；山东黄金矿业股份有限公司董事长。曾任山东国际信托投资有限公司监事长、董事，上海盛钜资产经营管理有限公司董事长，山金金控资本管理有限公司总经理，山东黄金集团财务有限公司董事长，山金金控（上海）贵金属投资有限公司董事长。
- **董事兼总经理王树海：**已经在公司任职数十年，有多年基层经验，对公司经营状况十分熟悉。现任山东黄金矿业股份有限公司董事、总经理。曾任山东黄金有色矿业集团有限公司党委副书记、总经理，山东黄金矿业股份有限公司中华矿业事业部总裁、党委书记，山东黄金矿业股份有限公司副总经理、烟台矿业事业部总裁、党委书记。

图表 3：主要管理层及职务

姓名	职务	任期起始日期	姓名	职务	任期起始日期
满慎刚	党委书记	2021.08.26	刘怀镜	独立非执行董事	2020.12.30
初明锋	党委副书记	2021.08.26	赵峰	独立非执行董事	2020.12.30
李国红	董事长	2016.05.16	李小平	监事会主席	2016.05.16
王立君	董事	2014.05.20	栾波	监事	2020.02.24
汪晓玲	董事	2016.05.16	刘延芬	监事	2019.11.08
刘钦	副董事长	2020.12.30	宋增春	副总经理	2016.05.16
王树海	董事、总经理	2020.10.12	徐建新	副总经理	2019.08.29
汤琦	董事、董事会秘书	2017.11.21	吕海涛	副总经理	2019.08.29
王运敏	独立非执行董事	2020.12.30	郑灿武	财务负责人	2021.08.26

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**实施股权激励计划，将员工利益与公司利益紧密结合在一起，有利于公司长远发展。**于 2016 年 10 月 17 日，山东黄金第一期员工持股计划新增股份办理完成登记托管手续，员工持股计划总共认购股数为 11,645,629 股，占总股本不到 1%，认购金额为 166,532,494.70 元，股票的最终发行价格为 14.30 元/股。此次新增股份为有限售条件流通股，限售期为 36 个月；2019 年 8 月及 2020 年 8 月，公司实施转增股份，10 股转增 4 股；2019 年 10 月 21 日，此次非公开发行限售股上市流通。截至 2021 年 12 月 31 日，员工持股计划尚有 11,424,214 股未出售。

#### (四) 矿产金复工顺利，驱动业绩增长

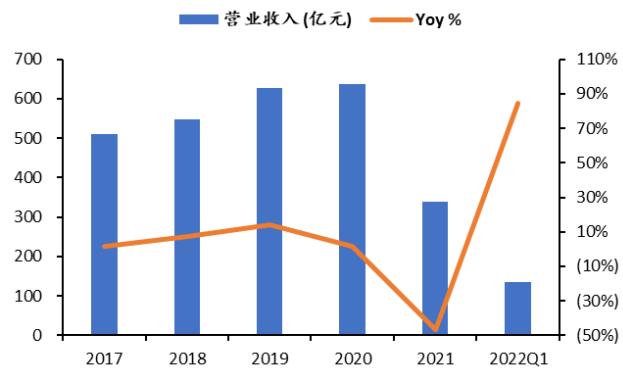
**得益于矿产金复工顺利，21 年 8 月开始公司扭亏为盈。**收入端，2021 年实现营业收入 339.4 亿元，同比下降了 46.70%，营业收入减少主要是由于受 2021 年省内地下非煤矿山安全检查的影响，公司矿山局部停产，导致公司自产金产销量大幅下降以及销售价格降低从而影响收入，此事件属于意外事故，对公司影响属暂时性；

2021年，公司省内的复工复产工作有序进行，同时，强化省外矿山的运营管控。公司产量产能逐月提升，黄金产量由2021年6月份单月1.629吨攀升至12月份单月2.811吨；公司于2021年8月起实现当月盈利，第三、四季度盈利出现较大增长，在弥补上半年利润总额-13.12亿元亏损的前提下，实现了全年利润总额由负转正，利润总额0.22亿元。

**自产金及外购金贡献主要收入。**收入按产品划分，2021年自有矿产金和外购金分别实现收入97.8亿元和119.5亿元，占比总营收分别为28.8%和35.2%。

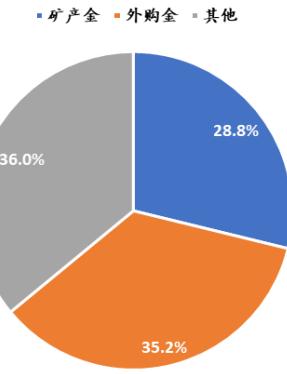
**2022年第一季度，营业收入为134.8亿元，同比大幅上涨了85.49%。主要系子公司自产金销量增加及开展大宗贸易所致。**

图表4：2017-2022年一季度营业收入



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

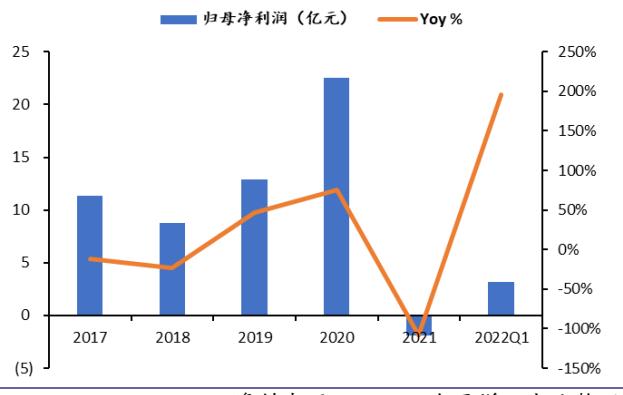
图表5：营收结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

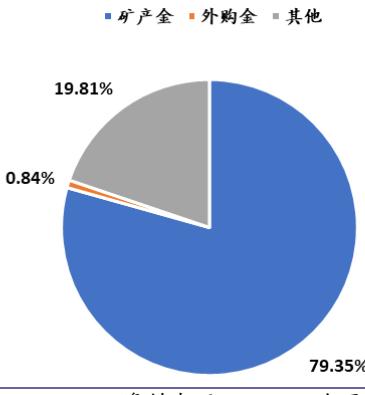
**2022年一季度，公司盈利能力恢复到去年停产之前。**2021年公司亏损1.94亿元，同比下降了108.6%；2022年一季度，公司盈利能力恢复到去年停产之前，实现归母净利润3.15亿元，同比上涨了195.7%。毛利润贡献方面，2021年矿产金贡献主要的毛利润，金额为28.43亿元，占比总毛利约79.35%。公司毛利率稳步增长，2021年和2022年第一季度，公司的毛利率分别为10.56%和13.18%；其中，矿产金毛利率远高于外购金，2021年毛利率分别为29.08%和0.25%。

图表6：2017-2022年一季度归母净利润



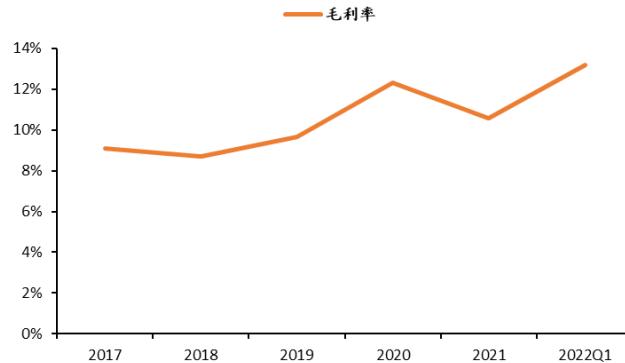
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表7：毛利润贡献占比



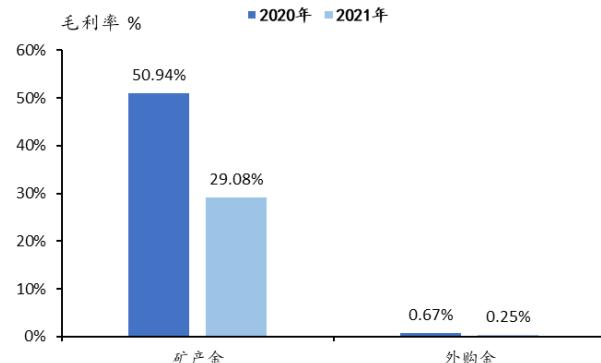
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8: 2017-2022 年一季度毛利率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

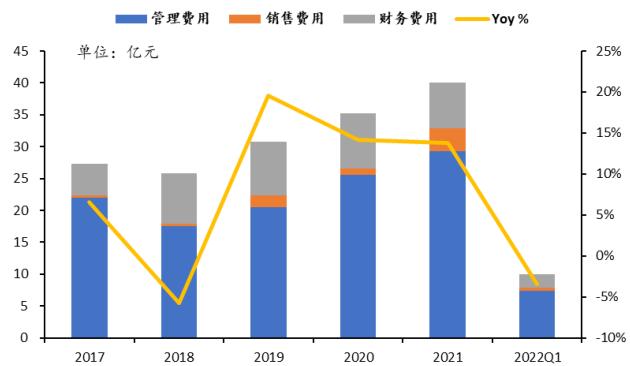
图表 9: 产品毛利率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

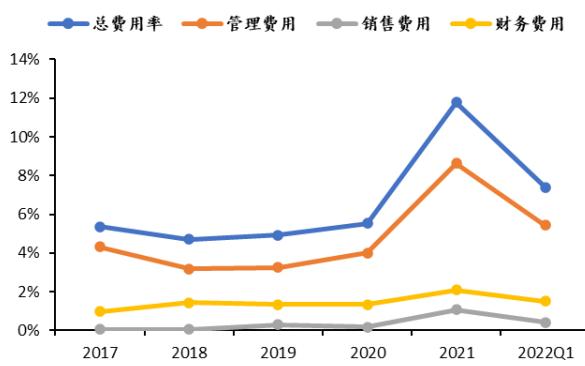
2021 年期间费用总额为 40.02 亿元，同比增长 13.79%，具体来看，销售费用增加 2.54 亿元，同比增长了 237.06%，主要原因是本期公司子公司山金期货有限公司的销售佣金增加；管理费用增加 3.76 亿元，同比增 12.19%。从费用率角度来看，2021 年期间费用率为 11.79%，同比增加了 6.27pct，主要受 21 年产能下降的影响，导致销售收入大幅下降，而职工薪酬等开支反而上涨。2022 年第一季度，期间费用总额为 9.96 亿元，同比下降了 3.49%；期间费用率为 7.39%。

图表 10: 2017-2022 年一季度期间费用



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 11: 2017-2022 年一季度各项费用率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## 二、 黄金：强基固本、见底起势

### (一) 黄金资源量和产量，业内名列前锋

公司矿山资源丰富，目前拥有 13 座国内矿山和 2 座海外矿山。截至 2021 年底，公司拥有 13

座国内矿山和 2 座海外矿山，主要分布在山东、内蒙古、福建、甘肃和阿根廷。公司的黄金资源量为 1479.26 吨（较去年增加约 435 吨），对应权益黄金资源量为 1280.65 吨；黄金储量为 592.41 吨（较去年增加约 203 吨），对应权益黄金储量为 499.62 吨。

- ✓ 公司旗下的三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿等连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”。
- ✓ 2021 年上半年公司先后完成对恒兴黄金和卡帝诺资源的全资收购，公司新增加纳 Namdini 项目和新疆金山金矿，以及下半年集团将旗下鲁地金矿、天承矿业、地矿来金 100% 股权注入公司，为公司注入新的资源和增量。

图表 12：公司矿产资源量和产量情况

矿山名称	金资源量 (吨)	权益黄金资源量 (吨)	金储量 (吨)	权益黄金储量 (吨)	品味 (克/吨)	剩余可开采年限
三山岛金矿	154.73	147.47	55.6	52.99	3.03	8
焦家金矿	364.51	347.41	89.02	84.85	3.43	4
新城金矿	205.45	205.45	59.59	59.59	3.27	7
玲珑金矿	156.7	116.85	15.05	11.22	2.85	5
归来庄金矿	9.1	6.43	2.03	1.44	3.52	9
金洲金矿	13.17	8.12	6.2	3.79	3.13	7
青岛金矿	36.32	26.84	21.05	16.15	5.41	21
蓬莱金矿	14.15	14.15	6.08	6.08	7.03	3
沂南金矿	9.7	9.7	2.34	2.34	1.57	6
<b>山东省小计</b>	<b>963.82</b>	<b>882.42</b>	<b>256.96</b>	<b>238.44</b>	<b>3.25</b>	-
赤峰柴金矿	4	2.94	1.55	1.14	4.6	1
福建源鑫金矿	3.11	2.8	1.46	1.31	4.42	5
西和中宝金矿	31.06	21.74	12.75	8.93	2.25	12
新疆金川	46.1	46.1	22.71	22.71	0.88	5
<b>省外小计</b>	<b>84.27</b>	<b>73.59</b>	<b>38.47</b>	<b>34.09</b>	<b>1.25</b>	-
<b>中国合计</b>	<b>1048.09</b>	<b>956.01</b>	<b>295.43</b>	<b>272.53</b>	<b>2.88</b>	-
贝拉德罗矿	213.06	106.53	139.78	69.89	0.68	9
卡蒂诺	218.11	218.11	157.2	157.2	1.12	13
<b>总计</b>	<b>1479.26</b>	<b>1280.65</b>	<b>592.41</b>	<b>499.62</b>	<b>1.91</b>	-

资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

2021 年，公司矿产金产量 24.781 吨(796.70 千盎司)，较去年同期下降 13.98 吨，降幅 36.06%；公司的矿产金产量占全国矿产金总量的比重为 9.6%。公司矿产金产量大幅下降主要是受 2021 年年初，山东省内两家地方企业（非山东黄金所属企业）发生安全事故的影响，省政府要求非煤矿山于去年 2 月份进行安全检查导致公司矿山局部停产从而使得公司产量受到较大冲击。

完成选矿（堆浸）处理量 2,916 万吨，同比减少 72.82 万吨，降幅 2.44%，其中：国内矿山选矿（堆浸）处理量 1,804 万吨，同比增加 18 万吨，增幅 1.00%。尽管受安全检查事件的影响，公司部分矿山未达产，公司选矿量整体依然上升，这是因为 2021 年上市公司新并购恒兴黄金所属的

金山金矿，使得选矿（堆浸）量同比增加；国外阿根廷贝拉德罗金矿堆浸处理量 1,111 万吨，同比下降 90 万吨，降幅 7.51%。减少的原因是，2021 年受疫情影响，造成缺员，影响到矿石开采，入堆量同比有所下降。

图表 13：各矿山的矿石开采量、处理量及黄金产量

项目	2020年				2021年			
	矿石开采量 (百万吨)	矿石开采量 (百万吨)	矿石处理量 (万吨)	黄金产量 (千盎司)	矿石开采量 (百万吨)	矿石处理量 (百万吨)	黄金产量 (吨)	黄金产量 (千盎司)
<b>山东省</b>								
三山岛金矿	3.8	4.05	7.14	229.4	2.08	2.32	2.67	85.87
焦家金矿	4.5	4.68	7.47	240.23	2.69	2.75	4.56	146.67
新城金矿	2.2	2.32	4.52	145.23	0.93	1.23	2.22	71.27
天承矿业	0.18	0.44	0.96	30.88				
玲珑金矿	2.13	2.6	3.81	122.59	0.61	0.96	1	32.15
归来庄金矿	0.14	0.2	0.75	24.11	0.02	0.04	0.17	5.37
金洲金矿	0.3	0.39	1.31	42.25	0.3	0.36	1.01	32.54
青岛金矿	1.12	1.18	1.87	59.99	1.25	1.36	2.02	64.78
蓬莱金矿	0.43	0.38	0.85	27.17	0.03	0.06	0.11	3.47
沂南金矿	0.43	0.5	0.36	11.51	0.25	0.34	0.29	9.2
<b>其他省份</b>								
赤峰柴金矿	0.6	0.6	1.4	45.04	0.65	0.67	1.55	49.71
福建源鑫	0.23	0.26	0.5	15.98	0.25	0.3	0.45	14.31
西和中宝	0.26	0.26	0.81	25.88	0.3	0.3	1.01	32.38
新疆金川					5.35	7.35	2.35	75.65
小计	16.31	17.86	31.73	1020.26	14.71	18.04	19.39	623.36
本公司应占	14.75	16.08	28.21	906.85	13.69	16.84	17.12	550.49
<b>海外：阿根廷</b>								
贝拉德罗金矿(3)	13.67	12.02	7.02	225.8	10.63	11.11	5.39	173.34
总计	29.98	29.88	38.76	1246.06	25.34	29.16	24.78	796.7

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

原矿品位 1.12g/t，同比下降 0.37g/t，降幅 24.95%，原矿品位下降主要原因是：国内地下开采企业因回收部分低品位资源，造成入选原矿品位同比降低 0.19g/t，从而拉低了公司整体原矿品位。

国内地下矿山黄金选冶回收率 91.25%，同比下降 0.55 个百分点，降幅 0.60%；阿根廷贝拉德罗金矿黄金选冶回收率 72.62%，同比下降 0.64 个百分点，降幅 0.87%。

**持续推进矿厂改扩建工程，以进一步扩大公司产能。**加大采掘系统工程、尾矿库建设工程、尾砂综合利用工程推进力度；以及加快西和中宝小东沟金矿 600 吨/天采选工程、归来庄公司-150m 至-300m 扩界项目、鑫汇公司 6 号井开拓工程以及贝拉德罗金矿第七期堆浸垫等重点项目进度。

**同时，公司还将加速资源优势转化为产能优势的进程，为公司产业升级赋能。**加快推进新疆金川矿业堆浸场、赤峰柴矿 2000 吨/天扩能项目、三山岛金矿仓上尾矿库二期、黄金冶炼公司金

精矿综合回收扩建等工程立项工作，增强企业发展后劲。

## (二) 收购+集团公司注入，优化整合省内资源

### 2.2.1 集团公司注入资产

**收购集团公司矿山，巩固和增强公司资源储备。**2021年9月，公司决定让其控股子公司莱州公司通过收购山东天承矿业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%股权的形式，实现对黄金集团焦家、新城成矿带部分矿权资产的收购，收购价格依据上述资产的评估报告为依据，合计为71.32亿元。

截至2021年10月31日，上述交易完成标的股权的交割，上述4家公司成为莱州公司的全资子公司。该交易将扩大公司生产规模和资源储备，利用协同效应提升公司资产规模和盈利能力；且有利于公司进一步减少与黄金集团的同业竞争，有助于实现黄金集团内优质黄金资源的整体上市。截至报告期末，莱州公司正在推进上述并购矿权与焦家整合区、新城整合区的矿权整合。

图表 14：股权转让价款

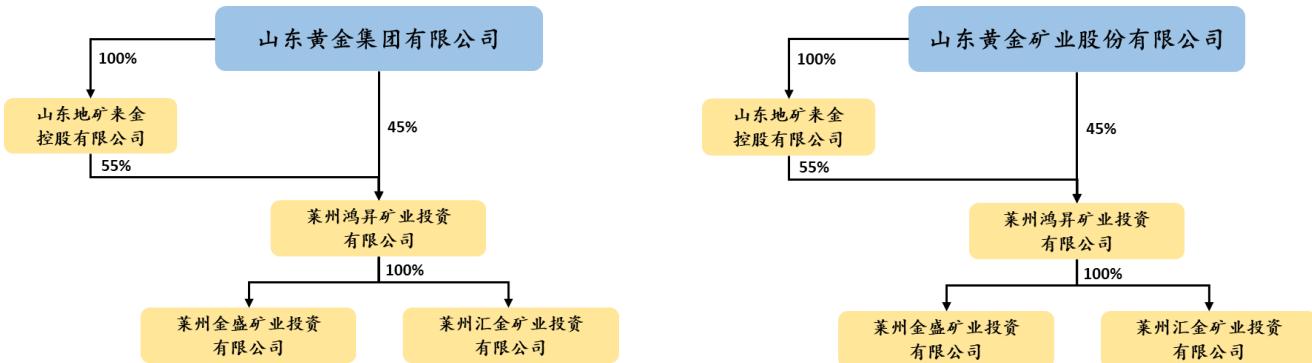
收购公司	收购股权比例	公告日	价格（亿元）	交易方式
山东地矿来金控股有限公司	100%	2021/8/5	26.13	现金方式
莱州鸿昇矿业投资有限公司	45%	2021/8/5	20.54	现金方式
山东莱州鲁地金矿有限公司	100%	2021/8/5	20.34	现金方式
山东天承矿业有限公司	100%	2021/8/5	4.31	现金方式

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**收购山东地矿来金100%股权和莱州鸿昇矿业45%股权。**山东地矿来金拥有控股子公司1家，为鸿昇矿业，持股比例为55%；鸿昇矿业拥有下属子公司2家，其中控股子公司金盛矿业，持股比例为100%，参股子公司汇金矿业，持股比例为39%。

图表 15：股权变动前

图表 16：股权变动后



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

#### ➤ 莱州金盛矿业投资有限公司朱郭李家金矿采矿权

朱郭李家金矿可开采矿种为金矿、银和硫，矿区面积 1.922 平方公里，莱州金盛矿业拥有朱郭李家金矿的采矿权，有限期为 20 年，自 2015 年 12 月 2 日至 2035 年 12 月 2 日；本采矿权最初转自探矿权。公司现有生产规模为 165 万吨/年的采矿许可证，但目前朱郭李家金矿尚未投产，未取得安全生产许可证，预计达产时间为 2027 年 2 月。

截止 2021 年 5 月 31 日，保有资源储量主矿产金矿（122b+332+333）矿石量 3,335.90 万吨、平均品位 3.65 克/吨、金属量 121,856.00 千克，伴生矿产银矿（333）矿石量 2,347.39 万吨、平均品位 6.59 克/吨、金属量 154,650.00 千克，伴生矿产硫（333）矿石量 2,347.39 万吨、平均品位 2.04%、标硫 137.11 万吨。

#### ➤ 莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿采矿权

纱岭金矿可开采矿种为金矿，矿区面积 6.621 平方公里，莱州汇金矿业拥有纱岭金矿的采矿权，有限期为 25 年，自 2020 年 11 月 16 日至 2035 年 11 月 16 日；本采矿权最初转自探矿权。公司现有生产规模为 396 万吨/年的采矿许可证，但目前，纱岭金矿尚未投产，未取得安全生产许可证，预计达产时间为 2027 年 2 月

截止 2021 年 5 月 31 日，保有资源储量情况如下：1) 主矿产：金矿，矿石量 8,997.08 万吨，金金属量 309.06 吨，平均品位 3.44 克/吨。其中：探明的经济基础储量（111b）矿石量 540.83 万吨，金属量 21.99 吨，平均品位 4.07 克/吨；控制的经济基础储量（122b）矿石量 2,383.15 万吨，金属量 80.11 吨，平均品位 3.36 克/吨；推断的内蕴经济资源量（333）矿石量 6,073.10 万吨，金属量 206.96 吨，平均品位 3.41 克/吨。2) 伴生矿产：银，推断的内蕴经济资源量（333）矿石量 8,925.68 万吨，银金属量 232.02 吨，平均品位 2.60 克/吨；硫，推断的内蕴经济资源量（333）矿石量 155.07 万吨，硫元素量 4.22 万吨，平均品位 2.71%，折合标硫 12.10 万吨。3) 另有低品位矿：金矿，矿石量 4,414.27 万吨，金金属量 63.00 吨，平均品位 1.43 克/吨。其中：探明的内蕴经

济资源量(331)矿石量119.93万吨,金属量1.51吨,平均品位1.30克/吨;控制的内蕴经济资源量(332)矿石量293.60万吨,金属量3.82吨,平均品位1.30克/吨;推断的内蕴经济资源量(333)矿石量4,000.73万吨,金属量57.67吨,平均品位1.44克/吨。

图表 17: 朱郭李家金矿和纱岭金矿资源量

采矿权	资源种类	矿产类型	矿石量(万吨)	平均品位	金属量
朱郭李家金矿采矿权	金	主矿产	3,335.90	3.65克/吨	121.86吨
	银	伴生矿产	2,347.39	6.59克/吨	154.65吨
	硫	伴生矿产	2,347.39	2.04%	137.11万吨
纱岭金矿采矿权	金	主矿产	8,997.08	3.44克/吨	21.99吨
		其中	探明的储量	540.83	4.07克/吨
		其中	控制的储量	2,383.15	3.36克/吨
		其中	推断的储量	6,073.10	3.41克/吨
	银	伴生矿产	8,925.68	2.60克/吨	232.02吨
	硫	伴生矿产	155.07	2.71%	12.10万吨
	金 (低品位)	低品味矿	4,414.27	1.43%	63吨
		其中	探明的储量	119.93	1.30克/吨
		其中	控制的储量	293.60	1.30克/吨
		其中	推断的储量	4,000.73	1.44克/吨

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

**收购山东莱州鲁地金矿 100% 股权。** 莱州鲁地金矿拥有山东省莱州市南吕-欣木地区金矿探矿权, 勘查面积为4.59平方公里, 有效期为2年, 自2020年10月1日至2022年9月30日。

截止2021年5月31日, 鲁地金矿拥有保有金矿石量4,244.69万吨, 金金属量133,135.00千克, 平均品位3.14克/吨; 伴生矿产银(333)矿石量828.48万吨, 银金属量52,501千克, 平均品位6.34克/吨。

**收购山东天承矿业 100% 股权。** 山东天承矿业拥有4项采矿权和2项探矿权, 包括马塘矿区采矿权、马塘二矿区采矿权、东季矿区采矿权、红布矿区采矿权和马塘二矿区深部及外围金矿勘探探矿权、红布矿区深部及外围金矿勘探探矿权。

其中, 马塘矿区、马塘二矿区和红布矿区为在产矿山, 分别拥有生产规模4.00万吨/年、4.00万吨/年和6.00万吨/年的采矿许可, 其安全许可证的有效期限分别为自2020年9月6日至2023年9月5日, 2018年7月2日至2021年7月1日和2018年9月30日至2021年9月29日; 而东季矿区目前生产规模为4.50万吨/年, 因扩产能正在办理生产规模变更手续, 处于停产状态, 暂未取得安全生产许可证, 天承矿业正在积极办理相关手续, 目前已取得山东省应急管理厅出具的《收件回执单》。

以下是截止于2021年5月31日, 4个采矿权范围和1个探矿权内所拥有的的资源量情况,

马塘二矿区探矿权资源量尚未披露：

- ✓ 马塘矿区采矿权：拥有保有金矿石量 40.78 万吨，金金属量 879 千克，平均品位 2.16 克/吨；伴生银矿石量 40.78 万吨，银金属量 2,928 千克，平均品位 7.18 克/吨；伴生硫矿石量 40.78 万吨，纯硫量 9,013 吨，平均品位 2.21%；
- ✓ 马塘二矿区采矿权：拥有保有金矿石量 31.36 万吨，金金属量 795 千克，平均品位 2.53 克/吨；伴生银矿石量 31.36 万吨，银金属量 3,384 千克，平均品位 10.79 克/吨；伴生硫矿石量 31.36 万吨，纯硫量 6,900 吨，平均品位 2.20%；
- ✓ 东季矿区采矿权：拥有保有金矿石量 63.42 万吨，金属量 1,647 千克，平均品位 2.60 克/吨。
- ✓ 红布矿区采矿权：拥有保有金矿石量 44.38 万吨，金金属量 1,254 千克，平均品位 2.83 克/吨；伴生银矿石量 44.38 万吨，银金属量 1,508 千克，平均品位 3.40 克/吨；
- ✓ 红布矿区深部及外围金矿勘探探矿权：拥有保有金矿石量 671.24 万吨，金金属量 19,366 千克，银金属量 24,310 千克。

图表 18：采矿权内资源量

采矿权	资源种类	矿产类型	矿石量(万吨)	平均品位	金属量
马塘矿区采矿权	金	主矿产	40.78	2.16克/吨	879千克
	银	伴生矿产	40.78	7.18克/吨	2,928千克
	硫	伴生矿产	40.78	2.21%	9,013吨
马塘二矿区采矿权	金	主矿产	31.36	2.53克/吨	795千克
	银	伴生矿产	31.36	10.79克/吨	3,384千克
	硫	伴生矿产	31.36	2.20%	6900吨
东季矿区采矿权	金	主矿产	63.42	2.60克/吨	1,647千克
红布矿区采矿权	金	主矿产	44.38	2.83克/吨	1,254千克
	银	伴生矿产	44.38	3.40克/吨	1,508千克

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 19：红布矿区深部及外围金矿勘探探矿权内资源量

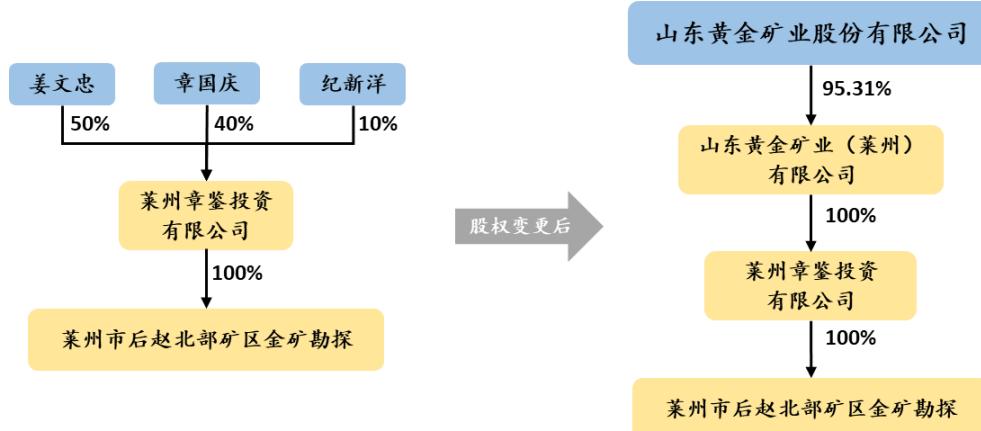
项目名称	单位	红布矿区深部及外围金矿勘探探矿权	
		二期望儿山带	三期焦家带
矿石量	万吨	270.91	400.33
金金属量	千克	8,715.00	10,651.00
银金属量	千克	9,940.00	14,370.00
金平均品位	克/吨	3.22	2.66
银平均品位	克/吨	3.67	3.59

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 2.2.2 收购莱州章鉴，进一步推进整合工作

收购莱州章鉴投资有限公司的 100% 股权。2021 年 2 月，公司决定让控股子公司莱州公司以人民币 4,800 万元的价格，收购自然人章国庆、姜文忠、纪新洋所持有莱州章鉴的共计 100% 股权。

图表 20：莱州章鉴股权变更



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

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，自 2019 年 10 月 1 日至 2021 年 9 月 30 日，本探矿权首次设立日期在 1998 年 2 月 12 日。

截止 2021 年 5 月 31 日，公司拥有保有金矿石量 557.89 万吨，金金属量 12717.00 千克、平均品位 2.28 克/吨；伴生矿产银矿(333)矿石量 422.75 万吨，银金属量 51354 千克，平均品位 12.15 克/吨。

### (三) 收购卡帝诺金矿，拓展境外资源

收购卡帝诺 100%股权，公司积极开展项目建设的前期工作，黄金产量有望更上一层楼。2020 年 6 月，公司决定通过场外要约收购方式收购 Cardinal Resources Limited 的 100%股权，先以每股 0.46 澳元的价格认购总价 1,196 万澳元卡帝新增发的 2,600 万股普通股，其持股比例约占增发后总股份数的 4.96%；再以每股 1.075 澳元的价格收购卡帝诺剩余的全部股权；截止 2021 年 3 月 8 日公司完成对卡帝诺公司 100%股份的收购，卡帝诺成为山东黄金香港的全资子公司。

卡帝诺的核心资产是其全资子公司持有的位于加纳的 3 个黄金项目：1) Namdini 开发项目和 Bolgatanga 勘探项目，均位于加纳东北部 Bole-Nangodi 成矿带，分别由其子公司 Cardinal Namdini

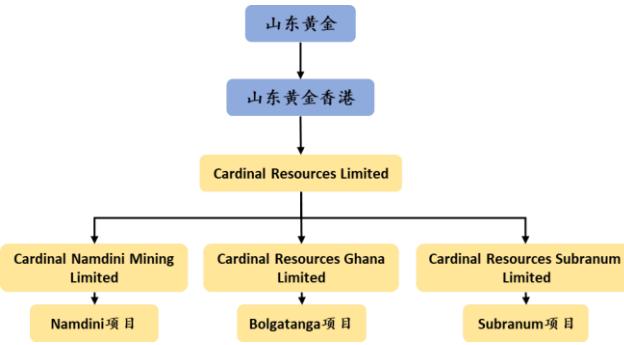
Mining Limited 和 Cardinal Resources Ghana Limited 持有；2) Subranum 勘探项目，位于加纳西南部 Sefwi 成矿带的，由其子公司 Cardinal Resources Subranum Limited 持有。

图表 21：矿山项目分布



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 22：股权结构



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

Namdini 项目是目标公司目前专注开发的旗舰项目，项目位于加纳东北部 UpperEast 省 Talensi 区 Bolgatanga 镇东南约 30km 处。Namdini 项目采矿租约面积为 63 平方公里，矿权期限为 15 年，将于 2035 年 2 月 11 日届满，期满可延长不超过 30 年。

Namdini 项目拥有金资源量约 218.11 吨，平均品位 1.12 克/吨；总计金资源量矿石量 1.94 亿吨；根据卡帝诺于 2019 年 4 月 3 日在交易所披露的报告，Namdini 项目拥有证实加可信储量约 157.20 吨，平均品位 1.13 克/吨，矿石量 1.39 亿吨。

图表 23：卡帝诺 Namdini 项目资源量

	黄金资源量		黄金储量		许可证/采矿权有效期
	探明(百万吨)	7.48	证实(百万吨)	7.38	
其中	控制(百万吨)	174.2			采矿权 (2035.2.8) 探矿权 (2023.01.14)
	探明及控制(百万吨)	181.68	可信(百万吨)	131.21	探矿权 (2022.01.22) 正在办理续期 探矿权 (2022.01.22) 正在办理续期
	推断(百万吨)	12.45			探矿权 (2023.01.14) 探矿权 (2022.02.11) 正在办理续期
	总计 (百万吨)	194.13	138.59		探矿权 (2023.01.14) 探矿权 (2022.01.22) 正在办理续期
品位 (克/吨)	1.12		1.13		探矿权 (2023.01.14) 探矿权 (2022.02.11) 正在办理续期
黄金金属量 (100%基准) (吨)	218.11		157.2		探矿权 (2023.01.14) 探矿权 (2023.01.14)
黄金金属量 (权益基准) (吨)	218.11		157.2		探矿权 (2023.01.14)
剩余可开采年限		13			探矿权 (2023.06.30)

资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

Namdini 项目为露天开采项目，目前仍在推进投产前期工作。Namdini 项目于 2014 年开始钻

探，2015 年取得重大发现，2016 年进行大规模钻探并报告资源量，2017 年目标公司自 Savannah 公司受让面积为 19.537 平方公里的采矿租约，2018 年目标公司完成了项目初步经济评价以及预可研。2019 年 10 月目标公司完成并公布了 Namdini 项目的可研报告，计划该项目建设期为 27 个月，拟定 Namdini 项目于 2019 年第 4 季度开始建设，2022 年中正式投产，投产后平均年产黄金 28 万盎司（8.9 吨）。2019 年 11 月目标公司启动 Namdini 项目前端工程设计，但截止到收购完成日，该项目实际上并未开始建设。公司完成收购卡帝诺后，积极开展项目建设的前期工作，加快 Namdini 投产步伐。

**Bolgatanga 和 Subranum 项目目前仍在勘探阶段。**卡帝诺就 Bolgatanga 和 Subranum 项目取得了六项探矿许可，该等探矿许可均将于 2020 年 12 月 31 日到期。卡帝诺已向加纳土地和自然资源部申请将该等探矿许可续期三年。

#### (四) 收购恒兴黄金，拓展境内资源

2020 年 9 月，公司以协议安排的方式将恒兴黄金私有化，收购其 100% 股份，收购对价将全部以公司发行的 H 股股份进行支付，总共发行了 159482759 股，约合总股本的 3.57%。其中，柯希平先生持有 Gold Virtue 的 100% 股权，通过 Gold Virtue 间接持有 555,000,000 股的恒兴黄金股份；柯家琪先生持有熙望的 100% 股权，通过熙望间接持有 138,750,000 股的恒兴黄金股份；柯家琪先生与柯希平先生为父子关系，合计持有恒兴黄金 75% 的股权。

图表 24：收购前后，恒兴黄金股权结构变化

恒兴黄金股东	交易前		交易后	
	股本	占比	股本	占比
山东黄金	-	-	925,000,000.00	100%
山东黄金一致行动各方	-	-	-	-
山东黄金及一致行动各方小计	-	-	925,000,000.00	100%
Gold Virtue	555,000,000.00	60%	-	-
熙望	138,750,000.00	15%	-	-
其他恒兴黄金公众股东	231,250,000.00	25%	-	-
无利害关系股东	925,000,000.00	100%	-	-
计划股东	925,000,000.00	100%	-	-
恒兴黄金股份总数	925,000,000.00	100%	925,000,000.00	100%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

恒兴黄金主营黄金开采及生产，核心资产是位于新疆维吾尔自治区伊哈萨克自治州伊宁县的金山金矿采矿权开采项目，占地面积约为 5.7 平方公里，是新疆地区最大单体金矿、中国经济效益十佳矿山之一。金山金矿包括五个矿床，即伊尔曼德矿床、马依托背矿床、京希一巴拉克矿床、

宽沟矿床及狮子山矿床，截止目前，马依托背和伊尔曼得分别于 2018 年和 2019 年闭坑，其他矿段正常开采中。恒兴黄金拥有金山金矿的两个采矿权，新疆金川金矿拥有金资源量约 46.10 吨，平均品位 0.88 克/吨；总计金资源量矿石量 0.52 亿吨；拥有证实加可信储量约 22.71 吨，平均品位 0.84 克/吨，矿石量 0.27 亿吨。

图表 25：新疆金川金矿资源量

	黄金资源量		黄金储量		许可证/采矿权有效期	
其中	探明(百万吨)	7.48	证实(百万吨)	3.11	采矿权 (2024. 6. 27)	
	控制(百万吨)	37.17				
	探明及控制(百万吨)	43.95	可信(百万吨)	23.85		
	推断(百万吨)	8.21				
总计 (百万吨)	52.16		26.96			
品位 (克/吨)	0.88		0.84			
黄金金属量 (100%基准) (吨)	46.1		22.71			
黄金金属量 (权益基准) (吨)	46.1		22.71			
剩余可开采年限	5					

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

恒兴黄金的全资子公司新疆金川矿业 2021 年黄金产量为 2.35 吨，超过其上年同期产量。采用露天开采，成本低于业内平均水平；采用堆浸技术，回收率较高。

金山金矿的近地表矿化使得公司能够进行露天开采，与地下开采相比，露天开采风险更低而成本效益更高。

新疆金川金矿使用堆浸技术生产黄金，历年平均黄金回收率预计为 50%以上。恒兴黄金于 2013 年 9 月开始调试并建成生产设施；并于 2013 年 12 月启动试产，后于 2014 年下半年正式投产。

恒兴黄金一直致力于技术优化，重点是提高生产效率。在 2017 年全面商业化使用高压辊磨以有效提高矿石加工能力的金矿后，恒兴黄金一直在进行研究以通过生物预氧化进一步提高浸出率。生物预氧化的优点包括：(i)要求成本增幅有限且投资成本低；(ii)过程简单易用；及(iii)低能耗及环境友好，从而使其成为开采通常难以加工的低品位矿石之优选解决方案。恒兴黄金已自 2020 年 6 月开始进行生物预氧化的半工业测试。测试完成后，技术成果共享及交流将使山东黄金能够提高金山金矿的回收率、增加黄金产量并降低生产成本。

收购完成后，公司加快推进新疆金川矿业堆浸场的改造项目。对新疆金川矿业公司现有生产工艺、技术进行改造，通过加强现场技术管理、加大技术改造力度，降低采矿作业的贫化率和损失率，提高出矿品位。

总体来说，公司将积极参与山东省内黄金资源整合。山东省委省政府明确提出加快山东省黄金企业整合，优化产业布局，打造黄金企业品牌的相关要求。2021年7月，山东省政府发布关于同意烟台市8个区（市）金矿矿产资源整合方案的批复，8月份山东黄金集团注入公司的三处位于烟台莱州的金矿，便是公司具体落实该政策的重要举措。公司未来将重点并购公司现有矿山周边优质资源项目，进一步推动省内三山岛成矿带、焦家—新城成矿带的资源整合，推进莱州区域资源优化整合，巩固和增强公司资源储备。

### 三、中长期看，黄金配置价值凸显

中长期多因素催化下，黄金价格未来或将持续强势。虽然在短期内，美元指数持续走高和全球央行的加息预期令黄金承压，但随着美联储加息的落地，黄金上行压力有所释放，截止2022年5月9日，黄金价格上涨至最高1885.68美元/盎司，随后略有回落。从中长期来看，加息步伐有望放缓；加之地缘政治冲突等多种外部客观因素的共同推动下，滞胀风险仍然主导市场情绪，黄金价格预计有望持续坚挺。

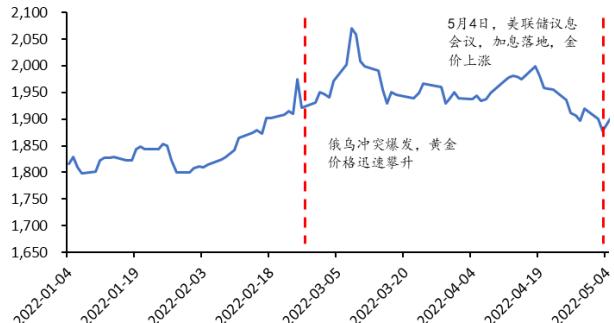
黄金价格的直接影响因素是美国长期实际利率。黄金是特殊的商品，具有货币属性，进而衍生出投资属性。在黄金的货币属性下，其价格受两大因素影响，一是黄金与计价货币美元之间的替代性，即与信用货币的博弈；二是其作为货币的避险属性。黄金作为大类资产之一，具有金融投资品的属性，在黄金的金融属性下，黄金作为无息资产，其价格与实际利率水平负相关，美元资产的收益率越低，黄金的配置价值就越凸显。实际利率就是持有黄金的机会成本，因此黄金的价格与美元实际利率水平密切相关。

美联储如期加息缩表。北京时间5月5日凌晨，美联储公布5月会议决议。FOMC票委一致决定加息50bp，将联邦基金基准利率提升至0.75%-1%；同时美联储公布缩表计划。美联储会议新闻发布会后，黄金等大类资产一度大涨，这是由于加息实际落地时多伴随市场的风险情绪释放从而通常会导致黄金价格有所上行，截止2022年5月9日，黄金价格上涨至最高1885.68美元/盎司，随后略有回落。

图表 29：2022年以来，黄金价格走势

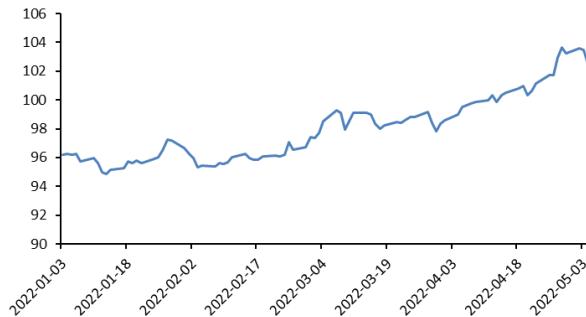
图表 30：美元指数

黄金价格（美元/盎司）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

美元指数



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

长远来看，美联储加息步伐有望放缓。虽然本次加息是 2000 年 5 月以来首次一次性加息 50bp，同时缩表，但由于此前美联储众多官员对市场预期的引导非常充分，所以这一行动并未超出市场预期。同时，鲍威尔排除了未来一次性加息 75bp 的可能性，而是表示未来两次会议上可能各加息 50bp，这一节奏较市场此前定价的更慢；其次，虽然美联储确认控制通胀是当前首要任务，但要兼顾经济发展状况，淡化长期的通胀风险。这些均表明美联储加息的节奏较为稳健，长远来看，伴随美国经济上行压力变大，加息很可能在今年第三季度放缓，四季度有望停止加息。

此前，市场对美联储的鹰派动作已经有充分定价，未来美联储很难再有超预期的紧缩政策，所以美联储紧缩货币政策给美元和美债收益率带来的上行动力将趋弱，或维持在高位震荡，这也使得黄金价格上行压力有所释放。

货币超发叠加地缘政治冲突，通货膨胀居高不下。2020 年初期，为应对新冠疫情的冲击，各国采取了长期量化宽松政策以刺激经济发展。以美国为代表，美联储开启史无前例的大放水，半个月内降息 150 个基点，进而带动全球货币超发，货币量供应大于流动所需货币需求，从而直接导致了通货膨胀。而俄乌冲突导致大宗商品供应不足，油气资源、部分金属、粮食等价格居高不下，进一步加剧了全球通货膨胀。

然而，加息之初便发生美债倒挂的现象，反映经济基本面不容乐观，面临衰退风险。4 月初，美国 2 年和 10 年国债收益率利差出现倒挂，这是自 2019 年 8 月以来首次发生倒挂；此前，美债 5 年/10 年利差和 5 年/30 年利差均已发生倒挂现象，预示着美国经济将走弱，下行压力较大。通过历史数据也可以证实这一点，自 1977 年以来，美债 2 年/10 年利差一共发生过六轮倒挂，后续都发生了经济衰退，美债倒挂是判断经济衰退的核心关键指标。受限于悲观预期的经济形势，加息将大概率步伐放缓，进而无法完全控制通胀，使之回归到 2% 以内的合理范围。因此，通胀增速难以回落到较低水平，以及经济面临衰退风险，全球经济滞胀风险依然是市场主要担忧方向。

中长期看，随着 5 月份加息落地，市场对货币紧缩预期放缓，滞胀仍然主导市场情绪，黄金

的保值属性和投资价值开始凸显，有望支撑其开启新一轮上涨。我们看好金价突破新高，有望达到 2600 美金/盎司。

## 四、盈利预测及估值

### (一) 盈利预测

从中长期来看，加息步伐有望放缓；加之地缘政治冲突等多种外部客观因素的共同推动下，滞胀风险仍然主导市场情绪，黄金价格预计有望持续坚挺。

图表 26：矿产金产量预测

预测矿产金产量 (吨)	2020	2021	2022	2023	2024
<b>山东省</b>					
三山岛金矿	7.14	2.67	7.2	7.34	7.2
焦家金矿	7.47	4.56	7	7.5	8
新城金矿	4.52	2.22	4.5	5	5
天承矿业	0.96	/	/	/	/
玲珑金矿	3.81	1	3	3	3
归来庄金矿	0.75	0.17	0.7	0.7	0.7
金洲金矿	1.31	1.01	1.3	1.3	1.3
青岛金矿	1.87	2.02	1.9	1.9	2
蓬莱金矿	0.85	0.11	0.9	0.9	0.9
沂南金矿	0.36	0.29	0.4	0.4	0.4
<b>其他省份</b>					
赤峰柴金矿	1.4	1.55	1.5	1.5	1.6
福建源鑫	0.5	0.45	0.5	0.5	0.5
西和中宝	0.81	1.01	1	1	1.1
新疆金川		2.35	2.3	2.4	2.5
小计	31.73	19.39	32.2	33.44	34.2
<b>本公司应占</b>	<b>28.21</b>	<b>17.12</b>	<b>29</b>	<b>29.9</b>	<b>30.8</b>
<b>海外：阿根廷</b>					
贝拉德罗金矿	7.02	5.39	7.07	7.5	8
卡帝诺	/	/	/	/	/
<b>总计</b>	<b>38.76</b>	<b>24.78</b>	<b>39.27</b>	<b>40.94</b>	<b>42.2</b>

资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 27：主营业务收入及盈利预测

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
自产金	营业收入 (亿元)	142.15	97.79	144.27	153.34	161.02
	单价 (元/克)	387.67	373.23	400.00	410.00	415.00
	矿产金量 (吨)	35.23	22.51	36.07	37.40	38.80
	营业成本 (亿元)	69.78	69.35	82.95	82.28	81.48
	成本 (元/克)	190.31	264.68	230.00	220.00	210.00
	毛利润 (亿元)	72.37	28.44	61.31	71.06	79.54
外购金	营业收入 (亿元)	475.67	119.47	150.00	200.00	250.00
	营业成本 (亿元)	472.52	119.17	149.62	199.50	249.37
	毛利润 (亿元)	3.15	0.30	0.38	0.50	0.63
其他业务	营业收入 (亿元)	18.83	122.09	100.00	100.00	100.00
	营业成本 (亿元)	13.92	114.99	94.18	94.18	94.18
	毛利润 (亿元)	4.92	7.10	5.82	5.82	5.82
合计	营业总收入 (亿元)	636.65	339.35	394.27	453.34	511.02
	营业总成本 (亿元)	556.21	303.51	326.76	375.96	425.03
	毛利润 (亿元)	80.43	35.84	67.51	77.38	85.99
	归母净利润 (亿元)	20.25	(1.94)	26.30	31.32	36.19

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

对此, 我们假设: (1) 黄金价格在未来两年内将继续处于上涨趋势, 2022-2024 年黄金平均价格分别为 400.00/410.00/415.00 元/克; (2) 已有在产矿山产能稳定, 基本完全达产; (3) 新并入的矿山陆续投产。

山东黄金预计 2021、2022、2023 年分别实现归母净利润 26.30/31.32/36.19 亿元。

## (二) 估值及投资建议

图表 28: 可比公司估值

证券代码	公司	股价 2022/5/9	PE 2022E	PE 2023E	EPS 2022E	PB 2022E
600547.SH	山东黄金	18.26	32.1x	26.6x	0.65	2.3x
601899.SH	紫金矿业	9.63	10.8x	9.5x	0.91	2.8x
000975.SZ	银泰黄金	8.92	13.9x	11.4x	0.57	2.5x
600489.SH	中金黄金	7.12	17.0x	15.5x	0.42	1.3x
600988.SH	赤峰黄金	15.40	18.9x	14x	11.9x	0.84
002155.SZ	湖南黄金	8.98	20.2x	17.6x	11.2x	0.44
<b>平均值</b>		-	<b>18.8x</b>	<b>15.8x</b>	<b>0.64</b>	<b>2.5x</b>

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

公司黄金及铅锌精矿含银等业务占比高, 毛利率高, 同时公司将业务重心向黄金转移, 旨在通过扩产来提升矿产金产量, 以及积极勘探以及外延并购增加保有储量, 公司前景可期。

我们预计公司未来几年业绩将持续增长，预期 2022/2023/2024 年公司营业收入为 144.27/153.34/161.02 亿元；实现归母净利润分别为 26.30/31.32/36.19 亿元，对应的 EPS 分别为 0.59/0.70/0.81 元。以 2022 年 5 月 10 日收盘价 18.26 元为基准，对应 PE 分别为 31.06/26.08/22.57 倍，我们给予“增持”评级。

## 五、 风险提示

美联储货币紧缩政策超预期；新冠疫情影影响复工；同业安全事故风险。

资产负债表(百万)					利润表(百万)						
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3460	5008	1991	7026	13200	营业收入	63665	33935	39427	45334	51102
应收和预付款项	2132	579	714	999	960	营业成本	55621	30351	32676	37596	42503
存货	3204	2984	2399	2874	3516	营业税金及附加	623	633	490	617	695
其他流动资产	5365	5698	4741	5318	5938	销售费用	107	361	201	204	204
流动资产合计	14162	14268	9845	16217	23613	管理费用	2612	2930	2366	2629	2913
长期股权投资	1932	1954	1954	1954	1954	财务费用	877	711	0	0	0
投资性房地产	251	185	185	185	185	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	24445	26828	26828	26828	26828	投资收益	10	728	282	435	651
在建工程	4622	4639	4639	4639	4639	公允价值变动	393	576	0	0	0
无形资产开发支出	13273	19362	19336	19336	19336	营业利润	3211	68	3691	4396	5079
长期待摊费用	34	35	35	35	35	其他非经营损益	(176)	(46)	0	0	0
其他非流动资产	10736	11036	11036	11036	11036	利润总额	3036	22	3691	4396	5079
资产总计	69454	78308	73857	80230	87626	所得税	739	218	923	1099	1270
短期借款	7866	5784	5784	5784	5784	净利润	2297	(195)	2769	3297	3810
应付和预收款项	2269	3139	1960	2559	3279	少数股东损益	272	(2)	138	165	190
长期借款	678	5340	5340	5340	5340	归母股东净利润	2025	(194)	2630	3132	3619
其他负债	23221	61029	26219	28696	31562						
负债合计	34033	75290	39302	42378	45965						
股本	4314	4473	4473	4473	4473	预测指标					
资本公积	8922	5568	5568	5568	5568		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	13920	13298	15928	19060	22679	毛利率(%)	12.63	10.56	17.12	17.07	16.83
归母公司股东权益	30888	29220	31850	34982	38601	销售净利率(%)	3.18	(0.57)	6.67	6.91	7.08
少数股东权益	4533	2563	2702	2867	3057	销售收入增长率(%)	1.65	(46.70)	16.18	14.98	12.72
股东权益合计	35421	31783	34552	37848	41658	EBIT 增长率(%)	47.44	(115.90)	(597.22)	16.17	11.81
负债和股东权益	69454	78308	73854	80227	87623	净利润增长率(%)	57.02	(109.57)	NA	19.07	15.56
现金流量表(百万)					ROE	6.56%	(0.66%)	8.26%	8.95%	9.38%	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROA	2.92%	(0.25%)	3.56%	3.90%	4.13%
经营性现金流	5918	1822	(3325)	4600	5523	ROIC	9.25%	15.40%	5.74%	6.94%	8.22%
投资性现金流	(8017)	(2607)	308	435	651	EPS(X)	0.47	(0.09)	0.00	0.00	0.00
融资性现金流	2284	2141	0	0	0	PE(X)	50.26	NA	31.35	26.33	22.78
现金增加额	151	1343	(3017)	5035	6173	PB(X)	3.30	2.88	2.59	2.36	2.14
						PS(X)	1.60	2.48	2.09	1.82	1.61
						EV/EBITDA(X)	16.95	57.07	30.18	24.71	20.71

资料来源: WIND, 太平洋证券



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。