

黄金龙头，乘金价上行东风

2023年03月15日

► **黄金龙头企业，主营业务高度聚焦。**公司是国内黄金龙头企业，自2003年上市以来，以莱州地区优质黄金资源为基础，不断通过现金和发行股份收购的方式，向埠外、省外、海外并购延伸，扩大资源版图，目前拥有13座国内矿山和2座海外矿山，截至2021年底公司资源量1479吨，国内排名第二，自产金贡献90%以上的毛利润，主营业务高度聚焦。

► **生产逐步步入正轨，业绩底部反转。**2021年以来公司业绩下滑主要受山东省内安全检查的影响，部分矿山停产，导致公司自产金产销量大幅下滑，2022年以来各矿山复工复产逐步开展，公司业绩同比恢复式增长，但考虑到主力矿山玲珑矿区和东风矿区全年尚未复产，叠加疫情影响山金金控子公司业务开展，各类非经常性损益项拖累业绩，公司盈利能力未恢复至2021年之前水平，展望2023年随着疫情的放开和玲珑金矿复产，公司业绩有望底部反转。

► **坐拥国内最优质的矿山资源，集团十四五规划翻倍成长空间。**四大主力矿山连续多年被评为“中国黄金十大矿山”。**集团十四五规划产能翻倍增长：省内方面**，对山东莱州地区金矿资源深度挖潜，打造世界级黄金生产基地，根据焦家矿区开发规划，2026年可形成近20吨/年黄金产能；**省外方面**，依托中宝矿业布局甘肃资源整合，打造陇南黄金生产基地，收购并控股银泰黄金，布局优质资源的同时享有协同效应；**海外方面**，贝拉德罗金矿扩产降本可期，卡蒂诺资源建成后与贝拉德罗均可带来年均7-9吨的黄金产量，公司完成十四五目标可期。

► **美联储加息步伐放缓，实际利率预计年内见顶。**随着美国经济步入衰退，美联储利率政策边际宽松趋势形成，我们预计实际利率或将年内见顶，一旦美联储降息周期提前开启，实际利率将重回下行周期，金价牛市确立。2022年10月以来美元指数开始回落，预计2023年在国内“稳增长”政策推动下，国内经济有望复苏，叠加美国经济基本面的下行，美元指数或将维持弱势，支撑黄金价格。

► **全球处于类滞胀周期，金价将迎来长期牛市。**当前全球经济处于历史级别的货币超发周期中，预计货币信用的泛滥将对通胀形成长期传导，随着需求的边际好转，通胀或将超预期，形成滞胀，复盘历史，滞胀周期中金价涨幅明显。从央行资产配置角度，22年全球央行开始不断减持美债，购金量达到历史新高，预计在货币信用泛滥的背景下，央行购金量增加将成为趋势性行为，支撑金价上涨。

► **投资建议：**美联储加息周期临近末端，黄金价格有望继续上行，我们预计2022-2024年归母净利润分别为12.82/21.47/25.52亿元，EPS分别为0.29/0.48/0.57元；对应2023年3月15日收盘价的PE分别为72/43/36倍，考虑到公司作为黄金龙头，经过资源整合后有望进一步释放产量，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格波动风险，同业安全事故风险、公司产能释放不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,935	54,606	72,611	77,112
增长率(%)	-46.7	60.9	33.0	6.2
归属母公司股东净利润(百万元)	-194	1,282	2,147	2,552
增长率(%)	-109.6	761.9	67.5	18.9
每股收益(元)	-0.04	0.29	0.48	0.57
PE	-476	72	43	36
PB	3.2	3.0	2.9	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年3月15日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.59元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1.山东黄金(600547.SH)事件点评：定增募资，扩产成长进行时-2022/06/05

目录

1 黄金龙头企业，经营底部反转	3
1.1 省属国企黄金龙头，全球不断并购扩张	3
1.2 短期因素冲击，23 年有望底部反转	4
2 资源质地优异，生产经营水平业内领先	6
2.1 资源禀赋高，保有量国内前列	6
2.2 产量稳居第一梯队，成本位于行业左侧	8
3 内生+外延，“十四五”集团规划目标宏大	11
3.1 国内挖潜、注入，并购整合，持续增产	12
3.2 海外布局结硕果，贝拉德罗+卡蒂诺贡献增量	20
4 加息渐入尾声，央行黄金储备或将是金价需求主力	26
4.1 加息进入末期，实际利率年内见顶	26
4.2 海外或将面临类滞胀环境，金价上行才开始	27
4.3 货币历史性超发，央行购金成为主力	30
5 盈利预测与投资建议	32
5.1 盈利预测假设与业务拆分	32
5.2 估值分析	34
5.3 投资建议	35
6 风险提示	36
插图目录	38
表格目录	39

1 黄金龙头企业，经营底部反转

1.1 省属国企黄金龙头，全球不断并购扩张

起源于胶东半岛，全球化行稳致远。山东黄金是行业领军企业，发展历史悠久，公司成立于 2000 年，2003 年在上交所上市，2018 年在港交所上市，实现 A+H 两地资本市场布局。公司上市之前主要资产为莱州半岛的新城金矿，上市后利用 A 股上市募集的资金并购集团公司旗下的焦家金矿，2008-2016 年公司进一步收购集团体内三山岛、玲珑金矿、蓬莱金矿等优质资产，实现大幅增储扩产。与此同时，公司开始开拓省外，收购省外矿山赤峰柴金矿、甘肃西和中宝矿业。2017 年公司收购阿根廷贝拉德罗金矿，2020 年收购加纳卡蒂诺资源，正式开启全球化进程。2021 年公司实行省内资源整合，集中收购莱州地区 14 个矿权，并整合至焦家和新城金矿，推动莱州地区金矿资源的集中开发。截至目前，公司在国内已经拥有 13 座黄金矿山，同时拥有 2 座海外黄金矿山。

图1：山东黄金发展历史沿革



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：山东黄金集团并购历史统计

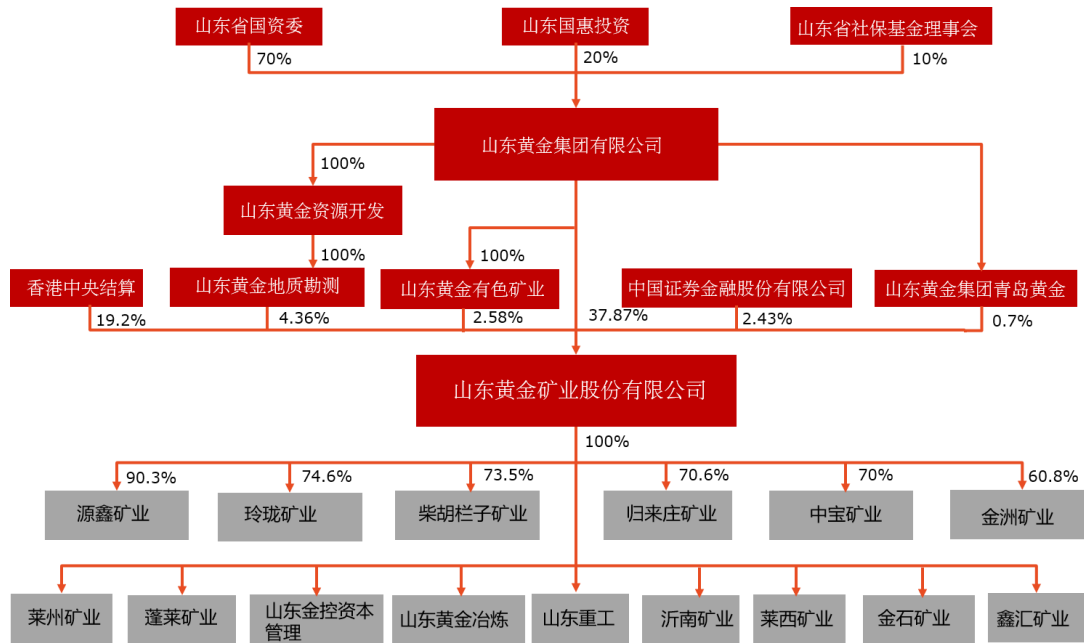
时间	并购方式	并购价格 (亿元)	具体内容
2008年1月	现金收购	19.83	收购集团公司玲珑、三山岛、沂南和青岛金矿及焦家金矿部分矿区采矿权，奠定省内的战略布局。
2008年12月	现金收购	2.62	收购赤峰柴胡栏子金矿 73.52%的股权，首次布局省外资源。
2012年3月	现金收购	7.24	收购甘肃地区西和中宝金矿 70%股权。
2012年10月	现金收购	4.90	收购福建地区福建源鑫 80%股权。
2016年10月	发行股份购买	44.74	收购玲珑金矿-东风矿区的勘探及采矿权、三山岛金矿-新立矿区的勘探权、蓬莱金矿的全部股权、归来庄金矿的 70.65%股权。
2017年6月	现金收购和认购股权	65.30	收购巴里克黄金旗下的贝拉德罗金矿 50%股权，首次海外矿山。
2021年1月	增发 H 股换股并购		收购新疆地区恒兴黄金 100%股权。
2021年3月	场外要约收购	15.56	收购加纳地区卡蒂诺资源 100%股权。
2021年8月	现金收购	71.32	整合省内资源，收购莱州章鉴，集团内天承矿业、山东地矿来等子公司资产注入。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

控股股东山东黄金集团，实控人为山东省国资委。截至 2022 年中，控股股东山东黄金集团直接持有公司 37.87%的股份，并通过山东黄金资源开发有限公司、

山东黄金有色金属集团有限公司、山东黄金集团青岛黄金有限公司间接持股，合计控制公司 45.51%的股份，公司第二大股东为香港中央结算有限公司，股权比例为 19.20%，股权比例稳定、集中。

图2：山东黄金股权结构

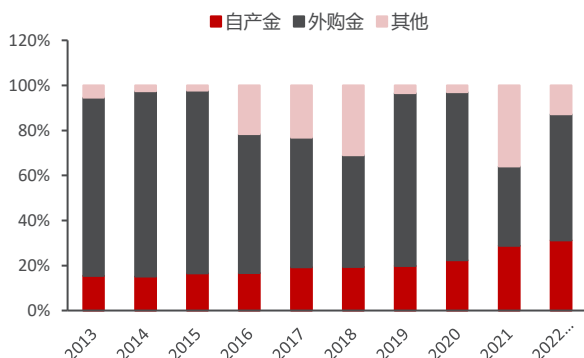


资料来源：天眼查，民生证券研究院（注：数据更新于 2023 年 3 月 13 日）

1.2 短期因素冲击，23 年有望底部反转

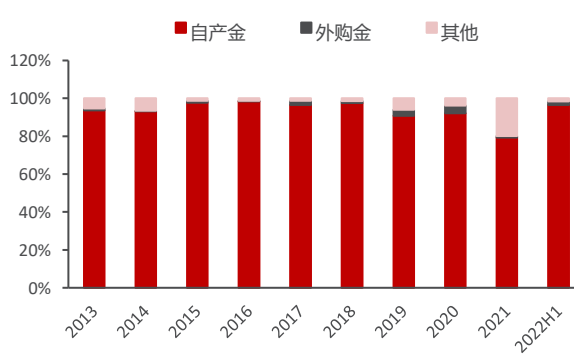
聚焦黄金主业，自产金贡献主要毛利。公司主业为黄金的开采、选冶，已经形成了集黄金勘探、采矿、冶炼和黄金产品深加工、销售以及矿山设备物资的生产、销售于一体的完整产业链条布局。公司的黄金产品细分为自产金、外购合质金（冶炼产金）和小金条。2017 年到 2022 年上半年公司自产金的营收占比由 19.2% 提升至 31.2%，而外购金的营收占比整体呈下降趋势。从毛利占比来看，历来自产金基本贡献 90% 以上的毛利润，其他业务毛利占比较少，2022 年 H1 数据显示自产金毛利占比达到 96.61%，主营业务高度聚焦。

图3：公司黄金产品营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司黄金产品毛利占比



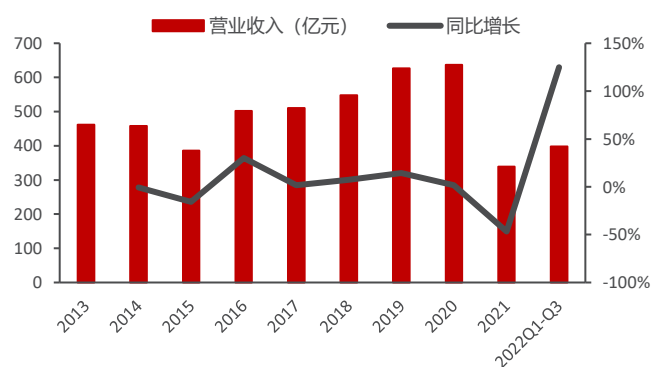
资料来源：wind，民生证券研究院

业绩受金价和产量变动影响，2023 年期待底部反转。2013-2020 年营业收入从 462 亿元增长到 637 亿元，年复合增长率为 4.70%，归母净利润从 11 亿元增长到 23 亿元，年复合增长率为 11.11%。2013-2015 年公司净利润下滑主要受金价下行影响，2018 年以来，随着经济衰退预期下，金价走高，公司业绩开始加速增长，2020 年达到历史新高。2021 年，公司局部矿山停产，营业收入同比下降 46.70%，2022 年前三季度营业收入回升至 398 亿元，但仍低于 20 年水平。

2021 年公司业绩下滑主要受山东省内安全检查的影响，矿山局部停产，导致公司自产金产销量大幅下降，归母净利润有所下滑，随着各矿山复产，2022 年业绩逐步恢复。2022 年净利润与 2020 年相比仍下降明显，我们判断主要原因在于玲珑金矿的玲珑矿区、东风矿区受生态环境保护红线的划定，尚未复工复产以及蓬莱矿业在 2022 年 4 月底后才复工复产，导致两家企业净利润较 2020 年（正常生产年份）同期减少 5.08 亿元。此外，山金金控资本管理有限公司因上海爆发疫情影响业务开展，以及上半年金融市场波动，导致净利润较 2020 年同期减少 1.61 亿元。以上均为短期因素影响。

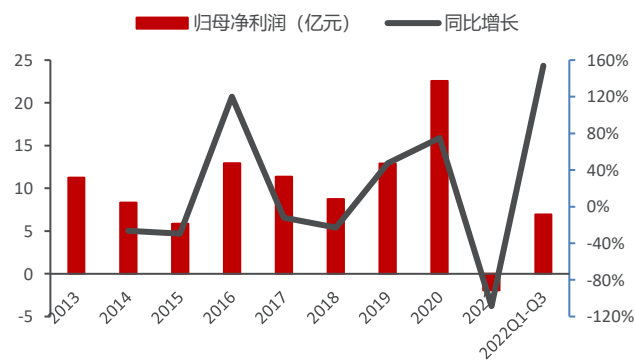
根据公司三季报显示，目前玲珑金矿正在积极准备矿权延续的相关资料，争取尽快办理完毕矿权延续，玲珑金矿的复产可为公司业绩增长带来强劲动力，此外随着疫情的复苏山金金控的经营情况也有望恢复，2023 年公司业绩拐点渐进。

图5：2013-2022Q3 营业收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

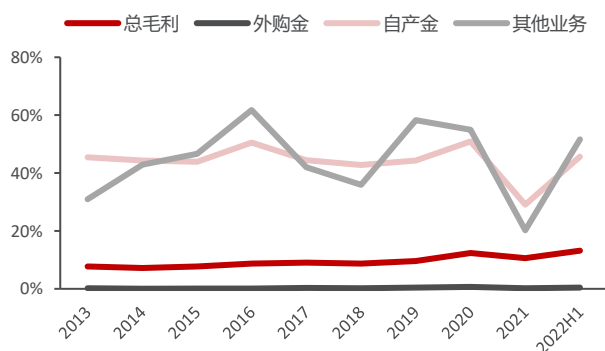
图6：2013-2022Q3 归母净利润及同比增速



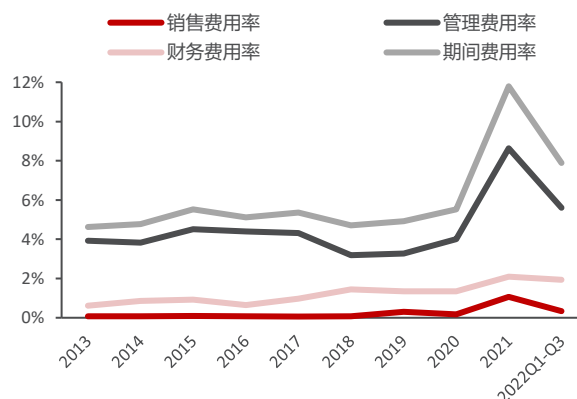
资料来源：wind，民生证券研究院

自产金毛利率可维持在 40%以上，期间费用率平稳。公司自产金的毛利率长期处于 40-50%区间波动，2022 年中报数据，自产金的毛利率约 46%，外购金业务原材料非自供，历史毛利率约为 0.03%-0.66%。2021 年自产金毛利率降至 29.08%，主要是由于停产使产量减少，从而固定成本摊销变大所致。

公司期间费用率控制良好，正常保持在 4.5%-5.5%，但 2021 年受营收规模下滑影响，期间费用率上升至 11.79%，管理费用中的职工薪酬开支有所上涨，带动管理费用同比上涨。

图7：公司各产品毛利率与整体毛利率变动


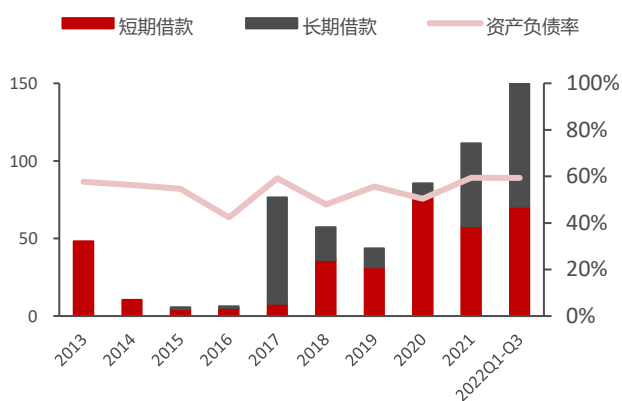
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司期间费用率变动


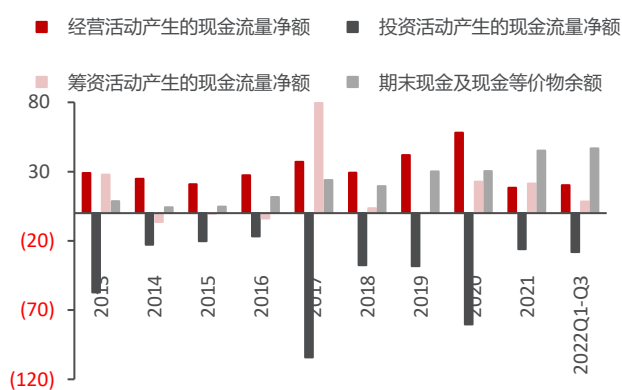
资料来源：wind，民生证券研究院

股权与债务融资并行，经营性现金流有望改善。截至 2022 年 Q3，公司资产负债率为 59.41%，公司各类融资主要用于项目建设，2018 年通过港股上市发行股票，2020 年通过发行永续债，使资产负债率有所下降，2021-2022 年受非经常性因素影响，公司经营性现金流增长放慢，公司通过增加长期借款和发行永续债等方式补充现金流，资产负债率有所上升。

公司融资方式多元，债务融资方面，通过不断调整短期借款与长期借款比例来控制资金成本，信用良好，此外考虑到公司定增 99 亿项目逐步落地，叠加经营好转带来的现金流改善，未来公司的资产负债率有望降低。

图9：公司的债务结构与资产负债率变化 (单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司现金流量变动 (单位：亿元)


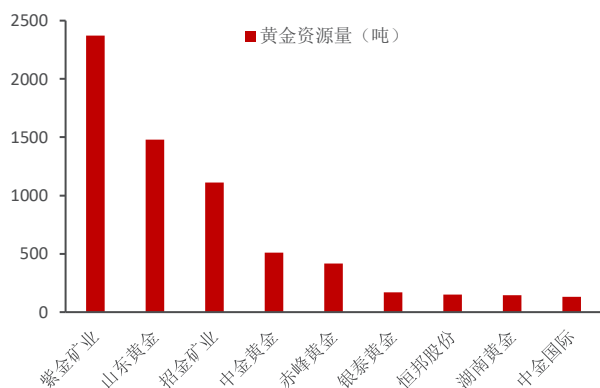
资料来源：wind，民生证券研究院

2 资源质地优异，生产经营水平业内领先

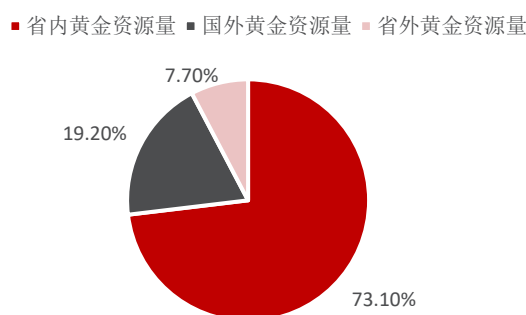
2.1 资源禀赋高，保有量国内前列

资源储量领先行业，主要分布于山东省内。我国黄金储量分布集中，山东省黄金产量位居全国第一。公司的资源储量丰富，截至 2021 年末，旗下矿山共拥有资源量 1479.26 吨，储量 592.41 吨，资源量国内排名仅次于紫金矿业，稳居第一

梯队。按照资源区域分布来看，目前山东省内资源量占主要地位，拥有 9 座矿山，资源量占比达到 65%，其次是国外 2 座矿山提供了 29%的黄金资源，省外矿山资源占总资源量的 6%。

图11：2021 年重点黄金上市公司资源量（吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：山东黄金资源量分布占比


资料来源：公司官网，民生证券研究院

探矿与并购同时进行，不断提高资源量。公司 2003 年以来权益矿产资源量持续增长，主要通过勘探增储和外延并购丰富资源储备。**勘探方面**，围绕“深、海、转、强”的战略部署，持续稳定部署探矿工作，对现有矿山项目不断优化探矿方式、加大勘探力度，维持稳定的增储能力。

表2：公司历史勘探新增资源（单位：吨）

时间	勘探增储量
2010	30 吨
2011	37 吨
2015	14 吨
2016	20 吨
2017	19 吨

资料来源：公司年报，民生证券研究院

并购方面，2008 年以来，公司并购开始持续开展，实现整体资源储量的不断扩张，通过一系列收购动作，公司逐步形成对三山岛、焦家、新城、玲珑四大主力矿山和其周边区域资源的控制，此外海外贝拉德罗，卡蒂诺项目的收购也大幅提升资源储量，为公司未来的长期发展打下坚实的资源保障。

表3：公司历史并购新增资源量（单位：吨）

时间	并购增储量
2008	收购金仓矿业、三山岛金矿、玲珑金矿、沂南金矿、鑫汇金矿、增加探明储量 85 吨
2009	收购新立矿区、三山岛矿区两个探矿权，增储 45 吨
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，探明储量增加 71 吨，
2011	收购赤峰柴矿探矿权、甘肃中宝矿业，增储 32 吨
2012	收购鑫源矿业增储 10.94 吨
2013	完成金石探矿权未勘查区域新增探明储量并购，增加 134 吨

2016	收购归来庄金矿、蓬莱矿业、东风探矿权采矿权、新立探矿权增加储量 292.22 吨
2017	收购海外贝拉德罗金矿，权益增储近 107 吨、国内收购前陈-上杨家矿区金矿探矿权、新城探矿权、玲珑探矿权等，增加储量 124 吨
2021	收购恒兴黄金、卡帝诺资源、集团内莱州地区系列矿权，增长资源量 505 吨

资料来源：公司年报，民生证券研究

四大主力矿山均为全国前十大，禀赋优良。公司国内矿山资源平均品位约为 3g/t，全球矿山的平均品位约为 2g/t，四大主力矿山三山岛、焦家、新城、玲珑金矿连续多年被评为“中国黄金十大矿山”，且焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿连续多年位居“中国经济效益十佳矿山”，主力资源量均为百吨以上，可谓集中掌握了国内的优质资源。

表4：2021 年公司矿产产量和资源量情况

矿山	储量品位 (克/吨)	资源量 (吨)		储量 (吨)		剩余开采年限 (年)
		金属量	权益金属量	金属量	权益金属量	
三山岛金矿	2.7	154.7	147.5	55.6	53.0	8
焦家金矿	3.9	364.5	347.4	89.0	84.9	4
新城金矿	3.3	205.5	205.5	59.6	59.6	7
玲珑金矿	2.3	156.7	116.9	15.1	11.2	5
归来庄金矿	3.6	9.1	6.4	2.0	1.4	9
金州金矿	2.9	13.2	8.1	6.2	3.8	7
青岛金矿	5.0	36.3	26.8	21.1	16.2	21
蓬莱金矿	7.03	14.15	14.15	6.08	6.08	3
沂南金矿	1.57	9.70	9.70	2.34	2.34	6
山东省	3.25	963.82	882.42	56.962	38.44	
赤峰柴金矿	4.60	4.00	2.94	1.55	1.14	1
福建源鑫金矿	4.42	3.11	2.80	1.46	1.31	5
西和中宝金矿	2.25	31.06	21.74	2.75	8.93	12
新疆金川	0.88	46.10	46.10	2.712	2.71	5
省外合计	1.3	84.3	73.6	38.5	34.1	
中国小计	2.9	1048.1	956.0	295.4	272.5	
贝拉德罗矿	0.68	213.06	106.53	39.786	9.89	9
卡帝诺	1.1	218.1	218.1	157.2	157.2	13
总计	1.9	1479.3	1280.7	592.4	499.6	

资料来源：公司年报，民生证券研究

2.2 产量稳居第一梯队，成本位于行业左侧

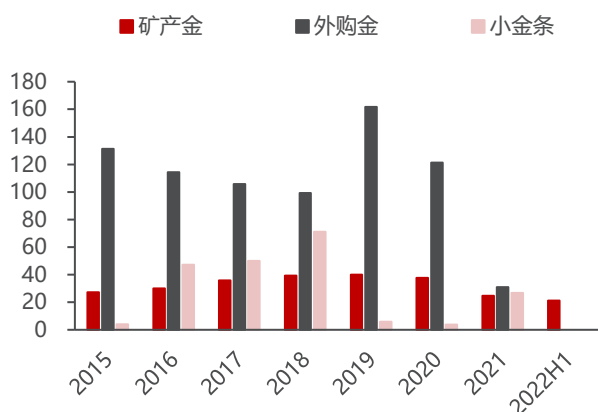
自产金产量稳居行业第一梯队，近年稳定在 40 吨左右。2015-2019 年，通过资源并购和扩产，公司自产金产量逐年提升，2018 年山东黄金自产金产量 39.32 吨，国内排名第一，2019 年公司自产金产量进一步增至 40.12 吨，2021 年，受停产影响，自产金产量下滑至 24.78 吨，占全国自产金总量的比重为 9.6%，仅次于紫金矿业。2022 年，山东省黄金矿山摆脱安全事故停产影响，目前除玲珑公司所属的玲珑矿区、东风矿区因采矿权到期后尚未完成矿权延续而未复工复产外，其

余山东省内各矿山均已恢复正常生产，上半年产量同比大幅增长 123.64%。

采选及冶炼产能配套完善，冶炼产能约为 160 吨/年。山东黄金冶炼加工产能强大，拥有两家冶炼公司，即山东精炼厂和深圳精炼厂。山东精炼厂位于山东省莱州，是主要冶炼公司，具备日处理金精矿 1200 吨，精炼能力达到标准黄金 100 吨/年、白银 50 吨/年的生产规模，是上海黄金交易所首批认证“可提供标准金锭企业”、目前亚洲金精矿氰化单机规模最大的黄金冶炼公司。深圳冶炼厂主要向第三方提供黄金加工服务，同时还生产定制化黄金产品，设计产能 60 吨/年。

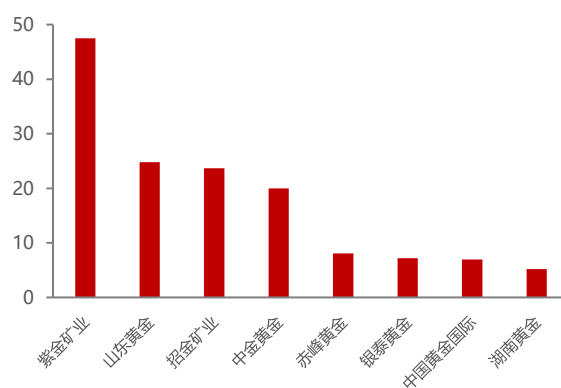
由于公司的冶炼加工产能比较大，除满足自产金的冶炼之外，还可以同步进行外购金加工提纯业务，2020 年外购金占比 74.44%。

图13：2015-2022H1 公司主要产品产量 (单位：吨)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图14：2021 年各公司自产金产量排名 (单位：吨)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

产量集中于主力矿山，山东半岛。公司国内 90%的黄金储量分布在山东境内，2016 年山东省内矿山贡献了 94%的自产金产量，2017 年之后公司积极推进省外、海外并购，省内产量占比有所减少，但仍在公司自产金总产量的 50%以上。不考虑 2021 年矿难影响，2020 年三山岛、焦家、新城、玲珑金矿的产量占比为 60%，此外海外贝拉德罗金矿产量占比 18%，为第二大产量来源。

表5：公司各在产矿山历史产量 (吨)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
三山岛金矿	8.4	6.5	7.0	6.6	7.1	2.7
焦家金矿	7.6	7.3	7.2	6.8	7.5	4.6
新城金矿	4.4	4.3	4.2	4.0	4.5	2.2
玲珑金矿	4.2	4.1	4.5	3.7	3.8	1.0
归来庄金矿	0.6	1.7	1.2	1.2	0.7	0.2
金州金矿	1.1	1.1	1.1	0.8	1.3	1.0
青岛金矿	1.0	1.2	1.6	1.5	1.4	2.0
蓬莱金矿	0.8	0.8	0.8	1.3	0.8	0.1
沂南金矿	0.2	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
赤峰柴金矿	0.9	0.9	1.1	1.1	1.4	1.6
福建源鑫	0.7	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5

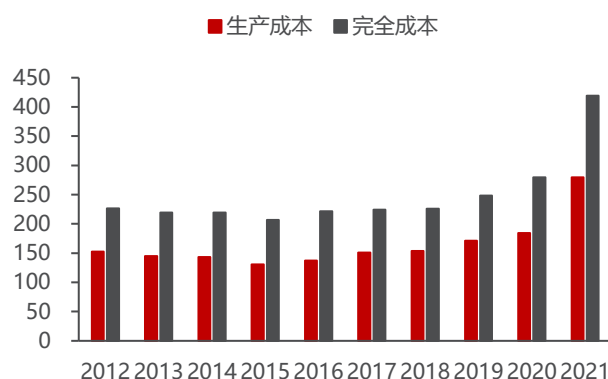
西和中宝	0.3	0.5	0.6	0.6	0.8	1.0
贝拉德罗金矿	-	6.5	8.7	0.4	7.0	5.4
中国矿山整体	21.8	29.5	32.3	22.2	30	19.9
总产量	30.0	35.9	39.3	40.1	37.8	24.8

资料来源：公司年报，民生证券研究院

生产经营恢复，公司自产金综合成本将下降。不考虑 2021 年非经常性因素，公司自产金生产成本由 2012 年的约 150 元/克逐步上升，到 2020 年上涨至约 182 元/克，完全成本由 226 元/克上涨至约 280 元/克。

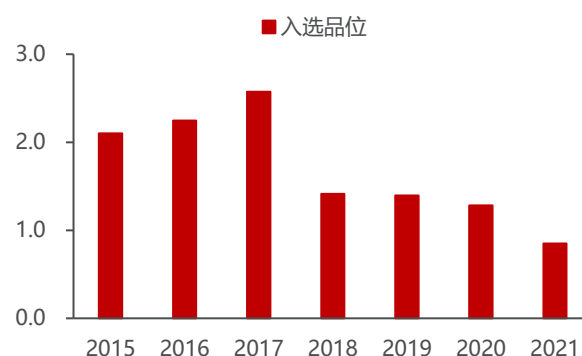
成本上升主要原因为：1) 能源和炸药等辅材价格上升；2) 矿山近年来安全管理费用的提升，3) 海外及省外较高成本的矿山产量占比提升，拉低了综合入选品位，拉高了整体的平均成本。未来随着复工复产顺利进行，主力矿山扩产降本，预计公司单位克金成本有望下降。

图15：2012-2021 年公司自产金成本 (单位：元/克)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图16：2015-2021 年平均入选品位 (单位：克/吨)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

从成本控制来看，公司资源、采矿、选矿方面均具备优势。根据公司港股招股说明书，**资源方面**，公司主要矿区莱州-招远地区是世界少有的金矿富集区，其优势主要有以下三点：1) 矿脉形状整，大而集中，连续性好，便于使用大型的开采设备，集中开采能力强，具备规模优势。2) 莱州地区位于古老基底（胶东隆起）的一部分，组成岩石主要为坚固的岩浆岩和变质岩，力学强度高，具有良好的工程地质特征，开采方便。3) 莱州-招远地区的矿床类型属“蚀变岩型”岩石，相较于滇黔桂和陕甘川金三角地区的资源，当地尽管储量丰富，但主要为沉积岩型（卡林型）金矿为主，所产金矿普遍含砷量较高，分解难度大。

采矿方面，公司着重进行深部、海底机械化及智能化采矿的前沿性、共性技术难题的研发，依托技术的进步和采矿设备的提升来降低采矿过程中的损失率和贫化率，覆盖了凿岩台车远程遥控、远程破碎、智能溜井、电机车无人驾驶、斜坡综合管控等技术。公司矿山的加权平均贫化率约为 7.7%，低于行业平均水平 11.4%，平均采矿损失率约为 5.6%，低于行业平均水平为 5.8%。

选矿方面，采用自主研发的成熟选矿技术和国际知名厂商的进口设备，并结合自身特点对选矿工艺流程进行改造，提高工艺系统技术指标，降低单位产品能耗，

选矿回收率平均达到 94%以上，实现降本增效。

受益于矿山的地质优势、公司已开发的基础设施、先进的技术及流程以及强大的产能，使得公司开采能力强、平均贫化率和平均采矿损失率低于行业平均水平、选矿回收率高，因此矿山的克金成本具有优势，2017 年公司国内矿山的平均现金成本为 681.6 美元/盎司，低于当年行业平均现金运营成本的 715 美元/盎司。

表6：在产矿山历史成本测算（美元/盎司）

	2015	2016	2017	2018Q1
三山岛金矿	598.8	595.8	632.0	522.5
焦家金矿	664.4	623.5	663.7	499.0
新城金矿	548.7	531.5	554.0	451.7
玲珑金矿	787.6	777.7	758.2	685.5
归来庄金矿	664.8	1,491.80	577.6	547.0
金州金矿	748.1	897.9	825.2	933.7
青岛金矿	645.8	534.0	518.2	495.3
蓬莱金矿	2235.8	3610	1940.50	2345.8
沂南金矿	844.7	888.3	824.4	627.7
赤峰柴金矿	550.2	749.4	678.1	695.4
西和中宝	-	-	979.1	820.3
福建源鑫	598.8	595.8	632.0	519.6
国内矿山整体	668.2	677.5	681.6	594.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

3 内生+外延，“十四五”集团规划目标宏大

山东黄金集团“十四五”战略目标规划明确。根据集团公司十四五战略规划，到 2025 年，自产金产量达到 80 吨，资源储量达到 3300 吨以上，目标利润总额达到 80 亿元至 100 亿元。上市公司计划通过在产矿山扩产，整合资源，全球并购等多种方式并举，增加产量约 35 吨，助力集团实现 80 吨总产量目标。展望到 2035 年末，集团规划自产金产量达到 155 吨，利润总额达到 200 亿元，进入世界同行业前三强。

图17: 山东黄金集团“十四五”规划目标

到2025年,利润总额达到80~100亿元,矿产金产量达到80吨,资源储量达到3300吨以上,人均收入达到20万元/年,资产规模和上市公司市值均突破2000亿元,资产负债率降至50%,争取“再造一个山东黄金”,进入世界500强。



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 山东黄金 2035 年远景规划

到2035年末,实现资源全球布局、品牌知名度和美誉度大幅度提升,企业管理水平、科技研发、安全环保、社会和谐、企业文化等成为全球同行业楷模,年产矿产金产量155吨,利润总额达到200亿元,员工人均收入第三次翻番,达到40万元/年,进入世界同行业前三强。



资料来源: wind, 民生证券研究院

3.1 国内挖潜、注入, 并购整合, 持续增产

3.1.1 国内矿山开发持续, 莱州打造世界级黄金基地

省内主力矿山为挖潜, 省外并购拓展资源。中国十大金矿中有五座金矿位于山东, 就资源储量而言, 胶东半岛金矿集中了全国 25%的黄金资源储量, 其中 90%以上又集中分布在招远、莱州地区, 预计公司将以省内四座主力金矿为基本盘, 整合挖潜, 提升产能, 同时不断拓展省外布局, 扩张资源储备。

根据公司港股招股说明书, 三山岛、焦家、新城、玲珑金矿位于胶西北和招远地区。其中三山岛金矿、焦家金矿为国内机械化程度最高的金矿之一, 三山岛金矿旗下的新立矿区为国内唯一投产的海下金矿, 焦家金矿位于胶北断裂带南部, 矿床高度连续, 易于开采。新城金矿为中国黄金行业唯一获生态环境部认可为“国家环境友好企业”的金矿。玲珑金矿为中国最古老的金矿之一, 为国内少数累计产量达100吨的金矿。

表7: 山东黄金国内矿山情况介绍

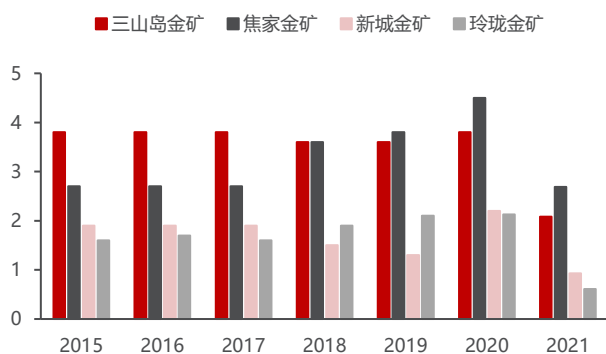
主要金矿	矿区概况
三山岛金矿	拥有三山岛矿区、新立矿区、曹家埠矿区、仓上矿区, 其中三山岛矿区、新立矿区、曹家埠矿区为在产矿区。新立矿区设有一个选矿厂, 选厂的矿石来自上述三个地下矿山。
焦家金矿	拥有焦家矿区、望儿山矿区、寺庄矿区, 上述矿区全部在产。设有一个选矿厂, 选厂所需的矿石来自上述三个地下矿山。
新城金矿	由一个在生产的地下矿山(新城矿区)和一个相邻的选厂组成。未来规划是将新城矿区延伸到-600米以下矿化带深部(新城外围及深部勘探区), 并从附近两个矿化带(曲家勘探区)进行开采。
玲珑金矿	拥有玲珑矿区、东风矿区、灵山矿区, 上述矿区全部在产。设有两个选矿厂, 其中东风矿区位于玲珑金矿附近, 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。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

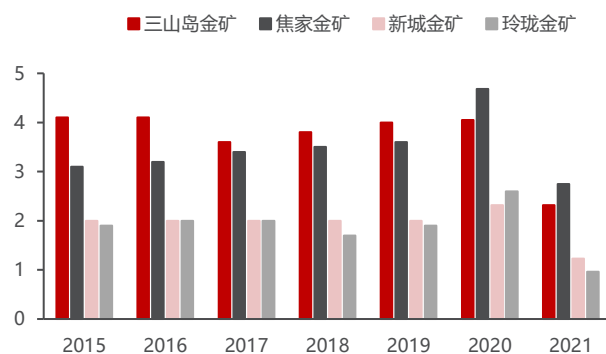
主力矿山矿石处理量上升，未来增长点在于扩产。2018年以来通过一系列的扩产、扩界项目，采选能力持续提高。从矿石开采量来看，2015至2020年间三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿分别变动0%、67%、16%、25%；矿石处理量分别变动-1%、51%、16%、37%，矿产金产量分别变动-10%、6%、5%、-5%，矿产金产量增速不及矿石处理量增速，反映了入选品位的下降，未来增产或将主要集中于采选规模的提升。

图19：2015-2021 各主力矿区矿石开采量（百万吨）

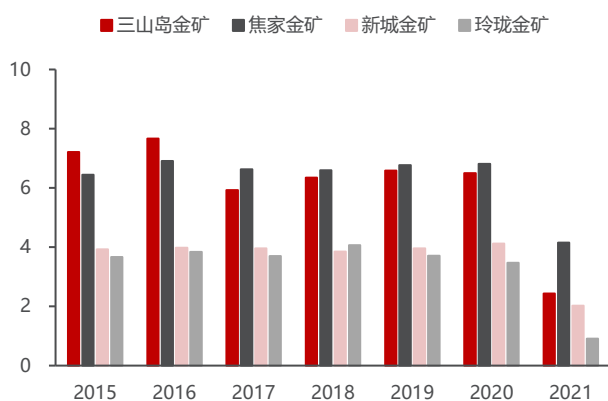


资料来源：公司公告，民生证券研究院

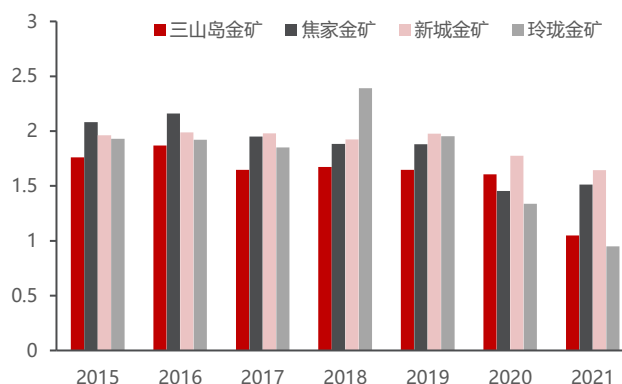
图20：2015-2021 各主力矿区矿石处理量（百万吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21: 2015-2021 各主力矿区黄金产量 (吨)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 2015-2021 各主力矿区入选品味 (克/吨)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司国内矿山大多数处于勘探和扩建状态: 三山岛矿区扩产扩界项目正在推进, 预计采选能力可由 8000 吨/日提升至 15000 吨/日; 焦家、新城地区主要通过整合当地资源后, 集中开发扩建, 焦家金矿未来具备翻倍增产潜力; 玲珑金矿旗下的东风矿区和玲珑矿区持续开展预计复工复产后, 将继续推动扩产扩建工程; 蓬莱金矿主导当地资源整合工作, 提升生产规模。

表8: 山东黄金国内矿山产能及扩产规划

矿山名称	股权	采选能力 (吨/日)	扩产/整合规划
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。2022 年 5 月, 三山岛金矿矿产资源开发利用扩界扩能项目的关键工程, “国内矿山第一深井——三山岛副井” 正式开挖。
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, 截至 2022 年 6 月, 该项目已经完成约 2%。
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。截至 2022 年 6 月, 该项目已完成约 17%。同期, 新城中段开拓工程正在进行, 截至 2022 年 6 月, 该项目已完成约 23%。
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, 截至 2022 年 6 月, 工程进度均已完成约 35%。
归来庄金矿	71%	2000	归来庄矿区目前正在开展探井工程, 截至 2022 年 6 月, 工程已完成 33.16%。
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, 截至 2022 年 6 月, 上述工程已分别完成 95.01%、97.65%、80.7%。
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。
沂南金矿	100%	1550	金龙东区正开展采矿工程项目, 截至 2022 年 6 月, 工程已完成 91.44%。
赤峰柴金矿	73.52%	2750	-
福建源鑫金矿	90.31%	800	-

西和中宝金矿	70%	1050	-
新疆金川金矿	100%	约 15000 吨	-

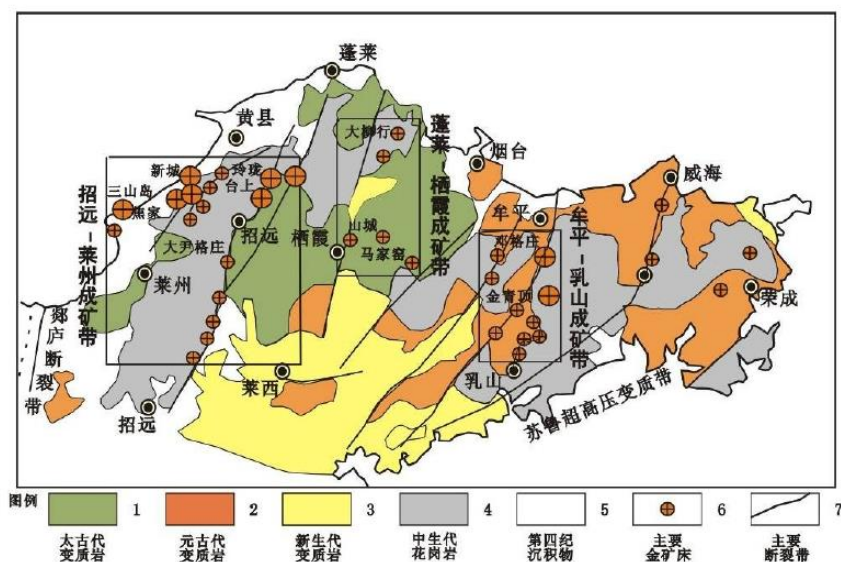
资料来源：公司公告，民生证券研究院

莱州半岛规划宏大，旨打造世界级黄金基地。2020 年集团公司完成了莱州半岛“世界级黄金基地”建设规划，确定了以“三山岛资源带、焦家资源带、新城资源带”矿权资源为基础，实现资源整合，集约化、规模化经营的战略布局，发挥资源开发利用的整体协同效应，预计 2025 年完成首期“山东黄金莱州黄金生产基地”建设，2035 年全面建成“胶东世界级黄金产业基地”，实现年产黄金 100 余吨，年工业总产值 2000 亿元以上的目标。

资源方面，莱州地区位于断裂地质构造带，区位优势显著。胶东地区断裂构造控制了区内金矿床的形成与分布，断裂带地下岩浆运动巨裂，多半伴随有火山爆发，地震，为金矿形成提供了所需的温度环境和物质构造。莱州市位于三山岛断裂带、新城-焦家断裂带、招平断裂带的交界处，在三者的共同作用下，形成了招远-莱州成矿带。其中，新城-焦家断裂带上分布矿产最多，该断裂带控制了新城、焦家、马塘、望儿山等一系列焦家式金矿床。

目前在胶东地区已经发现的金矿矿床约达 100 处，共有 5 处特大型金矿矿床，大型 8 处，中小型 85 处，小型金矿可达 200 多处，莱州已探明的黄金储量达 2000 多吨，位居国内第一，增产前景广阔，具备成为世界级黄金生产基地的土壤。

图23：山东胶东地区金矿及地质分布



资料来源：中国知网，民生证券研究院

资源整合、集中开发为趋势，焦家、新城地区矿权整合顺利。通过将分散矿区矿权整合进行集中开发，可实现矿山资源综合利用，有效控制开发成本，提升资产规模和盈利能力，为打造世界黄金生产基地的必经之路。目前公司在胶东半岛已有

明确规划的整合项目主要包括莱州市的焦家金矿、新城金矿以及蓬莱市的蓬莱金矿，其中焦家、新城金矿均位于莱州地区。

2021 年山东黄金通过收购莱州章鉴、和集团内旗下的鲁地金矿、地矿来金、莱州鸿昇、天承矿业等子公司，实现了对莱州地区南吕 - 欣木、朱郭李家矿权等优质资源的整合开发权。

2022 年 4 月公司将上述矿权分别整合至焦家金矿和新城金矿，其中焦家金矿完成了 14 个矿权的整合，预计生产规模由 165 万吨/年提高至 660 万吨/年，新城金矿完成了 7 个矿权的整合，预计生产规模由 41.25 万吨/年提高至 264 万吨/年，此次整合也成为第一批通过省发改委核准的金矿整合项目。

表9：公司矿区在莱州半岛的资源整合规划

矿山名称	整合区域	整合增产规划
焦家金矿	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。	预计生产规模由 165 万吨/年提高至 660 万吨/年。
新城金矿	新城整合区块(ZH1)由新城金矿、天承矿业、红布矿区 2 个采矿权和龙埠金矿勘探探矿权整合而来。探矿权整合区块 ZH3 为新城矿区外围及深部金矿勘探、曲家地区金矿勘探、红布矿区深部及外围金矿勘探三个探矿权整合而来。	预计生产规模由 41.25 万吨/年提高至 264 万吨/年。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

焦家金矿集中开发规划先行，预计建成后可扩至 18.85 吨矿产产能。公司 2022 年 6 月发布定增预案，募集资金 99 亿元，其中 73.83 亿元用于焦家矿区金矿资源整合开发。

根据焦家矿区整合开发规划，公司将对焦家金矿带现有工程进行统一规划，采用规模化开发、标准化作业开采和集中经营等手段，解决矿山开采点多面广、一矿多开的问题。此外，新建矿区以原焦家金矿采选工业场地为中心，以寺庄工业场地结合原朱郭李家采矿权采选工业场地为中心，各自形成新的采选工业场地，分别服务于整合后矿山北部和南部区域，充分利用现有生产生活设施，减少矿石运输距离，提高资源利用效率，有效控制开发成本。

根据规划，项目建成后预计采矿出矿能力可增长至 660 万吨/年，达产后年均产浮选金精矿 29.01 万吨（含金约 18.85 吨）。

表10：焦家金矿整合前后变化对比

指标	整合前	整合后	变化率
采矿规模(t/d)	9000	20000	+122%

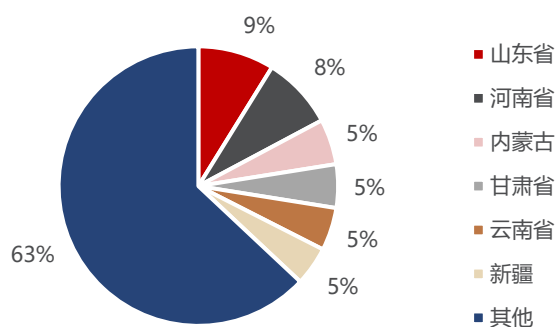
选矿规模(t/d)	9000	20000	+122%
金精矿产量(kg/a)	102300	290630	+185%
金精矿品位(g/t)	64.44	65	+0.86%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

建立合资子公司进一步整合甘肃地区资源。为了拓展新的黄金资源开发基地，山公司拟与甘肃资产管理有限公司共同出资设立甘肃金桥矿业有限公司，其中公司出资 2.7 亿元，股权占比 60%，甘肃资管公司出资 1.8 亿元，股权占比 40%。该子公司为整合及开发甘肃优质黄金矿产资源的主体。

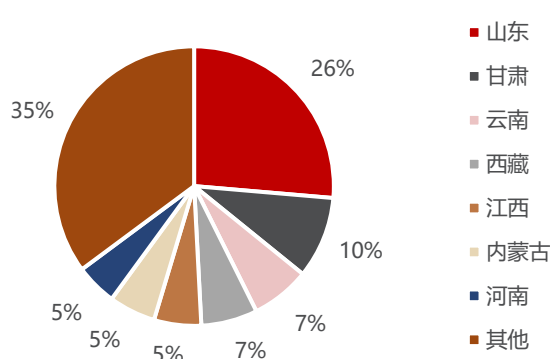
甘肃为我国产金大省，目前有大型金矿 5 座，中型金矿 12 座，从产量来看，2021 年甘肃省黄金自产金产量 13 吨，占全国自产金产量的 5%，位于全国第四，黄金资源储量 280.6 吨，仅次于山东省，位于全国第二。

图24：2021 年国内各省自产金产量占比



资料来源：中国黄金协会，民生证券研究院

图25：2021 年国内各省黄金储量占比



资料来源：中华人民共和国自然资源部，民生证券研究院

甘肃省金矿资源集中于甘南、陇南区域，其中 2021 年甘南地区黄金产量超 5 吨，陇南市黄金产量为 6.28 吨，具有较大的整合潜力。2022 年 7 月的甘肃省矿产资源勘查开发新闻发布会中，有关领导也指出，甘肃将通过资源整合、扩能改造，发挥产业聚集和规模效应，提升陇南甘南金矿资源开发水平，公司与甘肃政府共同设立子公司为该规划的重要一步。

目前山东黄金已经成功取得甘肃安家岔金矿详查权，后续资源整合注入可期，未来一方面可助力解决子公司西和中宝矿业的资源接续问题，另一方面也为打造陇南秦岭资源基地助力。

3.1.2 集团资产注入可期，以西岭金矿为主

集团公司资源储量丰富，陆续注入强化实力。根据集团公司和上市公司重组时作出的承诺，重大资产重组完成后，集团公司及其控制的下属公司在境内所拥有具备注入山东黄金条件的、与山东黄金主业相同或相类似的资产都将注入山东黄金。

2022 年 11 月，山东黄金发布《关于山东黄金集团有限公司、山东黄金有色金属集团有限公司进一步落实同业竞争相关承诺的公告》，涉及同业竞争资产将于

2025年11月10日前优先注入山东黄金，稳妥推进同业竞争的解决，集团公司正在对上述矿权的资源、权证完善等情况进行梳理，积极推动符合条件的矿权转让到上市公司的工作。

从集团的黄金资源来看，主要分布在国内，截至022年6月，集团公司共拥有26处属于境内探矿权，主要分布在山东、福建和青海等省份按备案资源量共计417.59吨，以莱州市西岭金矿为主力资产（探明资源量383吨）。此外，集团还拥有12处位于中国境内的金矿采矿权，探明资源量总计53.82吨，主要分布在山东等地。

表11：山东黄金集团探矿权资源量统计表

矿权名称	根据最近评估日期的金金属量(吨)
山东省莱州市仓上一潘家屋子地区金矿勘探	0.39
山东省莱州市留村金矿中深部详查	2.00
山东省莱州市上马家金矿助	0.22
山东省莱州市西岭村金矿勘	382.58
山东省蓬莱市磁山矿区金矿勘探	3.86
山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	3.6
山东省蓬莱市齐沟一分矿区深部及外围金矿勘探	0.87
山东省蓬莱市黑岚沟金矿深部及外围详查	1.48
山东省平度市旧店金矿矿区深部普查	1.48
福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	金：0.89吨 银：21.09吨
青海省都县阿斯哈（可热）地区金矿详查	2.27
青海省都兰县瓦勒尔金矿详查	2.78
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	417.59

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表12：山东黄金集团采矿权资源量统计表

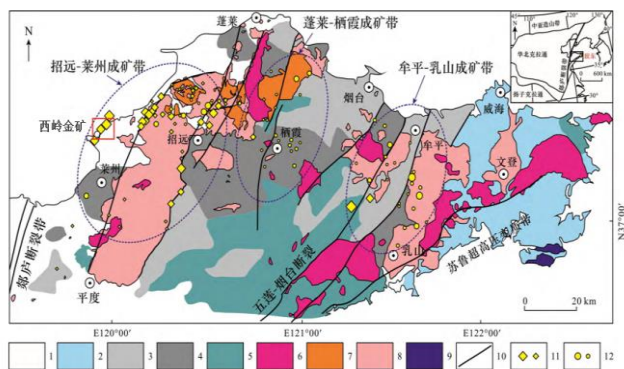
矿权名称	根据最近评估日期的金金属量(吨)
山东黄金金创集团有限公司燕山矿区	3.484
山东黄金金创集团有限公司庵口矿区	6.25
山东金创股份有限公司上口王李金矿区	3.879
山东金创股份有限公司黑金顶矿区	1.538
山东金创股份有限公司黑岚沟矿区	6.721
山东金创股份有限公司齐沟一分矿	1.645
青岛金星矿业股份有限公司	5.139
海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿	18.18
嵩县山金矿业有限公司	4.1

福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿	金: 0.943 银: 6.99
青海山金矿业有限公司都兰县果洛龙洼金矿	1.13
福建省政和县香炉坪矿业有限公司香炉坪银矿	金: 0.81 银: 92.5
合计黄金资源量	53.82

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

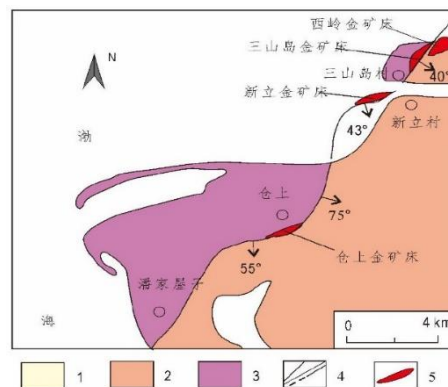
西岭金矿为大型单体金矿床, 开发潜力大。西岭金矿毗邻三山岛金矿, 受胶西北地区三大断裂带之一的三山岛-仓上断裂带控制, 该断裂带上金矿资源丰富, 山东黄金集团耗时 16 年进行勘探、研究, 投资 3.2 亿元, 于 2017 年探获备案金属量 382.58 吨。西岭矿山的平均品位高达 4.52 克/吨, 主矿体具有规模大、品位高的特点, 目前其东北区域仍具备深挖潜力。

图26: 胶东金矿集区地质及三大金成矿带分布图



资料来源: 中国知网, 民生证券研究院

图27: 三山岛-仓上断裂带地质略图



资料来源: 中国知网, 民生证券研究院

3.1.3 控股银泰黄金, 双上市平台实现业务协同

控股银泰黄金, 实现产业协同和区域协同。2023 年 1 月 19 日, 山东黄金发布公告以协议转让方式收购中国银泰投资有限公司和沈国军持有的合计 5.81 亿股份, 约占银泰黄金总股本的 20.93%, 交易价为 127.6 亿元, 该交易近日已通过国资委的批复, 交易完成后, 银泰黄金的控股股东将变为山东黄金。

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子公司。其中玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山, 其余皆为金矿矿山。截止至 2022 年末, 银泰黄金拥有资源量金金属量 170.45 吨, 银金属量 7154.06 吨, 铅+锌金属量 107.64 万吨, 资源禀赋充足。

表13: 截至 2021 年末银泰黄金各矿山资源分布情况

矿山名称	保有矿石资源量 (万吨)	金金属量 (吨)	银金属量 (吨)	铅+锌金属量 (万吨)	铜金属量 (万吨)
吉林板子苗	553.37	22.96			
青海大柴旦	1625.03	62.82			
黑河银泰	132.15	11.40	92.26		

华盛金矿	2322.50	70.67		
玉龙矿业	5488.42		7048.88	107.64 6.35

资料来源：公司公告，民生证券研究院

银泰黄金产品主要为合质金、矿产银、铅锌精矿等，2021年银泰黄金实现合质金产量 7.21 吨，同比增长 18%；矿产品银 178.37 吨，同比增长 14.33%。

表14：银泰黄金近三年各类产品产量（单位：吨）

	2019	2020	2021
合质金	6.10	6.11	7.21
矿产品银	126.32	156.01	178.37
铅精矿	7798.77	9647.98	10536.58
锌精矿	9929.12	11466.06	13230.8
铜精矿	-	140.56	201.28

资料来源：银泰黄金年报，民生证券研究院

公司收购银泰黄金后可实现良好的协同效应，产业协同方面，银泰黄金在青海地区的青海大柴旦金矿产出的合质金可就近送往山东黄金集团旗下的冶炼厂冶炼，两者优势互补，在内蒙古地区，银泰黄金旗下的玉龙矿业与山东黄金集团旗下的矿业公司可实现区域铅锌银产业协同发展，降低冶炼成本。

区域协同方面，本次收购后，山东黄金可借助银泰黄金旗下的黑河银泰、吉林板庙子、云南华盛金矿的地理位置优势，实现西南、东北地区的资源从无到有、以点带面的战略布局。此外，银泰黄金旗下供应链管理有限公司银泰盛鸿地处上海，与山东黄金交易中心、山东黄金所属的山金金控资本管理有限公司以及山东黄金集团旗下的贸易公司可以优势互补，形成区域协同。

公司承诺将逐步解决同业竞争问题，实现双上市公司平台同步发展。根据公司公告，在交易完成后，将采取资产重组、业务调整、委托管理等多种方式实现业务整合，以解决同业竞争和潜在同业竞争事项。具体来看，公司将通过购买资产、资产转让、资产置换等方式消除部分业务重合的情形；通过资产交易、业务区分等方式实现差异化竞争；通过签署委托协议，将重合部分资产的决策权和管理权转移到另一方。

公司与银泰黄金同业竞争范围可控，产品方面，公司和银泰黄金在产品、销售模式以及产业链所处位置上存在较大差异，银泰黄金的合质金产品本质上属于公司生产的标准金的上游产品，二者差异较大。销售模式和产业链位置方面，公司主要客户为上海黄金交易所，而银泰黄金主要客户为下游黄金冶炼厂，双方客户处于不同的产业链环节。

3.2 海外布局结硕果，贝拉德罗+卡蒂诺贡献增量

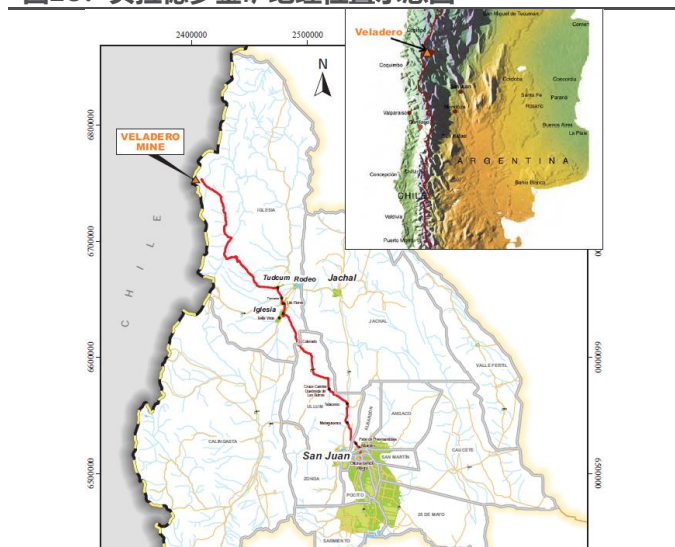
3.2.1 贝拉德罗金矿产量增长和成本优化可期。

2017年公司收购贝拉德罗金矿股权，与巴里克共同经营，共各按 50%比例并

表。贝拉德罗金矿地处安第斯山脉东麓的圣胡安省伊格莱西亚县，矿区海拔高度在4000米至4850米之间，是阿根廷最大金矿、南美第二大金矿。根据山东黄金2021年年报，贝拉德罗金矿探明及控制资源量为213.06吨。

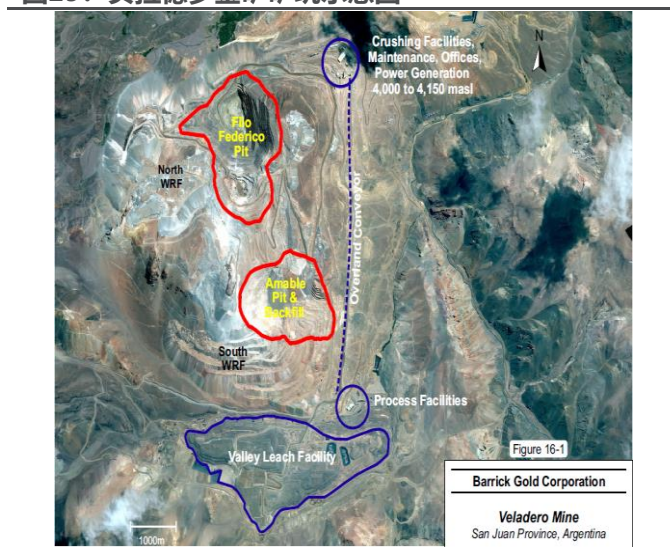
贝拉德罗金矿包括 Veladero 和 Argenta 两个区域，Veladero 地区又由 Amable 和 FiloFederico 两个主要矿坑组成，Argenta 只有一个矿坑。Amable 和 Argenta 矿坑均已采空并开始回填工作，目前的生产运营仅来自 FiloFederico 矿坑。

图28：贝拉德罗金矿地理位置示意图



资料来源：贝拉德罗技术报告，民生证券研究院

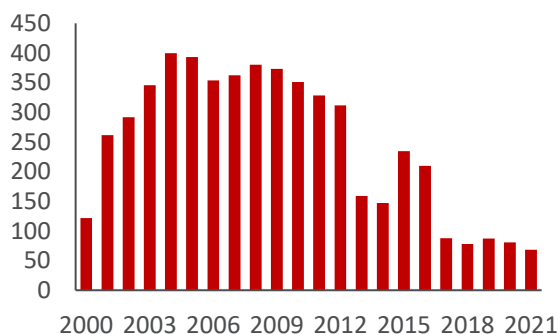
图29：贝拉德罗金矿矿坑示意图



资料来源：贝拉德罗技术报告，民生证券研究院

根据巴里克公司年报，贝拉德罗金矿于2005年投产运营，目前已运营17年，随着矿山运营年限增长和矿区深入开采，贝拉德罗金矿储量和金品位出现下降，截至2021年贝拉德罗金矿储量为68.43吨，平均原矿品位为0.77g/t。

图30：贝拉德罗金矿证实和可信储量变动情况



资料来源：巴里克公司年报，民生证券研究院
注：2017年后为以50%权益计算的权益资源量。

图31：贝拉德罗金矿金品位变动情况



资料来源：巴里克公司年报，民生证券研究院

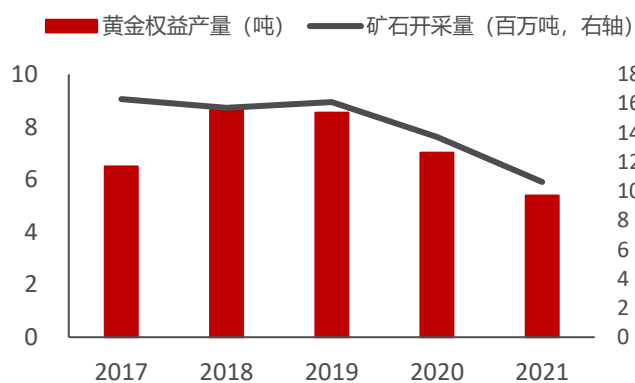
产量方面，2018年以来自产金量呈现减少趋势，具体来看，2019年黄金产量相对于2018年有小幅回落，原因在于矿石品位的降低，较高的回收率部分抵消掉了这部分产量下降。2020年黄金产量同比下降18%，原因在于为应对新冠疫情采取的检疫和人员流动影响了采矿作业。2021年黄金产量比上年减少24%，主要

是由于第六期浸出池的建设和调试的影响。

据巴里克 2021 年年报披露, 2020 年贝拉德罗的 FiloFederico 矿区开采进入 Phase6, 2021 年二季度 Phase6 堆浸扩建项目建设成功并投产; 此前预计 Phase7A 浸出场建设项目于 11 月开工, 2022 年年中完工; Phase7B 阶段将于 2022 年第四季度开工, 后续预计 Phase7 堆浸垫建成后高矿石入堆量, 且新的爆破孔方法应用带来采选品位提升, 从而提高矿产金产量。

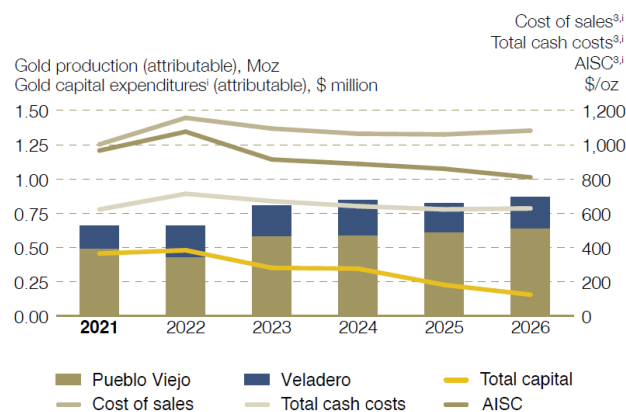
巴里克公司在拉美和亚太地区分别拥有普韦布洛别霍金矿和贝拉德罗金矿, 根据巴里克对两座金山的产量预测, 预计未来五年贝拉德罗黄金产量将回升到 7.5-8 吨之间。

图32: 贝拉德罗金矿目前产量有所下滑



资料来源: 巴里克公司年报, 民生证券研究院

图33: 巴里克公司拉美和亚太地区金矿远景产量

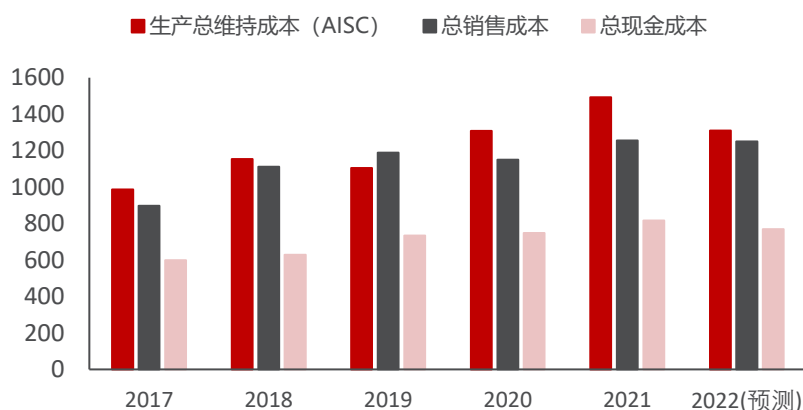


资料来源: 巴里克公司年报, 民生证券研究院

成本方面, 近 5 年受矿石入选品位降低和疫情导致矿石采选量下降的影响, 成本有所上升。2020 年克金生产维持成本同比增长 18%, 主要由于矿区维持资本支出提升, 2021 年生产维持成本较上年增加 14%, 分解来看, 总销售成本和总现金成本都比上年同期增加了 9%, 原因是采矿活动成本增加以及与新冠疫情有关的综合管理支出增加。

根据巴里克 2021 年年报预测, 2022 年贝拉德罗 AISC 成本将小幅下降, 回落至 1270-1350 美元/盎司, 未来随着 2023 年输电项目的建设完成, 公司将停止运营现场的高成本柴油发电场, 能源成本将显著降低。

图34: 近年来生产成本有所上升, 预计 2022 年将小幅回落 (美元/盎司)



资料来源: 巴里克公司年报, 民生证券研究院

3.2.2 卡蒂诺金矿资源优质, 可研生产成本优势明显。

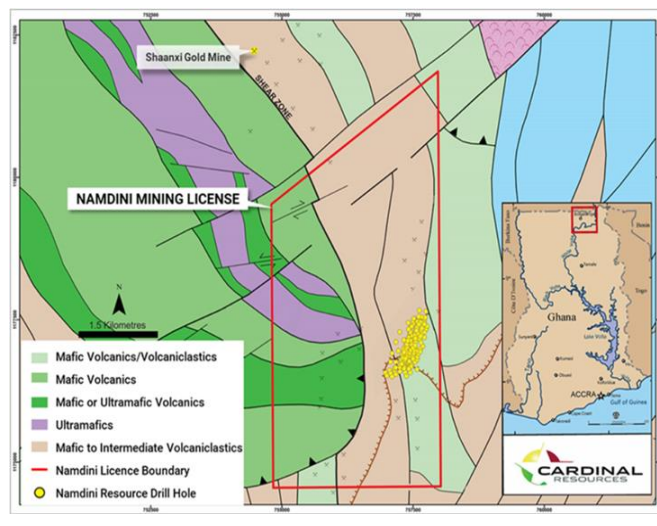
公司 2021 年完成收购卡蒂诺资源 100% 股份, 其核心资产是位于加纳的 3 个矿权, 分别是位于加纳东北部 Bole-Nangodi 成矿带的 Namdini 开发项目和 Bolgatanga 勘探项目, 以及位于加纳西南部 Sefwi 成矿带的 Subranum 勘探项目。Namdini 矿权采矿租约面积为 63 平方公里, 矿权期限为 15 年, 为目前在建核心项目。

图35: 卡蒂诺项目地理位置图



资料来源: 卡蒂诺资源官网, 民生证券研究院

图36: Namdini 金矿项目地质和采矿许可证边界



资料来源: 卡蒂诺资源官网, 民生证券研究院

资源量方面, 根据卡蒂诺资源 2019 年发布的 Namdini 项目可研报告, Namdini 项目探明+控制+推断资源量约 217.4 吨。**储量方面**, Namdini 项目拥有证实和可信金储量 158.6 吨, 原矿品位为 1.13g/t。

表15: Namdini 项目黄金资源量

矿山	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	1.2	14.31

资料来源: Namdini 项目可研, 民生证券研究院

表16: Namdini 项目黄金储量

矿山	矿石开采量 (百万吨)	原矿品位 (克/吨)	金金属量 (吨)
证实			
Oxide	1	1.21	3.11
Fresh	6.4	1.33	9.33
合计	7.4	1.31	12.44
可信			
Oxide	3	1.08	3.11
Fresh	128.2	1.13	143.08
合计	131.2	1.12	146.19
总计	138.6	1.13	158.63

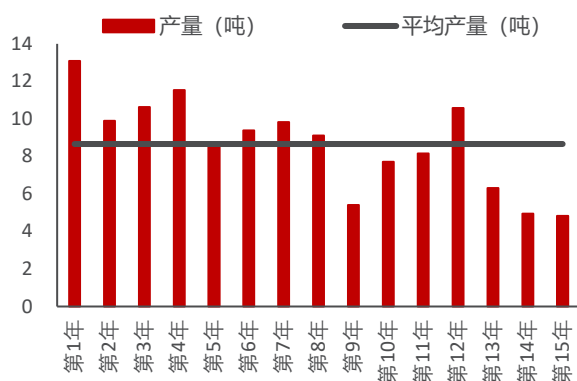
资料来源: Namdini 项目可研, 民生证券研究院

产量方面, 根据可研报告, 预计 Namdini 项目投产后平均年产黄金 8.9 吨, 投产后第 1 年的黄金产量为 13.09 吨, 累计总产量规划 130.63 吨, 采选回收率为 83%。**成本方面**, 预计前 3 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, 与目前全球黄金生产总维持生产成本 1255 美元/盎司相比, 具备优势。

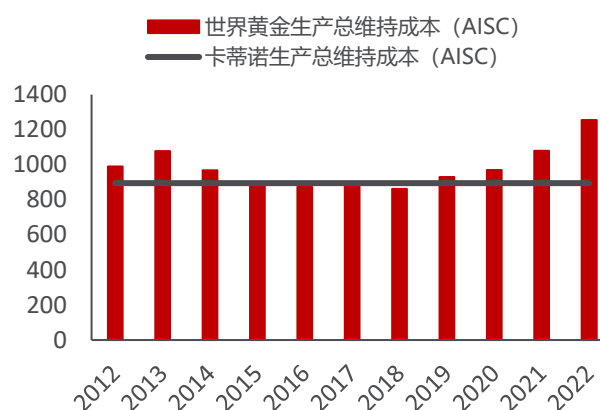
表17: Namdini 项目可研报告关键信息

项目	可研预估
年均黄金产量	8.9 吨
黄金总产量	130.63 吨
原矿品位	1.13 克/吨
黄金回收率	83%
剥离率	1.9:1
矿石开采量	1.39 亿吨
开采年限	15 年
资本支出	3.9 亿美元
项目投资回收期	21 个月

资料来源: Namdini 项目可研, 民生证券研究院

图37: Namdini 项目产量预计平均在 8.9 吨/年


资料来源: Namdini 项目可研, 民生证券研究院

图38: Namdini 项目成本在全球范围具有优势


资料来源: WGC, Namdini 项目可研, 民生证券研究院

Namdini 项目建设不断推进, 投产未来可期。Namdini 项目目前处于投产前期工作。截至 2022 年三季度, Namdini 已经完成了 EPCM 总承包商的选聘工作和社区搬迁工作, 目前正在推进项目施工图设计、设备选型等项目建设的相关工作。

表18: Namdini 项目进展

时间	进展
2014 年	开始钻探
2016 年	大规模钻探并报告资源量
2017 年	自 Savannah 公司受让面积为 19.537 平方公里的采矿租约
2019 年 10 月	完成并公布 Namdini 项目可研
2019 年 11 月	开始项目前端工程设计
2020 年 2 月	卡蒂诺与加纳政府签署新的采矿租约, 将 Namdini 项目原采矿租约面积由 19.537 平方公里扩大至 63 平方公里
2022 年三季度	完成 EPCM 总承包商选聘、社区搬迁工作

资料来源: 卡蒂诺资源公司公告, 民生证券研究院

4 加息渐入尾声，央行黄金储备或将是金价需求主力

4.1 加息进入末期，实际利率年内见顶

高利率政策下，美国经济出现下滑迹象。从制造业端来看，美国 ISM 制造业 PMI 指数于 2022 年 6 月份以来连续 8 个月内下降，目前位于枯荣线以下，制造业投资疲软。美国消费者信心指数虽然近期出现反弹，但整体处于 10 年来低位，反应消费者对未来经济预期仍然较弱。

图39: PMI 指数持续位于荣枯线以下



资料来源: wind, 民生证券研究院

图40: 消费信心指数处于历史低位



资料来源: wind, 民生证券研究院

2022 年 12 月份议息会议对经济预测进一步下调。美联储在 12 月份的议息会议中进一步下调了对未来经济增长的预期，将 2023 年美国 GDP 增长率预期由原来的 1.2% 下调至 0.5%，考虑到持续的加息对经济带来的压制，同时也上调了失业率预期，此外将核心消费物价指数预测值进一步上调，也反映了美联储承认通胀的顽固，经济下行压力逐步牵制美联储货币的紧缩。

表19: 12 月份议息会议对 2023 年经济的预测有所下调

变量 (%)	2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
9 月预测值	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
9 月预测值	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
9 月预测值	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
核心 PCE	4.8	3.5	2.5	2.1	-
9 月预测值	4.5	3.1	2.3	2.1	-

资料来源: 美联储官网, 民生证券研究院

期限利差倒挂暗示衰退，加息渐进尾声。历史上期限利差倒挂之后通常伴随着

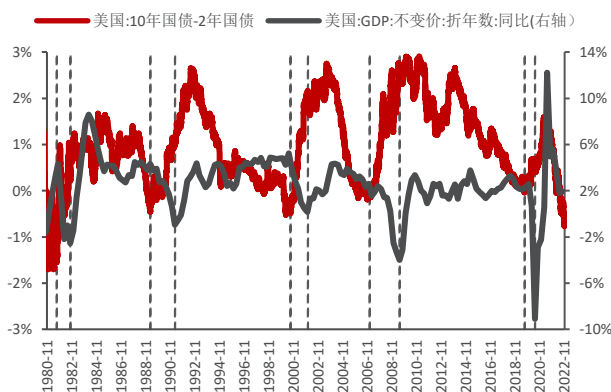
经济的衰退。根据统计,期限利差开始倒挂开始距离 GDP 见底时间平均间隔为 1.5 年左右。根据我们统计的历史上几轮期限利差倒挂的数据,美联储通常在利差倒挂后平均 7 个月内停止加息脚步,平均在 11 个月后开启降息。本轮利差倒挂从 7 月份持续至今已经持续了 6 个月。

据 CME “美联储观察”,美联储 3 月加息 25 个基点至 4.75%-5.00%区间的概率为 96.0%,目前市场预计美联储将再加息两次,加息幅度均为 25bp,这将把联邦基金利率拉至 5.00%-5.25%的区间,整体来看美联储加息已经步入尾声,随着美国经济基本面的下滑,宽松的利率政策预期正逐步提升。

实际利率角度, 2023 年对金价有利。实际利率作为持有黄金的机会成本,从历史上来看与金价成高度负相关。在“实际利率=名义利率-CPI”的模型下,根据我们的预测,随着加息在 23 年上半年停止,名义利率也将于上半年见顶,随着美国国内经济下行压力逐步扩大,下半年将呈现趋势性走弱。

此外虽然市场预计 23 年通 CPI 中枢将有所回落,但我们认为本轮周期中美国或将处于类滞胀时期,通胀韧性持续存在。我们预计实际利率上半年将震荡,下半年或将进一步下探,一旦美联储降息周期提前开启,实际利率将重回下行周期,金价上行趋势进一步确立。

图41: 期限利差倒挂平均领先 GDP 增速见底约 1.5 年



资料来源: wind, 民生证券研究院

图42: 实际利率与金价为高度负相关关系



资料来源: wind, 民生证券研究院

4.2 海外或将面临类滞胀环境, 金价上行才开始

4.2.1 海外通胀下行困难, 全球将进入类滞胀

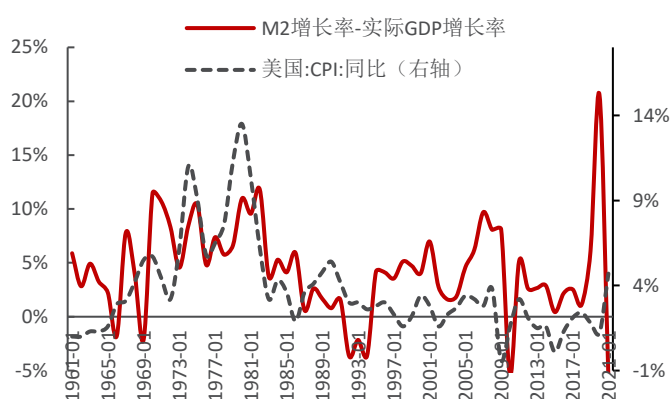
滞胀的成因: 货币的超发和供应端矛盾叠加。历史上典型的滞胀时期为美国 1970-1980s, 其背后的成因一方面来自于前期过度宽松的货币政策对通胀的持续传导, 另一方面来自于产能在各类负面冲击之下无法满足需求的增长。

货币政策方面, 1960-1970s 凯恩斯主义的经济政策的大幅运用, 使美国财政赤字逐渐扩大, 货币政策持续维持宽松, 到 1969 年底, 美国财政赤字经过累计已经出现显著增长, 为后续十年的通胀埋下了伏笔。2020 年新冠疫情爆发以来, 美

联储通过大幅增加社会福利支出刺激疫后经济的复苏，财政赤字水平大幅走高，与60年代末历史情况具有类似性。

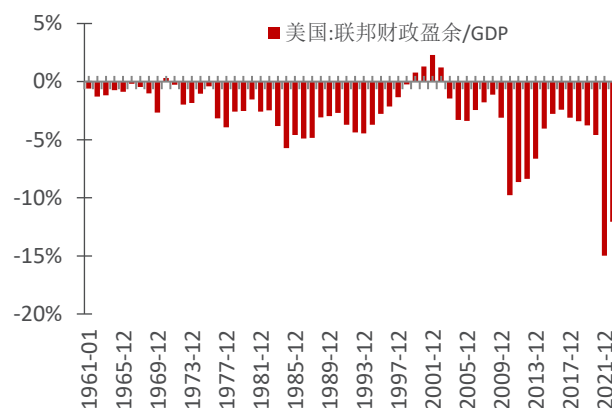
我们用M2的增速与GDP增速之差来衡量货币的超发，M2与GDP增速之差的拐点分别在67年、71年、75年，对应的通胀的拐点分别位于70年、74年、80年，可以看出在滞胀时期宽松的货币政策对通胀的传导具有强粘性。2020年3月疫情爆发后，美联储实行无限量QE释放大量流动性，M2与GDP的增速差达到新高，2020年12月才出现拐点，我们认为本轮通胀的持续性有可能超出预期。

图43：货币供应量增速远超GDP增速，通胀深度传导



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图44：美国财政赤字调升并达到历史顶峰



资料来源：Wind，民生证券研究院

产能供应方面，70-80年代爆发了两次石油危机和一次粮食危机，带动各类大宗商品价格整体出现明显的上涨，通胀的回落，通常需要新增资本开支带来新的供给，来抵消需求过剩带来的价格上涨。在本轮经济周期中，全球正经历碳中和转型期，即便在能源价格大幅上行的背景之下，传统能源的资本开支依然受到影响，此外以铜为代表的上游大宗商品受能耗指标限制、资源日渐匮乏等因素影响也出现资本开支不足的局面。

图45：石油天然气资本开支



资料来源：wind，民生证券研究院

图46：煤炭资本开支



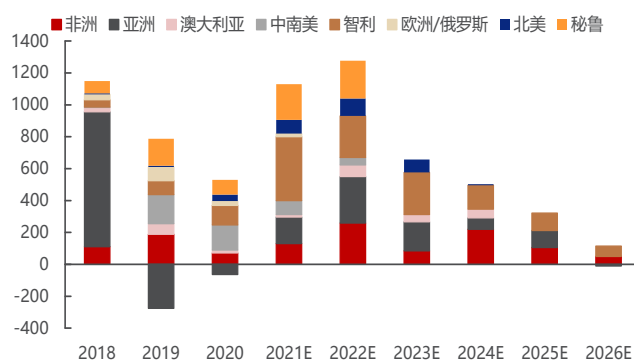
资料来源：wind，民生证券研究院

美国目前薪资增速指数仍处于历史高位，劳动参与率却未能恢复到疫情前的

水平。美联储经济学家最近的研究发现，劳动参与率低迷原因可能包括疫情对劳动者健康的影响、人口老龄化、居民劳动意愿降低等，或造成了永久性的劳动力缺口，预计劳动力价格的上涨对抬升通胀也将发挥作用。

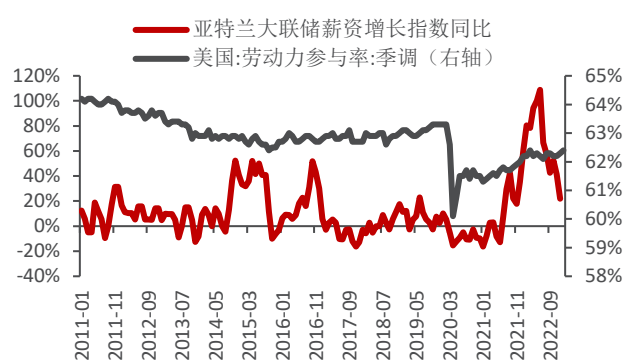
类比上世纪 70-80s，无论是能源的资本开支不足还是劳动力成本的上升，都反映了在大宗商品供应长期存在紧缺的趋势，若货币政策进入宽松周期，在成本支撑下的大宗商品价格将重回强势，通胀或将再度上行，当前商品的供需矛盾或满足滞胀的形成条件。

图47：铜矿未来供应增量不足（单位：千吨/年）



资料来源：Bloomberg Intelligence，民生证券研究院

图48：薪酬增长指数高位，劳动参与率难恢复

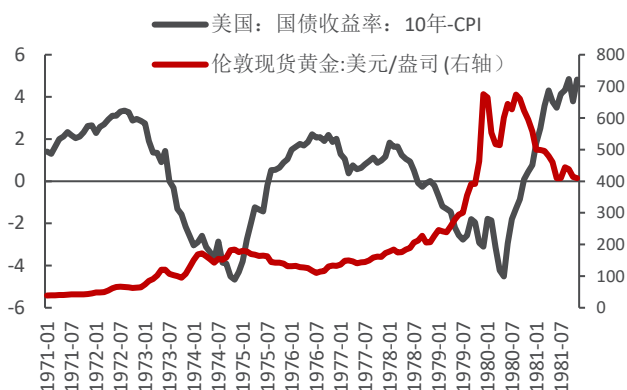


资料来源：Wind，民生证券研究院

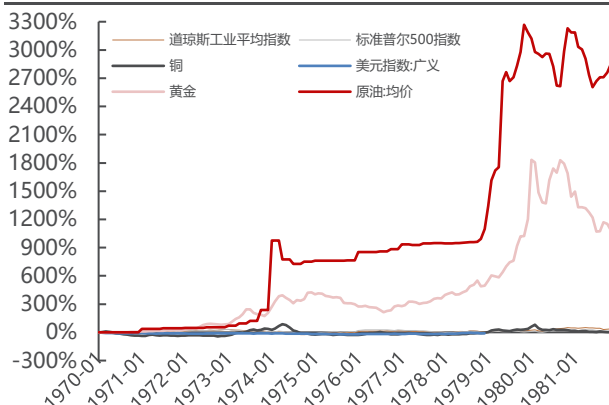
4.2.2 复盘 70-80S 年代，金价强势

滞胀期金价表现：10 年间累计涨幅 14 倍，实际利率大多数处于负区间。滞胀时期的经济表现，若从实际利率角度理解，由于 CPI 难以回落，同时名义利率受经济走弱的拖累，期间持续难以跑赢通胀，使实际利率始终处于低位甚至负区间。当滞胀来临时黄金同时交易“衰退”和“通胀”，带来金价期间的良好表现，复盘历史，黄金价格在 1970-1980 年十年期间涨幅达 14 倍。

滞胀时期由于货币供应过剩带来货币的购买力下降，除了贵金属外，各类其他实物资产价格也持续强势，而美元指数受美元超发和经济增长减速的影响下行，整体期间实物资产大幅跑赢金融资产，此外黄金作为天然货币，承担了主要的保值增值需求，如果不考虑 70-80s 两次石油危机的极端情况，黄金为涨幅为最明显品种。

图49：金价 70-80 年间涨幅达 1400%


资料来源：Bloomberg Intelligence，民生证券研究院

图50：滞胀实物资产整体跑赢金融资产


资料来源：Wind，民生证券研究院

4.3 货币历史性超发，央行购金成为主力

央行黄金储备的作用在于为本国的货币信用背书。央行的黄金储备为国家外汇资产构成的重要部分，主要作用在于稳定本国货币币值和货币信用，综合央行黄金储备的发展来看，全球央行黄金储备上升的周期内，金价将存在持续的上涨。2008 年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有的外债资产风险性，央行进入净购买黄金的时代。

图51：央行加速黄金储备时黄金迎来新一波行情

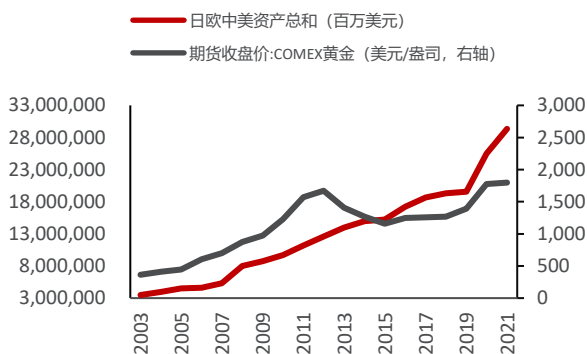

资料来源：Wind，Bloomberg，民生证券研究院

疫情后主要央行大幅扩表，驱动各国央行增储黄金。2020 年以来，为刺激疫后经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2021 年相较于 2019 年，美联储资产增长 108.99%，欧洲央行总资产增长 66.75%，央行发行的货币代表国家信用，如果缺少相应的实物资产背书，有可能引起货币信用危机。

历史来看，每一轮央行大幅扩表后对应的黄金储备占比会在短期内较快速度下降，原因在于黄金的购买量没有跟上货币超发的速度。全球主要经济体央行 2020 年以来黄金储备占央行总资产的比例呈现下降趋势，尽管 2022 年央行购金

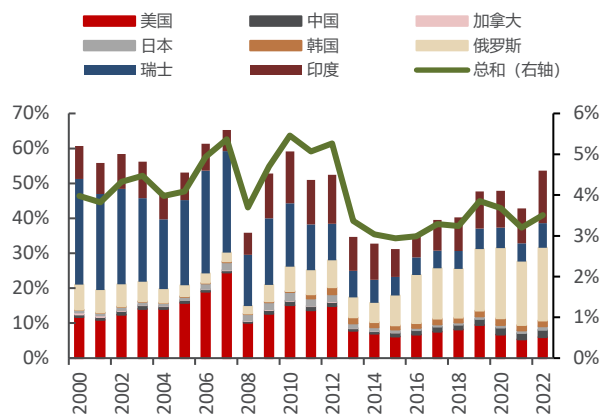
大幅增长,但央行资产中黄金资产占比仍然处于历史较低位置,预计未来各国央行有望增加黄金储备,增补信用。

图52: 疫情以来主要国家货币大幅增发



资料来源: wind, 民生证券研究院

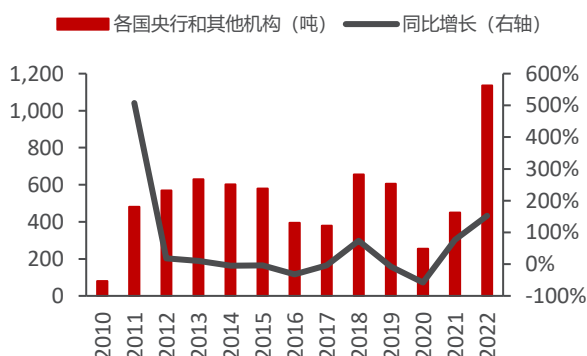
图53: 主要国家央行黄金资产储备占总资产比例



资料来源: wind, 民生证券研究院

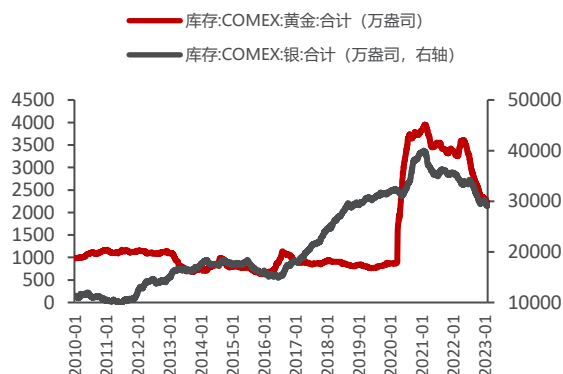
央行购金行为 2022 年超预期。随着美联储进入加息周期中,各国持有的美债资产不断贬值,2022 年全球央行开始不断减持美债,转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定。根据最新的数据显示,2022 年全球央行购入黄金数量同比大幅增长 152.31%,创下历史新高。2022 年 2 月份以来,comex 黄金和白银库存累计分别下降了 32%、17%,央行购金已在持续进行,未来黄金作为最终要的保值增至资产,预计将成为黄金购买的主力。

图54: 2010-2022 央行黄金购买量明显增加



资料来源: WGC, 民生证券研究院

图55: COMEX 黄金及白银库存量



资料来源: wind, 民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 自产金业务：价格方面，考虑到美国经济衰退预期下美联储加息周期进入末端，且后续随着美国经济步入衰退，利率进入降息周期，将进一步刺激金价上行，我们假设 2023-2024 年黄金均价分别为 410 元/克、420 元/克。

产量方面，2022 年公司预计将完成年初 39.27 吨的产量规划；2021 年由于山东省安全检查，玲珑金矿停产，目前国内玲珑金矿采矿权正在办理中，预计 2023 年内有望恢复生产，贡献增量，2021 年公司收购天承矿业，旗下马塘矿区已整合焦家金矿，故 2022 年产量相比于 2020 年有所增加，我们假设其余各矿山未来的 2 年的产量与 2020 年（矿山正常生产年份）相比基本稳定。预计 2022-2024 年自产金产量分别为 39.3 吨/42.1 吨/43.6 吨。

表20：在产矿自产金产量预测

矿山	产量 (吨)						
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
三山岛金矿	7.0	7.2	7.1	2.7	7.3	7.3	7.3
焦家金矿	7.2	7.4	7.5	4.6	10.2	10.2	10.2
新城金矿	4.2	4.3	4.5	2.2	4.5	4.5	4.5
玲珑金矿	4.5	4.1	3.8	1.0	0.0	2.5	4.0
归来庄金矿	1.2	1.3	0.8	0.2	0.8	0.8	0.8
金洲金矿	1.1	0.8	1.3	1.0	1.3	1.3	1.3
青岛金矿	1.6	1.7	1.4	2.0	1.5	1.5	1.5
蓬莱金矿	0.8	1.4	0.9	0.1	0.9	0.9	0.9
沂南金矿	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
赤峰柴金矿	1.1	1.3	1.4	1.6	1.4	1.4	1.4
福建源鑫金矿	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
西和中宝金矿	0.6	0.7	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8
新疆金川金矿				2.4	2.4	2.4	2.4
加纳卡蒂诺金矿							
贝拉德罗矿	8.7	8.5	7.0	5.4	7.5	7.8	7.8
总计	39.3	39.6	37.4	24.8	39.3	42.1	43.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

成本方面，受金矿入选品位的下降、原材料成本增加、安全管理费用支出增加等因素影响，预计公司自产金成本中枢后续每年小幅抬升，我们预计 2022-2024 年公司自产金平均生产运营成本分别为 178 元/克、179 元/克、182 元/克。

表21：自产金现金成本及预测

矿山	现金成本 (元/克)				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
三山岛金矿	141	155	145	149	154
焦家金矿	140	154	144	149	153

新城金矿	118	130	122	125	129
玲珑金矿	154	170	159	164	168
归来庄金矿	111	122	114	118	121
金洲金矿	170	187	175	180	186
青岛金矿	192	212	198	204	210
蓬莱金矿	88	97	90	93	96
沂南金矿	356	391	366	377	389
赤峰柴金矿	177	194	182	187	193
福建源鑫金矿	223	246	230	237	244
西和中宝金矿	207	207	213	219	226
平均现金成本	169	171	178	179	182

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

表22: 自产金业务预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
价格 (元/克)	394.31	392.01	410	420
单位成本 (元/克)	278.23	199.01	179.01	182.16
产量 (吨)	24.80	39.30	42.10	43.60
收入 (亿元)	97.79	154.06	172.61	183.12
成本 (亿元)	69.00	78.21	75.40	79.42
毛利率	29.44%	49.23%	56.32%	56.63%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

我们预计 2022-2024 年公司自产金营业收入为 154.06/172.61/183.12 亿元, 考虑到金价上行幅度大于成本上行幅度, 公司自产金业务毛利率预计未来三年逐步提升, 毛利率分别为 49.23%/56.32%/56.63%。

2) 冶炼及精炼业务: 考虑到公司冶炼金产能逐步恢复, 受益于宏观经济的复苏, 假设 2022-2024 的年冶炼金产量分别为 80/115/120 吨, 毛利率维持在 0.30%, 外购小金条业务产量分别为 20/20/20 吨, 毛利率维持在 0.15%, 对利润形成一定贡献。

表23: 外购金冶炼金业务预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (亿元)	119.47	313.60	471.50	504.00
成本 (亿元)	119.17	312.66	470.09	502.49
毛利率	0.25%	0.30%	0.30%	0.30%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表24：外购小金条业务预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (亿元)	87.69	78.40	82.00	84.00
成本 (亿元)	87.55	78.28	81.88	83.87
毛利率	0.16%	0.15%	0.15%	0.15%

资料来源：Wind，民生证券研究院

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 546.1/726.1/771.1 亿元，分别同比增长 60.91%/32.97%/6.20%，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 12.82/21.47/25.52 亿元，分别同比增长 761.86%/67.51%/18.86%。

5.2 估值分析

选择主营业务同样为黄金开采和冶炼的公司四家 A 股上市公司和一家港股上市公司作为可比公司，包括中金黄金、银泰黄金、湖南黄金、赤峰黄金和招金矿业。以 2023 年 3 月 15 日股价为基准，2022-2023 年可比公司平均 PE 分别为 37 倍和 26 倍，山东黄金 PE 为 72 和 43 倍；2022-2023 年可比公司 PB 分别为 2.77 和 2.44 倍，山东黄金 PB 为 2.96 和 2.79 倍。PB 估值适用于资产依赖型企业，黄金企业盈利的增加主要依靠金价的上涨和自由资源带来的产能扩张，作为偏重资产的行业，选用 PB 进行估值分析具备一定合理性。公司作为行业黄金行业龙头，保有国内山东地区优质稀缺的金矿资源，资源储量位于行业前列，综合考虑，公司 PB 估值处于合理范围。

未来随着焦家金矿的整合开发、三山岛地区深度挖潜，莱州黄金基地规划预计将逐步落地，海外卡蒂诺项目未来投产可期，都将进一步贡献产能增量，公司业绩将充分受益于金价上行，具备良好的成长性。

表25：可比公司估值分析

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600489.SH	中金黄金	9.80	0.35	0.45	0.46	28	22	21	1.61	1.47	1.40	推荐
000975.SZ	银泰黄金	13.19	0.46	0.40	0.58	29	33	23	2.33	2.81	2.70	推荐
002155.SZ	湖南黄金	15.79	0.30	0.38	0.47	52	42	34	2.27	2.66	2.46	推荐
600988.SH	赤峰黄金	19.35	0.35	0.44	0.88	55	40	22	5.37	5.68	4.46	推荐
1818.HK	招金矿业	8.30	0.01	0.17	0.26	830	49	32	1.28	1.24	1.19	推荐
可比公司平均 PE/PB						199	37	26	2.57	2.77	2.44	
600547.SH	山东黄金	20.59	(0.04)	0.29	0.48	/	72	43	2.88	2.96	2.79	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：股价时间为 2023 年 3 月 15 日，人民币兑港币汇率按 1HKD= 0.8767843 CNY 计算

5.3 投资建议

联储加息周期临近末端，黄金价格有望继续上行，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 12.82/21.47/25.52 亿元，EPS 分别为 0.29/0.48/0.57 元；对应 2023 年 3 月 15 日收盘价的 PE 分别为 72/43/36 倍，考虑到公司作为黄金龙头，经过资源整合后有望进一步释放产量，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1)产品价格波动风险: 自产金是公司的主要产品, 黄金价格波动给公司经营效益带来较大不确定性, 黄金价格下跌将大幅影响公司利润。

2)同业安全事故风险: 安全事故导致公司减产甚至停产, 会对公司生产、经营及公司声誉造成较大影响。

3)公司产能释放不及预期: 公司目前募资整合矿权, 存在进度不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33,935	54,606	72,611	77,112
营业成本	30,351	46,915	62,736	66,578
营业税金及附加	633	710	1,089	1,157
销售费用	361	273	363	386
管理费用	2,930	3,740	3,631	3,547
研发费用	346	437	581	617
EBIT	-662	2,530	4,211	4,827
财务费用	711	768	1,082	1,101
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	728	82	0	0
营业利润	68	1,890	3,172	3,772
营业外收支	-46	9	9	9
利润总额	22	1,899	3,181	3,781
所得税	218	475	795	945
净利润	-195	1,424	2,386	2,836
归属于母公司净利润	-194	1,282	2,147	2,552
EBITDA	1,848	6,328	8,205	9,150

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,008	5,586	9,114	12,965
应收账款及票据	118	309	398	423
预付款项	460	938	1,255	1,332
存货	2,984	3,856	5,156	5,472
其他流动资产	5,698	6,151	7,142	7,389
流动资产合计	14,268	16,840	23,065	27,580
长期股权投资	1,954	1,974	1,974	1,974
固定资产	26,828	28,512	29,537	30,022
无形资产	19,336	19,436	19,486	19,486
非流动资产合计	64,039	67,018	67,224	67,101
资产合计	78,308	83,859	90,289	94,681
短期借款	5,784	7,084	7,084	7,084
应付账款及票据	4,902	4,884	6,531	6,931
其他流动负债	24,302	18,343	18,964	19,343
流动负债合计	34,987	30,311	32,579	33,359
长期借款	5,340	14,340	16,340	17,340
其他长期负债	6,198	6,224	6,224	6,224
非流动负债合计	11,537	20,563	22,563	23,563
负债合计	46,524	50,875	55,142	56,922
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
少数股东权益	2,563	2,706	2,944	3,228
股东权益合计	31,783	32,984	35,146	37,759
负债和股东权益合计	78,308	83,859	90,289	94,681

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-46.70	60.91	32.97	6.20
EBIT 增长率	-115.39	482.24	66.44	14.64
净利润增长率	-109.57	761.86	67.51	18.86
盈利能力 (%)				
毛利率	10.56	14.08	13.60	13.66
净利润率	-0.58	2.61	3.29	3.68
总资产收益率 ROA	-0.25	1.53	2.38	2.70
净资产收益率 ROE	-0.66	4.23	6.67	7.39
偿债能力				
流动比率	0.41	0.56	0.71	0.83
速动比率	0.31	0.40	0.51	0.62
现金比率	0.14	0.18	0.28	0.39
资产负债率 (%)	59.41	60.67	61.07	60.12
经营效率				
应收账款周转天数	1.27	2.00	2.00	2.00
存货周转天数	35.88	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.43	0.65	0.80	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	-0.04	0.29	0.48	0.57
每股净资产	6.53	6.77	7.20	7.72
每股经营现金流	0.41	0.95	1.59	1.90
每股股利	0.05	0.05	0.05	0.05
估值分析				
PE	-480	73	43	36
PB	3.2	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	54.60	17.49	13.30	11.61
股息收益率 (%)	0.24	0.24	0.24	0.24

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-195	1,424	2,386	2,836
折旧和摊销	2,510	3,798	3,994	4,323
营运资金变动	118	-1,740	-428	115
经营活动现金流	1,822	4,241	7,110	8,503
资本开支	-3,404	-6,748	-4,191	-4,191
投资	756	-40	0	0
投资活动现金流	-2,607	-6,702	-4,191	-4,191
股权募资	2,250	0	0	0
债务募资	3,404	9,326	2,000	1,000
筹资活动现金流	2,141	3,039	610	-462
现金净流量	1,343	578	3,529	3,850

插图目录

图 1: 山东黄金发展历史沿革	3
图 2: 山东黄金股权结构	4
图 3: 公司黄金产品营收占比	4
图 4: 公司黄金产品毛利占比	4
图 5: 2013-2022Q3 营业收入及同比增速	5
图 6: 2013-2022Q3 归母净利润及同比增速	5
图 7: 公司各产品毛利率与整体毛利率变动	6
图 8: 公司期间费用率变动	6
图 9: 公司的债务结构与资产负债率变化 (单位: 亿元)	6
图 10: 公司现金流量变动 (单位: 亿元)	6
图 11: 2021 年重点黄金上市公司资源量 (吨)	7
图 12: 山东黄金资源量分布占比	7
图 13: 2015-2022H1 公司主要产品产量 (单位: 吨)	9
图 14: 2021 年各公司自产金产量排名 (单位: 吨)	9
图 15: 2012-2021 年公司自产金成本 (单位: 元/克)	10
图 16: 2015-2021 年平均入选品位 (单位: 克/吨)	10
图 17: 山东黄金集团“十四五”规划目标	12
图 18: 山东黄金 2035 年远景规划	12
图 19: 2015-2021 各主力矿区矿石开采量 (百万吨)	13
图 20: 2015-2021 各主力矿区矿石处理量 (百万吨)	13
图 21: 2015-2021 各主力矿区黄金产量 (吨)	14
图 22: 2015-2021 各主力矿区入选品味 (克/吨)	14
图 23: 山东胶东地区金矿及地质分布	15
图 24: 2021 年国内各省自产金产量占比	17
图 25: 2021 年国内各省黄金储量占比	17
图 26: 胶东金矿集区地质及三大金成矿带分布图	19
图 27: 三山岛-仓上断裂带地质略图	19
图 28: 贝拉德罗金矿地理位置示意图	21
图 29: 贝拉德罗金矿矿坑示意图	21
图 30: 贝拉德罗金矿证实和可信储量变动情况	21
图 31: 贝拉德罗金矿金品位变动情况	21
图 32: 贝拉德罗金矿目前产量有所下滑	22
图 33: 巴里克公司拉美和亚太地区矿金远景产量	22
图 34: 近年来生产成本有所上升, 预计 2022 年将小幅回落 (美元/盎司)	23
图 35: 卡蒂诺项目地理位置图	23
图 36: Namdini 金矿项目地质和采矿许可证边界	23
图 37: Namdini 项目产量预计平均在 8.9 吨/年	25
图 38: Namdini 项目成本在全球范围具有优势	25
图 39: PMI 指数持续位于荣枯线以下	26
图 40: 消费信心指数处于历史低位	26
图 41: 期限利差倒挂平均领先 GDP 增速见底约 1.5 年	27
图 42: 实际利率与金价为高度负相关关系	27
图 43: 货币供应量增速远超 GDP 增速, 通胀深度传导	28
图 44: 美国财政赤字调升并达到历史顶峰	28
图 45: 石油天然气资本开支	28
图 46: 煤炭资本开支	28
图 47: 铜矿未来供应增量不足 (单位: 千吨/年)	29
图 48: 薪酬增长指数高位, 劳动参与率难恢复	29
图 49: 金价 70-80 年间涨幅达 1400%	30
图 50: 滞胀实物资产整体跑赢金融资产	30
图 51: 央行加速黄金储备时黄金迎来新一波行情	30
图 52: 疫情以来主要国家货币大幅超发	31
图 53: 主要国家央行黄金资产储备占总资产比例	31
图 54: 2010-2022 央行黄金购买量明显增加	31
图 55: COMEX 黄金及白银库存量	31

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 山东黄金集团并购历史统计	3
表 2: 公司历史勘探新增资源 (单位: 吨)	7
表 3: 公司历史并购新增资源量 (单位: 吨)	7
表 4: 2021 年公司矿产产量和资源量情况	8
表 5: 公司各在产矿山历史产量 (吨)	9
表 6: 在产矿山历史成本测算 (美元/盎司)	11
表 7: 山东黄金国内矿山情况介绍	12
表 8: 山东黄金国内矿山产能及扩产规划	14
表 9: 公司矿区在莱州半岛的资源整合规划	16
表 10: 焦家金矿整合前后变化对比	16
表 11: 山东黄金集团探矿权资源量统计表	18
表 12: 山东黄金集团采矿权资源量统计表	18
表 13: 截至 2021 年末银泰黄金各矿山资源分布情况	19
表 14: 银泰黄金近三年各类产品产量 (单位: 吨)	20
表 15: Namdini 项目黄金资源量	23
表 16: Namdini 项目黄金储量	24
表 17: Namdini 项目可研报告关键信息	24
表 18: Namdini 项目进展	25
表 19: 12 月份议息会议对 2023 年经济的预测有所下调	26
表 20: 在产矿自产金产量预测	32
表 21: 自产金现金成本及预测	32
表 22: 自产金业务预测	33
表 23: 外购金冶炼金业务预测	33
表 24: 外购小金条业务预测	34
表 25: 可比公司估值分析	34
公司财务报表数据预测汇总	37

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026