



山东黄金 (600547.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

黄金龙头迎风启航

投资逻辑

聚焦黄金主业，业绩大幅增长。公司为纯黄金标的，1H2023 黄金业务营收占比达到 97.69%，毛利占比为 94.5%，其中自产金营收和毛利占比分别为 26.49%和 88.67%，贡献主要利润来源。2021 年山东省内两家地方企业金矿安全生产事故的影响逐渐消退，1H2023 实现营业收入 274.25 亿元，同比-8.03%，同期管理费用下降，公允价值变动收益转正，同期金价上涨增厚利润空间，1H2023 归母净利润 8.80 亿元，同比+58.26%。

海内外布局黄金资源，产量增长可期。公司以山东省为起点，通过内部探矿增储和外部并购扩张资源版图，形成“山东省内-山东省外-海外”协同发展的资源布局，2022 年底保有黄金资源量 1431.4 吨，储量 565.18 吨，权益资源量和权益储量分别为 1318.56 吨和 497.48 吨，探矿增储持续推进。根据 2022 年 11 月 10 日山东黄金集团及山东黄金有色矿业集团进一步落实同业竞争相关承诺，集团下属黄金业务相关资产将于 2025 年 11 月 10 日前优先注入上市公司。在产矿山规划产能扩张，焦家矿区（整合）金矿资源开发工程项目资源整合效果初步显现，2022 年单体矿山产金超 10 吨；三山岛金矿、玲珑金矿扩界扩能工程推进，未来将实现增储增产。随着在建项目推进，公司自产金产销规模将逐年增长，我们预计 2023-2025 年公司自产金销量分别为 39.8/44.6/50 吨。

控股银泰黄金，资源、产量再获提升。2023 年 7 月公司受让银泰黄金 20.93%股权，合计持有银泰黄金 23.09%股权，成为银泰黄金控股股东。近年来银泰黄金主业逐渐向黄金业务倾斜，1H2023 量价齐升，营收 45.72 亿元，同比+14.48%，归母净利润 7.35 亿元，同比+29.83%，合质金毛利占比达到 81%。银泰黄金旗下贵金属矿山均大型且品位较高，2022 年生产合质金 7.06 吨，1H2023 合质金毛利率高达 60.52%，显著高于同行业其他公司。公司控股银泰黄金后，二者将在矿山、冶炼、贸易等多方面形成协同效应。**美联储加息末期，实际利率或将下行推升金价。**黄金供给稳定，央行购金贡献近年黄金主要实物需求。当前美联储加息周期接近尾声，降息预期释放阶段实际利率将逐步回摆，推动金价上行，我们预计 2023-2025 年金价分别为 448/460/465 元/克。

盈利预测、估值和评级

假设收购银泰黄金对应收益体现在投资收益科目，我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 572/609/640 亿元，实现归母净利润分别为 24.65/30.38/39.07 亿元，EPS 分别为 0.55/0.68/0.87 元，对应 PE 分别为 47.24/38.33/29.80 倍。考虑公司历史 PE 估值区间位于 50-70 倍，及公司黄金行业龙头地位和未来成长性，给予 2023 年 55 倍 PE，目标价 30.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

黄金价格波动风险；项目建设不及预期；安全环保管理风险。

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋（执业 S1130523070004）

songyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：26.03 元

目标价（人民币）：30.25 元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,935	50,306	57,180	60,851	64,010
营业收入增长率	-46.70%	48.24%	13.66%	6.42%	5.19%
归母净利润(百万元)	-194	1,246	2,465	3,038	3,907
归母净利润增长率	-108.58%	-743.23%	97.85%	23.24%	28.61%
摊薄每股收益(元)	-0.04	0.28	0.55	0.68	0.87
每股经营性现金流净额	0.41	0.66	1.92	2.03	2.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	-0.66%	3.79%	9.91%	11.12%	12.78%
P/E	N/A	68.80	47.24	38.33	29.80
P/B	2.88	2.61	4.68	4.26	3.81

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、山东黄金——业务纯粹的全产业链黄金生产企业.....	5
1.1 产业布局全面，资源潜力丰富.....	5
1.2 业绩持续修复，自产金贡献高利润.....	6
1.3 “十四五”战略规划清晰明确.....	7
二、美联储加息末期，实际降息前黄金股相对收益最高.....	8
2.1 商品+金融双重属性决定黄金存量形态多样.....	8
2.2 供给分布均匀稳定，投资需求比重显著提升.....	8
2.3 美联储加息周期末端，实际利率或将下行推升金价.....	10
2.4 实际降息前黄金股相对收益最高.....	11
三、海内外布局黄金资源，增储潜力巨大.....	12
3.1 黄金资源实现海内外布局，探矿增储持续推进.....	12
3.2 背靠山东黄金集团，资源储量潜力巨大.....	14
3.3 合资公司竞得矿权，开拓西部资源布局.....	15
四、重点金矿建设进行时，产量增长未来可期.....	16
4.1 矿产金产量逐步恢复，位居国内黄金企业前列.....	16
4.2 在产矿山开发扩建项目规划产能扩张.....	17
4.3 海外 Namdini 项目资源丰富，经济效益显著.....	19
4.4 冶炼产能充足，矿山扩建后将实现结构优化.....	20
五、控股银泰黄金，实现协同效应.....	21
5.1 银泰黄金依托优质矿山资源，成本优势显著.....	21
5.2 控股银泰黄金，协同能力进一步增强.....	23
5.3 公司与山东黄金集团承诺解决同业竞争.....	23
六、盈利预测&投资建议.....	24
6.1 核心假设.....	24
6.2 盈利预测.....	24
6.3 估值及投资建议.....	25
七、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构图（截至 2023 年半年报）.....	6
图表 3：营收规模持续恢复.....	6
图表 4：1H2023 归母净利润增长 58.26%.....	6



图表 5:	1H2023 黄金业务营收占比 97.69%.....	7
图表 6:	1H2023 自产金毛利润占比 88.67%.....	7
图表 7:	自产金毛利率远高于其他黄金产品.....	7
图表 8:	公司毛利率实现稳步增长.....	7
图表 9:	山东黄金集团“十四五”核心指标.....	8
图表 10:	山东黄金集团 2035 年远景目标.....	8
图表 11:	2022 年底地上黄金存量达到 20.9 万吨.....	8
图表 12:	金饰占黄金总量的 46%.....	8
图表 13:	2022 年全球黄金供给 4779 吨.....	9
图表 14:	全球黄金供给分布逐渐均衡.....	9
图表 15:	后疫情时期黄金需求量快速恢复.....	9
图表 16:	黄金的投资需求占比逐渐加重.....	9
图表 17:	疫情后欧洲金条与金币需求激增.....	10
图表 18:	各国央行成为黄金净购买方.....	10
图表 19:	海外各国 CPI (单位: %).....	10
图表 20:	美国 PCE 及核心 PCE (单位: %).....	10
图表 21:	美国通胀预期期限结构 (单位: %).....	11
图表 22:	美国 PCE 通胀预测 (单位: %).....	11
图表 23:	金价 (美元/盎司) 与实际利率 (%) 负相关.....	11
图表 24:	2022 年各省黄金储量占比.....	12
图表 25:	2021 年各省矿产金产量占比.....	12
图表 26:	公司保有黄金资源量 1431.4 吨、储量 565.18 吨.....	13
图表 27:	山东省内资源占公司总资源量 66%.....	13
图表 28:	公司现有三项探矿工程.....	14
图表 29:	山东黄金集团探矿权和采矿权黄金资源达到 981.82 吨.....	15
图表 30:	据测算大桥金矿当前保有黄金 42.4 吨.....	16
图表 31:	1H2023 公司自产金 19.57 吨.....	17
图表 32:	2022 年公司黄金产量在国内主要公司位居第二.....	17
图表 33:	焦家金矿 2022 年黄金产量突破 10 吨.....	17
图表 34:	焦家矿区整合区域内保有金金属量 442.24 吨.....	17
图表 35:	焦家矿区整合方案包含 14 项矿权.....	18
图表 36:	在产矿山规划产能扩张.....	19
图表 37:	Namdini 项目拥有黄金资源量约 218 吨.....	20
图表 38:	公司 2022 年底选矿产能 53650 吨/天.....	20
图表 39:	公司黄金精炼能力 254 吨/年.....	21



图表 40: 银泰黄金 2023 年上半年合质金毛利润占比 81%	21
图表 41: 银泰黄金 1H2023 营收同比改善 (单位: 百万元)	22
图表 42: 银泰黄金 1H2023 归母净利润同比增长 29.83%	22
图表 43: 2022 年银泰黄金拥有 173.9 吨黄金资源	22
图表 44: 银泰黄金合质金产销量稳步提升	22
图表 45: 银泰黄金合质金毛利率显著高于同行	22
图表 46: 并购前银泰黄金股权结构	23
图表 47: 并购完成后公司成为银泰黄金控股股东	23
图表 48: 公司自产金产销量增长主要来自在建项目产能扩张	24
图表 49: 营业收入及毛利预测	25
图表 50: 公司历史 PE 水平位于 50-70 倍区间	25



一、山东黄金——业务纯粹的全产业链黄金生产企业

1.1 产业布局全面，资源潜力丰富

山东黄金以黄金开采为主业，拥有勘探、采矿、选矿、冶炼、精炼及黄金产品深加工和销售为一体的完整产业链。公司成立于 2000 年，由山东黄金集团和另外四家发起人共同发起设立。公司 2003 年在上海证券交易所上市，2018 年在香港联合交易所主板挂牌，实现 A+H 股两地上市。

2008 年 1 月，公司收购玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿及青岛金矿鑫汇矿区的勘探及采矿权；以及焦家金矿寺庄矿区及望儿山矿区的采矿权，奠定了公司在山东省内的黄金矿山战略布局。此后，公司陆续收购赤峰柴金矿、西和中宝金矿、源鑫金矿和恒兴控股，实现在内蒙古、甘肃、福建、新疆等省份的黄金矿山战略布局。在国内金矿布局逐步完善的基础上，公司着手收购海外金矿，全资子公司山东黄金香港分别于 2017 年和 2021 年收购了贝拉德罗金矿 50% 股权和卡帝诺公司 100% 股权，资源布局实现海外延伸。

图表1：公司发展历程



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

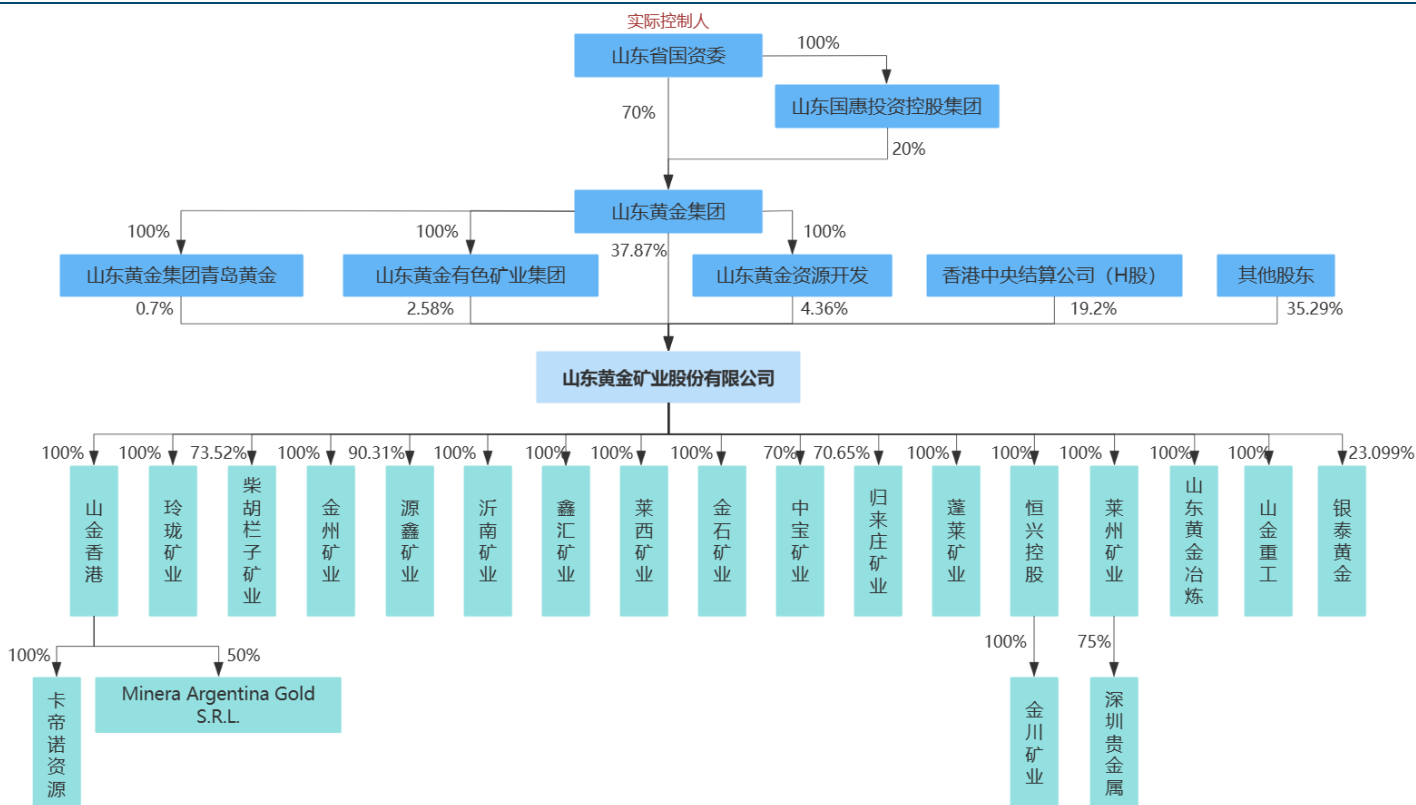
公司股权结构稳定，截至 2023 年半年报，控股股东山东黄金集团直接和间接持有公司 45.51% 股权，公司实际控制人为山东省国资委。

山东黄金集团资源潜力巨大，截至 2022 年 12 月 31 日，共拥有 34 处属于中国境内的金矿探矿权，黄金资源量共计约 659.55 吨；13 处位于中国境内的金矿采矿权，已探明黄金资源量总计约 124.85 吨。根据山东黄金集团进一步落实同业竞争的相关承诺，山东黄金集团有限公司及控制的下属公司在境内所拥有具备注入上市公司条件的与上市公司主业相同或相类似的业务资产都将注入上市公司，成为公司丰富的资源储备。

截至 2022 年底，公司在海内外拥有 16 个黄金矿山，同时拥有山东黄金冶炼和深圳贵金属两家冶炼公司作为境内矿山的冶炼厂，实现黄金资源-采选-冶炼-销售的全面布局。2023 年 7 月公司完成对银泰黄金 20.93% 股权收购，此外公司在二级市场增持银泰黄金 6022 万股股份，合计持有银泰黄金 23.099% 股权，为银泰黄金控股股东。



图表2：公司股权结构图（截至 2023 年半年报）



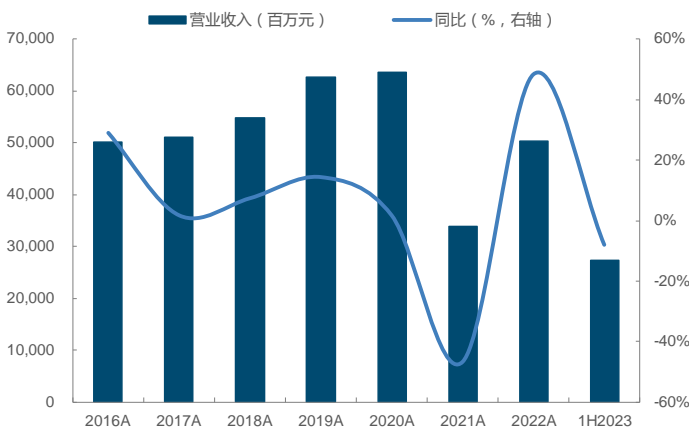
来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

1.2 业绩持续修复，自产金贡献高利润

2021 年受年初山东省内两家地方企业金矿安全生产事故的影响，山东省内地下非煤矿山根据政府要求开展安全检查，公司关键生产经营指标出现大幅下滑，2021 年营业收入同比下降 46.7%，归母净利润下降 109.57%。

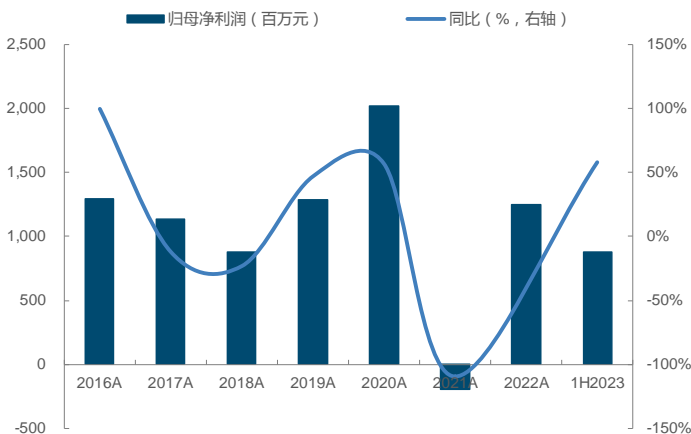
短期冲击逐步消退，业绩持续恢复。公司积极推动所属矿山复工复产，从 2021 年下半年开始黄金产量逐步提升，盈利能力大幅改善。2022 年自产金产量已经接近往年正常水平，带动营业收入同比增长 48.24%至 503.06 亿元，归母净利润 12.46 亿元，实现扭亏为盈。1H2023 公司实现营业收入 274.25 亿元，同比减少 8.03%，公司黄金产量逐步稳定，1H2023 公司销售及管理费率同比下降，公允价值变动收益同比转正，叠加金价上涨增厚利润空间，同期归母净利润 8.80 亿元，同比增长 58.26%。

图表3：营收规模持续恢复



来源：公司 2016-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

图表4：1H2023 归母净利润增长 58.26%



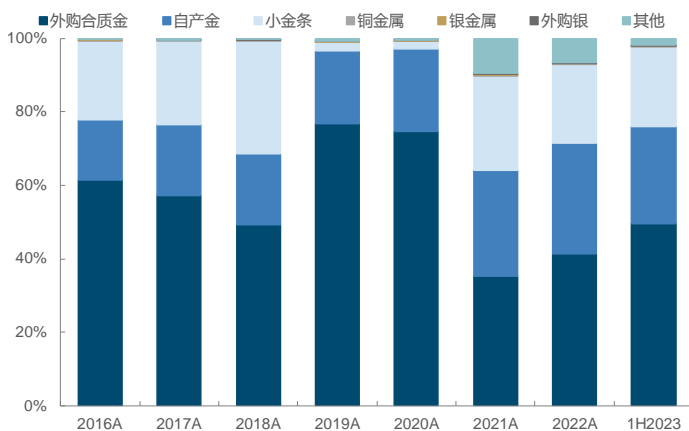
来源：公司 2016-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

公司业务纯粹，黄金业务营收毛利占比均为约 90%。公司主营业务包括自产金、外购合质金加工、小金条加工销售及其他金属的生产销售，其中黄金相关业务占有较高比重。2021

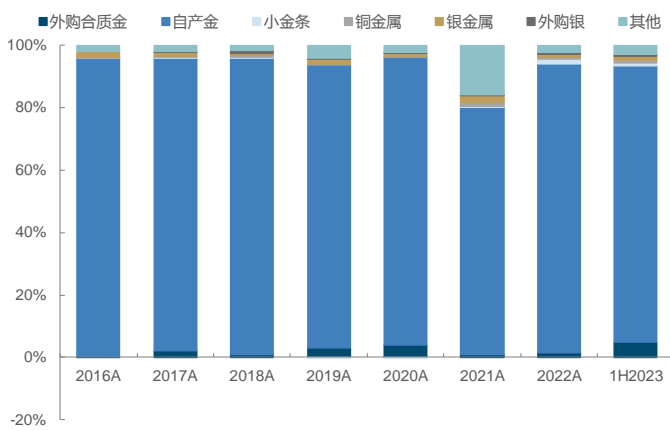


年受山东省安全检查影响，公司黄金产量下滑，黄金业务营收及毛利占比有所回落，随着公司所属金矿恢复生产，2023 年上半年外购合质金、自产金和小金条业务合计营收占比达到 97.69%，毛利占比为 94.5%，其中自产金毛利润占比达到 88.67%。

图表5：1H2023 黄金业务营收占比 97.69%



图表6：1H2023 自产金毛利润占比 88.67%



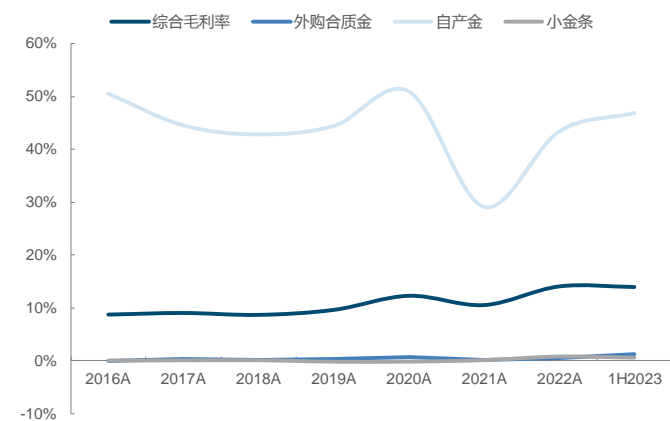
来源：公司 2016-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

来源：公司 2016-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

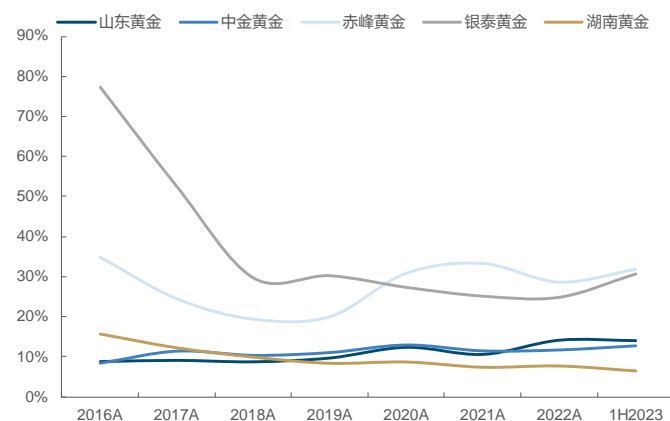
自产金毛利率远高于其他黄金产品。公司自有矿山经采选、冶炼和精炼后生产矿产金，由于资源自主可控、生产具有规模效应，毛利率远高于外购合质金和小金条。2021 年由于安全检查影响，自产金产量下滑导致规模效应减弱、单位成本有所上升，自产金毛利率下滑。随着上述影响逐渐消退，2022 年以来公司自产金毛利率持续回升，2023 年上半年自产金毛利率提升至 46.83%，驱动公司综合毛利率提升至 13.99%。

对比公司与同行业其他公司毛利率，由于公司外购合质金冶炼及小金条业务规模较大、利润空间较薄，对毛利率产生一定拖累，但公司综合毛利率呈现稳步增长状态。我们预计随着公司自产金规模增长，毛利率有进一步提升空间。

图表7：自产金毛利率远高于其他黄金产品



图表8：公司毛利率实现稳步增长



来源：公司 2016-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

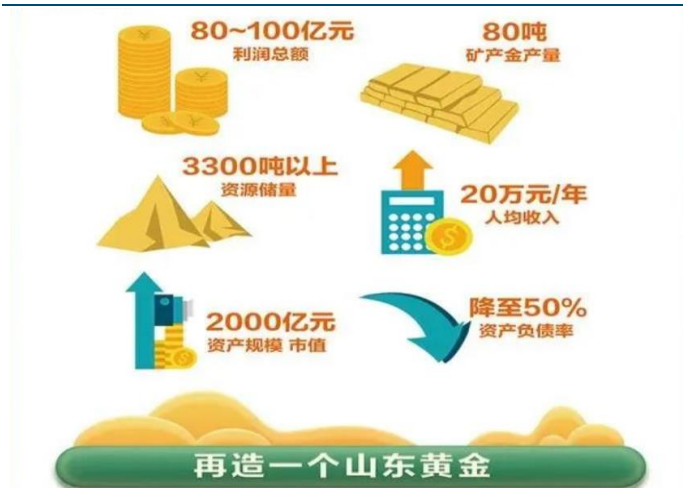
来源：各公司 2016-2022 年年报，各公司 2023 年半年报，国金证券研究所

1.3 “十四五”战略规划清晰明确

山东黄金集团“十四五”战略规划指出，计划到 2025 年集团利润总额达到 80-100 亿元，矿产金产量达到 80 吨，资源储量达到 3300 吨以上，资产规模和上市公司市值均突破 2000 亿元，争取“再造一个山东黄金”；远景目标到 2035 年末年产矿产金 155 吨，利润总额达到 200 亿元，实现资源全球布局、品牌知名度和美誉度大幅提升，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。



图表9：山东黄金集团“十四五”核心指标



来源：山东黄金集团，国金证券研究所

图表10：山东黄金集团 2035 年远景目标



来源：山东黄金集团，国金证券研究所

二、美联储加息末期，实际降息前黄金股相对收益最高

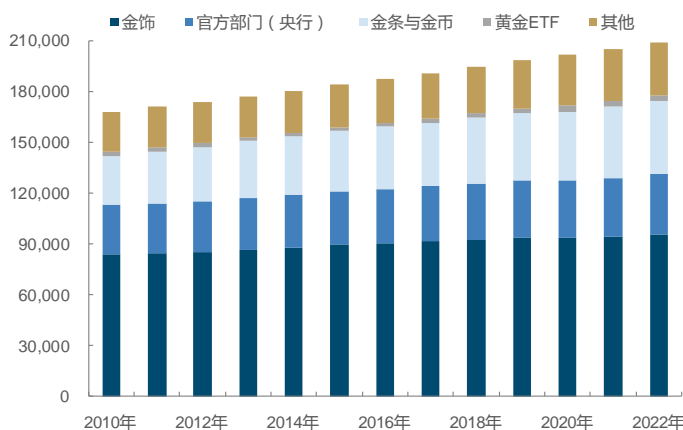
2.1 商品+金融双重属性决定黄金存量形态多样

黄金是一种开采利用历史悠久的贵金属，具备商品和金融两种重要属性。商品属性是黄金作为一种金属，能够用于奢侈加工或应用于工业领域；金融属性是黄金作为一种稀缺元素且性质稳定，能够实现保值和投资的功能。随着经济社会的逐步演进，黄金的金融属性对其价格和需求产生的影响远超商品属性。

由于黄金的化学性质稳定，一旦被开采出来就会以某种形态一直存在。截至 2022 年底，全球地上黄金存量已经达到 20.9 万吨，据世界黄金协会统计，其中约有 2/3 是在 1950 年之后开采的。

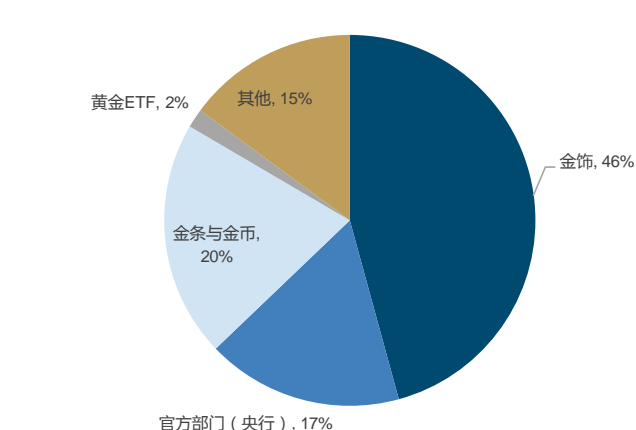
在地上黄金存量中，以金饰形式存在的黄金所占比例最高，2022 年底约为 9.55 万吨，占比 46%。仅次于金饰的是私人投资，包括金条与金币和黄金 ETF 持仓，合计占比达到 22%，其中金条与金币存量约为 4.3 万吨，占比 20%，由实物黄金支持的黄金 ETF 约为 0.35 万吨，占比 2%。此外各国央行持有黄金约占总量的 17%，合计约为 3.57 万吨。其余存量黄金则用于各种工业用途或由其他金融机构持有，约占黄金总量的 15%。

图表11：2022 年底地上黄金存量达到 20.9 万吨



来源：金属聚焦公司，路孚特 GFMS，世界黄金协会，国金证券研究所

图表12：金饰占黄金总量的 46%



来源：金属聚焦公司，路孚特 GFMS，世界黄金协会，国金证券研究所

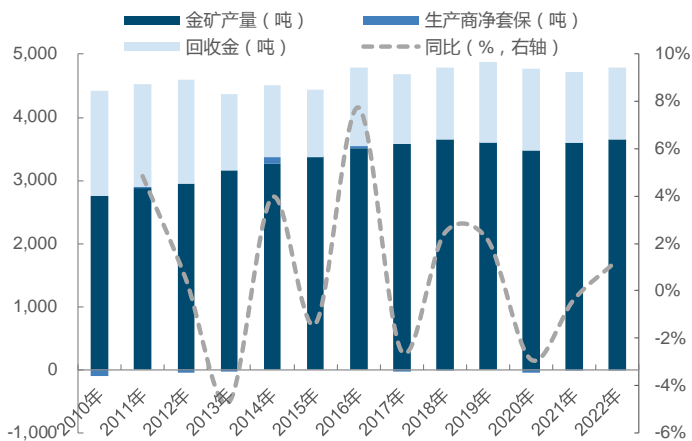
2.2 供给分布均匀稳定，投资需求比重显著提升

黄金供给主要由矿产金、生产商净套保和回收金三部分构成，矿产金是黄金供给的主要来源，在黄金总供给中占比 76% 左右。世界黄金协会数据显示，全球黄金总供应量较为稳定，2016-2022 年维持在 4800 吨左右。其中全球金矿产量呈现逐年上涨趋势，据世界黄金协会统计，金矿产量从 1992 年的 2270 吨增长至 2022 年的 3649 吨，占全年黄金供给量的 76.36%。



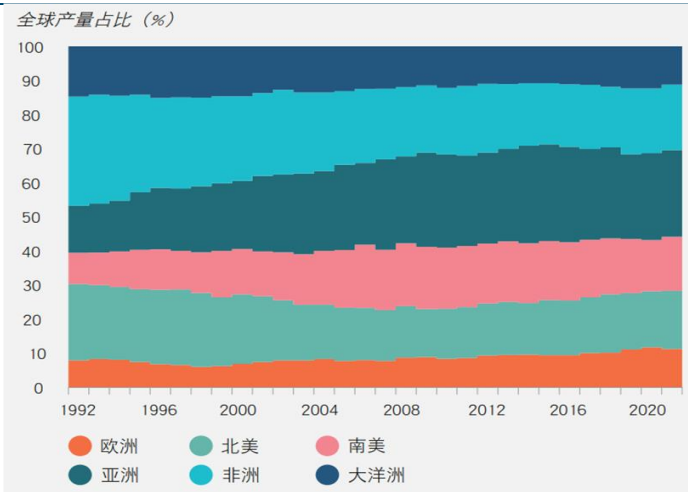
从矿产金供给的地域分布上看，全球金矿产量呈现地区间分布逐渐均匀的趋势。20 世纪 90 年代初，全球黄金供给主要分布在非洲和北美；之后亚洲地区金矿产量快速提升，南美地区黄金产量也呈现增长趋势。当前，全球金矿供给形成了大范围均匀分布的格局，确保黄金的初级供应更加稳定，降低供给冲击带来的风险。

图表13：2022 年全球黄金供给 4779 吨



来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表14：全球黄金供给分布逐渐均衡

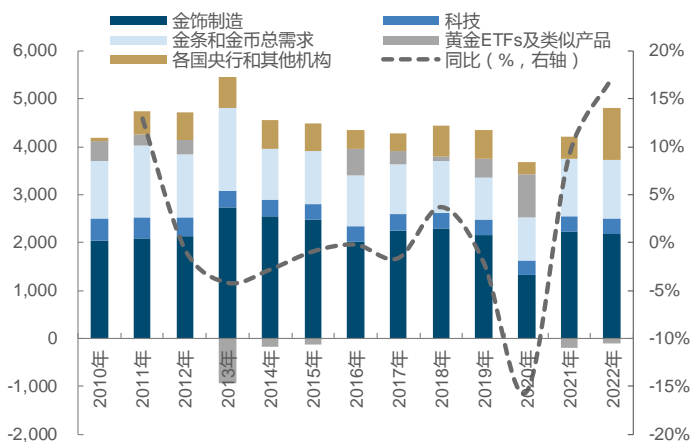


来源：金属聚焦公司, 路孚特 GFMS, 世界黄金协会, 国金证券研究所

全球黄金需求量在疫情前较为稳定，全年需求约为 4300 吨左右。2020 年受全球新冠肺炎疫情冲击，制造金饰对黄金的需求大幅回落，带动全球黄金需求下降 15.51%至 3679.3 吨。后疫情时期，除金饰需求的恢复性增长外，黄金作为投资品的保值功能愈发得到重视，各国央行也开始增强购金力度，推动黄金需求量快速增长，2022 年全球黄金需求已经回升至 4706.3 吨。

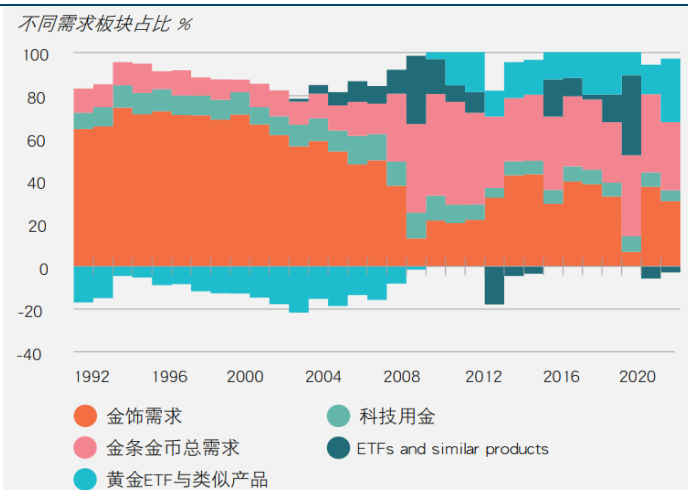
黄金的需求结构从 2000 年开始出现了显著变化，用于打造金饰和科技用金的比例快速下降，商品属性对于黄金总需求的影响有所减弱。与之相对，黄金作为金条、金币等投资品以及各国央行储备的比重逐渐上升。2022 年黄金用于投资和储备的需求量达到 2205.19 吨，占黄金总需求量的比重为 46.86%。

图表15：后疫情时期黄金需求量快速恢复



来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表16：黄金的投资需求占比逐渐加重



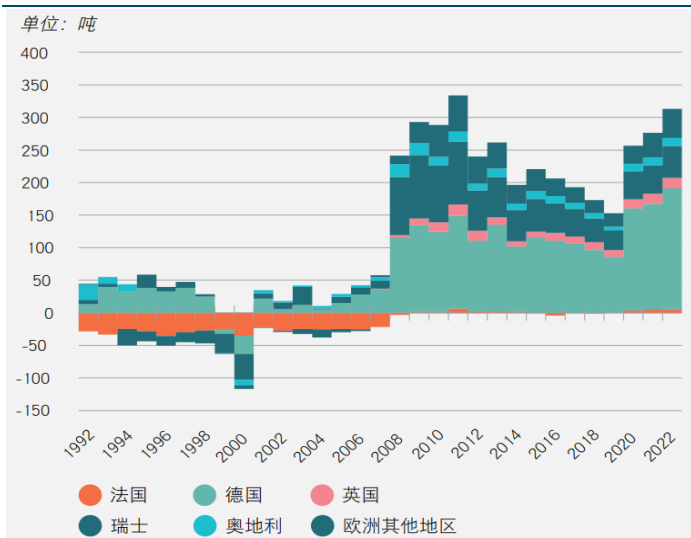
来源：世界黄金协会, 国金证券研究所

欧洲贡献金条和金币需求主要增量。当前欧洲是全球最大的区域性黄金投资市场之一，2022 年金条与金币投资需求达到 314.5 吨，占全球金条与金币投资需求的 25.42%。2000 年以来，欧洲投资金条与金币的需求经历两次激增，第一次是 2008 年全球金融危机爆发，随后主权债务危机席卷欧洲，投资者可以利用黄金资产保护自己的财富，2008 年欧洲金条与金币需求大幅增长；第二次是 2020 年疫情爆发后，欧洲投资黄金的需求再次显著增长，贡献了疫情后全球对金条和金币需求的主要增量。



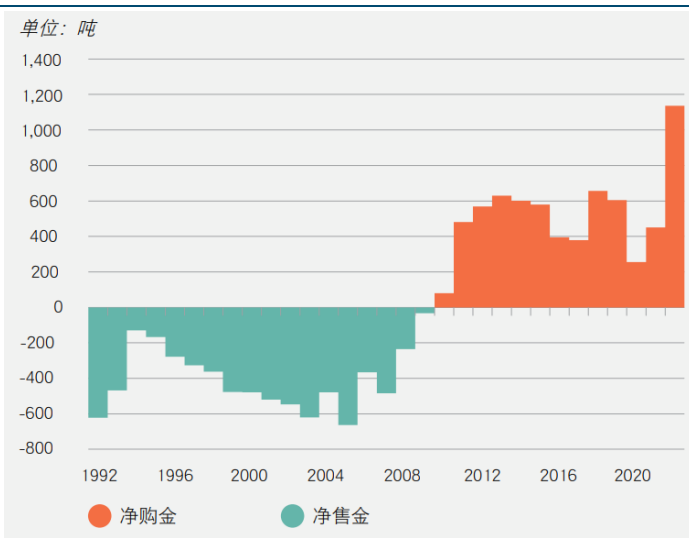
央行成为黄金净购买方。20 世纪 90 年代初至 2010 年之前，全球央行在金本位制和布雷顿森林体系解体以后希望减少大量的黄金储备。然而全球金融危机的爆发对央行转变对黄金储备的心态起到了催化作用，2010 年开始全球央行成为黄金净购买方，在 2010 年至 2022 年间购金达 6815 吨。后疫情时期央行购金节奏进一步加快，仅 2022 年全球央行购金就达到 1078.5 吨。截至 2022 年底，全球官方黄金储备达到 3.57 万吨，占黄金地上存量的 17%。

图表17：疫情后欧洲金条与金币需求激增



来源：金属聚焦公司，路孚特 GFMS，世界黄金协会，国金证券研究所

图表18：各国央行成为黄金净购买方



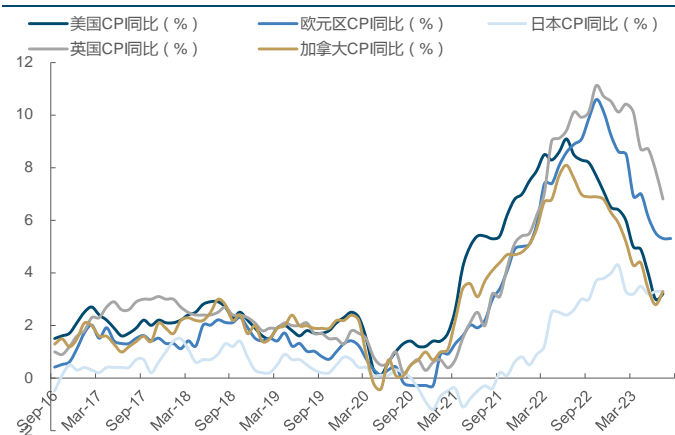
来源：金属聚焦公司，路孚特 GFMS，世界黄金协会，国金证券研究所

2.3 美联储加息周期末端，实际利率或将下行推升金价

根据我们 2023 年 1 月发布的报告《金牛将启，银亦相随》，本轮美联储加息周期的启动叠加全球范围内通胀持续高位，美债收益率曲线逐步从正向结构转为倒挂。本轮倒挂始于 2022 年 7 月，如果按照过去几轮的倒挂持续时间推算，倒挂最长或将持续至 2023 年三季度左右。

2020 年以来美国短端 PCE 通胀数据大幅抬升，在全球主要原材料价格持续上涨的背景下，中长端通胀预期也相应抬升。2023 年以来，全球主要经济体通胀数据显著回落，2023 年 7 月，美国 CPI 同比 3.2%，低于预期的 3.3%，核心 CPI 同比 4.7%，低于预期的 4.8%；7 月 PCE 同比 3.3%，核心 PCE 同比 4.2%，均符合市场预期。

图表19：海外各国 CPI（单位：%）



来源：iFind，国金证券研究所

图表20：美国 PCE 及核心 PCE（单位：%）

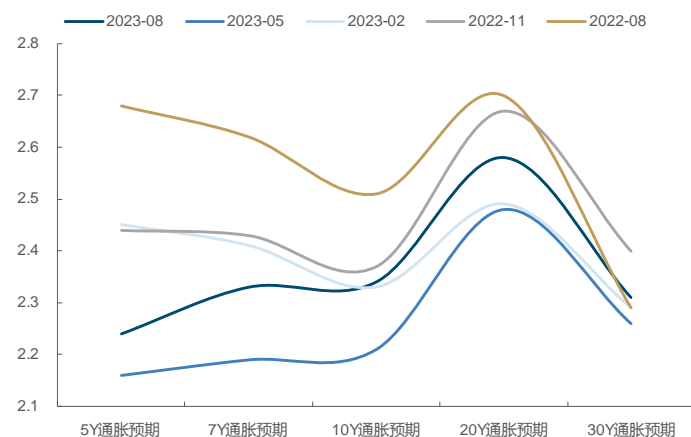


来源：iFind，国金证券研究所

观察过去一年美国通胀保值债券收益率所反映的通胀预期发现，通胀预期期限结构总体表现为倒挂结构，通胀预期运行中枢总体保持冲高回落的态势。以 2023 年 8 月最新数据来看，除了 20 年期略高以外，其他期限均维持在 2.2%-2.4%，相较于美联储 2% 的通胀目标仍有一定下行空间。

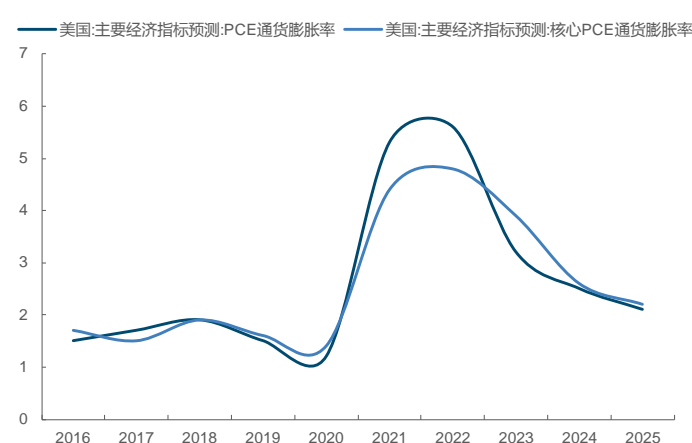


图表21：美国通胀预期期限结构（单位：%）



来源：iFind，国金证券研究所

图表22：美国 PCE 通胀预测（单位：%）



来源：Wind，美联储，国金证券研究所

注：2023-2025 年为预测值

美联储 7 月如期加息 25BP，将联邦基金目标利率上调至 5.25-5.5% 区间。8 月非农数据超预期增加，但失业率上升和前值的下修显示出美国劳动力市场热度和通胀粘性有所减弱，市场对于美联储停止加息预期再度提升。截至 2023 年 9 月 11 日，CME “美联储观察”数据显示：美联储 9 月、11 月、12 月不加息，维持 5.25-5.50% 利率区间的概率分别为 92%、57.7% 和 57%，定价 2024 年 5 月开始降息。整体来看美联储本轮紧缩周期已经接近尾声，市场预期 7 月加息 25BP 将成为本轮周期最后一次加息，并将于 2024 年开始降低名义利率。

复盘历史金价和实际利率，发现呈现显著的负相关关系。黄金作为不生息资产，其价格与美元信用体系息息相关，如果考虑黄金租借利率，黄金更类似一个负息债券，不同期限的美债实际利率中枢趋势性下降时，会促使部分投资者认为持有黄金的机会成本更低，选择持有黄金进而导致金价上涨。

我们认为美联储或将在或将在 3Q2023-4Q2023 释放部分降息预期，在 2024 年及以后逐步实施，而预期释放阶段或将导致美债名义利率曲线逐步回摆，进而导致实际利率期限利差再次走扩，不同期限利率中枢整体下移，有利于推动黄金价格进一步上涨。

图表23：金价（美元/盎司）与实际利率（%）负相关



来源：iFind，国金证券研究所

2.4 实际降息前黄金股相对收益最高

根据我们 2023 年 4 月发布的报告《实际降息前黄金股相对收益最高》，美联储实际降息前为黄金权益资产相对收益最明显的时间段，目前黄金和黄金股更多为择时问题，而美联储大概率降息时点至实际降息时点为黄金和黄金股涨幅最明显阶段，可提前逐步布局。我们认为：



(1) 停止加息至开始降息时间段为黄金股票配置最优时间段。美联储停止加息或者即将停止加息的时间点开始直到美联储开始首次或第二次降息的时间点是黄金股票配置的最佳时间区间，此区间内黄金股票的相对收益更为明显。

(2) 第二或第三次降息至预期流动性边际收紧时间段为黄金股票配置次优时间段。美联储一轮降息周期的第二或第三次降息时间点开始直到预期美联储流动性边际收紧的时间段，黄金价格的相对涨幅会超过前一时间段。此时间段内黄金股票虽然依然存在绝对收益，但是相对收益显著低于前一时间段，且相对收益获取难度较大，需要承受较大的区间波动。另外，这一时间段内对择股的要求显著提高，如果选择的标的的基本面一般则可能没有相对收益，只有未来几年产量增速显著超预期的标的才能实现显著超额收益。

(3) 流动性放松时点较易把握，流动性收紧时点需多重数据验证。过去两轮最优配置时段内，美联储释放流动性的时间点与全球性重大风险事件关联度较高，且在实际宽松前均存在相关信号出现。而在流动性边际收紧时点，可能与当时的经济数据有关，或与美联储货币政策工具的切换有关，流动性收紧的时间点只能后验判断。

(4) 流动性的量和价同样重要，降息+扩表的货币政策组合对金价和黄金股票更友好。

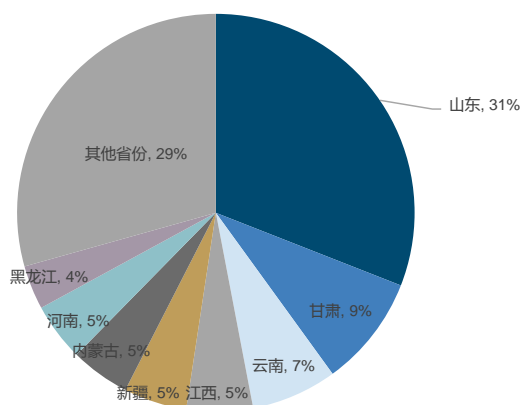
(5) 黄金权益交易已进入右侧时点，把握降息前的相对收益最易获得阶段。虽然目前市场预期 7 月份还存在 25BP 的加息幅度，但是从 2022 年 11 月美联储降低加息幅度以后，金价和黄金股票已经进入右侧交易机会，7 月份的加息与否并不影响这一判断。对于年内美联储是否降息以及何时降息，其对于黄金股票更多来说是相对收益最易获得阶段结束时的判断。从历史复盘来看，一旦美联储实际首次或第二次降息，意味从此开始黄金股票相对收益获得难度加大，需要寻找市场内此前被低估的高成长性标的。

三、海内外布局黄金资源，增储潜力巨大

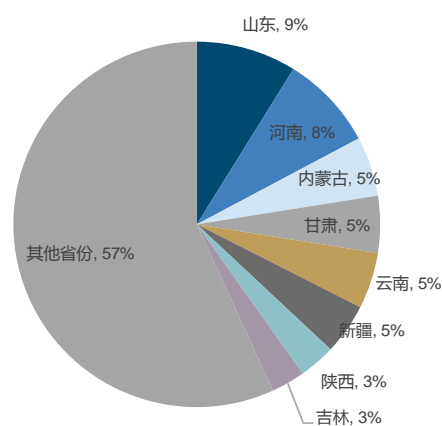
我国金矿资源地区分布不均衡，具有空间集中分布特征。据自然资源部统计，2022 年我国黄金储量为 3127.46 吨，储量前十大省份分别为：山东、甘肃、云南、江西、新疆、内蒙古、河南、黑龙江、西藏和贵州，其中山东省黄金储量远超其他各省，为 967.93 吨，占全国黄金储量比例为 31%。

据《中国黄金年鉴 2022》，2021 年全国矿产金产量为 258.09 吨，其中山东、河南、内蒙古、甘肃、云南和新疆为产金大省，合计矿产金 95.47 吨，占全国产量比重为 37%。

图表24：2022 年各省黄金储量占比



图表25：2021 年各省矿产金产量占比



来源：自然资源部，国金证券研究所

来源：《中国黄金年鉴 2022》，国金证券研究所

公司资源战略布局符合我国黄金资源分布，有助于充分利用资源优势，实现规模效应：依托胶东黄金成矿带金矿富集的地理优势，建立胶东黄金基地；以西和中宝和大桥金矿为甘肃地区黄金资源桥头堡，目标打造甘肃地区黄金基地。

3.1 黄金资源实现海内外布局，探矿增储持续推进

公司自成立以来，以山东省内为起点，通过内部探矿增储和外部并购逐步扩张资源版图，目前已经形成“山东省内-山东省外-海外”协同发展的资源布局，截至 2022 年底保有黄金资源总量 1431.4 吨，黄金储量 565.18 吨，权益资源量和权益储量分别为 1318.56 吨和 497.48 吨。

山东省内是公司金矿资源量最大、分布最为密集的区域，保有黄金资源量 943.72 吨，占



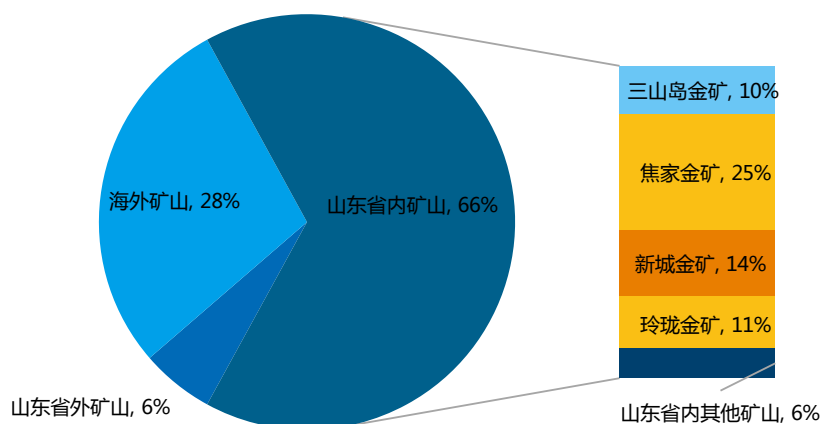
公司黄金资源总量的 65.93%，其中四大主力矿山三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿保有黄金 855.37 吨，占公司黄金资源总量的比重达到 59.76%。

图表26：公司保有黄金资源量 1431.4 吨、储量 565.18 吨

矿山名称	主要品种	资源量				储量			
		总计	品位	黄金金属量	黄金金属量	总计	品位	黄金金属量	黄金金属量
				(100%基准)	(权益基准)			(100%基准)	(权益基准)
		(Mt)	克/吨	(t)	(t)	(Mt)	克/吨	(t)	(t)
三山岛金矿	金	47.80	3.07	146.58	146.58	18.60	2.72	50.64	50.64
焦家金矿	金	104.00	3.37	350.52	350.52	23.71	3.68	87.18	87.18
新城金矿	金	59.32	3.38	200.71	200.71	17.89	3.33	59.59	59.59
玲珑金矿	金	54.94	2.87	157.56	157.56	6.60	2.28	15.04	15.04
归来庄金矿	金	2.50	3.52	8.79	6.21	0.46	3.75	1.72	1.22
金洲金矿	金	4.06	3.12	12.67	7.99	1.98	2.90	5.75	3.53
鑫汇公司	金	9.97	3.67	36.58	36.58	5.97	3.46	20.69	20.69
莱西公司	金	3.27	1.96	6.41	6.41	1.77	1.70	3.01	3.01
蓬莱金矿	金	1.99	7.25	14.42	14.42	1.13	5.27	5.98	5.98
沂南金矿	金	6.06	1.57	9.48	9.48	1.73	1.36	2.34	2.34
山东省	金	293.91	3.21	943.72	936.46	79.84	3.15	251.94	249.22
赤峰柴矿	金	2.47	3.01	7.43	5.46	1.71	2.75	4.72	3.47
福建源鑫金矿	金	0.55	4.82	2.65	2.39	0.26	3.96	1.03	0.93
西和中宝金矿	金	13.56	2.28	30.86	21.60	5.47	2.29	12.51	8.76
新疆金川	金	44.66	0.91	40.46	40.46	21.42	0.84	18.03	18.03
省外合计	金	61.24	1.33	81.40	69.91	28.86	1.26	36.29	31.19
中国小计	金	355.15	2.89	1,025.12	1,006.37	108.70	2.65	288.23	280.41
贝拉德罗矿	金	277.09	0.68	188.18	94.09	169.63	0.71	119.75	59.87
卡帝诺	金	194.20	1.12	218.10	218.10	138.60	1.13	157.20	157.20
总计	金	826.44	1.73	1,431.40	1,318.56	416.93	1.36	565.18	497.48

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

图表27：山东省内资源占公司总资源量 66%



来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

公司在现有矿山资源的基础上持续进行探矿增储工作，增厚资源储备。赤峰柴金矿、归来庄金矿和源鑫金矿三座矿山都在进行探矿找矿工作，为增强公司资源实力奠定基础。


图表28：公司现有三项探矿工程

矿山名称	探矿工程	2022 年底黄金资源量 (吨)	预算金额 (亿元)	2023 年半年报进度
赤峰柴金矿	温家地探矿工程	7.43	4	65.23%
归来庄金矿	归来庄探矿井工程	8.79	4.41	31.85%
源鑫金矿	源鑫地质探矿工程	2.65	3.87	68.02%

来源：公司 2023 年半年报，国金证券研究所

3.2 背靠山东黄金集团，资源储量潜力巨大

山东黄金集团成立于 1996 年，黄金产量、资源储备、经济效益、技术实力均居于全国黄金行业前列。截至 2022 年底，山东黄金集团拥有 35 宗探矿权和 13 项采矿权，其中 22 宗已探明的探矿权查明金金属量 659.55 吨，采矿权保有金金属量 124.85 吨，此外还有 12 宗探矿权尚未探明资源量。

因青海山金矿业有限公司、海南山金矿业有限公司、山东黄金金创集团有限公司、嵩县山金矿业有限公司、招远市九洲矿业有限公司、山东成金矿业有限公司等企业存在资源储量尚未探明、盈利前景尚不明朗或主要资产权证有待规范等情况，山东黄金集团有限公司、山东黄金有色矿业集团有限公司无法如期完成前述企业的处置工作。公司 2022 年 11 月 10 日召开董事会和监事会，审议通过《关于山东黄金集团有限公司、山东黄金有色矿业集团有限公司进一步落实同业竞争相关承诺的议案》，山东黄金集团和山东黄金有色矿业集团承诺对上述与黄金业务相关的资产，将于 2025 年 11 月 10 日前通过优先注入山东黄金，在不符上述注入山东黄金相关条件或者山东黄金不愿意收购的情形下经事先征得山东黄金同意出售给无关第三方等方式，稳妥推进同业竞争的解决。

山东黄金集团全资子公司山东黄金地质矿产勘查有限公司持续对探矿权范围内进行勘探工作。2023 年 5 月，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，累计金金属量约 580 吨，是目前为止国内探获的最大单体金矿床，属世界级巨型单体金矿，对于进一步稳固山东省全国最大黄金生产基地地位有着重要意义。西岭金矿探矿权范围内资源量的增厚，带动山东黄金集团探矿权范围内已查明的金金属量增至 856.97 吨。

西岭金矿探矿权毗邻公司所属的三山岛金矿，根据山东黄金集团与公司之间的避免同业竞争承诺，在西岭金矿探矿权具备转让条件时，山东黄金集团将按照承诺敦促山东黄金地勘公司将西岭金矿探矿权按照程序注入公司，届时将进一步增强公司资源实力，为公司黄金产量的增长奠定资源保障。

2023 年 8 月，公司全资子公司蓬莱矿业拟以现金方式收购山东黄金金创集团有限公司所持烟台市蓬莱区大柳行金矿燕山矿区相关资产及负债的资产包，包括山东黄金金创集团有限公司燕山矿区采矿权、山东省烟台市蓬莱区磁山矿区金矿勘探探矿权、山东省烟台市蓬莱区土屋金矿区深部金矿详查探矿权等 3 宗矿业权及相关资产、负债及人员。上述矿权位于位于山东省蓬莱区黄金成矿地带，与蓬莱矿业现有矿业权地理位置临近、边界相邻，能够实现地域上的集中，进行矿权整合。未来整合完成后，将有利于发挥资源开发及利用的整体协同效应，实现集约化开采并利用现有选矿能力降低开采成本，增强公司盈利能力。


图表29：山东黄金集团探矿权和采矿权黄金资源达到 981.82 吨

探矿权名称	查明金金属量 (吨)	采矿权名称	保有金金属量 (吨)
山东省莱州市仓上-潘家屋子地区金矿勘探	0.39	莱州鲁地矿业投资开发有限公司金城金矿	73.40
山东省莱州市留村金矿中深部详查	2.00	山东黄金金创集团有限公司燕山矿区	3.48
山东省莱州市上马家金矿勘探	0.22	山东黄金金创集团有限公司庵口矿区	6.25
山东省莱州市西岭村金矿勘探	580.00	山东金创股份有限公司上口王李金矿区	3.88
山东省蓬莱市磁山矿区金矿勘探	3.86	山东金创股份有限公司黑金顶矿区	1.54
山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	3.60	山东金创股份有限公司黑岚沟矿区	6.72
山东省蓬莱市土屋金矿区深部金矿详查	0.57	山东金创股份有限公司齐沟一分矿	1.65
山东省蓬莱市大柳行北部地区金矿详查	5.43	青岛金星矿业股份有限公司	5.19
山东省烟台市蓬莱区门楼地区金矿详查	4.98	海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿	16.04
山东省蓬莱市石家地区金矿详查	10.94	嵩县山金矿业有限公司	3.97
山东省蓬莱市齐沟一分矿区深部及外围金矿勘探	0.87	福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿	0.94
山东省蓬莱市黑岚沟金矿深部及外围详查	1.48	青海山金矿业有限公司都兰县果洛龙洼金矿	0.98
山东省烟台市蓬莱区初格庄北金矿详查	5.89	福建省政和县香炉坪矿业有限公司香炉坪银矿	0.81
山东省平度市旧店金矿区深部普查	1.48	合计	124.85
山东省招远市水旺庄矿区金矿勘探	186.10		
山东省招远市李家庄矿区金矿勘探	17.05		
福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	0.89		
青海省都兰县阿斯哈（可热）地区金矿详查	8.03		
青海省都兰县瓦勒尔金矿详查	8.02		
青海省都兰县果洛龙洼金矿详查	12.94		
青海省都兰县按纳格金矿详查	1.67		
青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查	0.56		
合计	856.97		

来源：公司 2022 年年报，关于控股股东下属子公司探获巨型金矿的公告，国金证券研究所

注：已包括西岭金矿 2023 年新探明的约 200 吨金金属量

3.3 合资公司竞得矿权，开拓西部资源布局

为拓展新的黄金资源开发基地，推进矿产资源开发高质量发展，2023 年 1 月公司拟与甘肃资产管理有限公司共同出资设立合资公司，作为整合及开发甘肃优质黄金矿产资源的主体。公司以货币出资 2.7 亿元，占合资公司注册资本的 60%，甘肃资管公司以货币出资 1.8 亿元，占注册资本的 40%。

2023 年 5 月，公司与上述控股子公司金舜矿业同时参与甘肃省陇南市西和县大桥镇鱼洞村大桥金矿采矿权的竞拍，最终公司控股子公司金舜矿业以 86,569.56 万元竞得大桥金矿采矿权。

大桥金矿位于甘肃省陇南市西和县大桥乡，区域上属西秦岭造山带东段，成矿地质条件优越。储量估算基准日（2010 年 11 月 30 日）矿山保有矿体和低品位矿体资源量合计矿石量 2839.67 万吨，保有黄金金属量 52.25 吨、伴生银 137.63 吨。大桥金矿 2012 年至 2020 年 7 月正常生产，动用工业矿体 291.32 万吨，其中含有黄金 9.85 吨、伴生银 21.30 吨，未动用低品位矿体，2020 年 8 月由于尾矿库滑坡原因停产至今。据此我们测算当前大桥金矿保有黄金资源 42.40 吨、伴生银 116.33 吨。

大桥金矿位于公司在产矿山西和中宝金矿附近，该采矿权的成功获取有利于公司打造陇南黄金资源开发新基地，加强资源储备，进一步增强公司整体实力和影响力。


图表30：据测算大桥金矿当前保有黄金42.4吨

矿体种类	矿石量 (万吨)	金属种类	金属量 (千克)	品位 (克/吨)
储量估算基准日 (2010 年 11 月 30 日)				
矿山保有矿体	967.97	黄金	31,981	3.30
		伴生银	68,280	7.05
低品位矿体	1,871.70	黄金	20,267	1.08
		伴生银	69,350	3.71
合计	2,839.67	黄金	52,248	
		伴生银	137,630	
储量估算基准日至评估基准日 (2022 年 5 月 31 日) 矿山动用工业矿体				
矿山保有矿体	291.32	黄金	9,848.31	3.38
		伴生银	21,304.51	7.31
当前资源量 (测算)				
矿山保有矿体	676.65	黄金	22,132.69	3.27
		伴生银	46,975.49	6.94
低品位矿体	1,871.70	黄金	20,267	1.08
		伴生银	69,350	3.71
合计	2,548.35	黄金	42,399.69	
		伴生银	116,325.49	

来源：关于控股子公司竞拍取得矿业权的公告，国金证券研究所

四、重点金矿建设进行时，产量增长未来可期

4.1 矿产金产量逐步恢复，位居国内黄金企业前列

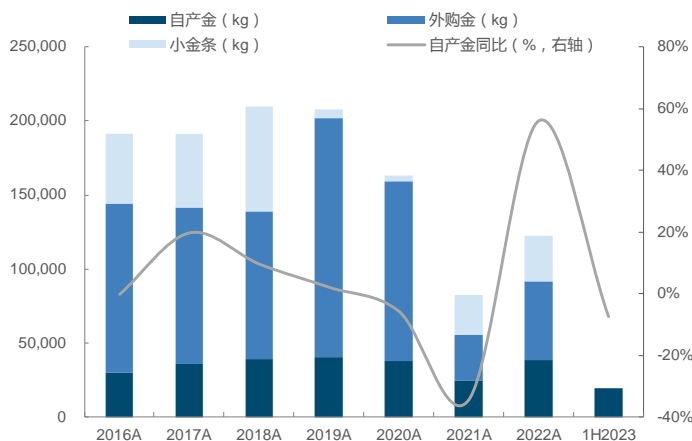
公司主要黄金产品为自产金、外购金和小金条。外购金为外购合质金，经冶炼公司精炼生产成标准金锭通过上海黄金交易所进行销售，小金条业务是公司采购标准金锭加工制成小金条等黄金产品进行销售。

依托优质的黄金矿山资源，公司正常生产状态下年产自产金约 38 吨。2021 年受山东省内矿山停产安全检查工作影响，公司山东省内矿山生产运营受到较大冲击，同时区域矿山停产也导致合质金原材料供应紧缺，故 2021 年公司自产金和外购金产量均出现下滑，自产金产量下降 36.06%至 24.78 吨，外购金产量下滑 74.24%至 30.99 吨。而小金条受价格波动市场投资需求增加，产量同比大幅增加 594.54%至 26.73 吨。

随着山东省内矿山复工复产和区域矿山原材料供应恢复，2022 年公司自产金和外购金产量均出现恢复性增长，自产金产量增长 56.06%至 38.67 吨，在国内主要黄金上市公司中位居第二，仅次于紫金矿业；外购金产量增长 71.18%至 53.05 吨。2022 年全国境内矿山矿产金产量有 50.12%来自大型黄金企业（集团），公司境内矿山产金 32.62 吨，占其中的 22%，是中国境内矿产金产量最高的上市公司。2023 年上半年，公司完成矿产金产量 19.57 吨，占全国矿产金的 13.98%，继续保持国内黄金行业领先地位。

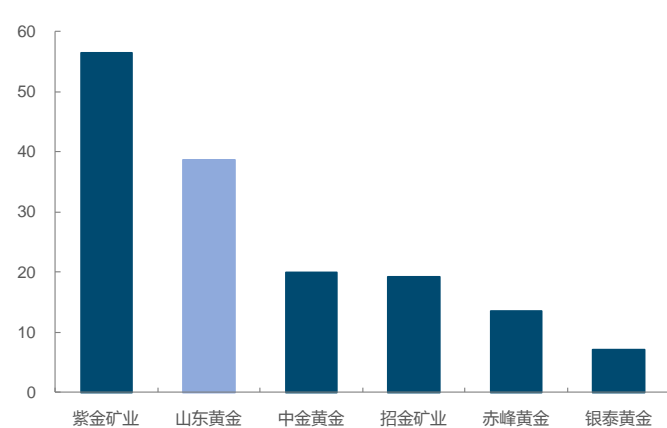


图表31：1H2023 公司自产金 19.57 吨



来源：公司 2016-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

图表32：2022 年公司黄金产量在国内主要公司位居第二



来源：各公司 2022 年年报，国金证券研究所

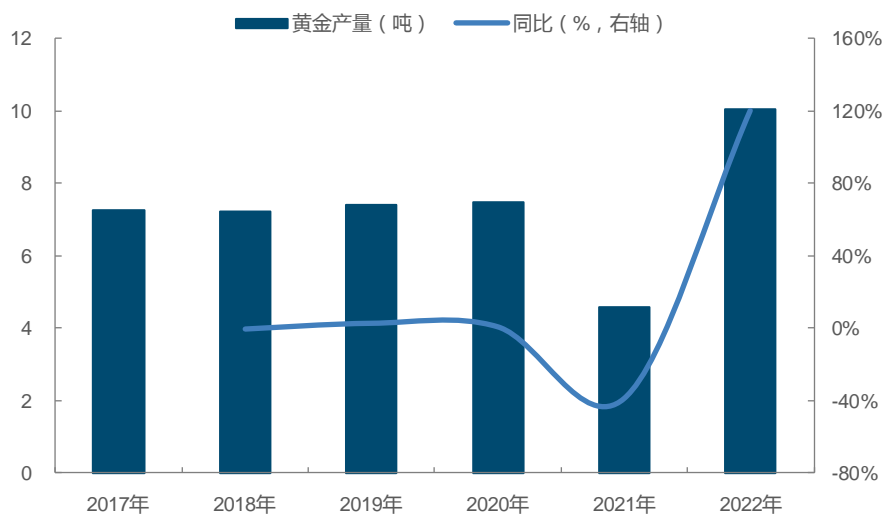
4.2 在产矿山开发扩建项目规划产能扩张

为推进产能持续提升，公司积极推进焦家矿区（整合）金矿资源开发工程、三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程、玲珑金矿东风矿区扩能扩界工程、新城金矿采选扩建工程等一系列矿山建设项目。

(1) 焦家金矿

焦家金矿是公司重点黄金生产矿山，截至 2022 年底保有黄金资源量 350.52 吨，2022 年实现年产黄金 10.04 吨，成为全国第一家年产黄金超过 10 吨的单体矿山企业。

图表33：焦家金矿 2022 年黄金产量突破 10 吨



来源：公司 2017-2022 年年报，国金证券研究所

为落实山东省、烟台市各级政府关于金矿矿产资源整合方案，公司投资 82.73 亿元以全资子公司莱州公司为整合主体，对焦家金矿等 14 个矿业权进行资源整合及统一开发。整合范围面积 18.507 平方公里，开采深度自+150m~-1,880m 标高，整合范围内包括焦家、望儿山、东季、马塘等金矿，保有资源量 12,611.45 万吨、金金属量 442.24 吨。

图表34：焦家矿区整合区域内保有金金属量 442.24 吨

	资源量 (万吨)	平均品位 (克/吨)	金金属量 (吨)
整合矿区内保有资源	12,611.45	3.51	442.24
设计利用资源	10,701.83	3.51	375.63

来源：定向增发募集说明书，国金证券研究所

截至 2023 年 6 月，莱州公司已取得焦家金矿等 14 个矿业权整合后的采矿许可证，除金城金矿外，其余 13 个整合范围内的矿业权相关资产均已归属于莱州公司。金城金矿采矿权



实质上归属于山东黄金集团下属全资子公司莱州鲁地矿业投资开发有限公司,莱州公司已与鲁地公司就金城金矿采矿权签署租赁协议。

图表35: 焦家矿区整合方案包含 14 项矿权

序号	金矿名称	矿业权类型	状态
1	焦家金矿	采矿权	已建矿山
2	望儿山金矿	采矿权	已建矿山
3	寺庄矿区	采矿权	已建矿山
4	马塘矿区	采矿权	已建矿山
5	马塘二矿区	采矿权	已建矿山
6	东季矿区	采矿权	已建矿山
7	后赵金矿	采矿权	已建矿山
8	朱郭李家金矿	采矿权	未建设矿山
9	金城金矿	采矿权	未建设矿山
10	焦家矿区深部及外围金矿南部详查	探矿权	未建设矿山
11	马塘二矿区深部及外围金矿勘探	探矿权	未建设矿山
12	后赵北部矿区金矿勘探	探矿权	未建设矿山
13	南吕-欣木地区金矿勘探	探矿权	未建设矿山
14	前陈-上杨家矿区金矿勘探北段	探矿权	未建设矿山

来源: 定向增发募集资金可行性分析报告, 国金证券研究所

焦家矿区(整合)金矿资源开发工程项目建设期6年,根据项目可行性分析,达产后预计出矿能力达到2万吨/天,全年出矿660万吨,平均出矿品位3.04克/吨。为匹配整合后矿区的出矿能力,公司拟新建朱郭李家选矿厂,并结合现有焦家金矿选矿厂8000吨/天选矿能力,确保达产后上述两条选矿厂生产线合计达到2万吨/天的选矿能力,年均产浮选金精矿29.006万吨,含黄金18.85吨,较整合前的黄金产量显著提升。2023年6月,公司拟定向增发募集焦家矿区资源开发工程项目所需资金。

2022年焦家金矿取得资源整合后的采矿许可证,全年生产黄金10.04吨,相比往年正常生产时期的平均产量提升约2.5吨,资源整合效果已经初步显现。

(2) 三山岛金矿

三山岛金矿是亚洲最大的地下金矿之一,通过数字化转型,驱动创新发展,逐步建立了5G、物联网、云计算、大数据、人工智能等技术融合的智能矿山架构,2022年生产黄金54.6吨。

公司2020年规划三山岛金矿矿产资源开发利用(扩界扩能)工程,计划通过7年建设,将三山岛金矿采选能力从8000吨/天扩建至15000吨/天。2022年开工建设三山岛副井工程,该工程井深达到1915米,是“亚洲第一深井”,截至2023年半年报,井筒掘进累计完成1035米,完成井筒设计深度(1915米)的54%。

山东黄金集团旗下地勘公司拥有的西岭金矿探矿权毗邻三山岛金矿,根据勘探结果,西岭金矿保有黄金资源量580吨。待山东黄金集团培育西岭金矿资产并根据避免同业竞争承诺注入公司后,三山岛金矿和西岭金矿将形成生产协同,提升公司黄金生产能力、形成规模效应。

(3) 玲珑金矿

玲珑金矿是公司在山东招远-莱州地区的主力矿山之一,2017年成为国内首个产金突破100吨的单体黄金矿山。受采矿许可证到期停产影响,2022年玲珑金矿产量仅为1.1吨。

在山东省新一轮生态保护红线方案批复后,玲珑金矿取得省内“第一批”延续采矿许可证。东风矿区于2022年12月取得延续后的采矿许可证及安全生产许可证,2023年1月复产;玲珑矿区于2022年12月取得延续后的采矿许可证,2023年5月完成生产系统优化调整项目的安全设施设计审查,6月份取得批复,目前正在进行安全设施整改,尚未复工复产。

公司计划投资12.27亿元用于玲珑金矿东风矿区扩能扩界工程项目建设,当前项目建设进度已经过半,建成后将提升玲珑金矿的黄金产量和资源利用效率。

(4) 新城金矿



新城金矿作为绿色矿山建设先行者，在绿色、环保、可持续发展的生态矿业建设之路上矢志前行，首批入选“国家级绿色矿山”试点单位。

新城金矿采选扩建工程计划将采选产能由 6500 吨/天扩建至 8000 吨/天，2022 年 4 月 20 日新城金矿顺利取得资源整合后的新采矿许可证，采矿权面积达到 13.75 km²，开采深度许可-1835 米，生产规模由 41.25 万吨/年提高至 264 万吨/年。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。

(5) 鑫汇金矿

鑫汇金矿 2022 年底保有黄金资源量 36.58 吨，2022 年生产黄金 1433.1 千克。2023 年 3 月青岛市发改委同意建设山东黄金矿业（鑫汇）有限公司鑫汇金矿采选扩能工程项目，项目矿区面积 7.0473km²，开采标高+34.1m 至-1170.0m，采矿生产规模由 33.0 万 t/a 增加至 82.5 万 t/a。

(6) 赤峰柴金矿

赤峰柴胡栏子金矿是公司布局山东省外黄金资源收购的第一座矿山，截至 2022 年底保有黄金资源量 7.43 吨，2022 年产金 1727.95 千克。当前赤峰柴矿选矿能力为 1250 吨/天，已经取得 2000 吨/天扩建项目核准批复及配套尾矿库扩建的环境影响报告书批复，副井工程于 2022 年底正式开工建设。

图表36：在产矿山规划产能扩张

项目名称	当前产能	规划产能	项目情况
焦家矿区（整合）金矿资源开发工程	8000t/d	20000t/d	以全资子公司莱州公司为整合主体，对焦家金矿等 14 个矿业权进行资源整合及统一开发，整合范围面积 18.507 平方公里，开采深度自+150m~-1,880m 标高，全年出矿 660 万吨，平均出矿品位 3.04 克/吨。
三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程	8000t/d	15000t/d	计划投入 106.73 亿元，计划通过 7 年建设，将三山岛金矿采选能力从 8000 吨/天扩建至 15000 吨/天。
玲珑金矿东风矿区扩能扩界工程	4450t/d	-	2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证及安全生产许可证，2023 年 1 月复产，截至 2023 年半年报建设进度 53.7%。
新城金矿采选扩建工程	6500t/d	8000t/d	2022 年 4 月 20 日新城金矿顺利取得资源整合后的新采矿许可证，采矿权面积达到 13.75 km ² ，开采深度许可-1835 米，生产规模由 41.25 万吨/年提高至 264 万吨/年，截至 2022 年底项目进度 33.15%。
鑫汇金矿采选扩能工程	30 万 t/a	82.5 万 t/a	项目矿区面积 7.0473km ² ，开采标高+34.1m 至-1170.0m，采矿生产规模由 33.0 万 t/a 增加至 82.5 万 t/a。
赤峰柴金矿扩建项目	1250t/d	2000t/d	已经取得 2000 吨/天扩建项目核准批复及配套尾矿库扩建的环境影响报告书批复，副井工程于 2022 年底正式开工建设。

来源：公司公告，定向增发募集说明书，公司 2019 年跟踪评级报告，青岛市发改委，国金证券研究所

注：玲珑金矿当前产能为整体产能，非东风矿区产能

4.3 海外 Namdini 项目资源丰富，经济效益显著

2021 年 3 月末，公司完成对澳大利亚、加拿大两地上市公司卡帝诺资源有限公司的要约收购，卡帝诺资源成为山东黄金香港的全资子公司，同时在澳、加两地退市。

卡帝诺资源的核心资产是位于加纳东北部 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 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。据卡帝诺资源公告，Namdini 项目拥有探明加控制资源量 653 万盎司黄金（约 203.1 吨），平均品位 1.12 克/吨，推断资源量 46 万盎司黄金（约 14.3 吨），平均品位 1.20 克/吨，资源量排名公司所属矿山第二位，具有良好的经济效益前景。


图表37: Namdini 项目拥有黄金资源量约 218 吨

	矿石量 (亿吨)	平均品位 (克/吨)	金金属量 (吨)
储量	1.39	1.13	157.2
资源量 (探明+控制)	1.81	1.12	203.1
资源量 (推断)	0.12	1.20	14.3

来源: 关于以场外要约收购方式收购 Cardinal Resources Limited 的公告, 国金证券研究所

目前 Namdini 项目已经完成了项目可研、EPCM 总承包商的选聘工作, 正稳步有序推进项目施工图设计、设备选型等项目建设的相关工作; 现场工作方面, 已基本完成社区搬迁工作, 进矿道路、供电线路、营地建设、水井工程、IT 通讯工程等工作正有序开展。根据可研报告, Namdini 项目建设周期为 27 个月, 我们预计将于 2025 年之后投产, 投产后平均年产黄金 8.9 吨, 将显著提升公司的黄金产量和市场地位。

4.4 冶炼产能充足, 矿山扩建后将实现结构优化

除福建源鑫金矿外包选矿工作外, 公司每座矿山均配有自有选矿厂, 负责矿山所开采矿石的选矿, 大部分矿山经过选矿和初级冶炼后将金精矿和合质金运送至山东黄金冶炼公司进行精炼。截至 2022 年底, 公司下属选矿厂设计总产能达到 53650 吨/天, 待上述项目建成投产后, 采选能力进一步提升, 为公司矿产金产量持续增长保驾护航。

图表38: 公司 2022 年底选矿产能 53650 吨/天

选矿厂	设计选矿能力 (吨/天)	选矿及冶炼安排
三山岛金矿	8,000	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
焦家金矿	8,000	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
新城金矿	6,500	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
玲珑金矿	4,450	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
归来庄金矿	2,000	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
青岛金矿	3,000	在山后矿区的选矿厂产出金精矿, 在鑫汇矿区的选矿厂产出合质金, 金精矿及合质金均交付至冶炼公司
蓬莱金矿	1,000	选矿后产出金精矿并交付至第三方冶炼及精炼承包商
沂南金矿	1,550	选矿后产出合质金, 合质金交付至冶炼公司; 铜精矿及其他副产品售予第三方
金洲金矿	1,500	选矿后产出合质金并交付至冶炼公司
赤峰柴金矿	1,250	选矿后产出合质金并交付至冶炼公司
西和中宝金矿	450	选矿后产出合质金并交付至冶炼公司
福建源鑫金矿	800	委聘第三方承包商来经营福建源鑫金矿的选矿厂, 选矿后产出金精矿并由第三方冶炼及精炼
新疆金川金矿	15,150	氰化后产出合质金并交付冶炼公司
合计	53,650	

来源: 定向增发募集说明书, 国金证券研究所

公司下属山东黄金冶炼公司和深圳贵金属两家冶炼厂, 山东黄金冶炼公司是公司主要冶炼厂, 向公司黄金矿山收购金精矿后统一进行冶炼、精炼, 发挥集中冶炼优势。深圳贵金属是莱州矿业控股子公司, 目前由山东黄金冶炼公司代管, 作为冶炼公司在深圳的加工厂。外购金客户与冶炼公司签订外购金购销合同, 深圳周边的客户将外购金原料送至深圳贵金属, 深圳贵金属与冶炼公司签订委托加工合同, 对客户送来的黄金原料按照冶炼公司的指令加工成上海黄金交易所标准黄金或者非标金。

当前山东黄金冶炼公司具有标准金 200 吨/年、白银 100 吨/年的冶炼产能, 深圳贵金属冶炼能力 54 吨/年。由于公司目前金精矿产量的限制, 山东黄金冶炼公司需要外购合质金以消化精炼产能, 但单纯冶炼业务毛利率较低。因此上述矿山扩建项目投产后, 公司有足够的冶炼产能消化新增金精矿, 同时也能提升高毛利自产金业务的比重, 优化公司生产经营结构, 充分发挥集中冶炼优势, 提升公司整体盈利能力。



图表39：公司黄金精炼能力 254 吨/年

冶炼厂	标准金（吨/年）	白银（吨/年）
山东黄金冶炼公司	200	100
深圳贵金属	54	-
合计	254	100

来源：定向增发募集说明书，国金证券研究所

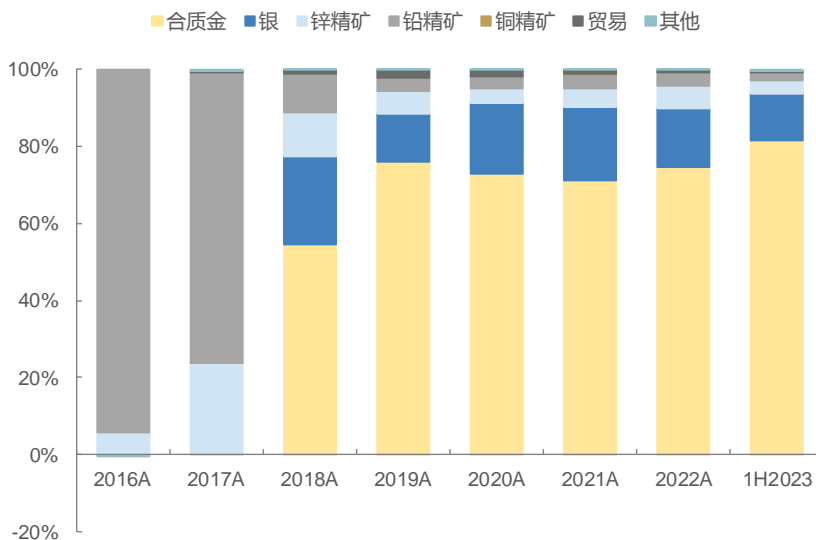
五、控股银泰黄金，实现协同效应

2022 年 12 月 9 日，公司与中国银泰投资有限公司、沈国军先生签署了《股份转让协议》，公司拟受让沈国军先生及中国银泰投资有限公司合计持有的银泰黄金股份有限公司 20.93% 的股份。2023 年 7 月 20 日，公司受让上述股权已经完成过户登记手续，本次转让全部顺利实施完成，公司成为银泰黄金的控股股东，银泰黄金的实际控制人变更为山东省国资委。

5.1 银泰黄金依托优质矿山资源，成本优势显著

银泰黄金前身主营水力发电及售电业务，2013 年收购玉龙矿业后，主业转向矿产资源开发，2016 年收购加拿大埃尔拉多黄金公司在国内的部分黄金勘探及采选企业后，业务由原先银、铅和锌矿开采及销售逐渐向黄金板块倾斜，当前产品包括合质金、铅精粉和锌精粉，盈利主要来源于自有矿山生产合质金，2023 年上半年合质金毛利润占比达到 81%。

图表40：银泰黄金 2023 年上半年合质金毛利润占比 81%



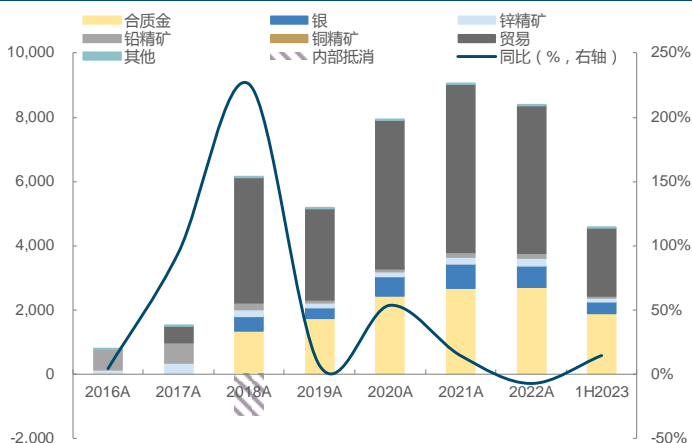
来源：银泰黄金 2016-2022 年年报，银泰黄金 2023 年半年报，国金证券研究所

2022 年玉龙矿业年初因北京冬奥会无法采购炸药影响生产进度，青海大柴旦选厂磨机筒体人孔盖附近意外开裂，下半年停产两个月对磨机筒体进行更换并调试，吉林板庙子受疫情影响停产。受上述不可控因素冲击，银泰黄金全年黄金、银销售量同比减少，2022 年营业收入同比下滑 7.29% 至 83.82 亿元，叠加原材料价格上涨压缩利润空间，2022 年归母净利润同比下降 11.69% 至 11.24 亿元。

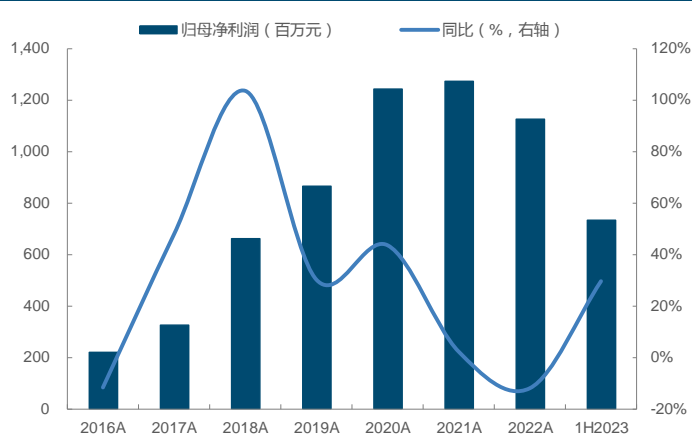
1H2023 银泰黄金各矿山生产经营恢复正常，同期金价震荡上行，公司合质金销售单价较上年同期增长了约 10.67%，合质金销售数量较上年同期增加了约 14.68%，主要产品量价齐升推动公司营收同比增长 14.48% 至 45.72 亿元，归母净利润同比增长 29.83% 至 7.35 亿元。



图表41：银泰黄金 1H2023 营收同比改善（单位：百万元）



图表42：银泰黄金 1H2023 归母净利润同比增长 29.83%



来源：银泰黄金 2016-2022 年年报，银泰黄金 2023 年半年报，国金证券研究所

来源：银泰黄金 2016-2022 年年报，银泰黄金 2023 年半年报，国金证券研究所

银泰黄金共拥有 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 年底，保有黄金资源量 173.9 吨、银金属 6921.2 吨、铅金属 60.85 万吨、锌金属 105.86 万吨、铜金属 6.35 万吨及锡金属 1.82 万吨。

图表43：2022 年银泰黄金拥有 173.9 吨黄金资源

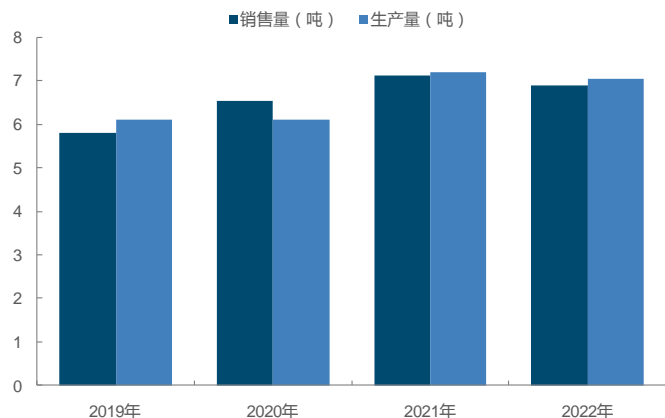
子公司名称	持股比例	资源量 (矿石量/万吨)	金金属量 (吨)	银金属量 (吨)	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	铜金属量 (万吨)	锡金属量 (万吨)
玉龙矿业	76.67%	5,385.68	0.15	6,832.49	60.85	105.86	6.35	1.82
黑河银泰	100%	127.68	9.69	88.71	-	-	-	-
吉林板庙子	95%	540.50	20.59	-	-	-	-	-
青海大柴旦	90%	1,768.81	72.80	-	-	-	-	-
华盛金矿	60%	2,322.50	70.67	-	-	-	-	-
合计		10,145.17	173.90	6,921.20	60.85	105.86	6.35	1.82

来源：银泰黄金 2022 年年报，国金证券研究所

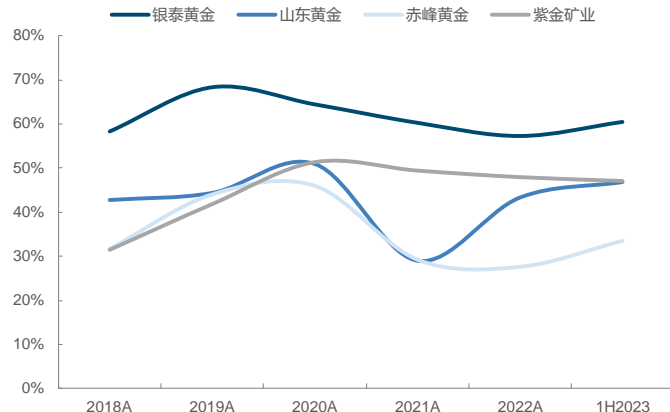
随着外部矿山资源收购及生产规模释放，银泰黄金合质金产量稳步提升，2022 年生合质金 7.06 吨。

银泰黄金旗下贵金属矿山均为大型且品位较高的矿山，其中黑河银泰东安金矿是国内品位较高、最易选冶的金矿之一。依托优质矿山资源，银泰黄金是国内矿产金毛利率最高的矿企。2022 年在受到不利因素冲击的情况下，银泰黄金合质金业务毛利率仍高达 57.37%，明显高于其他公司同类业务，克金成本仅为 167.54 元，具有显著的成本优势。2023 年上半年银泰黄金合质金业务毛利率进一步提升至 60.52%。

图表44：银泰黄金合质金产销量稳步提升



图表45：银泰黄金合质金毛利率显著高于同行



来源：银泰黄金 2019-2022 年年报，国金证券研究所

来源：各公司 2018-2022 年年报，各公司 2023 年半年报，国金证券研究所



银泰黄金未来几年产量增量将主要来自于华盛金矿。2021 年 9 月银泰黄金收购云南芒市华盛金矿 60%股权，该金矿 2016 年以来基本停产，现有采矿许可证生产规模为 10 万吨/年，公司计划将其生产能力提升至 120 万吨/年。当前正在办理华盛金矿生产规模变更相关手续，预计满产后将新增 5 万吨年产能，实现银泰黄金 2021 年提出的通过 2-3 年实现保有资源量和主要产品产量在 2020 年基础上翻一番（对应约 12 吨产量）目标。

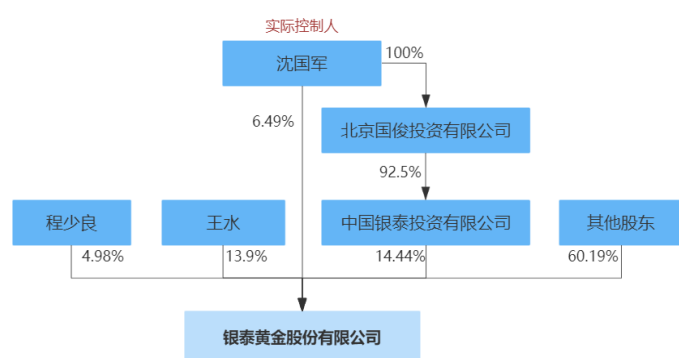
5.2 控股银泰黄金，协同能力进一步增强

银泰黄金原实际控制人为沈国军，其直接及通过中国银泰投资有限公司间接控制银泰黄金 20.93%股权。

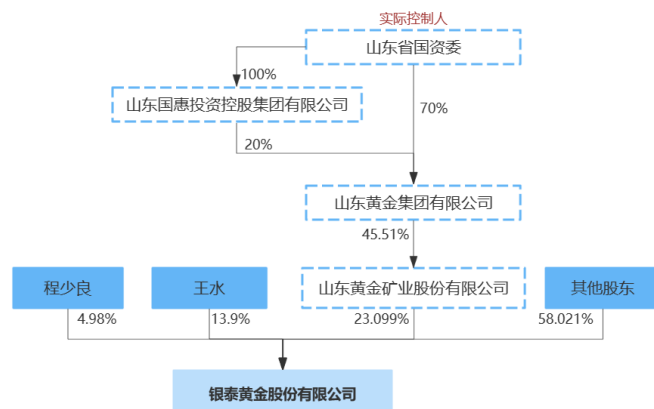
2023 年 7 月公司完成对银泰黄金 20.93%股权收购，此外公司在二级市场增持银泰黄金 6022 万股股份，合计持有银泰黄金 23.099%股权，成为银泰黄金控股股东。银泰黄金实际控制人变更为山东省国资委。

图表46：并购前银泰黄金股权结构

图表47：并购完成后公司成为银泰黄金控股股东



来源：银泰黄金 2023 年一季度，国金证券研究所



来源：银泰黄金关于控股股东、实际控制人协议转让公司股份完成过户登记暨公司控制权变更的公告，银泰黄金 2023 年半年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

公司控股银泰黄金后，将有效借助银泰黄金探矿增储潜力，进一步提升资源储量，壮大资源获取能力，扩大公司资产规模，实现黄金资源向头部企业集中。依托银泰黄金的优质矿山资源，公司贵金属及有色金属产品产量将显著提升，降低公司自产金的平均生产成本，提升产品竞争力和抗风险能力。

基于公司及控股股东山东黄金集团、银泰黄金资产的地域分布，届时将形成强有力的区域协同和产业协同效应：

- (1) 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。
- (2) 银泰黄金生产的合质金、铅精矿（含银）、锌精矿（含银）可就近在山东黄金集团旗下的冶炼厂冶炼，实现黄金及有色金属生产、冶炼产业协同，降低冶炼成本，减少金属损失。
- (3) 银泰黄金旗下玉龙矿业地处内蒙古西乌珠穆沁旗境内，附近有山东黄金集团旗下的阿尔哈达矿业、白音呼布矿业、赤峰山金红岭、赤峰山金银铅等公司，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。
- (4) 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和公司所属的山金金控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。

5.3 公司与山东黄金集团承诺解决同业竞争

公司与银泰黄金的主要产品、销售模式及主要客户存在较大差别，双方持有的采矿权及探矿权所涉及的区域范围均为独立矿山，不存在交叉覆盖情况。因此预计本次交易不会产生重大的同业竞争问题。

公司控股股东山东黄金集团及其控制的部分企业与银泰黄金部分业务具有一定交叉性，在公司取得银泰黄金控制权后，在保持银泰黄金现有生产经营业务稳定的前提下，山东黄金集团计划将旗下优质的有色金属板块资产在资产质量符合证监会相关规定的前提下注入



银泰黄金。

公司与山东黄金集团承诺，在取得银泰黄金控制权之日起的 5 年内，将通过资产重组、业务调整、委托管理等多种方式，稳妥推进相关业务整合以解决与银泰黄金之间存在的同业竞争及潜在同业竞争问题。

六、盈利预测&投资建议

6.1 核心假设

(1) 价格假设

金价假设：2022 年黄金均价为 392 元/克。全球央行购金热度持续，美联储加息周期接近尾声，预计降息预期释放阶段实际利率将逐步回摆，推动金价上行。我们预计 2023-2025 年金价分别为 448/460/465 元/克。（2023 年初至今黄金均价为 440 元/克）

(2) 成本假设

自产金成本：自产金贡献公司主要毛利，假设 2023-2025 年自产金单位成本维持 243 元/克。

(3) 销量假设

自产金销量：公司焦家金矿、三山岛金矿、玲珑金矿等矿山规划产能扩张，预计随着项目建设和产能释放，公司自产金产销规模逐年提升，我们预计 2023-2025 年公司自产金销量分别为 39.8/44.6/50 吨，假设产销率维持 100%。

图表48：公司自产金产销量增长主要来自在建项目产能扩张

单位：吨	2022A	2023E	2024E	2025E
焦家金矿		0	1.5	3.1
三山岛金矿		0.5	0.9	0.7
玲珑金矿		0.9	0.5	0.5
新城金矿		0	0.4	0.4
其他金矿		-0.3	1.5	0.7
合计增量		1.1	4.8	5.4
合计产量	38.7	39.8	44.6	50.0

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

(4) 其他假设

营业税金及附加/销售收入：该比率在 2020-2022 年分别为 0.95%/1.87%/1.63%，假设 2023-2025 年该比率维持 1.6%。

销售费用率：2020-2022 年分别为 0.17%/1.06%/0.35%，2021 年销售费用率大幅上涨主因营收规模下降，假设 2023-2025 年销售费用率维持 0.31%。

管理费用率：2020-2022 年分别为 4.01%/8.63%/4.60%，2021 年管理费用率大幅上涨主因营收规模下降，管理费用维持稳定增长，假设 2023-2025 年管理费用率维持 4.3%。

研发费用率：2020-2022 年分别为 0.61%/1.02%/0.79%，假设 2023-2025 年研发费用率维持 0.8%。

减值损失：公司 2022 年和 2023 年上半年资产减值主要为其他应收款坏账损失、固定资产减值损失和无形资产减值损失，假设 2023-2025 年资产减值损失分别为 0.35/0.3/0.3 亿元。

投资收益：公司 2023 年 7 月完成对银泰黄金 20.93%股权的收购，合计持有银泰黄金 23.099% 股权，该部分收益反映在投资收益科目。参考 9 月 11 日 Wind 一致预期银泰黄金 2023-2025 年归母净利润分别为 15.62/18.66/21.16 亿元，我们预计 2023-2025 年公司投资收益分别为 3.8/4.5/5.0 亿元。

6.2 盈利预测

根据上述核心假设，我们预计公司 2023-2025 年自产金营收分别为 178/205/232 亿元，营业收入分别为 572/609/640 亿元，实现归母净利润分别为 24.65/30.38/39.07 亿元，EPS



分别为 0.55/0.68/0.87 元，对应 PE 分别为 47.24/38.33/29.80 倍。

图表49：营业收入及毛利预测

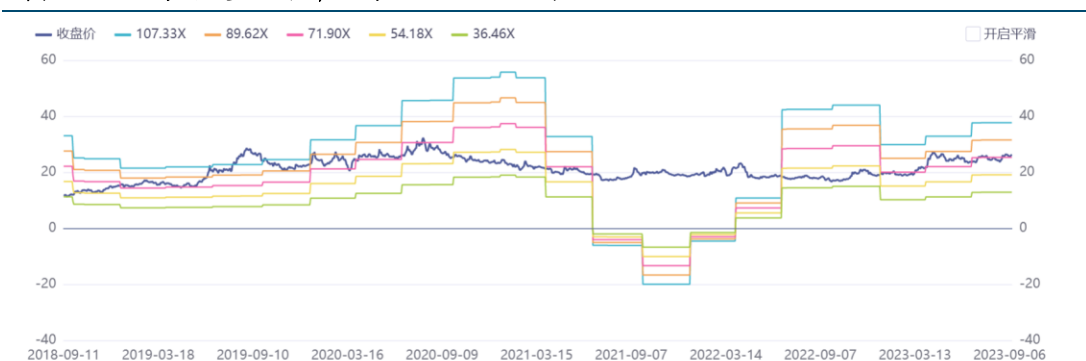
单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入					
自产金	9,778.95	15,183.13	17,814.59	20,496.07	23,241.29
外购金	11,946.90	20,743.88	23,454.98	24,081.27	24,343.02
小金条	8,768.93	10,805.40	12,403.49	12,767.15	12,919.14
其他	3,440.17	3,573.35	3,506.76	3,506.76	3,506.76
合计	33,934.96	50,305.75	57,179.81	60,851.24	64,010.21
营业成本					
自产金	6,934.96	8,604.26	9,679.54	10,846.89	12,167.45
外购金	11,916.75	20,641.21	23,220.43	23,840.45	24,099.59
小金条	8,754.51	10,707.70	12,257.46	12,584.76	12,721.55
其他	2,744.58	3,258.85	3,001.72	3,001.72	3,001.72
合计	30,350.81	43,212.02	48,159.15	50,273.82	51,990.31
毛利率					
自产金	29.08%	43.33%	45.67%	47.08%	47.65%
外购金	0.25%	0.49%	1.00%	1.00%	1.00%
小金条	0.16%	0.90%	1.18%	1.43%	1.53%
其他	20.22%	8.80%	14.40%	14.40%	14.40%
综合毛利率	10.56%	14.10%	15.78%	17.38%	18.78%
营业税金及附加/销售收入	1.87%	1.63%	1.60%	1.60%	1.60%
销售费用率	1.06%	0.35%	0.31%	0.31%	0.31%
管理费用率	8.63%	4.60%	4.30%	4.30%	4.30%
研发费用率	1.02%	0.79%	0.80%	0.80%	0.80%

来源：Wind，国金证券研究所

6.3 估值及投资建议

考虑公司历史 PE 估值区间位于 50-70 倍，以及公司黄金行业龙头地位及未来成长性，给予公司 2023 年 55 倍 PE，目标价 30.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表50：公司历史 PE 水平位于 50-70 倍区间



来源：iFinD，国金证券研究所

七、风险提示

黄金价格波动风险。公司黄金业务营收及毛利占比均超过 90%，影响黄金价格的因素包括全球供给及需求、宏观政治经济因素等，如果在这些因素的综合作用下，黄金价格产生较大波动，会对公司的营收和利润规模产生影响。

项目建设不及预期。公司国内外所属金矿进行改扩建项目，如果上述项目建设进度不及预



期、导致黄金产量难以释放，会对公司黄金产量、营收及利润规模预期产生影响。

安全环保管理风险。安全环保外部监管日趋严格，虽然公司安全环保形势持续稳定，但生产经营过程中，内外部条件仍存在一定的不确定性，给公司安全环保生产带来一定风险隐患。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	63,664	33,935	50,306	57,180	60,851	64,010
增长率	-46.7%	48.2%	13.7%	6.4%	5.2%	
主营业务成本	-55,817	-30,351	-43,212	-48,159	-50,274	-51,990
%销售收入	87.7%	89.4%	85.9%	84.2%	82.6%	81.2%
毛利	7,847	3,584	7,094	9,021	10,577	12,020
%销售收入	12.3%	10.6%	14.1%	15.8%	17.4%	18.8%
营业税金及附加	-606	-633	-822	-915	-974	-1,024
%销售收入	1.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	-107	-361	-176	-177	-189	-198
%销售收入	0.2%	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-2,554	-2,930	-2,316	-2,459	-2,617	-2,752
%销售收入	4.0%	8.6%	4.6%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	-388	-346	-400	-457	-487	-512
%销售收入	0.6%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	4,192	-686	3,380	5,012	6,312	7,533
%销售收入	6.6%	n.a	6.7%	8.8%	10.4%	11.8%
财务费用	-856	-711	-1,047	-1,688	-2,221	-2,250
%销售收入	1.3%	2.1%	2.1%	3.0%	3.6%	3.5%
资产减值损失	-199	-3	-127	-35	-30	-30
公允价值变动收益	393	576	-209	0	0	0
投资收益	10	728	78	380	450	500
%税前利润	0.3%	3243%	3.9%	10.4%	10.0%	8.7%
营业利润	3,567	68	2,102	3,669	4,511	5,753
营业利润率	5.6%	0.2%	4.2%	6.4%	7.4%	9.0%
营业外收支	-175	-46	-96	0	0	0
税前利润	3,392	22	2,006	3,669	4,511	5,753
利润率	5.3%	0.1%	4.0%	6.4%	7.4%	9.0%
所得税	-850	-218	-583	-954	-1,173	-1,496
所得税率	25.1%	970.0%	29.1%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	2,541	-195	1,423	2,715	3,338	4,257
少数股东损益	284	-2	178	250	300	350
归属于母公司的净利润	2,257	-194	1,246	2,465	3,038	3,907
净利率	3.5%	n.a	2.5%	4.3%	5.0%	6.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,541	-195	1,423	2,715	3,338	4,257
少数股东损益	284	-2	178	250	300	350
非现金支出	2,808	2,513	3,378	3,064	3,381	3,704
非经营收益	1,056	-613	419	1,593	1,935	1,915
营运资金变动	-596	118	-2,249	1,211	406	398
经营活动现金净流	5,810	1,822	2,972	8,583	9,061	10,274
资本开支	-4,766	-3,404	-4,005	-12,567	-7,515	-7,515
投资	-3,102	756	-134	-200	0	0
其他	-176	41	-1,112	380	450	500
投资活动现金净流	-8,044	-2,607	-5,251	-12,387	-7,065	-7,015
股权募资	4,066	2,250	6,235	-9,938	0	0
债权募资	4,259	3,404	8,040	14,566	839	139
其他	-6,043	-3,513	-8,813	-2,402	-2,967	-3,087
筹资活动现金净流	2,282	2,141	5,462	2,226	-2,128	-2,948
现金净流量	13	1,343	3,228	-1,578	-132	311

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,291	5,008	9,634	8,017	7,856	8,147
应收款项	1,810	2,688	2,903	3,517	3,743	3,937
存货	2,550	2,984	4,092	4,618	4,821	4,985
其他流动资产	5,526	3,589	4,846	5,123	5,165	5,200
流动资产	13,177	14,268	21,475	21,275	21,585	22,269
%总资产	20.6%	18.2%	23.7%	21.3%	20.7%	20.4%
长期投资	6,833	7,800	7,333	7,333	7,333	7,333
固定资产	28,527	31,467	36,833	41,207	45,260	48,993
%总资产	44.7%	40.2%	40.6%	41.2%	43.3%	45.0%
无形资产	13,266	22,463	22,572	22,691	22,784	22,873
非流动资产	50,683	64,039	69,246	78,766	82,900	86,712
%总资产	79.4%	81.8%	76.3%	78.7%	79.3%	79.6%
资产总计	63,859	78,308	90,722	100,041	104,485	108,980
短期借款	8,324	7,435	7,262	16,929	17,768	17,906
应付款项	6,040	14,500	12,120	14,388	15,028	15,549
其他流动负债	11,189	13,052	15,279	15,178	15,350	15,564
流动负债	25,552	34,987	34,661	46,496	48,146	49,019
长期贷款	678	5,340	13,548	18,429	18,429	18,429
其他长期负债	5,977	6,198	5,816	6,174	6,211	6,247
负债	32,207	46,524	54,025	71,099	72,786	73,695
普通股股东权益	28,760	29,220	32,877	24,873	27,329	30,565
其中：股本	4,314	4,473	4,473	4,473	4,473	4,473
未分配利润	13,544	12,393	12,912	14,885	17,341	20,577
少数股东权益	2,893	2,563	3,819	4,069	4,369	4,719
负债股东权益合计	63,859	78,308	90,722	100,041	104,485	108,980

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.523	-0.043	0.279	0.551	0.679	0.873
每股净资产	6.667	6.532	7.349	5.560	6.109	6.833
每股经营现金净流	1.347	0.407	0.664	1.919	2.025	2.297
每股股利	0.050	0.050	0.070	0.110	0.130	0.150
回报率						
净资产收益率	7.85%	-0.66%	3.79%	9.91%	11.12%	12.78%
总资产收益率	3.53%	-0.25%	1.37%	2.46%	2.91%	3.58%
投入资本收益率	6.95%	12.22%	3.92%	5.45%	6.51%	7.39%
增长率						
主营业务收入增长率	1.65%	-46.70%	48.24%	13.66%	6.42%	5.19%
EBIT 增长率	43.35%	-116.36%	-592.90%	48.30%	25.92%	19.35%
净利润增长率	75.05%	-108.58%	-743.23%	97.85%	23.24%	28.61%
总资产增长率	9.81%	22.62%	15.85%	10.27%	4.44%	4.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.3	1.5	0.9	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	20.2	33.3	29.9	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	14.1	32.7	29.5	33.0	33.0	33.0
固定资产周转天数	137.1	288.6	222.8	204.9	198.9	193.3
偿债能力						
净负债/股东权益	11.54%	16.00%	22.39%	84.24%	80.07%	71.50%
EBIT 利息保障倍数	4.9	-1.0	3.2	3.0	2.8	3.3
资产负债率	50.43%	59.41%	59.55%	71.07%	69.66%	67.62%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究