



银泰黄金 (000975.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

黄金新星再添助力

投资逻辑

黄金主业具备长期增长潜力。公司多次转型确定了以黄金为主业的发展方向，山东黄金入主后，内涵增长+外延并购贡献长期发展潜力。1H2023 合质金销量同比+14.68%，叠加金价上行，合质金营收同比+26.41%至 18.84 亿元，以 41.21%营收贡献 81.38%毛利，是公司主要利润来源；同期锌精矿营收同比+57.10%至 1.21 亿元，铅精矿营收+69.43%至 0.63 亿元，贸易营收-3.17%至 21.26 亿元，贸易营收占比达到 46.5%。公司 1H2023 营收 45.72 亿元，同比+14.48%，归母净利润 7.35 亿元，同比+29.83%。公司 1H2023 资产负债率仅为 15.62%，处于同行业公司较低水平，融资能力较强。

矿山资源优质，产销规模稳步提升。(1) 公司金矿品位高、质地优良，2022 年黄金生产成本仅为 167.54 元/克，黑河银泰是国内最易选冶的金矿之一。预计 2023 年青海大柴旦取得细晶沟金矿和青龙沟金矿 (II、III 矿带) 采矿权证，探转采后细晶沟金矿产能将达到 60 万吨/年，青龙沟金矿产能有望提升；公司计划将华盛金矿产能从 10 万吨/年提升至 120 万吨/年，复产计划稳步推进，复产后将持续增厚利润。我们预计 2023-2025 年合质金销量分别为 7.33/7.83/8.23 吨。(2) 玉龙矿业 3000 吨/日选厂 3Q2022 投产，加上此前的 2000 吨/日选厂，选矿产能 5000 吨/日。随新选厂产能爬坡，铅锌精矿销量将提升。我们预计 2023-2025 年铅精矿销量为 1.21/1.24/1.29 万吨，锌精矿销量为 1.81/1.86/1.93 万吨。

山东黄金入主，实现“1+1>2”。2023 年 7 月，山东黄金受让公司 20.93%股份交割完成，累计持有公司 23.099%股权，成为公司控股股东，将在矿山、冶炼、贸易等多方面形成协同。公司将在国有支持下发挥民营企业灵活性优势，与山东黄金实现“1+1>2”效果。

秉承国际矿企先进经验，并购基因有望延续。公司最大限度保留埃拉多尔国内矿山的原有团队，人才资源、并购经验丰富。进入山东黄金体内后，原有矿山周边资源并购有望进一步推进，同时公司有项目储备，未来将加大外延并购，增加资源储量。

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

我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 91/95/98 亿元，预计实现归母净利润分别为 15.52/17.68/19.50 亿元，EPS 分别为 0.56/0.64/0.70 元，对应 PE 分别为 25.75/22.59/20.49 倍。参考可比公司 2023 年 29 倍 PE 估值，给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 17.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

黄金价格波动风险；项目产能扩张不及预期；安全环保管理风险。

金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

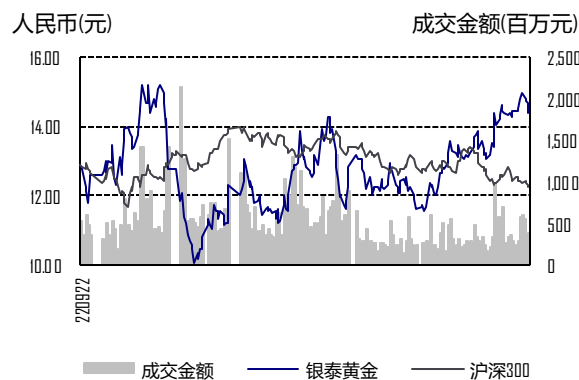
lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业 S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.39 元

目标价 (人民币)：17.40 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,040	8,382	9,143	9,522	9,812
营业收入增长率	14.35%	-7.29%	9.08%	4.15%	3.05%
归母净利润(百万元)	1,273	1,124	1,552	1,768	1,950
归母净利润增长率	2.49%	-11.69%	38.02%	13.94%	10.25%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.40	0.56	0.64	0.70
每股经营性现金流净额	0.74	0.72	0.39	1.01	1.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.17%	10.30%	13.38%	14.27%	14.67%
P/E	19.15	27.26	25.75	22.59	20.49
P/B	2.33	2.81	3.44	3.22	3.01

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、黄金业务为主，业内新贵发展迅速.....	4
1.1 多次转型谋发展，黄金新星耀未来.....	4
1.2 不利因素影响消除，业绩显著改善.....	5
1.3 持续推动降本增效，资产负债率行业领先.....	6
二、美联储加息末期，实际降息前黄金股相对收益最高.....	7
2.1 商品+金融双重属性决定黄金存量形态多样.....	7
2.2 供给分布均匀稳定，投资需求比重显著提升.....	7
2.3 美联储加息周期末端，实际利率或将下行推升金价.....	9
2.4 实际降息前黄金股相对收益最高.....	10
三、成本优势显著，黄金主业更进一步.....	11
3.1 旗下矿山质地优良，增储与扩产并行.....	11
3.2 低黄金生产成本助力黄金板块高盈利.....	14
四、玉龙矿业选厂改造，强化非贵金属板块.....	15
五、山东黄金入主，实现“1+1>2”效果.....	17
5.1 山东黄金行业龙头，资源雄厚实现全球布局.....	17
5.2 山东黄金入主，协同效应助力发展.....	19
5.3 承诺解决同业竞争，因地制宜并购资源.....	20
六、盈利预测&投资建议.....	21
6.1 核心假设.....	21
6.2 盈利预测.....	21
6.3 估值及投资建议.....	22
七、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司控股股东变更为山东黄金（截至 2023 年 8 月）.....	5
图表 3：公司 1H2023 营收同比改善.....	6
图表 4：公司 1H2023 归母净利润同比增长 29.83%.....	6
图表 5：金属商品贸易营收占比较高.....	6
图表 6：公司 2023 年上半年合质金毛利润占比 81%.....	6
图表 7：管理费用率下降趋势明显.....	7
图表 8：公司资产负债率处于行业较低水平.....	7
图表 9：2022 年底地上黄金存量达到 20.9 万吨.....	7



图表 10:	金饰占黄金总量的 46%	7
图表 11:	2022 年全球黄金供给 4779 吨	8
图表 12:	全球黄金供给分布逐渐均衡	8
图表 13:	后疫情时期黄金需求量快速恢复	8
图表 14:	黄金的投资需求占比逐渐加重	8
图表 15:	疫情后欧洲金条与金币需求激增	9
图表 16:	各国央行成为黄金净购买方	9
图表 17:	海外各国 CPI (单位: %)	9
图表 18:	美国 PCE 及核心 PCE (单位: %)	9
图表 19:	美国通胀预期期限结构 (单位: %)	10
图表 20:	美国 PCE 通胀预测 (单位: %)	10
图表 21:	金价 (美元/盎司) 与实际利率 (%) 负相关	10
图表 22:	公司保有权益金金属量 137.29 吨 (截至 2022 年底)	11
图表 23:	公司采矿产能共计 227.5 万吨/年	12
图表 24:	2022 年合质金产量 7.06 吨	12
图表 25:	黑河银泰对公司业绩贡献明显	13
图表 26:	2022 年黑河银泰矿产金产量占 42%	13
图表 27:	黑河银泰保有金金属量 9.69 吨	13
图表 28:	青海大柴旦生产规模 100 万吨/年	13
图表 29:	复产后的华盛金矿工艺流程图	14
图表 30:	华盛金矿权益金金属量 42.40 吨	14
图表 31:	公司黄金产品毛利率高于同业其他主要公司	15
图表 32:	黄金矿业部分公司矿产金生产成本 (元/克)	15
图表 33:	玉龙矿业生产工艺流程图	15
图表 34:	玉龙矿业铅金属量 60.85 万吨、锌金属量 105.86 万吨 (截至 2022 年底)	16
图表 35:	1H2023 玉龙矿业净利润 1.74 亿元	16
图表 36:	2022 年公司生产矿产品银 190.74 吨	17
图表 37:	公司铅锌精矿产量逐年提升	17
图表 38:	山东黄金保有黄金资源量 1431.4 吨、储量 565.18 吨 (截至 2022 年年底)	18
图表 39:	山东黄金集团探矿权和采矿权黄金资源达到 981.82 吨	19
图表 40:	公司股权结构 (截至 2023 年半年报)	20
图表 41:	并购完成后山东黄金持有公司 23.099% 股份	20
图表 42:	营业收入及毛利预测	22
图表 43:	可比公司估值 (收盘价: 元/股; EPS: 元; PE: 倍; 截至 2023 年 9 月 21 日收盘)	23



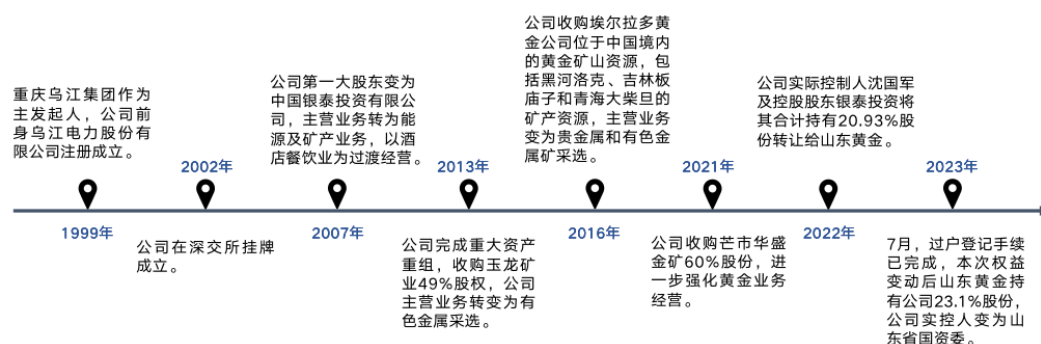
一、黄金业务为主，业内新贵发展迅速

1.1 多次转型谋发展，黄金新星耀未来

银泰黄金是以黄金为主的高品质矿山投资运营商，根据中国黄金协会数据，公司矿产金产量在中国黄金上市企业排名第五，同时也是黄金矿山中毛利率较高的矿企之一。公司业务板块广泛，主营贵金属及有色金属矿勘探、采选、销售、仓储物流及供应链金融等，主要产品为合质金、锌精粉、铅精粉等。

公司前身主营业务水利发电。2013 年公司完成重大资产重组，收购玉龙矿业 49% 股权，持股比例增至 76.67%，主营业务转变为有色金属采选。2016 年，银泰黄金收购加拿大跨国黄金生产商和勘探商埃尔拉多黄金公司位于中国境内的黄金矿山资源，主要包括黑河洛克（后改名为黑河银泰）、吉林板庙子和青海大柴旦的矿产资源，共计 4 个采矿权和 9 个探矿权。公司完成收购后黄金储量大幅上升，主营业务变为贵金属和有色金属矿采选。2021 年，公司收购芒市华盛金矿 60% 股份，进一步强化黄金业务经营。

图表1：公司发展历程



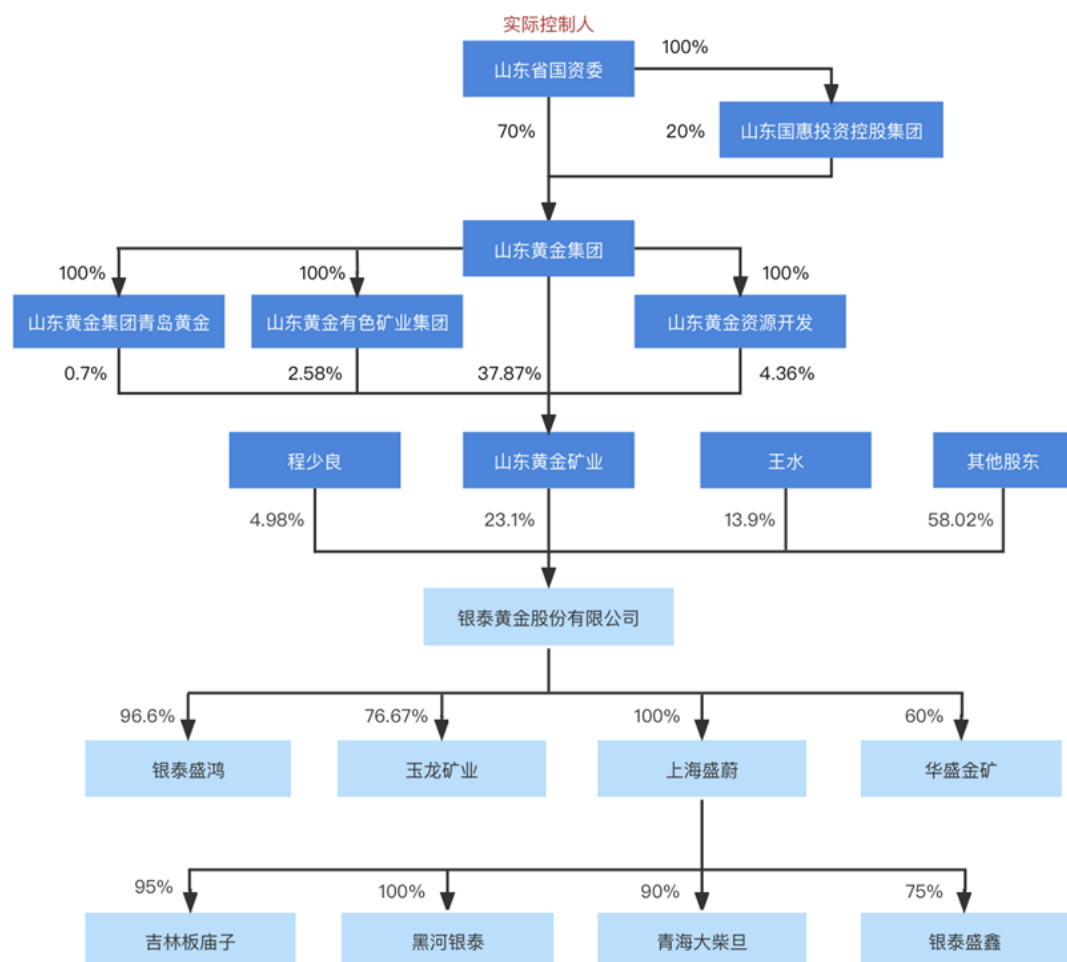
来源：公司官网，国金证券研究所

2022 年 12 月，公司实控人沈国军及控股股东银泰投资将其合计持有 20.93% 股份转让给山东黄金，2023 年 7 月，过户登记手续已完成，本次权益变动后山东黄金持有公司 23.099% 股份，公司实控人变为山东省国资委。

公司下属 5 家矿业公司和 1 家贸易企业。矿业公司包括玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿，其中玉龙矿业为铅锌银矿多金属矿山，黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿为金矿矿山，除华盛金矿停产待恢复外，其他均为在产矿山。贸易公司为银泰盛鸿，银泰盛鸿以贵金属和有色金属贸易为主业，主要为客户提供购销渠道、风险管理、贸易融资等服务。



图表2：公司控股股东变更为山东黄金（截至 2023 年 8 月）



来源：公司关于控股股东、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，公司 2023 年半年报，企查查，国金证券研究所

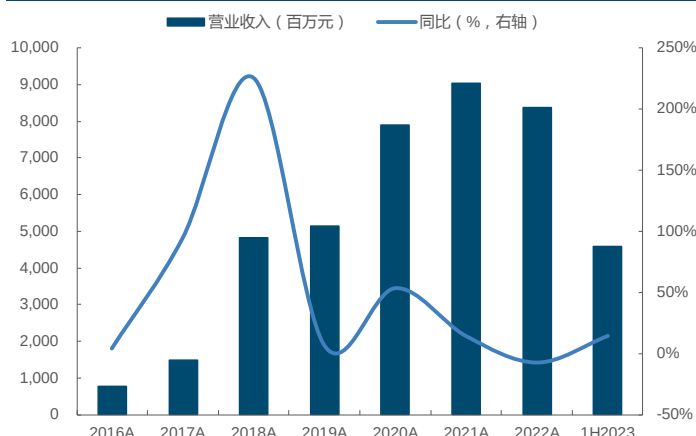
1.2 不利因素影响消除，业绩显著改善

公司业务转型为有色金属采选后，业绩明显增长，在黄金行业中居于前列。2018 年，公司收购的三座黄金矿山纳入合并报表，营业收入同比增长 225.52%。2022 年不利因素影响经营生产，包括吉林板庙子受疫情影响停产，销售量下降；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；因北京冬奥会、冬残奥会的开办，玉龙矿业无法采购炸药，生产进度受到影响。三家主要子公司难以正常经营生产，生产进度不及预期，2022 年金、银销售量下降，营收同比下降 7.29%至 83.82 亿元。营业收入下降，叠加原材料价格上涨导致的生产成本上涨，公司 2022 年归母净利润下降 11.69%至 11.24 亿元。

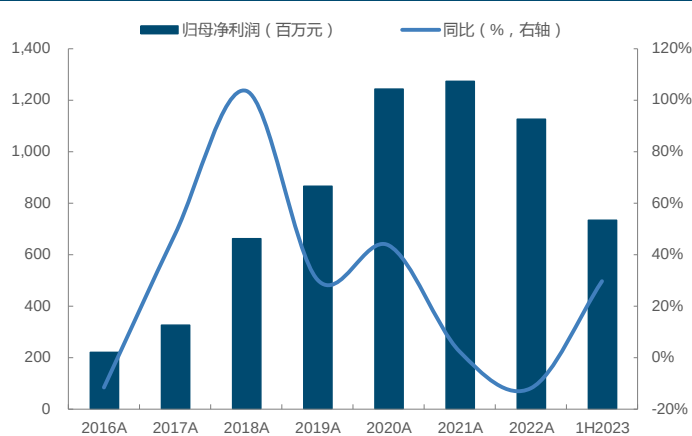
1H2023 不利因素影响消除，公司恢复正常经营生产，合质金销量同比增长 14.68%，叠加金价上行趋势，合质金量价齐升，同时铅精矿、锌精矿销售收入增加，共同带动矿产品整体销售收入提升。1H2023 公司实现营收 45.72 亿元，同比增长 14.48%，归母净利润增长 29.83%至 7.35 亿元。



图表3：公司 1H2023 营收同比改善



图表4：公司 1H2023 归母净利润同比增长 29.83%



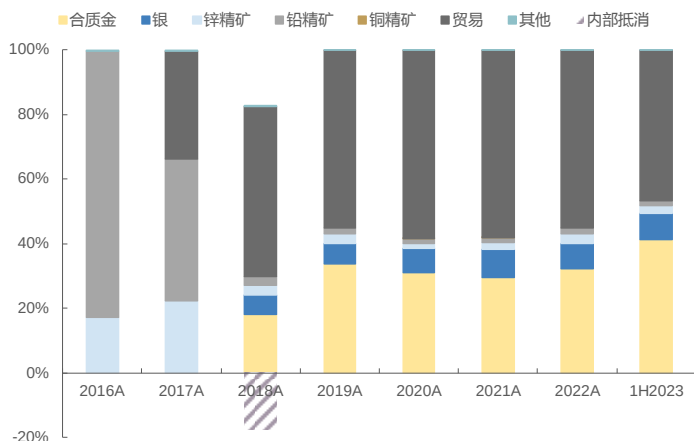
来源：公司 2016-2022 年年报，公司 2023 年半年报，国金证券研究所

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

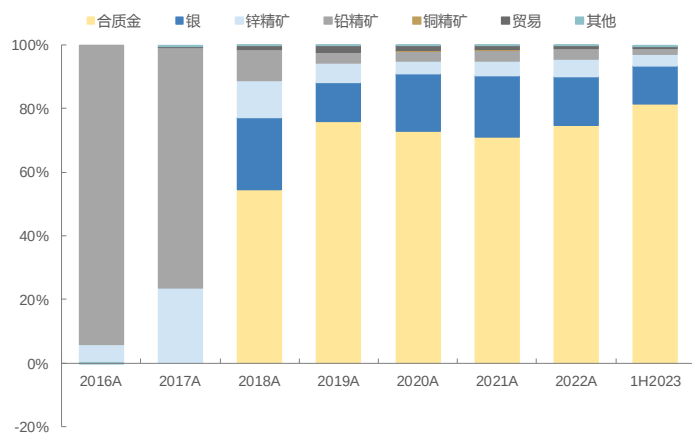
公司主业为黄金开采，业绩逐年增长。2016-2017 年公司主要产品为含银铅精矿和锌精矿，收购多家金矿矿山之后，合质金产销量大幅提升，推动合质金营收占比稳步提升。2022 年合质金产销量略有下降，但处于金价上行区间，合质金营业收入 27.09 亿元，占比 32.33%，较 2021 年提升了三个百分点。合质金为公司主营业务毛利率较高板块，近年来合质金产销量增长带动营业毛利上升，2022 年合质金毛利润为 15.54 亿元，占比高达 74.75%，较 2021 年增加了 4 个百分点。1H2023 合质金以 41.21%营收贡献 81.38%毛利润。

金属商品贸易发展迅速，助力公司收入规模提升。公司业务模式多样，子公司银泰盛鸿开展多金属贸易活动。公司产品主要由银泰盛鸿销售给下游客户，“产销一体化”更具规模优势，抗风险能力增强，同时银泰盛鸿合理运用衍生品工具提高贸易利润，1H2023 金属商品贸易营业收入 21.26 亿元，占比 46.5%。

图表5：金属商品贸易营收占比较高



图表6：公司 2023 年上半年合质金毛利润占比 81%



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

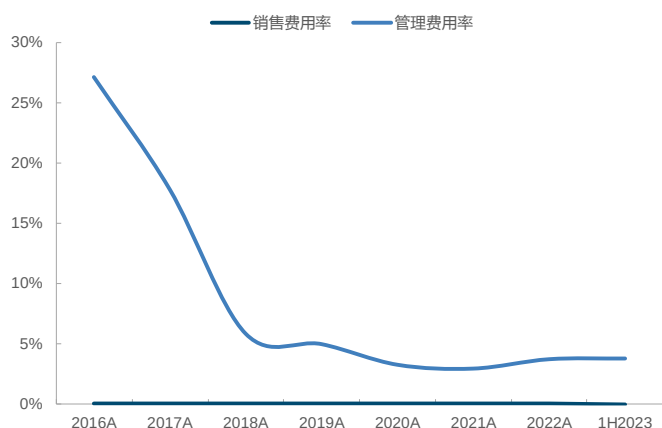
1.3 持续推动降本增效，资产负债率行业领先

公司期间费用持续下降，降本增效成果显著。公司销售费用持续保持低位，管理费用占比最高，近年管理费用下降带动期间费用下降。2016 年公司收购三个黄金矿山，重大资产重组中介费 and 无形资产摊销增加，管理费用较高。2017-2018 年金矿资产收购逐步完成，管理费用有所下降。2022 年停工损失导致管理费用增加，1H2023 薪酬、停工损失增长导致管理费用同比增长 32.79%，管理费用率为 3.77%。

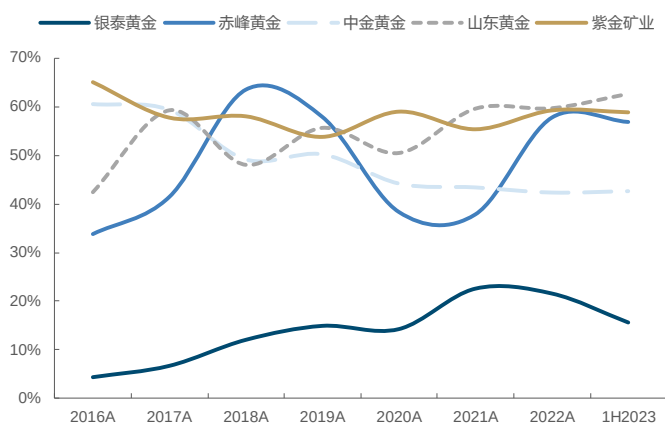
公司资产负债率处于行业较低水平，资本结构较为稳健。对比同行业其他公司，其他黄金企业资产负债率在 30%-60% 范围内，公司资产负债率位于区间 10%-25% 内，1H2023 为 15.62%，处于行业内较低水平。公司与金融机构有良好的合作关系，融资能力较强，低资产负债率拓宽公司融资渠道，有助于矿山资源拓展，进一步增厚公司业绩。



图表7：管理费用率下降趋势明显



图表8：公司资产负债率处于行业较低水平



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

二、美联储加息末期，实际降息前黄金股相对收益最高

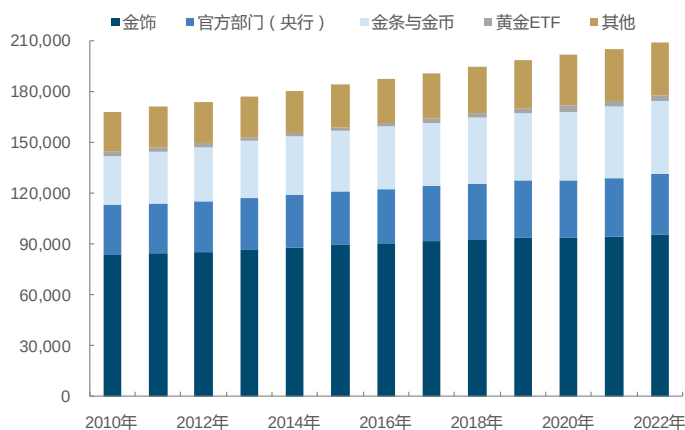
2.1 商品+金融双重属性决定黄金存量形态多样

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。

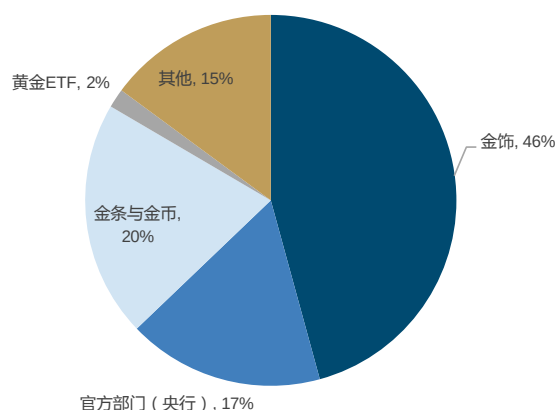
由于黄金的化学性质稳定，一旦被开采出来就会以某种形态一直存在。截至 2022 年底，全球地上黄金存量已经达到 20.9 万吨，据世界黄金协会统计，其中约有 2/3 是在 1950 年之后开采的。

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9：2022 年底地上黄金存量达到 20.9 万吨



图表10：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

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

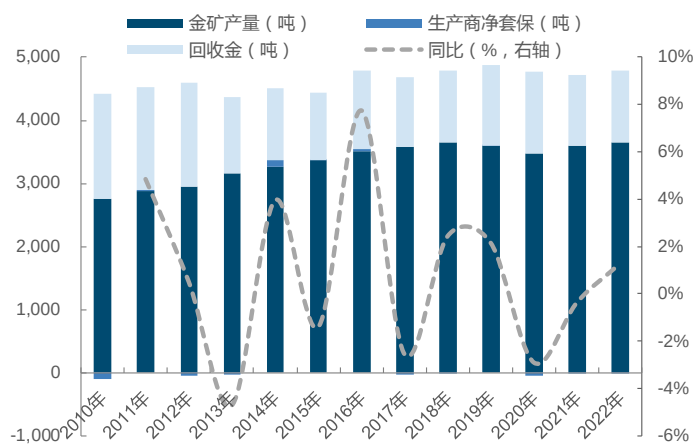
黄金供给主要由矿产金、生产商净套保和回收金三部分构成，矿产金是黄金供给的主要来源，在黄金总供给中占比 76% 左右。世界黄金协会数据显示，全球黄金总供应量较为稳定，2016-2022 年维持在 4800 吨左右。其中全球金矿产量呈现逐年上涨趋势，据世界黄金协会统计，金矿产量从 1992 年的 2270 吨增长至 2022 年的 3649 吨，占全年黄金供给量的 76.36%。

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

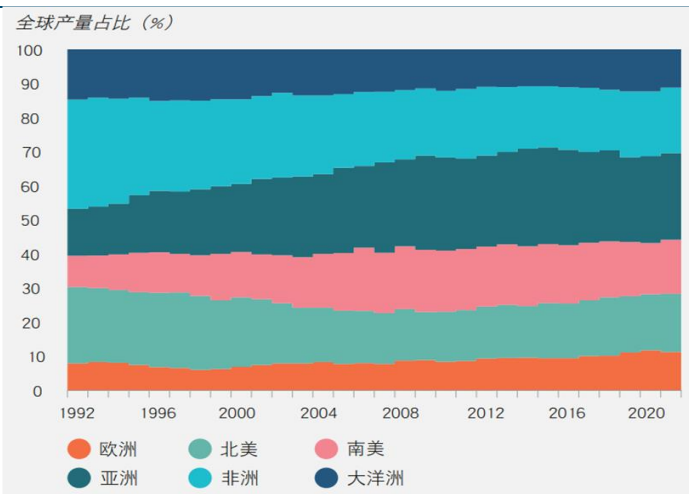


90年代初，全球黄金供给主要分布在非洲和北美；之后亚洲地区金矿产量快速提升，南美地区黄金产量也呈现增长趋势。当前，全球金矿供给形成了大范围均匀分布的格局，确保黄金的初级供应更加稳定，降低供给冲击带来的风险。

图表11：2022年全球黄金供给4779吨



图表12：全球黄金供给分布逐渐均衡



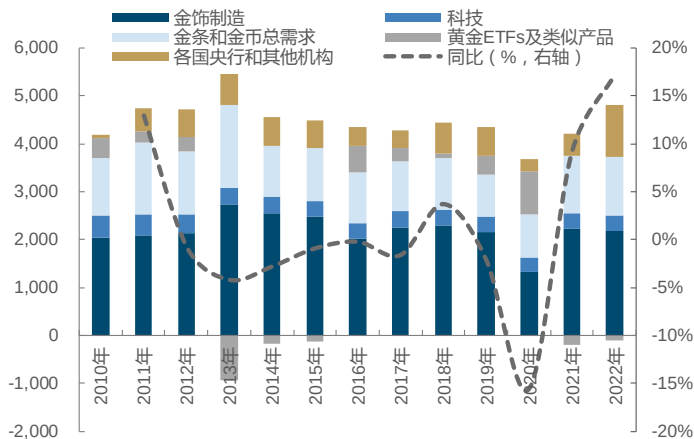
来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 国金证券研究所

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

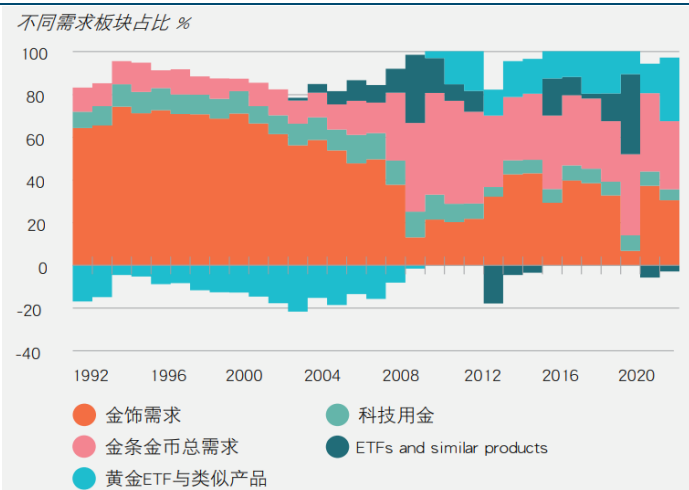
全球黄金需求量在疫情前较为稳定，全年需求约为4300吨左右。2020年受全球新冠肺炎疫情冲击，制造金饰对黄金的需求大幅回落，带动全球黄金需求下降15.51%至3679.3吨。后疫情时期，除金饰需求的恢复性增长外，黄金作为投资品的保值功能愈发得到重视，各国央行也开始增强购金力度，推动黄金需求量快速增长，2022年全球黄金需求已经回升至4706.3吨。

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13：后疫情时期黄金需求量快速恢复



图表14：黄金的投资需求占比逐渐加重



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

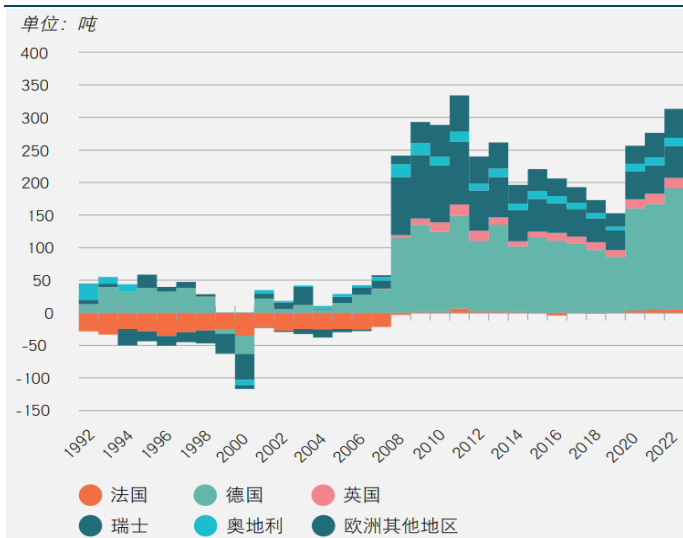
来源：世界黄金协会, 国金证券研究所

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。



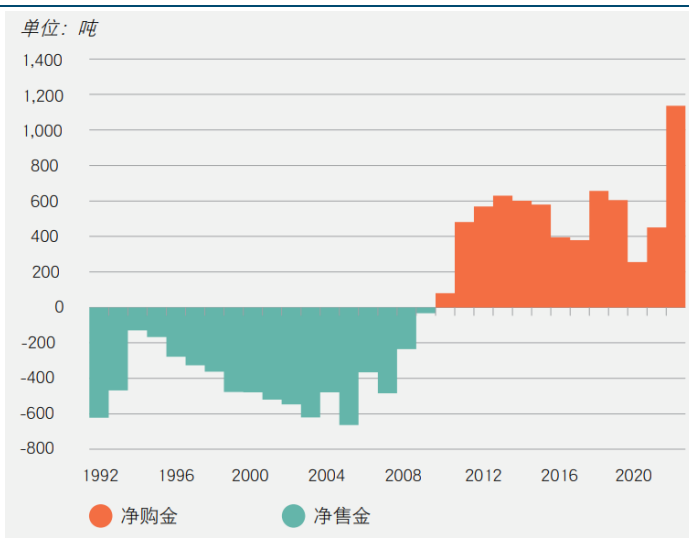
央行成为黄金净购买方。20 世纪 90 年代初至 2010 年之前，全球央行在金本位制和布雷顿森林体系解体以后希望减少大量的黄金储备。然而全球金融危机的爆发对央行转变对黄金储备的心态起到了催化作用，2010 年开始全球央行成为黄金净购买方，在 2010 年至 2022 年间购金达 6815 吨。后疫情时期央行购金节奏进一步加快，仅 2022 年全球央行购金就达到 1078.5 吨。截至 2022 年底，全球官方黄金储备达到 3.57 万吨，占黄金地上存量的 17%。

图表15：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16：各国央行成为黄金净购买方



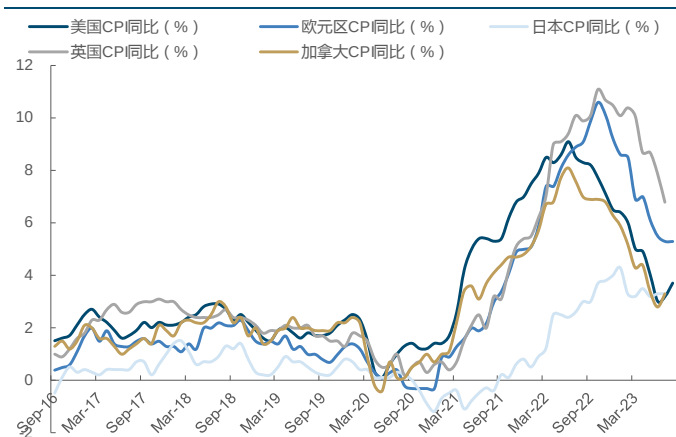
来源：金属聚焦公司，路孚特 GFMS，世界黄金协会，国金证券研究所

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 8 月，美国 CPI 同比 3.7%，高于预期的 3.6%，核心 CPI 同比 4.3%，符合预期；7 月 PCE 同比 3.3%，核心 PCE 同比 4.2%，均符合市场预期。

图表17：海外各国 CPI（单位：%）



来源：iFind，国金证券研究所

图表18：美国 PCE 及核心 PCE（单位：%）

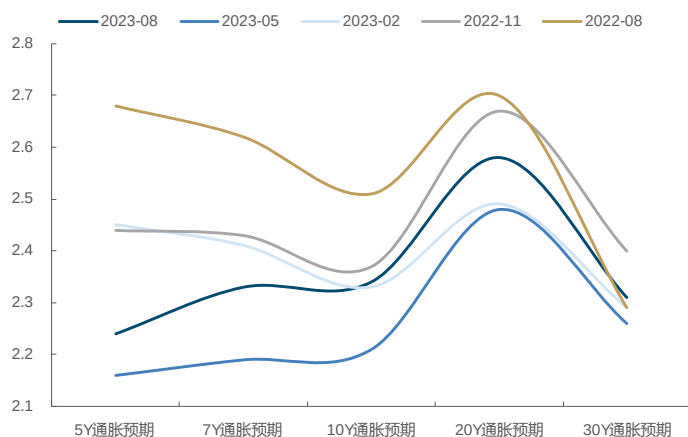


来源：iFind，国金证券研究所

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。

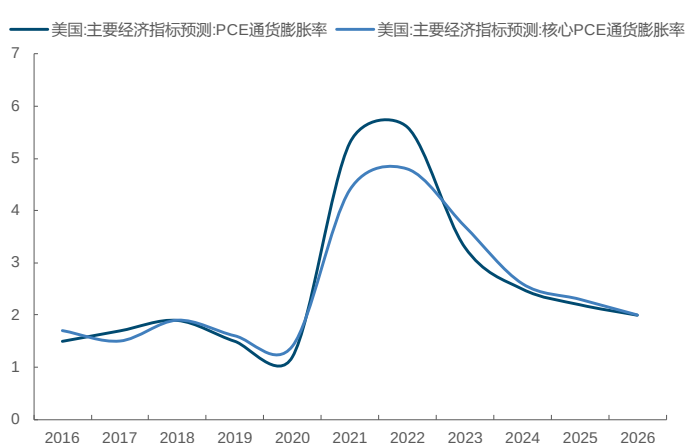


图表19: 美国通胀预期期限结构 (单位: %)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表20: 美国 PCE 通胀预测 (单位: %)



来源: Wind, 美联储, 国金证券研究所

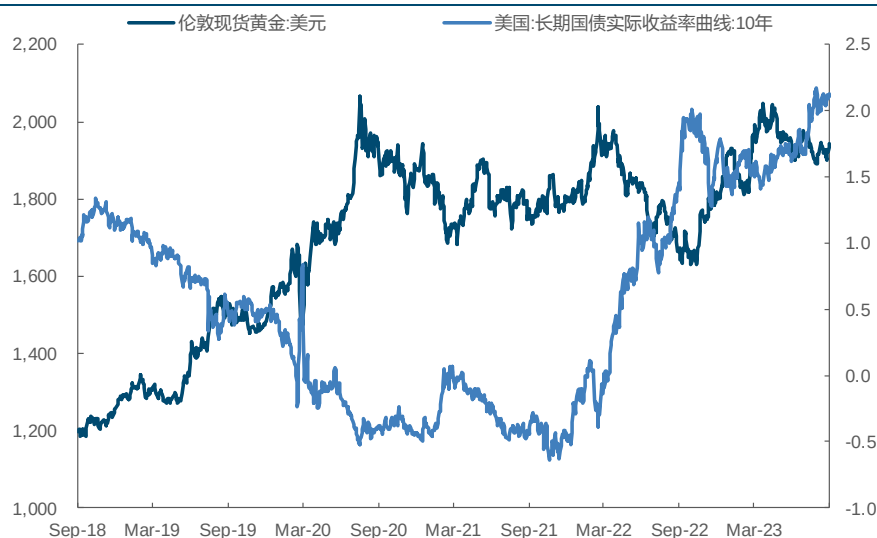
注: 2023-2026 年为预测值

8 月美国 CPI 同比超预期, 但主要是因为原油价格上涨, 剔除原油和食品价格的核心 CPI 回落较为顺畅。美联储 9 月 FOMC 会议如期暂停加息, 维持联邦基金目标利率为 5.25-5.5% 区间, 美联储主席鲍威尔在新闻发布会上讲话偏鹰, 9 月经济预测摘要上调经济增长预测并下调 2024 年降息空间, 导致市场对于终点利率的高度预期提升、持续时间延长。9 月 FOMC 会后, CME “美联储观察” 数据显示: 美联储 11 月、12 月不加息, 维持 5.25-5.50% 利率区间的概率分别为 66.5% 和 53%, 定价 2024 年 7 月开始降息, 较此前有所推迟。但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 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21: 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。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。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点的判断。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、成本优势显著，黄金主业更进一步

3.1 旗下矿山质地优良，增储与扩产并行

为保障高质量发展、增强抗风险能力，公司致力于整合优质矿产资源，持续探矿增储，各项目稳步推行。2016 年公司联合其他股东成立上海盛蔚平台公司，收购加拿大跨国黄金生产商和勘探商埃尔拉多在中国境内的矿山资源，包括黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦。2017 年 10 月，公司以现金购买方式收购北京惠为嘉业投资有限公司持有上海盛蔚 10.40% 股权；向上海盛蔚股东发行 3.35 亿股股份购买上海盛蔚 89.38% 股权，交易作价为 40.31 亿元，交易完成后共持有上海盛蔚 100% 股权。2021 年公司以自有资金 10.37 亿元收购华盛金矿 60% 股权，华盛金矿主要资产为芒市金矿采矿权。

公司黄金储量丰富，旗下矿山品位较高、质地优良，确保公司业绩稳定。截至 2022 年，公司四个黄金矿山合计保有金金属量 173.9 吨，权益金金属量 137.29 吨，黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦均为大型黄金矿山，其中黑河银泰是国内品位较高和最易选冶的金矿之一，产金的完全成本极具竞争力，吉林板庙子是国家级绿色矿山，青海大柴旦是省级绿色矿山。

图表22：公司保有权益金金属量 137.29 吨（截至 2022 年底）

子公司	持股比例	矿山类型	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	2022 年矿产金量 (吨)
玉龙矿业	77%	花敖包特外围 II 区伴生金	180.7	0.15	-
黑河银泰矿业	100%	矿山	106.27	8.99	2.98
		存货矿石	21.41	0.7	
吉林板庙子矿业	95%	矿山	540.5	20.59	2.02
青海大柴旦矿业	90%	矿山	1637.37	65.95	2.07
		堆存矿石	131.44	6.85	
华盛金矿	60%	麦窝坝矿段类卡林型金矿	2322.5	70.67	-
合计				173.9	7.06
权益量合计				137.29	6.76

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

近年公司已完成黑河银泰选厂扩建为 1250 吨/日和吉林板庙子采矿扩建为 80 万吨/年的工程，扩建项目完成助力公司采选产能提升，截至 2022 年底公司采矿产能共计 227.5 万吨/年。同时，公司持续推进探矿增储，各项目稳步推行，若青海大柴旦“探转采”项目



完成，华盛金矿复产增产项目顺利进行，公司优质黄金资产和资源储备将继续增加，采选产能有望进一步提升，助力公司可持续发展，提升公司在黄金矿业中的地位。

图表23：公司采矿产能共计 227.5 万吨/年

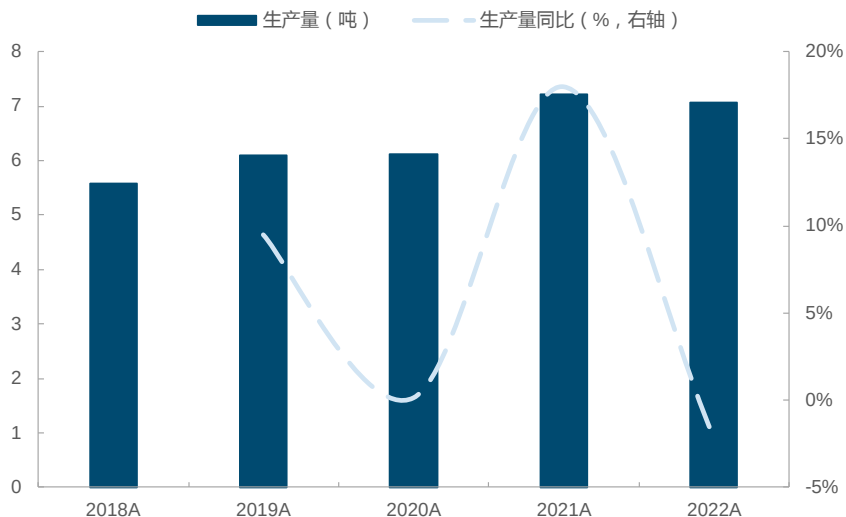
子公司名称	采矿产能	选矿产能	金属入选品位（2020 年）	
			金	银
黑河银泰	37.5 万吨/年	1250 吨/日	9.63 g/t	64.21 g/t
青海大柴旦	100 万吨/年		2.88 g/t	
吉林板庙子	80 万吨/年		3.34 g/t	
华盛金矿	10 万吨/年		3.04 g/t	
合计	227.5 万吨/年			

来源：公司 2020 年、2022 年年报，自然资源部，国金证券研究所

公司主要黄金产品为合质金和含银合质金，主要销售给金冶炼企业，在销售时金银单独计价，销售价格参考上海黄金交易所价格。

公司部分收购矿山投产，合质金产量大幅提升。2016 年公司收购埃尔拉多在国内部分黄金企业后，业务逐渐向黄金板块倾斜，随部分收购矿山投产及其生产规模提升，合质金产量从 2018 年的 5.57 吨逐年增长，近年来稳定在 7 吨左右，公司黄金板块生产规模显著提升，叠加合质金毛利率较高，进一步增厚公司盈利空间。2022 年主要子公司受不利因素影响，难以正常经营生产，合质金产量 7.06 吨，同比下降 2.08%。

图表24：2022 年合质金产量 7.06 吨



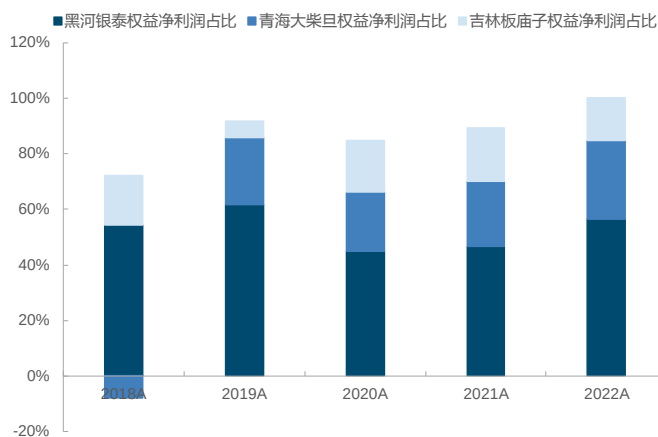
来源：公司 2018-2022 年年报，国金证券研究所

(1) 黑河银泰矿业：入选品位高且易选冶的国家级绿色矿山

黑河银泰矿业的东安金矿为少有的浅埋藏低温热液型金矿，国家级绿色矿山，是国内入选品位较高和最易选冶的金矿之一，完全成本极具竞争力。黑河银泰矿业主要产品为高银合质金，2022 年生产矿产金 2.98 吨，矿产银 18.09 吨，净利润高达 6.35 亿元，权益净利润占公司归母净利润 56%，为公司业绩做出巨大贡献。

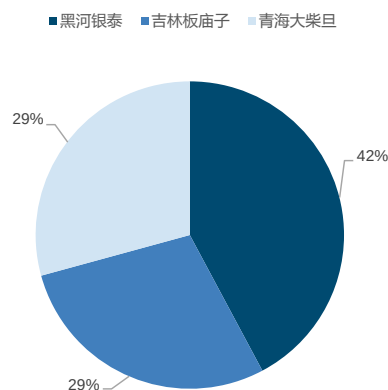


图表25：黑河银泰对公司业绩贡献明显



来源：公司 2018-2022 年年报，国金证券研究所

图表26：2022 年黑河银泰矿产金产量占 42%



来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

截至 2022 年年底，黑河银泰矿石资源量 106.27 万吨、金金属量 8.99 吨、银金属量 72.3 吨，另有存货矿石量 21.41 万吨、金金属量 0.7 吨、银金属量 16.32 吨。

2019 年东安金矿露天采矿工作结束，转为地下开采，逐步推进扩大生产能力 1200 吨/日新选厂建设，选矿厂改造施工接近完工，新建尾矿库一、二期工程完工投入使用。2020 年 9 月 1250 吨/日的选厂改扩建工程全部完工，同年 12 月东安金矿获得新的采矿许可证，生产规模从 14.85 万吨/年提升至 37.5 万吨/年。

图表27：黑河银泰保有金金属量 9.69 吨

矿石种类	资源量 (万吨)	金金属量 (吨)	银金属量 (吨)	生产规模 (万吨/年)
矿山矿石	106.27	8.99	72.3	37.5
堆存矿石	21.41	0.7	16.32	
合计	127.68	9.69	88.62	

来源：公司 2020、2022 年年报，国金证券研究所

根据《黑龙江省逊克县东安岩金矿床 5 号矿体外围详查阶段性总结报告》，截至 2021 年底，东安金矿全矿区工业品位+低品位矿体推断资源矿石量 114.73 万吨，金金属量 3.95 吨、平均品位 3.4 克/吨，银金属量 23.36 吨、平均品位 63.0 克/吨。2023 年 3 月，黑河银泰受让黑龙江省第七地质勘察院持有的黑龙江省逊克县东安岩金矿 5 号矿体外围详查探矿权，受让该探矿权保证黑河银泰资源接续，提升公司资源储备，助力公司逐步覆盖东安矿带矿权。

(2) 青海大柴旦矿业：位于重点成矿区，探转采有望提升产能

公司收购完成后青海大柴旦矿业停产整改，2019 年 4 月正式复产。青海大柴旦矿业主要产品为低银合质金，2022 年生产矿产金 2066.45 千克，矿产银 270.4 千克，净利润为 3.56 亿元，权益净利润为 3.21 亿元，权益净利润占公司归母净利润 29%。

青海大柴旦位于青海省滩间山贵金属有色金属矿重点成矿区，条件优越，截至 2022 年年底保有矿石资源量 1637.37 万吨，金金属量 65.95 吨，另有堆存矿石量 131.44 万吨，金金属量 6.85 吨。根据自然资源部官网，截至 2023 年 3 月，青龙沟金矿生产规模 40 万吨/年，滩间山金矿生产规模 60 万吨/年。2022 年青海大柴旦继续资本化勘探投资 7039.64 万元。

图表28：青海大柴旦生产规模 100 万吨/年

矿石种类	资源量 (万吨)	金金属量 (吨)	产能规模 (万吨/年)
矿山矿石	1637.37	65.95	100
堆存矿石	131.44	6.85	
合计	1768.81	72.8	

来源：公司 2022 年年报，自然资源部，国金证券研究所

2020 年青海大柴旦完成细晶沟金矿详查报告矿产资源储量评审备案，2022 年底探转采主要手续办理完成，预计 2023 年取得细晶沟金矿（新立）采矿权证。2020 年完成金龙沟金



矿详查报告矿产资源储量评审备案，计划 2023 年取得青龙沟金矿采矿权证（II、III 矿带）。预计“探转采”完成后，细晶沟金矿产能将达到 60 万吨/年，青龙沟金矿产能进一步提升，“探转采”项目拓宽青海大柴旦资源边界，扩展资源储备。

（3）吉林板庙子矿业：机械化、数字化的现代化矿山

吉林板庙子为地下开采矿山，现已成为机械化、数字化、安全高保障现代化的矿山，管理水平先进。吉林板庙子开拓方式为斜坡道开拓，采用分段空场嗣后充填采矿法，使用深孔一次成井技术、远程遥控技术和洞穴探测仪采矿区实测技术，先进的采矿、选矿和排尾工艺提高了金浸出率和金回收率，减少了废石堆积带来的占地问题。板庙子主要产品为低银合质金，2022 年生产矿产金 2015.24 千克，矿产银 375.72 千克，净利润为 1.81 亿元，权益净利润为 1.72 亿元，权益净利润占公司归母净利润 15%。

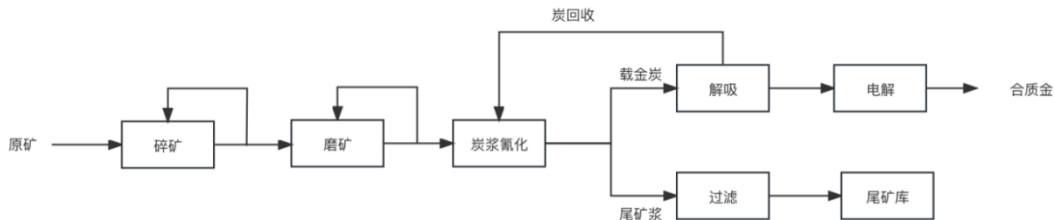
截至 2022 年年底，吉林板庙子矿石量 540.5 万吨，金金属量 20.59 吨。吉林板庙子自投产以来，保持了良好的探采平衡，保有资源持续稳定，具有良好的可持续经营能力。2022 年吉林板庙子继续各项勘探工程施工，发现了重要的矿化线索。

最初设计报告显示吉林板庙子生产规模 66 万吨/年，2018 年完成了尾矿库加高工程和生产能力扩增到 80 万吨/年的资源开发利用方案，2019 年尾矿库扩容工程通过安全及环保验收，完成了探矿权的详查报告评审及备案工作。2020 年公司完成生产规模扩大到 80 万吨/年项目的验收及安全生产许可证换证工作，同年完成了板石沟金及多金属矿探矿权的转让，子公司银泰盛鑫与澳华板庙子及吉林省有色金属地质勘查局 602 队签署协议，板石沟金及多金属矿探矿权转到银泰盛鑫，成功整合板庙子矿权。

（4）华盛金矿：优质矿山，期待复产

华盛金矿是类卡林型金矿，为国内稀有的优质矿山，采用堆浸工艺，成本较低，复产后主要产品为合质金。华盛金矿位于云南省德宏州芒市西南方向 32 公里处，矿区所处位置交通便利。2016 年华盛金矿股东资金问题导致停产，2019 年法院查封华盛金矿采矿权，2021 年公司收购华盛金矿股权后有偿提供足额借款以偿还债务，2022 年 1 月许可证解除查封。

图表29：复产后的华盛金矿工艺流程图



来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

截至 2022 年年底，华盛金矿保有矿石资源量 2322.5 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04 克/吨。根据公司收购华盛金矿公告，截至 2020 年年底，芒市金矿控制的矿产资源量 1627.5 万吨，金金属量 50.62 吨，金平均品位 3.11 克/吨；推断的矿产资源量 695 万吨，金金属量 20.05 吨，金平均品位 2.89 克/吨。

图表30：华盛金矿权益金金属量 42.40 吨

类型	矿石资源量 (万吨)	金金属量 (吨)	品位
控制	1627.5	50.62	3.11 g/t
推断	695.0	20.05	2.89 g/t
合计	2322.5	70.67	3.04 g/t
权益量合计	1393.5	42.40	

来源：银泰黄金股份有限公司关于收购芒市华盛金矿开发有限公司 60%股权的公告，国金证券研究所

华盛金矿复产计划稳步进行，2022 年公司完成储量核实报告初稿，2023 年上半年评审备案工作有序推进。根据自然资源部，华盛金矿原生产规模为 10 万吨/年，公司计划将其产能提升为 120 万吨/年。若华盛金矿顺利复产增产，预计成为公司单产金最高的矿山，将极大提高公司盈利能力，扩展公司产业规模。

3.2 低黄金生产成本助力黄金板块高盈利

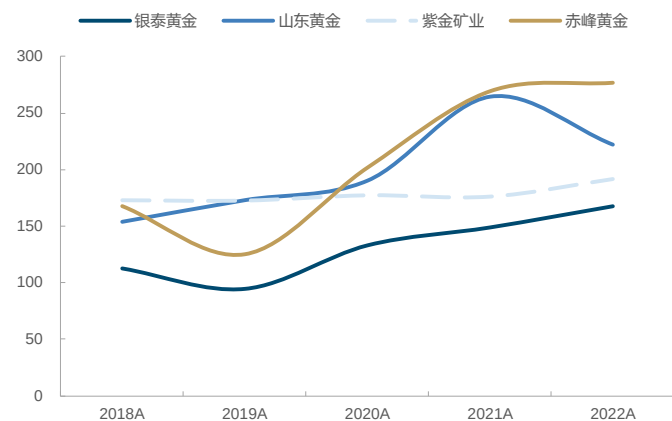
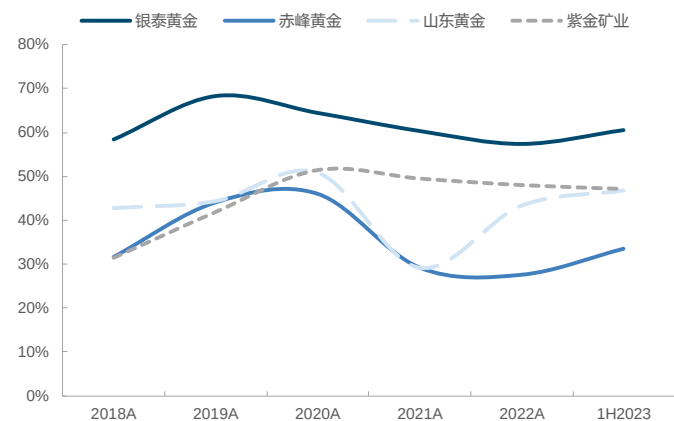
公司旗下贵金属矿山均为高品位的大型矿山，完全成本极具竞争力，为黄金矿山行业中毛



利率较高的企业。1H2023 合质金毛利率为 60.52%，显著高于同行业其他公司，较高毛利率助力增厚公司在黄金板块业绩。受黑河银泰转地下开采致采选难度加大，部分矿山矿产金入选品位下降等因素影响，公司近年矿产金单位成本呈现上升趋势，但在同业中仍具有显著成本优势，2022 年黄金生产成本为 167.54 元/克。得益于矿产金的高毛利率和低成本，公司作为黄金新星在黄金板块发展迅速，生产规模提升。

图表31：公司黄金产品毛利率高于同业其他主要公司

图表32：黄金矿业部分公司矿产金生产成本（元/克）



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

来源：各公司 2018-2022 年年报，国金证券研究所

注：上图毛利率为各公司自产金毛利率，非综合毛利率。中金黄金年报中未单独披露自产金营收及成本，故未进行对比。

注：银泰黄金的黄金产品为合质金，山东黄金的黄金产品为自产金，紫金矿业和赤峰黄金的黄金产品为矿山金。中金黄金年报中未单独披露自产金营收及成本，故未进行对比。

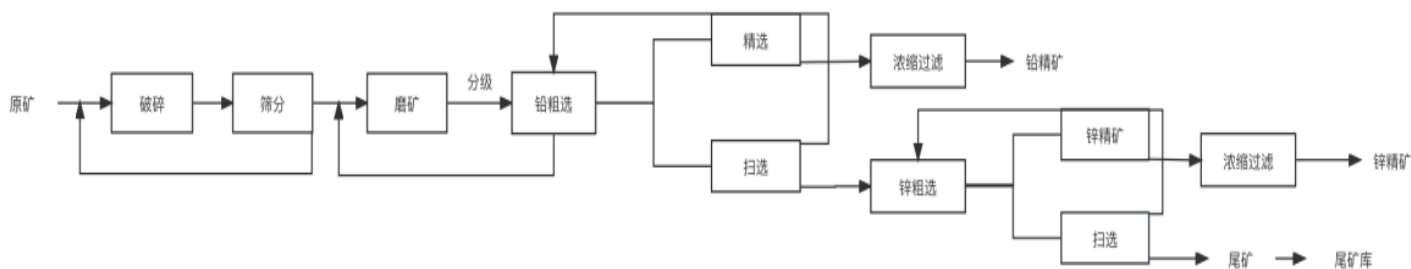
四、玉龙矿业选厂改造，强化非贵金属板块

公司铅锌银板块主要依赖子公司玉龙矿业，玉龙矿业持有花教包特银铅矿和花教包特山矿段 2 个银铅锌矿采矿权，1118 高地、花教包特外围 II 区、花教包特南山和 1038 高地 4 个探矿权。截至 2022 年年底，公司保有银金属量 6,921.2 吨，铅金属量 60.85 万吨，锌金属量 105.86 万吨。

玉龙矿业为国家级绿色矿山，是国内矿产银最大的单体矿山之一，同时矿山毛利率较高。玉龙矿业位于西乌珠穆沁旗巴彦花镇，矿区处在内蒙古东北部大兴安岭有色金属成矿带和华北地块北缘多金属成矿带，有色金属资源丰富，所在地矿山集中且离最近的铅锌冶炼厂不足 100 公里，交通运输方便。

玉龙矿业开采方式为地下开采，生产工艺主要方法为浅孔留矿法、中深孔爆破空场法、分段空场嗣后充填采矿法等，生产工艺先进。矿山资源禀赋较好，铅精矿因贵金属含量高易于销售，锌精矿伴生小金属种类多，同时生产工艺先进，综合回收效益好，向大型冶炼厂销售极具竞争力。

图表33：玉龙矿业生产工艺流程图



来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

截至 2022 年底，玉龙矿业采矿权和探矿权合计含银金属量 6832.49 吨，铅金属量 60.85 万吨，锌金属量 105.86 万吨。采矿权范围内，花教包特银铅矿含银金属量 4,113.09 吨，铅金属量 41.01 万吨，锌金属量 54.98 万吨；花教包特山矿段含银金属量 480.37 吨，铅



金属量 4.92 万吨，锌金属量 9.41 万吨。同时，玉龙矿业持续推进探矿增储，探矿权内资源丰富，现已探明银金属量 2239.03 吨，铅金属量 14.92 万吨，锌金属量 41.47 万吨；探矿区 1118 高地备案资源量探明银金属品位 78.7 g/t、铅金属品位 0.61%、锌金属品位 1.91%、铜金属品位 0.33%、锡金属品位 0.09%。玉龙矿业的资源储备贡献公司主要铅锌银资源量，巩固了公司在铅锌银板块的业务实力。

图表34：玉龙矿业铅金属量 60.85 万吨、锌金属量 105.86 万吨（截至 2022 年底）

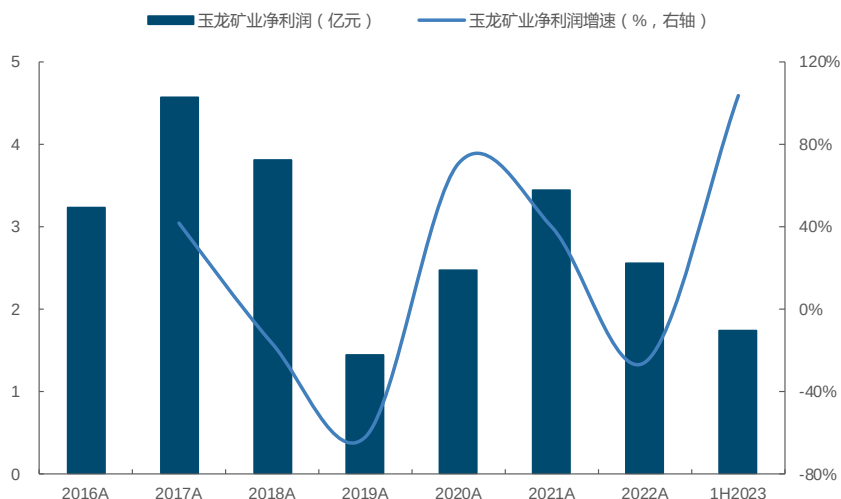
	矿石资源量		金属量				
	(万吨)	银 (吨)	铅 (万吨)	锌 (万吨)	铜 (万吨)	锡 (万吨)	金 (千克)
花教包特银铅矿	2,493.02	4,113.09	41.01	54.98			
花教包特山矿段	511.9	480.37	4.92	9.41			
采矿权合计	3,004.92	4,593.46	45.93	64.39			
1118 高地备案资源量	2,079	1,697	12.61	39.62	6.35	1.82	
花教包特外围 II 区	180.7	356.56	0.24	0.24			152
花教包特南山	60.68	106.88	1.38	1.61			
1038 高地	60.38	78.14	0.69				
探矿权合计	2,380.76	2,239.03	14.92	41.47	6.35	1.82	152
采矿权和探矿权合计	5,385.68	6,832.49	60.85	105.86	6.35	1.82	152

来源：公司 2022 年年报，国金证券研究所

2021 年 4 月，玉龙矿业 1400 吨/日选矿厂改扩建工程开工建设，完成后生产能力提升至 3000 吨/日。2022 年 7 月 3000 吨/日选厂进入试生产阶段，同年 9 月正常运营，加上之前 2000 吨/日选厂，满产可以达到 5000 吨/日的处理量。该项目为玉龙矿业产能提升提供坚实基础，据同年 11 月投资者关系记录表，处理量提升使得玉龙矿业 3Q2022 产银 54.5 吨、铅锌合计 9155 吨，产量较 1H2022 增加较大。选矿厂改建技术助力玉龙矿业产量提升，进一步增厚公司在铅锌银板块的业绩。

2019 年玉龙矿业同地区矿难影响铅锌银产品产销量，营收下降带动净利润下滑，不利影响消除后净利润自 2020 年开始呈现上涨趋势。2022 年原材料价格上涨及北京冬奥会影响生产，玉龙矿业净利润同比下降 26%至 2.56 亿元。2023 年上半年，玉龙矿业正常生产，净利润同比大幅增长 104%至 1.74 亿元。

图表35：1H2023 玉龙矿业净利润 1.74 亿元



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

公司收购玉龙矿业后，铅锌银规模显著提升，增厚公司业绩。公司铅锌精矿主要销售给冶炼企业，银金属大部分含在铅精矿中，由冶炼厂在冶炼环节综合回收。

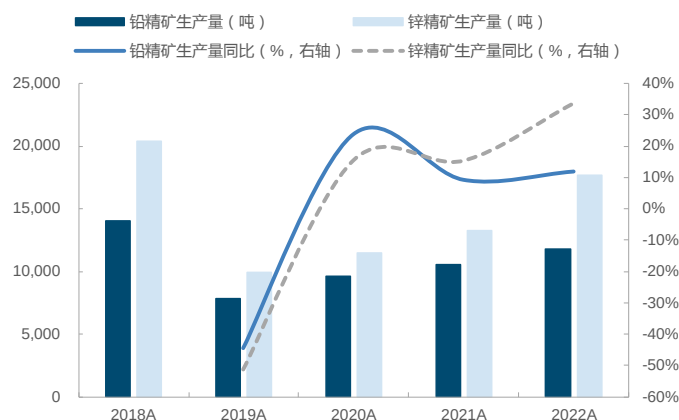
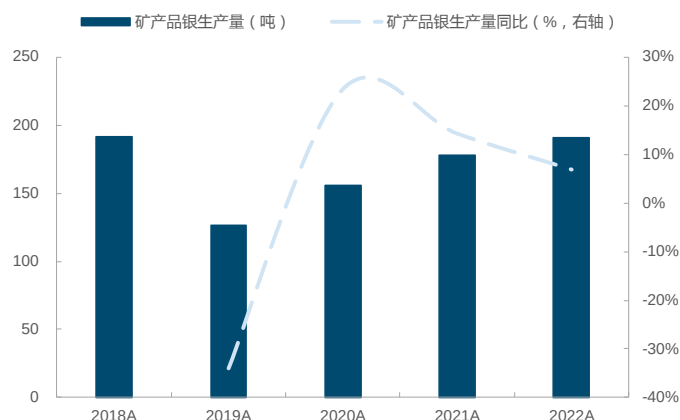
近年来公司铅锌银板块业绩稳中有升，相关产品产量逐年增长。2019 年玉龙矿业受同地区其他矿山矿难影响，开工时间推迟，全年产量不及预期。2022 年初受冬奥会与残奥会影响，玉龙矿业无法采购炸药导致难以正常经营生产，不利因素扰动消除后，玉龙矿业积极复产，同时选厂扩建项目顺利进行，全年公司生产矿产品银同比增长 7%至 190.74 吨，铅



精矿同比增长 12%至 1.18 万吨，锌精矿同比增长 34%至 1.77 万吨，铅锌银产量相比去年均提升。

图表36：2022 年公司生产矿产品银 190.74 吨

图表37：公司铅锌精矿产量逐年提升



来源：公司 2018-2022 年年报，国金证券研究所

来源：公司 2018-2022 年年报，国金证券研究所

五、山东黄金入主，实现“1+1>2”效果

银泰黄金作为黄金新星近年来成长迅速，旗下矿山均为品位高的大型矿山，黄金产品毛利率行业领先，铅锌银板块业绩稳中有升，盈利能力突出。山东黄金是黄金行业头部企业，资源储量丰富，黄金资源实现海内外布局，同时背靠山东黄金集团，持续推进探矿增储。公司转让控制权，进一步发挥协同效应，山东黄金在开采、选冶的技术优势和规模优势助力公司增产，增厚公司盈利空间，提高公司可持续发展水平。总体将充分发挥山东黄金和公司原有优势，实现“1+1>2”的效果。

5.1 山东黄金行业龙头，资源雄厚实现全球布局

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，为黄金行业头部企业。截至 2022 年底，山东黄金在海内外拥有 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。

山东黄金自成立以来，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 年年底，山东黄金保有黄金资源总量 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。


图表38：山东黄金保有黄金资源量 1431.4 吨、储量 565.18 吨（截至 2022 年年底）

矿山名称	主要品种	资源量				储量			
		总计	品位	黄金金属量 (100%基准)	黄金金属量 (权益基准)	总计	品位	黄金金属量 (100%基准)	黄金金属量 (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：山东黄金 2022 年年报，国金证券研究所

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。


图表39：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：山东黄金年报，山东黄金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

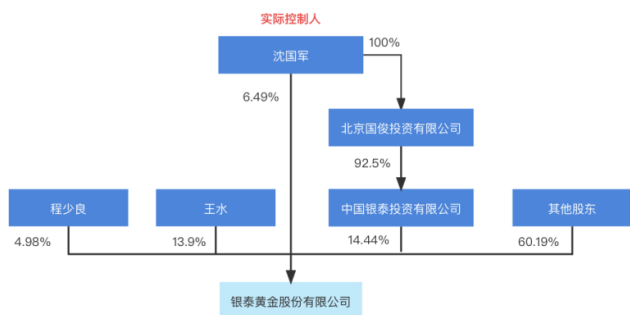
注：已包括西岭金矿 2023 年新探明的约 200 吨金金属量

5.2 山东黄金入主，协同效应助力发展

山东黄金收购公司前，公司实控人为沈国军先生，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。2022 年 12 月，山东黄金与中国银泰投资，沈国军先生签署《股份转让协议》，山东黄金拟受让沈国军先生及中国银泰投资合计持有的公司 20.93% 的股份。2023 年 1 月，沈国军先生及银泰集团与山东黄金签署《股份转让协议之补充协议》，各方一致同意标的股份每股转让价格为人民币 21.96 元/股，转让价款为人民币 127.6 亿元。2023 年 7 月，过户登记手续完成，本次权益变动后山东黄金持有公司 23.099% 股份，公司实控人变为山东省国资委。

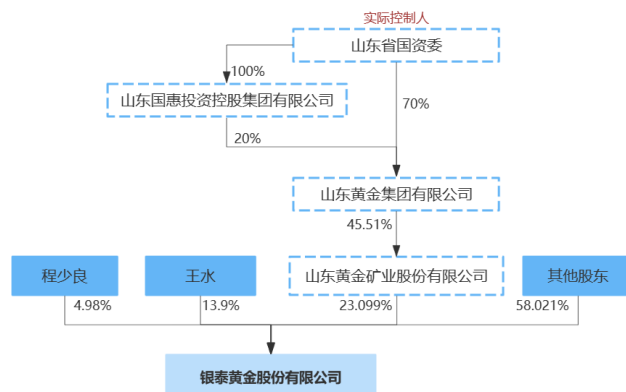


图表40：公司股权结构（截至2023年半年报）



来源：公司2023年半年报，国金证券研究所

图表41：并购完成后山东黄金持有公司23.099%股份



来源：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，山东黄金2022年半年报，公司2023年半年报，国金证券研究所

基于山东黄金及控股股东山东黄金集团、公司资产的地域分布，将形成强有力的区域协同和产业协同效应：

(1) 公司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) 公司生产的合质金、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) 公司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) 公司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山东黄金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。

对于未来发展的战略规划，将发挥山东黄金与公司“1+1>2”的作用，公司将借鉴国有企业的先进做法，民营体制将在国有资本的大力支持和坚定背书之下更好发挥其原有优势。公司进入山东黄金体系内后，弥补了山东黄金在东三省、云南等地的资源空白，将山东黄金的资源布局进行了有效扩大和补充。

5.3 承诺解决同业竞争，因地制宜并购资源

山东黄金的主要产品为标准金锭与各种规格的投资金条，公司的主要产品为合质金、铅精矿和锌精矿，合质金需提炼方可成为标准金，公司的产品合质金本质上属于山东黄金产品标准金的上游。同时，双方主要客户差异较大，山东黄金主要客户为上海黄金交易所，银泰黄金主要客户为黄金冶炼厂。公司与山东黄金的主要产品、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。

山东黄金控股股东山东黄金集团及其控制的部分企业与公司部分业务具有一定交叉性，山东黄金及山东黄金集团承诺，取得公司控制权后，在保持公司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公司，支持公司发展及发挥其固有优势。

山东黄金及其控股股东山东黄金集团承诺，在取得公司控制权之日起的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公司之间存在的同业竞争及潜在同业竞争问题；山东黄金继续本着公开、公平、公正的原则，与公司独立参与市场竞争，不损害公司及其中小股东利益。

对于公司和山东黄金在资源并购方面可能存在的同业竞争，国内资源由公司和山东黄金各自围绕现有矿山周边进行并购，一方面避免同业竞争，另一方面能更好发挥双方现有矿山的生产设施延续使用，减少新并购矿山的建设成本。

对于海外资源，根据公司和山东黄金各自特点进行并购，体量大的适合山东黄金做的，由山东黄金来做，体量适中的适合银泰黄金去收购的，由公司去做。公司并购基因强大，具有丰富的并购经验、秉承国际矿业公司的先进生产管理理念和管理经验，未来将在保证内生的基础上，在国内外加大外延并购，增加资源储量。



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 442 元/克）

银价假设：2022 年白银均价为 4.65 元/克。金融属性方面，美联储加息进入尾声，降息预期或将推动银价上行；商品属性方面，银粉是光伏银浆主要原料，光伏装机高增增加白银需求。我们预计 2023-2025 年银价分别为 5.55/5.7/5.8 元/克。（2023 年至今白银均价为 5.39 元/克）

锌价假设：2022 年锌锭含税均价为 2.53 万元/吨。当前全球锌精矿供应增速放缓，存量项目增长有限，增量项目受前期勘探支出下降影响，锌精矿产出仍需时间。需求方面，国内新基建带来锌消费的长期增长动力。在供给增速回落和需求稳步增长共同作用下，预计锌价将维持高位运行。我们预计 2023-2025 年锌锭含税均价分别为 2.19/2.2/2.2 万元/吨。（2023 年至今锌锭含税均价为 2.17 万元/吨）

铅价假设：2022 年铅锭含税均价为 1.52 万元/吨。铅锌是伴生矿产，铅精矿供应增速与锌精矿同步有所放缓，但再生铅给予一定供应补充。锂离子新能源产销量高增，其高能量密度将对铅酸电池产生一定替代，但铅酸电池以其低成本优势在汽车启动及电动两轮车动力系统等领域仍有一定的增长空间。在供给增速放缓和需求较为稳定的情况下，我们预计 2023-2025 年铅锭含税均价分别为 1.57/1.6/1.6 万元/吨。（2023 年至今铅锭含税均价为 1.54 万元/吨）

(2) 成本假设

合质金成本：公司在产金矿品位较高、成本较低，我们预计公司合质金成本维持稳定，假设 2023-2025 年合质金成本维持 168 元/克，合质金含银成本维持 2.03 元/克。

铅锌精矿成本：假设 2023-2025 年铅精矿成本维持 6791 元/吨，锌精矿成本维持 8524 元/吨，铅锌精矿含银成本维持 1.81 元/克。

(3) 销量假设

合质金销量：我们预计随着青海大柴旦探转采推进，公司合质金产量将提升，假设合质金产销率维持 100%，我们预计 2023-2025 年公司合质金销量分别为 7.33/7.83/8.23 吨。

铅精矿销量：我们预计随着玉龙矿业选厂扩建产能逐步爬坡，假设产销率维持 100%，2023-2025 年铅精矿销量分别为 1.21/1.24/1.29 万吨。

锌精矿销量：我们预计随着玉龙矿业选厂扩建产能逐步爬坡，假设产销率维持 100%，2023-2025 年锌精矿销量分别为 1.81/1.86/1.93 万吨。

(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 2.40%/1.98%/2.12%，近三年呈现下降趋势，假设 2023-2025 年该比率维持 2.30%。

销售费用率：2020-2022 年分别为 0.05%/0.08%/0.04%，保守起见，假设 2023-2025 年该比率维持 0.05%。

管理费用率：2020-2022 年分别为 3.25%/2.93%/3.71%，假设 2023-2025 年该比例维持 3.75%。

研发费用率：2020-2022 年研发费用率维持 0%，假设 2023-2025 年该比例维持 0%。

6.2 盈利预测

根据上述核心假设，预计公司 2023-2025 年合质金收入分别为 33/36/38 亿元，公司营收规模分别为 91/95/98 亿元，预计实现归母净利润分别为 15.52/17.68/19.50 亿元，EPS 分别为 0.56/0.64/0.70 元，对应 PE 分别为 25.75/22.59/20.49 倍。


图表42：营业收入及毛利预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入					
合质金	2,672.11	2,709.33	3,284.37	3,600.36	3,828.23
合质金含银	72.30	74.01	93.76	96.71	98.74
铅锌铜精矿含银	699.06	573.41	742.40	783.40	828.20
锌精矿	191.75	246.33	234.98	246.43	256.03
铅精矿	141.14	147.94	156.53	164.16	170.55
金属商品贸易	5,249.93	4,622.16	4,622.16	4,622.16	4,622.16
其他	13.96	8.36	8.36	8.36	8.36
合计	9,040.24	8,381.54	9,142.56	9,521.58	9,812.28
营业成本					
合质金	1,060.09	1,154.91	1,228.14	1,311.28	1,379.28
合质金含银	24.73	36.05	38.11	38.25	38.38
铅锌铜精矿含银	309.27	295.01	318.62	327.12	339.86
锌精矿	85.79	128.90	154.44	158.56	164.74
铅精矿	61.96	76.39	81.96	84.15	87.42
金属商品贸易	5,222.07	4,602.39	4,602.39	4,602.39	4,602.39
其他	7.10	8.31	8.31	8.31	8.31
合计	6,771.00	6,301.96	6,431.97	6,530.05	6,620.38
毛利率					
合质金	60.33%	57.37%	62.61%	63.58%	63.97%
合质金含银	65.80%	51.29%	59.35%	60.45%	61.13%
铅锌铜精矿含银	55.76%	48.55%	57.08%	58.24%	58.96%
锌精矿	55.26%	47.67%	34.27%	35.66%	35.66%
铅精矿	56.10%	48.36%	47.64%	48.74%	48.74%
金属商品贸易	0.53%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%
其他	49.15%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
综合毛利率	25.10%	24.81%	29.65%	31.42%	32.53%
营业税金及附加/营业收入	1.98%	2.12%	2.30%	2.30%	2.30%
销售费用率	0.08%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%
管理费用率	2.93%	3.71%	3.75%	3.75%	3.75%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%

来源：Wind，国金证券研究所

6.3 估值及投资建议

我们选取黄金行业其他公司山东黄金、中金黄金、赤峰黄金、湖南黄金作为可比公司。参考可比公司 2023 年 29 倍 PE 估值，给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 17.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。


图表43：可比公司估值（收盘价：元/股；EPS：元；PE：倍；截至2023年9月21日收盘）

公司简称	股票代码	收盘价	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
山东黄金	600547.SH	25.78	-0.09	0.20	0.55	0.68	0.87	N. A.	49	47	38	30
中金黄金	600489.SH	11.33	0.35	0.44	0.62	0.70	0.73	21	20	18	16	15
赤峰黄金	600988.SH	15.03	0.35	0.27	0.50	0.74	0.87	30	70	30	20	17
湖南黄金	002155.SZ	12.85	0.30	0.36	0.56	0.73	0.95	42	36	23	18	14
平均								31	44	29	23	19
银泰黄金	000975.SZ	14.39	0.46	0.41	0.58	0.66	0.73	18	26	25	22	20

来源：Wind，国金证券研究所

注：山东黄金 EPS 预期值来自国金证券，其余可比公司 EPS 均为 Wind 一致预期。

七、风险提示

黄金价格波动风险。合质金业务贡献公司主要利润来源，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，会对公司业绩产生影响。

项目产能扩张不及预期。公司合质金及铅锌精矿产量规模增长依赖矿山建设及产能爬坡，若产能扩张不及预期，会对公司营收及利润产生影响。

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	7,906	9,040	8,382	9,143	9,522	9,812
增长率	14.3%	-7.3%	9.1%	4.1%	3.1%	
主营业务成本	-5,747	-6,771	-6,302	-6,432	-6,530	-6,620
%销售收入	72.7%	74.9%	75.2%	70.4%	68.6%	67.5%
毛利	2,158	2,269	2,080	2,711	2,992	3,192
%销售收入	27.3%	25.1%	24.8%	29.6%	31.4%	32.5%
营业税金及附加	-190	-179	-178	-210	-219	-226
%销售收入	2.4%	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
销售费用	-4	-8	-3	-5	-5	-5
%销售收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-257	-265	-311	-343	-357	-368
%销售收入	3.2%	2.9%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,708	1,818	1,588	2,153	2,411	2,593
%销售收入	21.6%	20.1%	18.9%	23.5%	25.3%	26.4%
财务费用	-44	-67	-38	-55	-59	-13
%销售收入	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.1%
资产减值损失	-1	-2	-65	-37	-7	-6
公允价值变动收益	-9	21	12	11	11	11
投资收益	89	91	108	120	130	150
%税前利润	5.0%	4.9%	6.7%	5.5%	5.2%	5.5%
营业利润	1,748	1,865	1,616	2,192	2,486	2,735
营业利润率	22.1%	20.6%	19.3%	24.0%	26.1%	27.9%
营业外收支	13	-20	-7	-8	-8	-8
税前利润	1,761	1,845	1,609	2,184	2,478	2,727
利润率	22.3%	20.4%	19.2%	23.9%	26.0%	27.8%
所得税	-395	-423	-365	-502	-570	-627
所得税率	22.4%	22.9%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	1,366	1,422	1,244	1,682	1,908	2,100
少数股东损益	124	148	120	130	140	150
归属于母公司的净利润	1,242	1,273	1,124	1,552	1,768	1,950
净利率	15.7%	14.1%	13.4%	17.0%	18.6%	19.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,366	1,422	1,244	1,682	1,908	2,100
少数股东损益	124	148	120	130	140	150
非现金支出	668	819	1,256	845	901	1,005
非经营收益	-44	-75	-165	-15	-46	-109
营运资金变动	437	-124	-346	-1,440	28	24
经营活动现金净流	2,427	2,043	1,989	1,071	2,792	3,019
资本开支	-604	-718	-609	-1,048	-1,230	-1,240
投资	-1,019	-843	-908	11	11	11
其他	88	756	156	120	130	150
投资活动现金净流	-1,534	-805	-1,360	-917	-1,089	-1,079
股权募资	8	0	0	0	0	0
债权募资	-117	166	268	593	-277	-821
其他	-625	-1,100	-863	-947	-1,059	-1,099
筹资活动现金净流	-734	-934	-595	-354	-1,336	-1,921
现金净流量	154	303	42	-200	367	20

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	483	1,456	1,874	1,672	2,036	2,055
应收账款	69	88	102	114	119	122
存货	1,027	1,028	1,359	1,468	1,490	1,511
其他流动资产	2,355	2,266	2,348	3,539	3,540	3,540
流动资产	3,934	4,838	5,683	6,793	7,185	7,228
%总资产	30.5%	30.4%	35.2%	38.8%	39.4%	39.1%
长期投资	56	44	14	14	14	14
固定资产	2,984	3,233	3,154	3,235	3,434	3,534
%总资产	23.1%	20.3%	19.5%	18.5%	18.8%	19.1%
无形资产	5,797	7,594	7,051	7,209	7,313	7,412
非流动资产	8,973	11,096	10,484	10,732	11,053	11,281
%总资产	69.5%	69.6%	64.8%	61.2%	60.6%	60.9%
资产总计	12,907	15,933	16,167	17,525	18,238	18,509
短期借款	186	742	896	1,520	1,242	421
应付款项	773	2,097	1,805	1,673	1,699	1,722
其他流动负债	212	250	274	307	335	360
流动负债	1,171	3,089	2,975	3,499	3,276	2,503
长期贷款	235	0	109	79	79	79
其他长期负债	435	506	403	451	451	451
负债	1,840	3,595	3,487	4,029	3,806	3,033
普通股股东权益	9,890	10,466	10,913	11,599	12,396	13,290
其中：股本	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777
未分配利润	2,244	2,759	3,141	3,832	4,628	5,523
少数股东权益	1,176	1,872	1,767	1,897	2,037	2,187
负债股东权益合计	12,907	15,933	16,167	17,525	18,238	18,509

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.447	0.459	0.405	0.559	0.637	0.702
每股净资产	3.562	3.769	3.930	4.177	4.464	4.786
每股经营现金净流	0.874	0.736	0.716	0.386	1.005	1.087
每股股利	0.250	0.250	0.280	0.310	0.350	0.380
回报率						
净资产收益率	12.56%	12.17%	10.30%	13.38%	14.27%	14.67%
总资产收益率	9.63%	7.99%	6.96%	8.86%	9.70%	10.53%
投入资本收益率	11.19%	10.47%	8.81%	10.77%	11.56%	12.27%
增长率						
主营业务收入增长率	53.54%	14.35%	-7.29%	9.08%	4.15%	3.05%
EBIT 增长率	42.84%	6.46%	-12.68%	35.60%	11.98%	7.58%
净利润增长率	43.77%	2.49%	-11.69%	38.02%	13.94%	10.25%
总资产增长率	8.59%	23.45%	1.47%	8.40%	4.07%	1.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
存货周转天数	66.4	55.4	69.1	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	10.3	7.7	11.5	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	128.5	113.4	126.6	111.5	107.3	100.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.33%	-23.51%	-25.00%	-17.59%	-20.90%	-24.91%
EBIT 利息保障倍数	39.1	27.0	41.4	39.3	40.9	194.6
资产负债率	14.26%	22.56%	21.57%	22.99%	20.87%	16.38%

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：北京市东城区建国门内大街 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