

银泰黄金 (000975.SZ) 量价齐升，山金集团或将注入新活力

2023 年 12 月 25 日

——公司首次覆盖报告

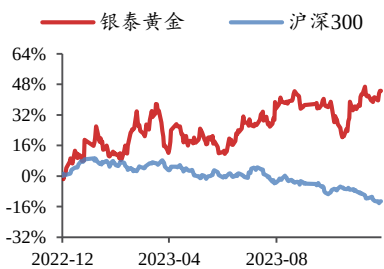
投资评级：买入（首次）
李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

日期	2023/12/22
当前股价(元)	14.99
一年最高最低(元)	15.52/10.20
总市值(亿元)	416.23
流通市值(亿元)	372.76
总股本(亿股)	27.77
流通股本(亿股)	24.87
近 3 个月换手率(%)	60.14

股价走势图



数据来源：聚源

● 战略规划纲要指引增产增储，量价齐升助力业绩增长

公司发布战略规划纲要对矿产金产量给予指引，成本优势领先，量价齐升，山东黄金集团有望为公司发展带来新动能，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 15.15、18.74、20.11 亿元，EPS 分别为 0.55、0.68、0.72 元；对应 2023 年 12 月 22 日收盘价的 PE 分别为 27.5、22.2、20.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 背靠山东黄金集团，内生外延发展或有新局面

银泰黄金成立于 1999 年，2013 年收购多金属矿山玉龙矿业，2018 年收购黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦三座金矿，公司产品以合质金为主。2023 年山东黄金成为银泰黄金控股股东，背靠山东黄金集团，内生外延发展或有新局面。公司经营业绩向好，2023 年前三季度，公司实现归母净利润 11.18 亿元，同比增长 20.24%，业绩显著改善。合质金毛利率领先同业，2022 年黄金业务营收贡献 32.33%，毛利率高达 57.37%。公司资产负债率较低，资本结构稳健，2018 至 2023H1，公司资产负债率维持在 12-25% 之间，与同业相比，公司资产负债率处于较低水平。

● 克金成本优势显著，战略规划清晰，利润有望持续增厚

黄金业务：公司矿山品位较高，克金成本领先同业。比较山东黄金、中金黄金、银泰黄金下属产金量 1 吨以上的矿山，公司矿山品位位于前列，2022 年公司平均克金成本仅 167.6 元/克，成本优势显著。吉林板庙子、青海大柴旦矿石处理量均有较大上升空间，华盛金矿复产在即，受益于高金价，公司黄金业务盈利能力将保持强劲；**公司战略规划清晰，2025 年矿产金产量较 2022 年底增长 70.0% 至 12 吨。****银铅锌业务：**玉龙矿业技术改造提高选矿能力，年采选产能有望突破 120 万吨，高银价下，银铅锌业务将持续贡献利润。

● 2024 年降息预期接棒，金价中枢有望抬升

我们认为 2024 年金价中枢抬升概率较大。短期来看，巴以冲突存在升级的可能性，风险因子有望继续催化金价上涨；中期来看，2024 年美国大选带来不确定性，联储目标利率维持高位或对 2024 年美国公司债券集中兑付产生影响，美债危机与美国经济衰退概率仍存。中长期来看，随着美国开启降息周期，实际利率、美元指数有望下行，全球流动性宽松，黄金有望迎来新一轮价格中枢的抬升。

● **风险提示：**产品价格波动风险；美联储货币政策波动风险；实控人及控股股东规划不确定性风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,040	8,382	9,523	10,388	10,884
YOY(%)	14.3	-7.3	13.6	9.1	4.8
归母净利润(百万元)	1,273	1,124	1,515	1,874	2,011
YOY(%)	2.5	-11.7	34.7	23.7	7.3
毛利率(%)	25.1	24.8	28.3	31.1	31.3
净利率(%)	14.1	13.4	15.9	18.0	18.5
ROE(%)	11.5	9.8	12.3	13.9	13.5
EPS(摊薄/元)	0.46	0.40	0.55	0.68	0.72
P/E(倍)	32.7	37.0	27.5	22.2	20.7
P/B(倍)	4.0	3.8	3.6	3.2	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司背靠山东黄金集团，经营业绩持续向好.....	4
1.1、 公司业务聚焦金矿和有色金属采选.....	4
1.2、 山东黄金入主银泰黄金，优势赋能开启新纪元.....	4
1.3、 2023 年前三季度业绩改善明显，黄金毛利率领先同业.....	5
2、 黄金业务：矿山品位较高，克金成本保持国内领先.....	8
2.1、 公司矿山品位较高，克金成本领先同业.....	8
2.2、 黑河银泰：克金成本优势显著	10
2.3、 吉林板庙子：板石沟金及多金属矿增储效果显著，或贡献未来增量	11
2.4、 青海大柴旦：矿石处理量有较大提升空间.....	12
2.5、 华盛金矿：复产后，预计年产金 2.9 吨左右.....	12
2.6、 战略规划清晰，2025 年矿产金产量较 2022 年底增长 70.0%.....	13
3、 银铅锌业务：玉龙矿业技改扩产能，增储空间较大.....	13
4、 2024 年降息预期接棒，金价中枢有望抬升.....	14
4.1、 短期避险情绪主导，中长期降息预期接棒.....	14
4.2、 击球点的选择：加息末期与降息前期大概率出现上涨行情	16
5、 盈利预测与投资建议	17
5.1、 盈利预测与业务拆分	17
5.2、 估值分析与投资建议	18
6、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 2013 年公司完成重大资产重组，业务转向聚焦金矿和有色金属采选业务	4
图 2： 截至 2023 年三季报，山东黄金成为银泰黄金控股股东	5
图 3： 2022 年黄金业务营收贡献 32.33%	6
图 4： 公司黄金业务毛利率领先同业	6
图 5： 2023Q1-3 公司营业收入 70.95 亿元，同比增长 10.30%	7
图 6： 2023Q1-3 公司归母净利润 11.18 亿元，同比增长 20.24%	7
图 7： 银泰黄金同行业中资产负债率较低（2022 年）	7
图 8： 公司主要以短期债务为主	7
图 9： 2023Q1-3 公司期间费用中管理费用占比最大	8
图 10： 公司管理费用率呈下降趋势	8
图 11： 截至 2022 年，公司黄金资源储量位于行业前列	9
图 12： 近年来公司矿产金产量稳定在 7 吨左右	9
图 13： 2022 年东安金矿克金成本为 170.06 元/克	10
图 14： 2022 年东安金矿平均品位为 8.46 克/吨	10
图 15： 2022 年金英金矿克金成本为 184.56 元/克	11
图 16： 2022 年青海大柴旦克金成本为 141.00 元/克	12
图 17： 美国商业原油库存位于历史低位，去库较快	15
图 18： 美原油产量位于高位	15
图 19： 美债收益率全线走高，其中长期收益率走高速率快于短期收益率	15
图 20： 美国大量企业债券集中于 2024-2028 年到期	15

图 21: 降息周期下, 实际利率、美元指数有望下行, 支撑金价上涨.....	16
图 22: 美联储的降息周期有望开启全球流动性的新一轮上涨.....	16
图 23: 加息末期黄金大概率出现上涨行情.....	17
图 24: 降息前期黄金上涨概率较大	17
表 1: 银泰黄金以生产合质金、白银、铅精粉、锌精粉为主.....	5
表 2: 截至 2022 年底, 公司黄金资源储量 173.9 吨.....	8
表 3: 2022 年公司矿山品位位于行业前列.....	9
表 4: 黑河银泰东安金矿金品位较高	10
表 5: 吉林板庙子持续勘探效益显著	11
表 6: 华盛金矿资源量总计 2322.50 万吨, 金金属量 70.67 吨, 平均品位 3.04g/t.....	13
表 7: 玉龙矿业矿区资源储量丰富, 增储空间较大.....	14
表 8: 分业务收入预测.....	18
表 9: 可比公司估值分析	19

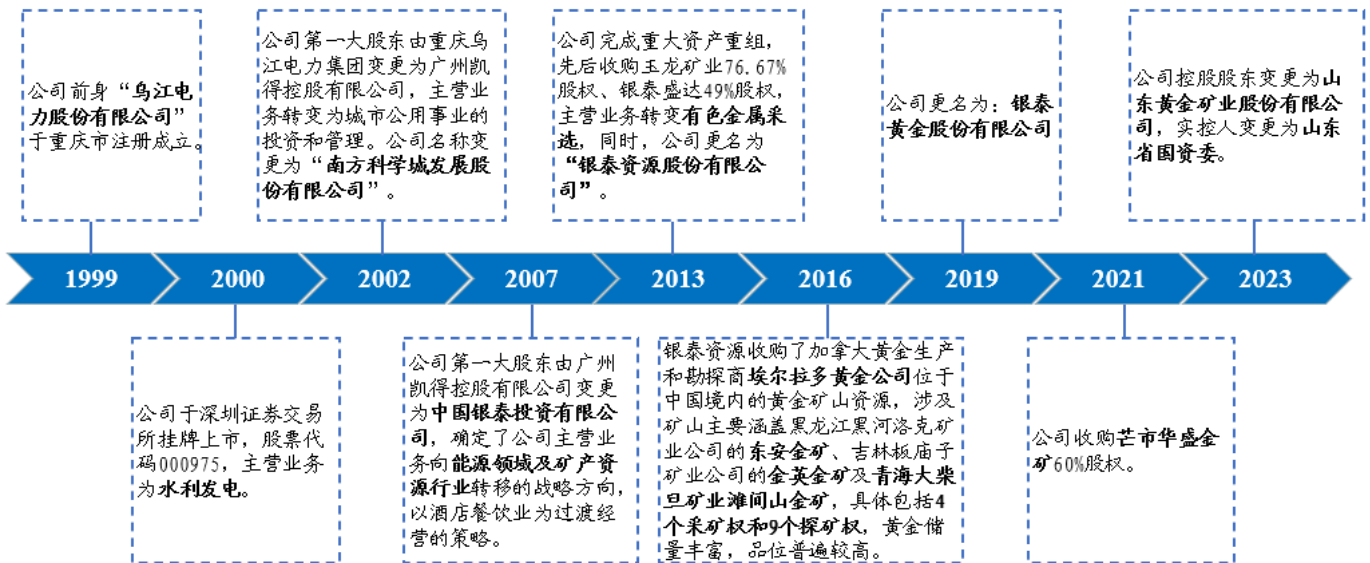
1、公司背靠山东黄金集团，经营业绩持续向好

1.1、公司业务聚焦金矿和有色金属采选

公司业务聚焦金矿和有色金属采选。公司前身为于 1999 年建立的乌江电力股份有限公司，主营水利发电业务，于 2000 年在深圳证券交易所上市。2002 年公司更名“南方科学城发展股份有限公司”，主营业务为城市公用事业的投资和管理。2007 年，公司控股股东变更为中国银泰投资，主营业务发展明确为能源领域于矿产资源行业。

2013 至 2019 年公司达成主体资产的收购兼并。2013 年，公司先后收购内蒙古玉龙矿业 76.67% 股权、银泰盛达 49% 股权，公司更名为“银泰资源股份有限公司”，主营业务变更为有色金属采选。2016 年，公司完成收购埃尔多拉黄金公司所拥有的黑龙江黑河洛克矿业东安金矿、吉林板庙子矿业金英金矿及青海大柴旦矿业滩间山金矿，公司完成黄金资源储量扩张。2019 年公司更名为“银泰黄金股份有限公司”，2021 年，公司收购芒市华盛金矿 60% 股权，进一步增强公司黄金资源储量护城河。2023 年，公司控股股东变更为山东黄金矿业股份有限公司，实际控制人变更为山东省国资委。

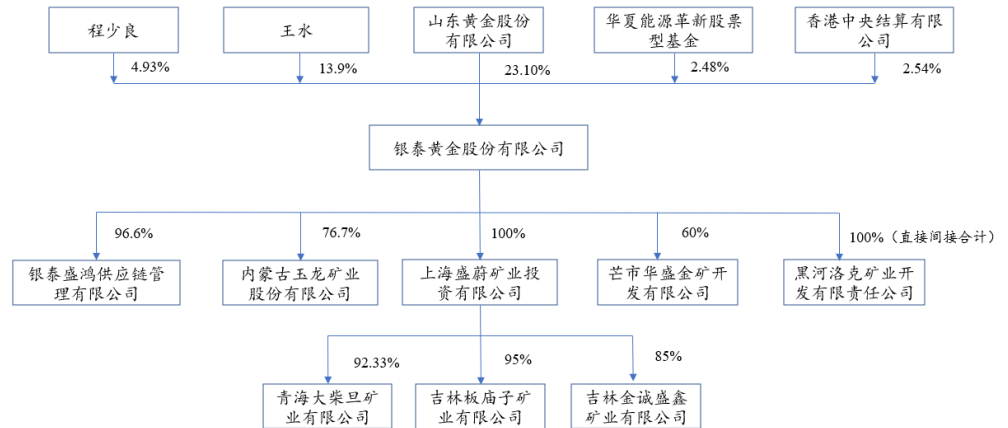
图1：2013 年公司完成重大资产重组，业务转向聚焦金矿和有色金属采选业务



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、山东黄金入主银泰黄金，优势赋能开启新纪元

2023 年 1 月 19 日，中国银泰投资有限公司及银泰黄金实际控制人沈国军先生对价 127.6 亿元向山东黄金转让股份 20.93%。2023 年 7 月 20 日，山东黄金顺利完成过户登记，成为银泰黄金控股股东。

图2：截至 2023 年三季报，山东黄金成为银泰黄金控股股东


资料来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2023 年三季报；截至 2023 年 12 月 18 日，山东黄金持股比例提升至 26.46%）

与山东黄金强强联合，避免同业竞争，展开业务协同。山东黄金的产品（金锭）与银泰的产品（合质金）不同，主要客户分别是上海黄金交易所、下游冶炼厂，两者处在产业链的不同环节，不存在明显的同业竞争问题。在资源并购方面，国内的资源并购，银泰黄金现有矿山周边的资源以银泰黄金为实施主体进行并购；山东黄金集团原先承诺将未上市黄金资源注入山东黄金的市场预期不变，在此基础上继续围绕山东黄金上市公司现有矿山周边开展对外并购。国外的资源，体量大的由山东黄金收购，体量适中由银泰黄金收购。

此外山东黄金集团承诺，山东黄金集团及关联方获得与银泰黄金业务可能产生竞争的业务机会时，集团将保持银泰黄金独立参与市场竞争，支持银泰黄金发挥其固有优势。山金集团承诺将继续本着公开、公平、公正的原则，与银泰黄金独立参与市场竞争，不损害银泰黄金及其中小股东的利益。

1.3、2023 年前三季度业绩改善明显，黄金毛利率领先同业

银泰黄金旗下拥有 5 家矿山企业与 1 家金属贸易企业。5 家矿山企业分别为内蒙古玉龙矿业股份有限公司、黑河银泰矿业开发有限公司、吉林板庙子矿业有限公司、青海大柴旦矿业有限公司和芒市华盛金矿开发有限公司。除此之外，公司下属子公司银泰盛鸿是一家以贵金属和有色金属贸易为主业，以金融工具为风控手段的综合型贸易服务商。

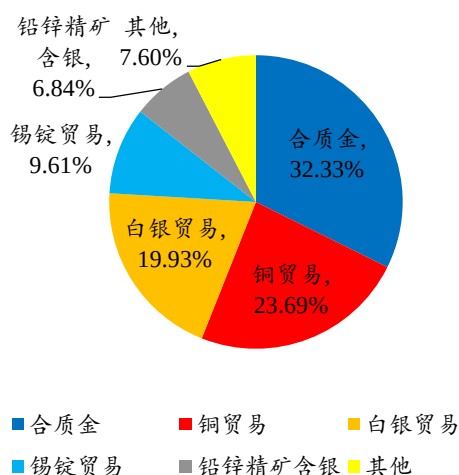
表1：银泰黄金以生产合质金、白银、铅精粉、锌精粉为主

品类		2019	2020	2021	2022
资源量	矿石量（万吨）	8018.22	7863.92	10194.17	10145.17
	金金属量（吨）	99.31	96.38	170.45	173.90
	银金属量（吨）	7706.03	7359.54	7154.06	6921.20
	铅+锌金属量（万吨）	178.37	173.50	107.64	166.71
	铜金属量（万吨）	7.54	6.35	6.35	6.35
	锡金属量（万吨）	1.96	1.82	1.82	1.82
产量	黄金（吨）	6.10	6.11	7.21	7.06

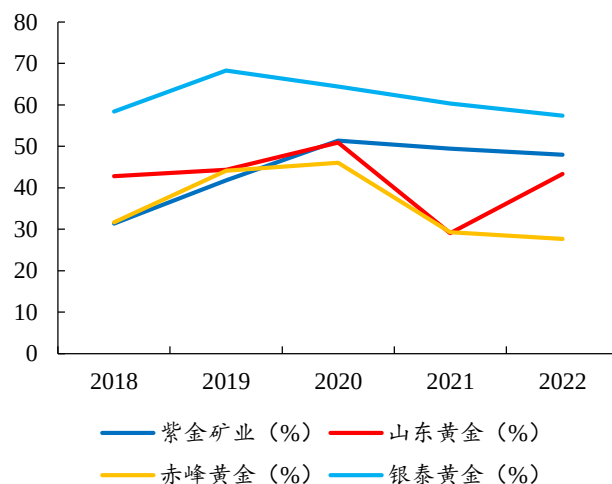
品类	2019	2020	2021	2022
白银（吨）	126.32	156.01	178.37	190.74
铅精粉（吨）	7798.77	9647.98	10536.58	11785.79
锌精粉（吨）	9929.12	11466.06	13230.80	17692.58

数据来源：公司公告、开源证券研究所

主营产品为合质金，毛利率领先同业。2018 年以前公司主要产品为铅精矿（含银）、锌精矿，2018 年公司将收购的黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦并表，主营产品变为合质金，得益于合质金毛利较高，营收及归母净利润出现大幅增长。目前，公司产品主要为合质金、合质银、铅精粉、锌精粉，另从事铜贸易，但是毛利较低。2022 年公司黄金业务营收贡献 32.33%，毛利率 57.37%，领先同业。

图3：2022 年黄金业务营收贡献 32.33%


数据来源：Wind、开源证券研究所

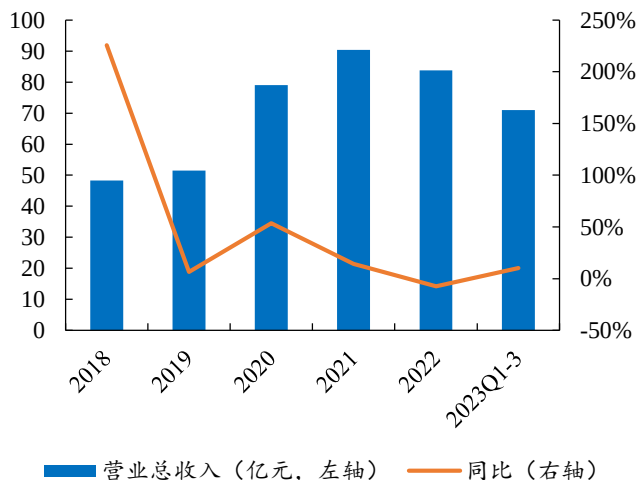
图4：公司黄金业务毛利率领先同业


数据来源：Wind、开源证券研究所

矿山生产扰动因素消除，2023Q1-3 业绩改善明显。2022 年公司营业总收入为 83.82 亿元，同比下降 7.29%，主要原因包括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；吉林板庙子受疫情影响停产，销售量下降。公司金、银产销量均下降，导致营收及净利出现下滑。

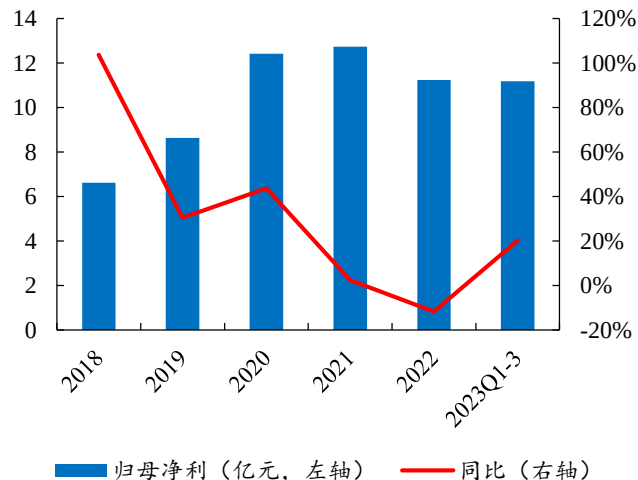
2023Q1-3，公司实现归母净利润 11.18 亿元，同比增长 20.24%，业绩显著改善。2023 年前 3 季度公司矿山生产扰动因素消除，合质金产品销售量价齐升，公司产品销售毛利率增长。

图5：2023Q1-3 公司营业收入 70.95 亿元，同比增长 10.30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

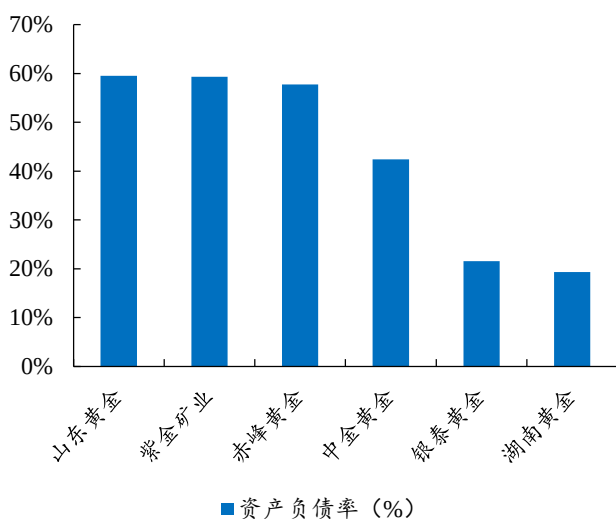
图6：2023Q1-3 公司归母净利润 11.18 亿元，同比增长 20.24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

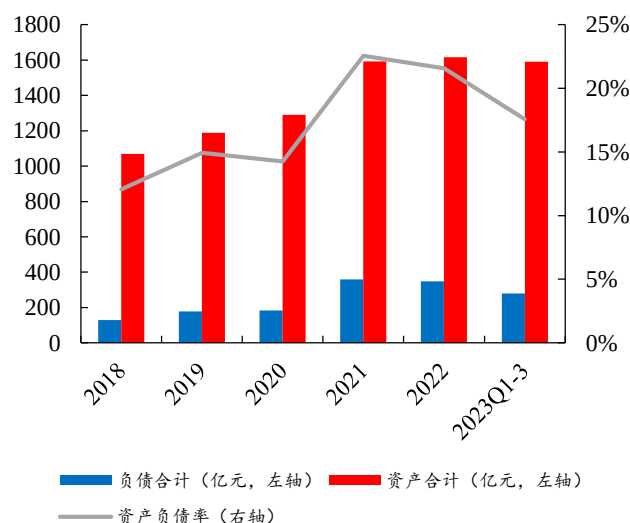
公司资产负债率较低，资本结构稳健。2018 年至 2023 年前三季度，公司资产负债率维持在 12-25%之间，与同业相比，公司资产负债率处于较低水平，资本结构稳健。公司有息负债主要为短期借款，主要为补充经营性现金流。

图7：银泰黄金同行业中资产负债率较低（2022 年）



数据来源：Wind、开源证券研究所

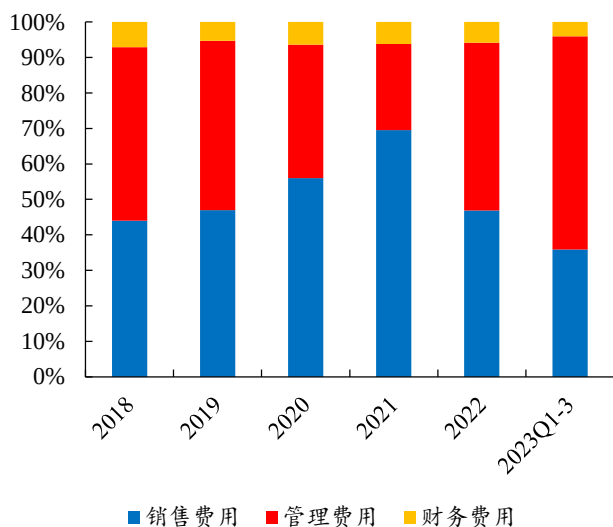
图8：公司主要以短期债务为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

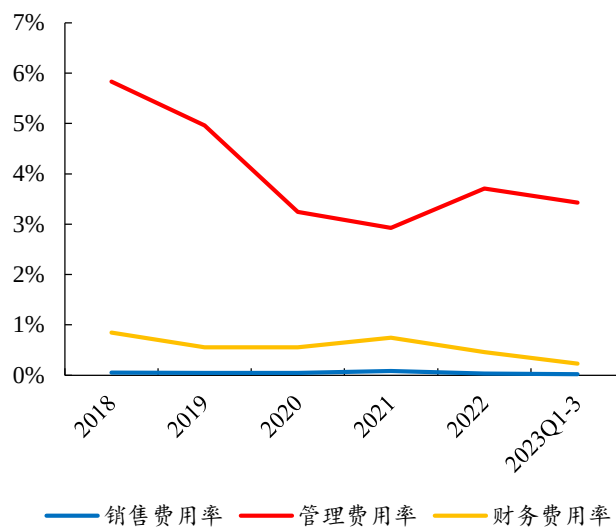
公司期间费用中管理费用占比较大，管理费用率持续下降。公司期间费用中，管理费用占比较大，原因系发行股份购买盛蔚矿业将金矿注入上市公司带来的无形资产摊销。随着重大收购所带来的无形资产摊销逐步收缩，公司管理费用率持续下降。未来随着公司营收稳健增长，收购带来的管理费用将边际改善，期间费用将得到持续优化。

图9：2023Q1-3 公司期间费用中管理费用占比最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司管理费用率呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、黄金业务：矿山品位较高，克金成本保持国内领先

2.1、公司矿山品位较高，克金成本领先同业

公司矿山品位较高，克金成本领先同业。公司拥有五座矿山，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿（待产），其中，玉龙矿业是银铅锌矿，2013 年公司将其收购；黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦原属于加拿大跨国黄金生产和勘探商埃尔拉多，2016 年公司成立子公司上海盛蔚将其收购；2021 年公司以自有资金 10.37 亿元收购华盛金矿 60% 股权。截至 2022 年末，公司合计总资源量（含地表存矿）矿石量 10145.17 万吨，金金属量 173.9 吨，银金属量 6921.2 吨，铅+锌金属量 166.71 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨，资源储量位于行业前列。

表2：截至 2022 年底，公司黄金资源储量 173.9 吨

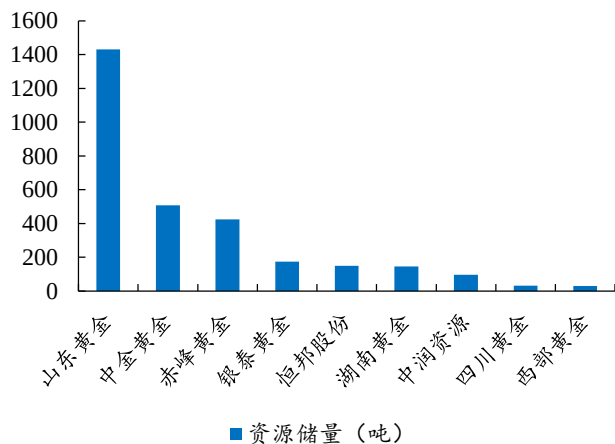
子公司	持股比例	矿山类型	矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	2022 年矿产金量 (吨)
玉龙矿业（花教包特外围 II 区）	77%	保有矿石量	180.7	0.15	—
黑河银泰矿业	100%	保有矿石量	106.27	8.99	2.98
		存货矿石	21.41	0.7	
吉林板庙子矿业	95%	保有矿石量	540.5	20.59	2.02
青海大柴旦矿业	90%	保有矿石量	1637.37	65.95	2.07
		堆存矿石	131.44	6.85	
华盛金矿	60%	保有矿石量	2322.5	70.67	—
合计				173.9	7.06

数据来源：公司年报、开源证券研究所

近年来公司合质金产量稳定在 7 吨左右。2022 年公司生产黄金 7.06 吨，同比下

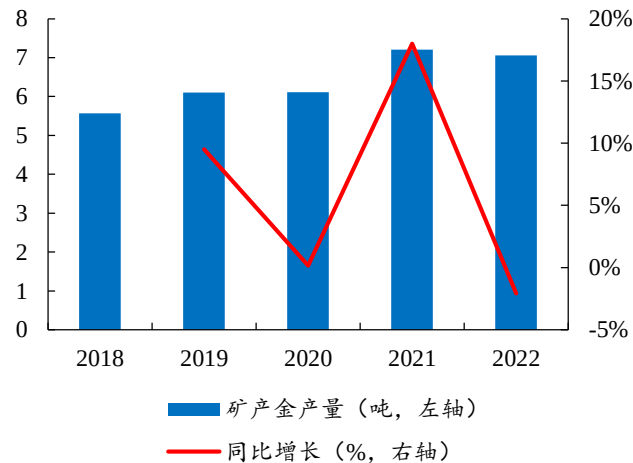
降 2.08%，主要原因为受疫情及设备安全原因，部分矿山生产受影响。公司矿山品位位列行业领先水平，2022 年公司平均克金成本 167.6 元/克。公司另有吉林板庙子、青海大柴旦产能扩建项目，项目投产后将提升全年产金量。

图11：截至 2022 年，公司黄金资源储量位于行业前列



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图12：近年来公司矿产金产量稳定在 7 吨左右



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：2022 年公司矿山品位位于行业前列

矿山名称	矿产金产量 (吨)	平均品位 (克/吨)
山东黄金-焦家金矿	10.04	3.37
山东黄金-新城金矿	5.69	3.38
山东黄金-三山岛金矿	5.46	3.07
银泰黄金-黑河银泰	2.98	8.46
山东黄金-新疆金川	2.72	0.91
银泰黄金-青海大柴旦	2.07	4.03
山东黄金-青岛金矿	2.03	2.82
银泰黄金-吉林板庙子	2.02	3.81
中金黄金-辽宁排山楼金矿	1.96	3.91
中金黄金-江西金山金矿	1.83	3.74
山东黄金-赤峰柴金矿	1.73	3.01
中金黄金-湖北三鑫金铜矿	1.52	1.79
中金黄金-内蒙古包头鑫达金矿	1.50	2.28
中金黄金-嵩县金牛金矿	1.24	1.83
中金黄金-陕西太白金矿	1.21	4.03
中金黄金-河南金源金矿	1.17	2.56
山东黄金-金洲金矿	1.13	3.12
山东黄金-玲珑金矿	1.10	2.87
中金黄金-甘肃省天水李子金矿	1.10	7.66
中金黄金-苏尼特金曦金矿	1.02	3.27
山东黄金-西和中宝金矿	1.01	2.28

数据来源：各公司公告、开源证券研究所（注：以上矿山产金量大于 1 吨）

2.2、黑河银泰：克金成本优势显著

黑河银泰下属东安金矿，是国内品位较高、最易选冶的金矿之一，同时伴生白银，2022 年金金属平均品位为 8.46 克/吨，年产金 2.98 吨。东安金矿矿区位于小兴安岭北段，隶属逊克县新兴乡。截至 2022 年末，保有矿石量 106.27 万吨，金金属量 8.99 吨，银金属量 72.39 吨。另有存货矿石量 21.41 万吨，金金属量 0.70 吨，银金属量 16.32 吨。

克金成本优势显著，采选产能增长较快。东安金矿 2022 年实现营业收入 12.82 亿元，同比上涨 16.05%，其中黄金收入占比在 90%以上。经测算，2022 年东安金矿克金成本为 170.06 元/克，成本优势显著。东安金矿最初为地上开采，2019 年下半年转入地下开采，并开展改扩建项目，包括井下掘进工程、选厂改扩建工程、尾矿库工程，采矿能力得到较大提升。2020-2022 年矿石处理量同比增速分别为 17.29%、41.52%、29.07%，2022 年采选能力达到 1300t/d，年采选规模达 44 万吨。

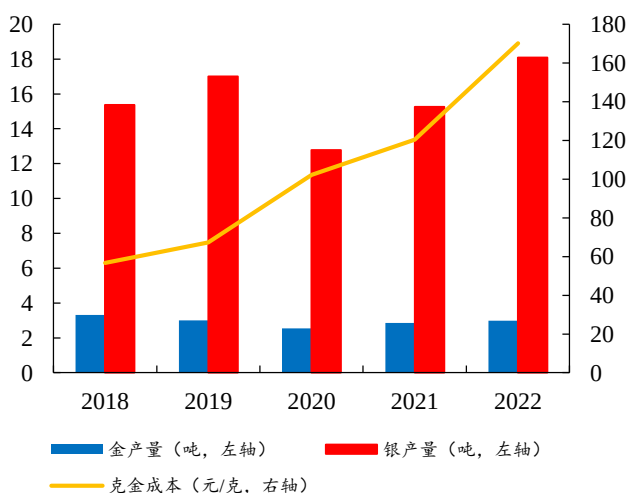
表4：黑河银泰东安金矿金品位较高

	2018	2019	2020	2021	2022
矿石量 (万吨)	210.7	195.35	173.98	132.15	106.27
金金属量 (吨)	19.06	17.45	15.09	11.4	8.99
银金属量 (吨)	151.38	139.59	125.87	92.26	72.39
金品位 (克/吨)	9.05	8.93	8.67	8.63	8.46
银品位 (克/吨)	71.85	71.46	72.35	69.81	68.12

数据来源：公司年报、开源证券研究所

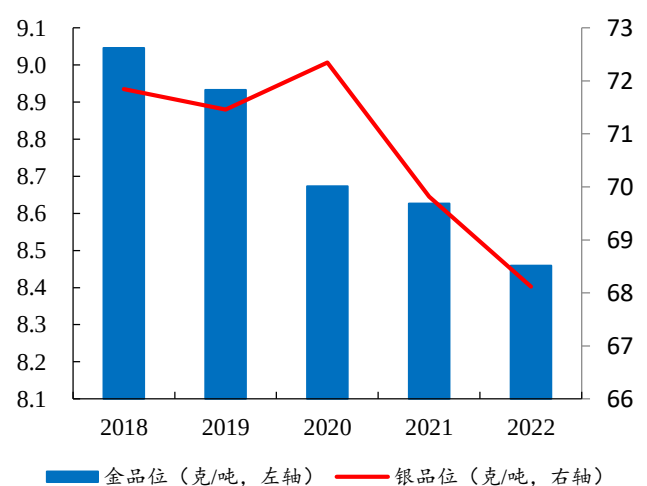
2023 年 3 月 23 日，黑河银泰与黑龙江省第七地质勘查院签署了《探矿权转让合同》，黑河银泰受让黑龙江省第七地质勘查院持有的黑龙江省逊克县东安岩金矿床 5 号矿体外围详查探矿权。截止到 2021 年 12 月 31 日，全矿区矿体推断资源量总计为：矿石量 1147312t；金金属量 3949kg，平均品位 Au3.40g/t；银金属量 23359kg，平均品位 63.0g/t；伴生银金属量 12330kg，平均品位 15.9g/t。估算资源量标高为 272m 至 -136m。受让该探矿权将有利于提升公司资源储备，保证黑河银泰的资源接续，符合公司发展战略。

图13：2022 年东安金矿克金成本为 170.06 元/克



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图14：2022 年东安金矿平均品位为 8.46 克/吨



数据来源：公司年报、开源证券研究所

2.3、吉林板庙子：板石沟金及多金属矿增储效果显著，或贡献未来增量

吉林板庙子是国家级绿色矿山，也是国内生产管理水平较为先进的矿山，平均品位 3.81 克/吨，主要产品为合质金，伴有少量白银。截至 2022 年末，保有资源量矿石量 540.5 万吨，金金属量 20.59 吨。吉林板庙子旗下有金英金矿采矿权，金英金矿位于吉林省东南部白山市境内，于 2007 年开始建设，2008 年 4 月获得采矿证，2009 年 1 月开始试生产，主要产品为低银合质金，在销售时金银均单独计价，主要销售给金精炼冶炼企业。

金英金矿设计采选能力为 80 万吨/年，2022 年产金 2.02 吨，克金成本 184.51 元/克。2022 年金英金矿生产黄金 2.02 吨、白银 0.5 吨，实现营业收入 6.82 亿元，同比减少 17.97%，主要原因是金品位下降导致产金量减少，黄金收入占比接近 100%。经测算，2022 年金英金矿克金成本为 184.51 元/克。金英金矿设计采选能力为 80 万吨/年，2022 年处理矿石量为 67 万吨，仍有上升空间，目前正在开展井巷工程、尾矿库扩容工程，截至 2023 年中报时间，两项工程进展分别为 73.24%、76.33%，项目完成后选矿量将再有提升。

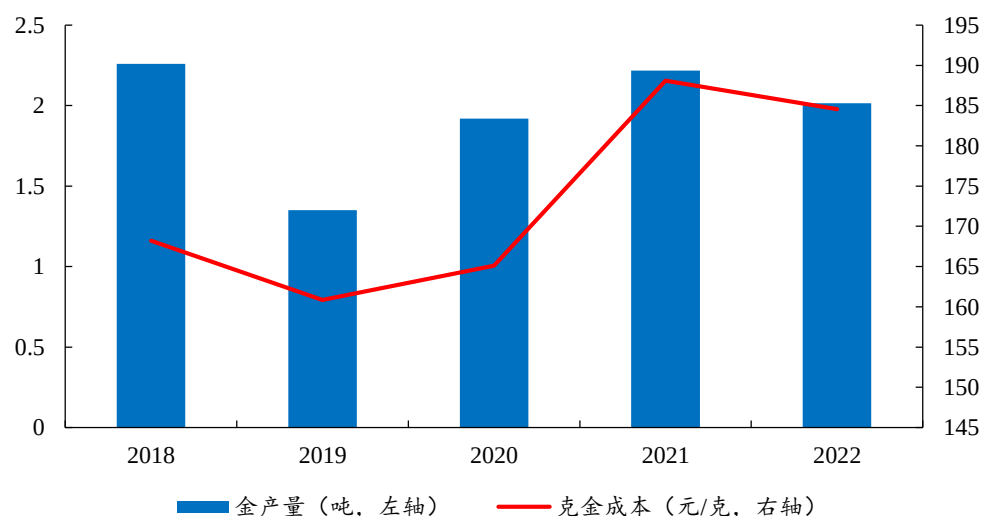
持续勘探效益显著，板石沟金及多金属矿或成为未来增量。2022 年吉林板庙子资本化勘探投资 302.14 万元，2020-2022 年累计勘探投资 1451.51 万元，累计增加 36 万吨矿石量，406 千克金金属量。2022 年度，控股子公司吉林银泰盛鑫矿业有限公司名下板石沟金及多金属矿勘探投资 361.06 万元，继续各项山地勘探工程施工，完成钻孔 5635.70m，探槽 3631.82m³，发现了一些重要的矿化线索，拟对已发现矿体进行加密控制。

表5：吉林板庙子持续勘探效益显著

	2018	2019	2020	2021	2022
矿石量 (万吨)	683.02	683.71	617.87	553.37	540.5
金金属量 (吨)	28.54	29.12	25.07	22.96	20.59
金品位 (克/吨)	4.18	4.26	4.06	4.15	3.81

数据来源：公司年报、开源证券研究所

图15：2022 年金英金矿克金成本为 184.56 元/克



数据来源：公司年报、开源证券研究所

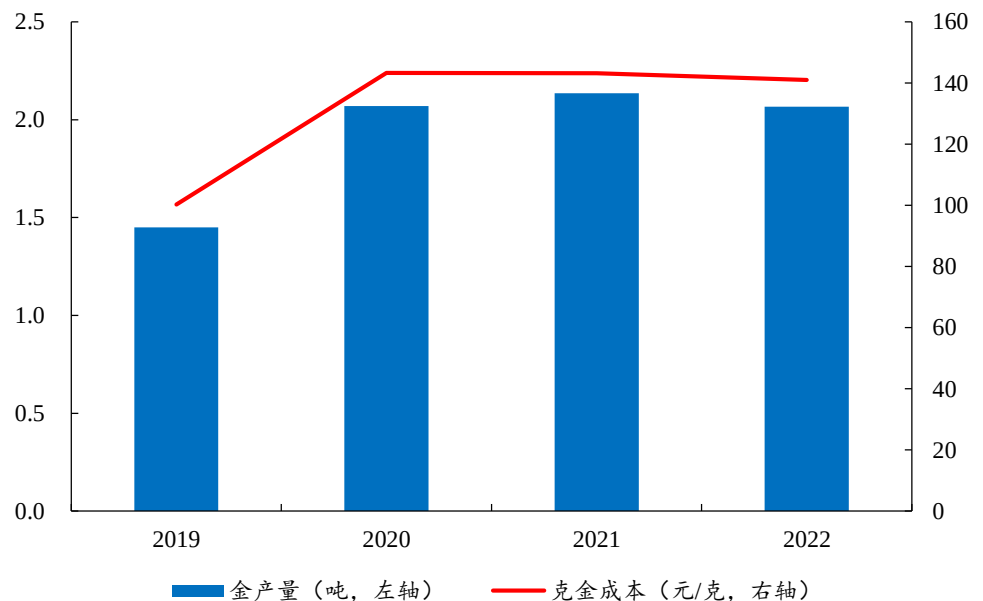
2.4、青海大柴旦：矿石处理量有较大提升空间

青海大柴旦属于省级绿色矿山，产品主要为合质金，平均品位 4.03 克/吨。位于青海省海西州大柴旦行委，旗下拥有青龙沟、滩间山 2 个采矿权，青龙山、细晶沟、金龙沟、青山 4 个探矿权，截至 2022 年末，保有资源量矿石量 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。

青海大柴旦 2022 年产金 2.07 吨，克金成本 141.00 元/克。2022 年青海大柴旦生产黄金 2.07 吨、白银 0.27 吨，实现营业收入 8.17 亿元，同比增加 2.06%，黄金收入占比接近 100%。经测算，2022 年青海大柴旦整体克金成本为 141.00 元/克。

青海大柴旦设计采选能力为 110 万吨/年，其中细晶沟金矿 60 万吨/年，青龙沟金矿 323 矿段（南）15 万吨/年，青龙沟金矿 323 矿段（北）20 万吨/年，323 采区生产规模 15 万吨/年。2023 年 6 月开展青龙沟金矿（扩建）采矿项目，扩建项目为新增 II、III 矿带以及 323 矿段（南）露天转地下开采矿体，采用地下开采方式，建设规模 20 万吨/年，矿山服务年限为 8 年，预计 2024 年 12 月建成投产。2025 年青龙沟金矿 323 矿段（南）或转入地下开采，采选规模将由 15 万吨/年转为 20 万吨/年，预计青海大柴旦矿石采选量可达 115 万吨/年。

图16：2022 年青海大柴旦克金成本为 141.00 元/克



数据来源：公司年报、开源证券研究所

2.5、华盛金矿：复产后，预计年产金 2.9 吨左右

华盛金矿位于云南省德宏州芒市三台乡，核心资产为芒市金矿采矿权，采矿权面积 0.6338 平方公里，采矿权内有果园、麦窝坝两个矿段。2015 年，华盛金矿委托北京斯罗柯资源技术有限公司编制了《中国云南省芒市金矿项目独立技术报告》，该报告估算麦窝坝矿段类卡林型金矿矿石资源量总量 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04g/t。华盛金矿 2016 年以来因股东资金问题停产基本停产，故其 2022 年末的资源储量与 2015 年末一致。华盛金矿采用堆浸工艺，露天开采，回收率较高，这将有力的降低金矿生产成本，产品为合质金。

华盛金矿最早或于 2025 年复产，满产可产金 2.9 吨左右。华盛金矿目前生产规模 10.0 万吨/年，正在申请变更为 120 万吨/年。公司预计华盛金矿最早于 2025 年复产。按照矿石处理量 120 万吨/年，金品位 3.0g/t，综合选冶回收率 80% 计算，我们测算 2025 年可产金 2.9 吨左右。

表6：华盛金矿资源量总计 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04g/t

科目	金矿资源量（万吨）	金金属量（吨）	品位（克/吨）
控制	1628	50.6	3.11
推断	695	20	2.89
合计	2323	70.7	3.04

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.6、战略规划清晰，2025 年矿产金产量较 2022 年底增长 70.0%

2023 年 11 月 14 日，公司发布战略规划纲要，纲要指出公司将专注矿业采选环节，形成黄金为主、有色为辅、战略新兴矿种机会关注的整体业务组合；着力突破资源和生产接续，近期紧抓现有矿山基本盘、推动产储提升，中长期通过外延性增长重点布局海内外推动目标达成；以价值创造和投资回报为中心，充分发挥国际化基因和灵活的体制优势，实现股东价值、商业价值、社会价值的有机统一。

产量：2025 年末公司规划实现矿产金产量 12 吨，较 2022 年末 7.06 吨矿产金产量增加 4.94 吨，增长率为 70.0%。2026 年公司规划实现矿产金产量 15 吨，较 2022 年末矿产金产量增加 7.94 吨，增长率为 112.5%。

储量：2025 年末公司规划金资源量及储量达到 240 吨，较 2022 年末 173.9 吨金资源量增长 66.1 吨，增长率为 38.0%。2026 年公司规划金资源量及储量 300 吨，较 2022 年末增加 126.1 吨，增长率为 72.5%。

3、银铅锌业务：玉龙矿业技改扩产能，增储空间较大

玉龙矿业是一家集矿产勘查、开发、采矿、选矿及矿产品经销于一体的股份制企业，是目前国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一。玉龙矿业拥有的西乌珠穆沁旗花敖包特银铅矿的保有矿石储量、银金属量、铅金属量、锌金属量均达到大型矿山标准。

矿区交通便利。玉龙矿业拥有两宗采矿权（花敖包特银铅矿采矿权、花敖包特山矿段采矿权）、四宗探矿权（花敖包特外围Ⅱ区、花敖包特南山、1038 高地、1118 高地）。矿区位于锡林郭勒盟西乌旗巴彦花镇境内，西距旗政府所在地巴拉嘎尔高勒镇 150 公里，东距霍林郭勒市 75 公里，北距乌拉盖开发区 70 公里，交通便利。矿区占地面积 1100 余亩。

增储空间较大，采矿权深部发现铜锡矿资源。截至 2022 年末，玉龙矿业采矿权和探矿权合计保有资源量矿石量 5385.68 万吨，银金属量 6832.49 吨，铅金属量 60.85 万吨，锌金属量 105.86 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨，伴生金 152 千克。花敖包特银铅矿采矿权深部发现的铜锡矿正在勘探，目前未进行资源量估算。

玉龙矿业采用地下开采方式，目前主要采矿方法为浅孔留矿法、中深孔爆破空场法、分段空场嗣后充填采矿法等工艺。产品经过破碎、筛分、磨矿、粗选后产出铅精粉（含银）和锌精粉（含银）。铅锌精矿主要销售给下游冶炼企业，银金属主要

富含在铅精矿中，由冶炼厂在冶炼环节综合回收。

表7：玉龙矿业矿区资源储量丰富，增储空间较大

矿区	矿权性质	矿石量 (万吨)	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	银金属量 (吨)	备注
花敖包特银铅矿	采矿权	2493.02	41.01	54.98	4113.09	深部发现的铜锡矿正在推进勘探工作
花敖包特山矿段	采矿权	511.90	4.92	9.41	480.37	
合计		3004.92	45.93	64.39	4593.46	
花敖包特外围Ⅱ区	探矿权	180.70	0.24	0.24	356.56	拥有金金属量 152 千克
1118 高地	探矿权	2079.00	12.61	39.62	1697.45	拥有铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨
1038 高地	探矿权	60.38	0.69		78.14	
花敖包特南山	探矿权	60.68	1.38	1.61	106.88	
合计		2380.76	14.92	41.47	2239.03	

数据来源：公司年报、开源证券研究所（注：截至 2022 年底）

技术改造提高选矿能力，年采选产能有望突破 120 万吨。2012 年，公司已建成 3400 吨/日处理矿石量的选矿厂，包括 1400t/d 选矿厂 1 座，2000t/d 尾矿再选选矿厂 1 座。2021 年，公司对 1400t/d 选矿厂进行技改，2023 年 7 月验收；2023 年 8 月，公司针对 2000t/d 选矿厂进行产能置换，对 1400t/d 技改选厂厂房及设备进行升级改造，将 2000t 选厂产能置换至新选厂，只利用一座选厂便可形成 1400t/d+2000t/d 的规模。项目建设周期 4 个月，预计投产时间 2023 年 12 月，设计选矿规模 72 万吨/年，原因在于设计采选规模较低的原因为采矿系统冬季不能正常运行，年工作天数 240 天左右。

为配合采矿系统冬季的正常运行，保证公司生产经营指标有效提升，公司从 2020 年 6 月开始对矿山给水管道的和 2000t 选矿车间进行了一系列保温技术改造，包括厂房外墙保温工程、厂房内供暖工程、尾矿排放管路及尾矿回水管路保温工程、矿山给水保温工程等。2020 年 11 月技改完成，玉龙矿业将实现全年生产。2021 年，公司年报披露的实际采选规模达到 89 万吨，2022 年突破 100 万吨，年实际工作天数达到 330 天，但仍有提升空间，随着技术改造项目完工，年采选能力有望突破 120 万吨。

4、2024 年降息预期接棒，金价中枢有望抬升

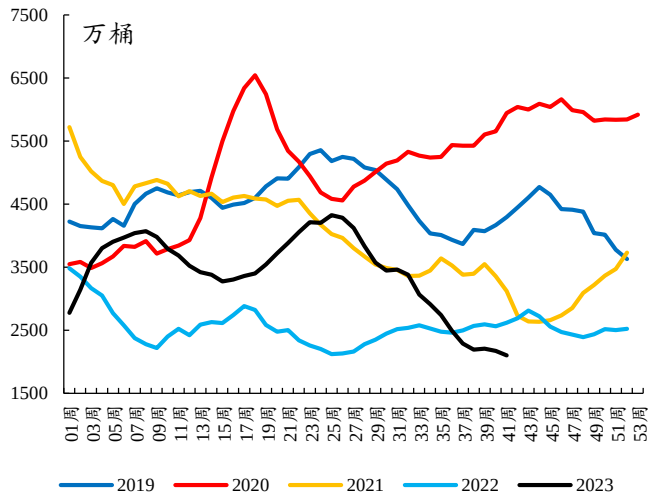
4.1、短期避险情绪主导，中长期降息预期接棒

短期来讲，巴以冲突存在升级的可能性：黎巴嫩真主党卷入冲突升级的可能性较大，美国解冻伊朗 60 亿美元和达成新的伊核协议都被无限期搁置，伊朗仍然存在卷入冲突的可能性。

原油冲高有望带动黄金价格上行：美国库欣地区原油库存位于历史低位且去库迅速，当前美国原油产能较满，原油定价权转移至中东地区，巴以冲突存在战事升级的可能性，原油价格有望快速冲高，进而带动黄金价格上涨。

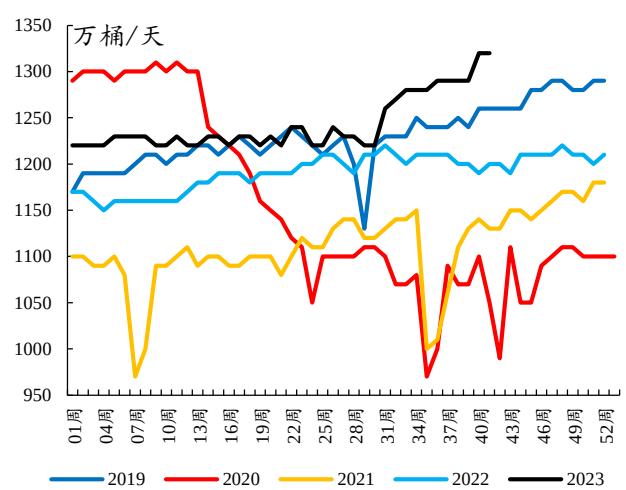
美联储暂停加息：2023 年 10 月 19 日（美东时间）美联储主席鲍威尔发表讲话，暗示加息暂停。2023 年 12 月 13 日，美联储利率决议如市场预期维持不变，点阵图表示 2024 年将有 3 次降息。

图17：美国商业原油库存位于历史低位，去库较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：美原油产量位于高位

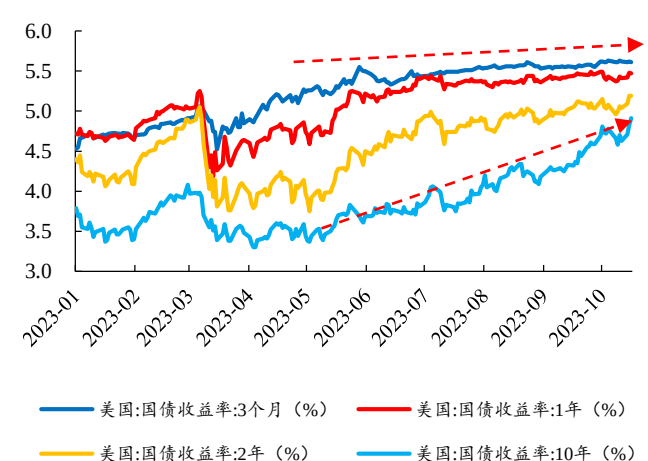


数据来源：Wind、开源证券研究所

中期来讲：2024 年美国大选：当选举不确定因素越多，市场的避险情绪就越浓，黄金价格的波动也会越剧烈。**各期限美债收益率全线走高，对经济影响较大。**5 月以来，各期限美债收益率全线走高，10 月 18 日，10 年期美债收益率创下 2007 年以来高点，高利率导致高利息支出，导致要印发更多的国债，导致更高的利率和利息支出，美债市场或许会发生明斯基时刻。**美债危机与经济衰退：**公司债券大批量集中于 2024-2028 年到期，银行业危机后，美国信贷收缩叠加高利率，企业债违约支付压力加大，或将由点及面带动美国经济衰退，美国衰退概率仍存。

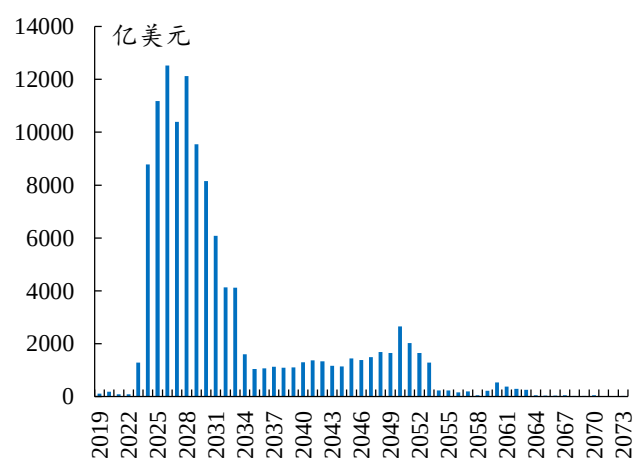
中长期来讲：随着美国开启降息周期，实际利率、美元指数有望下行，全球流动性宽松，黄金有望迎来新一轮价格中枢的抬升。

图19：美债收益率全线走高，其中长期收益率走高速率快于短期收益率



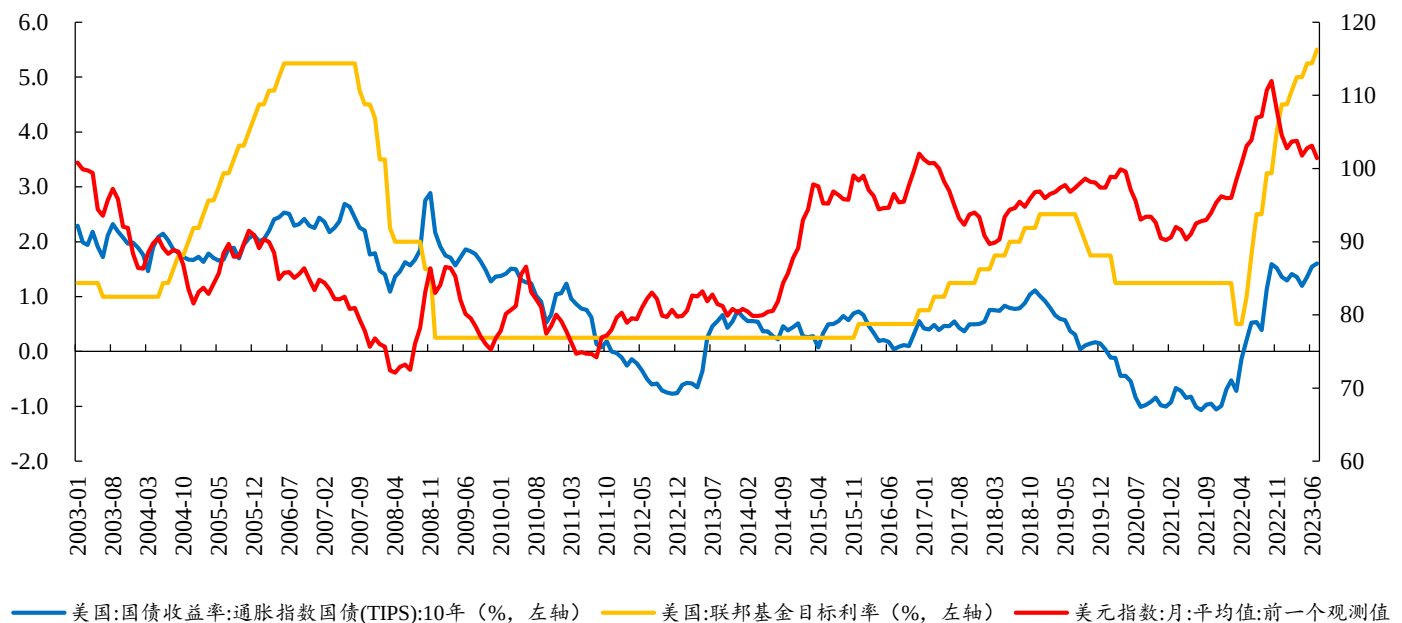
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：美国大量企业债券集中于 2024-2028 年到期



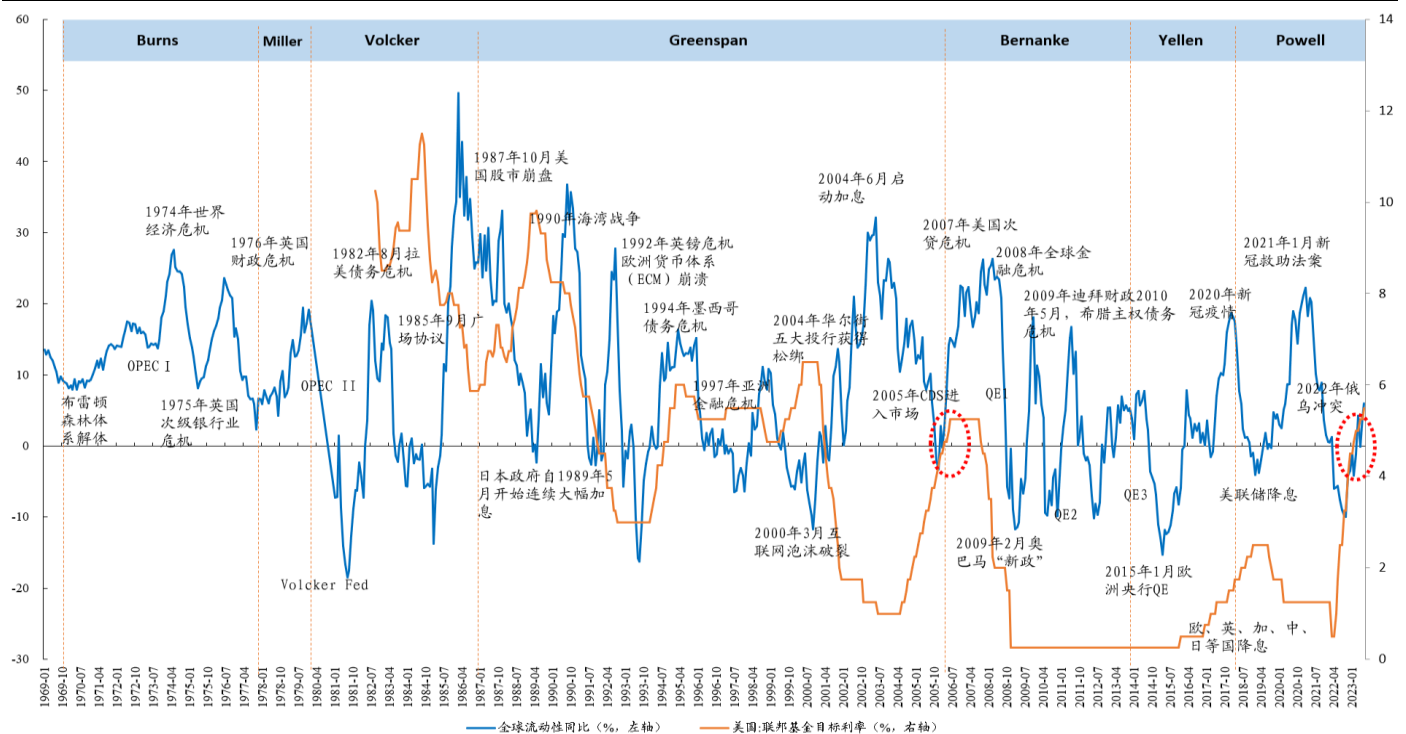
数据来源：彭博、开源证券研究所

图21：降息周期下，实际利率、美元指数有望下行，支撑金价上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：美联储的降息周期有望开启全球流动性的新一轮上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

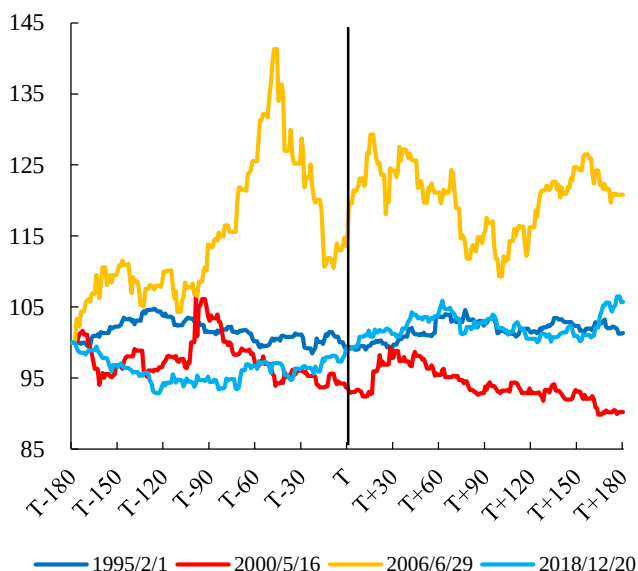
4.2、击球点的选择：加息末期与降息前期大概率出现上涨行情

加息末期与降息前期大概率出现上涨行情。我们统计了1990年以来四次降息周期前后180天黄金行情，结果显示末次加息前后15天内大概率出现上涨行情。降息

阶段金价上行概率较大,降息前 2-3 个月黄金大概率开启上涨行情,且持续时间较长,180 天内最大涨幅 52.62%。

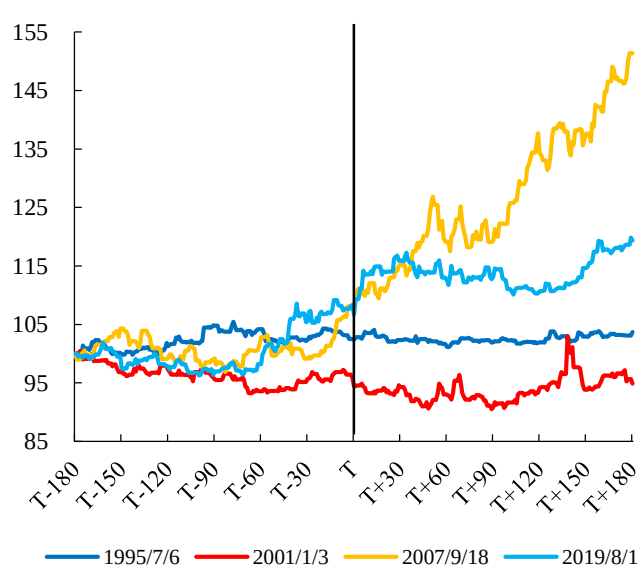
在不考虑风险因子带来的非理性定价的影响下,降息预期仍可催化黄金价格上涨。而高利率或将会对美国实体经济产生影响,若美国经济数据出现大幅不及预期,市场将会充分交易美国经济衰退预期,叠加 2024 年降息预期的催化以及风险事件扰动,我们认为 2024 年金价中枢上移概率较大。

图23: 加息末期黄金大概率出现上涨行情



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 降息前期黄金上涨概率较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测与业务拆分

关键假设。公司盈利预测基于以下几点关键假设:

(1) 黄金业务。价格: 美国经济面临衰退风险,美联储加息接近尾声,未来随着美国经济的实质性衰退和降息周期的开启,黄金预计将有较大幅度的上涨行情。我们假设 2023-2025 年黄金平均价格分别为 451、496、506 元/克。**销量:** 考虑到吉林板庙子开展井巷工程、尾矿库扩容工程、青龙沟金矿(扩建)采矿项目结束后将提升采选能力,公司产金量或将有所增长。我们假设 2023-2025 年公司年产金量分别为 7.98、8.52、9.05 吨(暂不考虑芒市金矿 2.9 吨的产金量)。

(2) 白银业务。价格: 白银价格(含税)主要受黄金价格同向波动影响。我们假设 2023-2025 年白银平均价格分别为 5429、5971、6031 元/吨。**销量:** 我们假设公司 2023-2025 年白银年产量分别为 210.17、219.77、225.03 吨。

(3) 铅精矿业务。价格: 废电池价格一路上行,再生铅供应端紧俏,铅锭需求较紧。我们假设 2023-2025 年铅锭平均价格分别为 1.56、1.59、1.59 万元/吨。**销量:** 我们假设公司 2023-2025 年年产铅精矿分别为 1.3、1.3、1.4 万吨。

(4) 锌精矿业务。价格: 锌下游主要用于钢板抗氧化材料、不活泼元素的冶炼,锌供给相对宽松,下游需求较弱,但是库存低位有望支撑锌价。我们假设 2023-2025

年锌锭平均价格分别为 2.20、2.20、2.20 万元/吨。**销量：**我们假设公司 2023-2025 年年产铅精矿分别为 1.7、1.8、1.9 万吨。

表8：分业务收入预测

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合质金业务	收入	2672.11	2709.33	3519.63	4136.72	4478.02
	成本	1060.09	1154.91	1540.91	1735.99	1921.95
	毛利	1612.01	1554.43	1978.72	2400.73	2556.07
	毛利率	60.3%	57.4%	56.2%	58.0%	57.1%
矿产银	收入	708.13	682.87	878.49	1002.07	1036.88
	成本	279.59	314.77	355.11	380.32	396.93
	毛利	428.53	368.10	523.38	621.75	639.96
	毛利率	61%	54%	60%	62%	62%
铅精矿	收入	141.14	147.94	159.77	174.32	182.14
	成本	61.96	76.39	87.67	93.89	98.92
	毛利	79.19	71.54	72.10	80.43	83.23
	毛利率	56%	48%	45%	46%	46%
锌精矿	收入	191.75	246.33	241.63	257.45	272.99
	成本	85.79	128.90	151.03	161.75	175.56
	毛利	105.96	117.43	90.60	95.70	97.43
	毛利率	55%	48%	37%	37%	36%
金属贸易及其他	收入	5263.90	4630.53	4723.14	4817.60	4913.96
	成本	5229.18	4610.71	4691.99	4789.55	4886.60
	毛利	34.72	19.82	31.15	28.06	27.35
	毛利率	0.66%	0.43%	0.66%	0.58%	0.56%
合计	收入	9040.24	8381.54	9522.67	10388.16	10883.99
	成本	6771	6301.96	6826.70	7161.50	7479.95
	毛利	2269.24	2079.58	2695.97	3226.66	3404.04
	毛利率	25.1%	24.8%	28.3%	31.1%	31.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

综上所述我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 95.23、103.88、108.84 亿元，同比增速分别为 13.6%、9.1%、4.8%；归母净利润分别为 15.15、18.74、20.11 亿元，同比增速分别为 34.7%、23.7%、7.3%，当前股价对应 PE 分别为 27.5、22.2、20.7 倍。

5.2、估值分析与投资建议

我们选取主营业务同样为黄金开采和冶炼的山东黄金、湖南黄金、中金黄金、赤峰黄金、四川黄金五家 A 股上市公司作为可比公司，以 2023 年 12 月 22 日股价为基准，同业可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 31.9、26.1、23.0 倍，银泰黄金 PE 为 27.5、22.2、20.7 倍，公司估值低于可比公司均值。

综上，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 15.15、18.74、20.11 亿元，EPS 分别为 0.55、0.68、0.72 元；对应 2023 年 12 月 22 日收盘价的 PE 分别为 27.5、22.2、20.7 倍，考虑到公司规划纲要对于矿产金产量的指引、山东黄金集团为公司带来的新动能，成本优势领先，量价齐升，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值分析

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600547.SH	山东黄金	22.10	0.20	0.49	0.65	0.86	110.5	45.0	34.1	25.8
002155.SZ	湖南黄金	10.79	0.36	0.53	0.70	0.92	30.0	20.5	15.5	11.7
600489.SH	中金黄金	9.74	0.44	0.61	0.68	0.72	22.3	15.9	14.3	13.4
600988.SH	赤峰黄金	13.62	0.27	0.49	0.73	0.85	50.4	27.7	18.8	16.0
001337.SZ	四川黄金	27.24	0.55	0.55	0.58	0.58	49.5	49.3	46.9	46.9
可比公司平均 PE							52.7	31.9	26.1	23.0
000975.SZ	银泰黄金	14.99	0.41	0.55	0.68	0.72	37.0	27.5	22.2	20.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：银泰黄金的盈利数据来自于开源证券研究所预测，其他标的盈利数据来自于 Wind 一致预期（数据截至 2023 年 12 月 22 日）

6、风险提示

（1）产品价格波动风险。自产金为公司贡献主要毛利，黄金价格波动会明显影响公司盈利，若产品价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

（2）美联储货币政策波动风险。美联储货币政策间接影响金价，如美联储加息持续，将会影响金价上行，对公司利润产生影响。

（3）实控人及控股股东规划不确定性风险。公司实际控制人为山东省国资委，控股股东为山东黄金矿业有限公司，实控人及控股股东的发展规划对公司未来发展会产生一定影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4838	5683	5796	6665	8497	营业收入	9040	8382	9523	10388	10884
现金	1456	1874	2129	2751	4699	营业成本	6771	6302	6827	7161	7480
应收票据及应收账款	40	40	0	0	0	营业税金及附加	179	178	202	224	228
其他应收款	48	62	63	74	69	营业费用	8	3	5	6	6
预付账款	43	22	52	29	55	管理费用	265	311	353	353	374
存货	1028	1359	1227	1486	1348	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	2223	2326	2326	2326	2326	财务费用	67	38	60	48	-5
非流动资产	11096	10484	10410	10210	9848	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	6	10	6	7	7
固定资产	2809	2906	3115	3153	3003	公允价值变动收益	21	12	5	7	11
无形资产	7112	6572	6285	6066	5890	投资净收益	91	108	79	92	92
其他非流动资产	1175	1006	1010	990	955	资产处置收益	-2	1	-1	-1	-1
资产总计	15933	16167	16206	16875	18345	营业利润	1865	1616	2149	2681	2886
流动负债	3089	2975	2138	1437	1414	营业外收入	4	0	22	25	13
短期借款	682	840	1588	840	840	营业外支出	24	7	29	30	22
应付票据及应付账款	1881	1530	0	0	0	利润总额	1845	1609	2142	2676	2876
其他流动负债	525	606	550	597	575	所得税	423	365	465	600	645
非流动负债	506	512	489	464	437	净利润	1422	1244	1677	2076	2231
长期借款	0	109	86	61	34	少数股东损益	148	120	162	201	220
其他非流动负债	506	403	403	403	403	归属母公司净利润	1273	1124	1515	1874	2011
负债合计	3595	3487	2627	1901	1852	EBITDA	2652	2788	2913	3492	3680
少数股东权益	1872	1767	1929	2130	2350	EPS(元)	0.46	0.40	0.55	0.68	0.72
股本	2777	2777	2777	2777	2777						
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431						
留存收益	3262	3693	4424	5276	6174						
归属母公司股东权益	10466	10913	11650	12844	14143						
负债和股东权益	15933	16167	16206	16875	18345						

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2043	1989	998	2639	3079	成长能力					
净利润	1422	1244	1677	2076	2231	营业收入(%)	14.3	-7.3	13.6	9.1	4.8
折旧摊销	810	1177	754	813	863	营业利润(%)	6.7	-13.4	33.0	24.7	7.6
财务费用	67	38	60	48	-5	归属于母公司净利润(%)	2.5	-11.7	34.7	23.7	7.3
投资损失	-91	-108	-79	-92	-92	获利能力					
营运资金变动	550	-335	-1425	-220	68	毛利率(%)	25.1	24.8	28.3	31.1	31.3
其他经营现金流	-715	-29	11	14	15	净利率(%)	14.1	13.4	15.9	18.0	18.5
投资活动现金流	-805	-1360	-597	-515	-398	ROE(%)	11.5	9.8	12.3	13.9	13.5
资本支出	718	609	680	613	500	ROIC(%)	12.5	10.4	12.6	15.0	14.4
长期投资	191	-908	0	0	0	偿债能力					
其他投资现金流	-277	156	83	98	103	资产负债率(%)	22.6	21.6	16.2	11.3	10.1
筹资活动现金流	-934	-595	-895	-753	-734	净负债比率(%)	-4.6	-6.1	-2.5	-11.6	-22.5
短期借款	503	158	749	-749	0	流动比率	1.6	1.9	2.7	4.6	6.0
长期借款	-235	109	-23	-25	-27	速动比率	1.2	1.4	2.1	3.6	5.0
普通股增加	0	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
其他筹资现金流	-1202	-861	-1621	21	-707	应收账款周转率	204.9	210.1	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	303	42	-494	1371	1948	应付账款周转率	47.5	31.6	57.9	0.0	0.0

						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.46	0.40	0.55	0.68	0.72
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.72	0.36	0.95	1.11
						每股净资产(最新摊薄)	3.77	3.93	4.20	4.63	5.09
						估值比率					
						P/E	32.7	37.0	27.5	22.2	20.7
						P/B	4.0	3.8	3.6	3.2	2.9
						EV/EBITDA	15.4	14.6	14.2	11.5	10.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn