

山东黄金 (600547.SH) 资源禀赋优异，黄金龙头乘风启航

2024年01月09日

——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
李怡然（分析师）

日期	2024/1/9
当前股价(元)	22.39
一年最高最低(元)	27.60/18.68
总市值(亿元)	1,001.60
流通市值(亿元)	809.27
总股本(亿股)	44.73
流通股本(亿股)	36.14
近3个月换手率(%)	35.31

 liyiran@kysec.cn
 证书编号：S0790523050002

● 资源禀赋优异，黄金龙头乘风启航

公司行业龙头地位稳固，黄金产量、储量均位于行业前列，山金集团注资潜力较大，在建工程投产将进一步释放产能，受益于金价上行，黄金龙头乘风启航。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 23.84、32.62、43.76 亿元，考虑定增摊薄的 EPS 分别为 0.47、0.64、0.86 元；对应 2024 年 1 月 9 日收盘价的 PE 分别为 47.9、35.0、26.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 股权架构稳定，并购扩充版图

山东黄金成立于 2000 年 1 月，实控人为山东省国资委，股权集中、稳定，2003 年于 A 股上市，2018 年于 H 股上市。山东黄金 2008 年开始境内并购，2017 年开启海外并购，截至 2022 年底，山东黄金拥有境内金矿 14 座，境外金矿 2 座，黄金储量 565.18 吨，权益黄金储量 497.47 吨，**黄金资源储量丰富，位于行业第一梯队。**

● 矿山恢复生产，经营业绩修复

2021 年因山东省金矿安全检查整顿，省内部分矿山停产，经营业绩遭受冲击。2022 年，矿山生产与经营利润同步恢复。2021-2022 年公司应对经营性现金流下降大幅增加长期借款，资产负债率上升，但维持在可控水平。2023 年，随矿山全面复产公司经营业绩有望得到进一步提升。

● 立足四大优势，静待龙头启航

聚焦黄金，业务纯度高。公司以黄金矿产资源开发利用为主业，自产金贡献主要毛利，黄金业务纯度在同业中排名第一。**内生整扩，实现扩界充能。**公司重视项目建设，积极整合省内资源，促进原有矿山提能增储，开展包括三山岛金矿采选产能 15000 吨/日扩建、赤峰柴矿 2000 吨/日扩建、焦家金矿成矿带整合、新城金矿成矿带整合等工程，现有建设项目达产后共计增加年采选产能 908 万吨。**外延并购，增大资源储量。**山金集团注资潜力较大，“十四五”规划矿产金产量达 80 吨，未来可期；控股银泰黄金，强强联合，实现资源增储和业务协同。成功竞得甘肃大桥金矿采矿权，省外布局再下一城；海外收购贝拉德罗金矿与卡蒂诺金矿，两者增加权益黄金储量共计 217 吨。**降本增效，提高黄金产量。**公司加大科研投入，实施降本增效，三费率同比下降 4.76pct。公司矿产金产量稳步增长，2022 年矿产金产量 38.67 吨，规模位列行业第一梯队。

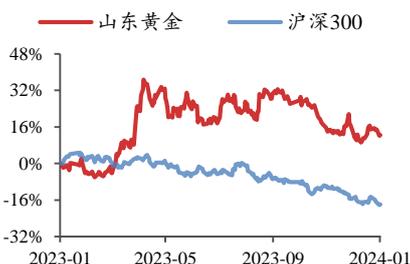
● **风险提示：**工程进展不及预期；产品价格波动；美联储货币政策波动。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,935	50,306	59,767	66,995	73,136
YOY(%)	-46.7	48.2	18.8	12.1	9.2
归母净利润(百万元)	-194	1,246	2,384	3,262	4,376
YOY(%)	-109.6	743.2	91.4	36.8	34.2
毛利率(%)	10.6	14.1	15.8	17.5	19.5
净利率(%)	-0.6	2.5	4.0	4.9	6.0
ROE(%)	-0.6	3.9	6.5	8.2	9.9
EPS(摊薄/元)	-0.04	0.24	0.47	0.64	0.86
P/E(倍)	-589.3	91.6	47.9	35.0	26.1
P/B(倍)	5.0	5.0	4.4	3.9	3.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目录

1、地方国资委控股，并购整合优质资源	4
2、矿山恢复生产，业绩扭亏为盈	6
3、立足四大优势，静待龙头启航	7
3.1、优势一：聚焦黄金，提升业务纯度	7
3.2、优势二：内生整扩，实现扩界充能	8
3.3、优势三：外延并购，增大资源储量	10
3.3.1、集团注资潜力较大，未来可期	10
3.3.2、公司控股银泰黄金，达成强强联合	12
3.3.3、公司新增省外矿权：甘肃大桥金矿采矿权	14
3.3.4、国际化并购：收购贝拉德罗金矿 50% 股权	15
3.3.5、国际化并购：收购卡蒂诺金矿，引入战略合作，项目资源优质	16
3.4、优势四：降本增效，提高黄金产量	17
3.4.1、降本增效效果显著，三费下降，原矿入选品味提升	17
3.4.2、矿产金产量稳步增长，产量规模位列行业第一梯队	18
4、盈利预测与投资建议	19
4.1、盈利预测与业务拆分	19
4.2、估值分析与投资建议	21
5、风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1：山东黄金不断并购扩大商业版图	4
图 2：山东黄金实控人为山东省国资委	5
图 3：公司黄金资源储量位列行业第一梯队（2022 年）	5
图 4：公司黄金资源分布集中于山东省内（2022 年）	5
图 5：2023Q1-3 营业收入同比增加 3.75%	6
图 6：2023Q1-3 归母净利润同比增加 94.12%	6
图 7：资产负债率维持高位	7
图 8：资产负债率与同业相比较高	7
图 9：公司业务纯度行业内排名领先	8
图 10：2022 年自产金贡献主要毛利	8
图 11：公司营业收入与金价有较大相关性	8
图 12：公司股价与金价有较大相关性	8
图 13：山金集团“十四五”核心指标	12
图 14：山金集团 2035 年远景规划	12
图 15：银泰黄金矿产金产量稳步增长	13
图 16：银泰黄金矿产金成本领先同业	13
图 17：2023Q1-3 银泰黄金营业收入 70.95 亿元，同比增长 10.30%	13
图 18：2023Q1-3 银泰黄金归母净利润 11.18 亿元，同比增长 20.24%	13
图 19：截至 2023 年三季报，山东黄金成为银泰黄金控股股东	14
图 20：贝拉德罗 2022 年金产量有所增加	15
图 21：巴里克预测未来贝拉德罗产量将增加	15
图 22：贝拉德罗金矿生产总维持成本持续上升	16
图 23：Namdini 项目产量指引	17
图 24：Namdini 项目成本在全球范围具有优势	17
图 25：公司三费率显著下降	18
图 26：公司持续加大科研投入	18
图 27：自产金克金成本下降	18
图 28：平均入选品味得到提升	18
图 29：公司矿产金产量稳步增加	19
图 30：公司矿产金产量位于行业第一梯队	19

表 1: 2022 年公司矿产资源储量及矿产储量情况.....	5
表 2: 公司聚焦黄金产业, 实现全产业链布局.....	7
表 3: 公司国内现有矿山产能及远景规划产能.....	9
表 4: 2022 年公司正在进行的主要扩界充能及资源整合项目进度.....	9
表 5: 焦家、金城金矿项目整合区域及增产规划.....	10
表 6: 山东黄金集团探矿权资源量统计表.....	10
表 7: 山东黄金集团采矿权资源量统计表.....	11
表 8: 银泰黄金控股的黄金矿山情况.....	12
表 9: 2022 年贝拉德罗黄金资源量和储量.....	15
表 10: Namdini 项目关键指标.....	17
表 11: 2022 年各矿山黄金产量表 (吨).....	19
表 12: 矿产金产量预测.....	20
表 13: 公司分业务收入预测.....	20
表 14: 黄金价格、矿产金产量波动性对归母净利润的敏感性分析.....	21
表 15: 公司市值/产量比、市值/储量比均低于行业平均水平.....	21
表 16: 公司 PE 估值高于行业平均水平.....	22

1、地方国资委控股，并购整合优质资源

山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或者“公司”）成立于2000年1月，于2003年8月在上海证券交易所成功挂牌上市交易，2018年9月在香港联合交易所主板成功挂牌上市交易，A+H两地上市，融资渠道畅通。

公司不断通过外延并购扩大自身矿产金规模。上市之前公司主要资产为莱州半岛的新城金矿，上市后并购集团公司旗下的焦家金矿，公司大规模的扩张开始于2008年，2008年收购内蒙古玲珑、赤峰柴金矿等；2010年-2014年陆续收购金石矿业、西和中宝、福建源鑫及归来庄股权；2017年收购阿根廷贝拉德罗50%股权，开始海外黄金矿山布局；2021年进军新疆和非洲加纳，完成恒兴黄金100%股权和卡蒂诺100%股权收购，收购莱州章鉴100%股权，天承矿业、鲁地金矿、地矿来金100%股权、莱州鸿昇矿业45%股权，2023H1公司收购银泰黄金20.93%股权、成功竞得甘肃大桥金矿采矿权；截止2022年末，公司共有16座矿山，国内14座，其中10座位于山东省内，4座位于省外（福建、内蒙古、新疆和甘肃各1座）；2座位于海外（阿根廷和加纳），2023年新增大桥金矿。公司拥有的焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿及新城金矿连续多年位居“中国黄金十大矿山”，是国内唯一拥有四座累计矿产金突破百吨的上市矿山企业。

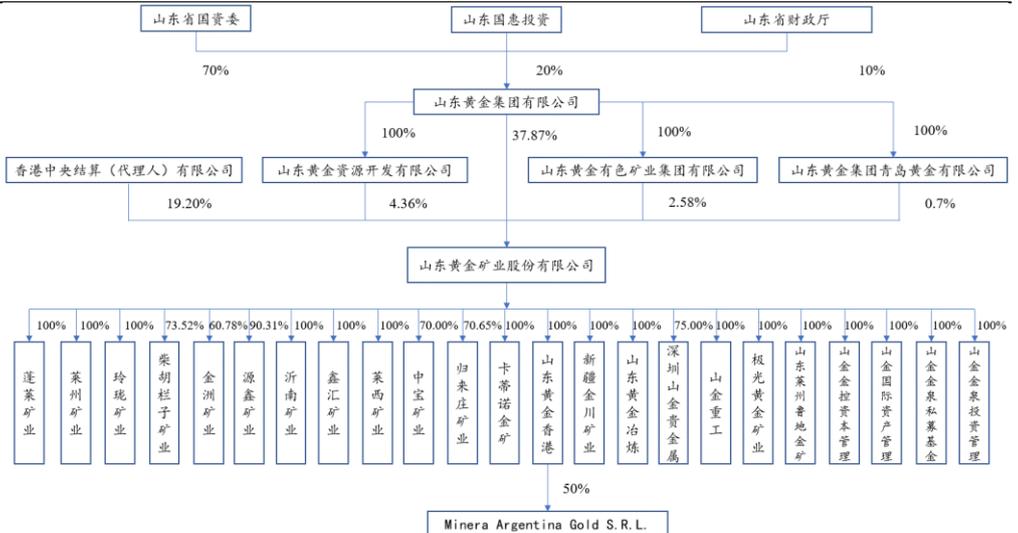
图1：山东黄金不断并购扩大商业版图



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司控股股东山东黄金集团，实控人为山东省国资委。公司股权结构稳定，截至2023Q3，控股股东山东黄金集团直接持有公司37.87%的股份，通过山东黄金资源开发有限公司、山东黄金有色矿业集团有限公司、山东黄金集团青岛黄金有限公司间接持股4.36%、2.58%和0.7%，山东黄金集团共计持股45.51%，公司第二大股东为香港中央结算有限公司，股权比例为19.20%。

图2：山东黄金实控人为山东省国资委



资料来源：Wind、公司年报、开源证券研究所（注：数据截至 2023Q3）

黄金资源储量丰富，位于行业第一梯队。截至 2022 年底，公司拥有黄金资源量 1431.4 吨，平均品位 1.73 克/吨，权益黄金资源量 1318.6 吨；拥有黄金储量 565.18 吨，平均品位 1.36 克/吨，权益黄金储量 497.47 吨。同行业中仅次于紫金矿业，黄金资源储量位于行业第一梯队。从资源量分布区域看，境内占比 76%，其中山东省占比 71%；省外占比 5%。

图3：公司黄金资源储量位列行业第一梯队（2022 年）

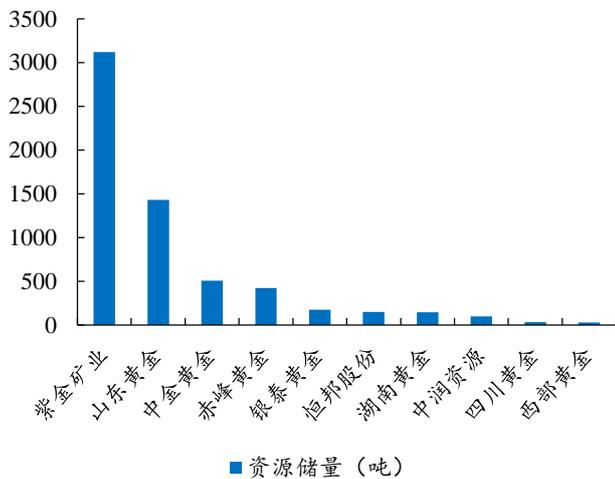
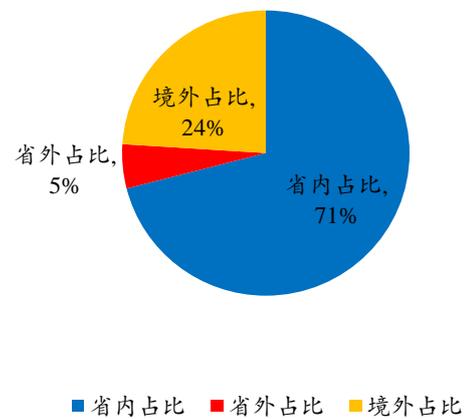


图4：公司黄金资源分布集中于山东省内（2022 年）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司年报、开源证券研究所

表1：2022 年公司矿产资源储量及矿产储量情况

金矿名称	持股比例 (%)	资源量 金属量 (吨)	资源量 权益金属量 (吨)	品位 (克/吨)	储量 金属量 (吨)	储量 权益金属量 (吨)	品位 (克/吨)	剩余开采年限 (年)
三山岛金矿	100%	146.58	146.58	3.07	50.64	50.64	2.72	7.04
焦家金矿	100%	350.52	350.52	3.37	87.18	87.18	3.68	4
新城金矿	100%	200.71	200.71	3.38	59.59	59.59	3.33	6.78
玲珑金矿	100%	157.56	157.56	2.87	15.04	15.04	2.28	7.26
归来庄金矿	70.65%	8.79	6.21	3.52	1.72	1.22	3.75	2.19
金洲金矿	60.78%	12.67	12.67	3.12	5.75	3.53	2.9	21.62
鑫汇公司	100%	36.58	36.58	3.67	20.69	20.69	3.46	18.09

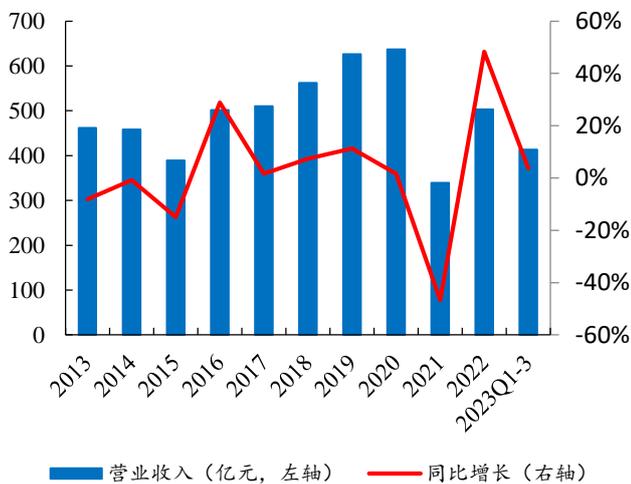
金矿名称	持股比例 (%)	金属量 (吨)	资源量 权益金属量 (吨)	品位 (克/吨)	金属量(吨)	储量 权益金属量 (吨)	品位 (克/ 吨)	剩余开采年 限 (年)
莱西公司	100%	6.41	6.41	1.96	3.01	3.01	1.7	5.37
蓬莱金矿	100%	14.42	14.42	7.25	5.98	5.98	5.27	5.93
沂南金矿	100%	9.48	9.48	1.57	2.34	2.34	1.36	9.07
山东省	-	943.7	936.5	3.21	251.94	249.21	3.15	-
赤峰柴金矿	73.52%	7.43	5.46	3.01	4.72	3.47	2.75	5.2
福建源鑫金矿	90.31%	2.65	2.39	4.82	1.03	0.93	3.96	1.77
西和中宝金矿	70%	30.86	21.6	2.28	12.51	8.76	2.29	9.84
新疆金川	100%	40.46	40.46	0.91	18.03	18.03	0.84	4.28
省外合计	-	81.4	69.9	1.33	36.29	31.19	1.26	-
中国小计	-	1,025.10	1,006.40	2.89	288.23	280.4	2.65	-
贝拉德罗矿	50%	188.18	94.09	0.68	119.75	59.87	0.71	-
卡帝诺	100%	218.1	218.1	1.12	157.2	157.2	1.13	-
总计	-	1431.4	1318.6	1.73	565.18	497.47	1.36	-

数据来源：公司年报、开源证券研究所

2、矿山恢复生产，业绩扭亏为盈

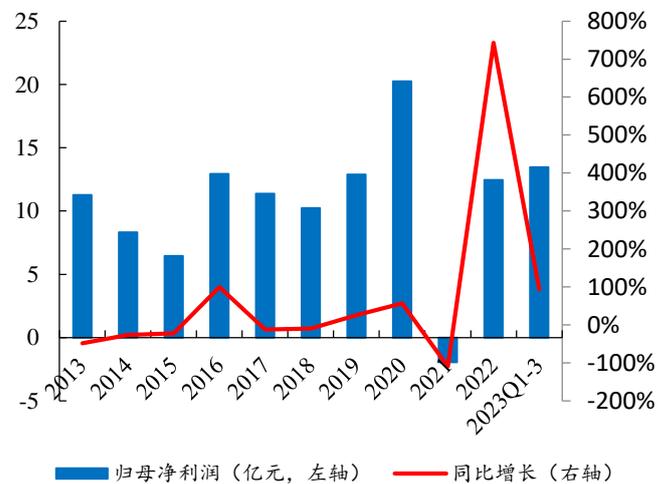
2021年，山东省发生两起金矿安全事故，公司所属山东省内企业进入安全检查整顿，生产运营受到冲击，2021年公司矿产金量 24.781 吨，较 2020 年同期下降 13.98 吨，降幅 36.06%。2022 年产量逐渐恢复，但是净利润仍然不及 2020 年，主要系 2022 年玲珑矿区和东风矿区未复产。2022 年，公司实现营业收入 503.06 亿元，同比增加 48.2%；实现归母净利润 12.46 亿元，同比扭亏为盈。2023Q1-3 实现归母净利润 13.45 亿元，同比增加 94.12%，主要系金价上涨及公司降本增效。

图5：2023Q1-3 营业收入同比增加 3.75%



数据来源：Wind、开源证券研究所

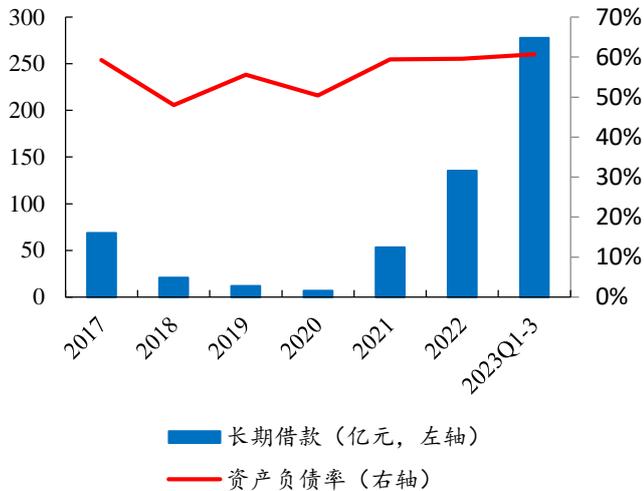
图6：2023Q1-3 归母净利润同比增加 94.12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

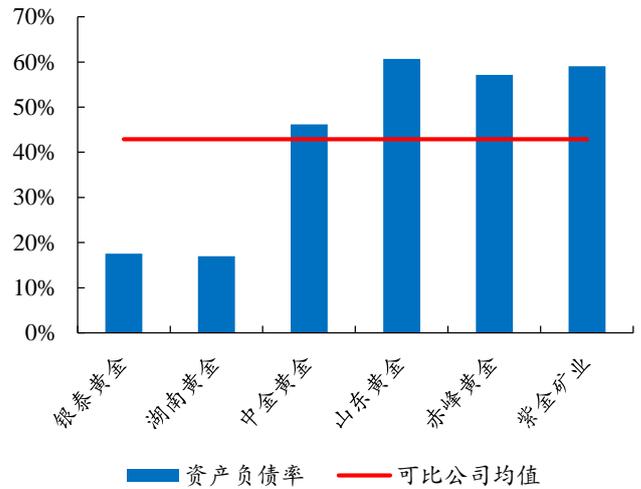
公司 2022-2023 年资产负债率增长较快，主要原因是补充现金流及收购银泰。2023Q3 公司资产负债率 60.68%，同比上升 1.4pct，与同行业可比公司相比资产负债率较高。公司资产负债率有所上升是长期负债增加导致，2021 年长期借款 53.4 亿元，同比增加 688.14%，2022 年长期借款 135.48 亿元，同比增加 153.7%，主要原因是近两年由矿产停工导致经营性现金流减少，为补充现金流而增加借款。2023Q1-3 长期借款进一步增加，主要是公司融资支付银泰黄金股权收购款所致。

图7：资产负债率维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：资产负债率与同业相比偏高



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2023年三季度数据）

3、立足四大优势，静待龙头启航

3.1、优势一：聚焦黄金，提升业务纯度

公司主营聚焦于黄金行业，业务纯度行业排名领先。公司以黄金矿产资源开发利用为主业，采用分散采选、集中冶炼的生产模式产出黄金。公司拥有集黄金勘探、采矿、选冶、冶炼（精炼）和黄金产品深加工、销售以及矿山设备物资的生产、销售于一体完整产业链，并且搭建了黄金供应链金融、金融贸易等多元化金融工具。2022年公司黄金行业实现营业收入474.84亿，占比94.39%，同比增长54%，业务纯度在行业内排名领先。

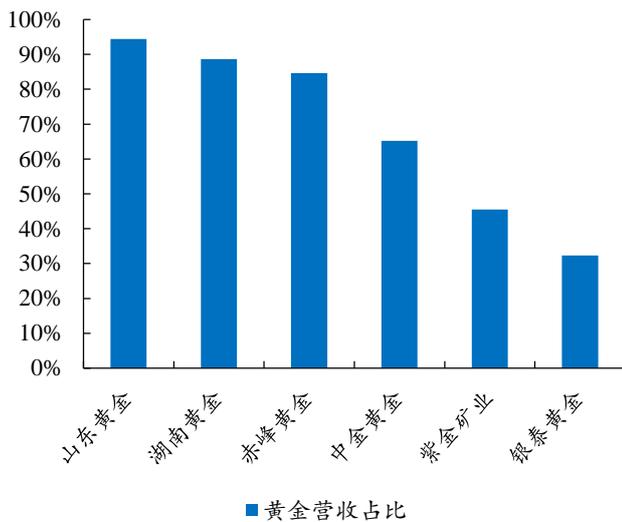
表2：公司聚焦黄金产业，实现全产业链布局

产业链位置	产业链解析	山东黄金布局
上游	勘探、采矿	(1) 山东黄金拥有国内外16座矿山，共计20个探矿权，32个采矿权。 (2) 截至2022年底，公司拥有权益黄金资源量1318.6吨；拥有权益黄金储量497.47吨，平均品位1.36克/吨。 (3) 2022年公司矿产金产量38.673吨，同比增加56.06%，占全国产量13.09%。
中游	选冶、冶炼、精炼	(1) 公司拥有2家冶炼厂，设计年产能154吨。 (2) 2021年，公司国内地下矿山选冶回收率91.25%。2022年选冶实验室深入矿山解决选冶技术难题，嵩县山金公司新型捕收剂实验效果显著，预计提高选冶回收率1.94%。
下游	加工，销售	公司有自产金、外购金及小金条业务。2022年公司自产金销量38.72吨，同比上涨47.79%，外购金销量52.35吨，同比上涨66.20%，小金条销售30.40吨，同比上涨14.23%。
产业链金融		2017年-2022年，公司先后发行私募债、美元债、永续债，A股定增计划等，为集团发展提供资金保障，2021年，产业链金融业务实现营业收入超200亿元，管理基金规模突破100亿元。

资料来源：公司公告、公司公众号、东方财富网、开源证券研究所

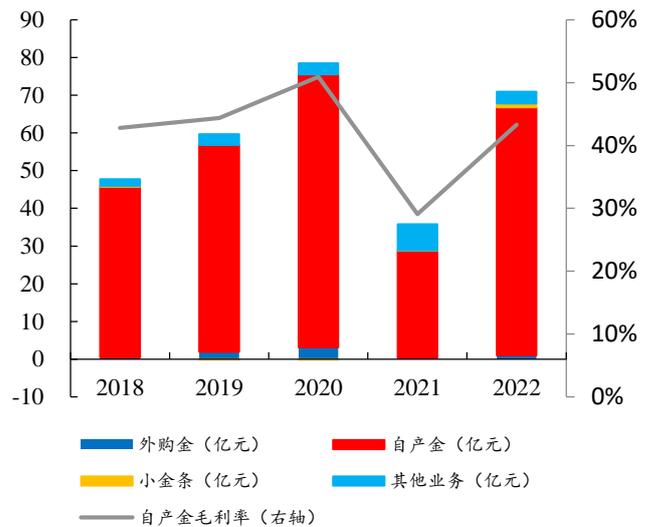
公司外购金贡献主要营收，自产金贡献主要利润。2022年自产金、外购金和小金条业务年营业收入分别为151.83亿元、207.44亿元、108.05亿元，同比增加55.26%、73.63%、23.22%；外购金营收占比最大。2022年，自产金、外购金和小金条毛利分别为65.79亿元、1.03亿元、0.98亿元，毛利率43.33%、0.49%、0.9%，由于外购金成本较高，仅赚取加工费，因此自产金贡献主要毛利。

图9：公司业务纯度行业内排名领先



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2022 年年报数据）

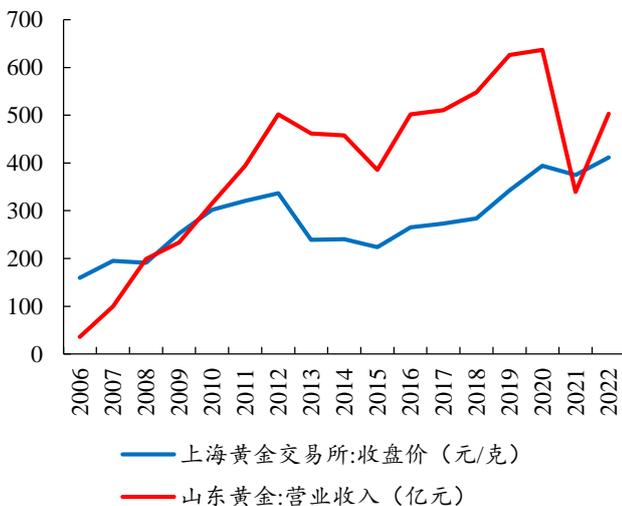
图10：2022 年自产金贡献主要毛利



数据来源：Wind、开源证券研究所

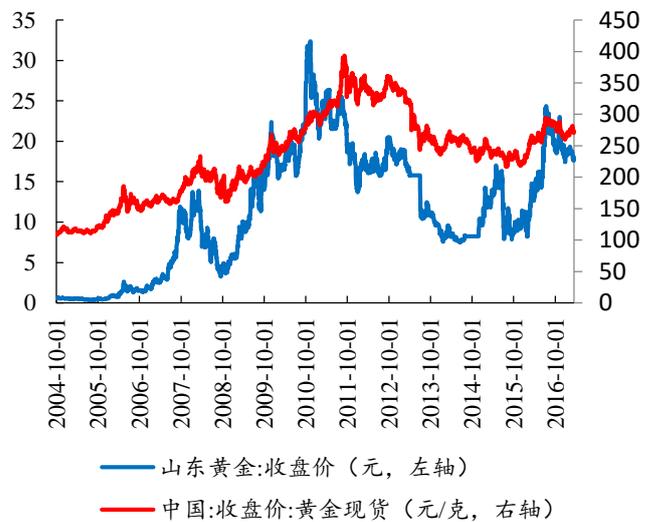
公司业绩抬升显著受益于金价上行。由于公司黄金业务纯度较高，因此金价对公司的影响较大，对上海黄金交易所金价与公司营业收入、股价进行皮尔逊相关性分析，在 0.01 的水平上均显著相关，相关系数分别为 0.68、0.87。如金价上行，公司将充分享受行业红利。

图11：公司营业收入与金价有较大相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司股价与金价有较大相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、优势二：内生整扩，实现扩界充能

现有建设项目共计增加年采选产能 908 万吨。公司重视项目建设，将项目建设作为稳增长的动力源泉，公司未来国内黄金产量的增长将受益于矿山的扩建增产以及资源整合计划。包括三山岛金矿采选产能 15000 吨/日扩建、赤峰柴矿 2000 吨/日扩建、焦家金矿成矿带整合、新城金矿成矿带整合、鑫汇金矿 1500 吨/日扩建等，当前项目共计增加产能 908 万吨/年，促进原有矿山提能增储，加快推进山东黄金世界级黄金基地建设。公司持续发力探矿增。2023 年上半年焦家金矿、金洲公司、玲珑金矿、三山岛金矿通过探矿分别新增金金属量 3.58 吨、2.5 吨、1.85 吨和 1.07 吨。

表3：公司国内现有矿山产能及远景规划产能

金矿	采选设计产能 (吨/日)	采选设计产能 (百万吨/年)	2020年矿石处理 量(百万吨)	产能利用率 (%)	远景设计采选产 能(百万吨/ 年)	修建计划
三山岛金矿	8,000	2.64	4.05	153.41%	4.95	预计 2028 年建成
焦家金矿	8,000	2.64	4.68	177.27%	6.60	预计 2029 年建成
新城金矿	6,500	2.15	2.32	108.16%	2.64	预计 2027 年建成
天承矿业			0.44			
玲珑金矿	4,450	1.47	2.60	177.05%	2.79	预计 2025 年建成
归来庄金矿	2,000	0.66	0.20	30.30%	0.66	
金洲金矿	1,500	0.50	0.39	78.79%	0.50	
青岛金矿	3,000	0.99	1.18	119.19%	1.49	已经取得青岛市发改委采选扩能 工程项目核准的批复
蓬莱金矿	1,000	0.33	0.38	115.15%	0.33	
沂南金矿	1,550	0.51	0.50	97.75%	0.51	
赤峰柴金矿	1,250	0.41	0.60	145.45%	0.66	已取得项目核准批复及配套尾矿 库扩建的环境影响报告书批复
福建源鑫金 矿	800	0.26	0.26	98.48%	0.26	
西和中宝金 矿	450	0.15	0.26	175.08%	0.40	2022 年建成
新疆金川	15,150	5.00	7.35	147.01%	5.00	

数据来源：公司公告、中国黄金报等、开源证券研究所

注：2022 年矿石处理量数据缺失，2021 年受不可抗力因素导致山东省内矿山减产，因此除新疆金川矿山采用 2021 年数据，其余矿山采用 2020 年数据。2021 年天承矿业旗下矿山已经分别整合进焦家、新城金矿。

表4：2022 年公司正在进行的主要扩界充能及资源整合项目进度

项目名称	项目建设期	预计结束	项目计划投入(亿元)	截至 2022 年工 程进度
三山岛金矿矿产资源开发利用(扩界扩 能)工程	7 年	2028 年	120.52	2.92%
焦家金矿带资源整合开发利用工程项目	8 年	2029 年	82.73	0.98%
玲珑金矿东风矿区扩能扩界工程	6 年	2025 年	12.27	53.00%
新城金矿采选扩建工程	10 年	2027 年	37.84	33.15%
铜井矿区(扩界)采矿工程	-	-	4.33	82.00%
鑫汇采矿扩建工程	12 年	2024	5.95	98.50%

资料来源：公司公告、中国黄金报等、开源证券研究所

焦家金矿整合范围广、难度大。焦家金矿是集团公司矿权整合数量最多、关系最复杂、范围最广、难度最大的项目。项目的总投资额为 82.73 亿元，项目建设期为 6 年。整合形成新的南北两个工业场地，减少矿石的运输距离。对 14 个矿区的现有生产系统(单绳提升系统、井巷工程、应急安全出口、通风系统、排水系统、供水供风系统等)进行整合或保留，有效解决矿山开采点多面广、一矿多开的问题。不仅可以降低建设成本，实现矿山开发成本控制，同时可带动各矿山配套设施、管理水平的整体提升，使整合建设后的焦家金矿带资源得到全面合理的开发。整合完成后实现矿山资源的综合利用及矿山开发成本控制。

定增支持项目建设，整合完成后将扩大公司产能。公司以此项目为基础，在 A 股市场实施定增方案，非公开定向增发募集不超过 73.83 亿元。矿区内矿石保有资源量 12,611.45 万吨，金平均品位 3.51 克/吨，含金金属量 442.24 吨。根据可行性研究报告，项目达产后，出矿能力可达 660 万吨/年，实施主体达产年营业收入为 537,343.06 万元，年均税后净利润 211,306.37 万元，内部收益率(税后)为 20.55%，投资回收期为 8.71 年(税后含建设期)，具有较好的经济可行性。截至 2022 年底，焦家金矿黄金年产量突破 10 吨，成为全国第一黄金生产矿山。

新城金矿整合完成后预计生产规模提高至 264 万吨/年。项目建设包括采矿和选矿，不包括尾矿库建设。采矿、选矿建设规模为 8000t/d (264 万吨/年)；矿山共服务年限 14 年，其中：投产期 1 年，达产期 12 年，减产期 1 年。目前，新城金矿与红布矿区的整合初步完成，每月节约能耗成本 137 万元。

表5：焦家、金城金矿项目整合区域及增产规划

矿山名称	整合区域	整合增产规划
焦家金矿	焦家金矿、望儿山金矿、寺庄矿区、马塘矿区、马塘二矿区、东季矿区、金城金矿、朱郭李家金矿、后赵金矿 9 个采矿权，以及焦家矿区深部及外围金矿南部详查、马塘二矿区深部及外围金矿勘探、后赵北部矿区金矿勘探、南吕-欣木地区金矿勘探、前陈-上杨家矿区金矿勘探北段 5 个探矿权。	预计生产规模提高至 660 万吨/年。
新城金矿	新城金矿以新城金矿采矿权为主体，整合新城金矿深部及外围勘探、曲家地区金矿勘探、红布矿区采矿权、红布矿区深部及外围金矿勘探等，统一开发。整合范围内的新城金矿采矿权、新城金矿深部及外围勘探、曲家地区金矿勘探（含西草坡-曲家矿段、滕家矿段）、红布矿区采矿权、红布矿区深部及外围金矿勘探五个部分，其中新城金矿（采矿权）、红布矿区（采矿权）为已有工程。	预计生产规模提高至 264 万吨/年。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、优势三：外延并购，增大资源储量

3.3.1、集团注资潜力较大，未来可期

截至 2022 年 12 月 31 日，公司控股股东山东黄金集团共拥有 34 处属于中国境内的金矿探矿权。按中国资源储量估算规则并经有关部门评审备案的黄金资源量共计约 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。

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

根据公司公告披露，由于集团层面的部分黄金资源因矿权、房屋、土地等涉及权证问题，目前尚不满足注入上市公司的要求，山东黄金集团正在对矿权的资源、权证完善等情况进行梳理，将积极推动符合条件的矿权转让至公司的工作，待整改完善后将逐步注入到山东黄金上市公司。集团现有的黄金资源未来或将为公司进一步的资源整合提供较大成长空间。

表6：山东黄金集团探矿权资源量统计表

矿权名称	查明金金属量 (吨)
山东省莱州市仓上-潘家屋子地区金矿勘探	0.39
山东省莱州市留村金矿中深部详查	2
山东省莱州市上马家金矿助	0.22
山东省莱州市西岭村金矿勘	382.58
山东省蓬莱市磁山矿区金矿勘探	3.86
山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	3.6
山东省蓬莱市土屋金矿区深部金矿详查	0.57
山东省蓬莱市大柳行北部地区金矿详查	5.43
山东省烟台市蓬莱区门楼地区金矿详查	4.98
山东省蓬莱市石家地区金矿详查	10.94
山东省蓬莱市齐沟一分矿区深部及外围金矿勘探	0.87
山东省蓬莱市黑岚沟金矿深部及外围详查	1.48
山东省烟台市蓬莱区初格庄北金矿详查	5.89
山东省平度市旧店金矿区深部普查	1.48
山东省招远市水旺庄矿区金矿勘探	186.1
山东省招远市李家庄矿区金矿勘探	17.05

矿权名称	查明金金属量 (吨)
福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	金: 0.89 吨 银: 21.09 吨
青海省都县阿斯哈(可热)地区金矿详查	8.03
青海省都兰县瓦勒尕金矿详查	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
合计黄金资源量	659.55

数据来源: 公司年报、开源证券研究所

表7: 山东黄金集团采矿权资源量统计表

矿权名称	保有金金属量(吨)
莱州鲁地矿业投资开发有限公司金城金矿	73.4
山东黄金金创集团有限公司燕山矿区	3,484
山东黄金金创集团有限公司庵口矿区	6.25
山东金创股份有限公司上口王李金矿区	3,879
山东金创股份有限公司黑金顶矿区	1,538
山东金创股份有限公司黑炭沟矿区	6,721
山东金创股份有限公司齐沟一分矿	1,645
青岛金星矿业股份有限公司	5.19
海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿	16.04
嵩县山金矿业有限公司	3.97
福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿	0.94
青海山金矿业有限公司都兰县果洛龙洼金矿	0.98
福建省政和县香炉坪矿业有限公司香炉坪银矿	0.813
合计黄金资源量	124.85

数据来源: 公司年报、开源证券研究所

西岭金矿为目前国内最大单体金矿床，开发潜力较大。西岭金矿所在的胶东成矿区域是世界第三大金矿区，是我国重要的金矿富集区、国家级整装勘查区，黄金储量和黄金产量均居全国首位。2023年8月10日，山东黄金集团宣布西岭金矿新增金金属量 209.606 吨，累计金金属量达 592.186 吨，成为目前国内最大单体金矿床。查明金矿石量 1.47 亿吨，平均品位 4.02 克/吨，如按矿山生产规模 330 万吨/年排产，可服务矿山 40 余年。

集团“十四五”规划明确，未来可期。集团公司“十四五”战略目标是“致力全球领先，跻身世界前五”。2021年山东黄金集团董事长陈玉民在《关于集团“十四五”战略规划的报告》中提到，到2025年，利润总额达到80亿元至100亿元，矿产金产量达到80吨，资源储量达到3300吨以上，人均收入达到20万元/年，资产规模和上市公司市值均突破2000亿元，资产负债率降至50%，争取“再造一个山东黄金”，进入世界500强的发展目标。

到2035年末，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，年产矿产金产量155吨，利润总额达到200亿元，员工人均收入第三次翻番，达到40万元/年，进入世界同行业前三强。

图13：山金集团“十四五”核心指标


资料来源：采金人公众号

图14：山金集团 2035 年远景规划


资料来源：采金人公众号

3.3.2、公司控股银泰黄金，达成强强联合

银泰黄金探矿前景广阔，黄金资源储量丰富。银泰黄金于 1999 年在北京成立，主要业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易。截至 2022 年末，银泰黄金共有 7 个采矿权、15 个探矿权，其中 5 个金矿采矿权、9 个金矿探矿权；2 个银铅锌矿采矿权、6 个银铅锌矿探矿权，探矿权的勘探范围达 159.63 平方公里。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。

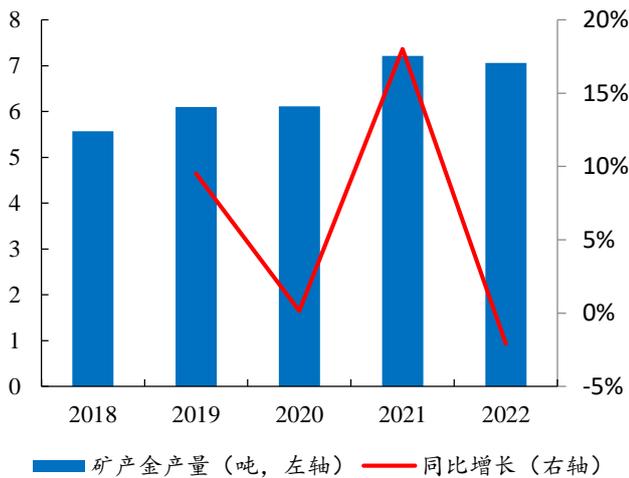
产量：2022 年，银泰控股矿产金产量为 7.1 吨，同比下降 1.39%，下属黑河银泰东安金矿、吉林板庙子、青海大柴旦三个金矿的黄金产量分别为 2.98 吨、2.02 吨、2.07 吨。吉林板庙子、青海大柴旦矿石处理量均有较大上升空间，华盛金矿复产在即。

成本：2022 年公司克金成本 168 元/克，矿产金毛利率高达 57.37%，领先同行，综合成本优势明显。

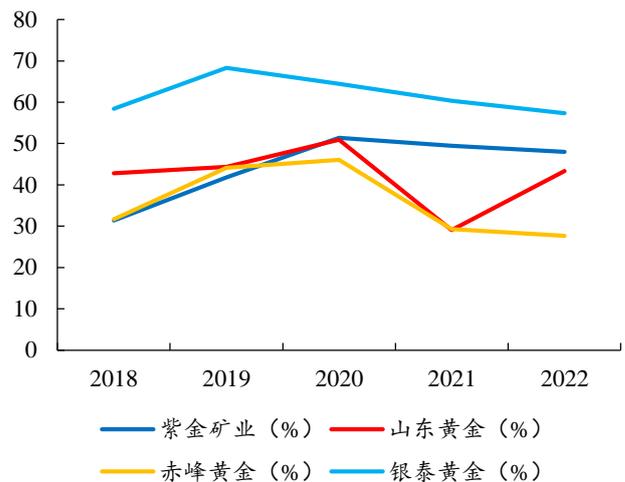
表8：银泰黄金控股的黄金矿山情况

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（花敖包特外围 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：银泰黄金公告、开源证券研究所

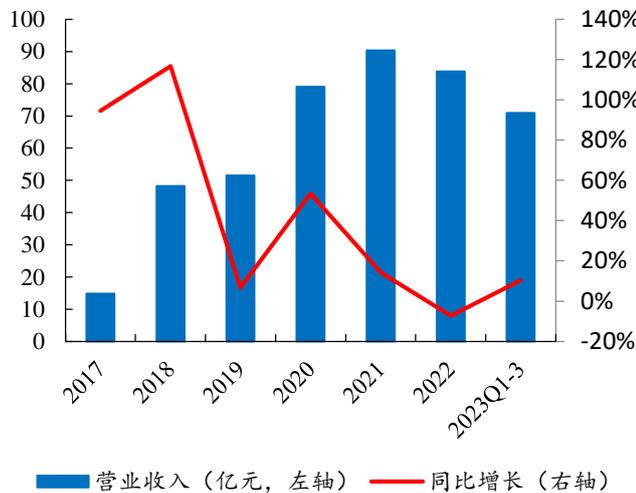
图15: 银泰黄金矿产金产量稳步增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

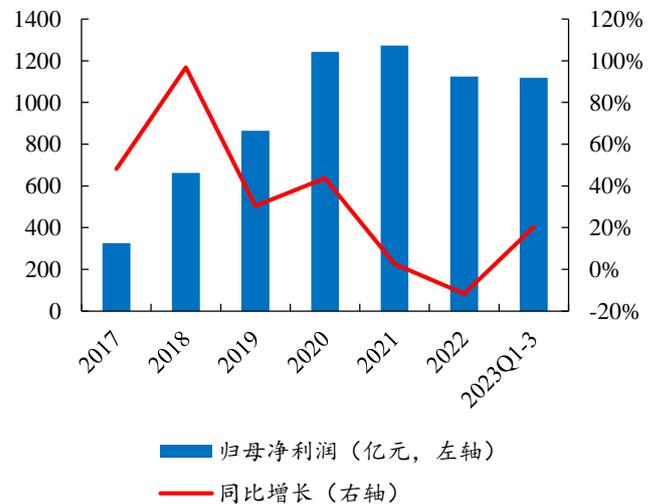
图16: 银泰黄金矿产金成本领先同业


数据来源: Wind、开源证券研究所

银泰黄金资产负债率较低，毛利率领先同业。截至 2023Q3，公司资产负债率 17.58%，与同业相比，公司资产负债率处于较低水平，资本结构稳健。2022 年，主力矿山吉林板庙子与青海大柴旦由于不可抗因素年内停产导致产量下降，叠加能源等原材料价格上涨，营收和归母净利润出现下滑。2023 年受益于金价上行，2023Q1-3 公司实现营业收入 70.95 亿元，同比增长 10.30%，实现归母净利润 11.18 亿元，同比增长 20.24%。

图17: 2023Q1-3 银泰黄金营业收入 70.95 亿元，同比增长 10.30%


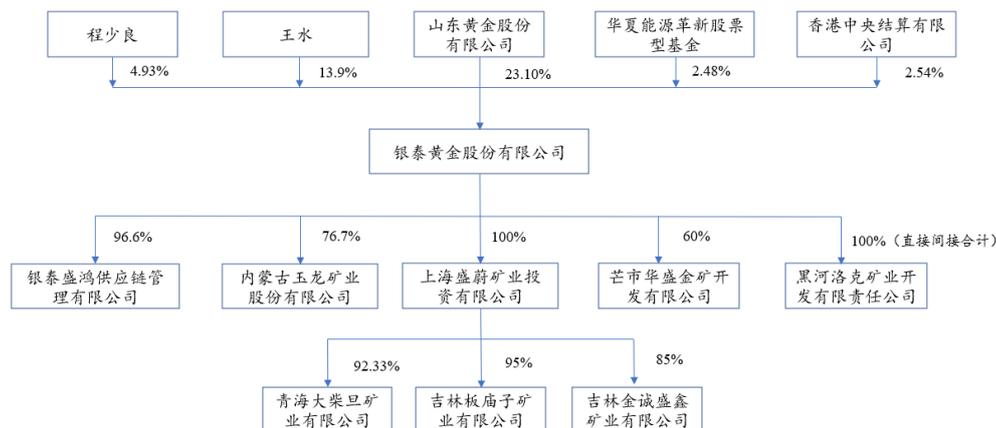
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2023Q1-3 银泰黄金归母净利润 11.18 亿元，同比增长 20.24%


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司收购银泰黄金 20.93% 股权，实现增资扩产与战略布局。2023 年 1 月 19 日，银泰黄金实际控制人沈国军先生、控股股东中国银泰投资有限公司与山东黄金签署《股份转让协议之补充协议》，中国银泰投资有限公司将其持有公司 4.01 亿股股份、银泰黄金实际控制人将其持有银泰黄金 1.80 亿股股份（合计 5.81 亿股股份，占公司总股本的 20.93%）转让给山东黄金，价格为 127.6 亿元。

2023 年 7 月 20 日，公司完成收购银泰黄金 20.93% 股份的证券过户登记，2023 年 8 月 14 日银泰黄金完成董事会、监事会改组工作，公司已对银泰黄金控制权的收购，公司未来会增加部分矿产金产量。

图19：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%）

收购完成后将增大山东黄金资源储量，实现战略布局。银泰黄金规模储量较大，运营成本低，交易完成后，山东黄金矿产金和有色金属产量将大幅提升。本次收购后，山东黄金可借助银泰黄金旗下的黑河银泰、吉林板庙子、云南华盛金矿的地理位置优势，实现西南、东北地区的资源从无到有、以点带面的战略布局。

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。

3.3.3、公司新增省外矿权：甘肃大桥金矿采矿权

大桥金矿位于甘肃省西和县，在区域地质上属西秦岭造山带东段，地处南秦岭褶皱带与中秦岭褶皱带的过渡部位，成矿地质条件优越。大桥金矿开采矿种为金矿、银矿，矿石经过选冶加工成金锭和银锭销售。开采方式为地下开采，生产规模为 49.50 万吨/年，矿区面积为 1.3 平方公里，开采标高为 1603.6m~1003m，有效期限为 2011 年 9 月 6 日，至 2027 年 1 月 12 日。该矿 2012 年至 2020 年 7 月正常生产，2020 年 8 月由于尾矿库滑坡原因停产至今。按照采选能力 49.50 万吨/年、品位 3.2 克/吨、综合选冶回收率 85% 估算，大桥金矿满产可达 1.35 吨左右。

矿山保有矿体资源量矿石量 967.97 万吨，金金属量 31981 千克，平均品位 3.30 克/吨，伴生银金属量 68280 千克，平均品位 7.05 克/吨。另保有低品位矿体矿石量 1871.70 万吨，金金属量 20267 千克，平均品位 1.08 克/吨，伴生银金属量 69350 千克，平均品位 3.71 克/吨。

储量估算基准日至评估基准日（2022 年 5 月 31 日），矿山动用工业矿体资源量 291.32 万吨，金金属量 9848.31 千克，伴生银金属量 21304.51 千克。评估基准日矿山保有工业矿体（332+333）资源量 676.65 万吨，金金属量 22132.69 千克，平均品位 3.27 克/吨，伴生银金属量 46975.49 千克，平均品位 6.94 克/吨。

3.3.4、国际化并购：收购贝拉德罗金矿 50%股权

贝拉德罗金矿于 2003 年开始建设，2005 年投产运营，采用露天开采、矿用卡车运输、山谷堆浸、锌粉置换提金工艺流程，年剥采总量 7000 万吨以上，为阿根廷第一大在产金矿。山东黄金于 2017 年 6 月 30 日完成贝拉德罗金矿交割，与巴里克黄金各占 50% 股份。

贝拉德罗金矿包括两个矿权组，贝拉德罗采矿权组（Veledero Mining Group）和费罗努特采矿权组（Filo Norte Mining Group），面积分别为 11927 公顷和 2515.7 公顷。两个矿权组共计 13 项采矿权，8 个采矿权租赁至 2028 年，自有的 5 个采矿权无期限。根据 2022 年公司年报，山东黄金拥有贝拉德罗金矿权益黄金金属资源量 94.09 吨，品位 0.68 克/吨，权益黄金金属储量 59.87 吨，品位 0.71 克/吨。

表9：2022 年贝拉德罗黄金资源量和储量

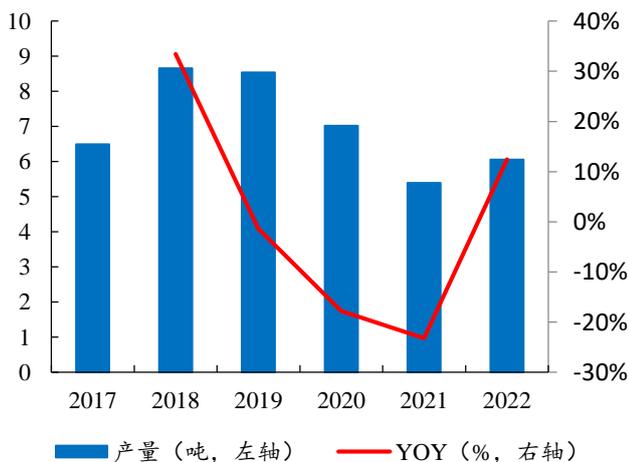
	探明及控制 (吨)	推断 (吨)	总计 (吨)	品位 (克/ 吨)	黄金金属量(吨, 100%基 准)
黄金资源量	249.68	27.41	277.09	0.68	188.18
	证实 (吨)	可信 (吨)	总计 (吨)	品位 (克/ 吨)	黄金金属量(吨, 100%基 准)
黄金储量	16.05	153.58	169.63	0.71	119.75

数据来源：公司年报、开源证券研究所

产量：2018-2021 年，贝拉德罗金矿黄金产量逐年下降，2022 年得到回升，黄金产量 6.06 吨，同比增长 12.43%，主要得益于浸垫扩建 1-6 阶段的完成，2022 年浸垫扩建第 7A 阶段取得了重大进展，堆叠容量可以使用到 2024 年下半年。7B 阶段计划于 2023 年 4 月重新开工，2024 年完工。根据巴里克 2022 年年报，预计 2023 年贝拉德罗金矿产量达到 5.0-5.6 吨。

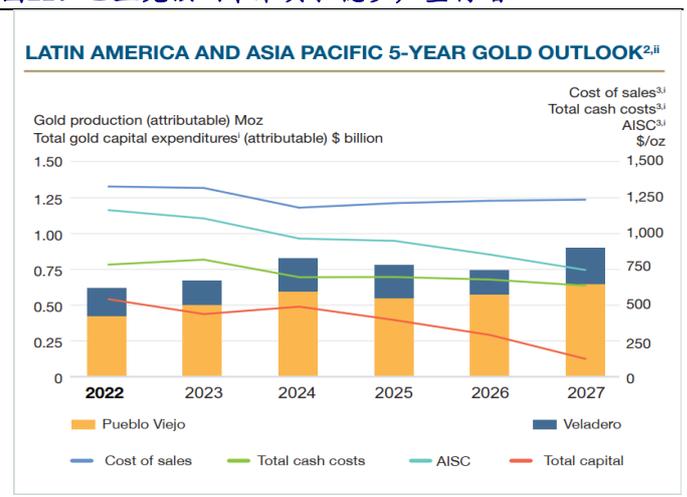
成本：2018-2022 年，由于能源价格、人工费的上涨以及矿产金产量的下降，生产总维持成本（AISC）持续上升，2022 年到 1528 美元/盎司。巴里克公司预计 2023 年生产总维持成本在 1550-1630 美元/盎司。

图20：贝拉德罗 2022 年金产量有所增加

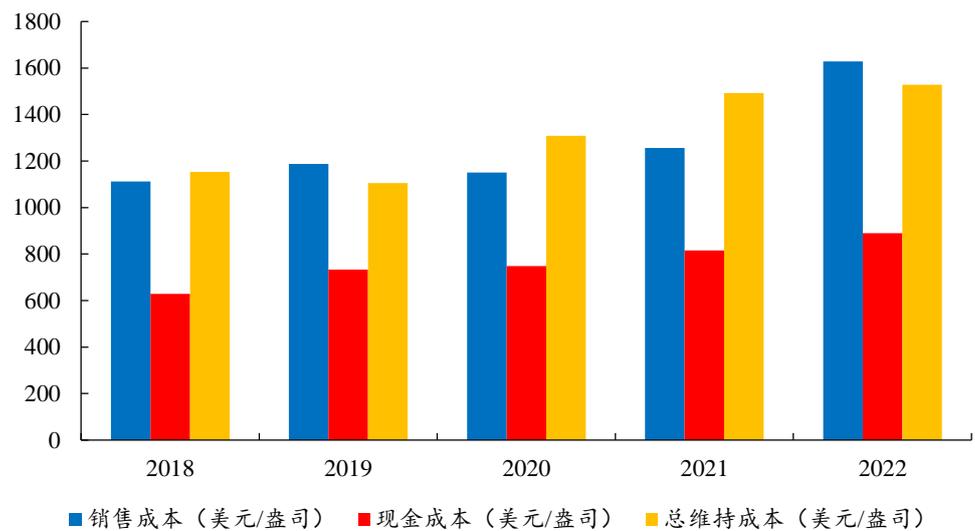


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：巴里克预测未来贝拉德罗产量将增加



资料来源：巴里克公司年报

图22：贝拉德罗金矿生产总维持成本持续上升


数据来源：巴里克公司年报、开源证券研究所

3.3.5、国际化并购：收购卡蒂诺金矿，引入战略合作，项目资源优质

2020 年公司通过子公司山东黄金矿业（香港）有限公司以 0.46 澳元/股认购总价 1200 万澳元卡蒂诺资源有限公司新增发的 2,600 万股普通股。2020 年 7 月，公司再以 1.075 澳元认购 2600 万新增发普通股，认购总价 1196 万澳元。最终公司持有卡蒂诺资源有限公司 100% 股份。这是公司首个在非洲的黄金矿山的战略布局。

卡蒂诺公司的核心资产是位于非洲加纳的 3 个黄金项目，分别是位于加纳东北部 Bole-Nangodi 成矿带的 Namdini 开发项目和 Bolgatanga 勘探项目，以及位于加纳西南部 Sefwi 成矿带的 Subranum 勘探项目。其中，Namdini 项目采矿租约面积为 63 平方公里，矿权期限为 15 年，期满可延长不超过 30 年。目前，公司在卡蒂诺具备 1 项采矿权以及 8 项探矿权。

引入战略合作，发挥双方优势。为引入优质战略合作者，发挥合作双方各自优势，进一步加快卡蒂诺公司项目建设和生产，做大做强卡蒂诺项目，公司决定对卡蒂诺项目引入中国铁建国际投资有限公司为战略合作方，与公司共同对卡蒂诺项目进行投资建设。

中国铁建国际投资有限公司从卡蒂诺公司所属的两个全资子公司卡蒂诺纳穆蒂尼矿业有限公司、卡蒂诺加纳有限公司层面，以增资扩股的方式受让两家子公司各 15% 的股权。合计增资款项为：653 万美元+10691 万澳元，中国铁建国际投资有限公司将以等值美元进行支付。增资完成后，卡蒂诺公司对两个子公司持股比例为 85%。

Namdini 项目黄金资源优质，成本控制领先行业。资源量：根据公司 2022 年年报，Namdini 项目拥有权益黄金资源量 218.10 吨，平均品位 1.12g/吨，权益黄金储量 157.20 吨，平均品位 1.13g/吨。**产量：**根据 Namdini 项目可研报告，Namdini 项目投产后平均年产黄金 8.9 吨，累计总产量规划 129.92 吨，采选回收率为 83%。**成本：**根据 Namdini 项目可研报告，Namdini 项目前三年的平均总维持成本在 585 美元/盎司，根据世界黄金协会披露的 2023 年 Q1 总维持成本曲线来看，Namdini 项目在行业中处于成本领先地位。

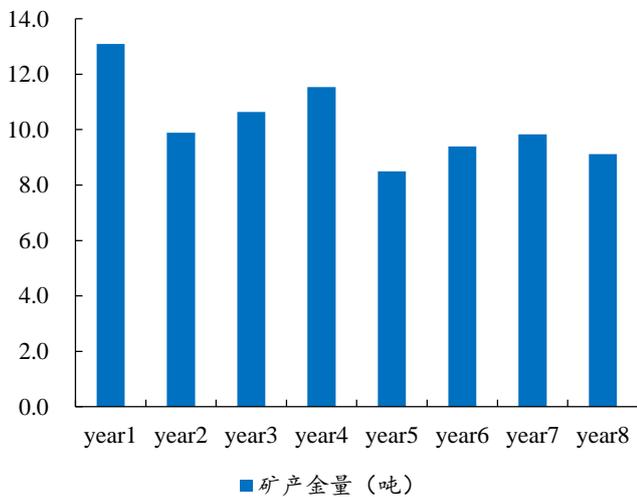
项目进度：截至 2022 年底，Namdini 已完成选厂 EPCM 总承包的第一阶段合同签订以及部分长周期设备订货工作，正在进行前期场平施工，已发布采矿工程招标文件，矿山辅助工程如营地、取水设施、安全围栏、电力线、尾矿库一期等工程进展顺利。

表10：Namdini 项目关键指标

经济指标	单位	Start Pit	Life of Mine
黄金产量	万盎司/年	36.1	28.7
黄金总产量	万盎司	83.0	417.7
原矿品位	克/吨	1.41	1.13
回收率	%	85	83
开采年限	年	2.3	15
生产总维持成本	美元/盎司	585	895

数据来源：Namdini 项目可研报告、开源证券研究所

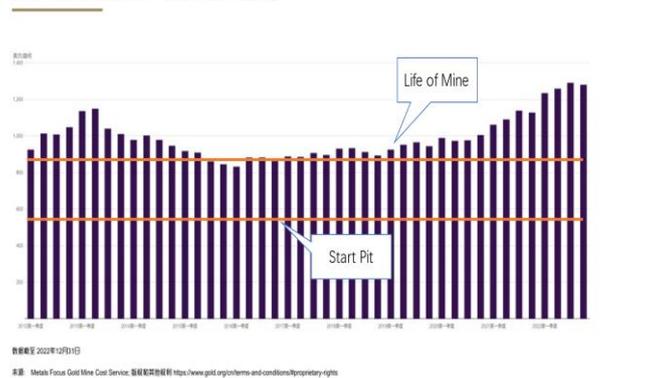
图23：Namdini 项目产量指引



数据来源：Namdini 项目可研报告、开源证券研究所

图24：Namdini 项目成本在全球范围具有优势

生产总维持成本 (AISC) 图表



资料来源：世界黄金协会、开源证券研究所

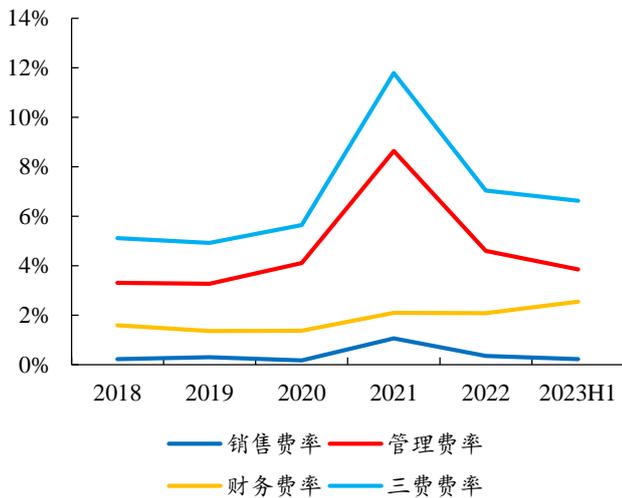
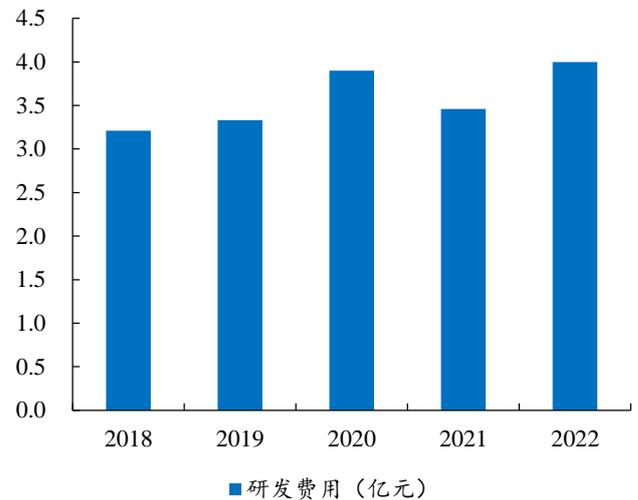
3.4、优势四：降本增效，提高黄金产量

3.4.1、降本增效效果显著，三费下降，原矿入选品味提升

降本增效效果显著，三费率显著下降。公司统筹推进管理降本、财务降本、政策降本、集采降本，不断扩大降本增效空间。2022 年公司三费率显著下降，根据公司年报，公司三费率共计 7.03%，同比下降 4.76pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.35%、4.60%和 2.08%，分别同比下降 0.71 pct、4.03 pct 以及 0.01 pct。管理费用下降主要是因为 2022 年无形资产摊销减少，销售费用率下降主要是因为 2022 年销售佣金减少。2023H1 公司持续落实降本增效，三费率继续下降 0.41pct。

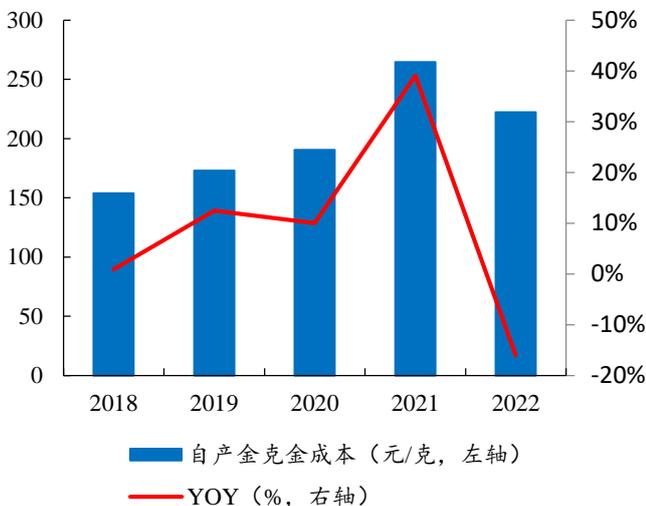
聚力强化改革创新，持续加大科研投入。2022 年，公司研发费用 4 亿元，占当期收入的 0.79%。2022 年，公司新增科技项目立项 142 个，全年在研科技项目 251 项，获得省级科技进步奖一等奖、二等奖各 1 项，获得中国黄金协会科技奖 31 项，获得授权专利 234 项。持续推进智能矿山建设，三山岛金矿依托 5G 技术，实现斜坡道 5G+UWB 语音通讯、人员定位、信号灯控制为一体的综合管控，焦家金矿完成国内首个基于 WiFi6Mesh 组网井下远程控制铲运机应用试验。

克金成本下降，原矿入选品味得到提升。根据年报测算，2022年公司自产金克金成本为222.5元/克，同比下降20.49%。公司2022年原矿入选品位1.23克/吨，同比增加0.11克/吨，其中地下矿山原矿入选品位1.84克/吨，同比增加0.09克/吨，增幅5.43%，主要原因是各矿山产能快速恢复，高品位资源得到有效利用；露天矿山原矿入选品位0.74克/吨，同比下降0.03克/吨，降幅3.89%，主要原因是新疆金川矿业和阿根廷贝拉德罗金矿地质资源品位下降。

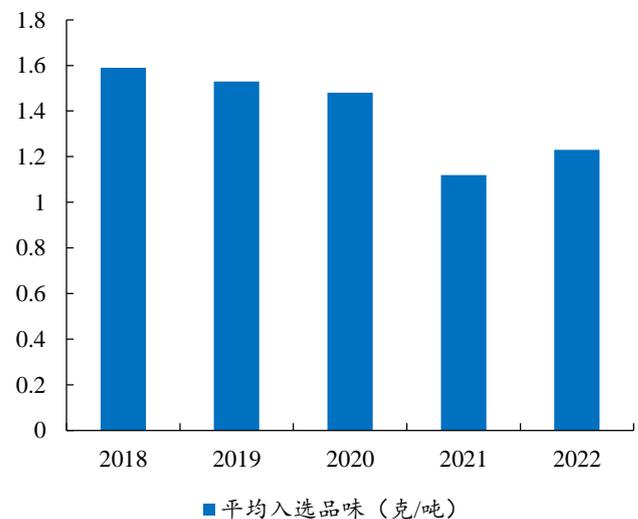
图25：公司三费率显著下降

图26：公司持续加大科研投入


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：自产金克金成本下降


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图28：平均入选品味得到提升


数据来源：公司年报、开源证券研究所

3.4.2、矿产金产量稳步增长，产量规模位列行业第一梯队

2022年公司矿产金产量38.67吨，相当于国内2022年矿产金总量的13.09%，同比2021年增加13.89吨，增幅56.06%。2022年公司7家矿山产量创出新高，其中焦家金矿年黄金产量突破10吨，成为全国第一大黄金生产矿山。

2023年将有两座矿山复工复产，因山东省新一轮生态保护红线划定影响公司权证办理进度，在生态保护红线方案批复后，玲珑金矿的玲珑矿区于2022年12月取

得延续后的采矿许可证，截至年报出具日玲珑矿区尚在办理安全生产许可证，未复工复产；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。公司未来将通过内生整扩、外延并购、降本增效等措施进一步提高矿产金产量，稳固行业龙头地位。

图29：公司矿产金产量稳步增加

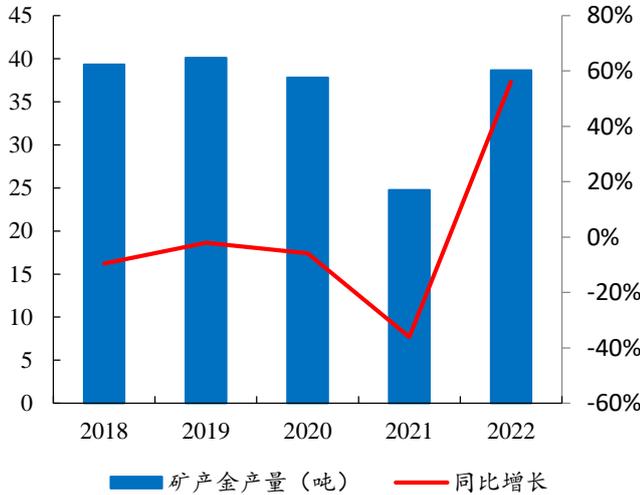
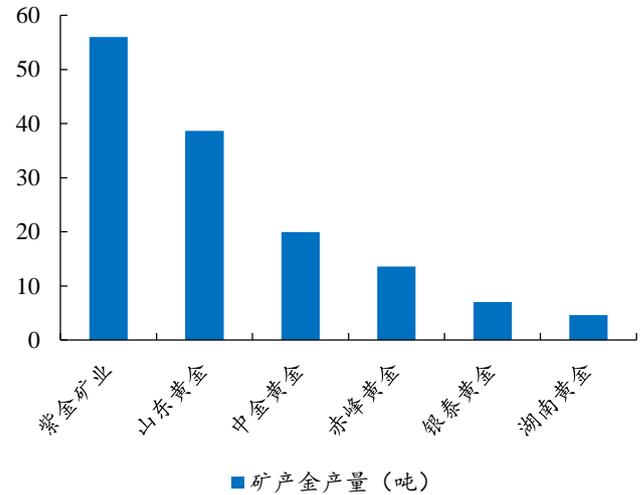


图30：公司矿产金产量位于行业第一梯队



数据来源：公司年报、开源证券研究所

数据来源：公司年报、开源证券研究所

表11：2022年各矿山黄金产量表（吨）

单位名称	2021年	2022年	持有权比例	2022年权益产量	同比增长
三山岛金矿	2671.4	5459.85	100%	5459.85	104.38%
焦家金矿	4562.12	10036.25	100%	10036.25	119.99%
玲珑金矿	1000.31	1101.92	100%	1101.92	10.16%
新城金矿	2216.62	5691.23	100%	5691.23	156.75%
蓬莱矿业	108.31	201.57	100%	201.57	86.10%
沂南金矿	286.14	376.03	100%	376.03	31.41%
鑫汇公司	1422.52	1433.1	100%	1433.1	0.74%
莱西公司	592.34	595.85	100%	595.85	0.59%
金洲公司	1012.38	1130.1	60.78%	686.87	11.63%
归来庄矿业	167.06	816.3	70.65%	576.72	388.63%
柴矿公司	1545.5	1727.95	73.52%	1270.44	11.81%
福建源鑫	445.1	320.16	90.31%	289.14	-28.07%
西和中宝	1007.02	1008.28	70%	705.8	0.13%
金川矿业	2353.02	2717.73	100%	2717.73	15.50%
国内矿山合计	19389.84	32616.32	-	31142.49	68.21%
贝拉德罗金矿	5391.45	6057	50%	6057	12.34%
国外矿山合计	5391.45	6057	-	6057	12.34%
公司合计	24781.29	38673.32	-	37199.49	56.06%

数据来源：公司年报、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测与业务拆分

(1) 自产金业务。产量：2023年公司计划矿产金产量不低于39,641吨，山金集团“十四五规划”中提到，到2025年，集团矿产金产量达到80吨。2023年玲珑金矿有望复工复产，为公司贡献产量；三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、鑫汇金矿、赤峰柴矿、西河金矿均有产能扩建项目，2024年贝拉德罗金矿浸垫扩建项目

目完工，我们假设以上金矿矿产金产量根据产能扩建项目有不同程度的增加；2025年预计卡帝诺金矿投产，将会贡献产量；其他金矿假设矿产金产量与2022年相比基本稳定。银泰黄金下属金矿从8月16日开始并表处理。我们预计2023-2025年矿产金产量分别为40.54吨、43.63吨、55.85吨。

表12：矿产金产量预测

矿山	产量（吨）					
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
三山岛金矿	7.13	2.67	5.46	5.57	5.68	5.79
焦家金矿	7.47	4.56	10.04	10.24	10.44	10.65
玲珑金矿	3.81	1.00	1.10	1.13	2.27	2.72
新城金矿	4.52	2.22	5.69	5.81	5.92	6.04
青岛金矿	1.43	2.02	2.03	2.07	2.11	2.15
蓬莱金矿	0.85	0.11	0.20	0.60	0.60	0.60
沂南金矿	0.36	0.29	0.38	0.38	0.38	0.38
新疆金川	0.00	2.35	2.72	2.77	2.83	2.83
金洲金矿	1.31	1.01	1.13	1.00	1.00	1.00
归来庄金矿	0.75	0.17	0.82	1.00	1.00	1.00
赤峰柴金矿	1.40	1.55	1.73	1.76	1.80	1.83
福建源鑫金矿	0.50	0.45	0.32	0.33	0.34	0.34
西和中宝金矿	0.81	1.01	1.01	1.04	1.09	1.09
贝拉德罗金矿	7.02	5.39	6.06	6.18	6.30	6.30
卡帝诺	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.13
黑河银泰	0.00	0.00	0.00	0.29	0.76	0.80
吉林板庙子	0.00	0.00	0.00	0.18	0.50	0.53
青海大柴旦	0.00	0.00	0.00	0.18	0.61	0.66
总计	37.36	24.80	38.69	40.54	43.63	55.85

数据来源：公司年报、开源证券研究所

注：青岛金矿包含鑫汇公司和莱西公司

黄金价格：考虑到美联储加息进入末期，美国经济衰退预期加强，美联储有望开启降息周期，将进一步支撑金价上行。我们假设2023-2025年黄金均价为452元/克、497元/克、497元/克。

毛利：成本方面，2022年受行业原材料成本增加、安全支出管理费增加等因素影响，营业成本上升，我们假设2023-2025年克金成本温和增长，分别为229元/克、238元/克、250元/克。

(2) 外购金及小金条业务。2022年，公司下属各冶炼厂的平均利用率为75.76%，综合设计年产能154吨/年，我们假设2023-2025年公司外购金冶炼产量维持不变，分别为53.05吨、53.05吨、53.05吨，毛利率维持在0.3%，假设2023-2025年小金条业务产量维持稳定，分别为30.62吨、30.62吨、30.62吨，毛利率维持在0.3%。

表13：公司分业务收入预测

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
矿产金业务	收入	9779	15183	18314	21683	27754
	成本	6935	8604	9278	10386	13958
	毛利	2844	6579	9036	11297	13796
	毛利率	29.1%	43.3%	49.3%	52.1%	49.7%
外购金业务	收入	11947	20744	23965	26362	26362
	成本	11917	20641	23893	26283	26283
	毛利	30	103	72	79	79
	毛利率	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
小金条业务	收入	8769	10805	13859	15242	15242

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成本	8755	10708	13816	15196	15196
毛利	14	98	43	46	46
毛利率	0.2%	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%
收入	3440	3573	3629	3709	3779
其他业务					
成本	2745	3259	3334	3400	3463
毛利	696	314	295	309	316
毛利率	20.2%	8.8%	8.1%	8.3%	8.4%
合计					
收入	33935	50306	59767	66995	73136
成本	30351	43212	50321	55264	58900
毛利	3584	7094	9446	11731	14236
毛利率	10.6%	14.1%	15.4%	17.2%	19.1%

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 597.67、669.95、731.36 亿元，分别同比增长 18.8%、12.1%、9.2%，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 23.84、32.62、43.76 亿元，分别同比增长 91.4%、36.8%、34.2%。

在不同金价假设下，我们对 2024 年公司的归母净利润进行敏感性分析，在金价和矿产金产量分别上涨 5% 的情况下，公司归母净利润分别上涨 18.2%、9.2%，公司业绩受金价波动影响较大。

表14：黄金价格、矿产金产量波动性对归母净利润的敏感性分析

金价（元/克）	矿产金产量						
	37.41	39.38	41.45	43.63	45.81	48.11	50.51
426.1	9.72	11.60	13.59	15.68	17.77	19.96	22.27
448.5	14.25	16.39	18.65	21.04	23.42	25.92	28.54
472.1	19.02	21.44	23.99	26.68	29.36	32.18	35.14
496.9	24.04	26.75	29.61	32.62	35.62	38.78	42.09
521.8	29.06	32.07	35.23	38.55	41.88	45.38	49.04
547.9	34.34	37.64	41.13	44.79	48.45	52.30	56.34
575.3	39.88	43.50	47.32	51.34	55.36	59.57	64.00

数据来源：开源证券研究所

4.2、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银泰黄金、湖南黄金、中金黄金、赤峰黄金和四川黄金五家 A 股上市公司作为可比公司，以 2024 年 1 月 9 日股价为基准，同业可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 27.8、23.1、21.3 倍，山东黄金 PE 为 47.9、35.0、26.1 倍。对于资源型企业，我们还要考虑市值-产量比与市值-储量比，同业可比公司市值对应 2022 年产量比、储量比平均值分别为 38.83、1.63，公司市值产量比、市值储量比分别为 25.90、0.70，低于行业均值。我们认为公司行业龙头地位稳固，黄金产量、储量均位于行业前列，众多工程项目在建，具备良好的成长性，从资源角度考虑，公司估值处于合理范围。

综上所述，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 23.84、32.62、43.76 亿元，考虑定增摊薄的 EPS 分别为 0.47、0.64、0.86 元；对应 2024 年 1 月 9 日收盘价的 PE 分别为 47.9、35.0、26.1 倍，考虑到公司作为黄金行业龙头，山金集团注资潜力较大，在建工程投产将会进一步释放产能，首次覆盖，给予“买入”评级。

表15：公司市值/产量比、市值/储量比均低于行业平均水平

	公司简称	市值（亿元）	矿产金产量（吨）	储量（吨）	市值/产量	市值/储量
000975.SZ	银泰黄金	404.29	7.06	173.90	57.26	2.32

	公司简称	市值 (亿元)	矿产金产量 (吨)	储量 (吨)	市值/产量	市值/储量
002155.SZ	湖南黄金	128.02	4.61	144.90	27.77	0.88
600489.SH	中金黄金	465.83	19.93	507.30	23.37	0.92
600988.SH	赤峰黄金	239.10	13.57	424.36	17.62	0.56
001337.SZ	四川黄金	109.03	1.60	31.40	68.15	3.47
			行业平均		38.83	1.63
600547.SH	山东黄金	1001.60	38.67	1431.40	25.90	0.70

数据来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所

注: 各公司黄金产量、储量为 2022 年年报数据, 市值为 2024 年 1 月 9 日数据

表16: 公司 PE 估值高于行业平均水平

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
000975.SZ	银泰黄金	14.56	0.41	0.55	0.68	0.72	36.0	26.7	21.6	20.1	
002155.SZ	湖南黄金	10.65	0.36	0.53	0.70	0.92	29.6	20.1	15.2	11.6	
600489.SH	中金黄金	9.61	0.44	0.61	0.68	0.72	22.0	15.8	14.1	13.3	
600988.SH	赤峰黄金	14.37	0.27	0.49	0.73	0.85	53.2	29.3	19.7	16.9	
001337.SZ	四川黄金	25.96	0.55	0.55	0.58	0.58	47.2	47.2	44.8	44.8	
			可比公司平均 PE					37.6	27.8	23.1	21.3
600547.SH	山东黄金	22.39	0.20	0.47	0.64	0.86	112.0	47.9	35.0	26.1	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 山东黄金、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

5、风险提示

- (1) 工程进展不及预期。**公司仍有较多工程项目在推进中, 可能会受突发情况影响导致项目进展不及预期, 届时产量释放节奏将放缓, 会对盈利产生影响。
- (2) 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。
- (3) 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。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14268	21475	23876	26226	27831
现金	5008	9634	11446	12831	14007
应收票据及应收账款	118	195	0	0	0
其他应收款	2561	2699	3550	3455	4192
预付账款	460	824	702	1009	859
存货	2984	4092	4148	4902	4743
其他流动资产	3138	4030	4030	4030	4030
非流动资产	64039	69246	74423	77718	80400
长期投资	1954	1989	2041	2098	2157
固定资产	26853	30712	34361	36576	37956
无形资产	19362	19379	20530	21916	23558
其他非流动资产	15870	17166	17490	17128	16729
资产总计	78308	90722	98299	103944	108231
流动负债	34987	34661	41233	46025	48353
短期借款	5784	6614	9806	13277	13228
应付票据及应付账款	4902	7193	1330	7958	3627
其他流动负债	24302	20853	30097	24791	31498
非流动负债	11537	19365	17136	14681	12095
长期借款	5340	13548	11320	8864	6279
其他非流动负债	6198	5816	5816	5816	5816
负债合计	46524	54025	58369	60706	60448
少数股东权益	2563	3819	4044	4345	4706
股本	4473	4473	5098	5098	5098
资本公积	5568	4370	4370	4370	4370
留存收益	13298	13967	17103	21779	28493
归属母公司股东权益	29220	32877	35885	38892	43077
负债和股东权益	78308	90722	98299	103944	108231

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1822	2972	7850	8934	12101
净利润	-195	1423	2609	3563	4737
折旧摊销	2467	3161	3334	3846	4300
财务费用	711	1047	1770	1812	1785
投资损失	-728	-78	-201	-254	-316
营运资金变动	118	-2249	659	317	1931
其他经营现金流	-549	-333	-319	-349	-337
投资活动现金流	-2607	-5251	-8039	-6592	-6399
资本支出	3556	4214	8458	7084	6924
长期投资	104	-7	-53	-57	-59
其他投资现金流	845	-1030	472	548	584
筹资活动现金流	2141	5462	-1191	-4428	-4478
短期借款	-2082	831	3192	3471	-49
长期借款	3663	8209	-2229	-2455	-2586
普通股增加	159	0	624	0	0
资本公积增加	-3354	-1198	0	0	0
其他筹资现金流	3755	-2379	-2779	-5444	-1843
现金净增加额	1343	3228	-1380	-2086	1225

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33935	50306	59767	66995	73136
营业成本	30351	43212	50321	55264	58900
营业税金及附加	633	822	801	974	1151
营业费用	361	176	281	344	439
管理费用	2930	2316	3079	3767	4390
研发费用	346	400	442	530	611
财务费用	711	1047	1770	1812	1785
资产减值损失	-6	-1	-142	-190	-221
其他收益	21	26	28	26	25
公允价值变动收益	576	-209	234	248	212
投资净收益	728	78	201	254	316
资产处置收益	142	1	36	46	56
营业利润	68	2102	3763	5123	6759
营业外收入	23	11	14	14	15
营业外支出	69	107	100	115	97
利润总额	22	2006	3677	5022	6677
所得税	218	583	1068	1459	1940
净利润	-195	1423	2609	3563	4737
少数股东损益	-2	178	225	301	360
归属母公司净利润	-194	1246	2384	3262	4376
EBITDA	3042	6173	8462	10395	12487
EPS(元)	-0.04	0.24	0.47	0.64	0.86

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-46.7	48.2	18.8	12.1	9.2
营业利润(%)	-97.9	2969.6	79.0	36.1	31.9
归属于母公司净利润(%)	-109.6	743.2	91.4	36.8	34.2
获利能力					
毛利率(%)	10.6	14.1	15.8	17.5	19.5
净利率(%)	-0.6	2.5	4.0	4.9	6.0
ROE(%)	-0.6	3.9	6.5	8.2	9.9
ROIC(%)	-11.6	3.9	6.0	7.1	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	59.4	59.6	59.4	58.4	55.9
净负债比率(%)	27.5	33.8	34.4	31.1	20.4
流动比率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	235.7	387.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	11.2	12.4	19.5	17.2	15.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.04	0.24	0.47	0.64	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.58	1.54	1.75	2.37
每股净资产(最新摊薄)	4.51	4.50	5.09	5.68	6.50
估值比率					
P/E	-589.3	91.6	47.9	35.0	26.1
P/B	5.0	5.0	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	40.4	20.6	15.2	12.4	10.1

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

23 / 25

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的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	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	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