



南京证券

NANJING SECURITIES

公司评级：买入

山东黄金：黄金龙头再出发

研 究 员 姚成章
投资咨询证书号 S0620523060002
联 系 方 式 025-58519173
邮 箱 czyao@njzq.com.cn

内容摘要

- ❑ **公司简介：**公司成立于2001年，最初在2003年登陆上交所，后于2018年再次于港交所上市。在2019年，该公司实现了A+H股市值突破千亿的里程碑。经过长达26年的积极发展，公司的主导业务，即黄金领域，已构建出一条完整的产业链，涵盖了勘探、采矿、选矿、精炼以及黄金产品的深加工和销售。在2022年，公司黄金产量达到38.7吨，占全国矿产金产量的13.09%。在境内，公司矿山产出32.616吨黄金，占全国黄金产出的22%，公司为国内黄金产量最高的上市公司之一。
- ❑ **公司拥有优质黄金资产：**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。公司黄金矿资源主要集中于国内以及山东省内，背靠黄金集团优质资源，集团公司“十四五”战略目标利润总额达到80亿元至100亿元，矿产金产量达到80吨。境外矿收购贝拉德罗和卡蒂诺矿，为公司未来发展打下坚实基础。同时公司收购银泰黄金股权，助力公司黄金业务更好发展。
- ❑ **黄金价格有望在震荡后继续上行：**短期看，美联储表态或将于年内开启降息，市场预期最早在6月就会有实质性降息，2024年目标利率区间预计为4.5-4.75%，美债实际收益率下降以及美元指数的承压将有利于黄金价格的上涨；长期看，全球央行持续购金行为将有力支撑黄金价格的中枢。同时避险情绪仍不容忽视，近年来地缘政治冲突不断，黄金作为避险资产的配置积极性愈发增强。综合看，黄金价格在震荡后上行确定性较强。
- ❑ **盈利预测&投资建议：**我们预计公司2023-2025年营收583.5/639.3/715.7亿元，归母净利润23.8/29.1/43.7亿元，对应市盈率42.7/34.9/23.1倍。参考可比公司相对估值，考虑到公司的优质资源以及成长性，我们给予公司“买入”评级。
- ❑ **风险提示：**美联储降息不及预期、黄金价格大幅下跌、公司矿山生产经营出现如环保检查等问题、集团资产注入进度不及预期、其他地缘政治因素所导致的黄金价格大幅波动等。

目录

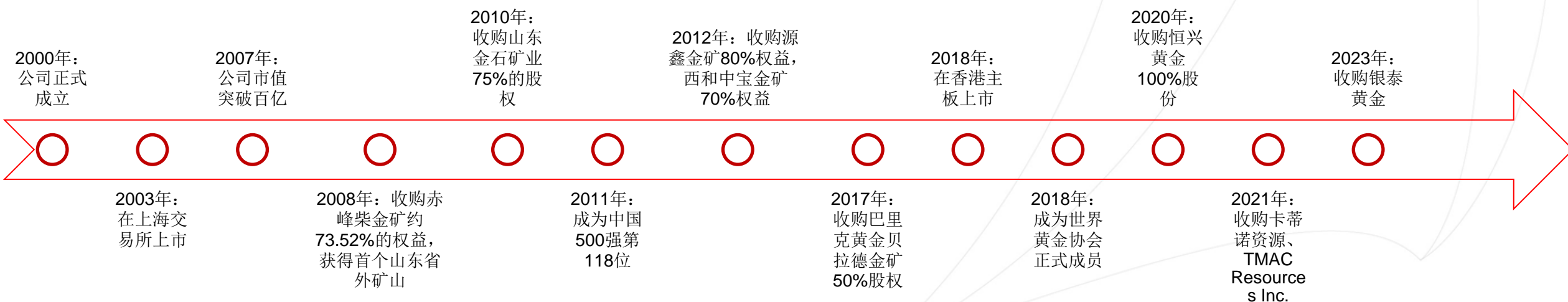
- 一、公司简介
- 二、公司拥有优质黄金资产
- 三、黄金价格有望震荡后继续上行
- 四、盈利预测&投资建议
- 五、风险提示

•1、公司简介

公司成立于2001年，最初在2003年登陆上交所，后于2018年再次于港交所上市。在2019年，该公司实现了A+H股市值突破千亿的里程碑。经过长达26年的积极发展，公司的主导业务，即黄金领域，已构建出一条完整的产业链，涵盖了勘探、采矿、选矿、精炼以及黄金产品的深加工和销售。

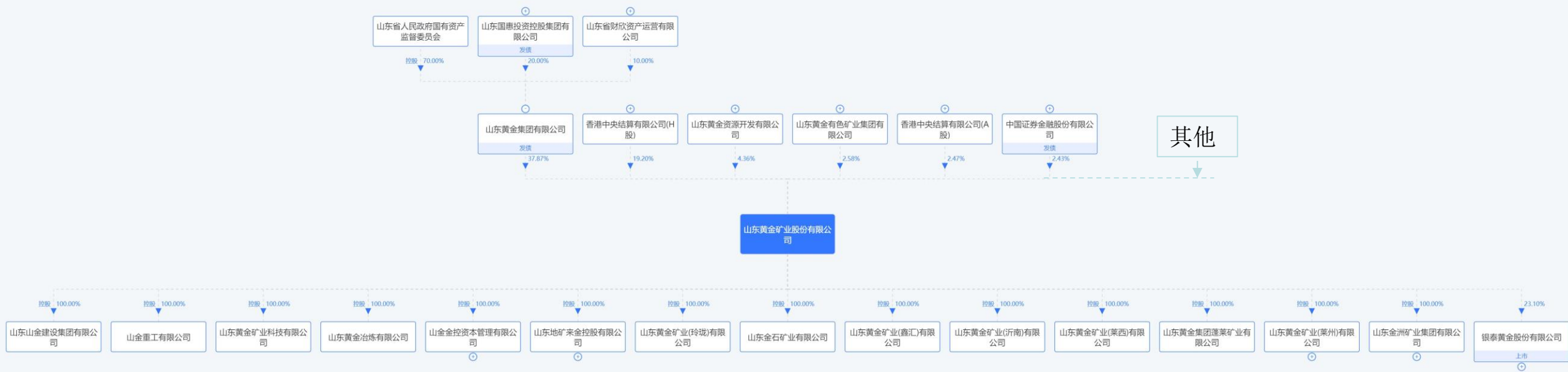
公司通过多次成功收购，巩固了其上游核心竞争优势，收购对象包括山东莱州鲁地金矿100%股权、山东地矿来金100%股权、莱州鸿昇矿业45%股权以及山东天承矿业100%股权。2023年宣布收购银泰黄金进一步增加公司核心资源竞争力。

在2022年，公司黄金产量达到38.7吨，占全国矿产金产量的13.09%。在境内，公司矿山产出32.616吨黄金，占全国黄金产出的22%，公司为国内黄金产量最高的上市公司之一。



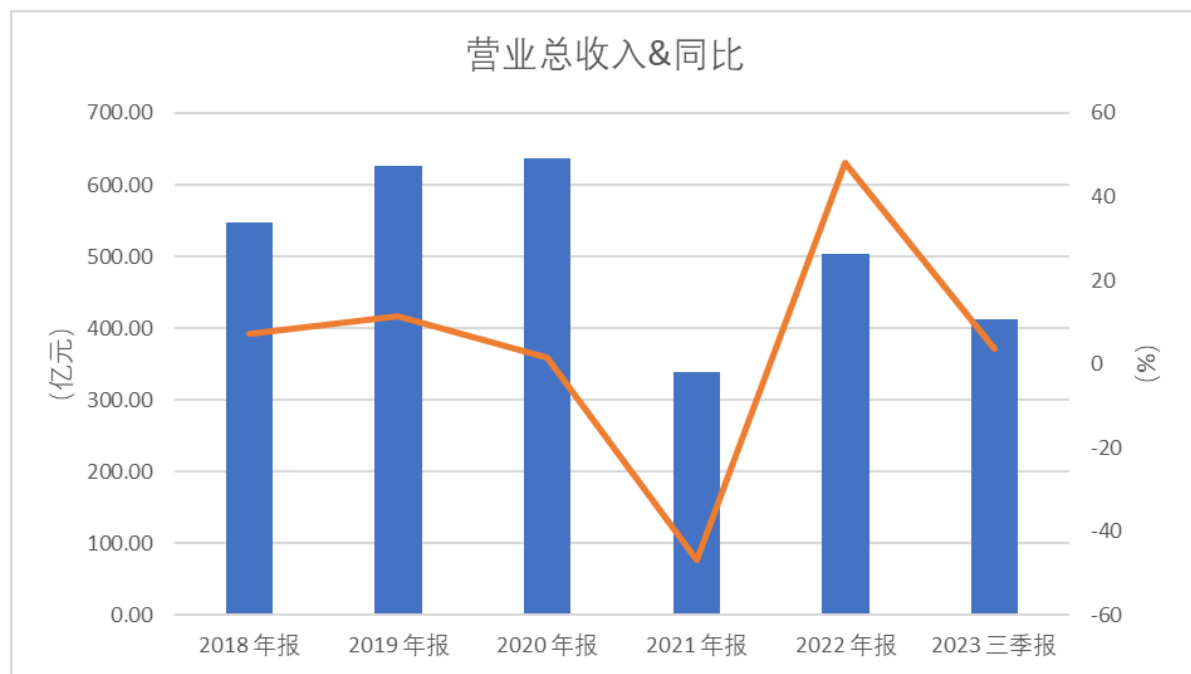
公司是山东省国资控股企业，截至 2023 年底，公司总股本为 447342.95 万股。前三大股东里面，山东黄金集团有限公司拥有山东黄金 37.9% 的股份，而山东省人民政府国有资产监督管理委员会拥有山东黄金集团有限公司 70% 的股份，间接控制山东黄金，也赋予山东黄金国有企业的背景。第二大股东香港中央结算(代理人)有限公司拥有 19.20% 的股份。山东黄金资源开发有限公司和山东黄金有色矿业集团分别持有 4.4% 和 2.6% 的股份，二者均为山东黄金集团完全控股。

子公司中控股 100% 企业如下图所示，其中大多从事黄金的矿采矿、冶炼、加工、销售业务等，这些子公司使山东黄金形成了较为完整的黄金产业链结构。其中银泰黄金为 23 年新收购标的，目前公司已增持至 23.09%，同时公司计划自 2023 年 11 月 16 日（含本日）起 6 个月内，通过深圳证券交易所集中竞价系统以自有资金择机增持银泰黄金股份，累计增持金额不低于人民币 12.88 亿元，不超过人民币 25.76 亿元，增持价格上限不超过 19.04 元/股。



根据公司公告2023年Q1-Q3公司实现营收413.23亿元，同比+3.75%；Q3单季度实现营收138.98亿元，同比+38.95%，环比-2.99%。从近五年营收规模来看，除去21年因矿山事故导致停产，其余年份营收规模均在500亿元以上。

根据公司公告按产品分类营收中，外购合质金占营收比重较高，其次为矿山自产金和小金条业务。



•2、公司拥有优质黄金资产

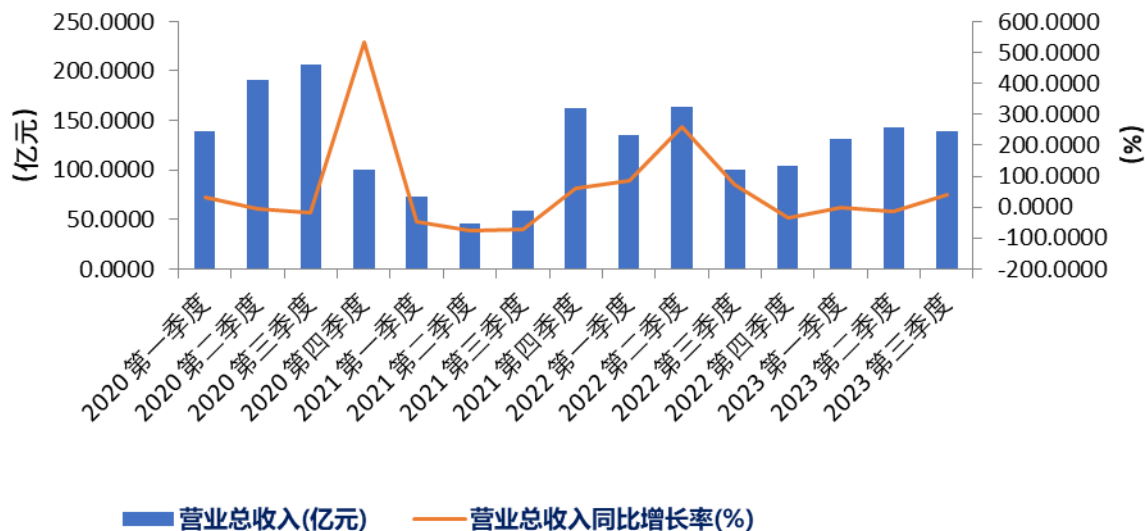
根据公司公告，截至 2022 年底，公司拥有黄金资源量 1431.4 吨，平均品位 1.73 克/吨，权益黄金资源量 1318.6 吨；拥有黄金储量 565.18 吨，平均品位 1.36 克/吨，权益黄金储量 497.47 吨。公司黄金矿资源主要集中于国内以及山东省内，境外矿有贝拉德罗和卡蒂诺矿。

| 矿山名称 | 资源量 | | | 储量 | | | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 持有权比例 |
|--------|--------------|-------------|-------------------|--------------|-------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|--------|
| | 矿石量 (百万吨) | 品位 (克/吨) | 黄金金属量 (权益基准/吨) | 矿石量 (百万吨) | 品位 (克/吨) | 黄金金属量 (权益基准/吨) | 黄金产量 (权益产量/吨) | 黄金产量 (权益产量/吨) | 黄金产量 (权益产量/吨) | |
| 三山岛金矿 | 47.8 | 3.07 | 146.58 | 18.6 | 2.72 | 50.64 | 7.22 | 2.67 | 5.46 | 100% |
| 焦家金矿 | 104 | 3.37 | 350.52 | 23.71 | 3.68 | 87.18 | 7.47 | 4.56 | 10.04 | 100% |
| 新城金矿 | 59.32 | 3.38 | 200.71 | 17.89 | 3.33 | 59.59 | 4.52 | 1 | 1.1 | 100% |
| 玲珑金矿 | 54.94 | 2.87 | 157.56 | 6.6 | 2.28 | 15.04 | 3.81 | 2.22 | 5.69 | 100% |
| 归来庄金矿 | 2.5 | 3.52 | 6.21 | 0.46 | 3.75 | 1.22 | 0.7 | 0.11 | 0.2 | 100% |
| 金洲金矿 | 4.06 | 3.12 | 7.99 | 1.98 | 2.9 | 3.53 | 1.3 | 0.29 | 0.38 | 100% |
| 鑫汇公司 | 9.97 | 3.67 | 36.58 | 5.97 | 3.46 | 20.69 | - | 1.42 | 1.43 | 100% |
| 莱西公司 | 3.27 | 1.96 | 6.41 | 1.77 | 1.7 | 3.01 | - | 0.59 | 0.6 | 100% |
| 蓬莱金矿 | 1.99 | 7.25 | 14.42 | 1.13 | 5.27 | 5.98 | 0.8 | 0.61 | 0.69 | 60.78% |
| 沂南金矿 | 6.06 | 1.57 | 9.48 | 1.73 | 1.36 | 2.34 | 0.3 | 0.12 | 0.58 | 70.65% |
| 赤峰柴矿 | 2.47 | 3.01 | 5.46 | 1.71 | 2.75 | 3.47 | 1.4 | 1.14 | 1.27 | 73.52% |
| 福建源鑫金矿 | 0.55 | 4.82 | 2.39 | 0.26 | 3.96 | 0.93 | 0.5 | 0.41 | 0.29 | 90.31% |
| 西和中宝金矿 | 13.56 | 2.28 | 21.6 | 5.47 | 2.29 | 8.76 | 0.8 | 0.7 | 0.71 | 70% |
| 新疆金川 | 44.66 | 0.91 | 40.46 | 21.42 | 0.84 | 18.03 | 0.64 | 2.35 | 2.72 | 100% |
| 贝拉德罗矿 | 277.09 | 0.68 | 94.09 | 169.63 | 0.71 | 59.87 | 3.51 | 2.7 | 3.03 | 50% |
| 卡蒂诺 | 194.2 | 1.12 | 218.1 | 138.6 | 1.13 | 157.2 | - | / | / | 100% |
| 总计 | 826.3 | 1.73 | 1318.6 | 416.95 | 1.36 | 497.47 | 32.97 | 20.88 | 37.2 | |
| 增长率 | | | | | | | | -37% | 78% | |

•2、公司拥有优质黄金资产

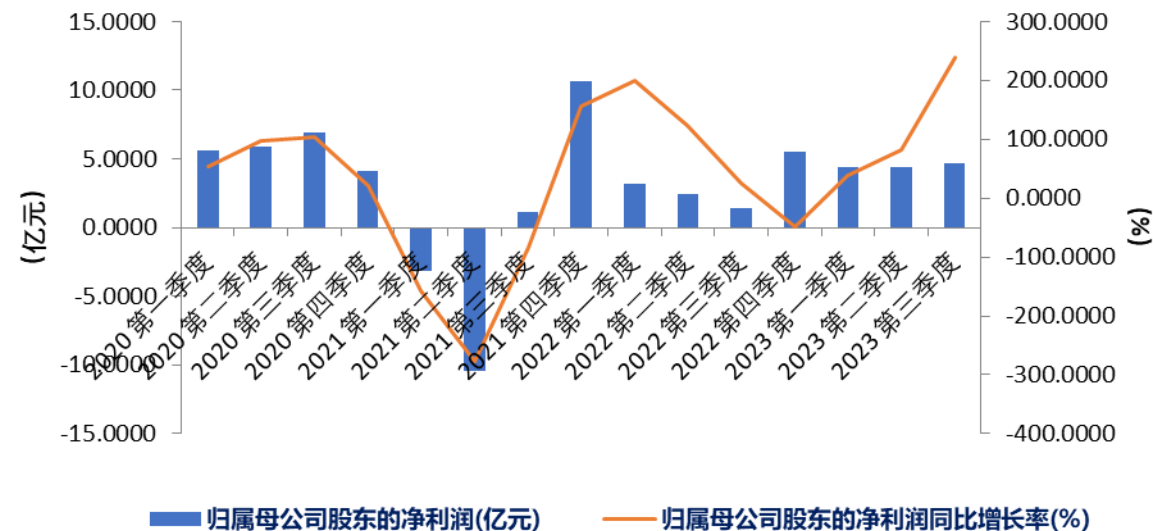
2021年年初，山东五彩龙投资有限公司栖霞市笏山金矿、山东招远曹家洼金矿（为两家地方企业，均非山东黄金所属企业）发生安全事故，导致山东省内企业安全检查整顿，公司正常生产经营受到影响。2021年公司金矿产量24.78吨，其中权益产量20.88吨，同比2020年下降37%；2022年随着生产经营的恢复，公司金矿产量38.67吨，其中权益产量37.2吨，同比增长78%。虽然22年产量恢复，但利润仍不及2020年原因主要是玲珑矿区和东风矿区当时未复产。2023年公司预计实现归母净利20亿元至25亿元，同比增61%至101%；其中，23Q4预计实现归母净利6.55亿元至11.55亿元，同比增18%至109%，环比增41%至148%，公司充分受益黄金价格高位。

600547.SH[山东黄金]-财务摘要(单季度)



数据来源：同花顺iFinD

600547.SH[山东黄金]-财务摘要(单季度)



数据来源：同花顺iFinD

2.1 公司背靠集团优质资产

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 124.85 吨。

集团“十四五”规划明确，未来可期。集团公司“十四五”战略目标利润总额达到 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，继续满足 40 年生产。

我们认为未来集团成熟项目注入上市公司主体可期，山东黄金矿产金量将逐步增加。

资料来源：公司公告，同花顺ifind，南京证券研究所

山东黄金集团采矿权资源量统计表

| 序号 | 矿权名称 | 矿权人 | 保有金金属量 (吨) | 采矿权状态 | 是否根据股权托管框架协议 |
|----|----------------------|-----------------|----------------|--------|--------------|
| 1 | 莱州鲁地矿业投资开发有限公司金城金矿 | 附注1 | 73.4 | 附注1 | 是 |
| 2 | 山东黄金金创集团有限公司燕山矿区 | 山东黄金金创集团有限公司 | 3.484 | 处于开采阶段 | 是 |
| 3 | 山东黄金金创集团有限公司庵口矿区 | 山东黄金金创集团有限公司 | 6.25 | 处于开采阶段 | 是 |
| 4 | 山东金创股份有限公司上口王李金矿区 | 山东金创股份有限公司 | 3.879 | 处于开采阶段 | 是 |
| 5 | 山东金创股份有限公司黑金顶矿区 | 山东金创股份有限公司 | 1.538 | 处于开采阶段 | 是 |
| 6 | 山东金创股份有限公司黑炭沟矿区 | 山东金创股份有限公司 | 6.721 | 处于开采阶段 | 是 |
| 7 | 山东金创股份有限公司齐沟一分矿 | 山东金创股份有限公司 | 1.645 | 处于开采阶段 | 是 |
| 8 | 青岛金星矿业股份有限公司 | 青岛金星矿业股份有限公司 | 5.19 | 处于开采阶段 | 是 |
| 9 | 海南山金矿业股份有限公司乐东县抱伦金矿 | 海南山金矿业股份有限公司 | 16.04 | 处于开采阶段 | 是 |
| 10 | 嵩县山金矿业有限公司 | 嵩县山金矿业有限公司 | 3.97 | 处于开采阶段 | 是 |
| 11 | 福建省政和县宏坤矿业有限公司大坑金矿 | 福建省政和县宏坤矿业有限公司 | 0.94 | 处于开采阶段 | 是 |
| 12 | 青海山金矿业有限公司都兰县果洛洼金矿 | 青海山金矿业有限公司 | 0.98 | 处于开采阶段 | 是 |
| 13 | 福建省政和县香炉坪矿业有限公司香炉坪银矿 | 福建省政和县香炉坪矿业有限公司 | 0.813; 银 92.5吨 | 处于开采阶段 | 是 |
| | 合计 | | 124.85 | | 是 |

山东黄金集团探矿权资源量统计表

| 序号 | 矿权名称 | 矿权持有人 | 查明金金属量 (吨) |
|----|-------------------------|-----------------|-----------------------|
| 1 | 山东省莱州市仓上-潘家屋子地区金矿勘探 | 山东黄金地质矿产勘查有限公司 | 0.39 |
| 2 | 山东省莱州市留村金矿中深部详查 | 山东黄金地质矿产勘查有限公司 | 2 |
| 3 | 山东省莱州市赵家金矿勘探 | 山东黄金地质矿产勘查有限公司 | 尚未探明 |
| 4 | 山东省莱州市上马家金矿勘探 | 山东黄金地质矿产勘查有限公司 | 0.22 |
| 5 | 山东省莱州市西岭村金矿勘探 | 山东黄金地质矿产勘查有限公司 | 382.58 |
| 6 | 山东省莱州市大尹家矿区金矿勘探 | 山东金地矿业有限公司 | 尚未探明 |
| 7 | 山东省蓬莱市磁山矿区金矿勘探 | 山东黄金金创集团有限公司 | 3.86 |
| 8 | 山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探 | 山东黄金金创集团有限公司 | 3.6 |
| 9 | 山东省蓬莱市土屋金矿区深部金矿详查 | 山东黄金金创集团有限公司 | 0.57 |
| 10 | 山东省蓬莱市大柳行北部地区金矿详查 | 山东黄金金创集团有限公司 | 5.43 |
| 11 | 山东省烟台市蓬莱区门楼地区金矿详查 | 山东黄金金创集团有限公司 | 4.98 |
| 12 | 山东省蓬莱市石家地区金矿详查 | 山东黄金金创集团有限公司 | 10.94 |
| 13 | 山东省蓬莱市齐沟一分矿区深部及外围金矿勘探 | 山东金创股份有限公司 | 0.87 |
| 14 | 山东省蓬莱市黑炭沟金矿深部及外围详查 | 山东金创股份有限公司 | 1.48 |
| 15 | 山东省烟台市蓬莱区初格庄北金矿详查 | 山东金创股份有限公司 | 5.89 |
| 16 | 山东省平度市旧店金矿区深部普查 | 青岛金星矿业股份有限公司 | 1.48 |
| 17 | 山东省招远市水旺庄矿区金矿勘探 | 招远市九州矿业有限公司 | 186.1 |
| 18 | 山东省招远市李家庄矿区金矿勘探 | 山东成金矿业有限公司 | 17.05 |
| 19 | 福建省政和县香炉坪矿区香炉坪矿区银(金)矿详查 | 福建省政和县香炉坪矿业有限公司 | 尚未探明 |
| 20 | 福建省政和县大坑矿区金矿外围地质详查 | 福建省政和县宏坤矿业有限公司 | 尚未探明 |
| 21 | 福建省政和县大坑矿区金矿深部详查 | 福建省政和县宏坤矿业有限公司 | 金: 0.89吨 银: 21.09吨 |
| 22 | 青海省都兰县阿斯哈(可热)地区金矿详查 | 青海山金矿业有限公司 | 8.03 |
| 23 | 青海省都兰县瓦勒尔金矿详查 | 青海山金矿业有限公司 | 8.02 |
| 24 | 青海省都兰县瓦勒尔金矿外围详查 | 青海山金矿业有限公司 | 尚未探明 |
| 25 | 青海省都兰县达里吉格塘地区金矿普查 | 青海山金矿业有限公司 | 尚未探明 |
| 26 | 青海省都兰县果洛洼金矿详查 | 青海山金矿业有限公司 | 12.94 |
| 27 | 青海省都兰县果洛洼金矿(3740米以下)普查 | 青海山金矿业有限公司 | 尚未探明 |
| 28 | 青海省都兰县接纳格金矿详查 | 青海山金矿业有限公司 | 1.67 |
| 29 | 青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查 | 山金西部地质矿产勘查有限公司 | 0.56 |
| 30 | 青海省都兰县阿斯哈南金矿预查 | 山金西部地质矿产勘查有限公司 | 尚未探明 |
| 31 | 青海省都兰县瓦勒尔南金矿预查 | 山金西部地质矿产勘查有限公司 | 尚未探明 |
| 32 | 新疆托里县红旗点金矿普查 | 山金西部地质矿产勘查有限公司 | 尚未探明 |
| 33 | 新疆吐鲁番市高昌区乌尊布拉克金矿普查 | 内蒙古山金地质矿产勘查有限公司 | 尚未探明 |
| 34 | 新疆吐鲁番市高昌区乌尊布拉克东金矿普查 | 内蒙古山金地质矿产勘查有限公司 | 尚未探明 |
| | 合计 | | 659.55 |

2.2 公司收购银泰黄金优质资产

截至2022年末，银泰黄金合计总资源量（含地表存矿）矿石量10,145.17万吨，金金属量173.9吨，银金属量6,921.2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。公司五家矿山子公司共有15宗探矿权，探矿权的勘探范围达159.63平方公里。其中，玉龙矿业拥有6宗银铅锌矿探矿权证，探矿权的勘探范围达42.84平方公里。吉林板庙子、青海大柴旦及银泰盛鑫共有9宗金矿探矿权证，探矿权的勘探范围达116.79平方公里。

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。

证券代码：600547

证券简称：山东黄金

编号：临 2024-013

2022年银泰黄金产量

| 公司名称 | 本集团持有权益 | 选矿量 (吨) | 矿产金 (千克) | 矿产银 (千克) | 铅精粉 (吨) | 锌精粉 (吨) |
|-------|---------|-----------|----------|------------|-----------|-----------|
| 玉龙矿业 | 76.67% | 1,098,562 | | 172,004.19 | 11,785.79 | 17,692.58 |
| 黑河银泰 | 100% | 434,904 | 2,980.63 | 18,094.29 | | |
| 吉林板庙子 | 95% | 671,829 | 2,015.24 | 375.72 | | |
| 青海大柴旦 | 90% | 664,915 | 2,066.45 | 270.4 | | |

山东黄金矿业股份有限公司

关于控股子公司银泰黄金收购 Osino Resources Corp. 股权的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

重要内容提示：

- 山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”或“公司”）控股子公司银泰黄金股份有限公司（以下简称“银泰黄金”）拟通过下属海南盛蔚贸易有限公司在加拿大设立的全资子公司（以下简称“买方”），以每股 1.90 加元的价格，现金方式收购 Osino Resources Corp.（以下简称“Osino”或“目标公司”）现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份。本次收购的交易金额约为 3.68 亿加元，收购完成后，银泰黄金将通过买方持有 Osino 100% 股权。

- 本次交易尚需 Osino 股东大会以及相关监管机构、法院和证券交易所批准，能否获得批准尚存在不确定性。

2.3 公司收购海外优质矿权

1. 山东黄金于 2017 年 6 月 30 日完成贝拉德罗金矿交割，与巴理克黄金各占 50% 股份，交易总价款 9.6 亿美元。Veladero 金矿于 2003 年开始建设，2005 年 9 月投产，至今稳定运营。公司在贝拉德罗矿权益黄金储量为 59.87 吨，权益黄金资源量为 94.09 吨。

2. 2021 年公司收购卡帝诺资源有限公司 100% 股份，这是公司首个在非洲的黄金矿山的战略布局。根据公司公告，卡帝诺项目公司权益储量 157.2 吨黄金，权益资源量为 218.1 吨，卡帝诺项目为公司未来海外资源发展打下坚实基础。

| 单位名称 | 2021年 | | 2022年 | | 持有权比例 | 2022年权益产金 | |
|---------------------|---------|------------------|-------|--------|-------|-----------|--------|
| | 千克 | 千盎司 ² | 千克 | 千盎司 | | 千克 | 千盎司 |
| 贝拉德罗金矿 ¹ | 5391.45 | 173.34 | 6057 | 194.74 | 50% | 6057 | 194.74 |

1*包括贝拉德罗金矿 50% 的黄金产量，截至报告期末，公司拥有贝拉德罗金矿的 50% 权益

| 矿山名称 | 主要品种 | 资源量(1)(2) | | | | | | | | 储量(1)(4) | | | | | |
|-------|------|-----------|--------|--------|-------|--------|------|---------------|-------------|----------|--------|--------|------|---------------|-------------|
| | | 探明 | 控制 | 探明及控制 | 推断 | 总计 | 品位 | 黄金金属量(100%基准) | 黄金金属量(权益基准) | 证实 | 可信 | 总计 | 品位 | 黄金金属量(100%基准) | 黄金金属量(权益基准) |
| | | (Mt) | (Mt) | (Mt) | (Mt) | (Mt) | 克/吨 | (t) | (t) | (Mt) | (Mt) | (Mt) | 克/吨 | (t) | (t) |
| 贝拉德罗矿 | 金 | 18.25 | 231.43 | 249.68 | 27.41 | 277.09 | 0.68 | 188.18 | 94.09 | 16.05 | 153.58 | 169.63 | 0.71 | 119.75 | 59.87 |
| 卡帝诺 | 金 | 7.5 | 174.2 | 181.7 | 12.5 | 194.2 | 1.12 | 218.1 | 218.1 | 7.4 | 131.2 | 138.6 | 1.13 | 157.2 | 157.2 |

•3、美联储年内有望开启降息，黄金价格有望进一步上行

黄金具有商品、货币、金融投资三重属性。

黄金的商品属性主要体现在日常消费和工业生产中，其价格在供给端体现为金价和黄金产量的负相关，在需求侧则与黄金实际需求正相关，实际对黄金价格影响较小更多是影响加工费（如首饰加工等）。

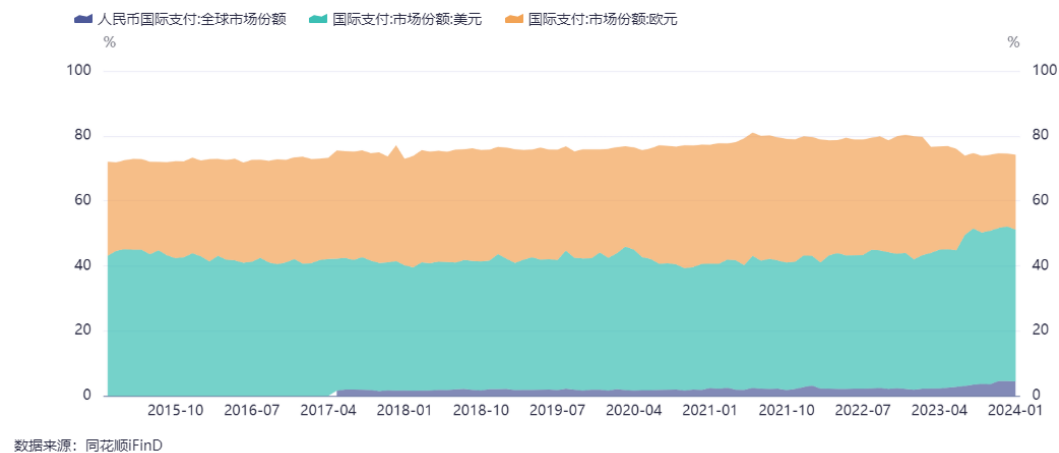
黄金的货币属性曾经体现在“金本位制”中与美元强挂钩，后随着布雷顿森林体系解体，货币属性逐步降低，但**美元指数**对黄金价格仍有较大关联。

黄金的金融投资属性主要体现在黄金的持有成本可以看作是其他资产的回报率，**美债长期实际利率**可以看作是黄金的持有成本，同时出于避险和通胀因素考虑，黄金具有一定的保值性。

美联储政策影响黄金价格示意图：主要是预期的控制



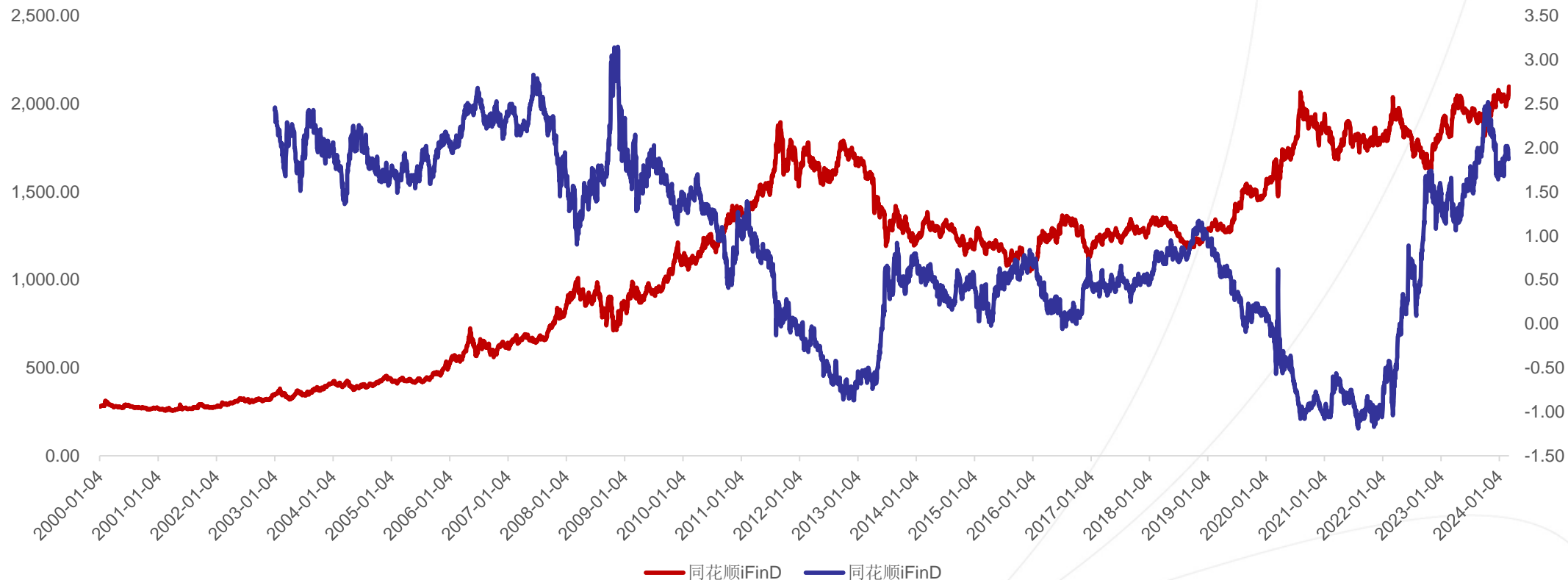
美元指数对黄金价格的影响主要体现在两个方面：一方面，全球黄金主要由美元计价，所以当美元下跌时，黄金本身价值保持不变，体现为金价相对上涨，直接影响黄金价格，两者大致反向变动；另一方面，黄金具有一定的货币属性，可在国际支付中与美元/欧元相互替代，所以美元指数（欧元）的涨跌往往会带来黄金价格的反向变动。



实际利率=名义利率-通胀：通常用美国 10 年期TIPS 收益率表示，TIPS 利率为剔除通胀后，仅考虑经济增长与期限溢价的实际利率。

逻辑：

黄金是无息资产，实际利率可以看作持有黄金的机会成本，美元资产的收益率越低，黄金的配置价值↑或者通胀↑，货币价值↓，商品价格↑，金价↑。



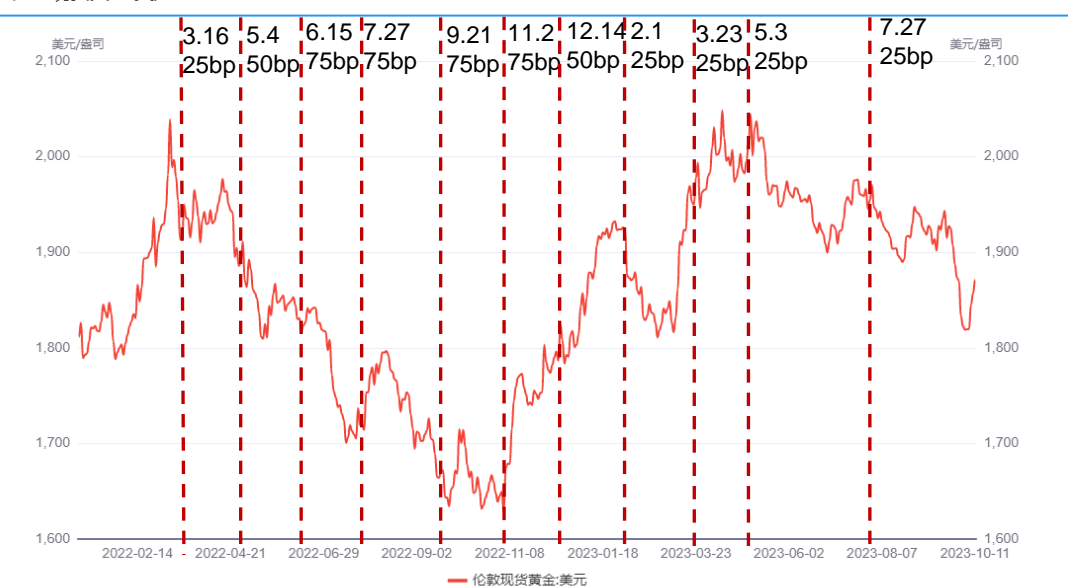
本轮美联储加息情况：

2022年3月开始的第一次加息后，基本每次加息前金价都会有一定幅度的下跌，从加息25bp开始不断加码，直到2022年底加息幅度从75bp转为加息50bp，边际出现明显变化，黄金价格也在11月最后一次加息75bp后不断上扬。年中美联储2023年6月宣布暂停加息，随后在7月的议息会议上再次加息25bp，目前利率区间为5.25-5.5%，自23年7月后，美联储历次利率决议均表示不进一步加息，同时市场对24年进入降息周期的预期越来越强。

以史为鉴：通过复盘2018-2019年黄金走势和美联储加息节奏，我们认为本轮美联储加息越来越接近尾声，在降息预期不断发酵之际，黄金价格震荡向上概率较高。

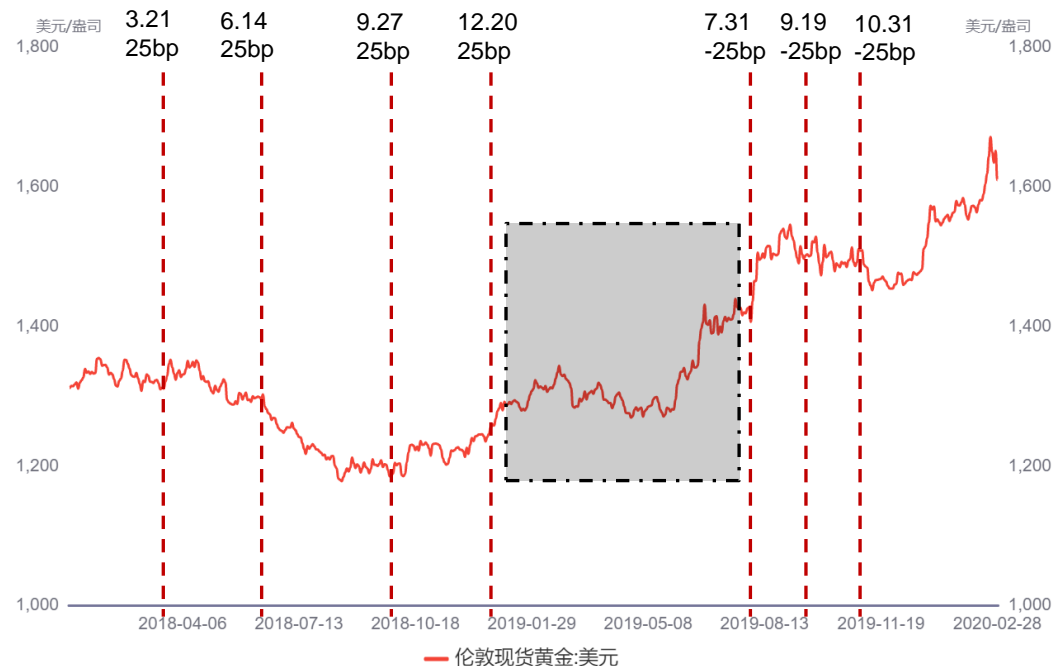
2022年以来美联储加息情况

伦敦现货黄金:美元



数据来源：同花顺FinD

2018-2019年金价复盘

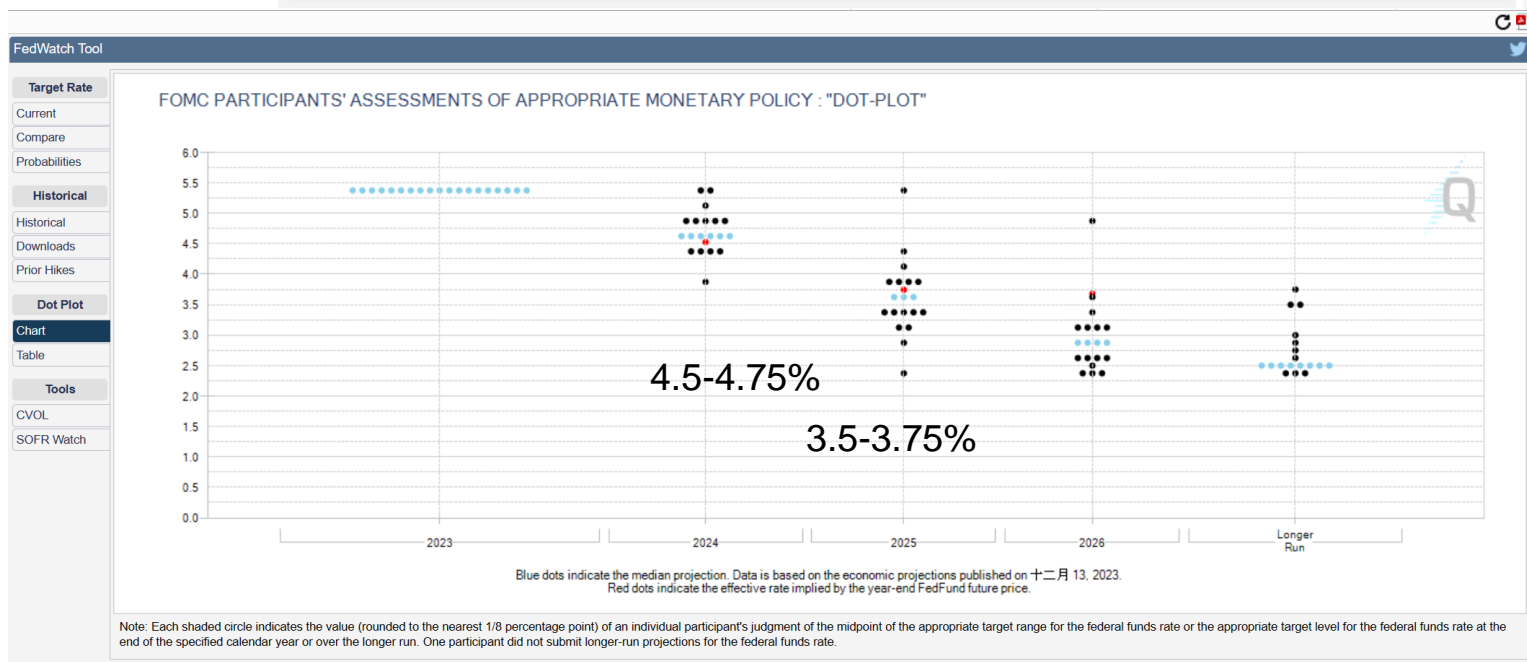


— 伦敦现货黄金:美元

根据最新CME“美联储观察”板块预期来看，24年6月开启降息概率超过50%，24年目标利率区间预期为4.5-4.75%，即在当前利率下降息75bp；预计25年联邦目标利率区间为3.5-3.75%。

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

| MEETING DATE | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2024/3/20 | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.5% | 97.5% |
| 2024/5/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 18.2% | 81.4% |
| 2024/6/12 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 9.3% | 49.6% | 41.0% |
| 2024/7/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 5.3% | 31.7% | 44.8% | 18.1% |
| 2024/9/18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 3.7% | 23.8% | 40.9% | 26.1% | 5.4% |
| 2024/11/7 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.0% | 14.2% | 32.7% | 33.2% | 15.3% | 2.6% |
| 2024/12/18 | 0.0% | 0.0% | 1.4% | 10.3% | 26.8% | 33.0% | 21.0% | 6.6% | 0.8% |
| 2025/1/29 | 0.0% | 0.8% | 6.4% | 19.7% | 30.3% | 26.2% | 12.9% | 3.3% | 0.4% |
| 2025/3/12 | 0.3% | 2.8% | 11.1% | 23.5% | 28.9% | 21.5% | 9.5% | 2.3% | 0.2% |

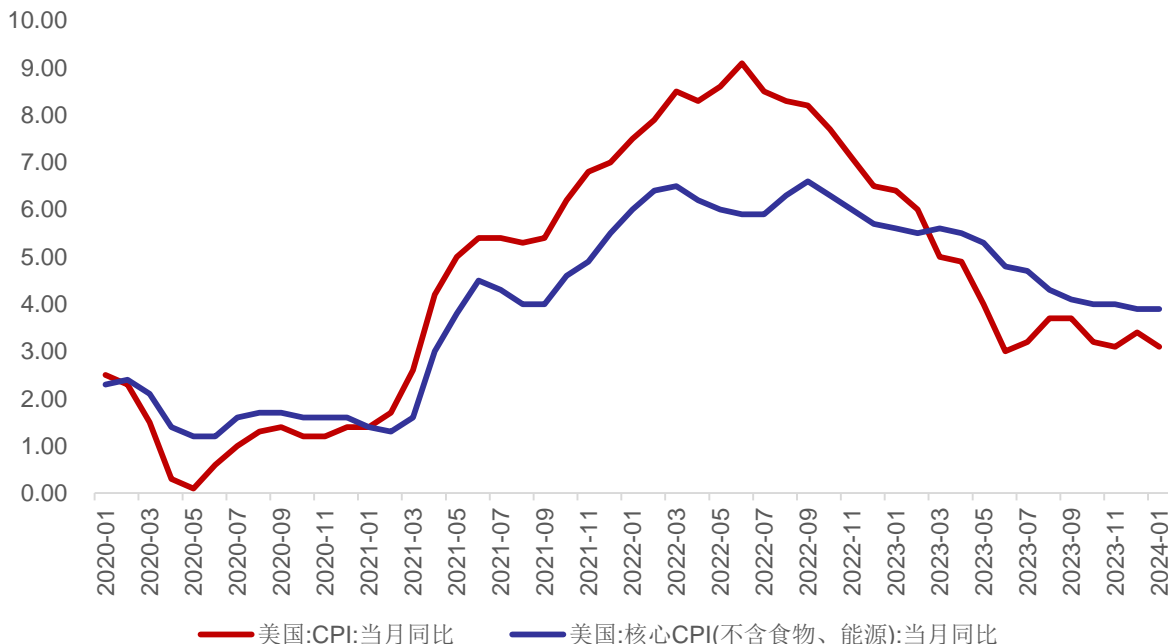


CPI数据持续回落中：美国1月CPI同比增长3.1%，高于2.9%的市场预期，前值为3.4%；1月核心CPI同比增长3.9%，略高于3.7%的市场预期，前值为3.9%；1月CPI环比增长0.3%，略高于0.2%的市场预期，前值为0.2%；1月核心CPI环比增长0.4%，略高于0.3%的市场预期，前值为0.3%。

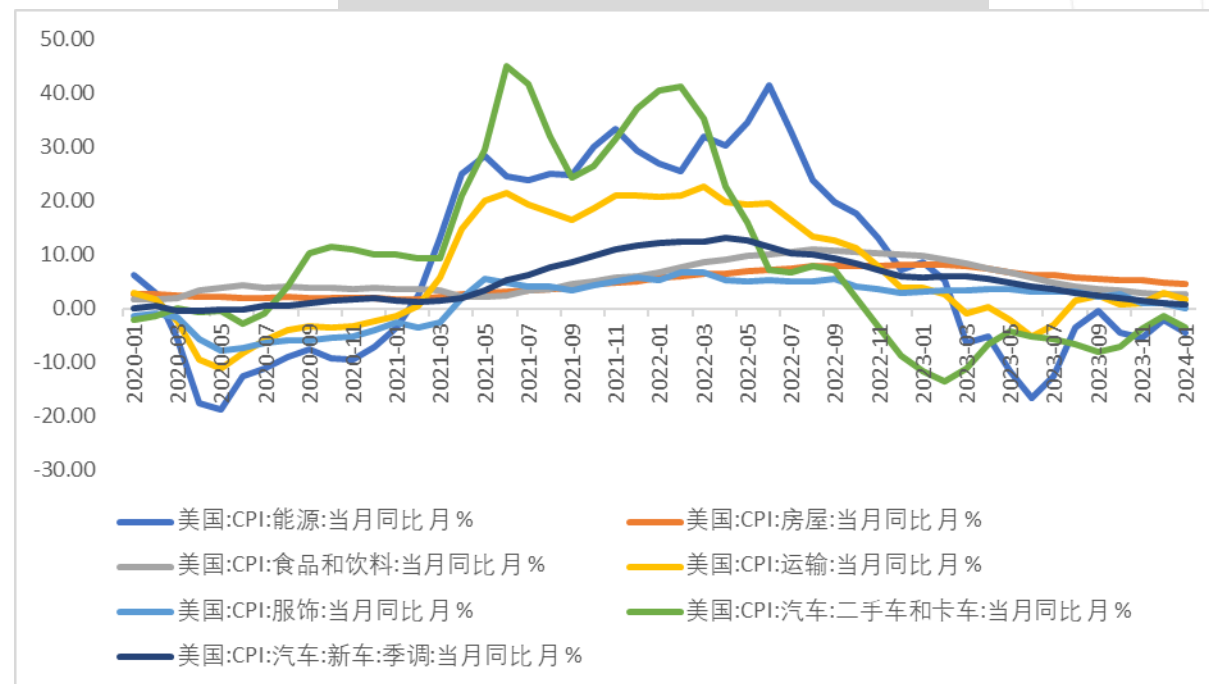
从分项看，整体能源指数1月下降了4.6%；1月食品价格指数同比上涨2.6%。1月扣除食品和能源的核心CPI环比上升0.4%。其中，住房指数环比上涨0.6%，是核心CPI环比上升的最大因素。1月美国二手车同比下降3.5%，新车同比上升0.7%。

整体美国CPI数据仍处于下降趋势中，我们认为CPI的逐步回落将有利于美联储的降息预期落地。

美国CPI数据



美国CPI分项

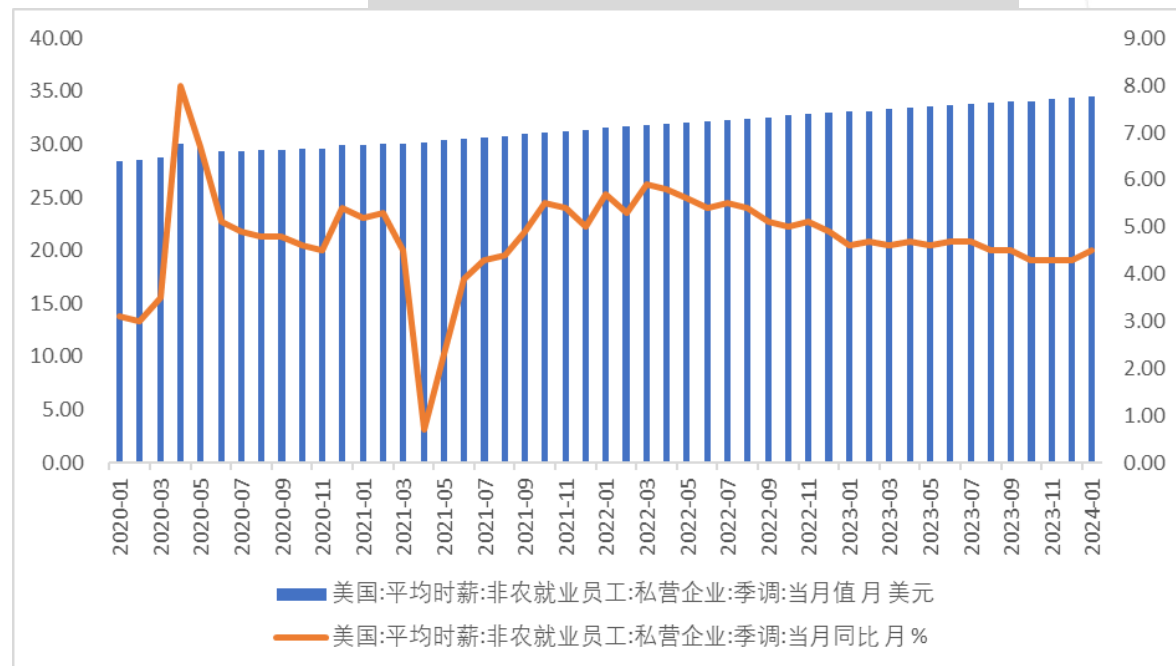


最新的美国1月失业率为3.7%，继续维持在较低水平，连续两年维持在4%以下；1月新增非农就业人数为35.3万人，高于预期较多，此数据对降息的预期产生短期扰动。同时从最新数据来看，美国劳工部公布，截至2月29日当周，美国首次申领失业救济人数为21.5万人，高于前值20.5万人，超出预期值。同时美国非农就业员工私营企业的平均时薪仍在缓慢上涨，24年1月季调后涨幅略高于23年12月，同比仍处于正增长。整体看美国劳动力市场相对较强，新增非农以及薪资水平仍处于较高水平，但初请失业金人数的不断超预期仍将持续挑战美国经济是否“韧性”较强，我们认为年内美联储为了稳就业，降息仍将是大概率事件。

美国就业情况



美国私营企业平均时薪情况

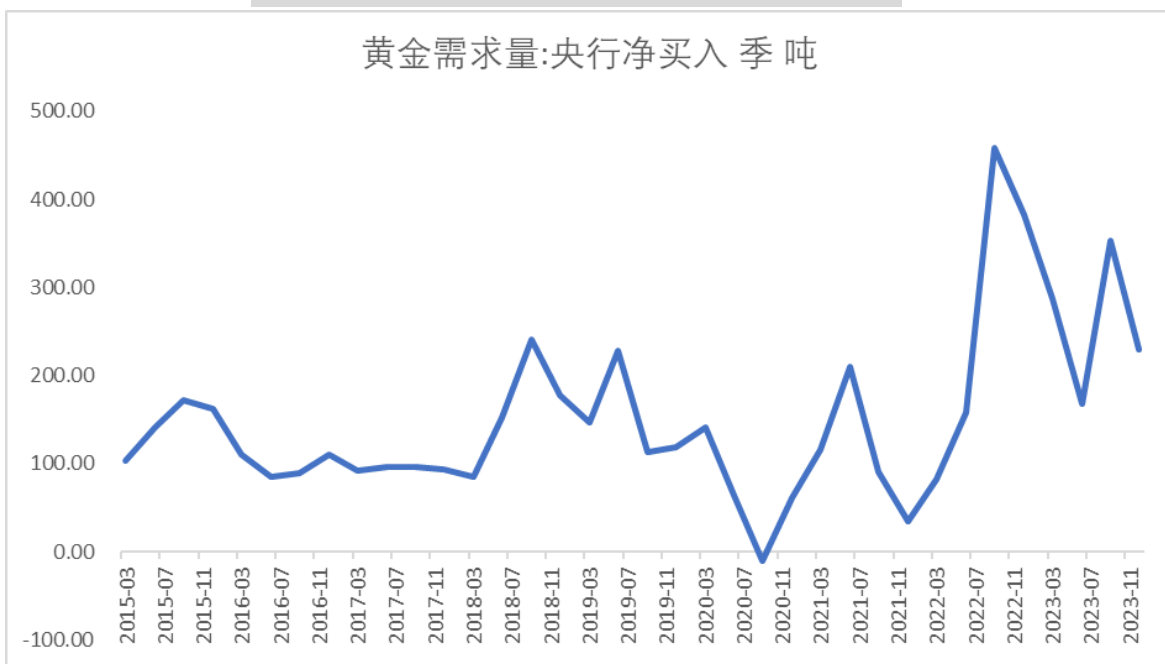


根据世界黄金协会统计数据，自2022年起央行黄金净买入量不断增大，2023年全年黄金总需求量（不包括场外交易）为4,448吨，相比需求强劲的2022年减少5%。2023年，包括场外交易和库存流量（450吨）在内的黄金总需求达到4,899吨，创下历史最高纪录。各经济体央行继续大举购入黄金。全年净购金量为1,037吨，只比2022年的历史记录少了45吨，我们认为央行的持续净买入对黄金价格支撑作用相对较强。

中国黄金储备自2019年底后维持1948吨不变，在2022年底持续增加至2050吨附近，据最新数据，中国1月黄金储备为2245吨，较上月增加10吨。

在目前复杂的国际环境下，黄金避险资产的地位进一步增强，世界央行对于增加黄金储备以应对国际风险的态度逐步成为共识，推动黄金的整体需求增加，支撑黄金价格中枢。

央行黄金需求情况



中国黄金储备情况

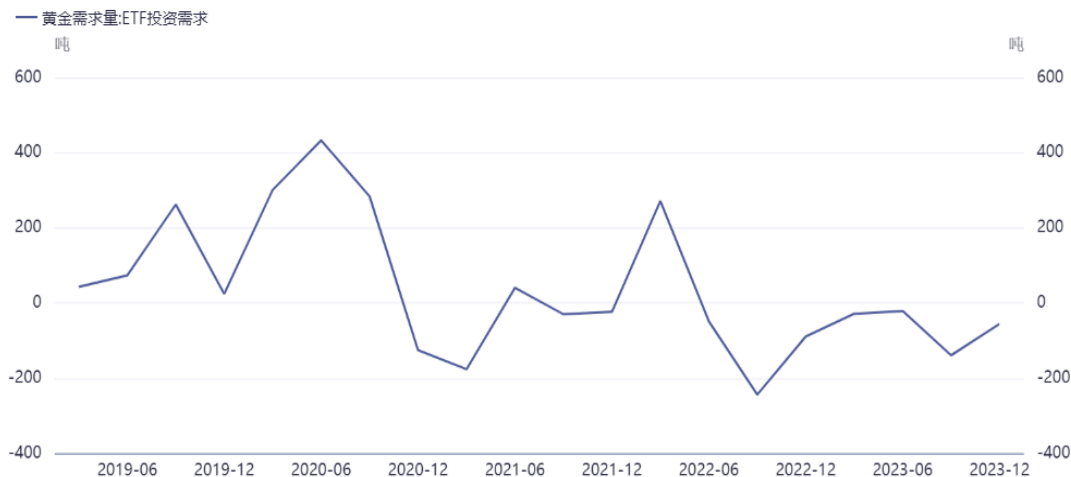


从黄金投资需求来看：

- 1、世界黄金协会统计的ETF黄金投资需求在2022年Q3触底后目前处于持续回升，我们认为2022年ETF投资需求的下降主要是基于黄金价格在美联储加息影响下的走弱带动投资情绪的负反馈，同时我们观察到在23年黄金ETF仍有小幅流出，或主要因为金价上涨后的获利了结。
- 2、从全球最大的黄金ETF来看，SPDR持仓持续出现下降趋势，此抛售举动并未对黄金价格有大幅影响，侧面显示出了黄金市场的韧性。

ETF投资需求

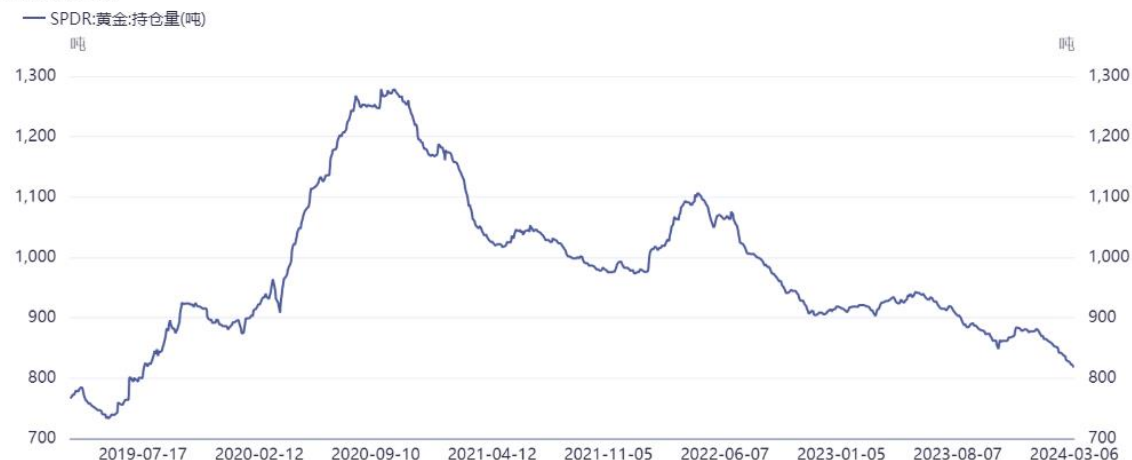
黄金需求量:ETF投资需求



数据来源：同花顺FinD

SPDR持仓情况

SPDR:黄金:持仓量(吨)



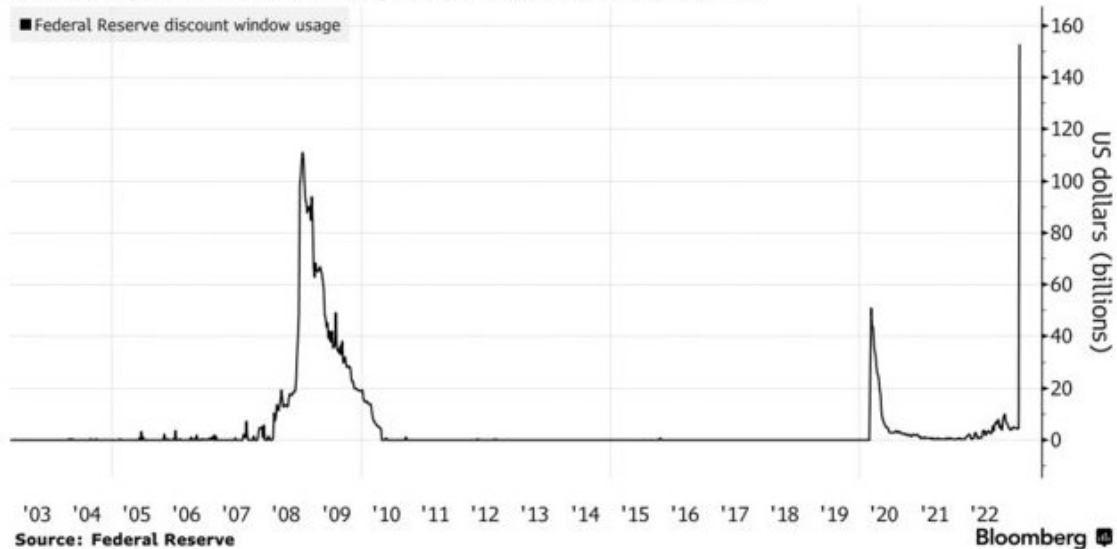
数据来源：同花顺FinD

避险情绪带动黄金价格的上涨不容忽视:

近年以来地缘政治冲突等事件不断,黄金价格在避险情绪推动下呈现脉冲式上升,目前基本站稳2000美元/盎司上方,我们认为避险情绪仍将继续影响并放大黄金的价格波动,地缘政治危机未平息之前,黄金价格仍将易涨难跌。

美联储贴现窗口借款创纪录

Discount Window Borrowing Reaches All-Time High
Bank usage of Fed's backstop surpassed 2008 crisis level



巴以冲突现场



“胡塞”武装袭击油轮



资料来源: 彭博社, CNN, 央视新闻, 同花顺ifind, 南京证券研究所

•4、盈利预测&投资建议

金产量:

自产金: 2023 年公司计划矿产金产量不低于 39.641 吨, 集团“十四五规划”中提到, 到 2025 年, 集团矿产金产量达到 80 吨。我们预计随着贝拉德罗扩产以及卡帝诺项目投产, 2023-2025 年黄金产量为 41.4 吨/43.7 吨/55.2 吨。

冶炼金: 我们假设 2023-2025 年公司外购金冶炼产量维持不变, 分别为 53 吨、53 吨、53 吨, 毛利率维持在 0.5%, 假设 2023-2025 年小金条业务产量维持稳定, 分别为 30 吨、30 吨、30 吨, 毛利率维持在 0.5%。

黄金价格: 我们预计随着美联储降息预期逐步发酵, 黄金价格有望进一步上涨, 预计 2023-2025 年国内黄金均价为: 450/485/500 元/克。

我们预计公司 2023-2025 年营收 583.5/639.3/715.7 亿元, 归母净利润 23.8/29.1/43.7 亿元, 对应市盈率 42.7/34.9/23.1 倍。

| 盈利预测与估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 33934.96 | 50305.75 | 58351.75 | 63932.47 | 71570.16 |
| 营业成本 (百万元) | 30350.81 | 43212.02 | 49203.00 | 53135.62 | 58620.41 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | -193.69 | 1245.86 | 2378.43 | 2907.27 | 4375.52 |
| EPS(元) | -0.04 | 0.28 | 0.53 | 0.65 | 0.98 |
| PE 市盈率 | -434.67 | 68.8 | 42.74 | 34.85 | 23.11 |

根据申万二级行业筛选业务相近的可比公司分别为银泰黄金、四川黄金、湖南黄金、中金黄金*、赤峰黄金，根据同花顺ifind一致预测等可比公司2023-2025市盈率平均值为29.1/24.4/22.4倍。公司2023-2025年估值略高于平均值，同时公司处于近一年以来的估值相对低位。考虑到公司黄金储量为全国领先的龙头以及未来扩产进度，同时考虑背靠黄金集团的优质资产的注入可能性，我们给与山东黄金“买入”评级。

| 代码 | 可比公司 | 净利润 (百万元) | | | 市盈率PE | | |
|------------------------------------|--------|-----------|---------|---------|-------|-------|-------|
| | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 000975.SZ | 银泰黄金 | 1549.95 | 1825.43 | 2051.23 | 27.34 | 23.21 | 20.66 |
| 001337.SZ | 四川黄金 | 232.00 | 244.00 | 244.00 | 49.35 | 46.92 | 46.92 |
| 002155.SZ | 湖南黄金 | 637.37 | 844.53 | 1108.96 | 20.65 | 15.59 | 11.87 |
| 600489.SH | 中金黄金* | 2610.00 | 3050.00 | 3180.00 | 20.19 | 17.27 | 16.57 |
| 600988.SH | 赤峰黄金 | 811.38 | 1203.94 | 1431.60 | 28.01 | 18.88 | 15.88 |
| | 可比公司均值 | | | | 29.11 | 24.37 | 22.38 |
| 600547.SH | 山东黄金 | 2377.57 | 2904.62 | 4371.06 | 42.74 | 34.85 | 23.11 |
| 净利润&市盈率预测截至2024年3月1日，其中中金黄金为已覆盖公司* | | | | | | | |



•5、风险提示

- ①美联储降息不及预期
- ②黄金价格大幅下跌
- ③公司矿山生产经营出现如环保检查等问题
- ④集团资产注入进度不及预期
- ⑤其他地缘政治因素所导致的黄金价格大幅波动等

•附注：盈利预测利润表

| 利润表 | | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 33934.96 | 50305.75 | 58351.75 | 63932.47 | 71570.16 |
| 营业成本 | 30350.81 | 43212.02 | 49203.00 | 53135.62 | 58620.41 |
| 税金及附加 | 633.04 | 822.07 | 865.90 | 948.71 | 1062.05 |
| 销售费用 | 361.15 | 176.42 | 307.95 | 414.00 | 364.05 |
| 管理费用 | 2930.09 | 2315.72 | 3355.11 | 4046.39 | 3979.84 |
| 研发费用 | 345.61 | 399.57 | 470.99 | 558.32 | 590.39 |
| 财务费用 | 710.76 | 1047.11 | 837.78 | 771.51 | 746.22 |
| 资产减值损失 | -5.73 | -0.57 | -52.58 | -57.61 | -64.49 |
| 信用减值损失 | 3.01 | -126.65 | -59.09 | -64.74 | -72.47 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 728.32 | 78.21 | 135.93 | 150.11 | 185.47 |
| 公允价值变动损益 | 576.37 | -209.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产处置收益 | 141.89 | 1.23 | 24.28 | 28.22 | 32.95 |
| 其他收益 | 21.10 | 26.07 | 24.54 | 24.54 | 24.54 |
| 营业利润 | 68.48 | 2102.07 | 3384.11 | 4138.43 | 6313.20 |
| 营业外收入 | 22.58 | 11.04 | 63.49 | 63.49 | 63.49 |
| 营业外支出 | 68.60 | 106.73 | 80.86 | 86.60 | 94.54 |
| 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 22.46 | 2006.38 | 3366.74 | 4115.32 | 6282.16 |
| 所得税 | 217.87 | 582.94 | 976.35 | 1193.44 | 1884.65 |
| 净利润 | -195.41 | 1423.43 | 2390.39 | 2921.88 | 4397.51 |
| 少数股东损益 | -1.72 | 177.57 | 11.95 | 14.61 | 21.99 |
| 归属母公司股东净利润 | -193.69 | 1245.86 | 2377.57 | 2904.62 | 4371.06 |
| 总股本 (亿股) | 44.73 | 44.73 | 44.73 | 44.73 | 44.73 |
| EPS(元) | -0.04 | 0.28 | 0.53 | 0.65 | 0.98 |
| PE | -434.67 | 68.80 | 42.74 | 34.85 | 23.11 |

注：市盈率截至2024年3月1日

分析师声明

- 作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对投资者私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在10%以上；
- 中 性：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在-10%~10%之间；
- 回 避：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数跌幅在10%以上。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在15%以上；
- 增 持：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在5%~15%之间；
- 中 性：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在-10%~5%之间；
- 回 避：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数跌幅在10%以上。