



买入(首次)

所属行业: 有色金属/黄金
当前价格(元): 24.86

证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

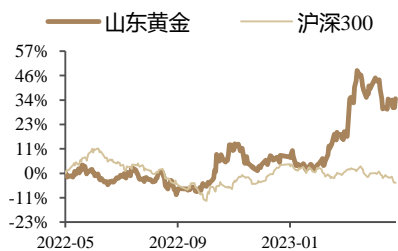
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

康宇豪

邮箱: kangyh@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.27	15.79	32.02
相对涨幅(%)	1.15	19.50	36.79

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

山东黄金(600547.SH): 黄金龙头新周期, 越过千山始见金

投资要点

- 老牌黄金龙头, 产量、利润触底回升。**公司成立于2001年, 成立以来多次收购黄金资源, 公司黄金产量、储量均居国内前列。21年产量有所下降, 随着安全检查对矿山影响褪去和公司旗下矿山逐步复产, 2022年黄金产量已经恢复到了2020年的水平, 达到1243.38千盎司。归母净利润从2021年的-1.94亿上升至2022年的12.46亿, 接近2019年的归母净利润水平。
- 国际经济环境承压, 美联储加息空间或已不大, 金价有望上行。**美国及欧元区制造业PMI连续5月在荣枯线50以下, 美国2023年3月制造业PMI降至46.3, 较2月下降1.4; 欧元区2023年3月PMI降至47.3, 较2月下降1.2。国际经济承压有望推动金价上涨。复盘近二十年美国联邦基金目标利率, 最高位置为5.25%, 2023年3月美国联邦基金目标利率已达5%, 加息空间或已不大, 未来有望停止加息, 转向较为宽松的货币政策, 金价有望上行。
- 公司矿山众多, 成本大幅优化, 开展多个矿山副井、建设工程, 未来产量有望增长。**2022年蓬莱矿业复产, 2023年1月东风矿区复产, 玲珑矿区预计也可于2023年复工复产, 三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿等诸多矿山产量回升, 2022年黄金总产量38.67吨, 同比增加56.06%。矿产金成本回落至222.2元/克, 同比下降16.05%。22年三山岛副井工程开工建设、焦家明混合井、朱郭李家主副井工程开工建设, 卡蒂诺资源旗下矿山建设稳步推进, 公司未来矿产金产量有望增长。
- 拟收购上市公司银泰黄金20.93%比例的股权, 权益黄金产量有望再提升。**2023年2月公司收到山东省国有资产监督管理委员会出具的《关于山东黄金矿业股份有限公司协议受让银泰黄金股份有限公司控股权的批复》, 同意本次收购银泰黄金20.93%比例的股权交易方案。本次收购完成后将增加公司权益黄金产量1.47吨。
- 盈利预测与估值。**预测公司2023-2025年营收分别为560.47/617.24/682.61亿元, 归母净利润分别为23.25/32.49/43.83亿元, 对应PE47.83/34.23/25.37, 公司作为全国产量领先企业, 叠加集团公司“十四五”产量目标, 将充分受益高金价周期带来的盈利, 2022-2025年公司归母净利润年复合增速52.10%, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 公司矿产金产量增长不及预期; 公司克金成本增长超预期; 黄金价格下跌超预期; 收购银泰黄金不及预期

股票数据

总股本(百万股):	4,473.43
流通 A 股(百万股):	3,614.44
52 周内股价区间(元):	16.60-27.29
总市值(百万元):	111,209.46
总资产(百万元):	93,996.17
每股净资产(元):	7.42

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,935	50,306	56,047	61,724	68,261
(+/-)YOY(%)	-46.7%	48.2%	11.4%	10.1%	10.6%
净利润(百万元)	-194	1,246	2,325	3,249	4,383
(+/-)YOY(%)	-109.6%	743.2%	86.6%	39.7%	34.9%
全面摊薄 EPS(元)	-0.04	0.28	0.52	0.73	0.98
毛利率(%)	10.6%	14.1%	18.3%	19.8%	21.4%
净资产收益率(%)	-0.7%	3.8%	6.6%	8.4%	10.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 老牌黄金公司业绩触底回升，未来利润有望重回高位	4
1.1. 公司是老牌黄金公司，黄金产量居国内前列	4
1.2. 公司最终实控人为山东国资委，下属多个分公司	4
1.3. 公司聚焦黄金业务，产量触底回升	5
1.4. 22 年利润触底回升	5
2. 黄金价格来到高位，未来仍有上行空间	7
2.1. 金价攀升，公司自产金利润有望提升	7
2.2. 经济承压，若美联储停止加息，金价有望继续向上	7
3. 矿山产量恢复，成本下降，为公司带来发展助力	8
3.1. 资源优势显著，矿山产量恢复	8
3.2. 矿产金成本回落，盈利能力触底回升	10
3.3. 多个矿山 22 年开启建设工程，未来公司矿产金产量有望提升	11
3.3.1. 三山岛金矿	11
3.3.2. 焦家金矿	12
3.3.3. 新城金矿	13
3.3.4. 玲珑金矿	14
3.3.5. 贝拉德罗金矿	15
3.3.6. 卡帝诺资源	16
4. 拟收购银泰黄金股权，增加公司黄金权益产量	17
5. 盈利预测与估值	17
6. 风险提示	19

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 黄金价格走势	7
图 3: 美国及欧元区 PMI	7
图 4: 美国联邦基金目标利率 (%)	8
图 5: 山东黄金 2018-2022 矿产金单克成本及增长情况	10
图 6: 山东黄金 2018-2022 年矿产金毛利及增长情况	10
图 7: 山东黄金、紫金矿业、银泰黄金 2018-2022 年毛利率对比	10
图 8: 山东黄金、紫金矿业、银泰黄金 2022 年矿产金毛利贡献占比	11
图 9: 三山岛金矿地理位置及矿区	12
图 10: 三山岛金矿 2018-2022 年矿石开采量、矿石储量、黄金产量	12
图 11: 焦家金矿地理位置及矿区	13
图 12: 焦家金矿 2018-2022 年矿石开采量、矿石储量、黄金产量	13
图 13: 新城金矿地理位置及矿区	13
图 14: 新城金矿 2018-2022 年矿石开采量、矿石储量、黄金产量	14
图 15: 玲珑金矿灵山矿区	15
图 16: 玲珑金矿 2018-2022 年矿石开采量、矿石储量、黄金产量	15
表 1: 山东黄金自有矿山资源量及储量	9
表 2: 山东黄金自有矿山 2021-2022 年黄金产量	9
表 3: 公司分业务预测情况	17
表 4: 可比公司估值表	18

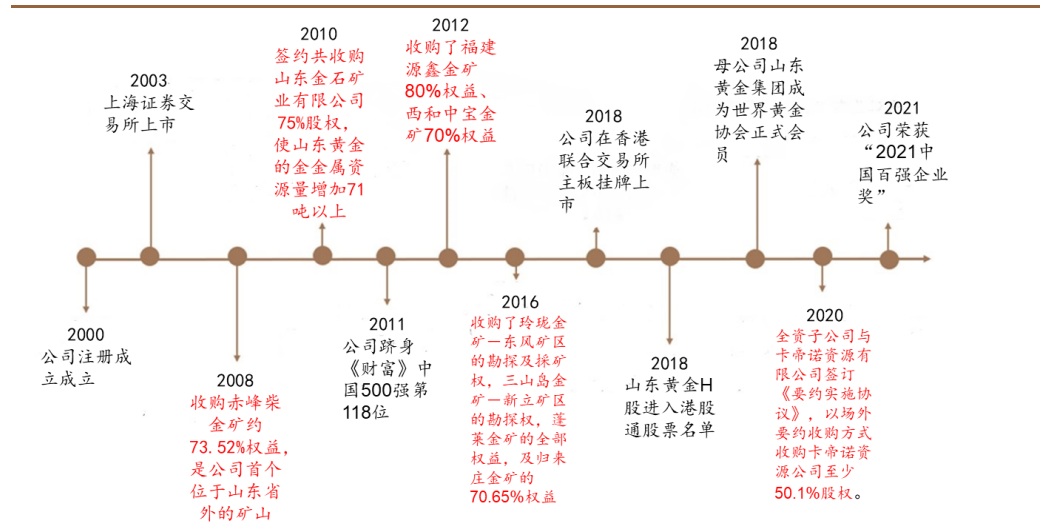
1. 老牌黄金公司业绩触底回升，未来利润有望重回高位

1.1. 公司是老牌黄金公司，黄金产量居国内前列

公司是老牌黄金公司。山东黄金矿业股份有限公司成立于 2000 年 1 月，并于 2003 年 8 月 28 日在上海证券交易所挂牌上市交易。2018 年在港交所主板上市。

多次收购助力公司资源扩张。2008 年公司收购赤峰柴金矿约 73.52% 权益；2010 年签约共收购山东金石矿业有限公司 75% 股权，增加金资源量 71 吨以上；2012 年收购了福建源鑫金矿 80% 权益、西和中宝金矿 70% 权益；2016 年收购了玲珑金矿—东风矿区的勘探及采矿权，三山岛金矿—新立矿区的勘探权，蓬莱金矿的全部权益，及归来庄金矿的 70.65% 权益；2020 年全资子公司与卡帝诺资源有限公司签订《要约实施协议》，以场外要约收购方式收购卡帝诺资源公司至少 50.1% 股权。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、山东黄金集团官网、德邦研究所

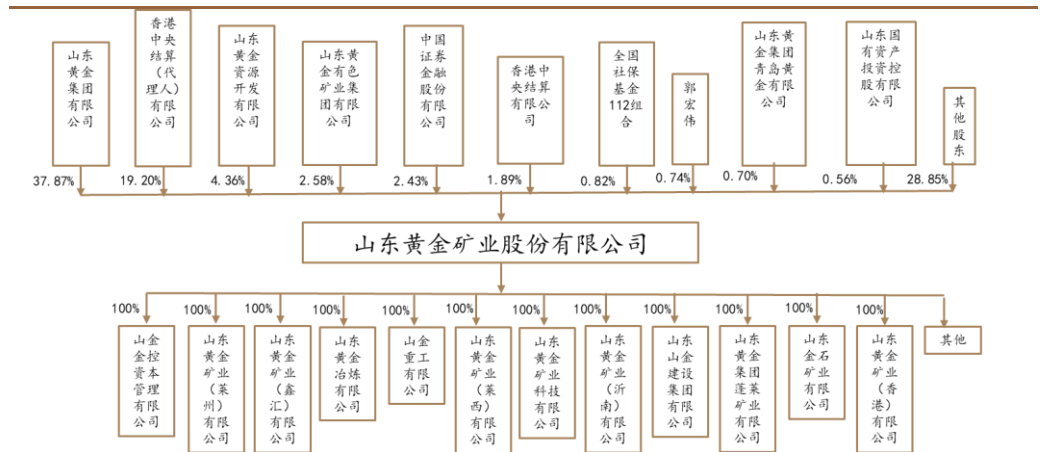
公司主要业务为黄金开采，同时公司拥有集勘探、采矿、选矿、冶炼（精炼）和黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链，并拥有与之配套的科技研发体系。公司黄金产量、资源储备、经济效益、科技水平及人才优势均居国内黄金行业的领先地位。公司所辖矿山企业分布于中国山东、福建、内蒙古、甘肃、新疆等省份（自治区）以及南美洲阿根廷、非洲加纳等地。公司紧紧围绕“平安山金、生态山金、活力山金、人文山金”的文化理念，不断加大科技研发投入，同时致力于打造安全的绿色矿山，并不断巩固绿色矿山建设成果。目前公司已有 10 家企业共 12 个矿山被评为国家级绿色矿山。

1.2. 公司最终实控人为山东国资委，下属多个分公司

山东黄金矿业股份有限公司法定代表人李航，最大股东为山东黄金集团有限公司

(省管国企, 山东省国资委控股 70%), 持股比例 37.87%, 第二大股东为香港中央结算(代理人)有限公司, 持股比例 19.20%。

图 2: 公司股权分布 (截止 23 年 Q1)



资料来源: 公司公告、Wind、德邦研究所

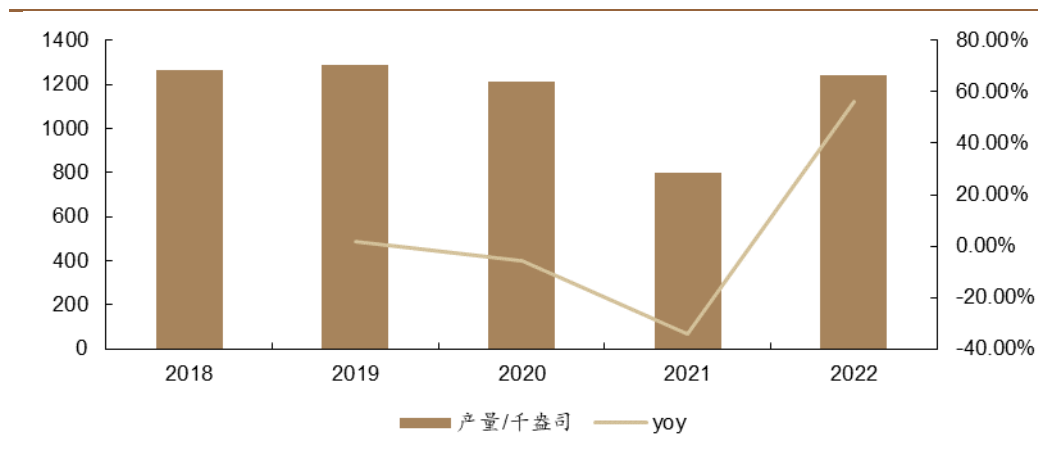
1.3. 公司聚焦黄金业务, 产量触底回升

公司主要业务包括黄金开采、选冶、黄金矿山专用设备、建筑装饰材料(不含国家法律法规限制产品)的生产、销售, 主要产品包括标准金锭、投资金条和银锭等。

公司所辖矿山企业分布于中国山东、福建、内蒙、甘肃、新疆等地, 境外矿山主要位于南美洲阿根廷、非洲加纳等国家。公司经过长期发展形成了集黄金勘探、设计、研发、采矿、选矿、冶炼、黄金产品深加工和销售、矿山装备制造于一体的完整产业链条, 并拥有行业领先的科技研发体系, 以及矿业金融业务和资本投融资支撑平台。

21 年产量有所下降, 随着安全检查对矿山影响褪去和公司旗下矿山逐步复产, 2022 年黄金产量已经恢复到了 2020 年的水平, 达到 1243.38 千盎司。

图 3: 公司黄金产量

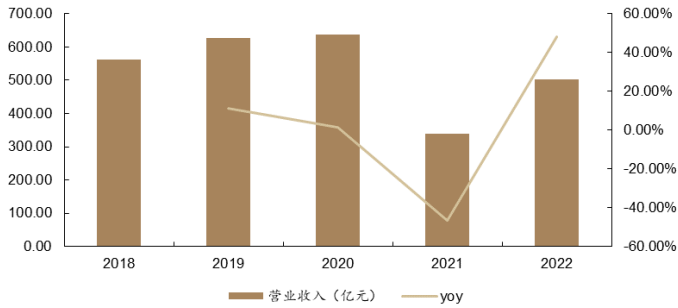


资料来源: 公司公告、德邦研究所

1.4. 22 年利润触底回升

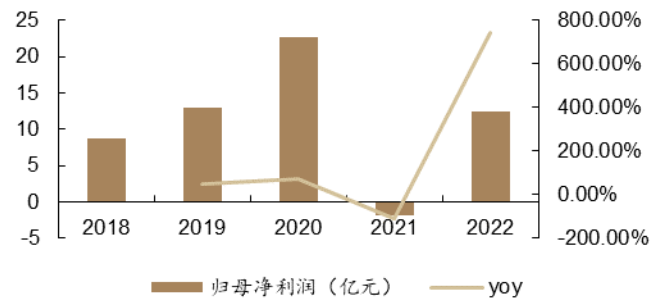
公司 22 年营收利润触底回升。2022 年，公司营收和归母净利润实现增长，其中归母净利润由负转正，从 2021 年的-1.94 亿上升至 2022 年的 12.46 亿，接近 2019 年的归母净利润水平。营业收入也由 2021 年的 339.35 亿上升至 503.06 亿。

图 4：公司营业收入



资料来源：公司公告、wind、德邦研究所

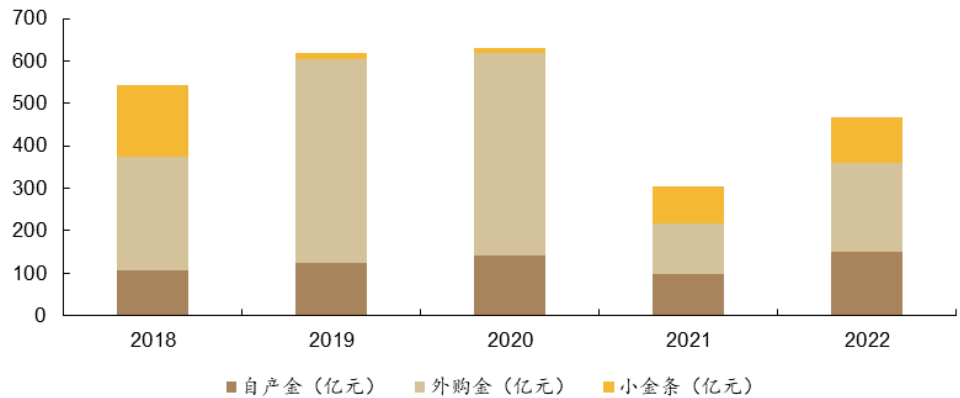
图 5：公司归母净利润



资料来源：公司公告、wind、德邦研究所

公司主要收入来自于黄金产品，自产金收入贡献占比有所提升。具体细分来看，2022 年公司主要营业收入来自于黄金行业，在营业收入中占绝大比例，2022 年黄金行业收入占公司营业收入比例达 94.39%。分产品看，公司主要营业收入来源于外购金，2022 年占比 41.24%；其次为自产金，2022 年营业收入占比 30.18%；再次为小金条，2022 年营业收入占比 21.48%。近年来，自产金营业收入在公司营业收入中的占比有所上升，由 2018 年的 18.80% 上升至 2022 年的 30.18%，对公司营业收入的贡献逐渐增加。

图 6：公司黄金板块分产品营业收入情况

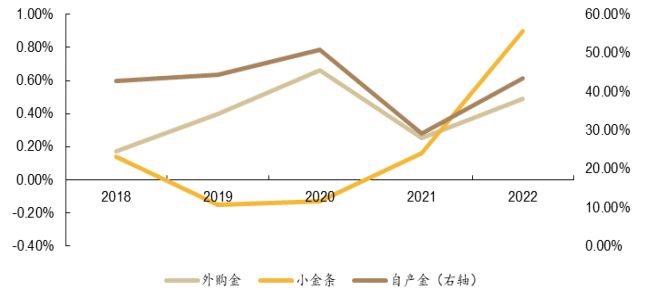
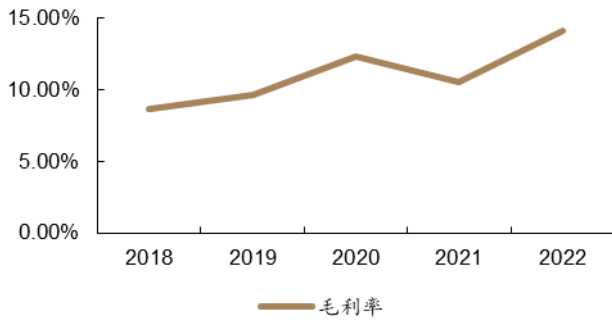


资料来源：公司公告、wind、德邦研究所

公司总体毛利率触底回升。2022 年毛利率水平攀升至 14.10%。2022 年公司黄金行业的毛利率达到 14.42%。此外分产品看，公司自产金的毛利率显著高于外购金和小金条的毛利率，除 2021 年外，其余年份均稳定在 40%-50%，2022 年自产金的毛利率恢复至 43.33%，外购金和小金条的毛利率分别为 0.49% 和 0.90%。

图 7：公司毛利率

图 8：公司分产品毛利率情况



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

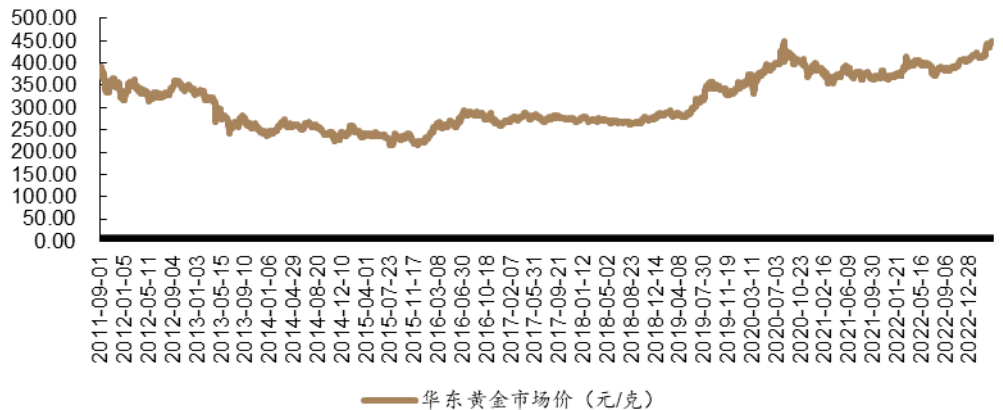
资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

2. 黄金价格来到高位，未来仍有上行空间

2.1. 金价攀升，公司自产金利润有望提升

黄金价格持续攀升，公司自产金利润有望持续提升。黄金价格由 23 年初约 410 元/克，至 2023 年 4 月 18 日上升至约 447 元/克。4 个多月涨幅约 9%。随黄金价格上涨公司自产金利润有望持续提升。

图 2: 黄金价格走势

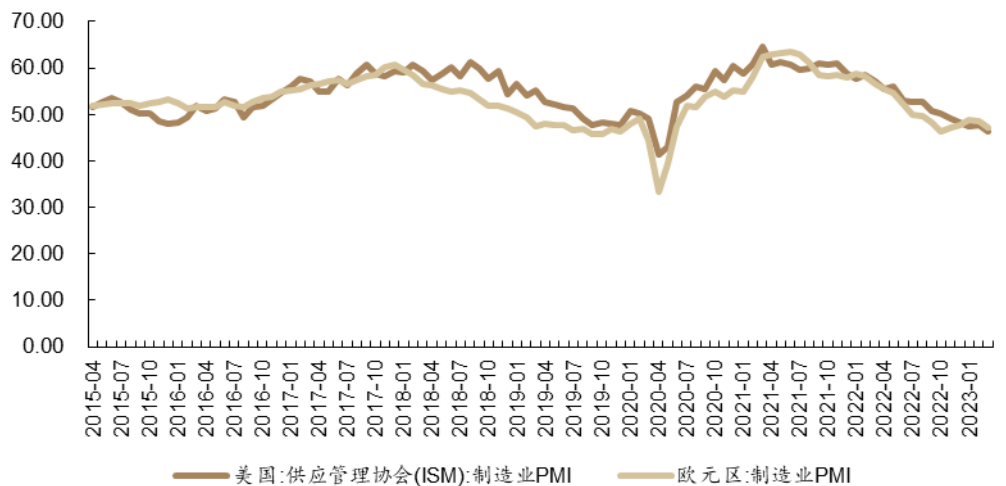


资料来源: wind、德邦研究所

2.2. 经济承压，若美联储停止加息，金价有望继续向上

国际经济形势承压，持续推动金价。美国及欧元区制造业 PMI 连续 5 月在荣枯线 50 以下，美国 2023 年 3 月制造业 PMI 降至 46.3，较 2 月下降 1.4；欧元区 2023 年 3 月 PMI 降至 47.3，较 2 月下降 1.2。国际经济承压有望推动金价上涨。

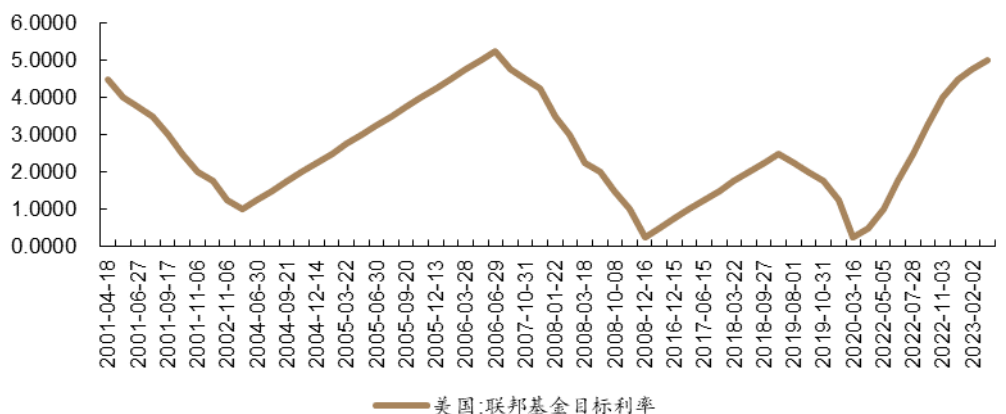
图 3: 美国及欧元区 PMI



资料来源：wind、德邦研究所

复盘近二十年美国联邦基金历史目标利率，加息空间或已不大。复盘近二十年美国联邦基金目标利率，最高位置为 5.25%，2023 年 3 月美国联邦基金目标利率已达 5%，加息空间或已不大，未来有望停止加息，转向较为宽松的货币政策。

图 4：美国联邦基金目标利率 (%)



资料来源：wind、德邦研究所

若美联储停止加息，叠加经济承压情况，金价有望继续上行。

3. 矿山产量恢复，成本下降，为公司带来发展助力

3.1. 资源优势显著，矿山产量恢复

山东黄金资源优势显著，拥有诸多矿山。国内矿山中包括山东省矿山 10 座，省外矿山 4 座；国外矿山 2 座。共拥有矿石资源量 8.26 亿吨，黄金资源量 1431.4 吨，平均品位 1.73 克/吨；矿石储量 4.17 亿吨，黄金储量 565.18 吨，平均品位 1.36 克/吨。

2022 年山东黄金自有矿产量增加。2021 年受疫情及山东省两起金矿安全事故影响，生产运营受到极大冲击，黄金总产量 24.78 吨。三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿等诸多矿山产量回升，2022 年黄金总产量 38.67 吨，同比增加 56.06%。

表 1: 山东黄金自有矿山资源量及储量

矿山名称	矿石量 (百万吨)	品位 (克/吨)	资源量		矿石量 (百万吨)	品位 (克/吨)	储量	
			黄金金属量 (100%基准/吨)	黄金金属量 (权益基准/吨)			黄金金属量 (100%基准/吨)	黄金金属量 (权益基准/吨)
三山岛金矿	47.80	3.07	146.58	146.58	18.60	2.72	50.64	50.64
焦家金矿	104.00	3.37	350.52	350.52	23.71	3.68	87.18	87.18
新城金矿	59.32	3.38	200.71	200.71	17.89	3.33	59.59	59.59
玲珑金矿	54.94	2.87	157.56	157.56	6.60	2.28	15.04	15.04
归来庄金矿	2.50	3.52	8.79	6.21	0.46	3.75	1.72	1.22
金洲金矿	4.06	3.12	12.67	7.99	1.98	2.90	5.75	3.53
鑫汇公司	9.97	3.67	36.58	36.58	5.97	3.46	20.69	20.69
莱西公司	3.27	1.96	6.41	6.41	1.77	1.70	3.01	3.01
蓬莱金矿	1.99	7.25	14.42	14.42	1.13	5.27	5.98	5.98
沂南金矿	6.06	1.57	9.48	9.48	1.73	1.36	2.34	2.34
赤峰柴矿	2.47	3.01	7.43	5.46	1.71	2.75	4.72	3.47
福建源鑫金矿	0.55	4.82	2.65	2.39	0.26	3.96	1.03	0.93
西和中宝金矿	13.56	2.28	30.86	21.60	5.47	2.29	12.51	8.76
新疆金川	44.66	0.91	40.46	40.46	21.42	0.84	18.03	18.03
贝拉德罗矿	277.09	0.68	188.18	94.09	169.63	0.71	119.75	59.87
卡帝诺	194.20	1.12	218.10	218.10	138.60	1.13	157.20	157.20
总计	826.30	1.73	1431.40	1318.60	416.95	1.36	565.18	497.47

资料来源: 公司 22 年年报, 德邦研究所

表 2: 山东黄金自有矿山 2021-2022 年黄金产量

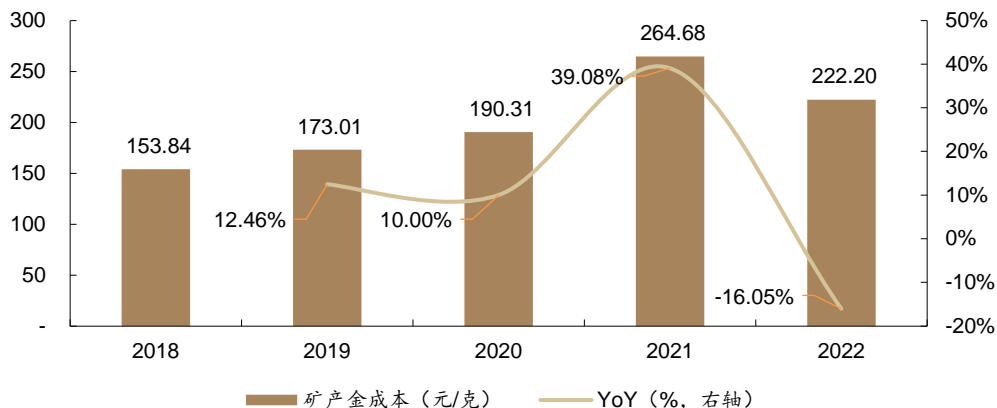
矿山名称	2021 年		2022 年		持有权比例
	黄金产量 (总产量/吨)	黄金产量 (权益产量/吨)	黄金产量 (总产量/吨)	黄金产量 (权益产量/吨)	
三山岛金矿	2.67	2.67	5.46	5.46	100%
焦家金矿	4.56	4.56	10.04	10.04	100%
玲珑金矿	1.00	1.00	1.10	1.10	100%
新城金矿	2.22	2.22	5.69	5.69	100%
蓬莱金矿	0.11	0.11	0.20	0.20	100%
沂南金矿	0.29	0.29	0.38	0.38	100%
鑫汇公司	1.42	1.42	1.43	1.43	100%
莱西公司	0.59	0.59	0.60	0.60	100%
金洲金矿	1.01	0.61	1.13	0.69	60.78%
归来庄金矿	0.17	0.12	0.82	0.58	70.65%
赤峰柴矿	1.55	1.14	1.73	1.27	73.52%
福建源鑫金矿	0.45	0.41	0.32	0.29	90.31%
西和中宝金矿	1.00	0.70	1.01	0.71	70%
新疆金川	2.35	2.35	2.72	2.72	100%
贝拉德罗矿	5.39	2.70	6.06	3.03	50%
卡帝诺	/	/	/	/	100%
总计	24.78	20.88	38.67	37.20	

资料来源: 公司 21-22 年年报, 德邦研究所

3.2. 矿产金成本回落，盈利能力触底回升

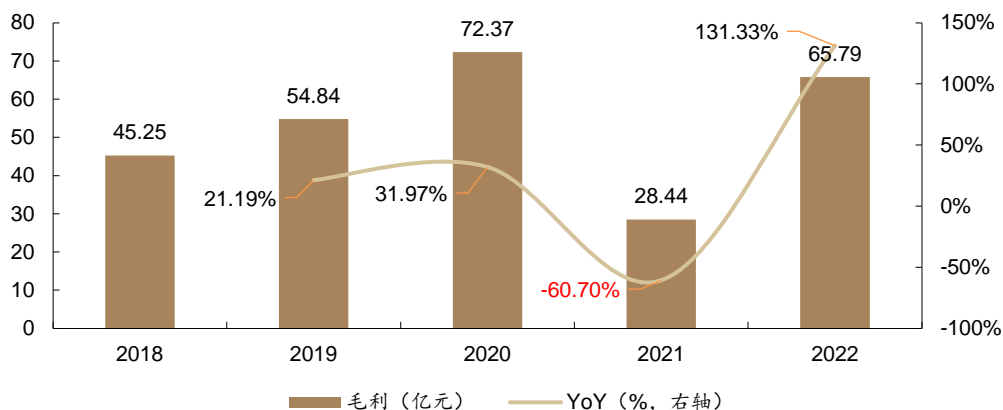
公司 2022 年矿产金单克成本有所下降。山东黄金 2021 年矿产金成本为 264.68 元/克，同比增长 39.08%；毛利为 28.44 亿元，同比下降 60.7%；毛利率为 29.08%，比上年减少 21.86pct。2022 年产量恢复，矿产金成本回落至 222.2 元/克，同比下降 16.05%；毛利为 65.79 亿元，同比增长 131.33%，基本恢复至公司 2020 年毛利水平；毛利率为 43.33%，比上年增加 14.25pct。

图 5：山东黄金 2018-2022 矿产金单克成本及增长情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

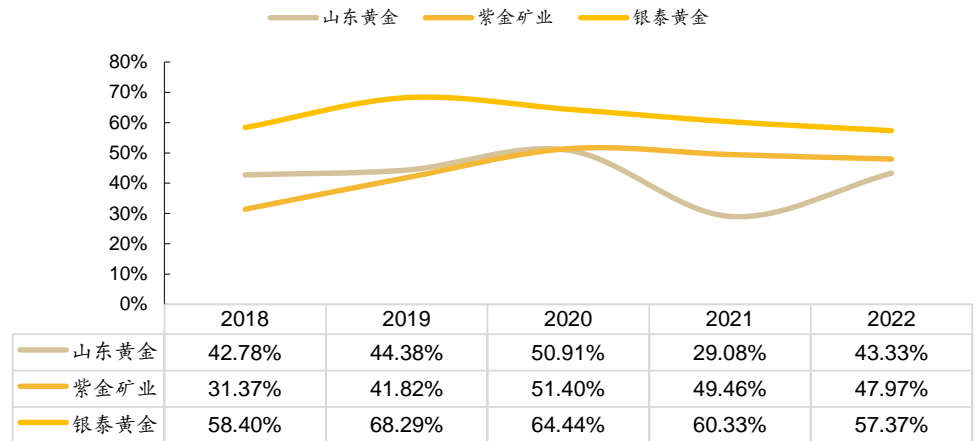
图 6：山东黄金 2018-2022 年矿产金毛利及增长情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 7：山东黄金、紫金矿业、银泰黄金 2018-2022 年毛利率对比

矿产金毛利率对比

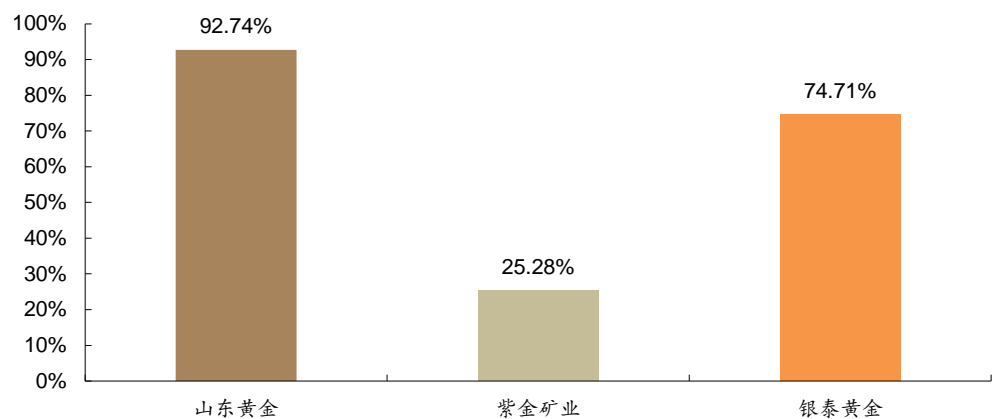


资料来源：各公司 18、20、22 年年报，德邦研究所

山东黄金矿产金成本较高，毛利率未来仍有提升空间。2022 年山东黄金、紫金矿业、银泰黄金矿产金毛利率分别为 43.33%、47.97%、57.37%。银泰黄金 2018 -2022 年矿产金毛利率高于山金和紫金，主要系矿产金成本低，2022 年成本仅为 167.62 元/克。山东黄金 2021 年毛利率虽然受成本影响大幅下降，但 2022 年恢复迅速，展现出公司极强的韧性。

山东黄金矿产金毛利贡献行业领先。2022 年山东黄金、紫金矿业、银泰黄金矿产金毛利贡献分别为 92.74%、25.28%、74.71%。公司毛利主要来自自有矿黄金，与矿山产量、矿产金成本、黄金价格息息相关，外购金、小金条业务毛利占比极小。公司黄金业务占比行业领先。

图 8：山东黄金、紫金矿业、银泰黄金 2022 年矿产金毛利贡献占比



资料来源：各公司公告，德邦研究所

3.3. 多个矿山 22 年开启建设工程，未来公司矿产金产量有望提升

3.3.1. 三山岛金矿

三山岛金矿位于莱州市北部，距城区约 25 千米处。矿区自 1989 年投产，累计产金过百吨。三山岛金矿含有矿石资源量 0.48 亿吨，黄金资源量 146.58 吨，品位 3.07 克/吨；矿石储量 0.19 亿吨，黄金储量 50.64 吨，品位 2.72 克/吨。公

司拥有其 100% 权益。

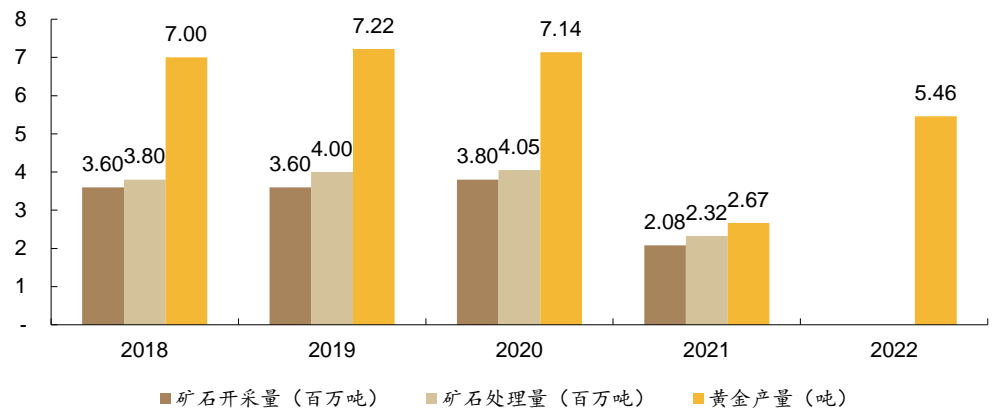
山东黄金于 2022 年开启“亚洲第一深井”——三山岛副井工程建设，同时依托 5G 技术推进智能矿山建设，实现综合管控。2022 年实现黄金产量 5.46 吨。

图 9：三山岛金矿地理位置及矿区



资料来源：公司公告、《山东黄金矿业（莱州）有限公司三山岛金矿扩能、扩界项目环境影响评价》、德邦研究所

图 10：三山岛金矿 2018-2022 年矿石开采量、矿石储量、黄金产量



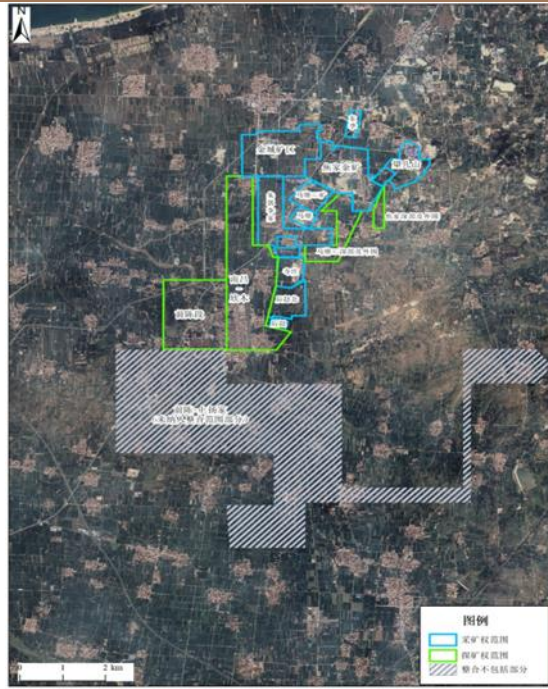
资料来源：公司公告，德邦研究所

3.3.2. 焦家金矿

焦家金矿位于莱州市区北东 31 千米处，1980 年建成投产，2017 年 10 月累计产金突破一百吨，成为国内首家实现此目标的地下开采矿山。焦家金矿含有矿石资源量 1.04 亿吨，黄金资源量 350.52 吨，品位 3.37 克/吨；矿石储量 0.24 亿吨，黄金储量 87.18 吨，品位 3.68 克/吨。公司拥有其 100% 权益。

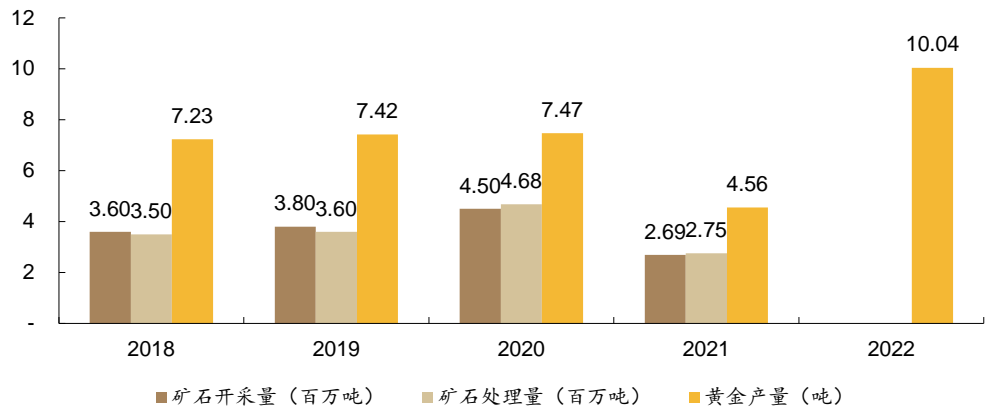
2022 年焦家明混合井、朱郭李家主副井工程开工建设，完成国内首个基于 WiFi6Mesh 组网井下远程控制铲运机应用试验，加快资源整合开发，2022 年金矿黄金产量突破 10 吨，达到 10.04 吨，成为全国第一黄金生产矿山。

图 11: 焦家金矿地理位置及矿区



资料来源: 烟台市环保局、《山东省莱州市焦家矿区(整合)金矿资源开发利用环境影响报告书》、德邦研究所

图 12: 焦家金矿 2018-2022 年矿石开采量、矿石处理量、黄金产量



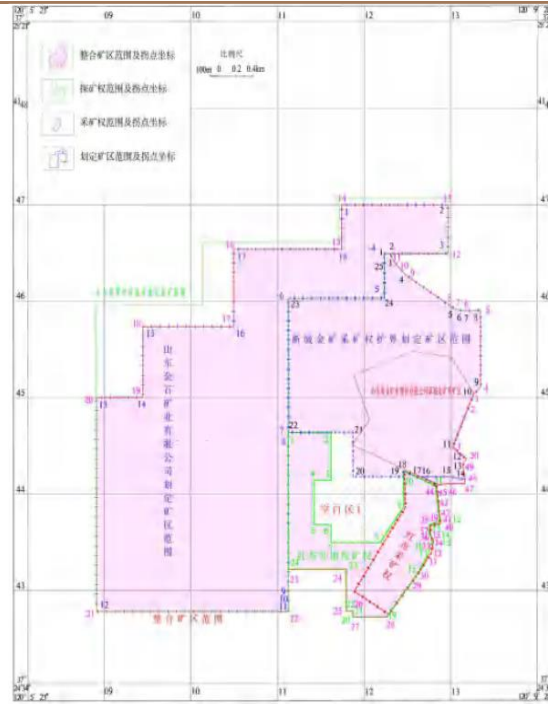
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.3.3. 新城金矿

新城金矿位于胶东半岛渤海湾畔, 1980 年建成投产, 是全国矿山企业中唯一的“国家环境友好企业”。新城金矿含有矿石资源量 0.59 亿吨, 黄金资源量 200.71 吨, 品位 3.38 克/吨; 矿石储量 0.18 亿吨, 黄金储量 59.59 吨, 品位 3.33 克/吨。公司拥有其 100% 权益。2022 年 2 月新城金矿累计产金突破 100 吨, 成为继玲珑金矿、焦家金矿、三山岛金矿之后, 山东黄金第四家、全国第六家累计产金过百吨的黄金矿山。

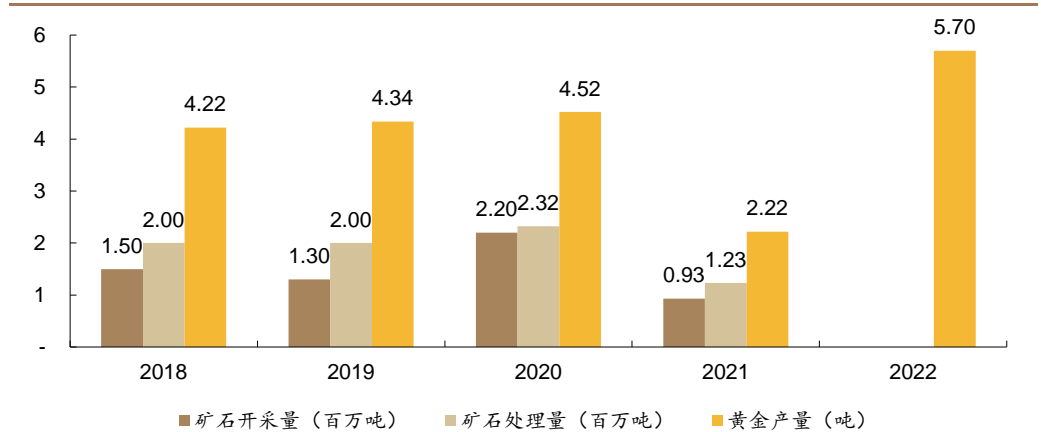
2022 年新城金矿不断优化施工组织, 加快资源整合开发, 实现黄金产量 5.69 吨。

图 13: 新城金矿地理位置及矿区



资料来源：烟台市生态环境局、《山东省莱州市新城矿区（整合）金矿资源开发利用环境影响报告书》、德邦研究所

图 14：新城金矿 2018-2022 年矿石开采量、矿石储量、黄金产量



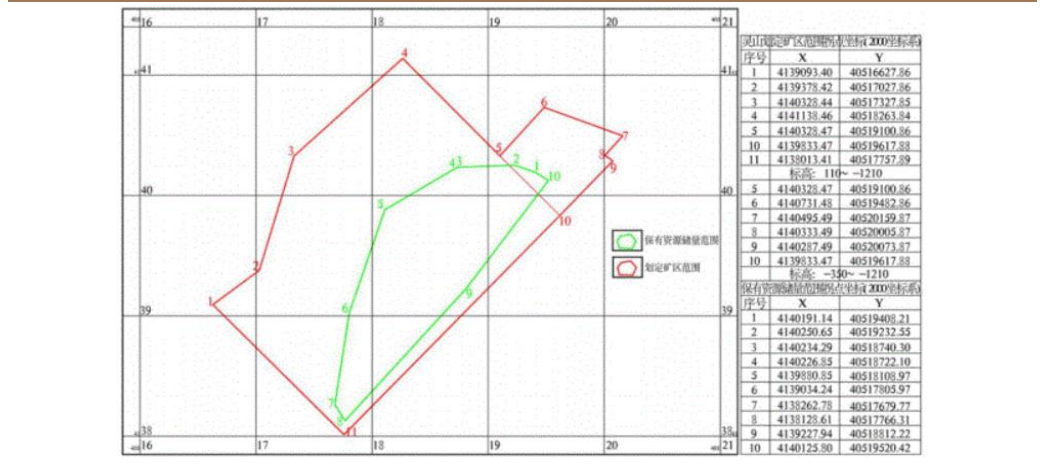
资料来源：公司公告，德邦研究所

3.3.4. 玲珑金矿

玲珑金矿位于山东半岛中部招远、龙口交界处的罗山东麓。玲珑金矿含有矿石资源量 0.55 亿吨，黄金资源量 157.56 吨，品位 2.87 克/吨；矿石储量 0.07 亿吨，黄金储量 15.04 吨，品位 2.28 克/吨。公司拥有其 100% 权益。玲珑金矿于 2017 年成为国内首个产金突破 100 吨的单体黄金矿山，目前包含玲珑、灵山 2 个系统，4 个分矿。

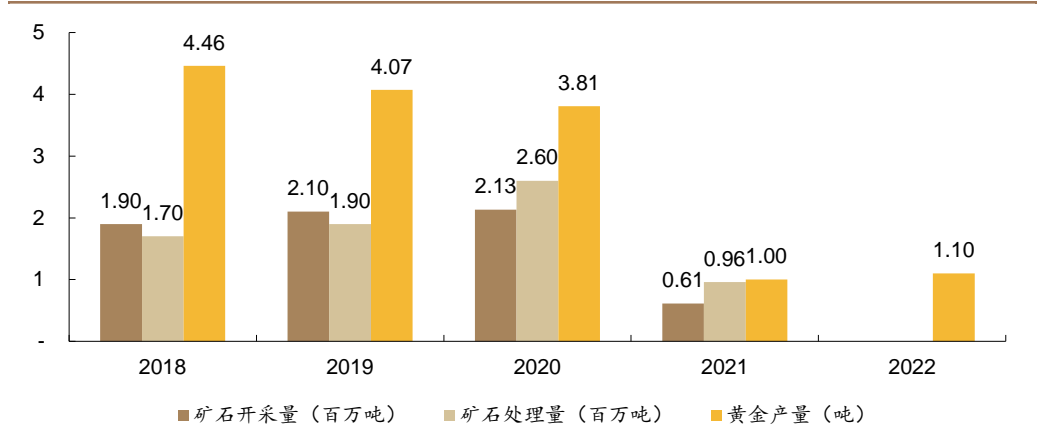
2021 年玲珑金矿受到生态红线影响，采矿权到期后年内未办理完成，产量受到影响，2021 年黄金产量 1 吨，同比 2020 年的 3.81 吨减少 73.75%。2022 年黄金产量 1.1 吨。目前东风矿区已经复产，玲珑矿区尚在办理安全生产许可证，未复工复产。

图 15: 玲珑金矿灵山矿区



资料来源: 玲珑金矿灵山矿区环评报告书, 德邦研究所

图 16: 玲珑金矿 2018-2022 年矿石开采量、矿石储量、黄金产量



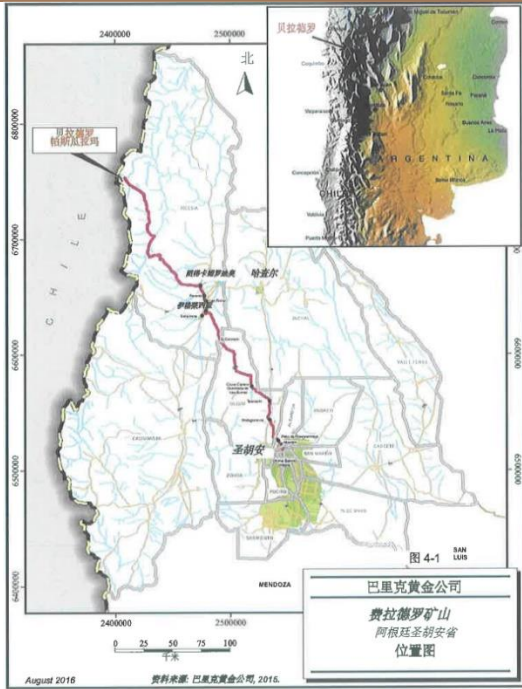
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.3.5. 贝拉德罗金矿

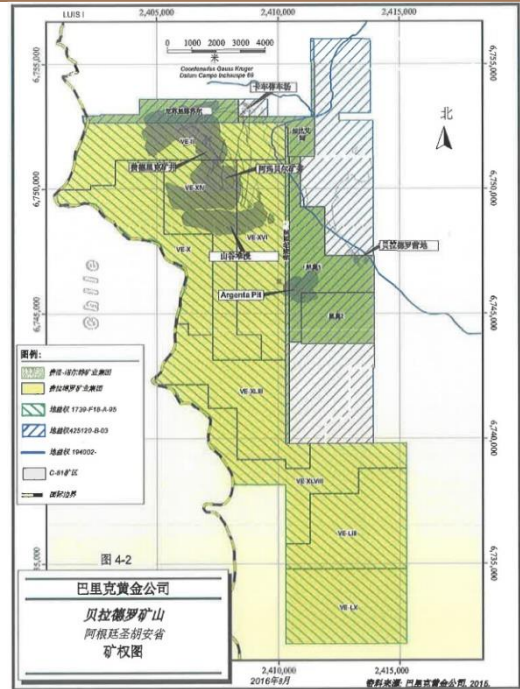
贝拉德罗金矿位于阿根廷, 安第斯山脉东侧。2017 年 6 月, 山东黄金通过全资子公司山东黄金香港公司收购巴里克黄金公司所属阿根廷贝拉德罗金矿 50% 权益。贝拉德罗金矿含有矿石资源量 2.77 亿吨, 黄金资源量 188.18 吨, 品位 0.68 克/吨; 矿石储量 1.7 亿吨, 黄金储量 119.75 吨, 品位 0.71 克/吨。2018 年以来贝拉德罗金矿黄金产量总体呈下降趋势, 2022 年产量为 6.06 吨。

图 13: 贝拉德罗金矿地理位置

图 14: 贝拉德罗金矿矿权图

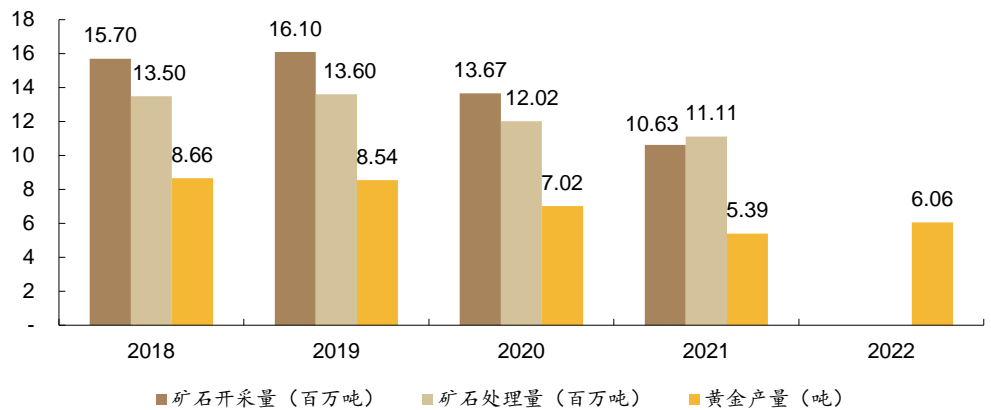


资料来源：贝拉得多金矿技术报告、德邦研究所



资料来源：贝拉德罗金矿技术报告、德邦研究所

图 15: 贝拉德罗金矿 2018-2022 年矿石开采量、矿石储量、黄金产量



资料来源：公司公告、德邦研究所

3.3.6. 卡帝诺资源

山东黄金通过全资子公司山东黄金香港于 2020 年 6 月与卡帝诺资源有限公司签署《要约实施协议》，通过场外要约收购方式于 2021 年初取得卡帝诺 100% 股权。卡帝诺拥有位于加纳的三个黄金项目，分别是位于加纳东北部的 Namdini 开发项目，Bolgatanga 勘探项目，以及位于加纳西南部的 Subranum 勘探项目。

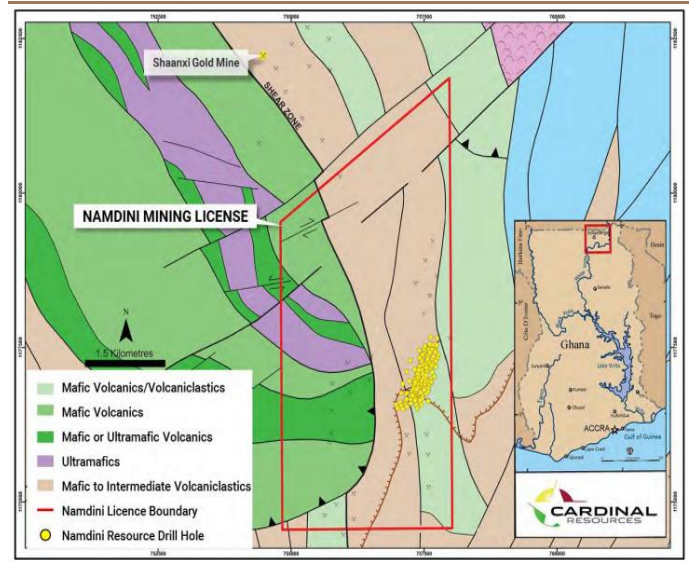
卡帝诺拥有矿石资源量 1.94 亿吨，黄金资源量 218.1 吨，品位 1.12 克/吨；矿石储量 1.39 亿吨，黄金储量 157.2 吨，品位 1.36 克/吨。目前卡帝诺正在积极开展项目建设的前期工作。

图 16: 卡帝诺主要项目地理位置

图 17: Namdini 项目地理位置及采矿许可范围



资料来源：卡帝诺 Namdini Gold Project Feasibility Study NI 43-101 Technical Report, 德邦研究所



资料来源：卡帝诺 Namdini Gold Project Feasibility Study NI 43-101 Technical Report, 德邦研究所

4. 拟收购银泰黄金股权，增加公司黄金权益产量

拟收购上市公司银泰黄金股权。2022年1月拟通过协议转让方式收购中国银泰投资有限公司、沈国军先生合计持有的银泰黄金股份有限公司581,181,068股普通股股份，约占标的公司总股份的20.93%。标的股份的转让价格为人民币127.6亿元。本次交易完成后，山东黄金将持有银泰黄金581,181,068股股份，占银泰黄金总股本的20.93%，成为银泰黄金控股股东。银泰黄金的实际控制人将变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

2023年2月公司收到山东省国有资产监督管理委员会出具的《关于山东黄金矿业股份有限公司协议受让银泰黄金股份有限公司控股权的批复》，同意本次交易。

据银泰黄金2022年报，公司2022年黄金产量7.06吨。若按照银泰黄金的矿产金产量为7吨计算，则收购完成后将增加公司权益黄金产量1.47吨。

5. 盈利预测与估值

根据公司控股股东山东黄金集团发布的信息，到“十四五”末，山东黄金集团销售收入将达2000亿元，实现利润80亿元，矿产金产量达到80吨，资源储量达到3000吨以上。公司为山东黄金集团控股上市公司，公司的收入、利润为山东黄金集团收入、利润的主要组成部分。

根据集团公司十四五规划，我们预计到25年上市公司将占80吨产量的约76.6%，我们预计2023-2025年公司矿产金产量分别为42.54/51.05/61.26吨，预计黄金价格分别为450/450/450元/克，对应黄金业务营业收入分别为522.95/577.85/641.24亿元，毛利率分别为18.97%/20.55%/22.17%。

表3：公司分业务预测情况

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
黄金业务					
营业收入 (百万元)	30495	46732	52295	57785	64124
营业成本 (百万元)	27606	39953	42373	45910	49907
毛利 (百万元)	2889	6779	9922	11875	14217
毛利率	9.47%	14.51%	18.97%	20.55%	22.17%
其他业务					
营业收入 (百万元)	6588	3573	3752	3940	4137
营业成本 (百万元)	5345	3259	3422	3593	3773
毛利 (百万元)	1243	314	330	347	364
毛利率	18.87%	8.80%	8.80%	8.80%	8.80%
合计					
营业收入 (百万元)	37083	50306	56047	61724	68261
营业成本 (百万元)	32952	43212	45794	49503	53680
毛利 (百万元)	4132	7094	10252	12222	14581
毛利率	11.14%	14.10%	18.29%	19.80%	21.36%

资料来源：21-22 年来自于公司年报、23-25 年为德邦研究所测算

综上，预测公司 2023-2025 年营收分别为 560.47/617.24/682.61 亿元，归母净利润分别为 23.25/32.49/43.83 亿元，对应 PE47.83/34.23/25.37，公司作为全国产量领先企业，叠加集团公司“十四五”产量目标，将充分受益高金价周期带来的盈利，2022-2025 年公司归母净利润年复合增速 52.10%，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值表

公司	代码	股价(元)(截止 2023 年 5 月 26 日)		EPS(元)				PE (倍)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
山东黄金	600547.SH	24.86	0.20	0.52	0.73	0.98	95.80	47.83	34.23	25.37	
可比公司											
中金黄金	600489.SH	10.43	0.39	0.60	0.69	0.74	18.75	17.28	15.13	14.18	
银泰黄金	000975.SZ	12.18	0.48	0.59	0.73	0.86	27.26	16.76	14.16	14.16	
紫金矿业	601899.SH	10.80	0.50	0.95	1.14	1.38	13.14	11.37	9.47	7.83	
赤峰黄金	600988.SH	15.93	0.50	0.62	0.90	0.89	66.58	25.55	17.76	17.98	
四川黄金	001337.SZ	32.51	-	0.55	0.56	0.55	-	58.72	58.23	59.11	
平均								25.94	22.95	24.77	

资料来源：可比公司为 wind 一致预期，山东黄金为德邦研究所测算

6. 风险提示

(1) **公司矿产金产量增长不及预期。**若公司和集团无法完成十四五规划目标，则公司矿产金增长不及预期，对公司矿产金销量和业绩产生不利影响。

(2) **公司克金成本增长超预期。**若公司由于各种原因管理水平下降，克金成本上升，将对公司毛利率和利润产生不利影响。

(3) **金价下跌超预期。**若全球经济形势转好，美联储长时间继续加息，则金价有可能下跌，对公司业绩产生不利影响。

(4) **收购银泰黄金不及预期。**若收购银泰黄金失败，将对公司黄金权益产量有影响，进而影响公司预期业绩。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.20	0.52	0.73	0.98
每股净资产	7.35	7.87	8.60	9.58
每股经营现金流	0.66	1.62	2.51	2.20
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	95.80	47.83	34.23	25.37
P/B	2.61	3.16	2.89	2.60
P/S	2.35	2.11	1.91	1.73
EV/EBITDA	14.86	12.92	10.31	8.26
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.1%	18.3%	19.8%	21.4%
净利润率	2.8%	4.8%	6.0%	7.4%
净资产收益率	3.8%	6.6%	8.4%	10.2%
资产回报率	1.4%	2.5%	3.3%	4.2%
投资回报率	4.0%	6.3%	7.5%	8.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	48.2%	11.4%	10.1%	10.6%
EBIT 增长率	595.4%	62.6%	27.6%	26.2%
净利润增长率	743.2%	86.6%	39.7%	34.9%
偿债能力指标				
资产负债率	59.6%	57.8%	56.4%	54.1%
流动比率	0.6	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.4	0.6	0.8	1.0
现金比率	0.3	0.4	0.6	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	29.5	33.1	33.0	33.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	1.6	2.0	2.5	3.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,246	2,325	3,249	4,383
少数股东损益	178	347	485	655
非现金支出	3,378	3,835	3,899	3,967
非经营收益	419	1,610	1,600	1,603
营运资金变动	-2,249	-848	1,995	-754
经营活动现金流	2,972	7,269	11,227	9,855
资产	-4,005	-1,661	-1,681	-1,701
投资	-134	0	0	0
其他	-1,112	90	99	109
投资活动现金流	-5,251	-1,571	-1,582	-1,592
债权募资	8,040	-626	102	-262
股权募资	6,235	0	0	0
其他	-8,813	-1,599	-1,579	-1,572
融资活动现金流	5,462	-2,225	-1,476	-1,834
现金净流量	3,228	3,473	8,169	6,429

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 5 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	50,306	56,047	61,724	68,261
营业成本	43,212	45,794	49,503	53,680
毛利率%	14.1%	18.3%	19.8%	21.4%
营业税金及附加	822	914	1,007	1,113
营业税金率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	176	224	247	273
营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	2,316	3,363	3,703	4,096
管理费用率%	4.6%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	400	448	492	545
研发费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EBIT	3,279	5,331	6,803	8,588
财务费用	1,047	1,503	1,447	1,359
财务费用率%	2.1%	2.7%	2.3%	2.0%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	78	90	99	109
营业利润	2,102	3,918	5,454	7,338
营业外收支	-96	-100	-120	-140
利润总额	2,006	3,818	5,334	7,198
EBITDA	6,531	9,166	10,702	12,555
所得税	583	1,145	1,600	2,159
有效所得税率%	29.1%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东损益	178	347	485	655
归属母公司所有者净利润	1,246	2,325	3,249	4,383

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,634	13,107	21,276	27,705
应收账款及应收票据	195	175	233	218
存货	4,092	4,326	4,750	5,091
其它流动资产	7,553	8,641	7,923	9,728
流动资产合计	21,475	26,248	34,182	42,743
长期股权投资	1,989	1,989	1,989	1,989
固定资产	30,712	27,690	24,680	21,668
在建工程	6,121	6,869	7,542	8,148
无形资产	19,373	19,373	19,373	19,373
非流动资产合计	69,246	66,973	64,635	62,229
资产总计	90,722	93,221	98,817	104,972
短期借款	6,614	5,988	6,091	5,829
应付票据及应付账款	7,193	7,309	8,515	9,309
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	20,853	21,190	21,743	22,327
流动负债合计	34,661	34,488	36,349	37,466
长期借款	13,548	13,548	13,548	13,548
其它长期负债	5,816	5,816	5,816	5,816
非流动负债合计	19,365	19,365	19,365	19,365
负债总计	54,025	53,852	55,714	56,830
实收资本	4,473	4,473	4,473	4,473
普通股股东权益	32,877	35,202	38,451	42,834
少数股东权益	3,819	4,167	4,652	5,307
负债和所有者权益合计	90,722	93,221	98,817	104,972

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。张崇欣，德邦证券有色行业组长，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。