

# 山东黄金（600547.SH）

## 资源为先，高增可期

公司研究 · 深度报告

有色金属 · 贵金属

投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：刘孟峦  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

证券分析师：冯思宇  
010-88005314  
fengsiyu@guosen.com.cn  
S0980519070001

- ◆ **黄金行业龙头，业绩持续修复。**公司背靠山东黄金集团，立足山东，内生外延持续增长，2005-2022年公司矿产金产量复合增速达12.8%。复盘山东黄金股价走势，其涨跌与黄金价格走势紧密相关，因业务纯粹，股价高弹性。截至2022年末，公司保有黄金资源量1431.40吨，全年完成矿产金产量38.67吨，是中国境内矿产金产量最高的上市公司。自产金单克营业成本降至222元，实现归属于上市公司股东的净利润12.46亿元，同比增长743.23%
- ◆ **内部挖潜+外延并购，公司迎来高速增长期。**十四五期间，山东黄金集团提出“致力全球领先，跻身世界前五”的战略目标，到2025年，利润总额达到80-100亿元，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。配合战略目标，公司开展多项大型建设项目。焦家金矿是全国第一大产金矿山，2022年金矿产量达10.04吨；公司计划投资82.73亿元用于山东黄金矿业（莱州）有限公司焦家矿区（整合）金矿资源开发工程，达产后预计年均产金18.85吨。2020年公司启动三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程，项目计划投资120.52亿元，建成后将形成1.5万吨/天的选矿能力。2022年新城金矿取得整合后的采矿许可证，资源整合扩界项目、采选扩能扩界项目的环评批复。玲珑金矿复产工作有序推进，其中玲珑矿区于2022年12月取得延续后的采矿许可证，截至2023年3月尚在办理安全生产许可证。2021年公司完成对卡帝诺的要约收购，目前Namdini项目稳步推进，项目建成投产后可平均年产黄金8.9吨。2022年底公司拟受让沈国军先生及中国银泰投资有限公司合计持有的银泰黄金20.93%的股份，转让工作有序推进。
- ◆ **加息终点预期走强，看好黄金中长期走势。**5月4日，美联储公布5月FOMC会议声明，上调联邦基金目标利率25BP至5.0%-5.25%区间，符合市场预期，在前瞻指引中，删除了预计一些额外的政策紧缩可能是适合的表述，变化为委员会将持续跟踪数据并评估其对货币政策的影响。虽然目前并没有完全排除进一步加息的可能，后续还要看数据变化，但因为银行风险事件的发酵以及债务上限问题，5月为本轮紧缩周期最后一次加息的可能性提升，推升现货黄金价格创历史新高。实际利率下行预期叠加央行强劲的购金需求，我们对黄金中长期价格保持乐观态度。
- ◆ **盈利预测与估值：**公司聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升。我们预计公司2023/24/25年归母净利润27.4/32.6/47.5亿元，年增速分别为119.8%/18.9%/45.9%，EPS分别为0.61/0.73/1.06元。通过多角度估值，预计公司合理估值27.6-30.6元，相对目前股价有15%-28%溢价，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险。

- [ 01 ] 公司概况：黄金行业龙头，业绩持续修复
- [ 02 ] 公司成长：内部挖潜+外延并购，公司迎来高速增长期
- [ 03 ] 行业分析：加息终点预期走强，看好黄金中长期走势
- [ 04 ] 企业对比：黄金业务纯粹，盈利能力较强
- [ 05 ] 盈利预测、估值与投资建议

# 公司概况

## 黄金行业龙头，业绩持续修复

### 黄金龙头企业

- ◆ 公司立足山东，内生外延持续增长。近年来先后启动三山岛成矿带、焦家—新城成矿带资源整合，推进莱州区域资源优化整合，积极打造胶东地区世界级的黄金生产基地；坚定不移实施“走出去”战略，收购了阿根廷贝拉德罗金矿、卡帝诺资源有限公司。截至2022年末，公司保有黄金资源量1431.40吨。

### 公司股价复盘

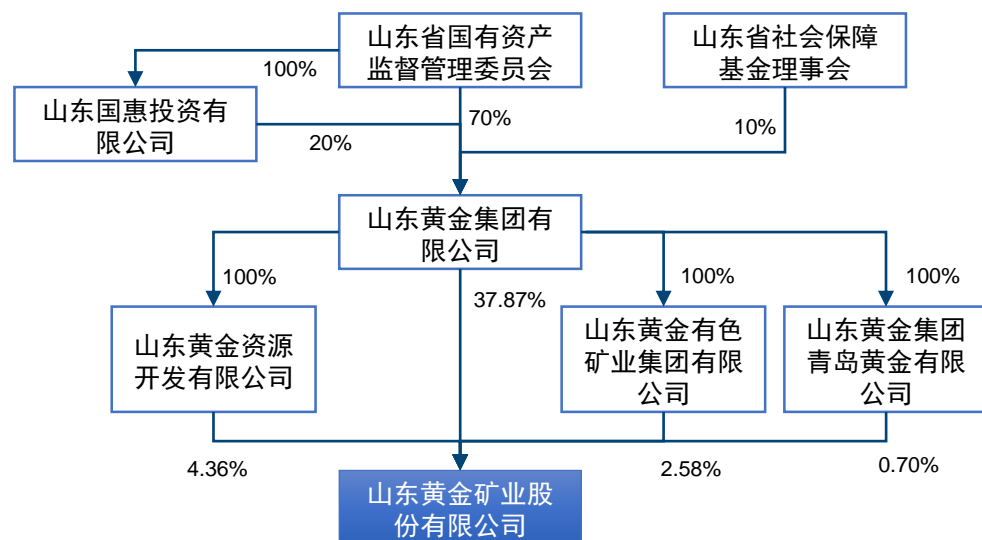
- ◆ 股价与金价走势趋同，易出现“戴维斯双击”。复盘山东黄金股价走势，其涨跌与黄金价格走势紧密相关，仅少数时期受黄金价格预期分歧以及大盘走势等因素影响与黄金价格出现分歧。且黄金股易享受到业绩与估值同步提升的乘数效应，表现出较金价更大的弹性。
- ◆ 业务纯粹，股价高弹性。黄金股的利润可简化拆解为（金价-成本）\*矿产金销量+其他业务。山东黄金业务高度集中于黄金，矿产金贡献毛利占比超过90%，矿产金+外购金+小金条业务营业收入占比超过90%。同时，公司持续发展，资源量和黄金产量均不断提升，2005-2022年公司矿产金产量复合增速达12.8%。

### 业绩持续修复

- ◆ 2021年受安全检查影响，矿山停产导致公司各项生产经营指标大幅下滑。2022年公司紧盯“稳外拓内、创出新高”年度目标，积极推动权证办理、资源整合、项目建设，全面提高产能，全年完成矿产金产量38.67吨。截至2023年3月末，仅玲珑金矿的玲珑矿区于尚在办理安全生产许可证，未复工复产。随着产量的恢复，公司单位成本大幅下降，2020/21/22年自产金单克营业成本分别为185/280/222元；业绩也随之改善，2022年实现归属于上市公司股东的净利润12.46亿元，同比增长743.23%。

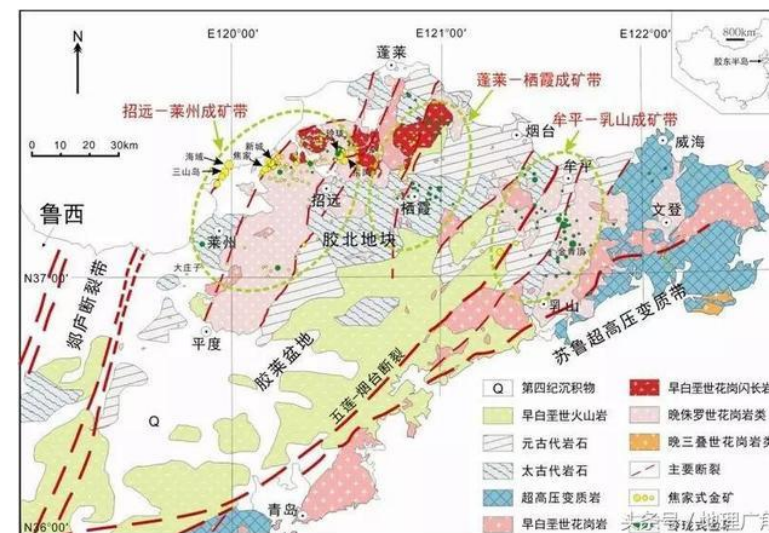
- ◆ **“A+H”两地上市。**公司成立于2000年1月，并于2003年8月28日在上海证券交易所挂牌上市交易，2018年9月28日在香港联合交易所主板挂牌上市，2018年10月19日山东黄金H股进入港股通股票名单，实现A+H两地上市布局，融资渠道畅通。
- ◆ **股权结构稳定。**山东黄金矿业股份有限公司是山东黄金集团有限公司控股的上市公司，实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会。截至2022年末，山东黄金集团有限公司直接持有公司37.87%的股份，山东黄金集团及其一致行动人对公司的持股比例为45.51%。
- ◆ **黄金行业龙头企业。**公司立足山东，内生外延持续增长，目前所辖矿山企业已分布于中国山东、福建、内蒙、甘肃、新疆等地以及南美洲阿根廷、非洲加纳等国家，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，产品包括矿产金、外购金和小金条。公司是国内唯一拥有4座矿山累计产金突破百吨的企业，三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”。公司作为国有大型的骨干企业，黄金产量、资源储备、经济效益、科技水平及人才优势均居于全国黄金行业前列。

图：公司股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：山东是中国最重要的黄金生产基地



资料来源：地理广角，国信证券经济研究所整理

# 资源储备丰富



◆资源为先，内增外拓。公司高度重视资源储备，立足山东，先后启动三山岛成矿带、焦家—新城成矿带资源整合，推进莱州区域资源优化整合，积极打造胶东地区世界级的黄金生产基地；坚定不移实施“走出去”战略，收购了阿根廷贝拉德罗金矿、卡帝诺资源有限公司。截至2022年末，公司拥有14座国内矿山和2座海外矿山，保有黄金资源量1431.40吨，黄金储量565.18吨，其中山东省内、省外、海外矿山保有资源量占比分别为66%、6%、28%。

表：山东黄金自有矿山基本情况

矿山名称	主要品种	资源量(1)(2)							储量(1)(4)				2022年产量				
		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)	(t)	
		(Mt)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	克/吨	(t)	(t)	(Mt)	(Mt)	克/吨	(t)	(t)			
三山岛金矿	金	-	21.4	21.4	26.4	47.8	3.07	146.58	146.58-		18.6	18.6	2.72	50.64	50.64	5.46	
焦家金矿	金	-	50.6	50.6	53.4	104	3.37	350.52	350.52-		23.71	23.71	3.68	87.18	87.18	10.04	
新城金矿	金	-	18.9	18.9	40.42	59.32	3.38	200.71	200.71-		17.89	17.89	3.33	59.59	59.59	5.69	
玲珑金矿	金	-	7.13	7.13	47.8	54.94	2.87	157.56	157.56-		6.6	6.6	2.28	15.04	15.04	1.10	
归来庄金矿	金	-	0.71	0.71	1.79	2.5	3.52	8.79	6.21-		0.46	0.46	3.75	1.72	1.22	0.82	
金洲金矿	金	-	2.01	2.01	2.06	4.06	3.12	12.67	7.99-		1.98	1.98	2.9	5.75	3.53	1.13	
鑫汇公司	金	-	6.14	6.14	3.84	9.97	3.67	36.58	36.58-		5.97	5.97	3.46	20.69	20.69	1.43	
莱西公司	金		1.75	1.75	1.52	3.27	1.96	6.41	6.41-	1.77	1.77	1.7	3.01	3.01	5.37	0.60	
蓬莱金矿	金	-	1.1	1.1	0.89	1.99	7.25	14.42	14.42-		1.13	1.13	5.27	5.98	5.98	0.20	
沂南金矿	金	-	1.83	1.83	4.23	6.06	1.57	9.48	9.48-		1.73	1.73	1.36	2.34	2.34	0.38	
<b>山东省</b>	<b>金</b>	-	<b>111.6</b>	<b>111.6</b>	<b>182.3</b>	<b>293.9</b>	<b>3.21</b>	<b>943.7</b>	<b>936.5-</b>		<b>79.86</b>	<b>79.86</b>	<b>3.15</b>	<b>251.94</b>	<b>249.21</b>		
赤峰柴矿	金	-	1.62	1.62	0.85	2.47	3.01	7.43	5.46-		1.71	1.71	2.75	4.72	3.47	1.73	
福建源鑫金矿	金	-	0.31	0.31	0.24	0.55	4.82	2.65	2.39-		0.26	0.26	3.96	1.03	0.93	0.32	
西和中宝金矿	金	-	6.39	6.39	7.17	13.56	2.28	30.86	21.6-		5.47	5.47	2.29	12.51	8.76	1.01	
新疆金川	金		6.2	31.05	37.29	7.37	44.66	0.91	40.46	40.46	2.7	18.72	21.42	0.84	18.03	18.03	2.72
<b>省外合计</b>	<b>金</b>		<b>6.2</b>	<b>39.36</b>	<b>45.61</b>	<b>15.63</b>	<b>61.24</b>	<b>1.33</b>	<b>81.4</b>	<b>69.9</b>	<b>2.7</b>	<b>26.16</b>	<b>28.86</b>	<b>1.26</b>	<b>36.29</b>	<b>31.19</b>	
<b>中国小计</b>	<b>金</b>		<b>6.2</b>	<b>150.9</b>	<b>157.2</b>	<b>198</b>	<b>355.1</b>	<b>2.89</b>	<b>1,025.10</b>	<b>1,006.40</b>	<b>2.7</b>	<b>106.02</b>	<b>108.72</b>	<b>2.65</b>	<b>288.23</b>	<b>280.4</b>	<b>32.62</b>
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	6.06
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	
<b>总计</b>	<b>金</b>		<b>32</b>	<b>556.5</b>	<b>588.5</b>	<b>237.8</b>	<b>826.3</b>	<b>1.73</b>	<b>1431.4</b>	<b>1318.6</b>	<b>26.1</b>	<b>390.8</b>	<b>416.95</b>	<b>1.36</b>	<b>565.18</b>	<b>497.47</b>	<b>38.67</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 公司历史沿革

表：山东黄金并购情况

时间	交易金额（亿元）	交易对象	交易标的
2008	19.8	山东黄金集团	玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿、山东黄金集团平度黄金有限公司鑫汇金矿及金仓矿业100%股权
2008	2.6	柴矿273名股东（含委托持股）	赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司73.52%的股权
2010	12.5	黄加园	山东金石矿业有限公司75%股权
2012	4.9	范顺生,林容彬,钟杭生,黄润明,吴云英	福建省政和县源鑫矿业有限公司80%股权
2012	7.2	田国龙,叶友堂	甘肃省西和县中宝矿业有限公司70%股权
2014	2.4	山东黄金集团青岛黄金有限公司	麻湾探矿权
2014	6.0	山东黄金集团有限公司	寺庄金矿深部普查探矿权
2016	44.7	山东黄金集团有限公司,山东黄金有色金属集团有限公司,山东黄金地质矿产勘查有限公司,烟台市金茂矿业有限公司,王志强	东风探矿权、东风采矿权及相关资产与负债、归来庄公司70.65%股权及蓬莱矿业100%股权、新立探矿权等资产
2017	66.0	巴理克开曼公司,巴理克黄金公司	直接和间接持有MAG50%的股权,公司与巴理克将对MAG拥有的阿根廷贝拉德罗金矿实施共同经营,并各按50%比例并表
2017	1.7	青岛市平度金兴金矿	金兴金矿为探矿权人的大庄子南段探矿权、大庄子-侯家探矿权及相关的资产、负债和人员
2017	8.9	山东省第六地质矿产勘查院	山东省莱州市前陈-上杨家矿区金矿勘探探矿权
2017	6.6	山东黄金集团有限公司	新城探矿权、玲珑探矿权、沂南探矿权
2021	增发H股换股并购	恒兴黄金控股有限公司全体股东	恒兴黄金控股有限公司100%股权
2021	32.8	卡帝诺资源有限公司全体股东	卡帝诺资源有限公司100%股权
2021	1.7	山东黄金集团有限公司	焦家金矿采矿权、探矿权及相关土地资产
2021	71.3	山东黄金集团有限公司	山东地矿来金控股有限公司100%股权,莱州鸿昇矿业投资有限公司45%股权,山东莱州鲁地金矿有限公司100%股权,山东天承矿业有限公司100%股权
2023	127.6	沈国军,中国银泰投资有限公司	银泰黄金股份有限公司20.93%股权（进行中）

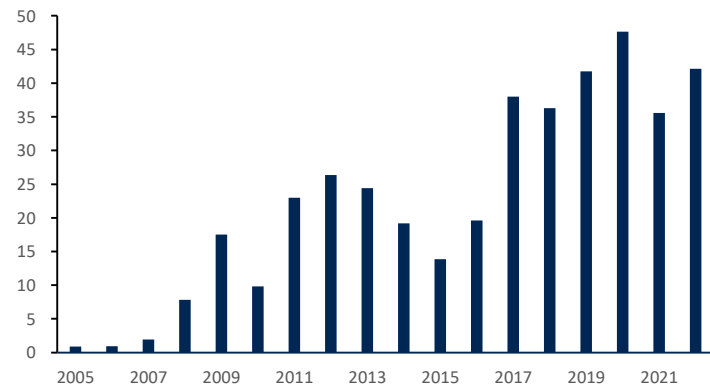
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司历年黄金产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

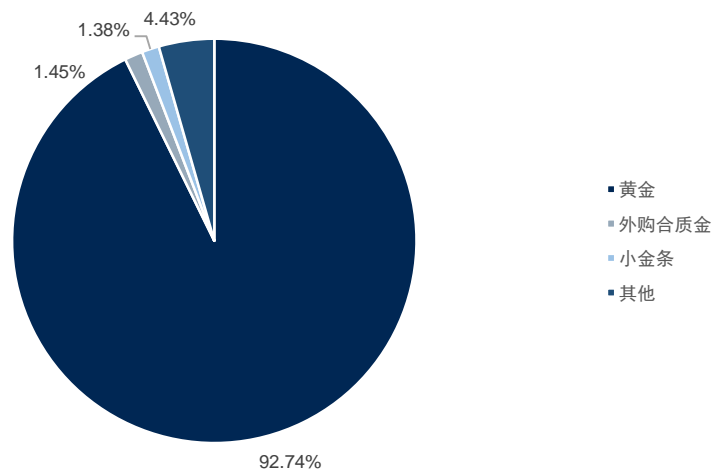
图：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **股价与金价走势趋同，易出现“戴维斯双击”。**复盘山东黄金股价走势，其涨跌与黄金价格走势紧密相关，仅少数时期受黄金价格预期分歧以及大盘走势等因素影响与黄金价格出现分歧。通常而言，商品价格出现大涨之后会引发供给端的响应，企业盈利增厚，进一步扩大资本开支带来产量上行，远端价格会出现向下压力，存在明显的“自我减速机制”。但这个规则对于黄金来说是失效的，因为在经济低迷以及金融动荡阶段，普遍认为黄金股具备一定的避险属性，而黄金供应相对稳定，又具备强金融属性，与美元实际利率的变化密切相关，金价上行过程会提振黄金的投资需求，黄金股易享受到业绩与估值同步提升的乘数效应，表现出较金价更大的弹性。
- ◆ **业务纯粹，股价高弹性。**黄金股的利润可简化拆解为（金价-成本）\*矿产金销量+其他业务。克金成本主要受矿山资源禀赋影响，波动幅度较金价变化通常可忽略。因此，黄金业务纯粹、矿产金产销量有增长的企业在金价上行期业绩弹性会更为突出。山东黄金业务高度集中于黄金，矿产金贡献毛利占比超过90%，矿产金+外购金+小金条业务营业收入占比超过90%。同时，公司持续发展，资源量和黄金产量均不断提升，2005-2022年公司矿产金产量复合增速达12.8%。

图：2022年公司毛利构成（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

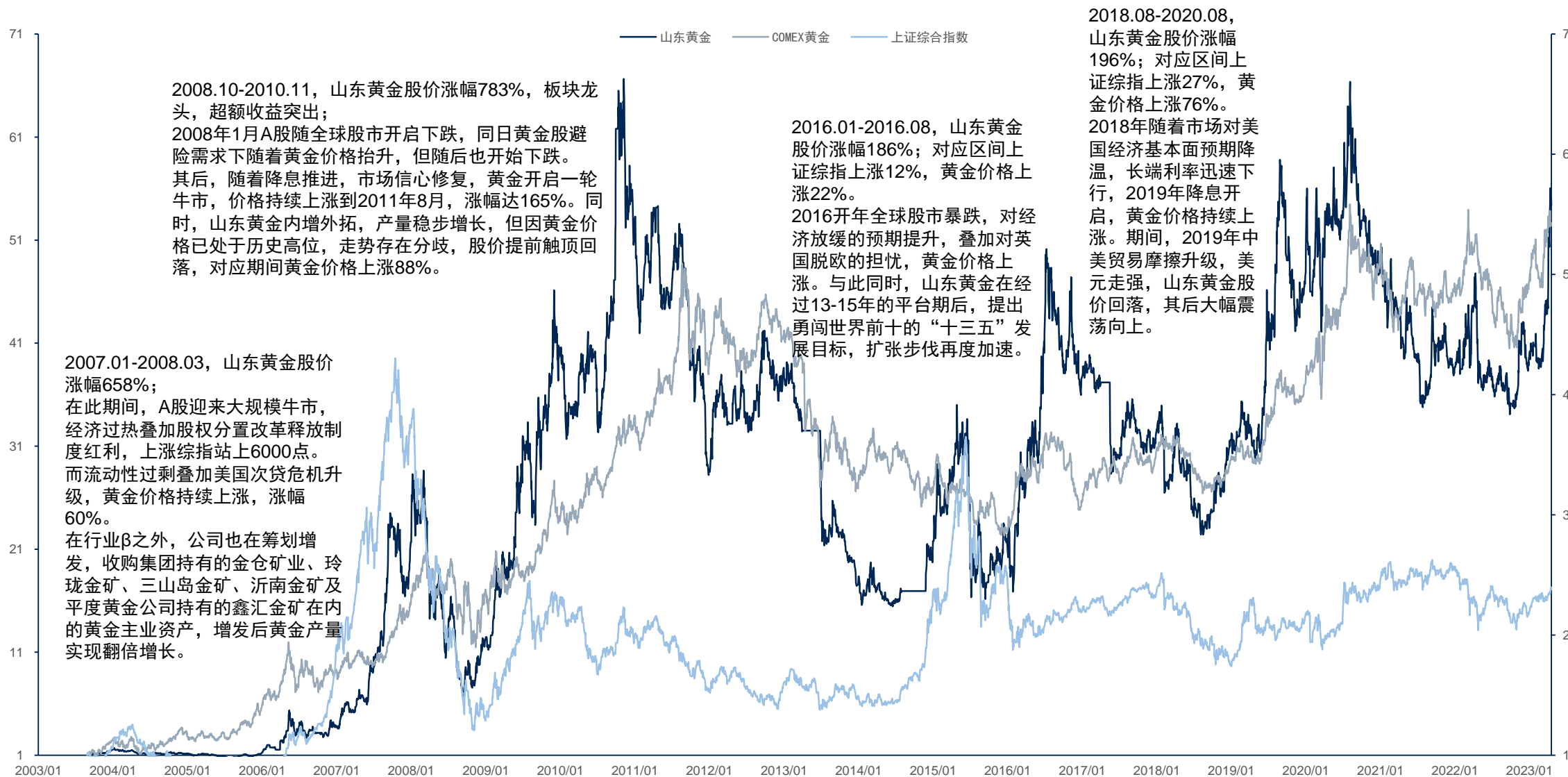
表：公司股价及估值变化情况

日期	收盘价(后复权)	市盈率PE(TTM)	市净率PB	COMEX黄金
2023-05-04	61%	102%	62%	23%
2022-09-28	-29%	-80%	-30%	-15%
2022-04-12	37%	283%	58%	9%
2021-07-28	-48%	-42%	-52%	-13%
2020-08-06	57%	11%	47%	42%
2019-11-12	-28%	-39%	-30%	-5%
2019-08-29	162%	295%	143%	29%
2018-08-17	-54%	-53%	-65%	-13%
2016-08-03	199%	93%	179%	24%
2015-09-15	-54%	-33%	-54%	-8%
2015-04-29	126%	75%	109%	-9%
2014-06-19	-67%	-15%	-82%	-30%
2011-09-02	-29%	-56%	-47%	34%
2010-11-09	897%	461%	485%	83%
2008-09-12	-77%	-92%	-70%	-22%
2008-03-03	4146%	1010%	588%	134%
2005-07-18	-33%	-71%	-37%	13%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理



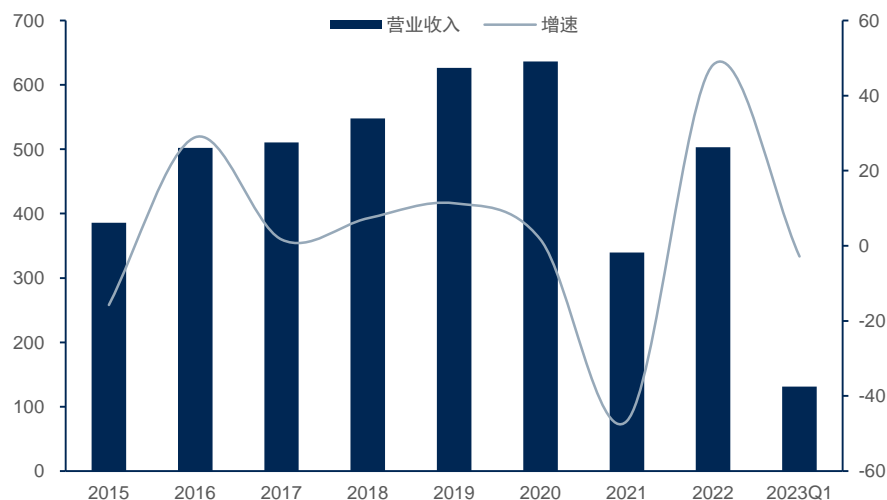
图：山东黄金收盘价（后复权）与COMEX黄金收盘价、上证综合指数变化趋势



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **2021年：安全检查影响巨大。**受年初山东省内两家地方企业安全事故影响，政府要求山东省内地下非煤矿山根据开展安全检查，矿山停产导致公司上半年各项生产经营指标大幅下滑。面对挑战，公司多措并举，全力以赴复工达产，黄金产量由2021年6月单月1.63吨攀升至12月单月2.81吨，全年完成矿产金产量24.78吨。截至2023年3月末，仅玲珑金矿的玲珑矿区于尚在办理安全生产许可证，未复工复产。
- ◆ **2022年：业绩扭亏为盈。**公司紧盯“稳外拓内、创出新高”年度目标，积极推动权证办理、资源整合、项目建设，全面提高产能，公司7家矿山产量创出新高，全年完成矿产金产量38.67吨，同比增长56.06%。随着产量的恢复，单位成本大幅下降，2020/21/22年自产金单克营业成本分别为185/280/222元。2022年，公司实现营业收入503.06亿元，同比增长48.24%；归属于上市公司股东的净利润12.46亿元，同比增长743.23%。
- ◆ **2023年：内外联动，跨越提升。**公司将立足国内国际双循环发展格局，国内矿山产量稳步增长，国外矿山效益逐渐显现，在做强做优的基础上做大做久，全面筑牢公司行业领先优势，公司提出黄金产量不低于39.64吨的生产经营计划。2023年一季度，公司完成自产金产量9.38吨，同比下降0.51%，受益金价上涨，实现归母净利润4.39亿元，同比增长39.34%。

图：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 公司成长

## 内部挖潜+外延并购，公司迎来高速增长期

### 十四五提出新挑战

- ◆ 山东黄金集团提出“致力全球领先，跻身世界前五”的战略目标，到2025年，利润总额达到80-100亿元，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。

### 重点矿山情况

- ◆ 焦家金矿：全国第一大产金矿山。2022年金矿产量达10.04吨。公司计划投资82.73亿元用于山东黄金矿业（莱州）有限公司焦家矿区（整合）金矿资源开发工程，项目建设期6年，达产后预计年均产浮选金精矿29.0万吨，含金18.85吨。
- ◆ 三山岛金矿：扩界扩能潜力巨大。第一座海底开采金属矿山，机械程度高，近年来，公司大力推进三山岛矿山国际一流示范矿山建设，积极将5G、大数据、人工智能、物联网等技术应用到建设项目中。2022年，金矿产量为5.5吨。2020年，公司启动三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程，项目计划投资120.52亿元，建设期7年，建成后将形成1.5万吨/天的选矿能力。2022年其关键工程井深达到1915米的“亚洲第一深井”三山岛副井工程正式开工建设。
- ◆ 新城金矿：资源整合开发有序开展。矿山品位稳定，在地表有矿床露头，易采易选，港股招股说明书显示2015-2017年间新城金矿现金营运成本分别为549、532、554美元/盎司，成本优势突出。2022年，金矿产量为5.7吨。2022年新城金矿取得整合后的采矿许可证，资源整合扩界项目、采选扩能扩界项目的环境批复，已于2022年6月完成滕家竖井工程提升系统安装调试，具备了提升能力。
- ◆ 玲珑金矿：复产工作有序推进。2022年，玲珑金矿产量仅为1.1吨，在2020年前产量在4吨左右。2022年12月，东风矿区取得延续后的采矿许可证及安全生产许可证，于2023年1月复产。玲珑矿区于2022年12月取得延续后的采矿许可证，截至2023年3月尚在办理安全生产许可证，未复工复产。

## ◆山东省黄金工业“十四五”发展规划

- ◆到2025年末，我省黄金行业继续保持全国黄金第一大省地位，规模优势进一步增强，产业布局和产品结构更加优化，品牌效应进一步凸显，安全环保水平明显提升，高端化、智能化、绿色化发展成果显著，大、中型黄金企业集团黄金年产量占全省总产量的96%以上，形成以黄金为主，多金属、多元化、上下游一体化发展的新格局。
- ◆依托胶东地区世界第三大黄金成矿带、国家级整装勘查区、世界级特大型金矿富集区，充分发挥在莱州、招远等已形成的产业基础，打造世界级黄金资源产业基地。

## ◆山东黄金集团：矿产金产量达到80吨

- ◆到2025年，利润总额达到80-100亿元，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。
- ◆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。
- ◆四个抓手：莱州世界级黄金基地建设；国内及国际范围内的资源并购与整合；以数字化转型为代表的信息化建设；三山岛国际一流示范矿山建设的推广。

## ◆上市公司：致力全球领先，跻身世界前五

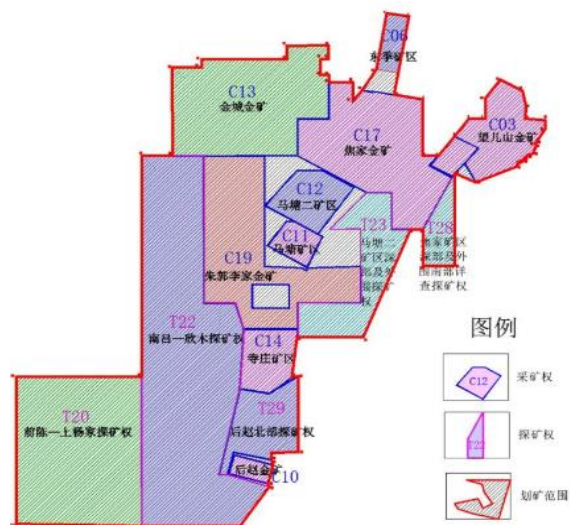
- ◆第一阶段（2021年-2023年）：完成1-2笔海外矿产收购，增加年产量约13吨；稳步推进莱州世界级黄金生产基地建设；通过自有勘探活动增加约300吨资源量，通过资源并购增加约350吨资源量。
- ◆第二阶段（2024年-2025年）完成1-2笔海外矿产收购，增加年产量约10吨；莱州基地新增产量达到12-13吨；通过联合勘探、资源并购分别增加400吨资源量；争取有1-2个单体矿山规模进入全球前30名。

# 焦家金矿：全国第一大产金矿山

◆公司主力矿山，年产量破10吨。焦家金矿座落于莱州市金城镇境内，矿山始建于1975年，1980年建成投产，累计产金量突破百吨，是全国首座数字化矿山。截至2022年底，焦家金矿金资源量为350.52吨，品位3.37克/吨，储量为87.18吨，品位3.68克/吨。2022年，金矿产量达10.04吨。

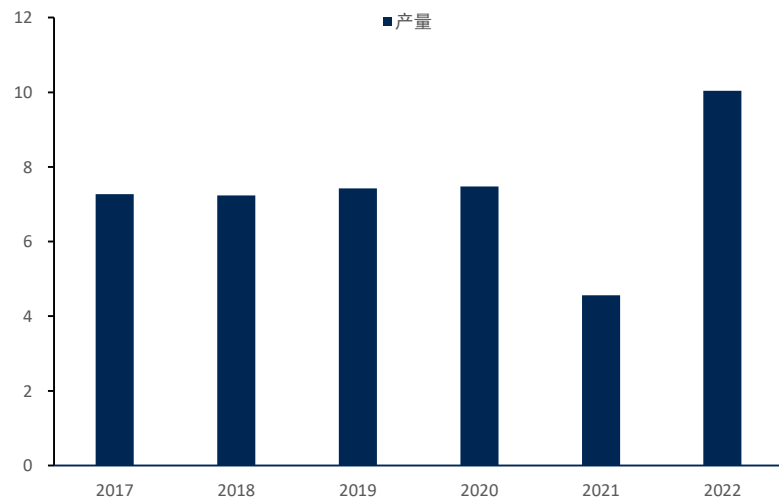
◆焦家金矿资源整合开发工程有序推进，黄金产量有望大幅提升。公司计划投资82.73亿元用于山东黄金矿业（莱州）有限公司焦家矿区（整合）金矿资源开发工程，整合的矿业权包括焦家金矿、望儿山金矿、寺庄矿区、马塘矿区、马塘二矿区、东季矿区、金城金矿（集团未建）、朱郭李家金矿（未建）、后赵金矿共9个采矿权和5个探矿权，矿区内保有金资源量442.24吨，平均品位3.51克/吨。项目建设期6年，目前已完成可行性分析论证，并已取得整合后的采矿许可证、环评批复及山东省发改委核准批复。通过对焦家金矿带矿区和现有工程进行整合，结合统一规划、规模化开发、标准化作业开采和集中经营等手段，可以有效解决目前焦家金矿带矿山开采点多面广、一矿多开的问题。募投项目建设完成后，公司在焦家矿区的金矿石选矿系统总规模可提升至2万吨/天，包括选矿规模为0.6万吨/天的现有焦家选矿厂和选矿规模为1.4万吨/天的朱郭李家新建选矿厂两条生产线。达产后预计年均产浮选金精矿29.0万吨，含金18.85吨。

图：焦家矿区（整合）金矿整合的14个矿权分布情况



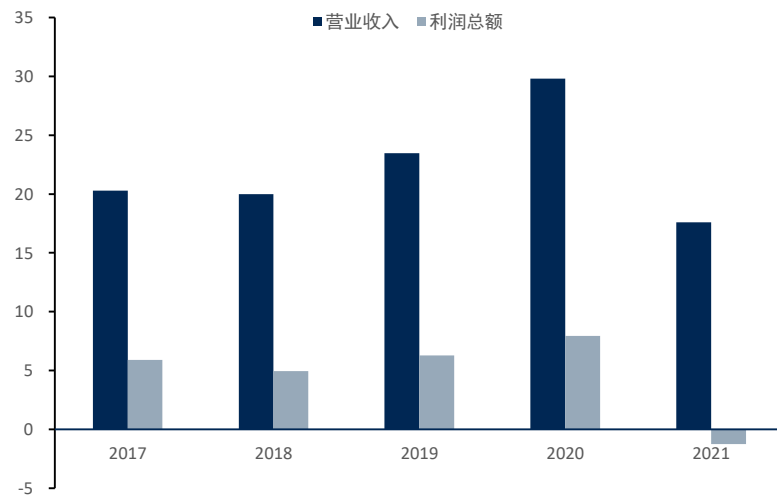
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：焦家金矿黄金产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：焦家金矿营业收入及利润总额（亿元）

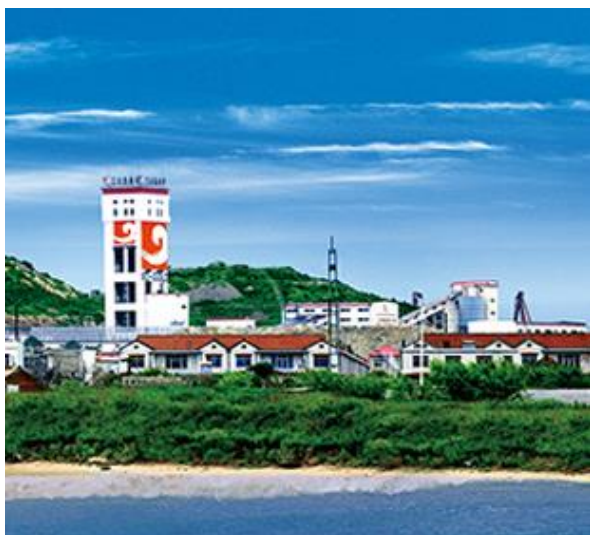


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 三山岛金矿：扩界扩能潜力巨大

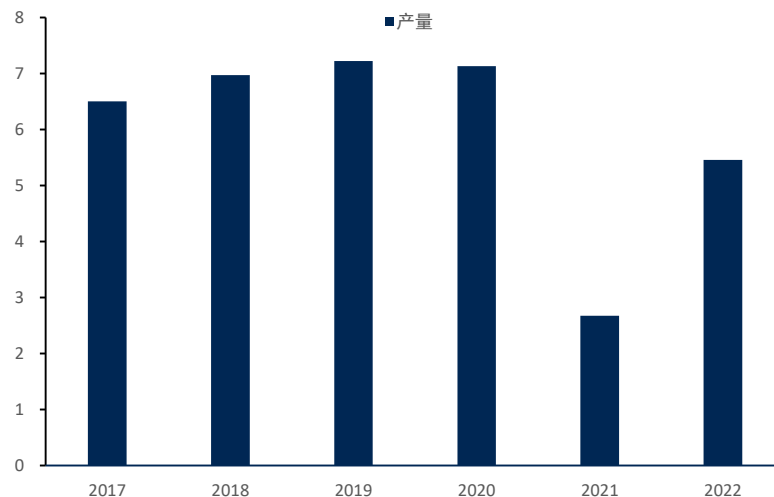
- ◆ **第一座海底开采金属矿山，机械程度高。**三山岛金矿位于莱州湾畔，1978年开工建设，是国家黄金工业“七五”期间重点建设项目。近年来，公司大力推进三山岛矿山国际一流示范矿山建设，积极将5G、大数据、人工智能、物联网等技术应用到建设项目中，引领“智慧矿山”和“生态矿业”的快速发展，目前矿山装备水平和机械程度优势突出。截至2022年底，三山岛金矿金资源量为146.58吨，品位3.07克/吨，储量为50.64吨，品位2.72克/吨。2022年，金矿产量为5.5吨。
- ◆ **亚洲第一深井工程建设有序推进。**2019年，公司将所属三山岛金矿、新立金矿两个采矿权和三山岛金矿区外围地质详查、新立矿区55-91线矿段金矿勘探、新立村金矿勘探三个探矿权进行整合，整合主体为三山岛金矿，对应工程采选规模为0.8万吨/天。2020年，公司启动三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程，项目计划投资120.52亿元，建设期7年，建成后将形成1.5万吨/天的选矿能力。2022年其关键工程井深达到1915米的“亚洲第一深井”三山岛副井工程正式开工建设，截至2022年年底，井筒掘进累计完成758米。

图：三山岛金矿



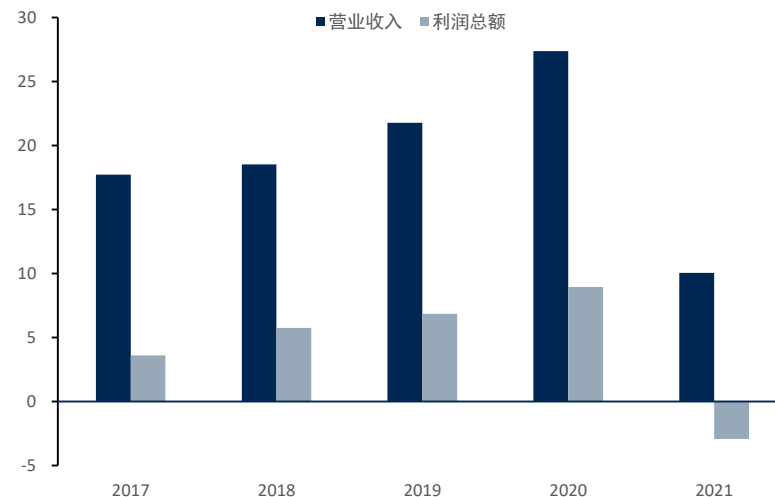
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：三山岛金矿黄金产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三山岛金矿营业收入及利润总额（亿元）

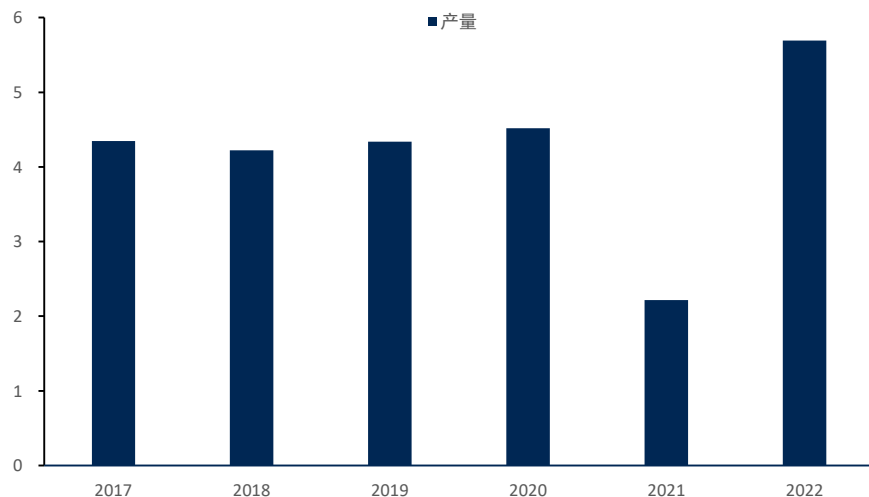


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 新城金矿：资源整合开发有序开展

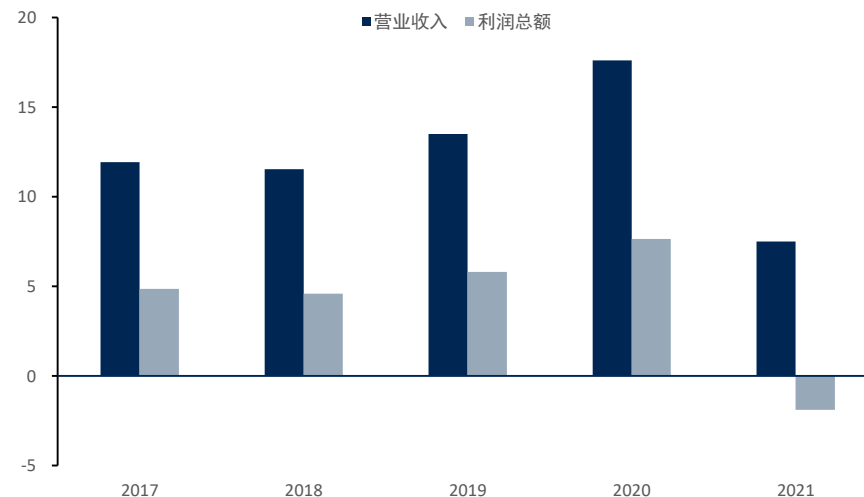
- ◆ **品位稳定，成本占优。**新城金矿位于胶东半岛渤海湾畔，始建于1975年，1980年竣工投产，是全国第一批“国家级绿色矿山”试点单位、全国矿山企业唯一“国家环境友好企业”。截至2022年底，新城金矿金资源量为200.71吨，品位3.38克/吨，储量为59.59吨，品位3.33克/吨。矿山品位稳定，在地表有矿床露头，易采易选，港股招股说明书显示2015-2017年间新城金矿现金营运成本分别为549、532、554美元/盎司，成本优势突出。2022年，金矿产量为5.7吨，有明显突破。
- ◆ **新城金矿资源整合开发工程进度超过30%。**公司计划投资37.84亿元用于新城金矿采选扩建工程。2022年新城金矿取得整合后的采矿许可证，资源整合扩界项目、采选扩能扩界项目的环评批复。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。新城金矿原为主竖井+盲竖井+斜坡道联合开拓方式，生产规模41.25万吨/年，选矿规模3000吨/天；红布矿区原采矿生产规模为6万吨/年，选矿规模700吨/天。整合完成后，项目一期采选6000吨/天，年平均产金约5.49吨；项目二期采选8000吨/天，达产后可年平均产金7.77吨。新城金矿不断优化施工组织，已于2022年6月完成滕家竖井工程提升系统安装调试，具备了提升能力。

图：新城金矿黄金产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：新城金矿营业收入及利润总额（亿元）

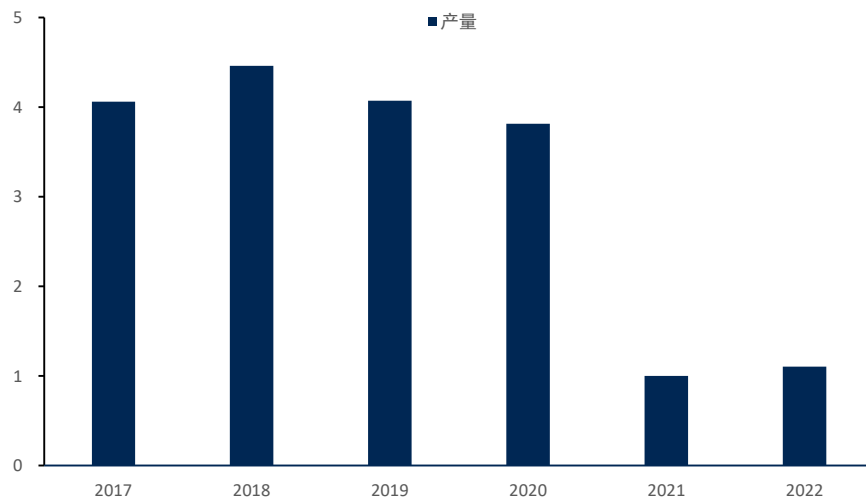


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 玲珑金矿：复产工作有序推进

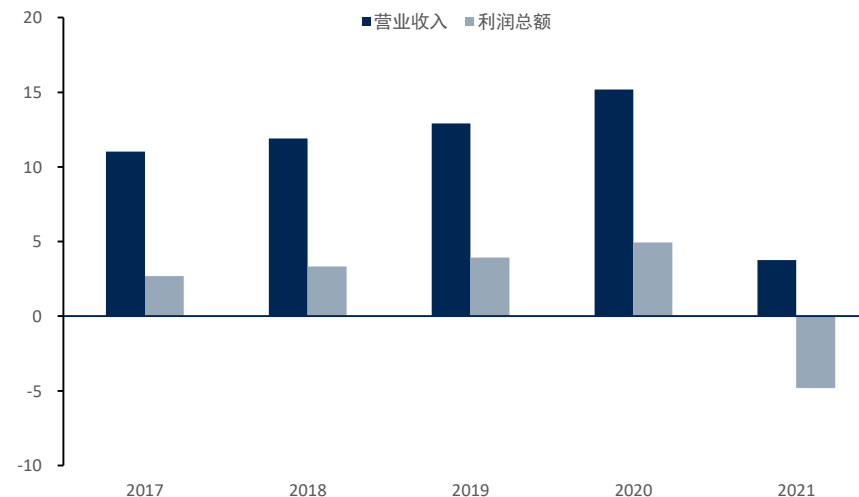
- ◆ **历史悠久。**玲珑金矿位于招远市和龙口市交界处，自14世纪以来一直在开采，于1962年开始现代化生产，是我国累计产金最多的矿山。玲珑金矿包括玲珑矿区、灵山矿区、东风矿区，截至2022年底，玲珑金矿金资源量为157.56吨，品位2.87克/吨，储量为15.04吨，品位2.28克/吨。
- ◆ **重点推动复工复产工作。**2021年，受省内两家地方企业安全事故影响玲珑金矿停产；因玲珑矿区、东风矿区采矿权到期，持续停产，直到生态红线划定方案批复后，取得省内第一批延续采矿许可证。2022年，玲珑金矿产量仅为1.1吨，在2020年前产量在4吨左右。2022年12月，东风矿区取得延续后的采矿许可证及安全生产许可证，于2023年1月复产。玲珑矿区于2022年12月取得延续后的采矿许可证，截至2023年3月尚在办理安全生产许可证，未复工复产。
- ◆ **东风矿区扩能改造项目进度过半。**公司计划投资12.27亿元用于玲珑金矿东风矿区扩能扩界工程，投资4.35亿元用于玲珑矿区深部开采工程，目前均在有序推进。

图：玲珑金矿黄金产量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：玲珑金矿营业收入及利润总额（亿元）



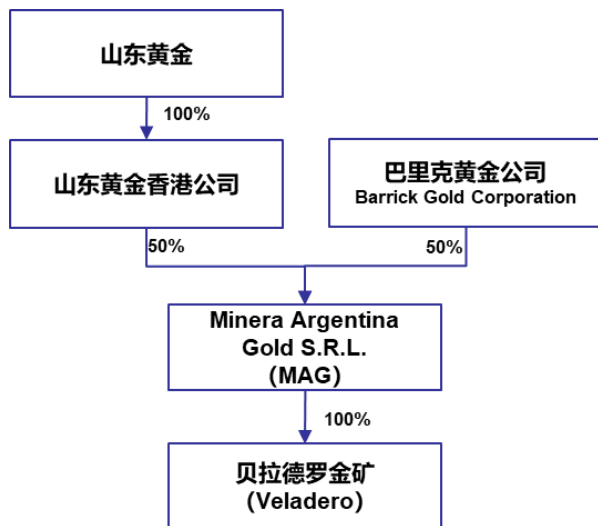
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 贝拉德罗金矿：海外布局的初次尝试

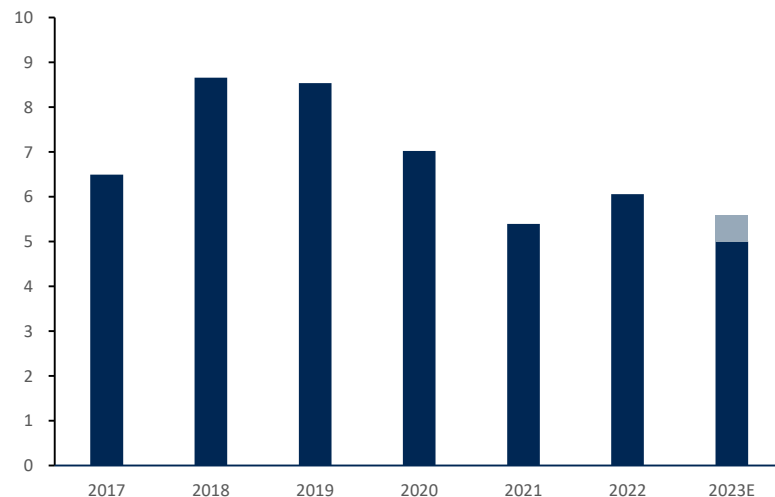
- ◆ **阿根廷最大金矿**。2017年公司通过全资子公司山东黄金香港收购巴里克黄金公司所属贝拉德罗金矿50%的权益，按50%比例并表。贝拉德罗金矿金矿是一个大型露天堆浸金银矿，位于阿根廷中西部高海拔的安第斯山脉，包括Veladero采矿权组和Filo Norte采矿权组，共计13项采矿权，其中8个采矿权租赁至2028年，自有的5个采矿权无期限。截至2022年底，贝拉德罗金矿金资源量为188.18吨，品位0.68克/吨，储量为119.75吨，品位0.71克/吨。
- ◆ **近年来产量维持在5-7吨左右**。贝拉德罗金矿于2003年开始建设，2005年9月投产，矿山基础设施完备，运营稳定。2022年，金矿产量为6.1吨，受通胀导致能源以及人力成本上涨，生产总维持成本进一步上涨至1528美元/盎司。2023年，公司产量指引为5.0-5.6吨，生产总维持成本指引为1550-1630美元/盎司。截至2022年末，公司堆浸垫扩容项目7A阶段已投入使用，并预计在2024年下半年提供堆放能力；下一个7B阶段的建设计划于2023年第四季度开工，于2024年完工。此外，该矿已成功并网发电，能源成本有望降低。

图：贝拉德罗金矿股权结构



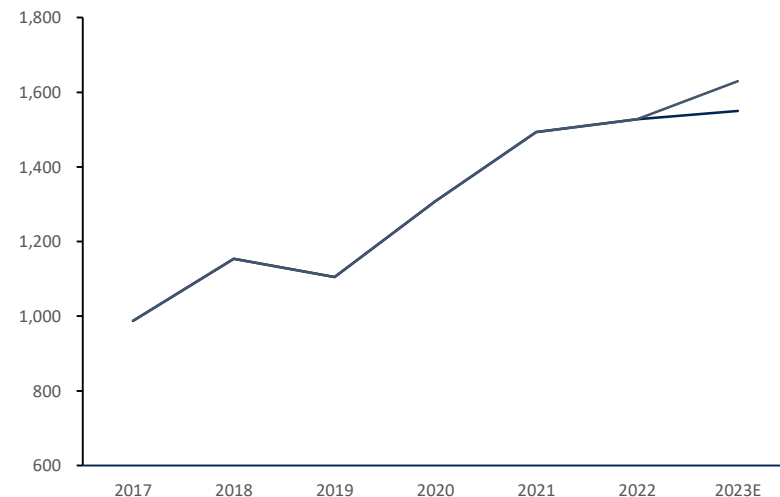
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：贝拉德罗金矿黄金产量（吨，50%权益）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：贝拉德罗金矿生产总维持成本（美元/盎司）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 卡帝诺金矿：海外拓展再下一城

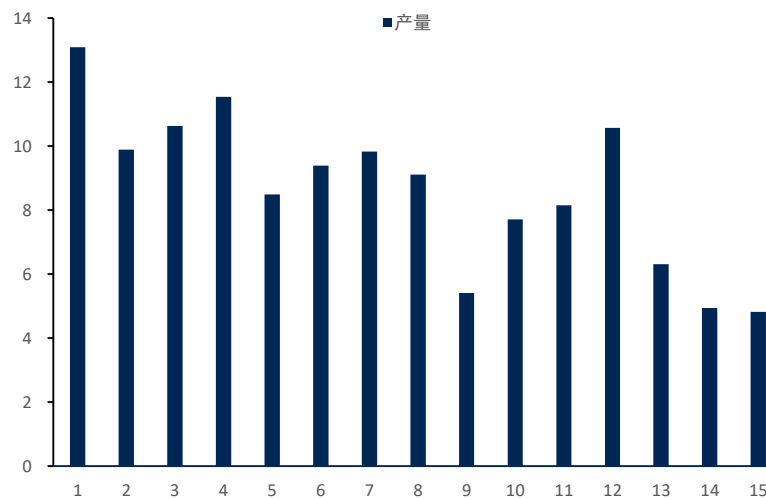
- ◆ **加纳黄金项目，潜力巨大。**2021年3月末，公司完成对澳大利亚、加拿大两地上市公司卡帝诺资源有限公司的要约收购，该公司成为山东黄金香港的全资子公司。卡帝诺核心资产为位于加纳的三个黄金项目，分别是位于加纳东北部Bole-Nangodi成矿带的Namdini开发项目和Bolgatanga勘探项目，以及位于加纳西南部Sefwi成矿带的Subranum勘探项目。Namdini项目位于加纳东北部Upper East省Talensi区Bolgatanga镇东南约30km处，矿权期限15年，将于2035年2月11日届满，期满可延长不超过30年。Namdini项目为露天开采项目，拥有证实加可信储量（P+P）约157.2吨黄金，平均品位1.13克/吨；拥有探明加控制资源量（M+I）约203.1吨，平均品位1.12克/吨；推断资源量（Inf）约14.3吨，平均品位1.20克/吨。
- ◆ **Namdini项目稳步推进。**Namdini项目于2014年开始钻探，2015年取得重大发现，2019年完成可研报告，根据可研报告，该项目建设期为27个月，项目建成投产后可平均年产黄金8.9吨。2022年，卡帝诺纳穆蒂尼矿业公司已经完成了项目可研、EPCM总承包商的选聘工作，正稳步有序推进项目施工图设计、设备选型等项目建设的相关工作；现场工作方面，已基本完成社区搬迁工作，进矿道路、供电线路、营地建设、水井工程、IT通讯工程等工作正有序开展，为项目的现场施工做好了充分的准备。力争2023年底开始氧化矿开采及基建剥离。

图：卡帝诺资源项目地理位置



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Namdini项目黄金产量指引（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：Namdini项目关键指标

关键经济指标	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	110.0	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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

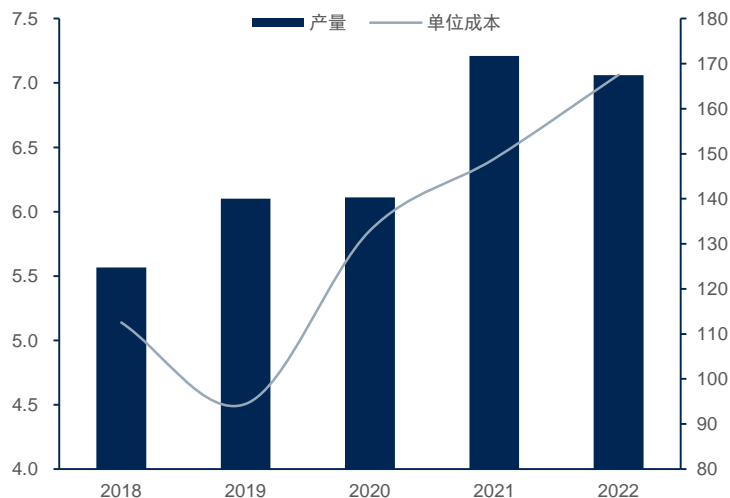
# 银泰黄金：优质资源并购推进中



◆**优质黄金资产，成本低，潜力大。**银泰黄金拥有4座金矿矿山，黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿（停产待恢复），1座铅锌银多金属矿山玉龙矿业。截至2022年末，公司合计总资源金金属量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；另外公司还拥有15宗探矿权，探矿权的勘探范围达159.63平方公里，找矿潜力巨大。2022年，公司合质金产量7.06吨，未来华盛金矿复产后，产量有望大幅提升；矿产银产量190.74吨，随着1400t/d选矿技改工程竣工验收，未来产能有望提升。受益高品位，公司黄金生产成本低，盈利能力强，2022年公司矿产金合并摊销后单位成本仅167.54元/克，而全球采金业平均综合维持成本约为276元/克。2022年，银泰黄金实现营业收入83.82亿元，同比下降7.29%；实现归母净利润11.24亿元，同比下降11.69%。

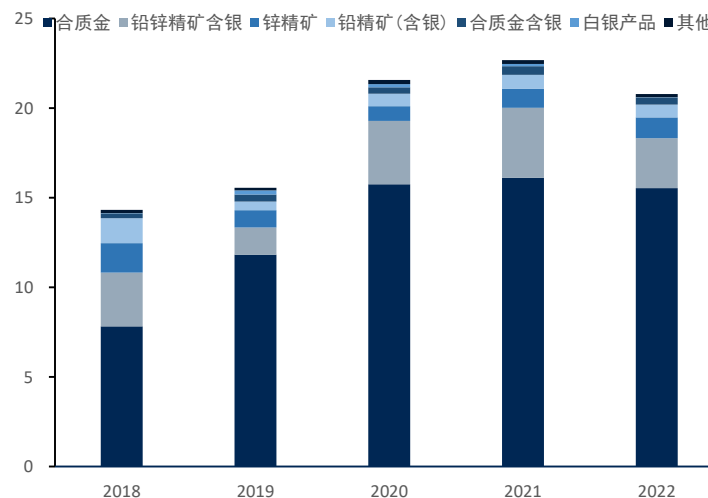
◆**股份转让工作持续推进。**2022年12月9日，公司与中国银泰投资有限公司、沈国军先生签署了《股份转让协议》，公司拟受让沈国军先生及中国银泰投资有限公司合计持有的银泰黄金20.93%的股份，转让价格127.6亿元。转让工作有序推进，目前尚需香港联合交易所审核、公司股东大会批准、需按照深圳证券交易所协议转让有关规定履行相关程序。若本次转让全部顺利实施完成，山东黄金将成为银泰黄金的控股股东。

图：公司矿产金产量及单位成本（吨，元/克）



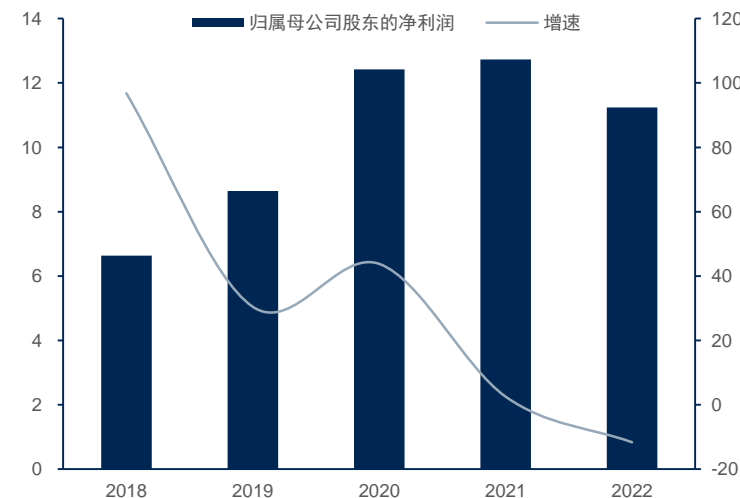
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司分产品毛利情况（亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- ◆ **积极布局甘肃资源。**甘肃省金资源储量丰富，但开发利用程度低，甘肃省矿产资源总体规划（2021—2025年）中提出，引导社会资金投入，全力提高金资源保障能力，2025年金矿开采总量力争达到13吨金属量的目标（2020年为9.26吨）。公司目前在甘肃布局有西和中宝，2022年产黄金1吨，为拓展新的黄金资源开发基地，2023年1月，公司公告拟与甘肃资管共同出资设立甘肃金桥矿业有限公司，整合及开发甘肃优质黄金矿产资源，公司以货币出资2.7亿元，占注册资本的60%。
- ◆ **赤峰柴矿扩建项目有序推进。**赤峰柴矿是公司在山东省外布局的首个金矿，2022年黄金产量为1.73吨。目前公司已经取得2000吨/日扩建项目核准批复及配套尾矿库扩建的环境影响报告书批复，副井工程于2022年底正式开工建设。
- ◆ **新疆金川矿业产量增长。**2021年，公司完成对香港上市公司恒兴黄金100%股份的换股收购，获得新疆地区最大单体金矿金山金矿的采矿权，2021/2022年黄金产量分别为2.35/2.72吨。
- ◆ **鑫汇金矿采选扩能工程获得核准批复。**青岛市发改委批复同意建设鑫汇金矿采选扩能工程项目，项目矿区面积7.05km<sup>2</sup>，开采标高+34.1m至-1170.0m，采矿生产规模由33.0万t/a增加至82.5万t/a。
- ◆ **低品位资源充分利用。**公司的各矿山企业建立了低品位资源台账，根据市场价格变动，综合分析生产运营成本，科学的、动态的测算边界品位，制定合理的低品位资源利用方案，与高品位矿体统一规划、统一开采利用，科学开发资源，实现经济效益最大化。
- ◆ **山东黄金集团资源丰富。**在上市公司外，黄金集团还保有大量优质黄金资源，截至2022年，集团拥有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。集团对所拥有的中国境内的金矿探矿权、采矿权的资源、权证完善情况持续进行梳理，将积极推动符合条件的矿权转让至上市公司的工作。2020年，集团旗下山金有色、金创集团、青岛公司和其他的黄金产量分别为3.14、1.84、0.58、0.41吨，合计5.97吨。

# 行业分析

## 加息终点预期走强，看好黄金中长期走势

### 加息终点预期走强

- ◆ 5月4日，美联储公布5月FOMC会议声明，上调联邦基金目标利率25BP至5.0%-5.25%区间，符合市场预期，为2006年以来的最高水平。在前瞻指引中，删除了预计一些额外的政策紧缩可能是适合的表述，变化为委员会将持续跟踪数据并评估其对货币政策的影响。在新闻发布会中，鲍威尔也表达了当前的政策是紧缩的，实际利率约为2%，明显高于中性利率。虽然目前并没有完全排除进一步加息的可能，后续还要看数据变化，但因为银行风险事件的发酵以及债务上限问题，5月为本轮紧缩周期最后一次加息的可能性提升。目前市场预期年内即会出现降息。CME工具显示6月不加息概率为90.4%，加息25BP预期为9.6%；9月大概率开启首次降息。

### 经济存在下行压力

- ◆ 美国GDP低于预期。美国一季度实际GDP年化季环比初值1.1%，预期1.9%，前值2.6%。分项来看，美国私人消费对实际GDP的环比拉动率为+2.5%，私人投资对实际GDP的环比拉动率为-2.3%。

### 央行购金需求强劲

- ◆ 黄金储备流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。在黄金各类需求中，投资需求和央行购金波动较大，反映出黄金的金融属性，对黄金价格的影响也相对显著。世界黄金协会数据显示，2022年全球央行购金量达1079吨，成为最强劲的需求增长点。3月，中国人民银行宣布再次增储黄金，连续5个月增储黄金。截至3月底，中国黄金储备已达到2068吨，较去年11月已增加120吨。

# 加息终点预期走强



- ◆ **5月议息会议加息25BP。**5月4日，美联储公布5月FOMC会议声明，上调联邦基金目标利率25BP至5.0%-5.25%区间，符合市场预期，为2006年以来的最高水平。这是自2022年3月以来的第十次连续加息，也是今年以来第三次加息25BP。
- ◆ **FOMC会议声明措辞弱化。**在前瞻指引中，删除了预计一些额外的政策紧缩可能是适合的表述，变化为委员会将持续跟踪数据并评估其对货币政策的影响。在新闻发布会中，鲍威尔也表达了当前的政策是紧缩的，实际利率约为2%，明显高于中性利率。虽然目前并没有完全排除进一步加息的可能，后续还要看数据变化，但因为银行风险事件的发酵以及债务上限问题，5月为本轮紧缩周期最后一次加息的可能性提升。目前市场预期年内即会出现降息。CME工具显示6月不加息概率为90.4%，加息25BP预期为9.6%；9月大概率开启首次降息。
- ◆ **降息预期升温，黄金价格景气。**随着加息终点临近，对黄金价格的压制持续减弱。回溯历史，黄金在加息末期修复明显。2004-2006，美联储17次加息，2006年6月最后一次加息至5.25%。在2007年9月迎来降息期间，黄金价格上涨21%，其后的一轮大衰退从2007年12月持续到2009年6月，黄金价格大福源上涨。2015-2018，美联储加息9次，2018年12月最后一次加息至2.5%。在2019年7月降息前黄金价格上涨13%。

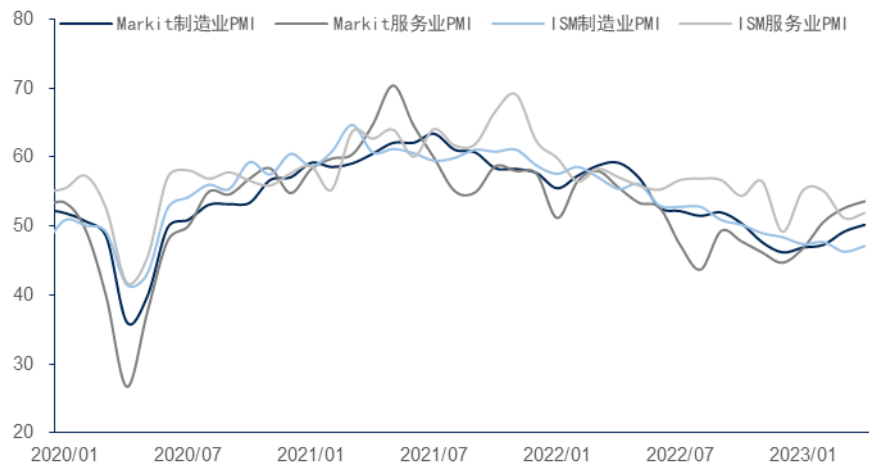
表：CME利率预测（5月12日）

	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/6/14						0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.40%	9.60%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	38.10%	56.30%	5.60%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.20%	50.10%	22.80%	1.90%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	24.60%	49.60%	23.40%	2.40%	0.00%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	23.40%	48.30%	24.70%	3.40%	0.20%	0.00%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	23.20%	48.10%	24.90%	3.60%	0.20%	0.00%	0.00%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	1.90%	25.20%	46.30%	23.20%	3.30%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/5/1	0.00%	0.50%	8.20%	31.00%	40.00%	17.80%	2.40%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/6/19	0.30%	5.50%	22.80%	36.70%	25.70%	8.00%	1.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/7/31	4.50%	19.40%	34.00%	27.90%	11.40%	2.30%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/9/25	18.50%	33.10%	28.20%	12.40%	2.90%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/11/6	19.80%	32.70%	26.90%	11.60%	2.70%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

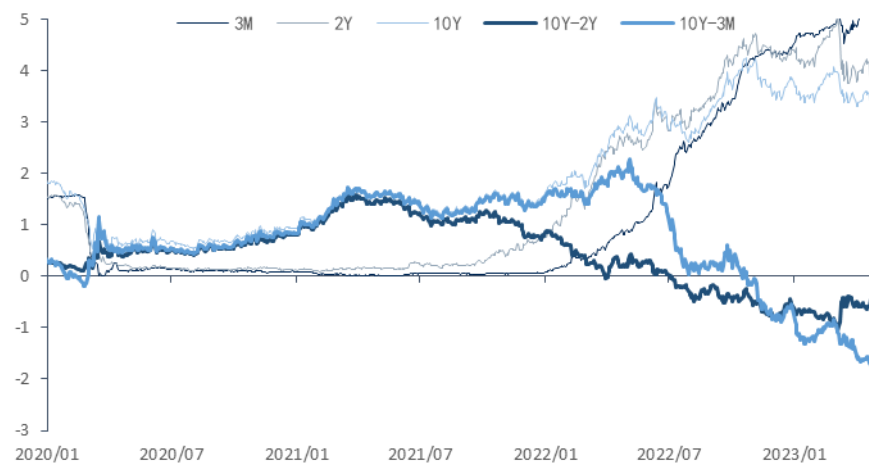
- ◆ **美国GDP低于预期。**美国一季度实际GDP年化季环比初值1.1%，预期1.9%，前值2.6%。分项来看，美国私人消费对实际GDP的环比拉动率为+2.5%，私人投资对实际GDP的环比拉动率为-2.3%。
- ◆ **PMI数据走强。**4月，Markit制造业PMI为50.2，前值49.2，回升至荣枯线上；服务业PMI为53.6，前值52.6。ISM制造业指数47.1，前值46.3；非制造业指数51.9，前值51.2%。
- ◆ **非农就业呈现结构性弱化。**4月美国非农数据显示，非农就业人口增加25.3万人，预期18.5万人，前值23.6万人（修正16.5万人）。失业率3.4%，预期3.6%，前值3.5%。平均每小时工资环比上涨0.5%，预期0.3%，前值0.3%。从就业市场表现来看，美国经济距离衰退或仍存在一定距离，但新增就业人口数量持续收敛。同时时薪环比上涨，可能导致核心通胀保持较高粘性。
- ◆ **长短端利差持续倒挂。**2022年4月初，2年期和10年期国债收益率出现短暂倒挂。一方面通胀走高，美联储宣布进入加息周期，推高短端利率；另一方面，市场对经济前景的担忧压制长端美债收益率。7月以来在对经济衰退的担忧下，10Y-2Y利差持续倒挂。10月起10Y-3M美债也已倒挂。

图：PMI变化



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：美债收益率（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

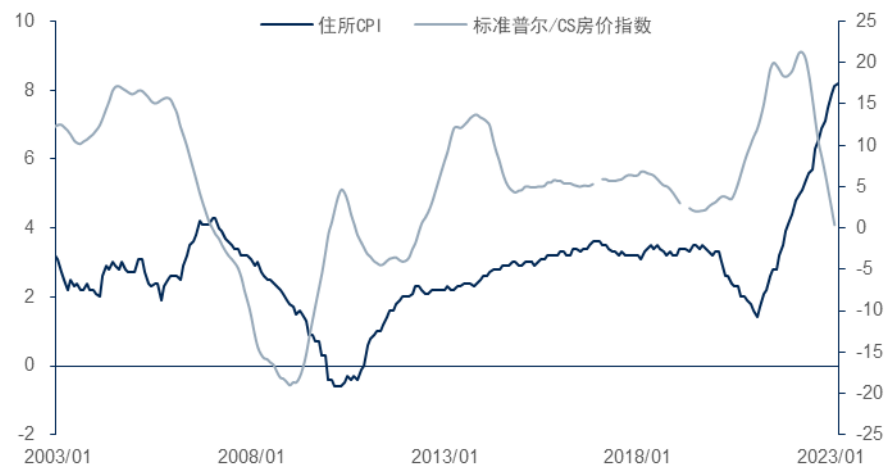
- ◆ **美国CPI增速回落。**2023年4月美国CPI同比上涨4.9%，预期5.0%，前值5.0%，连续10个月下降；核心CPI同比上涨5.5%，预期5.5%，前值5.6%。4月CPI环比增长0.4%，预期0.4%，前值0.1%；核心CPI环比增长0.4%，预期0.4%，前值0.4%。分项来看，能源保持负增速，食品和饮料、房屋、医疗服务等分项下降，服饰、运输、娱乐教育和通信、其他商品和服务出现上涨。
- ◆ **住所通胀对核心通胀影响较大。**4月，住所项CPI仍在高位，由8.2下降至8.1%。房租作为美国CPI中重要分项，对通胀情况造成较大扰动。前期流动性推升房价，让业主有提高租金的动力，而随着利率上行，地产市场有所降温。从过往情况来看，住所项CPI高点滞后房价一年左右，标准普尔/CS房价指数在2022年4月触顶后已持续回落，预计CPI住所项拐点临近，之后有望带动核心CPI下行。
- ◆ **黄金在高通胀时期表现良好。**世界黄金协会数据显示在通胀率高于3%的年份，金价平均上涨14%，在美国CPI平均同比高于5%的年份，金价平均回报率接近25%；在大宗商品主导的高通胀时期，黄金走势往往会在时间上滞后于其他商品，但在随后的12-18个月内会迎头追赶并表现出色。

图：美国及欧元区CPI变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：CPI住所项与房价变化（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理



- ◆ 黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平，作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。同时，在黄金各类需求中，投资需求和央行购金波动较大，反映出黄金的金融属性，对黄金价格的影响也相对显著。
- ◆ **央行购金大幅提升。**世界黄金协会数据显示，2022年全球黄金需求提升至4706吨，同比增长17%。分项来看，各国央行购金大幅提升，2022年三、四季度全球央行购金量分别达459、379吨，全年量达1079吨，2023年一季度达228吨，成为最强劲的需求增长点。2019年欧洲各国为主的签署国重申黄金仍是货币储备的重要组成部分；另一边新兴市场的黄金配置需求在持续提升。3月，中国人民银行宣布再次增储黄金，连续5个月增储黄金。截至3月底，中国黄金储备已达到2068吨，较去年11月已增加120吨。

表1：全球黄金供需平衡表（吨）

	2021	2022	2022年第1季度	2022年第2季度	2022年第3季度	2022年第4季度	2023年第1季度
<b>供应量</b>							
金矿产量	3,589.5	3,649.4	843.1	894.4	956.3	955.7	856.0
生产商净套保	-6.8	-10.8	25.9	2.3	-25.9	-13.0	8.1
回收金	1,136.2	1,140.6	296.2	285.3	268.6	290.5	310.4
<b>总供应量</b>	<b>4,718.9</b>	<b>4,779.2</b>	<b>1,165.1</b>	<b>1,182.0</b>	<b>1,198.9</b>	<b>1,233.2</b>	<b>1,174.4</b>
<b>需求量</b>							
金饰制造	2,230.3	2,192.3	516.4	492.3	582.3	601.3	508.6
科技	330.2	308.8	81.0	78.5	77.0	72.3	70.0
投资	1,004.1	1,126.7	558.4	213.8	103.9	250.6	273.7
金条和金币总需求量	1,193.2	1,237.2	287.7	261.2	348.0	340.3	302.4
黄金ETFs及类似产品	-189.0	-110.4	270.7	-47.4	-244.1	-89.6	-28.7
<b>各国央行和其他机构</b>	<b>450.1</b>	<b>1,078.5</b>	<b>82.7</b>	<b>158.6</b>	<b>458.6</b>	<b>378.6</b>	<b>228.4</b>
<b>黄金需求（制造基础）</b>	<b>4,014.8</b>	<b>4,706.3</b>	<b>1,238.5</b>	<b>943.2</b>	<b>1,221.8</b>	<b>1,302.8</b>	<b>1,080.8</b>
顺差/逆差	704.1	72.9	-73.3	238.8	-22.8	-69.7	93.6
<b>总需求</b>	<b>4,718.9</b>	<b>4,779.2</b>	<b>1,165.1</b>	<b>1,182.0</b>	<b>1,198.9</b>	<b>1,233.2</b>	<b>1,174.4</b>
LBMA黄金价格 (美元/盎司)	1798.61	1800.09	1,877.2	1,870.6	1,728.9	1,725.9	1,890.2

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

# 黄金企业对比

## 黄金业务纯粹，盈利能力较强

### 资源量、产量优势突出

- ◆ 公司立足国内，放眼全球，秉承资源为先的理念，资源量行业领先。基于资源优势，公司矿产金产量大，2022年为38.7吨，其中中国境内32.6吨，是中国境内矿产金产量最高的上市公司，未来产量仍有望持续提升。

### 专注黄金主业

- ◆ 2022年公司矿产金营业收入占比30.2%，外购合质金占比41.2%，小金条占比21.5%；矿产金贡献毛利占比达92.7%，矿产金+外购金+小金条业务毛利占比95.6%，长期高于其他企业。

### 矿产金业务盈利能力较强

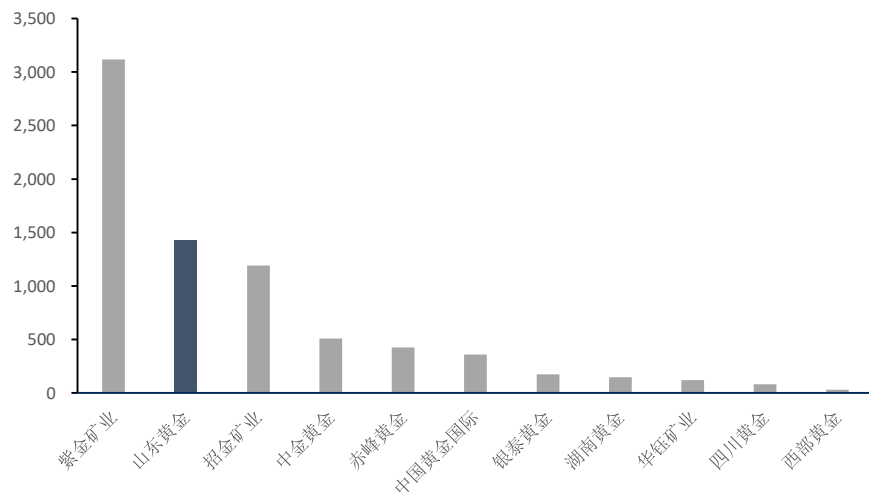
- ◆ 受山东安全检查影响，近年来公司业绩波动较大，但从过往历史来看，公司盈利能力较强。特别是从矿产金业务来看，各公司因资源品位、开采难度差异，毛利率情况不同，公司受益黄金品位较高，且具备规模化优势，单位成本较低，毛利率较高，2022年为43.33%，低于银泰黄金，高于中金黄金、赤峰黄金。

### 资产结构存在优化空间

- ◆ 2022年公司资产负债率为59.55%，相对较高。一方面公司近年来连续收购恒兴黄金、卡帝诺及山东黄金集团资产包，资产规模大幅增长。另一方面，因生产出现较大扰动，资产负债率较2020年上涨较多。2022年，公司流动比例0.62、速动比率0.45，相对较低。但市场融资渠道通畅。

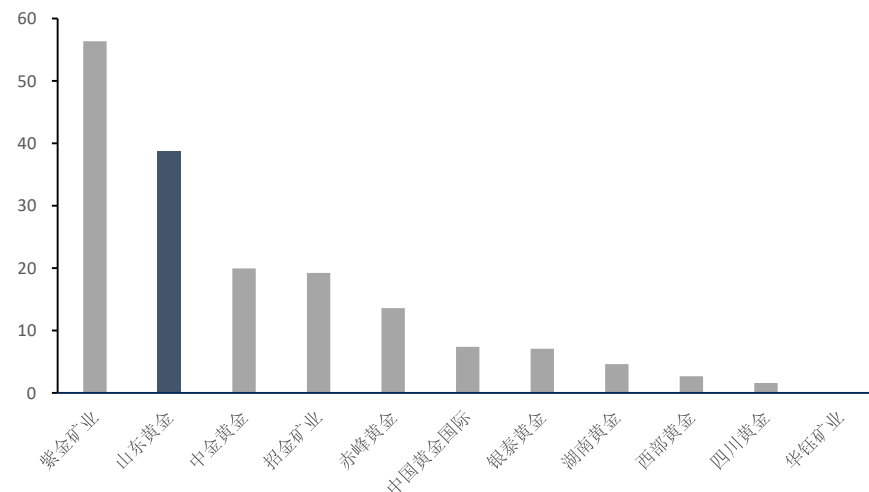
- ◆公司主营业务为黄金开采、选冶，我们选取中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金3家黄金企业作为可比公司。
- ◆中金黄金（600489.SH）主要从事黄金、有色金属的地质勘查、采选、冶炼的投资与管理等，是目前A股黄金行业唯一一家央企控股的上市公司。截至2022年底，公司保有资源储量金金属量507.3吨，铜金属量226万吨，钼金属量46.96万吨。2022年，公司生产矿产金19.93吨，矿山铜7.93万吨。2023年公司计划生产矿产金19.37吨，矿山铜7.64万吨。
- ◆银泰黄金（000975.SZ）主要业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易，截至2022年底，公司资源金金属量173.9吨，银金属量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。2022年，公司生产合质金7.06吨。
- ◆赤峰黄金（600988.SH）主要业务为黄金、有色金属采选，近年来大力推进国际战略布局。截至2022年底，公司保有资源储量金金属量424吨，全相稀土资源3.2万吨。2022年，公司生产矿产金13.57吨，电解铜0.64万吨。2023年公司重点关注降本控费，矿产金产量计划不低于14.6吨。

图：2022年黄金资源量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2022年各公司黄金产量（吨）

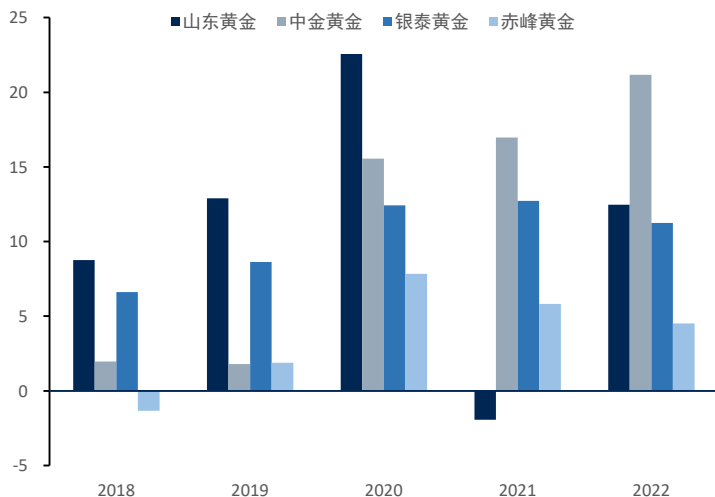


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 黄金业务纯粹，盈利能力较强

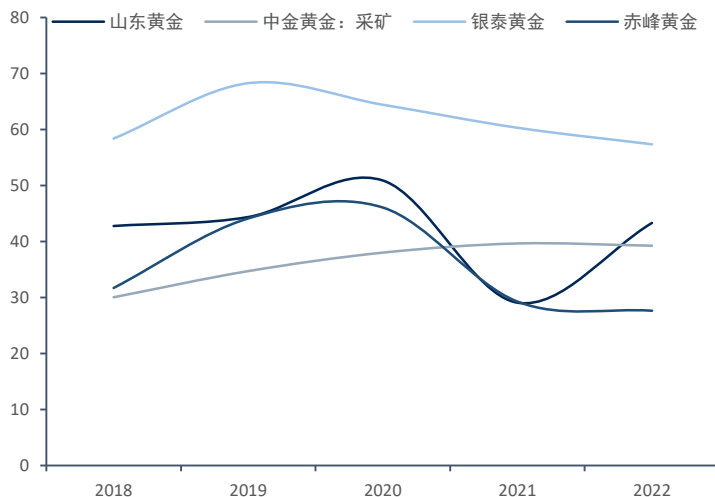
- ◆**黄金资源量、产量仅低于紫金矿业。**公司立足国内，放眼全球，秉承资源为先的理念，资源量行业领先。基于资源优势，公司矿产金产量大，2022年为38.7吨，其中中国境内32.6吨，是中国境内矿产金产量最高的上市公司，未来产量仍有望持续提升。
- ◆**专注黄金主业。**2022年公司矿产金营业收入占比30.2%，外购合质金占比41.2%，小金条占比21.5%；矿产金贡献毛利占比达92.7%，矿产金+外购金+小金条业务毛利占比95.6%，长期高于其他企业。
- ◆**矿产金业务盈利能力较强。**受山东安全检查影响，近年来公司业绩波动较大，但从过往历史来看，公司盈利能力较强。特别是从矿产金业务来看，各公司因资源品位、开采难度差异，毛利率情况不同，公司受益黄金品位较高，且具备规模化优势，单位成本较低，毛利率较高，2022年为43.33%，低于银泰黄金，高于中金黄金、赤峰黄金。但因业务结构差异，公司ROE相对偏低，2020/21/22年分别为9.41/-1.46/3.87；2022年中金/银泰/赤峰ROE分别为8.35/10.58/9.36。

图：各公司归母净利润情况（亿元）



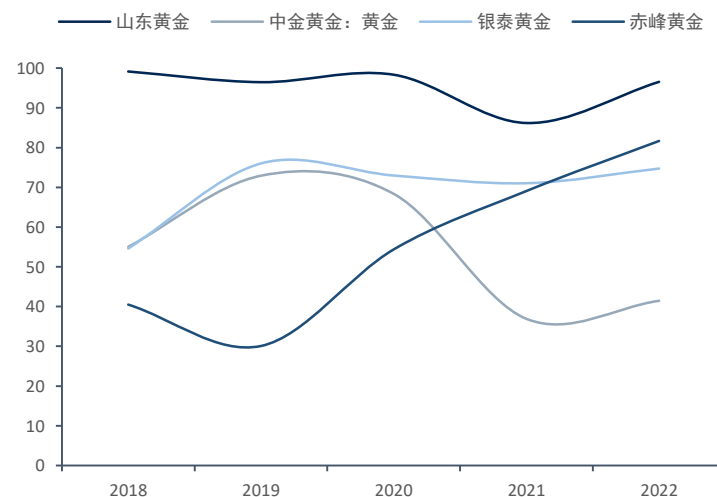
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：各公司矿产金毛利率情况（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

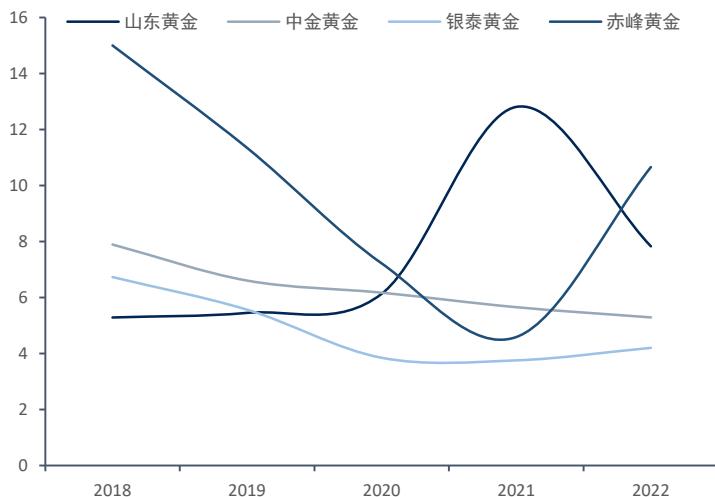
图：各公司黄金业务毛利占比（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

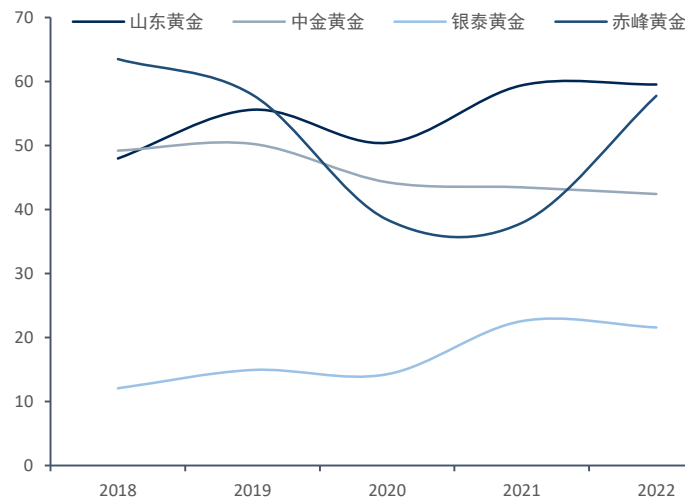
- ◆ **期间费用率相对较高。**2022年，公司销售费用/管理费用/研发费用/财务费用占营业收入比率分别为0.35%/4.60%/0.79%/2.08%，随着各矿山生产恢复，以及无形资产摊销减少，公司管理费用率大幅回落。但因职工薪酬较过往大幅提升，管理费用率整体仍出于历史高位。另外，公司财务费用率相对较高，2022年中金/银泰/赤峰分别为0.75%/0.46%/2.19%。
- ◆ **资产负债率相对较高。**2022年公司资产负债率为59.55%，相对较高。一方面公司近年来连续收购恒兴黄金、卡帝诺及山东黄金集团资产包，资产规模大幅增长。另一方面，因生产出现较大扰动，资产负债率较2020年上涨较多。
- ◆ **偿债能力指标相对偏弱。**2022年，公司流动比例0.62、速动比率0.45，相对较低。但公司作为行业及地方领先企业，获得金融机构授信额度充足，截至2022年3月末，公司共获得银行授信额度804.03亿元，其中尚未使用额度为560.36亿元，2023年3月，公司拟向银行机构申请综合授信额度人民币1331.48亿元，外汇综合授信美元3.87亿元。公司也是A+H股上市公司，资本市场融资渠道通畅。

图：期间费用占营业收入比重（%）



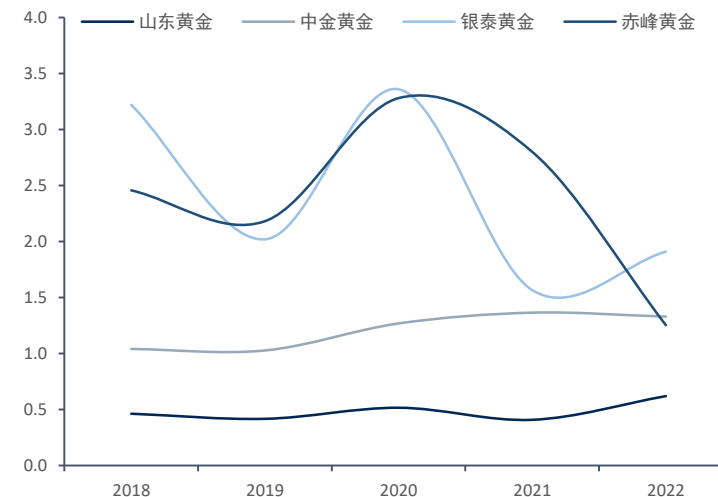
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：资产负债率（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：流动比例



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- ◆ **销量：**公司聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿产量有望大幅提升。玲珑金矿的复产工作也在积极推进，未来产量有望恢复正常水平。卡蒂诺项目稳步建设，力争2023年底开始氧化矿开采及基建剥离。结合各项目建设进度，我们假设2023/24/25年，公司矿产金销量有望达到40.8/44.6/56.0吨。
- ◆ **价格：**此前，随着美联储加息、缩表节奏加速升温，美债收益率出现倒挂，引发市场对于经济衰退的担忧。当下美国经济存在下行压力，加息末期预期抬升，黄金价格再创新高。同时，央行购金量大幅提升。世界黄金协会数据显示，2022年全球央行购金量达1079吨，2023年一季度达228吨，成为最强劲的需求增长点。2019年欧洲各国为主的签署国重申黄金仍是货币储备的重要组成部分；另一边新兴市场的黄金配置需求在持续提升。我们假设2023/24/25年，黄金均价保持在430元/克水平运行。
- ◆ **成本：**此前，受停产影响，公司综合成本大幅抬升，随着矿山复工复产，成本逐步恢复正常水平。公司坚持“一切成本皆可控”的理念，统筹推进管理降本、财务降本、政策降本、集采降本等，未来成本存在进一步下降的空间。我们假设2023/24/25年，公司生产成本分别为220/218/215元/克。

表：公司黄金产量假设（吨）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
三山岛金矿	7.1	2.7	5.5	6.0	6.5	8.0
焦家金矿	7.5	4.6	10.0	10.5	12.0	15.0
新城金矿	4.5	2.2	5.7	6.0	6.5	7.8
玲珑金矿	3.8	1.0	1.1	2.0	3.0	4.0
山东省其他	5.1	3.6	4.6	5.2	5.2	5.2
山东省外	2.7	5.4	5.8	5.8	5.9	6.0
贝拉德罗矿	7.0	5.4	6.1	5.3	5.5	6.0
卡蒂诺				0.0	0.0	4.0
总计	37.8	24.8	38.7	40.8	44.6	56.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

# 未来3年业绩预测



按上述假设条件，我们得到公司2023/24/25年营业收入分别为534.6/551.0/600.0亿元，同比增长6.3%/3.1%/8.9%；归属母公司净利润27.4/32.6/47.5亿元，年增速分别为119.8%/18.9%/45.9%。每股收益分别为0.61/0.73/1.06元。

表：未来3年盈利预测表（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	33935	50306	53464	55098	60000
营业成本	30351	43212	44482	45229	47546
销售费用	361	176	214	220	240
管理费用	2930	2316	2379	2428	2575
研发费用	346	400	428	441	480
财务费用	711	1047	958	944	917
营业利润	68	2102	4318	5125	7452
利润总额	22	2006	4268	5075	7402
归属于母公司净利润	(194)	1246	2738	3255	4748
EPS	-0.04	0.28	0.61	0.73	1.06
ROE	-1%	4%	8%	9%	12%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测



# 盈利预测的敏感性分析

我们分别考虑矿产金销量和金价变化对公司业绩的影响。

表：归母净利润随矿产金销量变化的敏感性分析（百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
乐观	矿产金销量, 吨	38.7	43.1	46.8	59.8
	归母净利润	1246	3012	3522	5216
一般	矿产金销量, 吨	38.7	40.8	44.6	56.0
	归母净利润	1246	2738	3255	4748
悲观	矿产金销量, 吨	38.7	39.1	42.1	50.1
	归母净利润	1246	2535	2953	4023

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

表：归母净利润随金价变化的敏感性分析（百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
乐观	金价, 元/克	392	470	470	470
	归母净利润	1246	3614	4230	6003
一般	金价, 元/克	392	430	430	430
	归母净利润	1246	2738	3255	4748
悲观	金价, 元/克	392	390	390	390
	归母净利润	1246	1862	2280	3493

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

# 估值与投资建议

我们选择主营业务为黄金的招金矿业、中金黄金、赤峰黄金、银泰黄金4家企业作为可比公司。行业2023年平均PE在31倍，考虑到公司行业龙头地位以及未来几年公司矿产金产销量有望大幅提升带来高成长性，结合历史估值变化，给予公司2023年PE 40-50倍，对应股价区间24.5-30.6元。

表：可比公司2022年储量产量情况

公司	资源量, 吨	矿产金产量, 吨	黄金业务营收占比
山东黄金	1431	38.7	92.9%
招金矿业	1191	19.2	90.3%
中金黄金	507	19.9	65.2%
赤峰黄金	424	13.6	84.7%
银泰黄金	174	7.1	32.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：可比公司估值情况

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PB
		20230512	亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(LF)
600547.SH	山东黄金	23.99	994.40	0.28	0.61	0.73	1.06	86.14	39.20	32.97	22.60	3.87	4.63
同类公司：													
1818.HK	招金矿业	12.60	365.23	0.12	0.24	0.36	0.60	105.00	52.50	35.00	21.00	2.42	2.18
600489.SH	中金黄金	11.07	536.60	0.44	0.60	0.68	0.74	25.34	18.41	16.18	14.99	8.35	2.03
600988.SH	赤峰黄金	16.14	268.56	0.27	0.47	0.60	0.72	59.78	33.98	26.95	22.44	9.36	5.16
000975.SZ	银泰黄金	12.20	338.76	0.41	0.60	0.74	0.87	30.12	20.36	16.57	13.97	10.58	3.25
<b>可比公司平均</b>								<b>55.06</b>	<b>31.31</b>	<b>23.68</b>	<b>18.10</b>		3.15

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测 备注：招金矿业、中金黄金、银泰黄金盈利预测采用iFinD180天一致预测

公司立足山东，内生外延持续增长。近年来先后启动三山岛成矿带、焦家—新城成矿带资源整合，推进莱州区域资源优化整合，积极打造胶东地区世界级的黄金生产基地，海外卡帝诺项目也在积极推进。随着各项工程的实施，公司黄金产销量有望迎来大幅提升，带动公司业绩爆发。

估值假设条件见下表：

表：公司盈利预测假设条件

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	-46.70%	48.24%	6.28%	3.06%	8.90%	8.00%	6.00%	5.00%
营业成本/营业收入	89.44%	85.90%	83.20%	82.09%	79.24%	76.00%	76.00%	76.00%
管理费用/营业收入	7.06%	3.05%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
研发费用/营业收入	1.02%	0.79%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
销售费用/销售收入	1.06%	0.35%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
营业税及附加/营业收入	1.87%	1.63%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税税率	969.99%	29.05%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%
股利分配比率	-698.31%	152.60%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

无杠杆Beta	0.92	债务总额(D, 百万元)	20641	E/(D+E)	83.87%
无风险利率	2.70%	Kd	4.80%	D/(D+E)	16.13%
股票风险溢价	6.50%	T	27.00%	WACC	8.55%
公司股价(元)	23.99	Ka	8.68%	永续增长率(10年后)	2.00%
发行在外股数(百万)	4473	有杠杆Beta	1.05		
股票市值(E, 百万元)	107318	Ke	9.52%		

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用FCFF估值方法，得出公司价值区间为27.6-32.3元。

表：公司FCFF估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	5,106.2	5,898.6	8,199.1	11,018.7	11,726.3	12,351.4	12,745.1	13,150.7	13,568.5	13,998.8	
所得税税率	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	3,727.5	4,306.0	5,985.3	8,043.6	8,560.2	9,016.5	9,304.0	9,600.0	9,905.0	10,219.1	
折旧与摊销	3,062.4	3,231.7	3,369.9	3,486.5	3,585.3	3,676.6	3,756.1	3,822.1	3,882.3	3,940.0	
营运资金的净变动	(391.5)	86.4	690.6	389.9	1,111.8	968.4	561.6	589.8	614.5	638.1	
资本性投资	(4,000.0)	(4,000.0)	(4,000.0)	(3,000.0)	(3,000.0)	(3,000.0)	(2,000.0)	(2,000.0)	(2,000.0)	(2,000.0)	
FCFF	2,398.5	3,624.1	6,045.9	8,920.0	10,257.3	10,661.4	11,621.7	12,011.9	12,401.7	12,797.2	199,308.2
PV(FCFF)	2,209.6	3,075.7	4,726.9	6,424.8	6,806.1	6,517.1	6,544.6	6,231.5	5,927.1	5,634.4	87,752.1
<b>核心企业价值</b>	<b>141,849.9</b>										
减：净债务	8,898.3										
<b>股票价值</b>	<b>132,951.6</b>										
<b>每股价值</b>	<b>29.72</b>										

资料来源：国信证券经济研究所预测

该绝对估值相对于WACC和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析：

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		8.0%	8.3%	8.55%	8.8%	9.0%
永续增长率变化	2.6%	35.28	33.48	31.83	30.31	28.91
	2.3%	33.92	32.25	30.72	29.31	28.01
	2.0%	32.69	31.14	29.72	28.40	27.18
	1.7%	31.57	30.14	28.81	27.57	26.42
	1.4%	30.56	29.22	27.97	26.81	25.72

资料来源：国信证券经济研究所分析

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在27.6-30.6元之间，2023年动态市盈率45.1-50.0倍，相对于公司目前股价有15%-28%溢价空间。公司是行业龙头，具备较好的成长性，维持“买入”评级。

## 估值的风险

- ◆我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在27.6-30.6元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- ◆可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.7%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆我们假定未来10年后公司TV增长率为2%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆相对估值方面，我们选取了与公司业务相同或相近的黄金企业招金矿业、中金黄金、赤峰黄金、银泰黄金进行比较，选取了可比公司2023年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的行业地位和成长性，给予公司23年40-50倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

## 盈利预测的风险

- ◆我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置加入了很多个人的判断。我们预计随着项目建设，公司未来几年金矿产量有大幅提升，若实际建设进展不及预期，或生产成本提升，存在未来3年业绩预期高估的风险。公司盈利受黄金价格影响大，我们预计未来3年公司黄金价格保持430元/克，若由于形势变化，黄金价格大大低于我们的预期，则存在高估未来3年业绩的风险。

## 安全和环保风险

- ◆矿山生产环境复杂，造成安全环保事故的因素具有不可预见性。近年来国内安全环保政策也在不断加严，公司也始终坚持安全绿色发展，从健全制度体系、强化教育培训、提升装备水平、严格奖惩考核等方面精准发力、夯实安全生产基础，但仍存在安全和环保风险。

# 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5008	9634	9794	10899	13600	营业收入	33935	50306	53464	55098	60000
应收款项	2679	2894	2930	3019	3288	营业成本	30351	43212	44482	45229	47546
存货净额	2984	4092	4128	4186	4402	营业税金及附加	633	822	855	882	960
其他流动资产	916	1895	2032	2094	2280	销售费用	361	176	214	220	240
<b>流动资产合计</b>	<b>14268</b>	<b>21475</b>	<b>21843</b>	<b>23158</b>	<b>26530</b>	管理费用	2930	2316	2379	2428	2575
固定资产	31467	36833	38397	39840	41145	研发费用	346	400	428	441	480
无形资产及其他	19336	19373	18598	17823	17048	财务费用	711	1047	958	944	917
投资性房地产	11283	11051	11051	11051	11051	投资收益	728	78	70	70	70
长期股权投资	1954	1989	1989	1989	1989	资产减值及公允价值变动	(582)	208	100	100	100
<b>资产总计</b>	<b>78308</b>	<b>90722</b>	<b>91879</b>	<b>93862</b>	<b>97764</b>	其他收入	155	(100)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	7435	7262	7093	6927	6766	营业利润	68	2102	4318	5125	7452
应付款项	4902	7193	7077	7176	7547	营业外净收支	(46)	(96)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	22650	20206	20190	20487	21578	<b>利润总额</b>	<b>22</b>	<b>2006</b>	<b>4268</b>	<b>5075</b>	<b>7402</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>34987</b>	<b>34661</b>	<b>34360</b>	<b>34590</b>	<b>35891</b>	所得税费用	218	583	1152	1370	1998
长期借款及应付债券	5340	13548	13548	13548	13548	少数股东损益	(2)	178	378	449	655
其他长期负债	6198	5816	5716	5616	5516	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(194)</b>	<b>1246</b>	<b>2738</b>	<b>3255</b>	<b>4748</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>11537</b>	<b>19365</b>	<b>19265</b>	<b>19165</b>	<b>19065</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>46524</b>	<b>54025</b>	<b>53624</b>	<b>53755</b>	<b>54956</b>	净利润	(194)	1246	2738	3255	4748
少数股东权益	2563	3819	4008	4233	4560	资产减值准备	(155)	(5)	0	0	0
股东权益	29220	32877	34246	35874	38248	折旧摊销	2456	3146	3062	3232	3370
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>78308</b>	<b>90722</b>	<b>91879</b>	<b>93862</b>	<b>97764</b>	公允价值变动损失	(582)	208	100	100	100
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	711	1047	958	944	917
每股收益	(0.04)	0.28	0.61	0.73	1.06	营运资本变动	11013	(2610)	(391)	86	691
每股红利	0.30	0.42	0.31	0.36	0.53	其它	141	(88)	189	225	328
每股净资产	6.53	7.35	7.66	8.02	8.55	<b>经营活动现金流</b>	<b>12679</b>	<b>1897</b>	<b>5698</b>	<b>6898</b>	<b>9236</b>
ROIC	19%	5%	7%	9%	12%	资本开支	0	(7519)	(4000)	(4000)	(4000)
ROE	-1%	4%	8%	9%	12%	其它投资现金流	377	(278)	0	0	0
毛利率	11%	14%	17%	18%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(548)</b>	<b>(7833)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(4000)</b>
EBIT Margin	-2%	7%	10%	11%	14%	权益性融资	(13)	6235	0	0	0
EBITDA Margin	5%	13%	15%	17%	19%	负债净变化	4662	8209	0	0	0
收入增长	-47%	48%	6%	3%	9%	支付股利、利息	(1353)	(1901)	(1369)	(1628)	(2374)
净利润增长率	-109%	-743%	120%	19%	46%	其它融资现金流	(17020)	(8288)	(169)	(165)	(161)
资产负债率	63%	64%	63%	62%	61%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(10414)</b>	<b>10562</b>	<b>(1538)</b>	<b>(1793)</b>	<b>(2535)</b>
股息率	1.3%	1.8%	1.3%	1.5%	2.2%	<b>现金净变动</b>	<b>1717</b>	<b>4627</b>	<b>160</b>	<b>1105</b>	<b>2701</b>
P/E	(554.1)	86.1	39.2	33.0	22.6	货币资金的期初余额	3291	5008	9634	9794	10899
P/B	3.7	3.3	3.1	3.0	2.8	货币资金的期末余额	5008	9634	9794	10899	13600
EV/EBITDA	86.9	24.7	19.7	17.6	14.0	企业自由现金流	0	(4585)	2398	3624	6046
						权益自由现金流	0	(4664)	1530	2770	5215

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032