

2023年04月06日
山东黄金(600547.SH)

ESSENCE

公司分析

证券研究报告

黄金

海外衰退预期再强化，量价齐升开启成长新篇章

黄金行业矿冶龙头，资源全球布局：

山东黄金位于中国黄金产量第一省山东，据公司年报，2022年公司矿产金产量完成38.673吨，同比增加13.892吨，全国黄金矿产金完成295.423吨，公司市占率13.09%，2023年预计产量不低于39.641吨。

✓山东黄金成立于2000年，由国有资本山东黄金集团及另四家发起人共同发起设立，于A股和H股上市。于2008年开始境内并购，2017年开始海外金矿布局。

✓矿山恢复生产叠加金价上扬2022年扭亏为盈。公司2022年实现营业收入503.06亿元，同比增加48.2%；实现归母净利润12.46亿元，同比增加742.2%；实现扣非归母净利润13.04亿元，同比增加335.9%。

✓矿产金贡献主要毛利，精细运营管控成本。2022年公司产品销售量、售价均有所提升，自产金贡献主要毛利。2022年公司自产金、外购金、小金条营收分别为151.83亿元、207.44亿元、108.05亿元，同比+55.26%、+73.63%、+23.22%；毛利65.79亿、1.03亿、0.98亿元，毛利率43.33%、0.49%、0.9%。2021年年初因受山东省两起矿灾的影响经营指标出现大幅下滑；2022年矿山复产扩能7座矿山产量创出新高，其中焦家金矿年黄金产量突破10吨，成为全国第一黄金生产矿山。2022年公司克金毛利170元/克，较2021年115元同比提升55元/克，2022年，平均入选品位得到提升，上升至1.84克/吨主要是地下矿原矿入选品位提升所致。

资源储量遍布全球，内生+外延扩张未来可期：

✓境内资源方面：

①公司公告拟定增99亿元以莱州公司为主体整合焦家金等14个矿业权，力争到2023年底焦家明混合井工程掘砌到底，新城金矿新主井工程、滕家竖井工程取得重大进展。

②2023年公司公告拟与甘肃资产管理有限公司共同出资设立甘肃金桥矿业有限公司，作为整合及开发甘肃优质黄金矿产资源的主体，未来境内资源整合有望持续增厚公司资源储备。

③2023年公司公告拟收购银泰黄金原实控人沈国军及中国银泰投资的20.93%股权，转让价格为127.6亿元。目前该交易正在履行香港联合交易所审核。未来公司将与银泰黄金强强联合，将进一步发挥协同效应，实现优势互补。

✓境外资源方面：

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

30.2元

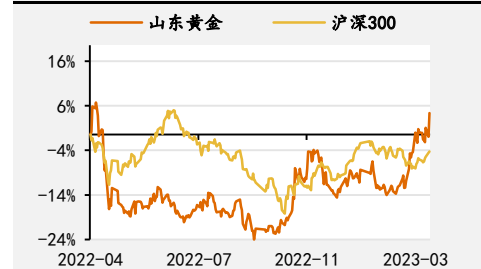
股价(2023-04-04)

22.76元

交易数据

总市值(百万元)	101,815.26
流通市值(百万元)	82,264.73
总股本(百万股)	4,473.43
流通股本(百万股)	3,614.44
12个月价格区间	16.6/23.33元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.0	10.8	9.5
绝对收益	18.4	16.2	5.5

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

相关报告

①公司持有阿根廷最大金矿贝拉德罗矿 50%股权，Veladero 金矿于 2003 年开始建设，2005 年 9 月投产，至今稳定运营。

②此外公司持有非洲加纳卡蒂诺资源 100%权益，卡蒂诺下属 Namdini 开发项目处于施工状态，据公司年报，加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼金矿项目已完成选厂 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，矿山辅助工程进展顺利，力争年底纳穆蒂尼金矿项目开始氧化矿开采及基建剥离。

目十四五规划明确，背靠集团优质资源平台潜力可期

✓背靠山东黄金集团资源平台，未来避免同业竞争或集团或择机注入优质资源。截止 2022 年 12 月 31 日，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。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，矿产金产量达到 80 吨，资源储量达到 3300 吨以上，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”。

目美联储加息进入后期，衰退预期走强，黄金价格压制减弱：

2023 年 3 月美联储如期加息 25bp 后，美联储加息逐步进入后期，金价压制减弱。美国 3 月就业情况不及预期，PCE 同比上涨低于预期，美联储大幅加息必要性减弱，据加息点阵图，美联储或将在 2023 年 6 月达到终点利率。同时中长期看，10Y-2Y 期限利率倒挂，隐含市场对未来经济的悲观情绪，美联储持续加息面临较大压力，金价或在美联储停止加息后迎来上涨；SPDR 黄金持仓逐步提升，长期看全球货币重构，各国政府黄金储备需求提升。

目投资建议：

我们预计 2023/2024/2025 年公司将实现营业收入分别为 53.79 亿元、57.82 亿元、60.16 亿元，实现净利润分别为 20.81 亿元、30.85 亿元、36.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.69、0.82 元/股，目前股价对应 PE 为 53.4、36.0、30.3 倍。首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 30.2 元/股。

目风险提示：项目进展不及预期，产品价格波动风险，美联储货币政策波动风险，项目收购不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	33,935.0	50,305.8	53,790.5	57,818.3	60,165.4
净利润	-193.7	1,245.9	2,080.5	3,085.3	3,673.7
每股收益(元)	-0.04	0.28	0.47	0.69	0.82
每股净资产(元)	6.53	7.35	5.73	6.76	7.82

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	-573.9	89.2	53.4	36.0	30.3
市净率(倍)	3.8	3.4	4.3	3.7	3.2
净利润率	-0.6%	2.5%	3.9%	5.3%	6.1%
净资产收益率	-0.7%	3.8%	8.1%	10.2%	10.5%
股息收益率	0.2%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-0.9%
ROIC	-24.7%	7.8%	6.7%	9.9%	12.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 录

1. 地方国资委控股黄金矿冶龙头，全球收购扩大资源版图	6
2. 矿山恢复生产叠加金价上扬 2022 年扭亏为盈	7
3. 矿产金贡献主要毛利，黄金资源内生+外延成长可期	9
3.1. 矿产金贡献主要毛利，精细运营管控成本	9
3.2. 资源储量遍布全球，内生+外延扩张未来可期	11
3.3. 十四五规划明确，背靠集团优质资源平台潜力可期	15
4. 美联储加息进入后期，黄金价格压制减弱	16
5. 盈利预测	19
6. 风险提示	20

目 录

图 1. 山东黄金发展历程	6
图 2. 山东黄金股权结构图（截止至 2022 年 12 月）	7
图 3. 山东黄金年度营收情况	7
图 4. 山东黄金季度营收情况	7
图 5. 山东黄金年度利润	8
图 6. 山东黄金季度利润	8
图 7. 2022 年山东黄金归母净利润同比变化（百万元）	8
图 8. 2022 年 Q4 公司归母净利润环比变化（百万元）	8
图 9. 公司季度费用占比情况	9
图 10. 公司研发费用情况	9
图 11. 山东黄金资产负债率与 ROE	9
图 12. 山东黄金经营活动现金流量净额与归母净利润	9
图 13. 山东黄金自产金产销库存情况	10
图 14. 山东黄金外购金产销库存情况	10
图 15. 山东黄金小金条产销库存情况	10
图 16. 山东黄金各产品毛利情况	10
图 17. 公司 2018-2022 年自产金营业成本（元/克）	11
图 18. 山东黄金 2017-2022 年平均入选品位	11
图 19. 2021 年同业公司黄金资源量对比（吨）	11
图 20. 山东黄金 2022 年资源量分布	11
图 21. 山东黄金中国境内矿产资源布局	12
图 22. 银泰黄金完成股权认购后公司股权变化	14
图 23. 穆蒂尼金矿地图	14
图 24. 山金集团 2022 年底探矿权资源量分布	15
图 25. 山金集团 2022 年底采矿权资源量分布	15
图 26. 山金集团“十四五”核心指标	16
图 27. 山金集团 2035 年远景目标	16
图 28. COMEX 金价与 10 年期美国国债收益率	16
图 29. 美国新增非农就业人数	17
图 30. 美国失业率及劳动参与率	17
图 31. 美国名义薪资同比增速	17
图 32. 美国职位空缺率及离职率	17

图 33. 欧、美、英及日本制造业 PMI 情况	18
图 34. 美国国债长短利差	18
图 35. COMEX 持仓及金价	18
图 36. SPDR 持仓及金价	18
图 37. 全球央行黄金储备占 GDP 百分比整体上升	19
图 38. 经济不确定性提高伴随 SPDR 持仓提升	19
表 1: 公司金矿剩余可开采年限、资源量、储量及持股比例 (截至 2022 年底)	12
表 2: Fed Watch 3 月 28 日预测显示 5 月加息终点利率为 4.75%-5.2%	17
表 3: 可比公司估值表	19

1. 地方国资委控股黄金矿冶龙头，全球收购扩大资源版图

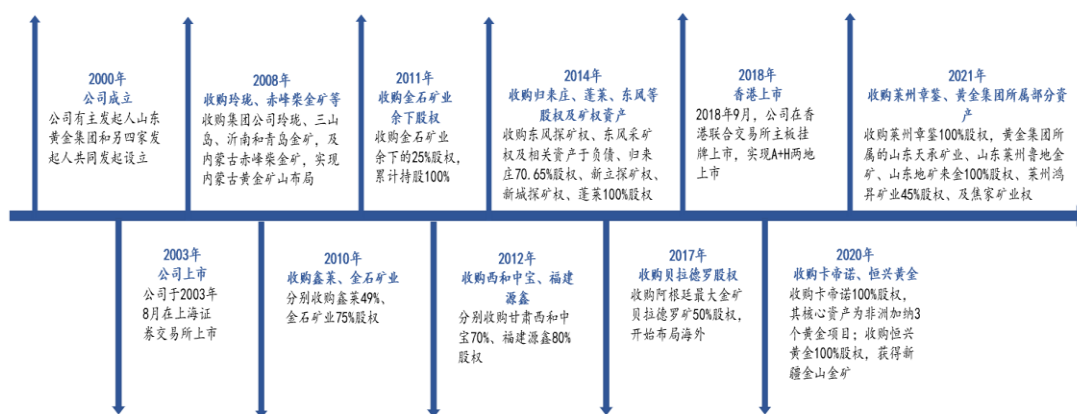
黄金行业矿冶龙头，资源全球布局。山东黄金位于中国黄金产量第一省山东，是中国主要的矿产金生产企业之一，连续多年黄金产量位居前列。据公司年报，2022 年公司矿产金产量完成 38.673 吨，同比增加 13.892 吨，增幅 56.06%，全国黄金矿产金完成 295.423 吨，公司产量相当于国内 2022 年矿产金总量的 13.09%，2023 年预计产量不低于 39.641 吨。公司集黄金勘探、采矿、选冶、冶炼（精炼）和黄金产品深加工、销售以及矿山设备物资的生产、销售于一体，拥有完整产业链条。公司所辖矿山企业分布于中国山东、福建、内蒙、甘肃、新疆等地以及南美洲阿根廷、非洲加纳等国家，并拥有行业领先的科技研发体系，以及相配套的产业链金融平台。截止 2022 年末，山东黄金合计权益资源量 1318.6 吨，权益储量 497.47 吨，储量平均品位 1.36 克/吨。

起源胶东半岛，不断整合优质资源。山东黄金成立于 2000 年，由国有资本山东黄金集团及另四家发起人共同发起设立，分别于 2003 年及 2018 年于上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市，实现 A+H 两地资本市场布局。

公司于 2008 年开始资源并购整合：

- ✓2008 年当年收购玲珑、赤峰柴金矿等实现内蒙古黄金矿山布局；
- ✓于 2010 年-2014 年陆续收购鑫莱矿业、金石矿业、西和中宝、福建源鑫及归来庄股权，实现大幅增产扩储及福建省黄金矿山布局；
- ✓于 2017 年收购阿根廷最大金矿贝拉德罗 50% 股权，开始海外黄金矿山布局；
- ✓于 2020 年进军新疆和非洲加纳，完成恒兴黄金 100% 股权和卡帝诺 100% 股权收购；
- ✓于 2021 年公司实行省内资源整合，收购莱州章鉴 100% 股权，黄金集团所属的山东天承矿业、山东莱州鲁地金矿、山东地矿来金 100% 股权、莱州鸿昇矿业 45% 股权、及焦家矿业权；
- ✓截止 2022 年末，公司在国内拥有 14 座黄金矿山，并全部进入全国绿色矿山名录，拥有 2 座海外黄金矿山。据公司年报，山东黄金拥有的焦家金矿、玲珑金矿、三岛山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矿山企业。

图1. 山东黄金发展历程

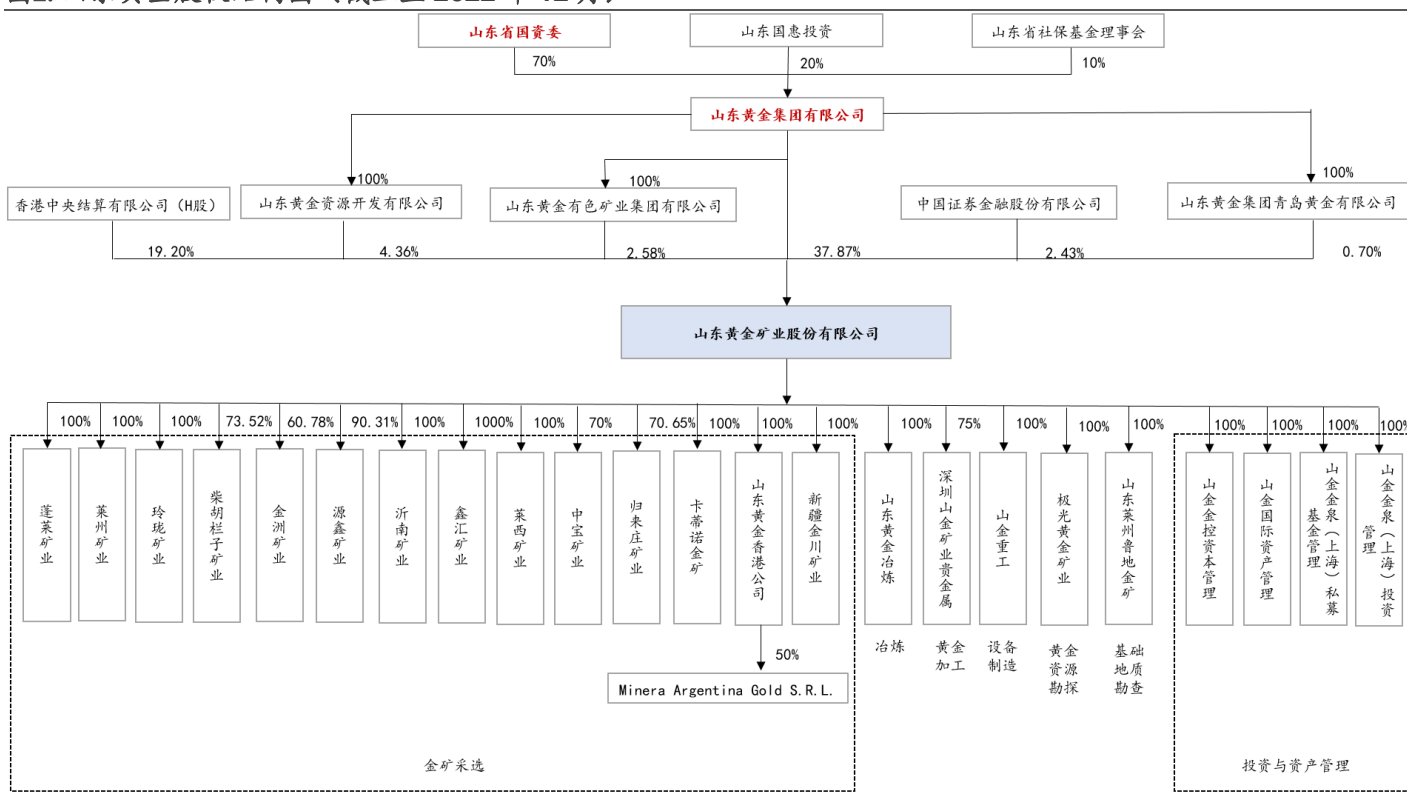


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

控股股东山东黄金集团资源量丰厚，实控人为山东省国资委。截止 2022 年底，集团公司直接持股 37.87%，并通过山东黄金资源开发有限公司、山东黄金有色金属矿业集团有限公司及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%，即山东黄金集团有限公司总持股 45.51%。据公司年报，截止 2022 年末，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。香港中央结算有限公司为第二大股东，持股比例为 19.20%，公司股权比例集中、稳定。

拟受让银泰黄金 20.93%股权，公司权益资源量有望提升。2022 年 12 月公司公告，公司与中国银泰投资有限公司、沈国军先生签署转让协议，拟以 127.6 亿受让银泰黄金 20.93%股权。本次交易完成后，山东黄金将持有银泰黄金 5.81 亿股股份，成为银泰黄金第一大股东。据银泰黄金年报，截至 2022 年底，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。收购完成后公司权益资源量有望增长 2.76%至 1355 吨。

图2. 山东黄金股权结构图（截止至 2022 年 12 月）

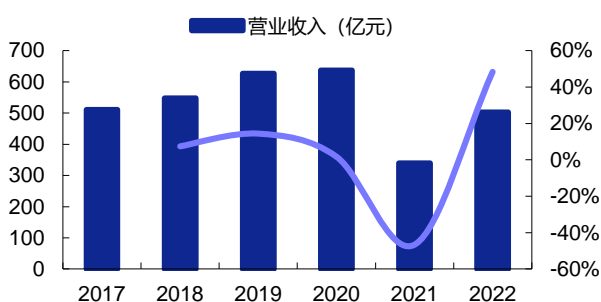


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 矿山恢复生产叠加金价上扬 2022 年扭亏为盈

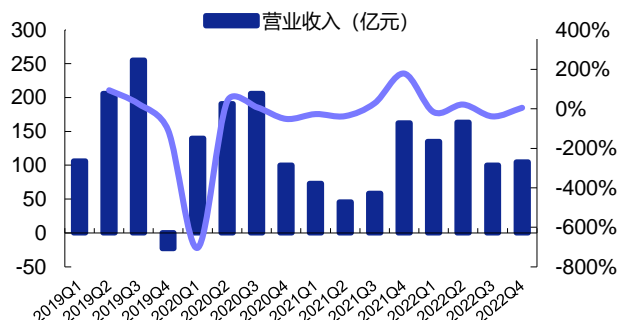
根据公司 2022 年年报，公司 2022 年实现营业收入 503.06 亿元，同比增加 48.2%；实现归母净利润 12.46 亿元，同比增加 742.2%；实现扣非归母净利润 13.04 亿元，同比增加 335.9%。其中 2022 年 Q4 营业收入 104.78 亿元，同比减少 35.4%、环比增加 4.8%；实现归母净利润 5.53 亿元，同比减少 51.7%、环比增加 303.7%；实现扣非归母净利润 5.48 亿元，同比减少 23.2%、环比增加 275.3%。

图3. 山东黄金年度营收情况



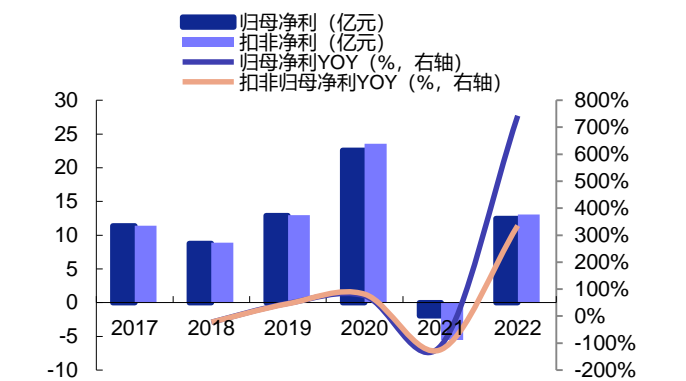
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图4. 山东黄金季度营收情况



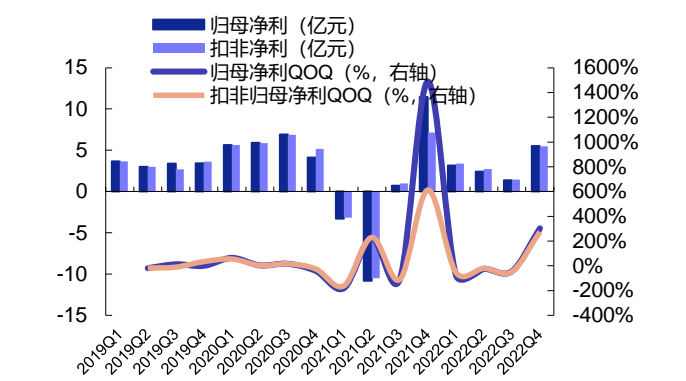
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图5. 山东黄金年度利润



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

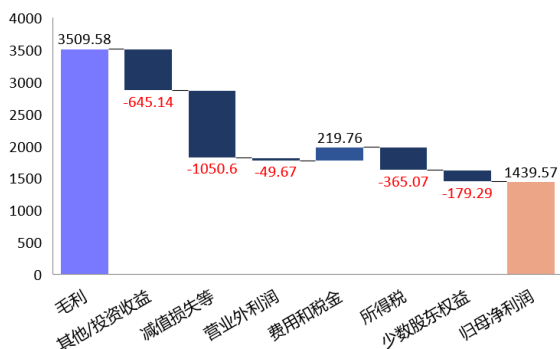
图6. 山东黄金季度利润



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

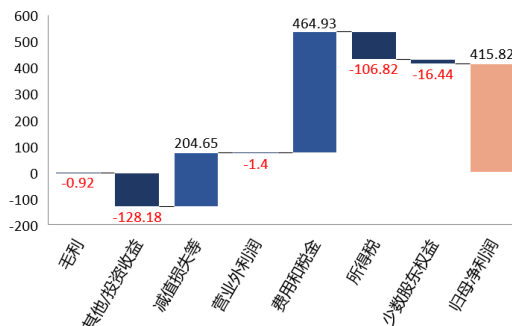
2022 年全年归母净利润同比提升，2022 年 Q4 公司归母净利润同比下跌，环比上升。全年归母净利润同比提升，主要是 2022 年公司矿山复产扩能叠加金价上扬，毛利润增加所致，此外费用和税金减少抵消了部分减量，减值损失、其他投资收益和所得税提供了主要减量。2022 年 Q4 单季环比上看，归母净利润的增加主要源于费用和税金的减少、减值损失的环比修复，减利项主要来源于其他投资收益和所得税的增加。

图7. 2022 年山东黄金归母净利润同比变化 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图8. 2022 年 Q4 公司归母净利润环比变化 (百万元)

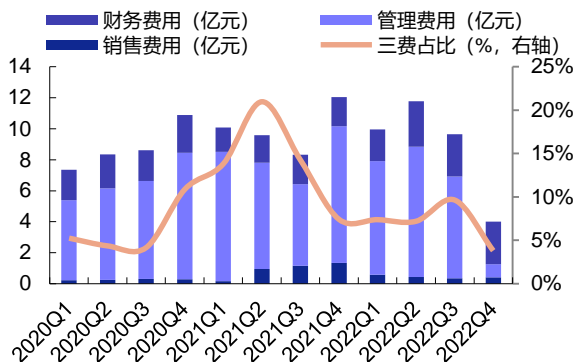


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

深化降本增效，三费率显著下降。2022 年全年，公司三费率为 7.04%，同比上升 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%，同比分别-0.71pct、-4.03pct 以及-0.01pct。2022 年 Q4 公司三费率为 3.82%，同比-3.6pct，环比-5.82pct。2022 年 Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.39%、0.8%和 2.63%，环比+0.04pct、-5.77pct 和-0.09pct。据公司公告，2022 年三费费用下降的原因是销售佣金减少以及无形资产摊销减少。

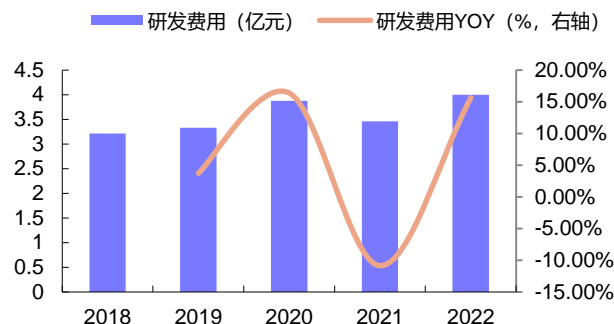
强化改革创新，加大研发投入。2022 年，公司研发费用 4 亿元，占当期收入的 0.79%。报告期内，公司新增科技项目立项 142 个，全年在研科技项目 251 项，获得省级科技进步奖一等奖、二等奖各 1 项，获得中国黄金协会科技奖 31 项，获得授权专利 234 项。持续推进智能矿山建设，三山岛金矿依托 5G 技术，实现斜坡道 5G+UWB 语音通讯、人员定位、信号灯控制为一体的综合管控，焦家金矿完成国内首个基于 WiFi6Mesh 组网井下远程控制铲运机应用试验。制定公司对标一流质效提升工程实施方案和工作清单，优化完善考核体系，设备全生命周期系统一期顺利上线运营。

图9. 公司季度费用占比情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

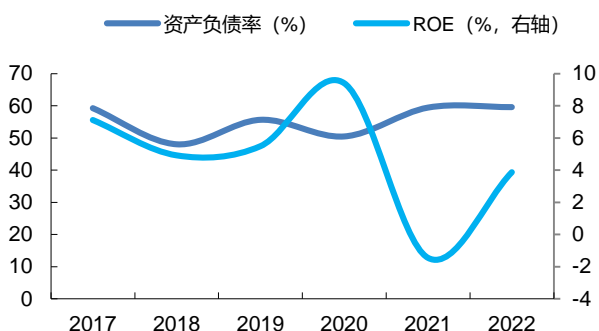
图10. 公司研发费用情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

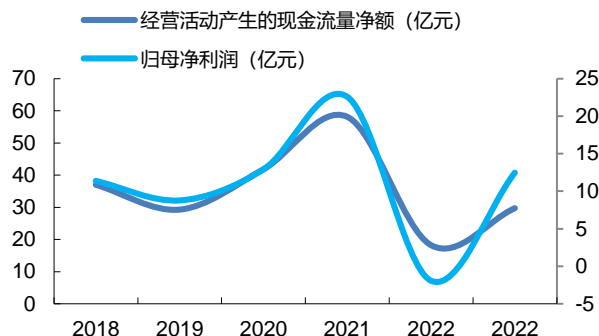
资产负债率较为稳定，现金流及盈利能力随矿山复产有所修复。截止至 2022 年底，公司资产负债率为 59.55%，同比上升 0.14pct，资产负债率较为稳定，近两年提升主要是矿山停产后经营性现金流减少，公司为补充现金流增加借款，资产负债率较 2020 年及此前有所增长但仍维持可控水平。2022 年加权 ROE 恢复至 3.87%。公司经营活动产生的现金流量净额变化趋势较为一致，2022 年随矿山复产并受益于金价偏强现金流及盈利能力有所修复。

图11. 山东黄金资产负债率与 ROE



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图12. 山东黄金经营活动现金流量净额与归母净利润



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 矿产金贡献主要毛利，黄金资源内生+外延成长可期

3.1. 矿产金贡献主要毛利，精细运营管控成本

2022 年公司产品销量、售价均有所提升，自产金贡献主要毛利。2022 年公司自产金、外购金、小金条营收分别为 151.83 亿元、207.44 亿元、108.05 亿元，同比+55.26%、+73.63%、+23.22%；毛利 65.79 亿、1.03 亿、0.98 亿元，毛利率 43.33%、0.49%、0.9%，毛利率同比 +14.25pct、+0.24pct、+0.74pct。

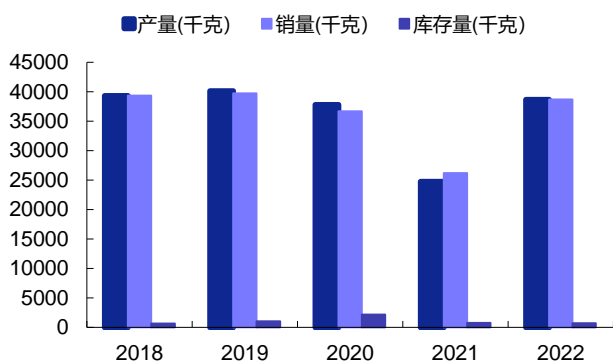
✓量：2022 年公司自产金产量 38.673 吨（其中 H1 产量 21.148 吨，H2 产量 17.525 吨），同比增加 13.892 吨，增幅 56.06%，相当于国内 2022 年矿产金总量的 13.09%；销售量 38.723 吨，库存 0.7 吨。

- ① 据公司年报 2021 年年初因受山东省两起矿灾的影响，省内地下非煤矿山均需开展安全检查，导致公司 2021H1 经营指标出现大幅下滑；2022 年同比提升主要是矿山复产扩能所致，7 座矿山产量创出新高，其中焦家金矿年黄金产量突破 10 吨，成为全国第一黄金生产矿山。
- ② 据公司公告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，截至年报披露期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。

✓价：据同花顺 2022 年上海金交所 Au9999 收盘价 392.21 元/克，同比+5.3%（或+17.67 元/克）；2022 年 Q4 Au9999 收盘价 401.04 元/克，环比+16.54 元/吨。

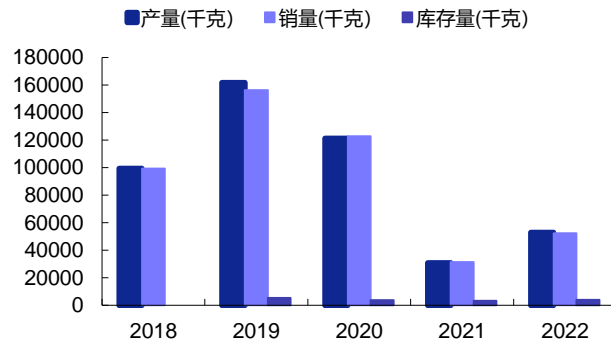
✓毛利率：自产金贡献公司主要毛利。2022 年自产金毛利率为 43.33%，同比+14.25pct，主要受益于金价上涨。

图13. 山东黄金自产金产销库存情况



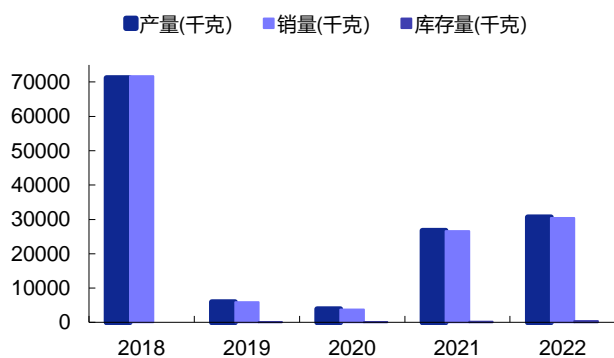
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图14. 山东黄金外购金产销库存情况



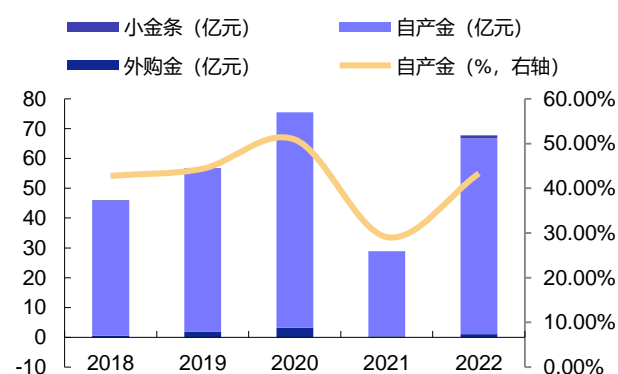
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图15. 山东黄金小金条产销库存情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图16. 山东黄金各产品毛利情况



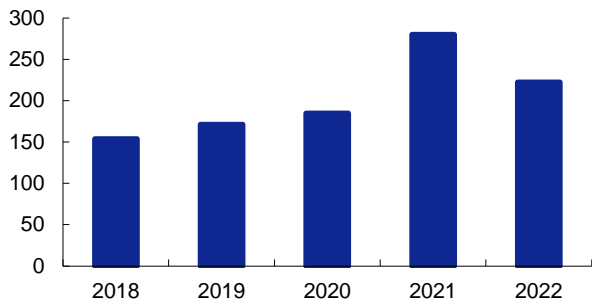
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

精益化运营管控，实现成本降低品位提升：

✓克盈利：2022 年公司克金毛利 170 元/克，较 2021 年 115 元同比提升 55 元/克，较 2020 年 191 元下滑 21 元/克；2022 年公司克金营业成本约为 222.49 元/克，较 2021 年的 279.85 元下滑 57.35 元/克，较 2020 年的 184.6 元上升 37.9 元/克。

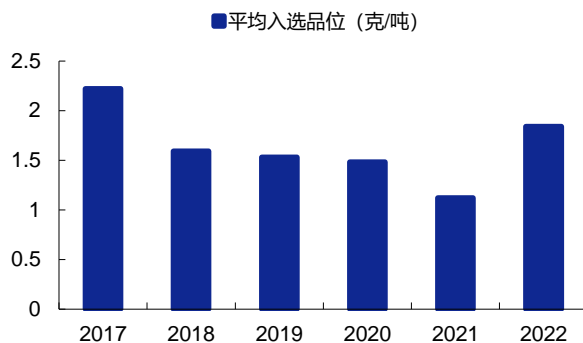
✓平均入选品位：从 2017 年起到 2021 年公司年平均入选品位逐年下降，从 2017 年 2.22 克/吨下降至 2021 年 1.12 克/吨。2022 年，平均入选品位得到提升，上升至 1.84 克/吨。2022 年原矿入选品位 1.23 克/吨，同比增加 0.11 克/吨，其中地下矿山原矿入选品位 1.84 克/吨，同比增加 0.09 克/吨，增幅 5.43%，主要原因是各矿山产能快速恢复，高品位资源得到有效利用；露天矿山原矿入选品位 0.74 克/吨，同比下降 0.03 克/吨，降幅 3.89%，主要原因是新疆金川矿业和阿根廷贝拉德罗金矿地质资源品位下降。

图17. 公司 2018-2022 年自产金营业成本 (元/克)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图18. 山东黄金 2017-2022 年平均入选品位

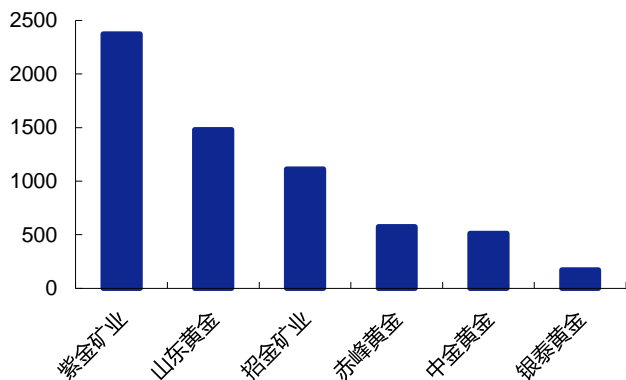


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.2. 资源储量遍布全球, 内生+外延扩张未来可期

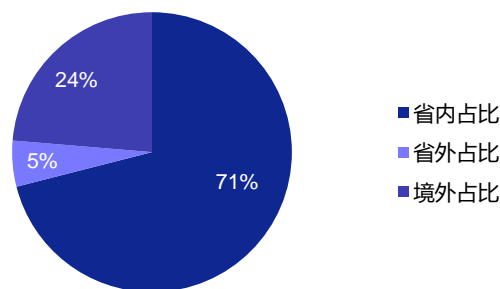
对比同业公司, 储量处于行业领先。截至 2021 年末, 公司自有矿山资源量 714.57 百万吨, 平均品位为 1.91 克/吨, 黄金金属资源量 1479.26 吨; 储量 340.18 百万吨, 平均品位 1.54 克/吨, 黄金金属储量 592.41 吨。与国内同业公司对比, 资源量仅次于紫金矿业, 稳居第一梯队。按照资源区域分布来看, 境内占比 76.32%, 其中山东省占比 71%; 境外占比 24%。

图19. 2021 年同业公司黄金资源量对比 (吨)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图20. 山东黄金 2022 年资源量分布



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

境内资源方面: 截止至 2022 年底, 公司在中国境内拥有 14 座金矿, 其中 10 座位于山东省境内, 福建、内蒙古、新疆和甘肃各 1 座; 在中国境内拥有有效期内 21 宗采矿权及 7 宗探矿权, 中国境内合计权益资源量 1,006.4 吨, 权益储量 280.40 吨。

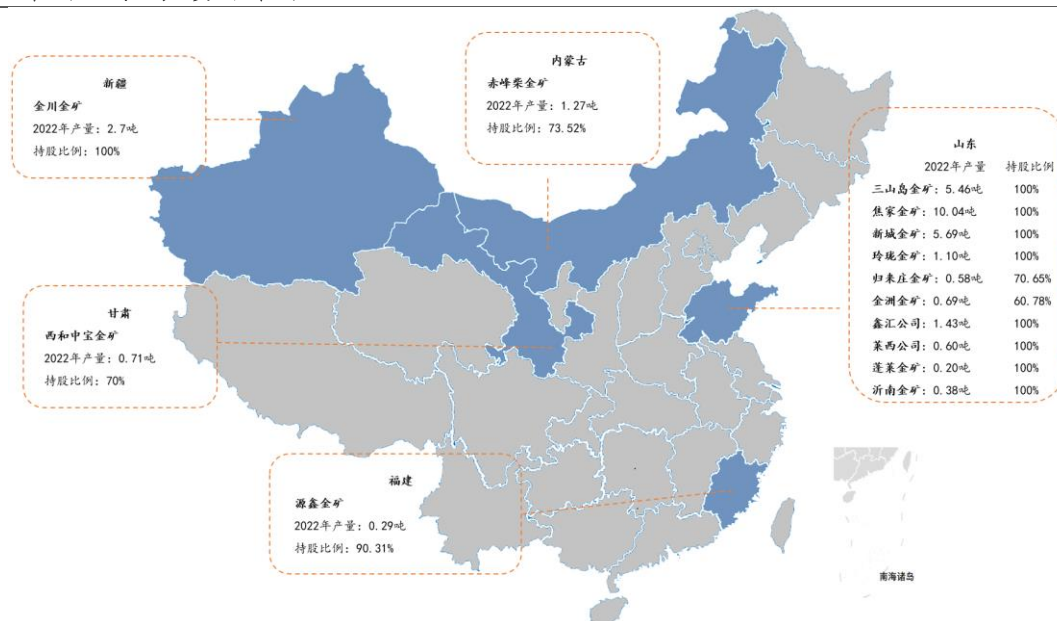
- ① 2022 年 6 月公司公告, 拟定增 99 亿元以莱州公司为主体整合焦家金等 14 个矿业权 (其中 7 个已建矿山), 项目达产年均产浮选金精矿 29.006 万吨 (含金 18.85 吨), 公司力争到 2023 年底焦家明混合井工程掘砌到底, 新城金矿新主井工程、滕家竖井工程取得重大进展。
- ② 2023 年 1 月公司公告拟与甘肃资产管理有限公司共同出资设立甘肃金桥矿业有限公司, 作为整合及开发甘肃优质黄金矿产资源的主体, 公司以货币出资 2.7 亿元, 占注册资本的 60%, 未来境内资源整合有望持续增厚公司资源储备。
- ③ 2023 年 3 月 3 日, 据公司公告银泰黄金原实控人沈国军及中国银泰投资拟转让 20.93% 股权于公司, 转让价格为 127.6 亿元。目前该交易正在履行香港联合交易所审核, 转让顺利成功后山东黄金将成为银泰黄金控股股东, 实际控制人变更为山东国资委。未来公司将与银泰黄金强强联合, 将进一步发挥协同效应, 实现优势互补。

境外资源方面：截止至 2022 年底，公司在中国境外拥有 1 座在产矿，1 座在建矿，境外合计权益资源量 312.2 吨，权益储量 217.1 吨。

① 公司持有阿根廷最大金矿贝拉德罗矿 (Veladero) 50% 股权，巴里克黄金持有剩余 50% 权益，2022 年权益产量为 6.06 吨。Veladero 金矿于 2003 年开始建设，2005 年 9 月投产，至今稳定运营。矿山基础设施完备，水、电等满足生产需求。Veladero 金矿采矿方法为后退式露天开采，采用穿孔爆破，铲车装载，矿用卡车运输；选矿采用山谷堆浸方法和锌粉置换流程回收金银，采选技术复杂度较低；

② 此外公司持有非洲加纳卡蒂诺资源 100% 权益，卡蒂诺拥有下 3 个项目：Namdini 开发项目、Bolgatanga 勘探项目和 Subranum 勘探项目。其中 Namdini 开发项目处于施工状态，据公司年报，加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼金矿项目已完成选厂 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，矿山辅助工程进展顺利，力争年底纳穆蒂尼金矿项目开始氧化矿开采及基建剥离。

图21. 山东黄金中国境内矿产资源布局



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表1: 公司金矿剩余可开采年限、资源量、储量及持股比例 (截至 2022 年底)

金矿名称	剩余开采年限	资源量		储量		持股比例
		年	金属量 (吨)	权益金属量 (吨)	金属量 (吨)	
三山岛金矿	7.04	146.58	146.58	50.64	50.64	100%
焦家金矿	4	350.52	350.52	87.18	87.18	100%
新城金矿	6.78	200.71	200.71	59.59	59.59	100%
玲珑金矿	7.26	157.56	157.56	15.04	15.04	100%
归来庄金矿	2.19	8.79	6.21	1.72	1.22	70.65%
金洲金矿	21.62	12.67	12.67	5.75	3.53	60.78%
鑫汇公司	18.09	36.58	36.58	20.69	20.69	100%
莱西公司	5.37	6.41	6.41	3.01	3.01	100%
蓬莱金矿	5.93	14.42	14.42	5.98	5.98	100%
沂南金矿	9.07	9.48	9.48	2.34	2.34	100%
山东省	-	943.7	936.5	251.94	249.21	-
赤峰柴金矿	5.20	7.43	5.46	4.72	3.47	73.52%

福建源鑫金矿	1.77	2.65	2.39	1.03	0.93	90.31%
西和中宝金矿	9.84	30.86	21.60	12.51	8.76	70%
新疆金川	4.28	40.46	40.46	18.03	18.03	100%
省外合计	-	81.40	69.9	36.29	31.19	-
中国小计	-	1,025.1	1,006.4	288.23	280.40	-
贝拉德罗矿	-	188.18	94.09	119.75	59.87	50%
卡帝诺	-	218.10	218.10	157.20	157.20	100%
总计	-	1431.4	1318.6	565.18	497.47	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

内生整合焦家金矿区：根据山东省各级政府关于资源整合、整体开发要求，公司子公司莱州公司将焦家金矿等 14 个矿业权（其中含 7 个在产矿）整合为一个采矿权，将对焦家矿区整合范围内资源进行整合并统一开发。

✓**涉及矿区：**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、朱郭李家金矿、后赵金矿共 9 个采矿权和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共 5 个探矿权。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。

✓**项目概况：**据公司公告定增预案，项目总投资额为 82.73 亿元，项目建设期为 6 年。预计项目达产后，采矿出矿能力可达 660 万吨/年，年均产浮选金精矿 29.006 万吨（含金 18.85 吨）。公司达产后年营业收入为 537,343.06 万元，年均税后净利润为 211,306.37 万元，内部税后收益率为 20.55%，投资回收期为 8.71 年。设计利用资源量 10,701.83 万吨，金平均品位 3.51 克/吨，设计资源利用率 99.6%。

✓**资金来源：**公司通过定向增发 62,442.7935 万 A 股股票筹集不超过人民币 990,000 万元，其中 738,286.69 万元投入焦家矿区资源整合开发工程中。本次矿山资源整合有助于进一步扩大公司的黄金资源储备和生产能力、提升公司核心竞争力。同时，本次整合将有助于公司发挥资源开发及利用的整体协同效应，增强公司的持续经营能力、有助于公司加速提升产能及业绩，进一步扩大公司的整体资产规模、提升盈利能力。

拟控股银泰黄金，在产业和区域上广泛协同合作：

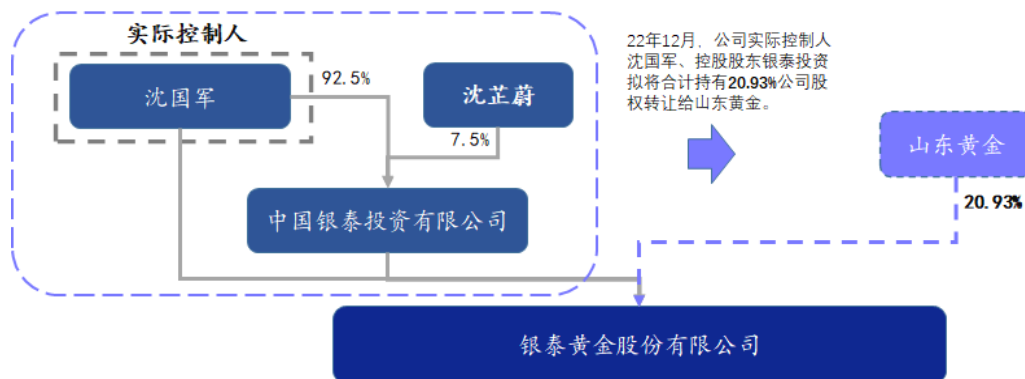
✓ 据公司公告，山东黄金取得银泰黄金控制权后，在保持现有生产经营业务稳定的前提下，山东黄金集团计划将旗下优质有色金属板块资产在资产质量符合证监会相关规定的情况下注入银泰黄金。

✓ 银泰黄金旗下青海大柴旦金矿与山东黄金集团旗下青海的矿山、冶炼厂和地勘单位形成区域协同效应，实现优势互补。银泰黄金生产的合质金可就近在山东黄金集团旗下青海昆仑黄金有限公司冶炼，实现黄金生产、冶炼产业协同。

✓ 银泰黄金旗下玉龙矿业地处内蒙古西乌珠穆沁旗境内，附近有山东黄金集团旗下的阿尔哈达矿业、白音呼布矿业、金红岭有色矿业等多家子公司实现区域铅锌银产业的协同发展。并且，银泰黄金生产的铅精矿与锌精矿可就近山东黄金集团旗下赤峰山金银铅公司的冶炼厂冶炼，降低冶炼成本。

✓**山东黄金承诺解决同业竞争问题。**银泰黄金与山东黄金在主要产品、销售模式以及矿权资源等方面存在差异，预计本次交易不会对银泰黄金的生产经营产生重大不利影响。山东黄金及其控股股东山东黄金集团主要承诺：1) 取得银泰黄金控制权之日起 5 年内，按照相关证券监管部门要求，在符合届时适用的法律法规及相关监管规则的前提下，积极协调本公司及关联方综合运用包括但不限于资产重组、业务调整、委托管理等多种方式，稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争或潜在同业竞争问题。2) 以公开、公平、公正的原则，与银泰黄金独立参与市场竞争，不损害银泰黄金及其中小股东利益。

图22. 银泰黄金完成股权认购后公司股权变化



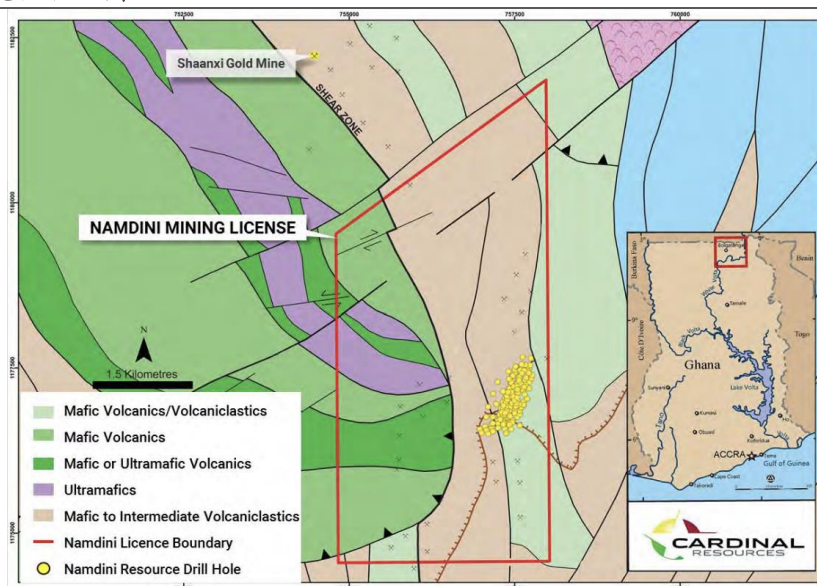
资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

外延扩张卡蒂诺金矿: 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 1,200 万澳元卡蒂诺资源有限公司新增发的 2,600 万股普通股。同年 7 月, 公司再以 1.075 澳元认购 2,600 新增发普通股, 认购总价 1,196 万澳元。最终公司持有卡蒂诺资源有限公司 100% 股份。

✓ **穆蒂尼金矿项目:** 穆蒂尼项目为露天开采项目。根据 2019 年 4 月 3 日公告, 项目拥有证实加可信储量 505 万盎司黄金(约 157.2 吨), 平均品位 1.13 克/吨, 矿石量 1.39 亿吨(基于边界品位 0.5 克/吨)。根据穆蒂尼金矿可研报告, 若项目建成投产, 可年产黄金 8.9 吨, 矿山可服务年限为 15 年, 推算开发共需要 390,107,000 美元。

✓ **引入新合作者加快项目开发:** 2022 年 6 月, 山东黄金公告为进一步加快卡蒂诺公司项目建设和生产, 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+10,691 万澳元。增资完成后, 卡蒂诺公司对两个子公司持股比例为 85%。

图23. 穆蒂尼金矿地图

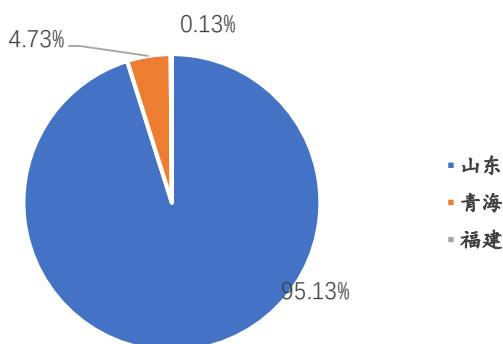


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.3. 十四五规划明确，背靠集团优质资源平台潜力可期

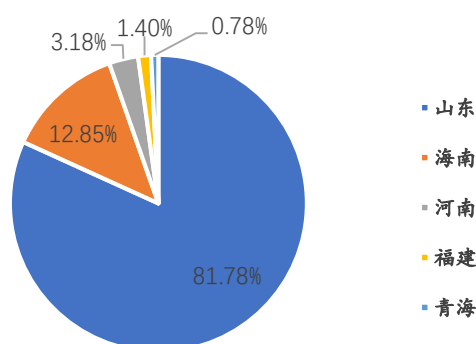
背靠山东黄金集团资源平台，未来避免同业竞争或集团或择机注入优质资源。据公司投资者问答，山东黄金集团正在对现有资产进行梳理分类，力争尽快将目前基本符合条件的资产注入上市公司，有些矿山因矿权、房屋、土地等涉及权证问题，目前尚不满足注入上市公司的要求，待整改完善后将逐步注入上市公司。截止 2022 年 12 月 31 日，山东黄金集团共拥有 34 处属于中国境内的金矿探矿权，按中国资源储量估算规则并经有关部门评审备案的黄金资源量共计约 659.55 吨；13 处位于中国境内的金矿采矿权，已探明黄金资源量总计约 124.85 吨。

图24. 山金集团 2022 年底探矿权资源量分布



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图25. 山金集团 2022 年底采矿权资源量分布



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

自有资源丰富，且不断进行资源整合及合并，十四五期间成长可期。据公司年报公司“十四五”战略规划目标：致力全球领先，跻身世界前五。要始终坚持“矿业为本，黄金为根”的主业定位，进一步突出主业、专注主业、优化主业，集聚资源赋能提升、培育全球领先优势、早日跻身世界前五。

✓ “十四五”战略规划第一阶段（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 350 吨资源量。

✓ “十四五”战略规划第二阶段（2023 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。

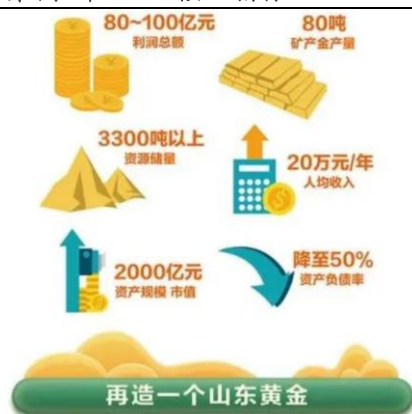
山金集团十四五争取“再造一个山东黄金”：

✓ 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。

✓ “十四五”战略规划的原则是在新发展格局中布局“十四五”规划，立足于“走在前列、全面开创”的目标要求，坚持开放化、全球化战略思维，遵循以系统观念作为方法论指引。

✓ 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26. 山金集团“十四五”核心指标



资料来源：山金集团，安信证券研究中心

图27. 山金集团 2035 年远景目标



资料来源：山金集团，安信证券研究中心

4. 美联储加息进入后期，黄金价格压制减弱

2023年3月美联储如期加息25bp后，美联储加息逐步进入后期，金价压制减弱。2023年3月23日，美联储加息25bp，联邦基金利率升至4.75-5%。并删除了过去八次声明里“FOMC委员预计持续加息适宜”，改为“预计一些额外的政策紧缩可能是适当的”。

✓根据CME3月28日北京时间下午3点提供的5月点阵图显示，美联储或将在2023年6月达到终点利率。在美联储宣布3月加息25bp后，3月28日点阵图对5月份加息利率预期从5%-5.25%下降至4.75%-5%。

✓2021年年中以来，美国CPI同比持续走高，为抑制通胀，2022年3月，美联储宣布退出QE并开始加息25个基点，实际利率开始上行，金价下跌。同年5月，美联储加息50个基点，推动实际利率上行，同时，美国5月PPI同比上涨11%，超出市场10.7%的预期，美联储加息路径进一步强化，金价下跌。由于CPI迟迟未能回落，美联储在2022年6、7、9、11月美联储分别加息75个基点，实际利率大幅上行，金价加速下跌。2023年3月美联储加息放缓后，10年美债收益逐渐回落。

图28. COMEX 金价与 10 年期美国国债收益率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

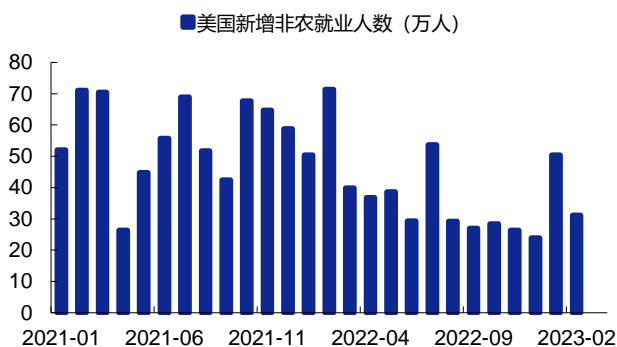
表2: Fed Watch 3月28日预测显示5月加息终点利率率为4.75%-5.2%

	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3						0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	57.00%	43.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.10%	54.70%	36.20%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.60%	47.00%	39.30%	6.10%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.40%	36.00%	41.50%	15.40%	1.70%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.50%	24.90%	39.50%	24.90%	6.70%	0.60%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.20%	17.20%	34.20%	30.10%	13.20%	2.80%	0.20%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.50%	12.30%	28.60%	31.50%	18.80%	6.20%	1.10%	0.10%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	1.10%	9.60%	24.60%	30.80%	21.90%	9.40%	2.40%	0.30%	0.00%
2024/5/1	0.00%	0.00%	1.10%	9.40%	24.30%	30.60%	22.10%	9.60%	2.50%	0.40%	0.00%	0.00%
2024/6/19	0.00%	0.50%	4.60%	15.70%	27.00%	27.00%	16.80%	6.60%	1.60%	0.20%	0.00%	0.00%
2024/7/31	0.40%	3.90%	13.80%	25.00%	27.00%	18.60%	8.40%	2.50%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/9/25	0.30%	3.20%	11.80%	22.80%	26.60%	20.30%	10.40%	3.60%	0.90%	0.10%	0.00%	0.00%

资料来源: CME, 安信证券研究中心

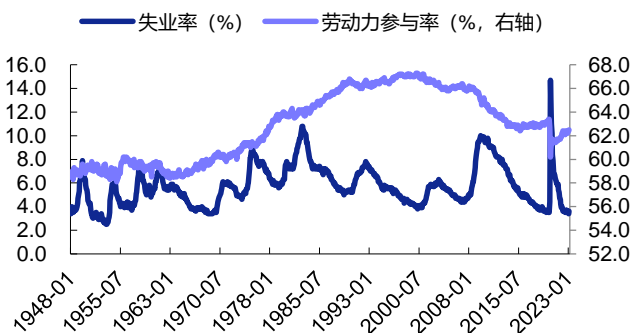
美国3月就业情况不及预期, PCE同比上涨低于预期, 美联储大幅加息必要性减弱, 金价有望迎来上涨。3月31日美国商务部公布了2月份PCE价格指数, 美国2月PCE物价指数同比上涨5%, 低于预期5.1%和前值5.4% (下修至5.3%), 创2021年9月以来最低纪录, 数据公布后, 现货黄金持续拉升。就业数据方面, 据香港万得通讯社2023年4月6日美国上周初请失业金人数为22.8万人, 创去年12月3日当周末新高, 预期20万人, 前值自19.8万人修正至24.6万人。此前据Wind美国2月非农就业新增31.1万人, 预期为22.5万人, 涨幅较1月明显收窄, 1月前值的非农就业新增51.7万下修至50.4万; 2月失业率升至3.6%, 预期和前值均为3.4%。非农就业数据下修, 科技企业裁员或影响开始显现, 失业率超预期反弹以及PCE指数同比上涨低于预期下通胀的压力持续缓解, 加息预期或逐步放缓, 黄金压制因素走弱, 黄金仍有投资价值。

图29. 美国新增非农就业人数



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图30. 美国失业率及劳动参与率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图31. 美国名义薪资同比增速

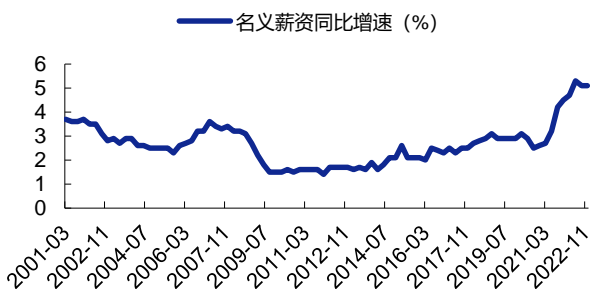
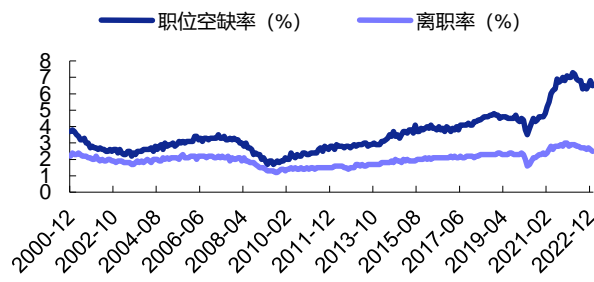


图32. 美国职位空缺率及离职率

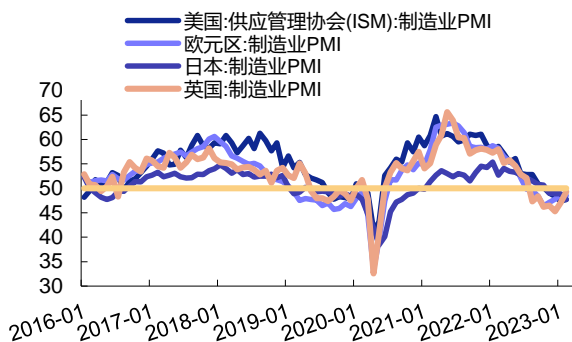


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

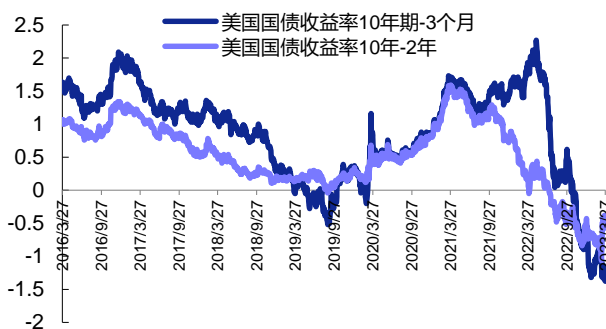
10Y-2Y 期限利率倒挂, 隐含市场对未来经济的悲观情绪, 美联储持续加息面临较大压力, 金价或在美联储停止加息后迎来上涨。欧洲、英国、美国以及日本从 21 年 1 月开始制造业 PMI 持续向下, 目前均在荣枯线以下, 全球经济收缩压力加大。此外, 1980 年来共出现 6 次期限倒挂, 在这 6 次期限倒挂中, 除了 1998.5 月-1998.8 月未印证衰退, 其余 5 次在期限利率倒挂后, 美国经济皆迎来衰退。2022 年 7 月来, 期限利率再次出现倒挂, 显示未来经济增长下行压力较大, 通常出现在经济扩张末期或衰退前期, 远期衰退预期显著。

图33. 欧、美、英及日本制造业 PMI 情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

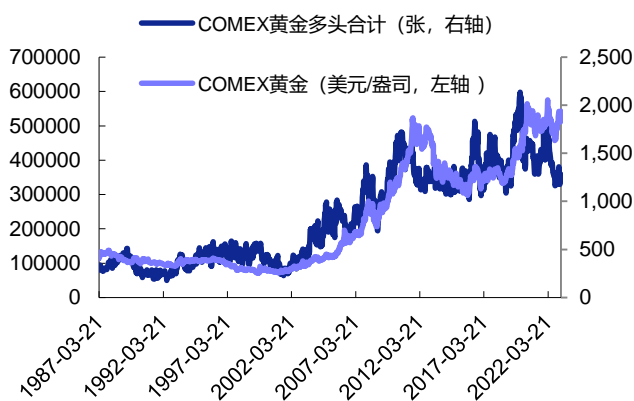
图34. 美国国债长短利差



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

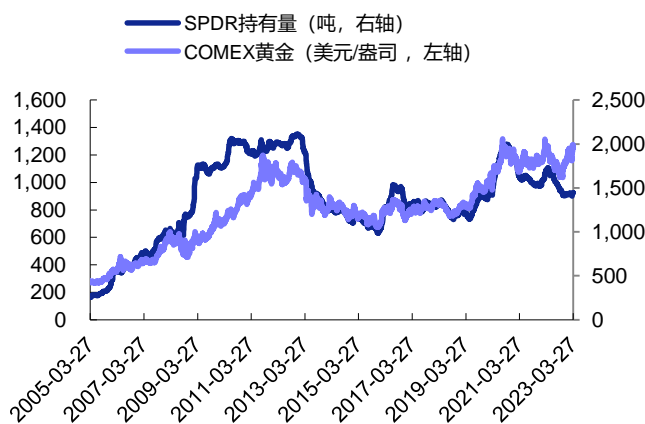
SPDR 黄金持仓逐步提升, 长期看全球货币重构, 各国政府黄金储备需求提升。SPDR 黄金的持仓变动可以用于观测市场避险情绪, 2019 年以来, 中美贸易战、新冠疫情及俄乌冲突等风险事件推升 SPDR 持仓需求。截止至 2023 年 3 月 28 日, SPDR 黄金持仓量持续上涨, 持仓处于 2018 年 10 月以来 39.38%分位, 低持仓水平将为后续金价提供支撑。同时, 黄金作为美元信用的对冲资产, 在欧元及人民币对美元信用的冲击及美国未来经济不确定性增强的背景下, 长期看, 全球官方机构黄金储备需求也在增强。

图35. COMEX 持仓及金价



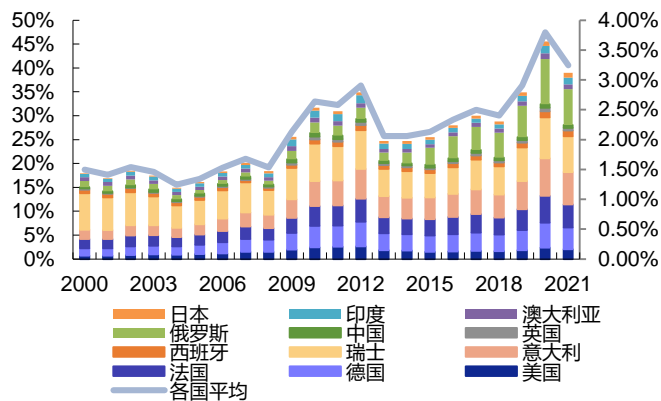
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图36. SPDR 持仓及金价



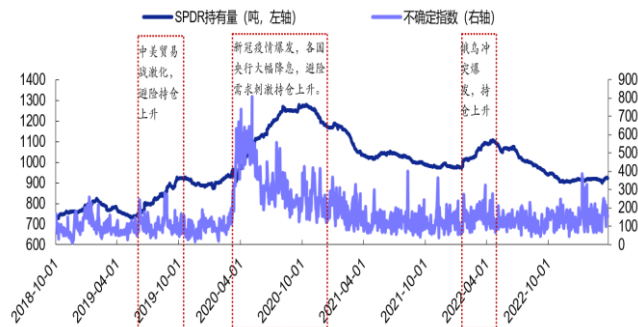
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图37. 全球央行黄金储备占 GDP 百分比整体上升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图38. 经济不确定性提高伴随 SPDR 持仓提升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

5. 盈利预测

盈利预测

我们预计 2023/2024/2025 年公司将实现营业收入分别为 53.79 亿元、57.82 亿元、60.16 亿元，实现净利润分别为 20.81 亿元、30.85 亿元、36.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.69、0.82 元/股，目前股价对应 PE 为 53.4、36.0、30.3 倍。

我们参考可比公司估值：我们选取紫金矿业、银泰黄金、赤峰黄金和四川黄金作为可比公司，同业可比公司 2023 年、2024 年平均 PE 分别为 30.5 倍和 26.9 倍，考虑公司行业龙头属性突出，并且在十四五期间有明确收购和整合计划，成长性突出；同时参考历史估值水平，2018-2022 年过去五年间公司年均 PE 在 45.11-118.29 倍之间波动，我们给予公司 2023 年 65 倍估值，估值 1352.65 亿，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 30.2 元/股。

关键假设

量：据公司公告的国内矿区复产进度及焦家金整合目标，我们预计 2023-2025 年公司自产金产量分别为 42.58、52.88、58.88 吨；外购金和小金条产量维持 2022 年规模，2023-2025 年产量分别稳定在 55 吨和 33 吨。

价：2022 年 COMEX 黄金收盘均价 1799.3 美元/盎司，金交所金价 392.21 元/克，考虑金价在长周期内有望受益于美元指数趋弱，同时全球央行黄金储备需求增加，我们预计 2023-2025 年黄金均价维持 22 年均价水平。

利：公司披露的 2022 年自产金营业成本约为 222.2 元/克，考虑到随着国内矿山进一步复产，未来矿山整合推进后可利用矿石品位更广，我们假设 2023-2025 年营业成本回落至 200 元/克，对应毛利率 49%；外购金和小金条毛利率维持在 0.5%。

表3: 可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	股价	净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE			
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601899.SH	紫金矿业	3348	13.13	251.1	295.2	371.2	0.95	1.12	1.41	13.8	11.7	9.3
000975.SZ	银泰黄金	386	13.90	17.7	21.8	25.2	0.64	0.78	0.91	21.8	17.7	15.4
600988.SH	赤峰黄金	312	18.75	11.9	16.3	14.9	0.71	0.98	0.89	26.2	19.1	21.0
001337.SZ	四川黄金	125	29.71	2.1	2.1	2.1	0.50	0.50	0.50	60.0	59.1	59.4
	平均									30.5	26.9	26.3

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 盈利预测取自 wind 一致预期, 行情数据日期取自 2023 年 4 月 6 日

6. 风险提示

- 1) **项目进展不及预期。**公司仍有较多项目在推进中，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。**公司生产的黄金、白银等产品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。**公司产品主要为金银等贵金属产品，部分受美联储加息政策影响，若美联储加息持续时间过长，可能对公司产品价格和业绩造成影响。
- 4) **项目收购不及预期。**

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33,935.0	50,305.8	53,790.5	57,818.3	60,165.4	成长性					
减: 营业成本	30,350.8	43,212.0	45,253.8	47,312.9	48,512.5	营业收入增长率	-46.7%	48.2%	6.9%	7.5%	4.1%
营业税费	633.0	822.1	968.2	1,040.7	1,083.0	营业利润增长率	-98.1%	2,969.6%	66.6%	46.2%	19.0%
销售费用	361.1	176.4	537.9	578.2	601.7	净利润增长率	-108.6%	-743.2%	67.0%	48.3%	19.1%
管理费用	2,930.1	2,315.7	2,797.1	3,469.1	3,609.9	EBITDA 增长率	-58.1%	107.6%	7.5%	25.9%	14.0%
研发费用	345.6	399.6	537.9	578.2	601.7	EBIT 增长率	-86.9%	420.2%	12.8%	42.3%	18.9%
财务费用	710.8	1,047.1	53.8	57.8	60.2	NOPLAT 增长率	-304.5%	-133.0%	11.4%	45.6%	18.8%
资产减值损失	-5.7	-0.6	-55.6	-20.6	-25.6	投资资本增长率	4.6%	29.1%	-1.1%	-5.0%	0.9%
加: 公允价值变动收益	576.4	-209.1	-184.7	237.5	269.9	净资产增长率	0.4%	15.5%	-19.0%	17.1%	15.1%
投资和汇兑收益	728.3	78.2	100.0	120.0	150.0						
营业利润	68.5	2,102.1	3,501.5	5,118.2	6,090.8	利润率					
加: 营业外净收支	-46.0	-95.7	-105.7	-82.5	-94.6	毛利率	10.6%	14.1%	15.9%	18.2%	19.4%
利润总额	22.5	2,006.4	3,395.8	5,035.7	5,996.2	营业利润率	0.2%	4.2%	6.5%	8.9%	10.1%
减: 所得税	217.9	582.9	1,018.7	1,510.7	1,798.9	净利润率	-0.6%	2.5%	3.9%	5.3%	6.1%
净利润	-193.7	1,245.9	2,080.5	3,085.3	3,673.7	EBITDA/营业收入	9.1%	12.7%	12.8%	15.0%	16.4%
						EBIT/营业收入	1.8%	6.5%	6.8%	9.0%	10.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	269	206	206	193	186
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-166	-141	-125	-121	-117
货币资金	5,007.7	9,634.3	4,303.2	4,625.5	4,813.2	流动资产周转天数	146	128	121	99	98
交易性金融资产	2,681.6	2,959.9	2,899.4	2,847.0	2,902.1	应收帐款周转天数	24	20	20	20	20
应收帐款	2,678.9	2,839.9	3,061.2	3,281.8	3,318.7	存货周转天数	29	25	25	24	24
应收票据	-	54.1	3.7	58.5	6.3	总资产周转天数	754	605	584	528	507
预付帐款	460.4	824.5	521.1	885.7	556.8	投资资本周转天数	298	235	246	222	209
存货	2,983.8	4,092.3	3,318.1	4,429.5	3,514.5						
其他流动资产	456.0	1,070.3	681.7	736.0	829.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-0.7%	3.8%	8.1%	10.2%	10.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-0.2%	1.6%	2.8%	4.1%	5.0%
长期股权投资	1,953.6	1,988.9	1,988.9	1,988.9	1,988.9	ROIC	-24.7%	7.8%	6.7%	9.9%	12.4%
投资性房地产	185.3	176.2	176.2	176.2	176.2	费用率					
固定资产	26,828.5	30,711.7	30,990.1	31,093.9	31,010.4	销售费用率	1.1%	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	4,577.5	5,950.2	6,109.2	6,239.5	6,346.4	管理费用率	8.6%	4.6%	5.2%	6.0%	6.0%
无形资产	19,362.2	19,379.4	18,599.3	17,819.1	17,038.9	研发费用率	1.0%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	11,132.0	11,039.9	11,244.4	11,379.1	11,407.1	财务费用率	2.1%	2.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产总额	78,307.6	90,721.6	83,896.5	85,560.6	83,908.8	四费/营业收入	12.8%	7.8%	7.3%	8.1%	8.1%
短期债务	5,783.7	6,614.2	15,443.1	13,972.0	9,646.0	偿债能力					
应付帐款	12,451.1	8,536.2	11,103.6	12,290.3	10,577.3	资产负债率	59.4%	59.6%	64.6%	59.3%	52.3%
应付票据	1,763.0	3,351.7	2,004.7	3,063.2	2,497.0	负债权益比	146.4%	147.2%	182.1%	145.8%	109.5%
其他流动负债	14,989.1	16,158.5	14,279.1	15,142.2	15,193.2	流动比率	0.41	0.62	0.35	0.38	0.42
长期借款	5,339.6	13,548.3	5,330.4	276.2	-	速动比率	0.32	0.50	0.27	0.28	0.33
其他非流动负债	6,197.8	5,816.3	5,997.1	6,003.7	5,939.0	利息保障倍数	0.88	3.10	68.16	90.24	103.09
负债总额	46,524.4	54,025.2	54,158.0	50,747.6	43,852.5	分红指标					
少数股东权益	2,563.4	3,819.4	4,116.0	4,555.7	5,079.3	DPS(元)	0.05	-	-0.16	-0.35	-0.23
股本	4,473.4	4,473.4	4,473.4	4,473.4	4,473.4	分红比率	-115.5%	0.0%	-35.2%	-50.2%	-28.5%
留存收益	18,865.6	18,336.4	21,149.0	25,783.8	30,503.5	股息收益率	0.2%	0.0%	-0.7%	-1.4%	-0.9%
股东权益	31,783.2	36,696.5	29,738.4	34,813.0	40,056.3						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	-195.4	1,423.4	2,080.5	3,085.3	3,673.7
						加: 折旧和摊销	2,466.7	3,161.0	3,209.7	3,436.7	3,667.3
						资产减值准备	5.7	0.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-576.4	209.1	-184.7	237.5	269.9
						财务费用	731.8	719.7	53.8	57.8	60.2
						投资收益	-467.7	-24.4	-100.0	-120.0	-150.0
						少数股东损益	-1.7	177.6	296.5	439.7	523.6
						营运资金的变动	2,017.1	-2,402.0	1,610.8	914.0	-1,107.3
						经营活动产生现金流量	1,822.2	2,971.8	6,966.6	8,051.1	6,937.4
						投资活动产生现金流量	-2,606.9	-5,250.7	-4,079.7	-2,674.7	-2,960.3
						融资活动产生现金流量	2,140.8	5,461.8	-8,217.9	-5,054.2	-3,789.3
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	-0.04	0.28	0.47	0.69	0.82
						BVPS(元)	6.53	7.35	5.73	6.76	7.82
						PE(X)	-573.9	89.2	53.4	36.0	30.3
						PB(X)	3.8	3.4	4.3	3.7	3.2
						P/FCF	84.7	118.8	29.9	-65.6	-80.1
						P/S	3.3	2.2	2.1	1.9	1.8
						EV/EBITDA	27.2	14.0	17.8	13.4	11.3
						CAGR(%)	-362.3%	43.4%	-2.2%	-362.3%	43.4%
						PEG	1.6	2.1	-24.3	-0.1	0.7
						ROIC/WACC	-2.6	0.8	0.7	1.0	1.3
						REP	-1.1	3.0	4.7	3.2	2.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034