

山东黄金 (600547)

资源禀赋的黄金龙头，再迎资产整合收获期 买入 (首次)

2024年07月22日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 徐毅达

执业证书: S0600123090025

xuyd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	50306	59275	79230	87923	93184
同比 (%)	48.24	17.83	33.66	10.97	5.98
归母净利润 (百万元)	1248	2328	4809	5983	6273
同比 (%)	744.16	86.57	106.60	24.40	4.85
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.28	0.52	1.08	1.34	1.40
P/E (现价&最新摊薄)	113.34	60.75	29.40	23.64	22.54

股价走势



投资要点

- **公司是资源量充足的国内黄金上市公司龙头，并表银泰进一步扩大其资源储量：**截至2023年底，公司已通过协议收购及二级市场增持的方式共持有银泰黄金28.89%的股份并已正式并表，山东黄金（含银泰黄金）现拥有黄金资源量达1577.96吨，黄金储量为624.63吨，全年黄金产量达41.7吨，其资源量、储量及产量均处于行业领先地位，仅次于紫金矿业。
- **公司加快内部矿权整合与海外开发，未来产量增长明确：**1) **焦家金矿：**公司对焦家金矿等14个矿业权进行资源整合及统一开发，该项目达产后预计年产黄金金属量将达18.85吨，较整合前的矿产产量（2023年9.38吨）具备明显增量；2) **新城金矿：**公司以新城金矿采矿权为主体，整合新城金矿深部、外围及周边勘探，统一开发，预计该项目达产后年产黄金金属量将达7.71吨，日均采选矿规模可达8000吨，较目前6500吨/日具备较大增幅；3) **三山岛金矿：**公司于2024年初对西岭金矿的收购已经达成了初步协议，公司将三山岛金矿原有采矿权与西岭金矿探矿权整合成为一宗采矿权，根据西岭金矿探矿权评估报告，西岭金矿规划生产规模为330万吨/年，黄金设计产量为13.386吨/年（预计2031年达产）；4) **卡蒂诺：**目前公司主力金矿Namdini金矿已处于商业化前期，该项目达产后，年处理矿石量可达950万吨，年均产粗金锭含金8.438吨（预计2024Q4投产）。
- **美联储释放降息信号，黄金正处大级别上涨周期：**美国通胀已有效下行但具备韧性，CPI已实现大幅高位回落，但3%关口难以快速突破；经济端，高利率抑制了实体经济需求，美国长短债收益率已呈现长期倒挂。降息周期中实际利率的下行有望进一步助推黄金价格上涨。
- **公司吨权益资源量市值处于行业低位，业绩具备弹性：**山东黄金现拥有黄金权益资源量1325.33吨，按7月18日收盘市值测算，公司吨权益资源量市值为0.96亿元/吨；若考虑西岭金矿，山东黄金权益资源量可达1917.52吨，吨权益资源量市值仅为0.66亿元/吨，处于行业低位，较可比公司均值2.17亿元/吨具备较大上行空间。公司黄金业务集中度较高，充分受益于黄金价格上涨。在黄金价格增长15%、24%，和35%的情境下，山东黄金利润增厚比例分别为27%、45%，和63%，在可比公司中仅次于赤峰黄金。
- **盈利预测及投资评级：**我们预计山东黄金2024-2026年营业收入分别为792.30/879.23/931.84亿元，同比增速分别为33.66%/10.97%/5.98%；实现归属母公司股东净利润分别为48.09/59.83/62.73亿元，同比增速分别为106.60%/24.40%/4.85%，对应当前PE为29/24/23倍，远低于其在2019-2020年黄金牛市期间的52X-61X的Forward 12个月估值表现，当下估值具备较高安全边际，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**全国矿山安全检查力度超预期风险；公司对自身矿山整合进度不及预期风险；全球宏观经济波动导致美元走强带来的黄金价格超预期走低风险；全球央行停止购金或集体抛售黄金导致黄金价格走弱风险。

市场数据

收盘价(元)	30.50
一年最低/最高价	19.63/33.25
市净率(倍)	5.73
流通A股市值(百万元)	110,240.52
总市值(百万元)	136,439.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.33
资产负债率(%,LF)	62.04
总股本(百万股)	4,473.43
流通A股(百万股)	3,614.44

相关研究

《山东黄金(600547): 黄金龙头, 量价齐升》
2023-04-20

内容目录

1. 公司概况：资源卓越的老牌黄金龙头企业	5
1.1. 公司股权结构稳定，山东黄金集团为其实际控制人	5
1.2. 公司发展思路清晰，通过内生外扩的方式并入海内外优质资源，扩大商业版图	5
1.3. 公司实现强势增长，盈利能力提升，优化费用结构并扩大生产规模	7
2. 公司矿产资源丰富，积极整合并购，潜在发展空间较大	10
2.1. 公司持续推进山东省内矿权整合，黄金资源储量丰富	11
2.2. 公司收购银泰黄金控制权，进一步推动资源增储	14
2.3. 公司黄金矿储潜在增长空间广阔	16
2.4. 拓展海外黄金矿源布局，公司海外资源增持前景乐观	18
2.5. 公司黄金业务集中度较高，充分受益于黄金价格上涨	21
3. 滞胀周期叠加美元信用弱化背景下，黄金开启向上周期	22
3.1. 滞胀经济背景下黄金价格表现强势	22
3.2. 美元信用弱化背景下，各国央行的购金需求支持金价稳步上行	23
4. 盈利预测及投资建议	25
4.1. 核心假设及盈利预测	25
4.2. 估值分析及投资建议	27
4.2.1. 公司吨权益资源量市值处于行业低位，较公司历史估值仍有上升空间	27
4.2.2. 公司 Forward 12 个月估值处于低位，参较上一轮牛市周期具备较高安全边际	28
5. 风险提示	29

图表目录

图 1:	山东黄金矿业股份有限公司股权结构 (截至 2024 年一季度)	5
图 2:	公司发展历程	6
图 3:	山东黄金矿产金产量 (吨)	7
图 4:	公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)	8
图 5:	公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)	8
图 6:	各产品毛利占比 (%)	9
图 7:	自产金毛利 (亿元) 及毛利率 (%)	9
图 8:	各项费用率 (%)	9
图 9:	净资产收益率 ROE (加权%)	9
图 10:	公司黄金资源及权益资源量在行业内处于领先地位	10
图 11:	公司黄金产量及权益产量在行业内处于领先地位	10
图 12:	焦家金矿黄金产量 (吨)	12
图 13:	焦家金矿黄金矿储水平	12
图 14:	新城金矿产量 (吨)	14
图 15:	新城金矿黄金矿储水平	14
图 16:	银泰黄金股权架构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	14
图 17:	银泰黄金克金成本具备行业相对优势 (元/克)	15
图 18:	银泰黄金销售净利率远超同行 (%)	15
图 19:	三山岛金矿产量 (吨)	18
图 20:	三山岛金矿黄金矿储水平	18
图 21:	贝拉德罗金矿股权示意图 (截至 2023 年 12 月 31 日)	19
图 22:	贝拉德罗金矿连续多个季度实际产量超出指引 (千盎司)	20
图 23:	卡帝诺项目股权示意图 (截至 2023 年 12 月 31 日)	20
图 24:	黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关	22
图 25:	欧美经济陷入衰退困境 (%)	23
图 26:	美债长短利率倒挂 (%)	23
图 27:	美国通胀难以进一步下降	23
图 28:	美国 GDP 环比增速再度放缓	23
图 29:	疫情期间美国大规模放水 (十亿美元, %)	24
图 30:	量化宽松期美国外债规模大幅增加 (亿美元, %)	24
图 31:	全球央行购金数量大幅增长 (吨, %)	25
图 32:	各国黄金储备占外汇资产比例 (%)	25
图 33:	山东黄金在 2019-2020 黄金牛市期间的 Forward PE	28
图 34:	山东黄金在本轮黄金牛市期间的 Forward PE	28
表 1:	2023 年公司各金矿黄金产量、资源量及品味、储量及品味表	10
表 2:	截至 2022 年底山东黄金各矿山设计选矿能力	11
表 3:	焦家金矿扩建整合前后生产指标对比	13
表 4:	银泰黄金各金矿矿储水平及权益比例 (截至 2023 年 12 月 31 日)	15
表 5:	山东黄金集团探矿权资源量统计表	16
表 6:	山东黄金集团采矿权资源量统计表	17

表 7: 西岭金矿探矿权评估数据.....	18
表 8: Namdini 项目黄金储量 (截至 2023 年 12 月 31 日)	21
表 9: 黄金价格对主要黄金企业业绩影响的敏感性分析.....	21
表 10: 山东黄金各矿山黄金产量假设表 (吨)	25
表 11: 山东黄金 (不含银泰黄金) 主要业务板块营收及毛利拆分 (亿元)	26
表 12: 银泰黄金主要业务板块营收及毛利拆分 (亿元)	26
表 13: 截至 2024 年 7 月 18 日黄金公司吨权益资源量市值对比 (亿元/吨)	27

1. 公司概况：资源卓越的老牌黄金龙头企业

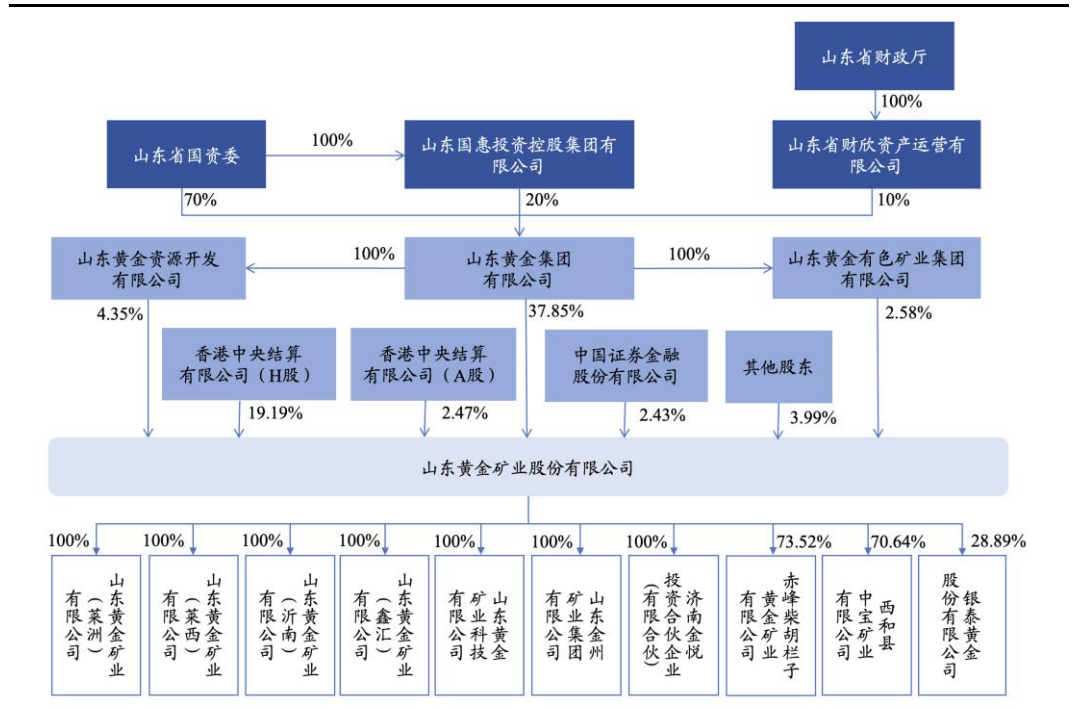
山东黄金矿业股份有限公司成立于2000年，于2003年8月在上海证券交易所主板上市，2018年9月在香港联合交易所主板上市，于2023年控股深圳证券交易所主板上市的银泰黄金。公司以黄金开采为主业，拥有勘探、采矿、选矿、冶炼（精炼）和黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链，黄金产量、资源储备、经济效益、科技水平及人才优势均居国内黄金行业的领先地位。

1.1. 公司股权结构稳定，山东黄金集团为其实际控制人

公司实际控制人为山东省国资委，大股东为山东黄金集团。截至2024年一季度，山东黄金集团有限公司直接持有公司37.85%的股份，并通过全资子公司间接持股的方式，合计持有公司股份45.48%，为公司控股股东，股权结构较为稳定。

公司控股股东山东黄金集团前身为山东省黄金工业总公司，目前山东黄金集团系山东省人民政府单独出资设立的国有独资公司，其实际控制人为山东省国资委，持股比例为70%。

图1：山东黄金矿业股份有限公司股权结构（截至2024年一季度）

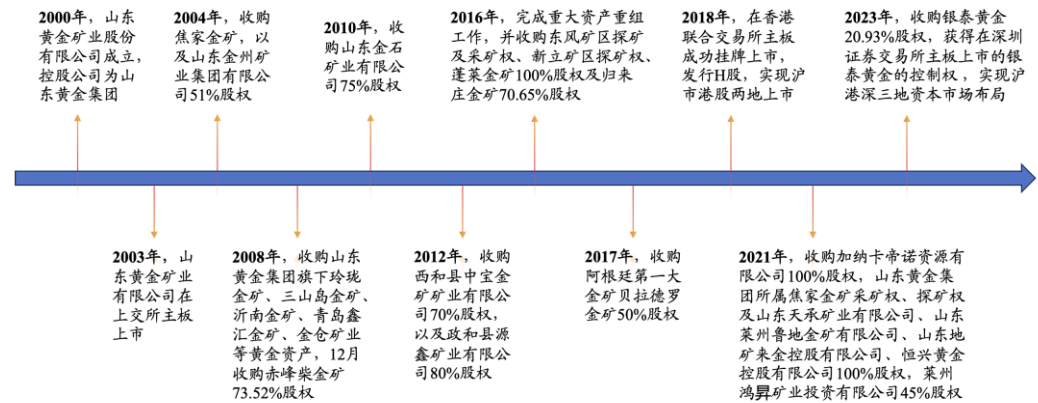


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司发展思路清晰，通过内生外扩的方式并入海内外优质资源，扩大商业版图

公司发展路径围绕内生外扩的整体方针，通过不断并入海内外优秀黄金矿产资源扩大商业版图。1) 2002-2011年，公司以山东省内矿山为奠基，并购多个优质资源。该阶段，公司逐步收购了多个山东省内的矿山资源，包括焦家金矿、集团旗下的主力矿山如玲珑金矿、三山岛金矿等，实现黄金产量的跃升；2) 2012-2016年，公司资源并购迈向全国。该阶段，公司陆续收购包括福建源鑫金矿等多家矿山权益以及黑龙江新立矿区探矿权等，实现全国布局；3) 2017-2020年，公司国内布局日益完善，逐步扩张海外资源布局。该阶段，公司于2017年收购阿根廷第一大金矿贝拉德罗金矿50%股权，2020年公司以场外邀约方式收购了加纳卡帝诺资源有限公司100%股权，进一步将资源布局扩展至海外；4) 2021年至今，公司通过外延并购持续扩张自身矿储资源。2023年7月20日，公司完成协议收购银泰黄金20.93%股权，完成了对银泰黄金控制权的收购。

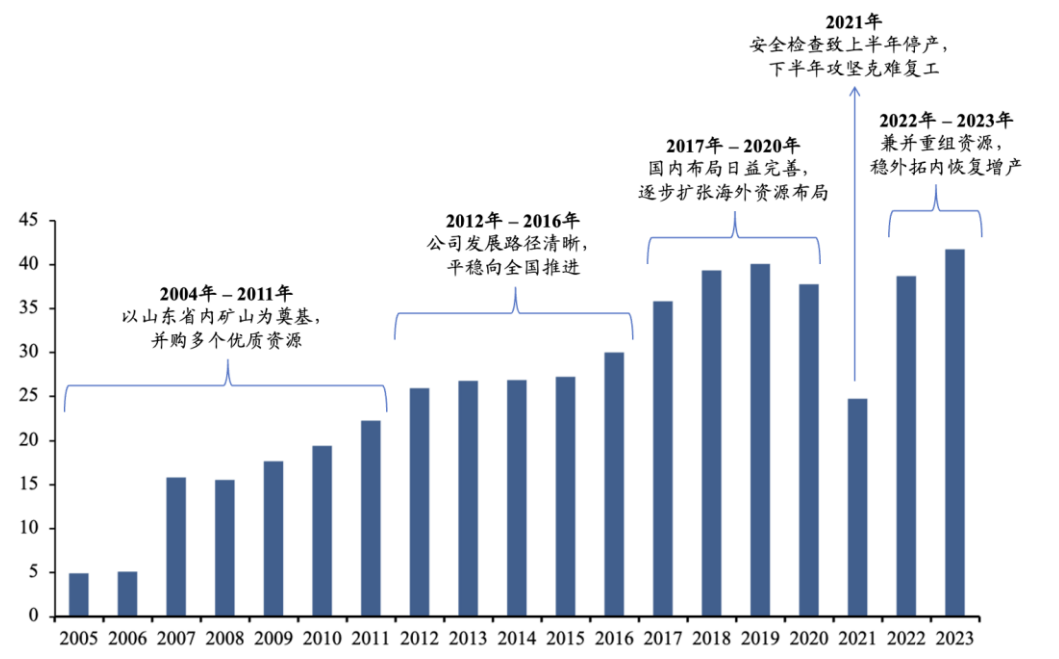
图2: 公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至2023年底，山东黄金矿业有限公司(含银泰黄金)现拥有黄金资源量达1577.96吨，权益资源量1325.3吨，黄金储量为624.63吨，黄金权益储量477.89吨。公司2023年矿产金产量突破历年最高达到41.78吨，同比增幅8.03%。

图3: 山东黄金矿产金产量(吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 公司实现强势增长, 盈利能力提升, 优化费用结构并扩大生产规模

山东黄金矿业股份有限公司的主营业务中黄金相关业务占主要地位, 主要产品包括自产金、外购合质金(以下简称外购金)和小金条。

公司总营收持续上涨, 归母净利润显著增加。公司经营业绩受到黄金产量及价格波动影响较大, 公司从 2016 年以来总营收一直保持持续增长, 归母净利润虽在 2017 至 2018 年期间由于金价下跌而有所下降, 但 2018 年后明显提升。直至 2021 年初受山东省安全事故影响开展停工安全检查, 导致主要布局在山东省内的矿山生产运营受到冲击, 公司自产金产量下降, 规模效应减小使得 2021 年营收大幅下降, 归母净利润转负。2023 年, 随着主力矿山陆续进行复工复产, 自产金产量的逐渐回升, 总营业收入持续增长, 达到 592.75 亿元, 同比+18%, 实现归母净利润 23.28 亿元, 同比+87%。

图4: 公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)

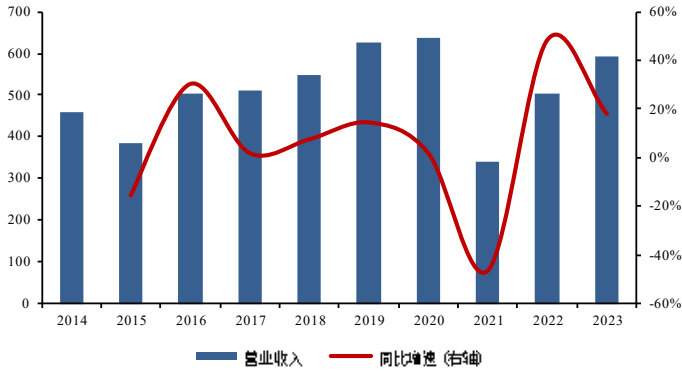
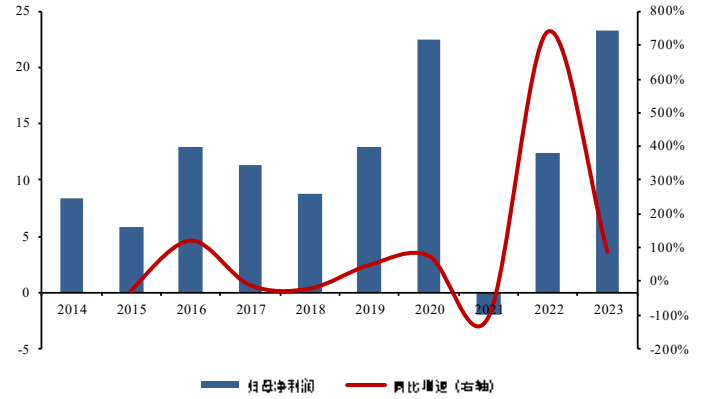


图5: 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



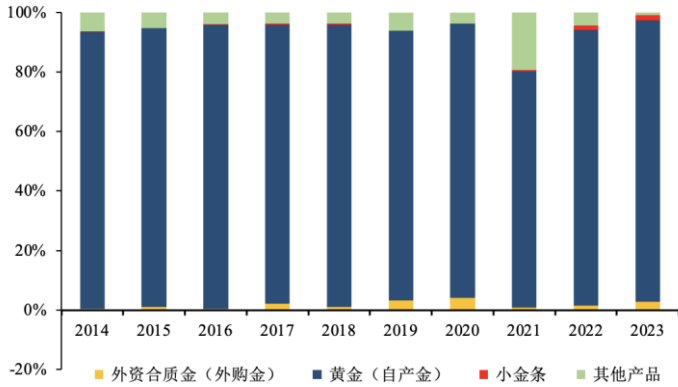
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司外购金业务贡献主要总营收, 自产金贡献主要毛利, 并购银泰黄金大幅增长公司黄金产量。公司黄金业务为业绩增长的主要驱动力, 2023 年公司进一步聚焦主业, 黄金业务占总营收比例达到 94.42%。细分看, 公司外购金业务占总营收比重最大, 占比为 42.57%; 自产金对毛利贡献最大, 占比为 94.51%。

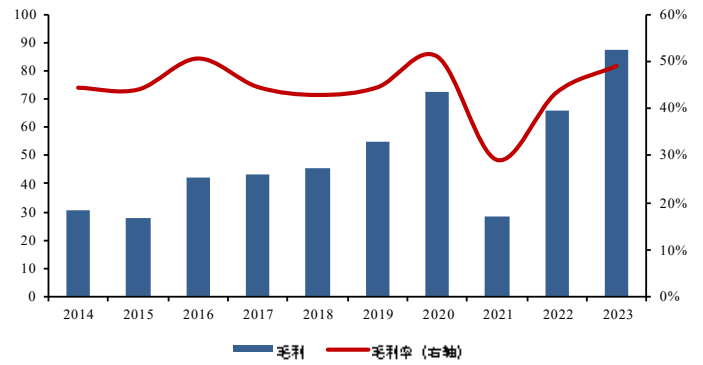
2015 年起至 2020 年间公司毛利持续增长, 毛利率虽有小幅波动但总体呈稳定提升, 2021 年由于年初省内停工检查导致公司自产金产量的大幅下降, 毛利率大幅减少。2022 年后公司积极复工复产, 把握金价上升周期, 同时随着公司于 2023 年 Q3 正式并表银泰, 公司实现量价齐增, 2023 年公司自产金全年产量 41.8 吨, 同比+8%; 销量 39.6 吨, 同比+2%; 2023 年公司自产金均价达 450.9 元/克, 同比+14.99%, 全年收入 179 亿元, 同比+18%; 毛利率 48.9%, 同比+5.6pct。

图6: 各产品毛利占比 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图7: 自产金毛利 (亿元) 及毛利率 (%)

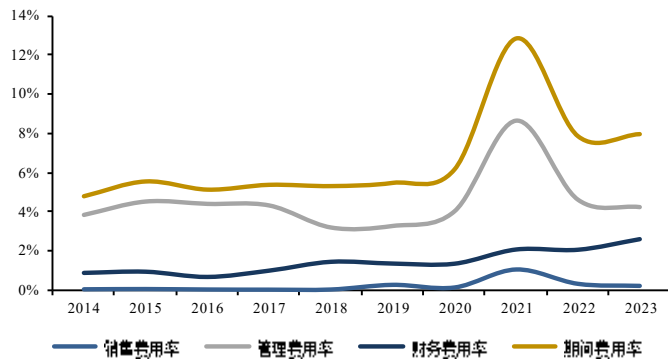


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

主力矿山恢复生产, 叠加费控精细化管理, 规模效益助力公司运行效率提升。2021年初, 由于受到山东省两起金矿 (均非公司所属企业) 安全事故的影响, 公司所属山东省内黄金矿山企业根据政府当地主管部门的要求, 自2021年2月开始进行安全检查, 导致公司产能受到很大影响, 上半年公司黄金产销量大幅下降, 对公司业绩产生较大影响。公司自产金销售量的大幅减少, 导致公司销售毛利下降, 影响公司利润减少, 进而影响公司归母净利润、每股收益等指标的同比下降。

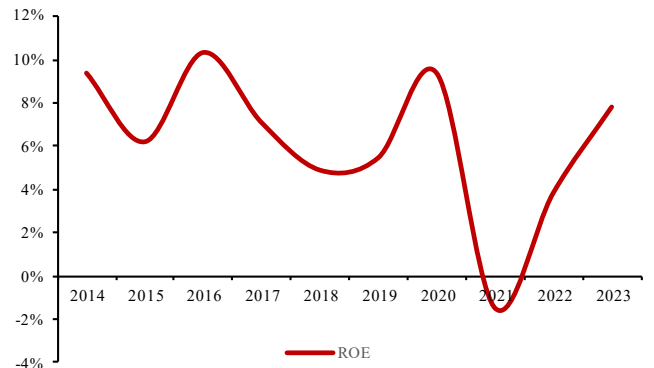
2022年后随着山东省内主力矿山复工复产, 公司继续深化降本增效, 同时伴随黄金价格的逐步回升, 公司盈利水平已经开始低谷中复苏。2023年公司净资产收益率持续回升至7.84%, 2023年公司其中销售费用率和管理费用率均有所下降, 期间费用率平稳在8%区间内, 公司的生产效率和经营效率稳定提高, 公司盈利能力显著提升。

图8: 各项费用率 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图9: 净资产收益率 ROE (加权%)

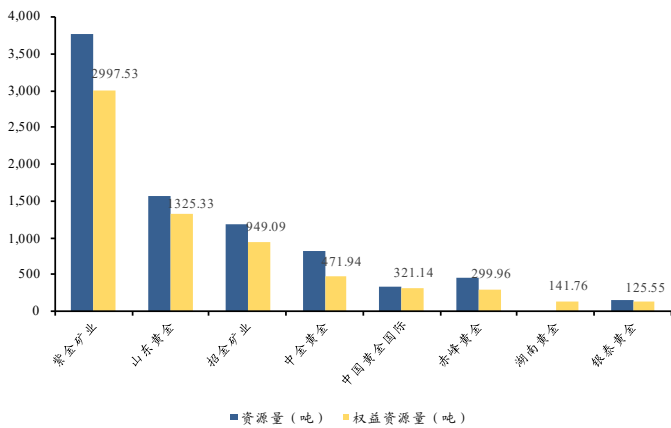


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2. 公司矿产资源丰富，积极整合并购，潜在发展空间较大

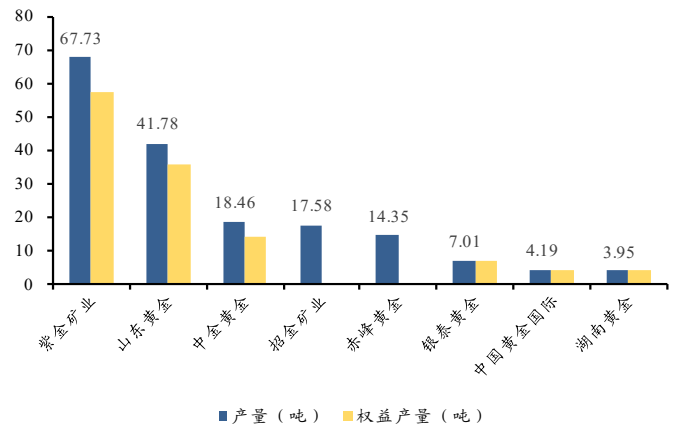
山东黄金资源禀赋丰富，形成国内外领先的黄金产业链。截至 2023 年底，山东黄金矿业有限公司（不含银泰黄金）拥有黄金类矿山总计 16 座，其中境内矿山 14 座，境外在产矿山 1 座，在建矿山 1 座，黄金资源量达到了 1431.3 吨，黄金储量为 545.97 吨，公司黄金资源平均品位为 1.72 克/吨，储量品位为 1.32 克/吨；并表公司银泰黄金保有黄金资源量为 146.66 吨，黄金储量为 78.67 吨，黄金资源平均品位为 3.22 克/吨，储量品位为 3.62 克/吨。山东黄金 2023 年黄金产量为 41.78 吨，权益产量为 35.69 吨，均处于行业领先地位。

图10：公司黄金资源及权益资源量在行业内处于领先地位



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图11：公司黄金产量及权益产量在行业内处于领先地位



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司境内矿山主要布局在山东省境内，其中包括公司的主力矿山三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿等；省外金矿分布包括福建、内蒙古、甘肃、新疆；境外矿山包括贝拉德罗金矿、卡蒂诺金矿。截至 2022 年底，公司共计拥有矿业权 61 个，覆盖面积超过 1320 平方公里。

表1：2023 年公司各金矿黄金产量、资源量及品味、储量及品味表

金矿	产量 (吨)	黄金资源量 (吨)	资源量品味 (克/吨)	黄金储量 (吨)	储量品味 (克/吨)	公司持股比例 (%)
三山岛金矿	5.77	136.65	3.11	45.5	2.78	100%
焦家金矿	9.38	349.25	3.53	75.4	3.96	100%
玲珑金矿	1.86	157.04	2.86	14.55	2.22	100%

新城金矿	5.41	199.41	3.38	58.4	3.34	100%
蓬莱金矿	0.40	14.11	7.3	5.69	5.31	100%
沂南金矿	0.38	9.25	1.55	2.31	1.36	100%
鑫汇公司	1.09	35.47	3.68	20.69	3.46	100%
莱西公司	0.55	5.80	1.97	2.43	1.69	100%
金洲公司	1.25	12.39	3.12	5.51	2.9	100%
归来庄矿业	0.86	8.12	3.46	1.34	3.77	70.65%
柴矿公司	1.69	6.76	3.03	4.14	2.77	73.52%
福建源鑫	0.28	2.51	5.02	0.9	4.26	90.91%
西和中宝	1.17	30.14	2.26	11.96	2.23	70%
金川矿业	2.72	37.54	0.91	15.84	0.82	100%
银泰黄金	2.52	146.66	3.22	78.67	4.62	28.89%
国内矿山合计	35.34	1026.57	2.95	264.67	2.7	
贝拉德罗金矿	6.44	186.62	0.64	124.1	0.7	50%
卡蒂诺矿山		218.11	1.12	157.2	1.13	85%
国外矿山合计	6.44	404.73		281.3		
公司合计	41.78	1431.30	1.72	545.97	1.32	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 公司持续推进山东省内矿权整合，黄金资源储量丰富

公司主力矿山资源储量丰富。根据公司的公告，公司拥有的4家矿山位居“中国十大黄金矿山”，3家矿山位居“中国经济效益十佳矿山”，焦家、玲珑、三山岛、新城4家矿山在国内率先实现累计黄金产量过百吨，这使得公司成为国内唯一一家拥有四座产金超百吨矿山的上市企业，这几座金矿也是公司黄金资源储备的主要贡献者，截至2022年底，山东黄金的选矿厂总设计选矿能力为53,650吨/天。

表2：截至2022年底山东黄金各矿山设计选矿能力

选矿厂	涉及选矿能力 (吨/天)	概述
三山岛金矿	8,000	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
焦家金矿	8,000	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
新城金矿	6,500	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
玲珑金矿	4,450	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
归来庄金矿	2,000	选矿后产出金精矿并交付至冶炼公司
青岛金矿	3,000	选矿后产出金精矿，在鑫汇矿区的选矿厂产出合质金、金精矿及合质金均交付至冶炼公司
蓬莱金矿	1,000	选矿后产出金精矿并交付至第三方冶炼及精炼承包商

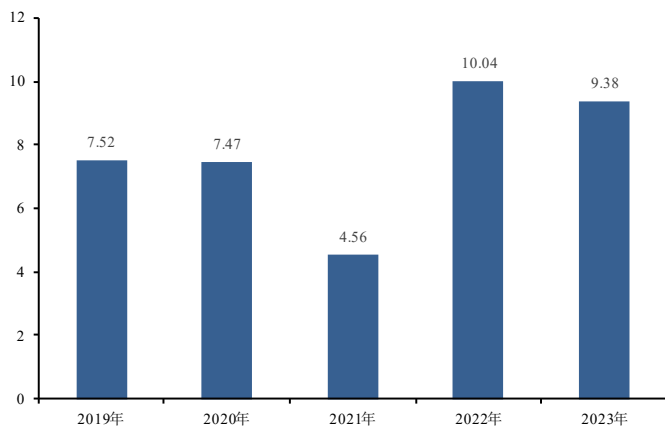
沂南金矿	1,550	选矿后产出合质金，合质金交付至冶炼公司；铜精矿及其他副产品售予第三方
金州金矿	1,500	选矿后产出合质金并交付至冶炼公司
赤峰柴金矿	1,250	选矿后产出合质金并交付至冶炼公司
西和中宝金矿	450	选矿后产出合质金并交付至冶炼公司
福建源鑫金矿	800	委聘第三方承包商来经营福建源鑫金矿的选矿厂，选矿后产出金精矿并由第三方冶炼及精炼
新疆金川金矿	15,150	氰冶后产出合质金并交付冶炼公司

注：2021年天承矿业的马塘矿区、红布矿区已分别整合至焦家金矿和新城金矿，其选矿业务也分别由焦家金矿和新城金矿进行
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

山东黄金加快省内黄金资源整合。2021年7月，山东省政府发布《山东省人民政府关于烟台市8个区（市）金矿矿产资源整合方案的批复》的文件，提出了金矿资源要按照“关闭一批、整合一批、提升一批”的工作思路，坚持“一个主体”原则，即推动一个整合区域内保留一个采矿权人、一个采矿权之内保留一个生产经营主体。为落实山东省、烟台市各级政府关于金矿矿产资源整合方案，公司分别对焦家金矿、新城金矿展开资源整合开发工程，并先后于2022年取得山东省自然资源厅就焦家金矿、新城金矿两个整合后的《采矿许可证》。

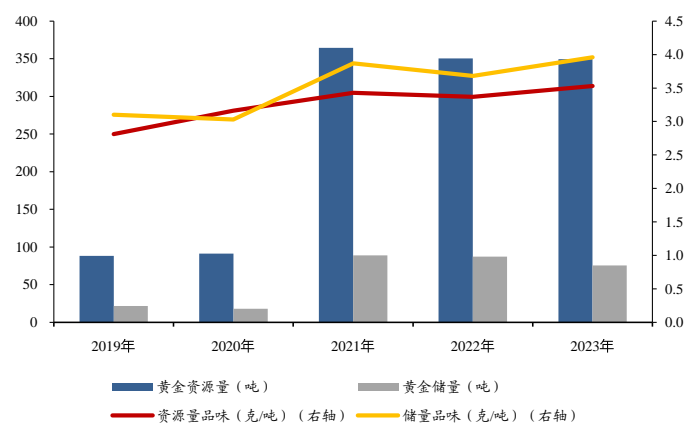
焦家金矿是山东黄金目前产量最大，产权整合前景最好的金矿。焦家金矿目前是我国黄金行业生产规模最大的现代化矿山之一，以其丰富的金矿资源和先进的采矿技术而闻名，经济效益连续多年稳居山东黄金集团首位。截至2023年底，焦家金矿共拥有黄金资源量349.25吨、储量75.4吨，平均储量品位为3.96克/吨。

图12：焦家金矿黄金产量（吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：焦家金矿黄金矿储水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

山东黄金以其全资子公司莱州公司为整合主体，对焦家金矿等14个矿业权进行资源整合及统一开发。根据公司披露的可行性研究报告，本次整合范围内的14个矿业权

中，焦家、望儿山、寺庄、马塘矿区、马塘二矿区、东季、后赵均为已建矿山，其他均为未建设矿山，涉及的矿体南北走向总长约 6.7Km，最大埋深约 1,150m，开采难度大、工程相对复杂。而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。

焦家金矿矿业整合作业将有利于扩大公司生产规模和资源储备，利用协同效应提升公司资产规模和盈利能力。根据《山东省莱州市焦家矿区（整合）金矿资源储量核实报告》矿产资源储量评审意见书，本项目建设期为 6 年，假设该项目从投产到完全达产需 3 年时间，则整合后焦家金矿将于 2030 年具备 660 万吨/年采矿出矿能力，平均出矿品位为 3.04 克/吨，年产金精矿 29 万吨，黄金金属量将达 18.85 吨，较整合前的矿产产量（2023 年 9.38 吨）具备明显增量。

表3：焦家金矿扩建整合前后生产指标对比

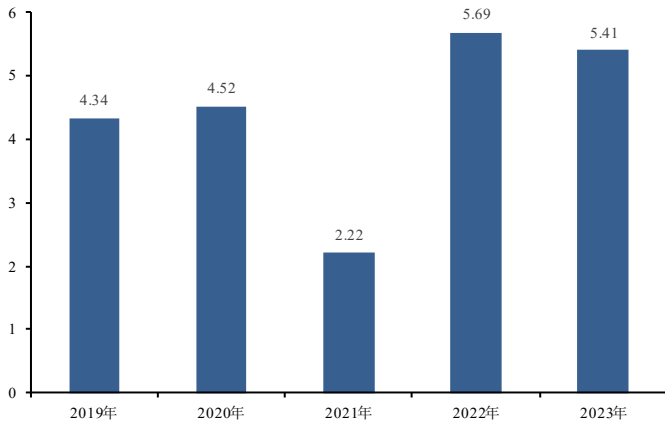
	统一开发前	统一开发后	效率提升幅度
采选矿规模（吨/天）	8,000	20,000	150.00%
金精矿产量（吨/年）	100,350	290,630	189.62%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新城金矿是目前公司第三大金矿，矿权资源整合为未来发展提供保障。截至 2023 年底，新城金矿共拥有黄金资源量 199.41 吨、储量 58.4 吨，平均储量品位为 3.34 克/吨，为山东黄金第三大金矿。2021 年，公司收购天承矿业，其红布矿区及其选矿业务已整合至新城金矿；2022 年，新城金矿取得山东省自然资源厅新城金矿整合后的《采矿许可证》。

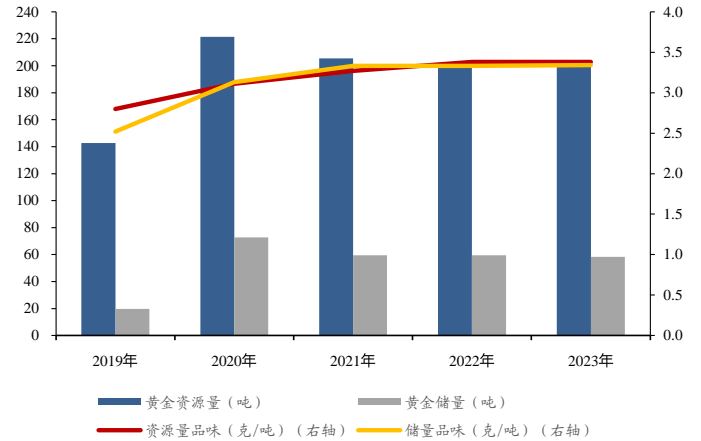
新城金矿正在进行，预计该扩建整合项目达产后将贡献黄金产量 7.77 吨/年。新城金矿以新城金矿采矿权为主体，整合新城金矿深部及外围勘探、曲家地区金矿勘探、红布矿区采矿权、红布矿区深部及外围金矿勘探等，统一开发，其中新城金矿（采矿权）、红布矿区（采矿权）为已有工程。根据可行性研究报告，预计新城金矿整合开发项目建成达产后，日均采选矿规模可达 8000 吨，较目前 6500 吨/日具备较大增幅；预计年均产浮选金精矿达 11.96 万吨（含金 7771kg/年），较目前 5.41 吨年产量具备较大提升空间。

图14: 新城金矿产量 (吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 新城金矿黄金矿储水平

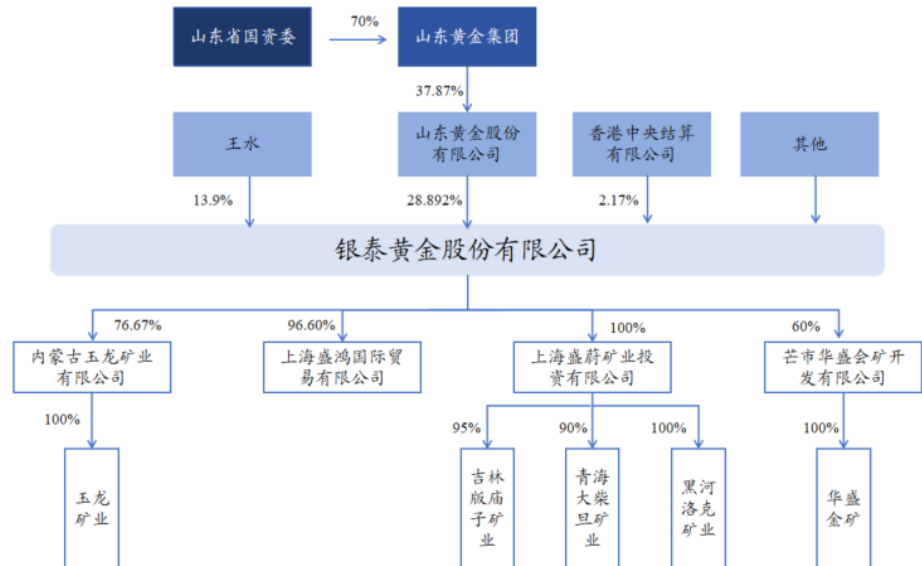


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 公司收购银泰黄金控制权, 进一步推动资源增储

收购银泰黄金, 积极并购获取优质资源。为了进一步推动资源增储, 增强整体市场竞争力, 公司于 2023 年 8 月正式收购银泰黄金控制权, 通过协议收购及二级市场增持的方式共持有银泰黄金 28.89% 的股份, 银泰黄金被正式纳入山东黄金的并表范围内。

图16: 银泰黄金股权架构 (截至 2023 年 12 月 31 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

银泰黄金矿产资源储备丰富, 其产品为山东黄金上游产品。公司主要业务为贵金属

和有色金属矿采选及金属贸易。截至 2023 年底，公司共拥有 5 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿，其中黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦为金矿矿山，玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山。2023 年，银泰黄金保有黄金资源量为 146.66 吨，黄金储量为 78.67 吨，品味分别 3.22 克/吨、4.62 克/吨，其主要产品为合质金（含银）、含银铅精矿和锌精矿等，从产品本质上属于山东黄金生产的标准金的上游产品。

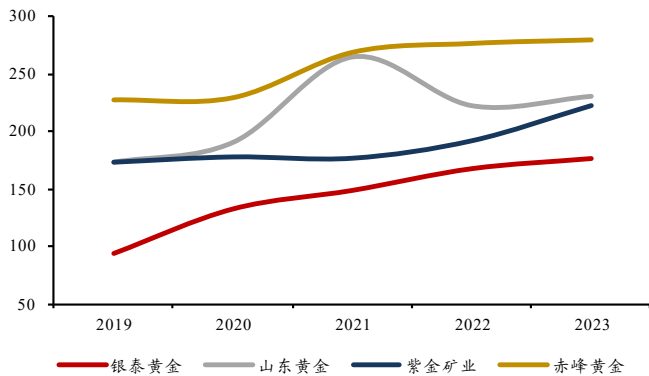
表4：银泰黄金各金矿矿储水平及权益比例（截至 2023 年 12 月 31 日）

矿山名称	黄金资源量 (吨)	资源量品味 (克/吨)	黄金储量 (吨)	储量品味 (克/吨)	权益比例 (%)
吉林板庙子	25.09	3.83	14.64	4.03	95%
华盛金矿	29.23	1.65	19.40	2.18	60%
黑河洛克	13.05	4.99	6.85	5.90	100%
青海大柴旦	77.54	4.60	37.78	4.71	90%
玉龙矿业	1.75	0.97			76.67%
合计	146.66	3.22	78.67	4.62	

数据来源：银泰黄金公司年报，东吴证券研究所

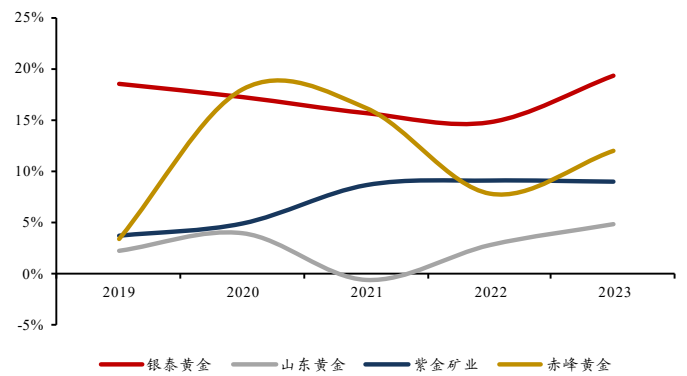
银泰黄金克金成本处于行业低位，盈利能力向好，销售净利率远超同行。2023 年银泰黄金克金成本仅为 176.4 元/克，显著低于同行，其 2023 年合质金毛利率为 60.76%，在以黄金作为主营业务的同行业中具备较强的成本竞争力。此外，受益于其高品位矿山及良好的费控管理水平，银泰黄金 2023 年销售净利率 19.35%，领先于同行。

图17：银泰黄金克金成本具备行业相对优势（元/克）



数据来源：银泰黄金年报，东吴证券研究所

图18：银泰黄金销售净利率远超同行（%）



数据来源：银泰黄金年报，东吴证券研究所

2.3. 公司黄金矿储潜在增长空间广阔

山东黄金具备较大集团资产注入潜力。截至 2023 年 12 月 31 日，作为山东黄金控股股东，山东黄金集团共拥有 30 处位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 846.436 吨，其中 10 处位于中国境内的金矿采矿权，已探明黄金资源量总计约 95.217 吨。

为避免和公司产生同业竞争，山东黄金集团于前次重组时做出承诺，将集团及其控制的下属公司在境内所拥有具备注入山东黄金条件的与山东黄金主业相同或相类似的业务资产都将注入山东黄金。

表5: 山东黄金集团探矿权资源量统计表

矿权名称	矿权持有人	地点	查明金金属量 (吨)
山东省莱州市仓上-潘家屋子地区金矿勘探	山东黄金地质矿产勘查有限公司	山东省莱州市金仓街道	0.39
山东省莱州市留村金矿中深部详查	山东黄金地质矿产勘查有限公司	山东省莱州市虎头崖镇	2
山东省莱州市赵家金矿勘探	山东黄金地质矿产勘查有限公司	山东省莱州市平里店镇	尚未探明
山东省莱州市上马家金矿勘探	山东黄金地质矿产勘查有限公司	山东省莱州市柞村镇	0.22
山东省莱州市大尹家矿区金矿勘探	山东金地矿业有限公司	山东省莱州市平里店镇朱桥镇	尚未探明
山东省莱州市西岭村金矿勘探	山东黄金地质矿产勘查有限公司	山东省莱州市三山岛	金: 592.186 银: 590
山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	山东黄金金创集团有限公司	山东省蓬莱大柳行镇燕子乔村	3.6
山东省蓬莱市黑岚沟金矿深部及外围详查	山东金创股份有限公司	山东省蓬莱市大辛店镇	1.48
山东省烟台市蓬莱区初格庄北金矿详查	山东金创股份有限公司	山东省蓬莱市	5.89
山东省烟台市蓬莱区西石硼北部矿区金矿勘探	山东金创股份有限公司	山东省烟台市蓬莱区	2.41
山东省招远市水旺庄矿区金矿勘探	招远市九洲矿业有限公司	山东省招远市	186.1
山东省招远市李家庄矿区金矿勘探	山东成金矿业有限公司	山东省招远市	17.05
福建省政和县大药坑矿区金矿外围地质详查	福建省政和县宏坤矿业有限公司	福建省政和县星溪乡大药坑村	尚未探明
福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	福建省政和县宏坤矿业有限公司	福建省政和县星溪乡大药坑村	金: 0.89 银: 21.09
福建省政和县星溪矿区外围金铜矿详查	福建省政和县大源矿业有限公司	福建省政和县	尚未探明
青海省都兰县阿斯哈(可热)地区金矿详查	青海山金矿业有限公司	青海省都兰县沟里乡	8.027
青海省都兰县瓦勒尕金矿详查	青海山金矿业有限公司	青海省都兰县沟里乡	8.02
青海省都兰县瓦勒尕金矿外围详查	青海山金矿业有限公司	青海省都兰县沟里乡	尚未探明
青海省都兰县达里吉格塘地区金矿普查	青海山金矿业有限公司	青海省都兰县沟里乡	尚未探明
青海省都兰县果洛龙洼金矿详查	青海山金矿业有限公司	青海省都兰县沟里乡	12.94
青海省都兰县果洛龙洼金矿(3740米以下)普查	青海山金矿业有限公司	青海省都兰县沟里乡	尚未探明
青海省都兰县按纳格金矿详查	青海山金矿业有限公司	青海省都兰县沟里乡	1.67

青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查	山金西部地质矿产勘查有限公司	青海省海西州大柴旦行委	0.56
青海省都兰县阿斯哈南金矿预查	山金西部地质矿产勘查有限公司	青海省都兰县沟里乡	尚未探明
青海省都兰县瓦勒尕南金矿预查	山金西部地质矿产勘查有限公司	青海省都兰县沟里乡	尚未探明
新疆托里县红旗点金矿普查	山金西部地质矿产勘查有限公司	新疆塔城地区托里县	尚未探明
甘肃省西和县安家岔金矿普查	山金西部地质矿产勘查有限公司	甘肃省西和县	3.003
新疆吐鲁番市高昌区乌尊布拉克金矿普查	内蒙古山金地质矿产勘查有限公司	新疆吐鲁番市高昌区	尚未探明
新疆吐鲁番市高昌区乌尊布拉克东金矿普查	内蒙古山金地质矿产勘查有限公司	新疆吐鲁番市高昌区	尚未探明
内蒙古自治区赤峰市松山区银线沟金多金属矿详查	内蒙古山金地质矿产勘查有限公司	赤峰市松山区	尚未探明
合计			846.436

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表6：山东黄金集团采矿权资源量统计表

矿权名称	矿权人	地点	保有金金属量 (吨)
山东黄金金创集团有限公司奄口矿区	山东黄金金创集团有限公司	山东省蓬莱大柳行镇奄口区	57.38
山东金创股份有限公司上口王李金矿区	山东金创股份有限公司	山东省蓬莱大辛店镇	3.879
山东金创股份有限公司黑金顶矿区	山东金创股份有限公司	山东省蓬莱大辛店镇	1.538
山东金创股份有限公司黑岚沟矿区	山东金创股份有限公司	山东省蓬莱大辛店镇	6.721
青岛金星矿业股份有限公司	青岛金星矿业股份有限公司	山东省平度市旧店镇	4.738
海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿	海南山金矿业有限公司	海南省乐东县	15.63
嵩县山金矿业有限公司	嵩县山金矿业有限公司	洛阳嵩县大章乡镇水沟村	2.924
福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿	福建省政和县宏坤矿业有限公司	福建省政和县星溪乡镇	0.94
青海山金矿业有限公司都兰县果洛龙洼金矿	青海山金矿业有限公司	青海省都兰县沟里乡	0.654
建省政和县大源矿业有限公司星溪矿区硫金铜矿	福建省政和县大源矿业有限公司	福建省政和县	0.813; 银 92.5 吨
合计			95.217

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司拟收购西岭金矿勘探探矿权，进一步丰富黄金金属资源量。西岭金矿作为目前为止国内探获的最大单体金矿床，资源储量丰富。根据 2023 年评估报告显示，西岭金矿探矿权范围内经评审备案（探明+控制+推断）资源量金矿石量 14,728 万吨、黄金金属量 592.19 吨，黄金平均品位为 4.02g/t，高于 2023 年底公司（不含银泰黄金）黄金资源平均品位 1.72g/t。公司于 2024 年初对西岭金矿的收购已经达成了初步协议，预计 2031 年左右达产并贡献稳定利润，有望进一步提升公司的生产规模、盈利能力及核心竞争力，若考虑西岭金矿带来资源增量，公司（不含银泰黄金）保有黄金资源达到 2023.49 吨，黄金资源大幅提升。

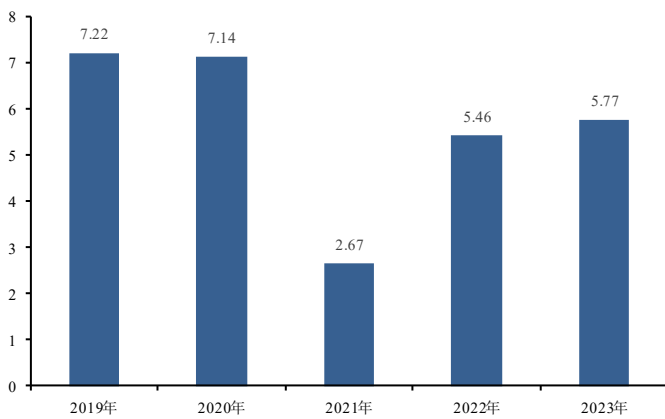
表7: 西岭金矿探矿权评估数据

西岭金矿	黄金矿石量 (万吨)	黄金金属量 (吨)	黄金平均品味 (克/吨)
(探明+控制+推断) 资源量	14,727.87	592.19	4.02
利用可采储量	10,353.86	443.98	4.29
尚难利用资源量	111.22	4.393	3.95

数据来源:《山东省莱西市西岭村金矿勘探探矿权评估报告》, 东吴证券研究所

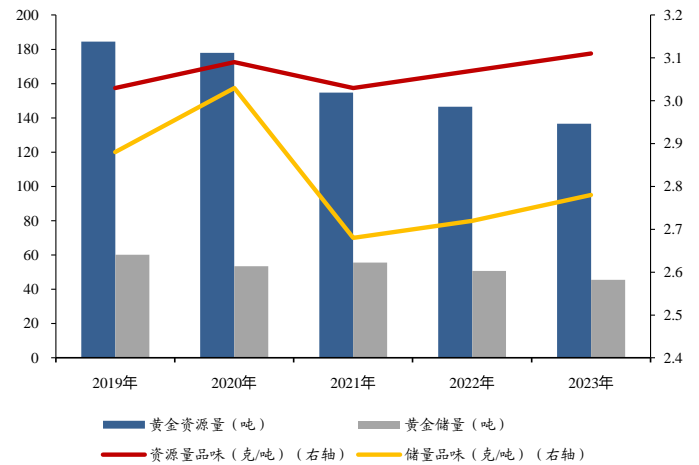
公司加快推进西岭金矿与三山岛矿区资源整合工作。三山岛金矿作为公司第二大金矿, 截至 2023 年底, 共拥有黄金资源量 136.65 吨、储量 45.5 吨, 平均储量品位为 2.78 克/吨。西岭金矿相邻于三山岛金矿的东侧, 为三山岛金矿矿体沿走向和倾向的延伸部位。2024 年 5 月 29 日, 公司发布公告称已顺利取得山东省自然资源厅颁发的山东黄金矿业(莱州)有限公司三山岛金矿采矿许可证, 将三山岛金矿原有采矿权与西岭金矿探矿权整合成为一宗采矿权。后续公司将积极推进整合后三山岛金矿矿区的项目建设相关工作, 根据西岭金矿探矿权评估报告, 西岭金矿规划生产规模为 330 万吨/年, 正常生产年份黄金产量 13.386 吨, 较现有三山岛产量(2023 年 5.77 吨)将形成较大增量贡献。

图19: 三山岛金矿产量(吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 三山岛金矿黄金矿储水平



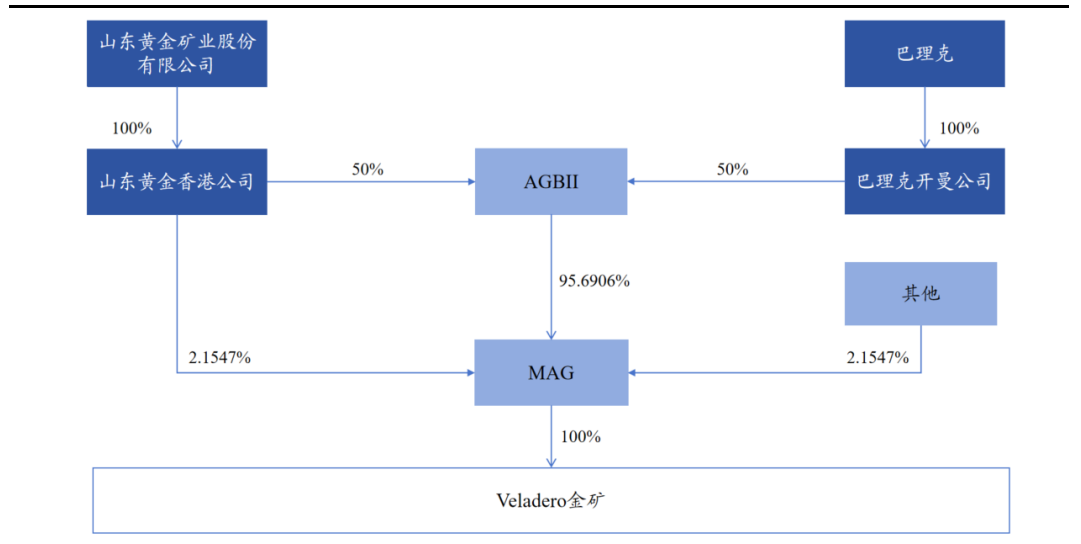
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.4. 拓展海外黄金矿源布局, 公司海外资源增持前景乐观

收购阿根廷贝拉德罗金矿 50%权益, 山东黄金正式开启海外布局。2017 年, 山东黄金以山东黄金矿业为主体收购 Argentina Gold (Bermuda) II Ltd. (简称“AGBII”) 50% 的股权, 同时认购 Minera Argentina Gold S.R.L. (简称“MAG”) 新发行的 2.1547% 的股

权，购买巴里克黄金公司持有 MAG 的 50% 的股东贷款。通过上述交易，山东黄金直接和间接持有 MAG 50% 的股权，公司与巴里克对 MAG 拥有的阿根廷贝拉德罗 (Veladero) 金矿实施共同经营，并各按 50% 比例并表，正式开始海外黄金矿山布局。截至 2023 年底，贝拉德罗保有黄金资源量为 186.62 吨，资源品位为 0.64 克/吨，黄金储量为 78.67 吨，储量品位为 0.7 克/吨。

图21：贝拉德罗金矿股权示意图（截至 2023 年 12 月 31 日）

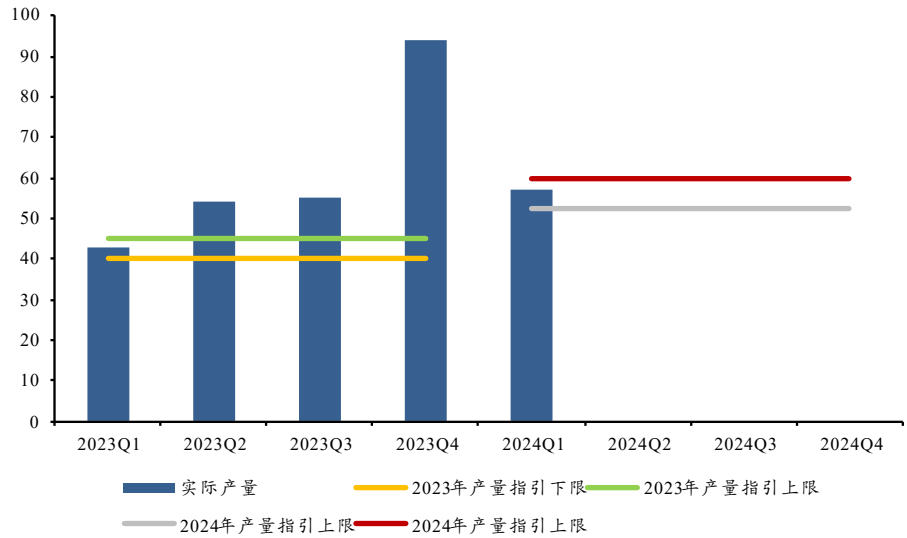


数据来源：Wind，东吴证券研究所

堆浸项目推进顺利，贝拉德罗项目 2024 年产量指引再度上调。截至 2023 年底，贝拉德罗第 7A 阶段堆浸场扩建项目已成功完成，第 7B 阶段的建设在 2023 年第三季度开始，预计将在 2024 年完成。2023 年全年贝拉德罗金矿完成黄金产量 20.7 万盎司，超出年初指引上限。

根据巴里克对贝拉德罗金矿 2024 年的产量指引，预计全年黄金产量将处于 21-24 万盎司（以权益占比 50% 计）之间，销售成本约为 1340-1440 美元/盎司，现金成本约为 1010-1090 美元/盎司，完全维持成本约为 1490-1590 美元/盎司。

图22: 贝拉德罗金矿连续多个季度实际产量超出指引 (千盎司)



数据来源: 巴里克黄金年报, 东吴证券研究所

引进中铁共同开发卡蒂诺项目, 进一步提升公司盈利水平。2020年, 山东黄金通过其全资子公司山东黄金香港, 首次向卡蒂诺公司发出场外要约, 历经数次协商提价, 公司于2021年3月完成对卡蒂诺公司100%股份的收购, 使其成为山东黄金香港的全资子公司; 同时为进一步促进卡蒂诺公司建设, 公司决定对卡蒂诺项目引入中国铁建国际投资有限公司 (简称“铁建国投”) 为战略合作方, 以增资扩股的方式分别受让 Cardinal Namdini Mining 以及 Cardinal Resources Ghana 这两家项目子公司各15%的股权。

图23: 卡蒂诺项目股权示意图 (截至2023年12月31日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

卡帝诺公司核心资产为处于非洲加纳的三处黄金矿山，其中 Namdini 项目已具备商业化前景。卡帝诺公司的核心资产包括位于加纳东北部的 Bole-Nangodi 绿岩带的 Namdini 和 Bolgatanga 黄金项目，以及位于加纳西南部 Sefwi 绿岩带的 Subranum 黄金项目。目前 Bolgatanga 和 Subranum 黄金项目仍处于前期勘探阶段，而 Namdini 金矿工程已处于商业化前期，目前选厂 EPCM 工程完成成长周期设备订货，正按计划进行基础浇筑及部分设备安装。

截至 2023 年底，卡帝诺 Namdini 项目保有黄金资源量为 218.11 吨，资源品位为 1.12 克/吨，黄金储量为 157.2 吨，储量品位为 1.13 克/吨。根据可行性研究报告，该项目达产后，年处理矿石量可达 950 万吨，年均产粗金锭含金 8.438 吨。

表8: Namdini 项目黄金储量 (截至 2023 年 12 月 31 日)

	矿石量 (百万吨)	资源量品位 (克/吨)	黄金资源量 (吨)		矿石量 (百万吨)	储量品位 (克/吨)	黄金储量 (吨)
探明+控制	181.68	1.12	203	证实	7.38	1.31	10
推断	12.45	1.2	15	可信	131.21	1.12	147
合计	194.13	1.12	218	总计	138.59	1.13	157

数据来源：卡帝诺公司年报，山东黄金年报，东吴证券研究所

2.5. 公司黄金业务集中度较高，充分受益于黄金价格上涨

基于可比公司 2023 年黄金销量及单吨售价，我们对未来黄金价格潜在不同涨价梯度进行利润端的弹性测试，在销量不变的情况下，黄金价格增长 15%、25%，和 35% 的情境下，山东黄金利润增厚比例分别为 27%、45%，和 63%，具备较强的业绩弹性，在可比公司中仅次于赤峰黄金。

表9: 黄金价格对主要黄金企业业绩影响的敏感性分析

证券简称	2023 年黄金业务经营数据				黄金价格变动对应利润增厚 (亿元)			黄金价格变动对应利润 增厚比例		
	销量 (吨)	单吨价格 (元/克)	黄金业务毛利润 (亿元)	整体毛利润 (亿元)	15%	25%	35%	15%	25%	35%
山东黄金	39.42	451	87.4	98.4	26.7	44.4	62.2	27%	45%	63%
银泰股份	7.34	449	20	26.0	4.9	8.2	11.5	19%	32%	44%
紫金矿业	66.71	406	122	463.8	40.6	67.7	94.8	9%	15%	20%
赤峰黄金	14.51	436	23	23.5	9.5	15.8	22.1	40%	67%	94%
中金黄金	18.27	450	/	81.3	12.3	20.6	28.8	15%	25%	35%

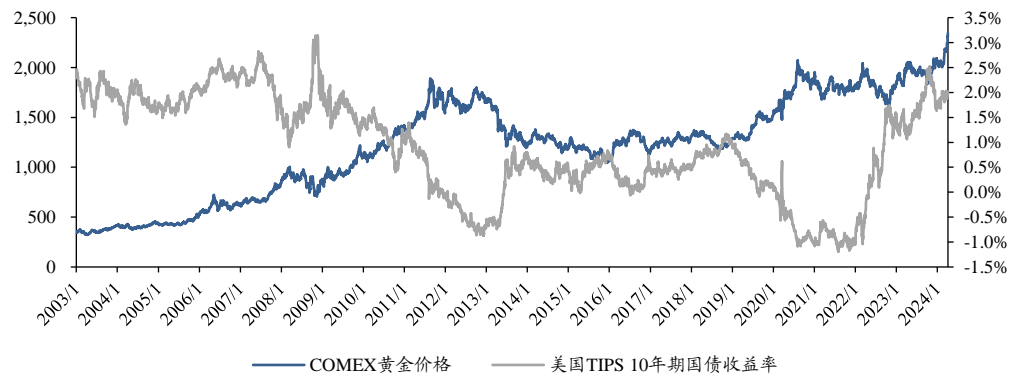
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3. 滞胀周期叠加美元信用弱化背景下，黄金开启向上周期

3.1. 滞胀经济背景下黄金价格表现强势

美国长期实际利率对黄金价格的解释力较强。在传统的黄金定价模型中，黄金可以被视作“零息债”，而美债实际利率一定程度上充当了持有黄金的机会成本。黄金价格与美国长期实际利率在大周期中呈现显著负相关。由于黄金本质相当于一种无息资产，因此当持有美元的预期收益上升，即实际利率上升时，市场持有美元意愿增强，黄金价格承压；反之当实际利率下降，即持有美元的吸引力下降时，市场偏好持有黄金来保值，此时黄金价格将趋于上涨。

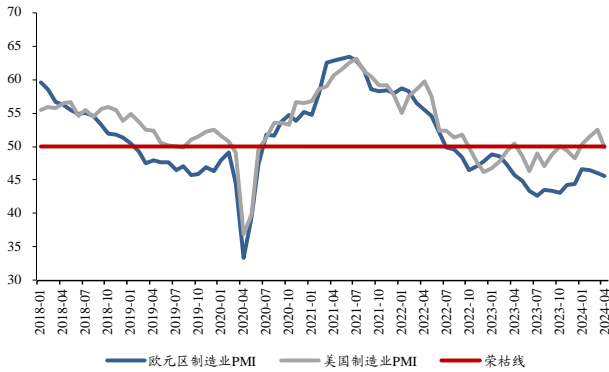
图24：黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

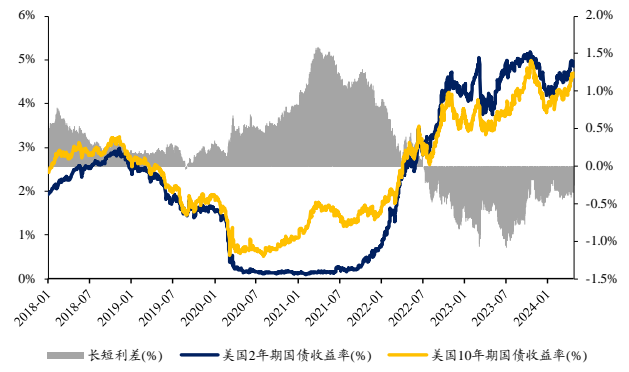
美债收益率曲线长期倒挂，经济衰退预期强化。由于长期更高的回报率和不确定性带来的期限溢价，在通常情况下长久期债券相比短久期债券会有更高的收益率。由于货币超发导致流动性外溢推升通胀水平，美国自2022年3月起宣布加息，并将联邦基准利率从0-0.25%一举提升至5.25-5.5%的高利率区间。由于长期加息抑制了实体经济需求，2022年4月至今2年期与10年期美债收益率已呈现长期倒挂，欧美制造业PMI长期处于荣枯线下方的限制性区域内，在宏观经济下行压力较大的背景下，美联储进一步加息空间减小，降息周期或将到来，名义利率的下行推动实际利率的下行有望开启黄金上行周期。

图25: 欧美经济陷入衰退困境 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

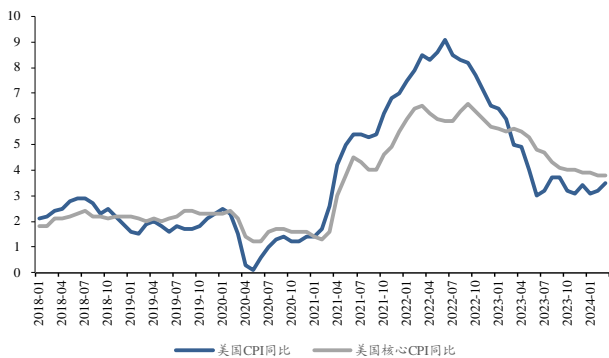
图26: 美债长短利率倒挂 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

经济步入滞胀格局，美国进一步加码财政支出，再通胀预期有望落地，对黄金的定价重回通胀端。由于前期货币超发叠加大宗商品价格上涨，美联储通过加息来抑制实体经济需求，在此背景下，若需求维持当前低位水平，高通胀韧性犹存，经济维持滞胀状态；若后续各国政策刺激需求，能源需求复苏但供给却缺乏弹性，能源价格的复苏导致成本端压力上行，经济修复前景弱化。在上述框架下，欧美经济衰退预期逐渐强化，美国通胀数据与 2023 年 4 年见底后呈现回升态势。同时 GDP 环比增速在经济 2023 年 4 季度短暂上升后重新放缓，因此，我们认为后续滞胀情形仍将持续，此背景下由于经济的复苏压力仍存，名义利率暂且没有上升的空间，而通胀预期的上行致使实际利率下行，黄金价格预计将保持强势。

图27: 美国通胀难以进一步下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 美国 GDP 环比增速再度放缓

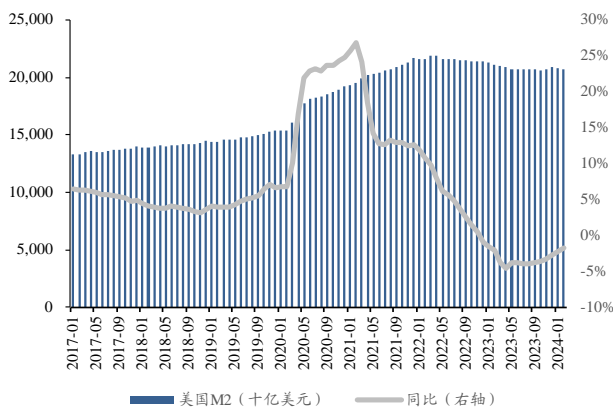


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 美元信用弱化背景下，各国央行的购金需求支持金价稳步上行

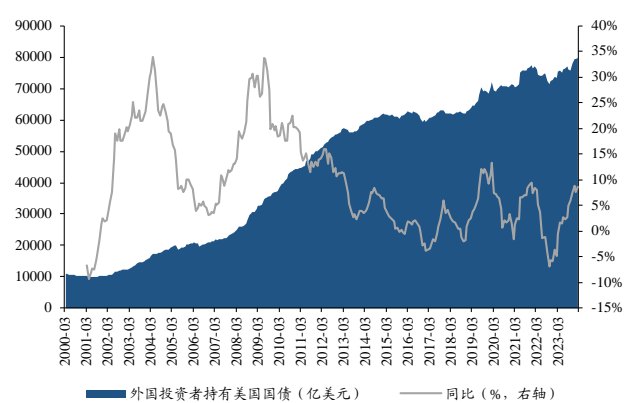
负债端的迅速增长不利于债务结构的稳定，尤其在经济增速较低的情况下，财政赤字、过高的杠杆进一步损害了美元信用。美元在过去数十年以来始终是全球最重要的国家主权货币，不管是布雷顿森林体系还是后来的“石油美元”，表象上都是美元与硬通货的强绑定，但内核上主要美元同时作为国际支付手段与国际储备手段，发挥着世界货币的职能。疫情后美联储持续扩表，截至 2023 年底，美国政府总计负债规模达 34 万亿美元，远高于 2023 年美国 GDP 总值 27.36 万亿美元。无限制的货币超发引发通胀率抬升，进而使美元的实际购买力下降，对美元信用造成不利影响。

图29: 疫情期间美国大规模放水 (十亿美元, %)



数据来源: 美国财政部, Wind, 东吴证券研究所

图30: 量化宽松期美国外债规模大幅增加 (亿美元, %)

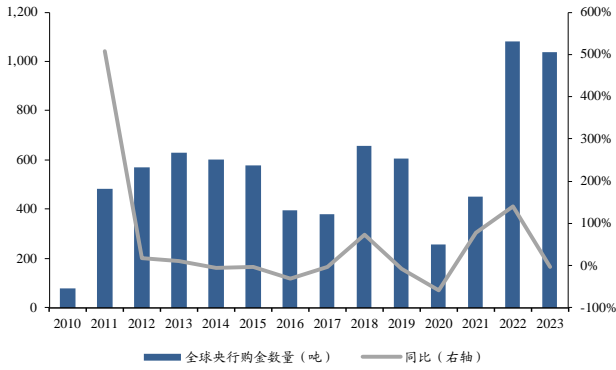


数据来源: 美国财政部, Wind, 东吴证券研究所

黄金的抗通胀和保值属性优势凸显，各国央行购金意愿大幅提升。黄金本身用美元计价，和美元在货币体系中也存在替代关系，因此黄金价格与美元在多数情况下呈负相关性。在当前全球通胀高企、经济发展不确定性较高的情况下，新兴市场国家央行更需要增加黄金储备来稳定本国汇率稳定、降低经济波动风险。2022 年全球央行净购入 1082 吨黄金，同比大幅增长 140.36%，创历史新高，2023 年全球央行净购入 1034 万吨黄金，维持高买入趋势。

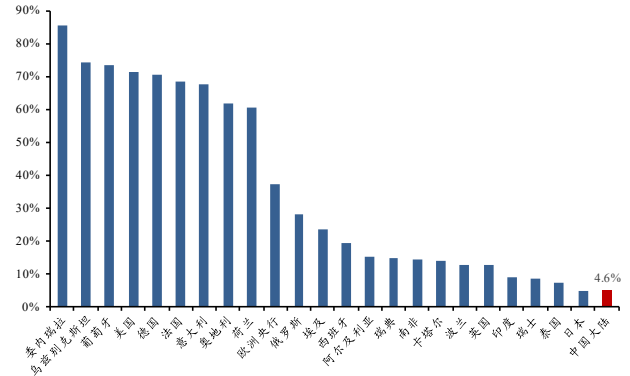
基于发达市场黄金持有规模，新兴市场央行购买量仍有大幅上升空间。根据世界黄金协会数据，主要发达国家如美国、德国、法国等央行黄金储备均占其外汇资产的 60% 以上，存量黄金储备相对较高；而发展中国家黄金储备占外汇比例则明显较低，截至 2024 年一季度，中国官方黄金储备共增加 27 吨至 2,262 吨，中国家黄金储备占外汇比例升至 4.6%，相较同为发展中国家的印度约 9%，以及发达国家中德意法均为 60% 以上的比例存在较大差距。

图31: 全球央行购金数量大幅增长 (吨, %)



数据来源: WGC, Wind, 东吴证券研究所

图32: 各国黄金储备占外汇资产比例 (%)



数据来源: WGC, Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 核心假设及盈利预测

基于宏观经济状况及公司自身经营策略，我们对公司未来的业务做出量价核心假设：

- 1) 自产金产量：随着焦家金矿和新城金矿的矿权整合持续推进、玲珑金矿的复产复工的进一步推进，以及卡帝诺矿山投产在即，我们预计山东黄金的主体部分2024-2026年自产金产量分别为41.41/46.29/51.89吨；根据银泰黄金发布的公司战略规划，我们预计银泰黄金2024-2026年自产合质金产量分别为8/12/15吨；
- 2) 黄金价格：我们认为当下美联储已处于降息周期之内，个别月份的经济数据波动并不会改变整体趋势；此外，我们认为在当下“美元信用弱化”背景下，全球央行购金为黄金价格提供坚实支撑，相对比发达市场的黄金持有量及其占外汇储备比例，新兴市场央行对黄金的购买具备持续性，该类需求正成为黄金价格长期上行的重要推手。我们预测2024-2026年黄金年均价格分别为540/560/560元/克；
- 3) 黄金开采成本：基于公司历史黄金自产开采成本，以及矿山品位下降、开采深度加深等客观情况，我们预计2024-2026年公司自产金的克金成本将保持年化5%的增长。

表10: 山东黄金各矿山黄金产量假设表 (吨)

单位名称	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
山东省省内						
三山岛金矿	5.46	5.77	6.00	6.20	6.40	6.60
焦家金矿	10.04	9.38	10.00	12.00	13.50	15.00
玲珑金矿	1.10	1.86	2.00	2.40	2.80	3.20

	新城金矿	5.69	5.41	6.00	6.50	7.00	7.71
	蓬莱金矿	0.20	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
	沂南金矿	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
	鑫汇公司	1.43	1.09	1.09	1.09	1.09	1.09
	莱西公司	0.60	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
	金洲公司	1.13	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
	归来庄矿业	0.82	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
	柴矿公司	1.73	1.69	1.69	1.69	1.69	1.69
省外	福建源鑫	0.32	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
	西和中宝	1.01	1.17	1.17	1.17	1.17	1.17
	金川矿业	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72	2.72
	银泰黄金		2.52	8.00	12.00	15.00	18.50
国外	贝拉德罗金矿	6.06	6.44	6.52	6.80	6.80	6.80
	卡蒂诺矿山			0.50	2.00	4.00	6.00
	公司合计	38.67	41.78	50.11	58.69	66.49	74.40

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

基于公司经营策略及未来行业发展趋势，我们预计山东黄金 2024-2026 年营业收入分别为 792.30/879.23/931.84 亿元，同比增速分别为 33.66%/10.97%/5.98%；实现归属母公司股东净利润分别为 48.09/59.83/62.73 亿元，同比增速分别为 106.60%/24.40%/4.85%，对应当前 PE 为 29/24/23 倍。

表11: 山东黄金（不含银泰黄金）主要业务板块营收及毛利拆分（亿元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
自产金	营业收入	151.8	167.3	223.6	259.2	285.0
	毛利	65.4	80.5	123.4	141.7	149.3
	毛利率	43.1%	48.1%	55.2%	54.6%	52.4%
外购合质金	营业收入	207.4	252.3	317.8	336.2	342.9
	毛利	1.0	2.6	3.3	3.5	3.6
	毛利率	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
小金条	营业收入	108.1	128.7	143.8	152.1	155.2
	毛利	1.0	1.6	1.8	1.9	1.9
	毛利率	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表12: 银泰黄金主要业务板块营收及毛利拆分（亿元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合质金	营业收入	27.1	33.0	43.2	67.2	84.0
	毛利	15.5	20.0	28.4	43.9	53.4

	毛利率	57.4%	60.8%	65.7%	65.3%	63.5%
矿产银	营业收入	6.5	9.0	10.6	11.2	11.4
	毛利	3.2	4.4	5.9	6.3	6.5
	毛利率	48.9%	49.3%	55.6%	56.6%	56.6%
锌精矿	营业收入	2.5	2.3	2.2	2.3	2.3
	毛利	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
	毛利率	47.7%	39.6%	39.7%	39.7%	39.7%
铅精矿	营业收入	1.5	1.3	1.4	1.5	1.5
	毛利	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
	毛利率	48.4%	41.4%	43.8%	43.5%	42.2%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.2. 估值分析及投资建议

4.2.1. 公司吨权益资源量市值处于行业低位，较公司历史估值仍有上升空间

截至 2023 年底，山东黄金现拥有黄金资源量达 1577.96 吨，权益资源量 1325.33 吨，按 7 月 18 日收盘市值测算，山东黄金吨权益资源量市值为 0.96 亿元/吨；基于公司已于 2024 年初对西岭金矿的收购已经达成了初步协议，预计 2031 年达产并贡献稳定利润。我们测算在西岭金矿完成收购后，山东黄金权益资源量可达 1917.52 吨，吨权益资源量市值仅为 0.66 亿元/吨，处于行业低位，较可比公司均值 2.17 亿元/吨比具备较大上行空间。

表13：截至 2024 年 7 月 18 日黄金公司吨权益资源量市值对比（亿元/吨）

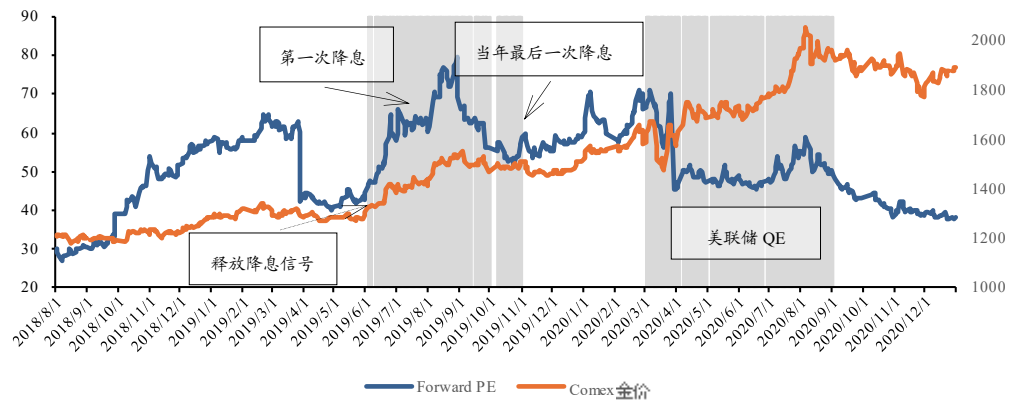
证券代码		资源量（吨）	权益资源量（吨）	市值	吨权益资源比市值
601899.SH	紫金矿业	3770.49	2997.53	4726.19	1.58
600489.SH	中金黄金	812.93	471.94	857.97	1.82
600988.SH	赤峰黄金	453.85	299.96	348.59	1.16
000975.SZ	银泰黄金	146.66	125.55	517.86	4.12
	均值				2.17
600547.SH	山东黄金 (不含西岭)	1577.96	1325.33	1271.02	0.96
	山东黄金 (含西岭)	2170.15	1917.52	1271.02	0.66

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.2.2. 公司 Forward 12 个月估值处于低位，参较上一轮牛市周期具备较高安全边际

基于公司现有丰富的资源储量以及未来潜在的增储空间，公司在历史上整体的估值中枢要高于可比公司，故我们参考公司在上一轮黄金牛市（2019-2020）期间的历史估值表现：本轮黄金牛市的第一轮上涨为美联储第一次于 2019 年 6 月初释放降息信号以来至同年 10 月底结束该年最后一次降息，山东黄金在第一轮黄金上涨期间的司 Forward 12 个月的估值平均值为 61 倍；该轮黄金牛市的第二轮上涨为 2020 年 3 月美联储重新降息并开启 QE 至同年 8 月美国经济走强致使美元上行，山东黄金在此期间的 Forward 12 个月的估值平均值为 52 倍，

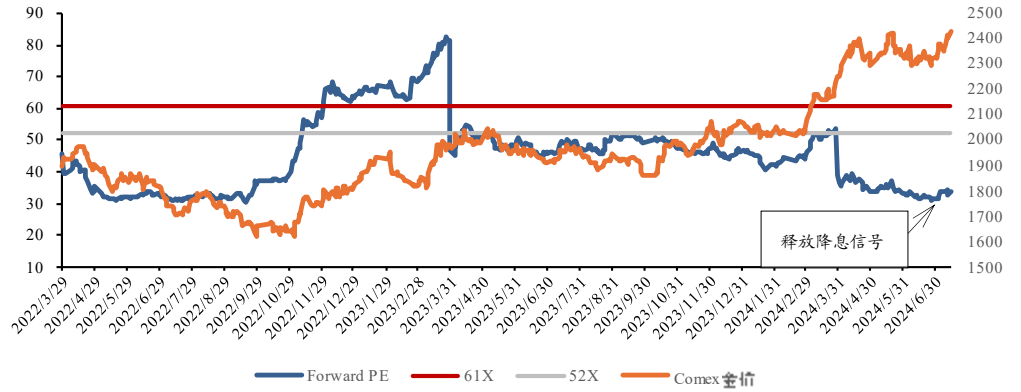
图33：山东黄金在 2019-2020 黄金牛市期间的 Forward PE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024 年 7 月 11 日，美联储主席鲍威尔在国会山的演讲中第一次释放了本轮的降息信号，我们认为黄金将正式开启胜率最高的一轮上涨阶段，根据我们测算预计公司当下 PE 估值对应 2024 及 2025 年业绩仅为 29X、24X，远低于其在 2019-2020 年期间的估值表现，当下估值具备较高安全边际，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

图34：山东黄金在本轮黄金牛市期间的 Forward PE



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

1) 山东或全国矿山安全检查力度超预期风险

公司主营业务主要集中于黄金采选业务，若山东或全国矿山安全检查力度超预期，存在公司部分矿山关闭从而导致被动减产风险，对公司业绩产生重大影响。

2) 公司对自身矿山整合进度不及预期风险

公司主营业务主要集中于黄金采选业务，若由于公司对自身矿山整合进度不及预期，导致公司黄金产量无法如期增长，将对公司业绩产生重大影响。

3) 全球宏观经济波动导致美元走强带来的黄金价格超预期走低风险

公司主营业务主要集中于黄金采选业务，若由于全球宏观经济波动导致美元上行、美债利率上行，将对公司业绩产生重大影响。

4) 全球央行停止购金或集体抛售黄金导致黄金价格走弱风险

公司主营业务主要集中于黄金采选业务，若全球央行停止购金或集体抛售黄金导致黄金价格走弱，将对公司业绩产生重大影响。

山东黄金三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	28,632	35,308	42,827	52,672	营业总收入	59,275	79,230	87,923	93,184
货币资金及交易性金融资产	14,134	19,420	25,248	33,917	营业成本(含金融类)	49,437	62,507	67,756	71,280
经营性应收款项	1,244	1,524	1,705	1,801	税金及附加	1,136	1,585	1,627	1,791
存货	8,848	8,591	9,768	10,530	销售费用	147	439	338	369
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,506	3,328	3,693	3,914
其他流动资产	4,407	5,773	6,107	6,424	研发费用	487	642	711	758
非流动资产	105,967	109,986	112,998	115,092	财务费用	1,564	1,982	1,897	1,804
长期股权投资	2,522	2,804	3,128	3,473	加:其他收益	28	43	45	48
固定资产及使用权资产	41,978	49,826	49,186	47,317	投资净收益	(60)	0	0	0
在建工程	8,420	503	117	98	公允价值变动	(276)	0	0	0
无形资产	32,522	36,310	40,001	43,616	减值损失	(70)	(85)	(47)	(54)
商誉	12,959	12,997	13,035	13,073	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	52	52	52	52	营业利润	3,621	8,706	11,900	13,262
其他非流动资产	7,514	7,494	7,479	7,463	营业外净收支	(58)	(58)	(58)	(58)
资产总计	134,599	145,295	155,825	167,764	利润总额	3,563	8,648	11,841	13,203
流动负债	49,459	53,742	55,290	57,178	减:所得税	672	1,859	2,546	2,839
短期借款及一年内到期的非流动负债	26,869	26,869	26,869	26,869	净利润	2,891	6,789	9,296	10,365
经营性应付款项	10,553	11,822	13,109	13,925	减:少数股东损益	563	1,980	3,313	4,092
合同负债	327	405	458	488	归属母公司净利润	2,328	4,809	5,983	6,273
其他流动负债	11,710	14,645	14,854	15,896	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	1.08	1.34	1.40
非流动负债	31,880	31,880	31,880	31,880	EBIT	5,525	10,630	13,738	15,007
长期借款	23,211	23,211	23,211	23,211	EBITDA	9,542	19,870	24,260	26,468
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.60	21.11	22.94	23.51
租赁负债	108	108	108	108	归母净利率(%)	3.93	6.07	6.80	6.73
其他非流动负债	8,561	8,561	8,561	8,561	收入增长率(%)	17.83	33.66	10.97	5.98
负债合计	81,340	85,623	87,170	89,058	归母净利润增长率(%)	86.57	106.60	24.40	4.85
归属母公司股东权益	33,085	37,518	43,187	49,147					
少数股东权益	20,174	22,154	25,467	29,559					
所有者权益合计	53,259	59,672	68,654	78,706					
负债和股东权益	134,599	145,295	155,825	167,764					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,849	21,210	21,925	24,795	每股净资产(元)	5.17	6.17	7.43	8.76
投资活动现金流	(20,624)	(13,402)	(13,639)	(13,668)	最新发行在外股份(百万股)	4,473	4,473	4,473	4,473
筹资活动现金流	14,438	(2,458)	(2,458)	(2,458)	ROIC(%)	5.56	7.82	9.43	9.51
现金净增加额	599	5,287	5,828	8,669	ROE-摊薄(%)	7.04	12.82	13.85	12.76
折旧和摊销	4,017	9,240	10,521	11,461	资产负债率(%)	60.43	58.93	55.94	53.09
资本开支	(9,178)	(13,133)	(13,321)	(13,331)	P/E(现价&最新股本摊薄)	60.75	29.40	23.64	22.54
营运资本变动	(1,859)	2,893	(143)	712	P/B(现价)	6.11	5.13	4.25	3.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>