

金价牛市助力黄金央企价值重塑

中金黄金 (600489)

推荐

首次评级

核心观点:

- **公司是国内唯一的黄金矿业上市央企。**公司是由中国黄金集团发起成立的黄金采选冶炼生产企业,是国内黄金行业上市公司中唯一的央企,主营金矿与铜矿的采选,以及黄金与铜冶炼业务。经过多年资源整合与集团资产注入,截至2021年底,公司旗下拥有黄金矿山33座,其中在产黄金矿山27座,黄金保有资源储量510.5吨,居全国第四。2021年公司矿产金产量近20吨,位居国内第三,占全国总产量的7.75%。此外,公司还拥有铜保有资源储量237万吨,钼金属量49万吨,铁2757万吨;矿权面积达到639平方公里。随着黄金价格与铜价的逐步走强,以及集团公司优质矿产资源的注入,公司业绩保持强劲增长,2016-2021年公司业绩年均复合增速36%。2022年前三季度,公司实现归母净利润17.16亿元,同比增长24%。
- **美联储加息周期结束在望,市场降息预期升温,黄金价格有望进入新一轮牛市。**高利率环境下美国经济先行指标走弱,尤其是3月银行业爆雷的外溢效应恐将冲击金融系统,加大美国衰退风险。美国通胀持续下降与经济下行压力加大,使美联储的首要目标很可能从降通胀转移到维持经济发展与金融体系稳定上。3月美联储加息25个基点后暗示加息周期已至尾声,CME利率期货显示市场认为美联储在上半年结束加息后,最快将于7月开始降息,2023年下半年将有三次降息。在进入降息周期或降息预期升温后,美债名义利率的下行速度将快于顽固通胀预期的下行速度,引导美国实际利率下行,确定黄金价格的拐点,驱动黄金价格进入牛市。而在中美贸易战、全球疫情冲击、俄乌战争的影响下,逆全球化趋势抬头,地缘冲突加剧以及全球供应链体系的重塑都将动摇以美元为基石的国际货币体系。沙特伊朗中东大和解、“一带一路”合作等都表明了国际货币体系向多元化发展。美元或将进入新一轮下行大周期,这将支撑金价中长期的上涨。
- **国企改革加速集团优质矿产资源持续注入,提升公司资产质量、盈利能力与发展潜力。**2020-2022年国企改革三年行动期间,公司完成央企控股上市公司股权激励与集团内蒙古矿业资产注入,强化市场化机制考核、灵活开展核心人才中长期激励、深化亏损治理,大力推进科技攻关工作。此外,公司积极推进集团母公司持续优质矿产资产注入与不良资产退出,截至2021年底黄金集团已按计划分期分批通过各种形式向公司注入企业27家。目前集团仍有5家体内黄金资产承诺注入上市公司平台,还有集团孵化的16家金矿企业未来可注入公司。随着新一轮国企改革加速,以及国家要求确保重要资源安全、加强国内矿产勘查开发与增储上产,集团资产注入预期强烈。集团资产的持续注入,将大幅提升公司盈利能力与未来成长性。
- **投资建议:**美联储加息周期接近尾声,市场降息预期升温,黄金有望进入新一轮上涨周期,驱动公司业绩释放,预计公司2022-2024年实现归属于上市公司股东净利润21.73/32.60/38.28亿元,对应公司2022-2024年PE为23/15/13倍。金价上涨叠加新一轮国企改革加速,公司未来金矿产注入预期强烈,成长性重塑。参考A股黄金行业可比公司估值,我们认为公司当前估值并未反映其真正价值。中国特色估值体系下黄金央企有望估值回归,我们给予公司2023年25倍的PE估值,首次覆盖,给予“推荐”评级。

分析师

华立

☎: (8621) 20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

阎予露

☎: 010-80927659

✉: yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522040004

市场数据

时间 2023.4.3

A股收盘价(元)	10.21
A股一年内最高价(元)	10.69
A股一年内最低价(元)	6.52
上证指数	3296.4
市净率	1.95
总股本(亿股)	48.47
实际流通A股(亿股)	43.63
A股总市值(亿元)	495

相关研究

目录

一、国内唯一黄金矿业上市央企	2
(一) 黄金央企上市平台，金矿资源行业领先	2
(二) 背靠中国黄金集团，国资委为实控人	2
(三) 黄金为主业，收购铜矿如虎添翼	4
(四) 利润受金价影响，注入铜矿资产业绩大幅增厚	7
二、战略性投资机会来临，黄金进入新一轮牛市	8
(一) 无息资产，低实际利率催涨黄金价格	8
(二) 通胀持续回落，美联储加息放缓	9
(三) 高利率下银行业暴雷发酵，衰退风险加剧降息预期升温	12
(四) 美元或将进入新一轮下行大周期，利好中长期金价上涨	16
(五) 黄金牛市启动的战略性时点	19
三、国企改革对标世界一流，黄金央企资产注入预期强烈	21
(一) 公司黄金资源与产量国内前列	21
(二) 提升上市平台资产质量推动资源整合，集团注入优质铜矿	22
(三) 国企改革加速，集团公司优质金矿资产将持续注入	25
四、盈利预测与投资建议	28
五、风险提示	29
六、公司财务报表预测	30

一、国内唯一黄金矿业上市央企

(一) 黄金央企上市平台，金矿资源行业领先

“中国黄金第一股”，A股唯一央企控股黄金矿业上市公司。中金黄金股份有限公司（以下简称“中金黄金”）成立于2000年6月23日，由中国黄金集团有限公司的前身中国黄金总公司作为主发起人，联合其它6家企业共同发起设立。2003年公司成功发行1亿股A股股票，成为“中国黄金第一股”。2004-2015年间，中金黄金先后获得控股股东中国黄金集团分批次注入的多家黄金企业；2020年，公司收购内蒙古矿业有限公司90%股权、河南中原黄金冶炼厂60.98%股权。经过多年资源整合，截至2021年底，公司保有资源储量金金属量510.5吨，居全国第四；保有资源储量铜金属量237万吨，钼金属量49万吨，铁2757万吨；矿权面积达到639平方公里。

表1：中金黄金重大资源整合事件

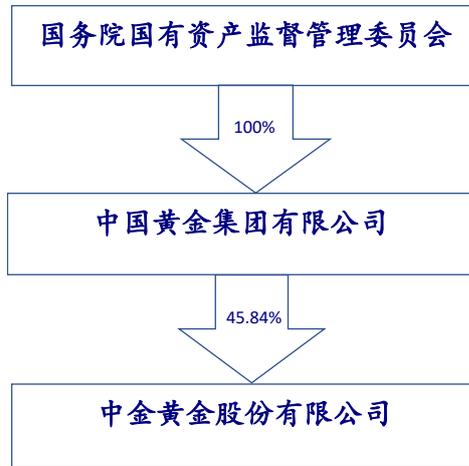
年份	公司重大资源整合事件
2004年	公司与天水三星有限公司签署甘肃省水李子金矿合作重组合同，出资1.6亿收购中国黄金集团公司转让的湖北三鑫金铜股份有限公司、山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司和苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司。
2007年	公司非公开发行募资20亿元，获得中国黄金集团旗下乌拉嘎金矿、五龙金矿、二道沟金矿、辽宁黄金、凤山天承、包头鑫达、陕西太白、河南金源、湖北鸡笼山等企业的权益。2008年，公司子公司湖北三鑫受让西藏中金100%股权、平武中金90%股权、通用投资85%股权以及安徽太平矿业70%股权。
2009年	公司受让中国黄金集团公司所属秦岭矿业100%股权、金厂峪矿业100%股权；现金收购李富宇持有的镇安县黄金矿业有限责任公司100%股权；受让河北黄金整体产权，夹皮沟矿业100%股权，前河矿业60%股权。
2010年	公司启动第三次再融资，拟收购嵩县金牛、河北东梁、江西金山（德兴金山）三家企业股权。
2011年	公司成功非公开发行A股股票1.12亿股。控股子公司河北金厂峪矿业拟以1.45亿元收购迁西县金顶山矿业的核心资产桑家峪金矿，采矿权范围内资源储量矿石量66.29万吨，金金属量3335.01公斤，平均地质品位5.37克/吨。全资子公司陕西久盛矿业以2.12亿元的价格，收购中国黄金集团公司持有的陕西鑫元科工贸股份有限公司69.09%的股权，包括陕西鑫元拥有的3项矿权（1项采矿权及2项探矿权），矿权合计黄金储量为6.58吨。
2012年	公司收购托里县金福黄金矿业有限责任公司51%股权；公司以其持有的中原冶炼厂24%的股份，与金渠集团所持有的金渠股份51%的股份进行置换。
2013年	公司受让乌鲁木齐浩瀚精诚矿业有限责任公司持有的托里金福44%股权；托里金福受让刘新民、乌鲁木齐浩瀚精诚矿业有限责任公司界外资源，收购托里县鑫达矿业有限责任公司100%股权。
2015年	公司收购中国黄金集团公司和中国黄金集团辽宁有限公司持有的凌源日兴矿业有限公司100%的股权。
2020年	公司市场化债转股，向中国黄金集团有限公司等6家企业发行股份购买中国黄金集团内蒙古矿业有限公司90%股权、河南中原黄金冶炼厂有限责任公司60.98%股权，非公开发行募资20亿元（共66亿元）

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 背靠中国黄金集团，国资委为实控人

控股股东为中国黄金集团，实控人为国资委。中金黄金控股股东为中国黄金集团有限公司，直接持股比例为45.84%，中国黄金集团是我国黄金行业中唯一一家中央企业。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。公司旗下32家子公司中，金矿采选企业有26家，金冶炼企业4家，铜矿采选企业2家，采选冶产业链布局完整。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 2：中金黄金旗下主要子公司

公司名称	参控关系	直接持股比例 (%)
金矿采选企业		
1 中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	全资子公司	100.00
2 陕西久盛矿业投资管理有限公司	全资子公司	100.00
3 凌源日兴矿业有限公司	全资子公司	100.00
4 辽宁中金黄金有限责任公司（排山楼 100%）	全资子公司	100.00
5 辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	全资子公司	100.00
6 黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	全资子公司	100.00
7 河南秦岭黄金矿业有限责任公司	全资子公司	100.00
8 河北中金黄金有限公司	全资子公司	100.00
9 河北中金黄金矿业有限责任公司	全资子公司	100.00
10 河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	全资子公司	100.00
11 河北金厂峪矿业有限责任公司	全资子公司	100.00
12 河北东梁黄金矿业有限责任公司	全资子公司	100.00
13 广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	全资子公司	100.00
14 托里县金福黄金矿业有限责任公司	控股子公司	95.00
15 苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	控股子公司	90.00
16 甘肃省天水李子金矿有限公司	控股子公司	88.40
17 内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	控股子公司	81.99
18 中国黄金集团江西金山矿业有限公司	控股子公司	76.00
19 陕西太白黄金矿业有限责任公司	控股子公司	66.83
20 嵩县金牛有限责任公司	控股子公司	60.00
21 嵩县前河矿业有限责任公司	控股子公司	60.00
22 山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	控股子公司	57.78
23 湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	控股子公司	55.00
24 河南金源黄金矿业有限责任公司	控股子公司	55.00
25 河南金渠黄金股份有限公司	控股子公司	51.00
26 潼关中金黄金矿业有限责任公司	控股子公司	51.00

金冶炼企业

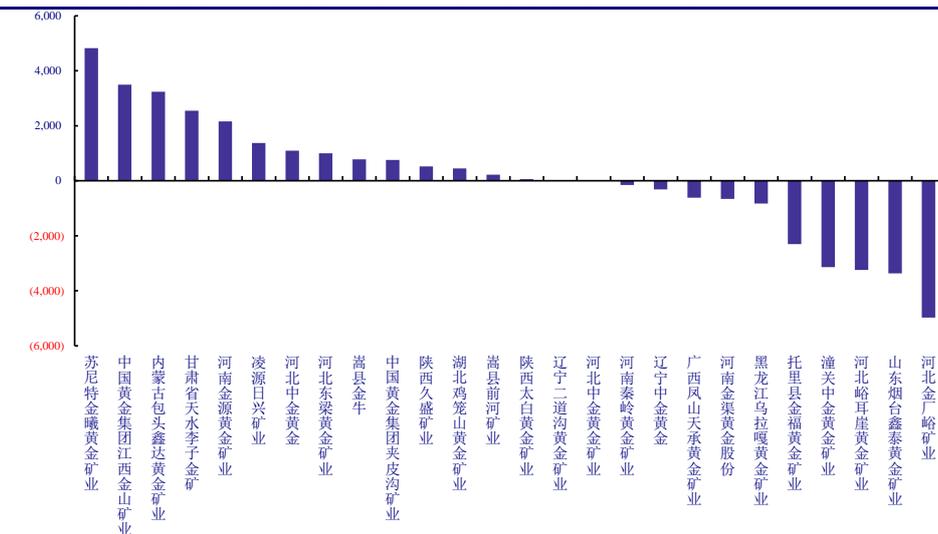
27	河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	全资子公司	100.00
28	中金嵩县嵩原黄金冶炼有限责任公司	全资子公司	100.00
29	潼关中金冶炼有限责任公司	控股子公司	98.07
30	辽宁新都黄金有限责任公司	控股子公司	66.58

铜(金)矿采选企业

31	中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	控股子公司	90.00
32	湖北三鑫金铜股份有限公司	控股子公司	51.00

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

公司旗下拥有黄金矿采选、铜钼矿采选、金铜冶炼等子公司。黄金矿采选主要由辽宁排山楼黄金矿业、苏尼特金曦黄金矿业、内蒙古包头鑫达黄金矿业、江西金山矿业等 33 家子公司组成。铜钼矿采选主要是有由内蒙古矿业负责。金铜冶炼主要由河南中原黄金冶炼厂进行生产。

图 2: 中金黄金旗下金矿采选子公司 2022 年上半年净利润 (万元)


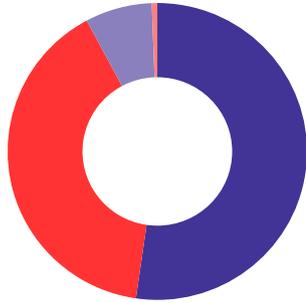
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院。注: 2022 为计划量。

(三) 黄金为主业, 收购铜矿如虎添翼

公司原以黄金为主业, 金矿为主要利润来源, 在 2020 年收购内蒙古矿业后公司由金铜矿双轮驱动, 业绩更为稳定。公司此前主要业务为金矿采选与黄金冶炼, 在所属金矿伴生铜矿、铁矿的情况下还开展铜矿与铁矿的采选与铜冶炼业务。2020 年公司收购内蒙古矿业与中原冶炼厂后, 铜矿与钼矿产量大幅增长, 公司业绩也变为金铜矿双轮驱动, 更为稳定。目前公司主要有色金属产品为黄金、铜、钼、铁。由于 2021 年金价下跌与铜价仍处于高峰, 根据 2021 年年报公司黄金产品营收占比 62%、铜产品营收占比 50% (由于存在内部抵销导致占比总和大于 100%), 黄金产品毛利润占比 37%, 铜产品毛利润占比 45%。

图 3: 2021 年公司营业收入占比

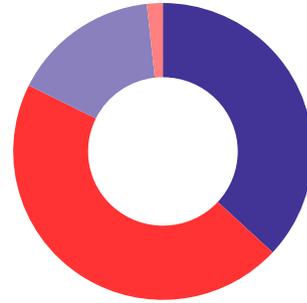
■ 黄金 ■ 铜产品 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 2021 年公司毛利占比

■ 黄金 ■ 铜产品 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司矿山资源以金矿与铜矿为主, 钼矿与铁矿为辅。截至 2021 年末, 公司自有矿山保有资源储量金金属量 510.5 吨、铜金属量 237 万吨、钼金属量 49 万吨、铁 2757 万吨。2022 年上半年, 公司实现增储金金属量 10.2 吨、铜金属量 1127 吨。截至 2021 年末, 自有矿山金年产量总计 19.73 吨, 铜年产量 80 万吨、钼年产量 5860 吨、铁年产量 11.3 万吨。公司矿山平均品位较高, 旗下 32 个金矿中有 18 个矿山的金品位在 3 克/吨以上。

表 3: 中金黄金自有金矿山资源情况及产量情况 (截至 2021 年底)

矿山名称 (金矿)	资源量 (千克)	储量 (千克)	品位 (克/吨)	年产量 (千克)	资源剩余可开采年限
嵩县金牛有限责任公司	60207	10646	2.05	1066.39	26.68 年
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	33951	1401	6.32	1134.83	6.46 年
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	37261	9806	3.81	1830.26	5.82 年
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	25054	674	1.4	1716.87	12 年
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	28189	5423	2.05	1577.36	15.15 年
河南金源黄金矿业有限责任公司	41770	9610	2.55	1193.17	26.89 年
湖北三鑫金铜股份有限公司	37081	13506	1.81	1512.42	15.65 年
陕西太白黄金矿业有限责任公司	26411	2670	2.25	1203.52	2.82 年
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	16926	5312	9.3	756.46	28.89 年
河北金厂峪矿业有限责任公司	13758	6764	2.41	950.51	11.43 年
凌源日兴矿业有限公司	8920	3222	2.49	574.59	5.60 年
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	8551	2376	6.34	872.14	5.45 年
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	13872	2749	3.05	319.93	7.18 年
中国黄金集团石湖矿业有限公司	8634	3404	4.08	546.35	22.82 年
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	13978	1268	2.56	320.03	26.34 年
河北东梁黄金矿业有限责任公司	6168	1193	1.88	503.28	15.55 年
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	5646	1090	11.82	683.04	4.64 年
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	4603	803	3.75	148.41	6.91 年
陕西略阳铋厂沟金矿	6910	406	5.46	195.2	24.36 年
甘肃省天水李子金矿有限公司	4850	93	7.66	784.19	9.78 年
嵩县前河矿业有限责任公司	6123	2151	3.28	360.15	11.35 年
河南金渠黄金股份有限公司	6222	2429	8.6	402.38	4.58 年
安徽太平矿业有限公司	8264	77	0.58	66.65	47.99 年
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	1061	954	0.81	150.86	5.64 年
潼关中金黄金矿业有限责任公司	615		8.12	184.52	0.13 年
吉木乃金源矿业有限公司	1461		2.11		探矿企业

宜昌万子湖矿业有限公司	1175	7.45		探矿企业
陕西鑫元科工贸股份有限公司	8810	15.26	520.3	采矿证过期
陕西久盛矿业投资管理有限公司	43897	3.59		停产
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	20148	3.48		停产
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	5923	4.76	151.2	停产
托里县金福黄金矿业有限责任公司	4031	2.82		停产
总计	510468	88027	19725	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

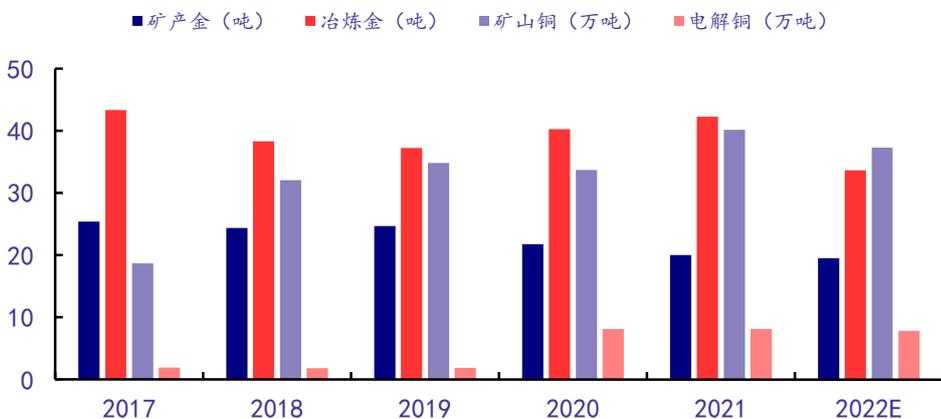
表 4：中金黄金自有铜、钨、铁矿山资源情况及产量情况（截至 2021 年底）

矿山名称（铜、钨、铁矿）	品种	资源量（万吨）	储量（万吨）	品位	年产量（吨）	资源剩余可开采年限
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	铜	0.95	0.8	0.74/%	1500	5.64 年
湖北三鑫金铜股份有限公司	铜	31.54	13.2	1.77/%	13511	15.65 年
安徽太平矿业有限公司	铁	2756.54	940.2	47.53%	112973	
	铜	3.27	1.4	0.58%	267	47.99 年
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钨	48.69	6.6	0.04%	5860	50.78 年
	铜	201.05	43.9	0.26%	65008	
总计-铜		236.82	59.3		80286	
总计-钨		48.69	6.6		5860	
总计-铁		2756.54	940.2		112973	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司主要产品为矿产金、冶炼金、矿山铜与电解铜。公司黄金产品包括金精矿、合质金和标准金，自有矿山生产及外购金精矿、合质金作为冶炼原材料，对外销售黄金产品为合质金、标准金、阴极铜。其中标准金占大部分，通过金交所网上交易平台出售；合质金参照金交所的价格进行销售。公司铜产品原材料为铜精矿，阴极铜产品对外销售的有 A 级铜和 1#标准铜，其中 99.99% 以上为 A 级铜(电解铜)，通过现货销售和期货盘面点价进行销售。2021 年，公司矿产金产量 20 吨，冶炼金产量 42.25 吨；矿山铜产量 40.17 万吨、电解铜产量 8.13 万吨。2022 年，公司计划产量矿产金 19.5 吨、冶炼金 33.63 吨；矿山铜 7.8 万吨，电解铜 37.3 万吨。

图 5：公司金、铜产品产量



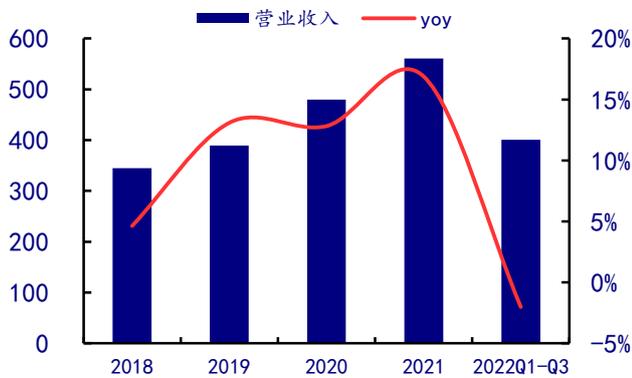
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注：2022E 为公司产量指引

(四) 利润受金价影响，注入铜矿资产业绩大幅增厚

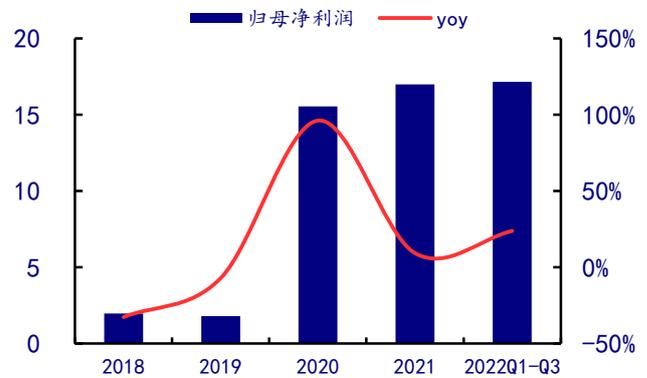
公司营业收入及归母净利润近年来保持增长。2018-2021 年间，公司营业收入及增速均保持增长。2022 年 1-9 月，受到上半年黄金及铜产品产量同比下滑的影响，公司营业收入同比下降 2% 至 400.36 亿元。2018-2021 年间，公司归母净利润由 1.96 亿元涨至 16.98 亿元，复合增长率 105%。2018-2019 年因金价疲软，公司业绩低迷。而受到金价上涨，以及中原冶炼厂归属于母公司股权比例增加与并购内蒙古矿业公司 90% 股权影响，公司 2020 年归母净利润大幅增长，从此公司业绩上一台阶，并在此后公司业绩表现更为稳定。

图 6：公司营业收入与增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

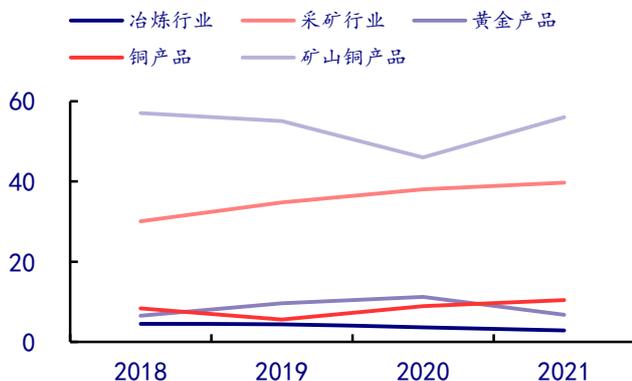
图 7：公司归母净利润利润与增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

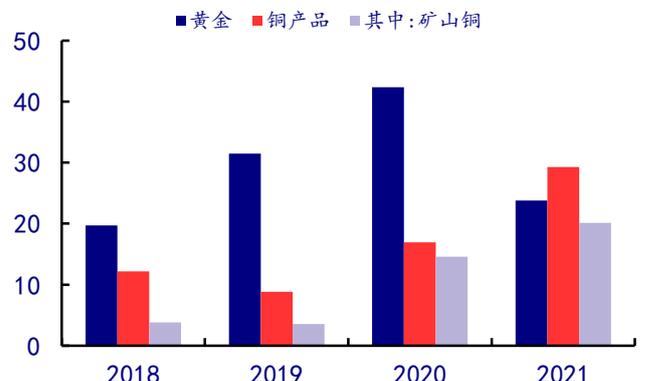
采矿行业毛利率稳步上升，矿山铜毛利占比高增。分行业来看，公司近四年采矿行业平均毛利率为 35.6%，冶炼行业平均毛利率 3.8%。2018-2021 年间，公司采矿行业毛利率由 30.05% 提升至 39.44%，年均提升 3%。毛利方面，近三年公司铜产品贡献的毛利占比逐年提高，特别是矿山铜毛利提升显著，由 2019 年的 8% 提升至 2021 年的 31%。

图 8：公司分行业及产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 9：公司分产品毛利（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、战略性投资机会来临，黄金进入新一轮牛市

(一) 无息资产，低实际利率催涨黄金价格

通货膨胀本质上通过影响实际利率，进而影响黄金价格，实际利率是更为直接的影响黄金价格的决定性因素。黄金由于其自身的珍贵性与稀缺性，可以作为价值永恒的代表，在民间一直被视作防通货膨胀的首选资产。每当遭遇恶性通胀时，黄金价格都有较好的表现。但是通胀率并不直接决定于黄金价格，在美国经历温和通胀阶段时以通胀稳步的上行周期中，由于央行的加息，黄金价格往往处于弱势。

图 10：黄金价格与美国通胀率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

美国实际利率与黄金价格呈现高度的负相关性。由于黄金是无息资产，持有黄金将损失投资其他资产可获取的收益率，形成机会成本。而衡量美国最基本生息资产的收益率即为美债的实际利率。当美债实际利率上涨时，持有黄金的机会成本增加；而当美债实际利率下降甚至低于零时，持有黄金资产较其他生息资产的相对收益率或比较优势增加，黄金资产对投资者的吸引力增强，黄金价格上涨。因此，黄金价格与美债实际利率呈负相关关系。美债的实际收益率为美国名义利率与美国通胀的差值。从历史数据看，过去 15 年至今黄金价格与美国实际利率的相关系数更是高达-0.91。

图 11：黄金价格与美国实际利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

美联储持续大幅加息带动美国实际利率上行，压制 2022 年下半年黄金价格走弱。2022 年年初在俄乌冲突爆发推升通胀预期进而阶段性拉低美国实际利率后，催涨黄金价格。但美国通胀持续走高，美国 9 月 CPI 同比上涨 9.1%，创下 40 年新高。高通胀的压力使美联储在 2022 年中旬加快了加息节奏，美联储在 6 月至 11 月超预期连续 4 次大幅加息 75 个基点，拉动美国 10 年期国债名义利率由 6 月的 3.09% 上行至 11 月高点的 4.22%，并在通胀预期基本稳定的情况下带动美国 10 年期国债实际利率 0.59% 由上行至 1.69%，美元指数上涨至 114 创下 20 年新高，使 2022 年下半年黄金价格出现了明显的下跌。尽管 2022 年年底美联储放缓加息，使美国实际利率下降促成了金价的反弹。但美国通胀的韧性使美联储再度转鹰令市场提升了本轮加息周期的利率峰值与高利率持续时间的预期，美国实际利率重新上行造成了金价在 2023 年 2 月的大幅下跌。

图 12：美联储连续 4 次加息 75 个基点拉动实际利率上行驱动下半年黄金价格下跌 200 多美元

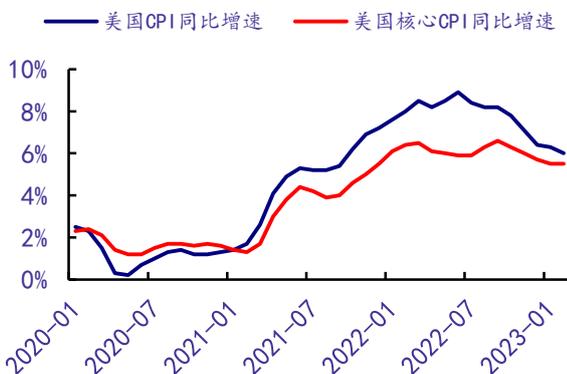


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）通胀持续回落，美联储加息放缓

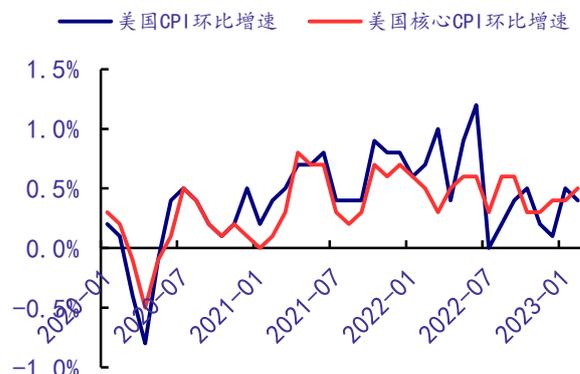
美联储通胀或已见顶后续大概率回落。在高通胀的压力下，美联储已将降低通胀数据作为其的核心任务。在连续的大幅加息后，美国通胀同比从 2022 年 6 月增长 9.1% 到顶后开始逐步下滑。美国 2023 年 2 月 CPI 同比增长 6%，预期 6%，前值 6.4%；CPI 环比上涨 0.4%，预期为 0.4%，前值为 0.5%。剔除能源食品的美国核心 CPI 2 月同比增长 5.5%，预期 5.5%，前值 5.6%；核心 CPI 环比上涨 0.5%，预期为 0.4%，前期为 0.4%。美国 2 月通胀数据创造了自 2021 年 9 月以来的最小同比增幅，且 CPI 同比增速已经连续 8 个月下降。

图 13：美国 CPI 与核心 CPI 同比增速



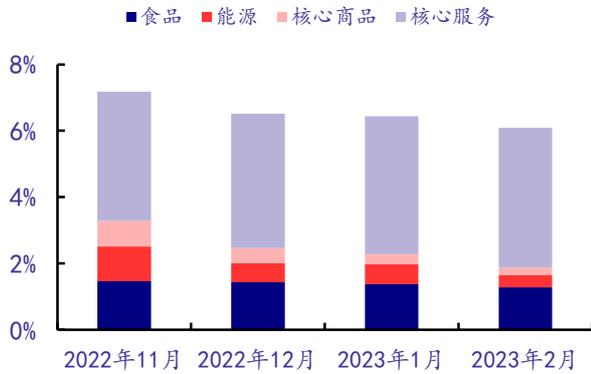
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：美国 CPI 与核心 CPI 环比增速



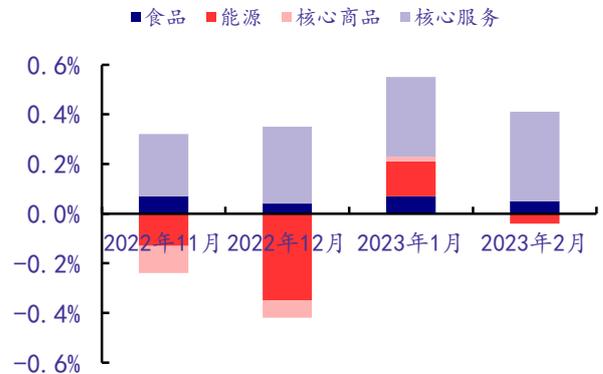
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15: 美国 2 月 CPI 同比增长贡献度



资料来源: 彭博, 中国银河证券研究院

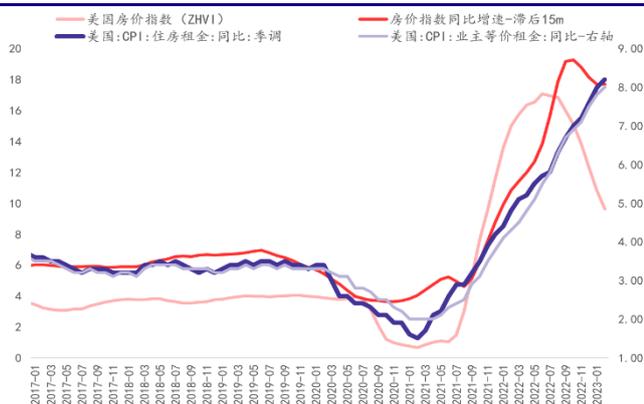
图 16: 美国 2 月 CPI 环比增长贡献度



资料来源: 彭博, 中国银河证券研究院

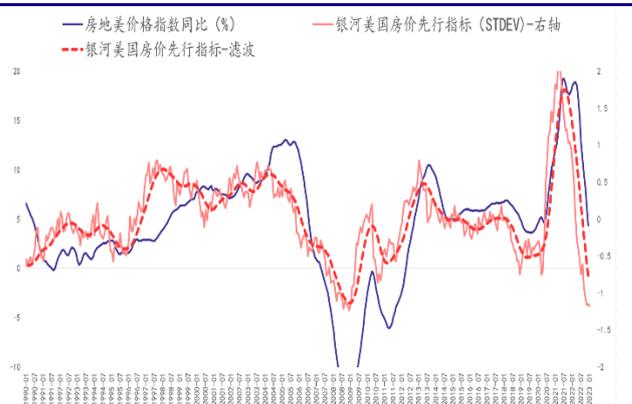
从通胀的分项看, 核心服务是推升美国通胀水平的主要贡献, 而能源环比负增长为整体通胀环比的下行做出了最大贡献, 此外核心商品与食品通胀压力也在趋势性走弱。能源方面, 美国 WTI 原油价格已下跌至 74.45 美元/桶, 若无反弹明年能源对 CPI 增长的贡献将大幅减弱。在核心服务 CPI 方面, 最大的环比增长贡献来自住房租金分项, 一般美国房租落后房价 12-18 个月左右, 而美国房价已于 2022 年 5 月触底向下, 房租对名义和核心通胀构成的压力有望在下半年出现明显的下降。核心商品中权重较大的美国二手车价格自 2022 年 11 月已进入同比负增长, 也预示着美国核心商品 CPI 增速开始走弱。食品价格整体缓慢下降, 美国食品通胀的增速滞后全球食品价格指数一年左右, 尽管未来该指数还有一个小峰值, 但食品通胀大概率将越过拐点并整体保持回落的势头。能源方面, 美国 WTI 原油价格已下跌至 66.74 美元/桶, 美国天然气价格也跌回至 2.33 美元, 能源价格的大幅下跌将使在 2022 年高基数下能源通胀同比在 2023Q2 后加速下行。

图 17: 美国房租对核心通胀的压力将在下半年下行



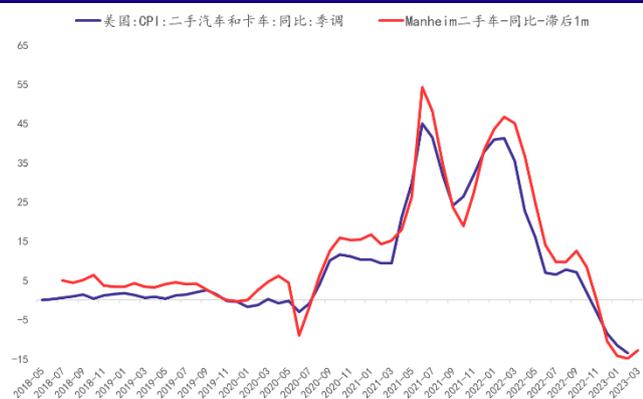
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 美国房价先行指标保持下行



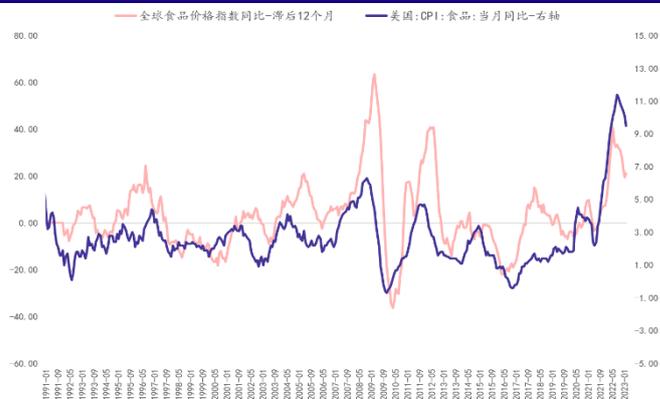
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 美国二手车价格由于高基数下跌 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 食品价格下行幅度可能加大 (%)



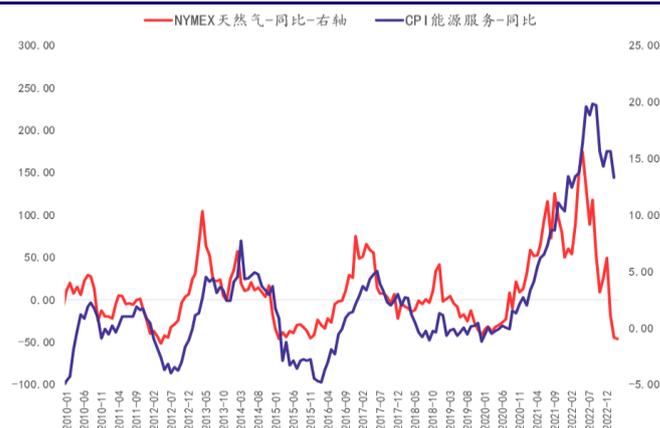
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 原油价格同比增速进入通缩 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

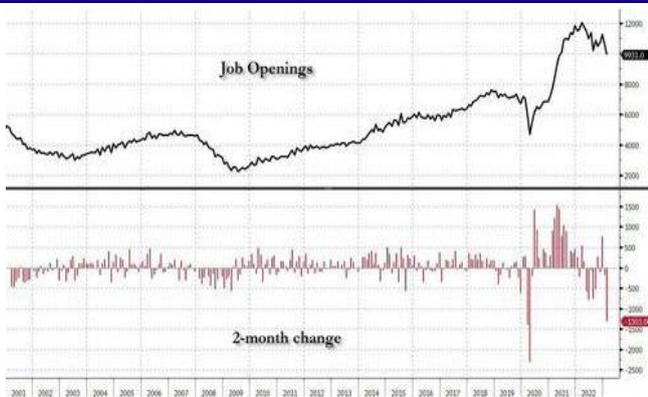
图 22: 天然气价格的下行将进一步传导 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

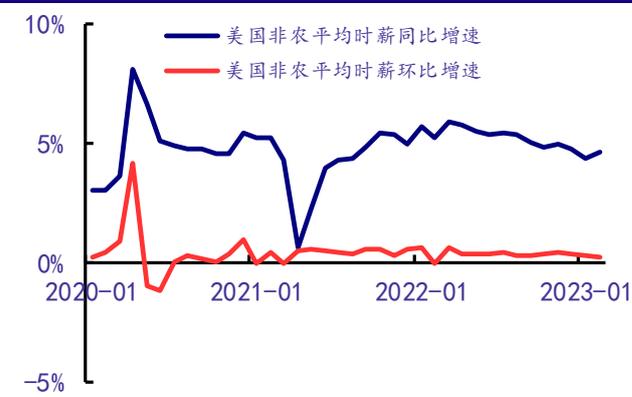
此外, 对美国通胀有着长期结构性影响的美国劳动力市场供需紧缺也出现了一定的缓解, 美国职位空缺数自 2022 年 3 月后出现回落。而美国劳工部发布的职位空缺和劳动力流动调查报告显示, 美国 2 月职位空缺数下降至 993.1 万, 为 2021 年 5 月以来首次跌破 1000 万大关, 大幅低于经济学家预期中值的 1050 万, 1 月数据从 1082.4 万被向下修正至 1056.3 万。美国 2023 年前 2 月的职位空缺数据累计下滑 130 万, 为历史上第二大降幅, 仅次于新冠疫情经济停摆时期。美国劳动力市场紧张对美国薪资增速有一定的引领作用, 美国非农 2 月时薪同比增速 4.6% 低于预期, 环比增速 0.24% 降至一年最低, 这也缓解了市场担忧的美国在 2023 年陷入薪资-物价螺旋式通胀的困境。在高基数以及通胀分项纷纷出现走弱的情况下, 美国 CPI 同比增速或已在 2022 年 6 月见顶, 美国通胀有望在 2023 年持续回落。银河证券宏观团队预计 2023Q1 美国 CPI 同比增速将下降至 5.2%, 2023Q2 将加速下滑至 3.1%。美国通胀的持续回落将打开美联储放缓加息乃至终止加息的空间。

图 23: 美国职位空缺和劳动力流动调查报告美国职位空缺数



资料来源: 美国劳工部, 中国银河证券研究院

图 24: 美国非农平均时薪同比与环比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 高利率下银行业暴雷发酵, 衰退风险加剧降息预期升温

美联储激进加息高利率环境下, 美国经济领先指标走弱。美联储史无前例的激进加息, 对美国经济产生了巨大的抑制作用, 美国经济面临衰退的风险逐步加大。在高利率下, 一些美国经济的先行指标开始走弱。美国房地产市场下滑明显, 美国新房与二手房销售在 2022 年 2 月后出现了明显的回落, 目前已跌至接近 2020 年 5 月美国疫情爆发时水平; 2 月美国 ISM 制造业 PMI 指数为 47.7, 在 2020 年 5 月疫情爆发后已连续 4 个月跌至收缩区间。消费方面, 美国 2 月零售销售额环比下滑至-0.4%, 不及预期; 美国 1 月耐用品新增订单同比增速下行至 2.99%; 美国消费者信心指数 2 月也再度下行。从判断美国经济是否衰退最为重要的领先指标就业情况来看, 目前美国失业率处于 1970 年以来的历史底部附近, 在经济放缓的情况下美国失业率很难继续保持低位, 美国 2 月失业率超预期环比上升 0.2 个百分点至 3.6%。

图 25: 美国新房与二手房销量



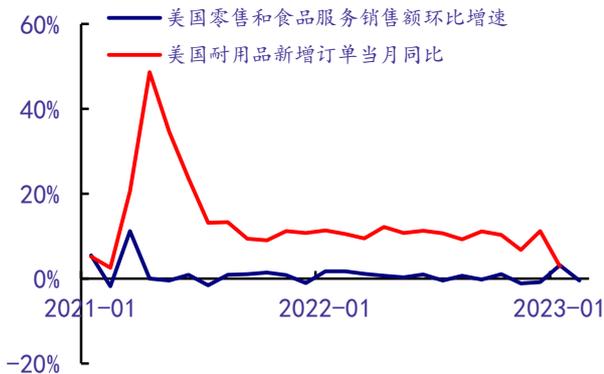
资料来源: 美国商务部普查局, 中国银河证券研究院

图 26: 美国制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 美国零售和食品服务销售额 2 月环比增速超预期下滑



资料来源: 美国商务部普查局, 中国银河证券研究院

图 28: 2 月美国消费者信心指数再度下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

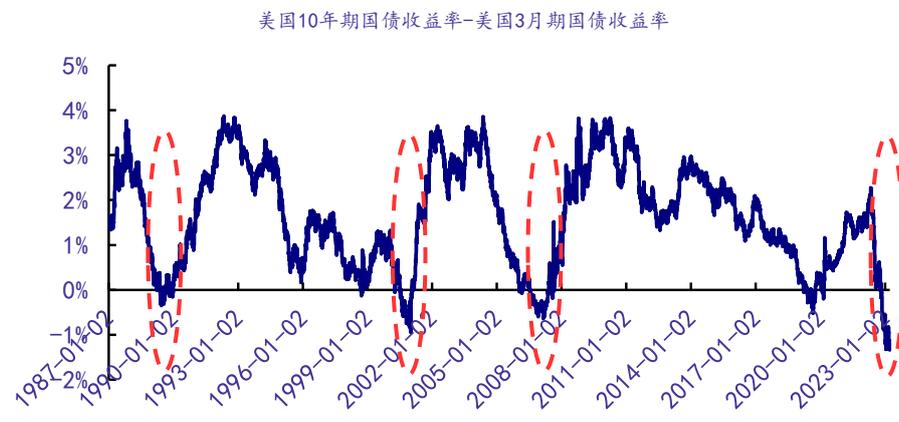
图 29: 美国失业率 2 月失业率超预期上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

高利率环境下, 金融市场或比实体经济更具风险。美联储持续加息使美国 10 年期国债收益率与 3 月期国债收益率在 10 月底出现了美债长短期利率的倒挂。一般来说, 美债的长端利率因期限更长而要给与更多的风险溢价, 使其高于美债的短端利率。一旦美债长短期利率倒挂, 则预示市场对于美国经济前景的担忧, 减少长期的投融资需求以压低长端利率。从历史数据上看, 在 1990 年、2001 年、2008 年、2020 年美国出现衰退前, 美国 3 月期与 10 年期国债利率都曾出现过倒挂, 在一定程度上是预测美国经济未来出现衰退可能的可靠性指标。而目前美债 10 年期与 3 月期利率的倒挂幅度创下 40 年来最深, 或预示了美国经济出现衰退的可能。

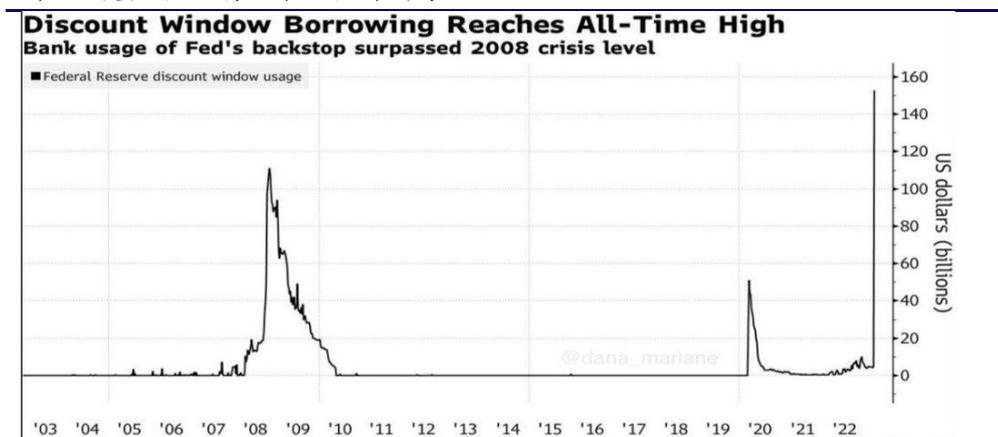
图 30: 美债期限利率倒挂是预测美国经济出现衰退的可靠指标



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

美联储短时间内的激进加息，使美国银行业风险爆发。美联储创记录的在短期内激进加息，长短期利率倒挂使银行资产端减值亏损、负债端存款流失，美国中小银行的风险逐步暴露。在硅谷银行倒闭后，尽管美国财政部、美联储和联邦存款保险公司(FDIC)迅速采取联合行动，以防止溢效应对整个银行系统的冲击。但在恐慌情绪下，市场波动加剧，银行业股价暴跌，美国中小银行仍遭遇挤兑产生流动性危机，并有从小银行向瑞信等大行业扩散的趋势。美国银行业在挤兑潮中的流动性紧张，迫使美联储通过贴现窗口向银行共提供贷款 1528.5 亿美元，远超前一周的 45.8 亿美元，刷新了 2008 年金融危机期间创下的单周最高纪录 1110 亿美元，也使美联储在量化紧缩期间重新扩表。

图 31：美联储贴现窗口借款创纪录新高



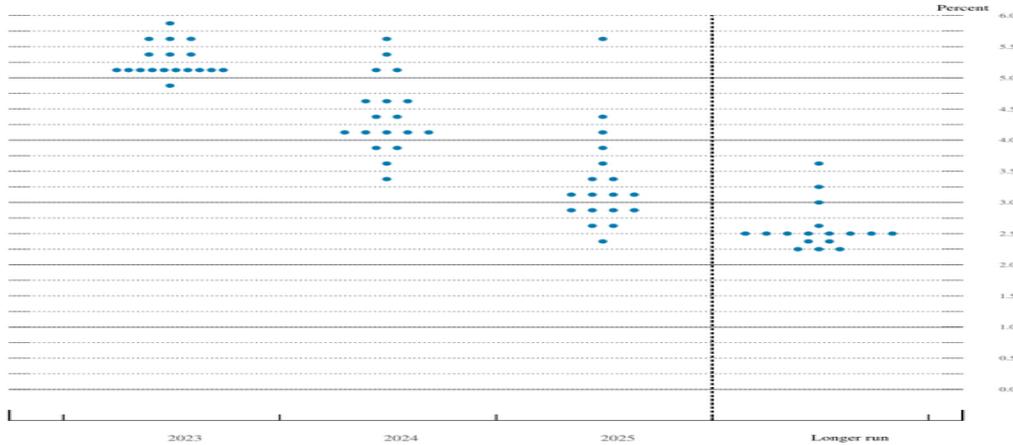
资料来源：美联储，中国银河证券研究院

美国银行业危机或将冲击金融系统，或降迫使美联储转变政策。在 2 月美国就业、通胀等一系列经济数据超预期后，美联储态度转鹰，市场担忧美联储或将提升本轮加息周期的利率峰值与延长高利率的时长，芝加哥商品交易所的美联储利率观察工具显示对于 3 月加息 50 个基点的概率高达 80% 以上，并在 2023Q2 还会有 2 次加息，且在 2023 年年内不会降息。但在 3 月美国银行暴雷后，市场担忧美国银行业所遭遇的流动性危机不断发酵最终冲击金融系统造成金融危机乃至经济衰退。美国银行业的暴雷或将迫使美联储停止加息周期甚至是开启降息。

美联储暗示加息周期已至尾声，市场预期降息马上开启。在 3 月的议息会议上，美联储加息 25 个基点，令基准的联邦基金利率升至 4.75%-5% 目标区间，符合市场预期。美联储官员认为当前通胀局面得到改善，在银行业暴雷后经济下行风险增大，暗示加息周期即将结束。而在 3 月议息会议后美联储最新点阵图显示 2023 年年底利率预期为 5.1%，仅再有一次加息 25 个基点的空间，本轮加息周期结束在即。尽管美联储主席鲍威尔表示并不预期今年降息，但市场降息预期已起，会后 CME 利率期货显示市场认为美联储在上半年结束加息后，最快将于 7 月开始降息，2023 年下半年将有三次降息。

图 32: 美联储点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源: 美联储, 中国银河证券研究院

表 5: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率

FOMC 会议日期	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.4%	61.6%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.8%	61.2%	1.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.1%	45.9%	40.3%	0.7%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	32.5%	42.6%	16.9%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	21.0%	37.9%	28.8%	8.0%	0.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	15.8%	32.7%	31.6%	14.4%	2.6%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	2.0%	11.8%	27.5%	32.0%	19.7%	6.2%	0.8%	0.0%
2024/3/20	0.0%	1.6%	9.7%	24.0%	31.0%	22.4%	9.2%	2.0%	0.2%	0.0%
2024/5/1	1.8%	10.1%	24.3%	30.7%	22.0%	9.0%	1.9%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/6/19	5.7%	16.8%	27.3%	26.6%	15.8%	5.6%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	14.9%	25.5%	26.7%	17.7%	7.4%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	26.2%	21.3%	11.5%	4.1%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

美联储的政策转向, 由停止加息到开启新一轮降息周期, 从而驱动黄金价格进入新一轮牛市。在通胀下行, 但银行系统爆雷对金融系统发生冲击的情况下, 美联储的首要目标很可能从降通胀转移到维持金融体系稳定上。美联储或将在上半年结束加息, 并可能在下半年开启新一轮降息周期, 或是下半年美国经济下行压力增大促使降息预期的升温, 都将引导美债名义利率的下滑。而全球新旧能源转换以及各国地缘冲突加剧逆全球化使供应链体系重塑造成成本刚性的情况下, 本轮美国的通胀韧性将超以往的周期, 很难快速回归至 2% 的美联储长期通胀目标。在进入降息周期或降息预期升温后, 美债名义利率的下行速度将快于顽固通胀预期的下行速度, 引导美国实际利率的再度下降, 确定黄金价格的拐点, 驱动黄金价格进入新一轮牛市。

图 33：美联储加息放缓→加息终结→开启降息，引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）美元或将进入新一轮下行大周期，利好中长期金价上涨

黄金价格是美元信用体系的对标，与美元汇率呈现基本同步的相反走势。在布雷顿森林体系所构建的全球金融体系中，黄金价格由美元锚定为 35 美元/盎司，而其他国家货币通过与美元挂钩确定汇率，以维持全球汇率市场的稳定。而在布雷顿森林体系解体后，黄金价格与美元脱钩，黄金价格与美元的关系不再稳定。美各国央行通过把增持黄金储备作为其国际储备多元化的第一选择，认为持有黄金可以有效对抗美元贬值风险，持有黄金能够为美元汇率的波动提供持久的保护。从理论上来看，美元作为全球黄金交易最为重要的计价货币，假如黄金市场需求与供给保持稳定，那么美元贬值就会导致以美元计价的黄金价格相应上涨。回顾历史，黄金价格与美元指数走势呈现较为明显的负相关性。

图 34：黄金价格与美元指数呈现负相关走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

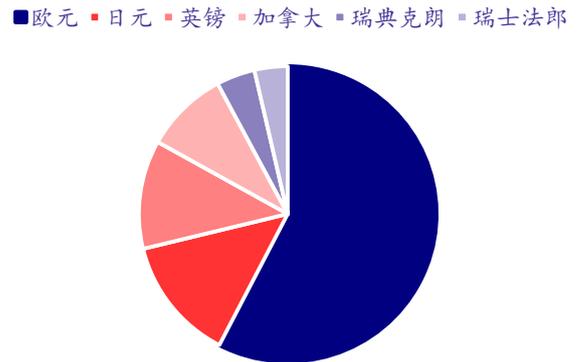
美元汇率本质是反映了美国经济对全球经济的相对强弱。美元指数是用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子世界主要经济体货币的综合变化率，来衡量美元的强弱程度，并间接反映了美国经济相对于全球其他经济体的强弱情况。当美国 GDP 占全球 GDP 比重走高时，美元指数同时上行。而由于在美元指数一揽子主流货币汇率构成中，欧元所占比重最大（高达 57.6%），使欧洲经济与美国经济的相对强弱，以及欧元对美元的汇率变化，很大程度上决定了美元指数的波动方向。

图 35：美元指数与美国经济占全球 GDP 比重走势基本一致



资料来源：Wind，世界银行，中国银河证券研究院

图 36：构成美元指数一揽子货币比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

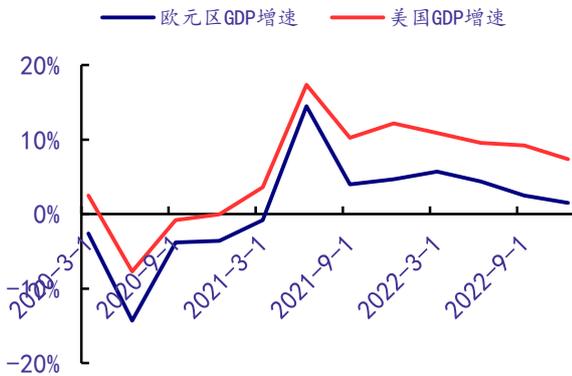
图 37：美元指数与欧元兑美元汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

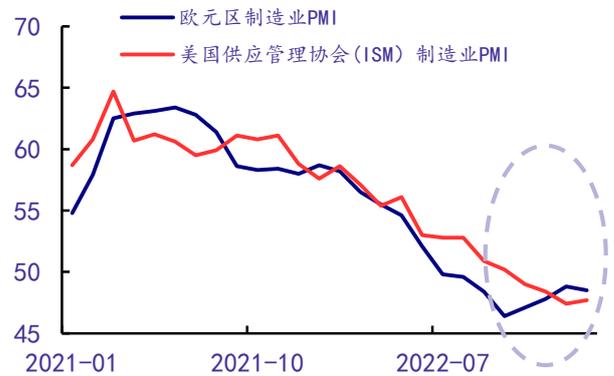
美国经济相对于欧盟的经济优势缩小，银行业危机或成导火索。2022 年俄乌战争爆发，地缘政治动荡以及欧洲能源价格高企使欧洲经济增长乏力。相反美国在充裕流动性以及制造业回流的情况下，经济增长快速恢复。但随着 2022 年年底欧洲能源价格的调整，欧盟制造业景气度出现回升，驱动欧元见底回升。而美国高利率对美国经济增长动能的负面影响将愈发明显，美国银行业的危机更是加大了美国衰退的风险。欧盟与新兴发展体经济在中国疫情政策开放后出现共振向上，将使美国经济比较全球经济、欧洲经济的相对优势缩小，导致美元的走弱。

图 38: 美国 GDP 增速与欧元区 GDP 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

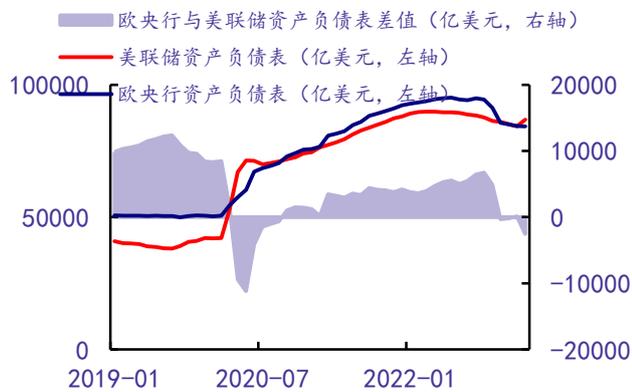
图 39: 美国制造业 PMI 与欧元区制造业 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

而从央行的货币政策来看,由于之前美国经济的景气度要强于欧元区,这使美国与欧元区的货币政策节奏错位,美国的货币紧缩周期要快于欧元区。美联储自 2022 年 3 月开始加息,6 月开始缩表,并在 6 月-11 月连续四次大幅加息 75 个基点。而欧央行从 2022 年 7 月才开始加息,并可能在 2023 年开始缩表。但随着美国经济面临失速的风险后,美联储在 2022 年底开始放缓加息进程,在 2022 年 12 月与 2023 年 3 月分别加息 50、25、25 个基点。但欧央行仍保持较快的加息节奏,在 2022 年 12 月至 2023 年 3 月分别加息 50 个基点。美联储与欧央行资产负债表与利差的缩小,业将支撑欧元相对美元走强,压制美元指数。

图 40: 欧美央行资产负债表差值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

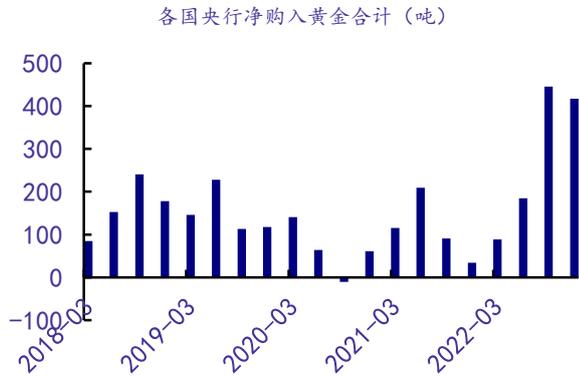
图 41: 欧美央行资产负债表变化与美元指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

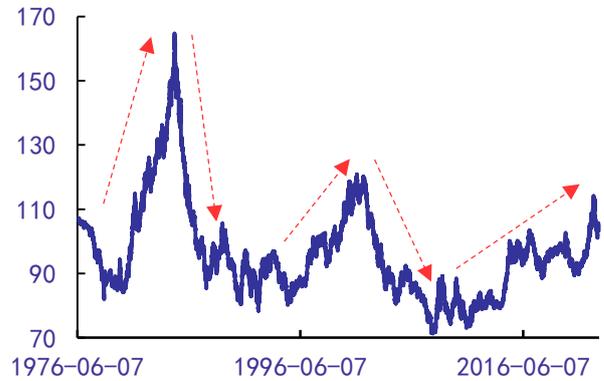
全球新格局宏观范式下,美元指数或将进入新的下行大周期,利好黄金价格在中长期的上涨。从 1980 年以来,美元指数已经历了 2 个完整的周期,目前正在第三个上行周期中运行。在前两轮周期中,美元分别经历了 55 个月、80 个月的上行周期,而这轮的美元上行周期已持续了 136 个月。在中美贸易战、全球疫情冲击、俄乌战争的影响下,逆全球化趋势抬头,地缘冲突加剧以及全球供应链体系重塑都将动摇以美元为基石的国际货币体系。沙特伊朗中东大和解、“一带一路”合作、金砖国家扩容等都表明了国际货币体系向多元化发展。而美国银行业的危机业将进一步削弱美元信用,各国央行近期积极储备黄金资产。美元或将进入新一轮下行大周期,这将支撑黄金价格在中长期的上涨。

图 42: 各国央行加大了黄金储备



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 43: 美元指数走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 6: 1980 年以来的美元大周期

美元指数周期	阶段	时间区间	持续时间 (月)	变化幅度
第一轮周期	上行	1980 年 7 月 25 日- 1985 年 2 月 25 日	55	95.4%
	下行	1985 年 2 月 26 日- 1991 年 2 月 11 日	71	-51.1%
第二轮周期	上行	1995 年 5 月 9 日- 2002 年 1 月 31 日	80	48.8%
	下行	2002 年 2 月 1 日- 2008 年 4 月 16 日	74	-40.6%
第三轮周期	上行	2011 年 5 月 2 日- 2022 年 9 月 27 日	136	56.5

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 黄金牛市启动的战略性时点

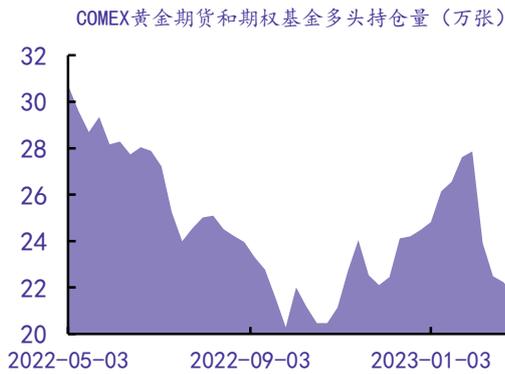
从历史复盘上来看,黄金价格的战略性投资机会并非一定需要进入美联储的降息周期。上一轮黄金牛市(2018 年至 2020 年)的起点发生在 2015-2018 年加息周期的末尾,2019-2020 年降息周期开启之前。而从 1990 年以来的美联储 5 轮加息周期来看,在本轮加息结束至下轮降息周期开启前,黄金绝大多数时间在此过程中收益率出现了明显的改善。因此,在目前美联储加息结束时机愈发确定且美国经济衰退担忧加剧增强降息预期时,黄金很可能迎来新一轮牛市的起点与战略性的投资机遇。Comex 黄金期货与期权基金多头与 SPDR、iShares 等六大黄金 ETF 都在 3 月中旬重新增加黄金持仓,且距此前得持仓高位还有较大增持空间。

图 44：上一轮 2018-2020 年黄金牛市启动于 2015-2018 年加息周期末尾、2019-2020 年降息周期开启前



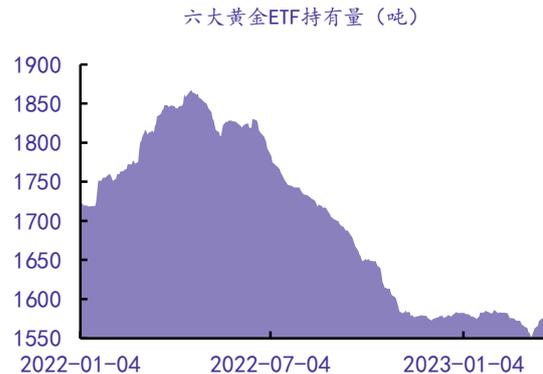
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 45：Comex 黄金期货与期权基金多头持仓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 46：黄金 ETF 持仓量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 7：黄金在加息周期结束至下一轮降息周期开启的过程中收益率有明显改善

美联储加息周期	时间段	黄金收益率	白银收益率
1994 年 2 月 4 日-1995 年 2 月 1 日	加息结束前 6 个月	-1.98%	-12.24%
	加息结束前 3 个月	-1.98%	-11.37%
	加息结束前 1 个月	-1.63%	-3.56%
	加息结束后 1 个月	-0.15%	-4.38%
	加息结束后 3 个月	2.91%	21.81%
	加息结束后 6 个月	1.75%	7.54%
	加息结束至降息开启	2.10%	8.44%
1996 年 1 月 31 日-1997 年 3 月 25 日	加息结束前 6 个月	-8.58%	4.71%
	加息结束前 3 个月	-5.36%	5.82%
	加息结束前 1 个月	-0.99%	-0.37%
	加息结束后 1 个月	-2.10%	-8.22%
	加息结束后 3 个月	-3.19%	-7.64%
	加息结束后 6 个月	-7.15%	-8.06%
	加息结束至降息开启	-15.33%	3.63%

1999年6月30日-2000年5月16日	加息结束前6个月	-6.20%	-1.77%
	加息结束前3个月	-8.76%	-4.30%
	加息结束前1个月	-2.04%	-2.53%
	加息结束后1个月	5.11%	0.90%
	加息结束后3个月	0.13%	-3.20%
	加息结束后6个月	-3.37%	-6.69%
	加息结束至降息开启	-3.21%	-9.59%
2004年6月30日-2006年6月29日	加息结束前6个月	14.86%	16.56%
	加息结束前3个月	4.29%	-4.55%
	加息结束前1个月	-10.79%	-19.53%
	加息结束后1个月	7.34%	10.21%
	加息结束后3个月	1.70%	11.27%
	加息结束后6个月	7.88%	24.28%
	加息结束至降息开启	21.30%	24.86%
2015年12月17日-2018年12月20日	加息结束前6个月	-1.13%	-9.30%
	加息结束前3个月	4.25%	3.79%
	加息结束前1个月	3.00%	2.29%
	加息结束后1个月	1.57%	3.32%
	加息结束后3个月	3.49%	3.72%
	加息结束后6个月	9.51%	3.79%
	加息结束至降息开启	11.67%	8.36%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 47: 黄金价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

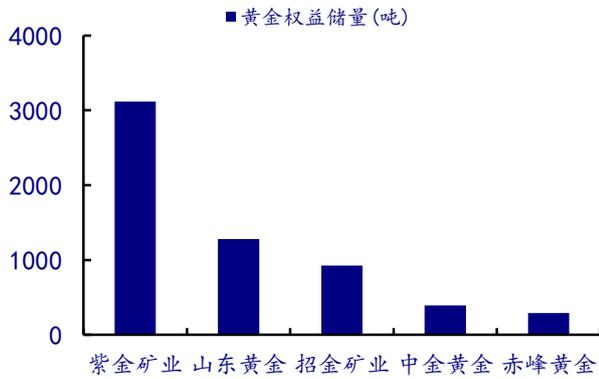
三、国企改革对标世界一流，黄金央企资产注入预期强烈

(一) 公司黄金资源与产量国内前列

资源量位居国内第四，持续探矿增储提升资源保障。截至 2021 年底，公司黄金资源储量

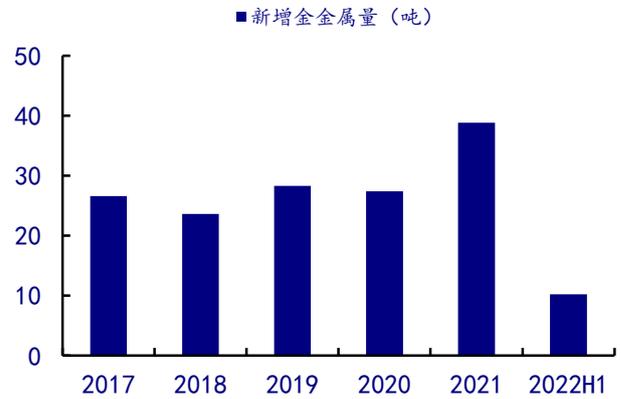
510.5 吨，居全国第四。公司以矿山主要分布于重点成矿带，具备较强的进一步获取资源的潜力。公司持续对具备资源潜力的矿山进行深边部探矿，实现持续增储以提升黄金资源保障。2017-2021 年均新增金金属量 29 吨，2022 年上半年，公司黄金资源新增金金属量 10.2 吨（金金属量）。

图 48: 国内黄金企业资源量情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

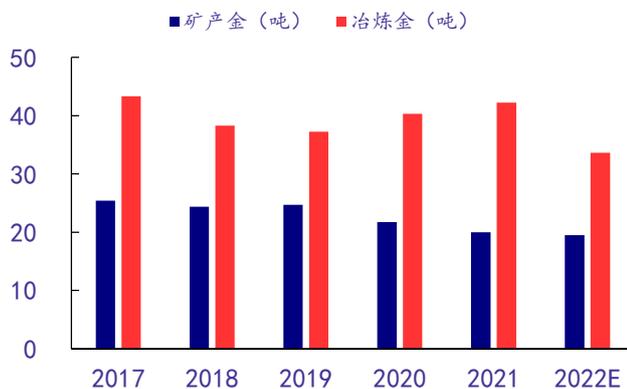
图 49: 中金黄金历年增储



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

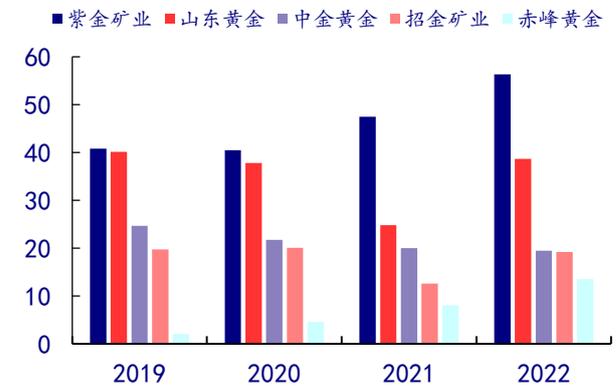
黄金产品产量稳定，矿产金产量排国内第三。公司矿产金历年产量稳定在 20 吨左右，冶炼金稳定在 40 吨左右。结合 2022 年产量指引来看，公司矿产金产量排名保持国内第三名的位置。根据中国黄金协会统计数据，2021 我国矿产金产量 258.09 吨，中金黄金 2021 年矿产金产量 20 吨，占全国产量的 7.75%。

图 50: 中金黄金历年主要黄金产品产量



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 51: 国内黄金企业矿产金产量情况

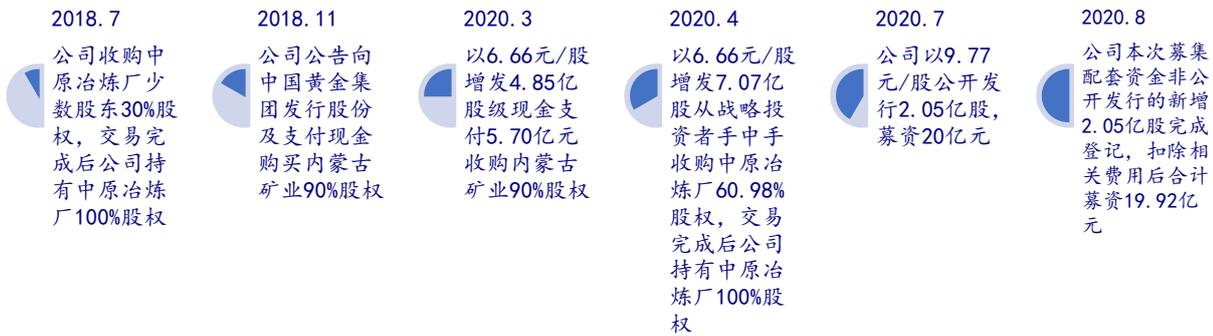


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院注
注: 中金黄金 2022 年产量为计划产量

(二) 提升上市平台资产质量推动资源整合，集团注入优质铜矿

为响应国家供给侧改革“三去一降一补”的政策要求，降低中国黄金集团、中金黄金及中原冶炼厂的债务杠杆，中金黄金于 2018 年发布重组及配套募资计划，通过市场化债转股为下属企业中原冶炼厂引入外部投资者。2020 年，中国黄金集团有限公司等 6 家企业发行股份购买中国黄金集团内蒙古矿业有限公司 90% 股权、河南中原黄金冶炼厂有限责任公司 60.98% 股权（交易完成后公司持有中原冶炼厂 100% 股权），非公开发行募资 20 亿元。

通过本次重组，公司进一步巩固了黄金、铜矿开采、冶炼板块业务实力。通过配套募资，公司的资本结构得到进一步优化，资产负债率大幅降低。公司资本结构得到进一步优化，资产负债率大幅降低（2020 年底公司资产负债率较年初下降 6.09 个百分点至 44.27%），盈利能力和核心竞争力显著增强。

图 52：中金黄金重组及配套募资时间线


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院。

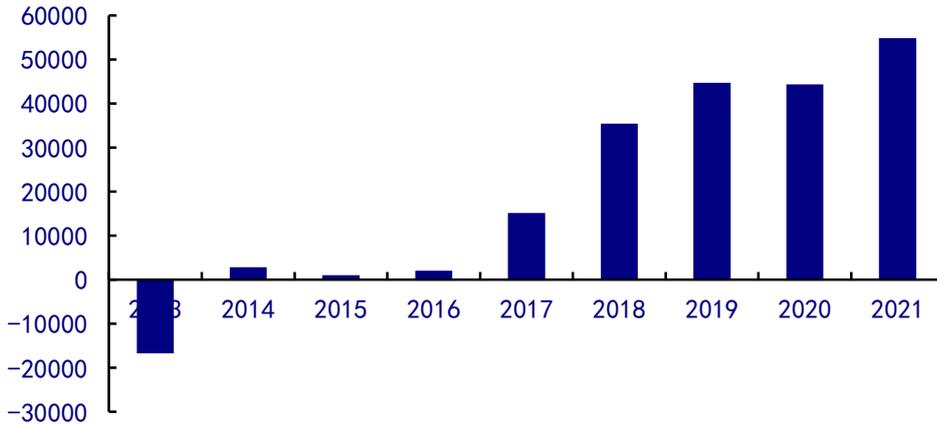
中原冶炼厂是中金黄金旗下重要的冶炼和精炼加工企业。公司具备年处理 150 万吨铜金精矿、铜冶炼 35 万吨/年产能，具备年生产 A 级铜 34.93 万吨、金锭 33.82 吨、银锭 360 吨、硫酸 129 万吨产能，是亚洲领先的黄金综合回收基地。公司采用我国自主研发的具有世界先进水平的“富氧底吹造钽捕金”技术，拥有世界最大的底吹熔炼炉，国内最大的制酸装置，具有原料适应能力强、金属回收率高、能耗低、自动化及装备水平高等特点。中原冶炼厂还引进美国孟莫克高浓度二氧化硫转化、低温热能回收，离子液脱硫等国际最先进的环保工艺和设备，各项排放指标远优于国家和地方标准。

表 8：中原冶炼厂产能情况

生产项目	设计产能
铜金精矿处理	150 万吨
铜冶炼	35 万吨
A 级铜	34.93 万吨
金锭	33.82 吨
银锭	360 吨
产品	
硫酸	129 万吨
粗硫酸镍	962.31 吨
精硒	80.26 吨
白烟尘	2.52 万吨

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2015 年中原冶炼厂整体搬迁升级改造项目投料试生产，随着产能逐渐完成爬坡，世界产能最大、技术领先的现代化金铜冶炼厂建成投产，叠加重组及资带来的资产优化，2016-2021 年间中原冶炼厂盈利能力实现大幅飞跃并保持增长态势。根据中国黄金网报道的《中原冶炼厂 30 年发展纪实》，2021 年公司矿石处理量达 160 万吨以上，冶炼金产量 27.3 吨，冶炼银产量 292.5 吨，阴极铜产量 39.8 万吨，并对稀散金属进行了全部回收，产品由建厂之初的金、银、铜、硫酸 4 种产品发展到如今的金、银、铜、硫酸、镍、硒、碲、铂、钯、铈、铌等 20 余个。公司 2021 年实现净利润 5.5 亿元，五年间净利润翻了 27 倍。

图 53: 中原冶炼厂净利润情况 (万元)


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院。

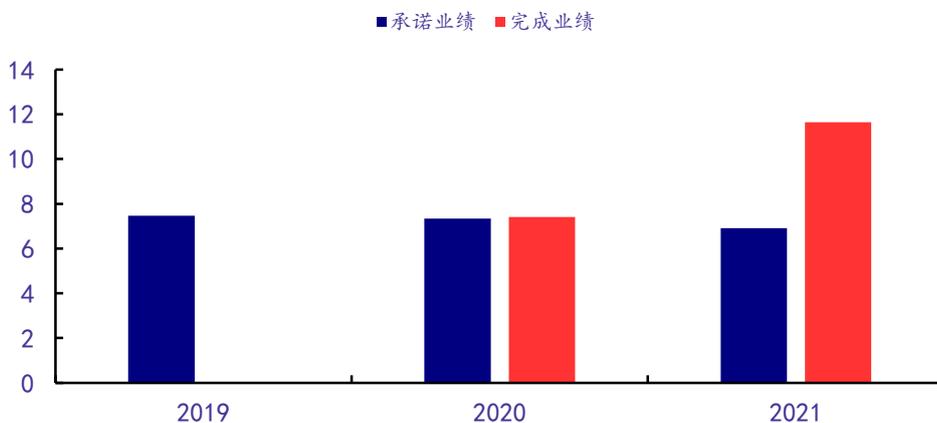
收购内蒙古矿业增厚公司盈利, 大股东业绩承诺凸显支持力度。中金黄金于 2020 年完成收购内蒙古矿业 90% 股权, 内蒙古矿业的核资产为内蒙古自治区新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿采矿权, 主要产品为铜精粉和钼精粉。截至 2021 年底, 内蒙古矿业保有铜资源量 201.05 万吨, 储量 43.94 万吨, 平均品位 0.26%; 钼资源量 48.69 万吨, 储量 6.64 万吨, 平均品位 0.04%。设计产能 2475 万吨/年, 年产铜 6.5 万吨、钼 5860 吨。

表 9: 内蒙古矿业矿山资源及产能情况 (截至 2021 年末)

矿山名称	品种	资源量 (万吨)	储量 (万吨)	品位	年产量 (吨)	资源剩余可开采年限
内蒙古矿业	钼	48.7	6.6	0.04%	5860	50.78 年
	铜	201.1	43.9	0.26%	65008	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2019 年中金黄金拟从控股股东中国黄金集团手中收购内蒙古矿业时, 中国黄金集团对中国黄金做出业绩承诺: 内蒙古矿业于 2019 年度、2020 年度和 2021 年度经审计的矿业权口径净利润合计数分别不低于人民币 7.46 亿元、7.34 亿元和 6.91 亿元。在 2020 年收购内蒙古矿业完成后, 根据业绩承诺顺延相关条款, 内蒙古矿业 2020 年矿业权口径净利润 7.41 亿元, 2021 年矿业权口径净利润 11.65 亿元, 均超额完成业绩承诺。2022 年中 1-6 月, 内蒙古矿业净利润达 8.84 亿元, 同比增长 44.5%, 占当期控股子公司 65.2% (权益口径)。

图 54: 收购后内蒙古矿业完成业绩承诺 (亿元)


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院。

(三) 国企改革加速，集团公司优质金矿资产将持续注入

作为央企公司积极按照国资委要求进行国企改革，出台市场化机制考核与核心人才中长期激励。2019年11月，国资委出台《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》，进一步细化了激励对象、激励方式、权益授予数量、授予价格、股权激励收益等方面的规定。同年12月，中金黄金响应国资委号召，发布《第一期股票期权激励计划（草案）》，计划授予激励对象3,450.99万份期权，对应标的股票数量为3,450.99万股，激励对象为近250名公司核心骨干人才，行权价格为9.37元/股。

表 10：公司 2020 年发布股权激励

激励对象	股权激励内容	授予的股票期权行权的业绩条件
激励对象共计 248 人，包括公司的高级管理人员、公司部门正副职人员、公司下属企业正副职人员、核心技术人员、骨干技术人员等	本激励计划授予激励对象 3,450.99 万份期权，对应的标的股票数量为 3,450.99 万股，不超过公司总股本 345,113.72 万股的 1.00%。其中，拟首次授予 3,358.84 万份，占本次拟授予期权总额的 97.33%；预留期权 92.15 万份，预留期权占本次拟授予期权总额的 2.67%	a. 年度公司 ROE 不低于 2.30%，且不低于对标企业 75 分位； b. 2022/2021/2020 年度公司营业利润相对于 2020/2019/2018 年度营业利润复合增长率不低于 8%，且不低于对标企业 75 分位；c. 年度公司 $\Delta EVA > 0$

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

落实国企改革三年行动，加大重点领域改革力度。国企改革三年行动以来，公司强化企业内部三项制度改革、考核分配工作，加快推行职业经理人制度，有序推进关键岗位核心人才激励，灵活开展多种方式中长期激励，充分调动企业干事创业的积极性和主动性。推行经理层成员任期制和契约化管理，建立权责明确、权责利对等、刚性激励约束的市场化机制。加大科技创新和管理效能提升。

三年改革收官之年，“两利四率”取得成效。2022年上半年，中金黄金利润总额同比增长28.04%；资产负债率同比下降0.13%；营业收入利润率同比上升1.46%；全员劳动生产率同比增加1.71万元/人；实现降本增效约10080万元；研发经费同比增加0.94%。

发力科技创新与数字化转型。2022年上半年，公司共有42家企业开展了智慧化矿山建设工作，其中30家已基本完成自动化、数字化矿山建设；12家企业完成两化融合管理体系贯标工作，智能化矿山建设工作初见成效。

积极推进集团母公司持续优质矿产资产注入与不良资产退出，切实提升资产质量和盈利能力。根据控股股东中国黄金集团承诺，集团将中金黄金作为今后境内黄金资源开发业务整合和发展的唯一平台。根据非竞争承诺，为解决中国黄金集团下属企业与中国黄金之间的同业竞争和关联交易问题，中国黄金集团会将境内黄金资源逐步注入中金黄金。截至2021年底，黄金集团已按计划分期分批通过各种形式向公司注入企业27家，并还将继续将境内黄金资源逐步注入上市公司平台，增强了中金黄金的资源控制量及未来发展潜力，提升公司的成长性。

待注入金矿企业主要有两类：一类为中国黄金集团拟注入中金黄金的企业，该类企业资源前景较好、盈利能力较强、权证相对规范。目前有6家：内蒙古金陶股份有限公司、凌源日兴矿业有限公司、吉林省吉顺矿产投资有限公司、贺州市金琪矿业有限责任公司、成县二郎黄金开发有限公司、中国黄金集团西和矿业有限公司。6家企业保有黄金资源储量70吨左右。截至目前，凌源日兴矿业有限公司已完成资产注入，其余5家尚未完成注入。

表 11：集团计划注入中金黄金的企业情况

企业名	是否完成注入	集团持股比例	生产状态
内蒙古金陶股份有限公司	否	49.34%	在产
凌源日兴矿业有限公司	是	100%	在产

吉林省吉顺矿产投资有限公司	否	100%	在建
贺州市金琪矿业有限责任公司	否	100%	在产
成县二郎黄金开发有限公司	否	80%	探矿
中国黄金集团西和矿业有限公司	否	90%	探矿

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

另一类为中金黄金委托中国黄金集团孵化的企业，该等企业资源储量尚未探明、盈利状况尚不理想或权证仍有待规范，中国黄金集团承诺对其进行培育孵化，待其满足下列条件并权证规范后 12 个月内启动注入公司：1) 在产企业净资产收益率不低于本公司上年水平；2) 或非在产企业财务内部收益率不低于 10%。如委托孵化企业自今起算超过 5 年仍未能达到注入标准，则该等企业不再注入公司。中国黄金集团如需将该等企业转让给中金黄金以外的第三方时，需要事先征得中金黄金的同意；但如该等企业在后期达到了注入标准，则中金黄金仍可要求中国黄金集团将其注入中金黄金，黄金集团承诺将予以充分配合。

表 12：集团拟孵化后注入中金黄金的企业情况

企业名	注册资本	持股比例	业务	生产状态
中国黄金集团直接控制的企业				
中国黄金集团中原矿业有限公司	20000	60%	钨钼矿采选	在建
凤山县宏益矿业有限责任公司	5459	85.10%	金矿采选	在建
黔西南金龙黄金矿业有限责任公司	100	75%	金矿采选	在产
吉林海沟黄金矿业有限责任公司	8000	96%	金矿采选	在产
莱州中金黄金矿业有限公司	300	100%	金矿采选	在建
中国黄金集团间接控制的企业				
贵州锦丰矿业有限公司	3500 万美元	18%	金矿采选	在产
辽宁金凤黄金矿业有限责任公司	800	70%	金矿采选	在产
河北大白阳金矿有限公司	5000	80%	金矿采选	在产
云南黄金有限责任公司	17000	70%	金矿采选	在产
会同县恒鑫矿业有限公司	500	100%	金矿采选	探矿
会同县鑫发矿业有限公司	4050	51%	金矿采选	探矿
甘肃金州矿业有限责任公司	15000	75%	金矿采选	探矿
贵港市金地矿业有限责任公司	300	100%	金矿采选	在产
金秀瑶族自治县茂源矿业开发有限公司	300	100%	铜矿采选	探矿
会同县金龙矿业有限责任公司	6717	100%	金矿采选	探矿
凤城市瑞锦矿业有限公司	1000	100%	金矿采选	在产
贵州金兴黄金矿业有限责任公司	2705	64.99%	金矿采选	在产
中国黄金集团湖南鑫瑞矿业有限公司	10050	80%	金矿采选	探矿
辽宁天利金业有限公司	1000	70%	金冶炼	在产

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中国黄金集团持有内蒙古金陶 49.34% 的股权，为在产黄金矿山。内蒙古金陶旗下金厂沟梁金矿和二道沟金矿均为在产矿山。根据《内蒙古金陶股份有限公司金厂沟梁金矿 2022 年度矿山地质环境治理与土地复垦计划》，金厂沟梁金矿查明资源储量矿石量 488.1 万吨、金金属量 61.4 吨，剩余资源储量矿石量 294.5 万吨、金金属量 19.7 吨，矿山设计产能与实际产能均为 28.5 万吨，选矿处理能力 27 万吨。根据《二道沟金矿 2021 年绿色矿山建设情况金额 2022 年建设计划》，二道沟金矿查明资源储量矿石量 132.6 万吨、金金属量 10.9 吨，剩余资源储量矿石量 108.3 万吨、金金属量 5.4 吨，设计产能 16.5 万吨，实际产能 9.69 万吨，选矿处理能力 16.5 万吨/年。根据《内蒙古金陶股份有限公司金厂沟梁金矿绿色矿山建设核查评估报告》，2018 年内蒙古金陶年产黄金 1.8 吨左右。

图 55: 内蒙古金淘金厂沟梁金矿位置图

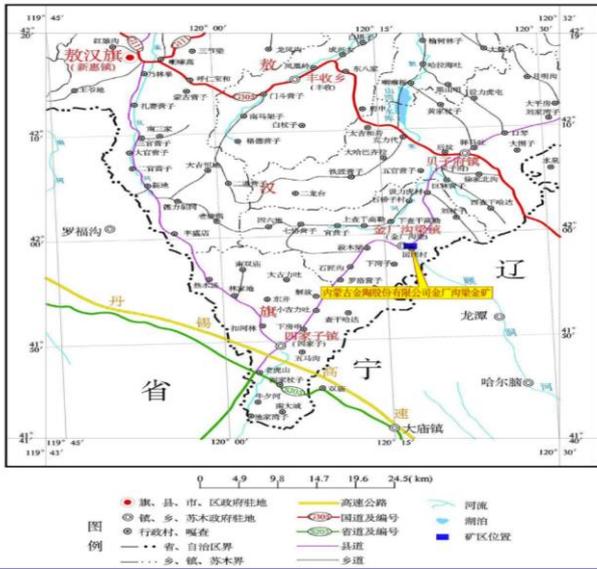


图 56: 内蒙古金淘二道沟矿山二号尾矿库



资料来源:《内蒙古金淘股份有限公司金厂沟梁金矿 2022 年度矿山地质环境治理与土地复垦计划》, 中国银河证券研究院

资料来源:《二道沟金矿 2021 年绿色矿山建设情况金额 2022 年建设计划》, 中国银河证券研究院

中国黄金集团拥有纱岭金矿 44% 股权, 建成后黄金年产量可达 10 吨。中国黄金集团间接持有莱州汇金矿业投资有限公司 44% 股权, 莱州汇金矿业的核心资产为纱岭金矿位于莱州市北东部, 距离莱州市区直线距离约 27km, 为在建矿山, 资源储量金金属量 309 吨, 平均品位 3.44×10^{-6} 。该矿主要沿焦家断裂带、望儿山及灵北断裂带展布, 已探明的特大型金矿床 8 处, 大型金矿床 5 处, 中小型金矿床 25 处。设计产能首采区为 396.00 万吨/年、后期采区为 198.00 万吨/年, 设计黄金年产量 10 吨。纱岭金矿于 2019 年 5 月开工建设, 计划 2023 年 12 月投产。2022 年 5 月, 纱岭金矿主井落底成井, 创下亚洲竖井一次性掘砌成井最深纪录。

表 13: 纱岭金矿矿山情况

主矿产	金矿, 矿石量 8997.08 万吨, 金金属量 309.06 吨, 平均品位 3.44×10^{-6}
伴生矿产	银, 推断的内蕴经济资源量 (333) 矿石量 8925.68 万吨, 银金属量 232.02 吨, 平均品位 2.60×10^{-6} 硫, 推断的内蕴经济资源量 (333) 矿石量 155.07 万吨, 硫元素量 4.22 万吨, 平均品位 2.71%, 折合标硫 12.10 万吨。
低品位矿	金矿, 矿石量 4414.27 万吨, 金金属量 63.00 吨, 平均品位 1.43×10^{-6} 。
采矿回采率	88%
矿石贫化率均为	8%
设计金选矿回收率	一期 95%, 二期 94%
设计银选矿回收率	35%
设计返金率	97.20%
设计返银率	0
生产规模	一期为 396 万吨/年, 二期为 198 万吨/年
生产服务年限	一期为 14.50 年, 后二期为 13.68 年

资料来源:《莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿采矿权评估报告》, 中国银河证券研究院。

四、盈利预测与投资建议

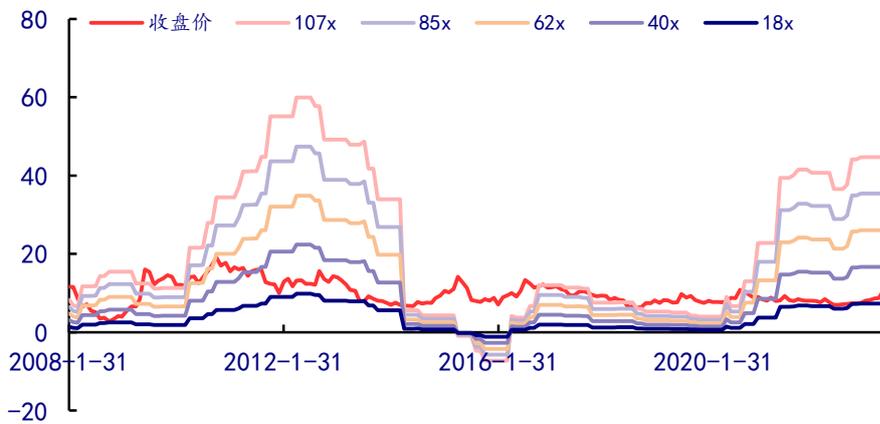
公司作为黄金行业唯一央企上市公司，是国内领先的黄金采选生产企业，在 2020 年集团母公司注入内蒙古矿业增强公司盈利能力与业绩稳定性后，公司的利润主要来自于矿产金与矿山铜业务。随着公司矿山检修的恢复以及集团黄金矿资产的注入预期，预计公司矿产金产量将有所增长，矿山铜与钼精矿产量将保持稳定。我们预测公司 2022-2024 年公司矿产金产量为 19/20.7/21.4 吨，矿产铜产量为 7.2/8/8 万吨，钼精矿产量 0.6/0.6/0.6 万吨。冶炼方面，我们预测公司 2022-2024 年精炼金产量 85/85/85 吨，电解铜产量 34/40/40 万吨。

美联储加息周期接近尾声，市场降息预期升温，黄金有望进入新一轮上涨周期。我们预测 2023-2024 年，国内黄金价格 460/500 元/克，国内铜精矿价格 55000/56000 元/吨，国内价格钼精矿（45%）价格 3845/3400 元/吨度。

基于上述假设，预计公司 2022-2024 年实现营业收入 587.30/693.63/724.99 亿元，预计公司 2022-2024 年实现归属于上市公司股东净利润 21.73/32.60/38.28 亿元，对应公司 2022-2024 年 PE 为 23/15/13 倍。

从过去 15 年公司历史 PE 估值变化来看，公司 PE 估值主要运行在 21x-64x 的区间内，公司杀估值阶段主要集中在黄金价格从历史高点向下跌的阶段。目前公司 PE 估值处于其过去 15 年 PE 估值的 30% 分位，仍处于安全区间。

图 57：中金黄金 PE Band



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中金黄金作为黄金生产、销售为主要业务与业绩来源的企业，我们选取同行业国内从事黄金采选为主业的 A 股黄金板块上市公司作为可比公司，包括山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金、湖南黄金。截止 4 月 3 日，黄金行业可比公司 2022-2024 年预测 PE 均值（Wind 一致预期）为 54/28/21 倍，均高于我们预测的中金黄金 2022-2024 年 PE 估值。黄金步入牛市，金价上涨公司业绩将具备向上弹性，新一轮国企改革加速，公司未来金矿资产注入预期强烈，成长性重塑，我们认为公司当前估值并未反映其真正价值。中国特色估值体系下黄金央企有望估值回归，我们给予公司 2023 年 25 倍的 PE 估值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 14: A 股可比公司估值情况

代码	公司	市值 (亿元)	EPS(元)			PE			PE(TTM)	PB
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600547.SH	山东黄金	896	0.28	0.48	0.65	77	45	33	78	4.2
002155.SZ	湖南黄金	180	0.36	0.61	0.83	42	25	18	41	3.1
000975.SZ	银泰黄金	358	0.41	0.64	0.78	31	20	17	32	3.5
600988.SH	赤峰黄金	300	0.27	0.75	1.03	67	24	17	66	5.8
	可比公司平均					54	28	21	54	4.1
600489.SH	中金黄金	495	0.45	0.67	0.79	23	15	13	24	1.9

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

- 1) 美联储加息超预期;
- 2) 黄金价格大幅下跌;
- 3) 公司矿山停产;
- 4) 公司资产注入不及预期。

六、公司财务报表预测

报表预测 (单位: 百万元)						
利润表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	38963.45	47995.32	56102.50	58730.33	69363.09	72498.57
减: 营业成本	34646.83	41799.29	49657.17	51145.42	59646.82	61934.18
营业税金及附加	301.69	533.99	619.93	585.71	691.75	723.02
营业费用	195.35	223.36	79.22	216.90	256.17	267.75
管理费用	1509.47	1623.11	2009.82	2121.79	2505.92	2619.20
研发费用	336.95	591.95	631.37	631.06	745.31	779.00
财务费用	532.23	524.31	452.14	502.89	502.89	502.89
减值损失	338.08	374.43	93.36	268.62	268.62	268.62
加: 投资收益	-15.32	129.11	72.33	150.00	150.00	150.00
公允价值变动损益	77.14	-24.20	18.57	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1164.67	2429.79	2650.39	3826.56	5314.23	5972.52
加: 其他非经营损益	-179.63	-23.56	-117.10	-115.68	-115.68	-115.68
利润总额	985.04	2406.23	2533.29	3710.89	5198.55	5856.84
减: 所得税	292.87	471.34	574.41	785.57	1157.48	1322.05
净利润	692.17	1934.89	1958.88	2925.32	4041.07	4534.79
减: 少数股东损益	513.40	380.26	261.05	334.14	362.24	288.13
归属母公司股东净利润	178.77	1554.64	1697.84	2172.55	3260.20	3828.03
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4365.77	5614.98	7527.84	2936.52	3468.15	5327.82
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	1221.95	1361.83	1351.14	1754.80	1892.51	1908.38
其他应收款 (合计)	580.27	363.74	611.98	5.89	5.80	3.64
存货	11328.66	11950.02	12045.64	15789.95	16672.48	17034.83
其他流动资产	0.95	1.56	0.71	71.15	71.15	71.15
长期股权投资	814.63	816.69	872.22	922.22	972.22	1022.22
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	1.45	0.00	0.00
投资性房地产	28.43	26.58	24.73	19.39	14.05	8.71
固定资产和在建工程	14779.05	17556.01	16837.37	16712.50	16454.43	16063.05
无形资产和开发支出	4736.23	5441.77	5420.70	4598.35	3776.00	2953.64
其他非流动资产	3466.30	3695.18	4351.63	7269.43	4967.59	2888.05
资产总计	40021.64	45802.75	47631.29	48611.04	49193.53	49762.05
短期借款	9854.25	8695.83	9567.81	5287.45	2738.98	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4400.21	5530.10	4986.10	6121.56	6267.10	6470.00
长期借款	2504.87	3999.23	3994.35	3494.35	2994.35	2494.35
其他负债	13212.50	10749.73	11728.84	5443.37	2894.90	155.92
负债合计	20117.58	20279.06	20709.29	15059.28	12156.35	9120.28
股本	3451.14	4847.31	4847.31	4847.31	4847.31	4847.31
资本公积	4199.49	9177.47	9181.41	9181.41	9181.41	9181.41
留存收益	6072.48	9387.36	10815.32	12334.89	14615.21	17292.69
归属母公司股东权益	13723.10	23412.14	24844.04	26363.61	28643.93	31321.41
少数股东权益	6180.95	2111.54	2077.96	2412.10	2774.35	3062.48
股东权益合计	19904.06	25523.69	26922.00	28775.71	31418.28	34383.89
负债和股东权益合计	40021.64	45802.75	47631.29	48611.04	49193.53	49762.05
现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	2186.89	4563.35	4389.10	3821.14	7374.68	8867.79
投资性现金净流量	-1335.41	-1448.17	-1715.34	-2486.76	-2486.76	-2486.76
筹资性现金净流量	-47.70	-1748.52	-769.23	-5925.70	-4356.28	-4521.37
现金流量净额	779.69	1337.26	1859.54	-4591.32	531.64	1859.66

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司股权结构	3
图 2: 中金黄金旗下金矿采选子公司 2022 年上半年净利润 (万元)	4
图 3: 2021 年公司营业收入占比	5
图 4: 2021 年公司毛利占比	5
图 5: 公司金、铜产品产量	6
图 6: 公司营业收入与增速 (亿元)	7
图 7: 公司归母净利润利润与增速 (亿元)	7
图 8: 公司分行业及产品毛利率 (%)	7
图 9: 公司分产品毛利 (亿元)	7
图 10: 黄金价格与美国通胀率	8
图 11: 黄金价格与美国实际利率	8
图 12: 美联储连续 4 次加息 75 个基点拉动实际利率上行驱动下半年黄金价格下跌 200 多美元	9
图 13: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速	9
图 14: 美国 CPI 与核心 CPI 环比增速	9
图 15: 美国 2 月 CPI 同比增长贡献度	10
图 16: 美国 2 月 CPI 环比增长贡献度	10
图 17: 美国房租对核心通胀的压力将在下半年下行	10
图 18: 美国房价先行指标保持下行	10
图 19: 美国二手车价格由于高基数下跌 (%)	11
图 20: 食品价格下行幅度可能加大 (%)	11
图 21: 原油价格同比增速进入通缩 (%)	11
图 22: 天然气价格的下行将进一步传导 (%)	11
图 23: 美国职位空缺和劳动力流动调查报告美国职位空缺数	12
图 24: 美国非农平均时薪同比与环比增速	12
图 25: 美国新房与二手房销量	12
图 26: 美国制造业 PMI 指数	12
图 27: 美国零售和食品服务销售额 2 月环比增速超预期下滑	13
图 28: 2 月美国消费者信心指数再度下行	13
图 29: 美国失业率 2 月失业率超预期上行	13
图 30: 美债期限利率倒挂是预测美国经济出现衰退的可靠指标	13
图 31: 美联储贴现窗口借款创纪录新高	14
图 32: 美联储点阵图	15
图 33: 美联储加息放缓→加息终结→开启降息, 引导美债名义利率下降推动美国实际利率下行	16
图 34: 黄金价格与美元指数呈现负相关走势	16
图 35: 美元指数与美国经济占全球 GDP 比重走势基本一致	17
图 36: 构成美元指数一揽子货币比重	17
图 37: 美元指数与欧元兑美元汇率	17
图 38: 美国 GDP 增速与欧元区 GDP 增速	18
图 39: 美国制造业 PMI 与欧元区制造业 PMI	18
图 40: 欧美央行资产负债表差值	18
图 41: 欧美央行资产负债表变化与美元指数	18
图 42: 各国央行加大了黄金储备	19
图 43: 美元指数走势	19
图 44: 上一轮 2018-2020 年黄金牛市启动于 2015-2018 年加息周期末尾、2019-2020 年降息周期开启前	20
图 45: Comex 黄金期权与期货基金多头持仓	20
图 46: 黄金 ETF 持仓量	20
图 47: 黄金价格走势	21
图 48: 国内黄金企业资源量情况	22

图 49: 中金黄金历年增储	22
图 50: 中金黄金历年主要黄金产品产量	22
图 51: 国内黄金企业矿产金产量情况	22
图 52: 中金黄金重组及配套募资时间线	23
图 53: 中原冶炼厂净利润情况 (万元)	24
图 54: 收购后内蒙古矿业完成业绩承诺 (亿元)	24
图 55: 内蒙古金淘金厂沟梁金矿位置图	27
图 56: 内蒙古金淘二道沟矿山二号尾矿库	27
图 57: 中金黄金 PE Band	28

表格目录

表 1: 中金黄金重大资源整合事件	2
表 2: 中金黄金旗下主要子公司	3
表 3: 中金黄金自有金矿山资源情况及产量情况 (截至 2021 年底)	5
表 4: 中金黄金自有铜、钼、铁矿山资源情况及产量情况 (截至 2021 年底)	6
表 5: CME 利率期货统计未来美联储联邦基金利率所处区间概率	15
表 6: 1980 年以来的美元大周期	19
表 7: 黄金在加息周期结束至下一轮降息周期开启的过程中收益率有明显改善	20
表 8: 中原冶炼厂产能情况	23
表 9: 内蒙古矿业矿山资源及产能情况 (截至 2021 年末)	24
表 10: 公司 2020 年发布股权激励	25
表 11: 集团计划注入中金黄金的企业情况	25
表 12: 集团拟孵化后注入中金黄金的企业情况	26
表 13: 纱岭金矿矿山情况	27
表 14: A 股可比公司估值情况	29

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：华立，金融投资专业硕士研究生毕业，2014 年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

分析师：阎予露，2021 年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn