

# 有色金属行业点评报告

## 黄金价格持续看涨，个股弹性几何？

增持（维持）

2023年04月12日

证券分析师 杨件

执业证书：S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

证券分析师 王钦扬

执业证书：S0600523030004

wangqy@dwzq.com.cn

关键词：#产品价格上涨

### 投资要点

■ **黄金价格上涨**：截至2023年4月11日，COMEX和SHFE黄金价格分别为2004美元/盎司、443元/g，同比上涨3%、11%；相较于阶段性低点（2022年11月）分别上涨21%、14%。

■ **加息尾声渐进，金价趋势上行**：黄金作为贵金属，兼具商品和金融属性。复盘历史价格来看，金价与实际利率走势总是呈负相关的关系，数次加息的顶点往往也是黄金牛市的起点。美国3月ADP、ISM非制造业指数及2月份的职位空缺数均显著低于预期，显示美国劳动力市场有所降温；尽管失业率降低且时薪上涨超预期，系美国劳动力市场韧性较强，此前超强加息周期作用还仍需时间。虽然市场预期美国5月加息25BP概率有所上升，但在紧缩带来银行风险事件的影响下、加息步入尾声已成定局。美债长短收益率倒挂并非长久，短端收益率下降来修正收益率曲线为必然之势；实际利率作为黄金价格的反向锚，中枢下移，黄金价格看涨。

■ **个股梳理与弹性分析**：分别选取紫金矿业、山东黄金等7家主流黄金股，根据2023年4月11日收盘价以及各公司2022年报，分析可得：

#### 1) 产量储量梳理：

紫金矿业为产量和储量均为行业最大，但黄金业务占比相对较低（2022年毛利占比仅为25%）；综合考虑黄金业务占比和产量/储量，山东黄金为金业龙头（2022年产量/储量行业第二，黄金毛利占比达97%），且成长性较强（2021-2025年矿产金产量CAGR高达27%）。

#### 2) 吨金市值分析：

产量-吨市值较低的为招金矿业和赤峰黄金；储量-吨市值较低的公司为赤峰黄金、招金矿业、湖南黄金和中金黄金。

#### 3) 涨价弹性表现：

根据2023年4月11日的收盘价，在2022年黄金均价的基础上分别上涨5%、10%、15%、20%、30%、50%，在仅发生价格变动的情况下对个股业绩进行测算得出：整体估值水平较低的：中金黄金；公司估值水平下降最快的有：山东黄金、招金矿业和赤峰黄金。

#### 4) 综合2023-2024年PE分析：

估值水平整体较低-中金黄金；估值水平下降速度最快的：招金矿业和山东黄金。

■ **投资建议**：综合公司黄金业务占比、储量产量单位指标、涨价业绩弹性以及成长性来看，建议关注：1.中金黄金（估值低、黄金唯一央企、吨储量市值低）；2.山东黄金（涨价弹性大、最纯黄金成长龙头）；3.紫金矿业（储量最大，金铜双轮驱动）。

■ **风险提示**：黄金价格波动超预期；个股项目推进不及预期；风险事件超预期；美国流动性转向。

### 行业走势



### 相关研究

《继续首推贵金属，关注电解铝盈利修复》

2023-04-10

《基本金属去库持续，关注电解铝企业盈利扩张》

2023-04-02

## 内容目录

1. 黄金价格上涨 .....	4
2. 加息尾声渐进，金价趋势上行 .....	4
3. 个股梳理与弹性分析 .....	5
3.1. 产量储量梳理 .....	5
3.2. 吨金市值分析 .....	6
3.3. 涨价弹性测算 .....	6
3.4. 综合 PE 表现 .....	7
4. 投资建议 .....	7
5. 风险提示 .....	7

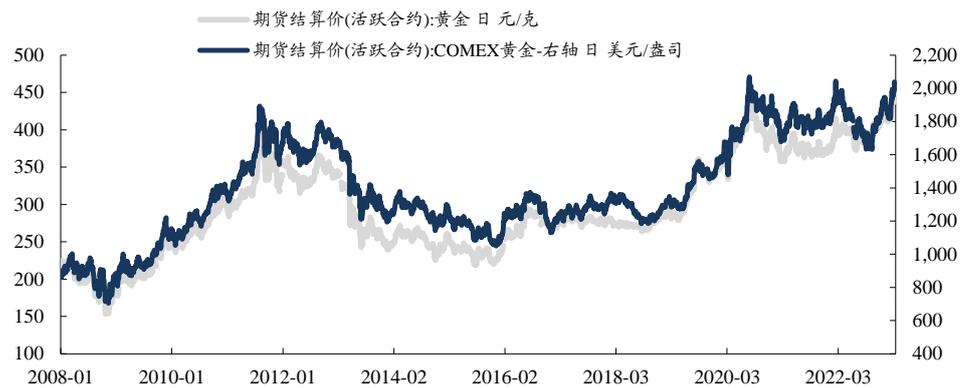
## 图表目录

图 1: 境内外黄金价格持续走高 .....	4
图 2: ADP 增加值显著低于预期 .....	4
图 3: 美国 PMI 下行显著 .....	4
图 4: 美债持续倒挂 .....	5
图 5: 黄金价格走势与美国实际利率趋势相反 .....	5
表 1: 黄金个股产量储量梳理 (2023 年 4 月 11 日) .....	6
表 2: 公司储量/产量单位市值分析 (2023 年 4 月 11 日) .....	6
表 3: 黄金股涨价弹性 (2023 年 4 月 11 日) .....	7
表 4: 黄金股 PE (2023 年 4 月 11 日) .....	7

## 1. 黄金价格上涨

截至 2023 年 4 月 11 日，COMEX 和 SHFE 黄金价格分别为 2004 美元/盎司、443 元/g，同比上涨 3%、11%；相较于阶段性低点（2022 年 11 月）分别上涨 21%、14%。

图1：境内外黄金价格持续走高



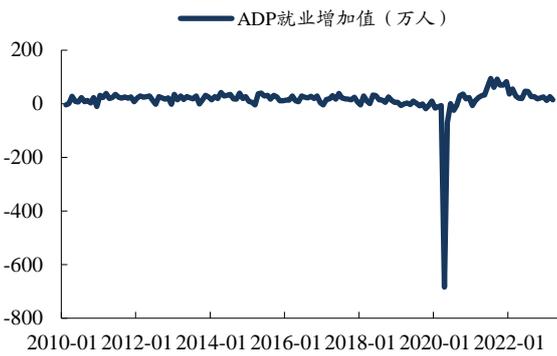
数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 加息尾声渐进，金价趋势上行

加息尾声，金价看涨。美国 3 月份的 ADP 就业人数增加约 14.5 万人，这一数字低于经济学家普遍预期(预期为 21 万人)，低于 2 月份经调整后上修的 26.1 万人。3 月 ISM 非制造业指数及 2 月份的职位空缺数均显著低于预期，显示美国劳动力市场有所降温；尽管失业率降低且时薪上涨超预期，系美国劳动市场韧性较强，此前超强加息周期作用还仍需时间。

图2：ADP 增加值显著低于预期

图3：美国 PMI 下行显著



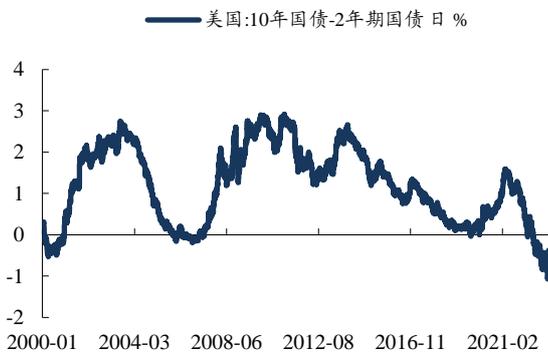
数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

虽然市场预期美国 5 月加息 25BP 概率有所上升,但在紧缩带来银行风险事件的影响下、加息步入尾声已成定局。美债长短收益率倒挂并非长久,短端收益率下降来修正收益率曲线为必然之势;实际利率作为黄金价格的反向锚,中枢下移,黄金价格看涨。

图4: 美债持续倒挂



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: 黄金价格走势与美国实际利率趋势相反



数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 3. 个股梳理与弹性分析

#### 3.1. 产量储量梳理

我们选取 A 股和港股的主流黄金股票进行分析,根据各公司的黄金占比和产量储量,我们可以得出: 1) 单从储量和产量来看,紫金矿业为最大,但黄金业务占比相对较低; 2) 综合考虑黄金业务占比和产量/储量,山东黄金为金业龙头,且成长性较强。

表1: 黄金个股产量储量梳理 (2023年4月11日)

股票简称	市值(亿元)	2022年黄金业务毛利占比	2022年储量(吨)	产量(吨)					2021-2025年产量CAGR
				2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
赤峰黄金	308	82%	421	8.0	13.6	14.8	16.5	18.0	22%
银泰黄金	397	75%	132	7.2	7.1	7.8	10.1	11.1	11%
紫金矿业	3536	25%	792	47.8	56.4	71.7	78.8	88.8	17%
招金矿业	424	80%	391	12.7	19.2	20.3	21.9	27.7	22%
山东黄金	1064	97%	500	24.8	38.9	41.0	45.1	64.6	27%
湖南黄金	191	47%	144	5.2	5.0	6.8	8.5	10.0	18%
中金黄金	582	37%	387	20.0	19.5	20.5	21.2	22.3	3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算(注: 中金黄金尚未发布2022年报, 黄金毛利占比采用2021年报数据)

### 3.2. 吨金市值分析

从产量/储量吨市值角度出发, 测算可得: 1) 产量-吨市值较低的为招金矿业和赤峰黄金; 2) 储量-吨市值较低的公司为赤峰黄金、招金矿业、湖南黄金和中金黄金。

表2: 公司储量/产量单位市值分析 (2023年4月11日)

股票简称	市值(亿元)	产量-吨市值(亿元)		储量-吨市值(亿元)
		2022A	2023E	
赤峰黄金	308	23	21	0.7
银泰黄金	397	56	51	3.0
紫金矿业	3536	63	49	4.5
招金矿业	424	22	21	1.1
山东黄金	1064	27	26	2.1
湖南黄金	191	38	28	1.3
中金黄金	582	30	28	1.5

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

### 3.3. 涨价弹性测算

2022年全年黄金均价为390元/g, 截至2023年4月11日黄金价格为443元/g; 因此我们对以上主流标的进行业绩弹性测算, 根据2023年4月11日的收盘价, 在2022年黄金均价的基础上分别上涨5%、10%、15%、20%、30%、50%, 测算得出各标的在不同金价下对应的PE(2022年): 1) 估值水平较低的: 中金黄金、银泰黄金和紫金矿业(PS:铜业务占比较多、估值较低); 2) 当黄金价格上涨时, 公司估值水平下降最快的有: 山东黄金、招金矿业和赤峰黄金。

表3: 黄金股涨价弹性 (2023年4月11日)

2022年 PE (倍)	金价 (元/g)						
	390	410	429	449	468	507	585
赤峰黄金	66	52	42	36	31	25	17
银泰黄金	34	31	28	26	25	22	18
紫金矿业	16	15	15	14	14	13	12
招金矿业	80	54	40	32	27	20	14
山东黄金	87	65	51	42	35	27	18
湖南黄金	46	39	33	29	26	22	16
中金黄金	37	31	27	24	21	17	13

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

### 3.4. 综合 PE 表现

根据我们测算和 wind 一致预期, 剔除铜业务占比高于黄金的紫金矿业, 2023-2024 年估值水平整体较低的公司有中金黄金; 而估值水平下降速度最快的, 有招金矿业和山东黄金。

表4: 黄金股 PE (2023年4月11日)

PE	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>赤峰黄金</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>22</b>	<b>16</b>
银泰黄金	31	35	22	18
紫金矿业	23	18	14	12
招金矿业	1258	105	49	36
山东黄金	/	85	49	36
湖南黄金	53	44	26	19
中金黄金	34	26	19	17

数据来源: wind (非加粗部分来自 wind 一致预期), 东吴证券研究所

## 4. 投资建议

综合公司黄金业务占比、储量产量单位指标、涨价业绩弹性以及成长性来看, 建议关注: 1. 中金黄金 (估值低、黄金唯一央企、吨储量市值低); 2. 山东黄金 (涨价弹性大、最纯黄金成长龙头); 3. 紫金矿业 (储量最大, 金铜双轮驱动)。

## 5. 风险提示

黄金价格波动超预期; 个股项目推进不及预期; 美国流动性转向; 风险事件超预期。

## 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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

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

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>

