

## 有色金属行业+公司首次覆盖

# 黄金个股对比深度：复盘黄金股，资源质优且量增而为王

增持（维持）

2023年07月23日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书：S0600523020001

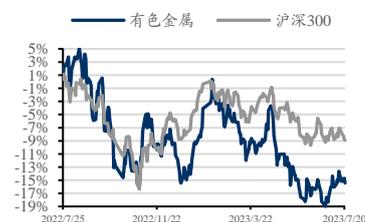
010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **经济步入滞胀格局，美联储加息难以为继，利率下行预期推升金价上涨。**前期货币超发叠加大宗商品价格上涨，全球经济呈现滞胀状态。在此背景下，美国经济衰退预期逐渐强化，期限利差持续倒挂，预计美联储加息接近尾声。未来经济下行压力较大的情况下，货币政策预期逐渐转为宽松，名义利率有望下行，金价进入强势周期。
- **历史金价上行周期内，黄金股的超额收益和绝对收益均有突出表现。**复盘 2005 年以来金价走势与中信黄金指数走势可以发现，历史金价上涨期间，中信黄金指数相对 Wind 全 A 指数的超额收益也快速爬升，同时超额收益曲线斜率较为陡峭，说明金价上涨对于黄金股股价的刺激作用立竿见影。历次金价上行周期，中信黄金指数的超额收益在 5%-16% 区间，高收益率凸显黄金股配置价值。
- **一旦金价上涨，黄金股有望迎来盈利提升和估值修复共振。**不同于正常商品，黄金具有强金融属性，受美债实际利率影响较大，而与实体黄金供给需求端变化联系较弱，同时，由于黄金的稀缺性，供给端较为刚性，因此金价上涨对供给端的影响较小，不会阻碍金价的进一步上行。此外，从大类资产配置的角度来看，金价上涨也会吸引更多投资者积极配置，并进一步推动金价上行。由于黄金价格缺少“自我减速机制”，黄金股在金价上行时期容易出现“戴维斯双击”。
- **黄金股选股逻辑：聚集黄金业务、高业绩弹性的公司有望受益于金价上行。**在金价上行期间，黄金股的收益表现也会有所分化。业务层面来看，黄金业务占比高的公司更受益于黄金板块的β上升。业绩层面来看，高业绩弹性的公司有望更受益于金价上行。因此，一般来说黄金业务占比高且具有高业绩弹性的公司会在金价上行周期中表现更为突出。具体来看，成本是影响公司业绩弹性的重要因素，成本越高的公司对价格的波动越敏感，这也意味着在金价上涨期间会存在更大的业绩弹性。
- **从七大维度全面对比国内黄金公司的基本面和重估潜力。**我们从资源禀赋情况、产量及增长弹性，业务结构占比，生产成本及变化趋势，公司治理及资本运作，矿山生产安全性，估值与业绩弹性等七大维度对黄金公司进行了全面的比较研究。综合来看，紫金矿业、招金矿业具备较大的增储潜力；西部黄金具有较大的产量增长空间；山东黄金兼具产储成长性和业绩弹性；银泰资源具备较好的产储成长性，较低的成本和资产负债率；中金黄金和西部黄金这类高成本企业具备较大的业绩弹性；湖南黄金和赤峰黄金目前黄金业务毛利贡献占比均在 5-6 成，业绩弹性和估值水平尚可。
- **黄金板块迎来主题投资机会，重点推荐西部黄金，建议关注紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金。**我们认为美联储在 7 月 26 日完成最后一次加息后，抑制通胀的目的已基本完成，利空充分释放，因此未来的 3-4 个月内黄金无重大利空，预计 8-9 月黄金行业将迎来主题投资机会。结合上述七大维度的全面对比，我们重点推荐西部黄金，建议关注顺序依次是紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、中金黄金和湖南黄金。
- **风险提示：**金价大幅波动的风险、矿山生产经营不确定性的风险、美联储加息力度超预期。

### 行业走势



### 相关研究

《加息周期已至尾声，看好黄金配置机会》

2023-07-23

《美国通胀超预期回落，看好黄金配置机会》

2023-07-15

## 内容目录

<b>1. 黄金时代：滞胀经济格局衍生金价上行逻辑</b> .....	<b>5</b>
1.1. 货币超发叠加大宗商品价格高企导致滞胀.....	5
1.2. 衰退预期下美联储加息步入尾声，黄金有望开启上行周期.....	7
<b>2. 黄金股的配置价值</b> .....	<b>8</b>
2.1. 历史金价上行周期内，黄金股的超额收益和绝对收益均有突出表现.....	8
2.2. 一旦金价上涨，黄金股有望迎来盈利提升和估值修复共振.....	10
2.3. 黄金股选股逻辑：高业绩弹性的公司有望受益于金价上行.....	11
<b>3. 从七大维度对比 A 股黄金公司</b> .....	<b>12</b>
3.1. 资源禀赋情况.....	12
3.2. 产量及增长弹性.....	16
3.3. 业务结构占比.....	19
3.4. 生产成本及变化趋势.....	20
3.5. 公司治理及资本运作.....	21
3.6. 矿山生产安全性.....	23
3.7. 估值与业绩弹性.....	25
<b>4. 附录</b> .....	<b>27</b>
4.1. 山东黄金.....	27
4.2. 银泰黄金.....	29
4.3. 赤峰黄金.....	29
4.4. 中金黄金.....	31
4.5. 湖南黄金.....	32
4.6. 紫金矿业.....	33
4.7. 西部黄金.....	34
4.8. 招金矿业.....	35
4.9. 中国黄金国际.....	36
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>36</b>

## 图表目录

图 1: 黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关.....	5
图 2: 2020 年起各国 M2 同比增速大幅增长 (%).....	6
图 3: 美国历史上历次货币超发均伴随通胀率高企 (%).....	6
图 4: 2021 年上半年开始全球能源价格出现大幅上涨.....	6
图 5: 美联储加息情况 (%).....	7
图 6: 美债长短利率倒挂 (%).....	7
图 7: 22 年 4 月起美国 GDP 和制造业 PMI 数据回落.....	7
图 8: 黄金价格和黄金指数走势对比 (美元/盎司, 点).....	8
图 9: 中信黄金指数在金价上行期间表现出显著的超额收益.....	9
图 10: 历史金价显著上行阶段.....	9
图 11: 金价与供需结构联系较弱.....	10
图 12: 历史金价上涨期间, 山东黄金多次实现盈利估值双提升.....	11
图 13: 金价上行阶段山东黄金的绝对收益表现 (%).....	11
图 14: 金价上行阶段山东黄金的相对收益表现 (%).....	11
图 15: 2022 年世界黄金储量分布.....	12
图 16: 我国金矿资源潜力预测分布图.....	12
图 17: 主要黄金公司权益资源量 (吨).....	13
图 18: 主要黄金公司权益储量 (吨).....	13
图 19: 2022 年主要黄金上市公司产量对比.....	16
图 20: 2020-2022 矿产金产量 CAGR (%).....	17
图 21: 赤峰黄金近年产量维持高增速.....	17
图 22: 2023E-2025E 矿产金产量 CAGR (%).....	18
图 23: 2018-2022 各公司黄金业务营收占比 (%).....	19
图 24: 2018-2022 各公司黄金业务毛利占比 (%).....	19
图 25: 黄金公司矿产金克金成本 (元/克).....	20
图 26: 黄金公司矿产金毛利率 (%).....	20
图 27: 2022 年黄金公司矿产金克金成本 (元/克).....	21
图 28: 2022 年黄金公司矿产金毛利率 (%).....	21
图 29: 黄金公司市值/权益资源量对比 (亿吨).....	25
图 30: 黄金公司市值/权益产量.....	25
图 31: 山东黄金分产品营业收入 (亿元).....	28
图 32: 山东黄金分产品毛利构成 (%).....	28
图 33: 山东黄金 2018-2022 年黄金产量及增速 (吨, %).....	28
图 34: 银泰黄金克金成本明显低于同业公司 (元).....	29
图 35: 赤峰黄金分产品营业收入 (亿元).....	30
图 36: 赤峰黄金分产品毛利构成 (%).....	30
图 37: 赤峰黄金矿产金产量 (吨, %).....	31
图 38: 中金黄金分产品毛利润 (亿元).....	31
图 39: 湖南黄金矿产金产量 (吨, %).....	32
图 40: 招金矿业矿产金产量 (吨, %).....	35
图 41: 中国黄金国际矿产金产量 (吨, %).....	36

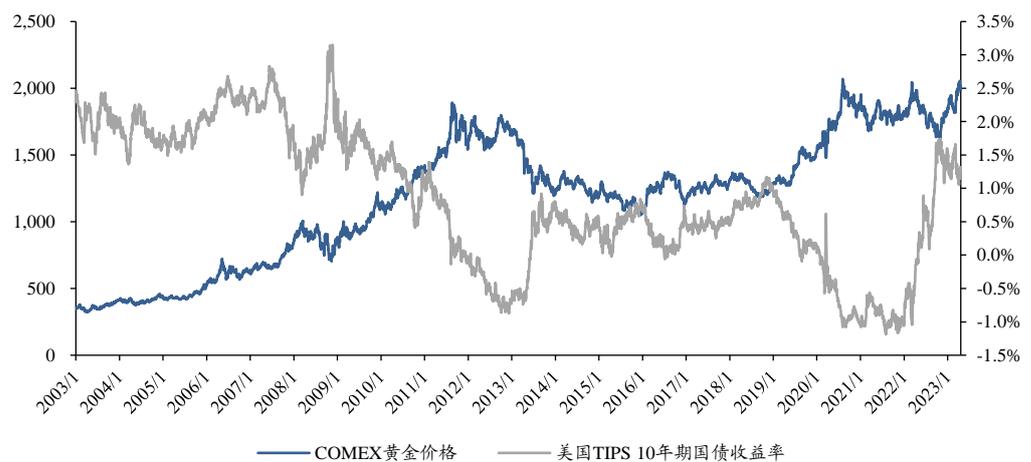
表 1:	历史金价大幅上涨期间, 黄金股超额收益表现 (%)	9
表 2:	历史金价大幅上涨期间, 黄金股绝对收益表现 (%)	10
表 3:	主要黄金上市公司资源量情况	13
表 4:	黄金公司储量增长潜能	14
表 5:	黄金公司的内生增储和外延并购情况	15
表 6:	黄金公司集团资产注入情况	15
表 7:	黄金公司未来矿产金产量预测	17
表 8:	各黄金公司未来增产空间及重要增产项目	18
表 9:	主要黄金公司集团情况、收并购情况以及融资潜能	22
表 10:	黄金公司矿山安全事故情况	24
表 11:	黄金公司资源量产量及吨市值对比	26
表 12:	2023 年主要黄金公司业绩弹性测算	26
表 13:	2024 年主要黄金公司业绩弹性测算	27
表 14:	黄金行业公司估值表	27
表 15:	赤峰黄金并购事件	30
表 16:	近年来紫金矿业集团股份并购事项	33
表 17:	2022 年以来紫金矿业重点并购金矿	33
表 18:	截至 2022 年底紫金矿业主要黄金矿山或企业	34
表 19:	截至 2022 年末西部黄金自有矿山基本情况	34

## 1. 黄金时代：滞胀经济格局衍生金价上行逻辑

### 1.1. 货币超发叠加大宗商品价格高企导致滞胀

黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关。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1：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

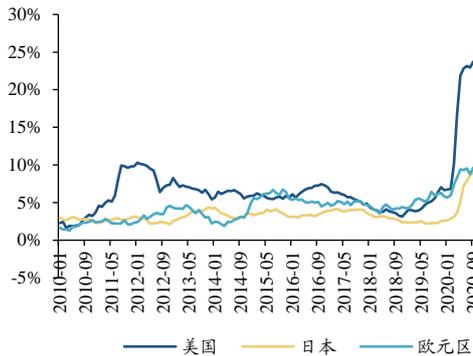
长期实际利率=名义利率-通胀预期，因此，判断长期实际利率的变化方向主要是根据名义利率和通胀预期的变化方向和速度。例如当经济基本面下行时，为刺激经济增长，央行调低名义利率，实际利率随之下行；当通胀预期抬升时，实际利率也趋于下降。

疫情后的货币超发，叠加供给端大宗原材料价格上行造成的成本压力，共同导致美国当前的高通胀状态。

一方面，为缓解全球公共卫生事件对经济造成的不利影响，以美国为代表的多国政府实行货币超发政策，意图通过增加货币流动性来刺激经济。2020年3月起，美国、日本、欧元区 M2 同比增速均出现大幅的、持续性的上行；截至 2023 年 2 月，三年期间三者 M2 累计增幅分别达到 31.54%、15.79%和 18.89%，为近十年最高水平。

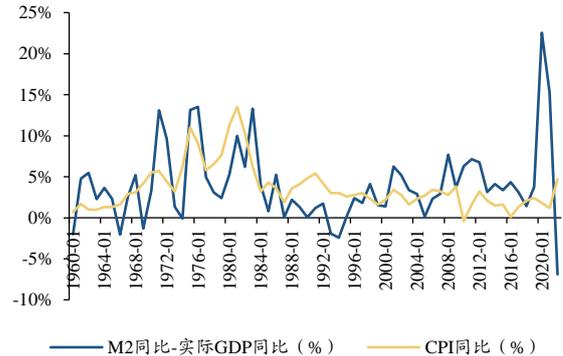
大规模的货币增发往往会导致通货膨胀率提升。按照货币主义学派代表人物弗里德曼等人的研究，根据历史经验，一般美国货币供应量大幅度提升，尤其是明显高出实际 GDP 增速时，12-16 个月后往往会引起通胀的攀升。历史上 1974-1981 年、1989-1992 年、2008 年货币超发期间，美国 M2 明显增加后均对应有通胀率的提升。

图2：2020年起各国 M2 同比增速大幅增长（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

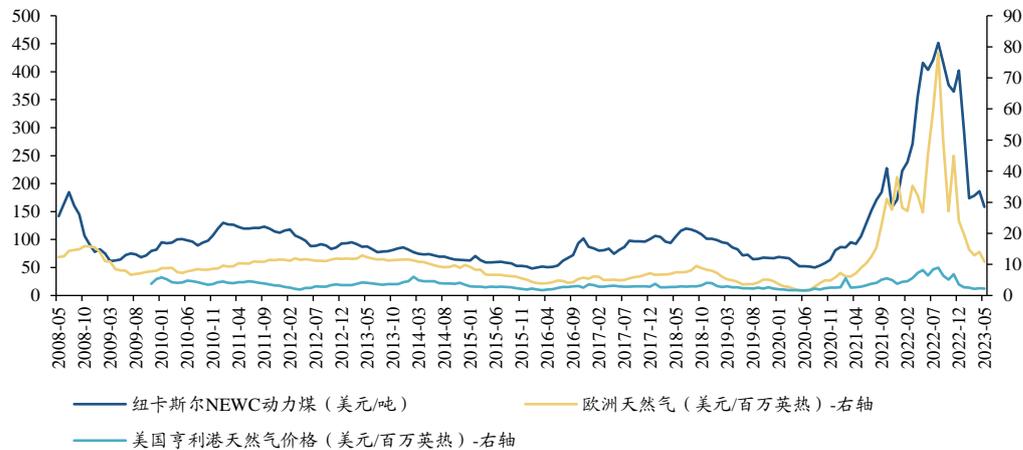
图3：美国历史上历次货币超发均伴随通胀率高企（%）



数据来源：Wind，美联储，东吴证券研究所

另一方面，多种大宗商品历史资本开支不足导致供给端较为刚性，叠加突发的地缘冲突对全球资源端供应链的影响，也加剧了通胀率居高不下的局面。基础能源如煤炭和天然气的历史资本开支不足，导致供给增量有限，同时新能源发电不够稳定、短期替代作用有限，导致能源供给短期较为刚性。于是在 2021 年，疫情后的经济复苏带来能源需求的大幅增长，供需矛盾激化导致基础能源价格持续攀升。2022 年，俄乌冲突进一步加剧了能源供给紧张局面，能源价格再创新高，海外煤炭、天然气价格较 2021 年初涨幅分别为约 463%和 973%。

图4：2021 年上半年开始全球能源价格出现大幅上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

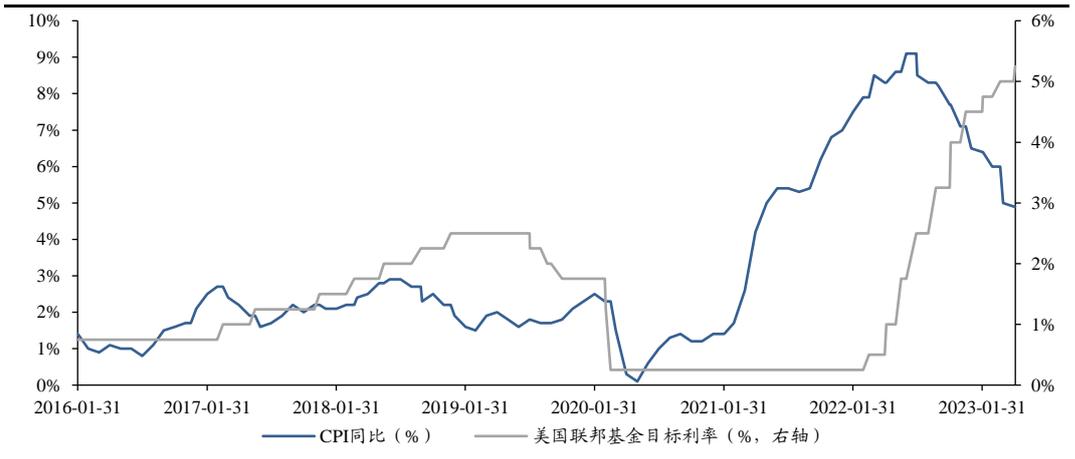
能源价格高企，不仅提高了工业的用电成本，推升了电解铝等原材料价格；也使得化肥价格上行，增加了农产品成本。最终，工农业材料成本的提高传导至终端消费，体现为通胀率的提升。

因此，货币流动性传导叠加成本端的上行压力，共同导致了本轮通胀：2020 年 3 月起美国 M2 大幅增加，约一年后，2021 年 3 月 CPI 增速从 2 月的 1.7%提升至 2.6%，之后进一步上升至 5%~6%区间，明显超过美联储确定的界限值 2%。

## 1.2. 衰退预期下美联储加息步入尾声，黄金有望开启上行周期

面对通胀率居高不下的情况，美联储在 21 年 12 月货币政策会议中首次提及缩表，态度明确转鹰，而 2022 年 2 月 CPI 同比从 2021 年底的 7% 进一步增长至 7.9%。于是在 2022 年 3 月 17 日，为缓解通胀压力，美联储宣布加息 25bp，至此开启第七轮加息周期。截至 2023 年 5 月，美联储累计加息 600 个基点，将联邦利率基金目标从 0-0.25% 一举提升至 5-5.25% 区间。

图5：美联储加息情况（%）

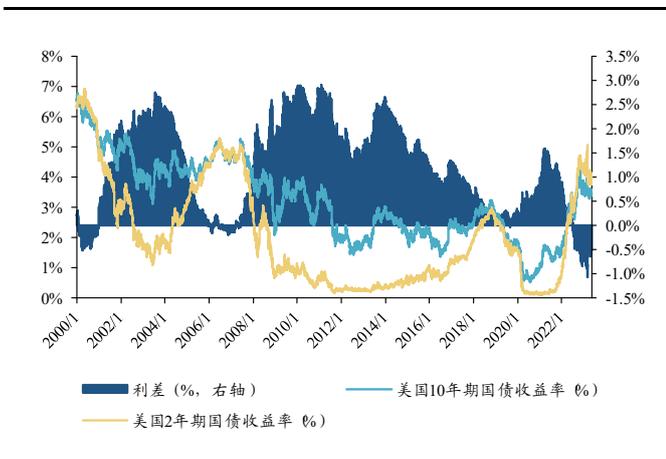


数据来源：美联储，美国劳工部，东吴证券研究所

**加息周期下，美国国债长短利率倒挂，经济衰退预期强化。**每当美联储意图通过加息抑制通胀，将导致短端利率跟随联邦基金利率提升而提升；与此同时，长端利率受市场对经济前景预期影响较大，所以虽然也会跟随短端利率同步上行，但其斜率小于短端利率，体现为期限利差逐步收窄甚至倒挂的局面。

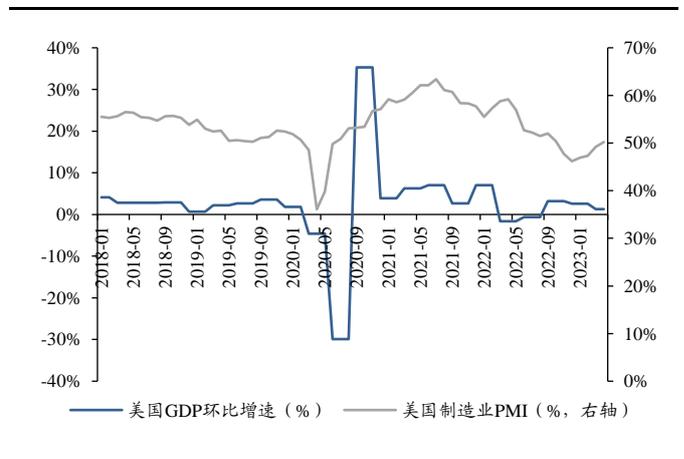
根据历史经验，从 1990 年至今曾出现过 4 次长短期利率差大幅缩小甚至倒挂的现象，且在利率差大幅缩小之后，GDP 增速均出现大幅下调；同时经济悲观预期的情况下，意味着未来利率再次进入降息周期刺激经济的概率加大，因此金价出现上涨。

图6：美债长短利率倒挂（%）



数据来源：美联储，东吴证券研究所

图7：22年4月起美国GDP和制造业PMI数据回落



数据来源：美国经济分析局，wind，东吴证券研究所

以美债 10 年期-2 年期期限利差为例，2022 年 7 月至今美债期限利差已经出现长期倒挂，实际 GDP 增速表现低迷，制造业 PMI 数据也回落至荣枯线附近，后续美国经济衰退预期较强。因此预计宏观经济下行压力较大的情况下，美国后续加息空间有限，将逐步接近尾声，此背景下黄金价格有望开启上行周期。

## 2. 黄金股的配置价值

### 2.1. 历史金价上行周期内，黄金股的超额收益和绝对收益均有突出表现

黄金股板块走势与金价运行趋势基本一致。复盘黄金股与金价走势，历史上黄金股和金价走势整体趋同；不过相对于商品而言，个股波动还受到公司基本面因素影响，因此黄金指数波动会大于金价波动。

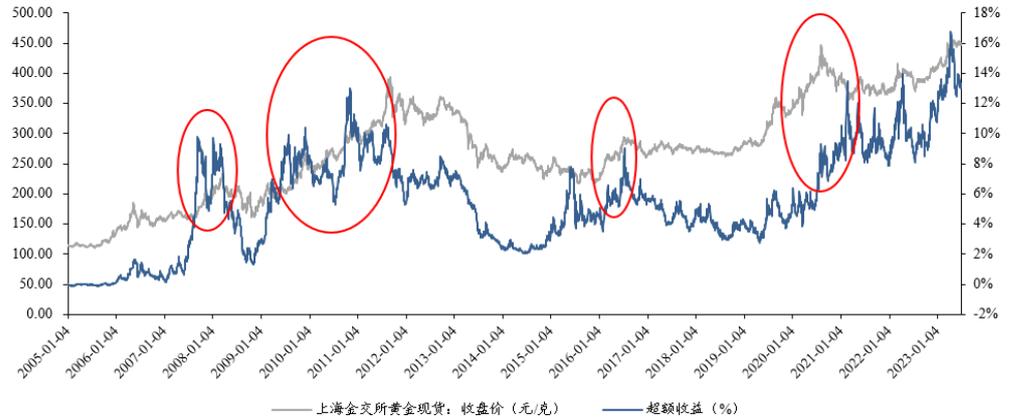
图8：黄金价格和黄金指数走势对比（美元/盎司，点）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

历史上金价上涨期间，黄金股表现出显著的超额收益。复盘 2005 年以来金价走势与中信黄金指数走势可以发现，历史金价上涨期间，中信黄金指数相对 Wind 全 A 指数的超额收益也快速爬升，同时超额收益曲线斜率更为陡峭，说明金价上涨对于黄金股股价的刺激作用立竿见影。历次金价上行周期，中信黄金指数的超额收益在 5%-16% 区间，较高的超额收益也凸显了黄金股的配置价值。

图9：中信黄金指数在金价上行期间表现出显著的超额收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

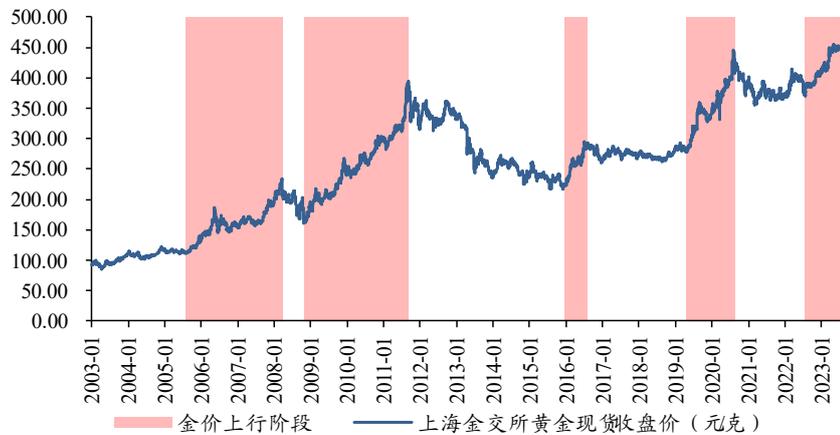
表1：历史金价大幅上涨期间，黄金股超额收益表现（%）

时间	西部黄金	中国黄金国际	紫金矿业	招金矿业	湖南黄金	银泰黄金	中金黄金	山东黄金	赤峰黄金
2005.07-2008.03						168.89%	1527.88%	2795.12%	-146.55%
2008.10-2011.08			79.06%	1518.35%	373.52%	138.79%	393.24%	476.29%	99.91%
2015.12-2016.07	39.55%	40.37%	15.84%	128.94%	75.22%	71.93%	66.73%	115.03%	90.98%
2019.04-2020.08	-1.44%	-44.58%	59.93%	18.89%	0.80%	71.93%	19.45%	91.90%	377.14%
2022.07-2023.05	2.90%	71.94%	33.94%	76.87%	26.91%	41.00%	55.63%	47.45%	8.01%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

除了超额收益之外，金价上行周期黄金股的绝对收益也同样显著。2003年以来，金价存在五段显著的上行阶段，分别是2005年7月至2008年3月；2015年12月至2016年7月；2019年4月至2020年8月以及2022年7月至2023年5月。在这五段金价快速上行时期，黄金股表现出显著的绝对收益。

图10：历史金价显著上行阶段



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2: 历史金价大幅上涨期间, 黄金股绝对收益表现 (%)

时间	西部黄金	中国黄金国际	紫金矿业	招金矿业	湖南黄金	银泰黄金	中金黄金	山东黄金	赤峰黄金	
2005.07-2008.03							536.77%	1895.76%	3163.00%	221.32%
2008.10-2011.08			165.64%	1604.92%	460.10%	225.37%	479.82%	562.87%	186.49%	
2015.12-2016.07	24.80%	25.61%	1.09%	1.09%	60.47%	13.51%	51.97%	100.28%	76.23%	
2019.04-2020.08	20.01%	-23.14%	81.37%	81.37%	22.25%	93.38%	40.89%	113.34%	398.58%	
2022.07-2023.05	-2.00%	67.03%	29.03%	29.03%	22.01%	36.09%	50.72%	42.55%	3.11%	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 一旦金价上涨, 黄金股有望迎来盈利提升和估值修复共振

金价上行期间, 黄金股容易实现盈利提升和估值修复共振。与传统商品价格主要受供求关系影响不同, 黄金具有强金融属性, 受美债实际利率影响较大, 而与供需关系的变化联系较弱。同时, 由于黄金具备稀缺属性, 供给较为刚性, 因此金价上涨对供给端的影响较小, 不会阻碍金价的进一步上行。此外, 从大类资产配置的角度来看, 金价上涨也会吸引更多投资者积极配置, 并进一步推动金价上行。落到股票上, 这就体现为金价上行使公司利润增厚, 同时金价上行难以受供求关系制约, 黄金股估值不会受到压制, 实现盈利提升与估值修复共振。

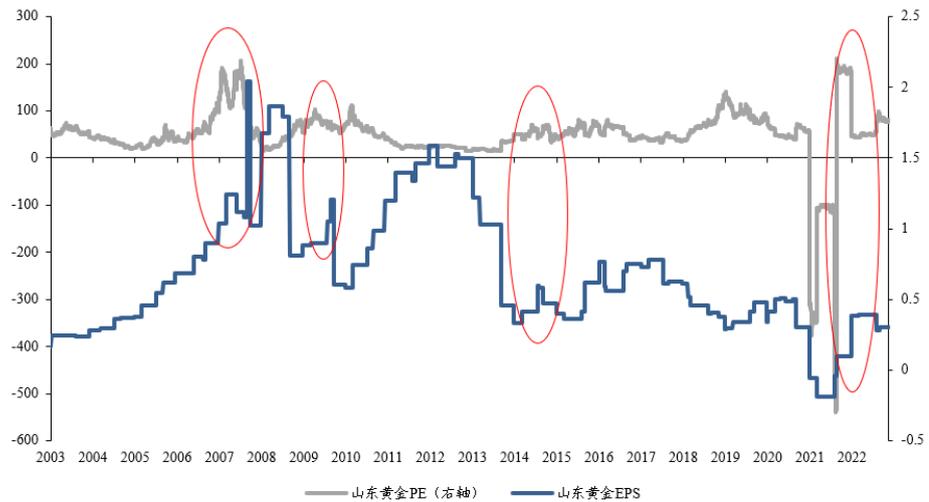
图11: 金价与供需结构联系较弱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以 A 股中黄金主业较为集中的山东黄金为例, 山东黄金在历史金价上行期间, 多次出现 EPS 和 PE 一同上涨的情形。总结来说, 由于黄金价格缺少“自我减速机制”, 黄金股在金价上行时期容易出现“戴维斯双击”。

图12: 历史金价上涨期间, 山东黄金多次实现盈利估值双提升

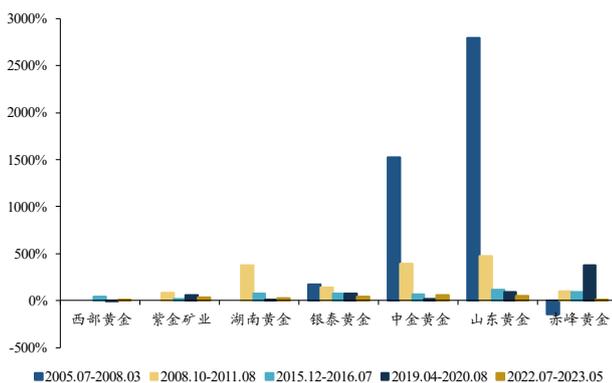


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 2.3. 黄金股选股逻辑: 高业绩弹性的公司有望受益于金价上行

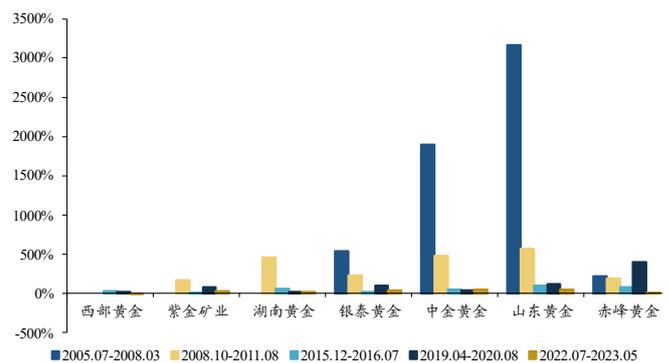
业务层面来看, 黄金业务占比高的公司更受益于黄金板块的  $\beta$  上升。对于黄金股选股而言, 首先要考虑公司黄金业务的占比, 黄金业务占比越高, 越受益于黄金板块  $\beta$ 。以山东黄金为例, 山东黄金是 A 股黄金股里面黄金业务比例最高的企业, 自 2005 年以来占比均保持在 90% 以上。因此, 在几轮金价上行期间, 山东黄金的绝对收益和超额收益表现均位于行业前列。而对于黄金业务占比不高的企业, 则需要再去考虑其非黄金业务的发展前景。

图13: 金价上行阶段山东黄金的绝对收益表现 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 金价上行阶段山东黄金的相对收益表现 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

业绩层面来看, 高业绩弹性的公司有望更受益于金价上行。在金价上行期间, 黄金股普遍表现出显著的超额收益和绝对收益, 但是黄金股的收益表现也是分化的。一般来说, 高业绩弹性的公司会在金价上行周期中表现更为突出。黄金公司的利润可以简单拆分为销量  $\times$  (价格 - 成本), 由于金价是由市场决定的, 且黄金销量主要由产量制约, 因

此我们主要讨论公司的产量和成本因素。增产逻辑包括公司矿山的资源禀赋情况以及未来增产空间两方面，涉及增储、扩产、技改、收并购等方式。增产逻辑决定了黄金股的 $\alpha$ ，在金价上行背景下，产销量增量弹性大的公司就更容易受益于量价齐升。此外，成本也是影响公司业绩弹性的重要因素，成本越高的公司对价格的波动越敏感，这也意味着在金价上涨期间会存在更大的业绩弹性。

结合以上结论，我们将从以下七个维度来对比 A 股/港股的重要黄金标的。我们认为，这七个维度在很大程度上包含了黄金股股价表现分化的主要因素。

### 3. 从七大维度对比 A 股黄金公司

#### 3.1. 资源禀赋情况

我国金矿资源不算丰富，主要分布在中东部地区，以中小型金矿为主。从全球来看，金矿储量主要集中在澳大利亚、俄罗斯、南非、美国、秘鲁、印尼等国家，六国储量合计占世界总量的 55.6%，而中国仅占 3.7%。我国黄金资源主要包括岩金、伴生金和砂金，据《中国黄金年鉴 2022》，截至 2021 年底，我国黄金储量 2964 吨，其中岩金占 84.21%，伴生金和砂金占 15.79%。资源分布方面，我国金矿资源主要分布在中部和东部地区，资源量前三大省份分别为山东、西藏和甘肃，三省资源量占比合计高达 43.05%。据《我国金矿资源概况及选冶技术研究进展》，我国目前已查明矿区 3172 个，已查明金矿资源开发利用程度较高，已开发利用的矿区占总矿区比例达 75%，且近几年开发利用程度进一步加深。

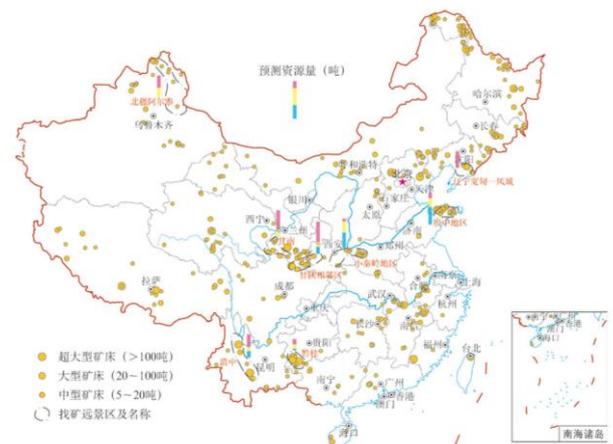
在金矿资源质量方面，我国黄金资源禀赋差，大型金矿较少，且大型金矿以中、低品位为多，开采技术条件复杂；中小型金矿品位相对较高，但变化较大。我国黄金勘察全面程度总体较低，在已知金矿的深部和周围还有较大开发远景。

图15：2022年世界黄金储量分布



数据来源：USGS，东吴证券研究所

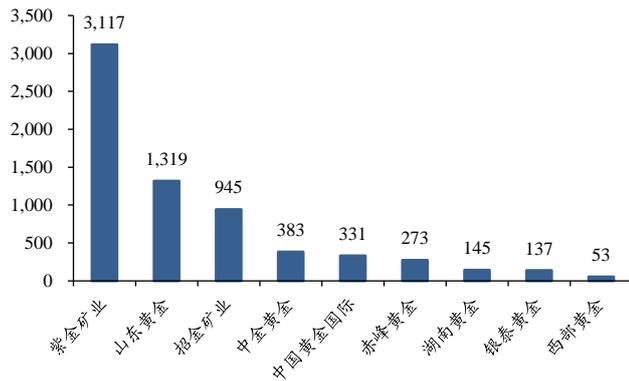
图16：我国金矿资源潜力预测分布图



数据来源：中国地质调查局，东吴证券研究所

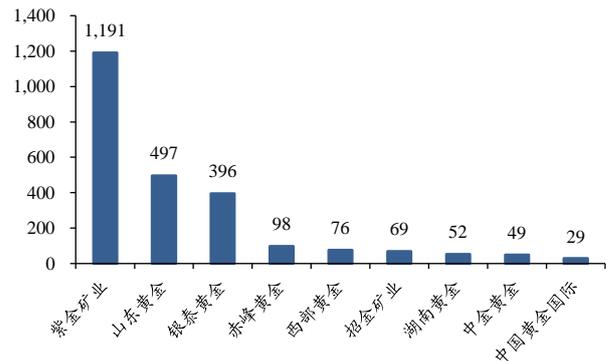
从黄金公司权益资源量对比来看，紫金矿业、山东黄金、招金矿业资源量较大，具备存量优势。据 2022 年年度报告，紫金矿业、山东黄金、招金矿业的权益资源量位列主要黄金股前三，其中紫金矿业权益资源量达 3,117 吨，位列各公司之首，山东黄金和招金矿业分别为 1,319 吨和 945 吨，这三家公司具备黄金资源的存量优势。其他黄金公司权益资源量排名依次是：中金黄金（383 吨）、中国黄金国际（331 吨）、赤峰黄金（273 吨）、湖南黄金（145 吨）、银泰黄金（137 吨）、西部黄金（53 吨）。

图17: 主要黄金公司权益资源量(吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 主要黄金公司权益储量(吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从公司黄金矿山分布来看，紫金矿业全球化布局，招金矿业、湖南黄金、西部黄金较为集中。紫金矿业是我国最大的矿产金生产企业，并购能力较强且持续在考察海内外优质黄金项目，目前除中国外，在中亚、南美洲、澳洲、欧洲等地均有矿山布局。山东黄金的主力矿山主要分布在山东省，公司 2017 年收购阿根廷贝拉德罗金矿，2020 年收购加纳卡蒂诺资源，开启海外并购。赤峰黄金近年来也同样向海外扩张，2018 年 12 月完成收购老挝 Sepon 铜金矿，2022 年 1 月底公司完成对金星资源 62% 的股权的收购，获得其核心资产 Wassa 金矿的控制权。中金黄金、中国黄金国际和银泰黄金的矿山均分布在国内，且较为分散。而招金矿业、湖南黄金和西部黄金的矿山则分布较为集中，其中招金矿业的矿山主要分布在山东，湖南黄金矿山集中分布在湖南，西部黄金的矿山集中在新疆。

表3: 主要黄金上市公司资源量情况

主力黄金矿山或企业	资源量 (吨)	权益资源量 (吨)	权益储量 (吨)
紫金矿业	3117.39	3117.39	1190.99
山东黄金	1431.40	1318.60	497
招金矿业	1190.81	944.76	69.00
中金黄金	507.35	376.94	49.00
赤峰黄金	424.36	273.49	98.00
中国黄金国际	330.62	330.62	29.00

际				
湖南黄金	辰州矿业（湖南）、安化渣滓溪（湖南）、新龙矿业（湖南）、隆回金杏（湖南）、黄金洞矿业（湖南）	144.90	144.90	52.00
银泰黄金	华盛金矿（云南）、青海大柴旦、吉林板庙子、黑河银泰	173.90	137.29	396.00
西部黄金	伊犁公司（新疆）、哈图金矿（新疆）、哈密金矿（新疆）	52.88	52.88	76.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从增储潜力来看，紫金矿业、招金矿业和山东黄金均具备较大的增长潜能，从增储幅度来看，西部黄金、招金矿业、中金黄金以及银泰黄金增储弹性较大。

表4：黄金公司储量增长潜能

公司名称	紫金矿业	山东黄金	中金黄金	银泰黄金	赤峰黄金	西部黄金	湖南黄金	招金矿业	中国黄金国际
权益储量	1191	497	69	49	98	29	52	396	76
权益资源量	3117	1319	377	137	383	53	145	945	331
增储潜力	617	210	76	31	28	36	29	465	20
增储后	1807	707	145	80	126	58	81	861	96
增储幅度	52%	42%	110%	64%	28%	124%	56%	117%	27%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**紫金矿业、招金矿业、中金黄金内生增储、外延并购能力均较强。**紫金矿业是国内最大的矿产金生产企业，现有黄金权益资源量远高于国内同行水平，约 3117 吨，从资源储备厚度上具备较大的增产挖掘空间。同时，公司并购能力较强，以大型超大型矿产的逆周期并购为发展战略且持续在考察海内外优质黄金项目。

**招金矿业对内持续推进勘探增储，对外加快投资并购的步伐。**22 年 10 月，招金矿业和紫金矿业强强联手，收购瑞银矿业间接持有的山东省莱州市三山岛北部海域金矿 100% 权益。收购完成后，紫金与招金分别持有海域金矿 30% 和 70% 的股权。海域金矿是中国最大的单体金矿，矿区成矿地质条件优越，未来探矿增储潜力巨大。截至 2021 年 12 月 31 日，海域金矿保有金资源量 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨，主要矿体在勘探范围内深部尚未封闭，目前海域金矿已取得采矿许可证，未来有较大的增储潜力。

**山东黄金对内持续整合省内资源，对外积极开展资源并购。**山东黄金国内主力矿山都在岩金资源最为丰富的胶东半岛，深部及周边找矿潜力大。海外的阿根廷贝拉德罗也与阿根廷及智利著名的 ELindio 黄金矿带毗邻，同样具有较大增储潜力。此外，公司并购能力强，对外积极开展资源并购，先后收购阿根廷贝拉德罗金矿、卡帝诺资源有限公司，拓展了全球资源布局；2022 年底，公司收购国内黄金行业排名前十的银泰黄金 20.93% 股份，未来增储空间广阔。

表5: 黄金公司的内生增储和外延并购情况

公司名称	内生增储情况	外延并购
紫金矿业	持续自主地质勘探	外延并购能力强，以大型超大型矿产的逆周期并购为主
山东黄金	持续整合省内资源，推进原有矿山扩界扩能，先后启动三山岛成矿带、焦家-新城成矿带的资源整合，推进莱州区域资源优化整合，巩固和增强公司资源储备。	并购能力强，对外积极开展资源并购，先后收购阿根廷贝拉德罗金矿、卡帝诺资源有限公司，拓展了全球资源布局；2022年底，公司收购国内黄金行业排名前十的银泰黄金 20.93% 股份。
中金黄金	贯彻“资源生命线”战略、持续加强矿产资源国内勘探开发和增储上产	积极推动优质资产并购
银泰黄金	持续加强旗下 5 家矿山勘探力度	积极与国内外矿山开展合作，2016 年 11 月收购了加拿大埃尔拉多位于中国境内的黄金矿山资源
赤峰黄金	各矿山子公司持续进行扩能改造，境内外矿山探矿增储成果显著	外延并购能力强，积极推进全球化资产布局，持续与国内外矿山开展合作，22 年完成收购金星资源 62% 股权，取得加纳 Wassa 金矿控制权
西部黄金	对哈密金矿金窝子一带金矿资源进行整体规划和开发利用，开展地质勘查和矿权整合工作	积极推动优质资产并购
湖南黄金	全力开展探矿增储工作，完成龙山金锑矿采矿许可证短期延续，全力推进甘肃加鑫探转采工作	积极推动优质资产并购，22 年全资子公司黄金洞矿业收购湖南省平江县曲溪矿区金矿普查探矿权
招金矿业	持续推进大尹格庄金矿、早子沟金矿深部开拓及金亭岭矿业草沟头项目；加快夏甸金矿、大尹格庄金矿等采矿权扩能工作	紧盯海内外优质项目，加快投资并购步伐，22 年 10 月公司收购瑞银矿业 6.14% 股权，收购完成后持有海域金矿 70% 股权
中国黄金国际	持续开展探矿增储工作，长山壕金矿探矿增储取得超百吨的突破性成果	公司以战略收购为核心增长策略，2010 年收购甲玛矿的 100% 权益。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表6: 黄金公司集团资产注入情况

公司名称	集团资产注入
紫金矿业	无
山东黄金	截至 22 年末，集团拥有黄金资源量 2329 吨，集团层面承诺在境内所拥有具备注入山东黄金条件的业务资产都将注入山东黄金
中金黄金	截至 21 年末，集团拥有黄金资源量 2128 吨，根据集团作出的不竞争承诺，集团黄金资产将持续注入中金黄金
银泰黄金	无
赤峰黄金	无
西部黄金	上市之前，集团已将黄金采选冶资产全部注入西部黄金并作出避免同业竞争的承诺。21 年底，集团收购新疆美盛，新疆美盛在建金矿预计 24 年一季度末二季度初投产，建成后将会以建设成本价格注入上市公司
湖南黄金	公司与集团签订了《行业培育协议书》，平江县黄金矿产项目由集团代为培育，待该项目条件成熟时再由公司决定是否行使优先收购权
招金矿业	2006 年公司与集团订立《非竞争协议》，赋予公司收购集团黄金资产的优先权，截至 2011 年集团相关的黄金资产已基本注入完成
中国黄金国际	无

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从集团资产注入层面来看，山东黄金资产注入潜力较大。山东黄金集团黄金资源丰富，资源量达 2,329 吨，同时根据集团作出的不竞争承诺，集团黄金资产将逐步注入到上市公司，此外，集团持有的世界级金矿——三山岛西岭金矿，累计金金属量高达 580 吨，潜在经济价值高达 2,000 多亿元，集团也明确承诺将择机注入。因此上市公司未来资源量、储量有望大幅增长。

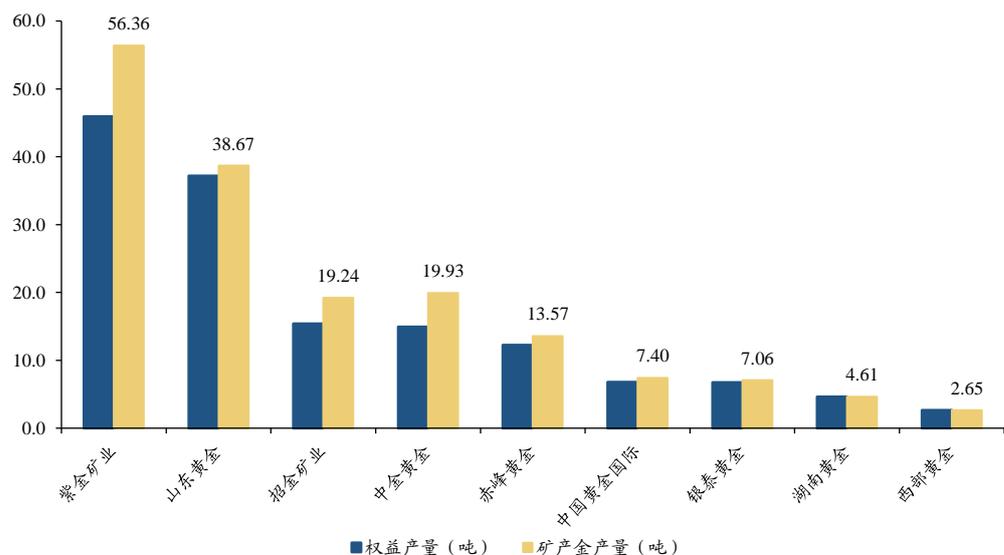
中国黄金集团有望为上市公司持续提供资源支持。根据集团作出的不竞争承诺，中国黄金集团旗下的境内外黄金资源也将分别陆续注入到中金黄金、中国黄金国际集团，受此影响，公司的资源储量有望增厚受益。

西部黄金、湖南黄金存在增产预期。西部黄金、湖南黄金集团均有黄金资产项目条件尚未成熟，暂时由集团层面代为培育，后续等项目条件成熟，集团黄金资产有望注入到上市公司，贡献资源增量。其中，新疆有色集团 21 年底收购了新疆美盛，新疆美盛在建金矿预计 24 年一季度末二季度初投产，建成后将注入西部黄金。

### 3.2. 产量及增长弹性

从公司矿产金产量对比来看，紫金矿业、山东黄金、中金黄金、招金矿业产量排名靠前。受益于公司丰富的金资源量，紫金矿业、山东黄金等公司矿产金产量均有较好的表现。其中紫金矿业矿产金产量位居黄金公司首位，为 56.36 吨，山东黄金和中金黄金次之，分别为 38.67、19.93 吨。

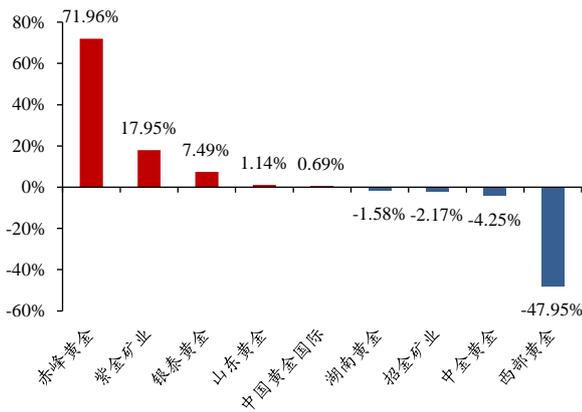
图19：2022年主要黄金上市公司产量对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

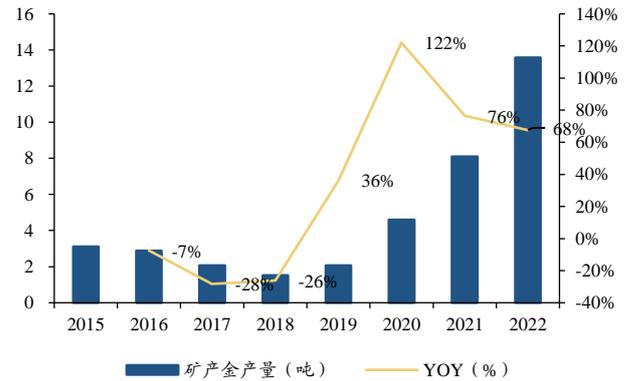
从近三年黄金产量复合增长率来看，赤峰黄金、紫金矿业和银泰黄金排名靠前。赤峰黄金 2020 年确立“以金为主”的发展战略，同年公司控股子公司万象矿业由主营阴极铜转向主要生产黄金，公司黄金产量快速攀升。2020-2022 年矿产金产量 CAGR 在黄金公司中位居首位，高达 71.96%，远高于排名第二、第三的紫金矿业 (+17.95%) 和银泰黄金 (+7.49%)。山东黄金和中国黄金国际近三年 CAGR 较低，分别为 +1.14% 和 +0.69%。湖南黄金、招金矿业、中金黄金、西部黄金等企业 CAGR 为负，其中西部黄金产量受矿山停产影响显著，近三年 CAGR 排名倒一，为 -47.95%，后续随着公司矿山逐步复产以及集团新疆美盛黄金资产注入预期，西部黄金产量有望逐步恢复。

图20: 2020-2022 矿产金产量 CAGR (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 赤峰黄金近年产量维持高增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表7: 黄金公司未来矿产金产量预测

矿产金产量 (吨)	2022	2023E	2024E	2025E
紫金矿业	56.36	72.00	81.00	90.00
山东黄金	38.67	39.83	41.82	45.21
招金矿业	19.24	26.61	32.28	42.95
中金黄金	19.93	19.37	24.87	30.93
赤峰黄金	13.57	14.60	16.10	16.57
中国黄金国际	6.77	6.89	7.17	7.33
银泰黄金	7.06	8.06	9.06	12.06
湖南黄金	4.81	4.70	5.70	6.70
西部黄金	2.65	1.20	4.50	7.00

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

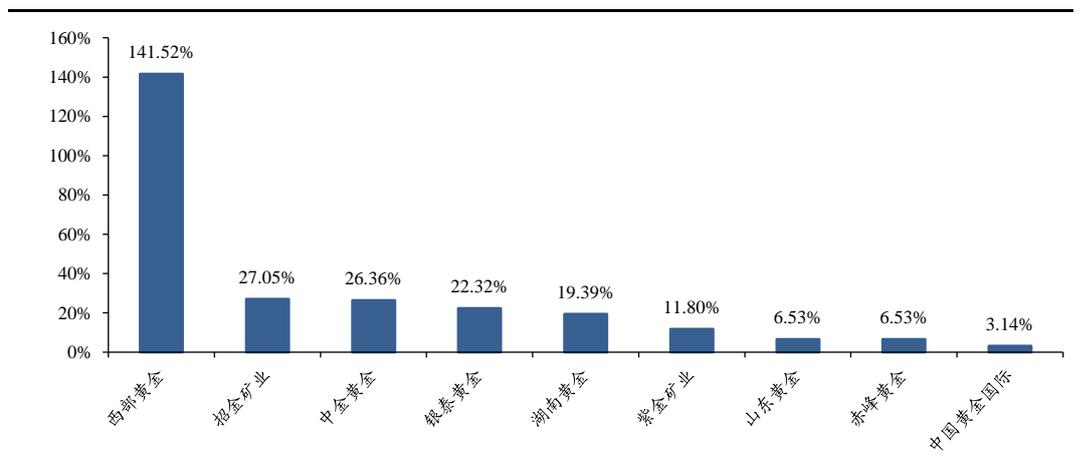
从未来三年矿产金产量复合增速来看, 我们预计西部黄金、招金矿业、中金黄金、银泰黄金、湖南黄金将有出色的表现。

西部黄金随着子矿山复产以及集团黄金资产注入, 未来将有巨大的产量增长弹性。近年来西部黄金受环保、安全事故停产等影响, 产量显著下降, 2022 年产量仅 2.65 吨。目前旗下哈图金矿虽已复产, 但预计今年产量仍受停产显著影响, 23 年产量预计仅 1.2 吨。未来预计哈密金矿和伊犁金矿将陆续复产, 叠加新疆有色旗下新疆美盛的注入预期, 公司自产金产量有望迎来底部反转, 预计 24、25 年产量分别有望达到 4.5 吨、7 吨, 未来三年产量 CAGR 高达 141.52%, 具备较大的增产空间和产量弹性。

招金矿业坐拥全球最大金矿, 未来增产空间广阔。22 年公司收购的海域金矿目前已取得采矿许可证, 海域金矿是中国最大的单体金矿, 保有金资源量 562.37 吨, 生产规模 396 万吨/年, 预计项目达产后, 将年产黄金 14.45 吨以上, 带动公司黄金产量大幅提升。此外, 公司通过海外并购的阿布贾露天金矿项目已于 23 年 1 月投产, 预期建成后前六年年均产金量将超过 5.67 吨, 计划首年产金 7.37 吨。综上, 招金矿业未来增产空间广阔。

纱岭金矿有望为中金黄金带来新增长点，集团资产持续注入赋予公司增长动能。2023年5月31日，公司收购集团持有莱州中金100%股权和黄金集团对莱州中金的债权。莱州中金持有莱州汇金44%股权，莱州汇金持有纱岭金矿采矿权。纱岭金矿目前查明金金属量373.06吨，集团资产注入完成后，公司并表资源量将达880.41吨，有望带动公司产量大幅提升，我们预计2025年公司矿产金产量将达30.93吨，较22年产量增长约50%。此外，集团承诺会陆续将6家优质的黄金公司（内蒙古金陶、凌源日兴矿业、吉林省吉顺矿产、贺州市金琪矿业、成县二郎黄金开发、中国黄金集团西和矿业）注入公司。综上，我们认为中金黄金未来产量增长动能强劲。

图22: 2023E-2025E 矿产金产量 CAGR (%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表8: 各黄金公司未来增产空间及重要增产项目

黄金公司	增产空间	重要增产项目
紫金矿业	未来增量主要来自苏里南罗斯贝尔金矿和山西紫金改扩建项目、巴西波格拉金矿复产以及海域金矿项目	(1) 苏里南罗斯贝尔金矿改扩建工程达产后，预期形成矿产金10吨/年产能； (2) 山西紫金智能化采选改扩建项目计划2023年第二季度建成，年新增矿产金3-4吨； (3) 巴新波格拉金矿项目预计今年复产； (4) 海域金矿项目建成达产后预期产金15-20吨/年，有望晋升为中国最大黄金矿山，公司持有海域金矿实际权益约44%（含招金矿业20%权益）
山东黄金	未来增量主要来自重大项目建设、资源项目并购、集团优质资产注入、现有矿山勘探增储四个方面	(1) 项目建设：包括焦家、新城资源带整合开发及加纳卡蒂诺项目工程建设等； (2) 资源项目并购：包括收购银泰黄金控制权、甘肃大桥金矿采矿权的获取等； (3) 集团优质资产注入：如集团所属嵩县山金公司、山东黄金地勘公司持有的西岭金矿探矿权等资源将在未来注入公司； (4) 依托现有矿山扩能扩界，内部挖潜，持续推进探矿增储。
招金矿业	未来增量主要来自海域金矿项目、西非科特迪瓦阿布贾露天矿项目	(1) 海域金矿保有矿产资源量562.37吨，生产规模396万吨/年，项目达产后，将年产黄金14.45吨以上，2-3年达产 (2) 阿布贾露天金矿项目预期建成后首六年年均产金量超5.67吨，项目已于2023年1月投产，计划首年产金7.37吨
中金黄金	未来增量主要来自收购的集团资产山东纱岭金矿、集团	(1) 纱岭金矿查明金金属量373.06吨，集团资产注入完成后，公司并表资源量将达880.41吨。 (2) 集团承诺将6家黄金公司（内蒙古金陶、凌源日兴矿业、吉林省吉顺矿

	旗下 6 家优质黄金公司的持续注入	产、贺州市金琪矿业、成县二郎黄金开发、中国黄金集团西和矿业) 注入公司。
赤峰黄金	未来增量主要来自境内外矿山的勘探增储、技改以及并购项目	(1) 万象矿业地下开采项目预计 23 年下半年达到采矿条件, 预计新增产能 120 万吨/年; (2) 五龙矿业技改工程预计 24 年建设完成; (3) 锦泰矿业预计 23 年下半年投产, 未来增加 1-2 吨的矿山金年产量
中国黄金国际	未来增量主要来自集团资产的注入预期	/
银泰黄金	未来增量主要来自云南华盛金矿项目	云南华盛金矿项目预计 2025 年投产, 该金矿具备金金属量 70.67 吨, 投产后预计年产金 5 吨
湖南黄金	未来增量主要来自集团资产注入预期	平江县黄金矿产项目暂由集团代为培育, 待该项目条件成熟时公司决定是否行使优先收购权
西部黄金	未来增量主要来自集团持有的新疆没盛资产的注入预期、停产矿山重新复产	新疆有色持有新疆美盛 100% 股权, 旗下卡特巴阿苏特大型金矿黄金资源储量 52 吨, 项目成熟后将注入上市公司; 停产矿山将陆续复产

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 业务结构占比

业务结构集中的公司业绩弹性较大。金价直接影响黄金业务板块的利润, 因此可以发现当金价波动时, 黄金业务占比高的公司其整体业绩弹性更大。而由于黄金产品在市场中的价格一致性较强, 业绩受成本影响更大, 故我们在此主要以毛利占比作为业务结构参考。

具体来看, 山东黄金的黄金业务占比最高, 营收和毛利均超 90%。招金矿业应次之, 尽管其毛利占比不可得知, 但从较高的矿产金产量以及营收占比在 90% 左右波动来看, 可以推断其毛利占比也处于高位。赤峰黄金、银泰黄金再次之, 赤峰黄金由于 20 年后实行“以金为主”战略, 黄金业务占比迅速提升; 银泰黄金虽然黄金业务在营收中占比较低, 但贡献了大部分毛利。湖南黄金、紫金矿业、西部黄金的黄金业务占比则处于相对均衡位置, 紫金矿业营收与毛利占比相近; 湖南黄金营收占比虽高, 但更多是外购金加工业务贡献, 毛利占比并不高; 西部黄金在 22 年实行“黄金+锰矿”双轮驱动战略, 黄金业务比重大幅下降。最后, 中国黄金国际的黄金业务占比较低, 对营收和毛利的贡献均相对较小。

综上, 我们认为从业务结构来看, 山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金业务结构更为纯粹, 黄金主业占比大而集中, 将更受益于金价上行。

图23: 2018-2022 各公司黄金业务营收占比 (%)

公司简称	2018	2019	2020	2021	2022
山东黄金	99.79%	99.45%	99.61%	90.86%	94.39%
银泰黄金	42.97%	35.11%	30.92%	29.56%	32.33%
湖南黄金	86.63%	88.67%	91.04%	89.11%	88.65%
中金黄金	67.57%	67.30%	61.55%	51.90%	53.77%
赤峰黄金	24.83%	13.72%	36.37%	78.48%	84.65%
西部黄金	88.53%	98.38%	98.34%	95.61%	68.38%
紫金矿业	64.01%	71.01%	70.44%	54.27%	50.22%
招金矿业	87.35%	87.20%	91.22%	84.02%	90.28%
中国黄金国际	32.74%	31.21%	30.10%	23.40%	24.21%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 2018-2022 各公司黄金业务毛利占比 (%)

公司简称	2018	2019	2020	2021	2022
山东黄金	99.15%	96.47%	98.35%	86.18%	96.55%
银泰黄金	54.97%	76.01%	72.99%	71.04%	74.75%
湖南黄金	53.43%	67.85%	76.63%	62.59%	46.52%
中金黄金	61.84%	78.10%	68.95%	36.91%	41.51%
赤峰黄金	40.37%	30.10%	54.36%	69.08%	81.67%
西部黄金	85.76%	95.98%	95.97%	81.60%	43.54%
紫金矿业	13.16%	38.82%	37.52%	44.00%	44.14%
招金矿业					
中国黄金国际	16.00%	20.22%	24.74%	9.51%	17.45%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.4. 生产成本及变化趋势

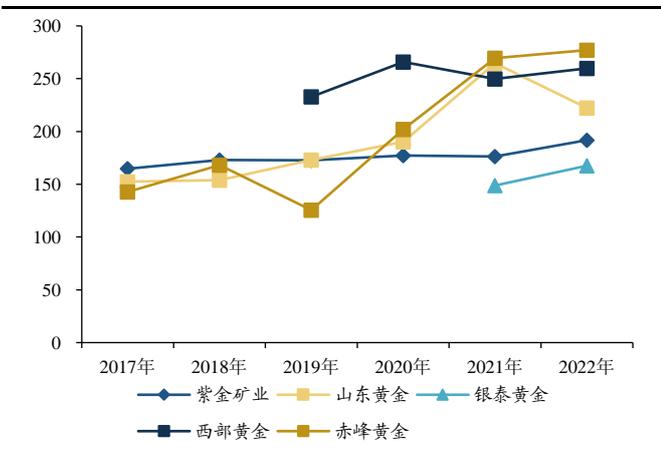
成本的高低与入选品位有一定关系，同时也受到环保等特殊因素的影响。

银泰黄金受益于高品位矿山优势，克金成本最低。限制于数据的可得性，我们对可获得公开数据的黄金公司克金成本和毛利率进行梳理。银泰黄金的矿产金克金成本最低，22年克金成本为167.54元/吨，主要由于旗下贵金属矿山均为大型且品位较高的矿山，因此公司具备开采成本低的突出优势。

西部黄金受环保、安监等因素影响矿山陆续停产，克金成本稳维持高位。西部黄金16年至今共发生了9次安全事故，历史停产时间较长，对公司的正常运行造成的影响较大，因此矿产金成本较高，22年克金成本高达259.92元/克，排名第二。

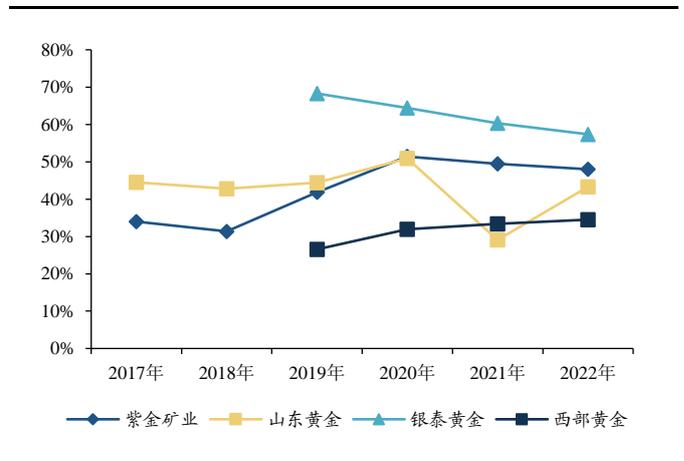
紫金矿业由于加大低品位矿石资源综合利用，克金成本呈现上升趋势。赤峰黄金由于子公司万象矿业处于投产初期工艺优化阶段，且其黄金占比较高，克金成本也逐步上涨。山东黄金由于旗下多个矿山陆续复产，克金成本22年同比出现改善，由21年的148.82元/克升至目前约167.54元/克水平。从目前趋势上，因环保趋严，品位下降等因素，大多数黄金公司的克金成本大多呈现上升趋势，相反，随着部分公司矿山复工复产，克金成本有望得到改善。

图25: 黄金公司矿产金克金成本 (元/克)



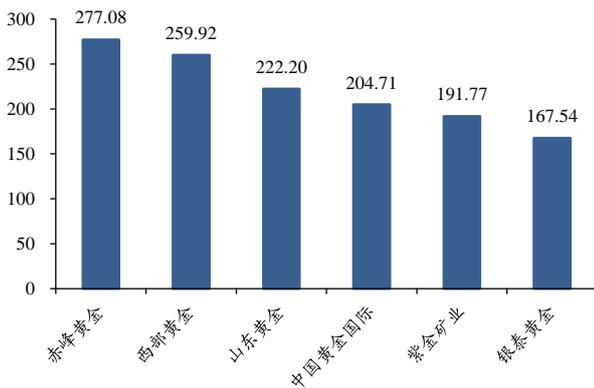
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 黄金公司矿产金毛利率 (%)



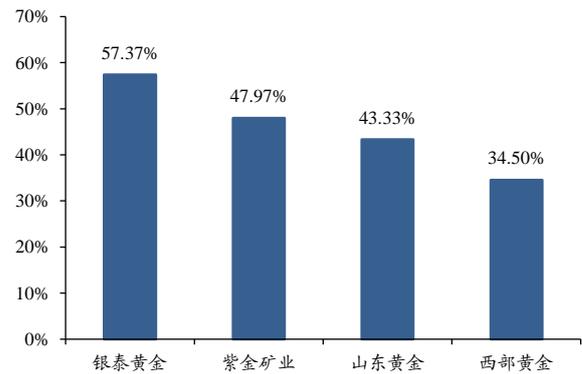
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图27: 2022年黄金公司矿产金克金成本(元/克)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 2022年黄金公司矿产金毛利率(%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**高成本企业具备较高的业绩弹性。**高成本企业西部黄金、赤峰黄金等企业利润相对较薄, 业绩波动较大, 在金价上涨期间具备较大的业绩弹性。

### 3.5. 公司治理及资本运作

**持续收并购优质资产进而增储扩产的能力直接决定了矿企的成长空间。**而持续收并购能力不仅取决于公司的“后天能力”即自身资本运作能力、融资能力; 还取决于公司的“先天条件”即背后集团的背景和实力。

**集团背景决定资产注入潜能和空间。**公司的“先天条件”主要包括了母公司资产规模、矿产资源以及产业布局情况, 因此公司的资产注入潜能也与之息息相关。具体来看, 中金黄金和中国黄金国际的母公司中国黄金集团、山东黄金母公司山东黄金集团、招金矿业母公司招金集团的矿产资源量均较为丰富。而紫金矿业、湖南黄金的母公司均已把黄金资产全部注入上市公司, 西部黄金母公司新疆有色集团除新收购的新疆美盛外, 其余黄金资产也已注入上市公司。最后, 赤峰黄金和银泰资源为民企, 背后母公司资源量相对较少, 黄金矿产资源注入预期较弱。

**自身资本运作实力也是至关重要。**公司的“后天条件”主要包括了是否具备大型矿产项目并购、收购经验, 以及公司决策机制是否灵活高效。具体来看, 紫金矿业、山东黄金、中金黄金及西部黄金在矿产领域进行了较多的收并购。紫金矿业近两年先后收购了招金矿业 20% 股权及苏里南 Rosebel 金矿山; 山东黄金于 2023 年 7 月完成对银泰黄金 20.93% 股权的收购成为其控股股东, 并先后收购了阿根廷贝拉德罗金矿、卡帝诺资源有限公司, 进一步拓展了全球资源布局; 中金黄金于 2023 年 5 月完成对莱州中金的收购, 交易金额高达 48.60 亿元。湖南黄金、中国黄金国际近年收并购运作较少。

**融资潜能提供资金保障。**大型矿产资源的收并购往往需要大量的资金, 这就对公司的融资潜能提出了一定要求。从债务压力的角度来看, 资产负债率较高的企业融资渠道相对受限, 一般对股权融资有所依赖, 使得公司股份面临稀释风险。而资产负债率较低

的企业在债务融资上能有一定优势，融资渠道更为丰富。具体来看，银泰黄金资产负债率最低，2023Q1 资产负债率仅为 15.62%，同时公司盈利状况良好，资产实力较强，融资潜力充足。湖南黄金、西部黄金资产负债率均在 35%以下，现金压力小。山东黄金资产负债率最高，2023Q1 资产负债率为 60.52%，全球化矿产资源布局使其现金流相对承压，近期拟定向增发股份募集资金用于金矿资源开发。

综上，山东黄金、中金黄金以及紫金矿业在“先天”和“后天”两方面都具备较强的资本运作优势，对公司外延扩张起到积极作用。

表9：主要黄金公司集团情况、收并购情况以及融资潜能

企业属性	实控人	持股比例	集团情况	近年并购经验	融资潜能（截至 23 年 Q1 资产负债率）	
山东黄金	国企	山东省国资委	32.25%	山东黄金集团从事黄金矿业相关运营，包括地质勘探及开采黄金、黄金选矿、黄金冶炼及技术服务，以及生产及销售金矿的专用设备及供应品及建材。截至 2023 年 7 月，拥有 184 个探矿权、162 个采矿权，总面积近 3000 余平方公里。拥有黄金资源量储量超过 2600 吨。	截至 2023 年 7 月，公司完成对银泰黄金 20.93% 股权的收购；2021 年完成对卡帝诺资源 100% 股权的收购。	60.52%。
银泰黄金	民企	沈国军	19.85%	银泰集团由沈国军先生于 1997 年在北京创立，是一家多元化产业投资集团，下辖银泰商业集团、银泰置地集团、银泰资源集团、银泰文旅集团、银泰投资与金融集团，拥有多家境内外上市公司和 100 多家控股和参股公司。	2021 年 9 月，公司完成对华盛金矿 60% 股权的收购，交易价格 10.37 亿元。	15.62%
西部黄金	国企	新疆国资委	49.17%	新疆有色集团是以有色金属、稀有金属、黄金资源开发为主，集地质、采矿、选矿、冶炼及科研、设计为一体的大型企业集团。目前拥有 14 家全资子公司，6 家控股公司。	2022 年 9 月，公司完成对蒙新天霸 100% 股份的收购，交易金额为 2.54 亿；完成对科邦锰业 100% 股份的收购，交易金额 5.24 亿；完成对百源丰矿业 100% 股份的收购，交易金额 18.36 亿。	27.22%
赤峰黄金	民企	李金阳	11.44%	前实控人赵美光于 2021 年 12 月 11 日因病去世，现公司实控人为其配偶李金阳。	2022 年 2 月，公司完成对金星资源 62% 股份的收购，交易金额为 4.7 亿美元；	57.84%
湖南黄金	国企	湖南国资委	21.61%	湖南黄金集团主营有色金属矿山设计、勘探、采选冶，采矿业务集中在湖南黄金股份，金矿资产已全部注入上市公司	2022 年 2 月，公司全资子公司黄金洞矿业收购湖南省平江县曲溪矿区金矿普查探矿权	16.38%

中国黄金国际	央企	国务院国资委	40.01%	中国黄金集团是中国黄金行业唯一一家中央企业，拥有 4 家上市公司（中国黄金国际、中金黄金、中国黄金、中金辐照）。截至 22 年末，中国黄金集团在国内合计拥有 8 座矿山，6 座冶炼厂，154 个探矿权和 118 个采矿权， <b>矿产金产量达 34.37 吨。</b>	2010 年 12 月，公司完成对斯凯兰矿业公司的收购，成为甲玛矿的唯一拥有人，收购总代价 7.42 亿美元。	23.11%
中金黄金	央企	国务院国资委	45.84%	中国黄金集团是中国黄金行业唯一一家中央企业，拥有 4 家上市公司（中国黄金国际、中金黄金、中国黄金、中金辐照）。截至 22 年末，中国黄金集团在国内合计拥有 8 座矿山，6 座冶炼厂，154 个探矿权和 118 个采矿权，截至 20 年末 <b>黄金资源量达 2329 吨</b>	2023 年 5 月，公司完成对莱州中金 100% 股权和黄金集团对莱州中金的债权的收购，交易价格 48.60 亿元。	41.64%
招金矿业	国企	招远市国资委	37.15%	山东招金集团是一家大型综合性集团公司，旗下拥有全资子公司 6 家，控股及实际控制企业 15 家，参股公司 6 家，资产总额 700 多亿元，保有黄金资源储量 1200 余吨；采选规模 2.3 万吨/日，冶炼规模 3000 吨/日，精炼规模 200 吨/年。	2022 年 10 月，公司完成对山东瑞银 6.14% 股权的收购，交易价格为 8.16 亿元。	58.51%
紫金矿业	国企	上杭县财政局	23.11%	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司现有全资、控股和参股企业 20 余家，业务范围涉及矿产冶金、股权投资、园区建设、新能源新材料、水利电力、交通运营等多个领域。	23 年，公司完成对苏里南 Rosebel 金矿 95% A 类股权和 100% B 类股权的收购，交易金额为 3.6 亿美元；22 年 11 月以 40.63 亿完成对招金矿业 20% 股权的收购；22 年 1 月以 9.6 亿加元完成对新锂公司 100% 股权的收购。	58.51%

数据来源：公司公告，Wind，公司官网，东吴证券研究所

### 3.6. 矿山生产安全性

从黄金公司矿山生产安全性角度来看，赤峰黄金、山东黄金安全性最高，紫金矿业、西部黄金安全性较低。2008 年以来，赤峰黄金旗下黄金矿山未发生过安全事故，公司矿山生产和经营从未受到过矿山停产影响，在黄金公司中安全性表现优异。山东黄金、银泰黄金和赤峰黄金仅停产过一次，安全性相对较高。湖南黄金、中国黄金国际和招金矿业停产过两次，停产时间在 13 日到 29 日期间，安全性位于中等水平。而西部黄金和紫金矿业发生安全事故频率较高，西部黄金 16 年至今共发生了 9 次安全事故共造成 7 人死亡，且历史停产时间较长，对公司的正常运行造成的影响较大。紫金矿业自 2009 年至今共发生 5 起安全事故，共造成 3 人死亡，6 人失联及设备财产损失。因此赤峰黄金和西部黄金是黄金公司中安全性较低的公司，因安全事故停产从而影响公司业绩兑现的风险较高。

表10: 黄金公司矿山安全事故情况

公司	时间	地点	事件	停产时间	矿山	与公司关系
紫金矿业	2009/11/1	秘鲁白河铜业勘探营地	不明武装袭击, 3人死亡	无影响	白河铜业公司	公司参股铜冠公司 45% 股权, 铜冠公司持有蒙特瑞科 79.9% 股权, 白河铜业为蒙特瑞科全资子公司
	2010/9/21	银岩锡矿高旗岭尾矿	台风极端天气影响漫坝决口, 造成人员伤亡财产损失	未说明	信宜紫金	控股子公司
	2018/2/26	布亚新几内亚南高地省波格拉金矿	地震造成发电设备受损	未说明	波格拉金矿	与巴理克黄金公司合资持有波格拉金矿
	2022/4/15	内蒙古乌拉特后旗三贵口锌(铅)矿	无证越界开采	未说明	乌后紫金	控股子公司
	2023/5/14	巨龙铜多金属矿露天采场	吊笼坠落, 6人失联	未说明	兴万祥	公司控股子公司巨龙铜业外协单位
山东黄金	2010/8/6	罗山金矿	其他山东省矿业集团发生重大伤亡事故, 不属于山东黄金, 当地政府要求停产自查	未说明	非公司所属矿山	
中金黄金	2012/8/11	嵩县城关镇陶村--河南金源公司矿区四号洞顶	连续降雨, 洞顶发生大面积塌陷, 1人死亡, 6人重伤, 30人受伤	未说明	河南金源公司矿区	公司控股子公司
银泰黄金	2008/5/12	四川德阳市	汶川地震, 未存在人员伤亡与重大财产损失, 但生产经营无法正常进行	未说明	广汉星荣水泥有限公司	公司全资子公司
西部黄金	2016/7/27	哈图金矿项目	在掘进中发生平巷顶部冒落事故, 导致一人死亡	未说明	西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司	全资子公司
	2016/11/22	塔城地区齐 I 矿区千米井+725 中段 C15270812 采场	齐 I 矿区千米井+725 中段 C15270812 采场发生冒顶事故, 导致 1 人死亡	未说明	西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司	全资子公司
	2017/4/30	千米井矿区 675 中段 C16271417 采场	千米井矿区 675 中段 C16271417 采场发生一起顶板冒落事故, 导致 1 人死亡	十五日	西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司	全资子公司
	2017/8/5	新疆罗布泊野骆驼国家级自然保护区哈密辖区	哈密公司阿拉塔格铁矿在新疆罗布泊野骆驼国家级自然保护区哈密辖区内, 现已按照要求停产	该矿停产	西部黄金哈密金矿有限责任公司	全资子公司
	2017/10/12	西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司	安全事故, 一名职工死亡	未说明	西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司	全资子公司
	2017/11/18	西部黄金伊犁有限责任公司	安全事故, 一名职工死亡, 公司停产	四个月	西部黄金伊犁有限责任公司	全资子公司
	2018/8/1	哈密公司金窝子矿区	哈密公司金窝子矿区 2018 年 8 月 1 日发生一起坍塌事故, 造成 1 人死亡	未说明	西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司	全资子公司
	2022/12/24	西部黄金伊犁有限责任公司	井下坍塌事故, 事故发生时共有 40 人在井下作业, 22 人安全升井, 井下 18 人被困	未说明	西部黄金伊犁有限责任公司	全资子公司

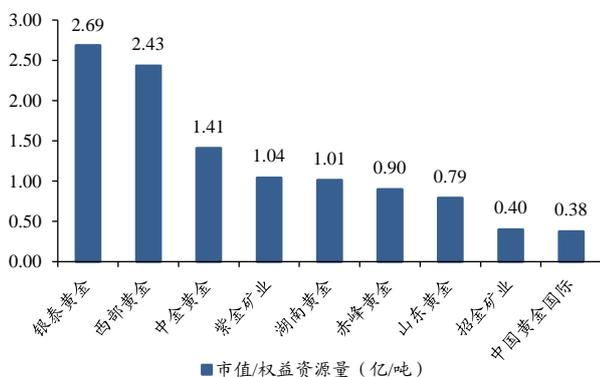
	2023/6/26	新疆聚鼎建设工程有限公司驻阿克陶县百源丰矿业项目部在百源丰新疆阿克陶县奥尔托喀纳什三区锰+3605-24线东探矿巷	冒顶事故，致使一人死亡	未说明	阿克陶百源丰矿业有限公司	全资子公司
湖南黄金	2022/12/20	新龙矿业	井下采掘工程承包方浙江宝树一名员工在天井拆除风水管过程中发生意外死亡。	13日	新龙矿业	全资子公司
	2021/7/14	安化渣滓溪	井下采掘工程承包方鑫诚矿业一名员工在井下作业时发生安全事故死亡。	29日	安化渣滓溪	全资子公司
招金矿业	2010/8/7	罗山金矿	其他山东省矿业集团发生重大伤亡事故，不属于山东黄金，当地政府要求停产自查	17日	非公司所属矿山	
	2011/7/11	正东矿业	其他山东省矿业集团发生事故，不属于招金矿业，当地政府要求停产自查		非公司所属矿山	
中国黄金国际	2013/3/29	中国西藏自治区拉萨市墨竹工卡县扎西岗乡斯布村普朗沟泽日山	甲玛探矿区发生山体滑坡，83人被困	未说明	甲玛探矿区	所属子公司
	2023/3/27	甲玛矿果郎沟尾矿库	坝体轻微受损导致的尾砂外溢，未造成污染，未对员工社区安全造成影响	未说明	甲玛矿	所属子公司

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

### 3.7. 估值与业绩弹性

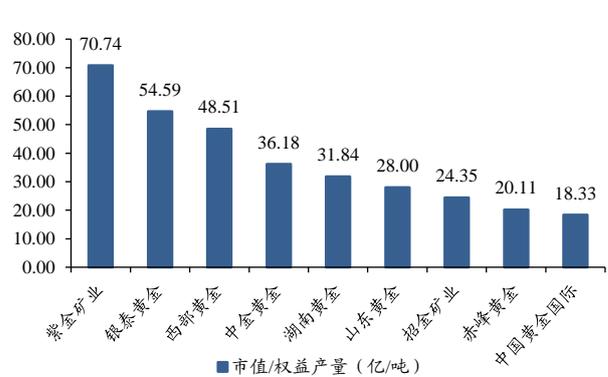
根据各公司公告，按2023年7月21日股价计算，上市黄金公司中，权益资源量和权益产量居前的公司为紫金矿业和山东黄金、招金矿业；不过从市值/权益产量的角度看，估值较低的标的为中国黄金国际、赤峰黄金和招金矿业。从PE(TTM)估值的角度看，估值较低的公司为中国黄金国际、紫金矿业和银泰黄金；从PB估值的角度看，估值较低的公司为中金黄金、湖南黄金和西部黄金。

图29: 黄金公司市值/权益资源量对比 (亿吨)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30: 黄金公司市值/权益产量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表11: 黄金公司资源量产量及吨市值对比

公司	资源储量及产量情况								
	紫金矿业	山东黄金	中金黄金	银泰黄金	赤峰黄金	西部黄金	湖南黄金	招金矿业	中国黄金国际
市值	3248.25	1041.63	539.51	368.75	246.09	128.55	146.77	375.44	124.14
权益资源量(吨)	3117.39	1318.60	382.85	137.29	273.49	52.88	144.90	944.76	330.62
权益产量(2022, 吨)	45.92	37.20	14.91	6.75	12.24	2.65	4.61	15.42	6.77
市值/权益资源量	1.04	0.79	1.41	2.69	0.90	2.43	1.01	0.40	0.38
市值/权益产量	70.74	28.00	36.18	54.59	20.11	48.51	31.84	24.35	18.33
PE(TTM)	17.04	82.79	24.33	28.51	69.86	76.41	32.60	78.94	6.89
PB	3.64	4.96	2.15	3.39	4.73	2.77	2.52		

数据来源: 各公司公告, wind, 东吴证券研究所

根据各公司情况, 我们分别测算了不同金价预期下 2023 年黄金公司的业绩弹性, 计算得出业绩弹性较大的公司为招金矿业、山东黄金和赤峰黄金; 2024 年业绩弹性较大的为招金矿业、山东黄金、西部黄金和赤峰黄金。

表12: 2023 年主要黄金公司业绩弹性测算

		2023 年业绩弹性									
		紫金矿业	山东黄金	中金黄金	银泰黄金	赤峰黄金	湖南黄金	西部黄金	招金矿业	中国黄金国际	
市值	美元/盎司 元/克	3248.3	1041.6	539.5	368.7	246.1	146.8	117.4	375.4	124.1	
不同金价下归母净利润测算(亿元, 2023E)	1950	420	244.5	18.3	22.3	16.0	8.8	6.0	1.9	4.8	16.9
	2043	440	254.6	24.4	24.7	17.6	11.0	6.9	2.2	6.8	18.0
	2135	460	264.7	30.4	27.2	19.2	13.1	7.8	2.4	8.8	19.1
	2228	480	274.7	36.4	29.7	20.8	15.3	8.7	2.6	10.9	20.1
	2321	500	284.8	42.4	32.2	22.4	17.4	9.6	2.9	12.9	21.2
不同金价假设下 PE(2023E)	1950	420	13.3	56.8	24.2	23.0	27.9	24.4	61.1	78.3	7.3
	2043	440	12.8	42.8	21.8	20.9	22.4	21.2	54.3	55.0	6.9
	2135	460	12.3	34.3	19.8	19.2	18.8	18.8	48.9	42.4	6.5
	2228	480	11.8	28.6	18.2	17.7	16.1	16.8	44.4	34.5	6.2
	2321	500	11.4	24.5	16.8	16.5	14.1	15.3	40.7	29.1	5.8
弹性测算			-14%	-57%	-31%	-28%	-49%	-37%	-28%	-63%	-20%

数据来源: 各公司公告, wind, 东吴证券研究所

表13: 2024年主要黄金公司业绩弹性测算

			2024年业绩弹性								中国黄金国际
			紫金矿业	山东黄金	中金黄金	银泰黄金	赤峰黄金	湖南黄金	西部黄金	招金矿业	
市值	美元/盎司	元/克	2725.3	987.1	497.3	339.9	264.2	159.6	117.4	357.1	129.5
不同金价	1950	420	317.8	22.9	24.0	18.7	10.4	7.6	4.0	4.7	22.6
下归母净	2043	440	328.5	29.5	26.5	20.4	13.2	8.4	4.5	6.7	23.7
利润测算	2135	460	339.2	36.1	29.0	22.2	16.1	9.3	5.0	8.7	24.7
(亿元,	2228	480	349.9	42.7	31.5	23.9	18.9	10.1	5.5	10.7	25.8
2023E)	2321	500	360.6	49.3	33.9	25.6	21.8	10.9	6.0	12.8	26.9
不同金价	1950	420	10.2	45.4	22.5	19.7	23.8	19.3	29.3	80.6	5.5
假设下 PE	2043	440	9.9	35.3	20.4	18.0	18.6	17.4	26.1	56.2	5.2
(2024E)	2135	460	9.6	28.8	18.6	16.6	15.3	15.8	23.5	43.1	5.0
	2228	480	9.3	24.4	17.2	15.4	13.0	14.5	21.3	35.0	4.8
	2321	500	9.0	21.1	15.9	14.4	11.3	13.4	19.6	29.4	4.6
弹性测算			-12%	-54%	-29%	-27%	-52%	-30%	-33%	-64%	-16%

数据来源: 各公司公告, wind, 东吴证券研究所

综上所述, 从市值/黄金权益产量角度, 估值较低的公司包括中国黄金国际、赤峰黄金和招金矿业; 从业绩弹性角度看, 山东黄金、赤峰黄金、西部黄金和招金矿业具有较高的盈利弹性。

表14: 黄金行业公司估值表

代码	简称	2023/7/21	总股本	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	PB
		收盘价	亿股	EPS				P/E				LF
601899.SH	紫金矿业	10.80	263.27	0.76	0.95	1.14	1.38	14	11	9	8	3.0
600547.SH	山东黄金	24.86	44.73	0.20	0.51	0.67	0.85	124	48	37	29	4.8
600489.SH	中金黄金	10.43	48.47	0.44	0.60	0.69	0.74	24	17	15	14	1.9
000975.SZ	银泰黄金	12.18	27.77	0.41	0.59	0.73	0.86	30	21	17	14	3.2
600988.SH	赤峰黄金	15.93	16.64	0.27	0.62	0.90	0.89	59	26	18	18	5.1
601069.SH	西部黄金	12.72	9.23	0.22	0.15	0.29	0.30	59	88	44	42	2.5
002155.SZ	湖南黄金	13.36	12.02	0.36	0.64	0.82	0.99	37	21	16	13	2.7
1818.HK	招金矿业	10.92	32.70	0.07	0.28	0.39	0.56	156	38	28	19	1.9
2099.HK	中国黄金国际	32.00	3.96	0.56	1.95	5.60	5.82	57	16	6	5	0.9
行业平均								62	32	21	18	3

数据来源: 各公司公告, wind, 东吴证券研究所

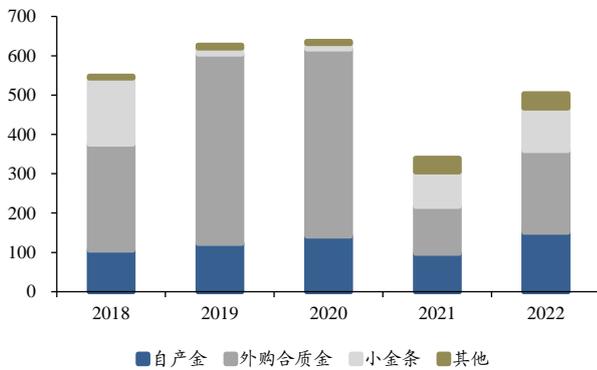
## 4. 附录

### 4.1. 山东黄金

**老牌黄金龙头, 高度聚焦黄金主业。**山东黄金的业务集黄金勘探、设计、研发、采矿、选矿、冶炼、黄金产品深加工和销售、矿山装备制造于一体, 拥有完整产业链条, 主要产品包括标准金锭、投资金条和银锭等。黄金业务作为公司的核心业务, 在营收和

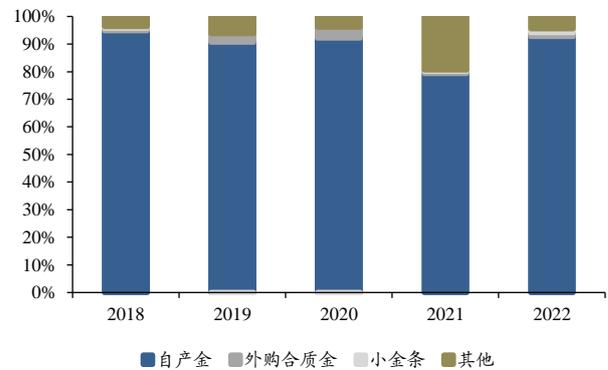
毛利中占据绝对优势地位。18年以来，随着公司黄金矿产资源的不断开发，自产金业务营收整体走高；毛利方面，除21年外，自产金业务对毛利的贡献均超90%。

图31: 山东黄金分产品营业收入(亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

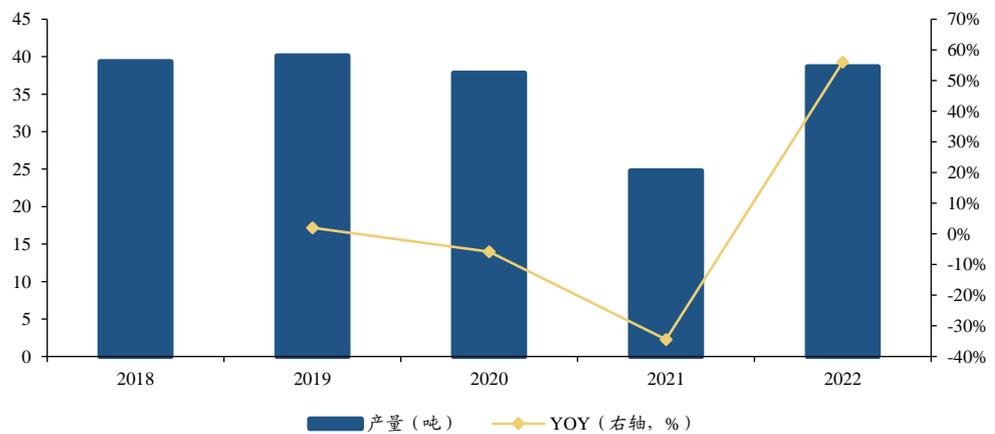
图32: 山东黄金分产品毛利构成(%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

**外延内拓强化资源优势, 金矿产量逐年攀升。**上市以来, 公司不断通过现金和股份收购等方式向外省乃至海外延伸收购优质金矿资源, 截至2022年底, 公司已拥有境内矿山14座、海外矿山2座, 实现黄金权益资源量1318.6吨, 同比增长3%; 实现产量38.67吨, 同比增长56%。未来, 公司将持续推进收购银泰黄金20.93%股份, 加快焦家金矿和新城金矿资源整合, 有序推动玲珑矿区复产, 进一步巩固公司的黄金资源优势。

图33: 山东黄金2018-2022年黄金产量及增速(吨, %)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

**风险提示:**

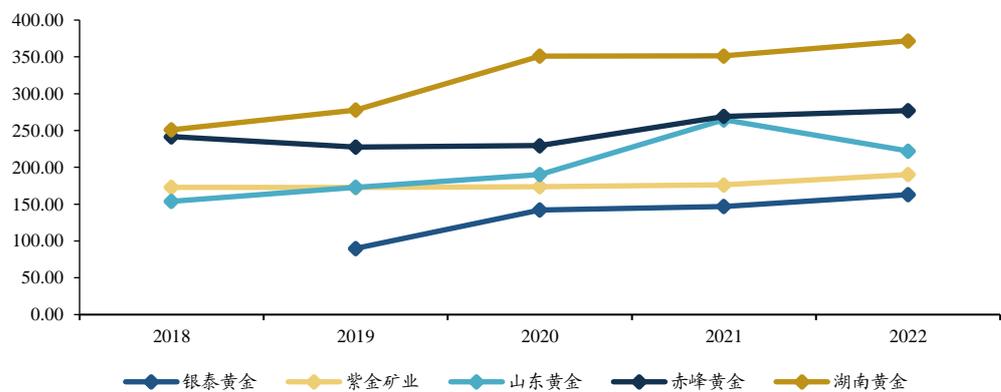
- 1、海外项目投资及运营风险。已并购项目可能因当地政策的不确定性给公司正常生产经营带来风险。
- 2、矿山生产经营不确定性的风险。若矿山运营因天气、环保或罢工等因素受到干

扰，公司黄金产量不及预期，利润将受到明显影响。

## 4.2. 银泰黄金

**金矿资源品位高，成本优势突出。**银泰黄金坚持“以贵金属为主，优质有色金属并举”的发展战略，其中黄金业务是主要的利润来源，2022年毛利占比达81%。资源方面，公司拥有5个矿山子公司，黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦及华盛金矿（停产待恢复）为主要产金矿，截至2022年底公司合计金金属量为173.9吨，金产量7.06吨。公司旗下贵金属矿山均为大型且品位较高的矿山，其中黑河银泰东安金矿是国内品位较高、最易选冶的金矿之一，这使得公司具备开采成本低的突出优势，盈利能力较为稳定。

图34：银泰黄金克金成本明显低于同业公司（元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**被山东黄金高溢价收购，有望形成协同发展优势。**2023年1月19日，公司实控人沈国军先生、控股股东中国银泰投资有限公司与山东黄金签署《股份转让协议之补充协议》，山东黄金拟以127.6亿元收购银泰黄金20.93%股权，每股转让价格约为21.96元/股，溢价率约为91%（1月19日收盘价11.49元/股）。山东黄金与银泰黄金业务存在上下游协同性，并且后续有望获得资产注入，促进公司发展。

### 风险提示：

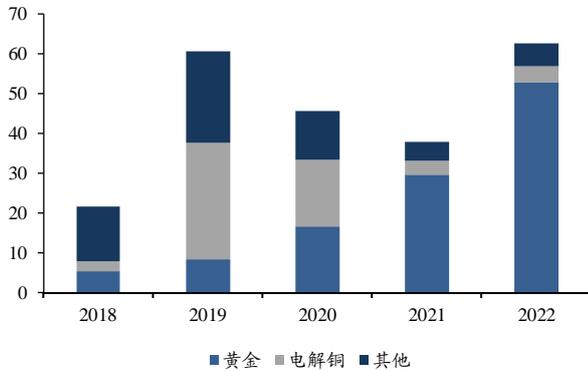
- 1、项目进度不及预期风险。若公司旗下矿山扩产证照办理进度不及预计将对公司业绩产生不利影响。
- 2、美联储加息力度超预期。若美联储加息力度超预期，实际利率上行将压制持有黄金意愿，进而使黄金需求下降。

## 4.3. 赤峰黄金

**转变业务发展重心，确立黄金主业。**2020年以来，赤峰黄金从“采选+回收双轮驱动”

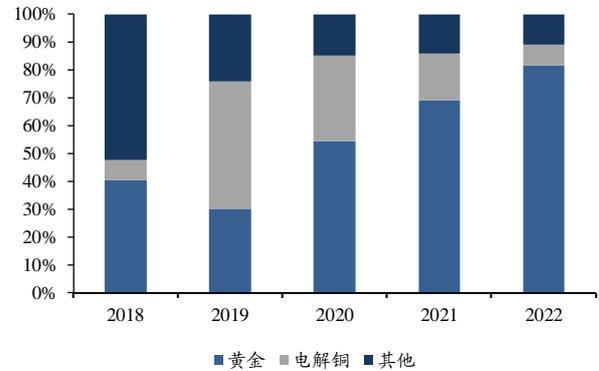
逐步向“以金为主”战略转型，剥离子公司雄风环保、广源科技等非矿资产，黄金业务专注度快速提升。截至 2022 年底，黄金业务营收占比达 85%，毛利占比达 81%，成为公司业务的绝对重心。

图35: 赤峰黄金分产品营业收入 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图36: 赤峰黄金分产品毛利构成 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

**不断外延并购, 扩充矿产资源。**确立“以金为主”发展战略后, 公司在全球加速矿产资源布局, 截至 2022 年底, 公司海外资产占总资产的 77.68%, 拥有黄金资源量 424.36 吨, 权益黄金资源量 273.49 吨。同时, 随着黄金矿产资源的逐步开发, 公司矿产金产量也逐年攀升, 2022 年实现产量 13.57 吨, 同比增长 67.6%。

表15: 赤峰黄金并购事件

时间	交易标的	金额	备注	进展
2023 年 1 月 7 日	铁托矿业 2.33% 股权	5072.04 万元		已完成
2022 年 12 月 31 日	新恒河矿业 51% 股权	6120.00 万元	间接持有锦泰矿业采矿权、探矿权	董事会预案
2022 年 2 月 7 日	金星资源 62% 股权	29100.00 万美元	瓦萨金矿权益	已完成
2019 年 11 月 14 日	瀚丰矿业 100% 股权	51000.00 万元	拥有天宝山铅锌矿立山-新兴坑、天宝山东风采矿权和探矿权	已完成
2018 年 12 月 1 日	MMG Laos 100% 股权	177941.50 万元	间接持有 Sepon 铜金矿 90% 的权益	已完成

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图37: 赤峰黄金矿产金产量 (吨, %)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

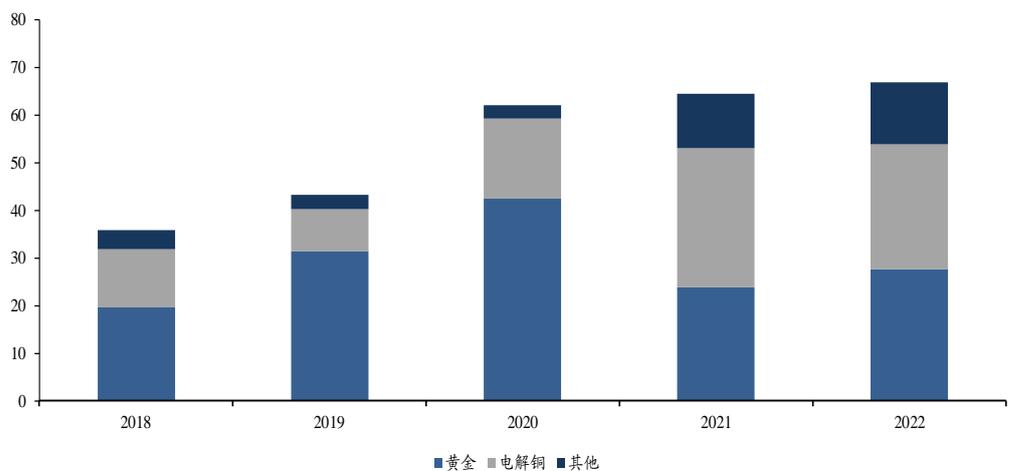
**风险提示:**

- 1、金价大幅波动的风险。若金价大幅波动, 将影响黄金公司盈利情况。
- 2、项目建设不及预期。项目建设不及预计将对公司业绩产生不利影响。

**4.4. 中金黄金**

**金、铜业务并举, 业绩创历史新高。**中金黄金是国内最早上市的黄金企业, 主要负责黄金、有色金属的矿山开采和加工等业务, 核心产品为黄金, 其他产品主要包括铜、钼、白银和硫酸等。业务方面, 金、铜两大业务板块为公司贡献主要营收和利润。2022年公司实现营收 571.51 亿元, 同比+1.87%, 归母净利润 21.17 亿元, 同比+24.70%, 创历史新高。

图38: 中金黄金分产品毛利润 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司持续勘探增储, 未来有望集团资产注入。2022 年公司通过探矿增储新增金金属

量 30.7 吨，截至 2022 年底保有资源储量金金属量 507.3 吨，预计 2023 年继续新增金金属储量 27.9 吨。产量方面，2022 年公司实现矿产金 19.93 吨，保持相对稳定。2023 年 5 月 31 日，公司控股股东中国黄金集团将莱州中金 100% 股权及对应债权注入到公司中，未来剩余优质资产注入值得期待。莱州中金矿业持有的纱岭金矿黄金资源储量超 300 吨，目前已处于基建期，预计建成后年黄金产量可达 10 吨，有望进一步提高公司矿产金产量。

#### 风险提示：

- 1、扩产进展不及预期
- 2、美联储加息力度超预期。
- 3、黄金、铜等商品价格下跌风险。

#### 4.5. 湖南黄金

以金为支柱、锑为特色，实现多元化布局。湖南黄金主要从事黄金及锑、钨等有色金属矿山的开采、选矿，金、锑、钨等有色金属的冶炼及加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等。截至 2022 年底，公司保有资源储量金金属量 144.9 吨，黄金产量 48.06 吨，其中自产金 4.61 吨。未来，公司预计在 2023 年实现 47.03 吨黄金产量，实现销售收入 210 亿元。

图39：湖南黄金矿产金产量（吨，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

#### 风险提示：

- 1、项目扩产进度不及预期。
- 2、矿山生产经营不确定性的风险。若矿山运营因天气、环保或罢工等因素受到干扰，公司黄金产量不及预期，利润将受到明显影响。

#### 4.6. 紫金矿业

**资源型矿业龙头，加速全球化扩张。**公司作为大型跨国矿业龙头企业，在全球范围内从事铜、金、锌、锂等金属矿产资源勘查、开发及矿业工程研究、设计及应用。目前，公司已在国内 15 个省（区）以及海外 15 个国家投资矿产项目，其中境内包括福建紫金山铜金矿、贵州水银洞金矿等，海外包括塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿、吉尔吉斯斯坦左岸金矿等。

表16：近年来紫金矿业集团股份并购事项

时间	交易标的	项目	进展
2023年3月11日	仙乐都矿业 19.9%股份及下属辉腾金属 50%股份	蒙古哈马戈泰铜金矿 45.9%权益	已完成
2022年10月22日	金沙钼业 84%股权	沙坪沟钼矿探矿权	董事会预案
2022年7月15日	伟福矿业 100%股权	新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿 70%权益	董事会预案
2022年5月31日	龙净环保 15.02%股权	-	已完成
2022年4月30日	金石矿业 100%股权	西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿项目 70%权益	董事会预案
2022年2月23日	嘉友国际 14.21%股权	-	已完成
2021年10月11日	新锂公司 100%股权	拓展与新能源相关战略性矿种	进行中
2020年8月26日	圭亚那金田 100%股权	Aurora 金矿	已完成
2020年7月9日	巨龙铜业 50.1%股份	铜矿资源	已完成
2020年3月6日	大陆黄金 100%股权	黄金资源	已完成
2019年10月9日	加拿大艾芬豪矿业 4.08%股权	铜、铅锌、铂等资源	签署转让协议
2019年3月14日	Nevsun 100%股权	-	已完成
2018年12月20日	RTB BOR 集团 63%股权	-	已完成

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表17：2022年以来紫金矿业重点并购金矿

项目名称	资源量	在产/建设	收购收益	新增权益资源量
萨瓦亚尔顿金矿	金 60 吨	建设	70%	金 42 吨（不含低品位资源）
海域金矿	金 562 吨	建设	44%（含招金矿业 20%权益）	金 76 吨
招金矿业	金 380 吨	在产	20%	金 247 吨
苏里南罗斯贝尔金矿	金 271 吨	在产	95%	金 206 吨
蒙古哈马戈泰铜金矿	铜约 293 万吨 金约 242 吨	勘探	45.7%	铜约 134 万吨 金约 111 吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**黄金矿产资源量丰富，高产量贡献重要业绩。**资源方面，公司在全球范围内拥有丰富的金矿资源，截至 2022 年底黄金权益资源量达 3117 吨，权益储量达 1191 吨，占中国黄金储量的 40%。产量方面，公司是中国第 1 大、世界第 9 大矿产金生产企业，2022 年矿产金 56.4 吨（同比+18.76%），相当于国内总量的 19%。2022 年黄金业务合计为公

司贡献约 38.4%的营收和 24.6%的毛利。

表18: 截至 2022 年底紫金矿业主要黄金矿山或企业

名称	持有权益	矿产金 (千克)	权益产金 (千克)
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	7,679	5,320
塔吉克斯坦泽拉夫尚	70%	6,456	4,519
陇南紫金	84.22%	5,525	4,653
澳大利亚诺顿金田	100%	5,501	5,501
塞尔维亚紫金矿业	100%	4,730	4,730
吉尔吉斯斯坦奥同克	60%	3,831	2,299
贵州紫金	56%	2,773	1,553
圭亚那奥罗拉	100%	2,725	2,725
洛阳坤宇	70%	2,696	1,887
黑龙江多宝山	100%	2,609	2,609
塞尔维亚紫金铜业	63%	2,560	1,613
吉林浑春紫金	100%	2,219	2,219
山西紫金	100%	2,062	2,062
其他矿山合计		4,995	4,225
总计		56,360	45,915

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 风险提示:

- 1、海外政策变动风险。
- 2、金价大幅波动的风险。若金价大幅波动, 将影响黄金公司盈利情况

#### 4.7. 西部黄金

**黄金+锰矿双轮驱动, 未来资产注入可期。**西部黄金 21 年以前高度聚焦黄金业务, 营收占比接近 90%, 22 年收购控股股东新疆有色以及自然人杨生荣旗下的科邦锰业、百源丰和蒙新天霸三家公司 100%股权, 进军锰矿业务, 构建起了“黄金+锰业”双主业发展模式, 截至 2022 年底, 公司拥有黄金储量 29.23 吨、锰矿储量 1208.76 万吨。2021 年底, 公司控股股东新疆有色收购新疆美盛 100%股权, 探明新源县卡特巴阿苏特大型金矿黄金资源储量 52 吨, 远景资源量超百吨, 为新疆特大型单体金矿, 后续有望注入西部黄金。

表19: 截至 2022 年末西部黄金自有矿山基本情况

矿山名称	主要品种	储量 (吨)	品位 (金: 克/吨; 锰: %)	年产量 (吨)	资源剩余可开采年限
伊犁公司	金	13.59	2.88	1.16	10.56
哈图金矿	金	10.40	4.12	1.29	6
哈密金矿	金	5.24	4.36	0.20	13.6
百源丰	锰	6127600	36.24	538000	9

蒙新天霸 锰	5960000	25.52	0	19.8
--------	---------	-------	---	------

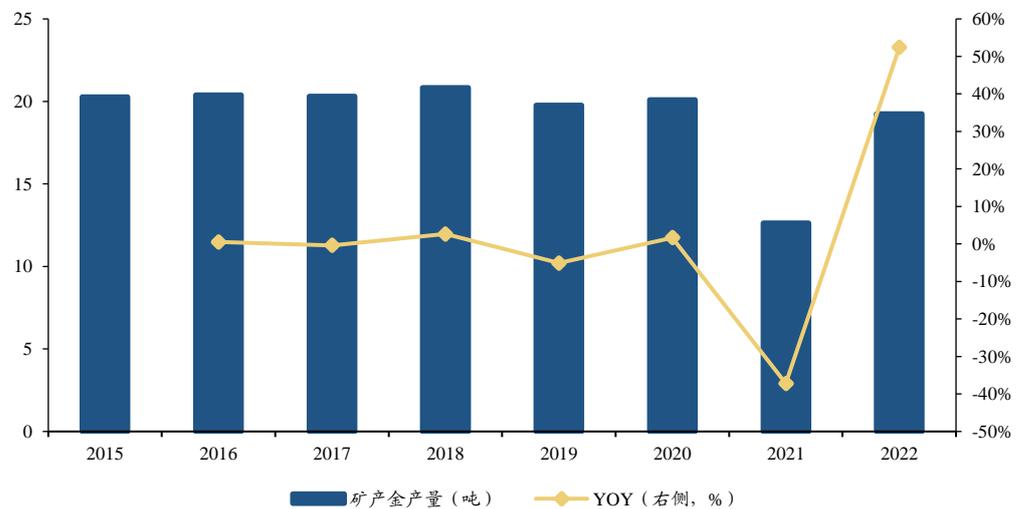
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**风险提示：**

- 1、矿山生产经营不确定性的风险。若矿山运营因天气、环保或罢工等因素受到干扰，公司黄金产量不及预期，利润将受到明显影响。
- 2、金价大幅波动的风险。若金价大幅波动，将影响黄金公司盈利情况。

**4.8. 招金矿业**

**坐拥最大单体金矿，矿产资源禀赋优异。**招金矿业专注于开发黄金产业，拥有勘探、开采、选矿及冶炼营运等完整产业链。资源量方面，截至 2022 年底，公司金金属资源量 1190.81 吨，黄金权益资源量 954.14 吨，位居全国第三。储量方面，2022 年公司可采储量 482.13 吨，权益储量 396.46 吨，为公司未来矿产金产量提升奠定坚实基础。目前，公司旗下的国内最大单体金矿海域金矿已取得采矿许可证，其矿产资源量达 562.37 吨，平均品位高达 4.20 克/吨，兼具高储量和低成本双重优势。预计项目达产后，将年产黄金 14.45 吨以上，带动招金矿业黄金产量大幅提升。

**图40：招金矿业矿产金产量（吨，%）**

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

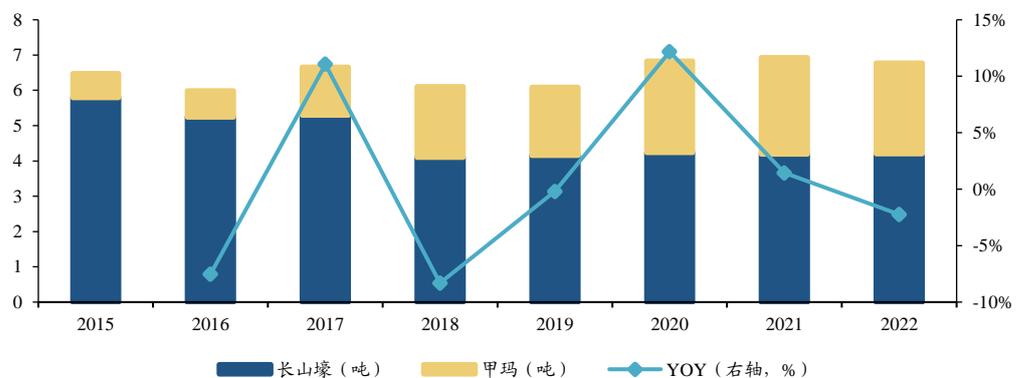
**风险提示：**

- 1、公司产能释放不及预期。
- 2、金价大幅波动的风险。若金价大幅波动，将影响黄金公司盈利情况

#### 4.9. 中国黄金国际

背靠中金黄金集团，金矿资源稳定开发。中国黄金国际是中国黄金集团所属唯一海外旗舰，主营铜、金生产，拥有内蒙古长山壕金矿及西藏甲玛矿两座大型矿山，矿产资源丰富，产量较为稳定。截至 2022 年底，公司拥有金金属资源量 315.79 吨，2022 年长山壕和甲玛分别实现产量 4.20 吨和 2.57 吨。未来，公司矿产金产能将有望释放，并且根据母集团的非竞争承诺，海外资产将优先注入中国黄金国际。

图41：中国黄金国际矿产金产量（吨，%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

#### 风险提示：

- 1、矿山生产经营不确定性的风险。若矿山运营因天气、环保或罢工等因素受到干扰，公司黄金产量不及预期，利润将受到明显影响。
- 2、金价大幅波动的风险。若金价大幅波动，将影响黄金公司盈利情况

#### 5. 风险提示

- 1、金价大幅波动的风险。若金价大幅波动，将影响黄金公司盈利情况。
- 2、矿山生产经营不确定性的风险。若矿山运营因天气、环保或罢工等因素受到干扰，公司黄金产量不及预期，利润将受到明显影响。
- 3、美联储加息力度超预期。若美联储加息力度超预期，实际利率上行将压制持有黄金意愿，进而使黄金需求下降。

## 西部黄金 (601069)

### 产量具备高成长弹性，有望迎来量价齐升

买入 (首次)

2023年07月23日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晶晶

执业证书: S0600523020001

010-66573538

guojingjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,408	4,371	6,452	8,103
同比	-20%	-1%	48%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	176	256	946	1,353
同比	-52%	45%	269%	43%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.19	0.28	1.03	1.47
P/E (现价&最新股本摊薄)	68.25	46.96	12.71	8.89

关键词: #比同类公司便宜

#### 投资要点

- **黄金板块迎来阶段性投资机会。**我们认为美国在7月26号最后一次加息后，已基本完成抑制通胀的目的，利空得到充分释放，未来的3-4个月内黄金无重大利空冲击，预计8-9月黄金行业迎来主题投资机会。
- **黄金主业高度聚焦，布局锰矿实现双轮驱动。**21年以前公司黄金业务营收占比均接近90%，22年收购控股股东新疆有色以及自然人杨生荣旗下的科邦锰业、百源丰和蒙新天霸三家公司100%股权，构建起了“黄金+锰业”双主业发展模式。截至目前，公司在国内已经拥有3座金矿山（伊犁公司、哈图金矿、哈密金矿）和2座锰矿山（百源丰、蒙新天霸）。
- **公司矿产金产量未来三年将有确定性大幅增长。**近年来由于矿难造成金矿停产，公司黄金产量从2019年的4吨左右水平降低至2023年的预计1.2吨。但公司金矿复产预期明确，哈图金矿已于23年3月复产，预计哈密金矿于23年9月恢复生产。未来，预计公司黄金产量在2024年恢复生产至2.5吨，2025年恢复至3.5吨，未来增产空间广阔。
- **2024年新建产能有望注入，强化黄金产量弹性。**公司控股股东新疆有色集团旗下新疆美盛正建设金矿山项目，预计于2024年一季度末到二季度初投产。据估计，新疆美盛金矿项目克金成本为220元左右，盈利能力极强。根据公司公告，项目建成后集团将会把新疆美盛以建设成本价注入到上市公司。我们预计该项目2024和2025年将分别贡献黄金产量增量2吨和3.5吨。
- **锰矿采冶为公司贡献稳定收益，第二主业有望熨平业绩周期性波动。**根据《业绩承诺补偿协议》，科邦锰业、百源丰业绩承诺方承诺22年、23年、24年实现合计税后净利润分别不得低于3.31亿元、2.62亿元和3.08亿元，锰矿采冶业务将为公司贡献稳定利润，减弱金价周期性波动。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司2023-2025年营收分别为43.71/64.52/81.03亿元，归母净利润2.56/9.46/13.53亿元，对应PE分别为46.96/12.71/8.89倍，考虑到美联储加息终点将近，金价有望开启上涨周期，公司未来产量增长确定性极强，黄金业务预计量价齐升贡献业绩，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 美联储加息超预期；2) 金价大幅波动的风险；3) 矿山生产经营不确定性的风险。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	13.93
一年最低/最高价	11.11/16.16
市净率(倍)	2.74
流通 A 股市值(百万元)	9,366.03
总市值(百万元)	12,855.35

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.09
资产负债率(% ,LF)	27.22
总股本(百万股)	922.85
流通 A 股(百万股)	672.36

#### 相关研究

## 西部黄金三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,693</b>	<b>2,325</b>	<b>3,280</b>	<b>4,358</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,408</b>	<b>4,371</b>	<b>6,452</b>	<b>8,103</b>
货币资金及交易性金融资产	665	1,365	2,012	2,851	营业成本(含金融类)	3,649	3,738	4,798	5,778
经营性应收款项	514	428	575	676	税金及附加	104	110	112	115
存货	480	467	600	722	销售费用	3	1	3	4
合同资产	0	0	0	0	管理费用	254	197	400	592
其他流动资产	34	65	93	109	研发费用	19	22	32	41
<b>非流动资产</b>	<b>4,508</b>	<b>4,725</b>	<b>5,160</b>	<b>5,787</b>	财务费用	37	(8)	(17)	(33)
长期股权投资	35	35	35	35	加:其他收益	13	13	19	24
固定资产及使用权资产	1,937	2,102	2,437	2,903	投资净收益	20	22	32	41
在建工程	254	259	279	309	公允价值变动	(23)	0	0	0
无形资产	1,730	1,722	1,763	1,854	减值损失	(8)	(10)	(10)	(10)
商誉	159	199	239	279	资产处置收益	4	4	6	8
长期待摊费用	48	48	48	48	<b>营业利润</b>	<b>348</b>	<b>340</b>	<b>1,172</b>	<b>1,670</b>
其他非流动资产	345	359	359	359	营业外净收支	(54)	(28)	(18)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>6,201</b>	<b>7,050</b>	<b>8,440</b>	<b>10,146</b>	<b>利润总额</b>	<b>294</b>	<b>312</b>	<b>1,154</b>	<b>1,650</b>
<b>流动负债</b>	<b>863</b>	<b>1,445</b>	<b>1,889</b>	<b>2,241</b>	减:所得税	52	56	208	297
短期借款及一年内到期的非流动负债	169	680	880	980	<b>净利润</b>	<b>241</b>	<b>256</b>	<b>946</b>	<b>1,353</b>
经营性应付款项	270	280	373	465	减:少数股东损益	65	0	0	0
合同负债	4	4	6	8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>176</b>	<b>256</b>	<b>946</b>	<b>1,353</b>
其他流动负债	420	480	629	788	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.19	0.28	1.03	1.47
非流动负债	590	596	596	596	EBIT	392	305	1,137	1,617
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	763	538	1,501	2,050
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.23	14.48	25.64	28.69
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	4.00	5.86	14.67	16.70
其他非流动负债	590	596	596	596	收入增长率(%)	(20.38)	(0.84)	47.61	25.59
<b>负债合计</b>	<b>1,453</b>	<b>2,041</b>	<b>2,485</b>	<b>2,837</b>	归母净利润增长率(%)	(52.06)	45.35	269.47	43.03
归属母公司股东权益	4,748	5,009	5,955	7,308					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,748</b>	<b>5,009</b>	<b>5,955</b>	<b>7,308</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,201</b>	<b>7,050</b>	<b>8,440</b>	<b>10,146</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	357	643	1,234	1,753	每股净资产(元)	5.13	5.43	6.45	7.92
投资活动现金流	(202)	(475)	(809)	(1,051)	最新发行在外股份(百万股)	923	923	923	923
筹资活动现金流	(257)	531	222	137	ROIC(%)	6.93	4.71	14.88	17.54
现金净增加额	(103)	700	647	838	ROE-摊薄(%)	3.71	5.11	15.89	18.52
折旧和摊销	371	234	365	433	资产负债率(%)	23.42	28.95	29.44	27.97
资本开支	(275)	(470)	(822)	(1,082)	P/E (现价&最新股本摊薄)	68.25	46.96	12.71	8.89
营运资本变动	(285)	139	(94)	(48)	P/B (现价)	2.54	2.40	2.02	1.65

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）），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>