

贵金属大底已现，黄金暗黑已过黎明将至

2019年03月28日

看好/维持

有色金属 深度报告

投资摘要：

贵金属市场最糟糕的时刻已经过去：2018年的黄金白银在COMEX市场遭到了历史性的空头抛压，黄金COMEX空头市场持仓量达到800吨之高，（注：2015年初中国央行的黄金储备仅为1054吨），而同期白银CFTC净空头头寸总量创历史记录至2273吨。从该阶段持仓数据所对应的实际交割数量不难看出，黄金白银已经出现了明显的超卖迹象，而这无疑也是贵金属市场历史上抛压最重且价格下行预期最强的暗黑时刻。

贵金属市场在2018年四季度遭受强劲的抛压的核心三大原因：COMEX市场流动性的涌现所带来的投机性交易、美元指数同期的持续性走强、美10年债利率的持续攀升。

2019年的贵金属市场暗黑已过，黎明将至：金融环境对于贵金属运行重心的支撑作用开始强化。美元的下行压力正在加大、美债长端收益率的下行预期开始显现、贵金属市场再次出现集中性空头抛压的环境已不具备，1160或已成为黄金的阶段性大底。

黄金避险属性的再次出现将推动其价格强势上涨：即黄金的价格或会因以股市为代表的风险资产回落而出现上涨，这或是短周期内诱发黄金价格冲高的主要因素。

黄金的基本面开始出现显著强化：2018年全球央行黄金储备增加651.5吨，累计同比增速高达74%，创出自1971年以来全球央行一致性购金的最高纪录。48年前恰是布雷顿森林体系步入崩溃的阶段，近50年后，黄金又再度被全球央行一致性青睐，其对冲汇率风险的属性开始显现，即黄金的抗风险能力正在被全球央行的一致性购金行动所不断强化，这显然是黄金基本面变化的一个重大拐点。

金银比回归仅具有统计学意义，基本面差异意味着比价仍将维持高位：黄金和白银的基本面有本质化的差异，黄金表现为供应增速小于需求增速，而白银却为供应增速大于需求增速；黄金库存低于近10年的库存均值水平，而白银库存却是历史记录以来的最高；对冲基金对金银的兴趣度出现分化，黄金明显更受青睐。

结合2019年贵金属基本面及黄金价格走势的预判，我们依然看好年内黄金板块的表现。对于相关个股建议重点关注紫金矿业、山东黄金及黄金产量不断释放的鹏欣资源。

风险提示：美元汇率超预期走强，实际利率大幅攀升，黄金避险属性超预期弱化及相关企业的内生性风险。

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号：

S1480118100014

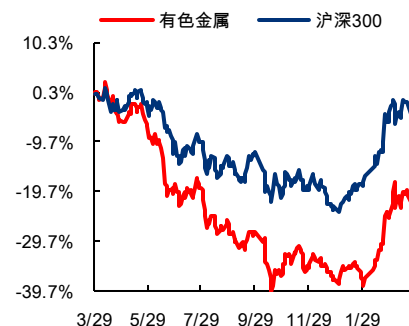
细分行业	评级	动态
铜板块	看好	上调
黄金板块	看好	上调
铝板块	看好	维持
铅锌板块	看好	维持

行业基本资料

占比%

股票家数	108	3.01%
重点公司家数	-	-
行业市值	14002.68 亿元	2.3%
流通市值	10992.19 亿元	2.49%
行业平均市盈率	34.89	/
市场平均市盈率	16.35	/

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《有色金属行业周报：基金属延续累库，贵金属ETF持仓增加，关注需求释放带来的板块轮动(190318-0322)》2019-03-18
- 2、《有色金属行业周报：关注需求复苏表现，依然看好铜板块的估值修复》2019-03-11
- 3、《有色金属行业报告：风险情绪回暖提振工业金属，伦铜软逼仓风险隐现》2019-03-04
- 4、《有色金属行业周报：铜锌累库明显，基本面对价格的指引仍将显著》2019-02-18

目 录

1. 贵金属市场最糟糕的时刻已经过去	3
1.1 为什么贵金属市场在 2018 年四季度会遭受如此强劲的抛压?	3
1.1.1 其一是 COMEX 市场流动性的涌现所带来的投机性交易	3
1.1.2 其二是美元指数同期的持续性走强	4
1.1.3 其三则是持续攀升的美 10 年债利率	4
1.2 在 2019 年的贵金属市场会否依然如此悲观?	5
1.2.1 美元的下行压力正在加大	5
1.2.2 美债长端收益率的下行预期开始显现	6
1.2.3 贵金属市场再次出现集中性空头抛压的环境已不具备	6
2. 黄金避险属性的再次出现将推动其价格强势上涨	6
2.1 黄金的基本面开始出现显著强化	7
3. 金银比回归仅具有统计学意义	8
3.1 黄金价格表现仍将强于白银（供需增速、库存及对冲基金配置）	9
4. 投资建议:	12

表格目录

表 1: 黄金供需平衡表（2017-2019E）	9
表 2: 白银供需平衡表（2017-2019E）	10

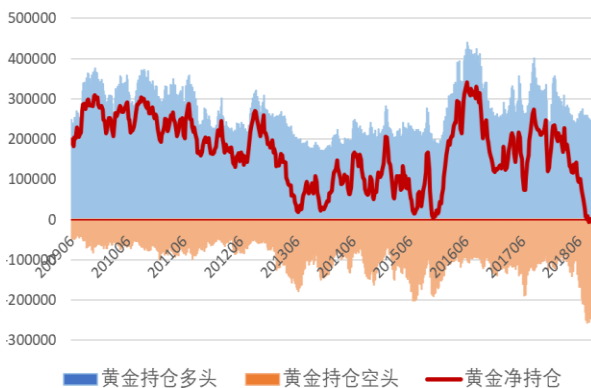
插图目录

图 1: 黄金 CFTC 持仓量变化（含非商业非报告头寸）	3
图 2: 白银 CFTC 持仓量变化（含非商业及非报告头寸）	3
图 3: 美元指数与 COMEX 黄金走势	4
图 4: 美十年债与 COMEX 黄金走势	5
图 5: VIX 与黄金价格的变化递导	7
图 6: S&P 500 与黄金 SPDR 的持仓递导	7
图 7: S&P 500 与黄金价格的变化递导	7
图 8: 黄金价格与黄金 SPDR 的持仓递导	7
图 9: 全球央行购金数据（1971-2018）	8
图 10: COMEX 金、银及金银比价走势（1978-2018）	8
图 11: COMEX 黄金白银库存变化	10
图 12: 黄金 SPDR 及 iShares 持仓量变化	11
图 13: 白银 SLV 持仓量变化	11

1. 贵金属市场最糟糕的时刻已经过去

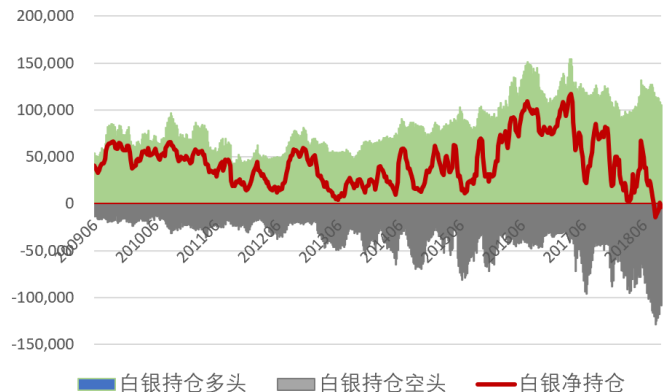
2018 年的黄金白银在 COMEX 市场遭到了历史性的空头抛压。在美元持续升值及美债利率不断攀高背景下,投机性空头的大幅涌入导致黄金与白银的 CFTC 基金持仓均出现了明显的净空状态。其中黄金 CFTC 呈现近 17 年来首次净空持仓(上次为 2001 年),而白银则出现了历史上第一次的净空持仓。至 2018 年 10 月初,黄金 COMEX 空头市场持仓量达到 800 吨之高(注:2015 年初中国央行的黄金储备仅为 1054 吨),短期疯狂涌入的投机资金打压金价急速出现 14.9% 的回撤且触及年内新低。而同期白银 CFTC 空头头寸亦出现积极涌入的迹象,其净空头头寸总量升至历史新高的 2273 吨(同期白银库存大幅增长加剧了市场的抛压与悲观情绪)。从该阶段持仓数据所对应的实际交割数量不难看出,黄金白银已经出现了明显的超卖迹象,而这无疑也是贵金属市场历史上抛压最重且价格下行预期最强的暗黑时刻。

图 1: 黄金 CFTC 持仓量变化(含非商业非报告头寸)



资料来源: Wind 东兴证券研究所

图 2: 白银 CFTC 持仓量变化(含非商业及非报告头寸)



资料来源: Wind 东兴证券研究所

1.1 为什么贵金属市场在 2018 年四季度会遭受如此强劲的抛压?

我们认为核心原因主要有三点:

1.1.1 其一是 COMEX 市场流动性的涌现所带来的投机性交易

倘若观察 2018 年前三季度全球贵金属市场的成交量可以发现,除 COMEX 市场贵金属成交量有显著放大外,其他主要贵金属交易所如上海期货交易所(SHFE)、新加坡交易所(SGX)及孟买交易所(MCX)的贵金属成交量均呈现不同程度的收敛,反映出 COMEX 市场的贵金属交易具有较强的资金投机性。带动 COMEX 市场贵金属成交量大幅攀升的原因又有两个,首先是机构投资者开始将贵金属交易由之前的 OTC 市场转至交易所(Comex 市场具有价格发现和高流动性功能);其次则是大量的算法交易开始通过

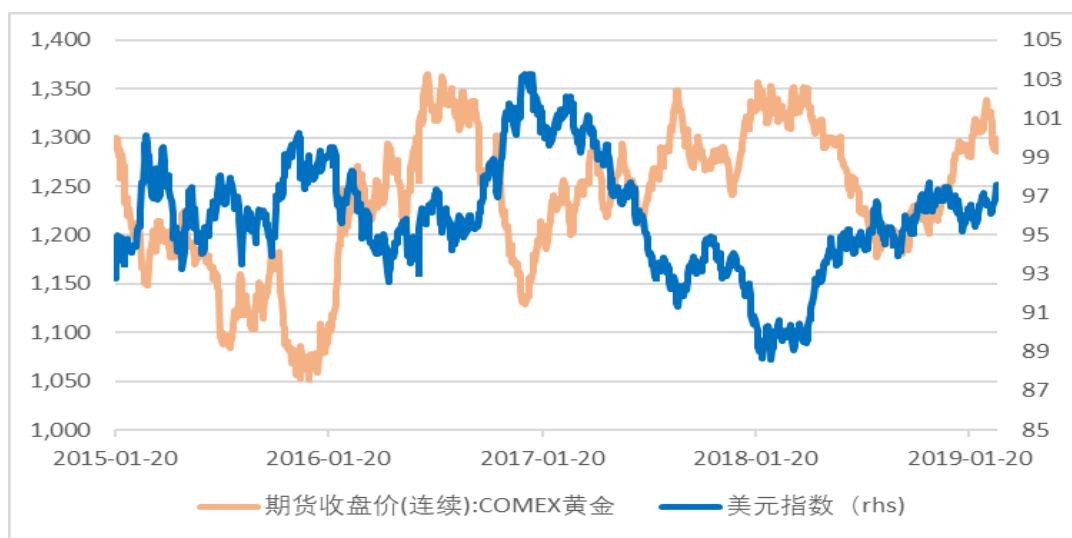
COMEX 平台进行，这是黄金白银成交量大增的主要原因，也是 CFTC 基金净持仓可以在短期内急剧转空的原因。

1.1.2 其二是美元指数同期的持续性走强

美元与黄金在历史上具有显著的负向关系，而从 2018 年至今这种负关联度开始加剧并在 2019 年得以延续。我们可以从盘面进行回溯，美元在 2018 年初的疲弱带动黄金创出 19 个月新高并升至 1366 美元，而后美元的急速反弹导致黄金遭到抛售并跌至年内新低 1160 美元，在此期间二者的价格相关性高达-0.86，显示了强势美元对黄金的压制作用十分显著。而从美元的角度观察，我们认为 2018 年造成强势美元的主要原因如下：

1. 新兴市场因贸易争端发酵遭到抛售，从而致使美元需求量增长；
2. 美国加息预期的持续性存在（美联储强势鹰派表态）；
3. 美国经济数据的持续转好及相对强劲；
4. 美元-欧元利差的扩大；
5. 欧元受制于意大利预算及脱欧等政治问题而疲弱，弱势欧元通常意味着强势美元。

图 3: 美元指数与 COMEX 黄金走势



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

1.1.3 其三则是持续攀升的美 10 年债利率

美国的 10 年期政府债券作为全球资金拆解成本的基准工具，与黄金价格具有实际的负向关系。即十年期美债成本的上涨意味着无风险利率的提升，也同时意味着持有黄金机会成本的攀升，这会对黄金市场的资金产生溢出效应。此外，美十债收益率的上

涨暗示融资成本的上升并会推高企业的债务违约率，这在全球流动性持续性偏紧的现状下无疑会增大市场的系统性风险，并将进一步加大资金对于流动性的诉求，从而加重各类资产的抛压（从历史情况观察，流动性趋紧时避险资产难以有效抵御风险，而现金类资产最受青睐）。2018 年的美十年债收益率突破了 3.2%（年内出现超过 80 个基点的大幅攀升），这是自 2011 年 7 月以来的收益率最高水平，持续上涨的资金成本对黄金这种具有拆解利率的资产形成明显压制，也加剧了市场投机性资金做空黄金的意愿。

图 4：美十年债与 COMEX 黄金走势



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

1.2 在 2019 年的贵金属市场会否依然如此悲观？

我们认为暗黑已过，黎明将至，金融环境对于贵金属运行重心的支撑作用开始强化。

1.2.1 美元的下行压力正在加大

首先是美元方面，强势美元能否持续或出现变数，我们认为美元的下行压力正在加大，主要基于以下几点：

1. 美联储的鹰鸽转换超市场预期，美联储年内不加息的预期引导与 2018 年美联储强鹰政策与持续性加息形成鲜明对比 — 支撑美元强势的核心因素开始动摇；
2. 美国经济数据出现扰动和波折，这和 2018 年美国一家独强形成鲜明对比 — 支撑美元避险属性的核心因素开始动摇；
3. 美国政府高达 22 万亿美元的债务问题或对美元的信用定价产生压制 — 支撑美元货币信用的核心因素开始显现利空。

4. 美联储与欧央行的货币政策将有差异转为正常，欧央行在 2019 年底将结束资产购买，这意味着两大央行的总资产购买差额将开始收敛，这意味着欧元或许会开始相对强势 —— 支撑美元被动型走强的核心因素开始弱化。

1.2.2 美债长端收益率的下行预期开始显现

其次是美债方面，美债收益率运行重心长期下降的预期正在发酵和夯实，主要基于：

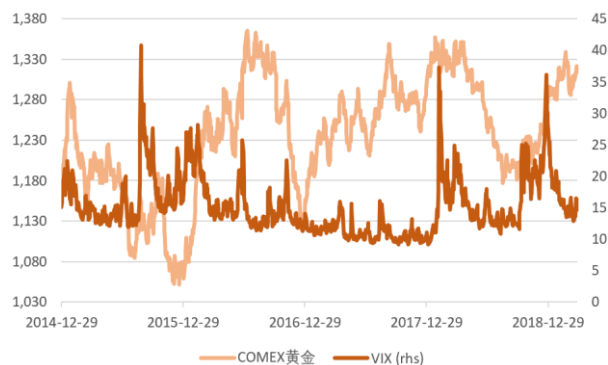
1. 美联储在 2019 年 5 月后开始逐渐结束缩表，至 9 月停止缩表。这与自 2017 年 10 月起的美联储持续强化缩表规模形成鲜明对比 —— 推动美债长端收益率上行的基础开始动摇；
2. 当前全球经济增长放缓预期较大且无明显通胀迹象，意味着长期国债收益率有下降的预期。

1.2.3 贵金属市场再次出现集中性空头抛压的环境已不具备

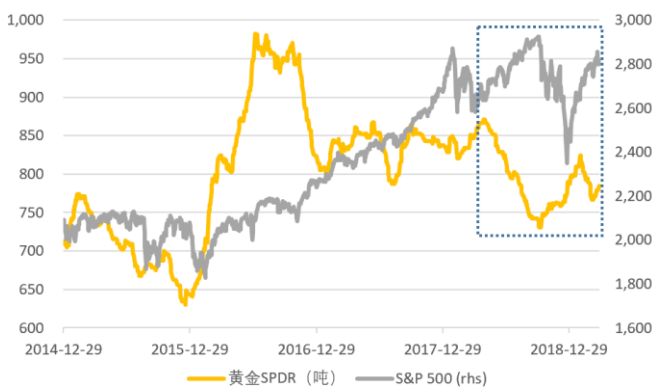
第三，贵金属市场再次出现集中性空头抛压的环境已不具备，1160 或已成为黄金的阶段性大底。2018 年贵金属市场空头强势压制的信心来源主要基于强势美元及强势美债收益率，而当前这两个影响因子均已出现不同程度的即期弱化及预期弱化。这意味着贵金属市场再度诱导空头出现集中的投机性抛压的客观环境已经发生质的变化，市场持仓方面难以再出现进一步的恶化，2018 年 10 月持仓过度恶化下形成的市场底或已成为黄金阶段性的底。

2. 黄金避险属性的再次出现将推动其价格强势上涨

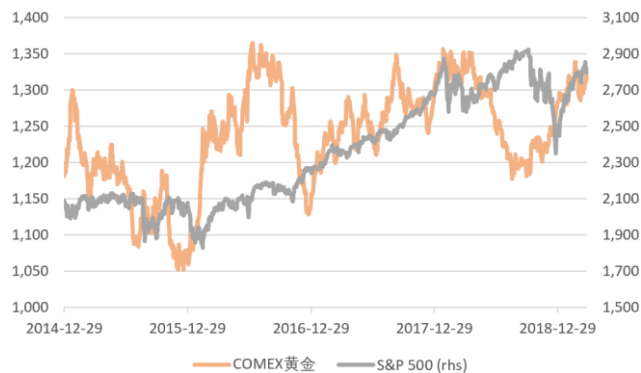
贵金属的避险属性在沉寂多年后终在 2018 年 Q4 开始显现，以标普 500 为代表的美股与黄金价格在该期呈现出明显的此消彼长的负联动性关系。而进入 2019 年后，随着全球风险情绪的一致性回暖，市场的投资风格由避险情绪向风险情绪切换，风险资产的高回报率诱发了资金从黄金这种避险资产中流出（表现为黄金 SPDR 持仓从年内高点下降 57 吨），致使黄金在进入 2019 年后没有因其避险属性而得到更多溢价。但当前市场的基本现状是风险资产短周期内已经取得较为显著的收益率回报（意味着获利盘的堆积及风险的累计），而市场当前又不缺流动性（意味着风险情绪的回撤不会诱发资金加大货币需求），这暗示了风险情绪的回落或会直接推动避险资产需求的攀升。即黄金的价格或会因以股市为代表的风险资产回落而出现上涨，这或是短周期内诱发黄金价格冲高的主要因素。

图 5: VIX 与黄金价格的变化递导


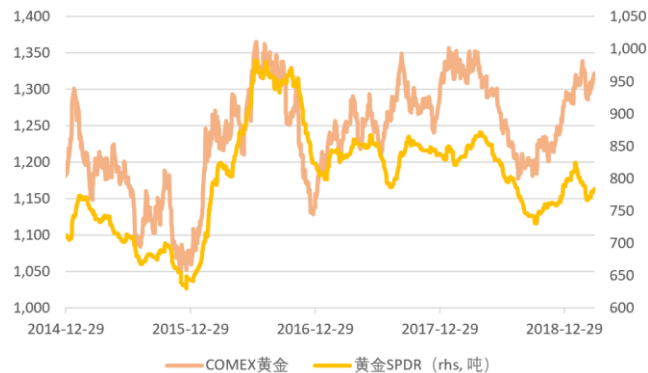
资料来源：Wind 东兴证券研究所

图 6: S&P 500 与黄金 SPDR 的持仓递导


资料来源：Wind 东兴证券研究所

图 7: S&P 500 与黄金价格的变化递导


资料来源：Wind 东兴证券研究所

图 8: 黄金价格与黄金 SPDR 的持仓递导


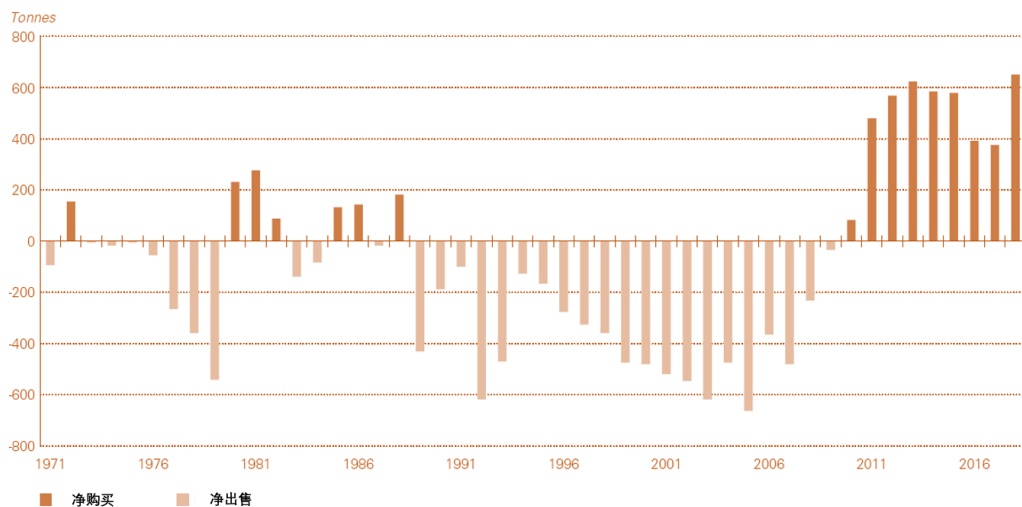
资料来源：Wind 东兴证券研究所

2.1 黄金的基本面开始出现显著强化

在金融环境对黄金价格产生相对拐点支撑外，黄金的基本面属性也开始出现显著强化。最值得关注的变化是 2018 年全球央行的集中购金。数据上观察，2018 年的全球央行黄金储备增加 651.5 吨，累计同比增速高达 74%，创出自 1971 年以来全球央行一致性购金的最高纪录。而 48 年前恰是布雷顿森林体系 (Bretton Woods system) 逐步步入崩溃的阶段，当时的情况是汇率与黄金挂钩（以美元为基准）。经过这近 50 年的时间，我们看到黄金又再度被全球央行一致性的青睐，其对冲汇率风险的属性又开始显现，即黄金的抗风险能力正在被全球央行的一致性购金行动所不断强化，这显

然是黄金基本面变化的一个重大拐点。而考虑到 2019 年美联储整体政策性的宽松，部分新兴经济体的货币环境开始出现放松条件，这意味着某些经济体有利率放松的预期（用以刺激经济），也意味着货币市场的异常波动可能会加大（即不排除部分新兴经济体汇率风险的增大），这种风险的存在显然对黄金的央行购置需求产生提振。

图 9: 全球央行购金数据（1971-2018）



资料来源：World Gold Council, 东兴证券研究所

3. 金银比回归仅具有统计学意义

金银比回归仅具有统计学意义，基本面差异意味着比价仍将维持高位。尽管金银比已经创出自 1995 年来的新高，但考虑到黄金与白银基本面的不同，金银比回归或仅具有统计学意义而不具有实际意义。金银比价在 2018 年出现了持续性的上涨，从 75 涨到 85 并创近 24 年最高，白银 2018 年持续性糟糕的价格表现是金银比价不断攀升的主要原因。鉴于白银相较于黄金的强工业属性及弱避险属性，考虑到 2019 年 Q1 全球风险情绪一致攀升后白银价格依然谨慎的表现，我们认为后期在黄金避险属性逐步修复下的金银比将有较大难度出现实际收敛。

图 10: COMEX 金、银及金银比价走势（1978-2018）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

3.1 黄金价格表现仍将强于白银（供需增速、库存及对冲基金配置）

我们认为黄金的价格表现仍将强于白银，主要基于以下三点判断：

1. 黄金和白银的基本面有本质化的差异，黄金表现为供应增速小于需求增速，而白银却为供应增速大于需求增速。黄金的供应相对稳定，需求的增长源于黄金对冲及避险属性的回归及实物需求的放大（包括央行购金）。而白银的供应增速有持续放大的预期（矿端供应增加），白银需求却受制于工业需求的疲弱而未有任何亮点。从2019年金银供需增速差观察，黄金供应增速或小于需求增速0.17个百分点，而白银供应增速或大于需求增速1.36个百分点。

表 1：黄金供需平衡表（2017-2019E）

Moz	2017	2018E	2019E
供应			
金矿生产	106.5	107.5	107.7
回收金	37.6	37.8	38
累计供应	144.1	145.3	145.6
供应增速%		0.83%	0.21%
需求			
珠宝首饰	72.1	72.5	74.8
工业需求	10.7	10.9	10.9
实物投资	34.3	36.4	36.3
政府购买	12	12.9	11.3
累计需求	129.2	132.7	133.2
需求增速%		2.71%	0.38%
市场平衡	14.9	12.6	12.4

资料来源：Metals Focus, 东兴证券研究所

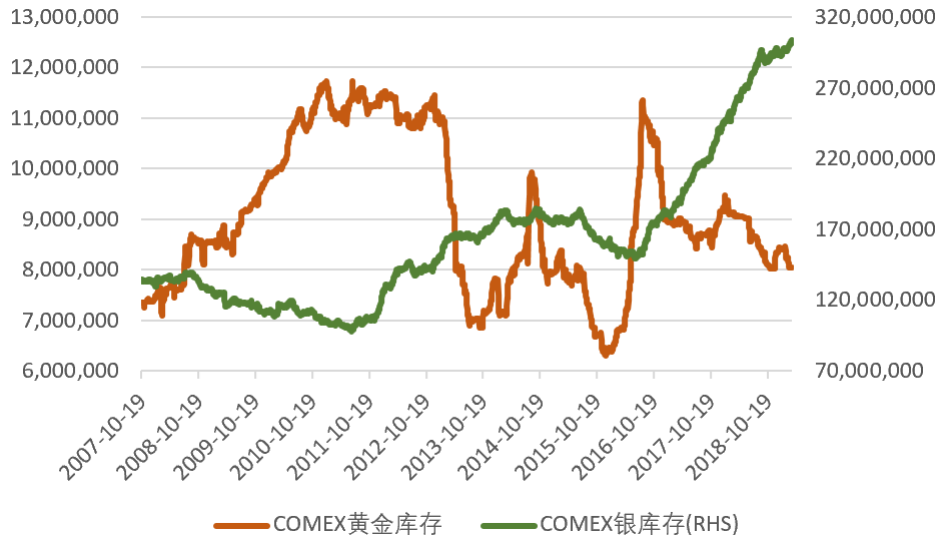
表 2: 白银供需平衡表 (2017-2019E)

Moz	2017	2018E	2019E
供应			
银矿生产	832.8	839.3	862.8
再生银	165.1	163.3	162.1
政府出售	1	1.1	1.1
净对冲供应			5
累计供应	999	1003.6	1031
供应增速		0.46%	2.73%
需求			
工业需求	513.2	514.2	524.7
摄影需求	35.8	34	32.6
珠宝需求	244.9	250	247.5
投资需求	158.1	156.3	163.7
对冲需求	1.6	1	
总需求	953.6	955.5	968.6
需求增速		0.20%	1.37%
市场平衡	45.4	48.1	62.4

资料来源: Metals Focus, 东兴证券研究所

2. 黄金白银所面临的库存压力有本质不同。黄金库存低于近 10 年的库存均值水平，而白银库存却是历史记录以来的最高。黄金库存自 2016 年 Q4 起开始出现持续性去化，当前库存量为 800 万盎司，较近十年均值的 900 万盎司出现 100 万盎司的下降。而白银库存却出现明显分化，其自 2007 年起持续性攀升并自 2016Q4 出现加速。当前白银库存已突破 3 亿盎司，为历史最高的库存位置。黄金白银库存的明显差异显示二者所面临的价格压力有着质的不同，即白银价格的上行压力将受库存面的扰动而逐渐加大。

图 11: COMEX 黄金白银库存变化



资料来源：wind, 东兴证券研究所

3. 对冲基金对金银的兴趣度出现分化，黄金明显更受青睐。从具有实物 ETF 持仓的黄金 SPDR/iShares 及白银 SLV 的持仓变化观察，黄金明显受到对冲基金的追捧，而白银却未有引起对冲基金的配置兴趣。黄金 SPDR 持仓量从 2018Q4 开始攀升，尽管 2019Q1 黄金因风险资产的配置切换而出现 57 吨的回落，但 iShare 黄金 ETF 却出现了超过 20 吨的增长。此外，黄金 SPDR 和 iShares 的 ETF 持仓从 2019 年 3 月 15 日起再度出现持续性增加，其中 SPDR 在 7 个交易日日内增加 13.22 吨，iShares 同期亦出现 0.24 吨的增长，反映出黄金资产依然受到配置型资金的青睐。而白银确是另一个景况。白银的 SLV 持仓量自 2018Q4 起持续性下滑，当前其持有量降至 9626 吨，自 18 年 Q4 累计出现 845.3 吨的回落，致使白银 SLV 持有量降至 2016 年 2 月水平，同时这也是 2012 年至今的绝对低位，充分反映出对冲基金对于配置白银资产兴趣的淡然，也暗示出黄金及白银未来走势可能出现的强弱分化。

图 12: 黄金 SPDR 及 iShares 持仓量变化



图 13: 白银 SLV 持仓量变化



资料来源：Wind 东兴证券研究所

资料来源：Wind 东兴证券研究所

风险提示：美元汇率超预期走强，实际利率大幅攀升，黄金避险属性超预期弱化。

4. 投资建议：

考虑到黄金阶段性大底的出现及价格弹性或因避险溢价而有进一步向上放大的可能，我们依然看好年内黄金板块的表现。对于相关个股建议重点关注紫金矿业、山东黄金及黄金产量不断释放的鹏欣资源。

► 紫金矿业

中国有色行业的旗舰级公司。公司已经成为全国最大的矿产锌、矿产铜及黄金上市企业，全球第二大黄金上市企业。公司矿资源储量丰富，拥有 1727.97 吨黄金、4952 万吨铜、836.6 万吨锌、1846.6 万吨白银及 1.98 亿吨铁矿储量。按储量市值计算，公司 2018 年储量总市值较 2017 年出现 43.7% 的增长。公司矿资源的丰富储备有利于其长期稳健经营发展。

公司在 2018 年并购 RTB Bor 和 Nevsun 项目，且公司卡库拉项目的预可研出现全面提升，对公司后期业绩的增长将产生实质性的支撑及提振。公司 2019 年计划产量：矿产金 40 吨 (+9.6%)、矿产铜 35 万吨 (+41%)；矿产锌 38 万吨 (+36.7%)；矿产银 275 吨 (+24.6%)；铁精矿 250 万吨。其中公司科卢韦齐二期(铜+4 万, 钴+3000)，多宝山二期(铜+6 万)及 RTB 并表将直接带动公司产量的实际扩张。考虑到公司矿产金、矿产铜及矿产锌的相对高毛利(2018 年其毛利率分别为 34%、50.6%及 66.7%)，公司业绩将会出现实质性增长。

公司当前的风险聚焦于 2019Q2 的 80 亿募资计划，新股发行价格是市场关注的焦点。考虑到近期公司股价均值在 3.5 元左右，预计公司实际发行股票数量或为 22.5 亿股左右，这意味着较公司计划股本发行量不超过 34 亿股出现 1/3 的规模收缩。此外，公司第一大股东闽西兴杭计划公开认购约 1/3 新发行股本，意味着实际流通至市场的股本压力或进一步减轻。

我们预计公司 2019 年-2021 年的营收或 116 亿,130 亿,149 亿，EPS 分别为 0.21,0.31,0.39，对应 PE 分别为 15, 12, 8.5；给予“推荐”评级。

风险提示：增发价格不及预期，金、铜价格大幅下跌，Nevsun 最终收购环节的超预期风险，卡莫阿项目进展不及预期的风险，汇率短期大幅变动风险。

➤ 山东黄金

国内矿产金龙头，中国最大的矿产金生产企业，金价上涨将对公司收益带来直接性拉动。公司拥有黄金权益储量 350 吨，其中国内权益储量 253 吨，海外权益储量 97 吨。公司黄金主营业务经营平稳且有增长预期。2017 年公司年矿产金产量 35.88 吨，排名全国第一；2018H1 公司矿产金产量同比增长 25% 达到 19.39 吨，并规划至 2020 年黄金产量达到 50 吨。

公司母公司山东黄金集团拥有巨大的黄金资源储量。山东黄金集团拥有的三山岛西岭矿区为国内有史以来最大单体金矿，已备案金金属量 382.6 吨，品味 4.5 克/吨。此外山东黄金集团还拥有约 60.3 吨黄金储量在后期可注入上市公司。

海外拓展方面，公司以 9.6 亿美元完成对阿根廷最大金矿，南美第二大金矿 Veladero 矿山 50% 的股权收购。2018 年 Veladero 计划产金约 18.82 吨，折合为公司权益黄金年产量约 9.41 吨，占公司全年计划产金量 40 吨的 23.5%。

公司是中国最为优质的黄金龙头公司之一，拥有夯实的资源储量及稳定增长的黄金产量。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.6, 0.86, 1.12，对应 PE 分别为 44.3, 30.1, 23.4；给予“推荐”评级。

风险提示：公司黄金产量低于预期，公司黄金品味不及预期，黄金价格大幅下跌。

➤ 鹏欣资源

将被市场逐渐认知的新兴黄金集团。公司是国内新锐的多金属产业链一体化的有色集团，公司主要核心资产为刚果（金）的希图鲁矿及南非的奥尼金矿，核心产品为铜、钴、黄金。公司具有从采选、冶炼至贸易的有色金属生产销售全要素。其中公司阴极铜产品收入占主营收入比（除贸易外）66%，公司钴及黄金产量将自 2018 年逐步释放，预计至 2020 年钴及金金属产量或各达到 7000 吨及 5708kg，公司营业规模有望在产品结构多元化基础上进一步扩大。

公司经营业绩及估值将受益于奥尼金矿的产出释放。公司奥尼金矿合计资源矿石量 7131 万吨，金金属量 501.74 吨，品味 7.44 克/吨；根据公司生产计划，奥尼金矿的 2/4/6/7 号矿井在 2018-2022 年分别为 (kg)：32.2、761、5708、9814 及 12332；预计奥尼金矿利润分别为 282 万、7570 万、10.07 亿、16.5 亿及 20.5 亿；在 2018-2019 年黄金生产毛利平均维持 32% 的水平，2020-2022 年毛利或超 55%。此外，奥尼金矿达产后将令公司成为全国排名前五的黄金生产企业。

公司经营稳定性受矿储资源拓展支撑：除了稳定开发当前已有的希图鲁矿 389 万吨矿储资源及奥尼金矿 501.7 吨金金属资源外，公司与文森特公司签订了铜、钴原材料报

销协议，同时公司与刚果（金）国家矿业总公司签订了 PE1078 地块的 25 年租赁开采权，公司矿储资源的大力拓展有助于公司经营业绩的稳定。

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.22, 0.3, 0.39，对应 PE 分别为 24.6, 18, 13.8；给予“推荐”评级。

风险提示：公司黄金产量低于预期，精铜生产成本超预期攀升，铜、金价格大幅下跌。

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期权做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018年9月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。