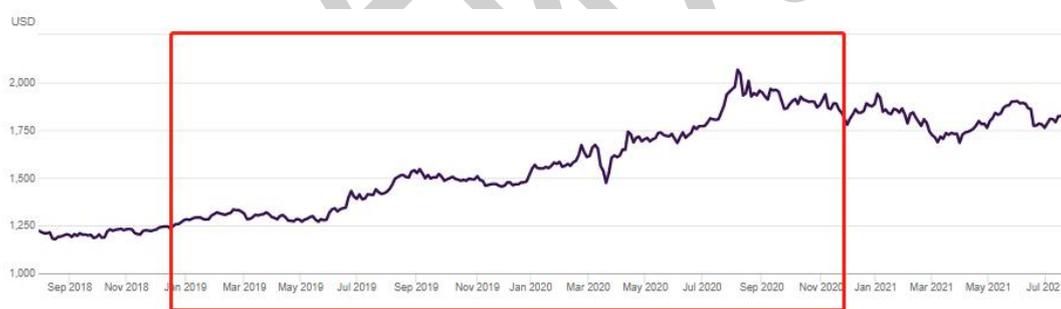


紫金矿业 VS 山东黄金 VS 巴里克黄金 (加) :

2021 年 7 月跟踪, 金矿产业深度梳理

今天我们挑选紫金矿业 vs 山东黄金 vs 巴里克黄金三家公司, 来做金矿行业的跟踪。

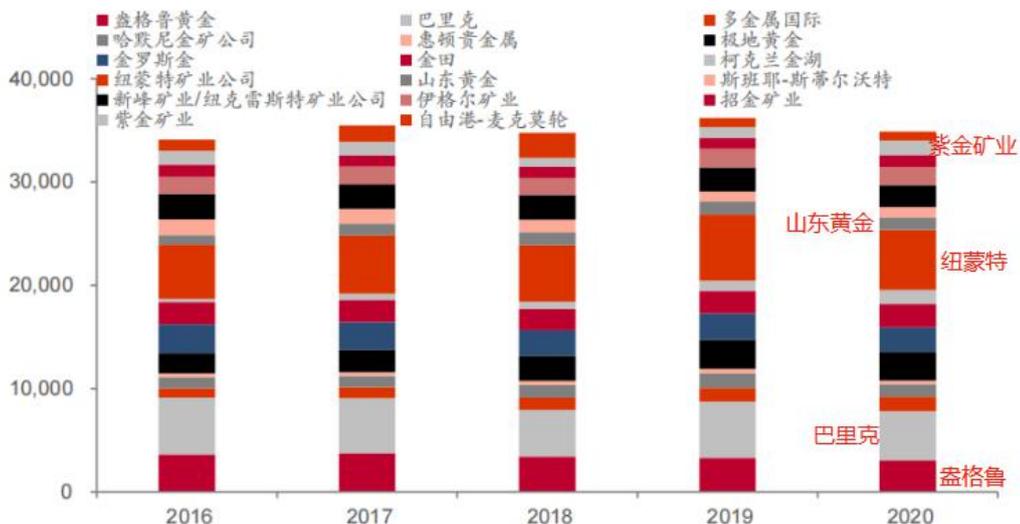
2019 年、2020 年黄金价格大涨, 从 1250 美元/盎司上涨到 1750 至 2000 美元/盎司, 目前价格在 1800 美元/盎司左右。



图：黄金价格 (美元/盎司)

来源：世界黄金协会

从全球黄金矿产量看, 国内产量排名靠前的有紫金矿业、山东黄金, 国际产量排名靠前的是纽蒙特、巴里克、盎格鲁。



图：世界矿金产量

来源：招商期货

根据 2021 年 Q1 数据显示：

紫金矿业实现营业收入 475.02 亿元，同比增长 31.36%，归母净利润 25.11 亿元，同比增长 141.11%。

山东黄金实现营业收入 72.97 亿元，同比下降 47.75%，归母净利润 -3.19 亿元，同比下降 156.55%。

巴里克黄金实现营业收入 191.68 亿元（折合人民币，下同），同比增长 0.9%，归母净利润 34.8 亿元（折合人民币，下同），同比增长 34.5%。

从机构对行业的预测情况来看：

紫金矿业——2021 年、2022 年，wind 机构一致预测收入规模为 2057.47 亿元、2347.39 亿元，预期同比增长 19.97%、14.09%。根据其 2020 年中报占全年收入平均比例（48.47%）计算，其 2021 年中报收入需达到 997.44 亿元，才符合预期。

山东黄金——2021 年、2022 年，wind 机构一致预测收入规模为 651.24 亿元、678.43 亿元，预期同比增长 2.29%、4.17%。根据其 2020 年中报占全年收入平均比例（51.91%）计算，其 2021 年中报收入需达到 338.09 亿元，才符合预期。

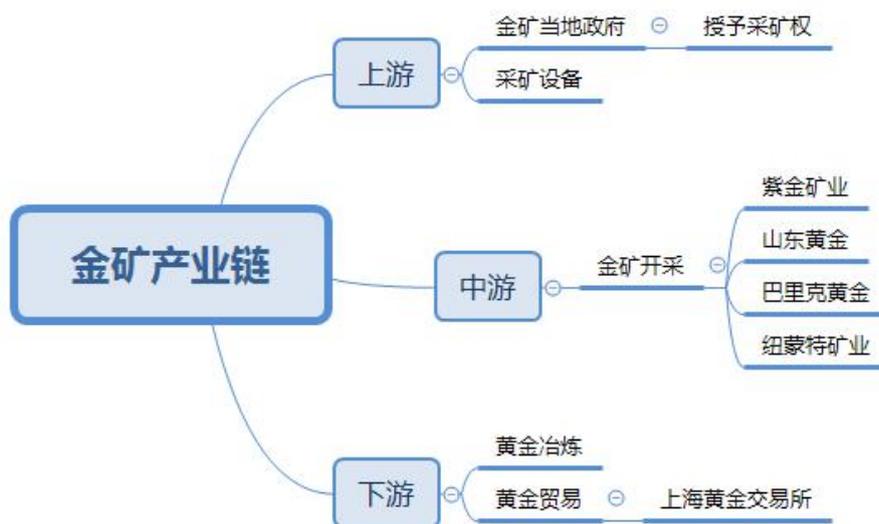
巴里克黄金——2021 年、2022 年，Bloomberg 机构一致预测收入规模为 800.41 亿元、808.01 亿元，预期同比增长-6.95%、0.95%。根据其 2020 年中报占全年收入平均比例（46.78%）计算，其 2021 年中报收入需达到 374.47 亿元，才符合预期。

那么问题来了：

1) 哪家公司的金矿储量足，产量大，在金矿的供给上更有优势？

2) 金价和什么因素有关？黄金的供求关系分别是什么？

(壹)



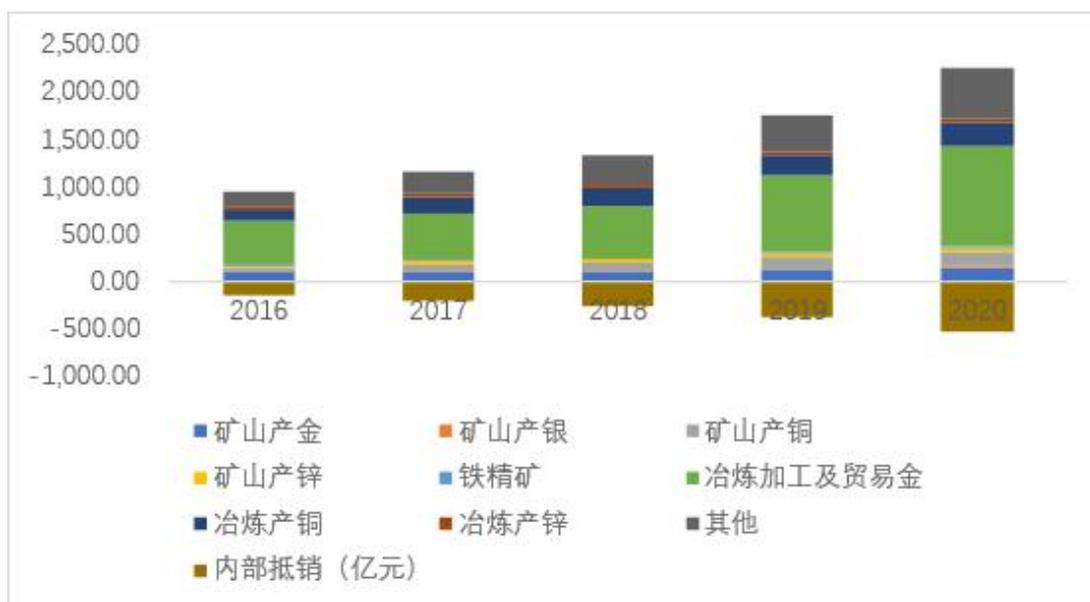
图：产业链

来源：塔坚研究

紫金矿业——收入结构，按金属分为金、银、铜、锌，铁，每一种金属种类分别对应矿山产品、冶炼再加工、商贸业务，例如金类业务包含矿山产金、冶炼加工金和商贸金。

收入规模较大的是金加工商贸和其他业务（其他金属的商贸加工），2020 年两者合计占收入比重为 71.1%。

矿山产铜收入增速快，过去四年复合增长率 42.86%。实际上，对紫金矿业的增长来说，铜矿的驱动力更强，所以后续的报告，我们还会再详细跟踪紫金矿业的铜矿放量情况。



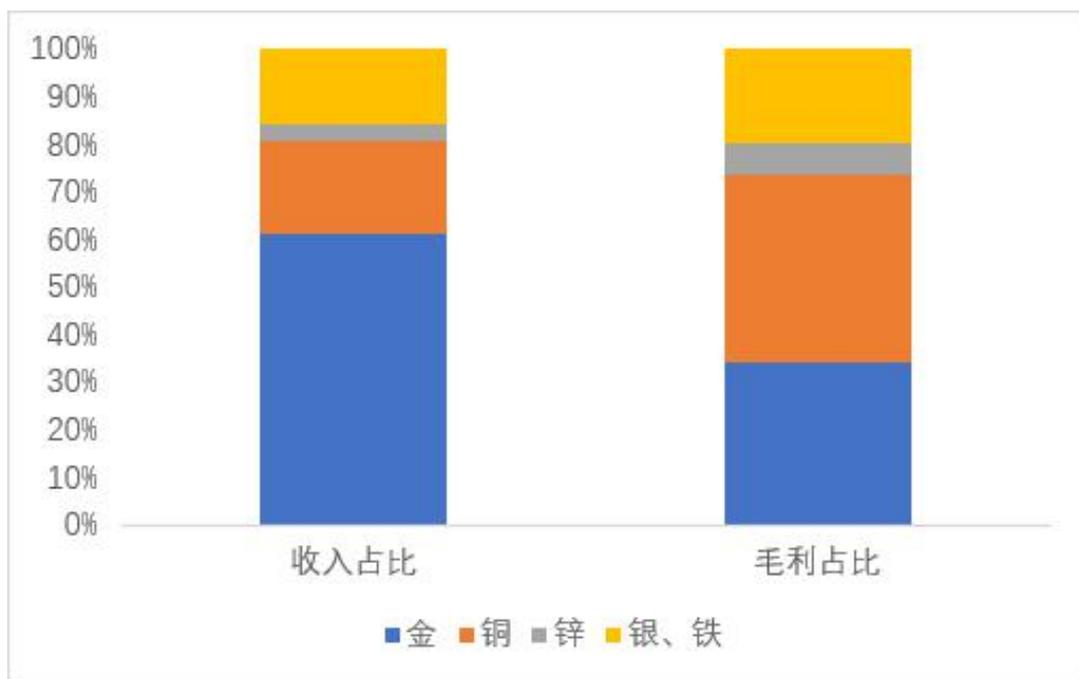
图：紫金矿业收入结构

来源：塔坚研究

因紫金矿业的收入结构较为复杂，我们分别从金属类别和业务种类来分类讨论。

从金属类别来看，以 2020 年为例，金、铜、锌、银&铁的收入占比分别为 61.32%、19.35%、3.53%、15.8%，毛利占比为 34.4%、39.01%、6.81%、19.78%。

金业务的收入占比高，但毛利占比较低，铜的收入占比低，但毛利占比高。主要是因低毛利的金商贸业务占比较大，企业 2020 年销售的金类产品中，金商贸加工类业务占比 87.82%。



图：2020 年紫金矿业收入、毛利结构

来源：塔坚研究

以产品类别来看，矿山收入占比仅为 16.29%，但贡献了 84.21% 的毛利润，因此看收入波动重点看商贸加工业务，而公司的利润增长取决于矿山业务的开展。



图：2020年紫金矿业收入、毛利结构

来源：塔坚研究

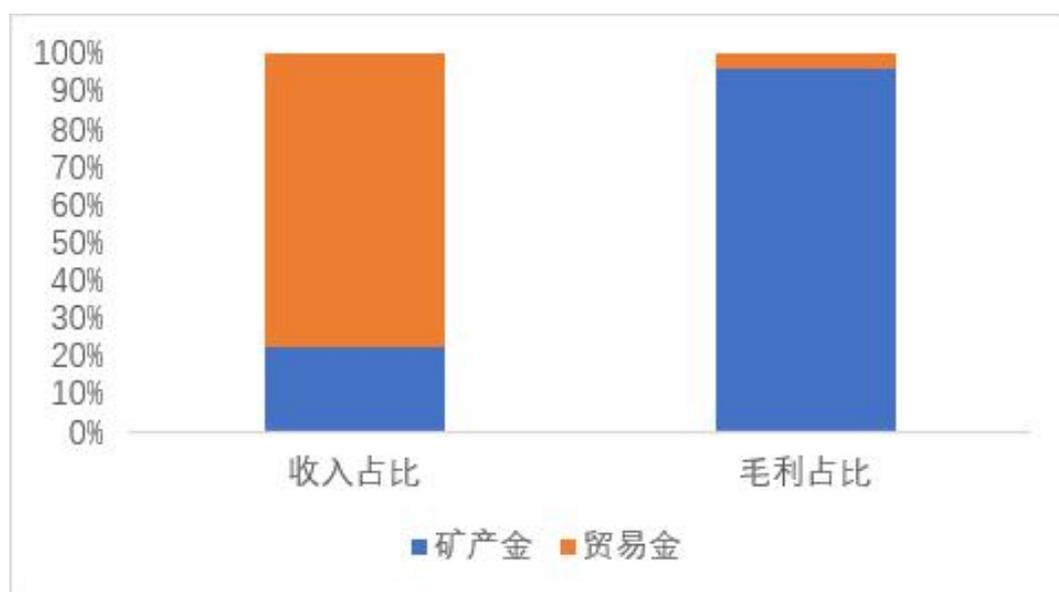
山东黄金——主要业务是矿产金和商贸金，矿产金业务收入增速较快，四年复合增长率 14.32%。



图：山东黄金收入结构

来源：塔坚研究

同样,矿产金的毛利率高于商贸,所以,2020年矿产金业务以22.23%的收入占比贡献了92.22%的毛利润。

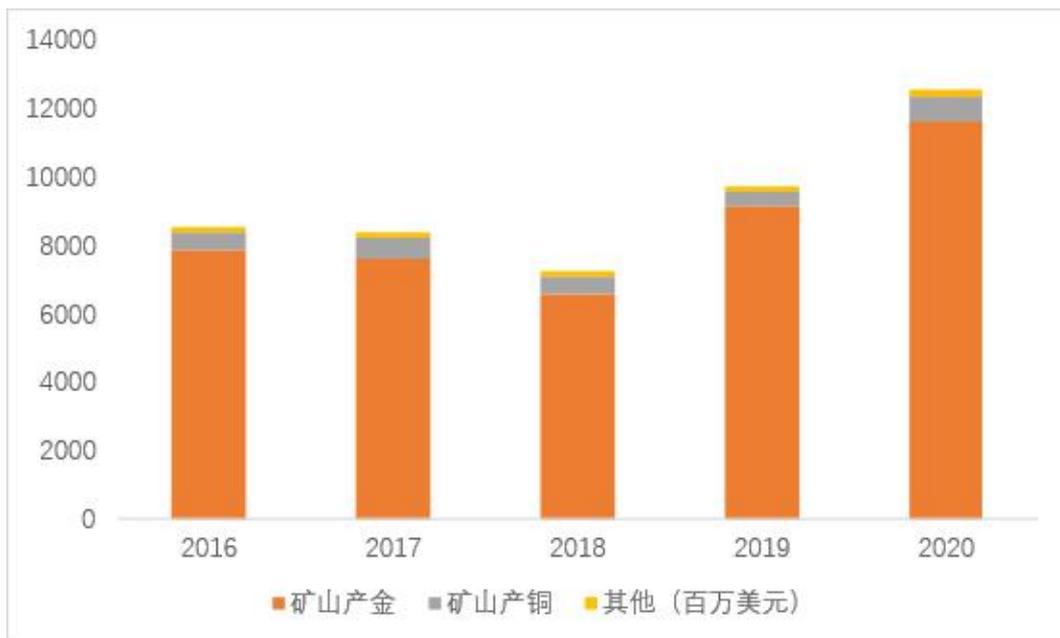


图：2020年山东黄金收入、毛利结构

来源：塔坚研究

巴里克黄金——主营业务为矿产金与矿产铜，过去四年复合增速分别为10.22%和10.59%。

2020年矿产金占比达92.66%。因没有商贸加工业务，利润全部来自于矿产金属产品。



图：巴里克黄金收入结构

来源：塔坚研究

综上, 三家公司的利润来源都是矿产, 山东黄金和巴里克以黄金为主, 而紫金矿业以金、铜贡献主要利润, 同时也有银、铁、锌等金属矿产业务。

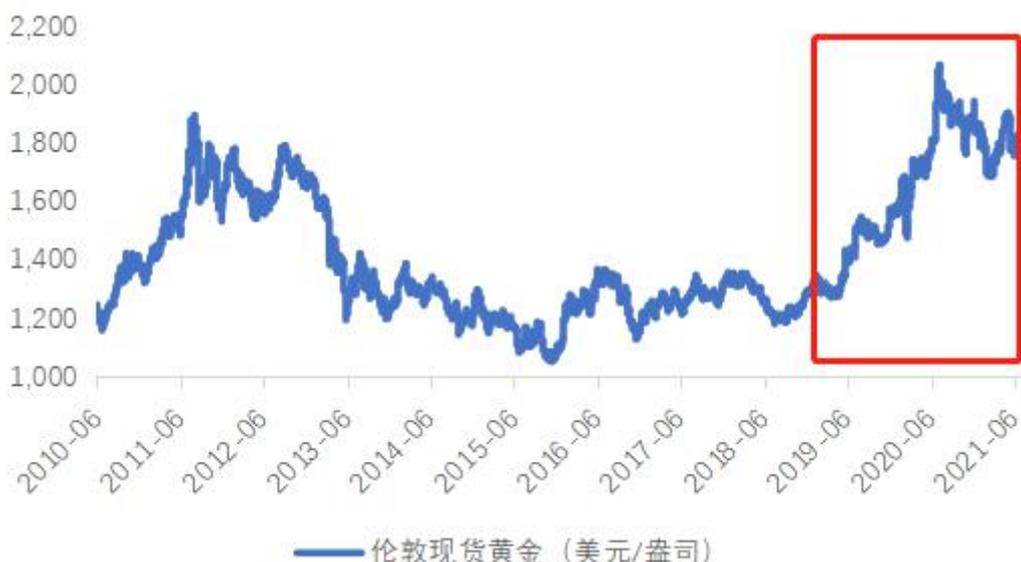
(贰)

和其他大宗商品不同, 黄金属于贵金属, 其同时具有商品属性、货币属性以及避险属性, 所以, 影响黄金价格波动的原因十分复杂。

单从商品属性看, 近十年来, 黄金的供给量与需求量相对比较稳定, 2018 至 2020 年, 黄金供给量分别为 4673 吨、4809 吨、4619 吨,

需求量分别为 4436 吨、4397 吨、3726 吨。因此，近三年来，黄金的供给高于需求。

不过，尽管黄金的产量供给高于需求，但黄金的价格并没有出现下跌，反而不断上涨，黄金价格从每盎司 1200 美元上涨到高点 2000 美元。



图：国际金价

来源：Wind

这是因为，黄金价格的波动还受通胀、实际利率，以及市场风险、信用风险、流动性风险等货币、避险属性的变化影响。

例如，2020 年 3 月美联储实行量化宽松政策，且连续降息刺激经济，实际利率大幅下行。加之，货币超发使美元信用损伤，导致美元指数

也不断触底。这些都共同促进了黄金投资避险需求提高，黄金价格大幅上涨。



数据来源：东北证券，Wind

图：实际利率低位，支撑黄金价格

来源：东北证券

而与黄金的投资、避险需求不同，铜的下游是工业材料，其价格波动受供求影响较大。2020年卫生事件期间，PMI大幅下降，下游需求减弱，铜价下降；而后复工复产，PMI上涨，铜价也随之上升。

对紫金矿业来说，其业务中同时具备金矿、铜矿，这样的两大块业务（金矿受益于美联储货币超发、铜矿受益于PMI上行），恰好能实现部分对冲，加上未来铜矿、金矿方面待开采矿产方面的布局，因而尽管处于周期赛道，却能够实现穿越周期的增长。



图：铜价 VS PMI

来源：东北证券

(叁)

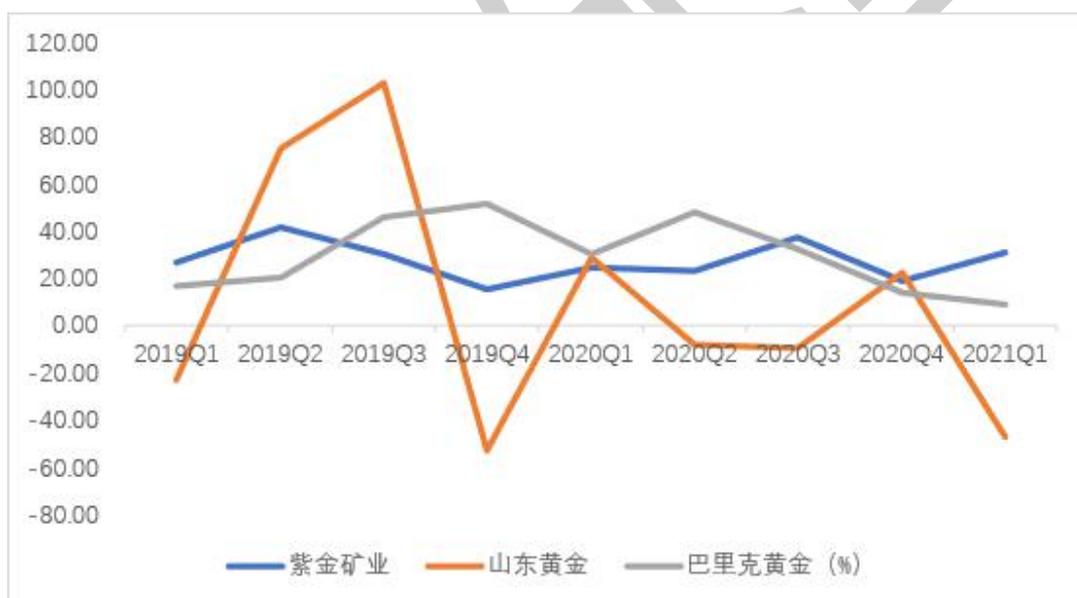
从近十个季度的收入增速来看——

整体来看，近十个季度紫金矿业和巴里克黄金保持高速正增长，山东黄金有较多的负增长季度，三家公司的收入增速差异较大，主要是因收入结构差异所致。

巴里克黄金只有矿产金业务，收入增速主要受到矿产量和黄金价格的影响，在黄金价格上升的 2019 和 2020 年，公司收入实现高速增长，2020Q2 之后因基数高和金价平稳的原因，收入增速开始放缓。

紫金矿业因商贸业务占比较高，对收入增速影响较大，商贸加工业务压制收入在黄金价格上涨期间收入不如巴里克，其次，矿产铜业务方面，铜量价齐升，因此在金价平稳后，收入仍未出现放缓的现象。

山东黄金收入波动速度较大，2019Q4-2020Q3 收入负增长是因黄金商贸业务同比下滑所致。2021Q1 负增长是应主管部门安全检查，导致矿山停产，一季度矿金产量同比下降 40%。



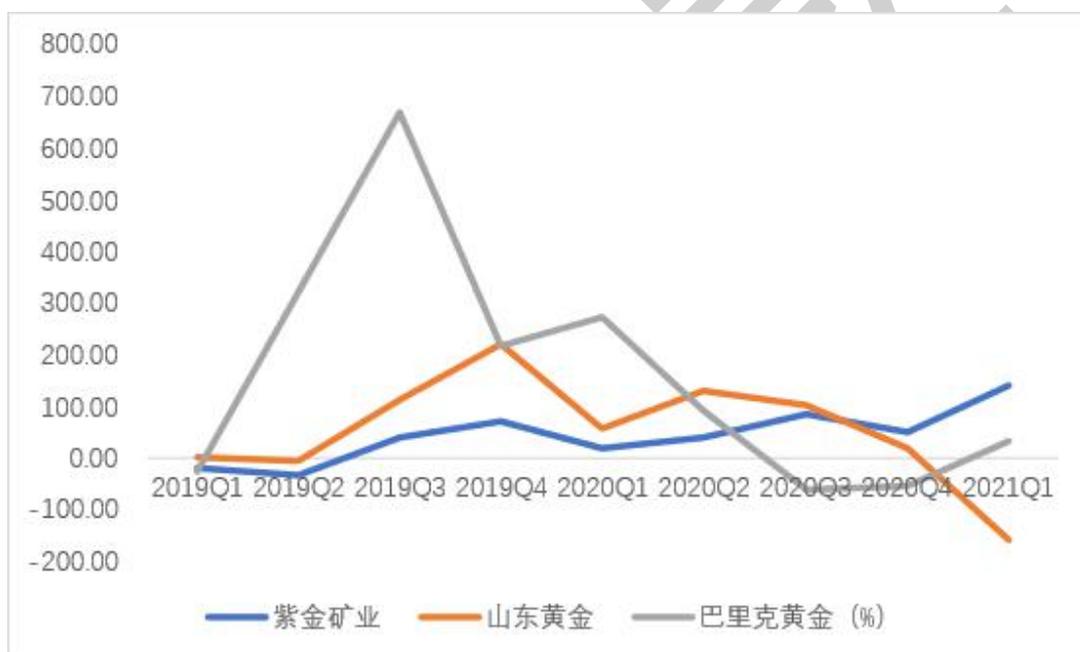
图：季度收入增速

来源：塔坚研究

再来看利润增速——

整体看，因金矿贡献利润占比，巴里克>山东黄金>紫金矿业，所以在金价上行期间，利润增速水平，巴里克>山东黄金>紫金矿业。

其中，在 2021Q1，三家公司出现了利润分化，山东黄金开始大幅度负增长，主要因停工导致收入下滑，紫金矿业加速增长，主要因矿产品业务售价提高所致。



图：净利润增速

来源：塔坚研究

(肆)

	2020年				2021Q1			
	营业收入 (亿元)	营收增速	归母净利润 (亿元)	净利润增速	营业收入 (亿元)	营收增速	归母净利润 (亿元)	利润增速
紫金矿业	1,715.01	26.01%	65.09	51.93%	475.02	31.36%	25.11	141.44%
山东黄金	636.64	1.65%	22.57	75.05%	72.97	-47.75%	-3.19	-156.55%
巴里克黄金	868.8	28.60%	160.31	-41.40%	191.68	0.90%	34.89	34.50%

图：财务数据

来源：塔坚研究

山东黄金在 2021Q1 受停工检查的影响，收入和利润大幅负增长，第二季度也未完全恢复生产。根据中报业绩预告，二季度预计亏损 10.41 亿元。

紫金矿业受铜矿量价齐升影响，利润增速不断释放。据 2021 中报预告，二季度利润达 60 多亿元，已经达到 2020 全年水平，第二季度同比增长 181.61%。

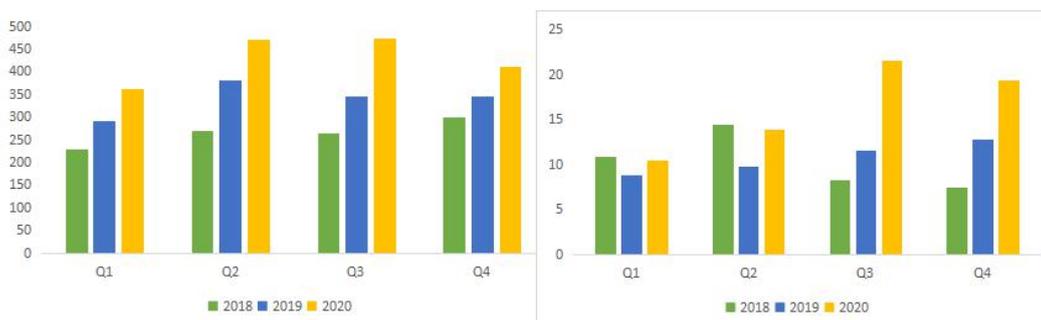
从近三年的数据来看，三家公司均受益于黄金和铜周期上行，实现高速增长。

2017-2020复合增速	收入	利润
紫金矿业	21.96%	22.88%
山东黄金	7.64%	25.68%
巴里克黄金	15.43%	27.78%

图：财务数据

来源：塔坚研究

紫金矿业——收入增长较为稳定。利润波动主要是受到金、铜、锌价格影响，2018Q1 和 Q2 利润水平较高是受铜和锌的价格影响，2020Q3 和 Q4 则是受到金和铜价拉动。

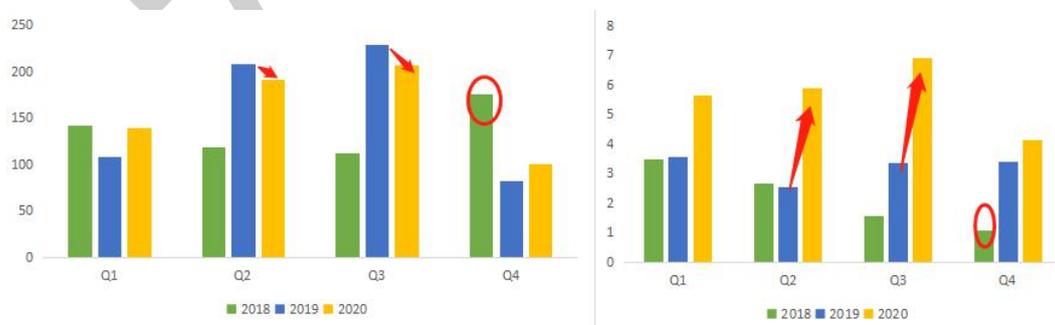


图：紫金矿业季度收入（左）季度利润（右）

来源：塔坚研究

山东黄金——总的来看，公司各个季度收入波动较大，利润水平主要受到金价周期的影响。

2018 年收入提升、利润下滑，主要是因在 2017 年收购阿根廷贝拉德罗金矿，收购发债融资产生额外的利息费用所致；2019 年 Q2\Q3 增收不增利，是因商贸业务的提升；2020Q2、Q3 收入下滑、利润上升，是因商贸业务减少，金价提升。



图：山东黄金季度收入（左）季度利润（右）

来源：塔坚研究

巴里克黄金——总体来看，收入水平自 2019Q1 开始随国际金价上涨而环比不断提升。

利润方面，2018 年季度利润大幅为负，主要是因金价不景气，企业计提了约 60 亿人民币的减值损失，包括固定资产、存货和商誉等。2019 年 Q3、Q4 对资产减值进行转回，利润增长。



图：巴里克黄金季度收入（左）季度利润（右）

来源：塔坚研究

(伍)

综合毛利率方面，过去五年平均水平，巴里克黄金 (34.29%) > 紫金矿业 (12.27%) > 山东黄金 (9.7%)。巴里克毛利率高于山东黄金和紫金矿业，是因只有矿产业务，无低毛利商贸加工业务。

从毛利率变化趋势看，紫金矿业综合毛利率水平略有下滑，是因低毛利率的商贸加工业务占比快速提升所致。



图：公司毛利率

来源：塔坚研究

刨去商贸业务，仅从金矿业务毛利率再来对比看，三者较为接近：山东黄金 (46.6%) > 紫金矿业 (38.5%) > 巴里克黄金 (34.41%)。



图：金矿业务毛利率

来源：塔坚研究

巴里克的金矿毛利率偏低，有几点原因：

1) 会计政策的差异，巴里克黄金与资源相关的政府税收计入到了营业成本中，而山东黄金和紫金矿业则单列列示为税金及附加科目。

2) 在落后地区的金矿占比，巴里克黄金>紫金矿业>山东黄金，巴里克在非洲和南美洲的金矿占比较大，因落后地区的基础设施匮乏导致开采成本较大，从而使毛利率水平受限。

铜矿毛利率方面，紫金矿业(平均 45.79%)约为巴里克黄金(23.41%)的两倍，主要是因巴里克黄金的铜矿主要是伴生副产品，一般来说金铜矿品位低，因而开采成本偏高。

从铜矿毛利率变化看，巴里克黄金铜矿毛利上升，是因为受到铜价的拉动；紫金矿业铜矿毛利率基本稳定。



图：铜矿毛利率

来源：塔坚研究

净利率方面——

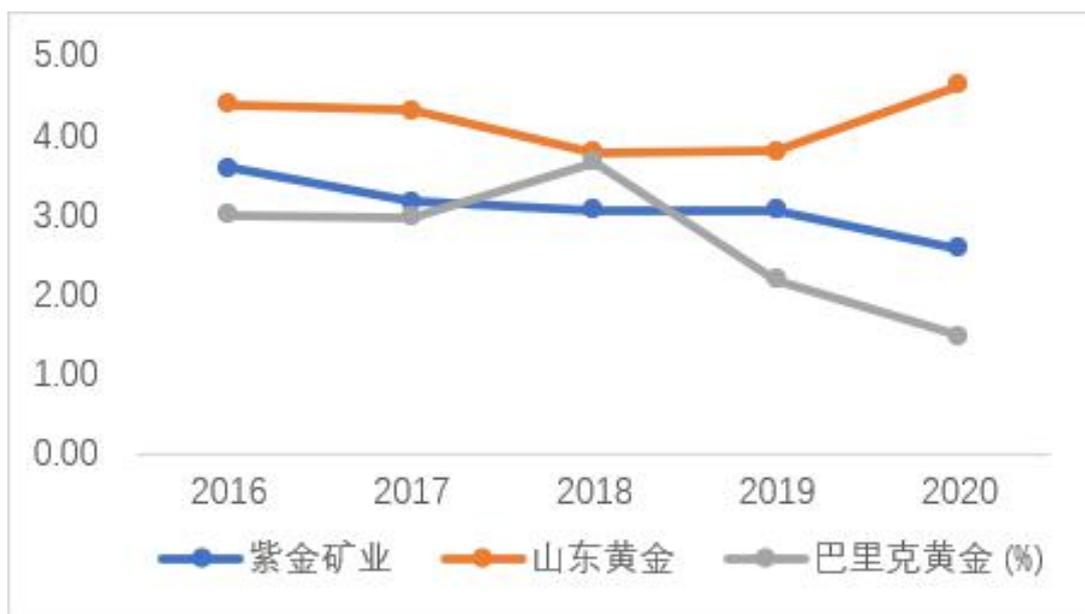
过去五年平均水平，巴里克黄金（12.56%）>紫金矿业（3.73%）>山东黄金（2.58%），巴里克黄金净利率水平较高，是因纯矿山业务，但波动幅度较大。

紫金矿业净利率高于山东黄金，是因较低的管理费用率，管理费力的差异来自员工薪酬，2020年紫金矿业管理人员人均薪酬16.76万元，山东黄金达24.5万元。



图：净利率

来源：塔坚研究



图：管理费用率

来源：塔坚研究

财务费率方面，巴里克财务费率较高，是早期收购金矿发行长期债务所致，后不断偿还，费率不断下滑。



图：财务费用率

来源：塔坚研究

(陆)

对于黄金价格的变化,我们很难预测。不过,我们可以通过供给结构、需求结构,来帮助我们理解黄金市场:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
供应里											
金矿产里	2,750.2	2,862.3	2,939.6	3,127.9	3,241.7	3,334.2	3,459.1	3,491.9	3,553.9	3,529.8	3,388.7
生产商净套保	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-12.5	6.2	-51.9
回收金	1,671.3	1,626.7	1,637.5	1,197.0	1,131.5	1,069.6	1,232.7	1,111.4	1,132.0	1,273.5	1,282.8
总供应里	4,312.7	4,511.5	4,531.7	4,297.0	4,478.1	4,416.7	4,729.4	4,577.7	4,673.5	4,809.4	4,619.6
需求里											
加工品											
金饰 ¹	2,044.9	2,096.4	2,141.2	2,736.0	2,544.4	2,479.2	2,018.8	2,257.5	2,284.6	2,137.7	1,323.8
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	302.2
加工里小计	2,505.6	2,525.5	2,523.5	3,091.8	2,892.8	2,810.9	2,341.8	2,590.1	2,619.4	2,463.7	1,625.9
金条和金币总需求里	1,204.3	1,502.3	1,321.9	1,730.6	1,066.5	1,091.4	1,073.1	1,043.9	1,090.3	866.6	896.7
黄金ETFs及类似产品 ²	388.9	261.1	250.9	-887.1	-149.3	-129.3	541.1	271.6	70.1	398.3	877.1
各国央行和其他机构 ³	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.6	668.5	326.3
黄金需求(制造基础)	4,177.9	4,769.7	4,665.4	4,564.7	4,411.0	4,352.6	4,350.8	4,284.0	4,436.4	4,397.1	3,726.0
顺差/逆差	134.9	-258.1	-133.7	-267.8	67.0	64.2	378.7	293.7	237.1	412.4	893.6
总需求	4,312.7	4,511.5	4,531.7	4,297.0	4,478.1	4,416.7	4,729.4	4,577.7	4,673.5	4,809.4	4,619.6
LBMA黄金价格(美元/盎司)	1224.52	1571.52	1668.98	1411.23	1266.4	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6	1769.59

图: 黄金供给平衡表

来源: 世界黄金协会

1) 从供给结构看

黄金的供给主要来自于金矿生产(占比73.35%)和回收金(占比27.77%)。

其中,回收金主要指的是居民用金饰换取法币(约占90%,剩余10%来自旧设备提取)。

从历史供给变动来看：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注

来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。