

DONGXING

SECURITIES

东兴金属公司深度报告

赤峰黄金（600988）：当前节点赤峰的推荐逻辑是什么？

分析师：张天丰
执业证书编号：S1480520100001
联系方式：021-25102914
zhang_tf@dxzq.net.cn

分析师：胡道恒
执业证书编号：S1480519080001
联系方式：021-25102923
hudh@dxzq.net.cn

我们在分析公司投资价值时会考虑两方面因素，其一是**公司是否有增长性且是否具有业内的可比优势**，其二则是**行业景气度是否能够提升**。而从当前两个环节观察，赤峰黄金均在弹性向上的共振点上。


赤峰黄金当前有三大亮点值得我们关注。


- 其一是**公司业务专注度开始持续提升**，表现为矿采选业务专注度提高（有助于公司整体毛利增加），以及公司黄金业务专注度提高（专业性及纯粹性显现）。
- 第二点，**公司具有较强成长性**。成长性体现为公司采选业务及矿产品产量有确定性增长（如2022/2020矿选产能+97.7%，矿金产量+243.7%），公司矿储有增储预期（五龙以及Sepon黄金储量或分别+125%及42.7%），以及公司Sepon矿山稀土资源的发现（提升Sepon矿山价值+优化估值属性）与近两年或许出现的矿山资源注入。
- 第三点，**赤峰盈利水平、资产回报率水平、杠杆率水平均在业内最优行列**。赤峰PB水平较高反映矿山资源购置成本较低，也印证了公司矿山行业专业能力的体现。此外，赤峰PE弹性明显偏高，当美元黄金价格触及2000美元/盎司时赤峰动态PE增长204%远超行业平均48.3%。当前公司动态PE仅17倍，低于板块均值的同时也低于金价1700-1800美元/盎司的水平，PE估值有安全性及提升空间。

黄金价格在当前阶段同样值得我们关注。

- 黄金的金融层面溢价仍在发酵：**汇率溢价+流动性溢价+避险溢价**，当前均未出现结构性转弱，反而在黄金计价中持续体现。
- 黄金的基本面在结构性转强：矿产金供给从2015年起出现结构性弱化；需求开始呈现结构化扩张，表现为金饰、金条及金币的消费性需求重新燃起+央行购金及实物持仓ETF的持续性增长。
- 我们认为美元黄金价格运行区间有望抬升至**1900美元/盎司—2300美元/盎司**。

公司是否有增长性且有行业内的可比优势？

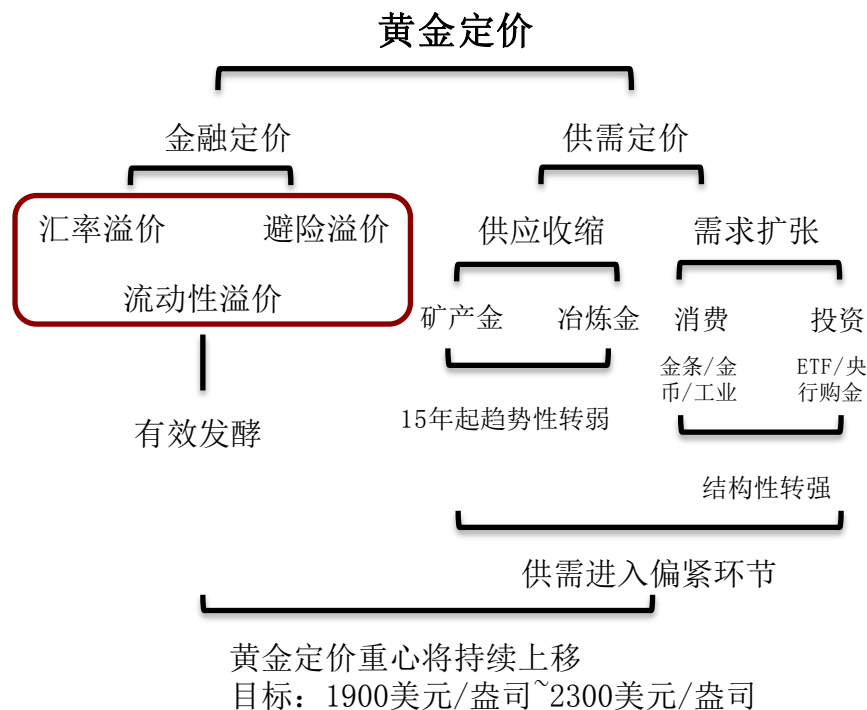
1、公司主营业务专注度持续提升  采矿业专注度提高
黄金业务专注度提高

2、公司是否具有成长性？  采矿产能成长
矿储储量成长
稀土资源+矿山增储

3、公司业内是否具有相对优势？

公司盈利水平 资产回报率水平 资产负债率水平 增长及弹性

行业景气度是否会提升？



1、赤峰：公司金矿采选业务专注度持续提升

图1：赤峰黄金业务结构

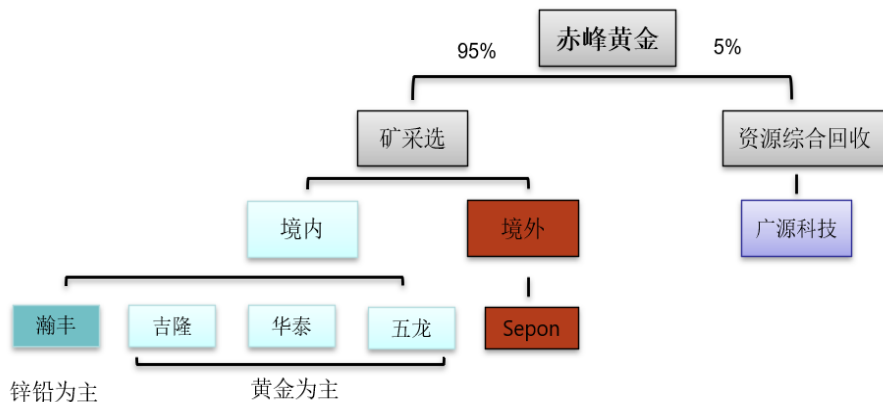
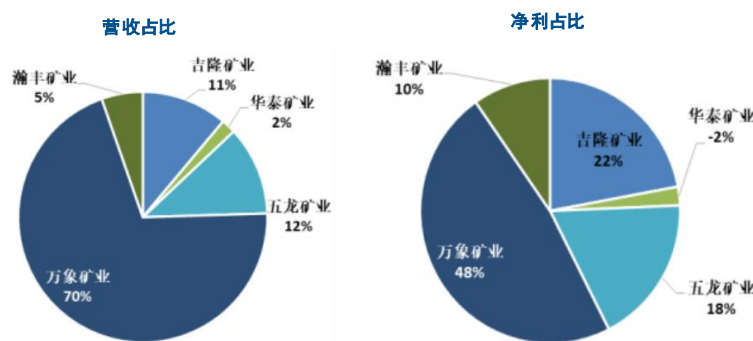


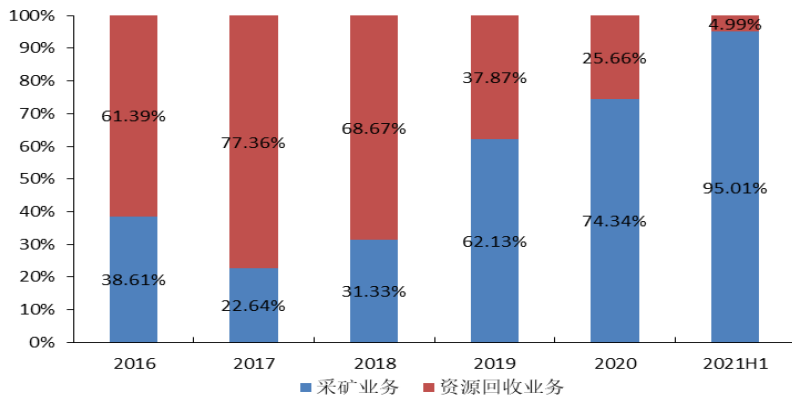
图2：赤峰黄金各子公司营收及净利占比



更聚焦与矿采选业务：提升公司整体毛利水平

- 矿采选业务占公司营收比例：22.64% (2017) → 95.01%(2021H1)
- 非矿业务在2022年或资产剥离→100%矿采选公司

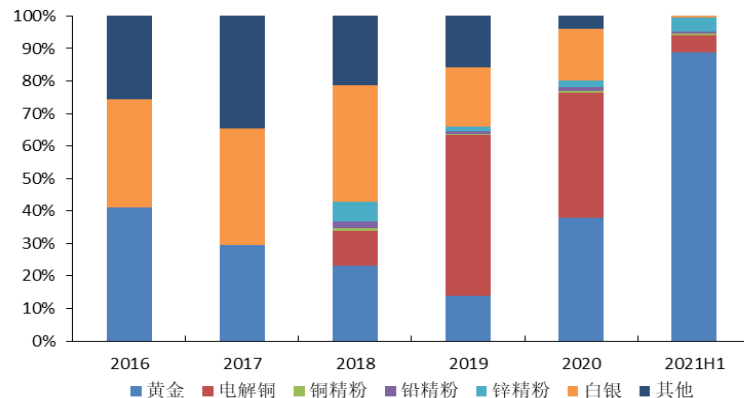
图3：2017年起采矿业务占比逐步提升



更聚焦黄金采选业务：提升公司业务专业性及纯粹性

- 金矿采选业务占公司营收比重：27% (2017) → 89%(2021H1)；
- 金矿采选在2022年或因技改完成→95%主营占比

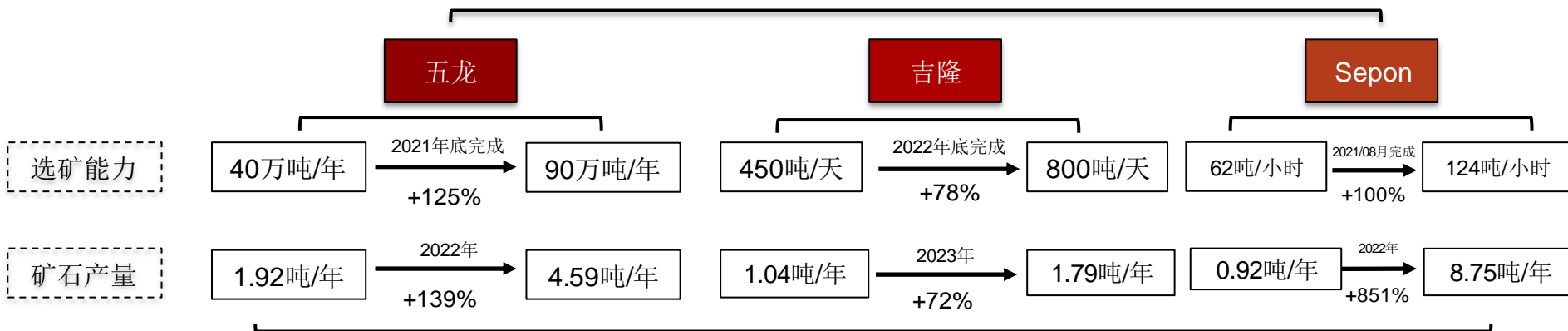
图4：2019年起黄金占营收比重逐年提升



统一资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

1、赤峰：公司是否具有成长性？

矿产品产量持续增长



矿产产能：2020: 220万吨 → 2021: 371万吨 (+68%) → 2022: 435万吨 (+17.2%)
 矿产产量：2020: 4.59吨 → 2021: 10.02吨 (+118%) → 2022: 15.78吨 (+57%)

表1: 国内金矿产量预测

	入选品位 g/t	单位	产量预测		
			2021E	2022E	2023E
吉隆矿业	12	选矿产能	120000	160000	220000
		达产率	100%	100%	80%
		回收率	80%	85%	85%
		矿金产量	1152000	1632000	1795200
		选矿产能	188900	188900	188900
华泰矿业	5	选矿产能	188900	188900	188900
		达产率	100%	100%	100%
		回收率	80%	85%	85%
		矿金产量	755600	802825	802825
		选矿产能	400000	900000	1000000
五龙矿业	6	达产率	100%	90%	95%
		回收率	80%	85%	85%
		矿金产量	1920000	4590000	5100000
合计		克	3827600	7024825	7698025

表2: Sepon金矿产量预测

矿山	单位	2021E	2022E	2023E	
Sepon	选矿产能	3000000	3000000	3000000	
	入选品位	g/t	3.6	3.6	3.6
	达产率		75%	100%	100%
	回收率		85%	90%	90%
	矿金产量	克	6196500	8748000	8748000

统一资料来源: Wind, 公司公告, 东兴证券研究所

1、赤峰：公司是否具有成长性？

矿储储量有增长性

五龙

科技部重点勘察靶区
第一个深度3000米固体矿产深钻
矿区资源前景巨大→有增储可能

公司计划在2021-2023年在现有矿山项目中投入深坑工程17万米，钻探工程18万米
◆ 预获黄金资源量65.76吨 (+125%)

表3：赤峰国内金矿资源储量及品位

子公司	项目	平均品位 g/t	资源量 万吨	可开采年限 年	核定年生产能力 万吨/年
吉隆矿业	采矿权	16.29	48.25	4	12
华泰矿业	采矿权	7.37	293.43	15	18.89
五龙黄金	采矿权	7.67	142.83	14	10

表5：赤峰国内瀚丰矿业资源储量情况

	品种	矿产组合	类别	矿石量(万吨)	金属量(吨)	平均品位(%)	剩余年限
立山矿区	锌	主矿	122b+332+333	410.10	103,907	2.53	5
	铅	共生矿	122b+332+333		62,011	1.51	
	铜	伴生矿	122b+332+333		11,125	0.27	
	银	伴生矿	333		227.60	0.0055	
东风矿区	锌	主矿	122b+333	75.98	29,586	3.89	5
	铜	共生矿	122b+333		3,588	0.47	
	铅	伴生矿	122b+333		1,622	0.21	
	钼	共生矿	111b+122b+333		74.52	1,372	

稀土富集

- 稀土含量达到工业品位（中国标准）
 - 重稀土比轻稀土更富集
 - 资源受MEPA协议保护

Sepon

黄金资源核增

- 2020年核增黄金资源量44吨 (+42.7%)
- 暂未编制JORC报告

资源注入预期

有较高概率会有矿山资源的进一步注入

表4：赤峰国内金矿资源储量及品位

	类型	品位 g/t	矿石量 百万吨	金属量 千盎司
氧化金矿	确定	1.6	1.8	95
	标示	1.5	6.3	300
	推测	1.6	1.7	87
	合计	1.5	9.8	480
原生金矿	确定	4.0	0.3	41
	标示	5.8	7.0	1300
	推测	4.7	9.6	1500
	合计	5.2	17	2800
	总计	3.8	27	3300

统一资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

1、赤峰：公司具有超越行业的回报优势

图5：公司毛利水平出现趋势性及结构性优化

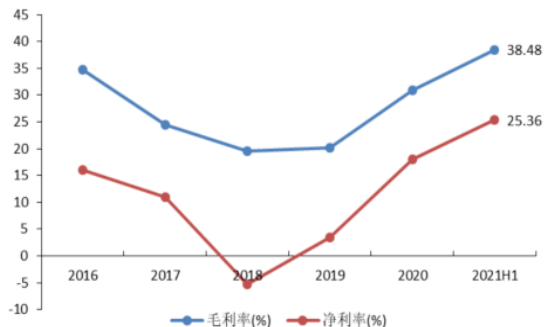


图6：公司负债率大幅下降



图7：公司资产回报率处于行业最优水平

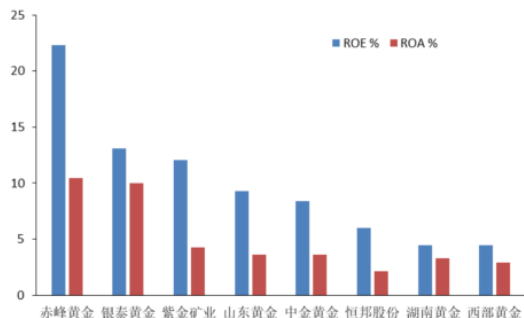


图8：公司PB与金价保持高关联度



表6：公司在行业中盈利水平较高但PE估值水平偏低

公司	代码	总市值 亿元	矿产金 吨	冶炼金 吨	EPS			PE			PB MRQ
					2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
山东黄金	600547.SH	726.79	37.8	125.17	0.52	0.55	0.63	45.14	31.49	27.42	3.35
恒邦股份	002237.SZ	148.32		47.9	0.32	0.39	0.46	40.71	29.42	24.87	1.78
中金黄金	600489.SH	395.54	21.74	40.29	0.32	0.52	0.62	27.47	15.35	12.95	1.79
银泰黄金	000975.SZ	243.80	6.11		0.45	0.55	0.59	19.24	15.65	14.59	2.98
紫金矿业	601899.SH	2,536.82	40.5	274.58	0.26	0.51	0.71	36.22	20.70	14.83	5.27
招金矿业	1818.HK	203.42	20.1	15.52	0.32	0.37	0.45	24.15	15.51	12.76	1.58
赤峰黄金	600988.SH	247.09	4.59	0.33	0.47	0.85	1.42	38.01	17.50	10.42	7.65

黄金行业

- 平均毛利：12%；
- 平均净利：5%；
- 平均EPS：0.17
- 平均资产负债率：51%

表7：黄金公司相关金资源储量

公司	代码	最新资源储量 吨		
		2019	2020	
A股	山东黄金	600547.SH	1100.00	1,043.50
	恒邦股份	002237.SZ	112.01	156.57
	赤峰黄金	600988.SH	145.59	143
	中金黄金	600489.SH	512	509.00
	银泰黄金	000975.SZ	99.2	96.38
	紫金矿业	601899.SH	2300	1,231.47
	招金矿业	1818.HK	1231.47	1,196.00
港股				

统一资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

1、赤峰：盈利预测及估值

表8：主要产品价格假设

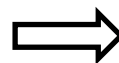
品类	单位	2021E	2022E	2023E
黄金	元/克	400	415	440
铜	元/吨	70000	68000	70000
锌	元/吨	21000	20500	22500
铅	元/吨	15000	15000	16000

表9：主要产品产量假设

品类	单位	2021E	2022E	2023E
矿产金	克	10024100	15772825	16446025
电解铜	吨	5000	0	0
锌精粉	金属吨	5489.05	5726.31	6814.24
铅精粉	金属吨	2131.65	2794.04	3405.76
铜精粉	金属吨	412.20	413.78	490.09

表10：主要业务营收推测

	单位	2021E	2022E	2023E
主营收入	百万元	4702.54	6733.16	7478.37
矿产金	百万元	4009.64	6545.72	7236.25
电解铜	百万元	350.00	0.00	0.00
瀚丰铅锌	百万元	176.10	187.44	242.12
广源科技	百万元	166.81	0.00	0.00
营业成本	百万元	2364.82	3235.67	3437.63
矿产金	百万元	1924.63	3141.95	3328.68
电解铜	百万元	227.50	0.00	0.00
瀚丰铅锌	百万元	79.24	93.72	108.95
广源科技	百万元	133.44	0.00	0.00
毛利	百万元	2337.73	3497.49	4040.74
矿产金	百万元	2085.01	3403.78	3907.58
电解铜	百万元	122.50	0.00	0.00
瀚丰铅锌	百万元	96.85	93.72	133.17
广源科技	百万元	33.36	0.00	0.00
毛利率		49.7%	51.9%	54.0%
矿产金		52%	52%	54%
电解铜		35%	0%	0%
瀚丰铅锌		55%	50%	55%
广源科技		20%	0%	0%



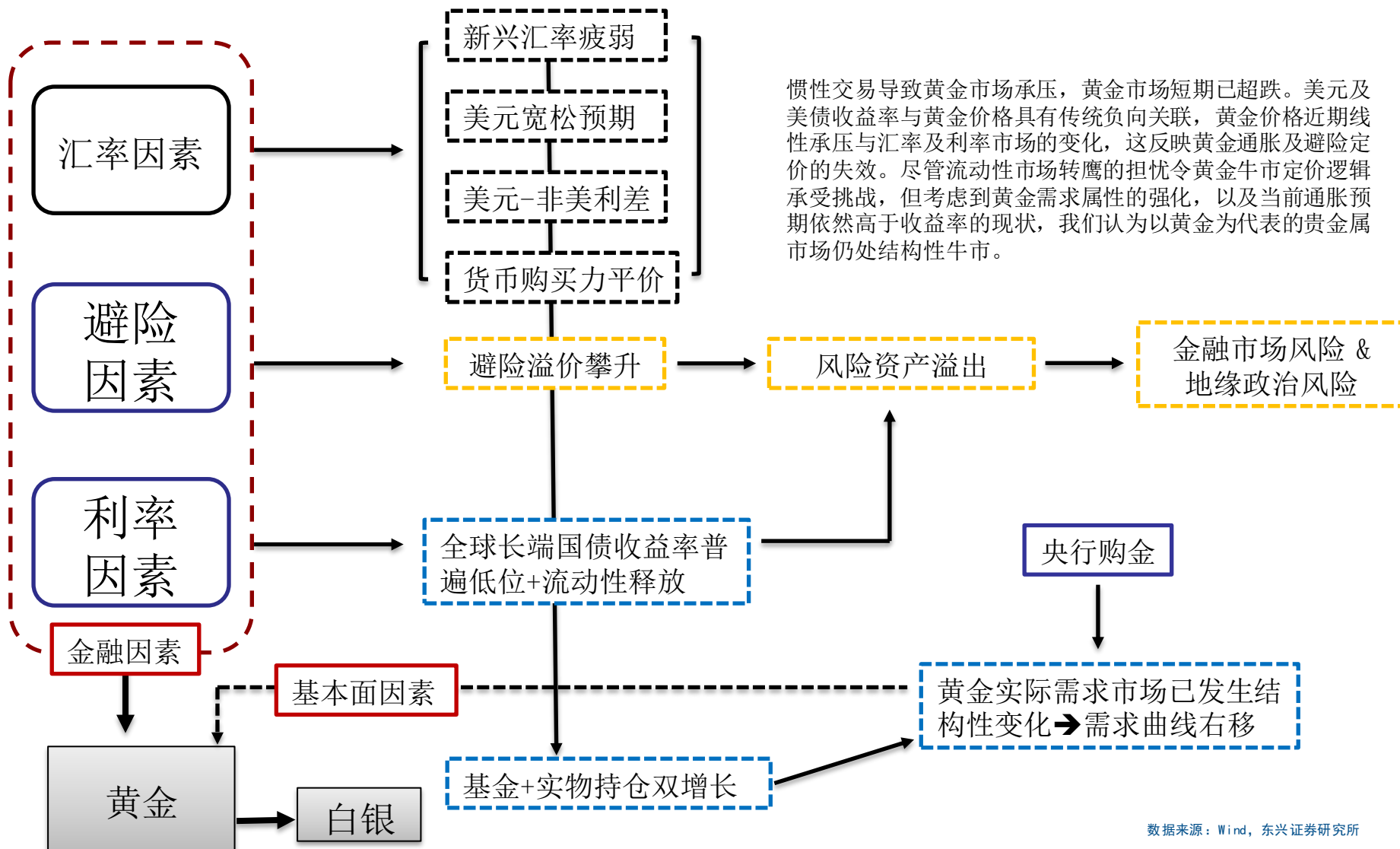
- 公司业绩将受益于黄金产量及价格的上涨预期、经营规模（主要为产出规模）的扩张预期以及主营矿产品结构切换。
- 我们预计公司2021-2023年营收分别为47.03/67.33/74.78亿元，净利润分别为12.33/19.26/23.09亿元，对应EPS为0.72/1.14/1.37元/股，对应PE分别为20.8X/13.25X/11X。
- 考虑到黄金定价中枢趋势性抬升，以及矿产金产量的持续性增长，我们给予公司**2021年30倍PE，对应每股目标价格22.24元，对应市值370亿元**。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表11：财务指标预测

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,068.46	4,558.19	4,702.54	6,733.16	7,478.37
增长率（%）	181.85%	-24.89%	3.17%	43.18%	11.07%
归母净利润（百万元）	209.45	823.59	1,232.84	1,925.53	2,309.13
增长率（%）	-284.37%	293.22%	49.69%	56.19%	19.92%
净资产收益率（%）	6.39%	19.18%	21.43%	25.53%	23.79%
每股收益（元）	0.13	0.47	0.72	1.14	1.37
PE	115.85	32.04	20.84	13.25	11.01
PB	7.96	6.13	4.47	3.38	2.62

统一资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

2、黄金分析需考虑的定价因素



2、金价反映的逻辑：汇率溢价及避险溢价有效

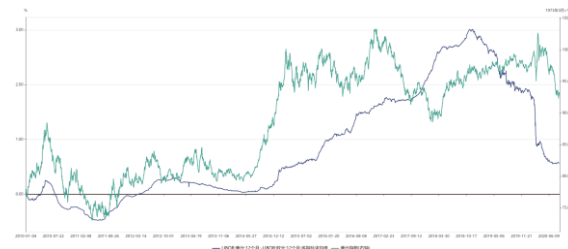
图9：以G10货币计价的现货黄金价格均创历史新高



图10：以美元计价的实际金价仍低于记录水平



图11：美元LIBOR与非美LIBOR利差的走弱意味着美元难以有效强势



各国实际有效汇率的影响（新兴市场汇率机制出现扭曲→资本流出带来本币折价→全球贸易占GDP比值出现下降→新兴市场本币贸易融资下滑→实际汇率贬值→非美货币计价黄金创新高）

- 黄金的汇率溢价自2019年起充分反映，以G10货币计价的黄金均已创出不同程度的历史高点；
 - 欧元/英镑/日元甚至卢比计价的黄金价格在2019Q4均已破历史前高，至2020年3月仅有美元/瑞郎及人民币计价的黄金未创新高；
 - 到2020年5月，瑞郎和人民币计价黄金也已经破了历史高点；
 - 美元计价的黄金隐藏着购买力平价的回归→美元利差与非美利差出现收窄；

图12：黄金与传统避险货币日元走势维持高度一致

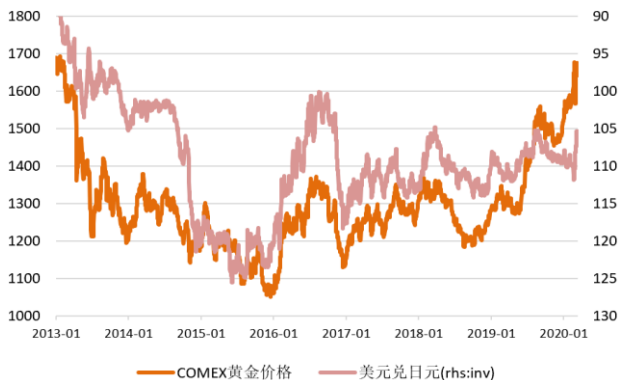
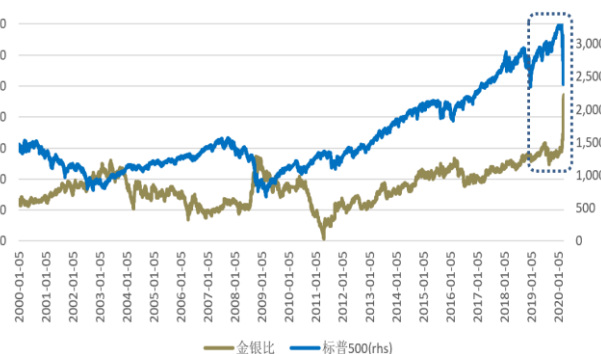


图13：金银比与标普500对冲性走势反映出黄金的避险属性



- 黄金的避险溢价反映则更为直接，从黄金和传统避险货币日元的趋同性走势及金银比与标普500的对冲性走势可有效反映黄金避险属性的存在。

统一资料来源：Wind, World Gold Council, 东兴证券研究所

2、金价反映的逻辑：黄金利率溢价仍将发酵

图14：利率周期与金价（1982-2020）：利率下跌周期的金价均有正向表现

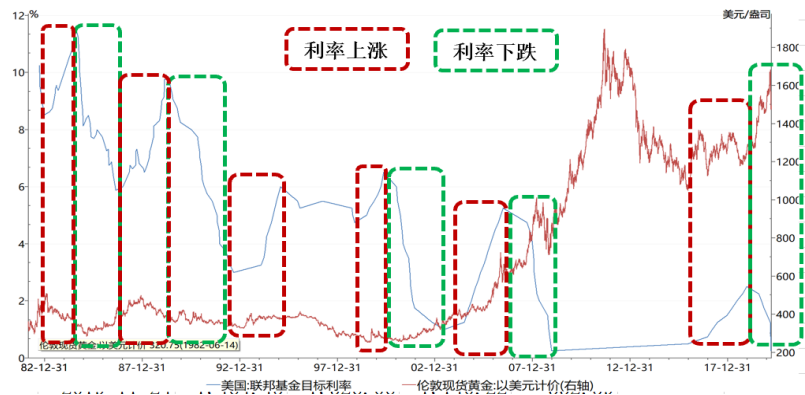
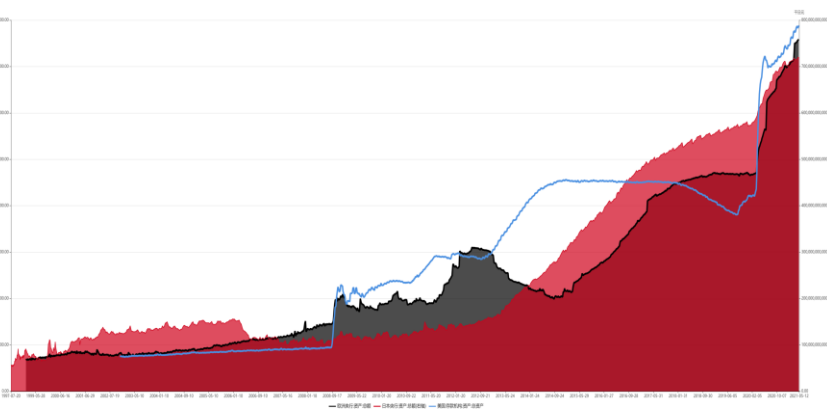


图15：全球主要央行资产负债表的极速扩张：资金量的释放对金价形成推动



统一资料来源：Wind，东兴证券研究所

- 黄金是传统的无息资产，其持有的机会成本的高低取决于全球利率的变化以及全球流动性的宽松→本质为“价”和“量”的问题；
- **利率成本：系统性下移**→降息是最直接反映。2020：>48个国家和地区出现了85次以上降息（3月：42个国家降息+18个央行月内降息两次）；
- **货币量：全面性宽松**→全球主要央行资产负债表全面扩张；
- 40年的周期数据显示在货币政策由紧缩出现转向的平均18个月内，黄金价格通常强势，而加息对黄金价格的长期有效压制在进入1990年后显现淡化；
- 市场交易模式由通缩预期→通胀预期→黄金流动性溢价持续发酵
- 美国10年期国债和TIPS的息差：2020年5月至今+199BP，美国10年期TIPS至-0.89%，美国5年期盈亏平衡通胀率已涨至13年来最高。

表12：自进入2020年来全球主要国家利率变化统计：42个国家+85次以上降息（部分）

国家/地区	2020.1	2020.2	2020.3	当前利率指标
美国 联邦基金目标利率			-1.50	0-0.25
美国 基准利率			-0.50	0.25
加拿大 隔夜目标利率			-0.50	1.25
冰岛 基准利率		-0.25	-1.00	1.75
俄罗斯 关键利率		-0.25		6.00
澳大利亚 隔夜利率			-0.50	0.25
新西兰 基准利率			-0.75	0.25
韩国 基准利率			-0.50	0.75
印尼 基准利率		-0.25	-0.25	4.50
泰国 隔夜利率		-0.25		1.00
马来西亚 隔夜利率	-0.25		-0.25	2.50
菲律宾 关键利率		-0.25		4.25
中国香港 贴现窗基本利率			-1.14	0.86
中国澳门 贴现窗基本利率			-1.14	0.86
中国大陆 存款准备金率	-0.50		定向降准0.5至-1	12.50
土耳其 单周回购利率	-0.75	-0.50	-1.00	9.75
巴西 隔夜利率			-0.50	3.75
墨西哥 基准利率		-0.25		7.00
智利 隔夜利率			-0.75	1.00
秘鲁 基准利率				1.25
越南 再融资利率			-1.00	5.00
巴林 基准贷款利率			-0.75	1.70
卡塔尔 基准贷款利率			-1.00	2.50
沙特 基准利率			-1.25	1.00
阿联酋 基准利率			-0.50	1.50
约旦 基准利率			-1.50	2.50
阿根廷 基准利率			-2.00	38.00
冰岛 基准利率		-0.25	-1.00	1.75
统计个数	3	8	23	

图16：通胀预期已经开始在黄金定价中计入



2、金价反映的逻辑：汇率及通胀平价的美元黄金仍有空间

图17：不同货币计价的现货黄金价格

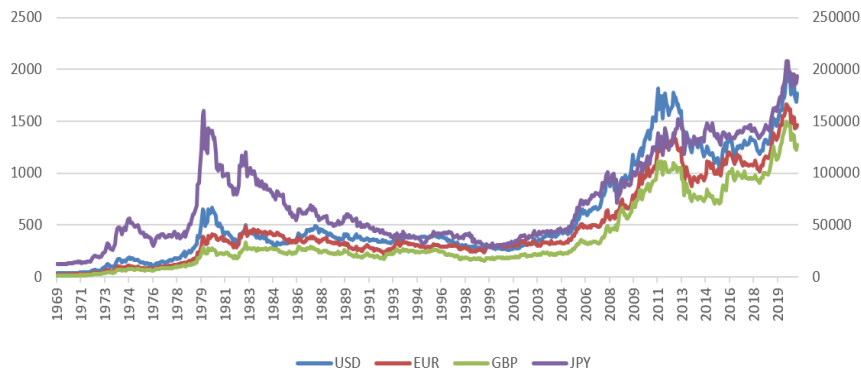


图18：名义金价及通胀调整后的实际金价



	USD	EUR	GBP	JPY
历史高点较次高溢价	8.3%	20.4%	34.4%	36.7%
当前价格较历史高点折价	-10.0%	-11.6%	-14.7%	-7.0%
汇率平价美元黄金	2357美元/盎司			

考虑WPI、CPI、M2及GDP等指标得到的通胀调整后金价，目标或为前高2586.3美元/盎司

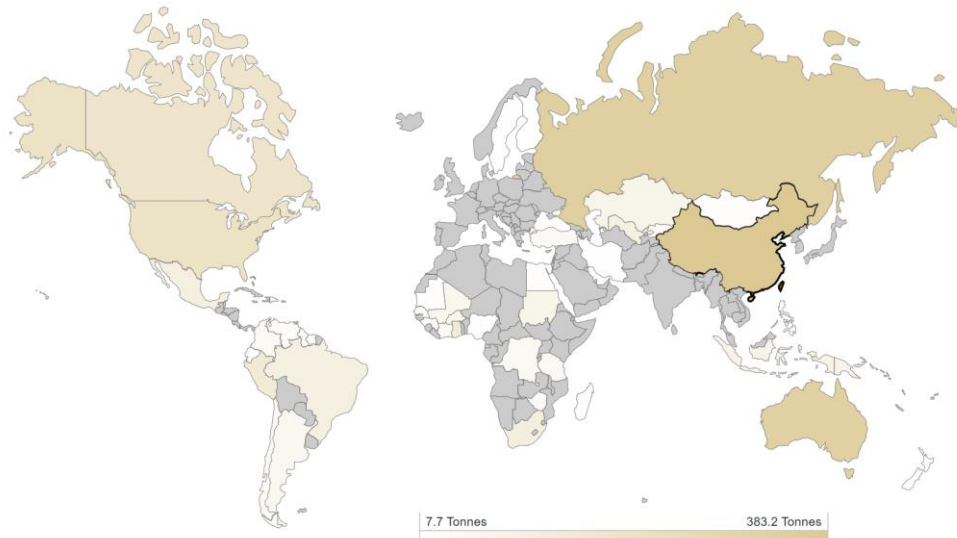
美元黄金目标价格或为：2350美元/盎司—2600美元/盎司

2、金银基本面：全球金银已探明储量极为有限

黄金：

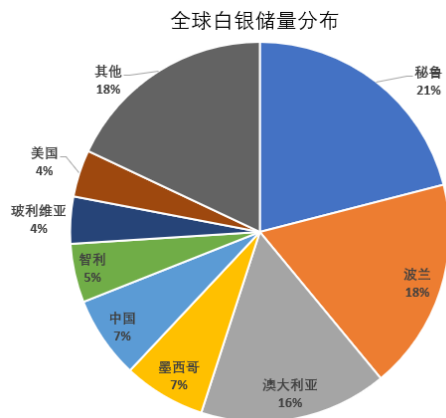
世界总储量4.1万吨，主要分布在南非（69%）、俄罗斯（约占10%）、美国（9%）、加拿大等国。

图 19：全球黄金储量分布



Source: Metals Focus; World Gold Council

图 20：全球白银储量分布



白银：

世界总储量56万吨，主要分布在秘鲁（21%）、波兰（18%）、澳大利亚（16%）。

统一数据来源：Wind, World Gold Council, Metals Focus, 东兴证券研究所

2、黄金基本面：黄金供应出现下滑

表13：全球黄金供需平衡表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
供应量											
金矿产量	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
%		4.1%	2.7%	6.4%	3.6%	2.9%	3.7%	0.9%	1.8%	-0.7%	-4.0%
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
%		-2.7%	0.7%	-26.9%	-5.5%	-5.5%	15.3%	-9.8%	1.9%	12.5%	0.7%
总供应量	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
%		4.6%	0.4%	-5.2%	4.2%	-1.4%	7.1%	-3.2%	2.1%	2.9%	-3.9%
需求量											
加工品											
金饰	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
%		2.5%	2.1%	27.8%	-7.0%	-2.6%	-18.6%	11.8%	1.2%	-6.4%	-38.1%
科技	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	302.2
加工量小计	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
%		0.8%	-0.1%	22.5%	-6.4%	-2.8%	-16.7%	10.6%	1.1%	-5.9%	-34.0%
金条和金币总需求量	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
%		24.7%	-12.0%	30.9%	-38.4%	2.3%	-1.7%	-2.7%	4.4%	-20.5%	3.5%
黄金ETFs及类似产品	388.9	261.1	250.9	-887.1	-149.3	-129.3	541.1	271.6	70.1	398.3	877.1
%		-32.9%	-3.9%	-453.6%	-83.2%	-13.4%	-518.6%	-49.8%	-74.2%	468.1%	120.2%
各国央行和其他机构	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.6	668.5	326.3
%		507.4%	18.4%	10.6%	-4.5%	-3.6%	-31.9%	-4.1%	73.4%	1.8%	-51.2%
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
供需平衡	134.9	-258.1	-133.7	-267.8	67.0	64.2	378.7	293.7	237.1	412.4	893.6

□ 全球矿产金供应增速已出现趋势性下滑：2015年显现下行拐点，至2020年-4%。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约74%，暗示全球黄金实际有效供给已经出现收缩；

□ 投资性需求成为全球黄金实物需求的新增长点：2015年至2020年，全球金饰及金条的总需求量整体下降1380吨，但全球投资类黄金需求整体增加2038.5吨，显示投资性需求开始成为影响黄金总需求的核心变量。

□ 黄金消费类需求在2021年开始修复

- 金条和金币21Q1消费创2017年来最高，并且远高于五年均值；
- 美国21Q1金鹰币销售创1999年以来同期最高；
- 全球一季度金饰需求同比增长52%至477.4吨；
- 中国今年Q1金饰消费增长212%至191.1吨；中国5月金银珠宝消费亦出现31.5%增长（推动中国现货黄金溢价达到平均11.3美元/盎司水平）；
- 21Q2全球黄金消费+9%至955.1吨，其中金条和金币需求量创出2013年以来最高季度增长至243.8吨（+56%），而全球金饰消费亦增幅达60%至390.7吨；
- 中国21H1金饰消费增长1.22倍至338吨，其中21Q2中国金条和金币需求+41%至57.3吨，同期中国金饰消费总量+62%至146.9吨。

图21：全球黄金消费在2021年开始修复

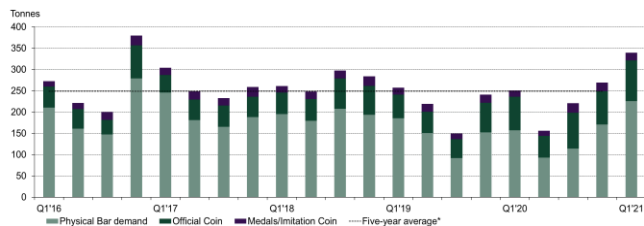
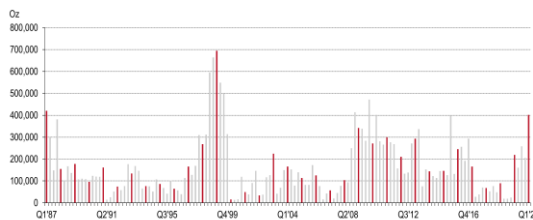


图22：美国金鹰币销售创21年来最高



统一资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 东兴证券研究所

2、白银基本面：矿产银供应趋势性下滑

图 23：全球白银供应量

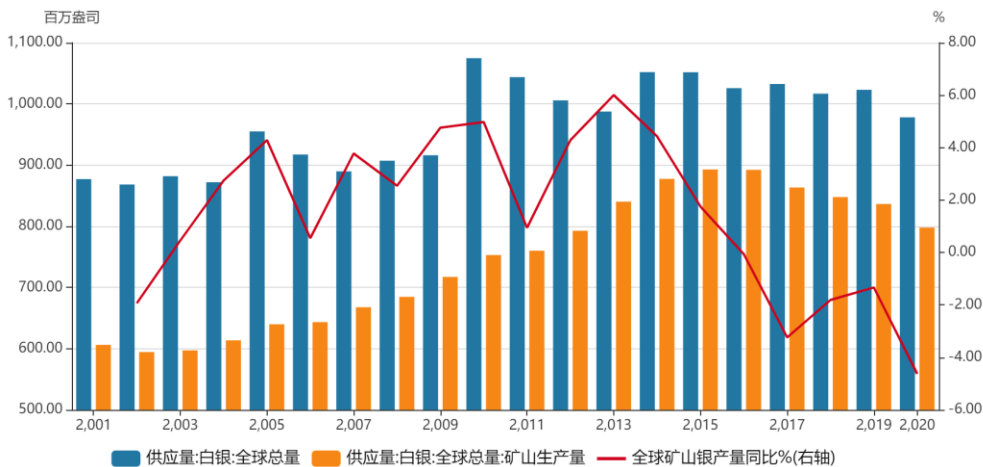


表 14：全球白银供需平衡表

Million ounces	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2019	2020
Supply												
Mine Production	760.1	792.7	840.3	877.5	892.9	892.3	863.4	847.8	836.5	797.8	-1%	-5%
Recycling	232.9	216.0	192.7	174.9	166.5	164.4	167.7	167.7	169.9	169.4	1%	-0.3%
Net Hedging Supply	11.9	-	-	10.7	2.2	-	-	-	15.7	10.0	na	-36%
Net Official Sector Sales	4.8	3.6	1.7	1.2	1.1	1.1	1.0	1.2	1.0	1.0	-15%	0%
Total Supply	1,009.7	1,012.4	1,034.7	1,064.2	1,062.6	1,057.8	1,032.2	1,016.8	1,023.1	978.1	1%	-4%
Demand												
Industrial	508.1	450.5	460.8	449.6	456.2	490.3	517.2	511.5	510.9	475.4	-0.1%	-7%
...of which photovoltaics	68.4	55.0	50.5	48.4	54.1	93.7	101.8	92.5	98.7	96.1	7%	-3%
Photography	61.6	52.5	45.8	43.6	41.2	37.8	35.1	34.2	33.7	30.5	-1%	-10%
Jewelry	162.2	159.2	187.1	193.5	202.6	189.2	196.3	203.1	201.3	187.5	-1%	-7%
Silverware	41.5	40.1	45.7	52.4	56.6	52.3	57.7	65.4	59.8	54.3	-9%	-9%
Net Physical Investment	272.0	240.8	300.1	282.6	310.4	213.9	156.2	165.7	186.1	215.8	12%	16%
Net Hedging Demand	-	40.4	29.3	-	-	12.0	2.1	8.4	-	-	na	na
Total Demand	1,045.4	983.5	1,068.9	1,021.6	1,067.0	995.5	964.7	988.3	991.8	963.4	0%	-3%
Market Balance	-35.7	28.9	-34.2	42.6	-4.4	62.3	67.5	28.5	31.3	14.7	10%	-53%
Net Investment in ETPs	-18.9	53.6	4.6	-0.5	-17.2	50.9	6.8	-22.3	81.7	120.0	na	47%
Market Balance less ETPs	-16.9	-24.7	-38.8	43.1	12.8	11.3	60.7	50.8	-50.4	-105.3	na	109%
Silver Price (US\$/oz, London price)	35.12	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	15.70	3%	-3%

Source: Metals Focus

统一资料来源: Metals Focus, wind, 东兴证券研究所

图 24：金银比已恢复至常态化水平



- 全球矿产银供应增速同样出现趋势性下滑：2015年显现下行拐点，至2020年-4.63%；由于矿产银占全球白银总供应量83%，导致同期全球白银产量收缩4.4%；
- 白银消费均有更多工业属性，50%白银消费用于工业，珠宝首饰及银器需求仅占25%；
- 全球白银需求在2020年受工业及宏观环境的系统性弱化而出现收缩，但2021年起受益于预期宏观环境的修复及中国新基建与5G项目的建设，白银需求在2021-2024年有望维持年均3.5%的增长。远期供需增速的不匹配导致白银的基本面由2019年的过剩向供需紧张平衡转变。

Basel Committee
on Banking Supervision



Basel III: Finalising
post-crisis reforms

December 2017



BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS

巴塞尔协议III规定，自2019年3月29日起，各国央行可以将--按市值计价的黄金持有量计算为现金持有量→被列入与货币具有同等地位的一级资产→商业银行的核心资产→黄金货币属性强化→对美元形成冲击

14. Other assets

95. The standard risk weight for all other assets will be 100%, with the exception of exposures mentioned in paragraphs 96 and 97.

96. A 0% risk weight will apply to (i) cash owned and held at the bank or in transit; and (ii) gold bullion held at the bank or held in another bank on an allocated basis, to the extent the gold bullion assets are backed by gold bullion liabilities.

97. A 20% risk weight will apply to cash items in the process of collection.

148. The following collateral instruments are eligible for recognition in the simple approach:

- (a) Cash (as well as certificates of deposit or comparable instruments issued by the lending bank) on deposit with the bank that is incurring the counterparty exposure.^{69, 70}
- (b) Gold.
- (c) In jurisdictions that allow the use of external ratings for regulatory purposes:
 - (i) Debt securities rated by a recognised ECAI where these are either:
 - at least BB– when issued by sovereigns or PSEs that are treated as sovereigns by the national supervisor; or
 - at least BBB– when issued by other entities (including banks and other prudentially regulated financial institutions); or
 - at least A-3/P-3 for short-term debt instruments.

2、黄金的基本面：央行的持续性购买延续

图25：全球黄金储备（吨）

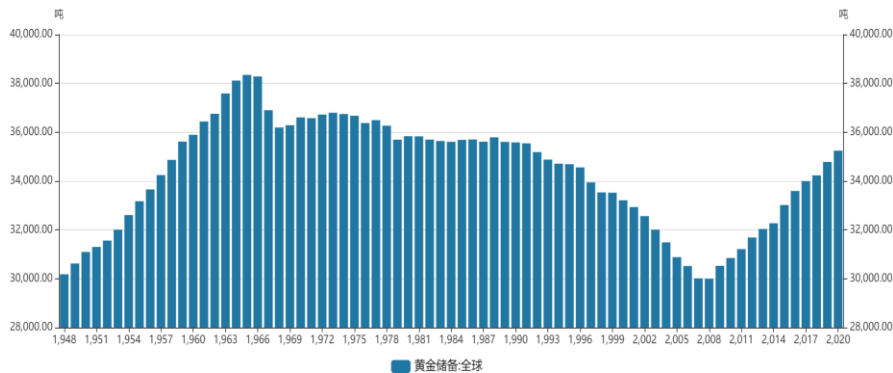


图26：中俄印央行黄金储备增长明显

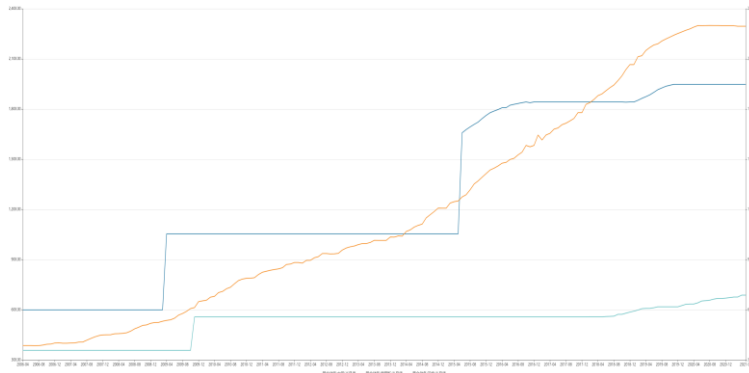
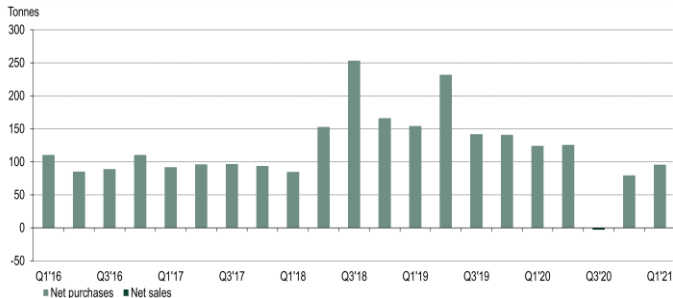


图 27：全球央行季度购金量变化（吨）



- 各国央行从2018年开始出现一致性的购金行为，央行购金总量同比增长74%至651.5吨；
- 2019年全球央行总计购金650.3吨，为近50年来第二高的年度购买量；
- 2020年全球央行购金受疫情影响而有变动（部分新兴央行停止购金并出现售金现象），但全年仍保持326.3吨增长；

- 2021Q1全球央行购金量环比+20%至95.5吨，全球央行今年前四个月净购金总量达169.6吨；
- 2021年Q1全球央行购金增长199.9吨，以泰国、匈牙利和巴西等新兴国家央行为主。

统一资料来源：Wind, World Gold Council, 东兴证券研究所

2、黄金的基本面：央行的持续性购买延续

图 28: 各国黄金占外储比例

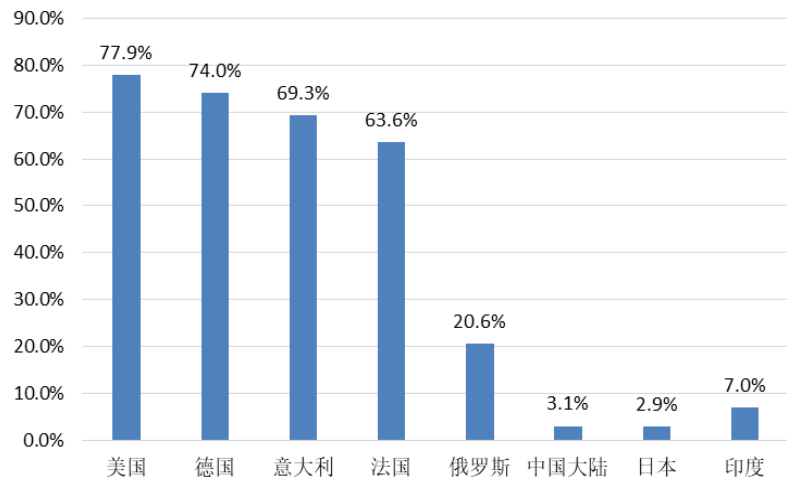
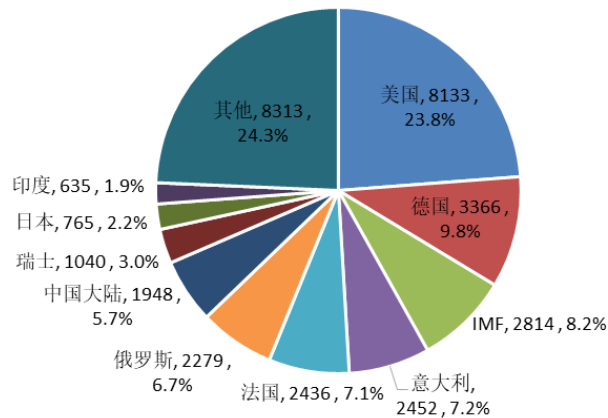


图 29: 黄金在全球央行中的储备分布



- 黄金市场有两个不平衡的存在，意味着央行购金持续性增长的可能；
- 黄金储备分布的不平衡：全球央行官方总储备**3.52万吨**，美国占**23.1%**，德意法合计占**23.4%**；俄罗斯**6.5%**，中国占**5.5%**，日本**2.4%**，印度**2%**，8个国家/地区黄金总储备占全球**197个**央行黄金总储备**70%**之上，显示黄金的央行储备分布极不平衡；
- 黄金占外储比例的分布也不平衡。西方发达国家黄金占其外储比例均在**60%**之上，而南亚及东亚地区则普遍偏低，中国仅有**3.1%**，印度**7.0%**，日本**2.9%**，倒是俄罗斯，从**2018**年起抛售**94%**的美国国债转而购买黄金，其黄金占外储比例从低于**7%**涨到**21%**；
- 所以从这两个不平衡的角度观察，全球央行黄金购置有持续性增长的可能。

统一资料来源：Wind, World Gold Council, 东兴证券研究所

2、黄金的基本面：央行的持续性购买延续-中国的空间

图 30：中国央行黄金占外储比例变化量演变（7%及21%）

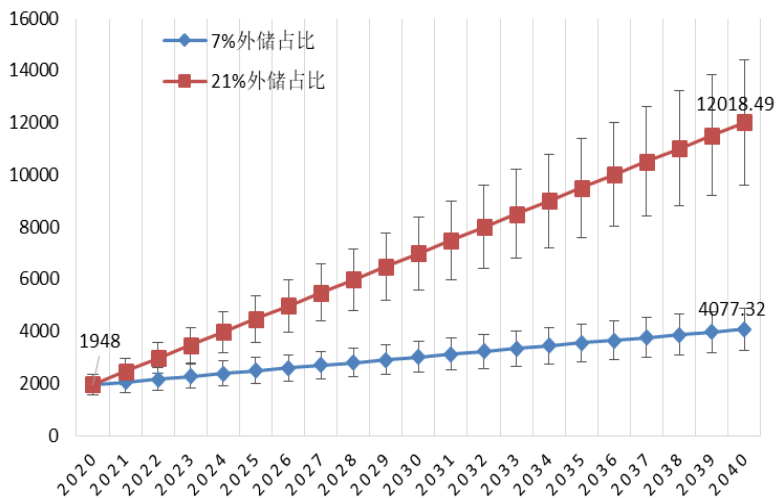


表 15：至2021年4月全球官方黄金储备及占比：黄金在央行的储备低位继续攀升

排名	国家/组织	吨	黄金占外汇储备%**
1	美国	8,133.5	77.6%
2	德国	3,362.4	74.2%
3	国际货币基金组织	2,814.0	1)
4	意大利	2,451.8	69.0%
5	法国	2,436.3	64.3%
6	俄罗斯	2,295.4	21.8%
7	中国大陆	1,948.3	3.2%
8	瑞士	1,040.0	5.3%
9	日本	846.0	3.4%
10	印度	695.3	6.6%
11	荷兰	612.5	66.8%
12	土耳其 ⁵⁾	512.6	37.7%
13	欧洲央行	504.8	35.1%
14	中国台湾	423.6	4.1%
15	哈萨克斯坦	395.8	64.0%
16	葡萄牙	382.6	77.8%

- 中国黄金占外储比例的进一步提高有助于中国央行黄金储备规模的进一步释放；
- 目前中国外储总计约3.1万亿美元（未来乐观及悲观情形按±20%计算），黄金储备约1948吨。假设黄金储备占外储比例达到印度水平（7%），黄金按均价1550美元/盎司计算，中国央行黄金储备将会达到4077吨（+2129吨），若购金周期以20年计，每年需净买入约106吨；
- 如果目标至俄罗斯的比例（21%），中国央行黄金储备需增长至12018吨（+10070吨），每年需净买入约504吨；
- 央行的黄金购置仍有持续性增长的可能及空间。

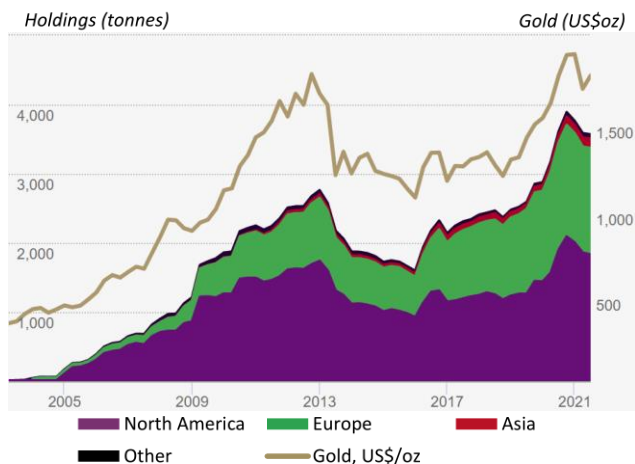
统一资料来源：Wind, World Gold Council, 东兴证券研究所

2、黄金的基本面：黄金实物持仓管理规模持续增长

图 31：黄金SPDR持仓情况



图 32：黄金实物持仓全球管理规模（较2004Q4 +64.3倍）



统一资料来源：Wind, World Gold Council, 东兴证券研究所

- 黄金实物持仓ETF在2019年上升401吨至2906吨，2020年M1-M2已经达到3033吨的历史新高(近5%)，以美元计价的资产规模也是破了2012年9月的高位（当时金价1750左右）；2020年共+877.1吨至3761.1吨。
- 亚洲黄金实物ETF维持明显增长态势，包括中国的3只实物持仓ETF基金分别成为全亚洲第一，第三和第五大黄金基金全球ETF黄金，累计黄金持仓超过65吨。

表 16：亚洲黄金实物持仓ETF规模

区域	基金名称	上市国家（地区）	持仓吨数	现持仓盎司	管理资产规模（百万美元）	21年4月份吨数变化	21年截止目前吨数变化
亚洲	华安易富黄金ETF	China P.R. Mainland	30.3	973,965	1,736	-1.5	4.1
	Japan Physical Gold ETF	Japan	24.6	791,861	1,400	0.1	2.7
	博时黄金ETF	China P.R. Mainland	23.5	753,993	1,344	-0.1	4.3
	Nippon India ETF Gold BeES	India	12.2	390,819	781	0.3	1.3
	易方达黄金ETF	China P.R. Mainland	11.8	379,375	676	-0.2	1.9
	HDFC Gold Exchange Traded Fund	India	4.8	154,917	310	0.1	0.6
	SBI-ETF Gold	India	4.7	149,550	299	0.2	0.9
	ICICI Prudential Gold iWIN ETF	India	4.5	146,089	292	0.7	1.2
	ValueGold ETF	Hong Kong SAR	3.9	124,487	220	0.0	0.4
	Kotak Gold ETF	India	3.6	115,045	230	0.1	0.4
	国泰黄金ETF	China P.R. Mainland	1.3	42,343	75	-0.1	-0.2
	UTI-Gold Exchange Traded Fund	India	1.3	41,132	82	0.0	0.1
	博时黄金ETF I 份额	China P.R. Mainland	1.2	38,973	69	-0.1	-0.1
	AXIS GOLD ETF	India	0.9	29,001	58	0.0	0.2
	Birla Sun Life Gold ETF	India	0.6	19,081	38	0.0	0.1
	广发上海金ETF	China P.R. Mainland	0.5	16,597	30	0.0	-0.1
	华夏黄金ETF	China P.R. Mainland	0.4	13,150	23	0.0	0.0
	富国上海金ETF	China P.R. Mainland	0.4	13,150	23	0.0	-0.2
	工银瑞信黄金ETF	China P.R. Mainland	0.3	9,131	16	0.0	0.0
	Quantum Gold Fund	India	0.3	8,819	18	0.0	0.0
	中银上海金ETF	China P.R. Mainland	0.3	8,777	16	0.0	-0.1
	TradePlus Shariah Gold Tracker	Malaysia	0.3	8,121	14	0.0	0.0
	前海开源黄金ETF	China P.R. Mainland	0.2	6,559	12	0.0	0.0
	建信上海金ETF	China P.R. Mainland	0.2	6,141	11	0.0	-0.1
	IDBI Gold ETF	India	0.2	5,743	11	0.0	0.0
	Invesco India Gold Exchange Traded Fund	India	0.2	5,185	10	0.0	0.0
Hang Seng RMB Gold ETF	Hong Kong SAR	0.2	5,137	9	0.0	0.0	
博时黄金ETF D份额	China P.R. Mainland	0.0	678	1	0.0	0.0	
总计			132.4	4,257,819	7,806	-0.5	17.3

2、黄金的基本面：黄金实物持仓规模持续增长且具持续性

黄金实物持仓ETF未来增长具有持续性：

➤ **回报率角度对个人投资者具有吸引力：** 如果从金价过去15年的涨跌幅观察，可以发现黄金价格的年均回报率8%，该数据亦明显跑赢CPI，这意味着持有黄金类资产可获得有效投资回报并且跑赢通胀。所以实物黄金ETF这种分散化按份额购买黄金的产品对个人投资具有吸引力。

图 33：黄金年均回报率稳定

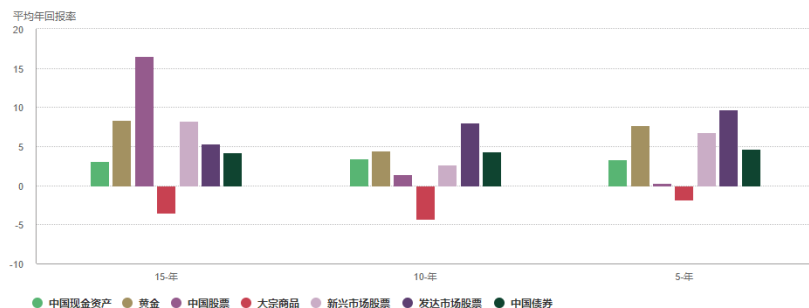
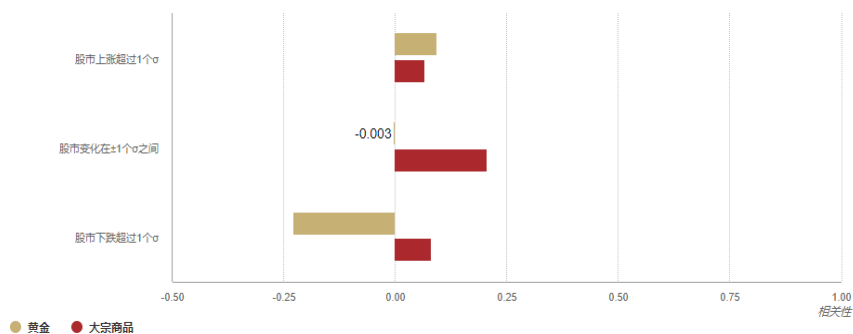
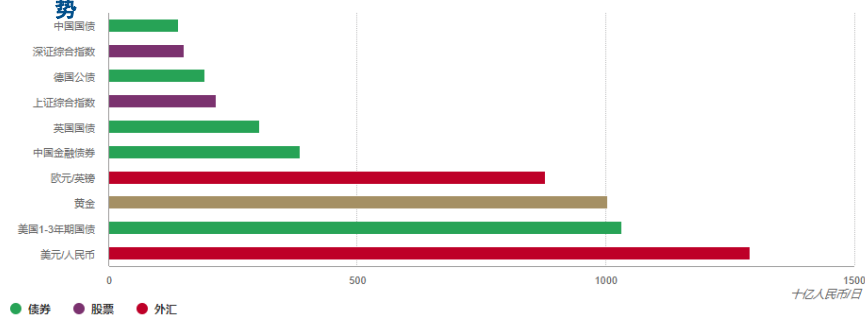


图 34：黄金有效对冲权益类资产风险



➤ **对冲和流动性提升机构对黄金实物持仓的配置：** 对冲的表现作为加入黄金资产的投资组合可有效提升整个组合回报率和降低波动率，以5年期的保险基金投资组合为例（70%固收，10%现金，20%股票配比），加入5%的黄金资产会令组合年回报率提升0.31%，令组合的年波动率降低2.47%，这个改善无疑是显著的；此外，从流动性角度观察，全球黄金的日均交易量大约1万亿人民币，仅低于美元/人民币1.29万亿的日成交规模，但远高于欧元英镑8800亿人民币的日成交额。其中约5420亿的成交份额是现货和期权/掉期/远期交易，约4510亿是交易所交易（中国SHFE+SGE的黄金交易占了约1040亿），所以黄金交易具有充足的市场深度。从这两个角度分析，实物持仓ETF的量有进一步增长的空间。

图 35：黄金市场具有流动性优势



统一资料来源：Wind, World Gold Council, 东兴证券研究所

金属价格下滑及矿石品位下降，采矿权到期风险，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑，资源国政治风险及汇率风险。

张天丰 S1480520100001

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。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大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018年9月加入东兴证券研究所。

胡道恒 S1480519080001

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有1年PE机构及4年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019年7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。

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。

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。