

➤ **加息难以跑赢通胀，实际利率将继续下行。**疫情后为刺激经济，各国纷纷出台一系列宽松政策，财政刺激政策和降息带动全球货币超发，货币量供应大于流动所需货币需求，为通胀持续抬升的底层原因。根据历史数据，黄金价格与实际利率高度负相关，目前 10 年期美债实际利率已经处于历史低位，在美联储加息预期已经被市场消化的情形下，通胀预期数据仍然居高不下，伴随着经济增长乏力，预计紧缩政策滞后于通胀，实际利率难以跑赢通胀，金价大概率创新高。

➤ **历史角度：复盘 70 年代滞胀期资产表现，黄金大幅跑赢其他金融资产。**回顾上世纪 70-80 年代美国的滞胀时期特征，我们认为高通胀预期下的经济衰退为滞胀的信号。目前全球通胀难见拐点，绿色能源革命、疫情反复、俄乌冲突、劳动力成本上升均造成了供应端的扰动或供应成本的抬升，随着宽松政策下对需求的刺激，商品价格持续走高，拉动通胀。目前美国国债长短端期限利差部分已经出现倒挂，此为反映经济衰退预期的重要信号，美国经济或将步入滞胀期，回顾 70 年代滞胀期，实物资产整体跑赢金融资产，金价或迎来趋势性上行。

➤ **央行角度：全球央行大幅扩表，黄金增储需求明显。**自 2010 年以来各国央行已连续 12 年净购入黄金，其中新兴市场购金力度较大，反映了 08 年经济危机以来各国开始关注自身外汇储备风险，以发展中国家尤为显著。在全球央行大幅扩表的背景下，货币信用逐步受到挑战，各国央行将增加购金需求，以维护币值稳定和抵抗美元信用走弱的风险。随着近期俄乌地缘政治风险超预期，在央行购金行为的影响下，避险情绪升温，黄金 ETF 持仓回升，投资需求抬升迹象明显。

➤ **行业投资建议：黄金配置机会来临。**相较于黄金，黄金股的价值波动还受到其基本面等因素影响，导致黄金指数波动率大于金价。业绩弹性进行分析时，应重点关注矿产金产量占比，克金综合成本、增产增储规划等信息。由于矿山的克金成本波动相对于金价的趋势性波动可忽略不计，金价上升可直接带来矿产金业务盈利上升，矿产金占比较高的业绩对金价的业绩弹性更大。

➤ **重点公司：**我们推荐赤峰黄金、招金矿业、山东黄金、银泰黄金、紫金矿业、中金黄金、湖南黄金、恒邦股份、盛达资源、中国黄金国际。

➤ **风险提示：**金属价格大幅下跌；公司项目进度不及预期；生产安全风险；海外矿山所在国政治风险。

推荐

维持评级



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张建业

执业证号：S0100120080003

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1. 招金矿业(01818.HK)深度报告：昂首迈入发展新阶段

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600988.SH	赤峰黄金	18.68	0.47	0.50	1.19	40	37	16	推荐
1818.HK	招金矿业	6.00	0.32	0.01	0.33	19	582	18	推荐
600547.SH	山东黄金	21.77	0.52	-0.09	0.52	42	/	42	推荐
000975.SZ	银泰黄金	9.30	0.45	0.56	0.73	21	17	13	推荐
601899.SH	紫金矿业	11.60	0.25	0.60	1.05	46	19	11	推荐
600489.SH	中金黄金	7.95	0.32	0.41	0.46	25	20	17	推荐
002155.SZ	湖南黄金	10.92	0.19	0.30	0.56	57	36	19	推荐
002237.SZ	恒邦股份	10.75	0.38	0.40	0.56	28	27	19	推荐
000603.SZ	盛达资源	13.05	0.42	0.64	0.80	31	20	16	推荐
2099.HK	中国黄金国际	23.45	1.80	4.33	8.47	13	5	3	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，汇率取 0.1571 美元/人民币，1.2881 港币/人民币

注：股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价；山东黄金，紫金矿业，湖南黄金，恒邦股份，中国黄金国际已披露 21 年年报

目 录

1. 货币历史性宽松，滞胀下金价上行确立	3
1.1 实际利率将进一步下行，支撑黄金价格	3
1.2 历史角度：类比美国 70-80 年代滞胀时期，黄金大幅跑赢金融资产	6
1.3 央行角度：全球央行大幅扩表，黄金增储占比有望提升	12
2. 投资建议	16
2.1 行业投资建议：黄金配置来临	16
2.2 重点公司	17
3. 风险提示	32
插图目录	43
表格目录	43

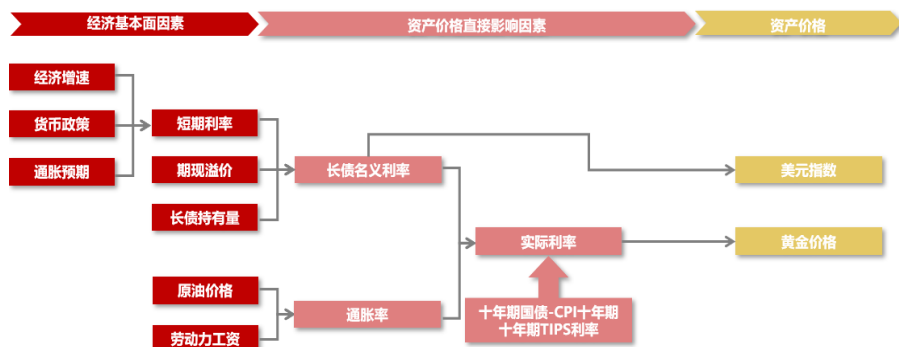
1. 货币历史性宽松，滞胀下金价上行确立

1.1 实际利率将进一步下行，支撑黄金价格

黄金价格的直接影响因素是美国长期实际利率。黄金是特殊的商品，本身商品属性较弱，需要认识黄金的本质才能真正理解金价。我们觉得黄金的货币属性才是其本质，其重要价值就是与信用货币的博弈。货币的定价依据为实际利率，黄金作为无息资产，美元资产的收益率越低，黄金的配置价值越凸显，实际利率实际上就是持有黄金的机会成本，因此黄金的价格与美元实际利率水平密切相关。

美国长期实际利率取决于名义利率与预期通货膨胀率。实际利率=名义利率-通胀率，通胀会对实际利率会产生影响。具体而言，对未来经济增长的悲观预期会使美国的名义利率降低，而通胀率不断抬升又会导致在名义利率一定时，实际利率出现进一步下行。长期名义利率=短期名义利率+期限利差，短期利率主要受到货币政策等因素的影响，期限利差取决于对未来经济的预期。通胀率主要受到原材料价格、劳动力成本等因素波动的影响。

图 1：黄金价格影响因素分析框架



资料来源：wind，民生证券研究院

从历史数据来看，黄金价格与实际利率高度负相关。我们用美债收益率-CPI 数据表示实际利率。复盘历史，在实际利率为负时，通常对应黄金的一轮趋势性行情。1973 年 9 月开始进入负实际利率时期，1974 年 12 月达到阶段性最低点-4.67%。在此期间，金价从 102.97 美元/盎司上涨至 184.27 美元/盎司，涨幅约 79%。1978 年 9 月-1980 年 10 月实际利率再次持续为负，金价从 212.08 美元/盎司上行到 661.15 美元/盎司，涨至 3 倍以上。2008 年到 2010 年期间实际利率处于低位并多次出现负实际利率，2008 年 1 月金价为 889.6 美元/盎司，到 2010 年 12 月已涨至 1391.01 美元/盎司，涨幅约 56%。2019 年 1 月以来 10 年期美债实际利率进入下行区间，2020 年 7 月开始保持在 0 以下，2022 年 2 月为-5.97%，处于历史低位，甚至低于上世纪 70-80 年代的滞胀期间。

黄金价格与十年期 TIPS 利率更是呈现高度负相关。TIPS 利率为剔除通胀后，仅考虑经济增长与期限溢价的实际利率。考虑到美国经济通胀持续加速，特别是今

年油价及上游材料上涨推升通胀预期，两者共同作用，实际利率或将出现拐点，对应黄金价格有望迎来上涨。

图 2：当实际利率为负时黄金多迎来上涨行情



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：美国十年期 TIPS 利率与黄金价格高度负相关

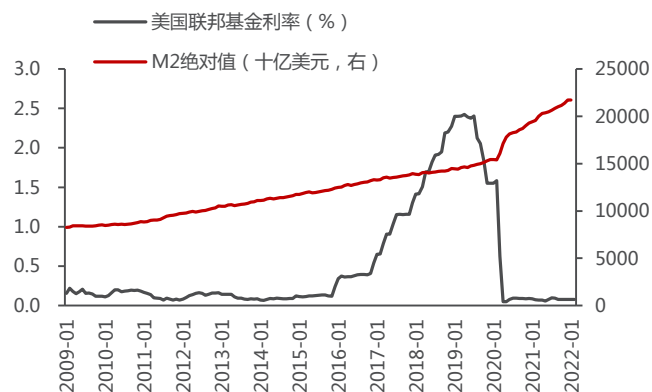


资料来源：wind，民生证券研究院

货币超发为通胀的底层原因：通货膨胀的直接原因为货币供给量过多，即货币发行总量高于流通中所需货币量，历史上货币超发之后往往对应通胀大幅抬升。此外需求增加过度，供给不足也是导致通胀的间接原因，但该矛盾长期会随着供给抬升，供需矛盾的缓解而逐步消除。

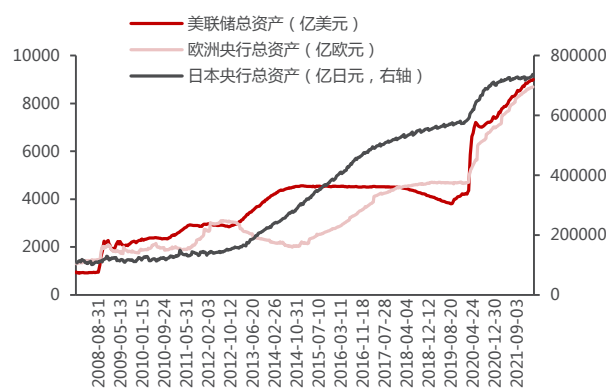
两年疫情全球流动性泛滥，央行资产负债表规模大幅扩张。我们认为本轮通胀的主要原因为货币的历史性超发，美国自 2020 年 3 月疫情之后，广义货币供给 M2 出现跳升并持续维持高速增长，2020 年 3 月份 M2 同比增速大幅提升至 10.2%，此后增速继续放大，直到 2021 年 4 月份之前 M2 同比增速均维持在 20% 以上的历史高水平。截至 2021 年 12 月底，美国广义货币 M2 余额为 21.72 万亿美元，自 2020 年 3 月的 16.08 万亿美元增加了 5.64 万亿美元，即美国疫情之后发行的货币总量约占历史发行的货币总量的 26%。同时，疫情下欧洲和日本的货币行为与美联储类似，均通过大幅扩表刺激经济复苏，造成全球性的货币超发。

图 4：美联储加大货币超发，刺激经济复苏



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：疫情导致流动性紧张，各国央行纷纷加码宽松



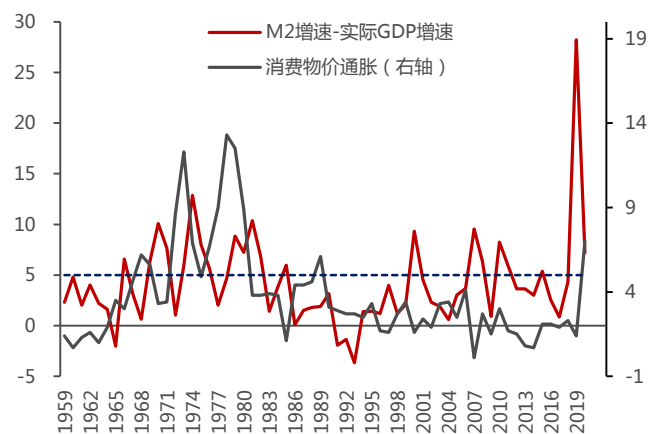
资料来源：wind，民生证券研究院

从历史数据来看,每一轮美国的货币超发均伴随着通胀预期的抬升。随着大量货币进入到商品流通环节,将造成物价的普遍、持续性上涨。复盘美国历史中的通货膨胀,1970-1980年代美国CPI同比连续数月超过5%,最高时期的1980年3月CPI达到14.8%;1989年-1990年,2008金融危机时期,仅有几个月CPI同比数据超过5%,通胀持续时间均较为短暂。

从美国目前通胀实际数据表现来看,随着疫情后释放的流动性逐渐传导,2021年以来美国CPI数据开启快速增长,2021年6月CPI数据已上升至5.4%,在5%-6%区间水平稳定了4个月后,于10月份冲破6%后继续开启快速上涨。2022年1月5日,美联储公布的去年12月货币政策会议纪要中首次提及缩表,态度明确转鹰,但通胀预期仍未见放缓势头,2022年2月份CPI数据已从2021年底的7%增长至7.9%。2022年3月17日美联储宣布加息25bp,点阵图显示年内还将加息6次,至2022年底利率为1.9%,2023年底、2024年底的预计分别为2.8%和2.4%。

美国密歇根大学通胀预期数据反应消费者对未来12个月美国的通胀预期,该数据自疫情以来不断上升,目前处于上世纪70-80年代以来的历史高位。与2008年金融危机后的宽松政策期间处于同一水平,3月份通胀预期数据为5.4%,较2月份的4.9%进一步上升。我们认为本轮美国再美国货币历史性超发下,美国CPI数据短期难言顶部,目前美联储加息预期已经被市场 price in,通胀为最大的预期差,我们认为加息后名义利率的上行难以跑赢通胀,实际利率大概率将继续下行,支撑黄金价格走高。

图6:历史上,货币超发之后往往对应通胀预期大幅抬升



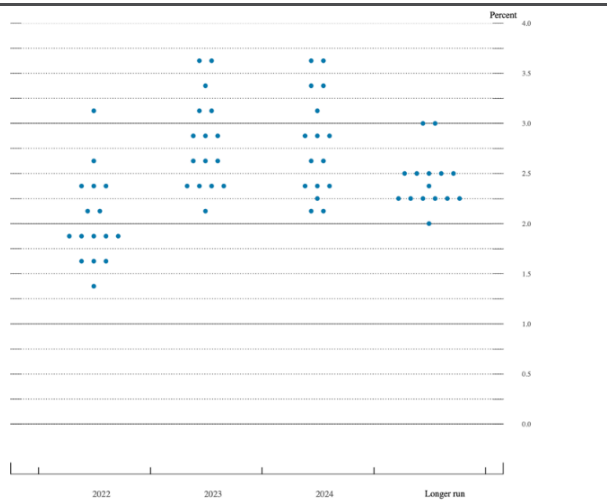
资料来源:wind,民生证券研究院

图7:通胀预期变化与CPI当月同比



资料来源:wind,民生证券研究院

图 8：2022 年 3 月美联储加息点阵图



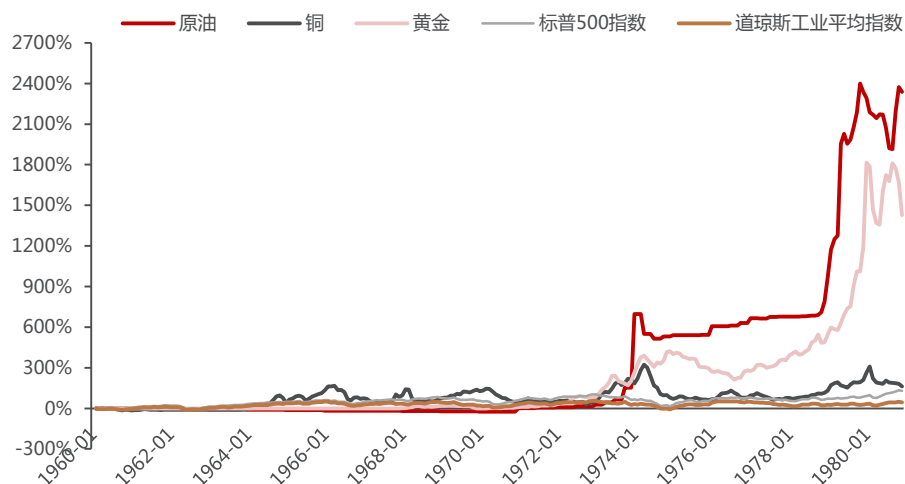
资料来源：美联储，民生证券研究院

1.2 历史角度：类比美国 70-80 年代滞胀时期，黄金大幅跑赢金融资产

复盘美国 70-80 年代滞胀，与当下环境有相似之处。随着通胀的不断持续，我们认为当下全球经济或将进入通胀的时代，通过分析美国上世纪 70 年代经济滞胀期特征，我们认为与当前环境具有相似之处，对于未来的黄金价格或有较强的启示意义。

复盘 70 年代滞胀期金价走势。美国 70 年代黄金价格走势经历四个阶段：第一轮上涨期，1970-1974 年，黄金价格由 1970 年的 35.08 美元/盎司，上涨至 1974 年的 195.25 美元/盎司，涨幅达 4 倍多。回调期，1975-1976 年，黄金价格由 1974 年最高的 195.25 美元/盎司下跌至 1976 年的 103.5 美元/盎司，跌幅达到 47%。第二轮上涨期，1977-1978 年，由 1976 年的 103.5 美元/盎司，上涨到 1978 年 10 月的 242.75 美元/盎司，涨幅达 2 倍多。快速上涨期，1979 年-1980 年，黄金价格迎来 70 年代以来最后一轮也是最大一轮涨幅，金价由 1979 年初最低 216.85 美元/盎司，上涨至 1980 年 1 月最高 850 美元/盎司，一年时间上涨近 3 倍。

从滞胀期大类资产表现来看，实物资产整体跑赢金融资产，黄金作为最保值的天然货币，七八十年代迎来波澜壮阔的行情。我们认为目前全球通胀预期难见拐点，长短端期限利差的倒挂也反映了经济衰退预期，美国经济或将步入滞胀期，对标上世纪 70-80 年代美国，黄金或迎来趋势性行情。

图 9：各大类资产自 1960 年后价格累计增长情况


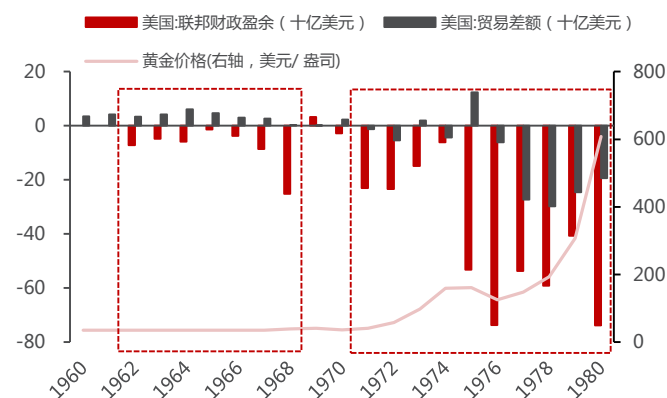
资料来源：wind，民生证券研究院

表 1：70-80 年代滞胀时期黄金与金融资产涨跌幅对比

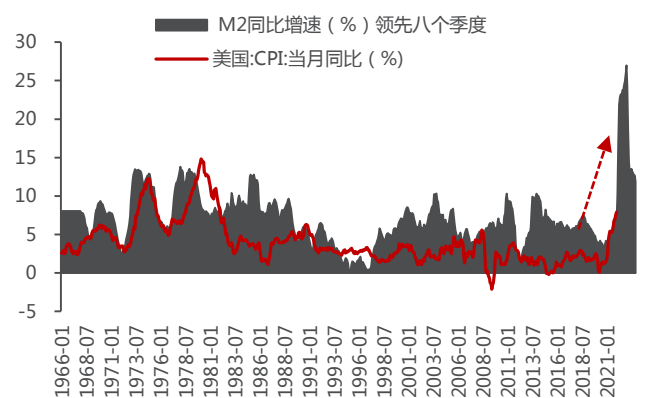
	1968.01 价格	1980.12 价格	涨跌幅
道琼斯工业平均指数 (点)	884.77	945.96	7%
标普 500 指数 (点)	95.04	133.48	40%
铜 (美元/公吨)	1,408.75	1,879.00	33%
原油 (美元/桶)	1.32	39.75	2911%
黄金 (美元/金衡盎司)	35.18	595.10	1592%

资料来源：wind，民生证券研究院

1962-1968 期间扩张性财政政策为通胀埋下伏笔：为应对 60 年代初出现的经济衰退及失业率上升，美国实行了积极的凯恩斯主义政策（包括减税、增加社会支出等），在此期间爆发的越南战争也进一步增加了财政预算支出。1962 年开始美国政府长期财政赤字，1968 年财政赤字规模高达 251.6 亿美元。1962-1966 期间美国经济出现了由扩张性财政政策带动的经济增长，在扩张性货币政策的刺激下，美国 CPI 开始缓慢走高。1968 年，尼克松为了消除通胀危机，在一定程度上实施了紧缩性的财政政策，1969 年财政预算盈余为正，美联储也紧缩了货币供给，因此美国 CPI 进入 1970 年之后有所回落。但由于 1968-1970 年经济下滑过快，且 1971 年 5 月出现了自 1893 年以来的第一次贸易逆差，尼克松在 1971 年放弃了紧缩性财政政策，美国政府长期保持百亿美元规模的财政赤字，美联储也重新维持 60 年代初以来的低利率政策。

图 10：60s-70s 美国政府长期保持大规模财政赤字


资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：扩张性政策是 70 年代滞胀的根源


资料来源：wind，民生证券研究院

1970-1980 年代，长期低利率+美元危机、石油危机推动促成滞胀：伴随着美元危机（布雷顿森立体系瓦解，美元与黄金脱钩），第一次石油危机、粮食危机的爆发，美元信用受到挑战，全球商品价格大幅攀升，美国 CPI 数据自 1972 年始开启快速上升，高通胀对需求形成抑制，引起经济的第一次快速衰退。期间美国曾实施加息等紧缩政策，但由于控制通胀政策反复，效果不明显，各类财政政策刺激经济的方式虽然使经济暂时好转，但却进一步释放了流动性，超额货币供应量为持续通胀埋下隐患，随着 1978 年第二次石油危机爆发后，原油价格进一步攀升带动美国 CPI 再度升至历史新高，美国经济陷入二次衰退。

滞胀时期特征：CPI 与 GDP 增速反向相关，实际利率处于低位或负区间。滞胀时期，CPI 与 GDP 增速呈反向变动，背后原因在于高通胀抑制经济增长，在通胀阶段性缓和后，货币政策又转向宽松以促进经济恢复；此外滞胀期间，实际利率处于低位或负区间，滞胀期间由于经济衰退预期的逐步形成，压制长期国债收益率，叠加通胀率攀升进一步促使实际利率下降，使得 70 年代美国十年期国债实际收益率始终维持低位，且多次出现负利率。我们认为，通胀持续高企下的经济衰退预期为步入滞胀期的有效信号。

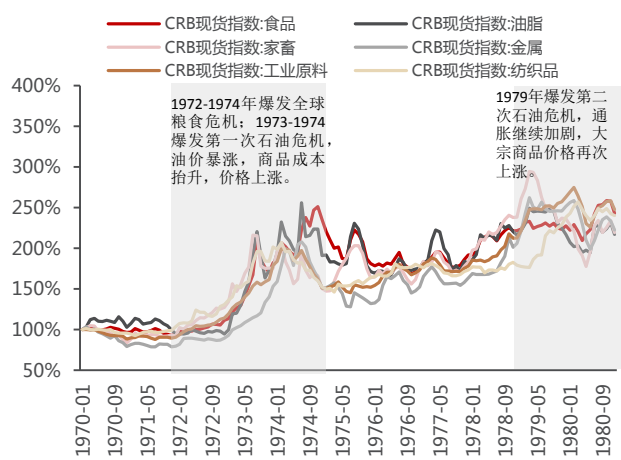
图 12：美国历史 GDP 同比、CPI 同比、剔除通胀后的十年国债利率与失业率



资料来源：wind，民生证券研究院

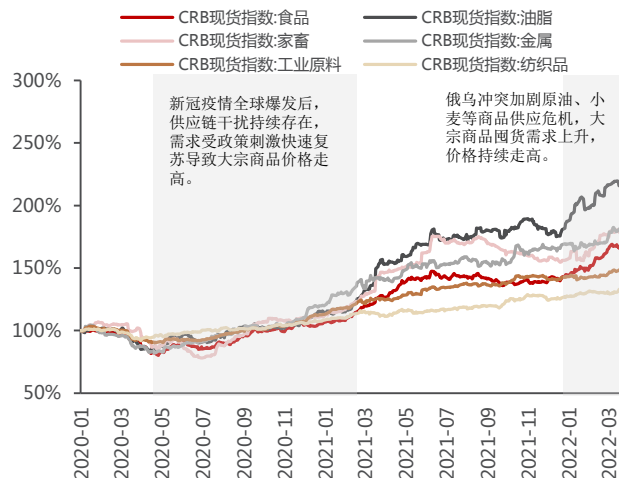
供应端扰动增加，地缘政治冲突加剧通胀，通胀难见拐点。上世纪 70-80 年代通胀的背后原因，一方面与美国前期过度宽松政策有关，此外供应端石油危机、粮食危机等爆发加剧了供需矛盾，对全球大宗商品价格抬升也起到了重要作用。我们认为当前环境与历史同期有相似点。

图 13：1970s 两次滞胀期间大宗商品价格上涨



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：俄乌冲突加剧供需矛盾导致商品价格上涨



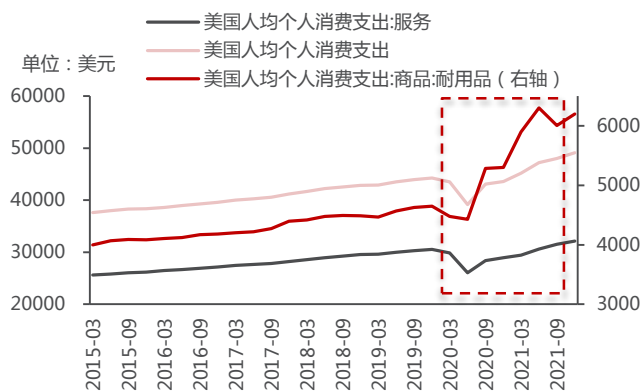
资料来源：wind，民生证券研究院

供给端：1)当前新冠疫情逐步趋于常态化，受制于全球疫情反复，对供应链的干扰预计持续存在；2)在碳中和目标指引下，全球向绿色能源转型，传统能源资本开支掣肘，在短期新能源供应难以弥补需求缺口时，能源价格居高不下；3)俄乌冲突进一步加剧农产品和原油的供应危机，且伴随着地缘政治冲突的演绎，全球范围内大宗商品的囤货需求出现上涨，通胀促成因素正不断增加；4)美国非农数据来看，在失业率高位下，人均工资仍在不断上涨，反映出居民的工作意愿正在降低，人工成本在上升，或将进一步推升商品成本。

需求端：本轮新冠疫情后全球主要经济体均实行了较大力度的需求刺激政策，通过增加政府支出刺激了需求的大幅增长，也推升了商品价格。以美国为例，高额

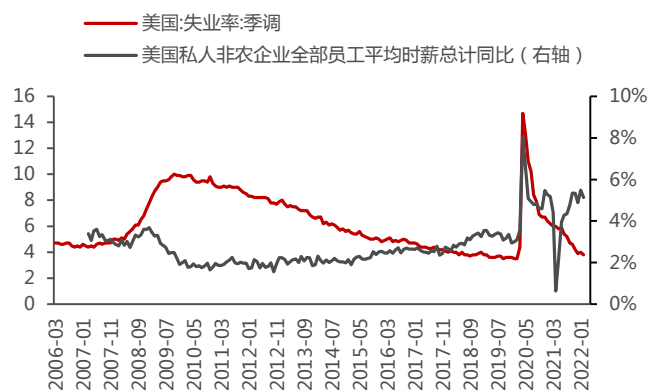
财政补贴带动疫情以来居民消费的大幅提升，美国人均消费支出跃升。

图 15：疫情后美国人均个人消费支出大幅上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：美国非农平均时薪和失业率均有所提高

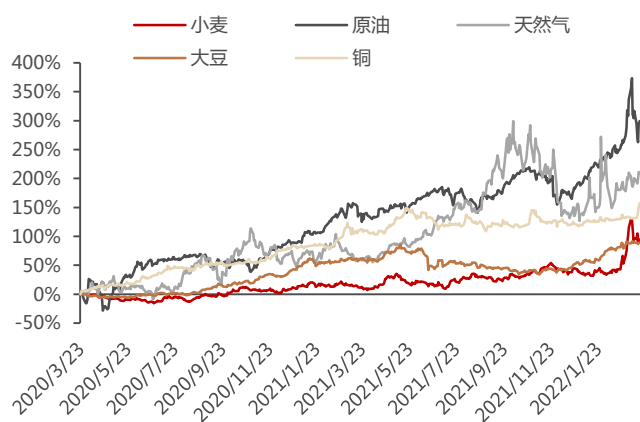


资料来源：wind，民生证券研究院

我们统计了美国自疫情后实行大幅宽松政策以来，主要大宗商品价格相对涨跌幅，可以看出大宗商品价格整体走势呈现持续上涨。自 2021 年年初开始，上涨速度加快，自 2021 年中期以后涨势放缓。自 2020 年 3 月 23 日至 2021 年 12 月 31 日，原油、天然气、铜价格分别累计上涨 188%、137%、119%。俄乌冲突发生以来，受欧美等发达国家对俄罗斯制裁的担忧的影响，且考虑到俄为原油和小麦出口大国，2 月 24 日-3 月 7 日期间，原油、小麦价格分别急速上涨 24%、38%，后随着冲突缓和而逐渐回落，预计若俄乌冲突局势不确定性持续，或带来大宗商品供应的担忧。

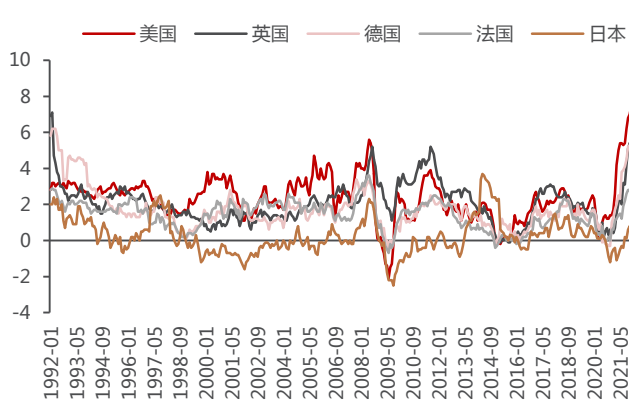
受大宗商品价格上涨的影响，全球主要经济体 CPI 均出现上涨，我们认为，本轮通货膨胀为全球性的，对于大宗商品输入国来说影响将更为明显，核心矛盾在于供给端产生的扰动，且短期内无法通过宽松政策刺激消除。

图 17：2020 年量化宽松以来大宗商品价格攀升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：主要发达国家 CPI 同比 (%)

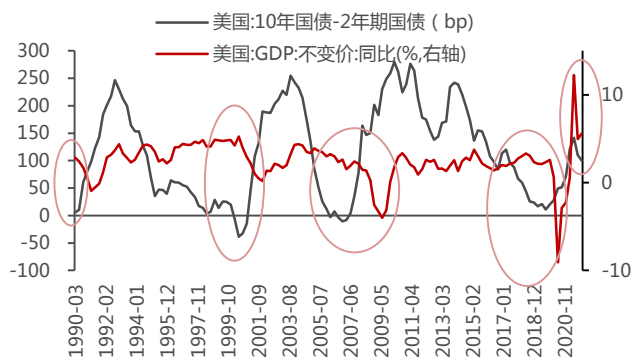


资料来源：wind，民生证券研究院

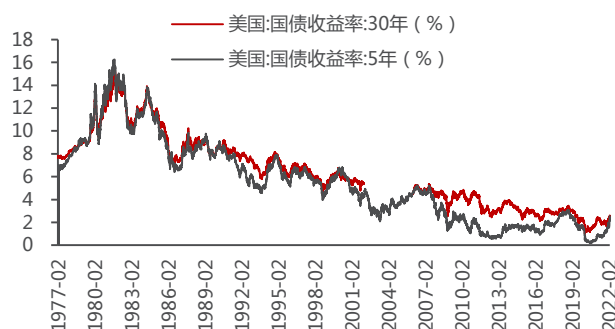
美国国债期限利差收窄，暗示或将进入经济衰退期。由于长期利率=短期利率+期限利差，短期利率与联邦基金利率相关性高，短期利率受加息影响较大，长短

利率影响因素主要为对经济的预期,对加息影响敏感性较弱。若市场对远期经济悲观,则会加大对远期国债的购买力度,导致长期利率的涨速慢于短期利率涨速,促使期限利差收窄,甚至出现期限利差倒挂的情况。复盘美国经济历史,期限利差倒挂后通常对应美国经济衰退。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。

美国 10 年期与 2 年期国债收益率差值自 2021 年 4 月以来持续下降,目前已收缩至 18bp (3 月 25 日),30 年期和 5 年期国债收益率差也持续收缩,截至 3 月 25 日仅 5bp。预计未来大概率出现倒挂,目前期限利差数据已反映市场对美国经济的衰退预期。

图 19 : 美国 10 年-2 年期国债期限利差与 GDP 增速


资料来源:wind,民生证券研究院

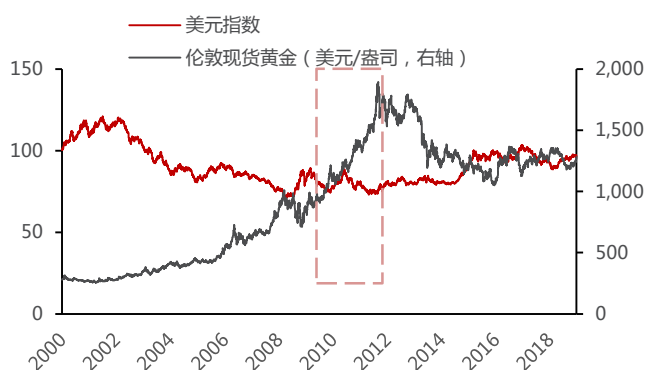
图 20 : 美国 30 年期与 5 年期国债收益率逐渐趋近


资料来源:wind,民生证券研究院

我们认为当前的通胀预期和衰退预期与 70 年代滞胀期均具有相似性,差异性较大的地方在于美元指数走势,背后的原因在于不同时期影响美元走势的主要矛盾不同。历史上以美元计价的黄金通常与美元指数呈现负相关,回顾美国 70 年代滞胀期间,由于美国停止各国央行用美元换取黄金,美元信用体系崩塌,美元指数持续下挫,对应黄金 10 年的牛市。

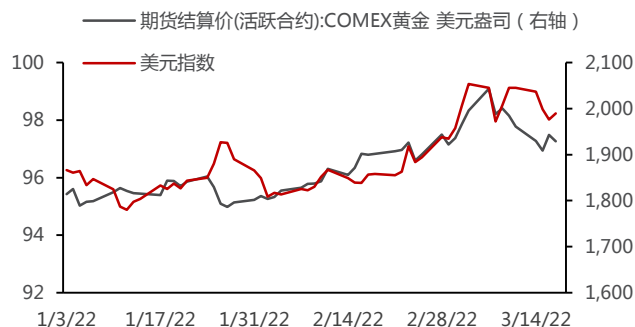
然而自 2022 年 2 月以来,美元指数与黄金的走势基本同步,美元指数与金价均出现上涨,背后的原因为:在俄乌冲突下,由于欧美发达国家纷纷对俄国实行金融制裁,引发全球流动性担忧,使资金纷纷回流美元和黄金,促进美元和黄金同时走高。该情景可以类比 2010 年欧债危机时期,危机爆发初期美元指数和黄金在避险需求下同步上涨,但随着 2010 年 12 月开始通胀持续上升,美元逐渐转弱,而黄金的抗通胀属性逐步显现,持续走强。

图 21：美元指数与金价 2010 年短暂同步后背离



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：近期 COMEX 黄金与美元指数同步上升



资料来源：wind，民生证券研究院

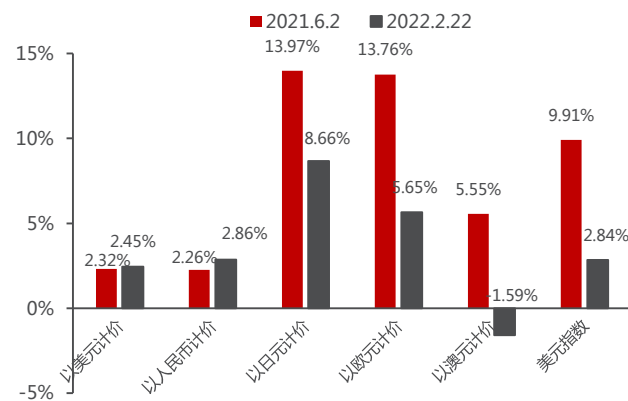
我们认为，美元指数并不直接影响黄金配置价值，但会以计价货币的方式对金价形成影响。美元指数作为美元相对一篮子货币的相对汇率，也只是美元资产价格的一种表现形式，影响因素也是多方面的，不宜将美元指数作为解释黄金价格波动的原因。美元指数与黄金价格的关联主要体现在定价层面，即二者关系主要在于美元计价黄金。通过计算欧元、日元、澳元和人民币定价的黄金价格变化，发现当下主要国家/地区的主权货币相对黄金贬值，包括美元本身。

图 23：以不同货币计价的黄金价格走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：主要国家和地区的货币都在相对黄金贬值



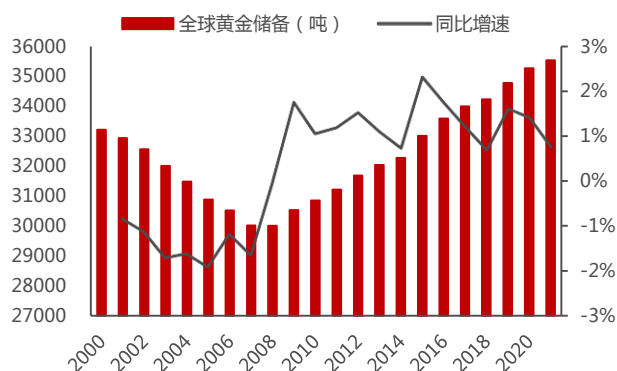
资料来源：wind，民生证券研究院。注：左轴为指定日期至 2022 年 3 月 25 日的金价涨幅。

1.3 央行角度：全球央行大幅扩表，黄金增储占比有望提升

2008 年以来全球黄金储备上升，各国央行已连续 12 年净购入黄金。2008 年全球金融危机爆发后，各国央行认识到储备黄金对于对冲美元外汇风险的重要性，全球黄金储备持续上升。随着 2010 年美联储实施第二次量化宽松政策，全球央行开始步入净购入黄金的时代。2016 年-2017 年期间，较高的金价和外汇储备的减少抑制了央行的黄金采购，中国央行作为近年来最大的买家之一，自 2016 年 10 月也停止了黄金购买。但随着中美贸易摩擦等风险因素出现，2018 年全球央行购金数量重回高位，2020 年各国央行耗费巨资对抗疫情、提振国内经济，全球央行

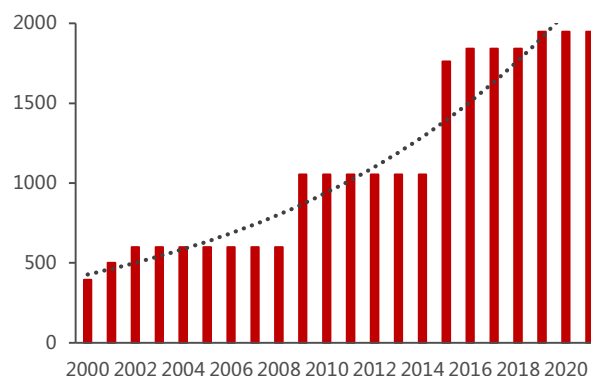
购金数量仅 255 吨，相较 2019 年下降约 58%。随着经济复苏、财政压力缓解，2021 年各国购金势头出现回升。

图 25：2008 年后全球黄金储备量持续上升



资料来源：WGC，民生证券研究院

图 26：2000 年以来中国央行黄金储备扩大 4 倍左右



资料来源：WGC，wind，民生证券研究院

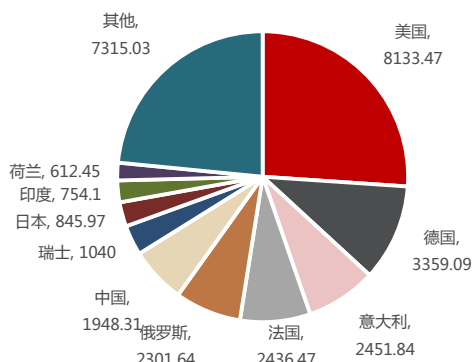
图 27：全球各国央行已连续 12 年净买入黄金(吨)



资料来源：WGC，民生证券研究院

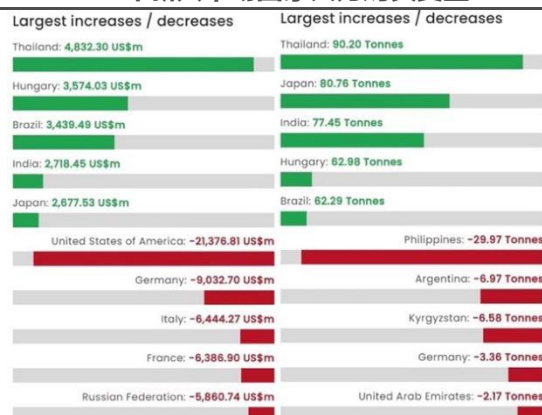
黄金储量与各国央行资产规模匹配，发展中国家购金需求提升较快。根据世界黄金协会，截至 2021 年 Q4 全球央行黄金储备总计 3.55 万吨，其中美国的黄金储备全球最高，达到 8133.47 吨，欧洲主要发达国家、俄罗斯和中国等大国的黄金储量处于全球领先水平，黄金储备与各国央行资产规模相匹配。从各国黄金储备量的变化来看，新兴市场国家购金力度加大。2021 年泰国央行黄金储备增量排名第一，净购入 90.2 吨，黄金储备增加 48.32 亿美元。在全球通胀加剧、疫情余波尚存、地缘政治不确定性增强的背景下，新兴市场央行需要增加黄金储备以抵抗美元信用走弱的风险。

图 28：2021 年各国央行黄金储备（吨）



资料来源：WGC，民生证券研究院

图 29：2021 年新兴市场国家大力购买黄金

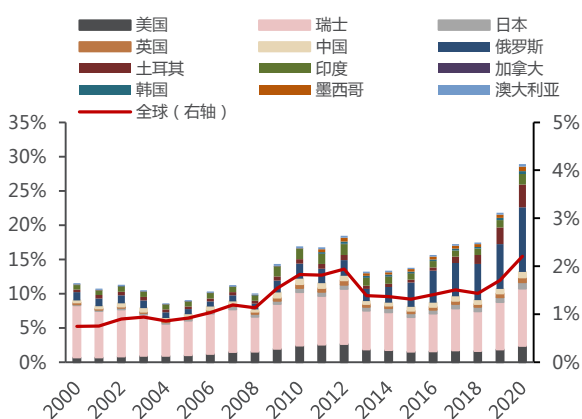


资料来源：WGC，民生证券研究院。注：左图为美元计算的黄金储备增量前 5 和末 5 的国家；右图为吨位计算的黄金储备增量前 5 和末 5 的国家。

黄金储备占 GDP 比重上升，占总资产比重稳中有降。2000 年以来，黄金储备占各国 GDP 的比重总体呈上升趋势，而受央行多次扩表的影响，黄金储备占各国央行总资产的比重稳中有降。2008 年金融危机和 2018 年中美贸易摩擦、英国脱欧事件使得全球避险情绪升温，各国央行黄金储备的 GDP 占比与总资产占比在危机期间均有明显提升。2013 年伦敦现货黄金从 1693.75 美元/盎司跌至 1201.5 美元/盎司，因此以美元计算的黄金储备占 GDP 和总资产的比例在 2013 年骤降。

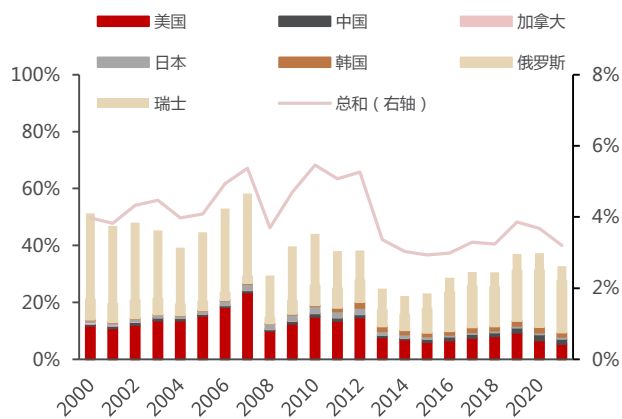
2020 年，为了应对疫情对经济造成的冲击，各国央行实行扩张性政策，快速扩表使得黄金储备占总资产的比重略有下降。但考虑到央行维护币值稳定的需求，我们预计各国央行将继续购金以平衡快速扩大的资产负债表。

图 30：全球央行黄金储备占 GDP 百分比整体上升



资料来源：wind，WGC，美联储，民生证券研究院。左轴为各国黄金占 GDP 百分比的累加值，右轴为全球黄金总储备占全球 GDP 的百分比。

图 31：黄金占全球中央银行资产的百分比稳中有降



资料来源：wind，WGC，民生证券研究院。左轴为各国黄金占央行总资产百分比的累加值，右轴为各国黄金总储备占总资产和的百分比。

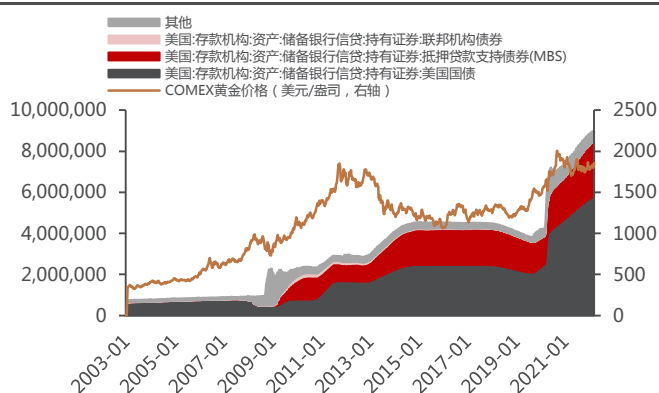
疫情后全球大幅扩表后，黄金价格中枢逐渐上抬。2017 年中国央行、美联储、日本央行及欧洲央行占全球央行资产总额的 75%左右，2020 年以来，为刺激经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2020 年 1 月-2022 年 3 月，美联储总资产增加了 4.78 万亿美元，扩大了 113.29%，实现翻倍。日本央行和欧洲央行

总资产分别增加 164.39 万亿日元和 4.04 万亿欧元，扩大了 28.65%和 86.53%。
中国央行总资产在 2020 年 1 月-2022 年 2 月增加了 3.27 万亿元，扩大了 8.76%。

美联储通过买入债券扩大资产负债表，向市场释放流动性以鼓励投资与刺激经济，但美元泛滥导致美元信誉存在透支风险。各国央行在扩表的同时为保证发行币值稳定，需储备与美元脱钩的黄金为资产负债表背书。

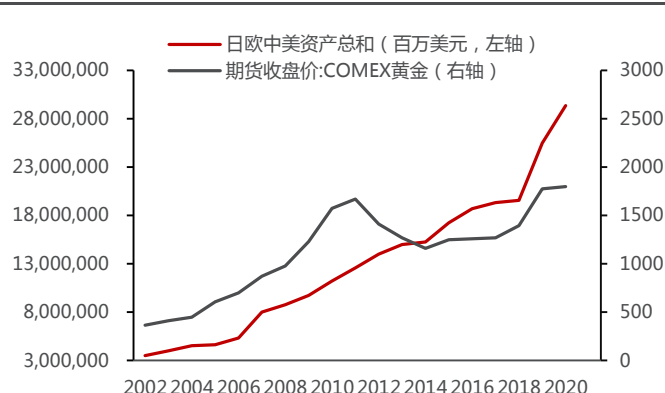
2022 年全球疫情反复，为维持经济的增长，全球央行资产负债表或可能进一步扩大，为了维持黄金储备占央行资产比例稳定，央行的购金需求预计将持续增长，对金价形成有力带动。

图 32：美联储资产负债表组成



资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：央行扩表将推动金价继续走高



资料来源：wind，民生证券研究院

从投资性需求来看，黄金价值吸引投资者进行资产多元配置，SPDR 黄金 ETF 持仓回升明显。黄金具有金融属性，将其加入投资组合中有助于分散风险。2021 年受美国经济出现回暖，利率上升使黄金持仓成本增加影响，SPDR 黄金 ETF 持有量共下降 212.29 吨。但随着近期俄乌地缘政治风险超预期，避险情绪升温。在央行购金行为的影响下，投资者对避险资产的追寻促使黄金 ETF 持仓出现回升趋势，黄金的投资需求呈现抬升迹象。

图 34：2022 年 SPDR 黄金 ETF 持有量出现回升趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

2. 投资建议

2.1 行业投资建议：黄金配置来临

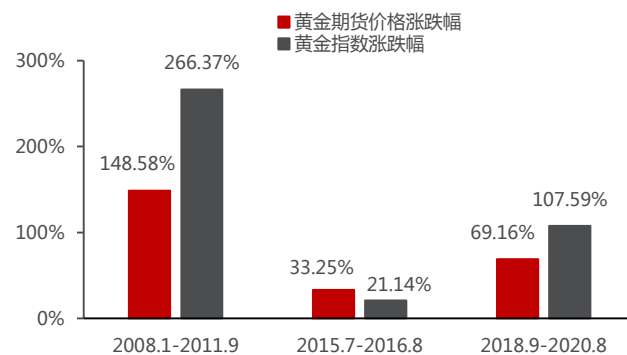
金价与股票板块趋势一致，但股票弹性更大。复盘黄金股与金价走势，我们发现黄金股和金价长期来看具有大体一致的运动方向，市场对于黄金股的估值充分反映了基本面的变化。相对于商品而言，个股的价值波动还受到公司基本面变化等因素影响，为造成黄金指数波动率大于金价的主因。但从整体趋势来看，金价上行趋势确立的时点，通常伴随黄金股的布局良机。

图 35：黄金股在金价确认中枢上移后迎来弹性最大阶段



资料来源：wind，民生证券研究院

图 36：金价上行周期中金价和黄金指数的涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

矿产金占比较高公司的业绩对金价的弹性更大。对黄金股公司业绩弹性进行分析时，应重点关注矿产金产量占比，克金综合成本、增产增储规划等关键信息。

由于矿山投资初始成本主要取决于矿山的资源禀赋，克金成本的波动相对于金价的趋势性波动可忽略不计，因此金价的上升可直接带来矿产金业务的增长，矿产金产量占比高的公司业绩相对于金价的弹性也更大。

考虑当前黄金走势，我们将 2022 年金价假设为 400 元/克，预测主要黄金企业 2022 年的净利润和 PE。在此基础上测算金价上升 5%、10%、20%和 30%后净利润和 PE 对应的变化，从而比较各公司业绩对金价的弹性大小。测算公式为： $\text{金价上行后净利润} = \text{预测净利润} (2022E) + \text{金价涨幅} * \text{矿产金权益量} (2022E) * (1 - \text{企业所得税率})$ ，根据我们的测算上市黄金企业中，业绩对金价弹性排名前五的分别为山东黄金、中金黄金、湖南黄金、赤峰黄金和银泰黄金。

表 2：黄金股对金价业绩弹性测算

上市公司	归母净利润	价格上涨后对应的净利润涨跌幅（%）				PE	价格上涨后对应的 PE（倍）			
		5%	10%	20%	30%		5%	10%	20%	30%
		2022E	420	440	480		520	2022E	420	440
赤峰黄金	19.78	11.3%	22.6%	45.2%	67.8%	16	14	13	11	9
山东黄金	23.19	24.3%	48.5%	97.0%	145.5%	42	34	28	21	17
银泰黄金	20.19	7.6%	15.3%	30.6%	45.8%	13	12	11	10	9
紫金矿业	275.21	2.8%	5.7%	11.3%	17.0%	11	11	11	10	9
中金黄金	22.27	13.0%	26.1%	52.2%	78.3%	17	15	14	11	10
湖南黄金	6.77	12.6%	25.2%	50.3%	75.5%	19	17	15	13	11
中国黄金国际	33.48	3.5%	6.9%	13.9%	20.8%	3	3	3	2	2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价，汇率取 0.1571 美元/人民币，1.2881 港币/人民币

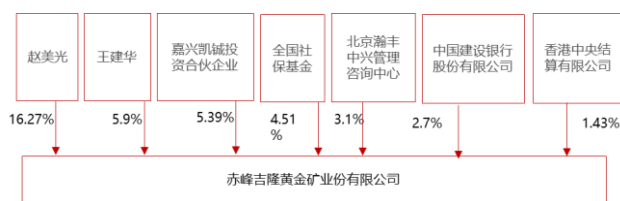
注：因招金矿业未披露权益产量、恒邦股份矿产金量较少，故没有进行对比，企业所得税率设定为 25%。

2.2 重点公司

2.2.1 赤峰黄金：聚焦主业，成长性十足

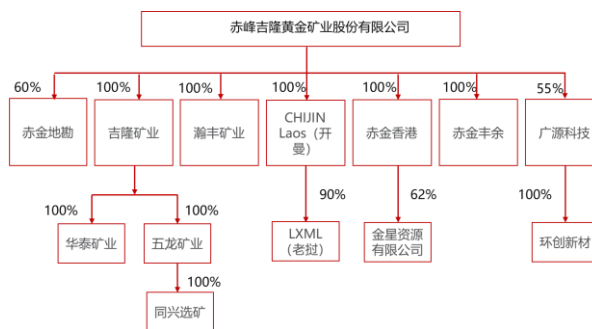
业务聚焦，“以金为主”战略持续推进。2018 年开始公司主业不断聚焦，“以金为主”的战略确定后，不断剥离了与黄金业务不相关资产，国内主要通过子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务，瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务，海外通过老挝万象矿业从事铜金矿探采选。

图 37：公司股权结构-控股股东



资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至 2021 年末

图 38：公司股权结构-子公司

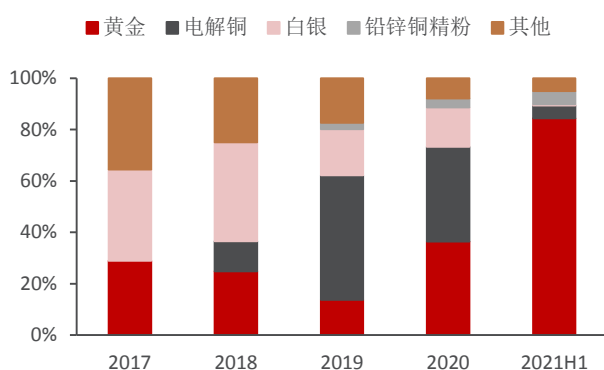


资料来源：wind，民生证券研究院，数据截至 2021 年末

受铜、金价格上行等因素影响，公司黄金业务营收占比由 2017 年的 28.9% 提升至 2020 年的 36.4%。2018 年公司收购老挝万象矿业，黄金业务进一步聚焦，2020 年公司剥离此前持有的雄风环保及广源科技股权，并将万象矿业的铜采选业务转换到金矿采选，使公司冶炼回收银、废旧金属回收、电解铜业务占比大幅降低，公司黄金业务占比大幅提升。由于公司不断聚焦主营业务，矿产金占比大幅提升，

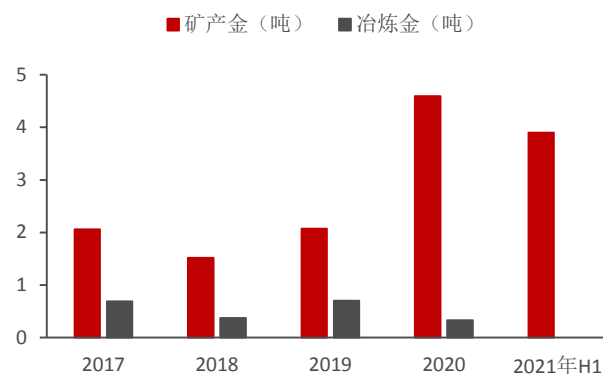
2021年中报公司黄金业务营收占比上升至84.4%。2017-2021H1期间毛利率由24.52%提升至38.48%，主要得益于公司的业务结构不断优化。

图 39：公司黄金业务营收占比逐渐提升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 40：2017 年以来矿产金及冶炼金产量变化



资料来源：wind，民生证券研究院

境内资源优质，五龙、吉隆扩产项目稳步推进。从资源禀赋来看，2020年底公司境内保有黄金金属资源量约 52.43 吨，且均处于国家重点成矿带，增储前景良好，2020 年末数据显示吉隆矿业品位为 16.29g/t，五龙矿业 7.67g/t，华泰矿业 7.37g/t，国内矿山直接成本约为 170-180g/t，盈利能力领先。公司规划 2021-2023 年国内矿山将通过坑探、钻探等技术，增加资源量 65.76 吨。**国内矿山增产计划来看**，五龙矿业：通过改扩建，年选厂规模实现由 1200 吨/天提升至 3000 吨/天，预计 2022 年实现日采选 2000 吨，2023 年可实现满产 3000 吨/天；吉隆矿业：选厂规模规划由现有的 450 吨/天提升至 800 吨/天，预计 2022 年底扩建成。根据扩产规划，预计国内矿山产能 2023 年可提升至 5 吨。

Sepon 铜金矿降本、增产推进，勘探前景广阔。公司 2018 年收购老挝万象矿业，间接持有 Sepon 矿 90% 的权益。**资源端**，Sepon 矿拥有金资源量约 103 吨，收购后又实现内部核增约 44 吨矿石类型以原生矿为主（品位为 5g/t 以上）；铜资源量 53.34 万吨，平均品位 2.0%。**生产经营方面**，目前该矿山的选矿产能为 250 万吨/年，通过新建氧气站提升处理能力，可提升至 300 万吨/年。为提升原生矿回收率，公司采购高压釜设备处理矿石，2021 受采购的高压釜设备质量事故影响，产量不及预期，随着 Q4 设备稳定运行，公司原生矿的回收率已经由 40%-50% 提升至 65%。随着回收率的稳步提升，预计 Sepon 金矿 2022 年矿产金产量有望提升至 8-9 吨，远期产量有望扩至 12 吨。**成本方面**，由于 21 年整体回收率较低，完全本约为 1400 美元/盎司，随着产能的提升和回收技术的改进，预未来有望降低至 1100 美元/盎司以下。

此外，目前在 Sepon 矿山勘探发现土壤样品含量达到工业品位(中国标准) 的稀土元素，已正在进行勘察及前期开发工作。

收购金星资源控股 Wassa 金矿，海外黄金优质资源布局延伸。2021 年 11 月公司公告拟收购加拿大金星资源 62% 股份控股 Wassa 金矿（金星资源控股

90%)，于 2022 年 1 月顺利完成交割。Wassa 金矿 2020 年末共有金资源量 364.8 吨，平均品位 3.53 克/吨。该矿山为在产矿山，拥有成熟的选矿系统和技术，预计满产产量可达到 6 吨，远期产量可增长至 8 吨。**成本方面**，目前回收率已达到 95% 以上，未来降本主要在于扩展规模提升采矿效率，2021 年完全成本约为 1400 美元/盎司，远期规划有望降至 1000 美元/盎司。加纳地区在西非以“黄金海岸”著称，黄金开发历史悠久，政局稳定，公司布局加纳优质矿山进一步实现了海外优质资源的延伸，符合公司战略规划。

投资建议：公司坐拥高品位金矿资源，“以金为主”战略持续推进，海外资源延升布局，我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 8.36/19.78 /27.72 亿元，按照 4 月 6 日收盘价计算，对应 PE 分别为 37/16/11X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格大幅下滑，万象矿业投产及五龙技改工程进展不及预期，外海矿山所在国政治政策风险等。

表 3：赤峰黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,558	4,135	8,325	10,935
增长率（%）	-24.9	-9.3	101.3	31.3
归属母公司股东净利润（百万元）	784	836	1,978	2,772
增长率（%）	317.0	6.7	136.5	40.2
每股收益（元）	0.47	0.50	1.19	1.67
PE	40	37	16	11
PB	7.0	5.1	3.5	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价）

2.2.2 招金矿业：昂首迈入发展新阶段

坐拥胶东半岛优质金矿资源，储量、产量行业前列。公司业务以黄金为主，2021 年黄金业务贡献 86% 的营收，为收入主要来源，其他产品包括铜、白银、硫酸等。公司黄金产品以矿产金为主，2018-2020 年矿产金产量占比约 80%，2020 年矿产金产量为 20.1 吨，2021 年受山东地区停产影响，产量下滑至 12.6 吨，目前复工复产已完成，预计产能将逐步恢复。2020 年底公司黄金资源量为 1196 吨，全国占比约为 8.12%，考虑到山东黄金 2021 年资产注入后，公司资源量在同业上市公司中排名第三，为国内大型黄金企业之一。

复产、增产、并购同步推进，公司矿产金产量加速成长。公司 2015 年收购中国最大的单体金矿-海域金矿，资源量高达 562.4 吨，平均品位达到 4.2 克/吨，预计 2023 年投产，完全达产后产量可达 16-20 吨/年。2021 年公司通过参与股权配售成为铁拓矿业第一大股东（持股比例 6.98%），旗下的阿布贾项目黄金资源量为 104.2 吨，增储前景良好，预计投产后年产量约为 6.22 吨。随着埠内矿山生产恢复，海域金矿的投产和海外资产的并购，预计公司 2023-2025 年黄金产量 CAGR 达到 47%，具有较高的成长性。

克金成本优势明显，高品位金矿投产带动盈利提升。公司矿山分为埠内、埠外两类地区，埠内矿山主要分布在山东招远市，该市黄金资源约占全国 10%，得益于埠内主要矿山储量大、品位高且运营成熟，开采难度较低，克金综合成本约为 160g/t，低于埠外矿山 180g/t。2021 年受烟台地区矿难影响，埠内克金综合成本有所上升，预计 2022 年以来埠内成本将随着复产后产量的提升而逐步下降，此外随着高品位的海域金矿（满产综合克金成本约 100 元/克）大规模投产，预计公司克金综合成本将逐步降至 160 元/克以下，盈利能力稳步提升。

公司估值有较大的修复空间。从绝对估值角度，公司的目前在产主要矿山包括公大尹各庄金矿和夏甸金矿，资源量分别为 229.2 吨、108.6 吨，根据 DCF 现金流折现法，海域金矿的和公大尹格庄、夏甸金矿的权益估值分别为 171.58/77.77/86.32 亿元，合计 335.67 亿元，远高于公司当前 188.08 亿元的市值。从相对估值角度，公司“市值/资源量”比和“市值/产量”比值明显低于同业可比公司，参考可比公司，即使考虑到不同公司产品结构有所区别，根据公司资源量 1196 吨黄金，按照“市值/资源量”比值保守估计，公司估值区间应在 800-1000 亿元人民币，公司价值有较大修复空间。

投资建议：公司黄金资源禀赋优良，海域金矿投产在即，在当前金价下，我们预计公司 2021/2022/2023 年净利润分别为 0.34、10.91、16.44 亿元，按照 4 月 6 日收盘价计算，对应 PE 分别为 582/18/12X，维持“推荐”评级。

风险提示：黄金价格波动风险、矿山投产不及预期、安全事故及环保风险等。

表 4：招金矿业盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7750	6960	7868	9921
增长率（%）	21%	-10%	13%	26%
归属母公司股东净利润（百万元）	1052	34	1091	1644
增长率（%）	120%	-97%	3136%	51%
每股收益（元）	0.32	0.01	0.33	0.50
PE	19	582	18	12
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

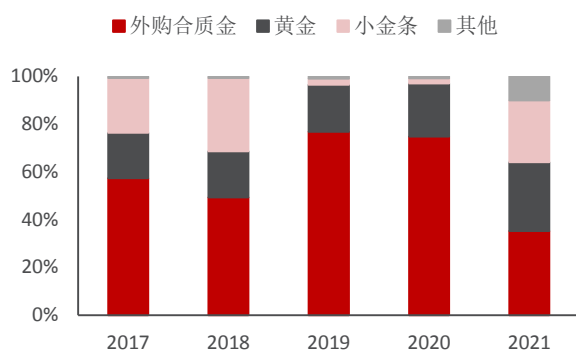
资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价）

2.2.3 山东黄金：“十四五”期间矿产金产能有望翻倍

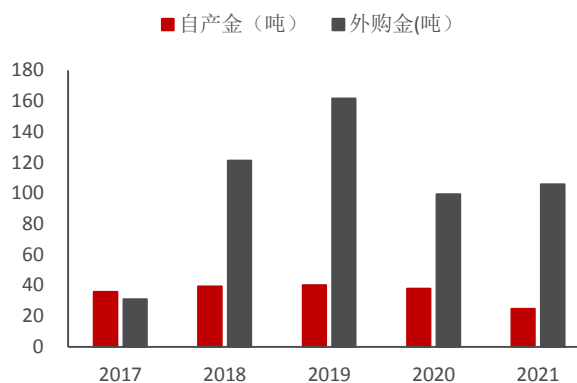
大型黄金龙头企业，资源储量丰富。公司拥有 16 座国内矿山和 2 座海外矿山 2020 年底黄金资源量 954 吨，其中国内资源量 745 吨，主要分布在山东境内（占比约 95%以上）海外阿根廷金矿 209 吨。2021 年在完成了恒信黄金和卡蒂诺资源的收购、集团公司省内资产注入后，公司黄金资源量增加至 1479 吨，资源保有量排名国内第二，仅次于紫金矿业。

公司为质地纯正的黄金企业。2021 年公司黄金业务营收占比 91%，不考虑冶炼金和其他业务，矿产金营收占比为 29%，矿产金毛利占比 79%，矿产金贡献主要盈利。2020 年公司矿产金产量为 37.8 吨，2021 年受省内停产检修影响矿产金

产量 24.8 吨,较去年同期下降 36%,目前基本实现全面复工复产,公司预计 2022 年公司黄金产量不低于 39.27 吨,仍稳居行业第一梯队。

图 41：山东黄金主营收入构成


资料来源：wind，民生证券研究院

图 42：公司近五年矿产金及冶炼金产量变化


资料来源：wind，民生证券研究院

坐拥山东地区优质矿山资源，打造莱州世界级黄金生产基地。胶西北莱州-招远地区为世界上少有的特大型金矿富集区,黄金储量和产量均居全国首位。公司烟台莱州区域的三山岛、焦家、新城、玲珑四矿山均上榜过“中国黄金生产十大矿山”，2020 年产量占公司整体比例近 60%。莱州地区的增产增储为公司未来发展的重要增长点,目前矿区装备水平和机械化程度处于国内矿业界领先地位,在行业内具有示范效应,公司未来将对外围进行深度勘探,利用现有生产系统更大幅度的降本增产,从而打造“世界级的黄金生产基地”。

集团资产注入平台，受益于省内金矿整合。2021 年通过收购山东黄金集团旗下的山东莱州鲁地金矿及山东地矿来金 100% 股权、莱州鸿昇矿业 45% 股权、山东天承矿业 100% 股权,对莱州地区南吕 - 欣木、朱郭李家矿权等优质资源完成了并购,上市公司资源量大幅增加。山东黄金集团公司截止 2021 年底拥有 430 吨黄金资源量,目前公司正对相关权证和矿山信息进行梳理,加快推动合格资产注入上市公司。

根据烟台市政府对烟台地区矿山整合要求,按照“关闭一批、整合一批、提升一批”的工作思路;坚持“一个主体”原则,推动“一个整合区域内保留一个采矿权人、一个采矿权之内保留一个生产经营主体”,公司作为省内黄金龙头,将成为矿山资源整合的主力充分收益。

省外收购优质金矿，海外拓展顺利推进。2021 年公司通过并购恒兴黄金获得金山金矿,作为新疆地区的最大单体金矿,2020 年黄金储量 40.93 吨,2021 年黄金产量约 2.35 吨;海外金矿收购方面,公司完成了 Cardinal Resources 的并购,获得 Namdini、Bolgatanga 以及 Subranum 黄金项目,其中 Namdini 项目探明+控制资源量为 203.1 吨,平均品位 1.12 克/吨,2022 年中投产后预计实现年均产黄金 8.9 吨,两大优质矿山注入在增储增产的同时,也彰显了公司高效的资源并购、整合能力。

“十四五”规划战略清晰，国际黄金巨头目标大步迈进。根据公司“十四五”规划，预计 2021-2023 年完成 1-2 笔海外矿产收购，增加年产量约 13 吨；2024-2025 年进一步完成 1-2 笔海外矿产收购，增加年产量 10 吨，同时莱州基地通过增储增产，新增 12-13 吨产量，预计到 2025 年公司矿产金产能达到 80 吨，有望实现翻倍增长，公司发展规划路径清晰且具有可操作性，正向成长为国际化黄金龙头企业的步伐迈进。

图 43：山东黄金“十四五”规划目标

到2025年，利润总额达到80~100亿元，矿产金产量达到80吨，资源储量达到3300吨以上，人均收入达到20万元/年，资产规模和上市公司市值均突破2000亿元，资产负债率降至50%，争取“再造一个山东黄金”，进入世界500强。



资料来源：wind，民生证券研究院

图 44：公司 2023 年远景规划

到2025年末，实现资源全球布局、品牌知名度和美誉度大幅度提升，企业管理水平、科技研发、安全环保、社会和谐、企业文化等成为全球同行业楷模，年产矿产金产量155吨，利润总额达到200亿元，员工人均收入第三次翻番，达到40万元/年，进入世界同行业前三强。



资料来源：wind，民生证券研究院

投资建议：公司国内外同时快速资源布局，产能增长潜力明显。我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 23.19、32.86、39.31 亿元，同比增速分别为 1297.3%/41.7%/19.6%，按照 4 月 6 日收盘价计算，对应 PE 为 42、29、25 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格下行、复产进度不达预期、安全事故风险等。

表 5：山东黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	33,935	66,546	69,937	73,917
增长率（%）	-46.7	96.1	5.1	5.7
归属母公司股东净利润（百万元）	-194	2,319	3,286	3,931
增长率（%）	-109.6	1297.3	41.7	19.6
每股收益（元）	-0.09	0.52	0.73	0.88
PE	/	42	29	25
PB	3.0	2.7	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价）

2.2.4 银泰黄金：矿产量提升，黄金新贵成长再增速

金矿资源禀赋优良，矿产金盈利能力领先。2020 年公司黄金业务营收占比 31%，毛利占比为 73%，为公司主要盈利来源，受益于自有金、银矿山的高品位，2020 年公司矿产金毛利率高达 64%。

公司在产矿山有东安金矿、吉林板庙子金矿和青海大柴旦矿业，截止 2020 年底三座矿山分别拥有金资源量 15.09、25.07、53.69 吨，合计 93.85 吨，东安金

矿另保有银资源量 125.87 吨。东安金矿为国内品位最高的金矿之一，品位在 9.63g/t 以上，其余两座矿山品位良好，约为 3.15g/t、3.21g/t。东安金矿克金成本约为 98 元/g、其余两座矿山均在 140 元/g 左右，成本处于行业低位。

挖潜增产项目推进，探矿+并购增加资源储量。公司矿山扩产规划中：东安金矿 2020 年 12 月颁布的新采矿许可证将生产规模由原来的 14.9 万吨/年大幅提升至 37.5 万吨/年；吉林板庙子通过扩产项目投建，2021 年处理量由 60 万吨/年提升至 80 万吨/年。青海大柴旦地区金龙沟有望在得到采矿权后，进行基建和系统建设，预计 2022 年中旬可达产。随着扩产和投产顺利推进，预计 24 年目前在产三座金矿合计产量可提升至 10 吨以上。资源增储方面，公司已有矿山增储前景良好，2021 年 Q3 公司现金规模超过 30 亿元，资产负债率仅为 21.79%左右，可为公司推动国内外优质资源并购提供资金支持。

玉龙银矿技改后矿产能翻倍，助理公司业绩增厚。玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山，2020 年保有资源量中银金属量 7233.67 吨，平均品位高达 157 克/吨，铅+锌资源量 173.5 万吨。玉龙矿山原有产能下矿产银年产量 160 吨左右，铅精矿年产量 1.1 万吨左右，锌精矿 1.4 万吨左右，公司 2020 年开始进行 1400 吨选矿改扩建，2021 年已扩至 3000 吨选产产能，叠加原有 2000 吨产能，2021 年将拥有的 5000 吨选矿产能，产能接近翻倍增长，此外随着保温技术的改造工作完成，目前已经可以全年生产（此前只能 3-11 月份生产），随着产能提升，我们预测 2022 玉龙白银总产量有望达到 250 吨以上，产量迎来大幅提升。从成本来看，玉龙矿业白银生产成本仅 1.3 元/克，盈利能力行业领先。

华盛金矿品位优质，复产后将逐步扩大生产规模。2021 年 9 月 14 日，公司公告拟以自有资金 10.37 亿元收购华盛金矿 60% 股权。华盛金矿核心资产为芒市金矿，2020 年末芒市金矿金资源量 70.67 吨，平均品位 3.04 克/吨。该矿已取得采矿许可证，目前生产规模 10 万吨/年，正在申请变更为 120 万吨/年。芒市金矿属于国内稀有的类卡林型大型金矿，找矿潜力巨大，露天开采、生产工艺简单，具备快速复产条件，预计 2022 年有望复产贡献产量，达产后可达 5 吨/年的生产规模。受益于采选容易，采选成本较低和较高的原矿品位，克金完全成本或将低于 100 元/克，优质资产注入后公司盈利能力和规模均将得到提升。

投资建议：公司资源储备丰富，扩产项目稳定提升产能，华盛金矿逐步复产，我们预计公司 2021/2022/2023 年净利润分别为 15.54/20.19/25.82 亿元，按照 4 月 6 日收盘价计算，对应 PE 分别为 17/13/10X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：黄金、铜等主要产品价格下跌；矿山项目进度不及预期等。

表 6：银泰黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,906	7,747	10,038	12,021
增长率（%）	53.5	-2.0	29.6	19.8
归属母公司股东净利润（百万元）	1,242	1,554	2,019	2,582

增长率 (%)	43.8	25.1	30.0	27.9
每股收益 (元)	0.45	0.56	0.73	0.93
PE	21	17	13	10
PB	2.3	2.1	1.8	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价）

2.2.5 紫金矿业：黄金资源储备丰富，海外矿山投产可期

资源禀赋优良，中国最大的矿产金上市公司。截至 2021 年，公司金矿资源量 2372.9 吨，储量 792.15 吨，相当于中国金储量（1927.37 吨）的 41.1%，2021 年全国矿产金产量 258.09 吨，公司矿产金 47.5 吨，相当于国内总量的 18.40%。公司黄金资源量、储量和产量分别排全球主要上市黄金企业的第 9/11/12 位，为世界黄金行业的重要参与者。

黄金产量增量较大，2021-2025 年黄金产量 CAGR 达到 14.9%。公司 2021 年矿产金销量 45.7 吨，销售单价 348.69 元/吨，单位销售成本 176.22 元/吨，毛利率达到 49.46%，营收占比达到 45%，毛利占比 21%。根据公司公布的生产规划，2022 年公司计划生产黄金 60 吨，同比增长 26.32%，我们预计公司 2025 年或实现 83.9 吨黄金产量，2021-2025 年 CAGR 为 14.9%，增速较高。

多个黄金项目进入产能释放期，产量增长确定性高。公司拥有多个金矿，佩吉铜金矿 2021 年产金 3.14 吨，2022 年计划产金 5.3 吨；紫金波尔 ZB 金矿 2022 年 6 月底建成并投产，2021 年生产黄金 1.66 吨，2022 计划产金 2.36 吨；武里蒂卡金矿的采矿技改项目 2021 年 12 月底已建成投产，2021 年产金 6.1 吨，预计 2022 年产金 7.6 吨；奥罗拉金矿正在推进项目技改和流程优化，2021 年产金 1.4 吨，预计 2022 年产金 3.3 吨；诺顿金田 500 万吨/年低品位金矿堆浸项目预计 2022 年 6 月建成，2021 年产金 4.4 吨，预计 2022 年产金 6 吨，山西紫金新建 6000 吨/日技改项目，预计 2022 年二季度投产，2021 年产金 0.9 吨，预计 2022 年产金 3.9 吨。叠加国内其他矿山内部挖潜，预计 2022 年 12 吨的黄金增量的确定性较强。

波格拉金矿峰回路转，重现光明。波格拉金矿有望于 2022 年恢复运营，或可贡献 1 吨黄金增量。波格拉金矿自 2020 年 4 月采矿权到期后，因为各方利益诉求并未达成一致，一直处于停产状态。2021 年 4 月，BNL（巴理克和紫金合资公司，各 50%权益）与巴新政府签署了框架协议以确定波格拉金矿未来的所有权和运营权。2021 年 10 月签署了更详细的波格拉启动协议，并于 2022 年 2 月 3 日由小股东联合机构 MRE 签署后生效，协议生效后，BNL 将继续成为波格拉金矿的运营商，持股比例由 95%下降至 49%，紫金的权益下降到 24.5%，停产前波格拉金矿年产量达 8 吨，新协议签订后预计紫金的权益黄金产量为 2 吨。

其他金属品种也具备较大增量。铜板块：三大世界级铜矿 2022 年均将贡献较大增量，预计 2022 年铜产量将达到 88.2 万吨，2025 年铜产量达到 137 万吨，2021-2025 年 CAGR 为 23.69%。**新能源板块：**3Q 盐湖预计 2023 年底投产，贡献 2 万吨碳酸锂产量，预计到 2025 年公司将具备 5 万吨碳酸锂产能。

表 7：紫金矿业未来产量规划

	2020	2021	2022E	2025E
矿产金（金属吨）	41	47.5	60	80-90
矿产铜（金属万吨）	45	58.4	86	100-110
矿产新（铅）（金属万吨）	38	43.4	48	
铁精矿（金属万吨）	387	425	320	
矿产银（金属吨）	299	309	310	

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

投资建议：公司矿产资源禀赋优良，且产能加速释放，新能源板块加入，考虑到金价上行预期，我们上调公司 2022/2023/2024 年净利润分别为 275.21、316.85 和 325.24 亿元，按照 4 月 6 日收盘价计算，对应 PE 分别为 11、10、9 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：项目进度不及预期，铜金等价格下跌，地缘政治风险等。

表 8：紫金矿业盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	225,102	310,688	373,395	413,138
增长率（%）	31.3	38.0	20.2	10.6
归属母公司股东净利润（百万元）	15,673	27,521	31,685	32,524
增长率（%）	140.8	75.6	15.1	2.6
每股收益（元）	0.60	1.05	1.20	1.24
PE	19	11	10	9
PB	4.3	3.4	2.7	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价）

2.2.6 中金黄金：唯一黄金央企平台

央企上市平台，资源量、产量位于行业第一梯队。公司为中国黄金集团旗下的央企黄金企业，公司目前拥有黄金资源量 522 吨，国内排名第四，2020 年公司矿产金产量 21.7 吨，为国内为数不多的四家产量超过 20 吨的企业之一，整体黄金资源保有量和产量均位于国内第一梯队，2020 年公司黄金业务（包括矿产金和冶炼金）营收占比 80%，毛利占比 68%，整体黄金主业路线清晰。公司另保有铜资源量 244 万吨，主要为铜金伴生矿贡献，在金、铜价格高位下，公司矿产金、矿产铜盈利有望大幅增长，此外另有冶炼金和电解铜业务。

大力发展探矿增储，产能提升稳步推进。资源端方面，公司矿山多处于国内重点成矿带，探矿潜力较好，近年来持续投入勘探费用探矿增储，2017-2020 年历年黄金增储量均超过 20 吨，可保证消耗生产和增储的平衡。公司在建项目稳步推进，江西金山 3000 吨/日扩建项目已达产并通过竣工验收；辽宁新都整体搬迁项目开始投料试生产开始投料试生产；内蒙古矿业深部资源开采项目及安徽太平前常铜铁矿改扩建项目正有序推进。

集团内优质资产注入，协同主营业务，提升盈利能力。2020 年公司成功完成集团公司旗下的中原冶炼厂全部股权收购和内蒙古矿业 90% 股权的收购。中原冶炼厂并入有利于提升公司金、铜业务的整体实力，目前具有年处理混合精矿 150

万吨产能,可年产精炼金 36 吨,银锭 360 吨、高纯阴极铜 35 万吨;公司通过并购内蒙古矿业新增钼、铜资源量分别约 55 万吨、233 万吨,年产铜、钼产量约为 6.5 万吨、7000 吨、2020 年净利润为 7.16 亿元,顺利完成收购时的业绩承诺,权益计算占公司净利润比重达 40%,优质资产的注入大幅增厚公司业绩。公司为中国黄金集团境内资产整合平台,根据集团承诺,未来逐步将集团内优质资产注入上市公司。

国企改革降本增效,股权激励锁定长期发展利益。公司聚焦“两利四率”,通过落实国企改革,全成本管控和精细化管理提质增效。2021 年上半年通过加强生产技术现场管理、持续优化生产工艺流程,损失率、贫化率分别降低 0.17pct、0.26pct,选冶回收率提高 0.43pct,累计实现降本增效 9023 万元,降本效果逐步显现。2020 年公司完成股权激励,对公司管理层和核心技术人员授予期权数量 0.33 亿股,占公司总股本的 1%,行权价格为 9.37 元/股,股权激励可激发公司管理层的积极性,有利于公司的长远发展,激励价格也彰显了对企业发展的信心。

投资建议:金铜价格共振上涨,公司不断推进资源占有探矿增储以及重点项目建设,降本增效明显。我们预计公司 2021/2022/2023 年净利润分别为 19.64、22.27、24.88 亿元,按照 4 月 6 日收盘价计算,对应 PE 分别为 20、17、15X。首次覆盖,给予“推荐”评级。

风险提示:贵金属价格下跌、扩建项目进度不及预期、政策性风险等。

表 9: 中金黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,995	54,403	56,738	59,889
增长率(%)	12.8	13.4	4.3	5.6
归属母公司股东净利润(百万元)	1,555	1,964	2,227	2,488
增长率(%)	96.1	26.3	13.4	11.7
每股收益(元)	0.32	0.41	0.46	0.51
PE	25	20	17	15
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价)

2.2.7 湖南黄金:湖南黄金资源整合平台

黄金为主、锑为特色,受益于主营产品价格上行。公司为国内 10 大产金企业之一,全球锑矿开发龙头,现有规模化生产线黄金 80 吨/年、精锑冶炼 3 万吨/年、多品种氧化锑 3.2 万吨/年、仲钨酸铵 3000 吨/年。2021 年公司黄金、锑品营收占比分别为 89.1%、9.4%,毛利占比分别 62.6%、32.7%,黄金、锑为主要业务,钨产品营收占比较小。1)黄金:2021 年产量 5.16 吨,同比增长 8.45%,2022 年产量计划较 2021 年增加 10%,预计产量在 2020-2023 年间保持平稳,甘肃加鑫矿、曲溪金矿项目预计在 2023 后贡献增量,根据公司十四五规划,到 2025 末公司自产黄金产量超过 10 吨。2)锑品:锑产量预计未来保持稳定,受锑需求结构变化等因素影响,2021 年国内锑锭(99.65%)平均报价同比大幅上升 69.1%,锑价上涨为公司业绩带来弹性。

扎根湖南省，整合当地优质黄金资源。截止 2021 年末，公司拥有探矿权 23 个、采矿权 15 个，保有资源量金 144.0 吨，锑 29.3 万吨，钨 10.0 万吨。公司积极推动湖南省境内优质矿山资源整合，2021-2023 年，公司与湖南省地质学院将共同开展老矿山深边部找矿三年行动，落实省内“十四五”地址勘察规划的安排。2021 年 6 月 30 日公司与集团公司签订了《行业培育协议书》，由集团承担平江县黄金矿产项目的开发风险，待项目条件成熟后公司决定是否行使优先购买权。2022 年 2 月 8 日，公司全资子公司黄金洞矿业与巨龙矿业签订《探矿权转让合同》，拟计划收购湖南曲溪金矿（金资源量 1.44 吨）探矿权，随着省内整合计划不断推进，增储潜力良好。

锑矿龙头，充分受益于锑价上行周期。我国为全球最大的锑供应国，供应占比 80%，我们认为锑供需格局或将推动锑价持续走高。**1) 需求端：**锑的应用主要集中于阻燃剂、铅酸蓄电池、半导体元件和军工、化工等领域。随着新能源电池、光伏等行业的发展，锑的用量预计会有所增加。**2) 供给端：**当前俄乌冲突导致俄罗斯锑出口受影响，叠加国内环保、疫情等因素限制，锑供或将持续受到干扰，库存持续降低，预计锑价易涨难跌，随着锑高景气度逐步确认，公司作为锑矿龙头具有较强的资源禀赋和成本优势，业绩将得到充分释放。

投资建议：公司矿产种类丰富，内外同时开拓矿产资源，锑销量受益于光伏发展，我们预计公司 2022/2023/2024 年净利润分别为 6.77/7.75/9.65 亿元，按照 4 月 6 日收盘价计算，对应 PE 分别为 19、17、14X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：黄金等主要产品价格下跌、矿山项目与权证下放进度不及预期等。

表 10：湖南黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,846	24,067	26,772	29,785
增长率（%）	32.2	21.3	11.2	11.3
归属母公司股东净利润（百万元）	363	677	775	965
增长率（%）	61.3	86.5	14.4	24.5
每股收益（元）	0.30	0.56	0.64	0.80
PE	36	19	17	14
PB	2.4	2.1	1.9	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价）

2.2.8 恒邦股份：冶炼能力领先，江铜旗下黄金资源主体

冶炼回收技术领先，高附加值产品不断拓展。公司围绕“黄金冶炼及有色金属综合利用”主线，充分利用国际领先的复杂矿石处理技术，建设 3 套火法冶金系统生产线，目前综合回收体系产能为黄金 50 吨、白银 1000 吨、电解铜 25 万吨、电解铅 10 万吨、硫酸 150 万吨，且回收锑白、铋锭、碲锭、二氧化硒、金属砷等稀贵金属。2021 年公司前三大业务中白银、黄金、电解铜营收占比分别约为 40%、36%、10%。此外，公司加大研发投入，在小金属、多种有价元素及其化合物生产、稀贵金属提纯及深加工等领域不断开拓，2020 年度，高纯新材料的研制及产业化

项一期工程成功投产,二期实验室生产工艺已全线打通,打破半导体原材料国外垄断局面,新材料领域延伸布局有望形成新增长点。

优质金矿资源待开发,背靠江铜集团带来资产注入预期。1)公司下设五个金矿牟平腊子沟金(6.3吨)、哈沟山金矿(2.7吨)、东道口金矿(2.4吨)、福祿地金矿(2.4吨)、辽上金矿(75.4吨),重点工程辽上金矿生产规模为90万吨/年,可服务年限超过20年,预计辽上金矿投产后可使公司自产金比率提高,大幅升公司盈利能力;2)作为江西铜业控股子公司,未来将作为江西铜业黄金板业务的发展平台,集团公司旗下优质黄金资产有望逐步注入。

收购万国矿业股权,保障原料供应。公司作为黄金冶炼企业,对原料采购需求量较大,2020年公司收购20.87%股权成为万国矿业第二大股东,成功与其建立起稳定的战略合作关系,取得其下属矿山包括但不限于宜丰万国、金岭矿业、烱地矿业所拥有矿山的优先采购权,以获得稳定的原材料来源,资源保障性得到加强。

推进员工持股计划,彰显公司发展信心。公司2021年度公布员工持股计划,2022年2月已顺利完成股票购买。本次员工持股计划成交均价为11.4元/股,占公司总股本的0.44%,该计划覆盖了公司高管、业务骨干以及核心技术人员,有利于建立健全公司长期有效的激励约束机制,维护公司的可持续发展,同时也彰显管理层对公司发展的信心。

投资建议:公司冶炼技术领先,原料资源供应有保障,员工持股计划有序推进,我们预计公司2022/2023/2024年净利润分别为6.44、7.05、7.94亿元,按照4月6日收盘价计算,对应PE分别为19、17、16X。维持“推荐”评级。

风险提示:货币政策收紧导致商品价格不及预期;环保等政策导致产量不及预期。

表 11: 恒邦股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	41,383	44,462	48,157	48,657
增长率(%)	14.8	7.4	8.3	1.0
归属母公司股东净利润(百万元)	455	644	705	794
增长率(%)	24.2	41.5	9.6	12.6
每股收益(元)	0.40	0.56	0.61	0.69
PE	27	19	17	16
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为2022年4月6日收盘价)

2.2.9 盛达资源:银业龙头成长可期

国内银业龙头,优质资源打造高盈利公司主营产品为银锭、黄金及含银铅精粉、含银锌精粉,2021年上半年,公司产品中铅精粉(含银)毛利占比63.32%、毛利率为71.42%;锌精粉(含银)毛利占比26.58%、毛利率为60.81%,银为公司的主要业绩来源,受益于高质量的资源禀赋,公司生产的矿产品盈利能力强,每年可带来充裕的现金流。**目前正积极推动在产矿山扩建和待产矿山投产,金山矿业年产**

规模正由 48 万吨改扩建至 90 万吨；东晟矿业已取得生产规模为 25 万吨/年的《采矿许可证》，目前正在开展矿山建设前的准备工作；德运矿业目前正在办理 60 万吨探转采的相关手续，预计上述项目建成后，白银年产量将从目前的 220 吨左右增长到 300 吨以上，产能扩张后可进一步巩固龙头地位。

国内银业龙头，优质资源打造高盈利。公司目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业等 6 座高品质矿山，拥有 9300 吨白银资源储备量，年采选能力达 198 万吨，白银储量及产量位于国内行业前三。公司主营产品为银锭、黄金及含银铅精粉、含银锌精粉，2021 年上半年，公司产品中铅精粉(含银)毛利占比 63.32%、毛利率为 71.42%、锌精粉(含银)毛利占比 26.58%、毛利率为 60.81%，银为公司的主要业绩来源，受益于高质量的资源禀赋，公司生产的矿产品盈利能力强，每年可带来充裕的现金流。**目前正积极推动在产矿山扩建和待产矿山投产**，金山矿业年产规模正由 48 万吨改扩建至 90 万吨；东晟矿业已取得生产规模为 25 万吨/年的《采矿许可证》，目前正在开展矿山建设前的准备工作；德运矿业目前正在办理 60 万吨探转采的相关手续，预计上述项目建成后，白银年产量将从目前的 220 吨左右增长到 300 吨以上，产能扩张后可进一步巩固龙头地位。

供需格局良好，白银有望持续景气。1) **供给端**：主要是矿山白银(80%左右)和再生白银。受疫情影响，矿山白银产量出现下滑。2) **需求端**：受益于全球对新能源领域的重视，需求受新能源车、光伏等新兴行业的发展带动，根据世界白银协会的统计，传统内燃机汽车每辆约需 0.5-0.9 盎司的银，而纯电动汽车每辆的用银量则约为 0.8-1.6 盎司；此外光伏装机量的增长和异质结技术推动带来的光伏银浆用量增加，银的工业需求有望持续增长。3) **金融属性**：目前白银与黄金的价格相关性依然较强，金银比指标仍有较好的参考意义，金价上行也有望带动银价。预计 2022 年白银行业供需格局好，银价维持高位。

收购猪拱塘铅锌矿，铅锌产能将步入行业第一梯队。2021 年 11 月公司与鼎盛鑫矿业签订贵州猪拱塘铅锌矿收购协议，该矿山为贵州省第一个超大型铅锌矿床，储量大、品位高，目前已备案铅锌金属资源量达 327.44 万吨，铅锌平均品位达高达 8.98%。预计该项目完全投产后铅锌产量由 5 万吨级(锌产量约 3 万吨，铅产量约 2 万吨)跃升至 20 万吨级以上，公司铅锌产量将进入第一梯队，增厚业绩的同时，核心竞争力将进一步提高。

切入新能源金属领域，回收制取电池级硫酸镍。公司子公司金业环保(控股 58.12%)专注于镍资源回收，已打通从含镍物料至低冰镍、高冰镍直至电池级硫酸镍的工艺路线。金业环保 2021 年底已完成了 20 万吨危废处置产能的建设，并生产和销售了部分镍冰铜(低冰镍)，预计 2022 年开始主要产品将转换为高冰镍。硫酸镍为动力电池正极材料，随着新能源车行业的快速发展，锂电材料需求前景良好，公司布局能源金属回收，可为公司打造新的良好增长点。

投资建议：公司白银资源储备稳居行业前列，且未来子公司金山、东晟和金业

等将陆续投产，预计公司显著受益于此轮贵金属价格上行。我们预计公司 2021-2023 年分别实现净利润 4.4、5.54、6.31 亿元，同比增速分别为 51.5%、25.8%、14.0%，按照 4 月 6 日收盘价计算，对应 PE20、16、14 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下行；公司产能释放不及预期等。

表 12：盛达资源盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,638	1,792	2,029	2,295
增长率（%）	-43.5	9.4	13.2	13.1
归属母公司股东净利润（百万元）	291	440	554	631
增长率（%）	-35.2	51.5	25.8	14.0
每股收益（元）	0.42	0.64	0.80	0.91
PE	31	20	16	14
PB	4.0	3.4	2.8	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价）

2.2.10 中国黄金国际：中国黄金集团海外资产平台，估值待修复

主营产品为金铜，量价齐升，业绩大幅增长。公司营收主要来源于内蒙古长山壕金矿和西藏甲玛铜多金属矿两个矿区。长山壕主营产品为矿产金，2021 年生产 4.61 吨矿产金，总生产成本为 1538 美元/盎司，营收占比 23.39%。甲玛主营产品为矿产金和矿产铜，2021 年共生产 8.64 万吨矿产铜和 2.99 吨矿产金，相比 2020 年均提升 5%，抵扣副产后铜的总生产成本为 1.42 美元/磅，营收占比为 76.61%。受益于金、铜价格上行，毛利率较 2020 年由 24.31%增至 35.53%。金、铜产量和去年相比分别提升 1.44%和 5.29%，预计 2022 年金和铜产量分别为 7.5-7.8 吨、8.5 万-9 万吨。甲玛矿山 9%的企业所得税税率处于国内矿山最低水平，长山壕享有高新技术企业的 15%所得税税率，公司整体税率相较于国内其他矿山企业和海外主要金矿开采地如非洲、南美等地区税率优势明显。

矿山金属资源丰富，积极实施探矿计划，增储结果可期。①长山壕矿：长山壕矿为中国最大的露天金矿之一，目前探明+控制的黄金资源量达 58.92 吨，储量总计 28.45 吨。截至 2019 年矿山寿命为 7 年，2021 年深部资源勘探工作取得重大进展，有望提升矿产资源，延长长山壕矿的矿山寿命。②甲玛矿：甲玛矿为大型铜金多金属矿，蕴含铜、金、银、钼、铅、锌等资源，开采方式为地下采矿及露天作业。2019 年在该矿区发现了 400 米的夕卡岩型富铜钼（金银矿体），截止 2021 年末，甲玛矿山保有探明+控制的资源量铜 566.4 万吨、金 141.2 吨、银 7.8 万吨，其余钼、铅、锌分别有 48.9 万吨、64.7 万吨和 39.7 万吨，资源储量丰富，公司积极开发井下矿，2021 年钻探工程稳步推进，增储潜力优良。

生产技术和管理制度持续优化，降本增效明显。①长山壕矿：公司通过技术优化，在主力坑剥离量极大情况下保证上矿量，有力确保了整体剥采比，控制采矿成本，综合累计回收率从 2020 年的 54.99%提升至 55.39%②甲玛矿：2021 年公司利用金属价格高位，提高低品位矿石利用率；通过优化采选技术和改善稳流板提升

了金属回收率,实现降本增选,铜、银、铅、锌的回收率较去年同期分别提升 4%、7%、19%和 14%。甲玛矿正逐步实现机械化换人,目前采选产能已提升至 5 万吨/日,生产效率明显提升,随着井下矿开发工作的推进,预期低品位矿石将被深层高品位替代,生产成本将进一步下降。

背靠黄金央企,海外开拓优势明显,估值有很大修复空间。控股股东中国黄金集团为国内黄金行业中唯一的央企,也是中国最大的黄金生产商。中国黄金集团支持公司发挥港股融资便利的优势,推进海外扩张步伐,走向全球。按照 2022 年 4 月 1 股价计算,2021 年 PE 仅为 5.44 倍,低于同行业其他公司,随着提质增效结果进一步体现,估值有望迎来修复。

投资建议:公司矿产资储备丰富,产能稳定,海外开拓优势明显,在当前市场价下,我们预计公司 2022/2023/2024 年净利润分别为 5.26/5.50/6.11 亿美元,按照 4 月 6 日收盘价计算,对应 PE 仅为 3/3/2 倍,与同业可比公司相比明显偏低。首次覆盖,给予“推荐”评级。

风险提示:商品价格大幅下跌,成本控制不及预期,矿山生产安全风险。

表 13: 中国黄金国际盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万美元)	1137	1469	1539	1612
增长率(%)	32%	29%	5%	5%
归属母公司股东净利润(百万美元)	269	526	550	611
增长率(%)	140%	96%	5%	11%
每股收益(美元)	0.68	1.33	1.39	1.54
PE	5	3	3	2
PB	0.8	0.6	0.5	0.4

资料来源:Wind,民生证券研究院预测;(注:股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价)

3. 风险提示

1) 金属价格大幅下跌风险：若相关矿产品市场价格波动较大，矿产企业可能承受较大经营压力；

2) 公司项目进度不及预期风险：受疫情、政策监管等影响，在建项目或不能按时投产；

3) 生产安全风险：自然灾害、设备故障、人为失误都可能形成安全隐患；

4) 海外矿山所在国政治风险：大多数金矿位于海外，俄乌冲突加剧，部分海外项目所在国家或地区政治、社会结构存在一定不稳定。

赤峰黄金财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,558	4,135	8,325	10,935
营业成本	3,153	2,483	4,796	6,057
营业税金及附加	143	182	366	481
销售费用	15	10	21	27
管理费用	326	248	416	547
研发费用	74	62	83	109
EBIT	847	1,149	2,643	3,713
财务费用	-86	-26	-50	-67
资产减值损失	-17	8	8	8
投资收益	92	0	83	109
营业利润	1,016	1,186	2,788	3,903
营业外收支	-9	-12	-12	-12
利润总额	1,006	1,174	2,776	3,891
所得税	183	294	694	973
净利润	824	881	2,082	2,918
归属于母公司净利润	784	836	1,978	2,772
EBITDA	1,482	1,428	2,913	3,976

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,131	3,446	4,603	7,347
应收账款及票据	8	45	91	120
预付款项	41	62	120	151
存货	772	1,024	1,975	2,493
其他流动资产	625	427	838	1,099
流动资产合计	3,577	5,004	7,628	11,211
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,337	2,584	2,855	3,149
无形资产	757	877	997	1,117
非流动资产合计	3,639	4,801	5,971	7,149
资产合计	7,216	9,005	11,999	15,959
短期借款	165	65	65	65
应付账款及票据	247	272	526	664
其他流动负债	678	892	754	861
流动负债合计	1,090	1,229	1,344	1,590
长期借款	26	0	0	0
其他长期负债	1,657	1,657	1,657	1,657
非流动负债合计	1,683	1,657	1,657	1,657
负债合计	2,773	2,885	3,001	3,247
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
少数股东权益	355	399	503	649
股东权益合计	4,443	6,120	8,998	12,712
负债和股东权益合计	7,216	9,005	11,999	15,959

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-24.89	-9.29	101.34	31.35
EBIT 增长率	42.45	35.72	129.94	40.49
净利润增长率	317.01	6.69	136.47	40.16
盈利能力 (%)				
毛利率	30.83	39.95	42.40	44.61
净利润率	18.07	21.29	25.01	26.69
总资产收益率 ROA	10.87	8.53	14.55	15.10
净资产收益率 ROE	19.18	14.62	23.29	22.98
偿债能力				
流动比率	3.28	4.07	5.67	7.05
速动比率	2.54	3.19	4.12	5.39
现金比率	1.96	2.80	3.42	4.62
资产负债率 (%)	38.42	29.43	22.07	17.69
经营效率				
应收账款周转天数	0.64	4.00	4.00	4.00
存货周转天数	89.34	150.00	150.00	150.00
总资产周转率	0.63	0.42	0.61	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.50	1.19	1.67
每股净资产	2.67	3.68	5.41	7.64
每股经营现金流	0.64	0.79	0.56	1.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	40	37	16	11
PB	7.0	5.1	3.5	2.4
EV/EBITDA	19.84	19.59	9.20	6.05
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	824	881	2,082	2,918
折旧和摊销	636	278	270	262
营运资金变动	-400	145	-1,341	-584
经营活动现金流	1,072	1,311	934	2,494
资本开支	-967	148	148	148
投资	1,301	-15	-5	-5
投资活动现金流	176	133	226	252
股权募资	503	0	0	0
债务募资	-643	-126	0	0
筹资活动现金流	-465	-130	-2	-2
现金净流量	787	1,314	1,158	2,744

招金矿业财务报表数据预测汇总

利润表 (百万美元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,750	6,960	7,868	9,921
营业成本	4,033	4,167	4,072	4,682
销售费用	45	31	54	61
管理费用	1,209	1,496	1,397	1,962
财务费用	481	602	625	640
营业利润	1,619	902	2,241	3,102
利润总额	1,337	282	1,704	2,568
所得税	103	91	341	514
净利润	1,235	191	1,363	2,054
少数股东损益	183	157	273	411
归属母公司净利润	1,052	34	1,091	1,644
EBITDA	2,702	1,809	3,201	4,121
EPS (元)	0.32	0.01	0.33	0.50

资产负债表 (百万美元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,978	12,422	13,925	16,213
现金	1,840	3,531	4,693	5,682
应收账款	283	245	268	336
存货	5,126	4,979	4,964	5,670
其他	3,729	3,668	3,999	4,526
非流动资产	28,712	28,883	29,992	31,144
固定资产	15,209	16,204	17,344	18,524
无形资产	10,110	10,009	9,909	9,810
租金按金				
使用权资产				
其他	3,392	2,669	2,739	2,809
资产总计	39,690	41,305	43,917	47,356
流动负债	16,518	16,842	17,422	18,337
短期借款	13,624	14,224	14,524	14,724
应付账款	508	466	473	537
其他	2,386	2,153	2,425	3,077
非流动负债	6,115	7,215	8,015	8,615
长期借款	5,515	6,615	7,415	8,015
租赁负债				
其他	600	600	600	600
负债合计	22,633	24,057	25,437	26,952
少数股东权益	3,504	3,661	3,934	4,345
股本	3,270	3,270	3,270	3,270
留存收益和资本公积	10,282	10,316	11,276	12,789
归属母公司股东权益	13,553	13,587	14,546	16,059
负债和股东权益	39,690	41,305	43,917	47,356

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	0.21	-0.10	0.13	0.26
营业利润	0.73	-0.44	1.48	0.38
归属母公司净利润	1.20	-0.97	31.36	0.51
获利能力				
毛利率	0.47	0.39	0.48	0.52
净利率	0.16	0.03	0.17	0.21
ROE	0.08	0.00	0.07	0.10
ROIC	0.04	0.02	0.04	0.06
偿债能力				
资产负债率	0.57	0.58	0.58	0.57
净负债比率	1.01	1.00	0.93	0.84
流动比率	0.66	0.74	0.80	0.88
速动比率	0.33	0.42	0.49	0.55
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.17	0.18	0.21
应收账款周转率	27.00	28.00	29.00	29.23
应付账款周转率	7.94	8.95	8.61	8.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.01	0.33	0.50
每股经营现金	1.11	0.54	0.95	1.04
每股净资产	5.22	5.27	5.65	6.24
估值比率				
P/E	19	582	18	12
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.66	20.42	11.52	8.90

现金流量表 (百万美元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,634	1,776	3,112	3,385
净利润	1,052	34	1,091	1,644
折旧摊销	1,083	907	960	1,019
少数股东权益	183	157	273	411
营运资金变动及其他	1,316	679	789	312
投资活动现金流	-1,936	-1,126	-2,207	-2,318
资本支出	-1,425	-1,800	-2,000	-2,100
其他投资	-511	674	-207	-218
筹资活动现金流	-3,273	1,040	257	-78
借款增加	-539	1,700	1,100	800
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-295	-660	-843	-878
其他	-2,438	0	0	0
现金净增加额	-1,668	1,690	1,163	988

山东黄金财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33,935	66,546	69,937	73,917
营业成本	30,351	56,845	58,486	61,181
营业税金及附加	633	865	1,049	1,109
销售费用	361	333	350	370
管理费用	2,930	5,324	5,595	5,913
研发费用	346	532	559	591
EBIT	-662	2,647	3,898	4,753
财务费用	711	556	430	411
资产减值损失	-6	-50	-50	-50
投资收益	728	1,331	1,399	1,478
营业利润	68	3,427	4,859	5,815
营业外收支	-46	9	9	9
利润总额	22	3,436	4,868	5,824
所得税	218	859	1,217	1,456
净利润	-195	2,577	3,651	4,368
归属于母公司净利润	-194	2,319	3,286	3,931
EBITDA	1,848	5,764	7,284	8,416

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,008	6,271	7,489	11,449
应收账款及票据	118	375	383	405
预付款项	460	1,137	1,170	1,224
存货	2,984	3,115	4,807	5,029
其他流动资产	5,698	2,985	2,887	2,986
流动资产合计	14,268	13,882	16,736	21,092
长期股权投资	1,954	1,974	1,974	1,974
固定资产	26,828	28,567	30,132	31,519
无形资产	19,336	24,222	24,559	24,839
非流动资产合计	64,039	71,674	74,488	77,025
资产合计	78,308	81,056	86,723	93,617
短期借款	5,784	5,784	5,784	5,784
应付账款及票据	4,902	6,230	6,089	6,370
其他流动负债	24,302	17,820	17,976	18,222
流动负债合计	34,987	29,833	29,849	30,375
长期借款	5,340	8,640	8,640	8,640
其他长期负债	6,198	6,224	6,224	6,224
非流动负债合计	11,537	14,863	14,863	14,863
负债合计	46,524	44,696	44,713	45,238
股本	4,473	4,632	4,632	4,632
少数股东权益	2,563	2,821	3,186	3,623
股东权益合计	31,783	36,360	42,011	48,378
负债和股东权益合计	78,308	81,056	86,723	93,617

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-46.70	96.10	5.10	5.69
EBIT 增长率	-115.39	499.97	47.22	21.95
净利润增长率	-109.57	1297.32	41.68	19.64
盈利能力 (%)				
毛利率	10.56	14.58	16.37	17.23
净利润率	-0.58	3.87	5.22	5.91
总资产收益率 ROA	-0.25	2.71	3.60	4.01
净资产收益率 ROE	-0.66	6.91	8.46	8.78
偿债能力				
流动比率	0.41	0.47	0.56	0.69
速动比率	0.31	0.32	0.36	0.49
现金比率	0.14	0.21	0.25	0.38
资产负债率 (%)	59.41	52.24	49.01	46.11
经营效率				
应收账款周转天数	1.27	2.00	2.00	2.00
存货周转天数	35.88	20.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.43	0.78	0.77	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	-0.09	0.52	0.73	0.88
每股净资产	7.10	8.13	9.39	10.81
每股经营现金流	0.41	0.12	1.02	1.62
每股股利	0.05	0.05	0.05	0.05
估值分析				
PE	-242	42	30	25
PB	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	56.95	18.62	14.56	12.14
股息收益率 (%)	0.23	0.23	0.23	0.23

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-195	2,577	3,651	4,368
折旧和摊销	2,510	3,117	3,386	3,663
营运资金变动	118	-4,474	-1,620	130
经营活动现金流	1,822	546	4,584	7,247
资本开支	-3,404	-4,272	-4,241	-4,241
投资	756	1,960	0	0
投资活动现金流	-2,607	-978	-2,842	-2,763
股权募资	2,250	0	0	0
债务募资	3,404	2,326	0	0
筹资活动现金流	2,141	1,695	-524	-524
现金净流量	1,343	1,263	1,218	3,960

银泰黄金财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,906	7,747	10,038	12,021
营业成本	5,747	4,988	5,862	6,542
营业税金及附加	190	209	301	481
销售费用	4	4	10	12
管理费用	257	349	602	721
研发费用	0	0	100	240
EBIT	1,672	2,198	3,162	4,025
财务费用	44	-2	-1	-20
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	89	101	0	0
营业利润	1,748	2,307	3,168	4,050
营业外收支	13	-5	0	0
利润总额	1,761	2,302	3,168	4,050
所得税	395	575	792	1,013
净利润	1,366	1,726	2,376	3,038
归属于母公司净利润	1,242	1,554	2,019	2,582
EBITDA	2,339	2,923	3,916	4,805

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	483	446	1,706	3,656
应收账款及票据	48	52	68	81
预付款项	27	25	29	33
存货	1,027	888	1,044	1,165
其他流动资产	2,349	3,594	4,845	6,095
流动资产合计	3,934	5,005	7,691	11,030
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,783	2,938	3,026	3,059
无形资产	5,318	5,168	5,018	4,868
非流动资产合计	8,973	8,874	8,747	8,593
资产合计	12,907	13,879	16,438	19,623
短期借款	179	179	179	179
应付账款及票据	570	492	578	645
其他流动负债	422	439	537	617
流动负债合计	1,171	1,111	1,294	1,442
长期借款	235	235	235	235
其他长期负债	435	435	435	435
非流动负债合计	670	670	670	670
负债合计	1,840	1,780	1,964	2,111
股本	2,777	2,777	2,777	2,777
少数股东权益	1,176	1,349	1,705	2,161
股东权益合计	11,066	12,099	14,474	17,512
负债和股东权益合计	12,907	13,879	16,438	19,623

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	53.54	-2.01	29.58	19.75
EBIT 增长率	42.73	31.42	43.91	27.28
净利润增长率	43.77	25.06	29.97	27.86
盈利能力 (%)				
毛利率	27.30	35.62	41.60	45.58
净利润率	17.28	22.29	23.67	25.27
总资产收益率 ROA	9.63	11.20	12.28	13.16
净资产收益率 ROE	12.56	14.45	15.82	16.82
偿债能力				
流动比率	3.36	4.51	5.94	7.65
速动比率	2.46	3.68	5.11	6.82
现金比率	0.41	0.40	1.32	2.54
资产负债率 (%)	14.26	12.83	11.95	10.76
经营效率				
应收账款周转天数	2.23	2.50	2.50	2.50
存货周转天数	65.22	65.00	65.00	65.00
总资产周转率	0.61	0.56	0.61	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.56	0.73	0.93
每股净资产	3.99	4.36	5.21	6.31
每股经营现金流	0.87	0.66	0.91	1.16
每股股利	0.20	0.25	0.00	0.00
估值分析				
PE	21	17	13	10
PB	2.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.02	8.83	6.27	4.70
股息收益率 (%)	2.15	2.69	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,366	1,726	2,376	3,038
折旧和摊销	667	725	753	780
营运资金变动	437	-524	-599	-597
经营活动现金流	2,427	1,839	2,536	3,228
资本开支	-604	-605	-600	-600
投资	-1,019	-675	-675	-675
投资活动现金流	-1,534	-1,176	-1,272	-1,272
股权募资	8	0	0	0
债务募资	-117	0	0	0
筹资活动现金流	-734	-700	-5	-5
现金净流量	154	-37	1,259	1,951

紫金矿业财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	225,102	310,688	373,395	413,138
营业成本	190,351	255,146	309,385	347,839
营业税金及附加	3,460	4,194	5,041	5,371
销售费用	412	1,025	1,232	1,157
管理费用	5,309	7,146	8,215	8,676
研发费用	771	1,150	1,270	1,239
EBIT	25,670	42,027	48,253	48,856
财务费用	1,496	2,334	2,182	1,865
资产减值损失	-598	-141	-142	-132
投资收益	1,692	2,486	2,987	3,305
营业利润	25,087	42,714	49,734	51,025
营业外收支	-293	-244	-214	-206
利润总额	24,794	42,471	49,520	50,818
所得税	5,194	8,494	9,904	10,164
净利润	19,600	33,976	39,616	40,655
归属于母公司净利润	15,673	27,521	31,685	32,524
EBITDA	33,865	51,220	58,566	60,266

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,222	19,932	33,269	44,447
应收账款及票据	2,445	2,736	3,410	3,847
预付款项	1,782	2,455	2,935	3,309
存货	19,309	28,360	33,821	37,781
其他流动资产	9,306	11,292	12,722	13,812
流动资产合计	47,064	64,776	86,158	103,196
长期股权投资	9,628	10,931	12,455	14,073
固定资产	55,597	66,625	75,946	83,363
无形资产	47,531	55,725	63,845	70,765
非流动资产合计	161,530	178,774	195,337	209,576
资产合计	208,595	243,550	281,496	312,772
短期借款	18,229	20,049	19,943	12,335
应付账款及票据	7,837	10,604	12,893	14,454
其他流动负债	24,237	28,635	32,771	35,416
流动负债合计	50,302	59,288	65,608	62,205
长期借款	36,127	37,127	38,127	41,141
其他长期负债	29,268	29,166	29,176	29,186
非流动负债合计	65,395	66,293	67,303	70,328
负债合计	115,698	125,581	132,911	132,532
股本	2,633	2,728	2,728	2,728
少数股东权益	21,863	28,318	36,249	44,380
股东权益合计	92,897	117,969	148,585	180,240
负债和股东权益合计	208,595	243,550	281,496	312,772

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.25	38.02	20.18	10.64
EBIT 增长率	90.46	63.72	14.82	1.25
净利润增长率	140.80	75.60	15.13	2.65
盈利能力 (%)				
毛利率	15.44	17.88	17.14	15.81
净利润率	8.71	10.94	10.61	9.84
总资产收益率 ROA	7.51	11.30	11.26	10.40
净资产收益率 ROE	22.06	30.70	28.21	23.94
偿债能力				
流动比率	0.94	1.09	1.31	1.66
速动比率	0.52	0.57	0.75	1.00
现金比率	0.28	0.34	0.51	0.71
资产负债率 (%)	55.47	51.56	47.22	42.37
经营效率				
应收账款周转天数	3.96	3.21	3.33	3.40
存货周转天数	37.02	40.57	39.90	39.64
总资产周转率	1.08	1.28	1.33	1.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	1.05	1.20	1.24
每股净资产	2.70	3.40	4.27	5.16
每股经营现金流	0.99	1.48	1.84	1.91
每股股利	0.20	0.34	0.34	0.34
估值分析				
PE	19	11	10	9
PB	4.3	3.4	2.7	2.2
EV/EBITDA	10.91	7.15	6.05	5.61
股息收益率 (%)	1.72	2.94	2.94	2.94

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	19,600	33,976	39,616	40,655
折旧和摊销	8,195	9,193	10,312	11,410
营运资金变动	-1,320	-4,784	-1,621	-1,655
经营活动现金流	26,072	39,001	48,458	50,175
资本开支	-20,131	-25,509	-25,757	-24,429
投资	-2,915	-1,320	-1,478	-1,565
投资活动现金流	-23,765	-24,343	-24,248	-22,689
股权募资	2,759	95	0	0
债务募资	17,017	2,667	905	-4,584
筹资活动现金流	23	-8,947	-10,873	-16,308
现金净流量	1,845	5,711	13,337	11,178

中金黄金财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	47,995	54,403	56,738	59,889
营业成本	41,799	47,530	49,362	52,030
营业税金及附加	534	582	624	655
销售费用	223	109	113	173
管理费用	1,623	2,067	2,086	2,168
研发费用	592	543	628	667
EBIT	2,595	3,572	3,924	4,196
财务费用	524	352	379	343
资产减值损失	-291	-223	-229	-224
投资收益	129	109	82	122
营业利润	2,501	3,143	3,445	3,811
营业外收支	-95	-221	-90	-100
利润总额	2,406	2,922	3,355	3,711
所得税	471	584	704	749
净利润	1,935	2,338	2,651	2,962
归属于母公司净利润	1,555	1,964	2,227	2,488
EBITDA	4,768	6,669	7,726	8,969

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,615	4,815	7,222	9,636
应收账款及票据	435	414	383	468
预付款项	563	825	725	790
存货	11,950	14,180	14,539	15,184
其他流动资产	520	851	799	789
流动资产合计	19,083	21,084	23,669	26,866
长期股权投资	817	825	830	835
固定资产	15,743	15,947	15,978	15,890
无形资产	4,711	4,970	5,350	5,782
非流动资产合计	26,720	27,516	27,841	28,049
资产合计	45,803	48,600	51,510	54,915
短期借款	8,696	8,696	8,696	8,696
应付账款及票据	3,356	3,380	3,683	3,920
其他流动负债	2,991	3,454	3,410	3,617
流动负债合计	15,043	15,530	15,789	16,233
长期借款	3,999	4,749	4,749	4,749
其他长期负债	1,237	1,237	1,237	1,237
非流动负债合计	5,236	5,986	5,986	5,986
负债合计	20,279	21,516	21,775	22,219
股本	4,847	4,847	4,847	4,847
少数股东权益	2,112	2,486	2,910	3,384
股东权益合计	25,524	27,084	29,734	32,696
负债和股东权益合计	45,803	48,600	51,510	54,915

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.82	13.35	4.29	5.55
EBIT 增长率	23.18	37.65	9.87	6.93
净利润增长率	96.14	26.30	13.39	11.74
盈利能力 (%)				
毛利率	12.91	12.63	13.00	13.12
净利润率	4.03	4.30	4.67	4.95
总资产收益率 ROA	3.39	4.04	4.32	4.53
净资产收益率 ROE	6.64	7.98	8.30	8.49
偿债能力				
流动比率	1.27	1.36	1.50	1.66
速动比率	0.44	0.39	0.53	0.67
现金比率	0.37	0.31	0.46	0.59
资产负债率 (%)	44.27	44.27	42.27	40.46
经营效率				
应收账款周转天数	3.26	1.76	2.07	2.36
存货周转天数	104.35	110.43	108.98	107.92
总资产周转率	1.05	1.12	1.10	1.09
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.41	0.46	0.51
每股净资产	5.27	5.59	6.13	6.75
每股经营现金流	0.94	0.76	1.45	1.62
每股股利	0.02	0.16	0.00	0.00
估值分析				
PE	25	20	17	15
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.73	7.19	5.89	4.81
股息收益率 (%)	0.24	2.02	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,935	2,338	2,651	2,962
折旧和摊销	2,173	3,097	3,802	4,773
营运资金变动	-389	-2,514	-118	-540
经营活动现金流	4,563	3,689	7,012	7,831
资本开支	-1,535	-3,679	-4,232	-5,085
投资	-419	-606	-4	-3
投资活动现金流	-1,448	-4,026	-4,153	-4,966
股权募资	2,009	0	0	0
债务募资	-1,171	750	0	0
筹资活动现金流	-1,749	-463	-451	-451
现金净流量	1,337	-800	2,407	2,414

湖南黄金财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	19,846	24,067	26,772	29,785
营业成本	18,398	21,993	24,572	27,446
营业税金及附加	96	120	134	143
销售费用	18	22	19	21
管理费用	623	674	643	715
研发费用	293	361	402	328
EBIT	446	897	1,003	1,133
财务费用	27	-1	-10	-22
资产减值损失	-36	-58	-64	-49
投资收益	-4	-4	-6	-3
营业利润	379	860	972	1,139
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	375	860	972	1,139
所得税	11	181	194	171
净利润	365	679	778	968
归属于母公司净利润	363	677	775	965
EBITDA	794	1,256	1,394	1,551

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	461	1,058	1,845	2,669
应收账款及票据	98	172	159	179
预付款项	65	94	93	106
存货	471	687	722	789
其他流动资产	350	358	396	443
流动资产合计	1,445	2,369	3,216	4,187
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	3,844	4,057	4,247	4,436
无形资产	620	625	642	660
非流动资产合计	5,912	6,012	6,091	6,138
资产合计	7,357	8,381	9,307	10,325
短期借款	183	223	223	223
应付账款及票据	226	300	344	366
其他流动负债	1,168	1,418	1,522	1,550
流动负债合计	1,577	1,941	2,089	2,139
长期借款	0	-19	-19	-19
其他长期负债	231	231	231	231
非流动负债合计	231	212	212	212
负债合计	1,808	2,153	2,301	2,350
股本	1,202	1,202	1,202	1,202
少数股东权益	71	73	76	79
股东权益合计	5,549	6,229	7,006	7,974
负债和股东权益合计	7,357	8,381	9,307	10,325

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.19	21.27	11.24	11.25
EBIT 增长率	7.02	100.95	11.86	12.94
净利润增长率	61.28	86.46	14.45	24.49
盈利能力 (%)				
毛利率	7.30	8.62	8.22	7.85
净利润率	1.84	2.82	2.90	3.25
总资产收益率 ROA	4.94	8.08	8.33	9.35
净资产收益率 ROE	6.63	11.01	11.19	12.22
偿债能力				
流动比率	0.92	1.22	1.54	1.96
速动比率	0.58	0.82	1.15	1.54
现金比率	0.29	0.55	0.88	1.25
资产负债率 (%)	24.57	25.69	24.72	22.76
经营效率				
应收账款周转天数	1.80	2.61	2.17	2.20
存货周转天数	9.34	11.40	10.72	10.49
总资产周转率	2.70	2.87	2.88	2.88
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.56	0.64	0.80
每股净资产	4.62	5.18	5.83	6.63
每股经营现金流	0.51	0.94	1.11	1.12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	36	19	17	14
PB	2.4	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	16.26	9.82	8.28	6.91
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	365	679	778	968
折旧和摊销	348	359	390	418
营运资金变动	-120	26	88	-97
经营活动现金流	614	1,133	1,332	1,347
资本开支	-711	-517	-537	-520
投资	0	6	5	6
投资活动现金流	-711	-515	-538	-517
股权募资	0	0	0	0
债务募资	133	-14	0	0
筹资活动现金流	141	-20	-6	-6
现金净流量	44	598	787	824

恒邦股份财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	41,383	44,462	48,157	48,657
营业成本	39,303	41,934	45,659	46,130
营业税金及附加	97	82	91	95
销售费用	20	50	48	46
管理费用	642	669	719	733
研发费用	135	131	147	149
EBIT	1,121	1,596	1,492	1,503
财务费用	358	186	162	162
资产减值损失	-188	-437	-250	-166
投资收益	-145	-154	-188	-180
营业利润	531	835	908	1,012
营业外收支	-38	-64	-64	-64
利润总额	493	771	844	948
所得税	66	154	169	190
净利润	427	617	675	758
归属于母公司净利润	455	644	705	794
EBITDA	1,680	2,041	1,914	1,918

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,596	5,132	5,184	6,376
应收账款及票据	21	56	43	41
预付款项	73	632	348	377
存货	8,779	10,112	10,874	10,919
其他流动资产	1,406	1,117	1,330	1,492
流动资产合计	13,875	17,050	17,779	19,204
长期股权投资	332	442	589	786
固定资产	4,045	3,902	3,670	3,444
无形资产	657	746	875	916
非流动资产合计	5,537	5,658	5,786	5,854
资产合计	19,412	22,707	23,565	25,059
短期借款	7,982	7,982	7,982	7,982
应付账款及票据	1,397	2,999	2,537	2,501
其他流动负债	735	1,612	2,056	2,628
流动负债合计	10,114	12,593	12,575	13,111
长期借款	509	709	909	1,109
其他长期负债	1,015	1,015	1,015	1,015
非流动负债合计	1,524	1,724	1,924	2,124
负债合计	11,639	14,317	14,500	15,235
股本	1,148	1,148	1,148	1,148
少数股东权益	-38	-65	-95	-131
股东权益合计	7,773	8,390	9,066	9,824
负债和股东权益合计	19,412	22,707	23,565	25,059

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.78	7.44	8.31	1.04
EBIT 增长率	27.24	42.36	-6.50	0.73
净利润增长率	24.16	41.53	9.57	12.61
盈利能力 (%)				
毛利率	5.03	5.69	5.19	5.19
净利润率	1.03	1.39	1.40	1.56
总资产收益率 ROA	2.34	2.83	2.99	3.17
净资产收益率 ROE	5.82	7.61	7.70	7.98
偿债能力				
流动比率	1.37	1.35	1.41	1.46
速动比率	0.49	0.50	0.52	0.60
现金比率	0.36	0.41	0.41	0.49
资产负债率 (%)	59.96	63.05	61.53	60.80
经营效率				
应收账款周转天数	0.19	0.54	0.40	0.38
存货周转天数	81.53	91.50	88.52	87.19
总资产周转率	2.13	1.96	2.04	1.94
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.56	0.61	0.69
每股净资产	6.77	7.31	7.90	8.56
每股经营现金流	0.41	1.95	0.68	1.62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	27	19	17	16
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.80	8.23	8.86	8.32
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	427	617	675	758
折旧和摊销	559	445	422	415
营运资金变动	-1,193	270	-1,066	33
经营活动现金流	474	2,235	780	1,864
资本开支	-311	-542	-501	-404
投资	-315	-213	-251	-298
投资活动现金流	-1,145	-919	-949	-892
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2,267	460	460	460
筹资活动现金流	1,492	221	221	221
现金净流量	807	1,536	51	1,192

盛达资源财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,638	1,792	2,029	2,295
营业成本	887	786	848	912
营业税金及附加	79	108	91	117
销售费用	2	4	3	3
管理费用	150	233	185	239
研发费用	15	14	12	18
EBIT	438	648	891	1,006
财务费用	67	32	32	25
资产减值损失	0	-2	-1	-1
投资收益	20	27	21	29
营业利润	492	681	884	1,014
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	490	681	884	1,014
所得税	77	109	153	166
净利润	413	572	730	849
归属于母公司净利润	291	440	554	631
EBITDA	550	1,027	1,146	1,326

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	785	851	1,264	1,912
应收账款及票据	26	42	50	49
预付款项	20	44	37	37
存货	127	86	97	112
其他流动资产	392	446	444	447
流动资产合计	1,349	1,469	1,892	2,556
长期股权投资	342	442	565	700
固定资产	1,081	1,124	1,145	1,113
无形资产	460	544	630	681
非流动资产合计	3,294	3,629	3,994	4,267
资产合计	4,643	5,098	5,886	6,823
短期借款	571	571	571	571
应付账款及票据	262	137	169	203
其他流动负债	512	501	526	580
流动负债合计	1,345	1,209	1,266	1,354
长期借款	660	680	680	680
其他长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	674	694	694	694
负债合计	2,019	1,903	1,960	2,048
股本	129	129	129	129
少数股东权益	400	532	708	926
股东权益合计	2,624	3,196	3,926	4,775
负债和股东权益合计	4,643	5,098	5,886	6,823

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-43.54	9.44	13.20	13.13
EBIT 增长率	-30.72	47.90	37.42	12.87
净利润增长率	-35.19	51.46	25.77	14.00
盈利能力 (%)				
毛利率	45.85	56.17	58.22	60.25
净利润率	25.24	31.89	36.00	36.97
总资产收益率 ROA	6.26	8.63	9.41	9.25
净资产收益率 ROE	13.07	16.52	17.20	16.40
偿债能力				
流动比率	1.00	1.22	1.50	1.89
速动比率	0.89	1.11	1.39	1.78
现金比率	0.58	0.70	1.00	1.41
资产负债率 (%)	43.48	37.32	33.29	30.02
经营效率				
应收账款周转天数	5.64	4.51	5.32	5.16
存货周转天数	52.08	40.02	41.88	44.66
总资产周转率	0.35	0.35	0.34	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.64	0.80	0.91
每股净资产	3.22	3.86	4.66	5.58
每股经营现金流	0.87	1.11	1.53	1.82
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	31	20	16	14
PB	4.0	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	17.45	9.30	7.97	6.41
股息收益率 (%)	0.77	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	413	572	730	849
折旧和摊销	112	379	255	320
营运资金变动	59	-170	47	72
经营活动现金流	599	769	1,057	1,258
资本开支	-271	-623	-496	-459
投资	-116	-119	-124	-135
投资活动现金流	-368	-679	-600	-565
股权募资	0	0	0	0
债务募资	511	20	0	0
筹资活动现金流	228	-24	-44	-44
现金净流量	459	67	413	648

中国黄金国际财务报表数据预测汇总

利润表 (百万美元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,137	1,469	1,539	1,612
营业成本	733	748	772	797
销售费用	0	0	0	0
管理费用	44	73	68	76
财务费用	24	32	24	9
营业利润	333	615	663	702
利润总额	312	583	639	693
所得税	43	29	60	50
净利润	269	554	579	643
少数股东损益	1	28	29	32
归属母公司净利润	269	526	550	611
EBITDA	509	669	719	759
EPS (美元)	0.68	1.33	1.39	1.54

资产负债表 (百万美元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	541	1,311	2,134	2,761
现金	208	906	1,741	2,356
应收账款	1	2	2	2
存货	300	332	336	342
其他	33	71	56	61
非流动资产	2,716	2,779	2,852	2,887
固定资产	1,804	1,887	1,978	2,037
无形资产	857	834	810	788
租金按金				
使用权资产				
其他	55	59	64	62
资产总计	3,257	4,090	4,986	5,648
流动负债	344	345	341	362
短期借款	98	0	0	0
应付账款	91	102	102	106
其他	155	243	239	256
非流动负债	1,080	1,358	1,678	1,676
长期借款	873	1,173	1,473	1,473
租赁负债				
其他	207	185	205	203
负债合计	1,424	1,703	2,019	2,038
少数股东权益	17	45	74	106
股本	1,229	1,229	1,229	1,229
留存收益和资本公积	587	1,113	1,664	2,274
归属母公司股东权益	1,816	2,342	2,893	3,503
负债和股东权益	3,257	4,090	4,986	5,648

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力(%)				
营业收入增长率	31.63	29.16	4.74	4.75
EBIT 增长率	115.91	84.67	7.88	5.85
净利润增长率	139.97	95.90	4.56	10.96
盈利能力(%)				
毛利率	35.53	49.09	49.83	50.54
净利率	23.62	37.71	37.65	39.88
ROE	14.80	22.47	19.03	17.43
ROIC	0.10	0.16	0.14	0.13
偿债能力				
资产负债率(%)	43.71	41.63	40.50	36.09
净负债比率	0.42	0.11	-0.09	-0.24
流动比率	1.58	3.80	6.25	7.62
速动比率	0.68	2.79	5.23	6.64
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.36	0.31	0.29
应收账款周转率	990.73	677.63	782.00	747.21
应付账款周转率	8.02	7.35	7.57	7.50
每股指标(美元)				
每股收益	0.68	1.33	1.39	1.54
每股经营现金	1.05	1.71	1.76	1.94
每股净资产	4.62	6.02	7.48	9.11
估值比率				
P/E	5	3	3	2
P/B	0.8	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.36	2.58	15.51	13.88

现金流量表 (百万美元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流				
经营活动现金流	417.28	678.69	696.05	768.24
净利润	268.68	526.33	550.35	610.66
折旧摊销	175.80	54.36	55.64	56.70
少数股东权益	1.31	27.70	28.97	32.14
营运资金变动及其他	-28.52	70.30	61.09	68.75
投资活动现金流				
投资活动现金流	-150.71	-139.95	-108.50	-93.50
资本支出	-144.79	-113.50	-123.50	-93.50
其他投资	-5.92	-26.45	15.00	0.00
筹资活动现金流				
筹资活动现金流	-307.54	159.04	247.08	-58.92
借款增加	-254.49	202.39	300.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
已付股利	-48.42	-43.36	-52.92	-58.92
其他	-4.64	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-35.16	697.77	834.63	615.83

插图目录

图 1：黄金价格影响因素分析框架	3
图 2：当实际利率为负时黄金多迎来上涨行情	4
图 3：美国十年期 TIPS 利率与黄金价格高度负相关	4
图 4：美联储加大货币超发，刺激经济复苏	4
图 5：疫情导致流动性紧张，各国央行纷纷加码宽松	4
图 6：历史上，货币超发之后往往对应通胀预期大幅抬升	5
图 7：通胀预期变化与 CPI 当月同比	5
图 8：2022 年 3 月美联储加息点阵图	6
图 9：各大类资产自 1960 年后价格累计增长情况	7
图 10：60s-70s 美国政府长期保持大规模财政赤字	8
图 11：扩张性政策是 70 年代滞胀的根源	8
图 12：美国历史 GDP 同比、CPI 同比、剔除通胀后的十年国债利率与失业率	9
图 13：1970s 两次滞胀期间大宗商品价格上涨	9
图 14：俄乌冲突加剧供需矛盾导致商品价格上涨	9
图 15：疫情后美国人均个人消费支出大幅上升	10
图 16：美国非农平均时薪和失业率均有所提高	10
图 17：2020 年量化宽松以来大宗商品价格攀升	10
图 18：主要发达国家 CPI 同比 (%)	10
图 19：美国 10 年-2 年国债期限利差与 GDP 增速	11
图 20：美国 30 年期与 5 年期国债收益率逐渐趋近	11
图 21：美元指数与金价 2010 年短暂同步后背离	12
图 22：近期 COMEX 黄金与美元指数同步上升	12
图 23：以不同货币计价的黄金价格走势	12
图 24：主要国家和地区的货币都在相对黄金贬值	12
图 25：2008 年后全球黄金储备量持续上升	13
图 26：2000 年以来中国央行黄金储备扩大 4 倍左右	13
图 27：全球各国央行已连续 12 年净买入黄金(吨)	13
图 28：2021 年各国央行黄金储备 (吨)	14
图 29：2021 年新兴市场国家大力购买黄金	14
图 30：全球央行黄金储备占 GDP 百分比整体上升	14
图 31：黄金占全球中央银行资产的百分比稳中有降	14
图 32：美联储资产负债表组成	15
图 33：央行扩表将推动金价继续走高	15
图 34：2022 年 SPDR 黄金 ETF 持有量出现回升趋势	15
图 35：黄金股在金价确认中枢上移后迎来弹性最大阶段	16
图 36：金价上行周期中金价和黄金指数的涨跌幅	16
图 37：公司股权结构-控股股东	17
图 38：公司股权结构-子公司	17
图 39：公司黄金业务营收占比逐渐提升	18
图 40：2017 年以来矿产金及冶炼金产量变化	18
图 41：山东黄金主营收入构成	21
图 42：公司近五年矿产金及冶炼金产量变化	21
图 43：山东黄金“十四五”规划目标	22
图 44：公司 2023 年远景规划	22

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：70-80 年代滞胀时期黄金与金融资产涨跌幅对比	7
表 2：黄金股对金价业绩弹性测算	17
表 3：赤峰黄金盈利预测与财务指标	19

表 4：招金矿业盈利预测与财务指标.....	20
表 5：山东黄金盈利预测与财务指标.....	22
表 6：银泰黄金盈利预测与财务指标.....	23
表 7：紫金矿业未来产量规划	25
表 8：紫金矿业盈利预测与财务指标.....	25
表 9：中金黄金盈利预测与财务指标.....	26
表 10：湖南黄金盈利预测与财务指标	27
表 11：恒邦股份盈利预测与财务指标	28
表 12：盛达资源盈利预测与财务指标	30
表 13：中国黄金国际盈利预测与财务指标	31

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001