



黄金：上涨周期未完，关注量价齐升标的

投资要点

- **黄金历史价格回顾：**自布雷顿森林体系解体后的五十年间，黄金共经历了三轮牛市（1972-1980，2002-2012，2019-至今），价格中枢持续抬升，伦敦金价格重心自布雷顿森林体系时的 35 美元/盎司提升至现在的 1800 美元/盎司附近。黄金价格的驱动因素各阶段不同，上世纪 70 年代美元黄金价值体系的崩溃和大通胀是金价主要驱动因素，21 世纪前十年中通胀上行是主要驱动，美元、投资手段的扩展也对金价产生影响，近十年间金价的驱动因素逐渐向实际利率切换。
- **黄金上涨周期未完：**1) **利率：**海外衰退压力加大、大宗商品下跌带来通胀压力阶段性缓解，下半年加息幅度有望边际放缓，实际利率预计先见顶后回落，将对黄金价格形成向上驱动。2) **通胀：**在能源转型、上游资本开支不足的背景下，作为大宗之王的能源，价格难有大幅下跌，大宗商品的价格中枢或整体抬升。金价成本通胀的支撑仍然存在，另外通胀高位将压低实际利率的水平，利好金价。3) **美元：**目前美元指数处于高位，下半年基于美联储加息边际放缓的预期，美元下半年有走弱空间，美元指数及美元兑日元汇率均有下行空间，黄金价格预计将受益于美元的走弱而反弹。
- **赤峰黄金：**1) **资源为王，内外发力共同推动黄金产量攀升。**在国内黄金企业中，赤峰黄金是黄金产量增速最高的一家，2022-2024 年预计公司黄金产量分别为 15.8 吨、20.0 吨和 23.0 吨，三年复合增长率达到 43.3%。2) **规模效应有望降低单位成本，公司盈利能力增强。**海外矿山的前期成本较高，主要是源于规模偏低的经济性，2022 年海外的 Sepon 矿山和 Wassa 金矿将通过规模效应的提升来降低单位成本，黄金生产成本有望步入下行通道。
- **银泰黄金：**1) **公司黄金、银及铅锌产量均维持增长。**公司收购的芒市华盛金矿将贡献未来主要的黄金增量，国内三座矿山黄金产量稳中有升，预计公司 2022-2024 年黄金产量分别为 8.1 吨、11.3 吨和 13.3 吨，三年复合增长率为 23.0%。受益于采选能力提升，2022 年公司银及铅锌产量预计也将提升 30%。2) **低成本持续提升盈利能力。**高品位、矿层浅和管理经验先进，使得公司单位成本基本处于行业最低水平，未来贡献增量的华盛金矿为露天开采，将进一步降低公司黄金业务的单位成本。
- **风险提示：**美联储加息超预期风险、矿山意外事故风险。

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
 执业证号：S1250522040001
 电话：010-57758531
 邮箱：zlans@swsc.com.cn

联系人：黄腾飞
 电话：13651914586
 邮箱：htengf@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	128
行业总市值(亿元)	30,508.27
流通市值(亿元)	28,018.44
行业市盈率 TTM	22.2
沪深 300 市盈率 TTM	12.1

相关研究

目 录

1 黄金价格周期回顾	1
2 上行周期未完，金价保有反弹动力	2
2.1 实际利率先见顶后回落是核心驱动	2
2.2 通胀难以大幅下行，中期有望继续支撑金价	4
2.3 美元存在走弱预期	4
3 关注标的	5
3.1 赤峰黄金：聚焦主业，黄金业务高成长	5
3.2 银泰黄金：稳健经营，低成本与产量释放并存	8
4 风险提示	12

图 目 录

图 1: 黄金价格历史走势 (美元/盎司)	1
图 2: 黄金与实际利率表现出强负相关性.....	2
图 3: 消费者信心指数和 PMI 持续走低.....	3
图 4: 美国长短期国债收益率倒挂 (%)	3
图 5: 商品价格指数小幅回落.....	3
图 6: 美国核心 CPI 连续两个月下行.....	3
图 7: 黄金与 CRB 指数趋势一致.....	4
图 8: 黄金与通胀预期趋势一致.....	4
图 9: 美元指数与黄金大致呈负相关关系.....	5
图 10: 黄金与美元兑日元走势的负相关性.....	5
图 11: 赤峰黄金股权投资情况.....	7
图 12: 2021 年主营产品毛利占比分布 (%)	7
图 13: 黄金销量及预期 (吨)	8
图 14: 黄金单位成本及预期 (元/克)	8
图 15: 分项产品毛利率 (2018-2021)	10
图 16: 产品毛利占比 (2018-2021)	10
图 17: 黄金销量及预期 (吨)	10
图 18: 其他金属销量及预期 (吨)	10
图 19: 2021 年公司黄金矿山品位 (克/吨)	11
图 20: 黄金单位成本及预期 (元/克)	11

表 目 录

表 1: 赤峰黄金矿山基本信息.....	5
表 2: 资源量分布	8
表 3: 银泰黄金矿山基本信息.....	8
表 4: 资源量分布	11

1 黄金价格周期回顾

自布雷顿森林体系解体后的五十年间，黄金共经历了三轮牛市（1972-1980，2002-2012，2019-至今），价格中枢持续抬升，伦敦金价格重心自布雷顿森林体系时的 35 美元/盎司提升至现在的 1800 美元/盎司附近。黄金价格的驱动因素并非一成不变，70 年代美元黄金价值体系的崩溃和大通胀是金价主要驱动因素，21 世纪前十年中通胀上行是主要驱动，美元、投资手段的扩展也对金价产生影响，近十年间金价的驱动因素逐渐向实际利率切换。

1972-1980 年金价上涨背景：1) 布雷顿森林体系崩溃，美元与黄金挂钩的机制被打破，黄金开始进入市场定价阶段。1968 年美国宣布实行黄金双价制，1971 年尼克松宣布美元停止兑换黄金，1976 年牙买加会议召开，美元逐渐与黄金脱钩，黄金走向自由化。2) 凯恩斯主义下指导下的货币持续宽松、地缘政治冲突下的两次石油危机以及工资-物价螺旋上升的影响下，70 年代美国迎来大滞胀，美元大幅贬值，全球经济增速放缓，黄金跟随大宗商品价格大幅走高。

2002-2012 年金价上涨背景：1) 2008 年之前：中美需求周期的共振推动大宗商品整体上涨，通胀推动金价上行；2003 年黄金 ETF 问世，黄金的投资需求大幅提升；地缘政治冲突不断，2001 年 911 事件、2003 年伊拉克战争、2005 年伊核冲突阶段性提升避险需求；2) 2008 年次贷危机后：全球央行集中释放流动性后，大宗商品重回牛市、美元再度走弱以及实际利率的持续向下刺激黄金价格再度上涨。

2019-至今的金价上涨背景：1) 实际利率的下行是本轮金价上涨的主要驱动。经历 2015-2018 年的加息周期后，2019 年 8 月美联储开始降息，美债名义利率和实际利率在 2018 年底开始触顶回落，驱动黄金价格开启新一轮上涨；2) 2020 年新冠疫情后，在海外央行降息释放流动性的背景下，实际利率再度下行，美元指数持续回落，大宗再度开启牛市周期，延长了黄金的上涨趋势。

图 1：黄金价格历史走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，西南证券整理

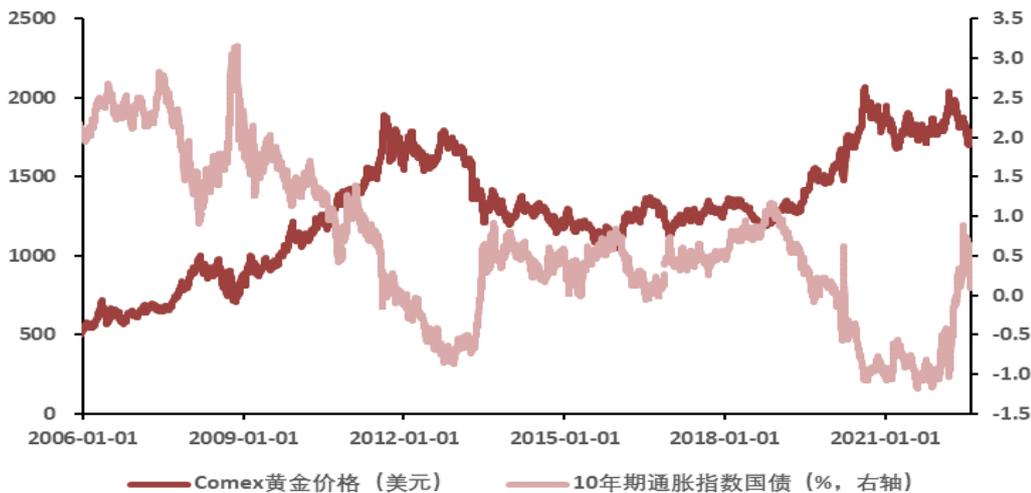
2 上行周期未完，金价保有反弹动力

2.1 实际利率先见顶后回落是核心驱动

实际利率是近年来黄金价格的主要决定因素。由于黄金是不生息的资产，相较于其他金融资产，持有黄金有机会成本，实际利率被视为潜在的经济自然增长率，被市场视作持有黄金的成本。从数据回溯的实证结果来看，美国十年期通胀指数国债收益率和黄金价格走势的相关性高达-0.86，近二十年间两次黄金的上行周期（2008-2012年,2019-2020年），也和实际利率的下行周期吻合，理论和实践结果均证明，实际利率是预测黄金价格走势的有效指标。

二、三季度快节奏加息对金价形成压力。2022年二季度以来，高通胀压力下美联储开启快节奏加息，3月、5月、6月、7月的FOMC会议上分别加息25bp、50bp、75bp、75bp，联邦基金利率快速上调至2.25%-2.50%区间。从“实际利率=名义利率-通胀预期”的角度，名义利率的抬升带动实际利率快速上行，同时二季度大宗商品价格的下行也部分缓解了通胀预期，十年期通胀指数国债收益率自-1%快速回升至0.7%之上，给黄金价格带来了明显的回调压力。

图 2：黄金与实际利率表现出强负相关性

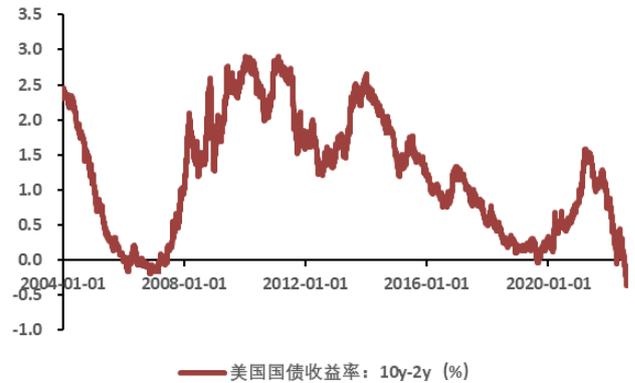


数据来源：Wind，西南证券整理

衰退压力加大预计将约束美联储的加息决策。从前瞻指标来看，密歇根大学消费者信心指数自2021年中旬以来持续下降，2022年6月下探50，创44年来最低水平。美国PMI尚维持在荣枯线之上，但也已经连续三个季度下行，基本面表征海外经济下行的压力日趋增加。从债券端的指标来看，美国10年期-2年期国债收益率利差自二季度以来持续收窄，三季度长短端利差出现明显倒挂，市场正在交易衰退预期，衰退压力预计对美联储的加息行为形成约束。

图 3：消费者信心指数和 PMI 持续走低


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：美国长短期国债收益率倒挂 (%)


数据来源：Wind, 西南证券整理

通胀压力阶段性缓解。通胀持续走高是美联储快节奏加息最重要的原因，二季度后期随着通胀-加息-衰退的逻辑发酵演绎，大宗商品价格普遍回落，二季度开始油、铜、钢及主要农产品的价格下跌幅度普遍在 20%-30% 之间，美国核心 CPI 连续两个月下降，高通胀的压力部分缓解，一定程度上降低了美联储加息的紧迫性。

年内加息幅度有望边际放缓，实际利率预计先见顶后回落。7 月 FOMC 会议上美联储宣布再度加息 75BP，联邦基金利率上升至 2.25%-2.50% 区间。本次会议上美联储对未来的加息指引相对模糊，市场对年内美国基金利率的预期目标维持在 3.5% 附近，年内余下三次的加息幅度或表现为 50bp、25bp、25bp，加息节奏将逐渐放缓，实际利率存在先见顶后回落的预期，有望对黄金价格形成向上驱动。

图 5：商品价格指数小幅回落


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：美国核心 CPI 连续两个月下行


数据来源：Wind, 西南证券整理

2.2 通胀难以大幅下行，中期有望继续支撑金价

金价和通胀在趋势上保持一致。黄金牛市基本与大宗商品牛市节奏吻合，Comex 金价与 CRB 商品指数相关性高达 0.71。大宗商品的供需关系分析法并不适用于黄金的价格分析，黄金美元体系崩溃后，简单地以“抗通胀”来解释黄金的上行也略显乏力。我们认为更合理的解释，一是从成本通胀的角度来理解二者走势的一致性，二是回归“实际利率=名义利率-通胀预期”的逻辑，从实际利率的角度解释通胀和金价的一致性。

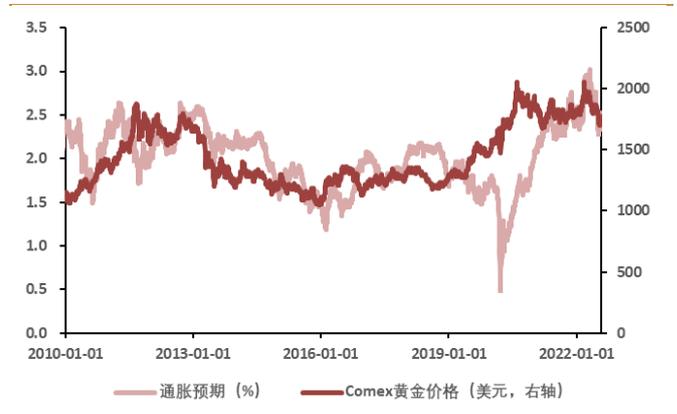
通胀难以大幅下行，为金价提供支撑。虽然二季度商品价格整体有所回落，但本轮大宗商品牛市过后，在能源转型、上游资本开支不足的背景下，作为大宗之王的能源，价格难有大幅下跌，大宗商品的价格中枢或整体抬升。在对黄金价格的影响上，一方面成本通胀的支撑仍然存在，另一方面通胀高位也将压低实际利率的水平，进而对金价形成利好。

图 7：黄金与 CRB 指数趋势一致



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：黄金与通胀预期趋势一致



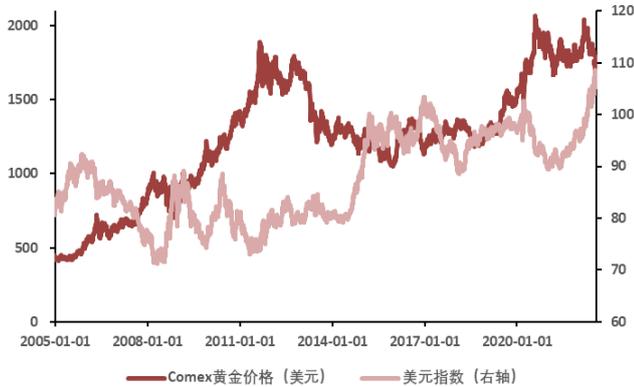
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 美元存在走弱预期

美元指数与黄金大致呈负相关关系，但作用机制较复杂。1) 美元是黄金的计价货币，美元内在价值的走高，将导致黄金名义价格的下降，基于此的负相关关系在其他以美元计价的商品（如铜）上面同样有体现。2) 美元指数暗含了美国相对其他成分国的货币政策和经济基本面的相对变化，通常情况下，货币政策变动带来的美元指数变化和黄金价格负相关性较明显，这与上文利率的影响机制一致，其他因素导致的变化和金价的负相关性不强。3) 美元是重要的避险货币，避险情绪下美元与黄金有同涨同跌的特征。但观测避险情绪对金价的影响上，日元是更加有效的指标，美元兑日元汇率与黄金价格的相关性高达-0.62，这是由于日元是国际上最主要的套息货币，恐慌情绪下套利交易的平仓推动日元回流，会带来日元的走高。

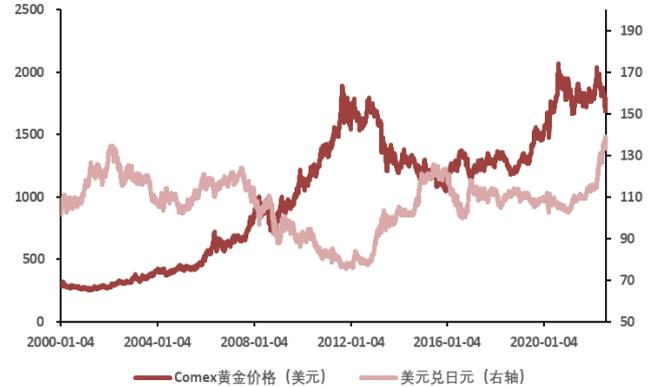
美元走弱预期利好黄金价格上行。持续加息的刺激下，美元显著走强，美元指数从 5 月末开始持续上行，自 89 附近上涨至十年来最高水平 109 附近，对金价构成压力。目前美元指数仍处于高位，下半年来看，基于美联储加息边际放缓的预期，美元下半年存在走弱预期，美元指数及美元兑日元汇率均有下行空间，黄金价格将受益于美元的走弱而反弹。

图 9：美元指数与黄金大致呈负相关关系



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：黄金与美元兑日元走势的负相关性较强



数据来源：Wind, 西南证券整理

3 关注标的

3.1 赤峰黄金：聚焦主业，黄金业务高成长

赤峰黄金公司的主营业务为黄金、有色金属采选业务，旗下共有五座黄金矿山、一座综合性矿山，以及一个金属综合回收企业。其中，国内子公司吉隆矿业、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，位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼，位于加纳的瓦萨金矿于 2022 年被收购，同样从事黄金采选业务。此外，公司旗下的广源科技属于资源综合回收利用行业，主要从事废弃电器电子产品处理业务。

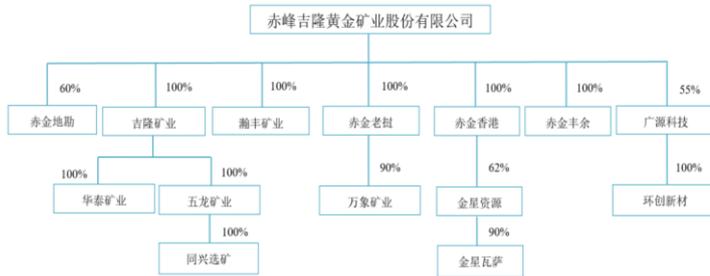
表 1：赤峰黄金矿山基本信息

矿山名称	基本信息	图例
吉隆矿业	<p>吉隆矿业前身为国有赤峰撰山子金矿，主营黄金采选。其资源量为 42.38 万吨，年产量 12 万吨，剩余可开采年限为 4 年。吉隆矿业拥有采矿权 1 宗和探矿权 6 宗，矿区面积约 33.95 平方公里。目前，吉隆矿业正在改扩建中，目标为矿石处理量达到 1000 吨/日。</p> <p>矿区位于内蒙古赤峰市敖汉旗四道湾子境内，处于华北地台北缘东部张家口至赤峰金矿成矿带的东部，靠近与华北地台接合部的内蒙地槽一侧，是中国最重要的巨型黄金成矿带之一，矿山被列入绿色矿山名录。</p>	
华泰矿业	<p>华泰矿业前身为国有赤峰红花沟金矿，主营业务为黄金采选，资源量为 304.89 万吨，年产量为 18.89 万吨，资源剩余可开采年限为 16 年。截止 2021 年年底，其拥有 6 宗采矿权，6 宗探矿权，矿区面积约 14.31 平方公里。</p> <p>矿区位于赤峰市区西南 35 公里处的松山区王府镇，可由呼海铁路和国道 111 线到达。</p>	

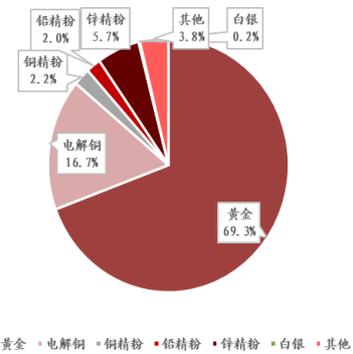
矿山名称	基本信息	图例
五龙矿业	<p>五龙矿业前身为冶金工业部五龙金矿，是赤峰黄金全资子公司吉隆矿业于 2013 年以现金方式收购而来（100%）。其主营业务为金矿地下开采，资源量为 127.74 万吨，年产量 10 万吨，资源剩余可开采年限为 13 年。其拥有 1 宗采矿权和 2 宗探矿权，矿区面积约 10.97 平方公里。截止 2021 年年底，五龙矿业 3000 吨/日选矿厂已竣工达产，其选矿能力从 1200 吨/日跃升至 3000 吨/日。</p> <p>矿区位于丹东市西北 15km，与丹（东）长（甸）公路相通，运输距离 29km。矿山被国家重点项目列为重点研究矿山。</p>	
Sepon 矿山 (万象矿业)	<p>万象矿业位于老挝人民民族共和国，由赤峰黄金于 2018 年以 2.75 亿美元的交易对价收购而来（90%）。其主营为铜、金，拥有 1 项采矿权和 1 项探矿权。所辖 Sepon 铜金矿为老挝最大有色金属矿山，保有黄金资源量约 158 吨，万象矿业拥有该区 1247 平方公里的矿产资源勘探及开采的独占权利，其中采矿权面积 99.31 平方公里。</p> <p>Sepon 铜金矿位于老挝境内沙湾拿吉省 Vilabouly 区，处于老挝“川圹—长山”多金属成矿带，是老挝境内较为重要的内生金属矿带。</p>	
Wassa 矿山 (金星资源)	<p>2022 年 1 月，公司收购金星资源 62% 股权。金星资源核心资产 Wassa 金矿保有金资源量约 364.8 吨，其中探明+控制的约 110 吨。金矿黄金产量和资源规模大，选冶综合回收率高，运营成本低，目前正处于良好的生命周期，现金流良好，后续勘探潜力巨大。</p> <p>Wassa 金矿位于西非加纳最大黄金成矿带，系阿散蒂（Ashanti）金矿带上一座大型、年轻的黄金在产矿。</p>	
立山矿、东风矿 (瀚丰矿业)	<p>瀚丰矿业前身为天宝山矿务局，由赤峰黄金于 2019 年以非公开发行股份的方式收购（100%）。公司拥有 2 座矿山，2 宗采矿权及 1 宗探矿权。其中，立山矿主矿为锌矿，平均品位达 3.25%，共生矿产为铅、铜，伴生矿产为铅、铜、银；东风矿主矿为锌矿，平均品位达 3.96%，共生矿产为铜、钼，伴生矿产为铅。截止 2021 年年底，瀚丰矿业立山矿变更登记完成，采矿证期限延长为 29 年，证载生产规模由 16.5 万吨/年提升到 60 万吨/年。此外，为有效利用深部资源，瀚丰矿业投产建设立山矿千米竖井工程，计划于 2022 年底前竣工。</p> <p>矿区位于吉林省延边朝鲜族自治州，所在区域为“重要矿产资源重点勘查区（铅锌矿）”。该区域成矿地质条件优越，是重要的多金属矿化集中区。</p>	

数据来源：公司公告及官网，西南证券整理

黄金是贡献公司营收和毛利的核心业务。2021 年公司黄金产品实现营收 29.69 亿，同比增长 79.1%，占公司总营业收入的 78.48%，实现毛利 8.69 亿，同比增长 13.8%，占公司本年总毛利的 69.08%。公司在 2020 年剥离了主营固废处理的子公司雄风环保，未来或也将剥离处理拆卸业务的子公司广源科技，将经营核心放在贵金属业务上。未来随着 Sepon 矿山的生产重点由铜转向金以及 Wassa 金矿的投产，黄金业务的收入占比有望继续提升，公司的业务结构将进一步集中。

图 11：赤峰黄金股权投资情况


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 12：2021 年主营产品毛利占比分布（%）


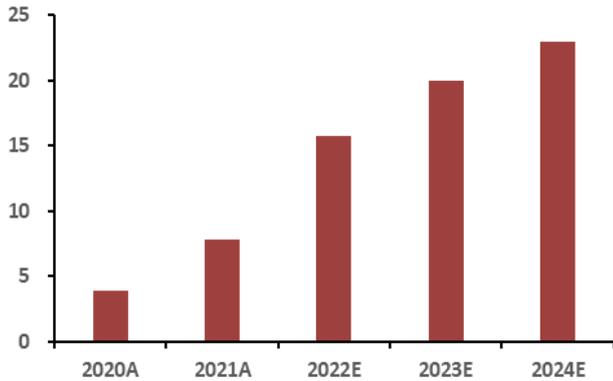
数据来源：公司年报，西南证券整理

资源为王，内外发力共同推动黄金产量攀升。在国内黄金企业中，赤峰黄金是 2022-2024 年黄金产量增速最高的一家，2022-2024 年预计公司黄金产量分别为 15.8 吨、20.0 吨和 23.0 吨，三年复合增长率达到 43.3%。

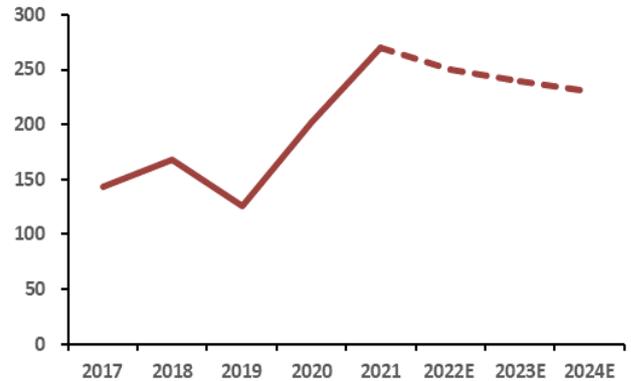
公司黄金业务的高增长，来自于国内金矿和海外矿山的共同发力。国内吉隆矿业、五龙矿业和华泰矿业的黄金产量稳步提升。五龙矿业 3000 吨/天的改造已于 2021 年底完成，选矿能力从 1200 吨/日跃升至 3000 吨/日。吉隆矿业的 1000 吨/日选厂的升级改造项目在 2021 年年底获得立项批文，预期 2023 年中建成，届时矿石处理能力将从目前的 450 吨/天上涨到 1000 吨/天。国内三座矿山的产量有望逐年提升，2022-2024 年预计实现 2.5-3 吨、4 吨和 5 吨的黄金销量。

海外矿山的增量更为显著。位于老挝的 Sepon 铜金矿为老挝最大有色金属矿山，保有黄金资源量约 158 吨，2021 年通过新建氧气站，公司将矿石处理能力从单 POX(高压氧化釜)的 62 吨/小时翻倍提升到 124 吨/小时，原生矿的处理能力提升 60%。此外，公司致力于提升 Sepon 矿山的回收率，年内矿山回收率已经达到 70%，预计 2022-2024 黄金销量实现 7-8 吨、9 吨和 10 吨。公司 2022 年收购的 Wassa 金矿位于西非加纳最大的黄金成矿带，保有金资源量约 364.8 吨，是西非运营成熟、生产工艺稳定的大型在产矿山。Wassa 矿山对公司黄金销量的贡献更为突出，公司计划通过井下技改提升采矿能力、回采前期低金价下露天不经济的矿石、以及新开辟采区三种路径，逐年提升黄金产量，预计 2022-2024 年实现黄金销量 5.6 吨、7 吨和 8 吨。

规模效应有望降低单位成本，公司盈利能力增强。国内黄金矿山品味高、运营成熟，黄金的单位成本保持低位。海外矿山的前期成本较高，主要是源于规模偏低的不经济性。受疫情影响，2021 年公司老挝项目建设进度偏慢，回收率处于低位，整体提升了黄金业务的成本。2022 年公司力争降本增效，Sepon 矿山通过提升矿石采选量和提高回收率双管齐下，降低黄金业务的单位成本。加纳的 Wassa 金矿产量逐渐上升后，规模效应的提升将降低单位成本。整体来看，公司的单位成本在 2021 年达到峰值后，2022 年后将步入下行通道，公司盈利能力有望逐年提升。

图 13：黄金销量及预期（吨）


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 14：黄金单位成本及预期（元/克）


数据来源：公司年报，西南证券整理

表 2：资源量分布

黄金矿山子公司采矿权资源量						
矿山名称	主要品种	资源量(万吨)	品位	年产量(万吨)	资源剩余可开采年限(年)	许可证/采矿权有效期
吉隆矿业	黄金	42.38	14.57	12	4	2023.09
华泰矿业	黄金	304.89	7.31	18.89	16	2022.06/2021.11/2025.11 /2022.09/2023.9/2024.11
五龙矿业	黄金	127.74	8.00	10	13	2035.08
万象矿业	黄金	5910	2.70	300	20	2023.09
瓦萨矿业	黄金	10329	3.53	300	25	2047.01

数据来源：公司公告，西南证券

3.2 银泰黄金：稳健经营，低成本与产量释放并存

银泰黄金是以黄金为主的矿山投资运营商，主营贵金属（金、银）和有色金属（铅、锌、铜等）矿采选及金属贸易。公司主要采用以自采矿石为原料、按计划流水线生产的生产模式，公司拥有五处矿场，分别为：内蒙古玉龙矿业、黑河银泰矿业、吉林板庙子矿业、青海大柴旦矿业和云南芒市华盛金矿，其中玉龙矿业主要产品为铅精矿粉（含银）和锌精矿粉，其余四座矿山主要产品均为合质金。公司下设银泰盛鸿子公司，负责公司金属贸易及供应链管理。

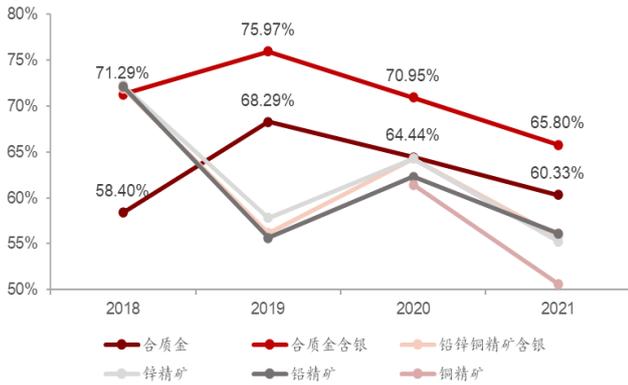
表 3：银泰黄金矿山基本信息

矿山名称	基本信息	图例
黑河银泰矿业	<p>黑河银泰矿业位于黑龙江省黑河市逊克县，是国家级绿色矿山，矿山经营范围集勘查、采、选、冶一体化，主要产品为高银合质金，是目前全国黄金品位最高的矿山之一。黑河银泰金品位高达 8.55g/吨。</p> <p>2021 年实现选矿量 33.695 万吨，年产矿产金 2.85 吨，矿产银 15265.15 千克。截至 2021 年末，保有资源量矿石量 132.15 万吨，金金属量 11.40 吨，银金属量 92.26 吨。另有存货矿石量 16.70 万吨，金金属量 0.89 吨，银金属量 12.92 吨。</p>	

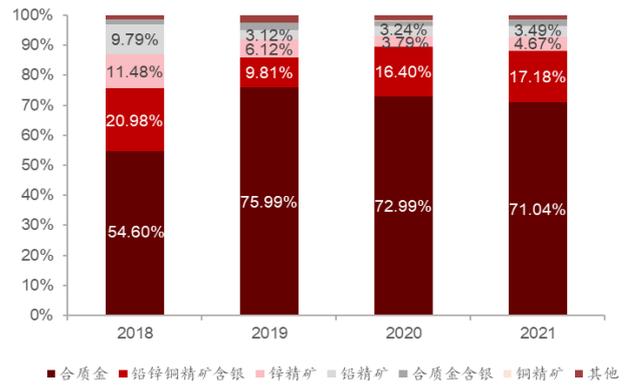
矿山名称	基本信息	图例
吉林板庙子矿业	<p>白山板庙子矿区是国家级绿色矿山，位于吉林省白山市浑江区板石街道吊水壶三队，主要产品为低银合质金，含金品位约 4.15g/吨。公司采用三维圈定矿体、斜坡道开拓、中深孔爆破、遥控铲车出矿、无轨重卡运输、分段空场采矿嗣后全充填、全巷道支护、尾矿无害化处理等国际领先的生产工艺，已成为一座机械化、数字化、安全高保障现代化的矿山。</p> <p>2021 年吉林板庙子资本化勘探投资 394.37 万元。实现选矿量 66.2251 万吨，年产金 2.22 吨，银 349.77 千克。截至 2021 年末，保有资源量为矿石量 553.37 万吨，金金属量 22.96 吨。</p>	
青海大柴旦矿业	<p>青海大柴旦矿区位于青海省海西州大柴旦行委，主要产品为低银合质金，平均品位 3.87g/吨。公司矿业权区域位于柴北缘成矿带内，拥有青龙沟、滩间山两个采矿权，青龙山、细晶沟、金龙沟、青山四个探矿权，并以每年上万平方米钻探工程对已有矿床的延伸部位和空白区进行探矿。目前保有岩金矿石储量近千万吨，形成了年处理矿石 80 万吨，年产合质金 3 吨的采选冶产能系统。</p> <p>2021 年青海大柴旦资本化勘探投资 8,151.90 万元，实现选矿量 84.64 万吨，生产矿产金 2.14 吨，矿产银 200.2 千克。截至 2021 年末，青海大柴旦采矿权范围内累计保有资源量矿石量 936.04 万吨，金金属量 32.48 吨；探矿权范围内累计查明保有资源量矿石量 688.99 万吨，金金属量 30.34 吨。合计保有资源量矿石量 1625.03 万吨，金金属量 62.82 吨。</p>	
云南芒市华盛金矿	<p>银泰黄金 2021 年 9 月出资 10.37 亿元收购其 60% 股权成为控股股东。该矿山位于云南省德宏州芒市西南方向 32 公里处，目前拥有采矿权面积 0.6338 平方公里，采矿权内有果园、麦窝坝两个矿段。主要产品为合质金，2022 年 2 月，华盛金矿 10 万吨/年生产规模的采矿权证已解除查封，将生产规模变更为 120 万吨/年的后续相关审批工作还在推进中。</p> <p>据《中国云南省芒市金矿项目独立技术报告》估计，麦窝坝矿段类卡林型金矿矿石资源量总量 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04g/t。</p>	
内蒙古玉龙矿业	<p>玉龙矿业是国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一，位于内蒙古东北部西乌珠穆沁旗巴彦花镇，始建于 2002 年，2012 年由银泰黄金股份有限公司收购，是集地质矿产勘查、开发利用、矿产品销售于一体的股份制企业，主要产品为铅精矿粉（含银）和锌精矿粉，目前持有花教包特铅银矿、花教包特山矿段两宗采矿权和 1118 高地、花教包特外围 II 区、花教包特南山和 1038 高地四宗探矿权。</p> <p>2021 年玉龙矿业实现选矿量 89.05 万吨，年产银 162554.78 千克，铅精粉 10536.58 吨，锌精粉 13230.8 吨。截至 2021 年末，玉龙矿业采矿权和探矿权合计保有资源量矿石量 5488.42 万吨，银金属量 7048.88 吨，铅锌合计金属量 170.64 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨，伴生金 152 千克。</p>	

数据来源：公司公告及官网，西南证券整理

金、银毛利率高，黄金业务贡献主要毛利。公司贸易业务占一半营收，但基本不贡献利润，合质金业务是公司主要的利润贡献部分。2021年公司合质金产品实现营收26.72亿，占公司总营业收入的29.56%，合质金2021年实现毛利润16.12亿，占公司本年总毛利的71.04%。2021年由于矿山开采成本整体上涨，公司总毛利率和净利率小幅下降至21.71%和13.41%，尽管如此，公司主要产品盈利水平仍然较高。2021年公司合质金产品及合质金含银产品毛利率分别为60.33%和65.80%，在行业中处于较高水平。

图 15：分项产品毛利率（2018-2021）


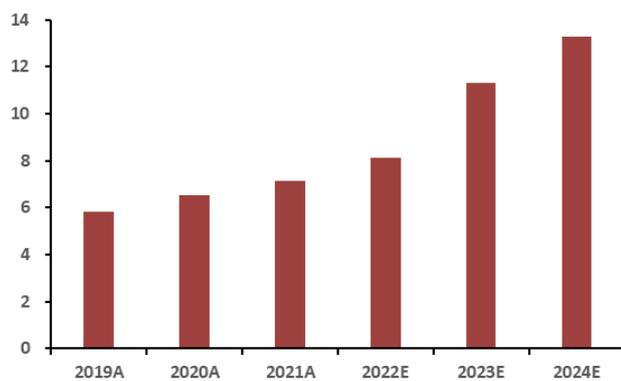
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 16：产品毛利占比（2018-2021）


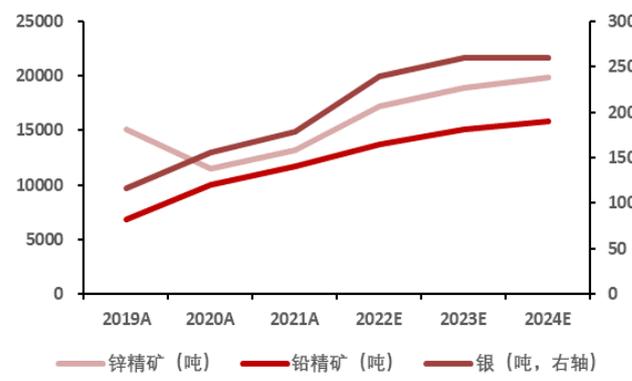
数据来源：公司年报，西南证券整理

现存矿山金属储量丰富，金属产量持续攀升。截至2021年末公司五家矿山子公司共有13宗探矿权，探矿权的勘探范围达157.9平方公里。公司合计总资源量（含地表存矿）矿石量10194.17万吨，金金属量170.45吨，银金属量7154.06吨，铅+锌金属量107.64万吨，铜金属量6.35万吨，锡金属量1.82万吨。

公司黄金、银及铅锌产量均维持增长。公司收购的芒市华盛金矿将贡献未来主要的黄金增量，华盛金矿预计年内将取得120万吨采矿权证，预计达产后年产量实现5吨。国内矿山来看，2021年黑河银泰完成选厂改扩建，日矿石处理量由750吨提升至1250吨，青海大柴旦选矿品位提升，年内黄金产量预计也有小幅提升，预计公司2022-2024年黄金产量分别为8.1吨、11.3吨和13.3吨（2022年末考虑芒市华盛的产量），三年复合增长率为23.0%。玉龙矿业受益于选厂改扩建，矿石日处理量由2000吨提升至5000吨，2022年银及铅锌产量预计将提升30%。

图 17：黄金销量及预期（吨）


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 18：其他金属销量及预期（吨）


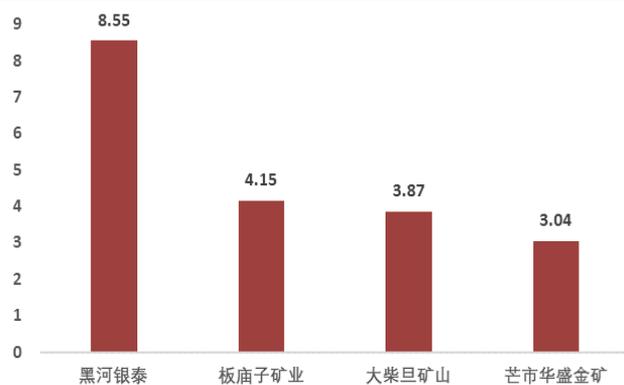
数据来源：公司年报，西南证券整理

表 4：资源量分布

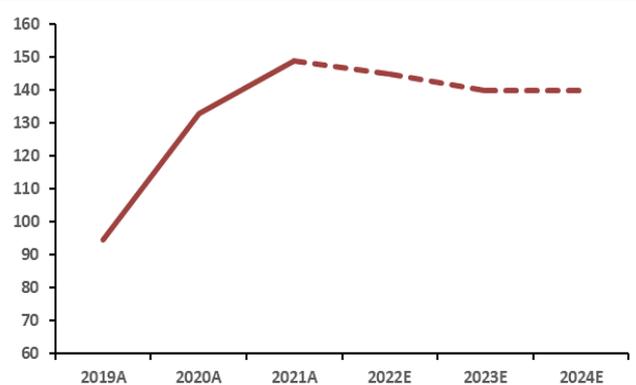
矿山子公司采矿权资源量							
矿山	矿石量(万吨)	金(吨)	银(吨)	铅(万吨)	锌(万吨)	铜(万吨)	锡(万吨)
玉龙矿山合计	5488.42	0.15	7048.88	62.48	106.87	6.35	1.82
采矿权合计	3107.66		4809.85	47.56	66.69		
花教包特铅银矿	2595.76		4329.48	42.64	57.28		
花教包特山矿段	511.90		480.37	4.92	9.41		
探矿权合计	2380.76	0.15	2239.03	14.92	40.18	6.35	1.82
1118 高地	2079.00		1697.45	12.61	38.33	6.35	1.82
花教包特外围 II 区	180.70		356.56	0.24	0.24		
花教包特南山	60.68		106.88	1.38	1.61		
1038 高地	60.38	0.15	78.14	0.69			
大柴旦矿山	1625.03	62.82					
采矿权	936.04	32.48					
探矿权	688.99	30.34					
板庙子矿业	553.37	22.96					
黑河银泰	132.15	11.30	92.26				
芒市华盛金矿		70.67					

数据来源：公司公告，西南证券整理

低成本持续提升盈利能力。2021 年公司矿产金业务的摊销前成本仅为 117.8 元/克，摊销后为 148.8 元/克，单位成本基本处于行业最低水平。公司成本较低的原因主要在于：1) 公司旗下贵金属矿山规模大且品位较高。其中，黑河银泰东安全矿是国内品位较高、最易采选的金矿之一，2021 年黄金品位高达 8.55g/吨，高品位利于成本下降。2) 公司拥有金矿埋藏深度浅，平均开采挖掘深度为 200-300 米，工程量较小，摊销折旧成本低。3) 黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦是从外资公司收购的金矿，最大限度地保留了矿山的原有团队，公司秉承国际矿业公司的先进生产管理理念和管理经验，数字化管理水平和安全环保管理水平在国内处于领先地位，较高的生产效率降低了生产成本。未来贡献主要增量的华盛金矿为露天开采，黄金生产成本预计与目前最低的黑河银泰矿山相仿，公司黄金业务的单位成本有望进一步降低。

图 19：2021 年公司黄金矿山品位 (克/吨)


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 20：黄金单位成本及预期 (元/克)


数据来源：公司年报，西南证券整理

4 风险提示

美联储加息超预期风险、矿山意外事故风险。

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn