

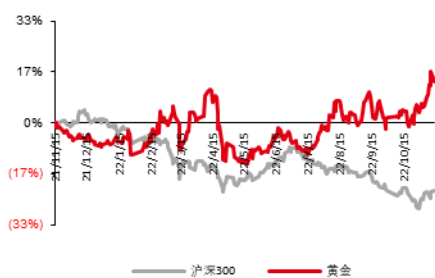
行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	14763.97
52周最高	15240.20
52周最低	11270.09

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

研究所

分析师：李帅华

SAC 登记编号：S1340522060001

 Email: lishuaihua@cnpsec.com

研究助理：张亚桐

SAC 登记编号：S1340122080030

 Email: zhangyatong@cnpsec.com

近期研究报告

1. 《赤峰黄金：收购矿山逐步放量，降本增厚利润》-李帅华-2022/8/15
2. 《有色行业深度：风起于青萍之末，金属价格反转在即》-李帅华-2022/11/5

黄金行业深度报告
美联储加息放缓在即，黄金有望开启新一轮牛市
● 加息时滞性或逐步显现，美联储加息放缓在即

北京时间11月3日晚，美联储加息75bp，符合预期，届时美联储已连续四次加息75bp。本次会议上新增了“在确定未来目标区间的加息速度时，委员会将考虑货币政策对经济活动、通货膨胀的滞后影响...”，同时，鲍威尔也表明“可能最早会在12月份的议息会议上放慢加息步伐。”随后，黄金价格从1618.3美元大幅上涨至1775美元左右，涨幅约8%，增长势头良好。

加之10月份的通胀数据好于预期。美国劳工统计局(BLS)最新公布，美国10月CPI同比上涨7.7%，低于市场预期的7.9%，较前值的8.2%大幅回落，为今年1月份以来最低水平。该数据显示，通胀降温幅度超过预期，加息效应在逐步显现出来，使得市场越发相信，美联储会放缓大幅加息。

受到年内激进加息的影响，美国需求表现出疲软，经济承压，出现衰退征兆，叠加金融市场风险累计；以及加息效果传导至实体经济进而影响通胀存在一定时滞性，美联储加息放缓是必要的。

● 经济、政策等因素共振，影响金价走势

黄金价格走势通常与实际利率走势负相关。黄金是一种无息资产，亦可作为风险资产的替代品。从投资的角度来看，黄金作为大类资产配置的一种，与股票、债券、货币存在相互替代的关系。因此，黄金价格走势通常与实际利率走势负相关，即实际利率高时，市场倾向于投资债券等金融产品而非黄金，反之亦然；而当市场风险大幅增大时，投资者倾向于黄金这种相对保值的资产。

无论是金融市场波动还是美元信用风险，归根结底还是由经济增速和通胀水平决定的。通常，当经济增速不佳甚至衰退时，以美联储为代表的央行会实行宽松货币政策，以刺激消费、鼓励投资，调节经济周期，直接影响实际利率及美元币值和信用情况，进而影响黄金价格。

● 黄金板块公司估值较低，高成长企业有望重估

国内金属板块公司股价处于低估值区间，成长性好的上市公司有望重估。黄金板块：（1）赤峰黄金：内增外扩；黄金矿山的矿石品位高，属于国内当前少有的高品位富矿床；（2）银泰黄金：公司黄金业

务毛利率稳定，矿产金单位成本领先于同业水平；（3）山东黄金：根据最新经营计划，公司决定 2022 年矿产金产量不低于 39.3 吨；远期规划预计 2025 年集团矿产金产量达到 80 吨，有望实现翻倍增长。

● **重点推荐**

我们建议关注：赤峰黄金、银泰黄金（尚未覆盖）、山东黄金（尚未覆盖）、紫金矿业（尚未覆盖）等，并维持覆盖公司的评级，盈利预测和目标价不变。

● **风险提示**

宏观经济不及预期，需求不及预期，政策不确定性。

目录

1 复盘历史：自布雷顿森林体系解体，黄金价格走势	5
1.1 第一轮长牛周期（1970-1980）	5
1.2 第二轮长熊周期（1980-1999）	6
1.3 第三轮长牛周期（1999-2011）	7
1.4 第四轮长熊周期（2011-2018）	8
1.5 第五轮金价震荡上升（2018-至今）	8
2 经济、政策等多重因素共振，影响黄金价格走势	9
3 美联储加息有望放缓，金价上行压力有所释放	13
4 黄金板块公司	15
4.1 赤峰黄金：业内黑马，成长性可期	15
4.2 银泰黄金：黄金矿业新星，成本低于同行	16
4.3 山东黄金：老牌黄金矿企，再度启航	18
4.4 紫金矿业：致力于打造全球超一流金属矿业公司	19
4.5 湖南黄金：背靠湖南省国资委	20
4.6 中金黄金：具有自主知识产权，核心技术国际领先水平	21
5 风险提示	21

图表目录

图表 1：1970 年以来的黄金价格走势	5
图表 2：原油指数	6
图表 3：美国 CPI	6
图表 4：美元指数	7
图表 5：美国兑日元汇率（美元/日元）	7
图表 6：美国 GDP 同比增速	7
图表 7：美联储总资产	7
图表 8：全球政治经济格局演变	8
图表 9：黄金价格影响因素	9
图表 10：黄金价格 vs 美债十年期 TIPS 利率	10
图表 11：黄金价格 vs 美股股指	11
图表 12：美国 M2 货币政策	11
图表 13：美债利差与衰退	12
图表 14：黄金价格 vs VIX 指数	12

图表 15: 非农就业新增人数 (千人)	13
图表 16: 美国通胀指数变动情况	13
图表 17: 点阵图	14
图表 18: 公司市值储量比	15
图表 19: 金矿资源禀赋优异	15
图表 20: Sepon 万象矿山	15
图表 21: 营收及同比	16
图表 22: 毛利率	16
图表 23: 同业矿产金成本比较	17
图表 24: 芒市金矿股权结构	17
图表 25: 营收及同比	17
图表 26: 毛利率	17
图表 27: 集团公司注入资产	18
图表 28: 营收及同比	18
图表 29: 毛利率	18
图表 30: 紫金矿业在全球布局	19
图表 31: 营收及同比	20
图表 32: 毛利率	20
图表 33: 营收及同比	20
图表 34: 毛利率	20
图表 35: 营收及同比	21
图表 36: 毛利率	21

1 复盘历史：自布雷顿森林体系解体，黄金价格走势

黄金不再与美元直接挂钩。但黄金作为通用货币，在国际货币体系和金融市场中仍有着不可替代的作用。其价格跟随全球经济发展状况、突发风险事件、实际利率等因素波动，周而复始的变动。自1970年布雷顿森林体系解体后，近50年以来黄金经历了数轮周期性的涨跌：1970-1980年和1999-2011年两轮长牛；以及1980-1999年和2011-2018年两轮长熊，18年后至今黄金在震荡中不断走高。细化来看，每个长周期阶段均会有不同幅度与持续时间的回调或反弹。

图表 1：1970 年以来的黄金价格走势



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

1.1 第一轮长牛周期（1970-1980）

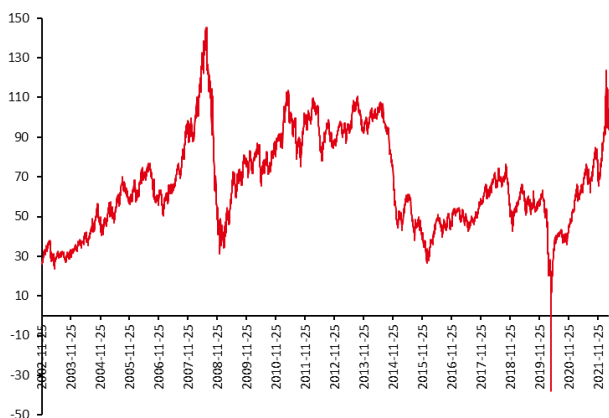
第一轮黄金大牛市开始于1970年，持续到1980年，长达近10年。这期间，黄金价格从35.0美元/盎司上涨2328.6%到850.0美元/盎司，创下历史新高。本轮牛市起点是尼克松政府宣布停止美元兑换黄金，美元和黄金脱钩。

60年代的扩张性财政政策为美元信用崩盘埋下伏笔：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；后避免通胀风险加剧，美国政府又实施紧缩货币政策，美国经济迅速下滑。

本轮牛市中黄金发挥其“避险属性”以及对冲美国信用风险的作用，金价不断攀升。政策角度：紧缩的货币政策让美国在1971年5月出现了自1893年以来的第一次贸易逆差，故而尼克松政府放弃紧缩货币政策转向宽松的货币政策，且长期保持百亿美元规模的财政赤字。货币及财政政策反复无常，对于抑制通胀亦或是促进经济的收效甚微，反而后期的货币超发成为导致通胀高企的底层原因，也是在这一背景下，金本位体系面临崩盘，尼克松政府宣布停止美

元兑换黄金，美元和黄金脱钩，黄金大涨；**全球经济**：德国、日本等国经济从二战中恢复，冲击了美国的核心地位，使得美元汇率进一步贬值，美元信用产生危机，全球通胀继续恶化；**事件催化**：地缘冲突事件频发（越南战争、两伊战争、苏联入侵阿富汗等），以及第二次石油危机爆发使得油价居高不下，滞胀风险加剧，助推金价进一步上行。本轮黄金牛市终结于保罗沃克执掌美联储，货币紧缩使得美元重回强势。

图表 2：原油指数



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 3：美国 CPI



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

1.2 第二轮长熊周期（1980-1999）

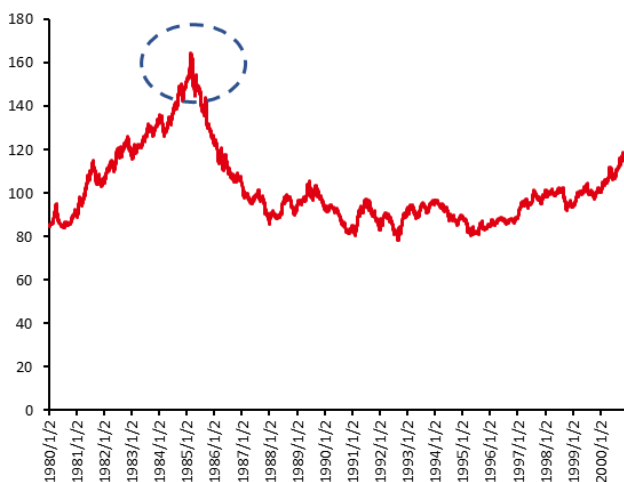
自 1980 年 2 月开始至 1999 年 9 月，黄金处于漫长的熊市，整体处于下跌趋势，从最高点 850 美元下跌近 70%。

美联储货币政策转向+海外经济信用危机驱动美元升值，黄金价格不温不火。这一时期主要分为两个阶段：一个阶段是美联储主席保罗开始执行紧缩货币政策对抗顽固通胀，其他央行被迫紧缩，原先在美元低利率环境下大量借债的非洲、拉美国家开始出现美元回流，由此引发了非洲和拉美国家的债务危机，出于避险需求导致美元回流，美元信用价值回升；第二个阶段是美国、德国货币紧缩叠加日本央行紧缩和日本经济衰退；以及后续亚洲金融危机爆发，全球资本回流美国，美元快速升值。

漫长的黄金熊市中，黄金价格曾经出现过几次小的反弹。1982 年 6 月-1983 年 2 月，黄金价格上涨，从低点 296.75 美元上涨至 509.25 美元，区间涨幅 57%。这一时期，美国经济开始进入复苏期；于 1982 年 10 月 5 日，里根《增税法案》通过，10 年期国债收益率开始松动，保罗的阶段性货币政策开始转向，FOMC 表决同意将联邦基金目标利率降低，也促使美元大幅升值，伴随降息政策，黄金短暂上升了一个阶段。1985 年 2 月-1987 年 12 月，金价黄金从 300 美元/盎司上涨至 484 美元/盎司，涨幅 63%；其他以美元计价的金属也出现了类似的反弹，走势与黄金相似。经济转型压力和出口压力使得美国最终在 1985 年签订了广场协议，以协调入市干预汇率，美元汇率从 1 美元兑换 240 日元左右持续下跌直至 1 美元兑换 120 日元的水平，美元大幅贬值，美元指数从 160 回落至 90，跌幅约 40%，助推了黄金等以美元计价的金属价

格大幅上涨。1987 年美国进入过热期，格林斯潘上任后上调目标利率，但黄金却一直上涨到 1987 年底美联储多次升息才结束。1993 年 3 月-1996 年 2 月，金价涨幅 27%。宏观背景是美国进入新经济快速增长，低通胀时期，这轮牛市的核心逻辑是美元小幅贬值。

图表 4：美元指数



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 5：美国兑日元汇率（美元/日元）



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

1.3 第三轮长牛周期（1999-2011）

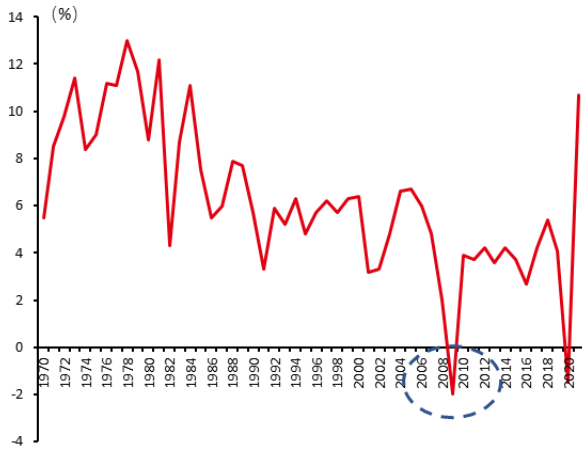
第二轮牛市的起点是欧元的诞生，从 2001 年初开始，黄金价格由 256.0 美元/盎司涨至 2011 年最高点 1895.0 美元/盎司，阶段总涨幅高达 640.2%，突破历史新高，本轮金价上涨周期也是金 50 年来持续时间最长的牛市，长达近 12 年。

宏观经济角度：大宗商品价格推高，保持高景气度（2001-2011 年）；经济全球化，美国在全球的经济地位有所下降。**事件催化：**“911”恐怖袭击、中东局势持续紧张、互联网泡沫破裂、次贷危机、金融危机和欧债危机等连锁反应致使全球经济衰退，风险事件频发，驱动黄金发挥其避险属性，金价持续走高。**政策角度：**在此宏观经济背景下，美国除了在 2004-2006 年期间处于加息外，各国政府为挽救经济采取了一系列货币宽松政策，尤其是在金融危机之后美国开始实施零利率和 QE 政策，成为金价上涨的重要推动力。

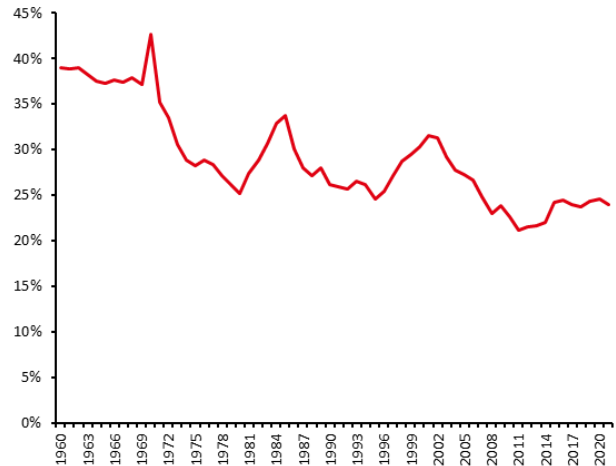
然而，在 2008 年下半年金价短暂的下跌回调。这是因为雷曼兄弟宣布破产后引发了全球性的金融危机后，各国采取一些列财政手段来挽救经济，以中国为例，出台了“四万亿”一揽子政策措施，缓解市场担忧情绪，金价短期回调。

图表 6：美国 GDP 同比增速

图表 7：美联储总资产



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

1.4 第四轮长熊周期（2011-2018）

自 2012 年后，全球经济开始逐渐复苏，并保持稳定增速，这期间黄金价格从 1895.0 美元/盎司下跌至 1046.5 美元/盎司，跌了 44.8%。这一时期，欧美发达国家经济增长态势良好，尤其是美国发展势头强盛，美元指数显著上涨，实际利率上涨，相对应得黄金价格下降明显。

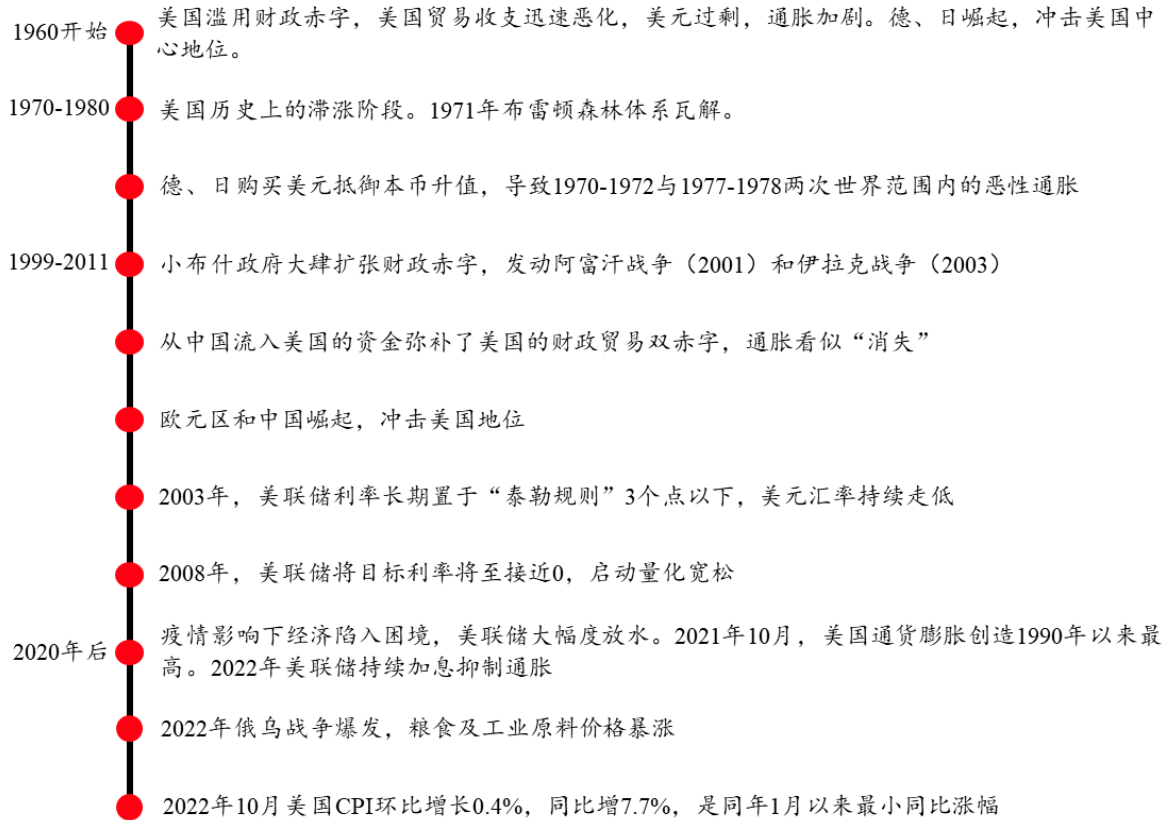
然而 2015-2016 年期间，全球经济增速开始放缓，尤其是欧洲经济需求疲软，增长乏力，引发后续英国脱欧等一系列突发政策性变动，经济与政治因素共振使得黄金价格再次上涨。对此，欧洲和日本两大央行相继推出负利率政策，并引发后续一系列政策性风险事件如英国脱欧、美国大选、意大利公投，市场避险情绪高涨，驱动金价阶段性上涨。

1.5 第五轮金价震荡上升（2018-至今）

2018 年，中美贸易战全面爆发，金价迅速上涨；随后不久美联储由鹰转鸽，于 2019 年 7 月开启降息周期，金价再次上涨，突破 1400 美元，开始进入上行区间；后 2020 年初，新冠疫情席卷全球，各国央行开始大放水，以美联储为代表，大幅降息并再次开启无限 QE 政策，黄金、大宗商品等价格一路走高，创下历史新高，价格中枢有所抬升，维持在较高位震荡。

截止目前，俄乌冲突爆发后，黄金发挥避险属性，配置价值凸显，在今年 2 月份，COMEX 黄金创下 2078.8 美元/盎司的历史新高；但受到地缘冲突影响，欧洲能源危机供给不足，原材料能源价格大幅上涨，使得通胀高企，后续美联储由鸽转鹰，于今年 3 月开始加息周期，这是自 2018 年以来首次加息，使得金价承压，开始下跌。

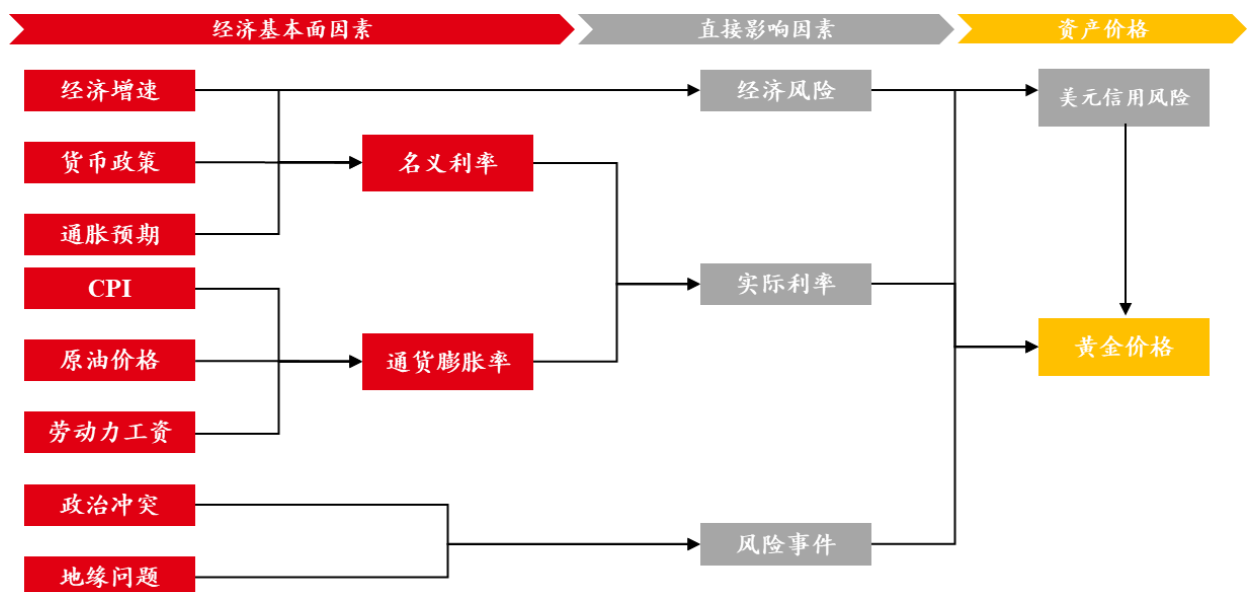
图表 8：全球政治经济格局演变



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

2 经济、政策等多重因素共振，影响黄金价格走势

图表 9：黄金价格影响因素



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

从投资的角度来看，黄金作为大类资产配置的一种，与股票、债券、货币存在相互替代的关系。黄金是一种无息资产，亦可作为风险资产的替代品。因此，黄金价格走势通常与实际利率走势负相关，即实际利率高时，市场倾向于投资债券等金融产品而非黄金，反之亦然；而当市场风险大幅增大时，投资者倾向于黄金这种相对保值的资产。

实际利率=名义利率-通货膨胀率。实际利率即美债收益率扣除美国通胀，我们通常用美国十年期 TIPS 利率代表实际利率。当通胀持续走高时，实际利率会走低，甚至为负；对此，美联储往往会采取加息等货币紧缩政策来控制通胀，届时市场利率上升，实际利率也随之上涨。简而言之，实际利率是市场利率与通胀博弈后的结果，受到原材料价格、经济增速、通胀预期、货币政策等多方因素的影响。

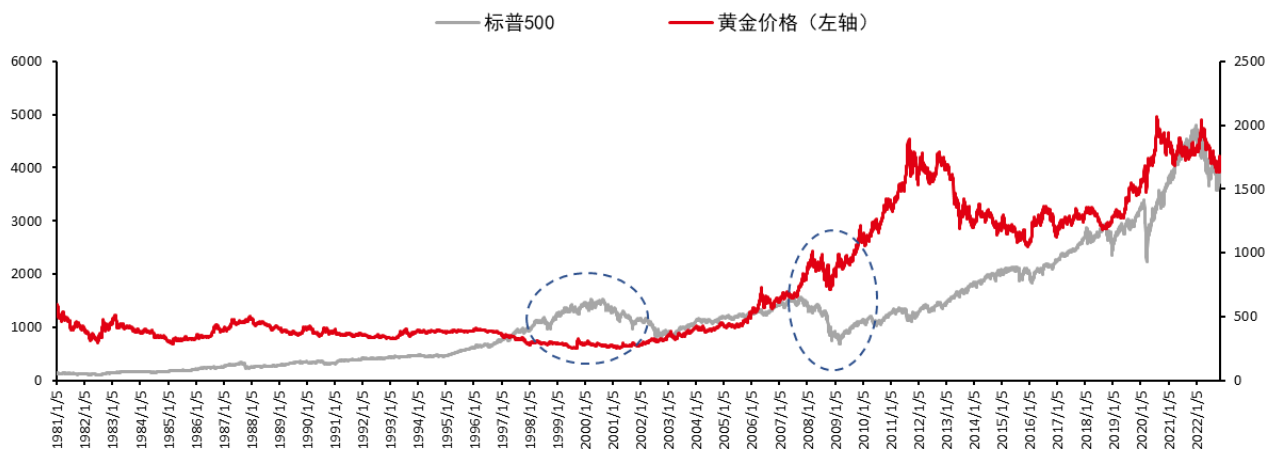
图表 10：黄金价格 vs 美债十年期 TIPS 利率



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

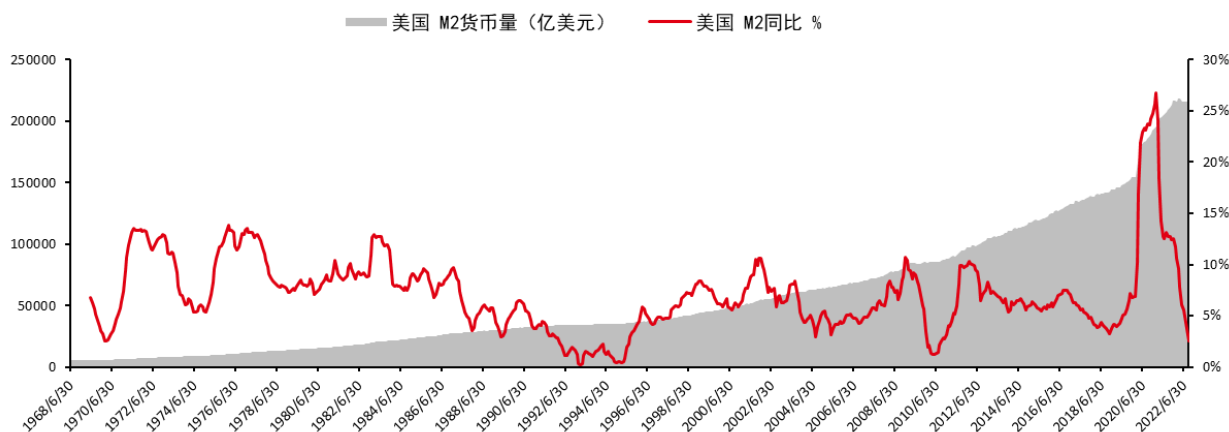
黄金价格与实际利率高度负相关。从历史数据看，黄金价格在实际利率迅速上涨时走低；而在实际利率大幅下跌甚至为负时，价格上涨。典型的几个时点变现：1973年9月-1974年12月实际利率开始转负，阶段性最低点为-4.67%，与此同时，金价从102.97美元/盎司上涨至184.27美元/盎司，涨幅约79%；2008年到2010年期间，实际利率由于降息政策，一直维持在低位并多次为负，自2008年初金价也从889.6美元/盎司涨至1391.01美元/盎司，涨幅约56%；2020年初新冠疫情爆发，全球货币大放水致使自当年7月开始保持在负数，加之2022年俄乌冲突爆发，至2月实际利率为-5.97%，处于历史低位，黄金价格也在这一时期不断攀升，突破历史高点。

黄金与股票等风险资产的替代关系：当经济增速较快时，金融市场投资者情绪高涨，热衷投资高风险高收益的股票等金融产品；然而当经济增速缓慢甚至出现衰退预兆时，黄金的避险属性和投资价值开始凸显，市场趋于避险，开始大肆抛售股票等风险资产，转而投向黄金。比如，2000年美股见顶开始下跌，黄金价格反而一路上涨；2008年次贷危机爆发，金融风险骤增，美股再次下跌触底，而黄金价格开启新一轮上涨。

图表 11：黄金价格 vs 美股股指


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

黄金不仅可以作为一种投资品，还可以作为唯一的超主权货币，对冲货币信用风险。回顾历史上的黄金大牛市，会发现这些时期内都伴随着美元信用风险加剧、美元币值不稳定等宏观经济波动情形，不管是布雷顿森林体系瓦解，还是次贷危机爆发。其实，无论汇率还是美元信用，均为美国经济和国力的外在表征形式，受到美国宏观经济和政策的影响。而黄金之所以与美国经济、美元等，究其根源，美元在国际货币体系中仍然充当主导核心货币，同时美国作为超级大国，世界重要经济体，一旦发生衰退将会带动全球经济走向衰退，因而决定了黄金与美国经济的关联性大。从表现来看分为两个方面：首先，当下黄金仍然主要以美元计价，其价格会伴随美元贬值而上升；另外，黄金可以起到对冲美元信用风险的作用。

图表 12：美国 M2 货币政策


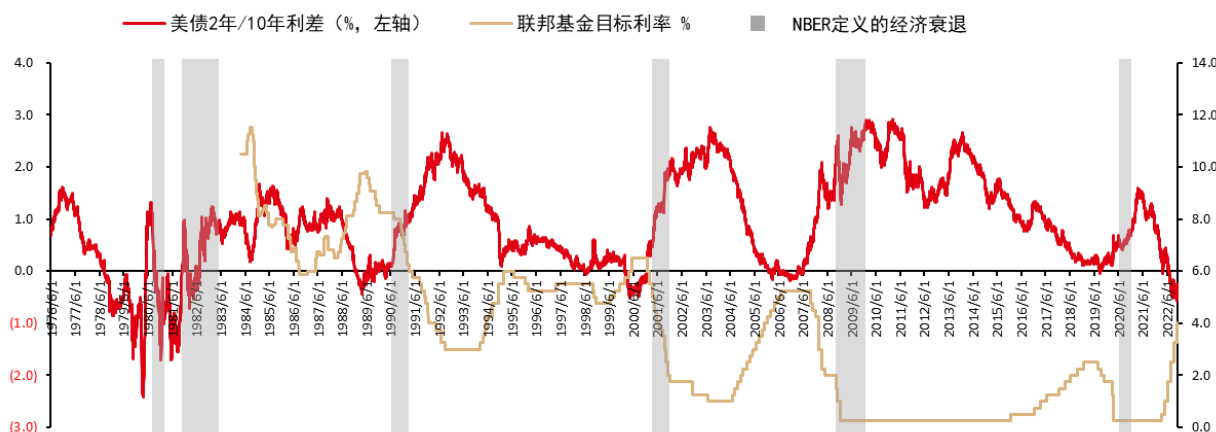
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

无论是金融市场波动还是美元信用风险，归根结底还是由经济增速和通胀水平决定的。

通常，当经济增速不佳甚至衰退时，以美联储为代表的央行会实行宽松货币政策，以刺激消费、鼓励投资，调节经济周期，直接影响实际利率及美元币值和信用情况，进而影响黄金价格。

其中，美债连续多次倒挂，经济衰退发出预警信号。今年4月份，美国2年和10年国债收益率利差出现倒挂，这是自2019年8月以来首次发生倒挂；此前，美债5年/10年利差和5年/30年利差均已发生倒挂现象，预示着美国经济将走弱，下行压力较大。通过历史数据也可以证实这一点，自1977年以来，美债2年/10年利差一共发生过六轮倒挂，后续都发生了经济衰退，美债倒挂是判断经济衰退的核心关键指标。

图表 13：美债利差与衰退



数据来源：Wind，NBER，中邮证券研究所整理

当突发风险事件发生时，黄金将会避险属性凸显。VIX 指数(芝加哥期权交易所波动率指数),又称市场恐慌性指数,用以反映 S&P 500 指数期货的波动程度,测量未来三十天市场预期的波动程度,通常用来评估未来风险。通过图表不难看出，当 VIX 指数激增时，黄金价格也会随之上涨，由此也证实当风险事件例如“911 事件”、2008 年金融危机、2016 年英国脱欧、2020 年初新冠席卷全球等突发时，黄金发挥其避险属性，价格上涨。但由于 VIX 主要反映美股的波动程度，具有一定局限性，所以在 VIX 波动较平缓亦或是美国经济依然强劲的时候，黄金价格走势与 VIX 指数波动有所偏离。

图表 14：黄金价格 vsVIX 指数



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

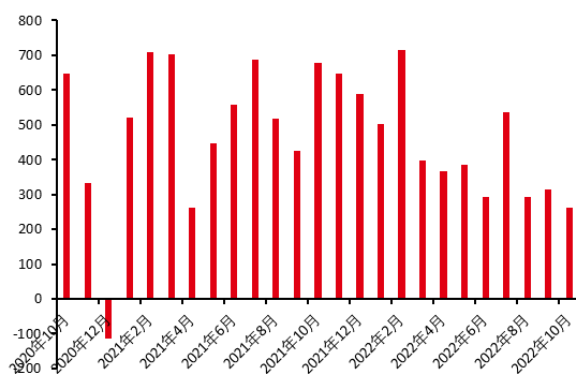
3 美联储加息有望放缓，金价上行压力有所释放

北京时间 11 月 3 日晚，美联储加息 75bp，符合预期，届时美联储已连续四次加息 75bp。当晚，美联储主席鲍威尔表示“认为现在讨论何时停止加息为时过早，且预计加息终点会比此前预期的更高，加息终点大概率将升至 5% 左右甚至以上。”此观点一出，扰动了市场的“鸽派预期”，美股、黄金等迅速转跌。

但不可忽视的是，这次会议上新增了“在确定未来目标区间的加息速度时，委员会将考虑货币政策对经济活动、通货膨胀的滞后影响...”，同时，鲍威尔也表明“可能最早会在 12 月份的议息会议上放慢加息步伐。”截止目前，美国 9 月 CPI 同比增长 8.2%，环比下降 0.1%；其核心 CPI 同比增长 6.6%，长幅超预期，考虑到加息政策的滞后影响以及基数抬升，我们预计 CPI 回落的趋势会逐步显示出来，支撑加息放缓以等待加息效应传导，美联储有望转向 12 月份的加息 50bp，但最终利率大概率超过 5%。

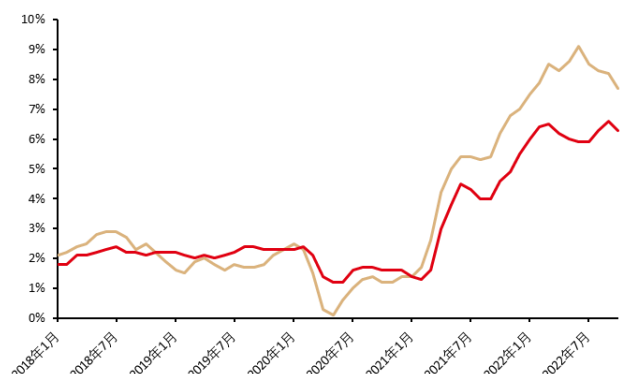
自 11 月 3 日，黄金价格从 1618.3 美元大幅上涨至 1775 美元左右，涨幅约 8%，增长势头良好。

图表 15：非农就业新增人数（千人）



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 16：美国通胀指数变动情况



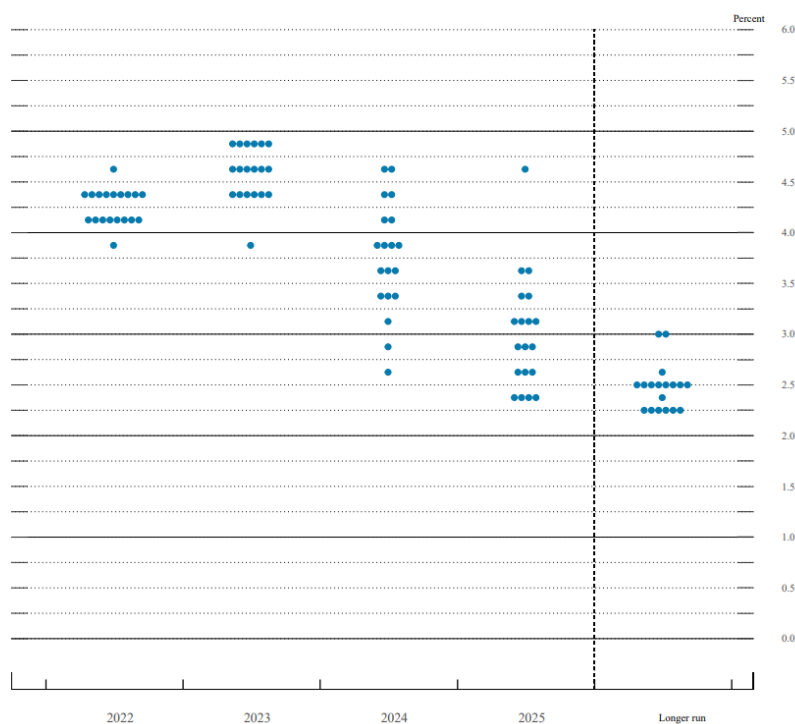
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

10月非农就业新增人数是自2020年以来增幅最小的一次，表明就业市场环境有所松动。11月4日晚，美国公布了10月非农就业数据。新增非农就业人数录得26.1万人，超过预期，低于前值26.3万人。伴随着失业率升至3.7%，10月工资同比增长4.7%，从9月的5%回落，其他的薪资指标也开始降温，表明劳动力市场环境有所松动，有利于控制通胀进一步恶化，也可以支撑美联储从12月份开始放缓加息步伐。

加之10月份的通胀数据好于预期。美国劳工统计局(BLS)最新公布，美国10月CPI同比上涨7.7%，低于市场预期的7.9%，较前值的8.2%大幅回落，为今年1月份以来最低水平。该数据显示，通胀降温幅度超过预期，加息效应在逐步显现出来，使得市场越发相信，美联储会放缓大幅加息。

图表 17：点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：Federal Reserve，中邮证券研究所整理

除此之外，各种信号显示美国经济衰退风险加剧。10月24日，标普全球公布的数据显示，美国10月Markit制造业PMI初值49.9，为2020年6月份以来首跌破枯荣线，预期51，前值52；10月Markit服务业PMI初值46.6，预期49.5，前值49.3，连续四个月萎缩。PMI跌破荣枯线以及需求疲软都显示了经济下行风险加剧；另外，需求疲软有助于缓和整体通胀率，未来几个月通胀率可能会继续下降，特别是在利率继续上升的情况下，从这一角度看，加息放缓也是必要的。

受到年内激进加息的影响，美国需求表现疲软，经济承压，出现衰退征兆，叠加金融市场风险累计；以及加息效果传导至实体经济进而影响通胀存在一定时滞性，美联储加息放缓是必要的。我们认为伴随通胀逐步回落的趋势，美联储放缓加息；叠加疫情防控政策更加精准，手段更加科学，国内经济回暖在即，黄金价格上行压力有所释放，或将开启新一轮上涨。结合目前，大部分黄金板块上市公司的股价超跌，处于低估值区间，伴随黄金价格回升，高成长性的公司估值将会回调。

4 黄金板块公司

图表 18：公司市值储量比

公司	2021矿产金产量/吨	2022E	2023E	黄金储量/吨	公司市值/亿	2023市值产量比	市值储量比	非金业务亮点
银泰黄金	7.1	8.5	13.5	132.2	380.7	28.2	2.9	
赤峰黄金	8.1	15.76	17.5	421.0	323.6	18.5	0.8	
紫金矿业	47.5	60	65	792.0	2150.5	33.1	2.7	铜/锌
中金黄金	20.0	19.51	20	510.5	373.2	18.7	0.7	
山东黄金	24.8	39.3	45	499.6	741.1	16.5	1.5	
湖南黄金	5.2	5.7	6.2	144.0	170.6	27.3	1.2	锑
招金矿业	12.6	14.72	16.2	391.4	223.7	13.8	0.6	
西部黄金	0.7	0.8	0.8	31.7	110.3	132.4	3.5	锰
恒邦股份	/			150.4	111.1	NA	0.7	

数据来源：各公司公告，中邮证券研究所整理

注：矿产金或储量均为权益量，根据所持权益比例计算所得

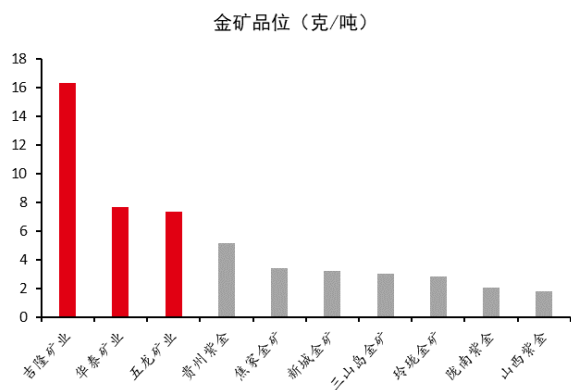
4.1 赤峰黄金：业内黑马，成长性可期

公司实施“以金为主”的发展战略，处于高速“成长”阶段。主要从事黄金、铜等贵金属、有色金属采选业务，是全国重点黄金企业集团之一。

不断挖掘自有矿潜力，并购海外优质矿山。Wassa 金矿是位于加纳最大黄金成矿带 Ashanti 金矿带上的大型年轻在产矿山，后续勘探潜力巨大。截止 2022 年 6 月底，公司黄金资源保有量共计达到 575.37 吨（权益量 420.95 吨）；矿产金产量为 6.44 吨，同比增长 64.95%。公司计划 2022 年矿产金产量达到 15.76 吨左右。

图表 19：金矿资源禀赋优异

图表 20：Sepon 万象矿山



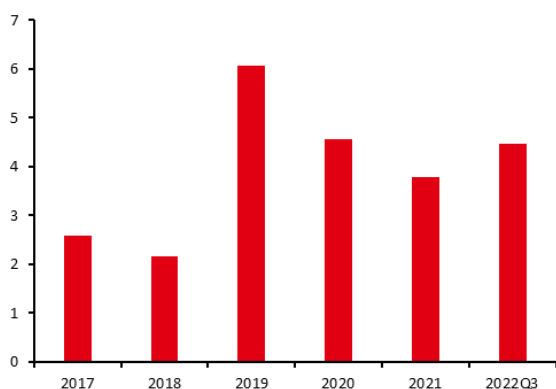
数据来源：赤峰黄金公司公告，中邮证券研究所整理

数据来源：赤峰黄金公司公告，中邮证券研究所整理

万象矿业正在实施“一体两翼”发展战略，探矿增储和扩能改造同步进行。万象矿业目前主要从事金和铜矿开采和冶炼，2020年已重启金矿的生产，积极推进矿山系统建设。Sepon 铜金矿位于老挝中南部地区，是老挝最大的有色金属矿山。截止目前，Sepon 矿山黄金增储至 158 吨，金资源量增量大概是 55 吨。除此之外，矿区还测量出稀土含量达到工业品位的区域，稀土元素富集，且稀土品位较高，拓宽公司业务边界，稀土氧化物（TREO）内蕴经济资源量（332+333）共 32047.52 吨。

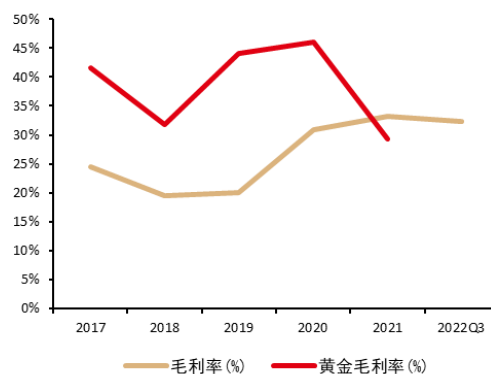
公司所属境内黄金矿山的矿石品位高，属于国内当前少有的高品位富矿床。公司境内有三座黄金矿山，分别为金龙矿业、华泰矿业和五龙矿业，合计拥有 8 宗采矿权和 16 宗探矿权。由于品位高，相比同类黄金矿山企业，公司黄金生产的单位成本较低，毛利率较高。

图表 21：营收及同比



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 22：毛利率



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

4.2 银泰黄金：黄金矿业新星，成本低于同行

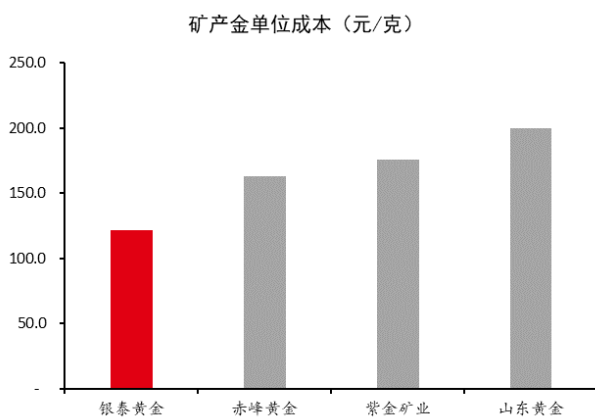
强化“以黄金为主的高质量矿山投资运营商”的定位，力争通过持续性外延式发展拓展经营版图。银泰黄金主营贵金属（金、银）和有色金属（铅、锌等）矿山采选及贸易。目前，公司共拥有 5 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。

其中，玉龙矿业是铅锌银多金属矿矿山，余下四座矿山均为金矿。

截止 2021 年底，公司银泰黄金合计总资源量（含地表存矿）矿石量 10194.17 万吨，金金属量 170.45 吨（权益量 132.15 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。同年，矿产金产量为 7.12 吨。

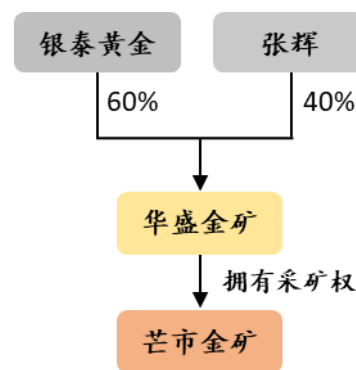
芒市金矿资源优质，增量可期。2021 年 9 月，公司以自有资金 10.37 亿元收购张辉持有的芒市华盛金矿 60% 的股权。截止 2021 年底，芒市金矿保有金矿总资源量 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04 克/吨，其开采方式为露天开采，开采成本比较低。公司目前积极推进复产工作，投产后黄金产量将为 5 吨左右。

图表 23：同业矿产金成本比较



数据来源：各公司公告，中邮证券研究所整理

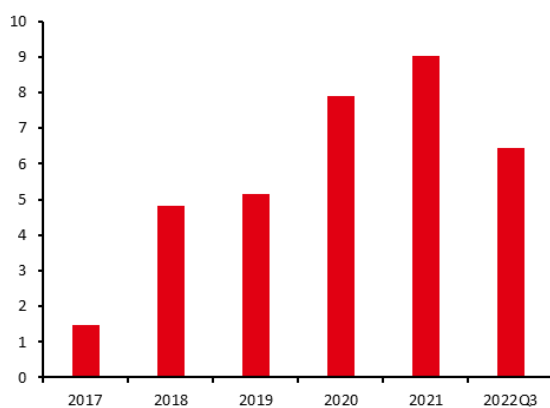
图表 24：芒市金矿股权结构



数据来源：银泰黄金公司公告，中邮证券研究所整理

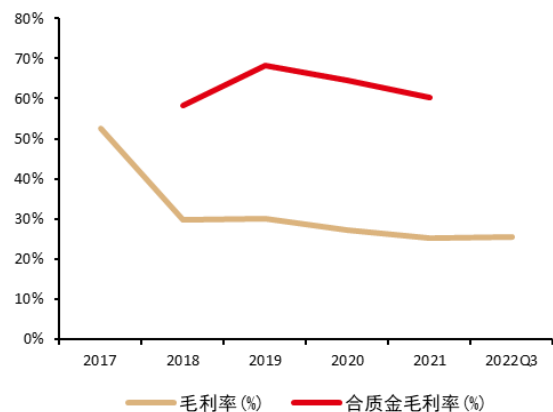
公司黄金业务毛利率稳定，矿产金单位成本领先于同业水平。2021 年，黑河银泰由露天转为地下开采，单位成本有所上升，从 2020 年的 132.9 元/克升至 2021 年的 148.9 元/克，但仍领先于其他同业公司；2021 年合并摊销前克金生产成本 117.83 元/克，公司黄金业务毛利率为 60%，持续保持行业领先水平。

图表 25：营收及同比



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 26：毛利率



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

4.3 山东黄金：老牌黄金矿企，再度启航

公司矿山资源丰富。截止 2021 年底，拥有 13 座国内矿山和 2 座海外矿山，主要分布在山东、内蒙古、福建、甘肃和阿根廷，公司整体金资源量和金储量分别增至 1479.26 吨和 592.41 吨，其保有资源量国内排名第二，仅次于紫金矿业；对应权益黄金资源量为 1280.65 吨，权益黄金储量为 499.62 吨。其中，公司三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿等连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”。截止于 2022 年 6 月底，公司矿产金产量为 24.78 吨，同比增长 114.42%。根据最新经营计划，公司决定 2022 年矿产金产量不低于 39.3 吨；根据黄金集团的“十四五”规划目标，预计 2025 年集团矿产金产量达到 80 吨，有望实现翻倍增长。

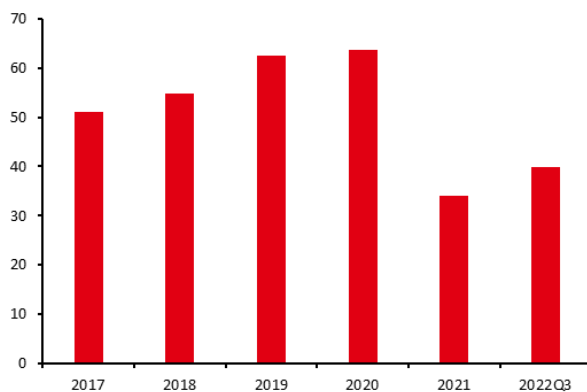
图表 27：集团公司注入资产

收购公司	收购股权比例	公告日	价格（亿元）	交易方式
山东地矿来金控股有限公司	100%	2021/8/5	26.13	现金方式
莱州鸿昇矿业投资有限公司	45%	2021/8/5	20.54	现金方式
山东莱州鲁地金矿有限公司	100%	2021/8/5	20.34	现金方式
山东天承矿业有限公司	100%	2021/8/5	4.31	现金方式

数据来源：山东黄金公司公告，中邮证券研究所整理

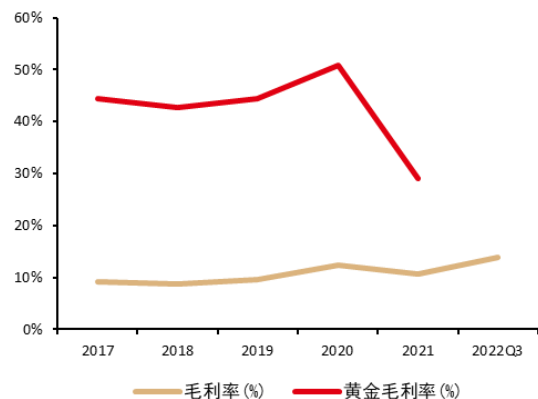
公司致力于打造国内黄金选冶“航母”，建成了国内首家万吨级选冶规模的选厂，日选冶能力得到成倍增长。公司不断有效拓展全球资源布局。2021 年上半年公司成功并购澳大利亚卡帝诺资源公司、其核心资产为位于加纳的 Namdini 项目，为公司首个非洲地区项目。公司还通过增发山东黄金 H 股收购恒兴黄金控股有限公司 100% 股份，其核心资产为金山金矿，是新疆地区最大单体金矿、中国经济效益十佳矿山之一。下半年公司通过子公司莱山公司收购集团旗下鲁地金矿、天承矿业、地矿来金 100% 股权注入公司及鸿昇矿业 45% 股权，公司规模得到进一步扩张。

图表 28：营收及同比



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 29：毛利率



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

4.4 紫金矿业：致力于打造全球超一流金属矿业公司

紫金矿业是大型跨国矿业集团，主要在全球范围内从事铜、金、锌等金属矿产资源和新能源矿产资源勘查、开发及工程技术应用研究等。

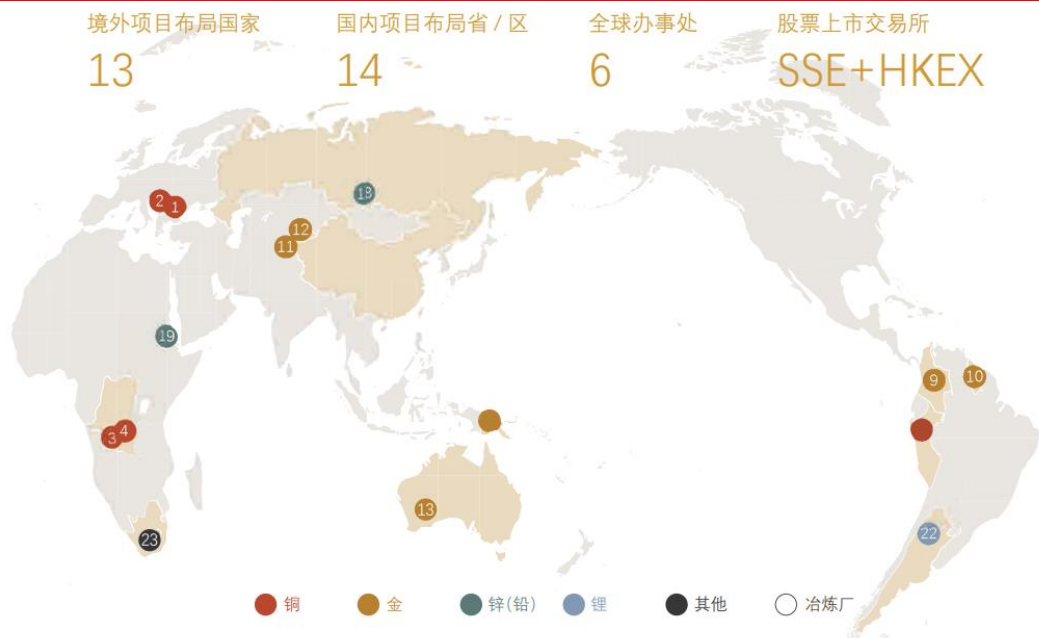
黄金业务是公司核心业务之一，矿产金远期规划产量超 80 吨。2021 年，矿产金产量为 47.5 吨，公司计划 2022 年产量提升至 60 吨，到 2025 年，矿产金产量达到 80-90 吨。

黄金储量占国内半壁江山。公司在中国 15 个省（区）和海外 13 个国家拥有重要矿业投资项目，包括境内的山西义兴寨金矿、贵州水银洞金矿、甘肃陇南李坝金矿；境外的塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿、澳大利亚帕丁顿金矿等。截止到 21 年底，黄金资源量为 2372 吨，其中，储量为 792 吨，占比国内总储量的 41.1%。

公司通过收购+技改，不断提升矿产金产量。截至目前，公司澳大利亚诺顿金田 Binduli 北低品位堆浸项目实现投料试车，塔吉克泽拉夫尚塔罗金矿及贵州水银洞金矿加压氧化项目、山西紫金智能化采选改扩建项目、陇南金山金矿采选工程等有序建设实施。今年 10 月，公司收购南美最大金矿之一的 Rosebel 金矿等，其投产后预计年产量为 8.6 吨以上。

进军新能源业务材料业务，已形成“两湖一矿”格局。公司完成了阿根廷世界级高品位 3Q 锂盐湖项目的并购，正式进入新能源金属赛道。整体碳酸锂（LCE）当量资源量超过 1000 万吨，约居全球主要锂企资源量前 10 位，远景规划 LCE 当量年产能 15 万吨以上，为公司成为全球重要锂生产商奠定基础。

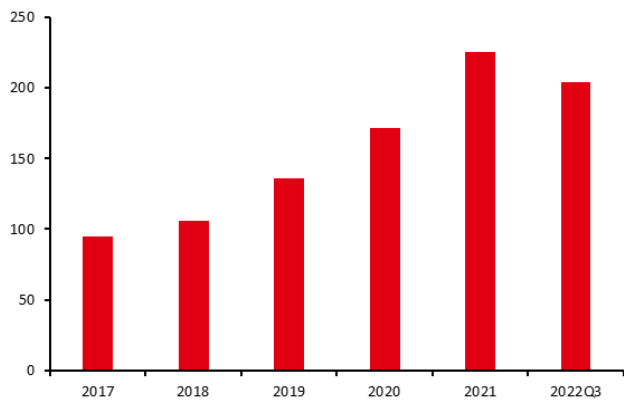
图表 30：紫金矿业在全球布局



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

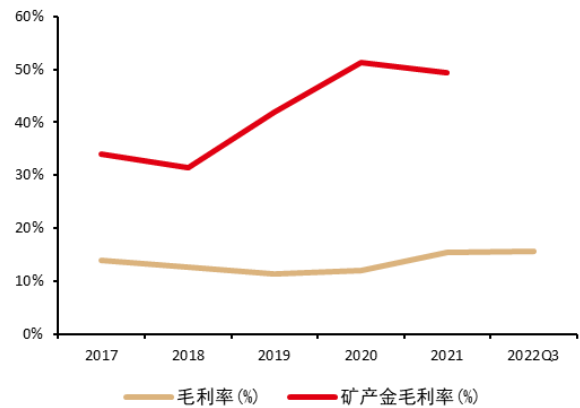
公司主要从事黄金及锑、钨等有色金属矿山的开采、选矿，金锑钨等有色金属的冶炼及加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等。

图表 31：营收及同比



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 32：毛利率



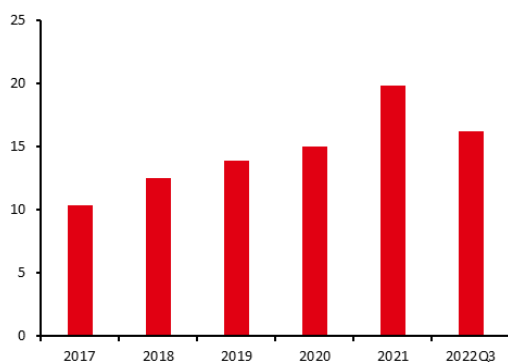
数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

4.5 湖南黄金：背靠湖南省国资委

公司主要从事黄金及锑、钨等有色金属矿山的开采、选矿，金锑钨等有色金属的冶炼及加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等。

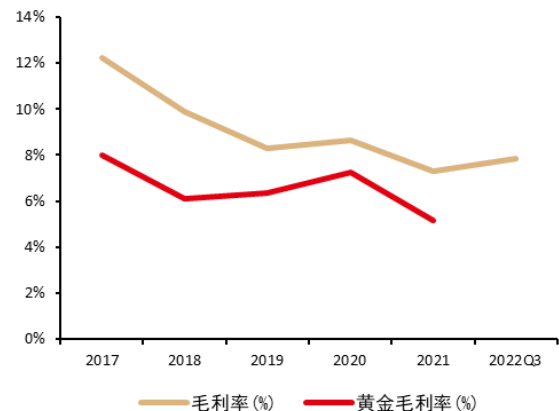
截止 2022 年 6 月底，公司共生产黄金 24.2 吨，同比增长 16.13%；其中，自产金 2.46 吨，同比下降 6.5%。根据 2022 年经营计划，产品产量分黄金 68.47 吨，锑品 3.5 万吨，钨品 2000 标吨。

图表 33：营收及同比



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 34：毛利率



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

勘探增储扩充金锑资源，新旧矿山项目稳步推进。当前公司将资源增储放在首要位置，积极开展老矿山深边部找矿三年(2021-2023)行动，资源储量方面，金金属储量增长至 144 吨，锑金属储量增长至 29.3 万吨，钨金属储量为 10 万吨。项目进度方面，龙山金锑矿采矿许可

证有效期延至 2023 年 6 月，当前甘肃加鑫 4 个探矿权完成矿产资源储量评审备案工作，全资子公司黄金洞矿业收购平江县曲溪矿区金矿普查探矿权议案落地。

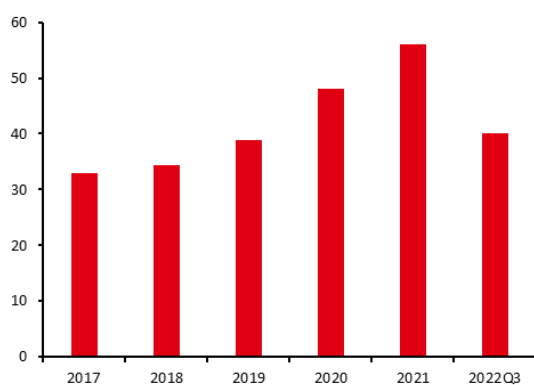
4.6 中金黄金：具有自主知识产权，核心技术国际领先水平

公司主要从事黄金、有色金属的地质勘查、采选、冶炼的投资与管理；核心产品为黄金，其中黄金系列产品包括金精矿、合质金和标准金等。其他产品主要包括铜、白银和硫酸等。

2022 年上半年，公司生产矿产金 9.86 吨、冶炼金 17.62 吨、精炼金 31.32 吨；2021 年，公司全年生产精炼金 84.98 吨，比 2020 年增加 14.58 吨；矿产金 20 吨，比 2020 年减少 1.74 吨；冶炼金 42.25 吨，比 2020 年增加 1.96 吨。根据公司生产规划，2022 年公司计划生产精炼金 58.61 吨，矿产金 19.51 吨，冶炼金 33.63 吨，生产电解铜 37.28 万吨，矿山铜 7.80 万吨。

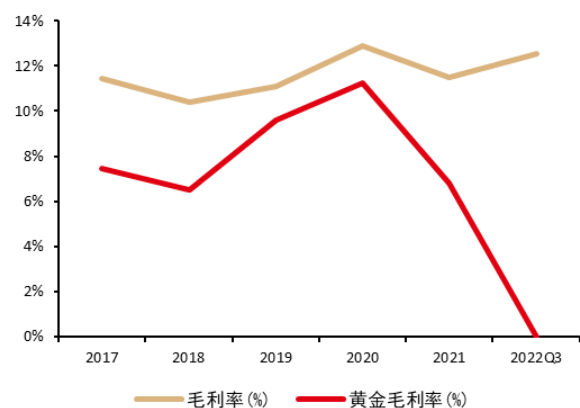
项目推进顺利+集团如期注入资产，增强公司资源量。截至 2022 年 6 月底，公司保有金资源量 520.7 吨（较 21 年底新增金金属量 10.2 吨），铜资源量 237.1 万吨，计划 2022 年新增金金属储量 27 吨，铜金属储量 2420 吨。截至目前，黄金集团按计划分期分批通过各种形式向公司注入企业 27 家，进一步增强了中金黄金的资源控制量及未来发展潜力。辽宁新都整体搬迁改造项目 21 年 9 月份按期完成项目建设、实现达产达标，新增冶炼金 3.44 吨。

图表 35：营收及同比



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

图表 36：毛利率



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

5 风险提示

宏观经济不及预期，需求不及预期，政策不确定性。

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。