

行业深度

贵金属

底部已现，黄金即将迎来上升周期

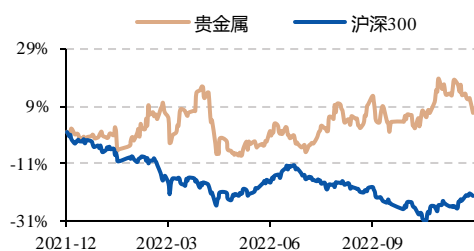
2022 年 12 月 13 日

评级

领先大市

评级变动：首次

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
贵金属	-10.25	-2.74	6.37
沪深 300	4.36	-3.43	-21.79

周策

分析师

执业证书编号:S0530519020001  
zhouce67@hncshasing.com

相关报告

- 1 有色金属 11 月月度报告：有色板块触底回升，贵金属迎来上升周期 2022-11-23
- 2 有色金属 10 月月度报告：有色金属板块承压，新能源小金属逆市上行 2022-10-27
- 3 新能源汽车持续热销，有色金属板块进入调整期 2022-09-29

重点股票	2021A		2022E		2023E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
赤峰黄金	0.35	51.64	0.56	32.32	0.98	18.49	买入
中金黄金	0.35	22.47	0.32	24.89	0.42	18.93	买入
银泰黄金	0.46	26.45	0.36	34.02	0.47	25.78	买入

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- 美联储加息幅度放缓，黄金价格开始显现上涨趋势。2022 年 11 月底，纽约联邦储备银行行长约翰·威廉姆斯在纽约表示，有迹象表明通胀形势在缓解，但美联储“还有更多工作要做”，才能将通胀率降至接近 2% 的目标。2022 年三季度以来，COMEX 黄金期货结算价在 1630.9 美元/盎司至 1815.2 美元/盎司区间震荡，均价 1704.94 美元/盎司，并于 12 月 1 日达到三季度以来最高点 1815.2 美元/盎司，上涨趋势开始显现。中长期来看，在加息幅度大概率放缓，美国通胀水平将在较长时间内处于高位的大背景下，黄金价格仍在底部区间，有望迎来拐点进入上升周期。
- 黄金价格与宏观经济周期密切相关。从宏观经济发展的大背景来看，黄金价格与经济周期呈负相关关系。即当经济处于复苏期和繁荣期时，黄金价格走势呈弱势；反之，黄金价格走势呈强势。目前全球经济符合康波周期萧条期的特征，黄金有望迎来新一波行情。
- 美元指数与实际利率的转向推动黄金价格见底。黄金价格与美元指数存在负相关关系，美元指数越高，美元越坚挺，美元在世界货币体系中就越强势，会对黄金的保值功能体现出替代效应，促进黄金价格走低；反之，黄金价格上涨。近期美元指数一度冲上历史高位后开始显现下行迹象，且后续继续上行空间不大，预计将为黄金价格带来支撑。美债实际收益率的下降会带来金价上涨，以当前美国的杠杆率来看，美债利率已至顶部区间，在长期通胀预期较为平稳的情况下意味着美债实际收益率未来向上空间有限，叠加全球主要发达国家经济体通胀水平处于较高水平，黄金价格已经来到底部区间。
- 美国通胀指数处于较高水平。在经济高速增长时期，高增长和低通胀的双重影响下，黄金的避险和保值需求会叠加减弱，反之，在经济的发展停滞和通胀水平居高不下的双重影响下，黄金的避险和保值需求会叠加增强，推动黄金价格上涨。2022 年以来，美国核心 CPI 一度创下近 40 年以来高点。预计 2023 年第二季度起美国核心 CPI 将实质性回落，美国 CPI 同比增速也将在 2022 年 6 月-2022 年 8 月初步触顶回落。在通胀具备粘性的情况下，预计 2023 年美国整体通胀水平会稍有回落但仍处于较高水平。

- **投资建议:**建议关注黄金行业成长性好的赤峰黄金,央企背景的中金黄金, 以及成本较低的银泰黄金。
- **风险提示:**美联储超预期加息,美国经济超预期恢复,美元持续走强,全球陷入通货紧缩

## 内容目录

<b>1 黄金底部已现，预计将迎来上升周期.....</b>	<b>5</b>
1.1 宏观背景：全球经济处于萧条期，黄金有望迎来新行情.....	5
1.2 美元指数显现下行迹象，为黄金价格带来支撑.....	7
1.3 美债实际收益率见顶，黄金价格已至底部区间.....	8
1.4 美国通胀指数处于较高水平.....	10
<b>2 赤峰黄金.....</b>	<b>13</b>
2.1 公司管理层专业背景强，管理经验丰富.....	13
2.2 公司注重长期发展，盈利能力稳定.....	14
2.3 公司聚焦黄金业务.....	15
2.4 积极布局海外矿山.....	16
2.4.1 并购老挝 Sepon 铜金矿.....	16
2.4.2 并购金星资源，取得 Wassa 金矿.....	16
2.5 盈利预测.....	17
<b>3 中金黄金.....</b>	<b>17</b>
3.1 央企背景，股权结构稳定.....	17
3.2 公司盈利情况基本稳定.....	17
3.3 公司业务主要以黄金、铜为主。.....	18
3.4 公司探矿增储成果显著.....	19
3.5 盈利预测.....	20
<b>4 银泰黄金.....</b>	<b>21</b>
4.1 公司概况.....	21
4.2 公司盈利能力较强.....	21
4.3 公司利润主要来自于有色金属采选业务.....	22
4.4 公司矿山资源丰富.....	23
4.5 盈利预测.....	24
<b>5 风险提示.....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：最近两年黄金期货结算价格走势.....	5
图 2：经济周期下黄金价格走势（美元/盎司）.....	7
图 3：黄金价格与美元指数.....	8
图 4：美元指数构成.....	8
图 5：美元指数与美欧实际利差.....	8
图 6：黄金价格与美债实际收益率.....	9
图 7：10 年期美债收益率与美国杠杆率.....	10
图 8：2020 年以来美国 CPI 及增速.....	11
图 9：2020 年以来欧洲部分地区 CPI.....	11
图 10：2021 年 11 月，美国 CPI 构成分项.....	12
图 11：2021 年起，美国 CPI 季调同比拆解.....	12
图 12：2021 年起，美国核心 CPI 季调同比拆解.....	12
图 13：美国 CPI 当月同比与美国滞后 16 个月的流通中货币同比增速.....	12

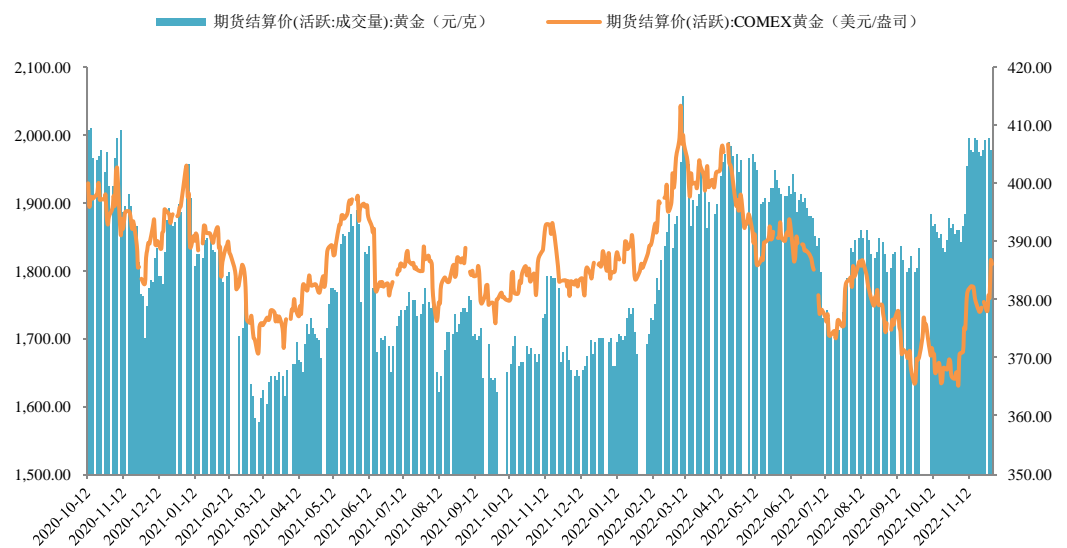
图 14: 公司营业收入及同比.....	14
图 15: 公司归母净利润及同比.....	14
图 16: 公司主要业务毛利变化 (%).....	14
图 17: 公司架构.....	15
图 18: 2022H1 公司分产品收入占比.....	15
图 19: 黄金业务收入在公司总收入中占比.....	15
图 20: 公司营收及增速.....	18
图 21: 公司归母净利润及增速.....	18
图 22: 公司费用情况 (亿元).....	18
图 23: 2021 年公司收入分产品占比.....	19
图 24: 公司营收及增速.....	22
图 25: 公司归母净利润及增速.....	22
图 26: 分行业收入占比.....	23
图 27: 分产品收入占比.....	23
图 28: 分行业及部分产品毛利率变化.....	23
表 1: 世界经济周期.....	6
表 2: 赤峰黄金十大股东.....	13
表 3: 主要矿山情况.....	16
表 4: 中金黄金十大股东.....	17
表 5: 2021 年公司主要产品情况.....	19
表 6: 2022 年 1-3 季度公司主要产品情况.....	19
表 7: 2022H1 重要在建工程情况.....	20
表 8: 银泰黄金十大股东.....	21

## 1 黄金底部已现，预计将迎来上升周期

2022 年 11 月底，纽约联邦储备银行行长约翰·威廉姆斯在纽约表示，有迹象表明通胀形势在缓解，但美联储“还有更多工作要做”，才能将通胀率降至接近 2% 的目标。同一天，圣路易斯联邦储备银行行长詹姆斯·布拉德指出，金融市场低估了美联储在应对 40 年来最严重通胀时采取更激进措施的决心。美联储明年可能不得不将利率保持在 5% 以上，这一利率水平可能持续到 2024 年。长期来看，在加息幅度大概率放缓，美国通胀水平将在较长时间内处于高位的大背景下，黄金价格仍在底部区间，有望迎来拐点进入上升周期。

一季度 COMEX 期金主力合约从年初的 1801 美元/盎司，最高涨至 2079 美元/盎司，最大涨幅达到 15%。二季度，美联储继 3 月加息以来，已加息 3 次上调 150 个基点，将联邦基金利率目标区间上调到 1.5 至 1.75% 之间，美元指数不断上涨至多年来最好水平，美元升值引发市场上部分黄金持有者获利回吐，黄金价格从高位回撤。三季度以来，COMEX 黄金期货结算价在 1630.9 美元/盎司至 1815.2 美元/盎司区间震荡，均价 1704.94 美元/盎司，并于 12 月 1 日达到三季度以来最高点 1815.2 美元/盎司，上涨趋势开始显现。

图 1：最近两年黄金期货结算价格走势



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

黄金作为一种特殊贵金属，具有商品、避险、货币信用三大属性且作为国家战略储备，能够保障国家金融安全和维护货币稳定，在国家经济发展中发挥重要作用。作为具有保值避险作用的特殊商品，黄金价格的变化与宏观经济周期密切相关，在经济周期的大背景下，美元指数、美债实际收益率、通胀水平等因素对黄金价格的影响较大。

### 1.1 宏观背景：全球经济处于萧条期，黄金有望迎来新行情

从宏观经济的发展来看,在大经济周期背景下,黄金的避险功能发挥主要作用,一般情况下,黄金价格走势与经济运行周期呈相反走势,即当经济运行良好时,黄金避险需求疲软,黄金商品属性端消费需求对黄金价格拉动有限,黄金价格呈窄幅震荡或弱势;当经济运行不佳时,黄金避险需求提振明显,黄金价格震荡偏强。具体到相应的经济周期则表现为,当经济处于复苏期和繁荣期时,黄金价格走势呈弱势;当经济处于萧条期和衰退期时,黄金价格走势呈强势。

根据康德拉季耶夫的理论,全球经济发展至今,大概可分为五个康波周期,一个完整的康波周期时长为 40-50 年,每个康波周期包含繁荣期、衰退期、萧条期、复苏期 4 个中周期,而技术进步是经济产生周期性波动的根本原因。

**表 1: 世界经济周期**

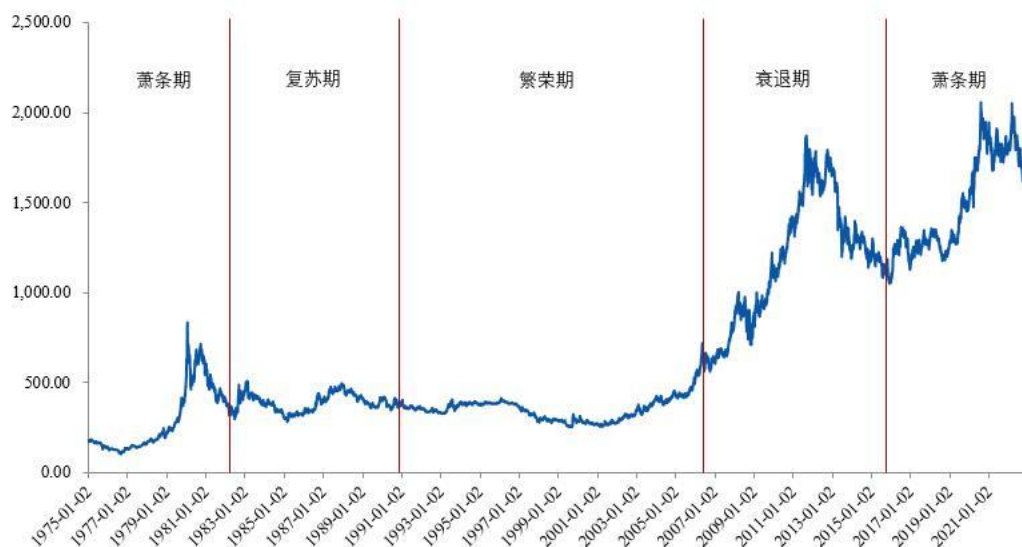
康波周期	标志性技术创新	繁荣期	衰退期	萧条期	复苏期
第一次康波	纺织业和蒸汽机	1782—1802 年	1815—1825 年	1825—1836 年	1836—1845 年
第二次康波	钢铁和铁路技术	1845—1866 年	1866—1873 年	1873—1883 年	1883—1892 年
第三次康波	电气和重化工业	1892—1913 年	1920—1929 年	1929—1937 年	1937—1948 年
第四次康波	汽车和电子计算机	1948—1966 年	1966—1973 年	1973—1982 年	1982—1991 年
第五次康波	信息技术和人工智能	1991—2007 年	2007—2015 年	2015—2025 年	

资料来源:刘贤祥《经济周期下黄金价格相关性研究》,财信证券

黄金价格在经济下行周期具有比较大的涨幅。在 1966-1973 年、1973-1982 年、2007-2015 年、2015 年至今这几个时间周期,黄金价格分别上涨 77.07 美元/盎司、335.75 美元/盎司、225.75 美元/盎司和 719.80 美元/盎司。在经济上行周期,黄金价格一般弱势整理。在 1982—1991 年的复苏期,黄金价格下跌 94.60 美元/盎司。

目前经济形势来看,新冠肺炎疫情的长期影响,地缘政治冲突严重,美国持续加息等多重因素给全球经济的发展带来压力,作为全球经济龙头的美国以及欧洲主要发达国家经济体显现衰退迹象,符合康波周期萧条期的特征,从宏观经济运行的角度来看,黄金价格有望迎来新的行情。

图 2：经济周期下黄金价格走势（美元/盎司）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

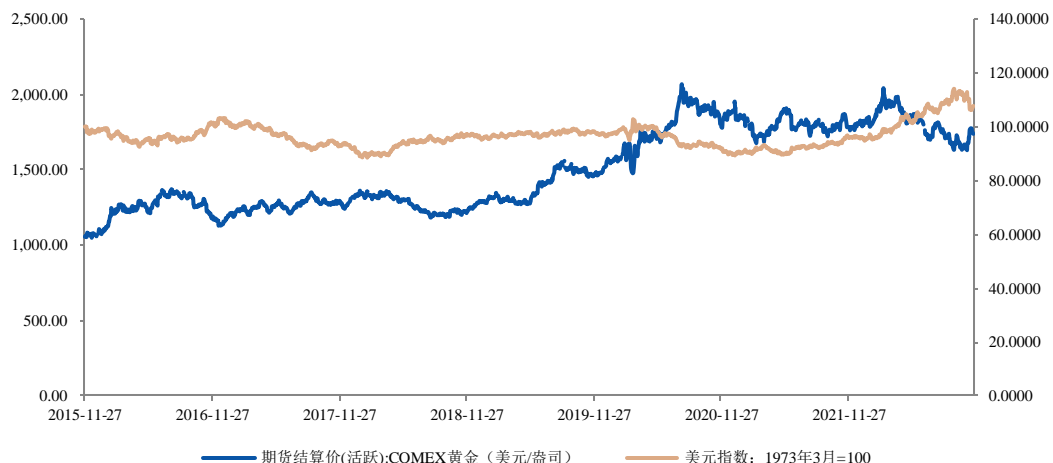
## 1.2 美元指数显现下行迹象，为黄金价格带来支撑

美元作为目前世界货币体系的核心，和黄金一样具有资产储备和保值功能，从这个角度来看，黄金价格与美元指数存在负相关关系，美元指数越高，美元越坚挺，美元在世界货币体系中就越强势，就会对黄金的保值功能体现出替代效应，促进黄金价格走低；反之，美元贬值会诱发资金选择黄金保值避险，从而推动黄金价格上涨。

从黄金的商品属性来看，世界上的黄金大多数是用美元计价的，美元指数走高美元升值时，黄金相对美元贬值，美元对黄金的购买力会提升，导致黄金价格下降。从非美元货币的购买力来看，美元指数升高意味着非美元货币相对贬值，对黄金的购买力下降，削弱黄金需求，导致黄金价格下跌。



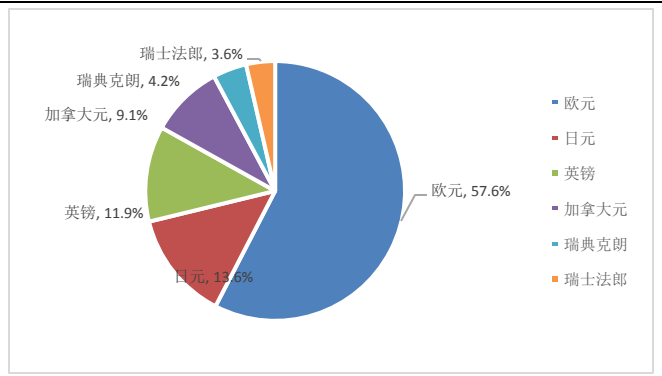
图 3：黄金价格与美元指数



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

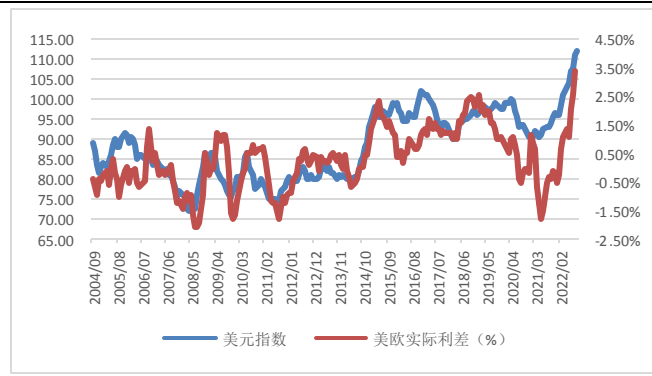
1999 年欧元推出以后，美元指数由 6 种美元兑换货币的汇率加权计算而来，这六种货币构成权重分别为：欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。欧元占据美元指数的权重超过 50%，美元指数与欧元兑美元的汇率走势密切。而欧元兑美元汇率与欧洲、美国的实际利率差（通胀调整后的利率差）密切相关。因此美元指数与美欧实际利差走势高度相关，考虑到欧洲货币政策大多跟随美国，美国加息节奏很大程度上影响了美欧利差，美联储加息见顶也大概率预示着美元指数将见顶。欧洲能源通胀问题比美国更为严重，且欧洲加息幅度及决心不及美国，因此美元指数可能同步或略微滞后于美联储加息见顶，当前美元指数也已进入顶部区间。

图 4：美元指数构成



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 5：美元指数与美欧实际利差



资料来源：Wind 资讯，财信证券

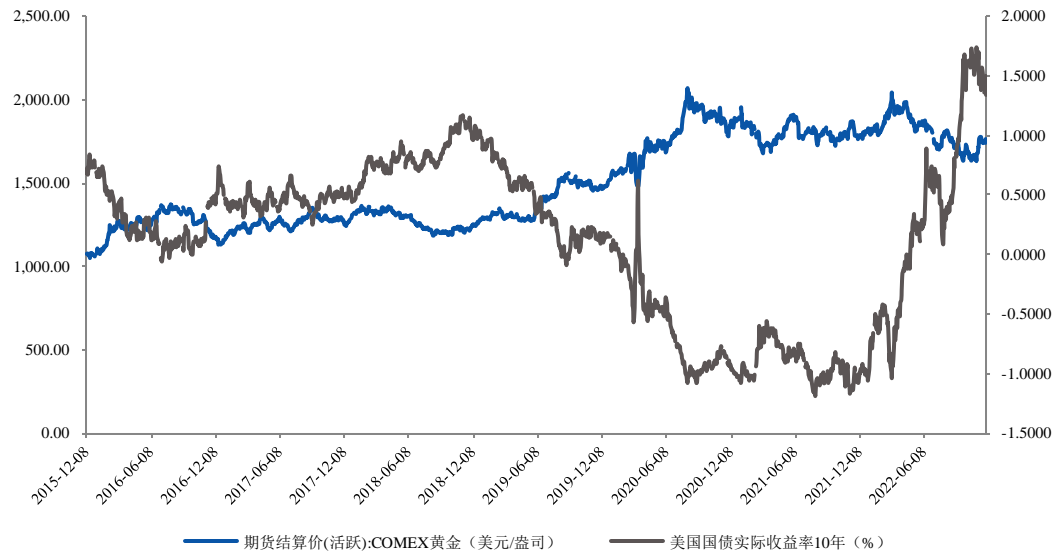
### 1.3 美债实际收益率见顶，黄金价格已至底部区间

黄金是一种无息保值资产，和美债有着同样的保值避险功能，当世界局势不稳定时，美债作为一种无风险资产，其收益率可以看作持有黄金的机会成本，当美债实际收益率



上升时，黄金的持有成本随之升高，导致资金从黄金向美债流动，引起金价下跌；反之，美债实际收益率的下降会带来金价上涨。

图 6：黄金价格与美债实际收益率



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

10 年期美债实际收益率也就是 TIPS 收益率，TIPS 全称为通胀保值国债（Treasury Inflation-Protected Securities），是一种用来规避通货膨胀风险的债券，由美国财政部发行，其票面利率固定不变，本金跟随通货膨胀调整，每半年付息一次并且每年调整一次本金额，这种债券的收益率是一种通货膨胀调整的收益率也可以认为是实际利率，这类债券的收益率和 10 年期国债名义收益率都是金融市场交易出来的。

10 年期美债名义收益率与 10 年期美债实际收益率的差值可以认为是一种通胀预期，即市场预期的未来一段时间内的通胀平均水平。二者走势本质上都是基本面因素的结果，其中经济表现、货币政策、风险偏好等因素对二者的影响方向相同，而通胀预期对二者的影响方向相反。当通胀预期发生明显变化时，市场会对 TIPS 和美债进行反向交易，直至二者利差与市场通胀预期相匹配。短期来看，美债实际收益率=美债名义收益率-通胀指数，在美债名义利率继续上升和通胀指数有所缓和的背景下，美债短期实际利率可能小幅反弹，使得黄金价格短期继续承压。但从长期来看，美联储长期把通胀目标控制在 2% 左右，即使目前美国通胀程度已经达到 40 年来的最高点，但通过 10 年期美债实际收益率与 10 年期美债名义收益率测算出来的隐藏其中的通胀预期依然在目标区间波动，即中长期通胀预期控制在 2% 左右，这意味着 10 年期美债实际收益率与 10 年期美债名义收益率基本上同方向变动。

美元作为一种全球货币，其利息支付能力需维持在相对均衡的水平，当美国杠杆率低时，美国理论加息上限偏高；当美国杠杆率高时，美国理论加息上限将降低。根据历史数据，10 年期美债收益率与美国杠杆率的乘积均值在 2.98% 左右，并与 1984 年 6 月达到

历史最高值 5.77%，当前美国政府杠杆率为 117.90，按照乘积最大值计算的 10 年期美债收益率最大值在 4.89%，2022 年以来，10 年期美债收益率最高值攀升至 4.34% 附近，后续继续向上攀升空间有限，这也就意味着 10 年期美债实际收益率已达顶部区间，继续上涨空间不大。

图 7：10 年期美债收益率与美国杠杆率



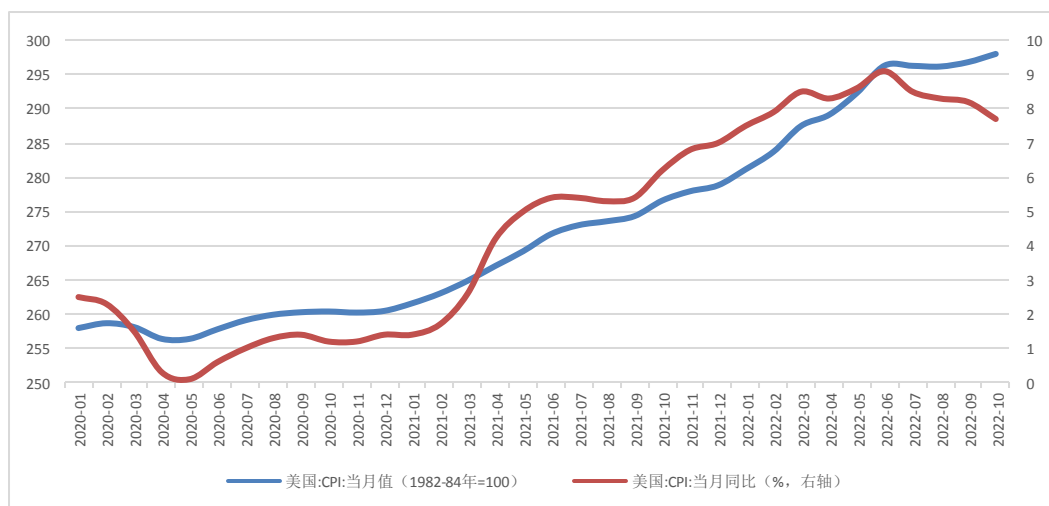
资料来源：Wind 资讯，财信证券

## 1.4 美国通胀指数处于较高水平

2021 年以来，受全球新冠疫情，地缘冲突扰动，全球供应链受到较大影响，能源短缺等因素使经济发展受到阻碍，叠加全球性的货币宽松，全球主要经济体美国及欧洲通胀水平已处于较高水平。在经济高速增长时期，高增长和低通胀的双重影响下，黄金的避险和保值需求会叠加减弱，反之，在经济发展停滞和通胀水平居高不下的双重影响下，黄金的避险和保值需求会叠加增强，推动黄金价格上涨。

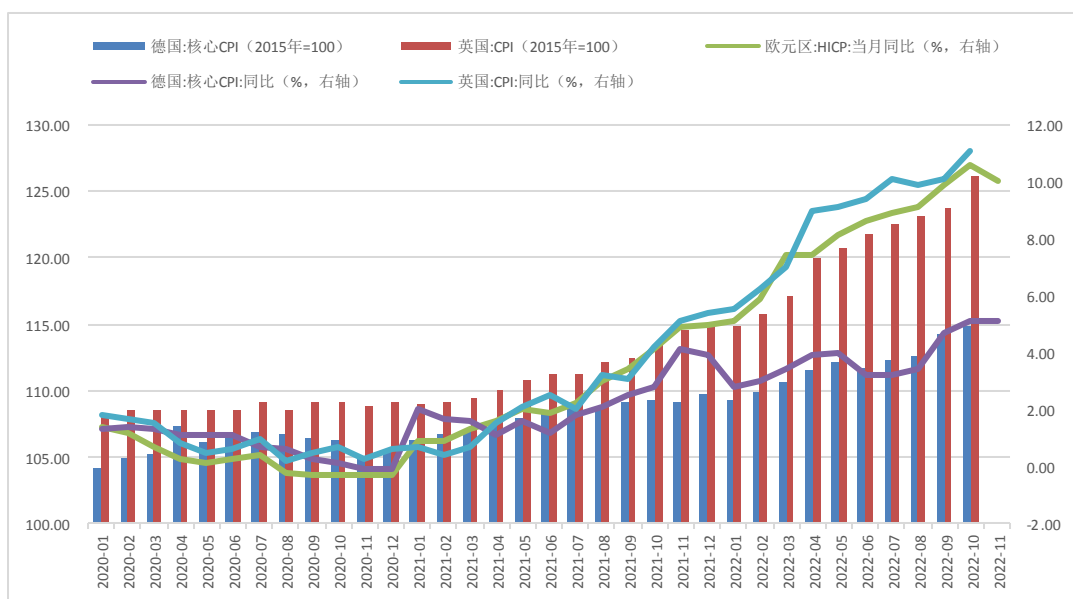
根据财信证券研究发展中心策略组的观点，2022 年 8 月-2022 年 9 月开始，住房市场取代能源成为美国核心 CPI 的最主要贡献项目，住房（租金）走高带动美国 8-9 月 CPI 超预期，美国核心 CPI 也创下近 40 年以来高点。考虑到美国 CPI 住宅分项同比滞后于美国房价指数一年左右，美国房价指数预计于 2022 年 4 月开始震荡回落，美国 CPI 住宅分项同比将实质性回落。鉴于住房项目合计占核心 CPI 比值的 40.65%，因此 2023 年第二季度起美国核心 CPI 也将实质性回落。美国 CPI 当月同比与美国滞后 16 个月-18 个月的流通中货币同比增速高度相关，2021 年 2 月美国流通中货币已经触顶（同比+16.88%），以滞后 16-18 个月时间计算，预计美国 CPI 同比增速将在 2022 年 6 月-2022 年 8 月初步触顶回落。在通胀具备粘性的情况下，预计 2023 年美国整体通胀水平会稍有回落但仍处于较高水平。

图 8：2020 年以来美国 CPI 及增速



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 9：2020 年以来欧洲部分地区 CPI



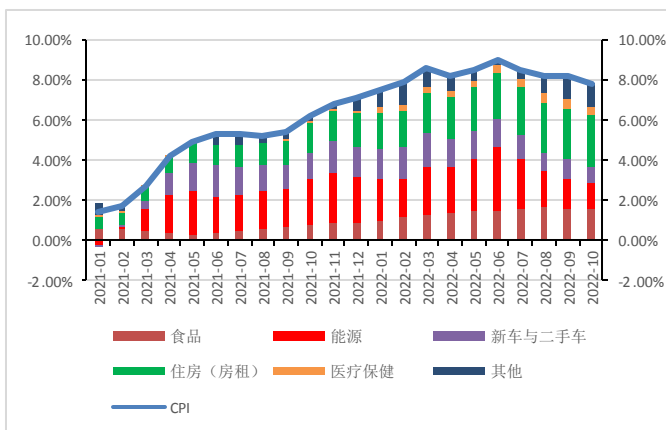
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 10：2021 年 11 月，美国 CPI 构成分项

	Nov-21	Dec-21	Diff. (pp)
<b>CPI total (100%)</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	
<b>Energy</b>	<b>7.54</b>	<b>7.35</b>	<b>(0.19)</b>
Energy commodities	4.30	4.01	(0.29)
Fuel oil and other fuels	0.19	0.19	0.00
Motor fuel	4.12	3.82	(0.29)
Energy services	3.24	3.33	0.10
Electricity	2.41	2.45	0.04
Utility piped gas service	0.83	0.88	0.05
<b>Food</b>	<b>13.99</b>	<b>13.37</b>	<b>(0.62)</b>
Food at home	7.72	8.17	0.44
Food away from home	6.27	5.21	(1.06)
<b>Core CPI</b>	<b>78.47</b>	<b>79.28</b>	<b>0.81</b>
<b>Commodities excluding food and energy</b>	<b>20.77</b>	<b>21.70</b>	<b>0.93</b>
Apparel	2.67	2.46	(0.21)
New vehicles	3.88	4.11	0.22
Used vehicles	3.42	4.14	0.72
Medical care commodities	1.49	1.52	0.04
Others	9.31	9.47	0.16
<b>Services excluding energy</b>	<b>57.70</b>	<b>57.58</b>	<b>(0.12)</b>
Rent	7.58	7.40	(0.19)
OER	23.51	24.25	0.74
Lodging away from home	0.96	0.91	(0.05)
Medical care services	6.99	6.96	(0.03)
Airline fares	0.62	0.48	(0.14)
Others	18.04	17.58	(0.46)

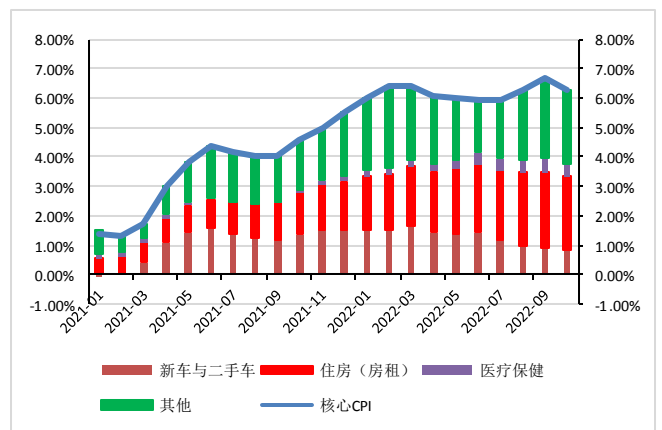
资料来源：BLS, Haver, Nomura, 财信证券

图 11：2021 年起，美国 CPI 季调同比拆解



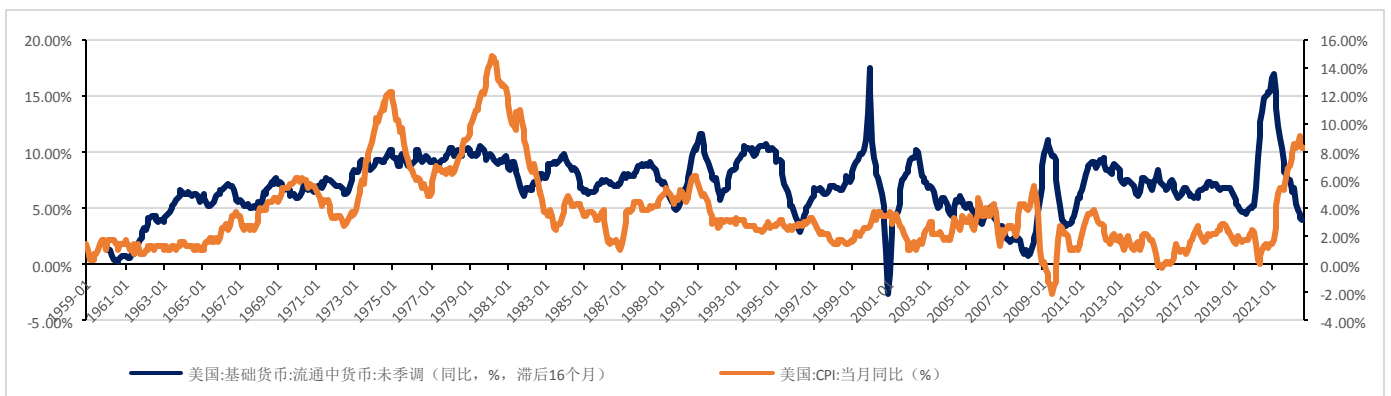
资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 12：2021 年起，美国核心 CPI 季调同比拆解



资料来源：Wind 资讯，财信证券

图 13：美国 CPI 当月同比与美国滞后 16 个月的流通中货币同比增速



资料来源：Wind 资讯，财信证券

## 2 赤峰黄金

赤峰黄金（600988.SH）全称为赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司，2012 年借壳东方兄弟挂牌上交所，是一家主营黄金、有色金属采选及资源综合利用业务的公司，公司的主要产品为黄金、电解铜等贵金属、有色金属。公司坚持“以金为主”的发展战略，坚定不移地发展黄金矿业主业，通过内生增长和外延并购，黄金资源量和矿产金产量连年大幅增长，目前公司为全国重点黄金企业集团之一，多次获得中国黄金协会授予的“中国黄金经济效益十佳企业”称号。

### 2.1 公司管理层专业背景强，管理经验丰富

公司第一大股东和实际控制人为李金阳女士，持股比例 11.19%，第二大股东为董事长王建华先生，持股比例 5.90%。王建华先生曾任山东省丝绸进出口公司总经理、党委书记，山东黄金集团有限公司董事长、党委书记等职，2013 年 2 月退休；2013 年 6 月至 2016 年 12 月，任紫金矿业集团股份有限公司董事、总裁；2017 年 4 月至 2018 年 5 月任云南白药控股有限公司董事长；2018 年 9 月至 2019 年 12 月，任赤峰黄金董事；2019 年 12 月至今，任赤峰黄金董事长。

表 2：赤峰黄金十大股东

股东名称	持股数量 (股)	持股比 例
李金阳	186,117,395	11.19%
王建华	98,170,771	5.90%
全国社保基金一一八组合	69,917,284	4.20%
北京瀚丰中兴管理咨询中心(有限合伙)	51,515,151	3.10%
香港中央结算有限公司	50,694,813	3.05%
中国农业银行股份有限公司-大成新锐产业混合型证券投资基金	44,817,467	2.69%
中国建设银行股份有限公司-华夏能源革新股票型证券投资基金	42,290,592	2.54%
北京盘庚资本管理有限公司-盘庚价值 2 号私募证券投资基金	41,597,732	2.50%
全国社保基金一一二组合	32,387,552	1.95%
广发证券股份有限公司-大成睿景灵活配置混合型证券投资基金	28,146,787	1.69%
合计	645,655,544	38.81%

资料来源：公司公告，财信证券

2022 年上半年，公司顺利完成董事会、监事会换届选举，董事会成员结构进一步优化，新提名三位专家级的独立董事，其中两位院士、一位高级教授，涵盖地质、采矿、选冶专业，为董事会注入了强大的专业力量，为进一步提升公司决策水平提供了强大支持。

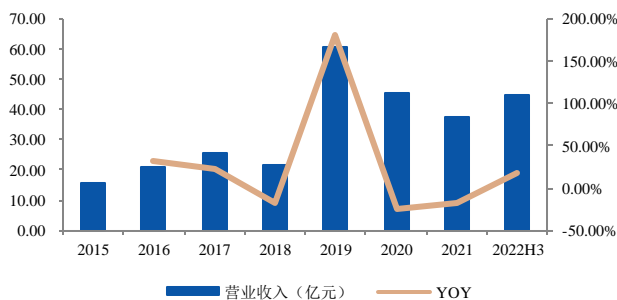
公司坚定推进共生共长文化，建立员工与公司休戚与共、利害相关的企业组织，倡导所有者、经营者、劳动者“三位一体”，推动三种角色突破界限、全面开放。2022 年上半

年，公司推出第二期股份回购方案，拟使用自有资金 3.00 亿元-6.00 亿元，回购不超过 41,597,700 股股份用于员工持股计划或股权激励。持续实施员工持股、股权激励将成为公司的常态化举措，形成员工与公司发展深度绑定、共生共长的长效机制，进一步提升治理水平，保障公司高质量可持续发展。

## 2.2 公司注重长期发展，盈利能力稳定

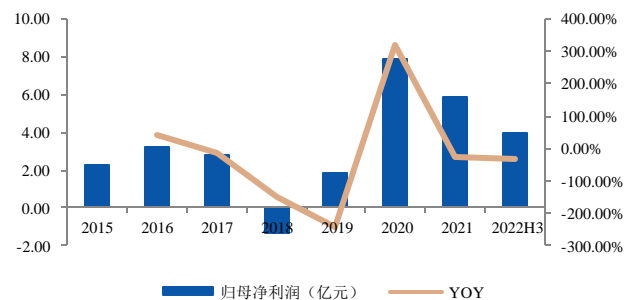
2022 年上半年公司生产矿产金 9783.99 公斤，较上年同期增长 60.59%，生产电解铜 0.52 万吨，较上年同期增长 52.91%，实现营业收入 44.76 亿元，比上年同期增长 67.74% 归属于上市公司股东的净利润 3.96 亿元，较上年同期减少 28.10%；黄金单位销售成本较上年同期下降 3.63%，较 2021 年度下降 3.25%。2022 年公司合并金星资源，黄金产销量较上年同期增长较大，营业收入增长较高，同时报表合并导致公司财务费用、管理费用增加，部分抵减了黄金产销量增长所带来的毛利增加，加之老挝万象矿业业务转变，作为本期盈利贡献主体的海外子公司所得税费用较高导致三季度归母净利润较去年同期有所下降。经过 2021 年的业务整合以后，公司主要的黄金业务毛利开始回升，随着老挝万象矿业改造逐步完成，预计黄金业务的毛利将逐步回升至较高水平。

图 14：公司营业收入及同比



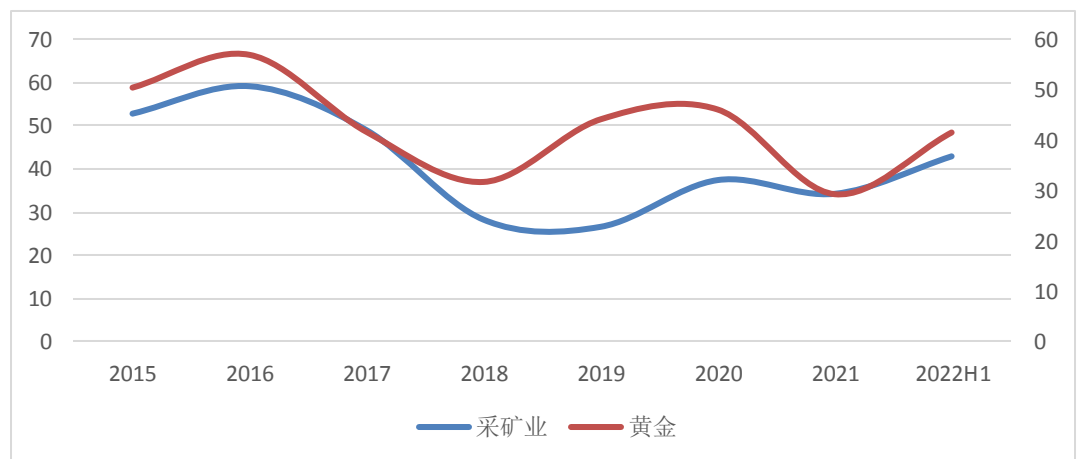
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 15：公司归母净利润及同比



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 16：公司主要业务毛利变化 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券



## 2.3 公司聚焦黄金业务

公司主要通过下属子公司开展黄金、有色金属采选业务。境内全资子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；全资子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的控股子公司万象矿业主要从事金、铜矿开采和冶炼业务；位于加纳的控股子公司金星瓦萨主要从事黄金采选业务。此外，公司控股子公司广源科技属资源综合回收利用行业，从事废弃电器电子产品处理业务。

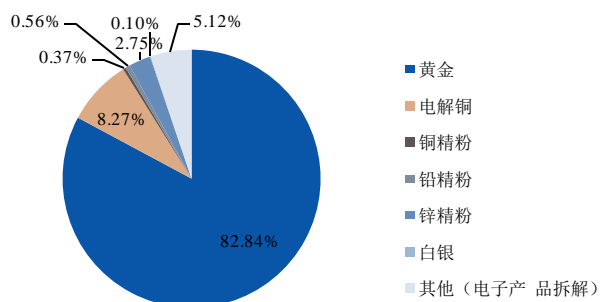
图 17：公司架构



资料来源：公司官网，财信证券

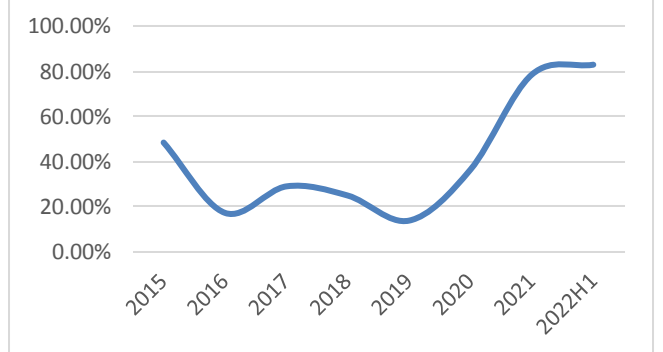
公司坚持“以金为主”的发展战略，坚定不移地发展黄金矿业主业，通过内生增长和外延并购，黄金资源量和矿产金产量连年大幅增长，2022 年 H1，公司生产矿产金 6,436.73 公斤，较上年同期增长 64.95%，黄金业务实现营业收入 25.22 亿元，同比增长 78.56%，毛利率 41.52%，同比增加 4.24%。2019 年至 2021 年，公司黄金产量分别为 2.07 吨、4.59 吨、8.10 吨，实现连年大幅增长，黄金业务收入在公司总收入中所占比重近年来稳步上升。

图 18：2022H1 公司分产品收入占比



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 19：黄金业务收入在公司总收入中占比



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券



## 2.4 积极布局海外矿山

### 2.4.1 并购老挝 Sepon 铜金矿

2018 年 11 月，公司完成了对 MMG Laos 的并购，MMG Laos 持有万象矿业 90% 股权。万象矿业拥有 Sepon 铜金矿的运营权，2020 年，万象矿业重启金矿生产，主要业务也由铜转向黄金，目前万象矿业针对金矿选冶回收率进行持续攻关，在配矿、高压氧化、浮选、浸出等环节不断完善工艺流程，通过炭解析、再生流程调试优化、工业水质提升、药剂替代以降低 CIL 流程氯离子影响等具体措施，金选矿综合回收率大幅提高，由 2021 年的 50% 左右提升至目前的 70% 左右；下半年随着闪速浮选、热浸项目及浮选尾矿炭浸项目逐步完成、优化，选矿回收率有望进一步提高。

2022 年上半年，万象矿业在南部矿区东西两块花岗岩分布区共计约 50 平方公里范围内持续开展稀土资源普查工作，初步勘探表明该区域矿体赋存于花岗岩风化壳中，矿床成因类型属风化壳离子吸附型稀土矿床，离子相稀土氧化物配分显示其配分类型属较为稀缺的中重型稀土，目前正在加紧编制相应的资源储量报告。下一步将继续展开 50 平方公里花岗岩范围内的稀土探矿工作，未来或成为公司新的增长点。

### 2.4.2 并购金星资源，取得 Wassa 金矿

2021 年 10 月，公司通过全资子公司赤金香港，收购了金星资源 62% 股权，2022 年 1 月，公司联合中非产能发展基金共同并购金星资源 100% 股权顺利完成交割。金星资源的核心资产是加纳 Wassa 金矿，完成交割后，公司为金星瓦萨制定了新的发展目标，2022 年度预算黄金产量由原定的 4.9 吨提升至 5.6 吨，其中交割后本年度 11 个月黄金产量目标 5.2 吨。以金星瓦萨资源条件为基础，公司制定了“日选矿石 1 万吨，年产黄金 1 万公斤”的“双万计划”，力争三至五年内将金星瓦萨打造成年产不低于 10 吨的大型黄金矿山。

表 3：主要矿山情况

矿山	采矿权与探矿权	资源保有量	矿石处理能力
万象矿业	1 宗采矿权和 1 宗探矿权	保有黄金资源量约 158 吨	年处理 300 万吨以上 2023 年新增产能 120 万吨
金星瓦萨	3 宗采矿权和 4 宗探矿权	保有金资源量约 364.8 吨，其中探明+控制的约 110 吨	年处理 270 万吨以上
吉隆矿业	1 宗采矿权和 6 宗探矿权		日处理 450 吨，项目完工后将达到日处理 1000 吨
华泰矿业	6 宗采矿权和 6 宗探矿权	保有黄金资源量 52.57 吨	
五龙矿业	1 宗采矿权和 2 宗探矿权		日处理 3000 吨

资料来源：公司公告，财信证券

## 2.5 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年实现净利润为 9.31 亿元、16.27 亿元、20.90 亿元，对应 EPS 分别为 0.56 元、0.98 元、1.26 元，对应现价 PE32.32 倍、18.49 倍和 14.40 倍。公司盈利能力稳定且成长性较强，我们给予公司 2022 年 30-35 倍的 PE，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 3 中金黄金

### 3.1 央企背景，股权结构稳定

中金黄金股份有限公司成立于 2000 年 6 月 23 日，由中国黄金集团有限公司的前身中国黄金总公司作为主发起人，联合中信国安黄金有限责任公司、河南豫光金铅集团有限责任公司、西藏自治区矿业开发总公司、天津天保控股有限公司、山东莱州黄金（集团）有限责任公司和天津市宝银号贵金属有限公司共同发起的股份有限公司。2003 年 8 月 14 日，公司在中国黄金行业率先上市，被业界誉为“中国黄金第一股”，公司是国内黄金矿业目前唯一一家央企控股的矿业上市公司，中国黄金协会副会长单位。中国黄金集团是公司的第一大股东，持股比例 45.84%。

表 4：中金黄金十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例
中国黄金集团有限公司	2,221,816,774	45.84%
国新央企运营投资基金管理(广州)有限公司-国新央企运营(广州)投资基金(有限合伙)	153,655,602	3.17%
中国国新资产管理有限公司	153,655,602	3.17%
中银资产管理有限公司-河南中鑫债转股私募股权投资基金(有限合伙)	108,465,602	2.24%
北京东富国创投资管理中心(有限合伙)	76,827,789	1.58%
河南砥盈私募基金管理有限公司-砥盈 1 号私募证券投资基金	75,827,500	1.56%
中国证券金融股份有限公司	68,716,969	1.42%
中国建设银行股份有限公司-华泰柏瑞富利灵活配置混合型证券投资基金	54,306,641	1.12%
农银金融资产投资有限公司	38,414,008	0.79%
王梓旭	37,589,800	0.78%
合计	2,989,276,287	61.67%

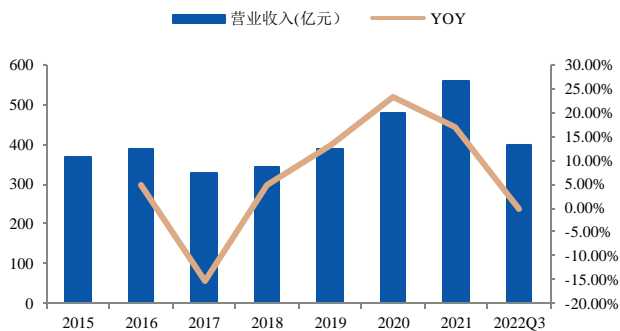
资料来源：公司公告，财信证券

### 3.2 公司盈利情况基本稳定

2021 年，公司实现营业收入 561.02 亿元，比上年同期增长 16.89%。实现归属于母公司股东的净利润 16.98 亿元，同比增加 1.43 亿元，增幅 9.21%。2022 年 1-3 季度，公司

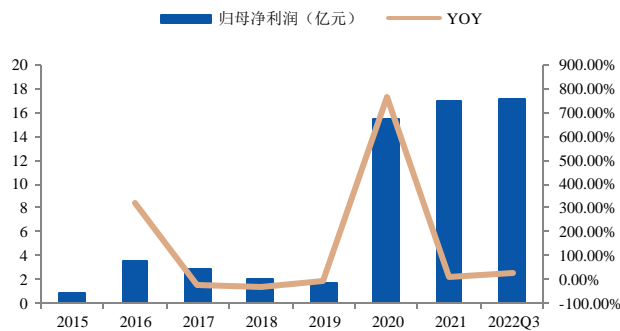
实现营业收入 400.36 亿元，比上年同期减少 2.43%，归母净利润 17.16 亿元，比上年同期增长 23.77%。单看三季度，2022 年三季度公司实现营业收入 144.21 亿元，比上年同期减少 2.02%，归母净利润 5.11 亿元，同比增加 5.29%。

图 20：公司营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

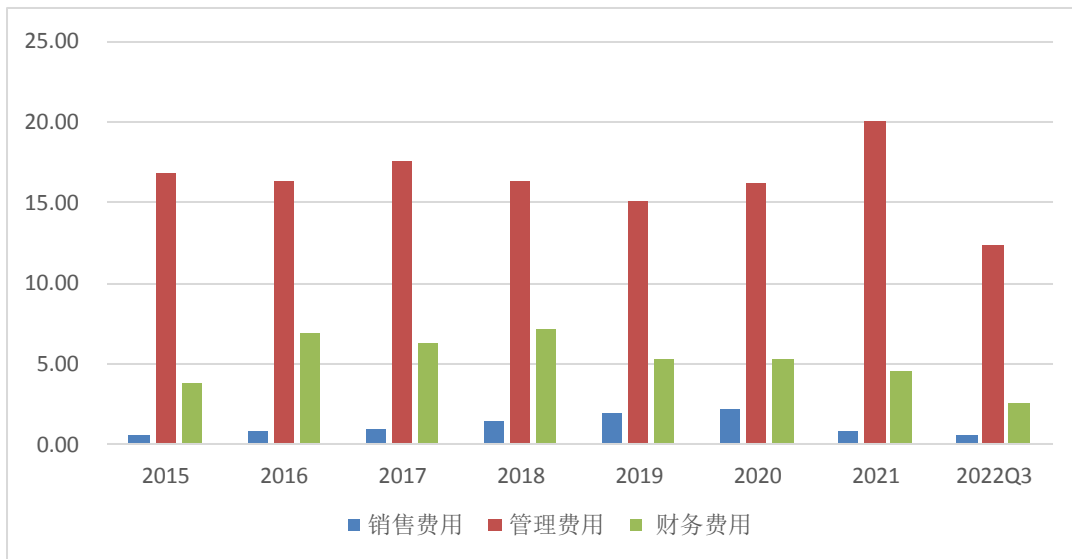
图 21：公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

公司牢固树立“过紧日子”思想，通过提升投资决策的科学性、生产效率管理水平、技术工艺、能源管控能力和费用管控能力，加强全过程成本管控，2022 年 1-3 季度三费总额 15.52 亿元，比去年同期减少 1.68 亿元，减少比例 9.77%，其中管理费用降低 9.68%，财务费用降低 13.59%。

图 22：公司费用情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

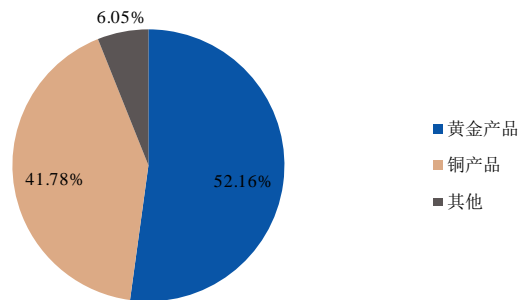
### 3.3 公司业务主要以黄金、铜为主。

中金黄金是一家集黄金采、选、冶、加工综合配套能力的黄金企业，有高纯金、标准金、电解银、电解铜和硫酸等多种产品，公司的核心产品为黄金，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。公司生产和加工标准金占全国产量的 20.1%,是上海黄金交易所最大的黄金现货供应企业。

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;矿山铜 8.13 万吨,比 2020 年增加 69.32 吨;电解铜 40.17 万吨,比 2020 年增加 6.48 万吨。

图 23: 2021 年公司收入分产品占比



资料来源:公司公告,财信证券

表 5: 2021 年公司主要产品情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年 增减 (%)	销售量比上年 增减 (%)	库存量比上年 增减 (%)
矿产金	吨	20	19.52	1.6	-8	-10.13	42.86
矿山铜	吨	81,341.32	69,842.06	16,132.61	0.09	-17.9	248.18
冶炼金	吨	42.25	41.89	1.87	4.86	6.59	23.84
电解铜	吨	401,661.48	400,344.93	2,644.53	19.23	18.76	99.14

资料来源:公司公告,财信证券

公司主要产品产量较为稳定,根据公司的排产计划,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 372,814.69 吨,矿山铜 78,029.20 吨;电解银 272,060.89 千克,矿山银 57,534.60 千克;硫酸 150.61 万吨,铁精矿 15.10 万吨;新增金金属储量 27 吨,铜金属储量 2420 吨。

表 6: 2022 年 1-3 季度公司主要产品情况

产品	单位	产量	比上年同期增减 变动幅度 (%)	销量	上年同期增减变动幅度 (%)
矿产金	千克	14,904.76	-0.6	14,445.47	0.28
冶炼金	千克	28,533.86	-10.47	27,878.49	-12.43
矿山铜	吨	59,792.24	-2.04	55,454.91	-2.27
电解铜	吨	281,599.50	-6.51	266,692.44	-8.56

资料来源:公司公告,财信证券

### 3.4 公司探矿增储成果显著

公司加大对具备资源潜力矿山深边部探矿力度，探矿增储成果显著。2021 年地质探矿累计投入资金 2.5 亿元，完成坑探工程 8.3 万米、钻探工程 24.2 万米，新增金金属量 38.8 吨、铜金属量 2,128 吨。公司加大国家矿业政策研究力度，资源拓展持续推进，嵩县金牛、河南金源、嵩县前河 3 家企业新立探矿权 5 宗，合计新增矿权面积 25.9 平方公里，其他企业探转采和矿权延续工作有序开展，矿业权管理依法合规再上新台阶。苏尼特金曦狠抓地质科研不放松，持续推进综合找矿工作，新增金金属量 10.3 吨。截至 2021 年底，公司保有资源储量金金属量 510.5 吨，铜金属量 237 万吨，矿权面积达到 639 平方公里。

2022 年 H1，地质探矿累计投入资金 9590 万元，完成坑探工程 3.8 万米、钻探工程 7.2 万米，新增金金属量 10.2 吨、铜金属量 1127 吨。资源拓展持续推进，上半年延续 19 宗矿业权，延续面积达 73.88 平方公里。

表 7：2022H1 重要在建工程情况

项目名称	项目金额 (万元)	资金来源	项目进度	本年度投入 金额	累计实际投 入金额 (万元)	预计收益	项目收益情 况 (万元)
安徽太平前 常铜铁矿改 扩建项目	75,300	自有资金为 30%,贷款 70%	回风井延深 工程掘支、 -480m 中段 主运输巷工 程施工已完 成；2 号主 井工程接近 收尾、盲罐 笼井工程进 度过半。	1,786.36	78,281.13	18,027	项目正在建 设中,尚未产 生收益。
辽宁新都整 体搬迁改造 工程	53,994	自有资金为 30%,贷款 70%	项目工程已 建设完毕， 正有序推进 项目竣工验 收准备工 作。	1,549	49,660	4,932	1,324
内蒙古矿业 公司深部资 源开采项目	75,203	全部企业自 筹	目前一期项 目基本建设 完毕，正有 序推进项目 竣工验收准 备工作。	0	18,117.38	128,781	106,052
合计	204,497	/	/	3,335	146,059	151,740	107,376

资料来源：公司公告，财信证券

### 3.5 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年实现净利润为 15.32 亿元、20.15 亿元、24.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.32 元、0.42 元、0.50 元，对应现价 PE24.89 倍、18.93 倍和 15.86 倍。鉴于公司主要创造利润的黄金业务只占公司业务的一半左右，我们给予公司 2022 年 20-25 倍的 PE，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 4 银泰黄金

### 4.1 公司概况

银泰黄金股份有限公司的前身可追溯至 1995 年成立的重庆乌江电力股份有限公司，2013 年完成重组后更名为银泰资源股份有限公司，主营业务转变为银、铅、锌等有色金属矿石的采选与销售。经过一系列的发行股份购买资产活动，2019 年 9 月，公司名称变更为银泰黄金股份有限公司，简称“银泰黄金”。公司主要业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易。目前，公司拥有 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。黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦为金矿矿山，玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山，上述矿山为在产矿山。华盛金矿为公司 2021 年 9 月收购的矿山，为停产待恢复矿山。除此之外，子公司银泰盛鸿是一家以贵金属和有色金属贸易为主业，以金融工具为风控手段的综合型贸易服务商，主要为客户提供购销渠道、风险管理、贸易融资、供应链金融等服务。

公司第一大股东是实际控制人为沈国军先生的中国银泰投资有限公司，持股比例为 14.44%，沈国军先生个人持有银泰黄金 6.49% 的股份，沈国军先生通过直接或间接的方式持有公司股份 20.93%，为银泰黄金的实际控制人。

表 8：银泰黄金十大股东

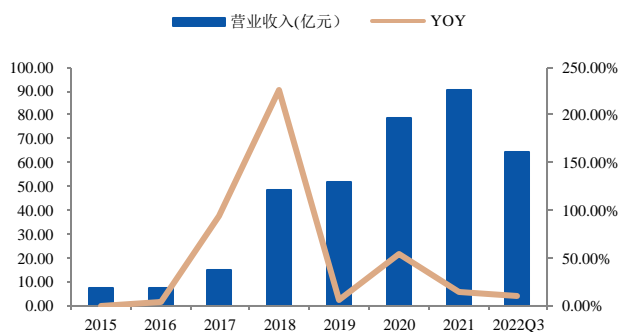
股东名称	持股数量(股)	持股比例
中国银泰投资有限公司	401,060,950	14.44%
王水	385,993,343	13.90%
沈国军	180,120,118	6.49%
程少良	149,299,630	5.38%
中国建设银行股份有限公司-华夏能源革新股票型证券投资基金	68,926,375	2.48%
香港中央结算有限公司	52,967,038	1.91%
上海昀虎投资管理中心(有限合伙)	49,943,489	1.80%
中国工商银行股份有限公司-广发多因子灵活配置混合型证券投资基金	35,812,970	1.29%
BARCLAYS BANK PLC	34,125,620	1.23%
中国建设银行股份有限公司-华泰柏瑞富利灵活配置混合型证券投资基金	33,894,307	1.22%
合计	1,392,143,840	50.14%

资料来源：公司公告，财信证券

### 4.2 公司盈利能力较强

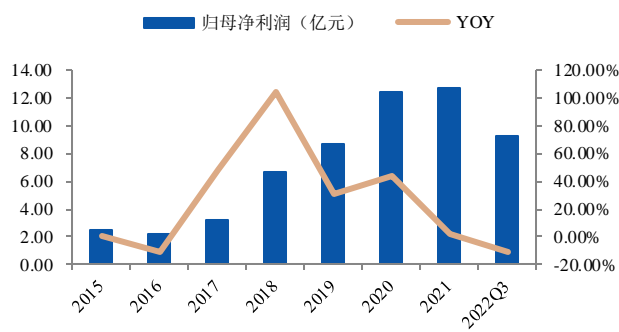
2021 年度公司实现营业收入 90.40 亿元，比上年同期增长 14.35%；实现营业利润 18.64 亿元，比上年同期增长 6.69%；归属于上市公司股东的净利润 12.73 亿元，比上年同期增长 2.49%，实现了较大增长。2022 年 1-3 季度，公司实现营业收入 64.32 亿元，比上年同期增长 9.92%，归母净利润 9.30 亿元，比上年同期减少 10.39%。

图 24：公司营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 25：公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

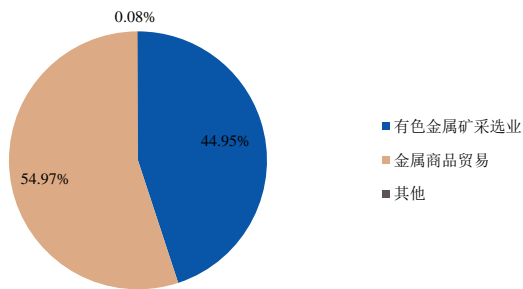
### 4.3 公司利润主要来自于有色金属采选业务

公司产品主要有 3 种，涉及金属 4 种。分别为合质金（含银）、铅精粉（含银）和锌精粉（含银）。黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦的主要产品均为合质金，其中黑河银泰为高银合质金，吉林板庙子、青海大柴旦均为低银合质金，在销售时金银均单独计价。玉龙矿业的主要产品为铅精粉（含银）和锌精粉（含银）。华盛金矿复产后的产品为合质金。

2022H1，公司实现营业收入 39.94 亿元，比去年同期增加 14.53%，其中有色金属采选业务收入 17.95 亿元，在总营业收入中所占比重为 44.95%，金属商品贸易业务收入 21.96 亿元，占总营业收入的 54.97%，具体产品来看，合质金业务在公司营收中占比最高，为 37.32%，其次为铜贸易和白银贸易，具体比例分别为 21.96% 和 21.32%。从毛利率来看，有色金属采选业务毛利率较高，达到 54.97%，而金属商品贸易的毛利率为 0.41%。

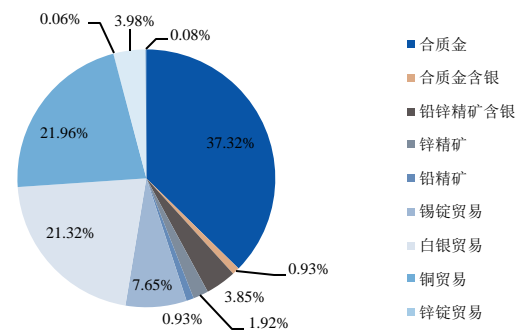


图 26：分行业收入占比



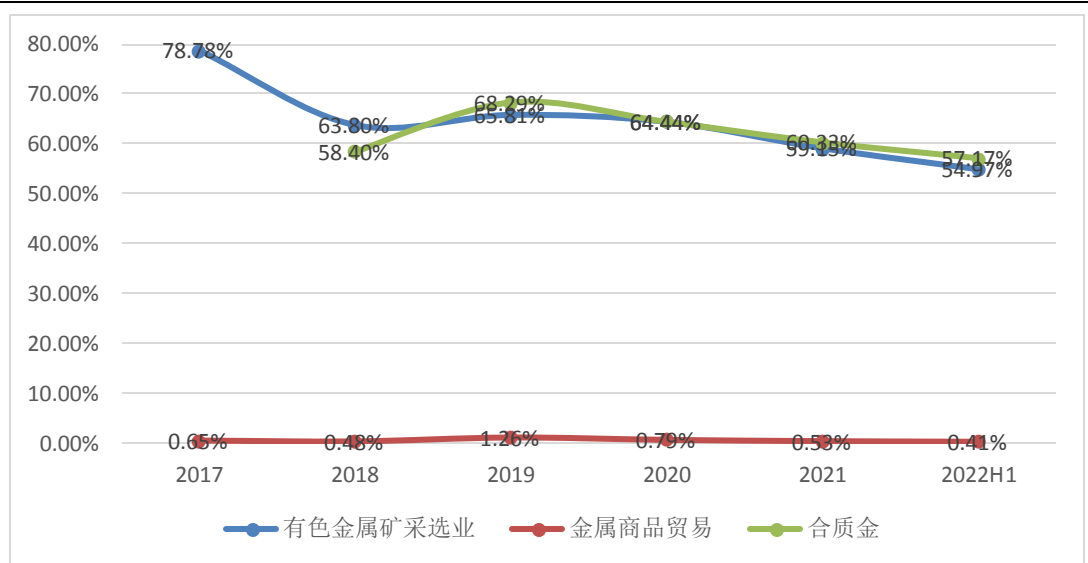
资料来源：公司公告，财信证券

图 27：分产品收入占比



资料来源：公司公告，财信证券

图 28：分行业及部分产品毛利率变化



资料来源：公司公告，财信证券

#### 4.4 公司矿山资源丰富

公司旗下贵金属矿山均为大型且品位较高的矿山。其中，黑河银泰东安金矿是国内品位较高、最易选冶的金矿之一。公司五家矿山子公司共有 15 宗探矿权，探矿权的勘探范围达 159.63 平方公里。其中，玉龙矿业拥有 6 宗银铅锌矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 42.84 平方公里。玉龙矿业矿区处在大兴安岭有色金属成矿带和华北地块北缘多金属成矿带，该地带蕴藏着丰富的有色金属资源，具备了产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件，是国内外瞩目的大型、特大型乃至世界级有色金属矿床重点地区，找矿潜力巨大，勘探前景非常广阔。吉林板庙子、青海大柴旦及银泰盛鑫共有 9 宗金矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 116.79 平方公里。青海大柴旦位于青海省滩间山贵金属有色金属矿重点成矿区，成矿条件优越，在两个采矿权周边有多处物化探异常，找矿潜力巨大。吉林板庙子自投产以来，持续进行的生产勘探成效显著，保持了良好

的探采平衡，保有资源持续稳定，具有良好的可持续经营能力。金英金矿外围探矿权也有很好的找矿线索，板石沟探矿权已经开始实施钻探工程，并有了工业矿体发现。黑河银泰东安金矿为少有的高品位、浅埋藏低温热液型金矿，外围及深部也有进一步找矿的可能，有望逐步扩大矿山产量，延续矿山服务年限。

#### 4.5 盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年实现净利润为 9.90 亿元、13.07 亿元、14.38 亿元，对应 EPS 分别为 0.36 元、0.47 元、0.52 元，对应现价 PE34.02 倍、25.78 倍和 23.39 倍。公司矿山资源优质，盈利能力稳定，我们给予公司 2022 年 30-35 倍的 PE，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 5 风险提示

美联储超预期加息，美国经济超预期恢复，美元持续走强，全球陷入通货紧缩。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438