2023，黄金绽放的起点

2022 年 12 月 29 日

- **加息进入强弩之末，利率端压制缓解。**期限利差持续到挂，暗示美国经济衰退预期逐步增强，10 年期国债利率与基准利率走势出现背离，加息对名义利率的抬升作用日渐式微，12 月份加息力度放缓，市场预期 23 年上半年将停止加息，宽松货币政策可期。从实际利率的角度，2023 年名义利率或将在上半年筑顶，而通胀或将反复，随着美联储降息周期开启，金价牛市将正式确立。
- **滞胀周期渐行渐近，黄金是大类资产最优选。**复盘 70-80s 年代的滞胀时期，金价涨幅达 14 倍。滞胀时期高通胀压制经济增长，利率受到经济衰退的影响长期处于低位，以贵金属为代表的实物资产价格强势，其中黄金涨幅明显。复盘滞胀成因，我们认为本轮经济周期中的货币政策与商品供给端矛盾与滞胀时期存在相似性，随着疫后超发货币的不断传导和供应端资本开支不足的矛盾出现，通胀或将超出市场预期，黄金在类滞胀时期表现可期。
- **时代的共识，央行成黄金配置主力。**央行黄金储备起到了稳定本国货币信用的作用，历史上央行购金趋势上行，通常对应金价的上行周期。随着美联储进入加息周期，美元加速回流国内，各国持有的美债资产贬值，为稳定本国币值稳定、避免货币信用危机，各国央行购金需求增加。同时本轮周期中主要经济体央行通过印发纸币大幅扩表，而黄金的购买量没有对应，央行资产中黄金资产储备占比降至历史低位。从 2022 年三季度央行购进数据来看，已达历史新高，央行购金或将演变成中长期现象，成为黄金购买主力 。
- **白银：光伏用银带来需求弹性，关注金银比。**金银比为观察白银价格的关键指标，1980 年以来金银比浮动区间位于 40-80，目前金银比位于 75，位于区间上限。白银工业需求复苏可带来金银比收敛，金银比收敛区间通常对应 PMI 的下行区间，后续应关注 PMI 的企稳回升，带来白银金融属性和商品属性的共振。白银供需格局偏紧，工业需求占比在 50%以上，光伏用银量的高增也带来了需求端弹性，预计光伏用银在白银的需求占比将逐步提升。
- **投资建议：**考虑加息对金价压制趋缓，全球央行购金需求的长期推动下下，2023 年全年金价或将维持中枢上移趋势，我们推荐黄金板块的β属性投资机会，建议关注白银补涨，重点推荐山东黄金、招金矿业、中金黄金、中国黄金国际、银泰黄金、赤峰黄金、湖南黄金、恒邦股份、盛达资源。
- **风险提示：**美联储加息超预期、美国经济软着陆、央行购金不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS（元）			PE（倍）			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600547.SH	山东黄金	19.06	-0.04	0.24	0.51	/	78	38	推荐
000975.SZ	银泰黄金	10.7	0.46	0.45	0.71	23	24	15	推荐
002155.SZ	湖南黄金	12.97	0.30	0.38	0.47	43	34	28	推荐
600988.SH	赤峰黄金	18.26	0.35	0.44	0.88	52	42	21	推荐
1818.HK	招金矿业	7.71	0.01	0.17	0.26	45	30	16	推荐
002237.SZ	恒邦股份	10.59	0.40	0.50	0.55	27	21	19	推荐
600489.SH	中金黄金	7.85	0.35	0.45	0.46	22	17	17	推荐
000603.SZ	盛达资源	12.69	0.61	0.63	0.71	21	20	18	推荐
2099.HK	中国黄金国际	20.05	4.70	4.62	4.99	4	4	4	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，（注：股价为 2022 年 12 月 28 日收盘价）

注：汇率假设，1 美元=6.9717 人民币，1 港币=0.8933 人民币，港股股价均为人民币

推荐 维持评级



分析师 邱祖学
执业证书：S0100521120001
电话：021-80508866
邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业
执业证书：S0100522080006
电话：010-85127604
邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1.金属行业 2023 年度策略系列报告之工业金属篇：需求侧枯木逢春，风物长宜放眼量-2022/12/26

2.金属行业 2023 年度策略系列报告之能源金属篇：不畏浮云遮望眼，浪沙淘尽始见金-2022/12/25

3.金属行业 2023 年度策略系列报告之新材料篇：材料自主可控强国之路，资源安全大势所趋-2022/12/25

4.有色金属周报 20221225：加息预期反复，金属价格震荡-2022/12/25

5.有色金属周报 20221218：美联储鹰派措辞短期压制价格，国内稳增长+弱美元依然是主线-2022/12/18

目录

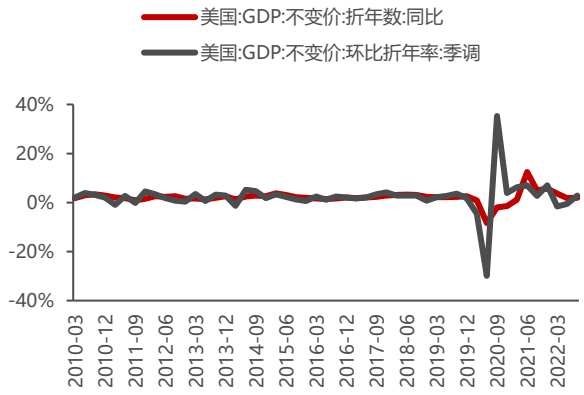
1 加息进入强弩之末，利率端压制缓解 3
1.1 前瞻指标显示经济下行压力明显， 加息节奏放缓 3
1.2 期限利差持续倒挂，暗含经济衰退压力 4
1.3 金价逐步进入交易衰退时间窗口 6
2 类比 70-80s，滞胀周期渐行渐近，黄金是大类资产最优选 8
2.1 复盘 70-80S 年代滞胀，金价强势 8
2.2 滞胀特征明显，海外通胀难以快速回落 10
3 时代的共识，央行成黄金配置主力 13
3.1 央行购金行为往往带来一轮金价的上行 13
3.2 全球央行扩表，黄金储备占比跌至历史低位 14
4 白银：光伏用银带来需求弹性，关注金银比 17
4.1PMI 回暖为金银比收敛的前瞻信号 17
4.2 白银供需偏紧，光伏用银带来需求弹性 18
5 投资建议 22
5.1 行业投资建议 22
5.2 重点公司 22
6 风险提示 32
插图目录 33
表格目录 34

1 加息进入强弩之末，利率端压制缓解

1.1 前瞻指标显示经济下行压力明显， 加息节奏放缓

随着高利率政策持续，美国经济显露出衰退迹象。从 GDP 的增速角度，2022 年前两个季度美国 GDP 环比增速已出现连续负值，预示着美国经济已进入“技术性衰退”。此外，从制造业端来看，美国 ISM 制造业 PMI 指数近 4 个月内持续下降，11 月份已经降至枯荣线以下。

图1：近期 GDP 增速放缓



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：PMI 指数已跌破荣枯线



资料来源：wind，民生证券研究院

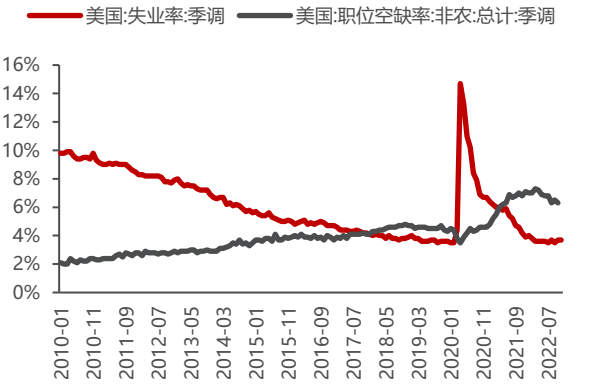
消费端来看，2022 年以来消费者信心指数整体呈现持续下滑趋势，截至 11 月底降至 56.8，处于历史低位。就业端来看，虽然美国的职位空缺率处于高位，但可看到国失业率已出现抬头迹象，表明美国国内劳动力具有供应结构性的问题，该问题短期内难以解决，未来加息或将开始对失业率形成拉动。

图3：消费信心指数呈现持续下降趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：失业率已出现回升迹象



资料来源：wind，民生证券研究院

12 月份美国经济预测进一步下调。美联储在 12 月份的议息会议中进一步下调了对未来经济增长的预期，将 2023 年美国 GDP 增长率预期由原来的 1.2%下调至 0.5%，考虑到持续的加息对经济带来的压制，同时也上调了失业率预期，此外将核心消费物价指数预测值进一步上调，也反映了美联储逐步认可通胀的顽固性。下调的经济预期预计未来将逐步对美联储的货币政策带来压力。

表1：12 月份议息会议对 2023 年经济的预测有所下调

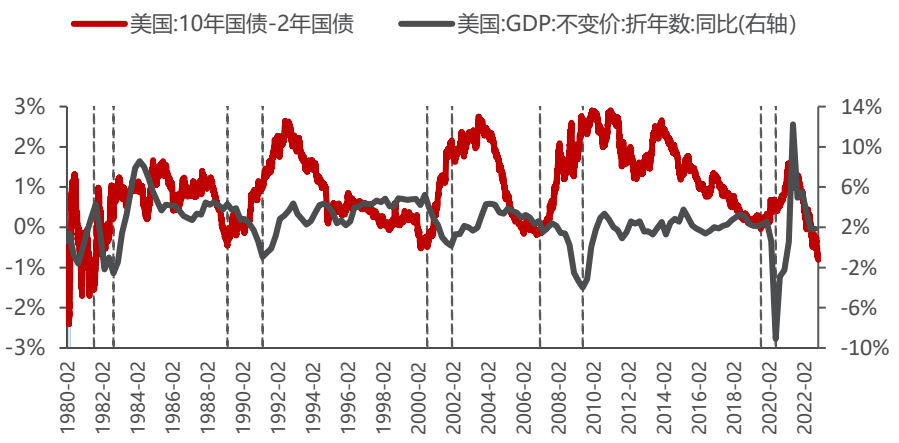
变量（%）	2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
9 月预测值	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
9 月预测值	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
9 月预测值	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
核心 PCE	4.8	3.5	2.5	2.1	-
9 月预测值	4.5	3.1	2.3	2.1	-
联邦基金利率	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
9 月预测值	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

资料来源：美联储官网，民生证券研究院

1.2 期限利差持续倒挂，暗含经济衰退压力

期限利差倒挂暗示衰退。期限利差倒挂反映美国经济增长内生动能不足，为美国经济衰退的前置信号，在加息后期，随着对美国经济基本面的悲观，债券市场逐步购买远期国债压低长端债券收益率，使加息中近端利率上升速度高于长端利率，历史上期限利差倒挂之后通常伴随着经济的衰退。根据我们统计，期限利差开始倒挂距离 GDP 见底时间平均间隔为 1.5 年左右。

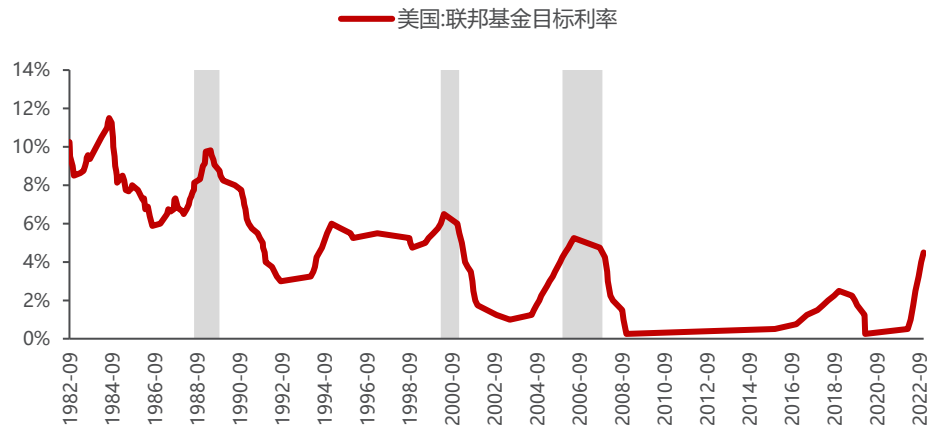
图5：期限利差倒挂平均领先于 GDP 增速见底约 1.5 年



资料来源：wind，民生证券研究院

期限利差倒挂，宽松的货币政策可期。随着长短期利率利差逐渐收窄直至倒挂，经济逐步出现放缓迹象，美联储为了保持经济稳定，货币政策通常会在利差倒挂之后逐步转向宽松。根据我们统计的历史上几轮期限利差倒挂的数据，美联储通常在利差倒挂后平均 7 个月内停止加息脚步，平均在 11 个月后开启降息。本轮利差倒挂从 7 月份持续至今，我们认为随着美国经济基本面的下滑，宽松的利率政策预期正逐步提升。

图6：期限利差倒挂后通常伴随着货币政策的宽松



资料来源：wind，民生证券研究院

注：灰色阴影部分表示期限利差倒挂阶段

表2：期限利差倒挂距离与利率政策变化时间统计

利差倒挂时期	10 年-2 年国债平均倒挂(BP)	GDP 增速见底	据 GDP 见底(月)	降息时间	距离停止加息(月)	距离降息(月)
1980.1-1982.7	76	1982.9	21	1982.9	-	23
1988.12-1990.3	16	1991.3	16	1989.6	5	6
1998.5-1998.8	3	1998.9	4	1998.10	-	5
2000.2-2000.12	27	2001.12	23	2001.1	3	11
2005.12-2007.6	8	2009.6	42	2007.9	16	21
2019.8	3	2020.6	10	2019.9	-	1
2022.7-2022.12	38	-	-	-	4	-
平均值	24	-	19	-	7	11

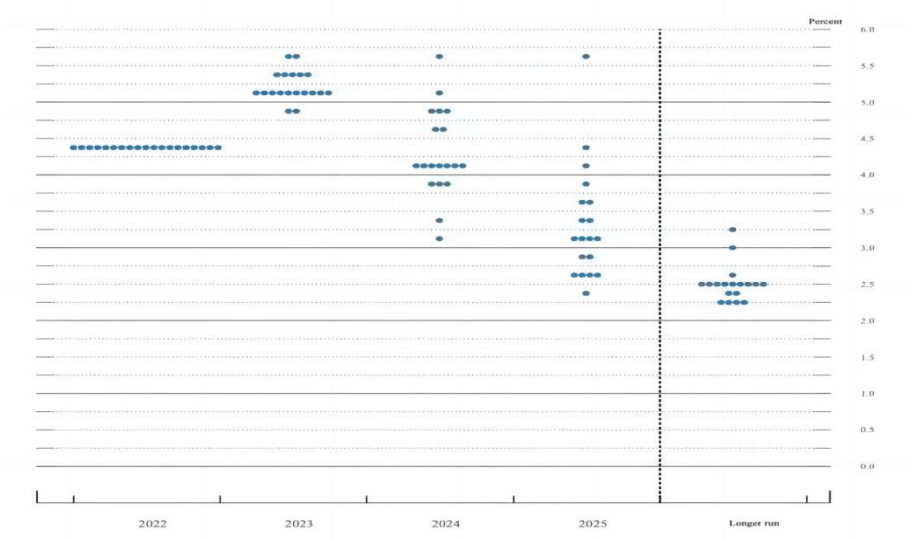
资料来源：wind，民生证券研究院

12 月份加息放缓，预计 23 年上半年停止加息。美联储 2022 年 12 月议息会议声明，宣布上调联邦基金利率 50BP 至 4.25%-4.50%目标区间，加息幅度由 11 月的 75BP 降至 50BP，显示出美国加息幅度有放缓趋势。

虽然美联储继续维持着“鹰派”的态度，但是从点阵图的数据现实来看，未来

加息的空间已经不大，预计 2023 年上半年进行 2 次 25bp 的加息后美联储将停止加息。点阵图显示，部分鸽派官员预测最早或将于 2023 年 Q4 迎来降息。

图7：预测 2023 年利率峰值将超过 5%

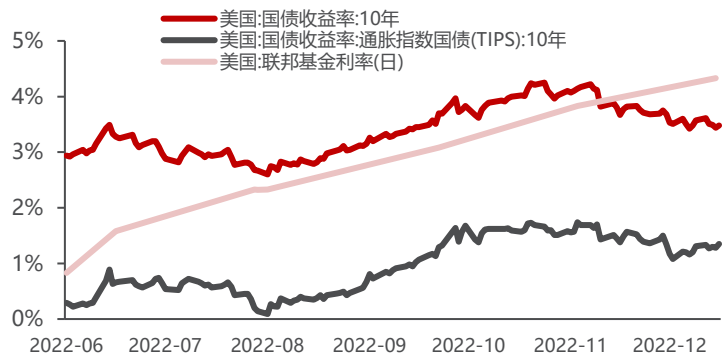


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 金价逐步进入交易衰退时间窗口

名义利率由交易“加息”逐步转向交易“衰退”。在美联储加息的驱动下，2022 年 3 月份以来美国 10 年期国债收益率不断走高，2022 年 10 月 24 日达到峰值 4.22%，随着美联储议息会议首次出现鸽派论调后，名义利率的上行速度已经开始放缓，2022 年 11 月美国 10 年期国债利率和 TIPS 利率已经与基准利率的走势出现背离的现象，表明加息对名义利率的抬升作用日渐式微，市场已经开始交易未来联储政策的宽松预期和经济衰退预期。

图8：基准利率与 10 年期国债利率出现背离



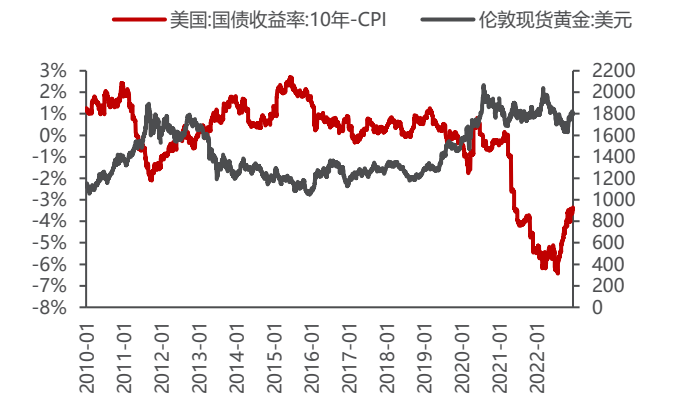
资料来源：wind，民生证券研究院

实际利率角度 2023 年对金价有利。实际利率作为持有黄金的机会成本，从历史上来看与金价成高度负相关。在“实际利率=名义利率-CPI”的模型下，根据我们的预测，随着加息在 23 年上半年停止，名义利率或将于上半年见顶，下半年将呈现趋势性走弱，虽然市场预计 23 年通 CPI 中枢将有所回落，但我们认为本轮周期中美国或将处于类滞胀时期，通胀全年或呈现前低后高的走势。我们预计实际利率上半年将震荡，下半年或将进一步下探，一旦美联储降息周期提前开启，实际利率将重回下行周期，金价也将迎来牛市。

美元指数回落也将利多黄金。美元指数的综合反映了美国国内经济基本面与其他国家的相对状况，从一定程度上反映了美元的购买力和信用。通常认为黄金与美元存在相互替代的关系，金价与美元指数之间呈现负相关关系，2022 年 3 月美元指数与黄金的走势短期呈现同步，主要在于受俄乌冲突下，海外出现流动性危机，资金纷纷回流美元和购买黄金避险，促进美元和黄金同时走高，但长维度看两者的整体负相关局面不会打破。

随着加息放缓，2022 年 10 月以来美元指数开始回落，预计 2023 年在国内“稳增长”政策推动下，国内经济有望复苏，叠加美国经济基本面的下行，美元指数或将维持弱势，支撑黄金价格。

图9：实际利率与金价呈现负相关关系



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：美元指数与黄金呈现负相关关系



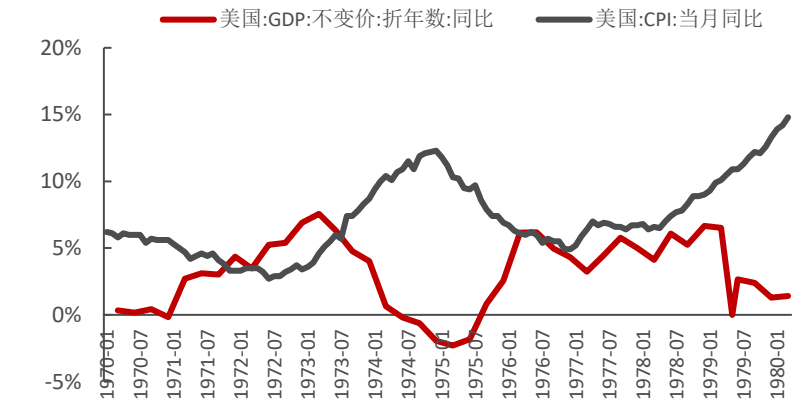
资料来源：wind，民生证券研究院

2 类比 70-80s，滞胀周期渐行渐近，黄金是大类资产最优选

2.1 复盘 70-80S 年代滞胀，金价强势

滞胀特征：CPI 居高不下，抑制经济增长。滞胀的全称为停滞性通货膨胀，主要表现为在一定的历史时期中，通货膨胀率居高不下，由于商品价格的矛盾主要在于供应不足，短期的高利率政策虽然能够抑制需求，但无法解决底层的供应紧缺的矛盾，加息、叠加高企的商品价格严重抑制投资和需求，带来经济停滞甚至衰退，滞胀时期的典型特征为 CPI 与 GDP 增速呈现负相关

图11：滞胀时期 CPI 与 GDP 成反向关系



资料来源：wind，民生证券研究院

滞胀的成因：货币的超发和供应端矛盾叠加。一方面来自于过度宽松的货币政策对通胀的深度传导，另一方面来自于产能在各类负面冲击之下无法满足需求的增长。典型的滞胀时期为美国 1970-1980s。货币政策方面，1960-1970s 凯恩斯主义的经济政策的大幅运用，使美国财政赤字逐渐扩大，货币政策持续维持宽松，为后续十年的通胀买下了伏笔。产能供应方面，70-80 年代爆发了两次石油危机和一次粮食危机，带动各类大宗商品价格整体出现明显的上涨。

滞胀期金价表现：10 年间累计涨幅 14 倍，实际利率大多数处于负区间。从实际利率角度，由于 CPI 高企，同时名义利率受经济衰退的拖累，期间持续难以跑赢通胀，使实际利率始终处于低位甚至负区间。滞胀时期黄金同时交易“衰退”和“通胀”，带来金价在这期间的良好表现，复盘历史，黄金价格在 1970-1980 年十年期间涨幅达 14 倍。

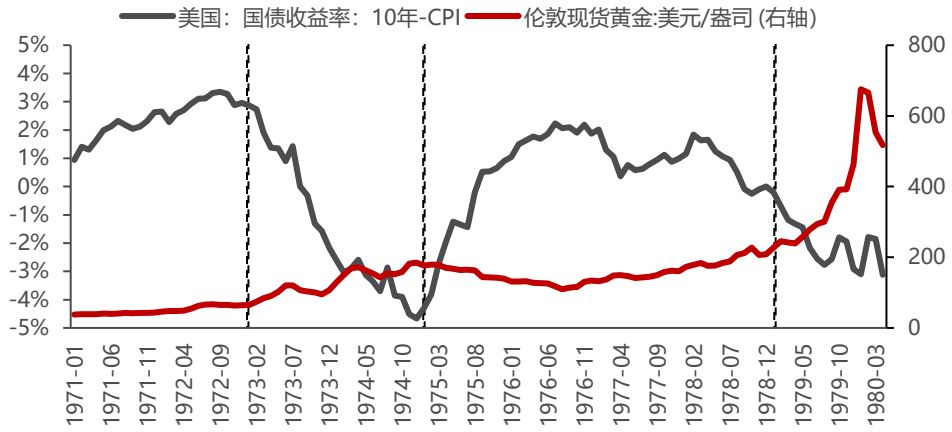
滞胀初期（1969-1972）：受前期宽松的货基带来的传导，CPI 在 1970 年期间就达到了 5%以上的水平，为遏制通胀，美联储逐步加息，但考虑到经济增速明显下滑，期间利率政策方向反复，金价在 69-72 年间涨幅达 51%。

一次滞胀（1973-1974）：供应端的矛盾不断凸显，同时爆发第一次石油危机和粮食危机，带来 CPI 上涨至 12%，虽然美联储采取了紧缩政策，1973 年美联储全年共七次加息，贴现利率由年初的 5%上行至 7.5%，带来的是经济的深度衰退，倒逼政府当年下半年即开启降息。此外在此期间布雷顿森林体系破裂，共同利好金价，黄金整体取得涨幅 182%。

经济回暖（1975-1978）：经济衰退至 1975 年见底，美国经济基本面温和复苏，政策再次放松放松，（《1975 年减税法案》和《汉弗莱-霍金斯充分就业法案》的实施）支撑经济基本面，金价涨幅 18%，涨势放缓。

二次滞胀（1978-1979）：第二次石油危机爆发，美联储持续紧缩，沉重打击了 1978 年的经济繁荣态势，通胀率冲至历史高点 15%，加息难以遏制通胀走高，经济再次陷入滞胀，金价期间录得 162%的涨幅。

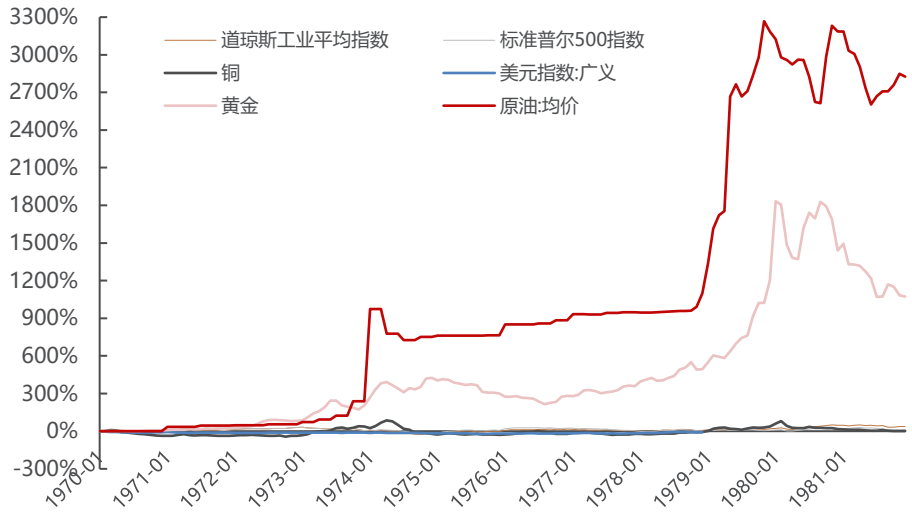
图12：滞胀时期实际利率处于低位，金价 70-80 年间涨幅达 1400%



资料来源： Wind， Bloomberg，民生证券研究院

大类资产来看，滞胀实物资产整体跑赢金融资产。滞胀时期由于货币供应过剩，货币的购买力下降，而以大宗商品和贵金属为代表的实物资产由于受到供需影响和保值需求带动，价格持续强势，美元指数在美元超发和经济增长停滞的影响下持续下行。从大类资产的表现来看，整体实物资产大幅跑赢金融资产，原油作为大宗商品之母，受供需端矛盾不断发酵涨幅居前，此外黄金作为天然货币，承担了主要的保值增值需求，涨幅也较为明显。

图13：滞胀时期大宗商品相对涨幅明显



资料来源：wind，民生证券研究院

表3：滞胀时期大类资产涨跌幅

时间区间	黄金（%）	铜（%）	原油（%）	标普（%）	道琼斯（%）	美元指数（%）
1969-1972	51.09%	-18.41%	47.24%	15.80%	9.39%	-
1973-1974	182.13%	15.19%	395.19%	-43.74%	-42.71%	-10.47%
1975-1978	17.92%	26.57%	39.16%	33.82%	23.36%	-8.10%
1979-1980	136.83%	13.26%	127.79%	30.72%	9.58%	5.16%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 滞胀特征明显，海外通胀难以快速回落

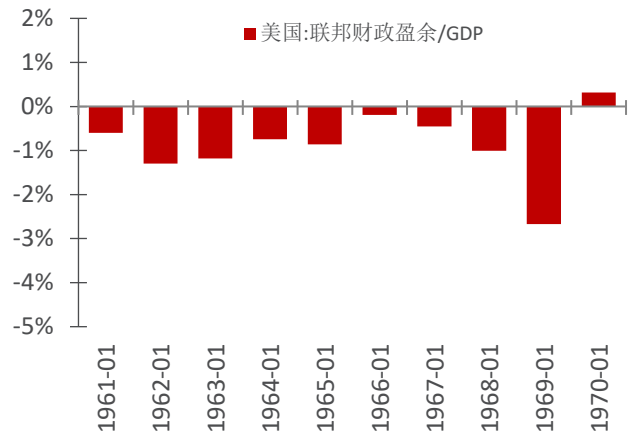
2.2.1 流动性的泛滥，历史性的宽松

货币超发通胀的底层原因，与扩张性的财政政策相关。当国内经济内生增长动能不足或发生经济危机时，美联储通常采取加大财政支出的方式来应对。扩张性的财政政策通常与货币的超发相伴而生，美联储通过购买国债，进而实现纸币的引发和流通，持续超发的货币为则为通胀逐步买下隐患。

60-70s 年代，美国国内凯恩斯主义思想盛行，通过不断增加财政支出刺激经济发展而忽视通胀，叠加越南战争期间资本开支增加，美国财政赤字出现了明显的增长，前期持续的宽松为 70-80s 时期物价的上涨奠定了基础。2020 年新冠疫情爆发以来，美联储通过大幅增加社会福利支出刺激疫后经济的复苏，财政赤字水平大

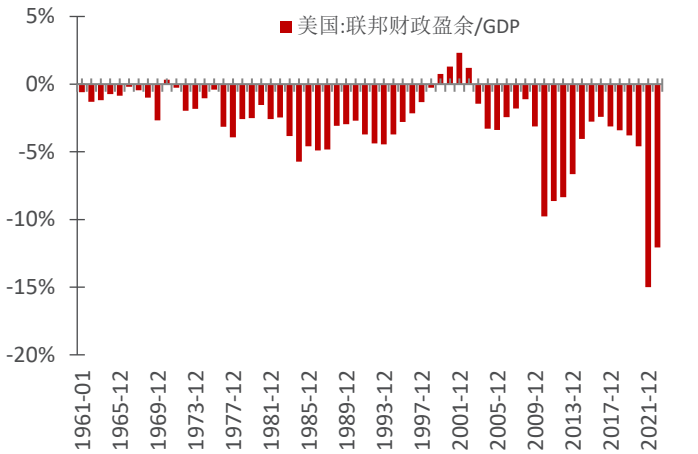
幅走高，与 60 年代末历史情况具有类似性。

图14：1960-70S 财政赤字开始逐步放大



资料来源：wind，民生证券研究院

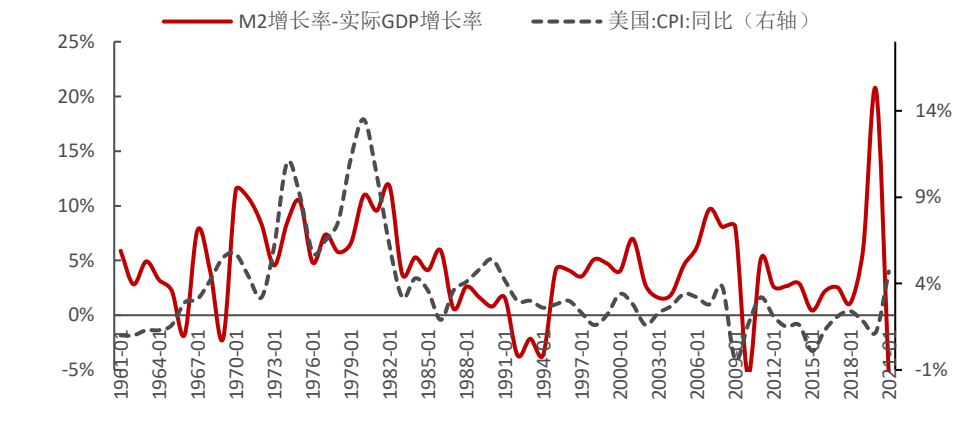
图15：2020 年美国财政赤字调升并达到历史顶峰



资料来源：wind，民生证券研究院

本轮货币政策宽松力度为历史级别，通胀深度传导。我们用 M2 的增速与 GDP 增速之差来衡量货币的超发， M2 与 GDP 增速之差的拐点分别在 67 年、71 年、75 年，对应的通胀的拐点分别位于 70 年、74 年、80 年，可以看出在滞胀时期宽松的货币政策对通胀的传导具有持续性。2020 年 3 月疫情爆发后，美联储实行无限量 QE 释放大量流动性，本轮的货币超发为历史级别，我们认为本轮通胀的持续性有可能超出目前市场的预期。

图16：货币供应量增速远超 GDP 增速，对通胀形成深度传导



资料来源： Wind，民生证券研究院

2.2.2 商品资本性不足，供给端受限

供给端上游资本开支未明显增长，加息无法解决底层矛盾。通胀的回落，需要新增资本开支带来新的供给，来抵消需求过剩带来的价格上涨。在本轮经济周期中，全球正经历碳中和转型期，即便在能源价格大幅上行的背景之下，传统能源的资本

开支依然受到影响，此外以铜为代表的上游大宗商品受能耗指标限制、资源日渐匮乏等因素影响也出现资本开支不足的局面。

图17：石油天然气资本开支



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：煤炭资本开支

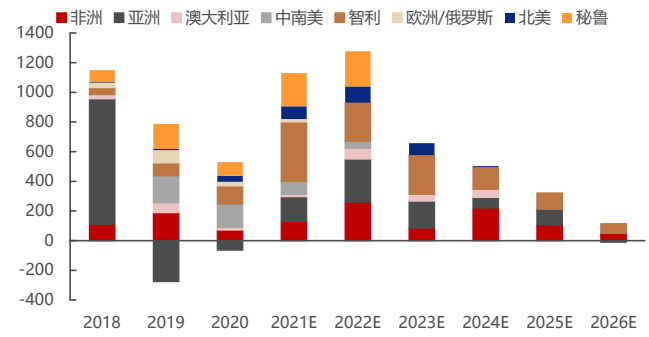


资料来源：wind，民生证券研究院

薪资增速高企，劳动力成本中枢可能抬升。美国目前失业率处于历史低位，而薪资增速却仍处于历史高位，美国 10 月份的劳动参与率为 62.2%，仍然较疫情前水平低 1.2 个百分点。美联储经济学家最近的研究发现，劳动参与率低迷原因可能包括疫情对劳动者健康的影响、人口老龄化、居民劳动意愿降低等，或造成了永久性的劳动力缺口，预计劳动力价格的上涨对抬升通胀也将发挥作用。

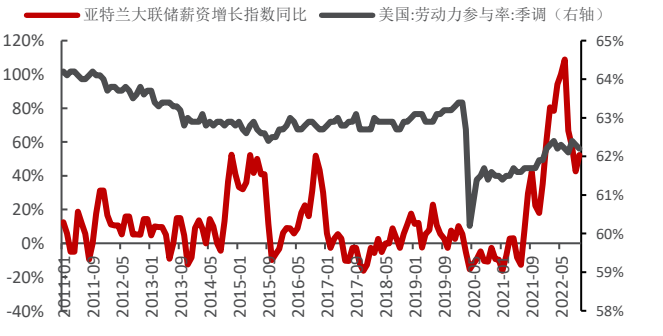
类比上世纪 70-80s，无论是能源的资本开支不足还是劳动力成本的上升，都反映了在大宗商品供应长期存在紧缺的趋势，若货币政策进入宽松周期，在成本支撑下的大宗商品价格将重回强势，通胀或将再度上行，当前商品的供需矛盾或满足滞胀的形成条件。

图19：铜矿未来供应增量不足（单位：千吨/年）



资料来源：Bloomberg Intelligence，民生证券研究院

图20：薪酬指数同比升高，劳动参与率难恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 时代的共识，央行成黄金配置主力

3.1 央行购金行为往往带来一轮金价的上行

央行黄金储备的作用在于为本国的货币信用背书。黄金作为天然货币，在货币超发，或者国家的主权货币信用下降时，增加央行的购金规模，可以起到稳定汇率，稳定货币信用的作用。

综合央行黄金储备的发展来看，全球央行黄金储备上升的周期内，金价将存在持续的上涨。2008 年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有的外债资产风险性，央行进入净购买黄金的时代。此外，全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨。

图21：央行加速黄金储备时黄金迎来新一波行情

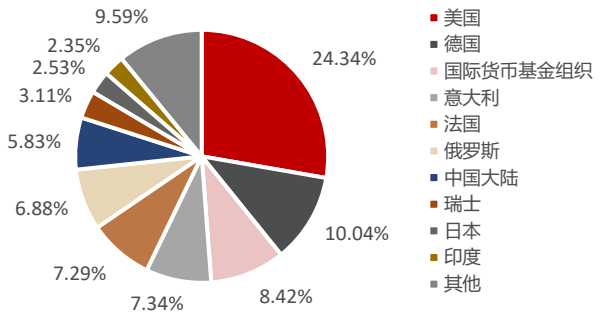


资料来源： Wind， Bloomberg，民生证券研究院

从各国央行黄金持有量来看，截至 2022 年 Q3，美联储黄金持有量占全球各国央行持有黄金总量的 24.34%，排名世界第一，其后的央行分别为德国(10.04%)、意大利(7.34%)、法国(7.29%)和俄罗斯(6.88%)。

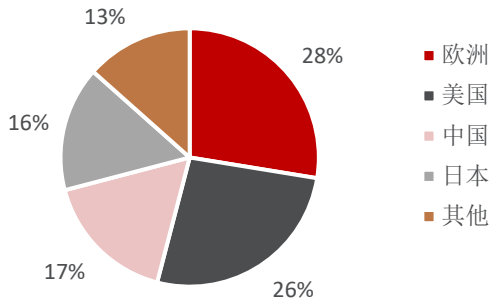
从各国央行资产负债表表的规模来看，美国、欧洲、日本、中国四大经济体占全球主要央行总资产的比例分别约为 26%、28%、17%、16%，其中美国和欧洲各国等发达国家的资产规模与自身的黄金储备占比较为匹配，维持了其货币信用的稳定，我国购金规模仍有上行潜力。

图22：各国央行黄金持有量占比（截至 2022 年 9 月）



资料来源：WGC，民生证券研究院

图23：2022 年全球央行总资产占比

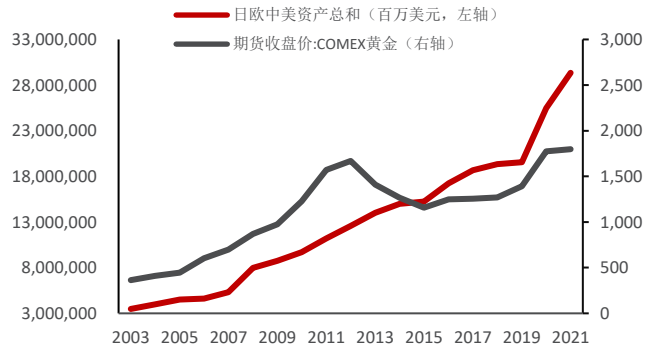


资料来源：MacroMicro，民生证券研究院

3.2 全球央行扩表，黄金储备占比跌至历史低位

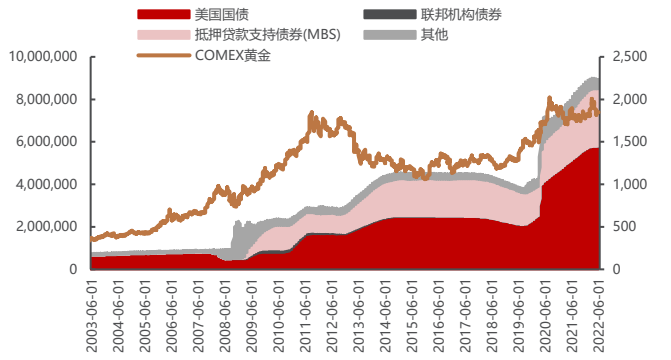
疫情后全球大幅扩表，驱动各国央行增储黄金。2020 年以来，为刺激疫后经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2020 年 1 月-2022 年 3 月，美联储总资产增加了 4.76 万亿美元，扩大了 112.86%，实现翻倍以上增长。日本央行和欧洲央行总资产分别增加 162.59 万亿日元和 4.05 万亿欧元，扩大了 28.36%和 86.76%。央行发行的货币代表国家信用，如果缺少相应的实物资产背书，有可能造成货币币值的不稳定，甚至货币信用危机。

图24：疫情以来主要国家货币大幅超发



资料来源：wind，民生证券研究院

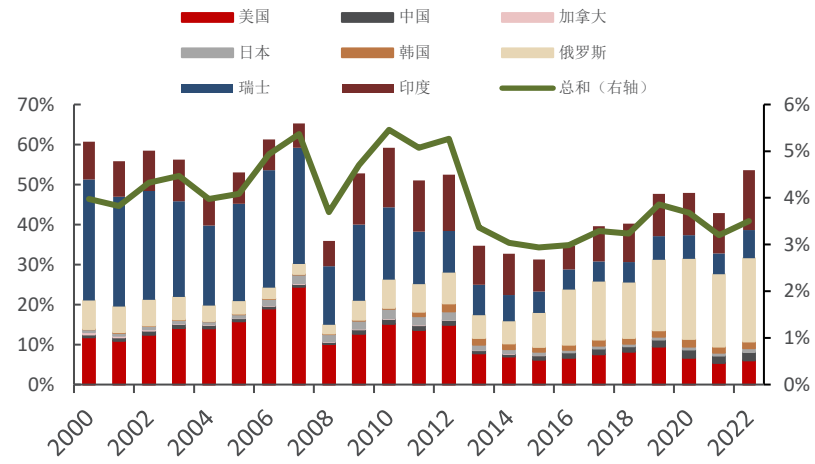
图25：美国资产负债表规模疫后翻倍增长



资料来源：wind，民生证券研究院

历史来看，每一轮央行大幅扩表后对应的黄金储备占比会在短期内较快速度下降，原因在于黄金的购买量没有跟上货币超发的速度。全球主要经济体央行 2020 年以来黄金储备占央行总资产的比例呈现下降趋势，尽管 2022 年央行购金大幅增长，但央行资产中黄金资产占比仍然处于历史较低位置，预计未来各国央行有望增加黄金储备，增补信用。

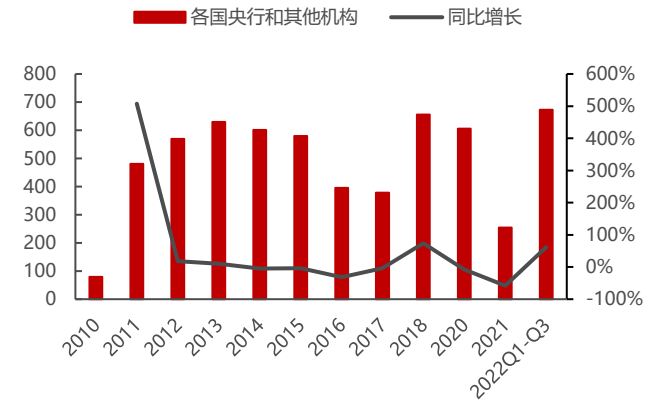
图26：2000-2022 年主要国家央行黄金资产储备占总资产比例



资料来源：wind，MacroMicro，民生证券研究院

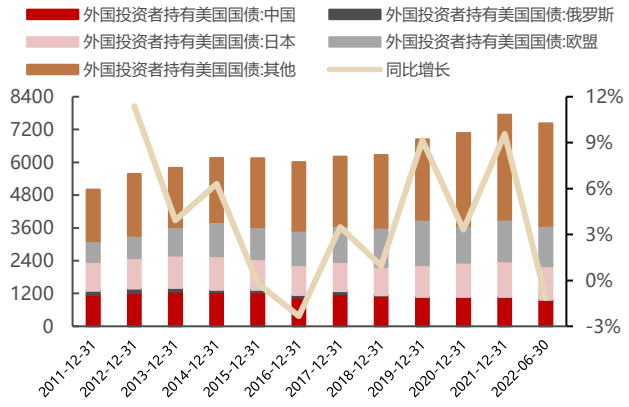
央行购金行为 Q3 超预期。随着美联储进入加息周期中，各国持有的美债资产不断贬值，2022 年全球央行开始不断减持美债，转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定。2022 年截至年中，全球各国累计美债持有数额同比下降 1.17%。根据最新的数据显示，2022 年 Q1-Q3 全球央行购入黄金数量同比大幅增长 61.86%。2021 年 3 月份以来，comex 黄金和白银库存累计分别下降了 40%、24%，央行购金已在持续进行。

图27：2010-2022Q3 央行黄金购买量明显增加



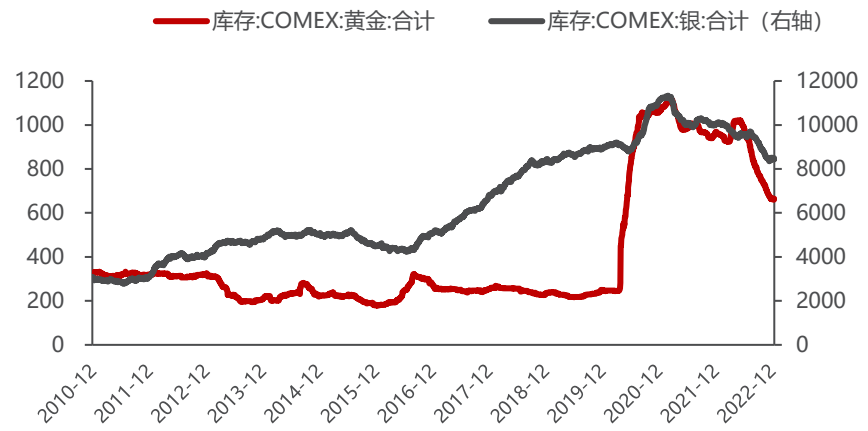
资料来源：WGC，民生证券研究院

图28：美债持有量下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：COMEX 黄金及白银库存量



资料来源：wind，民生证券研究院

4 白银：光伏用银带来需求弹性，关注金银比

4.1PMI 回暖为金银比收敛的前瞻信号

金银比中枢围绕 40-80 区间运行，目前接近区间上限。白银作为贵金属的一种，与黄金在金融属性方面具有相似性，黄金上涨后，白银通常具备补涨需求，但由于白银的工业需求占比达到 50%以上，决定了其金融属性弱于黄金。

金银比为观察白银价格走势的重要指标，在经济衰退期或地缘政治不确定性风险较大的时期，金价涨幅比银价更大，金银比攀升。在经济回暖过程中，由于白银工业需求边际上升更为明显，白银的价格涨幅更大，金银比回落。根据历史数据显示，1980 年至今，金银比中枢大部分区间在 40-80 之间波动运行，当前金银比约为 75，仍然接近区间的上限。

图30：1980 年至今，金银比价中枢围绕 40-80 运行



资料来源： Wind，民生证券研究院

注：左轴为金银比，右轴为期货收盘价（连续）：COMEX 银

金银比的回落往往伴随着 PMI 的转升。金银比的回落往往伴随着经济的由衰退转向复苏，由于白银同时具有金融属性和商品属性，当经济产生复苏信号时，在金融+商品属性共振下，白银走势将强于黄金，从而使得金银比回落。通过梳理 1980 年以来金银比与 PMI 数据，我们发现历次金银比收敛均对应 PMI 的上升，PMI 作为反应经济景气度变化的重要高频月度指标，可反应制造业整体景气度情况，在一定程度上也反映了白银的工业需求复苏的进程。

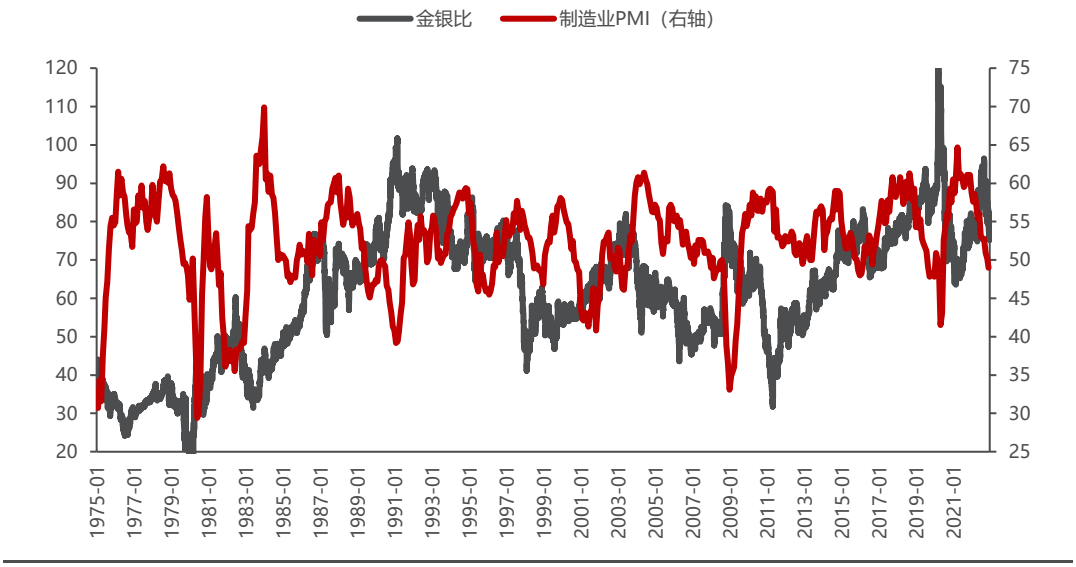
因此 PMI 可以看做金银比收敛的前瞻信号，PMI 的回升或将成为金银比收敛的催化剂，目前美国制造业 PMI 仍处于下行期，后续应密切美国制造业 PMI 的企稳回升。

表4：金银比下降的区间对应 PMI 的上升区间

时间阶段	黄金白银比	PMI
2011.5-2020.3	上升	下降
2008.10-2011.4	**下降**	**上升**
2008.3-2008.9	上升	下降
2003.5-2007.8	**下降**	**上升**
1999.7-2003.4	上升	下降
1991.2-1998.1	**下降**	**上升**
1983.4-1991.1	上升	下降
1982.7-1983.3	**下降**	**上升**
1980.2-1982.6	上升	下降

资料来源：wind，民生证券研究院

图31：金银比与 PMI 整体呈反向变动趋势

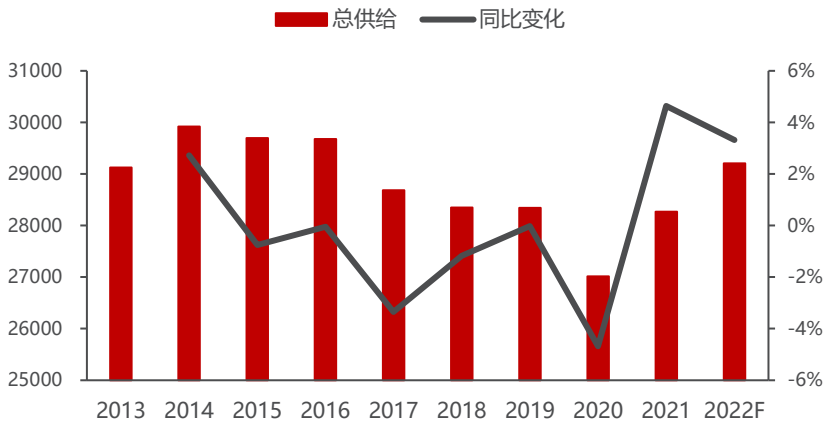


资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 白银供需偏紧，光伏用银带来需求弹性

全球白银供给量恢复至疫情前水平。全球白银供给量主要由矿产银、回收银组成，受疫情影响，2020 年全球白银产量大幅下滑， 2021 年全球白银产量恢复增长，2022 年供应量恢复至 2019 年水平，从历史趋势来看 2020 年之前白银产量呈现下滑态势，整体供应增长较为缓慢。

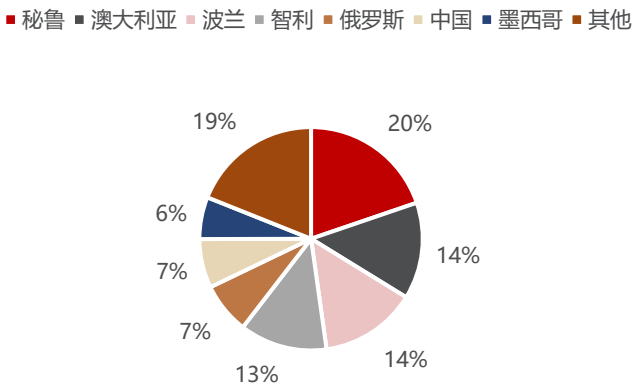
图32：2012-2021 全球白银供应量及同比变化（单位：吨）



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院
注：2022 预测值直接引用世界白银协会数据

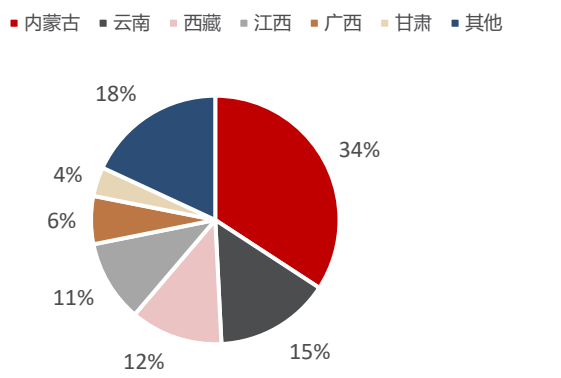
全球白银资源量分布集中度高。2021 年全球白银资源储量约 53 万吨，主要集中在秘鲁、波兰、澳大利亚、中国、墨西哥等国家。2021 年秘鲁白银储量 12 万吨，占全球总资源量的 20%，波兰、澳大利亚各占 14%。我国白银资源量全球占比约为 7%，区域分布较为集中，内蒙古储量最多，占全国总储量 34%。

图33：2021 年世界各国白银储量占比



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

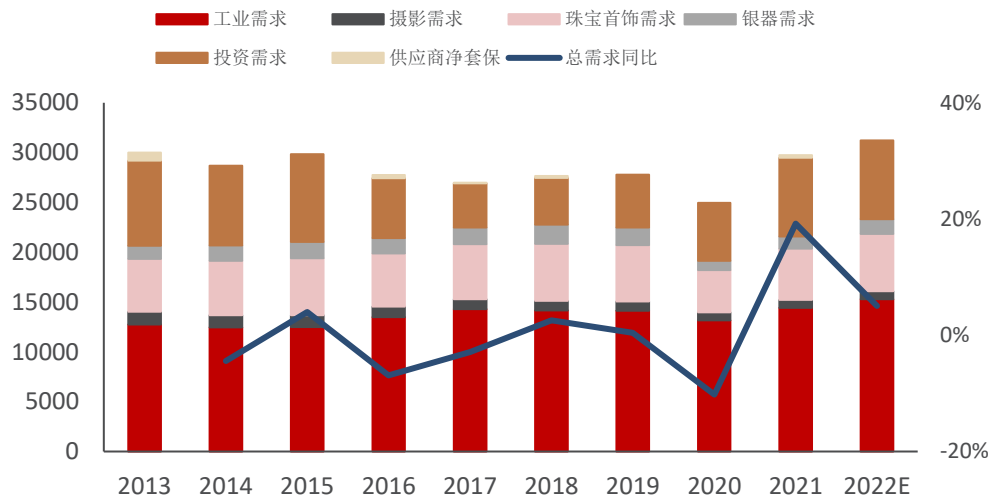
图34：2021 年中国各省白银储量占比



资料来源：自然资源部，民生证券研究院

白银工业需求占比接近 50%。根据中国黄金协会，白银需求主要由工业需求、投资需求、珠宝首饰需求、银器需求和供应商净套保需求构成。其中工业需求、投资需求和珠宝首饰需求占比最多。其中工业需求（含摄影用银）占总需求接近 50%，实物投资性需求（银币银条等）占比约为 27%，珠宝首饰银器类需求约占 17%，2020 年之前年度白银需求较为平稳。

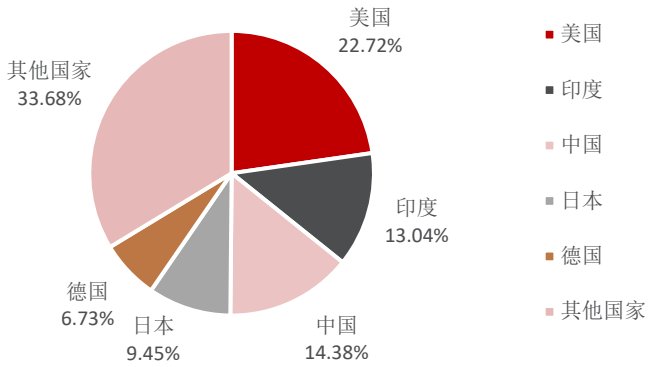
图35：2013-2021 全球白银需求及同比变化（单位：吨）



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

历年来，白银的消费主要集中在美国、印度、中国、德国等国家。2021 年，美国对白银的需求占全球需求的接近 23%，中国和印度分别占比 14%、13%左右。

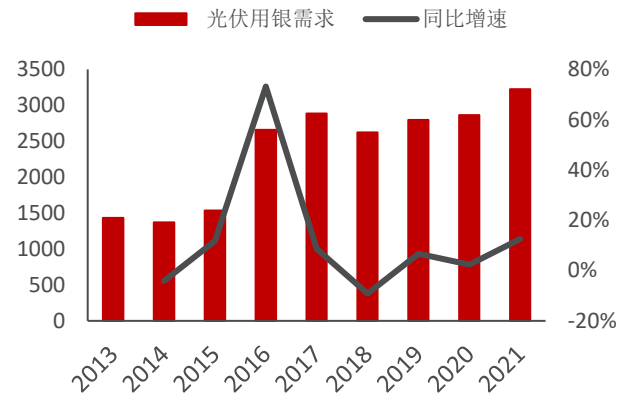
图36：2021 年全球白银需求分布



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

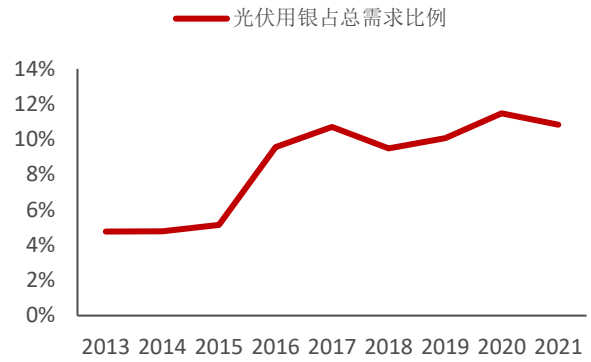
光伏需求增速较快，需求占比一直有上升趋势。白银是光伏电池片结构中核心电极材料，平均 1 兆瓦太阳能模块使用约 90 公斤银贴。根据世界白银协会发布的报告，白银的光伏需求在近些年来持续攀升，2021 年光伏需求同比增长 12.57%，2013-2021 年光伏用银需求占比由 4.7%提升至 10.8%。

图37：2013-2021 光伏用银需求及同比增速



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

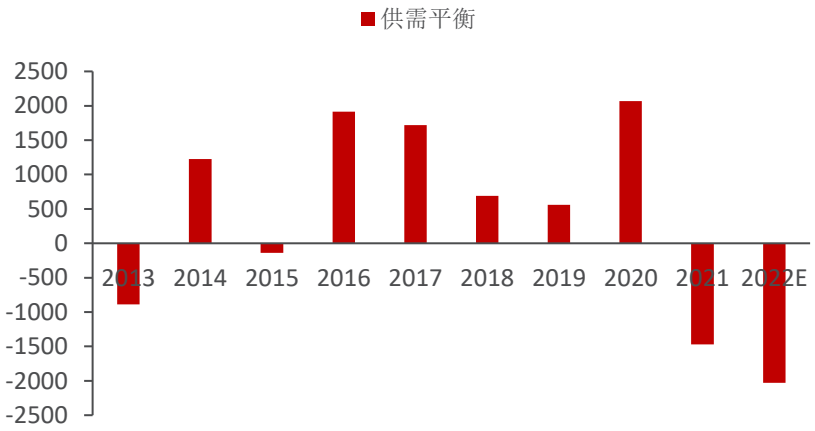
图38：光伏用银需求占比提升



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

白银呈现供不应求的基本面态势。根据世界白银协会数据显示，2013-2020 年期间，除了 2013 年和 2015 年，白银需求均低于白银供给，整体处于供过于求状态。但 2021 年全球白银供给缺口达到 1469 吨，预计 2022 年这一缺口将进一步扩大至 2027 吨，随着光伏领域需求快速增长的带动，全球白银供应偏紧状态持续。

图39：2013-2021 全球白银供给缺口（单位：吨）



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

5 投资建议

5.1 行业投资建议

美联储加息已成为强弩之末，宽松的货币政策预期正在逐步提升，本轮经济周期中的货币政策与滞胀时期存在相似性，因此以贵金属为代表的实物资产价格强势，看好贵金属行业，各国央行购金需求的增加更是推波助澜，支撑金价上涨。2023年对贵金属行业维持“推荐”评级。

表5：贵金属行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			评级
		(元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600547.SH	山东黄金	19.06	-0.04	0.24	0.51	/	78	38	推荐
000975.SZ	银泰黄金	10.7	0.46	0.45	0.71	23	24	15	推荐
002155.SZ	湖南黄金	12.97	0.30	0.38	0.47	43	34	28	推荐
600988.SH	赤峰黄金	18.26	0.35	0.44	0.88	52	42	21	推荐
1818.HK	招金矿业	7.71	0.01	0.17	0.26	45	30	16	推荐
002237.SZ	恒邦股份	10.59	0.40	0.50	0.55	27	21	19	推荐
600489.SH	中金黄金	7.85	0.35	0.45	0.46	22	17	17	推荐
000603.SZ	盛达资源	12.69	0.61	0.63	0.71	21	20	18	推荐
2099.HK	中国黄金国际	20.05	4.70	4.62	4.99	4	4	4	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，（注：股价为 2022 年 12 月 28 日收盘价）

注：汇率假设，1 美元=6.9717 人民币，1 港币=0.8933 人民币，港股股价均为人民币

5.2 重点公司

山东黄金：“十四五”期间集团矿产金产能规划翻倍

大型黄金龙头企业，省内资源整合主体。山东黄金是山东省国资委背景下的黄金龙头公司，公司现拥有 13 座国内矿山+2 座海外矿山，截至 2021 年底，公司黄金资源量达到 1479.26 吨，历年矿产金产量维持在 40 吨左右，位居国内黄金企业第一梯队。公司为山东省黄金企业整合主体，2021 年公司整合莱州地区 14 个矿权，合并为焦家矿权，拟进行统一开发。公司未来也规划将集团内资产逐步注入的上市公司，截至 2021 年底拥有 430 吨黄金资源量，目前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。

“十四五”规划战略清晰，内生外延助力完成目标。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，实现翻倍增长。目前公司的待投产项目主要有非洲卡蒂诺项目和焦家矿权的再开发项目，预计投产后可分别贡献矿产金约 8 吨、20 吨，考虑到公司未来将进一步整合挖潜莱州“三山岛”、“新城”等矿区额资源，集团内部资产原有体量和未来的金矿并购预期，公司完成“十四五”规划目标可期。

收购银泰黄金，控股国内最优质的资源。公司拟受让银泰投资和沈国军合计持有的银泰黄金 5.8 亿股份，股份转让价款不超过 130 亿元，约占银泰黄金总股本的 21%，银泰黄金 2022 年全年黄金产量预计 8.4-8.5 吨，矿产金成本位于国内黄金企业左侧，收购银泰黄金对公司主业扩张将产生良好的协同作用，公司行业龙头低位进一步凸显。

玲珑金矿复产在即，2023 年业绩回归正轨。2021 年公司玲珑矿区、东风矿区、蓬莱矿矿业复产进度推迟，对公司经营业绩产生了负面影响（2021 年净利润比 2020 年减少 24.51 亿元），蓬莱矿业 4 月底后已复产，但玲珑矿区、东风矿区采矿权到期后，因受山东省新一轮生态保护红线划定事项的影响，无法复工复产。目前，子公司玲珑矿业正在积极准备上述矿权延续的相关资料，争取尽快办理完毕矿权延续，尽快对上述矿区复工复产，预计 2023 年主力矿山的复产带来可业绩的大幅修复。

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 10.89、22.66、28.48 亿元，同比增速分别为 662.3%/108.0%/25.7%，按照 12 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 78、38、30 倍，维持“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6：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	65,578	68,472	72,359
增长率（%）	-46.7	93.2	4.4	5.7
归属母公司股东净利润（百万元）	-194	1,089	2,266	2,848
增长率（%）	-109.6	662.3	108.0	25.7
每股收益（元）	-0.04	0.24	0.51	0.64
PE（现价）	/	78	38	30
PB	2.7	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 28 日收盘价）

招金矿业：昂首迈入发展新阶段

国企背景，金矿资源禀赋优良。公司为中国领先黄金生产商和中国最大的黄金冶炼企业之一，控股股东为招远市国资委。自公司成立以来，公司聚焦黄金，黄金业务近年来稳定贡献公司约 90%的营收。截至 2021 年底，公司共拥有约 1111 吨黄金矿产资源量，资源体量位于行业第一梯队。

埠内金矿扩能，海域金矿建设加速。公司历史矿产金产量维持在 20 吨左右，2021 年受烟台矿难影响，埠内矿产金产量有所下滑，随着对夏甸、大尹各庄金矿等埠内重点矿山的扩能，预计埠内产量将稳步回升。

海域金矿（公司持股 70%）作为近 20 年来全球新探获的最大单体金矿，为世界级金矿项目。公司已于今年 8 月拿到 “安全三同时”批复，生产准备工作正在进行中。该矿设计规模为采选 1.2 万 吨/日，保有黄金资源量 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨，具备“储量大、成本低”的优点，预计 2-3 年达产，年产量 16-20 吨，

完全达产后综合克金成本或将在 120 元/克以下。随着海域金矿的 2024 年的投产，公司矿产金产量可实现翻倍增长。

紫金入驻招金，强强联手优势互补。10 月 12 号，紫金矿业收购海域金矿项目 30%少数股东权益，随后 11 月 6 日，紫金矿业接手招金 20%上市公司股权。紫金矿业是中国控制金属矿产资源最多的企业之一，在资源综合回收利用、大规模工程化开发以及能耗指标等方面居行业领先地位，将为公司在矿产管理与整合等方面赋能，有望保证海域金矿的储量快速转为产量和效率。紫金和招金矿业均为国内一流矿业巨头，拥有丰富的矿山运营管理经验，具有较强的协同效应，尤其是股权结构优化带来的治理改善，将对公司来长期价值的提升。

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 2022-2024 年分别实现净利润 5.65、8.35、15.60 亿元，同比增速分别为 1577%/48%/87%，按照 12 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 45、30、16 倍，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7：招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）	6958	7076	7510	9370
增长率（%）	-10%	2%	6%	25%
归属母公司股东净利润（百万元）	34	565	835	1560
增长率（%）	-97%	1577%	48%	87%
每股收益（元）	0.01	0.17	0.26	0.48
PE（现价）	748	45	30	16
PB	1.28	1.24	1.19	1.09

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 28 日收盘价）

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，截至 2021 年底，公司黄金资源量 510.5 吨，公司的核心产品为黄金，其他产品主要包括铜、白银和硫酸等。2021 年公司黄金业务营收占比 62.72%，毛利占比 37.55%。

大力发展探矿增储，集团内优质资产静待注入。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，2017-2021 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。

随着集团的持续孵化培育和证照办理手续的推进，内蒙古金陶、贵州锦丰矿业、河北大白阳金矿、莱州汇金矿业等优质资产预期将注入公司，其中前三者均为在产矿山，莱州汇金矿业的纱岭金矿资源量超 300 吨，目前处于探矿建设阶段。

内蒙古矿业、中原冶炼厂增厚业绩。1）内蒙古矿业：主要产品为铜精粉和钼精粉，核心资源为内蒙古地区铜钼矿采矿权，截止 2021 年底，保有量铜资源量 233 万吨、钼 55 万吨。公司拥有内蒙古矿业 90%股权， 2021 年内蒙古矿业净

利润 11.70 亿元（yoy+63.48%）。2）中原冶炼厂：为中金黄金下属的重要黄金冶炼企业，主营业务为黄金、铜、白银等有色金属的冶炼和销售，公司拥有中原冶炼厂 60.98%股权。二期工程投达产后，预计年产金 33.82 吨、银 360 吨、高纯阴极铜 34.93 万吨，其他金属和冶炼副产品的产量也将有所提升。中原冶炼厂 2021 年净利润 5.49 亿元，同比增长 23.67%。内蒙古矿业和中原冶炼厂的铜矿业务和冶炼业务成为公司主营业务的重要补充。

国企改革降本增效，股权激励锁定长期发展利益。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 2022-2024 年分别实现净利润 21.93、22.35、23.59 亿元，同比增速分别为 29.2%/1.9%/5.5%，按照 12 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 17、17、16 倍，维持“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8：中金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）	56,102	59,108	62,838	65,638
增长率（%）	16.9	5.4	6.3	4.5
归属母公司股东净利润（百万元）	1,698	2,193	2,235	2,359
增长率（%）	9.2	29.2	1.9	5.5
每股收益（元）	0.35	0.45	0.46	0.49
PE（现价）	22	17	17	16
PB	1.5	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 12 月 28 日收盘价）

赤峰黄金：主业加速扩张，成长性十足

境内外矿山资源丰富，扩产推进。2021 年，公司境内黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业保有黄金资源量约 52.57 吨。此外，公司通过赤金香港持有境外子公司万象矿业 90%股权，所辖 Sepon 铜金矿是老挝最大的有色金属矿山，保有黄金资源量约 158 吨，参股金星资源 62%股权，控制的 Wassa 金矿保有金资源量约 365 吨。

公司各个矿山扩产规划同步推进：1）吉隆矿业：18 万吨金矿石采选能力扩建项目运行中，选矿能力将从 450 吨/日升至 1000 吨/日，力争 18 个月达成项目目标。2）五龙矿业：3000 吨/日选厂扩产项目于 2021 年底正式投产，配套井下技改工程顺利推进，2024 年形成 3000 吨/日采选能力。3）瀚丰矿业：千米竖井工程计划即将进入竖井装配施工，东风矿钼矿采矿及选厂恢复作业。4）万象矿业：Discovery 采区深部斜坡道工程开工，预计明年投产后新增产能 120 万吨/年。5）加纳瓦萨：子公司在矿山地址勘探、采矿、选矿、矿山设备升级等方面制定多项针对性措施，保障“双万计划”完成。

收购铁拓，海外布局见证“赤峰效率”。公司通过赤金香港以现金认购铁拓矿业 8500 万股增发并受让铁拓矿业挂牌股份，交易完成后，赤金香港将合计持有铁拓矿业 10.23%的股份，成为第一大股东。铁拓矿业的主要资产是阿布贾金矿，采矿权区域资源量 104.2 吨，根据阿布贾金矿建设规划，预计 2022 年底至 2023 年初投产，平均年产黄金 4.82 吨，据可研报告，第一年产量为 8.08 吨，完全成本 651 美元/盎司，盈利能力优良。

与厦钨战略合作，老挝稀土资源开发可期。公司在 Sepon 探矿权南部西区的 10km²范围内进行勘探普查工作，探获资源量（332+333）3.2 万吨，且矿区内和外围仍存在前景广阔的找矿区域，公司已提交相关采矿权申请。除 Sepon 矿区外，公司还申请川邛省孟坎县 50 平方千米区域的稀土探矿权，同时获得华潘省两处踏勘许可。此外公司与厦门钨业设立合资公司（赤峰占 51%），签订战略合作协议，专注开发老挝稀土资源，厦门钨业稀土冶炼技术储备丰富，双方携手合作老挝稀土矿开发，或将打造第二增长极。

投资建议： 公司黄金业务增长规划明确，战略持续推进，海外资源延升布局，叠加稀土开发前景可期，我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 7.28、14.71、21.93 亿元，同比增速分别为 25.0%/102.1%/49.1%，按照 12 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 42、21、14 倍，维持“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9：赤峰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）	3,783	6,571	8,124	9,941
增长率（%）	-17.0	73.7	23.6	22.4
归属母公司股东净利润（百万元）	583	728	1,471	2,193
增长率（%）	-25.7	25.0	102.1	49.1
每股收益（元）	0.35	0.44	0.88	1.32
PE（现价）	52	42	21	14
PB	6.6	5.7	4.5	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 28 日收盘价）

银泰黄金：在产矿山增储扩产，芒市金矿带来新增长点

坐拥国内高品位金矿，扩产增储前景广。截至 2021 年，公司共拥有 5 个矿山企业，其中华盛金矿为公司 2021 年 9 月收购的矿山，目前处于停产待恢复状态，其余 4 个为在产矿山，其东安金矿、板庙子金矿、青海大柴旦矿区主产金矿，玉龙矿业为银铅等多金属矿山，各矿山合计保有资源量金金属量 170.45 吨，银金属量 7154.06 吨，铅+锌金属量达 107.64 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨。

各矿山扩产增储稳步推进：1）东安金矿：选厂改造完成，产能从 750 吨/日提升至 1250 吨/日，供矿量的上升带来产金量的增肌；2）青海大柴旦：目前细晶沟采矿项目和青龙沟金矿（扩建）采矿项目“探转采”工作正在积极推进中，预计

“探转采”完成后，细晶沟金矿、青龙沟金矿的产能将分别为 60 万吨/年、80 万吨/年可实现产量大幅提升；3）华盛金矿：复产工作积极推进，目前正在申请证载 120 万吨产能，复产后预计可产出 3-4 吨矿产金。

高资源品位铸造成本优势，稳定公司经营业绩。公司旗下金矿矿山是国内少有高品位矿山，其中黑河银泰东安金矿为国内品位最高、最易选冶金矿之一，在成本方面具备明显优势，公司 2021 年 3 座在产矿山的考虑摊销后的克金平均成本仅为 148 元/克，处于国内矿山企业的成本曲线左侧，华盛金矿作为待复产矿山，采用露天开采技术，成本较低，高品质的资源保障业绩的稳定。

玉龙矿业盈利能力强，产能扩张顺利。玉龙矿业白银储量丰富，盈利能力优良，2021 年开始，公司推进玉龙矿业 2000 吨/日的选矿厂保温技术改造工作，同时推进原有 1400 吨/日的选矿厂改扩建工程，生产能力提升至 3000 吨/日，随着采选系统升级完成，目前玉龙矿业具备 5000 吨/天选厂的全面全年生产能力。2022 年一、二季度受冬奥会环保要求和设备调试影响，矿山未能正常生产，预计 2023 年新产能投产后玉龙矿业产出量将出现明显提升。

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 2022-2024 年分别实现净利润 12.57、19.62、24.07 亿元，同比增速分别为-1.3%/56.1%/22.7%，按照 12 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 24、15、12 倍，维持“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10：银泰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）	9,040	9,422	11,217	12,418
增长率（%）	14.3	4.2	19.0	10.7
归属母公司股东净利润（百万元）	1,273	1,257	1,962	2,407
增长率（%）	2.5	-1.3	56.1	22.7
每股收益（元）	0.46	0.45	0.71	0.87
PE（现价）	23	24	15	12
PB	2.8	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 28 日收盘价）

湖南黄金：锑龙头，湖南黄金资源整合平台

黄金为主、锑为特色。公司为湖南黄金集团唯一上市平台，实控人为湖南省国资委，截至 2021 年末公司保有资源量金 144.0 吨，锑 29.3 万吨，钨 10.0 万吨。公司主力矿山为“沅陵沃溪金锑钨矿”、“平江黄金洞金矿”和“平江万古金矿”，现有规模化生产线黄金冶炼产能 80 吨/年、精锑冶炼 3 万吨/年。公司矿产金产量规模近年来在 5 吨左右。根据公司 “十四五”规划，到 2025 年，力争实现自产黄金 10 吨，利润 10 亿元的战略目标。

省内资源整合，积极推进甘肃加鑫探转采。2021 年公司与控股股东签订《行业培育协议书》，拥有平江县黄金矿产项目优先购买权。2022 年 2 月 8 日，子公

司黄金洞矿业与巨龙矿业签订《探矿权转让合同》以收购平江县曲溪金矿探矿权，推动平江县资源整合。公司旗下的甘肃加鑫 4 个探矿权完成矿产资源储量评审备案工作，目前积极推进探转采。

锑价高位，光伏用锑成新需求增长点。随着光伏行业的快速发展；光伏玻璃澄清剂领域用锑需求有望快速增长，供应端全球锑矿产量近年来持续下行，预计锑供需格局或将推动锑价中枢上行，公司作为锑领域龙头，充分受益于下游光伏行业的快速发展。

股权激励绑定员工利益，彰显公司发展信心。2022 年 8 月公司公告股权最新激励草案，计划授予管理层和核心技术人员 46 人合计 864 万股限制性股票，占总股本的 0.72%，解禁条件包括 ROE、净利润增长率、应收账款周转率等指标，还要求不低于对标企业 75%分位数或同行业平均水平。

投资建议：公司矿产种类丰富，内外同时开拓矿产资源，锑价受益于光伏发 展，我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 4.52、5.64、6.87 亿元，同比增速分别为 24.4%/24.9%/21.7%，按照 12 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 34、28、23 倍，维持“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11：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	23,950	26,749	29,750
增长率（%）	32.2	20.7	11.7	11.2
归属母公司股东净利润（百万元）	363	452	564	687
增长率（%）	61.3	24.4	24.9	21.7
每股收益（元）	0.30	0.38	0.47	0.57
PE（现价）	43	34	28	23
PB	2.8	2.7	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 28 日收盘价）

中国黄金国际：中国黄金集团海外资产平台，估值待修复

央企中国黄金集团控股，主营矿山金和矿山铜。公司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。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，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，抵扣副产后铜的总生产成本为 1.42 美元/磅。

长山壕金矿探矿增储工作取得重大进展，降本增效取得积极成效。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，2022 年上半年黄金产量 2.36 吨，同比+12.6%，现金生产成本为 878 美元/盎司，同比-13.7%，单位生产成本为 1,489 美元/盎司，同比-2.9%，降本增效明显。

甲玛矿提高低品位矿石利用率，灵活调整生产组织。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。截至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。2022 上半年黄金产量 1.5 吨，同比-15.9%。铜产量 4.3 万吨，同比-6.1%，铜生产成本为 2.4 美元/磅，同比+14.6%，主要是甲玛矿继续加大低品位矿利用率，主动调整生产组织所致，生产技术和管理制度仍在持续优化。

中国黄金集团海外资产平台，有望获得股东资产注入。中国黄金集团 2012 年开始陆续收购了海外中小型金铜矿，包括吉尔吉斯库鲁铜金矿、刚果布铜铅锌矿、俄罗斯金矿等矿山项目。其中，吉尔吉斯库鲁铜金矿的铜金属量 102.26 万吨，铜平均品位 0.60%；金金属量 97.36 吨，金平均品位 0.56 克/吨；银金属量 372 吨，银平均品位 2.15 克/吨。这几个矿山的资产基本面都在持续改善过程中，时机成熟时会推进来自控股股东资产的注入。

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 2022-2024 年分别实现净利润 2.63、2.84、3.01 亿美元，同比增速分别为-2%/8%/6%，按照 12 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 4、4、4 倍。维持“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12：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	1190	1222	1243
增长率（%）	32	5	3	2
归属母公司股东净利润（百万美元）	267	263	284	301
增长率（%）	139	-2	8	6
每股收益（美元）	0.67	0.66	0.72	0.76
PE（现价）	4	4	4	4
PB	0.94	0.64	0.97	0.97

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 28 日收盘价）

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，优质金矿资源待开发。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%。

公司下设五个金矿，重点工程辽上金矿生产规模为 90 万吨/年，目前已进入基建阶段。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。此外，公司背靠江铜集团，江西铜业子公司江西黄金的权益将转让给恒邦股份。目前正在沟通石坞金矿产证办理方案，在江西黄金下属金矿取得相关证照并具备开采条件后，江西铜业将在 12 个月内启动江西黄金权益转让给恒邦股份的工作。

万国矿业持续保障原料供应。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、炟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。今年上半年万国矿业实现营业收入 3.3 亿元，净利润 8672.6 万元，其子公司金岭矿业有限公司的金岭金矿近期已开始试生产，出口由堆浸作业完成的首批约 72 公斤的金锭，生产建设情况良好。

发行可转债募资，加强产业布局。2022 年 8 月，恒邦股份通过公开发行可转债的方式募集资金 31.6 亿元，用于投资建设含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目并配合补充流动资金，进一步强化了公司产业布局。含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目达产后将具备年产能金锭 11.49 吨、银锭 210.17 吨、A 级铜 8.5 万 吨、硫酸 37.9 万吨，项目建设周期为 2 年。

高纯新材料的研制及产业化项目持续推进。2020 年底，公司高纯新材料研制及产业化项目一期工程成功投产，建成一套年产 10 吨 6-7N 高纯砷示范生产线，产出合格 7N 高纯砷产品。高纯新材料的研制及产业化项目二期实验室生产工艺已全线打通，目前处于小规模试验生产阶段，预计 2023 年可扩大生产规模。高纯新材料的研制打破半导体原材料国外垄断局面，形成新增长点。

投资建议：公司冶炼技术领先，产线扩展逐步深入，我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 5.79、6.27、6.79 亿元，同比增速分别为 27.3%/8.2%/8.3%，按照 12 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 21、19、18 倍，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13：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	43,750	48,240	48,742
增长率（%）	14.8	5.7	10.3	1.0
归属母公司股东净利润（百万元）	455	579	627	679
增长率（%）	24.2	27.3	8.2	8.3
每股收益（元）	0.40	0.50	0.55	0.59
PE（现价）	27	21	19	18
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 12 月 28 日收盘价）

盛达资源：银业龙头成长可期

国内银业龙头，白银储能优势突出。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，其中前四个为在产矿山，公司拥有 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。

产能扩张+并购资源，公司成长性良好。银都矿业已取得 1.43 平方公里拜仁达坝银多金属矿普查的探矿权证，未来将积极有序推动银都矿业相关探转采工作；

金山矿业年产规模正由48万吨改扩建至90万吨;东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿，已取得的《采矿许可证》生产规模为 25 万吨/年，目前正在开展矿山建设前的准备工作，该矿区建成后将作为银都矿业的分采区，直接为银都矿业供矿；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。除白银产能扩张外，金山矿业 3.5 万吨一水硫酸锰项目已建设完成并投产，也完成了对银、锰、金的有 效提取和利用。

资源并购方面，公司拟收购贵州最大铅锌矿床猪拱塘，该矿山已备案铅锌金属资源量达 327.44 万吨。完成该矿山收购有望大幅增厚公司的铅锌等金属资源储量，目前正积极推进。

控股金业环保，构建城市矿山新能源产业链。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）。随着新能源车行业的快速发展，锂电材料需求前景良好，金业环保聚焦二次镍的资源化利用，大力发展电池级硫酸镍的生产能力。

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，我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 4.33、4.90、5.79 亿元，同比增速分别为 2.6%/13.2%/18.2%，按照 12 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 20、18、15 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14：盛达资源盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,638	1,792	2,029	2,295
增长率（%）	0.0	9.4	13.2	13.1
归属母公司股东净利润（百万元）	422	433	490	579
增长率（%）	45.1	2.6	13.2	18.2
每股收益（元）	0.61	0.63	0.71	0.84
PE（现价）	21	20	18	15
PB	3.4	2.9	2.6	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 28 日收盘价）

6 风险提示

1）美联储加息超预期风险。若美联储加息力度超预期，或将带来名义利率大幅上升风险，使持有黄金的机会成本抬升，从而对金价形成下行压力。

2）美国经济软着陆风险。若美国经济软着陆，美联储货币政策或难以转鸽，实际利率或将上行压制金价，经济软着陆下美元指数偏强势，利空金价。

3）央行购进需求不及预期的风险。若全球央行对黄金的配置意愿不及预期，购金需求没有明显增长，或将导致金价上行幅度不及预期。

插图目录

图 1： 近期 GDP 增速放缓 3
图 2： PMI 指数已跌破荣枯线 3
图 3： 消费信心指数呈现持续下降趋势 3
图 4： 失业率已出现回升迹象 3
图 5： 期限利差倒挂平均领先于 GDP 增速见底约 1.5 年 4
图 6： 期限利差倒挂后通常伴随着货币政策的宽松 5
图 7： 预测 2023 年利率峰值将超过 5% 6
图 8： 基准利率与 10 年期国债利率出现背离 6
图 9： 实际利率与金价呈现负相关关系 7
图 10： 美元指数与黄金呈现负相关关系 7
图 11： 滞胀时期 CPI 与 GDP 成反向关系 8
图 12： 滞胀时期实际利率处于低位，金价 70-80 年间涨幅达 1400% 9
图 13： 滞胀时期大宗商品相对涨幅明显 10
图 14： 1960-70S 财政赤字开始逐步放大 11
图 15： 2020 年美国财政赤字调升并达到历史顶峰 11
图 16： 货币供应量增速远超 GDP 增速，对通胀形成深度传导 11
图 17： 石油天然气资本开支 12
图 18： 煤炭资本开支 12
图 19： 铜矿未来供应增量不足（单位：千吨/年） 12
图 20： 薪酬指数同比升高，劳动参与率难恢复 12
图 21： 央行加速黄金储备时黄金迎来新一波行情 13
图 22： 各国央行黄金持有量占比（截至 2022 年 9 月） 14
图 23： 2022 年全球央行总资产占比 14
图 24： 疫情以来主要国家货币大幅超发 14
图 25： 美国资产负债表规模疫后翻倍增长 14
图 26： 2000-2022 年主要国家央行黄金资产储备占总资产比例 15
图 27： 2010-2022Q3 央行黄金购买量明显增加 15
图 28： 美债持有量下降 15
图 29： COMEX 黄金及白银库存量 16
图 30： 1980 年至今，金银比价中枢围绕 40-80 运行 17
图 31： 金银比与 PMI 整体呈反向变动趋势 18
图 32： 2012-2021 全球白银供应量及同比变化（单位：吨） 19
图 33： 2021 年世界各国白银储量占比 19
图 34： 2021 年中国各省白银储量占比 19
图 35： 2013-2021 全球白银需求及同比变化（单位：吨） 20
图 36： 2021 年全球白银需求分布 20
图 37： 2013-2021 光伏用银需求及同比增速 21
图 38： 光伏用银需求占比提升 21
图 39： 2013-2021 全球白银供给缺口（单位：吨） 21

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 1
表 1： 12 月份议息会议对 2023 年经济的预测有所下调 4
表 2： 期限利差倒挂距离与利率政策变化时间统计 5
表 3： 滞胀时期大类资产涨跌幅 10
表 4： 金银比下降的区间对应 PMI 的上升区间 18
表 5： 贵金属行业重点关注个股 22
表 6： 山东黄金盈利预测与财务指标 23
表 7： 招金矿业盈利预测与财务指标 24
表 8： 中金黄金盈利预测与财务指标 25
表 9： 赤峰黄金盈利预测与财务指标 26
表 10： 银泰黄金盈利预测与财务指标 27
表 11： 湖南黄金盈利预测与财务指标 28
表 12： 中国黄金国际盈利预测与财务指标 29
表 13： 恒邦股份盈利预测与财务指标 30
表 14： 盛达资源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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026