

# 贵金属行业研究

买入（首次评级）

行业深度研究

证券研究报告

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）  
 lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋  
 songyang@gjzq.com.cn

联系人：陈凯丽  
 chenkailli@gjzq.com.cn

## 金牛将启，银亦相随

### 美联储加息周期尾端，美债收益率曲线倒挂无法持续

观察自 1988 年以来的美债收益率曲线倒挂情形，可以发现倒挂持续时间约为 6-12 个月，美国“大滞胀”时期（1965-1982 年）的两次倒挂分别持续 20 个月和 14 个月。目前美国 PCE 物价指数与 1982 年较为接近，大滞胀尾部时期美债收益率曲线倒挂持续了约 14 个月。本轮倒挂始于 22 年 7 月份左右，倒挂最长或将持续至 23 年三季度左右。

### 通胀有所回落，达到美联储目标仍需时日

据 Wind，22 年 12 月美国 CPI 同比增长 6.5%，相较 6 月份的 9.1% 持续回落，但 12 月核心 CPI 同比增长 5.7%，依然处于相对高位，而导致目前核心通胀依然处于高位的分项主要为住房通胀和非住房相关的核心服务。我们发现前置 16 个月的美国房价指数的变化趋势可以较好的与美国 CPI 住宅分项匹配，房价指数前置指标从 2022 年 11 月到 2023 年 9 月经过震荡后，从 2023 年 10 月开始持续向下。从这一指数领先意义来看，预计美国 CPI 住房分项 CPI 同比增速或将从 2023 年 Q3-Q4 开始下降，进而引导美国核心 CPI 同比增速有所走弱，推动美国即期通胀下移。

### 美债中长端实际利率高位平坦化持续时间有限

实际利率的扁平化或者倒挂无法长期维持，最终的趋势是期限利差再次拉大，而在目前的利率中枢背景下，实际利率期限利差的走扩需要短端实际利率运行中枢的下移，也即在通胀预期期限结构稳中略降或者不降的背景下，中短期名义利率出现更大幅度的下移。我们认为美联储或将在 23Q3-Q4 释放部分降息预期，在 23Q4 及以后逐步实施，而预期释放阶段或将导致美债名义利率曲线逐步回摆，进而导致实际利率期限利差再次走扩，不同期限利率中枢整体下移，有利于推动黄金价格进一步上涨。

### ETF 持仓有待提高，22Q3 全球央行大幅购金

据世界黄金协会数据，全球央行在 22Q3 增持黄金储备 399.27 吨，为 2010 年以来单季度最大增幅。22 年 11 月和 12 月，中国央行黄金储备出现了自 2019 年 8 月以来的再次增长，央行两个月合计增持黄金储备 200 万盎司，最终规模达到 6464 万盎司。复盘央行历史上多次购金时点，对于后续金价具有较强的指导意义。

### 绝对价格相对高位，但上行空间依然较大

铜金比价的走势与美债名义利率的走势相关性较强，后期随着美债名义利率的回调，预计铜金比价也将有所回调，而我们认为 23 年铜价将维持高位，24 年有望进一步上涨。铜金比的回调在铜价稳中有升的背景下，需要金价的涨幅超过铜价的涨幅，因此我们认为从相对比价角度来看，金价也存在进一步上行的动力。

### 金银比价与白银库存存在正相关性

后续银价表现是否能够超越金价，我们认为需要跟多关注白银供需的是否改善以及库存下降是否具备持续性。在相关条件不完全具备的情况下，银价对金价更多是跟随性上涨。

### 投资建议

美债名义利率曲线倒挂无法长期维持，后续需以短端利率大幅下行完成收益率曲线转正，我们预计美联储或将在 23Q3-4 释放降息预期或者进行降息操作，而通胀端住房租金和劳动力工资下降需要时间，因此预计实际利率中枢将因此而下降，推升黄金价格。建议关注泰银黄金、山东黄金、赤峰黄金、紫金矿业等标的。金价上涨带动白银价格同步走强，建议关注白银龙头盛达资源。

### 风险提示

美联储加息幅度超预期、美国通胀持续性超预期、贵金属价格大幅下跌。

## 内容目录

一、名义利率：美联储加息周期尾端，美债收益率曲线倒挂无法持续.....	6
1. 美联储加息周期尾端，23H1 加息幅度或将逐步放缓.....	6
2. 美债收益率曲线倒挂无法持续，23H2 曲线结构将逐步转正.....	6
二、通胀&通胀预期：通胀有所回落，达到美联储目标仍需时日.....	7
1. 短端通胀略有回落，核心通胀依然位于高位.....	7
2. 房价拐点预示 CPI 住房分项拐点将至.....	8
3. 劳动力市场依然紧缺，时薪数据边际走弱.....	8
4. 中长期通胀预期冲高回落，但依然高于美联储合意水平.....	11
三、实际利率&金价：美债中长端实际利率高位平坦化持续时间有限.....	11
四、ETF 持仓&央行购金：ETF 持仓有待提高，22Q3 全球央行大幅购金.....	12
五、绝对金价&相对金价：绝对价格相对高位，但上行空间依然较大.....	13
六、白银：金银比价与白银库存存在正相关性.....	14
七、贵金属板块上市公司.....	15
1. 银泰黄金：成本优势突出的高成长性黄金新贵.....	15
2. 山东黄金：老牌黄金巨头，持续并购焕发长期增长新活力.....	16
3. 赤峰黄金：成长优势明显的黄金矿企，中重稀土打造第二成长曲线.....	18
4. 紫金矿业：国际矿业巨头，黄金资源持续放量.....	20
5. 中金黄金：中国黄金集团孵化注资，助力公司长期发展.....	23
6. 湖南黄金：黄金与锑金属并重，光伏小金属贡献第二增长极.....	25
7. 华钰矿业：塔铝金业逐步爬产，金锑产量同步增长.....	27
8. 招金矿业：海域金矿建设蓄力长期成长.....	29
9. 盛达资源：国内白银龙头乘风而起.....	31
八、投资建议.....	34
九、风险提示.....	34

## 图表目录

图表 1: 美债短端利率随加息持续上涨 (%)	6
图表 2: 近一年美债收益率曲线逐步倒挂 (%)	6
图表 3: 美债利差倒挂与美国经济衰退概率	6
图表 4: 美国经济衰退概率与 GDP 环比变化率	6
图表 5: 美国 PMI	7
图表 6: 美国非制造业 PMI 分项	7
图表 7: 美国通胀及通胀预期 (%)	8
图表 8: 美国核心 CPI 维持高位 (%)	8
图表 9: 美国 CPI 住宅同比增速 (右, %) 与 20 个大中城市房价指数同比 (%)	8
图表 10: 美国新增非农就业数据 (千人)	9
图表 11: 美国新增非农分项数据 (千人)	9
图表 12: 服务生产新增非农就业分项 (千人)	9
图表 13: 商品生产新增非农就业分项 (千人)	9
图表 14: 美国失业率 (季调, %)	10
图表 15: 美国劳动力参与率 (%)	10
图表 16: 美国失业率预测 (% , 22-25 年为预测值)	10
图表 17: 美国职位空缺率/失业率	10
图表 18: 美国时薪增速 (环比: 右, %)	11
图表 19: 美国服务生产领域分行业薪资增速 (%)	11
图表 20: 美国通胀预期期限结构 (%)	11
图表 21: 美国 PCE 通胀预测 (% , 22-25 为预测值)	11
图表 22: 不同期限美债实际利率 (%) 与金价	12
图表 23: 美债长期实际利率 (%) 与金价 (美元/盎司)	12
图表 24: 美债实际利率期限结构 (%)	12
图表 25: 黄金 ETF 持有量与金价 (美元/盎司)	13
图表 26: 金价 (美元/吨) 与 COMEX 持仓量 (万张)	13
图表 27: 全球央行购金 (吨)	13
图表 28: 人民银行黄金储备与金价 (美元/盎司)	13
图表 29: 剔除 CPI 的实际金价 (美元/盎司/美国 CPI)	14
图表 30: 金铜比与美债收益率 (% , 右)	14
图表 31: 金银比价与白银库存存在正相关性	14
图表 32: 公司下属 4 座黄金矿山与一座铅锌银多金属矿	15

图表 33:	合质金自 18 年起贡献营收及利润 (百万元)	15
图表 34:	22H1 合质金产品毛利占比达 86% (百万元)	15
图表 35:	21 年末公司金权益资源量 134.6 金吨	16
图表 36:	公司黄金板块毛利率水平显著高于同行	16
图表 37:	公司合质金产销量逐年提升	16
图表 38:	国资背景控股股东有望持续注入优质资产	17
图表 39:	公司营收连续多年持续增长 (百万元)	17
图表 40:	公司利润主要来自于自产金 (百万元)	17
图表 41:	21 年底公司权益资源量达到 1280.6 吨	17
图表 42:	公司自产金量位于国内前列	18
图表 43:	推进探矿增储、聚焦资源开发	18
图表 44:	公司通过下属子公司开展黄金、有色金属采选业务	19
图表 45:	21H1 黄金营收占比达 83% (百万元)	19
图表 46:	22H1 黄金毛利占比达 82% (百万元)	19
图表 47:	测算得 21 年末公司保有黄金资源权益量万吨	19
图表 48:	公司矿产金产量快速上升	20
图表 49:	公司通过技改项目提升产量及回收效率	20
图表 50:	公司业务分为五大板块, 由下属子公司分别展开	21
图表 51:	21 年黄金营收占比 52% (单位: 百万元)	21
图表 52:	21 年黄金毛利占比 23% (单位: 百万元)	21
图表 53:	公司金矿保有资源权益量达 2456.65 吨	22
图表 54:	公司黄金产量显著提升	22
图表 55:	金矿改扩建预计带来产量增量	23
图表 56:	控股股东持续进行资产注入	23
图表 57:	黄金板块营收稳定 (单位: 百万元)	23
图表 58:	金、铜贡献 82%毛利 (单位: 百万元)	23
图表 59:	21 年底公司保有黄金资源储量 510.5 吨	24
图表 60:	公司黄金产量稳定 (吨)	25
图表 61:	公司通过下属子公司开展黄金、锑等有色金属采选业务	25
图表 62:	公司营收规模持续攀升 (百万元)	26
图表 63:	金锑产品贡献主要毛利 (百万元)	26
图表 64:	保有黄金金属量跃升后稳定增长	26
图表 65:	冶炼金产量占比提升	27
图表 66:	公司海内外均有矿山资源布局	27
图表 67:	营收波动主要源于贸易业务规模变化	28

图表 68:	21 年毛利润增长 18%.....	28
图表 69:	公司白银权益储量 1,254.2 吨.....	28
图表 70:	公司采选业务依赖扎西康矿山.....	29
图表 71:	21 年矿银产量增长 2%.....	29
图表 72:	公司尚有 4 项在建工程 (万元) .....	29
图表 73:	公司形成采选冶一体化黄金产业链.....	29
图表 74:	黄金业务收入占比约 90% (百万元) .....	30
图表 75:	公司 22 年毛利润同比回升.....	30
图表 76:	截至 21 年底公司黄金权益储量达到 391.43 吨.....	30
图表 77:	22H1 矿金产量同比增长 62%.....	31
图表 78:	两大金矿达产后增加黄金产量 21-26 吨/年.....	31
图表 79:	“原生矿产资源+城市矿山资源”协同布局.....	32
图表 80:	营收结构向主营业务优化 (百万元) .....	33
图表 81:	公司毛利润稳中上涨 (百万元) .....	33
图表 82:	公司白银权益储量达 5672.45 万吨.....	33
图表 83:	公司白银产量整体稳定.....	34
图表 84:	18-21 年黄金产量 CAGR=9.5%.....	34
图表 85:	已有矿山加速建设+外部收购提升核心竞争力.....	34

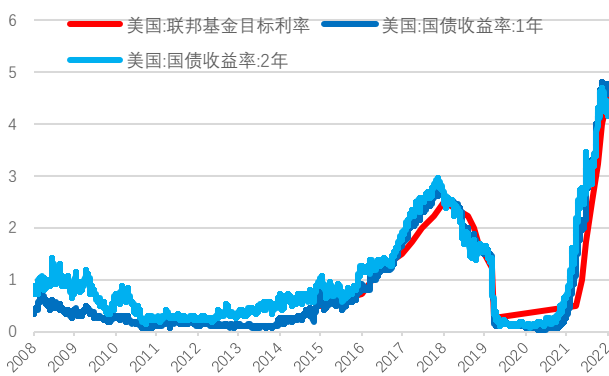
## 一、名义利率：美联储加息周期尾端，美债收益率曲线倒挂无法持续

### 1. 美联储加息周期尾端，23H1 加息幅度或将逐步放缓

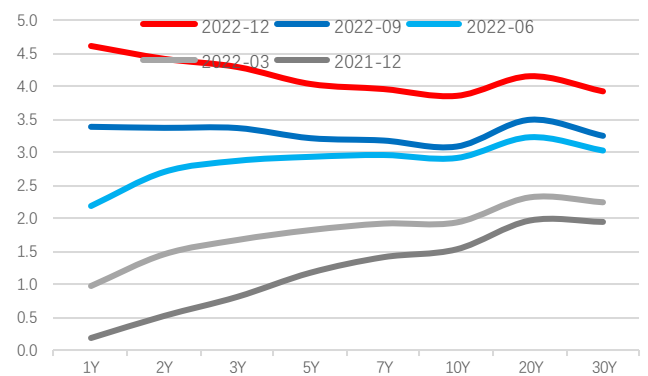
2022年3月16日，美国联邦储备委员会宣布上调联邦基金利率目标区间25个基点到0.25%至0.5%之间，自此开始了本轮加息周期。截止目前，美联储年内共实现7次加息，将联邦基金利率目标区间上调到4.25%至4.5%之间。在今年连续4次以75个基点提高联邦基金利率目标区间以后，最近一次只提高了50个基点，单次加息幅度有所放缓，符合市场预期。

23年3月前美联储累计加息50个基点，每次分别加息25个基点的概率较大。截止23年1月12日，CME“美联储观察”显示：美联储2月加息25个基点至4.50%-4.75%区间的概率为76.3%，加息50个基点的概率为23.7%；到3月累计加息25个基点的概率为17.7%，累计加息50个基点的概率为64.1%，累计加息75个基点的概率为18.2%。

图表1：美债短端利率随加息持续上涨（%）



图表2：近一年美债收益率曲线逐步倒挂（%）



来源：Wind，国金证券研究所

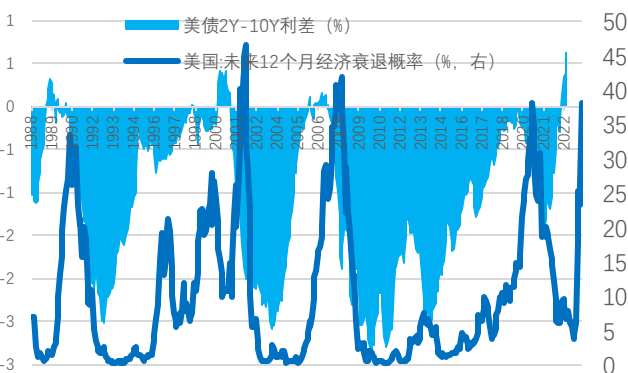
来源：Wind，国金证券研究所

本轮美联储加息周期的启动叠加全球范围内通胀持续高位，美债收益率曲线逐步从正向结构转为倒挂。美债收益率曲线短端主要受到美国货币政策影响，而长端更多受到美国经济长期潜在增速、美国财政政策以及技术进步速度等因素影响。

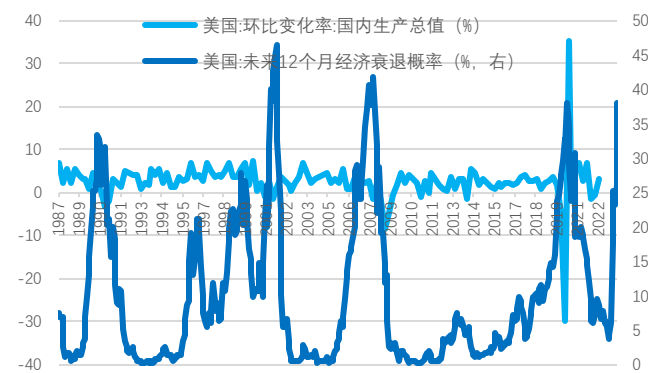
### 2. 美债收益率曲线倒挂无法持续，23H2 曲线结构将逐步转正

观察自1988年以来的美债收益率曲线倒挂情形，可以发现倒挂持续时间约为6-12个月，美国“大滞胀”时期（1965-1982年）的两次倒挂分别持续20个月和14个月。目前美国PCE物价指数与1982年较为接近，大滞胀尾部时期美债收益率曲线倒挂持续了约14个月。本轮倒挂始于22年7月份左右，如果按照过去几轮的倒挂持续时间推算，倒挂最长或将持续至23年三季度左右。

图表3：美债利差倒挂与美国经济衰退概率



图表4：美国经济衰退概率与GDP环比变化率



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

曲线倒挂结构的结束需要长短端利率同时下行，但是短端下行幅度会更大，长端下行幅度有限，总体名义利率运行中枢会有所下移。短端利率的下行需要美联储观察到长端利率高企导致的未来可能的经济衰退以及通胀的下行，而为了避免经济进入实质性衰退，货币政

策需要相机抉择提前做出降息等决策或者给予市场相应的预期。

据 Wind, 23 年 7 月美国经济衰退的概率为 17.63%, 而 23 年 8 月这一数字上升至 25.15%, 23 年 11 月跳升至 38.06%, 处于这一指标历史几轮波动区间的相对高位。

复盘过去四轮美国经济衰退概率上升的时间区间可以发现经济衰退概率与对应区间美国 GDP 环比是否连续两个季度走弱并没有直接的时间对应关系, 但是时间区间的前中后期还是会出现部分时间的 GDP 环比连续走弱。

(1) 2019 年 12 月至 2020 年 8 月: 美国经济衰退概率从 21.35% 升至 37.93%, 2020Q1 和 Q2 美国 GDP 出现环比负增长, 20Q3 美国 GDP 环比转正以后衰退概率开始持续走低。

(2) 2006 年 12 月至 2008 年 3 月: 美国经济衰退概率从 20.00% 升至 41.71%, 2008Q1 至 2009Q2, 除 2008Q2 以外, 美国 GDP 持续环比负增长, 此轮实质性衰退其实伴随着衰退概率的下行区间。

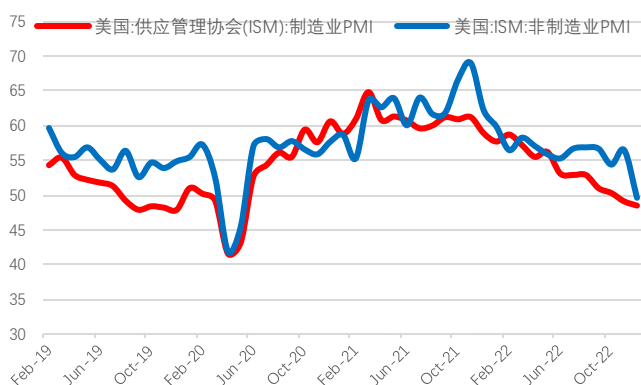
(3) 2001 年 3 月至 2001 年 12 月: 美国经济衰退概率从 21.45% 升至 46.32%, 此区间内只有 2001Q1 和 Q3 出现 GDP 环比负增长, 并未实质明显出现衰退。

(4) 1989 年 11 月至 1996 年 6 月: 美国经济衰退概率从 13.03% 升至 33.22%, 此区间内 GDP 均实现环比正增长, 但是此后的 1990Q4 和 1991Q1 出现了环比负增长。

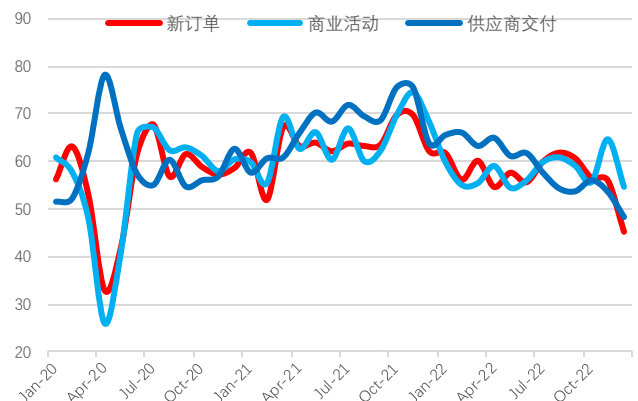
站在目前时点上看, 美国经济衰退概率在未来 12 个月持续上升, 22Q1 和 Q2 美国 GDP 出现环比下滑, 但是 22Q3 环比再次实现正增长, 总体韧性尚可。

但是从 PMI 角度来看, 美国 ISM 制造业 PMI 自 21 年 9 月开始持续回落, 在 22 年 11 月跌破荣枯线, 22 年 12 月收于 48.4 的相对低位。而 22 年 12 月美国 ISM 非制造业 PMI 相对 11 月出现大幅下滑, 跌破荣枯线收于 49.6。分项来看, 非制造业 PMI 中新订单、商业活动以及供应商交付等项目环比出现大幅下滑。

图表5: 美国 PMI



图表6: 美国非制造业 PMI 分项



来源: Wind, 国金证券研究所

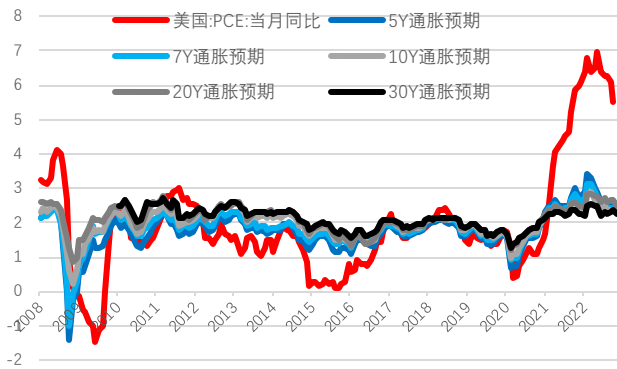
来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、通胀&通胀预期: 通胀有所回落, 达到美联储目标仍需时日

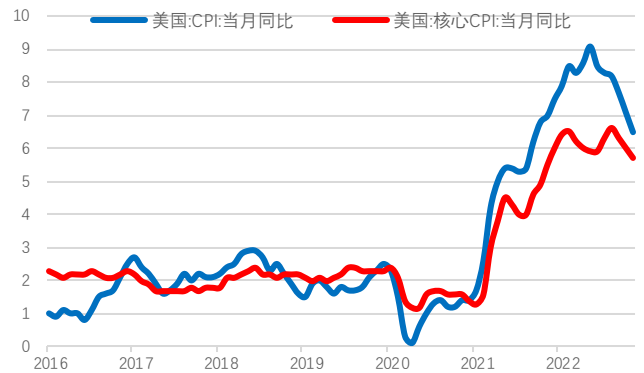
### 1. 短端通胀略有回落, 核心通胀依然位于高位

2020 年以来美国短端 PCE 通胀数据大幅抬升, 在全球主要原材料价格持续上涨的背景下, 中长端通胀预期也相应抬升。

图表7: 美国通胀及通胀预期 (%)



图表8: 美国核心CPI维持高位 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

据Wind, 22年12月美国CPI同比增长6.5%, 相较6月份的9.1%持续回落, 但12月核心CPI同比增长5.7%, 依然处于22年1月以来的相对高位, 而导致目前核心通胀依然处于高位的分项主要为住房通胀和非住房相关的核心服务。

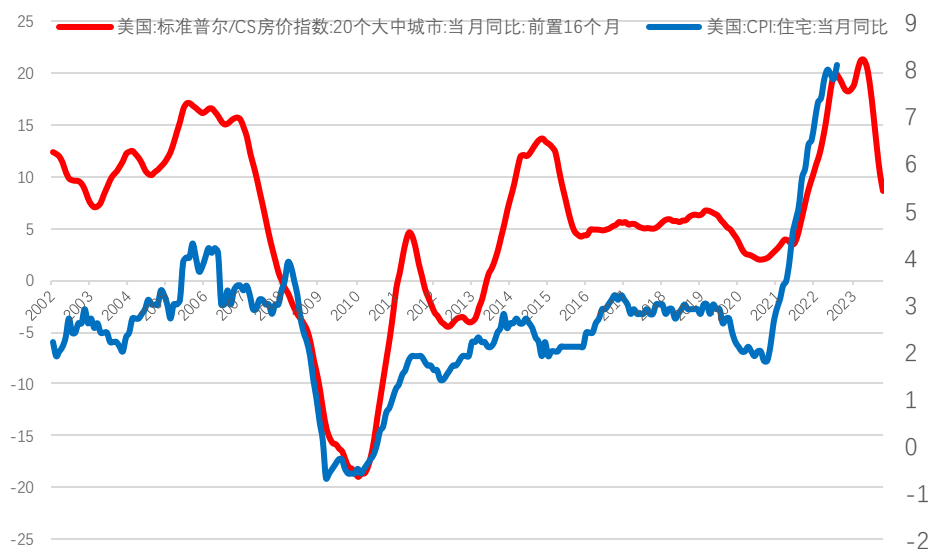
## 2. 房价拐点预示CPI住房分项拐点将至

据美国劳工部2022年12月数据, 美国CPI分项数据中, “住宅租金” 分项权重为7.45%, “业主自有住房等价租金” 分项权重为24.24%, 两项权重合计31.68%, 除食品和能源外的CPI (核心CPI) 权重合计为78.35%, 住房租金相关通胀占到核心CPI的40%左右, 由此可见住房租金相关通胀变化会对美国核心CPI产生较为显著影响。

22年12月未经季调的“住房租金” 分项CPI同比+8.3%, 环比+0.8%; “业主自有住房等价租金” 分项CPI同比+7.5%, 环比+0.8%。美国22年11月核心CPI为6%, 住房租金相关通胀是导致美国核心CPI依然处于高位的关键因素之一。

通过将美国20个大中城市房价指数同比增速前置16个月, 我们发现该指数的变化趋势可以较好的与美国CPI住宅分项匹配, 房价指数前置指标从2022年11月到2023年9月经过震荡后, 从2023年10月开始持续向下。从这一指数领先意义来看, 预计美国CPI住房分项CPI同比增速或将从2023年Q3-Q4开始下降, 进而引导美国核心CPI同比增速有所走弱, 推动美国即期通胀下移。

图表9: 美国CPI住宅同比增速 (右, %) 与20个大中城市房价指数同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 3. 劳动力市场依然紧缺, 时薪数据边际走弱

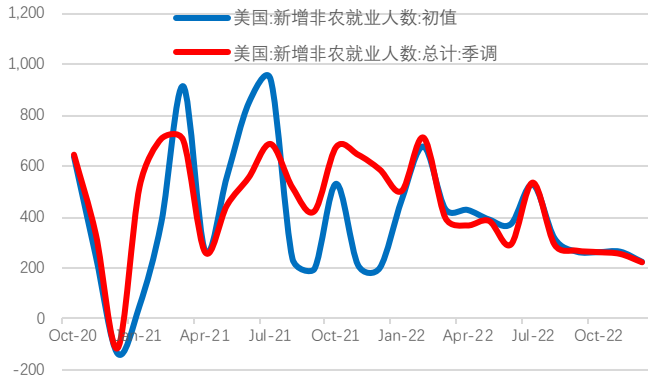
据Wind, 美国22年12月新增非农就业人数为22.3万人, 略高于预期的20万人, 但是低于11月的水平, 11月非农就业人数从此前的26.3万人季调为25.6万人。12月非农数



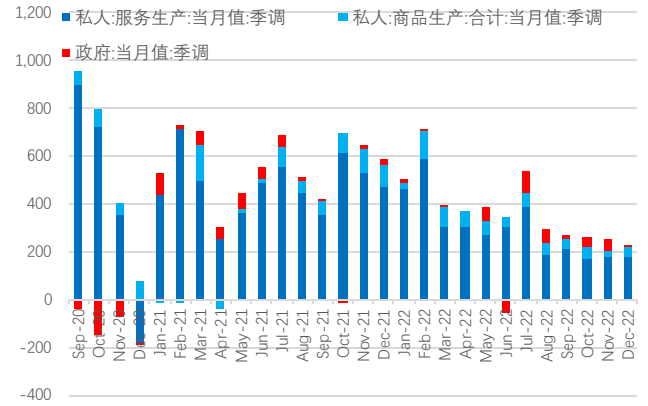
据虽然超预期，但是跌破 22 年 9-11 月的均值 26.2 万人。

分大项来看，美国 12 月商品生产新增非农就业 4 万人（环比+1.3 万人），服务生产新增非农就业 18 万人（环比+0.5 万人），政府新增非农就业 0.3 万人（环比-5.1 万人）。12 月非农数据环比走弱主因政府部门新增非农就业人数大幅下降。

图表10：美国新增非农就业数据（千人）



图表11：美国新增非农分项数据（千人）



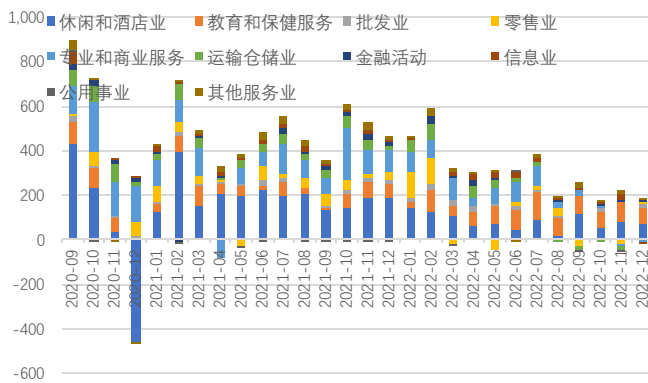
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

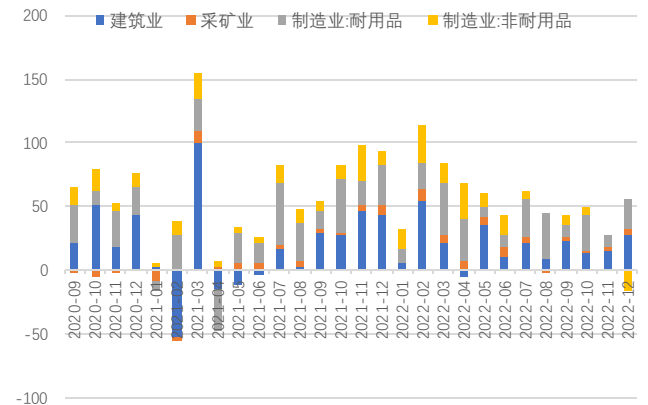
对于服务生产领域，绝对增量来看，教育和保健服务新增非农就业 7.8 万人，休闲和酒店业新增非农就业 6.7 万人，二者贡献了服务生产项的主要新增非农就业；相对增量来看，运输仓储业（环比+2.64 万人）、零售业（环比+2.58 万人）以及批发业（环比+1.34 万人）贡献了环比主要增量，而信息业（环比-2.7 万人）、休闲和酒店业（环比-1.2 万人）、教育和保健服务（环比-1.2 万人）以及其他服务业（环比-0.8）贡献了环比主要减量。

对于商品生产领域，绝对增量来看，建筑业新增非农就业 2.8 万人，制造业中的耐用品新增非农就业 2.4 万人，二者贡献了商品生产项的主要新增非农就业；相对增量来看，建筑业（环比+1.3 万人）和耐用品（环比+1.6 万人）贡献了环比主要增量，而非耐用品（环比-1.6 万人）贡献了环比主要减量。

图表12：服务生产新增非农就业分项（千人）



图表13：商品生产新增非农就业分项（千人）

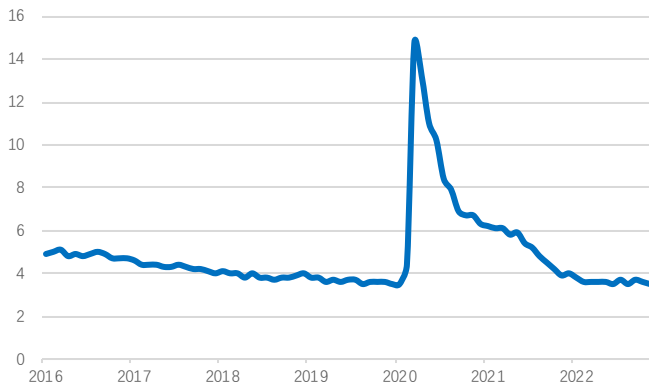


来源：Wind，国金证券研究所

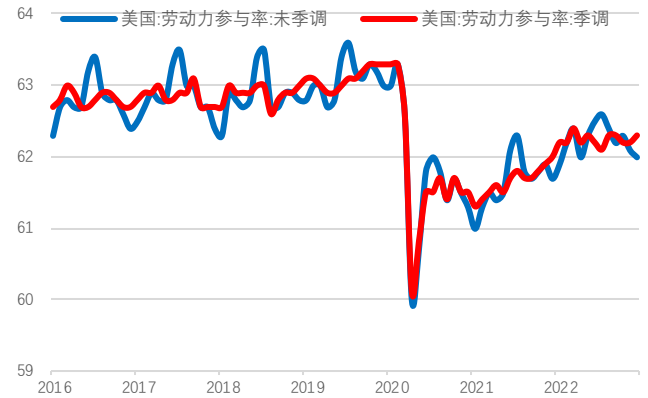
来源：Wind，国金证券研究所

据 Wind，22 年 12 月美国失业率为 3.5%，低于预期的 3.7%，同时低于前值 3.6%。从劳动力市场供给端来看，12 月美国劳动力参与率 62%，低于前值的 62.1%，为 22 年 2 月以来的相对低点。12 月季调后的美国劳动力参与率为 62.3%，高于前值的 62.2%，基本处于 21 年 12 月以来的相对区间。

图表14: 美国失业率 (季调, %)



图表15: 美国劳动力参与率 (%)

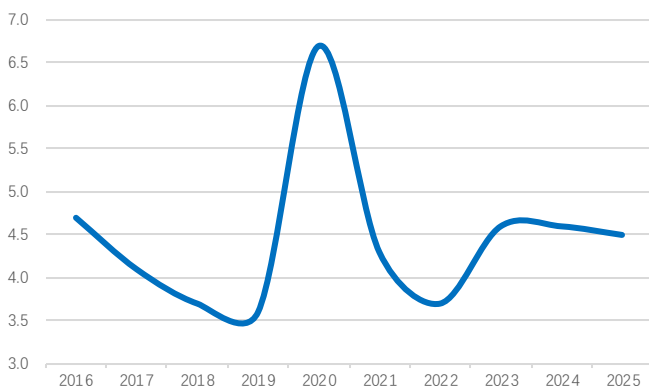


来源: Wind, 国金证券研究所

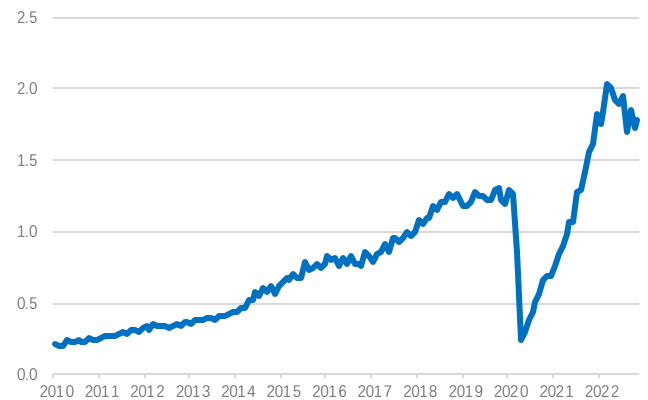
来源: Wind, 国金证券研究所

据 Wind, 美联储预计 2023 年美国失业率将从 22 年的 3.7% 上升至 4.6%, 并在 24-25 年持续维持高位。22 年 11 月美国职位空缺率/失业率为 1.78, 依然处于历史相对高点, 目前美国劳动力市场依然偏紧, 后续如果美国失业率有所上升, 则相关比值将会向下有所修复。

图表16: 美国失业率预测 (% , 22-25 年为预测值)



图表17: 美国职位空缺率/失业率



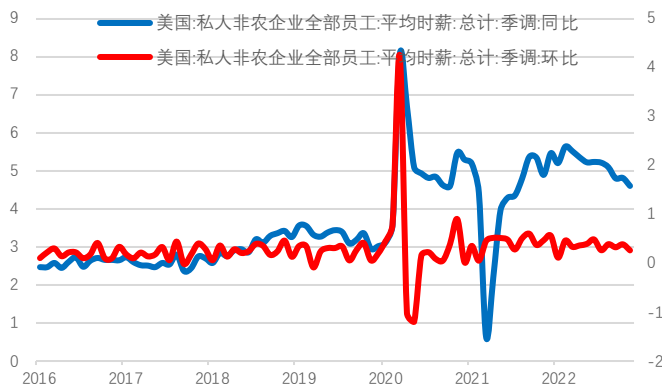
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

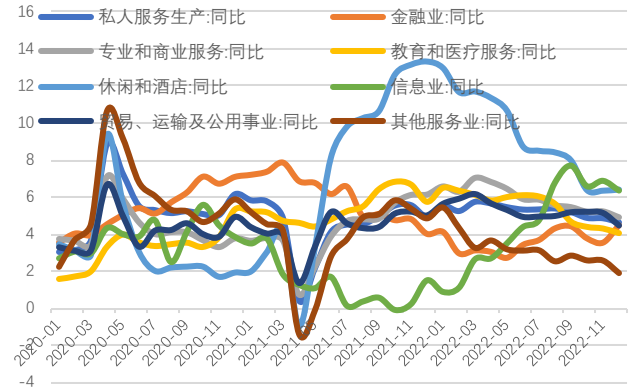
据 Wind, 22 年 12 月美国非农时薪同比+4.59%, 环比+0.27%, 同比和环比数据均低于预期和前值。非农时薪同比增速自 22 年 3 月以来持续走低, 劳动力工资对通胀端压力有所缓解。

分项来看, 22 年 12 月商品生产领域非农时薪同比+4.45%, 增速环比-8BP, 其中采矿业增速环比贡献+103BP, 而耐用品增速环比贡献-39BP。22 年 12 月私人服务生产领域非农时薪同比+4.63%, 增速环比-22BP, 其中贸易、运输及公用事业增速环比-67BP, 信息业增速环比-52BP, 私人服务生产领域只有休闲和酒店以及金融业时薪增速环比实现增长。

图表18: 美国时薪增速 (环比: 右, %)



图表19: 美国服务生产领域分行业薪资增速 (%)



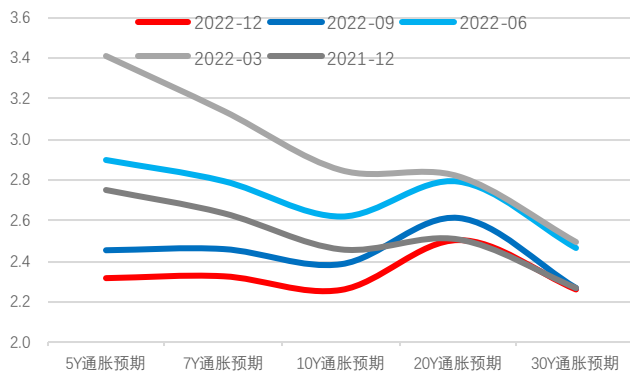
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

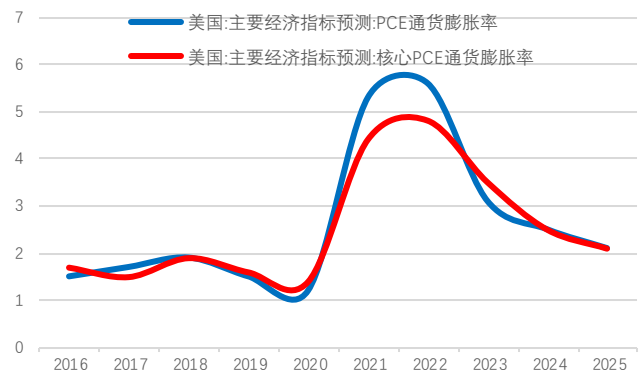
#### 4. 中长期通胀预期冲高回落, 但依然高于美联储合意水平

观察过去一年美国通胀保值债券收益率所反映的通胀预期发现, 通胀预期期限结构总体表现为倒挂结构, 通胀预期运行中枢总体保持冲高回落的态势。以22年12月的最新数据来看, 除了20年期略高以外, 其他期限均维持在2.2%-2.4%, 相较于美联储2%的通胀目标仍有一定下行空间。

图表20: 美国通胀预期期限结构 (%)



图表21: 美国 PCE 通胀预测 (% , 22-25 为预测值)



来源: Wind, 国金证券研究所

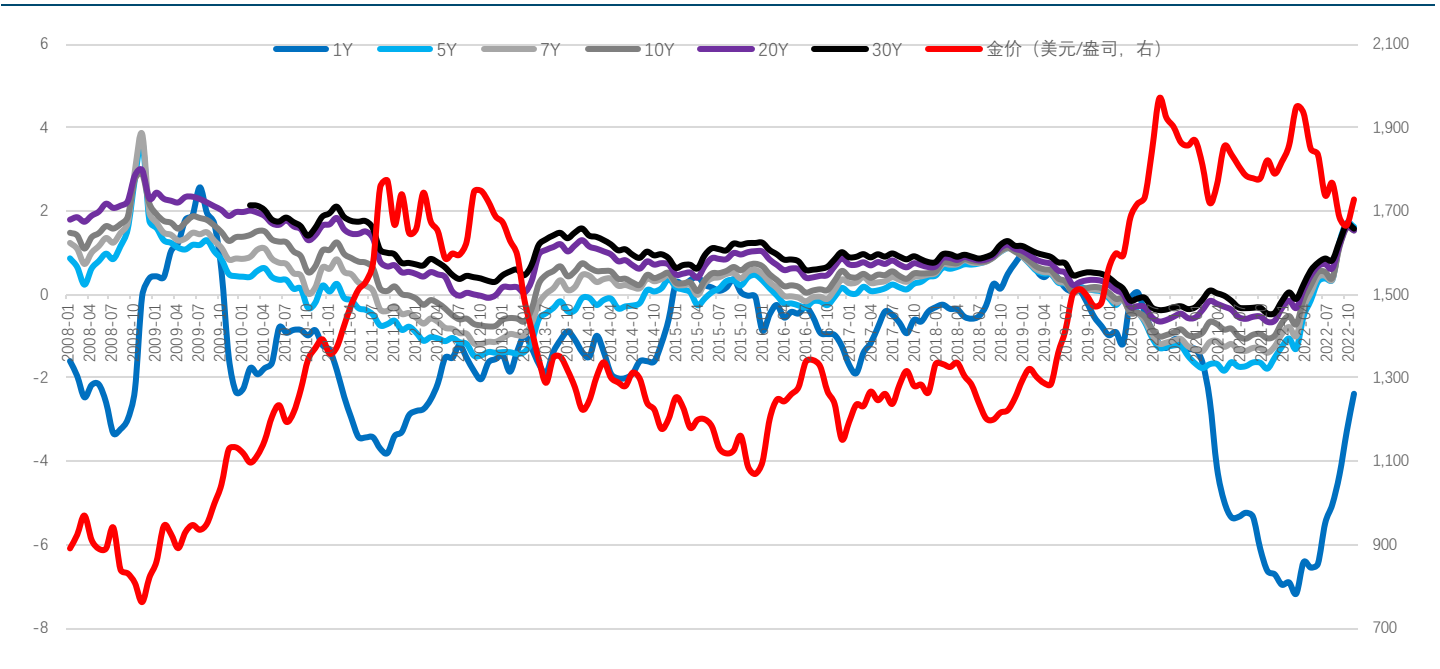
来源: Wind, 国金证券研究所

### 三、实际利率&金价: 美债中长端实际利率高位平坦化持续时间有限

黄金作为不生息资产, 其价格与美元信用体系息息相关, 如果考虑黄金租借利率, 黄金更类似一个负息债券, 不同期限的美债实际利率中枢趋势性下降时, 会促使部分投资者认为持有黄金的机会成本更低, 选择持有黄金进而导致金价上涨。

如前文所述, 本轮美联储加息周期使得美债名义利率曲线出现倒挂结构, 中长期通胀预期冲高回落的背景下, 美债实际利率期限结构在过去一年里逐步由正向结构变为倒挂结构, 短端实际利率抬升幅度高于中长端, 最终导致不同期限的实际利率中枢均有所上移, 对金价形成压制。22Q4 以来, 受益于美联储放缓加息节奏预期, 短端实际利率有所回调, 整个实际利率期限结构趋于平坦化, 期限利差较小。

图表22: 不同期限美债实际利率 (%) 与金价



来源: Wind, 国金证券研究所

复盘实际利率期限结构历史运行情况,类似美债名义利率倒挂结构,实际利率的扁平化或者倒挂无法长期维持,最终的趋势是期限利差再次拉大,而在目前的利率中枢背景下,实际利率期限利差的走扩需要短端实际利率运行中枢的下移,也即在通胀预期期限结构稳中略降或者不降的背景下,中短期名义利率出现更大幅度的下移。

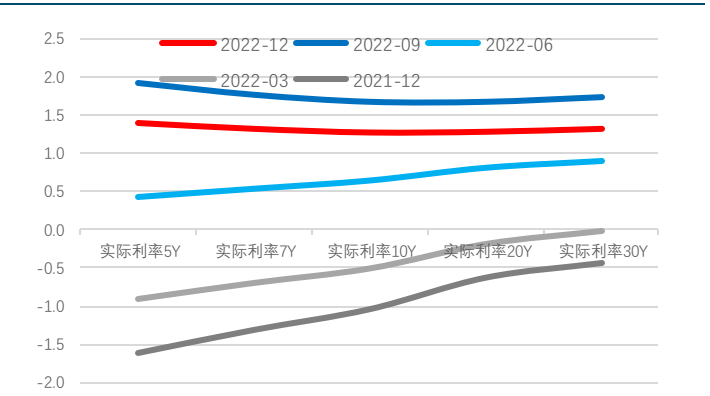
结合前文中我们对于美债收益率期限结构倒挂持续时间的判断以及 22 年 12 月美联储议息会议相关最新表述,我们认为美联储或将在 23Q3-Q4 释放部分降息预期,在 23Q4 及以后逐步实施,而预期释放阶段或将导致美债名义利率曲线逐步回摆,进而导致实际利率期限利差再次走扩,不同期限利率中枢整体下移,有利于推动黄金价格进一步上涨。

图表23: 美债长期实际利率 (%) 与金价 (美元/盎司)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 美债实际利率期限结构 (%)



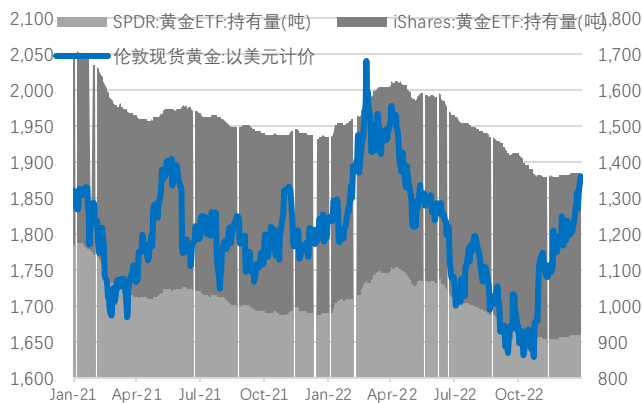
来源: Wind, 国金证券研究所

#### 四、ETF 持仓&央行购金: ETF 持仓有待提高, 22Q3 全球央行大幅购金

据 Wind, 截止 23 年 1 月中旬, SPDR 和 iShares 黄金 ETF 持有黄金 1363.19 吨, 较 22 年 4 月的 1600 吨左右下降了 200-300 吨, 总体持仓量有待提高。

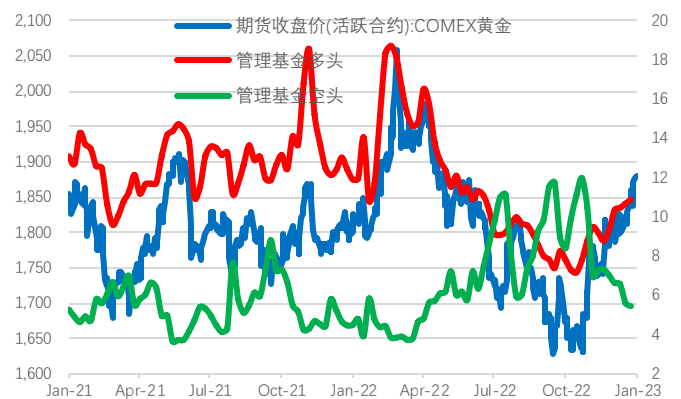
从 COMEX 持仓角度来看, 22 年 11 月以来的这一波价格反弹主因管理基金空头大幅减仓, 多头增仓总体较为谨慎。数据上来看, 22 年 11-12 月, 管理基金空头仓位从 11.96 万张降至 5.46 万张, 下降 6.5 万张; 管理基金多头仓位从 7.82 万张升至 10.91 万张, 上升 3.09 万张。

图表25: 黄金ETF持有量与金价(美元/盎司)



来源: Wind, 国金证券研究所

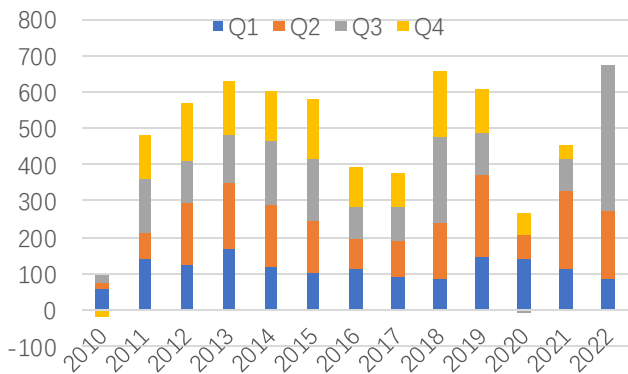
图表26: 金价(美元/吨)与COMEX持仓量(万张)



来源: Wind, 国金证券研究所

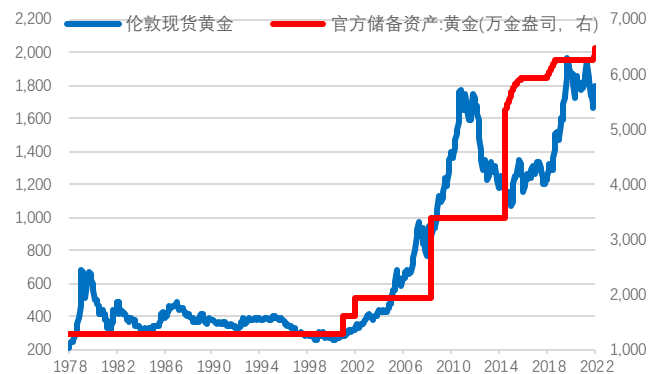
据世界黄金协会数据,全球央行在22Q3增持黄金储备399.27吨,为2010年以来单季度最大增幅。22年11月和12月,中国央行黄金储备出现了自2019年8月以来的再次增长,央行两个月合计增持黄金储备200万盎司,最终规模达到6464万盎司。复盘央行历史上多次购金时点,对于后续金价具有较强的指导意义。

图表27: 全球央行购金(吨)



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表28: 人民银行黄金储备与金价(美元/盎司)



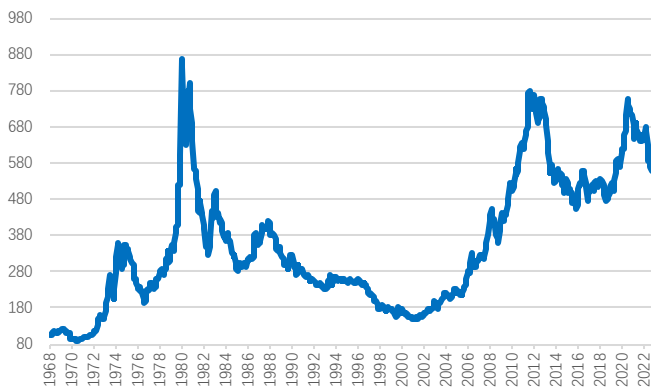
来源: Wind, 国金证券研究所

## 五、绝对金价&相对金价: 绝对价格相对高位, 但上行空间依然较大

通过将黄金价格剔除美国CPI(1982-1984年=100)以后的价格作为黄金的实际价格,实际金价自1968年以来经历了三轮大幅上涨周期,1980年实际金价接近880美元/盎司,2011年实际金价达到780美元/盎司,2020年实际金价接近760美元/盎司。2022年11月实际金价约为580美元/盎司,较前几轮实际金价高点依然存在较大上涨空间。

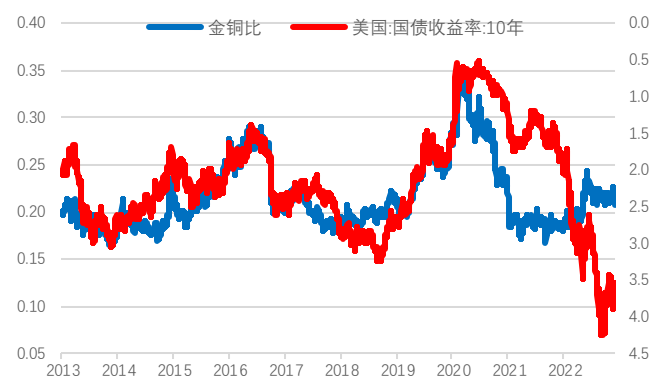
金价与实际利率存在负相关,而铜价与美国通胀预期存在正相关,铜金比价的走势与美债名义利率的走势相关性较强,后期随着美债名义利率的回调,预计铜金比价也将有所回调,而我们认为23年铜价将维持高位,24年有望进一步上涨,因此铜价可以作为衡量金价的相对标尺,铜金比的回调在铜价稳中有升的背景下,需要金价的涨幅超过铜价的涨幅,因此我们认为从相对比价角度来看,金价也存在进一步上行的动力。

图表29: 剔除 CPI 的实际金价 (美元/盎司/美国 CPI)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 金铜比与美债收益率 (% , 右)

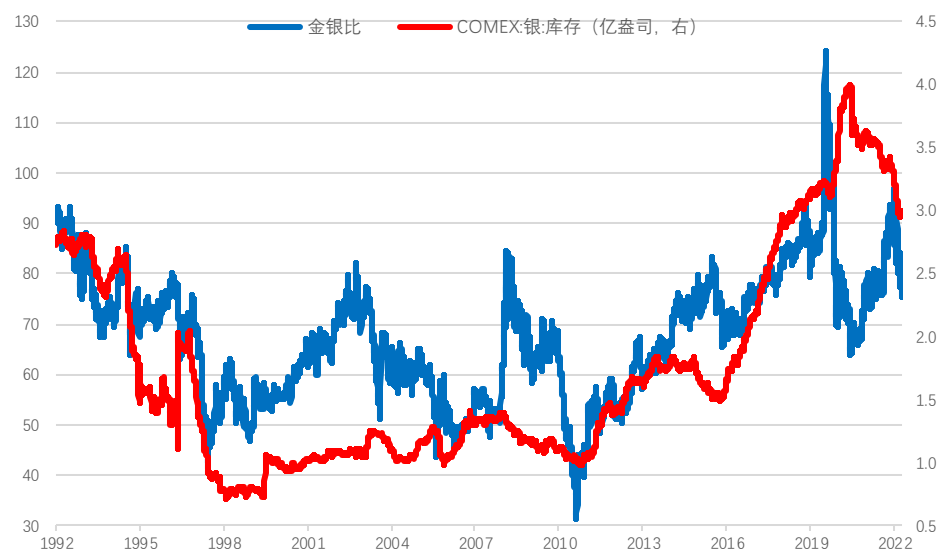


来源: Wind, 国金证券研究所

## 六、白银: 金银比价与白银库存存在正相关性

通过对比金银比价与白银库存的历史趋势,二者存在一定程度的正相关,也即金银比的大幅向下修复需要满足白银库存持续下降的条件。白银作为贵金属,定价的锚为黄金价格,而白银价格出现周期级别上涨,需要白银的商品属性向好,基本面从过剩转向紧平衡或者短缺,导致库存大幅下降。此外,金价的快速上涨和白银期货持仓量持续上升也是促进银价大幅上涨的基础。因此对于后续银价表现是否能够超越金价,我们认为需要跟多关注白银供需的是否改善以及库存下降是否具备持续性。在相关条件不完全具备的情况下,银价对金价更多是跟随性上涨。

图表31: 金银比价与白银库存存在正相关性



来源: Wind, 国金证券研究所

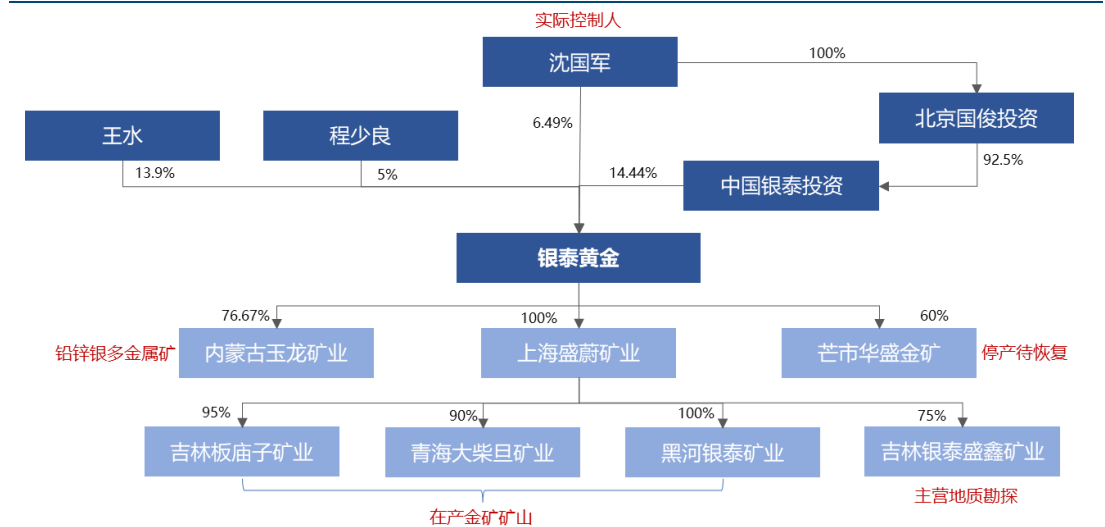
## 七、贵金属板块上市公司

### 1. 银泰黄金：成本优势突出的高成长性黄金新贵

公司前身主营水力发电及售电业务，历经多次股权与主业变革。13 年公司收购玉龙矿业后，主业转向矿产资源开发。当前公司拥有 5 个矿山子公司，其中黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦为在产金矿矿山；华盛金矿为公司 2021 年 9 月收购的矿山，为停产待恢复矿山；玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山，黄金业务成为公司主业。

公司当前实控人为沈国军，其直接及通过中国银泰投资间接控制公司 20.93% 股权。实控人及控股股东中国银泰投资近期通知公司，其于 22 年 12 月 9 日与山东黄金签署《股份转让协议》，拟将合计持有公司 20.93% 的股份转让给山东黄金。若本次转让全部顺利实施完成，山东黄金将成为公司控股股东，公司实际控制人将变更为山东省国资委。

图表32：公司下属 4 座黄金矿山与一座铅锌银多金属矿矿山

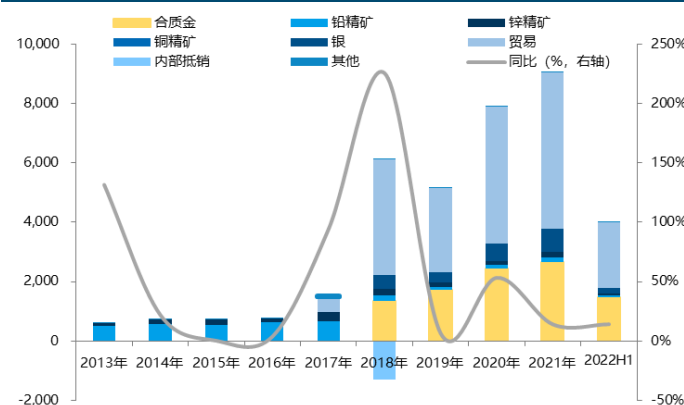


来源：银泰黄金公告，国金证券研究所

16 年公司收购加拿大埃尔拉多黄金公司在国内的部分黄金勘探及采选企业后，业务由原先银、铅和锌矿开采及销售逐渐向黄金板块倾斜，当前公司产品包括合质金、铅精粉和锌精粉，盈利主要来源于合质金，22H1 合质金产品毛利占比达 86%。

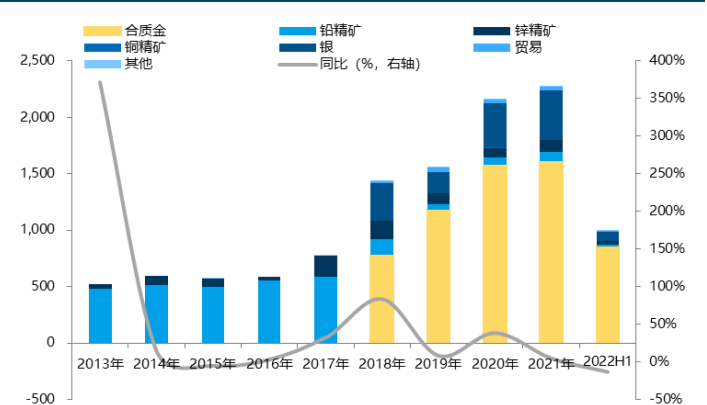
随着黄金产销量提升及金价上涨，公司近年来盈利规模持续增长，22 年上半年由于玉龙矿业受疫情及冬奥会影响，矿产银一季度未正常生产，盈利受到一定影响，下半年产量已经恢复正常。

图表33：合质金自 18 年起贡献营收及利润（百万元）



来源：银泰黄金公告，国金证券研究所

图表34：22H1 合质金产品毛利占比达 86%（百万元）



来源：银泰黄金公告，国金证券研究所

截至 21 年末，公司合计总资源量包括金金属量 170.5 吨（对应权益量 134.6 吨），银金属量 7,154 吨，铅+锌金属量 108 万吨，铜金属量 6.4 万吨，锡金属量 1.8 万吨。

图表35: 21年末公司金权益资源量 134.6金吨

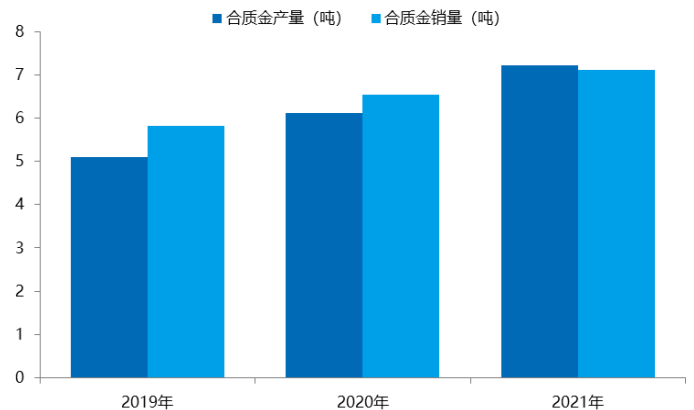
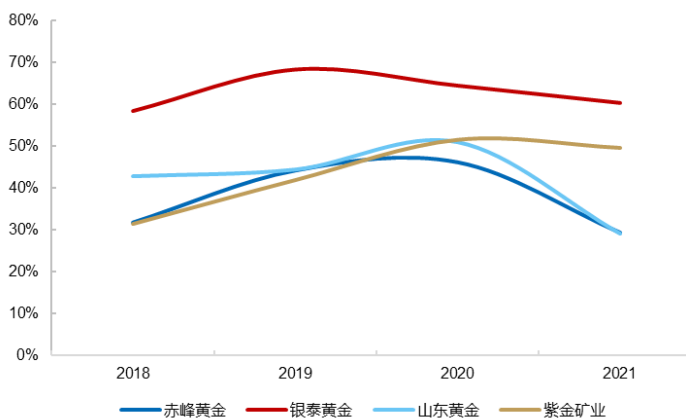
子公司	持股比例	矿山类型	资源量 (万吨矿石量)	金属量 (吨)	品位 (克/吨)	2021年矿产金量 (吨)
玉龙矿业	76.67%	花敖包特外围II区伴生金	60.4	0.15	-	-
黑河银泰矿业	100%	矿山	132.2	11.4	8.63	2.9
		存货矿石	16.7	0.9	-	
吉林板庙子矿业	95%	矿山	553.4	23.0	4.15	2.2
青海大柴旦矿业	90%	采矿权范围内	936.0	32.5	3.87	2.1
		探矿权范围内	689.0	30.3		
		堆存矿石	56.0	1.6	-	
华盛金矿	60%	麦窝坝矿段类卡林型金矿	2322.5	70.7	3.04	-
<b>合计</b>				<b>170.5</b>		<b>7.2</b>
<b>权益量合计</b>				<b>134.6</b>		<b>6.9</b>

来源: 银泰黄金公告, 国金证券研究所

公司旗下贵金属矿山均为大型且品位较高的矿山, 具有显著成本优势, 是黄金矿山中毛利率最高的矿企。随着公司部分收购矿山的投产以及生产规模提升, 公司合质金产量由 17 年的 4 吨提升至 21 年的 7.2 吨。

图表36: 公司黄金板块毛利率水平显著高于同行

图表37: 公司合质金产销量逐年提升



来源: 赤峰黄金、银泰黄金、山东黄金及紫金矿业公告, 国金证券研究所

来源: 银泰黄金公告, 国金证券研究所

公司持续开展探矿增储工作, 勘探前景广阔。青海大柴旦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; 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。

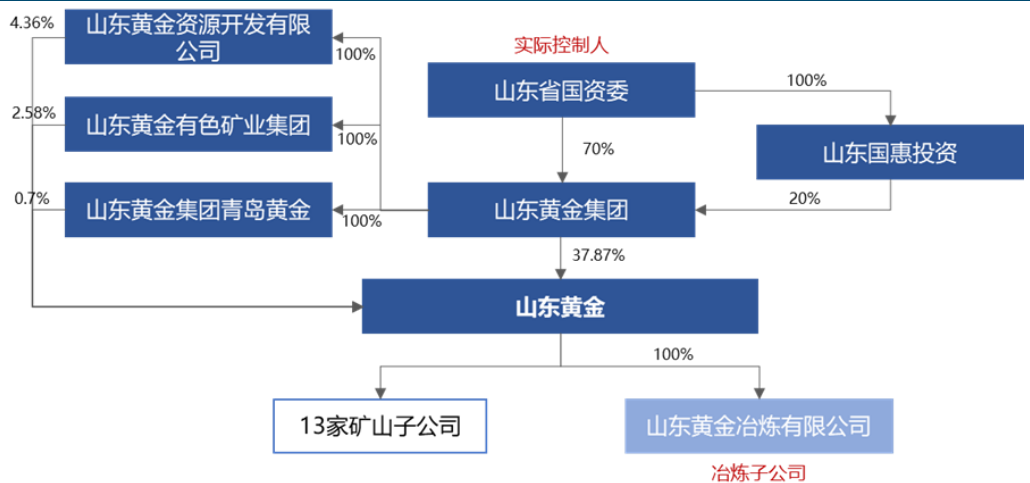
公司近几年产量增量主要将来自于华盛金矿。21年9月公司收购云南芒市华盛金矿60%股权, 华盛金矿16年以来基本停产, 现有采矿许可证生产规模为10万吨/年, 公司计划将其生产能力提升至120万吨/年。当前公司正在办理华盛金矿生产规模变更相关手续, 预计满产后将新增5万吨年产能。实现公司21年提出的通过2-3年实现保有资源量和主要产品产量在20年基础上翻一番(对应约12吨产量)目标。

## 2. 山东黄金: 老牌黄金巨头, 持续并购焕发长期增长新活力

公司自成立以来始终以黄金矿产资源开发利用为主业, 持续整合海内外优质资源。控股股东山东黄金集团实控人为山东省国资委, 国资背景控股股东有望持续为公司注入优质资产。公司是国内唯一拥有四座累计产金突破百吨矿山企业的上市公司。焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿连续多年位居“中国黄金十大矿山”, 焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿连续多年位居“中国经济效益十佳矿山”。



图表38: 国资背景控股股东有望持续注入优质资产

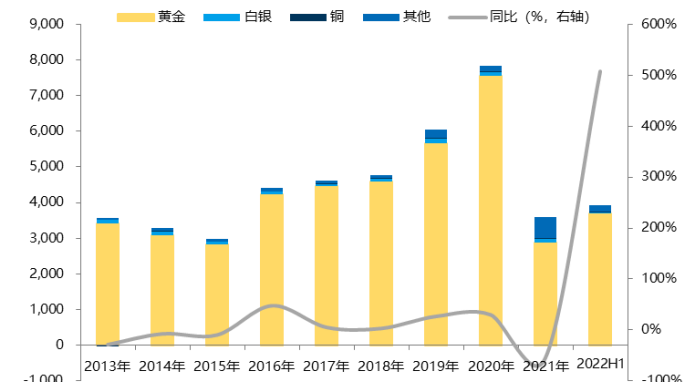
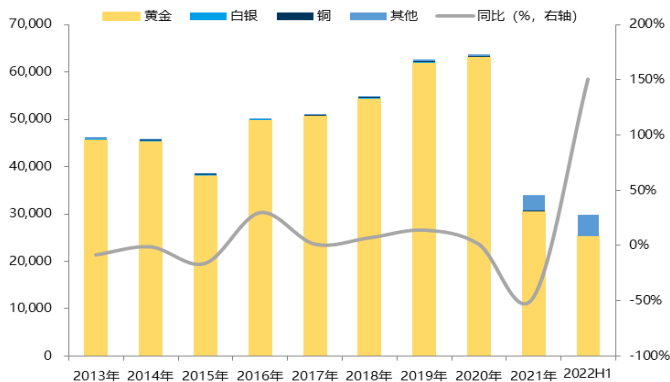


来源: 山东黄金公告, 国金证券研究所

随着公司持续进行黄金矿产资源整合, 自产金规模持续提升, 驱动营收及毛利持续增长。21年上半年因山东省内两家金矿企业发生安全事故, 山东省内地下非煤矿山根据政府要求开展安全检查, 公司产销及盈利受到一定影响, 当前已明显恢复。

图表39: 公司营收连续多年持续增长 (百万元)

图表40: 公司利润主要来自于自产金 (百万元)



来源: 山东黄金公告, 国金证券研究所

来源: 山东黄金公告, 国金证券研究所

21年公司收购恒兴控股获得新疆金山金矿, 收购加纳卡帝诺新增对非洲地区金矿布局, 此外山金集团将其所持鲁地金矿、天承矿业、地矿来金等资产注入公司, 公司资源量及储量进一步增加。21年底公司权益金资源量达到1,280.6吨, 权益金储量达499.6吨。

图表41: 21年底公司权益资源量达到1280.6吨

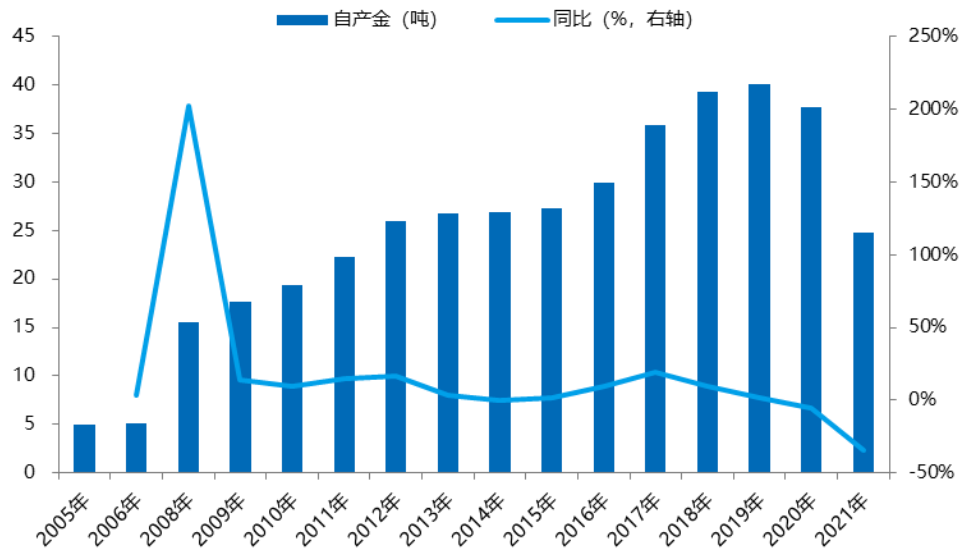
矿山名称	权益	资源量				储量			
		总计	品位	100%基准 (吨)	权益基准 (吨)	总计	品位	100%基准 (吨)	权益基准 (吨)
三山岛金矿	95%	51.03	3.03	154.73	147.47	20.77	2.68	55.6	52.99
焦家金矿	95%	106.20	3.43	364.51	347.41	22.98	3.87	89.02	84.85
新城金矿	100%	62.92	3.27	205.45	205.45	17.89	3.33	59.59	59.59
玲珑金矿	75%	54.94	2.85	156.70	116.85	6.61	2.28	15.05	11.22
归来庄金矿	71%	2.58	3.52	9.10	6.43	0.56	3.64	2.03	1.44
金洲金矿	62%	4.21	3.13	13.17	8.12	2.14	2.9	6.2	3.79
青岛金矿	74%	6.71	5.41	36.32	26.84	4.22	4.99	21.05	16.15
蓬莱金矿	100%	2.01	7.03	14.15	14.15	1.19	5.09	6.03	6.03
沂南金矿	100%	6.16	1.57	9.70	9.70	1.73	1.36	2.34	2.34
山东省内合计		296.76	3.25	963.83	882.42	78.09	3.29	256.91	238.40

赤峰柴金矿	74%	0.87	4.60	4.00	2.94	0.30	5.11	1.55	1.14
福建源鑫金矿	90%	0.70	4.42	3.11	2.80	0.42	3.51	1.46	1.31
西和中宝金矿	70%	13.80	2.25	31.06	21.74	5.70	2.24	12.75	8.93
金山金矿	100%	52.16	0.88	46.10	46.10	26.96	0.84	22.71	22.71
<b>山东省外合计</b>		<b>67.53</b>	<b>1.25</b>	<b>84.27</b>	<b>73.58</b>	<b>33.38</b>	<b>1.15</b>	<b>38.47</b>	<b>34.09</b>
<b>国内合计</b>		<b>364.29</b>	<b>2.88</b>	<b>1048.10</b>	<b>956.00</b>	<b>111.47</b>	<b>2.65</b>	<b>295.38</b>	<b>272.49</b>
贝拉德罗矿	50%	156.17	0.68	213.06	106.53	90.13	0.78	139.78	69.89
卡帝诺	100%	194.13	1.12	218.11	218.11	138.6	1.13	157.2	157.2
<b>总计</b>		<b>714.59</b>	<b>2.07</b>	<b>1479.27</b>	<b>1280.64</b>	<b>340.19</b>	<b>1.74</b>	<b>592.36</b>	<b>499.58</b>

来源：山东黄金公告，国金证券研究所

当前公司所辖矿山企业分布于国内山东、福建、内蒙、甘肃、新疆以及南美洲阿根廷、非洲加纳等国家，形成了集黄金勘探、采矿、选冶、冶炼和黄金产品深加工以及矿山设备物资生产销售一体的完整产业链，产量位居国内前列。

图表42：公司自产金量位于国内前列



来源：山东黄金公告，国金证券研究所

公司成功收购山东莱州鲁地金矿 100%股权、山东地矿来金 100%股权、莱州鸿昇矿业 45%股权、山东天承矿业 100%股权，实现了对莱州地区南吕一欣木、朱郭李家矿权等优质资源的整合开发。

图表43：推进探矿增储、聚焦资源开发

项目/矿山	21年生产规模 (万吨)	计划生产规模 (万吨/年)	项目情况
新城金矿	93	264	新城金矿顺利取得资源整合后的新采矿许可证，采矿权面积达到 13.75 km <sup>2</sup> ，开采深度许可-1835米。
焦家金矿	269	660	拟定向增发募集资金不超过 99 亿元，投资于莱州公司焦家矿区金矿资源开发工程，计划经过 6 年的项目建设，焦家金矿达产后年均浮选金精矿含金 18.9 吨。

来源：山东黄金公告，国金证券研究所

### 3. 赤峰黄金：成长优势明显的黄金矿企，中重稀土打造第二成长曲线

公司成立之初主要依托吉隆和华泰两座金矿开展黄金采选业务；14年起通过并购切入金属回收业务，回收业务利润占比显著提升；随着18年现任董事长加入公司，公司逐步确立“以金为主”的发展战略，此后公司剥离部分回收业务并加大了黄金领域的布局，陆续收购了老挝 Sepon 铜金矿及加纳 Wassa 金矿，再度聚焦黄金板块。

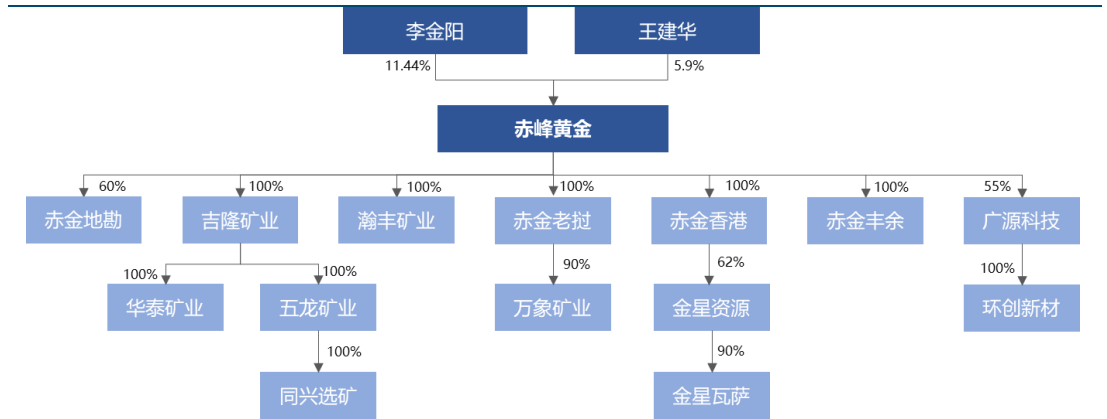
公司当前主业为黄金、有色金属采选业务，主要通过下属于公司开展：

(1) 黄金板块国内吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；海外万象矿业运营老挝 Sepon 铜金矿，主要从事金、铜矿开采和冶炼；金星资源为 21 年收购标的，拥有加纳瓦萨金矿控制权。

(2) 瀚丰矿业从事 锌、铅、铜、钼采选业务；

(3) 广源科技主要从事废弃电器电子产品处理业务。

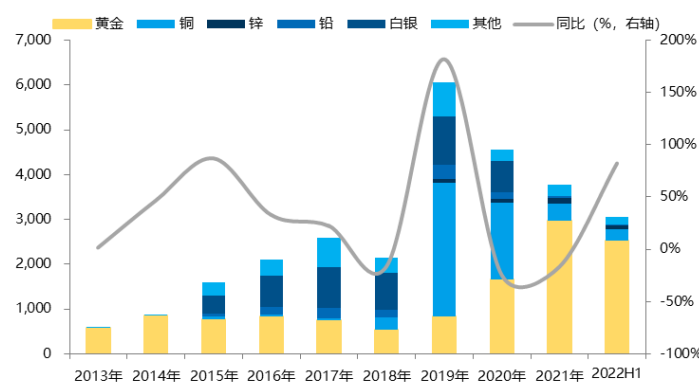
图表44：公司通过下属子公司开展黄金、有色金属采选业务



来源：赤峰黄金公告，国金证券研究所

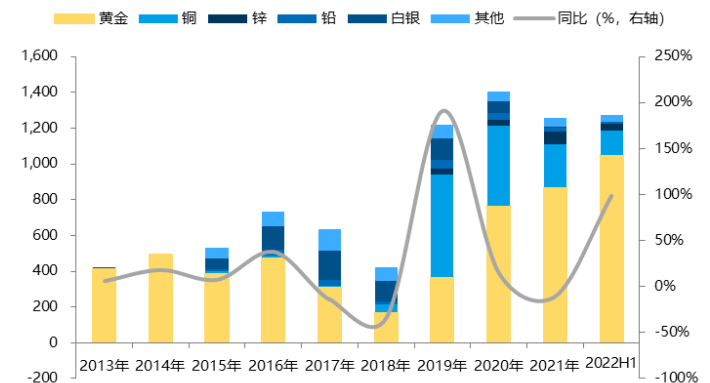
17 和 18 年，公司矿产金量下降导致盈利规模收缩，后随着收购的万象矿业和瀚丰矿业并表，公司盈利大幅上涨。期间回收板块盈利及占比随着公司发展战略的变化有较大波动。22H1 黄金业务毛利占比已达到 82%，为公司业绩主要来源。

图表45：21H1 黄金营收占比达 83% (百万元)



来源：赤峰黄金公告，国金证券研究所

图表46：22H1 黄金毛利占比达 82% (百万元)



来源：赤峰黄金公告，国金证券研究所

公司国内三座矿山品位较高，属于国内少有的高品位富矿床。截至 21 年末国内矿山保有金资源量 52.57 吨；万象矿业所辖 Sepon 铜金矿是老挝最大的有色金属矿山，保有金资源量 158 吨，探矿前景广阔；收购的金星资源核心资产加纳瓦萨金矿保有金资源量 364.8 吨。测算得 21 年末公司保有金资源权益量 398 吨。

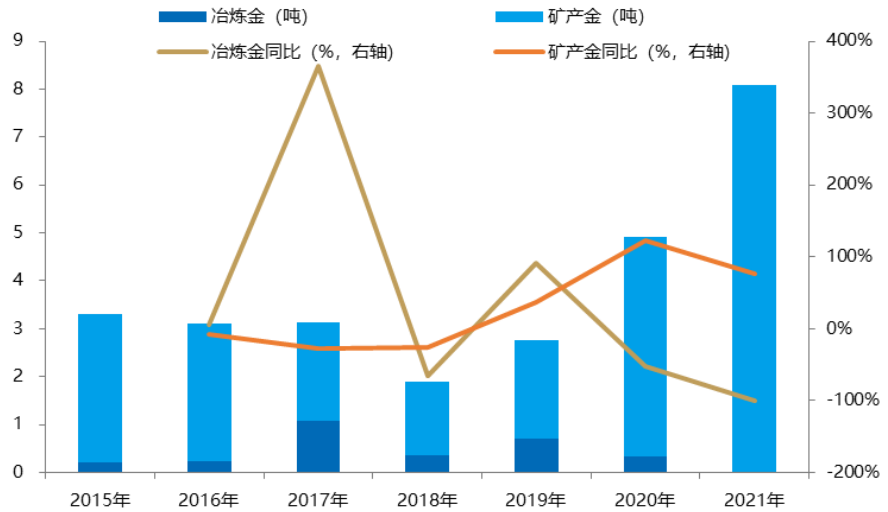
图表47：测算得 21 年末公司保有黄金资源权益量万吨

矿山名称	持股比例	资源量 (万吨矿石量)	资源量 (吨黄金)	品位 (克金/吨矿)	年产量 (万吨矿石量)	资源剩余 可开采年限
吉隆矿	100%	42.4		14.6	12	4
华泰矿	100%	304.9	52.57	7.3	19	16
五龙矿	100%	127.7		8.0	10	13
Sepon 矿	90%	5910	158	2.7	300	20
瓦萨矿	55.80%	16928	364.8	3.48	-	-
<b>合计权益量</b>			<b>398.3</b>			

来源：赤峰黄金公告，国金证券研究所

前期受到金矿资源瓶颈及采选品位下降约束，公司矿产金产量有所下降。后随着新收购金矿并表，公司矿产金规模快速提升，21年公司矿产金产量8.1吨。

图表48：公司矿产金产量快速上升



来源：赤峰黄金公告，国金证券研究所

公司持续通过内部探矿增储和外延并购增加资源储量。

(1) 五龙矿业：3000米验证钻工程顺利终孔，初步查明累计见4条金矿体、3条金矿化体、2条锌矿体、1条锌矿化体，深部见多条岩脉群及含硫硅化蚀变带，显示深部热液活动较为活跃，在见矿深度和成矿类型上均有新突破，为五龙矿业深部及外围区域勘探提供了指引。

(2) 万象矿业：Sepon矿区东部易选石英脉型金矿，矿区深部和外围金矿、铜矿勘探持续进行，发现均有新的丰富资源。此外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，送样至澳大利亚澳实矿物实验室后化验结果表明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。

(3) 金星瓦萨：持续加大勘探力度，上半年在矿区西南林区的化探异常验证，发现赋存深度较浅的露采新矿体，在B矿体南延区新发现的高品位资源，估算未来远景资源储量将可能支持矿山运营50年以上。

技改扩产同时提升回收效率，降本+增量同步推进。主要矿山技改项目全部完成后，预计公司黄金年产量将超过25吨。

图表49：公司通过技改项目提升产量及回收效率

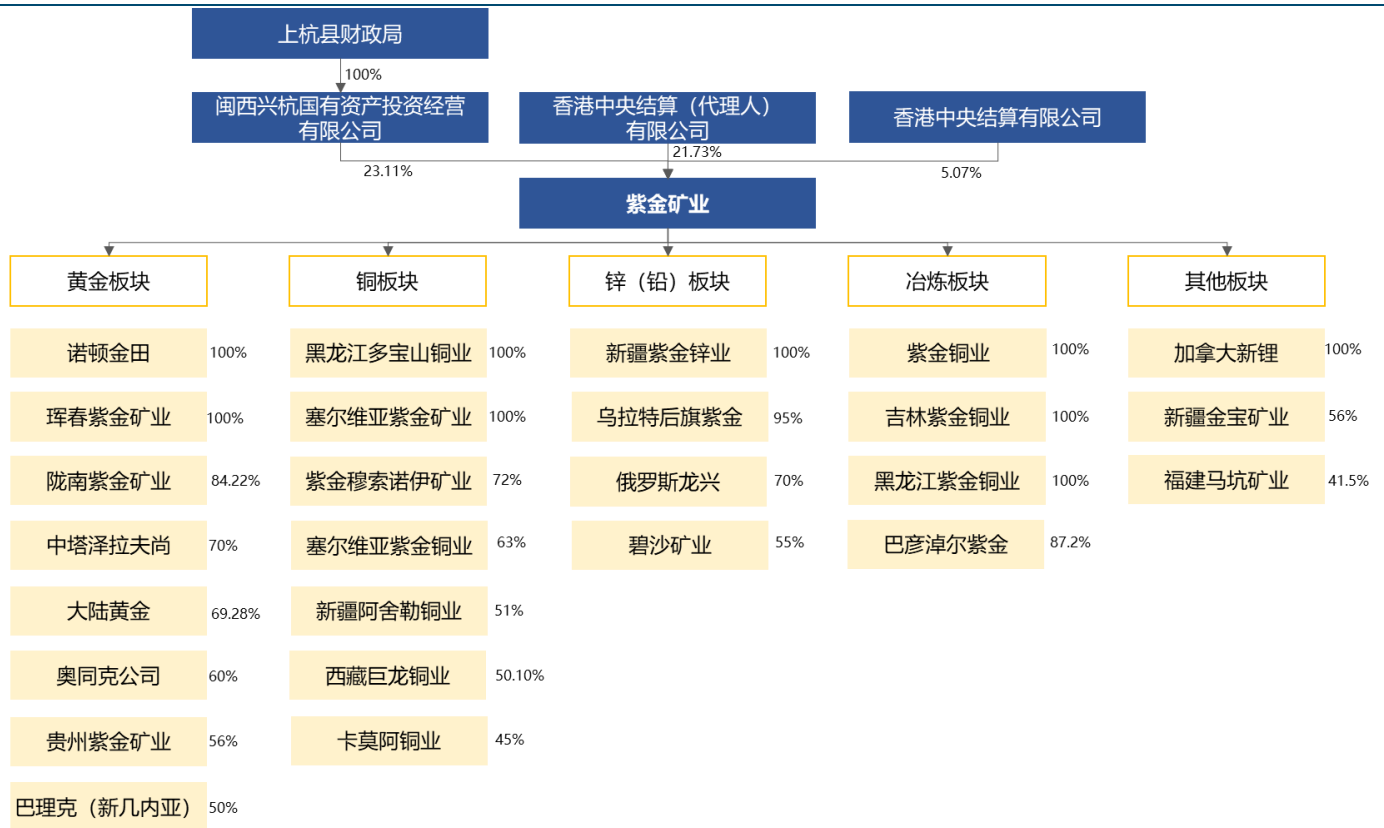
子公司	目前矿石处理能力	目标矿石处理能力	具体计划
吉隆矿业	450吨/天	1000吨/天	预计21年产量约1吨。22年下半年将开始选厂主厂房建设、设备安装及尾矿库建设，力争18个月建成，建成后产量将达到约2吨。
五龙矿业	1200吨/天	3000吨/天	预计21年产量接近1吨。3000吨/日选矿厂已建设完成，预计在24年实现达产，达产后产量将达到2.5吨。
瓦萨矿业	-	300万吨/年	力争三至五年内将金星瓦萨打造成年产不低于10吨的大型黄金矿山，22年产量预计在5-6吨。
万象矿业	300万吨/年	420万吨/年	21年产量约6吨。综合回收率由21年的50%提升至22年中的70%；此外Discovery采区深部斜坡道工程开工，预计23年投产后新增产能120万吨/年。对应远期黄金总产能超过10吨。

来源：赤峰黄金公告，国金证券研究所

#### 4. 紫金矿业：国际矿业巨头，黄金资源持续放量

公司是大型跨国矿业集团，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。截至21年底，公司在海内外布局矿山项目25项，其中境外项目13项，境内12项，主要涵盖品种为铜、金、锌、铁、锂等。

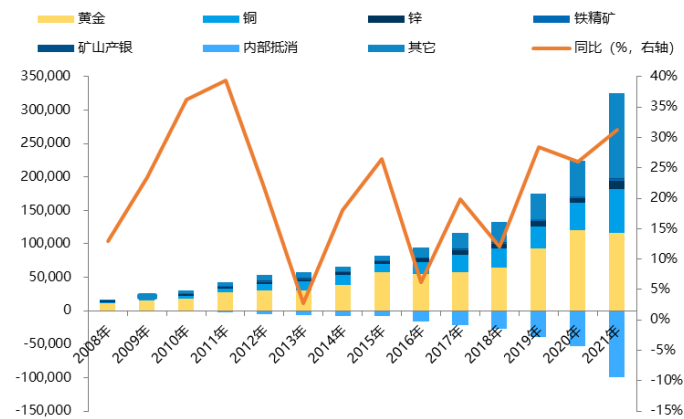
图表50: 公司业务分为五大板块, 由下属子公司分别展开



来源: 紫金矿业公告, 国金证券研究所

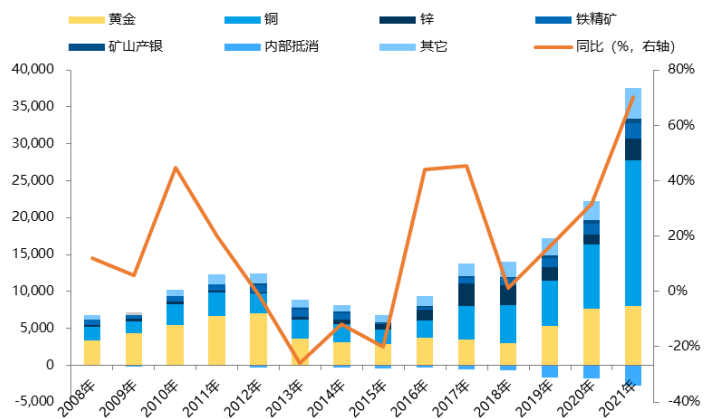
公司深耕有色金属矿山开发和金属冶炼, 营收、利润规模快速增长, 品种结构呈现多元化发展, 但铜和金始终为主要业绩来源。21 年黄金和铜板块营收占比分别为 52% 和 29%, 分别贡献毛利润的 23% 和 57%。

图表51: 21 年黄金营收占比 52% (单位: 百万元)



来源: 紫金矿业公告, 国金证券研究所

图表52: 21 年黄金毛利占比 23% (单位: 百万元)



来源: 紫金矿业公告, 国金证券研究所

公司持续面向全球布局, 把握矿业开发和并购机遇, 不断增加重要矿产资源储备。截至 21 年底, 公司铜矿权益资源量 6,277 万金属吨, 金矿 2,373 金属吨, 锌矿 962 万金属吨, 并保有锂矿资源碳酸锂当量 763 万吨。22 年 7 月公司通过股权和债权收购, 获得新疆萨瓦亚尔顿金矿 70% 权益, 该金矿保有金金属量 119.5 吨, 为公司增加 83.65 吨黄金权益储量。

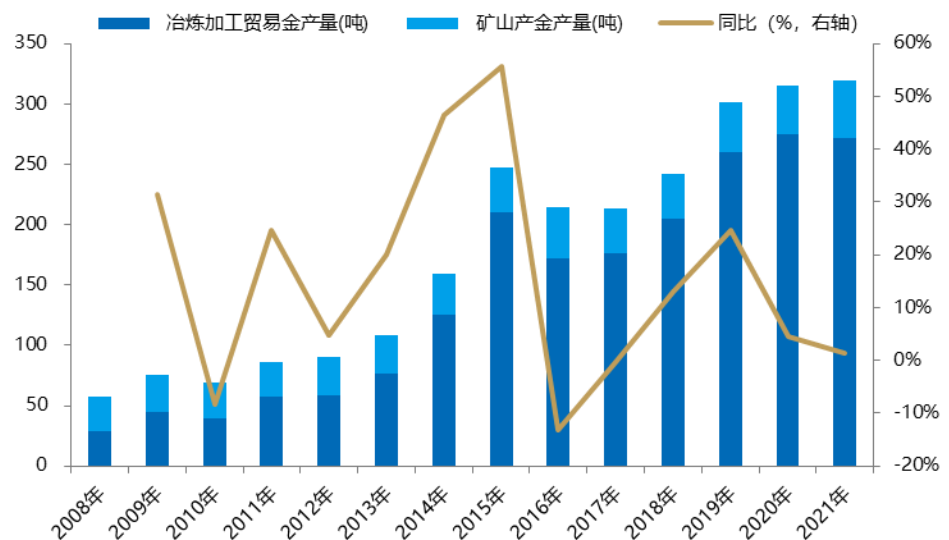
图表53: 公司金矿保有资源权益量达 2456.65 吨

主要金矿	地区	权益	保有总资源量	
			金属量(吨)	品位(g/t)
波格拉金矿	巴比亚新几内亚	50%	330.63	4.02
帕丁顿金矿	澳大利亚	100%	363.71	0.91
左岸金矿	吉尔吉斯斯坦	60%	54.55	4.39
吉劳、塔罗金矿	塔吉克斯坦	70%	107.98	1.89
武里蒂卡金矿	哥伦比亚	69%	319.80	6.93
奥罗拉金矿	圭亚那	100%	190.68	2.53
佩吉铜金矿	上带矿	100%	85.75	1.37
	下带矿	塞尔维亚	100%	295.00
紫金铜业波尔铜矿		63%	388.66	0.16
曙光金矿	中国吉林	100%	18.64	0.29
紫金山金铜矿	中国福建	100%	1.05	0.37
李坝金矿	中国甘肃	84%	152.57	2.07
山西紫金	中国山西	100%	118.06	1.82
多宝山金矿	中国黑龙江	100%	70.00	0.12
陆院沟金矿	中国河南	70%	1.00	5.20
上宫金矿		70%	36.00	3.98
水银洞金矿	中国贵州	56%	189.63	5.15
萨瓦亚尔顿金矿	中国新疆	70%	119.50	1.56
合计权益量(吨)			2456.65	

来源: 紫金矿业公告, 国金证券研究所

公司依托矿山主业, 向下游一体化适度延伸, 建立配套冶炼厂形成协同效应。21 年矿产金和冶炼金产量分别为 47.5 吨和 271.9 吨, 黄金产量稳步提升。

图表54: 公司黄金产量显著提升



来源: 紫金矿业公告, 国金证券研究所

并购+自主勘探提升保有资源量。公司面向全球配置资源, 寻求具有重大战略意义并购机遇; 同时加大就矿找矿、绿地和初级勘查投入, 开启紫金山等重点矿山新一轮找矿。

(1) 蒙古哈马戈泰铜金矿: 哈马戈泰铜金矿项目估算矿石量约 11 亿吨, 含铜约 293 万吨, 含金约 243 吨。公司将分阶段投资蒙古哈马戈泰铜金矿项目约 45.9% 权益, 主导该矿山的开发。

(2) 加快推进黄金增量项目改扩建，实现产量跨越增长。测算到 25 年，金矿改扩建项目逐步达产后，将为公司带来矿产金增量约 10 吨。

图表55: 金矿改扩建预计带来产量增量

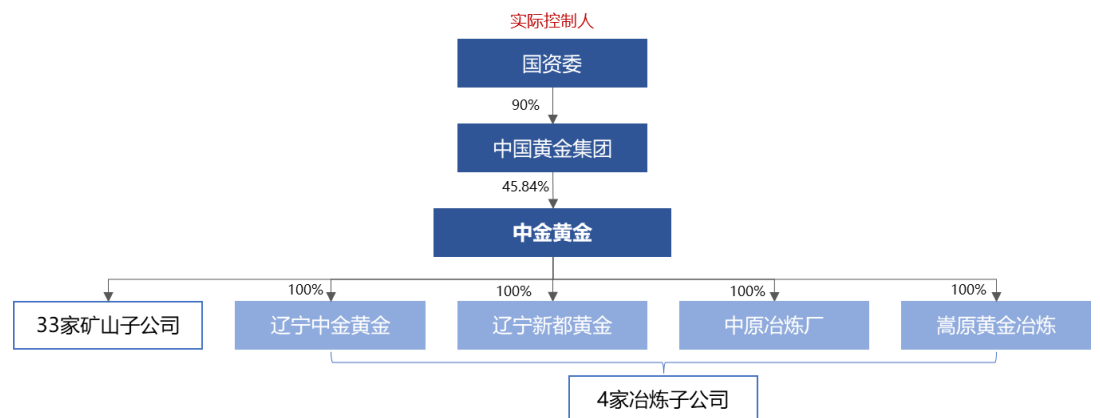
矿山/子公司	2021年产量 (金金属吨)	扩产项目产量增量 (金金属吨/年)	项目具体规划
诺顿金田	4.4	2.5	金矿堆浸项目北项目 22 年 6 月实现投料试车，南项目完成概略性研究，正在升级资源储量。
塔罗金矿	6.6	2.3	500 吨/天加压氧化项目计划 23 年底建成投产。
山西紫金	0.9	3-4	矿山智能化采选改扩建工程项目 22 年下半年投产。
武里蒂卡金矿	6.1	1.3	21 年 12 月武里蒂卡金矿 4,000 吨/日技改项目投产，整体达产后年产量将从 7.8 吨提升至 9.1 吨。
萨瓦亚尔顿金矿	--	2.8	建设期 2 年，生产期 25 年。项目建设总投资预计 14.3 亿元，产品为载金炭。

来源：紫金矿业公告，国金证券研究所

### 5. 中金黄金：中国黄金集团孵化注资，助力公司长期发展

公司主业为黄金、铜及其他有色金属的采选、冶炼，以及黄金副产品加工和销售。控股股东中国黄金集团将公司作为境内黄金资源开发业务整合和发展的唯一平台，持续对公司进行孵化资产注入，自成立以来累计注入矿业企业 27 家。

图表56: 控股股东持续进行资产注入

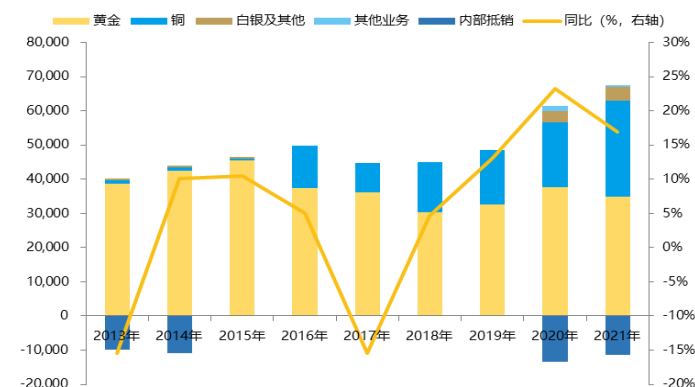


来源：中金黄金公告，国金证券研究所

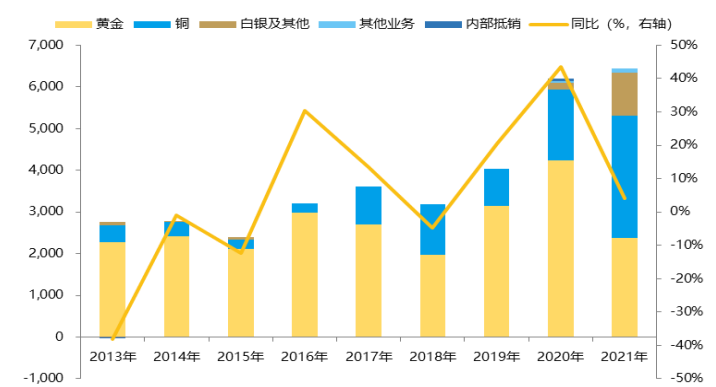
公司中原冶炼厂整体搬迁后，16 年以来电解铜产能扩张，产销量快速提升，截至 21 年底黄金和铜已经成为公司两大核心业务板块，贡献营收和毛利比例分别为 93%和 82%。

图表57: 黄金板块营收稳定 (单位: 百万元)

图表58: 金、铜贡献 82%毛利 (单位: 百万元)



来源：中金黄金公告，国金证券研究所



来源：中金黄金公告，国金证券研究所

在“资源生命线”战略指引下，公司持续对国内重点矿集区进行资源潜力与产能论证，一方面紧盯现有矿山外围矿权并购，另一方面深挖内部重点区域，持续加大探矿增储投入力度。截至 21 年底，公司保有黄金资源储量 510.5 吨，铜金属量 237 万吨。22H1 公司地质探矿累计投入 9,590 万元，新增金金属量 10.2 吨，铜金属量 1,127 吨。

图表59：21 年底公司保有黄金资源储量 510.5 吨

矿山企业	持股比例	公司保有资源量 (金属吨)	储量 (金属吨)	2021 年产量 (金属吨)	资源剩余可开采年限
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	100%	25.05	0.67	1.72	12 年
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	100%	16.93	5.31	0.76	28.89 年
河北金厂峪矿业有限责任公司	100%	13.76	6.76	0.95	11.43 年
凌源日兴矿业有限公司	100%	8.92	3.22	0.57	5.60 年
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	100%	8.55	2.38	0.87	5.45 年
河北东梁黄金矿业有限责任公司	100%	6.17	1.19	0.50	15.55 年
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	100%	5.65	1.09	0.68	4.64 年
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	100%	4.60	0.80	0.15	6.91 年
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	90%	33.95	1.40	1.13	6.46 年
中国黄金集团石湖矿业有限公司	90%	8.63	3.40	0.55	22.82 年
甘肃省天水李子金矿有限公司	88.40%	4.85	0.09	0.78	9.78 年
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	81.99%	28.19	5.42	1.58	15.15 年
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	76%	37.26	9.81	1.83	5.82 年
陕西太白黄金矿业有限责任公司	66.83%	26.41	2.67	1.20	2.82 年
陕西略阳铀厂沟金矿	66.83%	6.91	0.41	0.20	24.36 年
嵩县金牛有限责任公司	60%	60.21	10.65	1.07	26.68 年
嵩县前河矿业有限责任公司	60%	6.12	2.15	0.36	11.35 年
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	57.78%	13.87	27.49	0.32	7.18 年
河南金源黄金矿业有限责任公司	55%	41.77	9.61	1.19	26.89 年
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	55%	1.06	0.95	0.15	5.64 年
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	53.46%	13.98	1.27	0.32	26.34 年
湖北三鑫金铜股份有限公司	51%	37.08	13.51	1.51	15.65 年
河南金渠黄金股份有限公司	51%	6.22	2.43	0.40	4.58 年
潼关中金黄金矿业有限责任公司	51%	0.61	--	0.18	0.13 年
安徽太平矿业有限公司	35.70%	8.26	0.08	0.07	47.99 年

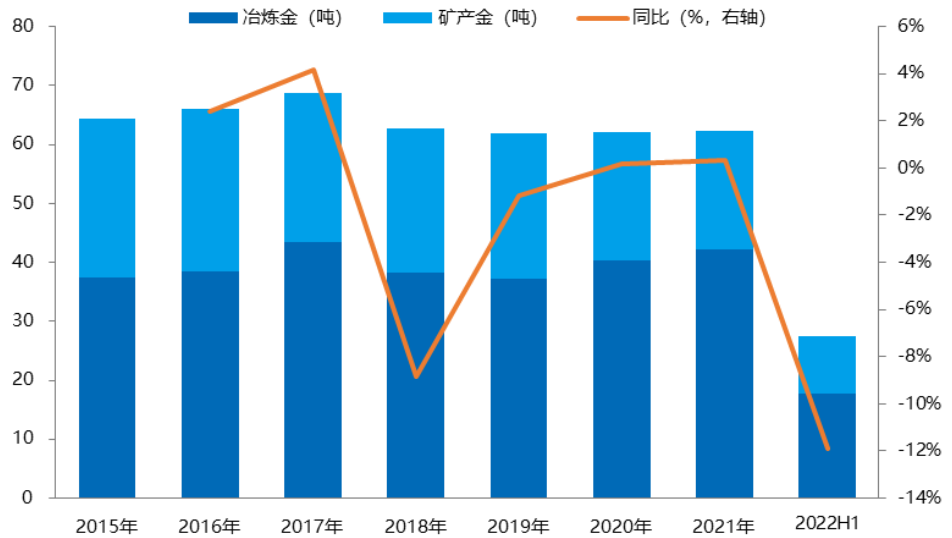
来源：中金黄金公告，国金证券研究所

公司黄金产量稳定，分为矿产金和冶炼金，下属矿山企业经过外包或自身进行采矿和掘进工程，采矿后自主选矿，冶炼企业将下属矿山自产和外购的合质金、金精矿进行冶炼生产黄金产品。

公司规划 22 年精炼金/矿产金/冶炼金产量分别为 58.6 吨/19.5 吨/33.6 吨，22 年上半年已经分别完成 31.3 吨/9.9 吨/17.6 吨，均实现产量过半。



图表60: 公司黄金产量稳定 (吨)



来源: 中金黄金公告, 国金证券研究所

控股股东中国黄金集团承诺注入孵化优质资产,同时公司现有矿区深部及周边增储和矿权整合并举,实现优质资源占有新突破,计划22年新增金金属储量27吨、铜金属储量2420吨。

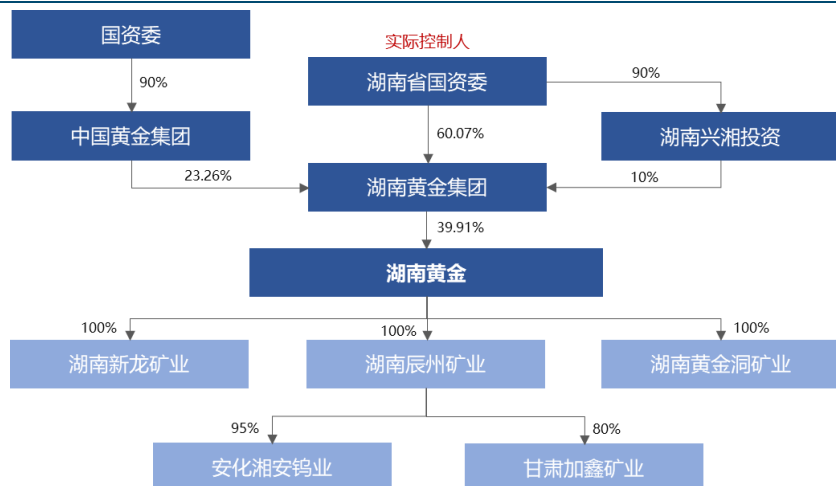
22年上半年,公司完成坑探工程3.8万米、钻探工程7.2万米,延续19宗矿业权,延续面积达73.88平方公里。22年上半年计划增储分别完成金金属量10.2吨和铜金属量1127吨。公司加快推进重点项目建设,实现重点建设项目的稳步推进。辽宁新都整体搬迁项目建设完毕,开始投料试生产;内蒙古矿业深部资源开采项目及安徽太平前常铜铁矿改扩建项目正有序推进。

### 6. 湖南黄金: 黄金与锑金属并重, 光伏小金属贡献第二增长极

公司主营黄金及锑、钨等有色金属矿山的开采、选矿、冶炼及加工,主要通过下属子公司展开。

- (1) 湖南新龙矿业: 开采黄金、锑、绢云母,收购和销售其他有色金属、矿产品。
- (2) 湖南黄金洞矿业: 主营金矿采选。
- (3) 安化湘安钨业: 主要经营白钨精矿及其它有色金属精矿采选、销售,收购矿石加工。
- (4) 甘肃加鑫矿业: 探矿权区域内的金、铜矿业资源的勘查,有色金属矿产品的收购、加工和贸易。

图表61: 公司通过下属子公司开展黄金、锑等有色金属采选业务

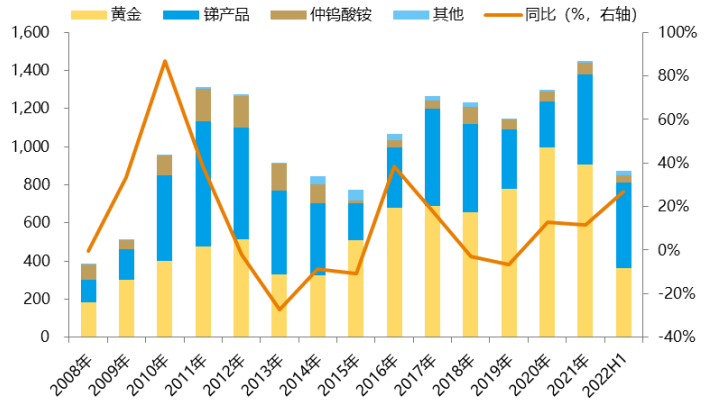
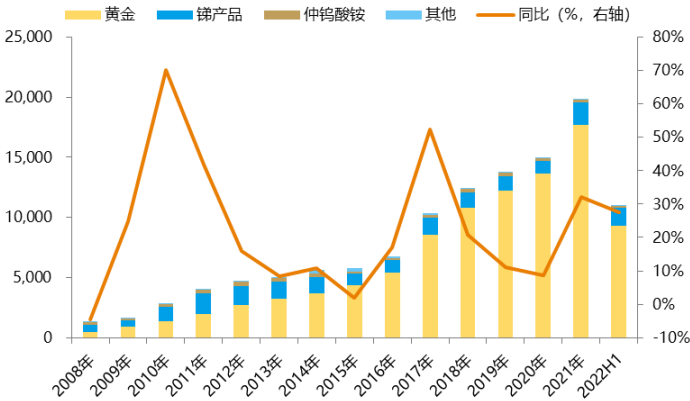


来源: 湖南黄金公告, 国金证券研究所

公司黄金产品是主要营收来源，22年上半年贡献营收规模的85%。锑产品附加值较高，22年上半年以13%的营收贡献52%的毛利润。金、锑板块毛利润合计占比超93%。

图表62: 公司营收规模持续攀升 (百万元)

图表63: 金锑产品贡献主要毛利 (百万元)

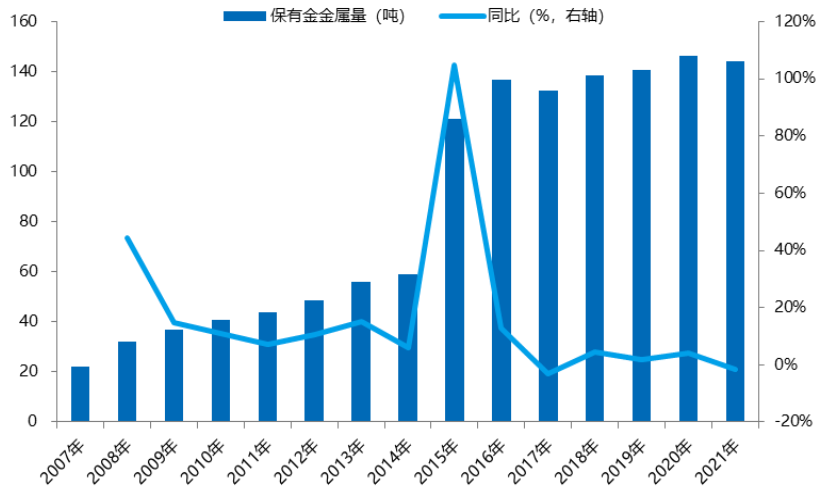


来源: 湖南黄金公告, 国金证券研究所

来源: 湖南黄金公告, 国金证券研究所

公司15年收购控股股东湖南黄金集团持有的湖南黄金洞矿业100%股权, 实现保有资源储量金属量黄金同比增长105%。此后, 随着探矿增储工作持续推进, 公司保有资源储量逐年上升。截至21年底, 公司保有资源储量矿石量6,768万吨, 黄金金属量144吨、锑29万吨、钨10万吨。

图表64: 保有黄金金属量跃升后稳定增长

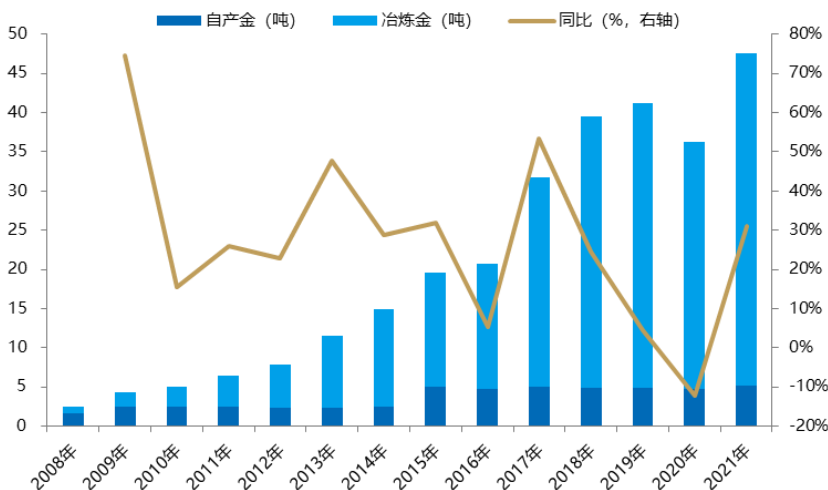


来源: 湖南黄金公告, 国金证券研究所

公司拥有规模化生产线, 拥有黄金产能80吨/年、精锑冶炼产能2.5万吨/年、多品种氧化锑产能4万吨/年和仲钨酸铵产能3,000吨/年。

公司黄金产品分为标准金和含量金。21年公司黄金产量达到47.5吨, 标准金和含量金分别为44.2吨和3.3吨。其中自产金5.2吨, 产量较为稳定; 冶炼金42.4吨, 产量逐年提升。

图表65: 冶炼金产量占比提升



来源: 湖南黄金公告, 国金证券研究所

紧盯资源储量“生命线”，将资源增储放在首要位置。

(1) 推进探矿增储，增强资源保障。公司持续推进老矿山深边部找矿三年（2021-2023）行动，增加矿山接替资源；统筹推进重点矿权办理工作，完成龙山金锑矿采矿许可证短期延续，全力推进甘肃加鑫矿业探转采工作；持续提高资源储备，取得平江县曲溪矿区金矿普查探矿权。

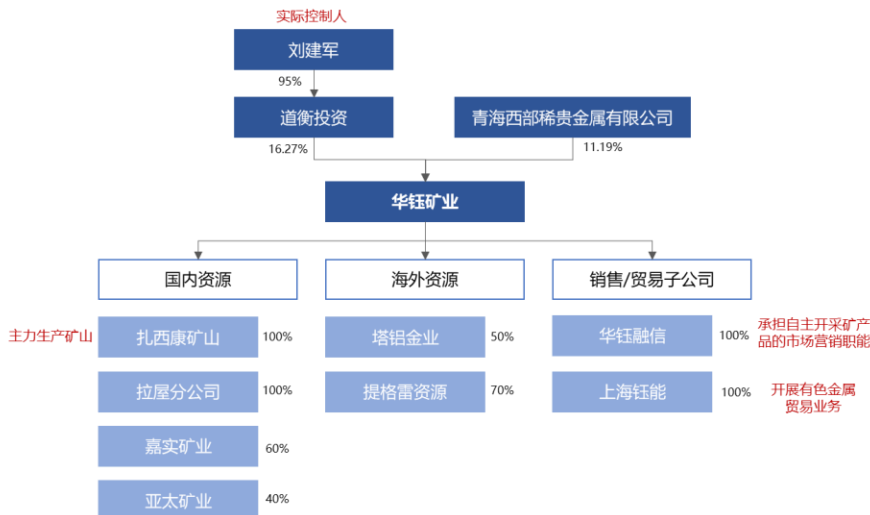
(2) 引进战略合作，制定发展战略。公司引进国际管理咨询公司罗兰贝格进行战略合作，制定公司“十四五”规划，力争到25年，达到全国黄金行业第五、锑品行业第一，实现自产黄金10吨，利润10亿元的战略目标。

(3) 大力投入研发，提质增效。公司研发井下数字矿山项目，建立数字采矿系统平台、提供井下通风优化、生产和资源管理、应急系统以及三维可视化等功能，预期建成我国中小地下有色矿山数字矿山典范；进行地质找矿规律研究，增加矿山资源储量，延长矿山服务年限；研究安全采矿方法，实现矿产资源高效、低贫损开采和矿山经济效益。

### 7. 华钰矿业：塔铝金业逐步爬产，金锑产量同步增长

公司主要从事固体矿产勘察和铅、锌、铜、锑、金、银等有色金属的开采、加工、销售以及贸易业务。公司以西藏扎西康矿山和拉屋矿山为基础资源，先后入股塔金铝业、提格雷资源，进军海外贵金属资源，实现国内外协同布局。在有色金属采选业务之外，公司通过华钰融信销售自主开采矿产品，通过贸易平台上海钰能开展有色金属贸易业务。

图表66: 公司海内外均有矿山资源布局

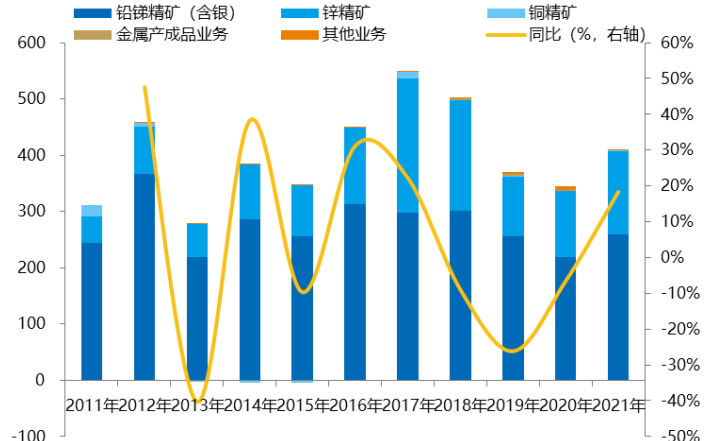
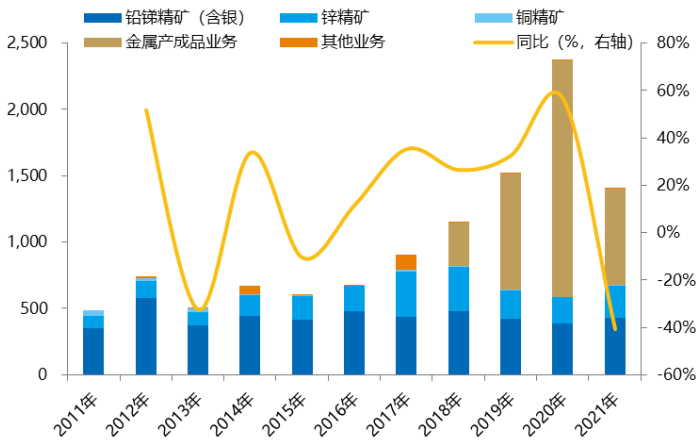


来源: 华钰矿业公告, 国金证券研究所

公司依托于现有的销售渠道和客户资源，于18年成立贸易平台上海钰能金属资源有限公司开展贸易业务，主要销售产品是锌锭、铅锭、电解铜等金属产品。受金属贸易业务规模扩大影响，公司19-20年营收规模大幅扩张，但贸易业务盈利能力较差，营收的增长未能反映在利润中。21年金属价格波动较大，公司主动缩减了金属贸易业务量，但采选业务收入同比增长16%，带动毛利润提升18%。

图表67: 营收波动主要源于贸易业务规模变化

图表68: 21年毛利润增长18%



来源: 华钰矿业公告, 国金证券研究所

来源: 华钰矿业公告, 国金证券研究所

截至21年底, 公司拥有国内4家矿山企业和海外2家资源公司, 合计9项矿业权。公司国内可控制有色金属铅资源量87万金属吨、锌资源量145万金属吨、锑资源量17万金属吨、银2,444金属吨、铜资源量14,628金属吨。此外, 塔铝金业可控资源储量锑、金分别达到26.46万金属吨、49.90金属吨。控股子公司提格雷资源可控资源储量黄金为9.48金属吨。

贵金属资源方面, 公司拥有白银权益储量1,254.2吨和黄金权益储量48.9吨。当前主要生产矿山是扎西康矿山铅锌多金属矿, 生产规模60万吨/年, 对应70吨银金属量和4,740吨锑金属量。

图表69: 公司白银权益储量1,254.2吨

矿山企业	持股比例	矿业权	矿产种类	品位 (克/吨)	资源量 (金属吨)	储量 (金属吨)	权益储量 (金属吨)	年产量 (金属吨)
山南分公司 扎西康矿山	100%	扎西康铅锌多金属矿	银	68.57	1,661	881	881	70
		桑日则铅锌多金属矿	银	42.37	10	--	--	暂未生产
		柯月铅多金属矿	银	90.23	605	341	341	暂未生产
拉屋分公司	100%	拉屋矿区铜锌矿	银	17.87	4	4	4	--
		拉屋矿区铜铅锌矿	银	51.15	97	探矿权阶段	--	暂未生产
嘉实矿业	60%	查个勒矿区铜铅锌矿	银	5.76	67	47	28.2	暂未生产
塔铝金业	50%	康桥奇矿集区	金	3.91	49.9	49.9	24.95	暂未生产
提格雷资源	70%	Da Tambuk 和 Mato Bula	金	4.14	11.5	9.48	6.63	暂未生产
亚太矿业	40%	普安县泥堡金矿(整合)采矿权、普安县泥堡金矿勘探探矿权、兴仁县泥堡南金矿详查探矿权	金	3.91	59.14	43.3	17.32	暂未生产
		<b>银权益储量(吨)</b>					<b>1,254.2</b>	
		<b>金权益储量(吨)</b>						<b>48.90</b>

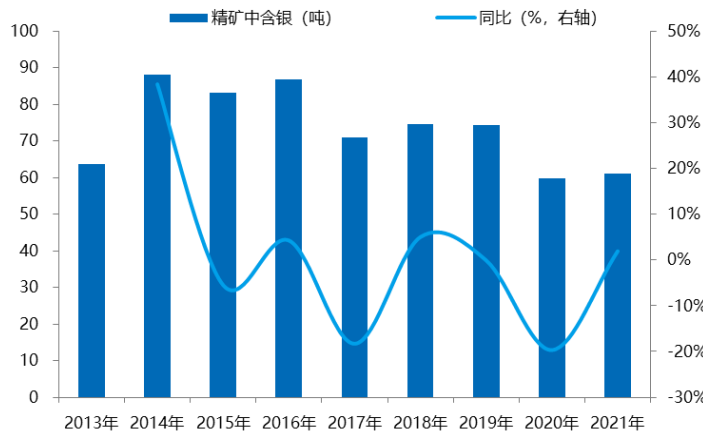
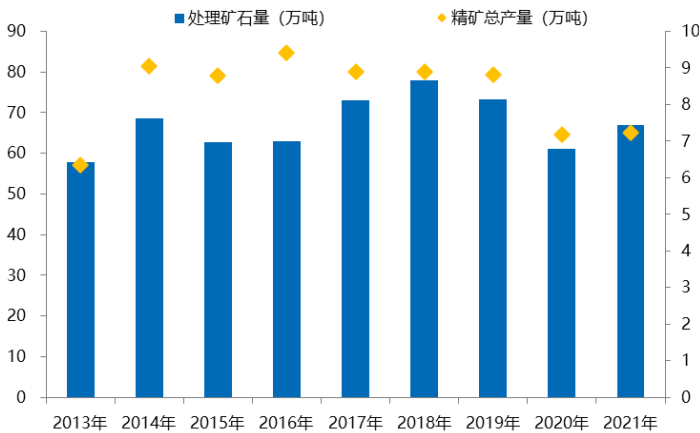
来源: 华钰矿业公告, 华钰矿业官网, 国金证券研究所

扎西康矿山是主力生产矿山, 公司采选业务对其依赖度较高。公司扎西康矿山和拉屋矿山的核定产能分别为60万吨/年和7.8万吨/年, 经营主体分别为山南分公司和拉屋分公司。20年受疫情影响, 拉屋选厂停产、扎西康矿山延迟开工, 导致20年矿石处理量和矿产银产量分别下降16%和20%。21年随着拉屋矿山复产, 公司处理矿石量和矿银产量均有所回升。

升，预计 22 年拉屋选厂产能恢复至 3 万吨后，公司采选业务规模将有进一步回升。

图表70：公司采选业务依赖扎西康矿山

图表71：21 年矿银产量增长 2%



来源：华钰矿业公告，国金证券研究所

来源：华钰矿业公告，国金证券研究所

22 年 4 月 14 日，塔铝金业康桥奇 5,000 吨/天锑金采选项目建成竣工并试生产运行，调试期按计划推进，试运行期间进展顺利，目前已正式投产。塔金项目达产后可实现年产金 2.2 金属吨，锑 1.6 万金属吨，届时公司每年将有 2.1 万吨金属锑产出，控制全球近 15% 锑金属供应。

图表72：公司尚有 4 项在建工程 (万元)

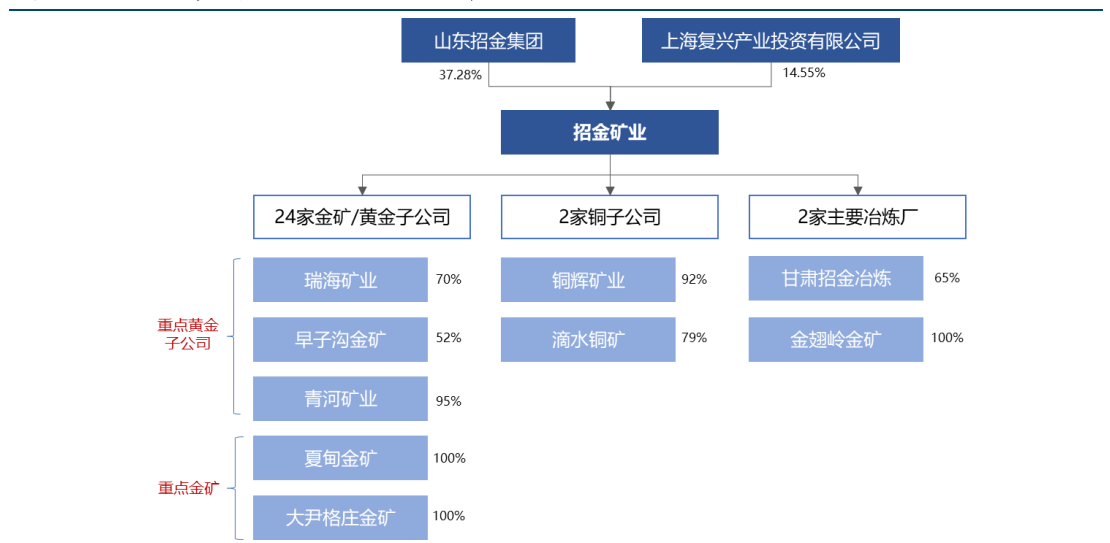
项目名称	预算数	累计已投资	实际尚需投入资金
山南扎西康采选扩建工程	55,969	55,756.32	212.68
山南矿山扩建工程	33,546	28,158.51	5,387.49
嘉实采选矿工程	19,600	7,779.24	7,000.00
山南柯月矿区探矿综合工程	7,800	6,682.26	1,117.74
合计	116,915	98,376.33	13,717.91

来源：华钰矿业公告，国金证券研究所

## 8. 招金矿业：海域金矿建设蓄力长期成长

公司是一家集勘探、开采、选矿及冶炼营运于一体，自成立以来专注于开发黄金产业的综合性黄金生产商和黄金冶炼企业。通过大股东招金集团资产注入和外延并购，公司目前下辖 24 个金矿和黄金子公司，2 家铜矿以及 2 家重点冶炼企业。

图表73：公司形成采选冶一体化黄金产业链



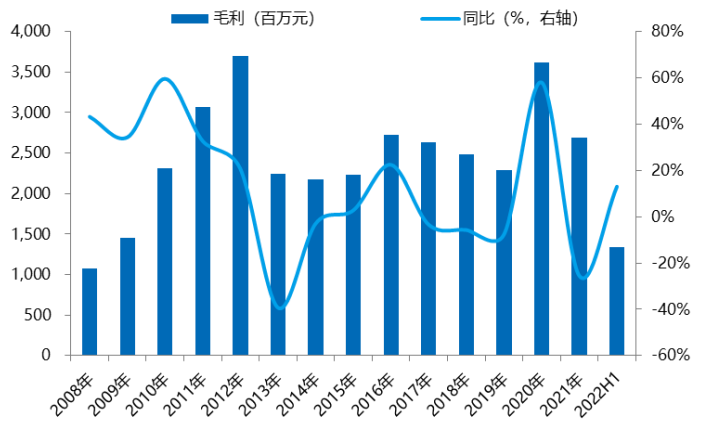
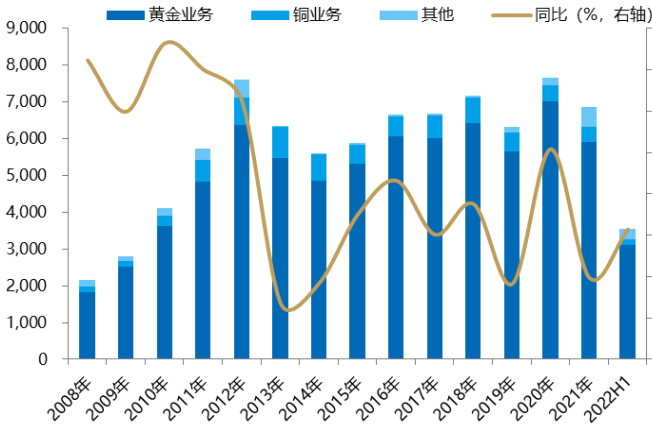
来源：招金矿业公告，招金矿业官网，国金证券研究所

公司深耕黄金业务，黄金板块营业收入占比长期维持在 90% 左右。21 年由于山东省对安全

生产大排查大整治以及烟台市对其辖区范围内非煤矿山开展的清理整顿等工作影响,公司营收及利润规模有所下滑,但公司已经于21Q3全面恢复埠内产能。22H1公司实现营业收入35.36亿元,其中黄金业务营收31.21亿元,占比达到88%;毛利润13.32亿元,同比增长13%。

图表74: 黄金业务收入占比约90% (百万元)

图表75: 公司22年毛利润同比回升



来源: 招金矿业公告, 国金证券研究所

来源: 招金矿业公告, 国金证券研究所

公司通过大股东资产注入及外部收购, 目前下辖24家金矿及黄金子公司, 拥有规模庞大的黄金资源。截至21年底, 公司保有黄金权益资源量941.96吨, 权益储量达到391.43吨。

22年10月, 公司与紫金矿业联手收购山东瑞银矿业, 对山东瑞银持股比例从63.86%提升至70%, 紫金矿业持有剩余30%股权。山东瑞银的全资子公司瑞海矿业持有近年来国内最大金矿——海域金矿100%权益, 海域金矿保有金资源量562.37万吨, 黄金储量212.21万吨。

图表76: 截至21年底公司黄金权益储量达到391.43吨

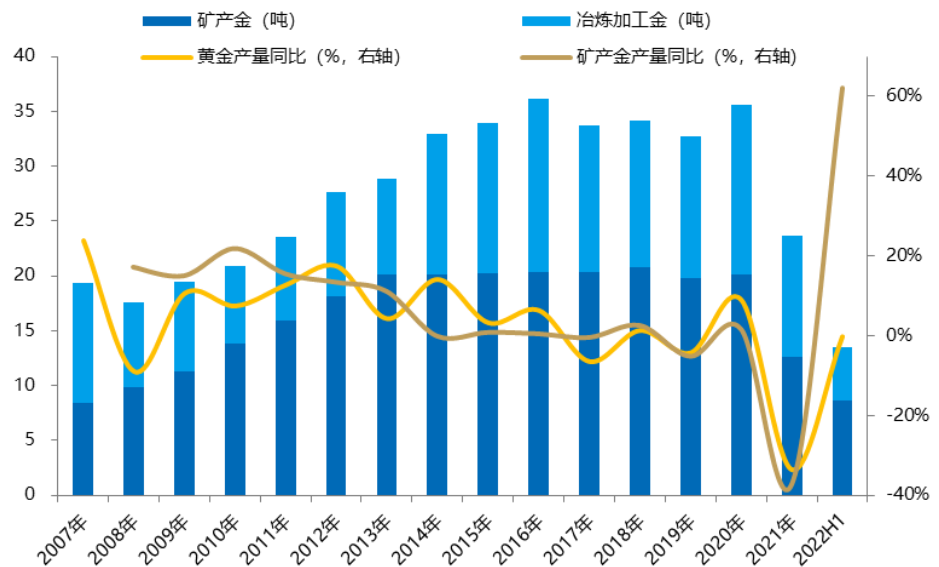
矿山名称	资源量 (金属吨)			储量		
	探明+控制	推断	总计	矿石量 (万吨)	品位 (克/吨)	金属量 (吨)
夏甸金矿	71.29	56.82	128.11	2,398.9	2.82	67.68
蚕庄金矿	8.75	31.37	40.12	261.6	3.16	8.27
大尹格庄金矿	119.18	114.98	234.16	4,944.8	2.31	114.42
金翅岭金矿	2.06	5.58	7.64	38.6	5.06	1.95
金亭岭矿业	3.94	14.97	18.91	126.5	3.02	3.82
大秦家矿业	0.92	0.72	1.64	24.3	3.57	0.87
纪山矿业	0.46	1.37	1.83	17.8	2.22	0.40
瑞海矿业	249.66	312.71	562.37	4,803.1	4.42	212.21
招金北疆	1.70	8.34	10.04	46.0	3.41	1.57
岷县天昊	7.31	1.28	8.59	295.8	2.32	6.86
招金昆合	0.67	0.68	1.35	13.9	4.47	0.62
丰宁金龙	4.95	3.43	8.38	137.7	3.10	4.27
早子沟金矿	23.14	29.29	52.43	562.7	3.81	21.44
鑫源矿业	0.39	0.19	0.58	6.2	6.01	0.37
两当招金	2.66	15.98	18.64	98.4	2.54	2.50
招金白云	9.81	26.76	36.57	276.9	3.12	8.82
清河矿业	21.70	5.45	27.15	389.6	4.71	18.36
龙鑫矿业	6.43	5.86	12.29	120.7	4.80	5.79
甘肃鑫瑞	7.79	13.02	20.81	290.8	2.28	6.62
招金正元	0.36	2.83	3.19	6.5	5.24	0.34

肃北金鹰	1.02	10.05	11.07	19.2	4.56	0.87
圆通矿业	1.66	2.29	3.95	34.3	4.66	1.60
丰业矿业	1.96	3.70	5.66	23.4	5.38	1.26
金王矿业	0.21	3.30	3.51	4.7	3.93	0.19
<b>合计</b>	<b>548.03</b>	<b>670.97</b>	<b>1,219.00</b>	<b>14,942.6</b>	<b>3.29</b>	<b>491.08</b>
<b>权益总量</b>	<b>432.02</b>	<b>509.94</b>	<b>941.96</b>	<b>12,517.6</b>	<b>3.13</b>	<b>391.43</b>

来源：招金矿业公告，国金证券研究所

公司黄金产品分为矿产金和冶炼加工金。21 年受山东省安全生产检查影响，公司矿产金产量同比降低 37%，22 年随着公司生产经营重回正轨，上半年公司矿金产量达到 8.65 吨，同比增长 62.23%。

图表 77: 22H1 矿金产量同比增长 62%



来源：招金矿业公告，国金证券研究所

探矿增储+国内外并购共同发力，提升公司黄金储量及产量预期。

(1) 公司持续进行探矿增储工作，22 年上半年完成地质勘探投资 0.45 亿元，新增金金属量 16.01 吨，新增铜金属量 623 吨。

(2) 根据《莱州市瑞海矿业有限公司三山岛北部海域金矿采选工程初步设计书》方案，海域金矿建设总投资约 60 亿元，预计 23 年建成投产，2-3 年实现达产；该项目达产后年均单位矿石采选总成本为 340 元/吨，年产黄金约 15-20 吨，服务年限 23 年，预期经济效益显著。

(3) 21 年公司参与铁拓矿业增发融资，成为其第一大股东并成功入主阿布贾金矿。该金矿是全球重要产金区域西非 20 大金矿之一，黄金资源量约 104.2 吨，储量 45.1 吨，建成后首 6 年的年平均黄金产量约 6.22 吨，其中首年可产黄金约 8.09 吨。

图表 78: 两大金矿达产后增加黄金产量 21-26 吨/年

矿山名称	投产时间	达产后黄金年产量	其他相关信息
海域金矿	23 年	15-20 吨	达产后年均单位矿石采选总成本为 340 元/吨，服务年限 23 年
阿布贾金矿	22 年底	6.22 吨	建成后首 6 年的年平均黄金产量约 6.22 吨，其中首年可产黄金约 8.09 吨

来源：招金矿业公告，招金集团官网，国金证券研究所

## 9. 盛达资源：国内白银龙头乘风而起

公司是国内白银龙头企业，下辖 6 家矿业子公司，拥有白银储量近万吨，年采选能力 198 万吨。在厚植资源禀赋的基础上，公司于 19 年收购金业环保 49% 股权，进入金属资源回

收行业，开启“原生矿产资源+城市矿山资源”协同发展的战略布局，又于 20 年收购金业环保 9.12% 股权，进一步加强公司对城市矿山资源的控制。

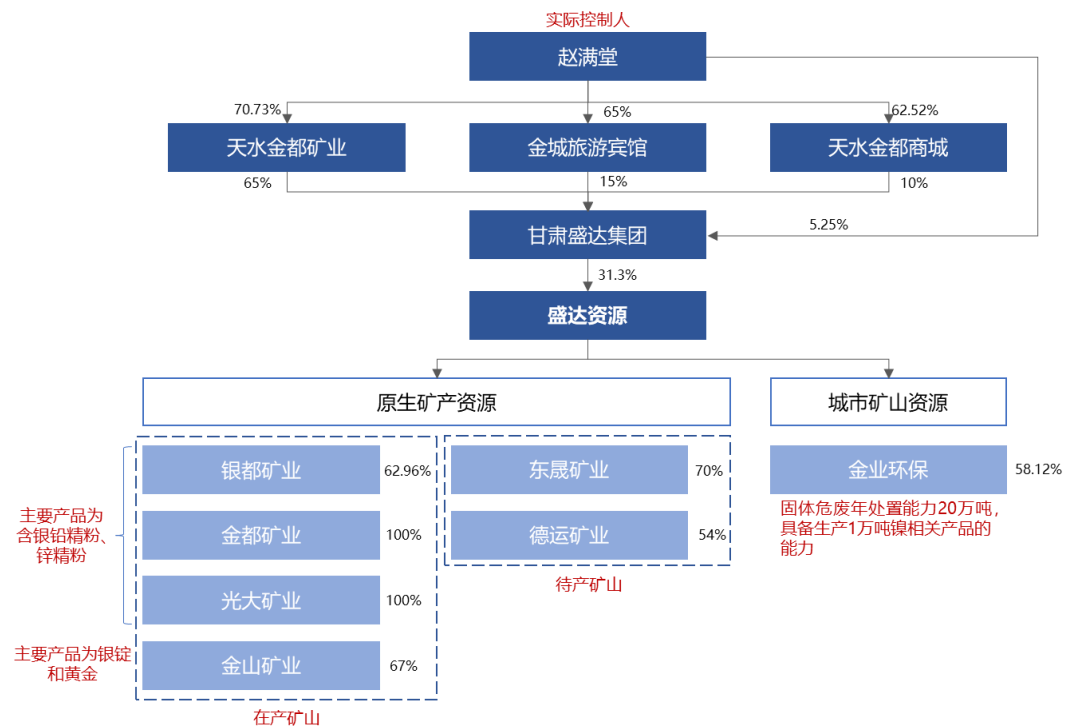
(1) 银都矿业、金都矿业和光大矿业主要产品为含银铅精粉和锌精粉，其中银都矿业是国内上市公司中毛利率最高的矿山之一。

(2) 金山矿业主要产品为银锭和黄金，是国内单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山。

(3) 东晟矿业和德运矿业为待产矿山，东晟矿业已取得的《采矿许可证》生产规模为 25 万吨/年，德运矿业已收到划定矿区范围的批复，争取 23 年在采矿证办理方面能有实质性进展。

(4) 金业环保“固体危废无害化资源化综合环保利用项目”一期火法项目共计 8 条产线，其中一线、二线处理含镍物料，三线、四线处理含铜物料，五线（转炉系统）为处理一、二线的半成品进一步升级加工，将低冰镍处理为高冰镍，六线 RKEF（回转窑及电炉系统）处理铬铁合金、含铬物料。目前一线至四线已正式投产，具备稳定的生产能力；22 年在建装置整体受疫情管控影响而延期，五线（转炉系统）于 22 年 11 月安装完成，现已开始试产并投料试产，目前已出产一定量的高冰镍；六线 RKEF（回转窑及电炉系统）也将尽快完成安装。

图表 79：“原生矿产资源+城市矿山资源”协同布局



来源：盛达资源公告，国金证券研究所

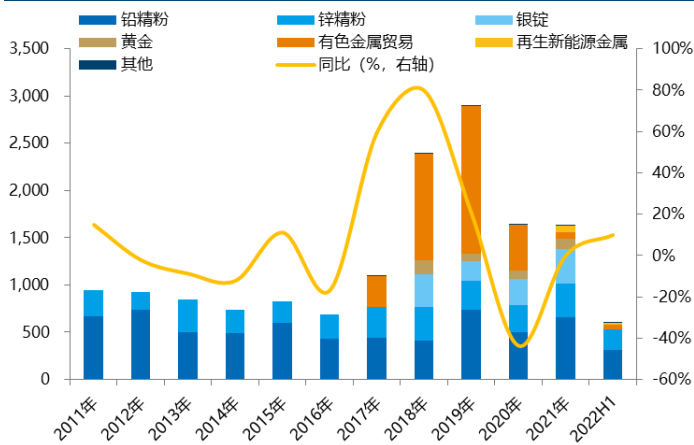
公司主营铅锌、白银、黄金等有色金属采选，经营情况稳健。

(1) 17-19 年随着公司有色金属贸易规模扩大和收购金山矿业布局金银资源，公司营收规模快速增长；20 年受新冠肺炎疫情冲击，公司上半年生产经营受到影响，各版块业绩均有不同程度萎缩；21 年矿山经营正常化，同时公司缩减了毛利率较低的有色金属贸易业务规模，在营收保持稳定的情况下，实现了毛利润 46% 的增长。

(2) 公司矿山资源主要集中在内蒙古中东部地区，受春节及寒冷天气影响，每年 Q1 生产时间相对较短。金山矿业每年开采和粗选时间集中在 4-11 月，产品在 6 月份才能达到可销售状态，整体出货时间集中在下半年。受公司生产销售周期的影响，金银产品的销售收入未能体现在上半年的业绩中。同时银都、光大和金都矿业每年在 3 月复工开采，Q1 销售收入主要来源于上一年度存货的加工和销售。

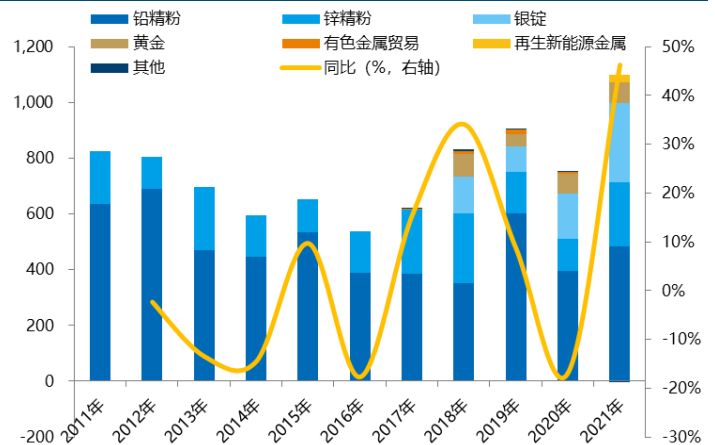


图表80: 营收结构向主营业务优化 (百万元)



来源: 盛达资源公告, 国金证券研究所

图表81: 公司毛利润稳中上涨 (百万元)



来源: 盛达资源公告, 国金证券研究所

优质矿山资源打造国内白银龙头。公司目前有4座在产矿山和2座待产矿山, 截至21年底累计拥有白银权益储量5,672.45吨和黄金权益储量6.57吨。

公司目前年采选能力198万吨, 其中银都矿业90万吨/年, 金山矿业48万吨/年, 光大矿业和金都矿业均为30万吨/年。

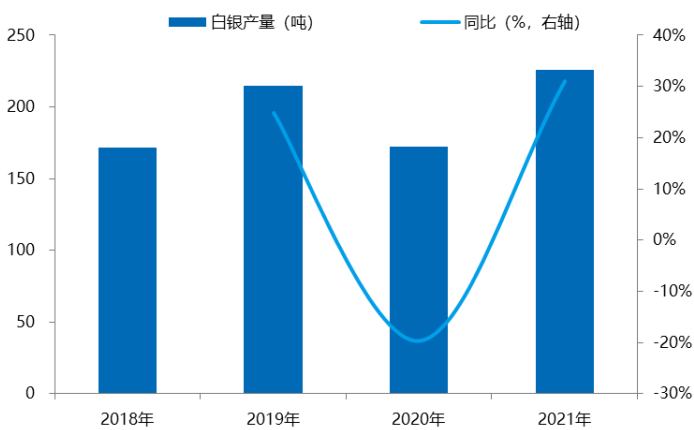
图表82: 公司白银权益储量达5672.45万吨

矿业公司	持股比例	矿山	矿产种类	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	品位 (克/吨)	权益量 (吨)	现有年采选能力 (万吨/年)
银都矿业	62.96%	拜仁达坝银多金属矿	银	908.94	2,079.49	227.78	1,309.25	90
金山矿业	67%	额仁陶勒盖矿区	银	1,594.36	3,291.49	206.44	2,205.30	48
			金		9.81	0.61	6.57	
光大矿业	100%	大地矿区银铅锌矿	共生银	247.41	405.68	163.97	405.68	30
			伴生银	226.38	73.41	32.43	73.41	
金都矿业	100%	十地矿区银铅锌矿	银	633.71	670.28	264.60	670.28	30
			伴生银	380.25	40.23	10.58	40.23	
东晟矿业	70%	巴彦乌拉银多金属矿	银	267.00	556.32	284.90	389.42	待产
德运矿业	54%	巴彦包勒格区银多金属矿	银	430.00	605.00	140.70	326.70	待产
			伴生银	1,588.44	467.00	29.40	252.18	
<b>银资源储量</b>					<b>8,188.90</b>		<b>5,672.45</b>	<b>198</b>
<b>金资源储量</b>					<b>9.81</b>		<b>6.57</b>	

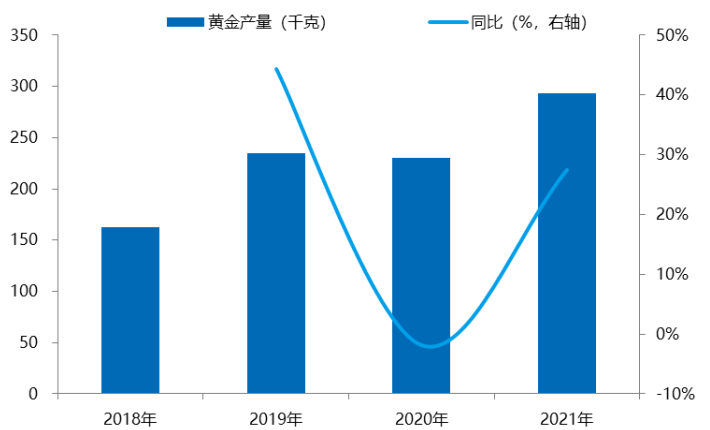
来源: 盛达资源公告, 国金证券研究所

公司18年收购金山矿业获得额仁陶勒盖矿区资源后, 贵金属产量稳中有增。20年受新冠肺炎疫情冲击, 矿山开工时间推迟1-2个月, 导致了全年产量的下滑。剔除20年疫情影响, 公司白银产量整体较为稳定, 黄金产量实现近10%的复合增长。

图表83: 公司白银产量整体稳定



图表84: 18-21年黄金产量 CAGR=9.5%



来源: 盛达资源公告, 国金证券研究所

来源: 盛达资源公告, 国金证券研究所

根据《盛达金属资源股份有限公司战略规划(2023-2027)》, 公司计划在“原生矿产资源+城市矿山资源”战略基调上, 确立“做大做强贵金属、加速新能源布局”的原则, 强化白银龙头地位, 提高金银贵金属矿产资源储备, 加速锂、铜、镍、锰、钴、铂族元素等新能源矿产资源并购及高纯硫酸锰新材料加工上线; 以可持续发展的镍、铜、锂等固废危回收生产为公司业务第二极。中短期内公司规划如下:

(1) 矿山扩建+外部收购提升资源储量和生产规模: 将金山矿业额仁陶勒盖矿区生产规模从48万吨/年扩建至90万吨/年; 加快待产矿山东晟矿业和德运矿业建设, 提升公司生产能力; 收购贵州最大规模的铅锌矿床猪拱塘铅锌矿, 增厚公司资源储量, 提升资源企业核心竞争力。

(2) 紧盯新能源产业大发展产业周期中新能源金属缺口较大的机遇, 专注镍、铜、铬、锂等金属资源回收, 着力打造二次新能源金属循环利用的完整产业链, 在金属资源再生的基础上, 通过精深加工生产电池级硫酸镍、碳酸钴、碳酸锂, 硫酸锰等新能源材料。

图表85: 已有矿山加速建设+外部收购提升核心竞争力

矿山名称	现有产能 (万吨/年)	未来规划
金山矿业	48	11月中旬完成额仁陶勒盖矿区III-IX矿段银矿采矿许可证有效期的延续工作, 力争实现扩产至90万吨/年生产规模
东晟矿业	待产	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, 办理相关手续, 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	待产	已收到划定矿区范围的批复, 目前正在进行开发利用方案的编制、评审等相关工作推进, 为办理采矿许可证做前期准备工作, 争取2023年在采矿证办理方面能有实质性进展
猪拱塘铅锌矿	正在进行资产重组	锌金属资源量246.06万吨、铅金属资源量81.38万吨。除铅锌外还富含银、硫、金、铜、镓、锗、镉、硒及硫铁矿等多种金属资源, 其中锗金属资源量592.62吨、银金属资源量828.54吨。

来源: 盛达资源公告, 国金证券研究所

## 八、投资建议

美债名义利率曲线倒挂无法长期维持, 后续需以短端利率大幅下行完成收益率曲线转正, 我们预计美联储或将在23Q3-4释放降息预期或者进行降息操作, 而通胀端住房租金和劳动力工资下降需要时间, 因此预计实际利率中枢将因此而下降, 推升黄金价格。建议关注银泰黄金、山东黄金、赤峰黄金、紫金矿业等标的。金价上涨带动白银价格同步走强, 建议关注白银龙头盛达资源。

## 九、风险提示

美联储加息幅度超预期、美国通胀持续性超预期、贵金属价格大幅下跌。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402