

行业展望

2023 年 1 月

中诚信国际
黄金行业

中国黄金行业展望，2023 年 1 月

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	10
结论	14
附表	15

联络人

作者

企业评级部

吕卓林 010-66428877-517
zhllv@ccxi.com.cn

陈田田 010-66428877-314
ttchen@ccxi.com.cn

任嘉琦 010-66428877-527
jqren@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方 010-66428877
yfwang@ccxi.com.cn

刘洋 010-66428877
yliu01@ccxi.com.cn

2022 年以来，受俄乌地缘政治矛盾影响，黄金价格一度接近历史高点，但美联储的多次加息和缩表进程加快的信号对黄金价格形成压制，黄金价格仍呈高位震荡态势。随着部分矿山逐步复产，黄金企业收入水平已恢复至 2020 年同期，虽然企业债务压力有所上升，但得益于黄金特殊性，整体信用水平保持稳定。

中国黄金行业的展望为稳定，中诚信国际认为未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化。

摘要

- 2021 年黄金价格高位震荡但较上年高点回调；2022 年以来，受俄乌地缘政治矛盾影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，黄金价格一度接近历史高点，但随后美联储的多次加息和缩表进程加快的信号对黄金价格形成压制，黄金价格呈波动下降趋势，但随着预期落地，金价于年末呈现上升态势。
- 2021 年以来，疫情影响减弱，矿产金产量恢复增长态势，但受回收金投放量下降影响，全年供应量延续下降趋势；2022 年前三季度，矿产金产量和整体黄金供应量同比有所增加。
- 2021 年黄金总需求量有所恢复，但较疫情前仍存在一定差距，且需求结构亦出现变化，2020 年压抑的黄金消费需求得以释放，且投资需求中 ETFs 持仓量有所下降。2022 年以来，俄乌地缘冲突爆发、美国通胀水平高企，避险情绪及货币政策成为驱动黄金需求结构变化的主要因素。未来随着需求端的好转，黄金行业或将迎来相对供需平衡。
- 2021 年，受黄金价格震荡走低影响，黄金企业黄金板块收入及利润均有所下降，经营获现能力亦有所减弱；2022 年前三季度，生产的恢复带动企业盈利能力和经营获现能力回升。黄金企业债务压力有所上升，但得益于黄金特殊性，整体行业信用水平保持稳定。

一、 分析思路

黄金行业的信用基本面分析，主要是通过分析黄金价格走势，以及影响黄金供应和需求的相关因素，并对价格走势进行判断。同时，分析价格走势对行业财务状况的影响进而分析企业盈利水平和杠杆水平等信用基本面的变化情况。本文在指出黄金供应和需求对价格产生一定影响之外，在经济不确定性因素增加的大背景下，黄金避险和保值需求及实际利率对价格的影响更为显著，且黄金价格震荡走低使得2021年黄金企业黄金板块收入及利润均有所下降；2022年以来，各企业虽仍面临一定债务压力，但受益于盈利能力和经营获现能力的好转，整体信用水平保持稳定。

二、 行业基本面

黄金价格与金融属性

2021年黄金价格高位震荡但较上年高点回调；2022年以来，受俄乌地缘政治矛盾影响，避险需求的激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，黄金价格一度接近历史高点，但随后美联储的多次加息和缩表进程加快的信号对黄金价格形成压制，黄金价格呈波动下降趋势，但随着预期落地，金价于年末呈现上升态势。

2019年以来，国际经济不确定性加剧，黄金价格大幅上升，2020年年初有所回调，但受疫情影响，黄金对抗货币贬值和政治经济风险的避险及保值需求较为旺盛，黄金价格之后再度大幅上升并于2020年8月6日突破历史高点，COMEX黄金期货结算价收盘价达到2,069.4美元/盎司¹后逐步回落。2021年，黄金价格维持高位震荡，具体来看，年初新冠疫苗接种率的提升带动各国经济复苏进程加速，避险情绪的短期下降使得大量资金流出黄金市场，3月8日COMEX黄金期货结算价下降至全年最低水平1,678.0美元/盎司。但疫情反复、经济恢复不明朗且通胀预期加强，黄金价格在下行趋势中仍有反弹，2021年下半年国际金价围绕1,800美元/盎司波动，全年COMEX黄金期货结算价平均为1,778.5美元/盎司，同比小幅增长2.7%。2022年以来，受俄乌地缘政治矛盾影响，避险需求短期激增超过了名义利率上涨以及美元走强对黄金需求的负面影响，高通胀及黄金ETFs的净流入亦对黄金价格提供有力支撑，3月8日黄金价格增至2,043.3美元/盎司，已接近历史高点。但随着俄乌冲突加剧的持续，全球能源价格大幅上涨，美国通胀持续飙升，美联储全年多次加息合计350bps以遏制美国通胀，同时美联储决定于6月1日开始加快缩表进程，美元走势强劲，实际利率上升推高持有黄金的机会成本，黄金价格自3月以来呈波动下降态势。2022年11月以来，随着加息预期的落地，黄金价格从1,632.1美元/盎司反弹至2023年1月底的1,947.3美元/盎司，反弹幅度接近20%。

国内方面，2021年国内金价小幅下降但整体相对稳定，截至2021年末，上海期货交易所(SHFE)黄金期货收盘价为376.42元/克，较年初下降5.42%；全年均价为375.64元/克，同比下降3.75%。

¹ 黄金价格数据来源为Choice，黄金供需数据来源为World Gold Council，黄金储量数据来源为美国地质调查局，下同。

2022年以来，国内金价紧跟国际金价走势，国内黄金价格于4月上升至406.80元/克后开始回落，前三季度价格在390元/克左右波动，但与年末反弹至最高423.5元/克。

图1: COMEX 黄金期货结算价走势图 (单位: 美元/盎司)



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

图2: 上海期货交易所黄金主力合约收盘价格走势图 (单位: 元/克)



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

黄金的价格属性包含大宗商品属性与金融属性，其中需求因素对商品属性形成一定影响，但其金融属性影响更大，金融属性下的黄金本质上可以被视为长久期的抗通胀付息债券，其对冲货币贬值和政治经济风险的避险及保值需求较为旺盛，因此在金融属性下驱动黄金价格的核心因素为实际利率。如用10年期美国国债收益率代表无风险利率，当无风险利率上升时，投资者会相应减少黄金资产配置，持有黄金的机会成本上升，卖出黄金使得黄金价格下降，其与国债收益率呈一定负相关关系；反之，以前年度黄金价格的上升往往伴随经济政治风险事件和国债收益率走低²。

从与美元的关系来看，黄金价格与美元亦呈现一定的负相关性。负相关性一方面来自于美元是黄金的基础定价工具，美元的弱势则对应了定价对象价格的相对上升。另一方面，黄金是一般货币等价物，当美元处于弱势被抛售的时候，其他货币的相应价值会出现上升。2022年第二季度以来，美联储紧缩的货币政策使得美元在国际货币体系中表现强势，美元货币购买力的上升压制黄金投资需求，黄金价格进而下降。

图3: 黄金价格与美国国债收益率



图4: 黄金价格与美国指数



² 2008年之后的黄金价格上升伴随了金融危机、欧洲债务危机等事件；2016年黄金价格一定范围内的向上波动则伴随了英国脱欧等时间；2019年以来全球经济下行压力增加，同时中美贸易摩擦带来不确定性，叠加2020年以来的新冠疫情在全球范围内爆发增加黄金的避险需求，实际利率持续走低；2022年以来，实际利率上行推升持有黄金的机会成本。

数据来源: Choice, 中诚信国际整理

数据来源: Choice, 中诚信国际整理

整体来看, 2021年随着全球流动性宽松后的预期收紧, 令黄金价格在年初高点回调, 全年价格仍处于高位震荡态势。2022年以来, 俄乌冲突使得避险需求激增, 黄金价格一度接近历史高点, 但后续美联储的多次加息和缩表进程加快的信号对黄金价格形成压制, 黄金价格呈波动下降趋势。根据最新统计数据, 10月份美国通胀数据好于预期, 美联储11月会议纪要亦展现一定的加息步伐放缓预期, 美元指数下滑, 预计后续黄金价格下行压力或将有所缓解, 且2022年11月以来金价表现符合预期, 但由于地缘政治、经济政策、货币政策的不确定性尚存, 整体黄金价格预计仍呈震荡态势。

黄金供应

2021年以来, 疫情影响减弱, 矿产金产量恢复增长态势, 但受回收金投放量下降影响, 全年供应量延续下降趋势; 2022年前三季度, 矿产金产量和整体黄金供应量同比有所增加。

全球黄金供应主要来源于金矿产金和回收金再加工生产以及少量生产商净套保, 近年来供应结构较为稳定。2021年全球黄金总供应量为4,683.4吨, 同比下降0.94%; 其中, 生产端受疫情影响减弱, 金矿产金3,570.0吨, 同比增长2.76%, 占全球黄金总供应量的76.23%; 回收金1,136.1吨, 同比下降12.13%, 占全球黄金总供应量的24.26%。2022年前三季度, 全球黄金总供应量为3,553.1吨, 同比增长3.04%; 其中金矿产金2,685.7吨, 同比增长2.04%; 回收金867.9吨, 同比增长3.20%。

矿产金方面, 黄金属不可再生资源, 全球黄金储量2016年末增至57,000吨后开始进入下降通道, 2019年末已降至50,000吨, 2020年以来略有回升, 但整体增产空间仍不足。且勘探增储进度低于黄金开采进度, 同时勘探难度的增加、平均矿石品位的下降和产业投资意愿的减少, 2020年全球疫情蔓延对黄金生产造成较大影响, 矿产金产量下降幅度进一步扩大至3.35%。2021年, 疫情影响减弱, 当期矿产金产量恢复增长趋势, 且产量已基本接近疫情前水平。2022年1~9月, 矿产金产量同比增长2.04%。回收金的投放主要受黄金价格走势的影响, 表现出一定的右侧交易属性³。回收金投放在黄金价格企稳回升过程中明显活跃, 在黄金价格低于长期市场价格时, 黄金回收公司加大回收力度, 回收的黄金经由黄金冶炼厂精炼后通过黄金交易单位投入市场。2021年, 伴随着黄金价格的回落, 一季度回收金投放增速同比下降10.40%; 黄金回收仍面临一定阻力, 全年回收金投放均延续下降的趋势, 带动当年全球黄金供应量亦下滑。进入2022年以来, 国际金价受地缘政治影响而有所上升, 黄金回收经济性有所提升, 但随着价格的波动, 前三季度回收金投放呈现先增后减态势。从供应弹性来看, 2020年以来, 2021年第二季度因金矿产量大幅增加使得总产量对价格的敏感系数较高; 2022年第一二季度

³ 交易方向与价格方向一致。

因回收金供应量大幅增加使得供应弹性较大，但整体来看短期供应弹性一般。

图 5：近年来全球黄金供应情况变化

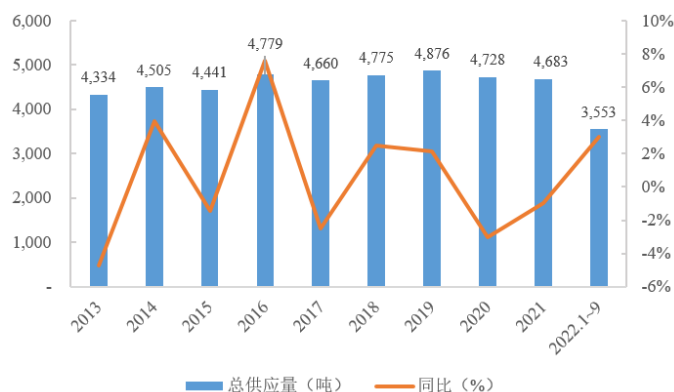
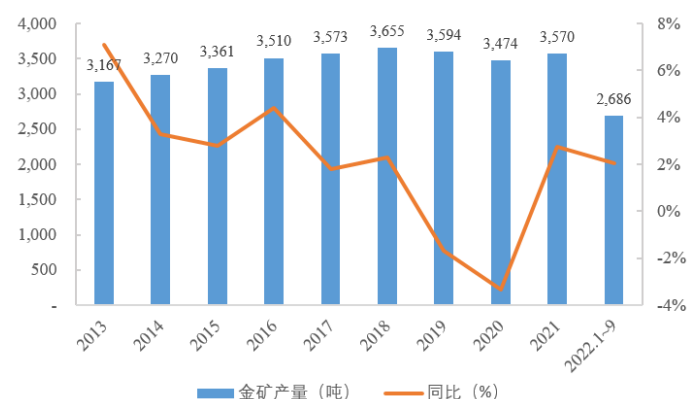


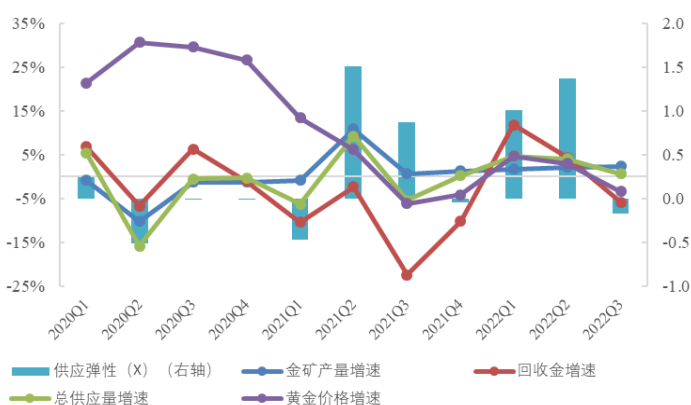
图 6：近年来全球矿产金产量情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

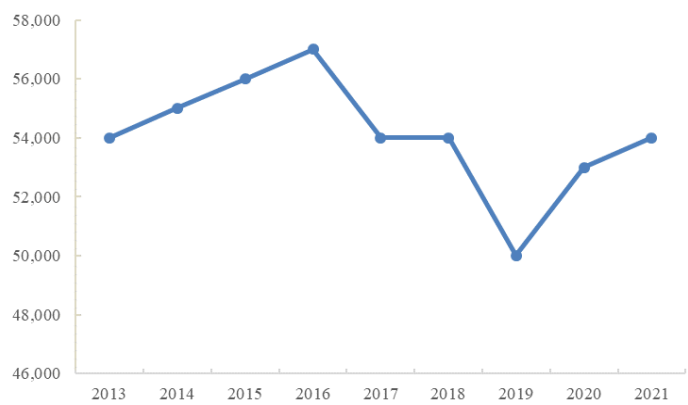
数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 7：黄金供应结构及供应弹性情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

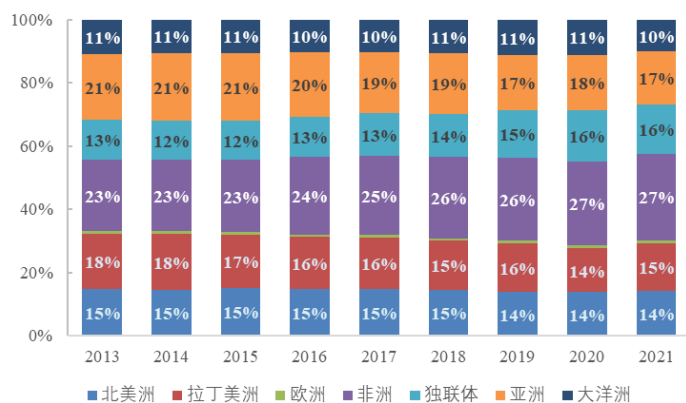
图 8：全球黄金储量情况（单位：吨）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

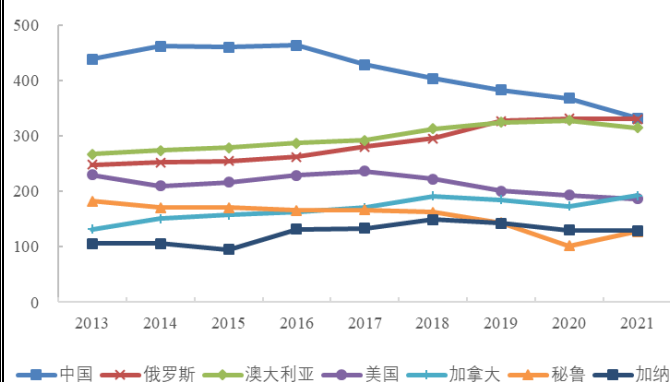
从区域分布来看，各区域黄金生产呈现趋势性变化。近年来中国产量的下降使得亚洲产量占比下降。作为黄金生产的第一大国，由于对黄金生产环保要求的不断提高，且2021年山东省内非煤矿山整改及阶段性停产影响较大，中国矿产金产量从2016年的463.7吨下降至2021年的332.0吨，降幅高达28.41%。2022年前三季度，受益于主力矿山的恢复，国内矿产金产量同比增长10.59%至214.1吨，短期影响已基本消除。非洲黄金矿产资源极为丰富且分布较为广泛，2021年矿产金产量为981.1吨，自2016年产量再度超过亚洲之后长期位于全球黄金产量首位，2016~2021年复合增长率为2.69%。美洲等工业化进程较早的大洲，采矿行业起步较早，且较早的进入了规模化、机械化开采阶段，故其矿产生命周期靠前；且规模化机械化开采产量的稳定性和持续性都较强，较高的工业水平也使得后端加工冶炼效率更高，造成较少的原材料浪费，使得整个矿产生命周期都较长。而非洲、南美洲等地采矿行业发展较为落后，前期以较多的人力开采为主。随着国际矿业公司对当地的矿产进行收购及进驻开采，采矿业开始进入高速发展阶段。

图9：近年来全球黄金产量占比情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图10：主要产金国黄金产量分布情况（单位：吨）



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

我国现有黄金矿山的浅表层资源日益枯竭，矿山开采的难度普遍加大，企业的开采成本有所提高。针对上述结构性的改变，国内企业纷纷突破国内资源约束，加大了对国外资源的并购和开发力度。2021年2月，加拿大政府批准紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）以14亿加元收购大陆黄金，大陆黄金主要在哥伦比亚从事黄金资源的勘探、开发、收购和评估；紫金矿业于2022年10月收购加拿大多伦多上市公司IANGOLD Corporation（下称“IMG”）持有的Rosebel Gold Mines N.V.（下称“RGM”）95%的A类股份股权和100%的B类股份股权，RGM的核心资产为南美洲苏里南Rosebel金矿项目。此外，山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”）于2021年3月完成对卡蒂诺资源有限公司100%股份的收购。此外，国内黄金企业亦加速国内资源整合，2022年10月紫金矿业公告通过协议转让方式，出资人民币39.845亿元，收购招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”）下属山东瑞银矿业发展有限公司（以下简称“瑞银矿业”）30%股权，瑞银矿业持有莱州市瑞海矿业有限公司（以下简称“瑞海矿业”）100%股权⁴。收购完成后，两家大型黄金企业在项目开发建设及后续生产运营中可充分发挥各自优势，有望实现有效协同。中诚信国际认为，目前国内企业在国内外资源整合力度进一步增加，但收购的部分项目仍需要一定的建设期及产量爬升期，保有储量的增长对其业绩的影响有一定的滞后。此外，海外矿产资产较多的企业，面临因当地政治经济形势变动影响矿权控制力的风险及一定社区风险，汇率及政策风险亦为海外业务的发展带来很大挑战。

整体来看，2021年全球黄金供应量较上年小幅下降，其中，受益于疫情影响减弱，矿产金产量同比有所增加，回收金供应量受黄金价格下行影响延续下降态势。2022年前三季度，矿产金产量和整体黄金供应量均实现恢复性增长，但回收金投放量受金价影响较大。全球黄金产量分布较为分散，各大洲黄金生产已出现一定趋势性变化，亚洲产量下滑，非洲产量增加，国内企业海外并购风险需持续关注。目前影响国内矿产金产量的阶段性因素已逐步消除，有

⁴ 招金矿业持有瑞海矿业63.86%股权，该公司所拥有的三山岛北部海域金矿保有黄金资源量562.37吨，黄金储量为212.21吨，平均品位为4.2克/吨。海域金矿是中国最大的单体金矿，矿区成矿地质条件优越，其所在的山东莱州-招远金矿带是世界第三大金矿带，未来探矿增储潜力巨大。

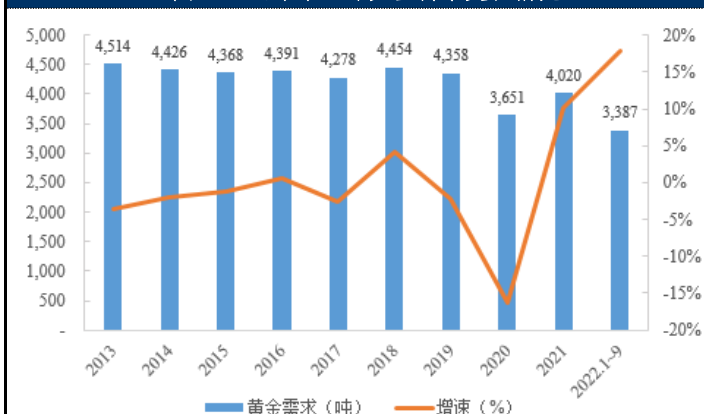
助于提升供应稳定性。不过由于黄金供应弹性相对较低，且黄金价格持续高于生产成本，供应端变化对黄金价格的影响不大。

黄金需求

2021年黄金总需求量有所恢复，但较疫情前仍存在一定差距，且需求结构亦出现变化，上年被压制的黄金消费需求得以释放，且投资需求中ETFs持仓量有所下降；2022年以来，俄乌地缘冲突爆发、美国通胀水平高企，避险情绪及货币政策成为驱动黄金需求结构变化的主要因素。未来随着需求端的好转，黄金行业或将迎来相对供需平衡。

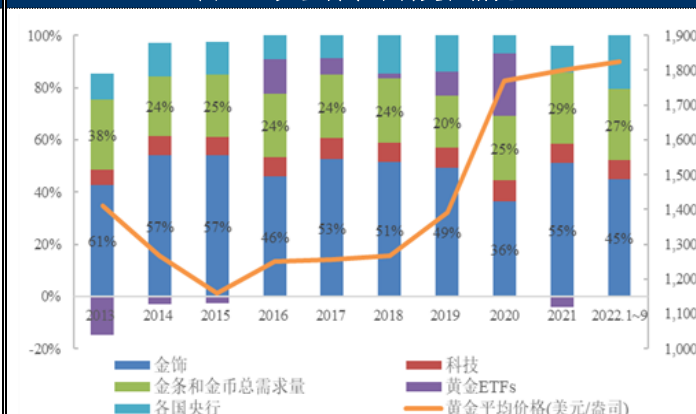
黄金需求主要来源于金饰消费、科技制造、金条金币投资及黄金ETFs投资产生的持仓量需求及各国央行储备需求。2019年之前全球黄金总需求变化不大，但受疫情影响，全球经济下行且消费疲软，黄金消费端受到了极大抑制，2020年黄金需求量降至低点。从需求结构来看，当年金饰消费占需求占比大幅下降，以投资目的为主的金条和金币总需求量占比同比上升，且受金价上升较快影响，黄金ETFs持仓量需求大幅增长，结构较疫情前年度发生较大变化。2021年以来，受益于疫情影响减弱，黄金需求端得以恢复，但较疫情前仍存在一定差距。当期黄金价格在年初高点回落，且经济恢复进程加快，金饰消费端需求有所上升；同时投资者的避险需求带动金条金币总需求量亦有所上升；同时，由于部分投资者在年初疫苗推出时缩减对冲投资，且利率上升使得加黄金持仓成本增加，当期ETFs呈净流出态势。2022年一季度，受俄乌冲突影响，黄金消费端受到抑制，制造端用金需求亦有所下降，公众对于实物黄金的投资和央行对于黄金资源的储备也受到一定的负面影响，但黄金ETFs持仓量需求在价格攀升的情况下需求剧增。值得关注的是，美联储于2022年以来多次加息以遏制美国通胀，ETF投资者为应对激进加息和美元走强的双重挑战主动降低ETFs持仓以规避金价下跌风险，2022年第三季度，全球黄金ETFs净流出227.3吨。

图 11：近年来全球黄金需求变化情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 12：黄金需求结构变化情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

具体来看，受前期疫情基数较低影响，2021年全球金饰需求同比大幅增长68.40%至2,230.1吨，且单季度均实现增长。国内方面，经济的复苏和相对稳定的金价为金饰需求提供重要支撑，且疫情延后的结婚金饰需求有所释放，全年需求量同比增长61.40%至699.3吨，中国仍为金饰

消费第一大国。2022年1~9月，全球金饰消费需求同比小幅下降2.05%。从全年情况来看，印度及中东国家需求强劲，中国金饰需求亦较为旺盛，预计全球金饰需求较2021年有望进一步提升。

科技用金方面，科技行业黄金使用主要为电子用金、其他行业用金和牙科用金，其中电子行业用金占比近80%。2021年，科技用金同比增长9.06%，其中电子行业受疫情影响减弱，生产经营有序恢复，电子用金同比增长9.12%。从细分行业来看，汽车行业持续复苏的背景，且用于医疗保健传感器、智能手机和手表等智能设备需求较高，高端LED用金量有所增长，内存行业用金量亦有所增长，支持5G功能的消费电子产品用金量亦保持稳定。印度纱丽金线的需求提升带动其他工业用金小幅增长；由于新材料的应用，牙科行业对于黄金的需求从长周期来看已呈下降趋势。2022年以来，疫情反复、俄乌冲突及通胀对电子产品消费产生影响，使得2022年1~9月科技用金同比下降3.40%。但总体来看，科技行业用金在全球黄金需求结构中占比不大，其较小幅度的变化对总需求的扰动有限。

央行储备方面，黄金在各国央行资产配置中占有重要地位，2021年各国央行净买入黄金量为453.8吨，同比大幅增长78.01%。分季度看，2021年一、二季度，黄金价格下降幅度较大，各国央行加大净买入力度，但随着黄金价格的反弹，2021年四季度净买入规模大幅下降。除传统重要买家于2021年进一步增加黄金储备外，新兴市场央行购入黄金力度加大，如泰国黄金储备增加90吨，巴西于2021年5月至7月共购入62吨等。此外，新加坡金融管理局在2021年第二季度购入超过26吨黄金、爱尔兰央行于2021年增加3吨黄金储备，是近十年来发达国家央行大量购买黄金的表现。2022年上半年，因前期基数较高，各国央行黄金购买量同比下降；2022年第三季度，由于全球通胀高企叠加全球疫情反复，美联储加息幅度较大，对新兴经济体的金融市场造成冲击，避险情绪使得当期各国央行净买入黄金量达到399.3吨，为2000年以来最大的央行单季购金量。截至2022年9月末，全球国家或组织黄金储备排名前列的分别为美国（8,133.5吨）、德国（3,351.1吨）、国际货币基金组织（2,814.0吨）、意大利（2,451.8吨）和法国（2,436.6吨），且上述国家黄金储备占外汇储备的比例均较高。同期末中国大陆持有的黄金储备为1,948.3吨，黄金储备占外汇储备的比例仅为0.003%。各国央行黄金储备比例的升高，一方面来源于经济下行的背景对于多资产及负相关收益资产的配置，一方面来源于国际争端多发的背景下避险需求的增加。

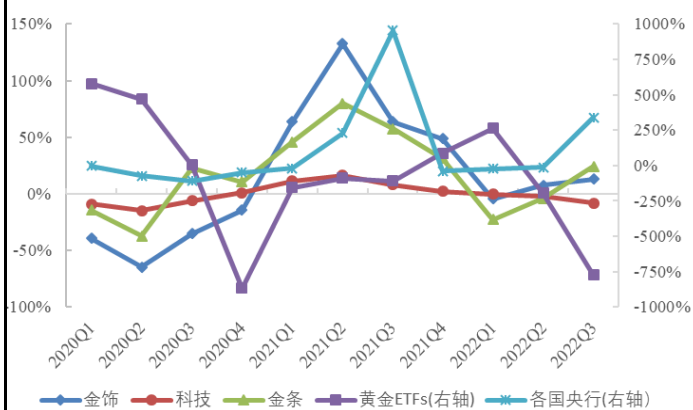
黄金投资需求分两方面，一方面是金条金币等实物投资，一方面是黄金ETFs投资。受2020年低基数影响，且高通胀背景下投资黄金的价值更高且可对冲风险，2021年金条金币等实物投资需求达到1,178.5吨，同比大幅增长31.56%；2022年1~9月需求为881.9吨，同比增长2.99%。进入2022年以来，俄乌冲突使得投资者避险需求上升，全球通胀水平飙升且黄金价格的下行为投资提供良好机遇，全球金条金币投资需求仍维持很高水平。

黄金ETFs因其具有大部分交易性金融工具属性，且与一般证券投资工具收益率呈一定负相关关系，逐渐在大类资产配置中扮演较为重要的角色。其持仓量与黄金价格走势相关，当黄金

价格处于长期上升通道或整体运行高于历史平均价格则会使得黄金ETFs持仓量有所增加，反之则会使得黄金ETFs持仓量下降。2021年全球黄金ETFs投资需求为-172.6吨，同比大幅下降119.78%。分季度来看，2021年ETFs的流出主要集中于2021年一季度，当期净流出规模为168.1吨，主要系疫苗接种率提升且美国国债利率上升所致；新型变种病毒的出现使得经济恢复进程不明朗，黄金价格有所回升，黄金ETFs流出放缓。从长期趋势来看，黄金ETFs的黄金持仓由基金持有，投资者仅需要交易所持有的ETF份额进行黄金的投资。通过合约投资黄金是未来发展的方向，目前尚在发展中的黄金ETFs将侵蚀部分金条、金币等实物黄金投资的份额，获得更大的发展空间。除非出现极端的战争、自然灾害等情况使合约履行出现极大困难，否则投资者更倾向持有黄金合约而非实物黄金。2022年初，俄乌冲突爆发，避险情绪带动黄金价格上涨，并且黄金作为通胀对冲工具，2022年一季度黄金ETFs对于黄金需求量高达272.7吨，同比增长262.22%，环比增长1,151.95%。二季度以来，全球通胀水平高企，各国央行选择大幅度加息且美元暴涨，黄金ETFs投资者更关注黄金资产机会成本的上涨，故ETFs大幅减少持仓量，2022年二季度及三季度黄金ETFs对于黄金需求量分别为-38.7吨和-227.3吨，同比分别减少119.28%和1,080.36%；环比降幅分别为114.20%和487.10%。截至2022年9月末，黄金ETFs的总持仓量为3,548.5吨，其中北美为1,779.4吨，欧洲为1,583.4吨。具体变化方面，因投资者加息预期强烈，美元持续走强，黄金ETFs仓位下降，北美持仓量同比下降48.11吨；同期末，受地理位置更靠近俄乌冲突地点影响，以欧元计价的黄金表现强劲，欧洲持仓量同比小幅增加10.93吨。

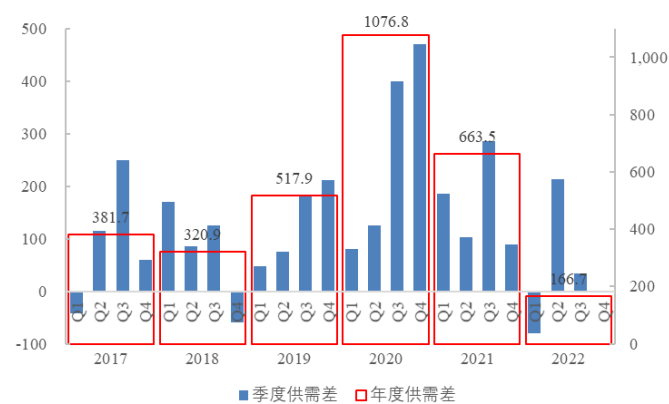
除部分季度因短期投资需求急剧上升而导致需求大于供应，多数季度黄金供应均大于黄金需求，使得近年来黄金供需均呈现供大于求局面，但受益于需求的好转，供需差自2021年以来有所收窄。尽管存在供需失衡局面，但黄金定价由占市场存量规模较小的流通部分决定，并非完全意义的大宗商品定价，而是具有金融工具属性，故供需相对失衡并未过度影响黄金的定价。

图 13：黄金需求增速变化情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 14：近年来黄金供需平衡情况（单位：吨）



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

整体来看，受益于疫情影响减弱，2021年黄金需求量有所恢复，但较疫情前仍存在一定差距，同时需求结构发生较大变化，金饰需求大幅释放但ETFs呈净流出态势。2022年以来，俄乌地

缘冲突爆发、美国通胀水平高企，避险情绪及货币政策成为驱动黄金需求结构变化的主要因素。未来随着需求端的逐步好转，黄金或将迎来相对供需平衡。

三、行业财务表现

2021年，受黄金价格震荡走低影响，黄金企业黄金板块收入及利润均有所下降，经营获现能力亦有所减弱；2022年前三季度，生产的恢复带动盈利能力和经营获现能力回升。黄金企业杠杆水平有所分化，总债务虽有所上升，但整体信用水平保持稳定。

样本企业概述

中诚信国际通过申万行业分类选取A股所有上市黄金企业，剔除ST的企业，同时添加银行间市场发债企业招金矿业股份有限公司作为样本企业，样本企业共计9家。受山东省非煤矿山整改部分黄金企业阶段性停产影响，国内黄金原料供应趋紧，2021年我国矿产金产量为332.0吨，样本企业矿产金产量为127.80吨，基本覆盖国内大型黄金生产企业，具有一定的代表性。

除银泰黄金无黄金冶炼业务、主要为向黄金冶炼企业销售合质金外，其余样本企业均实现黄金产业全产业链覆盖。由于各企业的黄金产业链完整度及矿产金、冶炼金板块收入权重有所差异，且部分企业电解铜、白银等业务亦占一定比重，故在不同金属品种价格市场变化幅度差异较大以及各企业主要所处产业链上中下游不同的情况下，财务表现略有分化。

表1：2021年样本企业情况（单位：吨）

公司名称	公司简称	业务构成情况	黄金业务占比	矿产金产量
银泰黄金股份有限公司	银泰黄金 (000975.SZ)	矿产金及向黄金冶炼企业销售合质金， 有色金属贸易等	30.36%	7.21
湖南黄金股份有限公司	湖南黄金 (002155.SZ)	矿产金和大量的对外采购合质金的冶炼	89.11%	5.16
山东恒邦冶炼股份有限公司	恒邦股份 (002237.SZ)	少量矿产金，以外采原材料冶炼为主，有 电解铜和硫酸等业务	35.53%	0.12
中金黄金股份有限公司	中金黄金 (600489.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，矿产铜及电 解铜的加工销售	62.72%	20.00
山东黄金矿业股份有限公司	山东黄金 (600547.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售	90.86%	24.78
赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司	赤峰黄金 (600988.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，电解铜和白 银等	78.48%	8.10
西部黄金股份有限公司	西部黄金 (601069.SH)	矿产金、外购合质金及冶炼金的加工销 售	95.61%	2.31
紫金矿业集团股份有限公司	紫金矿业 (601899.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，矿产铜及 电解铜的加工销售	51.52%	47.50
招金矿业股份有限公司	招金矿业 (01818.HK)	矿产金及冶炼金的加工销售	78.96%	12.62

资料来源：企业年度报告，中诚信国际整理

盈利能力

2021年，受黄金价格震荡走低影响，样本企业黄金业务板块收入及利润水平有所降低，但非黄金业务板块对整体盈利能力有所补充；2022年前三季度，随着山东省黄金企业矿山逐步复产，样本企业收入水平已基本恢复至2020年同期。

营业总收入方面，样本企业2021年营业总收入合计为4,006.48亿元，同比增长11.16%。其中，在样本总体收入中占比超过56%的紫金矿业2021年营业总收入增加536.01亿元，增幅超过30%，对样本企业营业总收入的扰动较大。此外，恒邦股份和中金黄金收入增加亦对整体营业总收入的扩大贡献较高，但上述增加主要源自于铜价上升带来的铜板块收入增加。受2021年年初山东省发生金矿安全事故，后续进行非煤矿山停产检查影响，山东省内黄金企业阶段性停产令其产量和营业总收入均有所下降。2022年前三季度，样本企业营业总收入合计为3,546.93亿元，同比增长21.96%，较上期增速大幅提升，主要原因一方面系受到上年同期低基数影响，另一方面系受益于紫金矿业并购及探矿增储带来的增收所致。

拆分板块来看，2021年样本企业黄金业务板块合计收入为2,296.24亿元，占样本企业总收入的57.31%。但与样本企业营业总收入同比增加不同的是，黄金业务板块收入下降14.53%，同时，黄金业务占比下降17.23个百分点。一方面黄金价格低位震荡，且山东省黄金企业受阶段性停产影响，黄金产量大幅下降，部分样本企业黄金业务收入有所下滑；另一方面，其他金属铜、锌等价格2021年总体呈现震荡走高态势，部分企业非黄金业务板块规模的快速增长推高营业总收入，使得黄金业务占比有所下降。毛利率方面⁵，2021年样本企业营业毛利率算术平均值为17.40%，同比下降0.92个百分点，除恒邦股份、赤峰黄金以及紫金矿业营业毛利率有所增加外，其他样本企业营业毛利率均呈下降态势。分板块来看，样本企业黄金板块营业毛利率算术平均值降至19.61%，同比降低4.31个百分点，除紫金矿业外，样本企业黄金板块营业毛利率均有不同程度下降。一方面黄金价格的震荡走低使得黄金企业整体盈利水平有所下降；另一方面，受部分矿山阶段性停产影响，整体精矿自给率有所下降，冶炼收入权重有所上升，但因其毛利率普遍偏低，导致企业整体黄金板块营业毛利率中枢有所下行。非黄金板块业务方面，各样本企业由于主要经营的非黄金金属品种不同以及处于产业链的位置不同使得非黄金业务营业毛利率的变化情况有所分化，但2021年非黄金业务毛利率表现整体优于黄金业务，与以前年度趋势略有差异。2022年，尽管二季度以来黄金价格持续走低，但受部分企业前期低基数影响，样本企业前三季度算数平均营业毛利率水平仍保持同比小幅提升；2022年前三季度样本企业算数平均营业毛利率基本回升至2020年同期水平。

⁵：各企业统计口径不尽相同。部分企业如紫金矿业、山东黄金等将矿山产金与外购合质金（加工金）分开计算毛利率，部分企业如中金黄金、湖南黄金等则将自产黄金和外购原材料冶炼黄金整体作为终端产品计算毛利率。

图 15: 样本企业收入增速情况



数据来源: 企业财务报表, 中诚信国际整理

图 16: 样本企业毛利率变化情况



数据来源: 企业财务报表, 中诚信国际整理

净利润方面, 2021年样本企业净利润合计244.51亿元, 同比增长43.67%。由于紫金矿业在样本净利润合计中权重较高, 其净利润水平对合计净利润影响很大, 使得样本净利润简单算数平均的同比增速与整体增速的偏离程度较高。如剔除紫金矿业, 则2021年其余样本企业净利润合计同比降低43.34%。整体来看, 尽管铜、锌等金属以及硫酸价格2021年上涨较快, 但除紫金矿业外的样本企业黄金板块收入及利润占比较高, 黄金价格的震荡走低对各企业净利润负面作用明显。2022年以来, 样本企业盈利能力显著恢复, 但尚未恢复至2020年同期水平; 前三季度净利润合计为263.61亿元, 同比增长51.56%; 若剔除紫金矿业, 其他样本企业净利润合计为56.73亿元, 同比增长98.36%, 主要系受到部分企业前期低基数影响以及中金黄金降本增效使得利润提升所致。2022年以来, 样本企业黄金产量的提升对黄金价格下跌形成弥补, 整体利润水平有所修复, 且拥有资源的企业盈利稳定性更高。

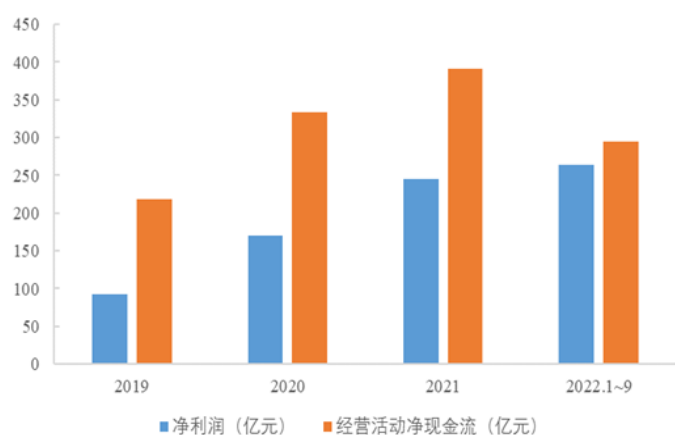
获现能力及偿债能力

盈利能力小幅弱化使得除紫金矿业外的样本企业 2021 年经营活动净现金流均有所下降; 2022 年前三季度, 随着各企业收入提升以及利润水平逐渐恢复, 整体经营活动净现金流明显好转。

获现能力方面, 2021年样本企业经营活动净现金流合计为390.76亿元, 同比增长17.06%。如剔除紫金矿业, 则2021年其余样本企业经营活动净现金流合计同比降低31.96%。影响经营获现能力的因素主要为盈利水平以及资金占用情况, 黄金企业由于矿山端的成本较为固定, 营业成本的变化主要由外采原料的价格以及规模决定; 资金占用方面, 除银泰黄金对黄金产业链下游企业销售合质金外, 其他黄金企业终端产品均为黄金, 销售客户主要为黄金交易所, 黄金业务板块实际产生的应收账款及相应的坏账损失并不多, 应收账款对于企业现金流占用普遍较小, 而存货对资金的占用情况与黄金价格的变化呈正相关。2021年, 除紫金矿业矿山板块利润明显提升以及恒邦股份有色金属冶炼及硫酸利润上涨较快使得经营活动净现金流同比增加以外, 其他黄金企业随着外采原料比例增加, 经营活动净现金流均呈下降态势。2022年1~9月, 样本企业经营活动净现金流合计为294.50亿元, 同比增长20.66%, 整体经营活动现金流明显好转, 但各企业表现有所分化; 多数黄金企业经营活动净现金流均随着收入规模扩大

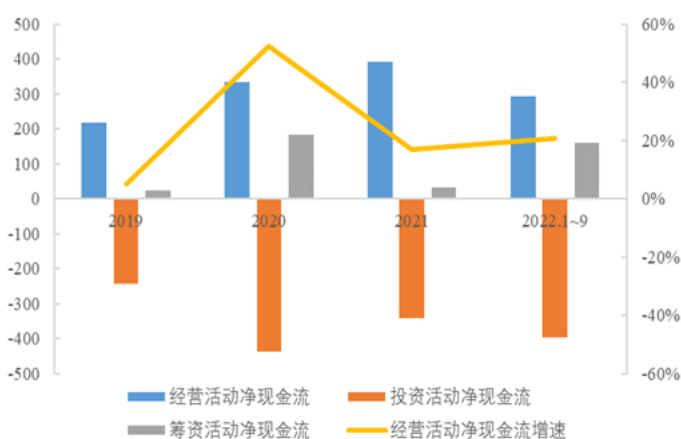
有所增加，但部分企业因预付款项、存货以及应收款项等对资金占用规模扩大使得经营活动净现金流同比减少。此外，2021年受益于整体投资规模缩窄，样本企业加大债务偿还力度，但2022年前三季度受紫金矿业加大投资影响，样本企业筹资活动净现金流负敞口进一步走弱。

图 17：样本企业净利润及经营活动净现金流情况



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

图 18：样本企业现金流量净额情况（单位：亿元）



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

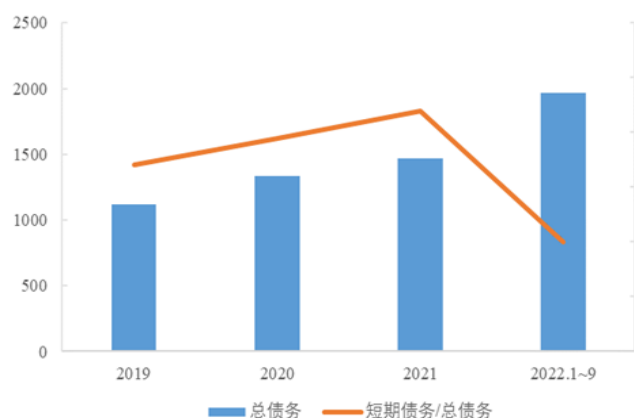
黄金企业资产负债率变化情况有所分化，但 2021 年黄金企业盈利和获现能力下滑对杠杆水平的影响较为可控；企业债务压力虽有所上升，但整体信用水平保持稳定。

资产负债率方面，截至2021年末样本企业平均资产负债率为43.47%，同比上升1.06个百分点；部分企业受短期业绩下滑以及收购公司股权等影响，流动性需求扩大使得资产负债率上升，其余企业资产负债率均略有下降，2021年盈利能力的下滑对杠杆水平影响较为可控。2022年9月末，多数样本企业资产负债率呈小幅上升态势，但赤峰黄金以及湖南黄金资产负债率变化较大，期末资产负债率分别上升10.68个百分点以及下降5.86个百分点，对整体样本形成一定扰动。截至9月末，样本企业平均资产负债率为45.05%，较上年末上升1.58个百分点。

偿债方面，截至 2021 年末，样本企业总债务合计为 1,468.05 亿元，同比增长 10.24%，平均短期债务占比为 81.96%，同比有所上升。各黄金企业外购原料增加以及多金属品种价格上涨使得企业对运营资金需求有所扩大，导致 2021 年以来总债务增加。截至 2022 年 9 月末，样本企业总债务合计为 1,963.27 亿元，较上年末增长 33.73%，平均短期债务占比为 69.99%，较上年末下降 11.97 个百分点，主要系紫金矿业、赤峰黄金以及招金矿业等总债务增长较快，而短期债务相对总债务增幅较小所致。其中，紫金矿业随着较大项目并表期末总债务较年初增加 369.31 亿元，但短期债务仅增加 16.15 亿元。偿债指标方面，2021~2022 年 9 月末，货币资金对短期债务平均覆盖倍数分别为 0.81 倍和 0.71 倍，偿债指标呈下降态势。其中，赤峰黄金 2022 年以来调整生产结构产生较大投资，货币资金对短期债务平均覆盖倍数大幅下降，对样本的扰动较大，若剔除赤峰黄金，9 月末货币资金对短期债务平均覆盖倍数分别为 0.54 倍和 0.72 倍。但货币资金的增加多来自于对外融资，企业自身盈利获现改善的贡献一般。若剔除紫金矿业，其余样本企业 2021 年经营活动净现金流对总债务平均覆盖倍数为 0.44 倍，同比有所下降。黄金企业短期债务占比相对偏高，存在一定短期流动性压力。但由于黄金特殊性，黄金企业的经营性资产可变现能力极强，且可通过较低成本的黄金租赁提升流动性，整

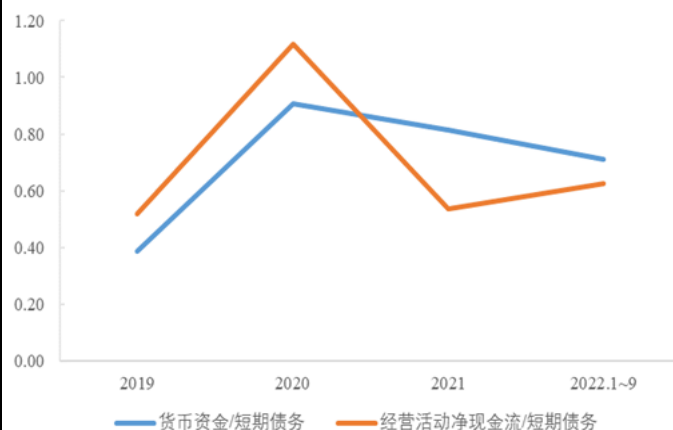
体信用水平保持稳定。

图 19: 样本企业债务结构变化情况 (亿元、X)



数据来源: 企业财务报表, 中诚信国际整理

图 20: 样本企业偿债指标变化情况(X)



数据来源: 企业财务报表, 中诚信国际整理

四、 结论

2022年以来, 在通胀高企、全球经济衰退的预期增强以及地缘政治危机等因素影响下投资者的避险需求激增, 但美联储多次加息对黄金价格形成压制, 黄金价格在支撑黄金价格上涨以及压制黄金价格下行的因素共同作用下高位震荡。在黄金供应端增量有限的背景下, 黄金消费需求 and 央行购金需求回暖, 未来黄金有望迎来相对供需平衡。2021年, 受黄金价格震荡走低影响, 黄金企业黄金板块收入及利润均有所下降; 2022年以来, 随着部分矿山生产逐步恢复, 黄金企业盈利能力和经营获现能力均有所好转, 整体杠杆水平有望保持稳定。由于地缘政治、经济政策、货币政策的不确定性尚存, 整体黄金价格预计仍呈高位震荡态势, 此背景下的上游矿山利润增厚或将使得黄金企业盈利进一步好转, 行业信用基本面将维持稳定。

附表一：样本企业财务数据

公司名称	营业总收入（亿元）				营业毛利率			
	2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.1~9
银泰黄金	51.49	79.06	90.40	64.32	30.20%	27.31%	25.10%	25.44%
湖南黄金	138.29	150.13	198.46	161.64	8.30%	8.64%	7.30%	7.88%
恒邦股份	285.36	360.53	413.83	345.37	5.52%	4.75%	5.03%	4.05%
中金黄金	389.63	479.95	561.02	400.36	11.08%	12.91%	11.49%	12.52%
山东黄金	626.31	636.64	339.35	398.28	9.65%	12.33%	10.56%	13.85%
赤峰黄金	60.68	45.58	37.83	44.76	20.11%	30.82%	33.28%	32.42%
西部黄金	38.63	55.55	41.58	32.40	8.75%	7.76%	7.46%	13.46%
紫金矿业	1,360.98	1,715.01	2,251.02	2,041.91	11.40%	11.91%	15.44%	15.60%
招金矿业	67.20	81.64	72.99	57.89	37.90%	48.48%	40.96%	36.83%
合计/算术平均值	3,018.57	3,604.09	4,006.48	3,546.93	15.88%	18.32%	17.40%	18.00%
同比	23.51%	19.40%	11.16%	21.96%	-1.76%	2.44%	-0.92%	1.46%

公司名称	净利润（亿元）				经营活动净现金流（亿元）			
	2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.1~9
银泰黄金	9.55	13.66	14.22	10.22	11.46	24.27	20.43	18.60
湖南黄金	1.56	2.25	3.65	3.56	8.31	9.76	6.14	7.63
恒邦股份	2.90	3.65	4.27	3.90	5.16	1.94	4.74	15.97
中金黄金	6.92	19.35	19.59	20.80	21.87	45.63	43.89	8.59
山东黄金	14.21	25.41	-1.95	7.98	41.80	58.10	18.22	20.27
赤峰黄金	2.09	8.24	6.14	4.79	4.33	10.72	7.55	4.74
西部黄金	0.41	0.77	0.73	1.33	1.50	4.37	1.02	-3.02
紫金矿业	50.61	84.58	196.00	206.88	106.66	142.68	260.72	219.48
招金矿业	4.34	12.28	1.86	4.15	17.80	36.34	28.05	2.24
合计	92.59	170.19	244.51	263.61	218.89	333.81	390.76	294.50
同比	17.39%	83.81%	43.67%	51.56%	5.18%	52.50%	17.06%	20.66%

公司名称	总债务（亿元）				经营活动净现金流/总债务(X)			
	2019	2020	2021	2022.9	2019	2020	2021	2022.1~9
银泰黄金	7.99	8.69	24.70	28.36	1.43	2.79	0.83	0.66
湖南黄金	9.55	6.48	8.09	2.01	0.87	1.51	0.76	3.80
恒邦股份	82.58	77.39	94.23	92.97	0.06	0.03	0.05	0.17
中金黄金	153.60	136.57	145.44	147.83	0.14	0.33	0.30	0.06
山东黄金	222.21	195.43	242.16	323.24	0.19	0.30	0.08	0.06
赤峰黄金	17.87	5.67	6.07	32.51	0.24	1.89	1.24	0.15
西部黄金	5.16	5.45	5.34	10.61	0.29	0.80	0.19	-0.28
紫金矿业	467.49	756.65	788.08	1157.39	0.23	0.19	0.33	0.19
招金矿业	153.05	139.32	153.94	168.35	0.12	0.26	0.18	0.01
合计/算数平均值	1,119.50	1,331.65	1,468.05	1,963.27	0.40	0.90	0.44	0.53
同比	11.48%	18.95%	10.24%	33.73%	--	--	--	--

附表二：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持者做出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
吕卓林	企业评级部	高级副总监
陈田田	企业评级部	高级分析师
任嘉琦	企业评级部	助理分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号
银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING
CO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,
Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District, Beijing
PRC,100010Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>