

标配（维持）

黄金行业深度报告：

“停止加息+美国经济衰退”的预期升温，支撑黄金上涨趋势

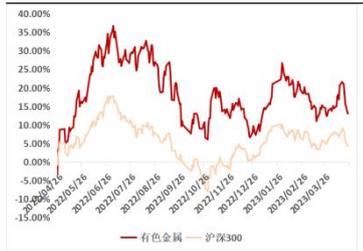
2023年4月26日

投资要点：

分析师：卢立亭
SAC 执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22177163
邮箱：
luliting@dgzq.com.cn

研究助理：许正堃
SAC 执业证书编号：
S0340121120038
电话：0769-23320072
邮箱：
xuzhengkun@dgzq.com.cn

申万有色金属行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **商品与金融属性相互作用，助力黄金价格维持高位。**黄金兼具商品及金融两大属性，黄金及黄金制品作为商品可直接买卖，与行业供需两端密切相关。黄金的金融属性基于其商品属性而来，具体包括货币属性、投资属性与避险属性。当前在投资需求与避险保值情绪的作用下，黄金价格维持高位，截至4月25日，COMEX黄金期货收盘价（活跃）收于2007.90美元/盎司，上期所黄金（Au9999）价格收于445.44元/克。
- **珠宝首饰需求提速，央行购金加大力度。**黄金下游需求可分为黄金饰品、工业应用、投资需求及央行储备。全球方面，2022年年度黄金需求（不含场外交易）同比增长18%至4741吨，是自2011年以来最高的年度总需求量。据美国地质调查局数据，2022年黄金下游需求最大占比为珠宝首饰，达到47%，目前随着日益增长的饰品以及保值需求，投资者正快速提升对黄金的热捧程度。此外，2022年，全球央行年度购金需求达到1136吨，创下55年来的新高，再次彰显黄金作为各国战略性资产及金融体系硬通货的重要性。
- **5月加息25bps几成定局，未来停止加息的预期升温。**当前时点，美联储5月份加息25基点几成定局，且此后停止加息的预期升温。由于美国经济数据表现不一，目前市场对于美联储未来货币政策的预期依然在修正当中。我们认为短期市场对黄金的避险情绪及热捧程度将有所减弱，然而年内停止加息预期升温，市场对预期的修正幅度有限，在停止加息的预期升温到实际停止加息的时间段中，黄金板块依旧具备较大的配置价值。
- **美国经济衰退风险犹存，黄金保值属性显现。**众多经济数据表明美国经济增速正在放缓，且美联储认同当前存在经济下行的风险。考虑到近期欧美银行业系统性风险，以及3月美国非农等数据较为韧性等因素，预计美联储在5月加息25bps后将停止加息。短期由于美国部分经济数据表现较强使得黄金板块承压，但在经济增速放缓、停止加息在望、短期突发性风险事件、叠加通胀与黄金相关性减弱等因素作用下，黄金价格依旧得到有效支撑。
- **投资建议。**虽然美联储加息预期反复调整，但在停止加息的预期、美国经济衰退的担忧、短期突发性风险事件等因素支撑下，黄金整体回调幅度有限，在美联储正式停止加息前，黄金板块依然具备配置价值。展望2023年，黄金首饰的需求将伴随消费好转而持续提振，此外，在全球经济发展不确定性较大之际，作为稳定的避险保值工具，黄金的实物投资需求以及央行买入将持续增加。建议关注山东黄金（600547.SH）、紫金矿业（601899.SH）、赤峰黄金（600988.SH）以及湖南黄金（002155.SZ）。
- **风险提示。**宏观经济波动风险；境外投资国别风险；安全生产风险；环保风险；资源储量风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 黄金行业介绍 | 4 |
| 1.1 黄金—保值属性优异的稀贵金属 | 4 |
| 1.2 黄金的主要属性 | 4 |
| 1.2.1 商品属性 | 5 |
| 1.2.2 金融属性 | 5 |
| 1.3 黄金行业产业链分析 | 6 |
| 1.3.1 上游金矿资源勘查和采选环节 | 6 |
| 1.3.2 中游冶炼、精炼及下游消费环节 | 7 |
| 2. 黄金行业供需端 | 7 |
| 2.1 供给端—国内资源有限，海外并购投资加速 | 7 |
| 2.2 需求端—饰品及避险保值需求加大黄金投资热度 | 8 |
| 2.2.1 珠宝首饰 | 10 |
| 2.2.2 金条、金币及黄金 ETF 投资需求 | 11 |
| 2.2.3 央行储备 | 12 |
| 2.2.4 工业领域需求 | 12 |
| 3. 影响黄金价格的主要因素 | 13 |
| 3.1 利率 | 13 |
| 3.2 通胀 | 13 |
| 3.3 美元 | 14 |
| 3.4 供求关系 | 15 |
| 3.5 其他影响因素 | 15 |
| 4. 停止加息预期与经济放缓成为黄金投资主线 | 15 |
| 4.1 美联储 5 月加息 25bps 几成定局，年内停止加息预期升温 | 15 |
| 4.2 经济衰退风险犹存，静待更多数据披露 | 17 |
| 5. 重点公司介绍 | 20 |
| 1. 山东黄金（600547.SH） | 20 |
| 2. 赤峰黄金（600988.SH） | 21 |
| 3. 紫金矿业（601899.SH） | 22 |
| 4. 湖南黄金（002155.SZ） | 23 |
| 6. 投资建议 | 24 |
| 7. 风险提示 | 25 |

插图目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 图 1：COMEX 黄金价格及库存（美元/盎司，盎司） | 4 |
| 图 2：上金所黄金价格及库存（元/克，公斤） | 4 |
| 图 3：黄金的金融及商品属性 | 5 |
| 图 4：黄金产业链全景图 | 6 |
| 图 5：2022 年全球黄金储量分布 | 7 |

| | |
|--|----|
| 图 6 : 2022 年各国黄金矿产量分布 | 7 |
| 图 7 : 全球黄金矿产量 (吨) | 8 |
| 图 8 : 中国原料黄金产量及进口金产量 (吨) | 8 |
| 图 9 : 2022 年黄金下游需求分布 | 9 |
| 图 10 : 全球黄金需求量 (吨) | 10 |
| 图 11 : 中国黄金消费量 (吨) | 10 |
| 图 12 : 各消费场景对珠宝零售商的收入贡献 (数据截至 2022 年 7 月末) | 10 |
| 图 13 : 全球黄金珠宝首饰需求量 (吨) | 11 |
| 图 14 : 全球金币金条及黄金 ETF 需求量 (吨) | 11 |
| 图 15 : 全球央行黄金买入需求量 (吨) | 12 |
| 图 16 : 全球工业领域黄金需求量 (吨) | 12 |
| 图 17 : 黄金价格与美债收益率、通货膨胀预期之间的关系 (美元/盎司, %) | 13 |
| 图 18 : 黄金价格与美元指数走势 (美元/盎司, 1973 年 3 月=100) | 14 |
| 图 19 : 美联储 2023 年 3 月点阵图 | 16 |
| 图 20 : 美国 PPI 及同环比 (2009 年=100, %) | 17 |
| 图 21 : 美国 CPI 同比数据 (%) | 17 |
| 图 22 : 美国 PCE 及核心 PCE 物价指数 (%) | 17 |
| 图 23 : 美国零售数据环比 (%) | 17 |
| 图 24 : 美国 ISM 制造业及服务业 PMI | 18 |
| 图 25 : 美国 Markit 制造业及服务业 (商业活动) PMI | 18 |
| 图 26 : 美国新增非农就业人数 (万人, %) | 18 |
| 图 27 : 美国当周初请失业金人数 (万人, %) | 18 |
| 图 28 : 美国失业率 (%) | 19 |
| 图 29 : 美国 10 年及 2 年期国债收益率 (%) | 19 |
| 图 30 : 山东黄金营业收入及同比 (亿元) | 20 |
| 图 31 : 山东黄金主营构成 (按 2022 年报) | 20 |
| 图 32 : 赤峰黄金营业收入及同比 (亿元) | 21 |
| 图 33 : 赤峰黄金主营构成 (按 2022 年报) | 21 |
| 图 34 : 紫金矿业营业收入及同比 (亿元, %) | 22 |
| 图 35 : 紫金矿业归母净利润及同比 (亿元, %) | 22 |
| 图 36 : 湖南黄金营业收入及同比 (亿元) | 23 |
| 图 37 : 湖南黄金主营构成 (按 2022 年 1 季报) | 23 |

表格目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1 : 重点公司盈利预测 (截至 4 月 26 日收盘价) | 24 |
|---------------------------------------|----|

1. 黄金行业介绍

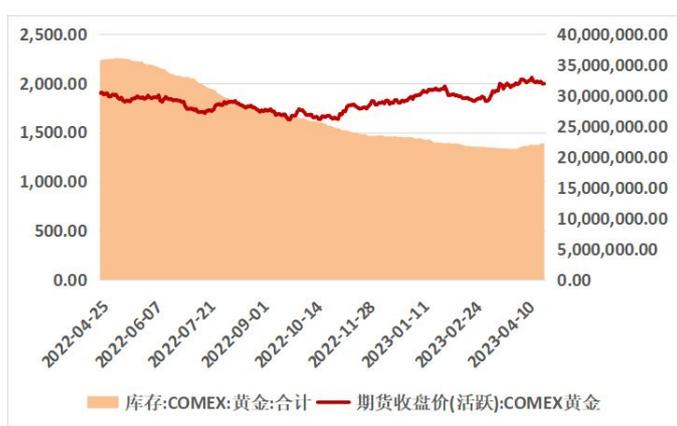
1.1 黄金—保值属性优异的稀贵金属

黄金是化学元素金（Au）的单质形式，是一种金黄色、抗腐蚀的贵金属。由于黄金天然稀缺以及历史人文赋予的特殊性，使其重要地位日益凸显。黄金不仅仅是用于储备、避险及投资的特殊通货，同时又是首饰珠宝业、电子业、现代通讯、航天航空等领域的重要原材料。

黄金作为主要的稀贵金属，其价格变化与行业发展同全球经济发展趋势、地缘政治格局密切相关。随着国际宏观经济环境日趋复杂，地缘政治局势持续发酵，叠加美国经济衰退的预期升温，使得黄金的避险情绪高涨，近年来纽约金价格几度超越 2000 美元/盎司的大关。在全球经济发展不确定性加大的情况下，黄金行业的配置价值不断提升。截至 4 月 25 日，COMEX 黄金期货收盘价（活跃）收于 2007.90 美元/盎司，上期所黄金（Au9999）收盘价收于 445.44 元/克。

回顾 2022 年，在疫情持续发酵、地缘政治危机、通货膨胀加剧等因素作用下，黄金价格推升至历史较高水平。根据山东黄金公告，国际现货黄金价格 2022 年最高触及 2,070.21 美元/盎司，最低触及 1,614.67 美元/盎司，全年平均价格为 1,800.09 美元/盎司，较 2021 年上涨约 0.08%。而由于 2022 年人民币兑美元汇率大幅贬值，使得上海黄金现货价格较国际黄金价格波动幅度更小。2022 年上海黄金交易所 Au9999 黄金合约最高为 418 元/克，最低 275.05 元/克，全年加权平均价格为 390.58 元/克，较 2021 年度均价上涨约 4.53%。

图 1：COMEX 黄金价格及库存（美元/盎司，盎司）



数据来源：iFind，纽约金属交易所，东莞证券研究所

图 2：上金所黄金价格及库存（元/克，公斤）

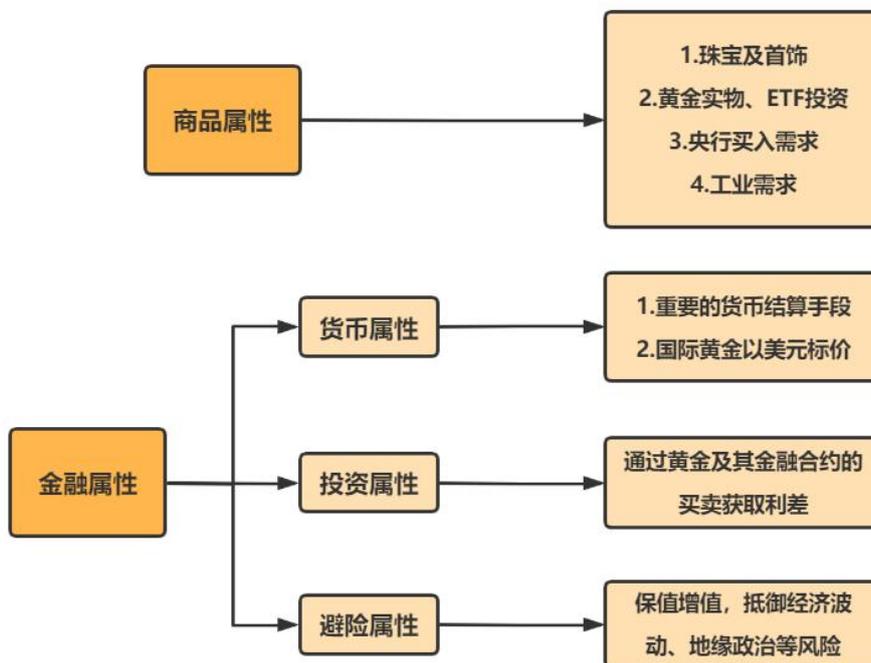


数据来源：iFind，上海期货交易所，东莞证券研究所

1.2 黄金的主要属性

据赤峰黄金公告，黄金主要包括商品及金融两大属性，是重要的全球性战略资产和各国金融储备体系的基石，在维护国家金融稳定、经济安全中具有不可替代的作用。

图 3：黄金的金融及商品属性



资料来源：iFind，东莞证券研究所整理

1.2.1 商品属性

黄金的商品属性与自然属性密切相关，商品属性也是其金融属性的基础。由于天然具有光泽鲜亮、性质稳定、耐腐蚀等诸多优点，使得黄金受到人们追捧，当下随着科技发展与社会进步，黄金也得到了更为广泛的运用。

具体来看，黄金及黄金制品作为商品可直接买卖，与行业供需两端密切相关，黄金的主要应用领域包括，珠宝首饰、金条及金币的投资、央行的储备需求、以及工业应用（电气及电子、航空航天、医疗等）领域。

1.2.2 金融属性

黄金的金融属性基于其商品属性而来，金融属性包括货币属性、投资属性与避险属性。从 19 世纪中期金本位制盛行，直到 1971 年布雷顿森林体系瓦解之前，黄金作为稳定的国际结算手段，其货币属性占据主导地位。黄金的投资属性类似投资于股票、债券等有价证券，通过买卖差价获取收益。避险属性方面，由于黄金在通货膨胀、国际动荡等诸多风险时具有相当的稳定性，使得黄金的避险属性得以凸显。

(1) 货币属性：从古至今，黄金作为硬通货的一种，其货币属性一直存在。在 19 世纪金本位盛行之时，黄金成为世界公认的国际结算货币。二战后，1944 年布雷顿森林体

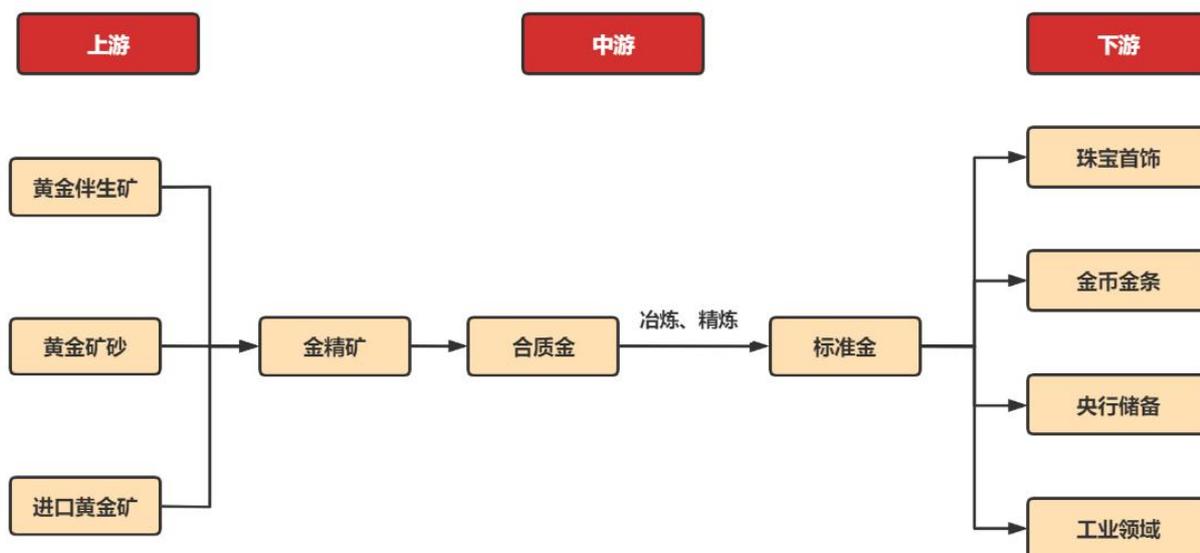
系成立，确定了黄金与美元直接挂钩的关系，美元替代了部分黄金的职能。虽然在 1978 年，《国际货币基金协定》宣告黄金不再作为货币价值标准，但作为重要的国际结算手段以及其固有的硬通货属性，黄金的货币作用依然活跃在市场上。

(2) 投资属性：黄金可以归类于大宗商品中的稀贵金属种类，其投资属性同样显著。投资者可直接投资于黄金实物及各类黄金金融产品，包括黄金外汇、金条金币、相关股票、债券、基金、期货等等，通过买卖价差获取收益。各类黄金投资品种具有不同的投资优势与风险，也使得国际资本常游走于不同投资品种之中。

(3) 避险属性：黄金天然稀缺，且由于历史人文赋予的其贵重性，使得黄金具有相当的避险属性，在宏观经济震荡之时具有保值增值的作用，经济向好时，黄金同享繁荣，在风险来临之际，黄金可提供有效的下跌保护。短期来看，在面对通胀加剧、经济下行、地缘冲突等危机时，黄金能够较好的抵御市场风险，甚至在经济下行时能逆势上涨。从长期来看，由于黄金相对稳定，其收益性又往往低于股票等投资工具。

1.3 黄金行业产业链分析

图 4：黄金产业链全景图



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所整理

1.3.1 上游金矿资源勘查和采选环节

根据四川黄金公告，黄金产业链的上游金矿资源勘查和采选环节受矿产资源、准入资格和投资规模等限制，行业集中度最高。金矿是黄金的主要来源，受限于金矿资源的稀缺，上游金矿采选环节在整个产业链中占据最重要的地位，金矿采选企业对下游黄金冶炼企业有较大的议价权，上游金矿勘探及采选行业是黄金产业链利润分布的主要环节。

1.3.2 中游冶炼、精炼及下游消费环节

黄金的中游为冶炼及精炼环节，通过将金精矿、合质金冶炼加工，才可制成可交易的标准金产品。下游消费环节为各类黄金的需求场景，主要包括珠宝首饰、金币金条及黄金 ETF 投资、中央银行储备需求以及各类工业领域的需求。

据赤峰黄金公告，“十三五”以来，黄金行业已从挖矿卖金和粗加工的传统模式发展运用到工业科技前沿，取得了跨越式发展。我国黄金行业已形成了地质勘查、矿山开采、选冶、深加工、批发零售、投资、交易市场等完整产业体系，当前黄金行业已经进入创新驱动转型发展的重要战略机遇期。

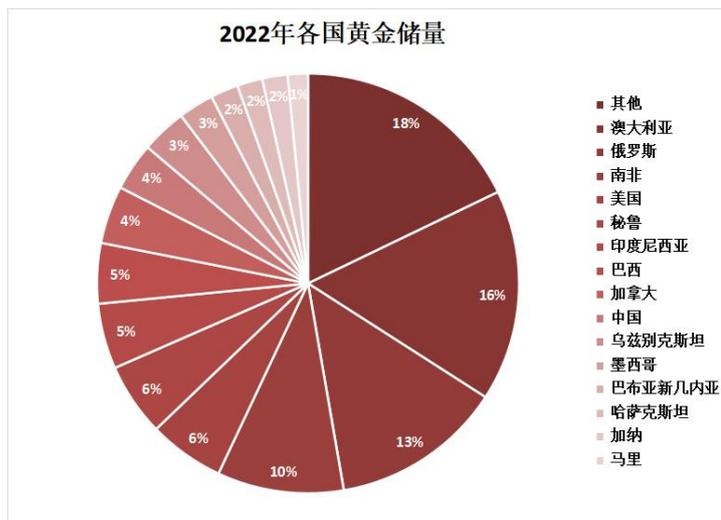
随着环境保护、生态治理等领域相继出台新的法律法规，大气污染防治、碳达峰、碳中和等上升至国家战略层面，加快推动绿色发展，是黄金企业实现高质量发展的必由之路。此外，目前国家正大力发展黄金工业应用科技前沿技术，加快推进黄金新材料产业化步伐，拓宽黄金复合材料在新能源、新材料领域的应用。

2. 黄金行业供需端

2.1 供给端-国内资源有限，海外并购投资加速

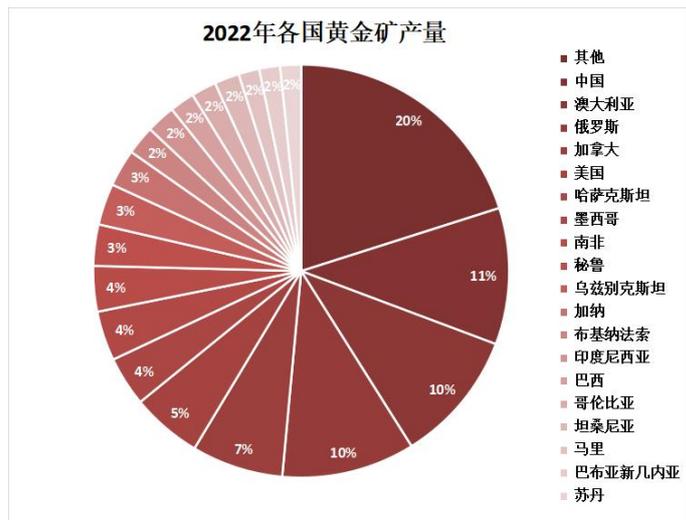
黄金的主要供给来自于矿产金，其余来源于再生金。根据美国地质调查局数据，2022年，全球黄金储量前三的国家分别为澳大利亚、俄罗斯、南非，储量分别为 8400 吨、6800 吨和 5000 吨，中国的黄金储量仅为 1900 吨。此外，黄金矿产量排名前三的则为中国、澳大利亚、俄罗斯，矿产量分别为 330 吨、320 吨及 320 吨。

图 5：2022 年全球黄金储量分布



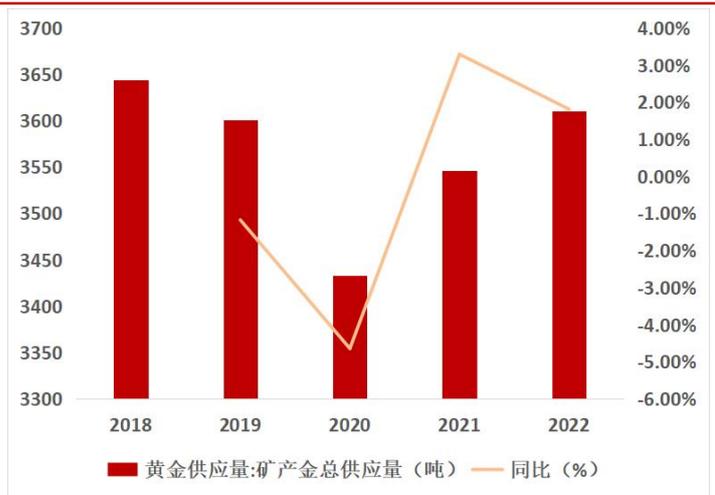
数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

图 6：2022 年各国黄金矿产量分布



数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

图 7：全球黄金矿产量（吨）



数据来源：世界黄金协会，东莞证券研究所

图 8：中国原料黄金产量及进口金产量（吨）



数据来源：中国黄金协会，东莞证券研究所

根据世界黄金协会数据，2022 年全球黄金年度总供应量增加 2%，达到 4,755 吨，保持在疫情前的水平之上，其中金矿产量创下四年来新高，增加至 3612 吨。

国内方面，据中国黄金协会统计数据显示，2022 年，国内原料黄金产量为 372.048 吨，较 2021 年增产 43.065 吨，同比增长 13.09%，其中，黄金矿产金完成 295.423 吨。此外，2022 年进口原料产金 125.784 吨，同比增长 9.78%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 497.832 吨，同比增长 12.24%。

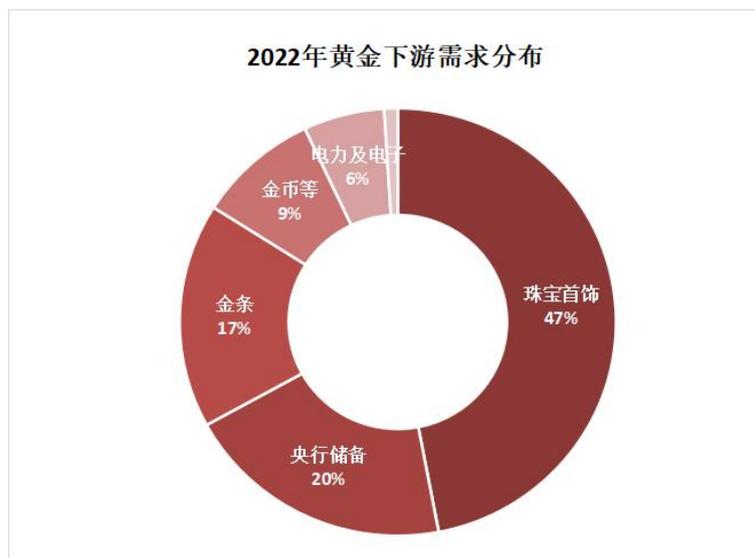
具体来看，2022 年，山东黄金旗下矿山摆脱安全生产事故影响，主力矿山全部实现复工复产，产能逐步恢复至疫情前水平，新项目及改扩建项目陆续投产达产，也助力全国矿产金产量大幅增长。2022 年，国内大型黄金企业(集团)矿山矿产金产总量为 148.066 吨，占全国的比重为 50.12%。

在做强做大境内矿山的的同时，各黄金企业充分发挥自身优势，强强联合，积极在境内外推进兼并重组和资源并购。紫金矿业先后收购新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿、山东海域金矿 30%权益、南美洲苏里南 Rosebel 金矿、招金矿业 20%股权；山东黄金受让银泰黄金股权，成为其控股股东；赤峰黄金收购金星资源和昆明新恒河矿业股权，并参与受让铁拓矿业挂牌股份，黄金资源量和产量均大幅增长。紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金和灵宝黄金等企业境外矿山实现矿产金产量 51.048 吨，同比增长 32.14%。

2.2 需求端-饰品及避险保值需求加大黄金投资热度

黄金下游需求可分为黄金饰品、工业应用、金币金条、黄金 ETF 投资需求及央行储备等需求。全球方面，据世界黄金协会，2022 年年度黄金需求（不含场外交易）同比增长 18%至 4741 吨，是自 2011 年以来最高的年度总需求量，其中全球央行年度购金需求达到 1,136 吨，创下 55 年来的新高。

图 9：2022 年黄金下游需求分布



资料来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

据中国黄金协会，2022年，国内黄金消费量为1,001.74吨，与2021年同期相比下降10.63%。其中黄金首饰654.32吨，同比下降8.01%；金条及金币258.94吨，同比下降17.23%；工业及其他用金88.48吨，同比下降8.55%。

整体来看，2022年受疫情多点散发的影响，黄金珠宝首饰消费明显下滑，实物金条金币等投资受金价高位及汇率波动等因素影响，需求量整体下滑，国内金价上涨和需求收缩导致工业及其他用金也出现回落。

2023年一季度，全国黄金消费量291.58吨，与2022年同期相比增长12.03%。其中：黄金首饰189.61吨，同比增长12.29%；金条及金币83.87吨，同比增长20.47%；工业及其他用金18.10吨，同比下降16.90%。随着疫情影响逐步消退和一系列促消费政策落地显效，消费者消费意愿有所提升，一季度黄金消费恢复态势明显，尤其2、3月份黄金消费量增速明显加快。国家统计局数据显示，3月份金银珠宝零售成为社会消费品增长幅度最快的品类；受益于避险需求的增加，金条及金币消费也实现大幅增长；国内金价的持续上涨，导致工业用金需求恢复缓慢。

2023年一季度，上海黄金交易所全部黄金品种累计成交量双边1.16万吨（单边0.58万吨），同比增长20.72%，成交额双边4.84万亿元（单边2.42万亿元），同比增长31.10%。

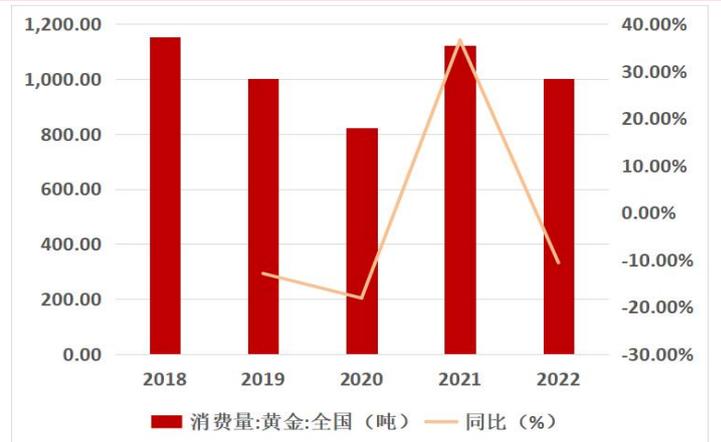
展望2023年，珠宝首饰的需求黄金首饰的需求将伴随消费好转而持续提振，此外，在全球经济发展不确定性较大之际，作为稳定的避险保值工具，黄金的实物投资需求以及央行买入将持续增加。

图 10：全球黄金需求量（吨）



数据来源：iFind，世界黄金协会，东莞证券研究所

图 11：中国黄金消费量（吨）



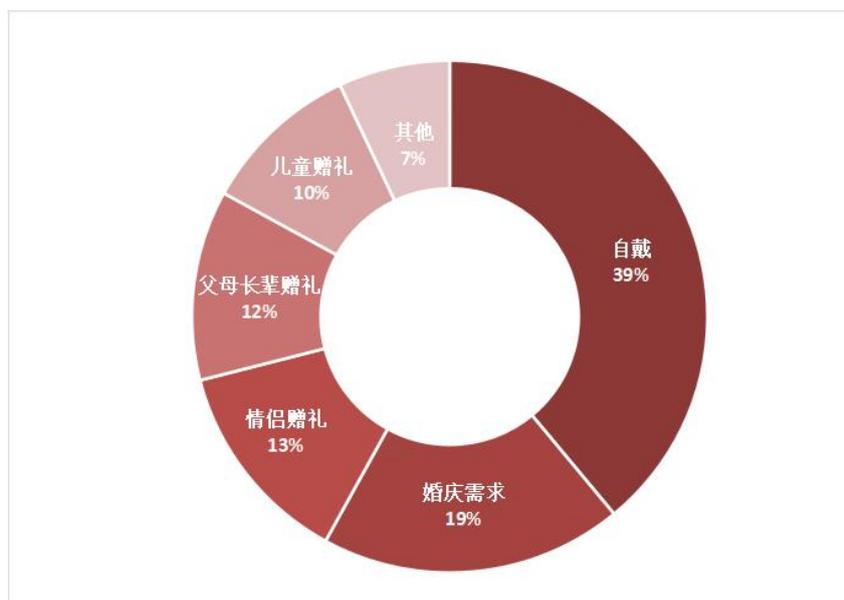
数据来源：iFind，中国黄金协会，东莞证券研究所

2.2.1 珠宝首饰

黄金首饰的需求主要取决于一国的居民收入水平及消费意愿，随着我国经济发展转型升级，居民收入水平不断提升，居民的生活方式更多向享受悦己的观念转变，加大对黄金等贵重物品的投入，对黄金珠宝首饰的需求快速提升。此外，以 90、00 后为代表的年轻群体正逐渐成为黄金首饰消费市场的主力军。为迎合年轻消费群体，各大黄金饰品企业加大创新力度、融入二次元、时尚等多方面元素，以满足年轻群体在表达情感、社会地位、愉悦自己等方面的金饰需求。

据世界黄金协会调研统计，用于自戴的黄金饰品需求接近 40%，婚庆场景贡献了近 20%的需求，女性已成为所有珠宝消费场景中的决定性力量。

图 12：各消费场景对珠宝零售商的收入贡献（数据截至 2022 年 7 月末）



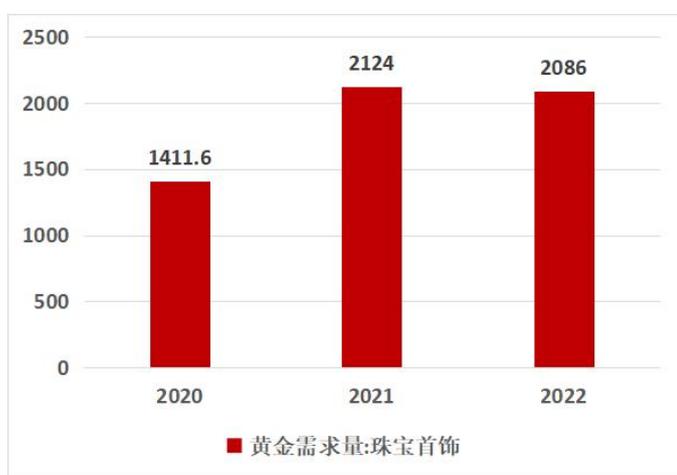
资料来源：中国黄金报社，世界黄金协会，东莞证券研究所

2022年，由于金价整体高企，全球金饰需求小幅下降3%至2086吨；中国作为黄金消费大国，因为疫情相关因素影响了2022年的消费，从而导致中国2022年金饰需求下降约15%。

随着中国疫情政策放开后，适逢2023年春节，带动了黄金珠宝产品的需求，下游各珠宝首饰企业的黄金产品保持了较高的景气度，尤其是国潮联名款、畅销款、生肖款和贺岁款产品，商场客流量的恢复也更好促进了销售。

2023年以来，黄金价格维持高位盘整状态，目前已突破2000美元/盎司的大关，价格过高一定程度上抑制黄金产品用作装饰的需求。根据世界黄金协会发布的《2022年中国金饰市场趋势洞察》一文，日益增长的保值需求已成为消费者购买金饰的重要动力，且目前全球经济增速放缓，叠加各种不确定性导致居民储蓄意愿上升。

图 13：全球黄金珠宝首饰需求量（吨）



数据来源：iFind，世界黄金协会，东莞证券研究所

图 14：全球金币金条及黄金 ETF 需求量（吨）



数据来源：iFind，世界黄金协会，东莞证券研究所

2.2.2 金条、金币及黄金 ETF 投资需求

黄金作为防御型投资产品，投资于金条或金币等黄金实物时，投资者更为注重黄金避险保值的作用以及通过买卖黄金制品赚取利差。

据世界黄金协会，2022年全球黄金投资需求（不含场外交易）达到1107吨，较2021年增长10%。其中，金条与金币需求增长2%至1217吨，需求升至9年来的最高点；黄金ETF持仓量减少110吨，降幅较2021年收窄（2021年减少了189吨）。2022年场外投资需求的季度性波动基本相互抵消。

2022年，金条与金币持续受到全球数个国家投资者的青睐，弥补了中国下降的黄金投资需求。在德国需求持续走强的推动下，2022年欧洲的金条与金币投资总量超过300吨。另一方面，中东地区也实现大幅增长，2022年需求同比升高42%。

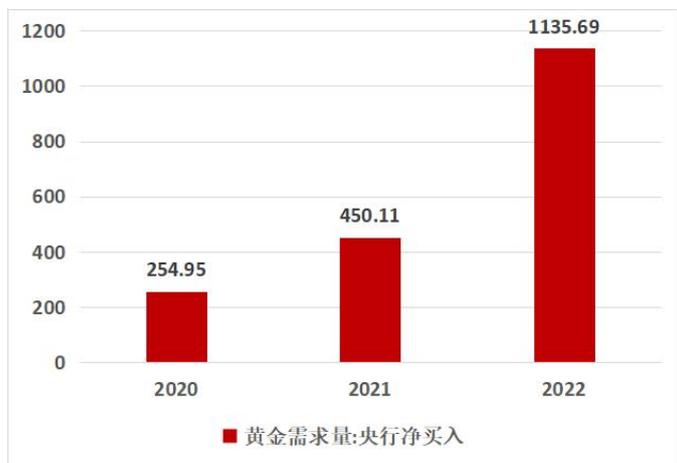
2.2.3 央行储备

央行储备黄金主要基于黄金的货币属性，一方面，黄金可有效抵御宏观经济波动的风险，保值增值，抗击通胀，维护一国金融的安全性和稳定性，另一方面，储备黄金可优化国家的外汇储备资产结构，增加资本的多样性。世界黄金协会在 2022 年上半年对全球 50 多家央行开展的调研结果显示，“危机时期的表现”、“对冲通胀”、“长期保值资产”等是央行持有黄金的主要驱动。俄罗斯主权财富基金在去西方化的同时上调了其黄金投资上限至 40%，澳大利亚主权基金在其组合中纳入黄金以对冲风险。

2022 年，全球央行年度购金需求达到 1136 吨，较 2021 年的 450 吨增长 152.44%，创下 55 年来的新高。仅 2022 年第四季度，全球央行就购金 417 吨，是连续第二个季度处于高位，2022 年下半年的购金总量也超过 800 吨。目前全球央行加快黄金储备的趋势仍在延续，2023 年第一季度，全球央行维持对黄金的净买入。

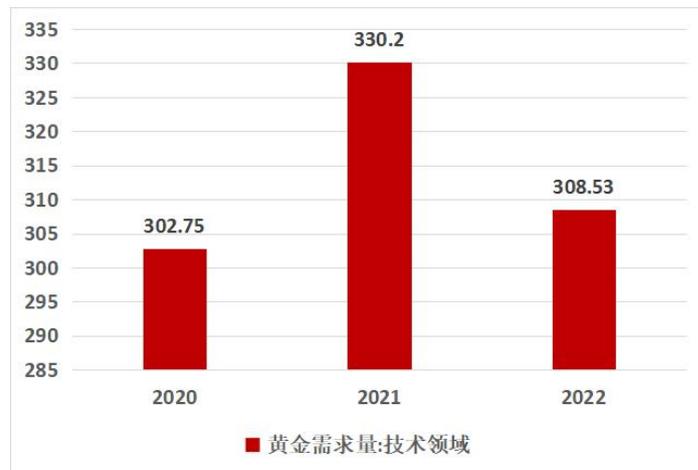
根据中国人民银行发布的数据，3 月末中国黄金储备达 6650 万盎司，较上个月增加 58 万盎司，这是继去年 11 月增持以来，连续第 5 个月增持黄金，累计增持总额近 500 亿元。2023 年第一季度中国人民银行合计增持黄金 57.85 吨，截至 3 月底，我国黄金储备达到 2068.38 吨，足以彰显黄金在维护金融稳定时的重要性。

图 15：全球央行黄金买入需求量（吨）



数据来源：iFind，世界黄金协会，东莞证券研究所

图 16：全球工业领域黄金需求量（吨）



数据来源：iFind，世界黄金协会，东莞证券研究所

2.2.4 工业领域需求

由于黄金具备较好的延展性、导电性、导热性等特点，使得黄金广泛运用于电子电气、航空航天、医疗等领域，整体工业领域对黄金的需求占比为 7% 左右。但由于高涨的黄金价格抑制部分工业需求，2022 年全球科技用金需求量约为 309 吨，同比下滑 7%，第四季度科技用金需求量为 72 吨，同比下降 16%。中国方面，2022 年工业及其他用金 88.48 吨，同比下降 8.55%。

3. 影响黄金价格的主要因素

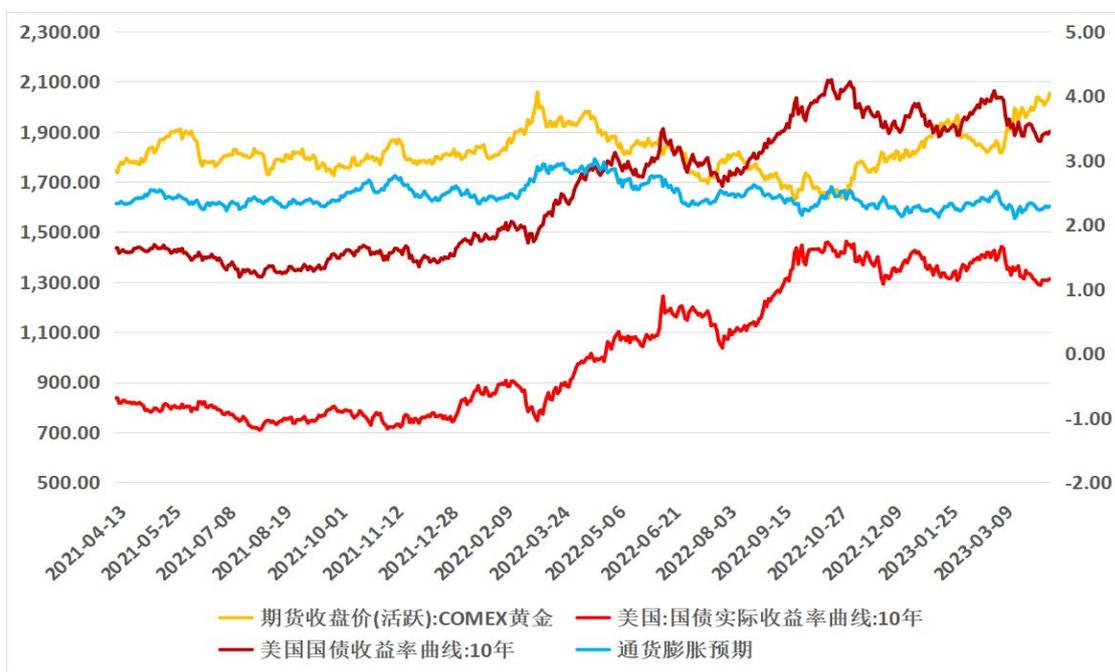
3.1 利率

广义利率：黄金类似一种零息资产，持有黄金不能带来利息收益，对黄金的投资收益主要来自于黄金价格的上涨。资金具有逐利性，当利率上涨时，持有其他有息资产的收益将超过持有黄金的收益，资金涌向有息资产，黄金价格往往下跌。另一方面，由于黄金具有较好的保值属性，在利率降低时，持有黄金的收益一般会高于其他资产。

此外，黄金与美元挂钩，且呈现较好的负相关关系，而美元跟美国经济及美联储货币政策密切相关。当美联储放缓加息时，利率增速放缓，美元指数走低，黄金价格将会上涨。值得注意的是，这里所表述的利率是美国联邦基金利率，而不是直接调整银行存贷款利率。

美国国债收益率：美国国债收益率可作为风险资产收益率以及基准利率的衡量，也可以作为名义利率的参照。美元作为币值稳定的货币，使得美国国债的安全性较好，当全球经济出现波动时，市场资金将流入美债以及黄金等避险资产，美债价格上涨，意味着美债收益率下跌，所以黄金价格与美国国债收益率往往呈现较好的负相关关系。

图 17：黄金价格与美债收益率、通货膨胀预期之间的关系（美元/盎司，%）



资料来源：美联储，美国财政部，纽约金属交易所，东莞证券研究所

3.2 通胀

根据费雪效应表达式， $实际利率 = 名义利率 - 通货膨胀率$ ，不难看出，黄金价格与实际利率呈现负相关关系，即黄金价格与通货膨胀率呈现负相关。由于美国国债收益率可作为名义利率的衡量，市场上通常采用美国财政部发布的国债实际收益率或者通胀保值

债券（TIPS）的收益率来作为实际利率的参照，美国国债收益率与实际收益率之差即为通货膨胀的预期。

具体来看，通货膨胀率代表了一国的货币购买能力。当通货膨胀走高，货币贬值，造成货币购买能力下降，而黄金由于其独特的保值属性，能够较好的抵御通货膨胀，使得在通胀过高时黄金依然具备较好的投资价值。

通货膨胀本身与黄金价格呈现较好正相关性，然而另一方面，高通胀会迫使美联储采取紧缩的货币政策，通过加息来抑制过热的经济，从而提高美元价值，黄金价格随之下跌。目前来看，在美联储激进加息的作用下，通胀与黄金价格之间的相关性正在减弱，美联储货币政策带来的相反效用降低了原本通胀与黄金之间的正相关系数。

3.3 美元

在布雷顿森林体系瓦解之后，虽然美元与黄金脱钩，然而国际黄金价格大多以美元标价，且美元和黄金均作为稳定货币的品种，其替代效应显著，使得黄金价格与美元依然具备较好的负相关关系。

黄金价格通常以美元计价，当美元上涨，黄金价格随之下跌，美元走弱，黄金价格也随之上涨，通过观测美元指数的变化，可以较好的追踪美元走势，从而预判未来的黄金价格。而美元指数与美国经济密切相关，当美国经济向好，美联储倾向加息以抑制过热的经济，美元预期将会上涨，黄金价格则存在下跌趋势。相反，当美国经济增速放缓或有陷入衰退的危机时，美联储则倾向降息以促进经济增长，美元预计将会下跌，黄金价格将开启上涨。

我们可以通过分析美联储货币政策来判断未来的加息预期，以及通过各类美国经济数据（美国非农就业人数、ADP 就业人数、失业率、当周初请失业金人数、续请失业金人数，CPI、PPI、PMI、PCE 等数据）来预测未来美元走势。

图 18：黄金价格与美元指数走势（美元/盎司，1973 年 3 月=100）



资料来源：美国财政部，纽约金属交易所，东莞证券研究所

3.4 供求关系

黄金作为大宗商品稀贵金属的一种，具备固有的商品属性，其价格同样会随着供求关系的变化而波动。而黄金天然稀缺，近几年来整体矿产量虽持续提升（2020年由于疫情影响使得全球黄金产量及需求均大幅下降），然而高涨的下游需求量，超过黄金供应量，使得黄金价格维持高位。具体来看，黄金首饰需求占比最高，达到47%，其次是金条及金币投资需求、央行储备需求，工业领域黄金需求最少。

3.5 其他影响因素

国际宏观环境：由于黄金具有避险保值属性，使得在面对宏观环境波动时能较好的抵御风险。在面对地缘政治危机、全球经济震荡、疫情等影响时，避险保值作用将推升黄金价格。

原油价格：国际原油价格同样以美元计价，与黄金价格呈同向变动趋势。此外，原油价格上涨会推高通货膨胀率，同样使得黄金价格随之上行。

消费者习惯的改变：随着消费者习惯的改变，投资于金条金币等黄金实物的需求稳步上升，年轻群体随着潮流金饰的发展也正加大对金饰的需求。而另一方面，其他虚拟货币、电子产品等可能会对黄金的需求产生替代效应。

4. 停止加息预期与经济放缓成为黄金投资主线

4.1 美联储5月加息25bps几成定局，年内停止加息预期升温

2022年，面对全球范围内的疫情、地缘政治局势、能源危机等多方面影响，全球经济面临前所未有的挑战，在通胀高企、经济增速放缓之下，以美联储和欧洲央行为首的全球主要国家央行纷纷开启加息进程。

美联储的货币政策走向直接影响黄金价格走势，美联储加息力度由开始的25基点攀升至75基点，并在75基点连续加息4次，在此期间黄金价格大幅震荡。2023年2月，美联储首次放缓加息至25基点，并在3月22日再次加息25基点，符合市场预期，纽约金价格在4月初再次突破2000美元的大关。

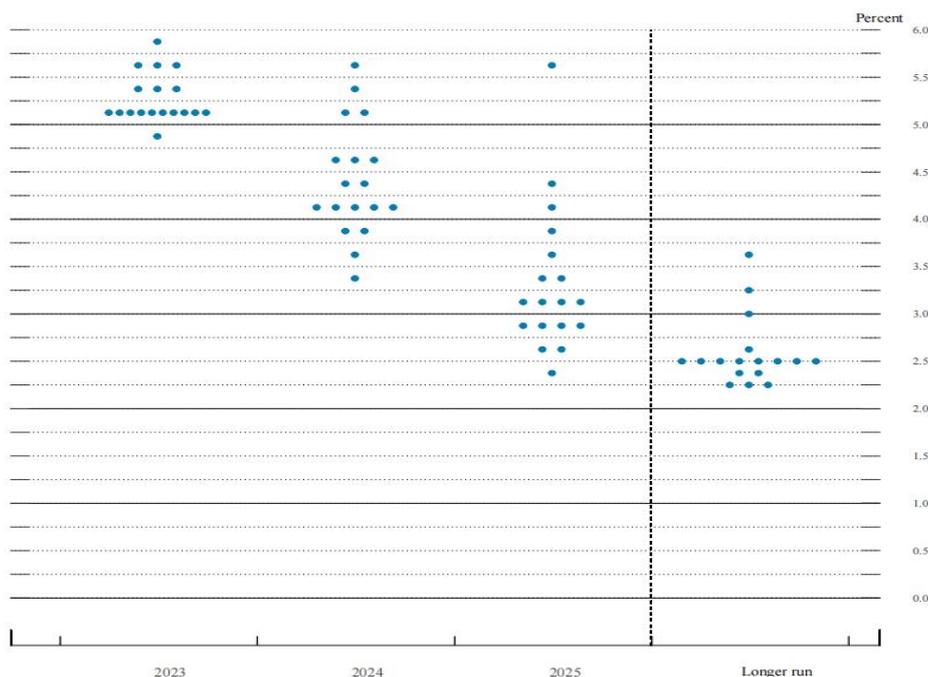
4月12日，美联储公布了3月份的议息会议纪要，尽管面对硅谷银行、签名银行两家银行破产倒闭的风险，美联储依然小幅加息25bps。此次会议上，与会官员一致认为，当前的通胀仍显著高于2%的长期目标，且几乎没有迹象表明，随着时间的推移，通胀压力足以使通胀率按稳定的速度回落至2%的水平。

同时，委员会也认同了近期银行业风险事件将减缓美国经济增长。然而，考虑到加息25bps可以让美联储更好的评估近期银行业风险，以及紧缩的货币政策对经济的影响，在综合考虑通货膨胀、经济数据以及银行业风险的情况下，美联储选择3月加息25bps，将联邦基金基准利率提升至4.75%—5%。我们认为，美联储的目标是要在稳定金融风险

以及抗击通货膨胀之间寻找一个折中点，最终选择临时扩表以及小幅加息。

虽然鲍威尔表示今年不会降息，甚至未来仍有加息的可能，但委员会已暗示，由于银行业的震荡，本轮加息已接近终点，鲍威尔等联储官员的偏鹰表态是为了让紧缩的货币政策效用得到更长时间的铺开，以及避免市场过度乐观。根据美联储3月议息会议后发布的点阵图，绝大部分联储官员认为2023年的基准利率应在5%之上，即表示2023年至少还有一次加息25bps的概率。

图 19：美联储 2023 年 3 月点阵图



资料来源：美联储官网，东莞证券研究所

美联储在5月份加息25bps较为确定，却并不影响后市停止加息及降息的预判，在加息至停止加息的时间段中，黄金板块会跟随停止加息以及降息的预期而上涨，在此阶段依然具备较大的配置价值。

通过对黄金价格复盘，不难发现，黄金板块的收益在实际加息或降息之前反应更为明显，整体板块走势跟随加息预期的相关性更为紧密。我们认为在放缓加息至真正降息之前，贵金属板块将持续受益，因为在实际进行停止加息或降息前，市场预期会尽数反应在盘面之上。

目前市场对于美联储未来货币政策的预期依然在修正当中，值此之际，我们认为黄金价格或维持当前水位价格震荡，短期市场对黄金的避险情绪及热捧程度将有所减弱。然而，年内停止加息的预期升温，市场对预期的修正幅度有限，在美联储正式停止加息及降息之前，黄金板块依旧具备配置价值。

4.2 经济衰退风险犹存，静待更多数据披露

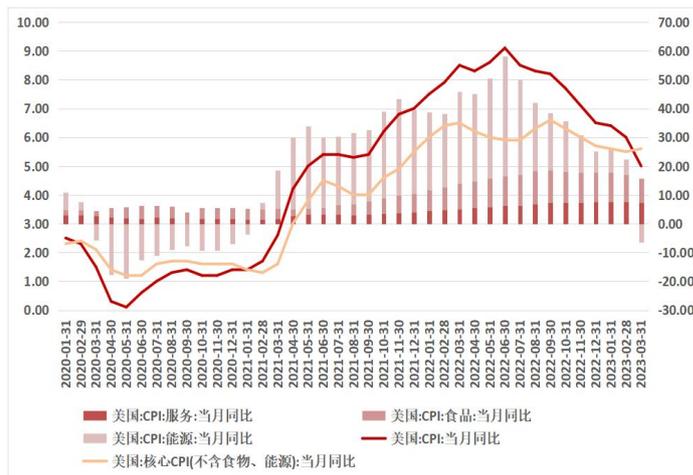
美国方面，自 2022 年 3 月份以来，美联储已连续加息 9 次，累计加息幅度 475 基点。一方面，激进加息拖累美国经济的增长，另一方面，在能源危机、供应链等危机下，高通胀及全球经济增速放缓也对美国经济形成压力。虽然目前美国通胀得到一定遏制，然而在激进加息的作用下，却不可避免的加大了美国经济陷入衰退的担忧。

图 20：美国 PPI 及同环比（2009 年=100，%）



数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 21：美国 CPI 同比数据（%）



数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 22：美国 PCE 及核心 PCE 物价指数（%）



数据来源：iFind，美国经济分析局，东莞证券研究所

图 23：美国零售数据环比（%）



数据来源：iFind，美国人口普查局，东莞证券研究所

3 月 31 日，美国经济分析局发布数据，美国 2 月 PCE 年率录得 5%，预期值和前值分别为 5.10%和 5.40%；2 月核心 PCE 录得 4.60%，前值和预期值均为 4.70%。整体 PCE 数据回落，暗示通胀正逐步下降，美联储加息取得一定的成果。

4 月 3 日，据美国供应管理协会数据显示，3 月 ISM 制造业 PMI 录得 46.3，前值 47.7，预期为 47.5，已连续 5 个月位于荣枯线下方。此外，3 月，美国新订单和新出口订单分别回落 2.7 和 2.3 个百分点至 44.3%和 47.6%，进口指数回落 2 个百分点至 47.9%，显示

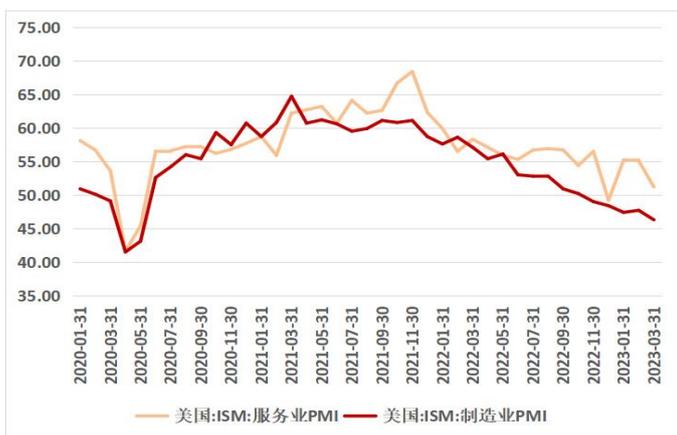
下游消费需求同样疲软。

4月6日，3月份的美国ADP就业人数增加约为14.5万人，大幅低于预期的21万人，且远低于2月份的24.2万人。

4月12日，美国劳工部相继发布3月CPI及PPI数据，美国3月CPI同比增长5%，为2021年5月以来的最低水平，预期为5.1%，前值为6%。剔除食品及能源后的核心CPI同比增长5.5%，与预期一致，前值为5.6%，整体CPI数据一定程度上表明通胀正逐步降温。PPI方面，美国3月PPI同比增长2.7%，低于预期的3%，环比下降0.5%。剔除食品及能源后的核心PPI同比上升3.4%，与市场预期一致，再度显现通胀降温的信号。

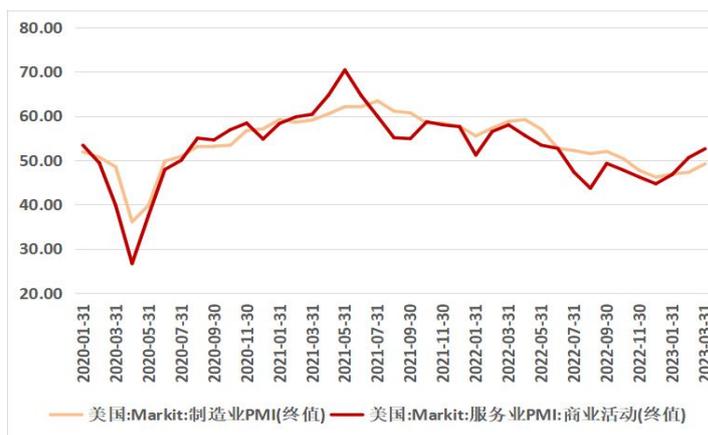
4月14日，据美国人口普查局数据显示，美国3月零售数据环比下降1%，超过预期的下降0.4%，零售数据降幅扩大表示当前美国零售端消费正在萎缩，通胀引起的物价上涨或使得消费者无法满足以往的支出，该数据或支持美联储持续紧缩的货币政策以抗击通胀。

图 24：美国 ISM 制造业及服务业 PMI



数据来源：iFind，美国供应管理协会（ISM），东莞证券研究所

图 25：美国 Markit 制造业及服务业（商业活动）PMI



数据来源：iFind，Markit，东莞证券研究所

图 26：美国新增非农就业人数（万人，%）



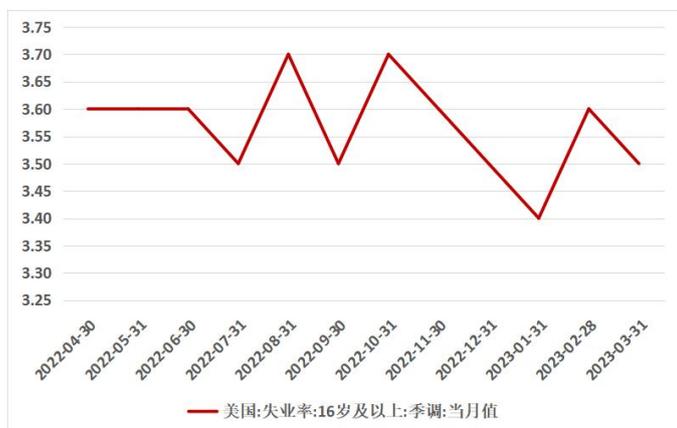
数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 27：美国当周初请失业金人数（万人，%）



数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 28：美国失业率（%）



数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

图 29：美国 10 年及 2 年期国债收益率（%）



数据来源：iFind，美国劳工局，东莞证券研究所

然而 3 月的美国非农就业数据显示出经济增长依旧韧性，与其他经济数据形成对比。美国劳工部 4 月 7 日公布数据显示，3 月美国非农就业人口为 23.6 万人，低于预期的 23.9 万人，为 2020 年 12 月以来最小增幅，失业率为 3.5%，预估为 3.6%。虽然非农就业人数不及预期，然而失业率下降表明美国劳动力市场供需缺口正在修复，数据公布后，市场加大了对美联储 5 月加息 25bps 预判。

我们认为，3 月非农数据虽然表现尚可，然而多方经济数据仍暗示美国经济衰退的担忧。此外，虽然欧美银行业系统性所带来的恐慌情绪已然淡去，但类似硅谷银行、瑞士信贷集团破产等事件是否再度发生依然未知，整体欧美银行业依然存在一定系统性风险。随着美国经济增速放缓，保值属性较强的黄金将优势凸显。

最新数据方面，美国劳工部数据显示，4 月 14 日当周首次申领失业救济人数为 24.5 万人，高于预期的 24 万人。另据费城联储 4 月 20 日数据，4 月费城联储制造业指数录得-31.3，为 2020 年 5 月以来新低，再度表明当前美国经济存在下行的风险。

4 月 20 日，Markit 数据显示，美国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 50.4，高于市场预期的 49.0，服务业 PMI 初值录得 53.7，高于市场预期的 51.5，展现 4 月份强劲的市场需求，也暗示通胀有抬头的趋势。

综上所述，由于美国经济数据表现不一，市场对于美联储加息预期反复调整，使得黄金价格持续震荡。我们认为，多种迹象表明美国经济增速正在放缓，且美联储认同了当前存在经济下行的风险，考虑到近期的欧美银行业系统性风险，以及 3 月美国非农等数据较为韧性等因素，预计美联储在 5 月大概率加息 25bps 后将停止加息。短期由于部分经济数据表现较强使得黄金板块承压，但在经济增速放缓、5 月后停止加息在即、叠加通胀与黄金价格相关性减弱等因素作用下，预计黄金价格依然得到有效支撑。

5. 重点公司介绍

1. 山东黄金（600547.SH）

山东黄金主要从事黄金开采、选冶、黄金矿山专用设备、建筑装饰材料的生产、销售，主要产品包括标准金锭、投资金条和银锭等。

2022年，公司矿产金产量完成38.673吨，同比增加13.892吨，增幅56.06%，相当于国内2022年矿产金总量的13.09%。全国境内矿山矿产金产量有50.12%来自大型黄金企业（集团），山东黄金境内矿产金产量32.616吨，占其中的22%，是中国境内矿产金产量最高的上市公司。2022年，公司积极推动权证办理、资源整合、项目建设，全面提高产能，所属7家矿山产量创出新高，其中焦家金矿年黄金产量突破10吨，成为全国第一黄金生产矿山。

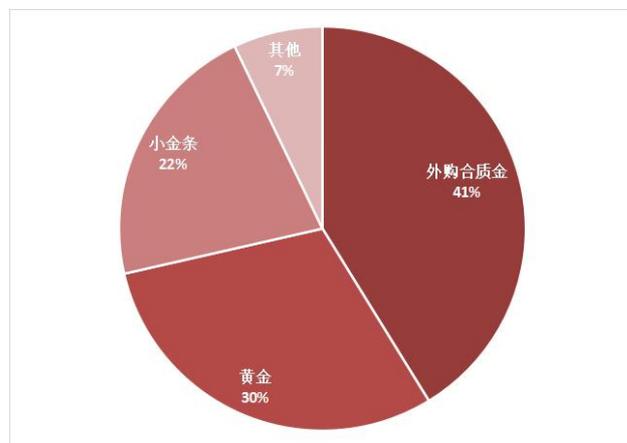
公司2022年实现营业收入503.06亿元，同比增加163.71亿元，增幅48.24%；实现利润总额20.06亿元，同比增加19.84亿元，增幅8,832.56%；实现归母净利润12.46亿元，同比增加14.40亿元。

图 30：山东黄金营业收入及同比（亿元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 31：山东黄金主营构成（按 2022 年报）



资料来源：iFind，公司公告，东莞证券研究所

公司持续厚植资源优势，增强资源储备，对内不断加大探矿力度，对外积极开展资源并购。在山东省内积极进行资源整合，加速重大项目建设，积极打造胶东地区世界级黄金生产基地；省外矿山和境外矿山在矿山深部及周边深入研究，不断优化地质找矿模型，实现找矿新突破，为矿山可持续发展提供坚实的资源基础。

2022年底，公司与银泰黄金控股股东及实际控制人签订协议，收购银泰黄金20.93%股份，该交易完成后，山东黄金成为银泰黄金控股股东，将进一步提升公司资源储量，巩固山东黄金在国内黄金行业的领先地位。公司下属焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿多年位列“中国黄金生产产量前十大矿山”榜单，累计产金均突破百吨，公司是国内唯一拥有四座累计产金突破百吨的矿山企业的上市公司。

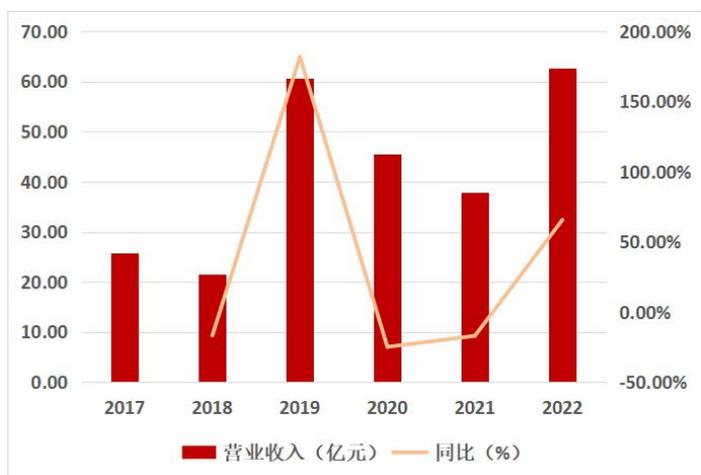
2. 赤峰黄金（600988.SH）

赤峰黄金的主营业务为黄金、有色金属采选业务，主要通过下属子公司开展。子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业从事黄金采选业务；子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的万象矿业目前主要从事金、铜矿开采和冶炼；位于加纳的金星资源主要从事黄金采选业务；广源科技属资源综合回收利用行业，主要从事废弃电器电子产品处理业务。公司主要产品为黄金、电解铜等贵金属、有色金属。

公司境内黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业共拥有 8 宗采矿权和 1 宗探矿权；公司所属矿山的矿石品位高，属于国内当前少有的高品位富矿床。同时，公司黄金矿山分布于全国重点成矿带，有进一步获取资源的潜力。

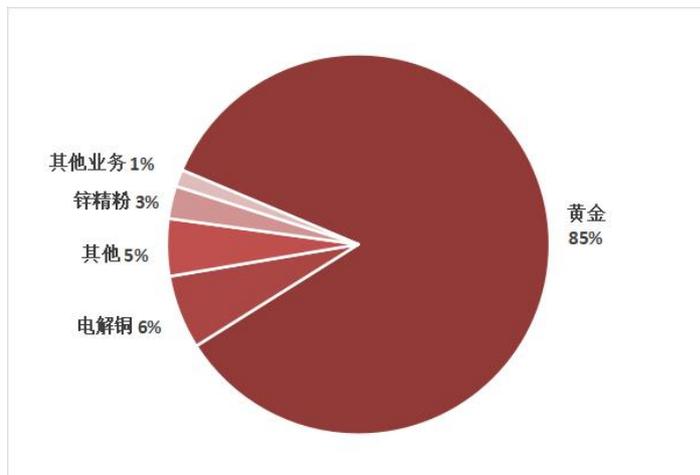
海外方面，公司控股子公司万象矿业所辖 Sepon 铜金矿是老挝最大的有色金属矿山，拥有 1 宗采矿权和 1 宗探矿权，享有包括 Sepon 矿区在内的合计 1,247 平方公里范围内的矿产资源勘探及开采的独占权利，探矿前景广阔。子公司金星资源核心资产为位于加纳的瓦萨金矿，瓦萨金矿位于著名的阿散蒂金矿带上的成矿有利地段，矿区及外围找矿潜力仍然巨大，瓦萨金矿的矿权范围在阿散蒂金矿成带南部的东缘，走向长约 70 公里，是加纳拥有矿权面积最多的大型黄金企业之一。

图 32：赤峰黄金营业收入及同比（亿元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 33：赤峰黄金主营构成（按 2022 年报）



资料来源：iFind，公司公告，东莞证券研究所

2022 年，公司实现主营业务收入 626,040.53 万元，其中，采矿业板块：生产矿产金 13,568.53 公斤，较上年增长 67.61%，电解铜 0.64 万吨，较上年增长 28.16%，实现主营业务收入 595,493.52 万元，黄金产量大幅增加主要系完成金星资源并购所致。资源综合回收利用板块：广源科技 2022 年度处理废弃电器电子产品 140.97 万台、残次品 3,724 吨，主营业务收入 30,547.01 万元。2022 年度采矿业和资源综合回收利用两个板块主营业务收入占比分别为 95.12%和 4.88%。

3. 紫金矿业（601899.SH）

紫金矿业聚焦绿色金属矿产、新能源矿产，以大型及超大型矿产的逆周期并购和自主地质勘探增储为重点，为公司可持续发展提供了坚实的资源保障基础。

2022年，公司实现营收2703.29亿元，同比增长20.09%；实现净利润247.67亿元，同增26.37%；实现归母净利润200.42亿元，同增27.88%。公司全年业绩稳定增长，主要得益于公司铜、金、锌等金属产量规模提升，业绩符合预期。公司铜产量位居全球第六，金产量位居全球第九，全球第四大铅（锌）生产企业。

图 34：紫金矿业营业收入及同比（亿元，%）

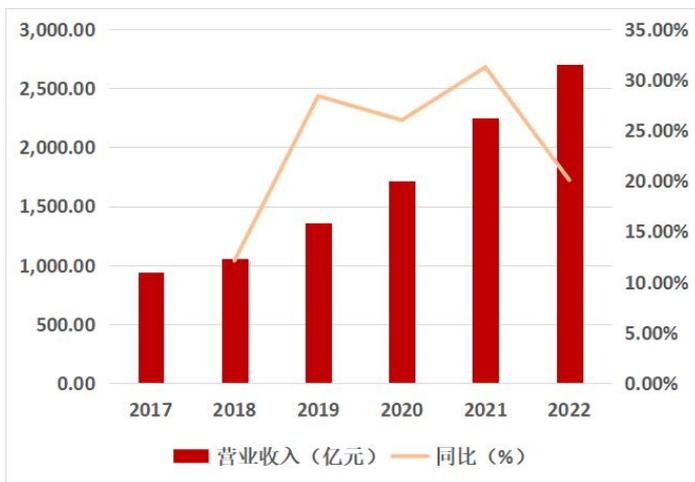
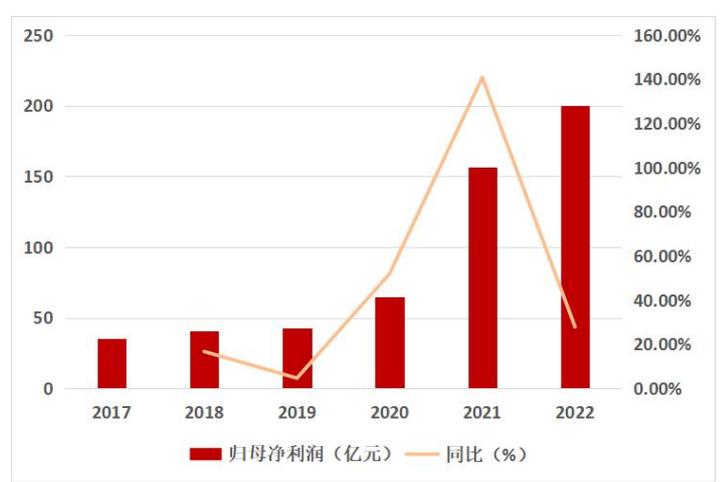


图 35：紫金矿业归母净利润及同比（亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，东莞证券研究所

公司自主地质勘查具有行业竞争比较优势。公司以既有矿山就矿找矿为重点，加大矿产地质勘查力度，黄金、铜资源超过46%，锌铅超过80%为自主勘查获得。

截至2022年12月31日，公司保有探明和控制及推断的资源量：铜7371.86万吨、金3117.39吨、锌（铅）1118.33万吨、银14611.80吨，锂资源量（当量碳酸锂）1215.21万吨；其中，保有可信储量和证实储量：铜3209.44万吨，占资源总量的43.54%；金1190.99吨，占资源总量的38.20%；锌（铅）479.93万吨，占资源总量的42.91%；银1864.18吨，占资源总量的12.76%（主要为伴生矿）；锂储量（当量碳酸锂）429.05万吨，占资源总量的35.31%。

公司面向全球配置资产，成功并购了一批全球优质矿山，大幅提升世界级矿产资源拥有量。2022年，公司持续巩固黄金资产，加快锂等新能源矿产布局，完成阿根廷3Q锂盐湖交割，先后投资并购了拉果错盐湖、道县湘源锂多金属矿两宗优质锂矿项目，南美洲最大在产露天金矿苏里南罗斯贝尔金矿、中国最大单体金矿海域金矿30%权益及招金矿业20%权益等重磅金矿资产，蒙古哈马戈泰铜金矿45.7%权益。

根据中国有色金属工业协会及中国黄金协会数据，2022年全国矿产铜产量187.4万吨，公司矿产铜87.7万吨，相当于国内总量的47%；全国矿产金产量295.4吨，公司矿产金56.4吨，相当于国内总量的19%；全国矿产锌产量310.3万吨，公司矿产锌40.2

万吨，相当于国内总量的 13%。

作为中国头部金属矿业企业，公司铜、金、锌（铅）等主营矿种储量、资源量及矿产品产量位居中国领先、全球前 10 位，公司海外矿产类资源和主要矿产品产量及利润全面超越国内，已经成为全球化矿业公司。

4. 湖南黄金（002155.SZ）

湖南黄金主要从事黄金及锑、钨等有色金属矿山的开采、选矿，金锑钨等有色金属的冶炼及加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等。主要产品为标准金锭、精锑、氧化锑、乙二醇锑、塑料阻燃母粒和仲钨酸铵，还有部分金精矿和含量锑直接对外销售。

公司产品的多样性和独特的金锑钨产品组合，增强了公司抵御单一产品价格波动风险的能力。公司长期专注于黄金、锑和钨三种金属的矿山开采和深加工，拥有集矿山勘探、开采、选矿、冶炼、精炼、深加工及销售于一体的完整产业链，在该领域形成了独特的生产技术和丰富的管理经验。截至 2022 年末，公司拥有 100 吨/年黄金生产线、2.5 万吨/年精锑冶炼生产线、4 万吨/年多品种锑产品生产线、3000 吨/年仲钨酸铵生产线。

2022 年，公司共生产黄金 48,058 千克，同比增长 1.12%，其中生产标准金 44,879 千克，含量金 3,179 千克；生产锑品 30,715 吨，同比减少 21.86%，其中精锑 7,736 吨，氧化锑 13,396 吨，含量锑 7,083 吨，乙二醇锑 2,098 吨，氧化锑母粒 402 吨；生产钨品 2,033 标吨，同比增长 20.80%。其中，黄金自产 4,610 千克，同比减少 10.68%；锑自产 18,618 吨，同比增长 5.88%；钨精矿自产 1,604 标吨，同比减少 12.40%。

2022 年，公司实现销售收入 2,104,083.19 万元，同比增长 6.02%；实现利润总额 48,906.60 万元，同比增长 30.32%；实现归属于母公司股东净利润 43,735.71 万元，同比增长 20.38%；实现每股收益 0.36 元。

图 36：湖南黄金营业收入及同比（亿元）

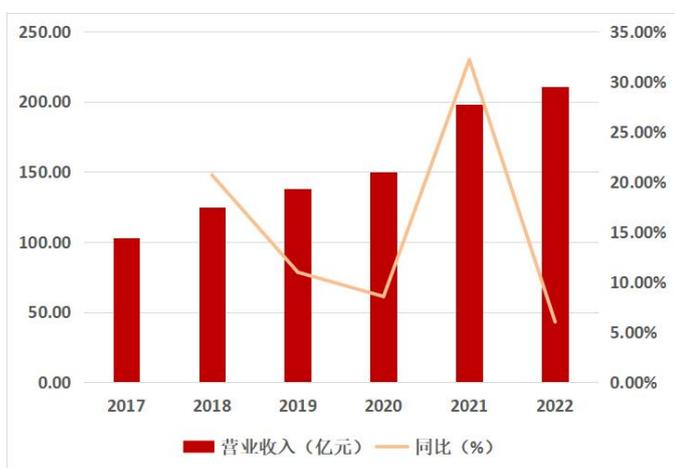
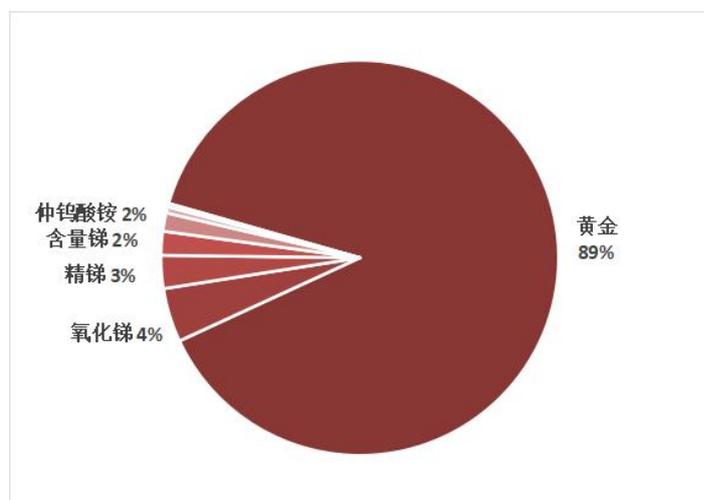


图 37：湖南黄金主营构成（按 2022 年 1 季报）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，东莞证券研究所

6. 投资建议

黄金兼具商品及金融两大属性，黄金及黄金制品作为商品可直接买卖，与行业供需两端密切相关。黄金的金融属性基于其商品属性而来，具体包括货币属性、投资属性与避险属性。

黄金下游需求可分为黄金饰品、工业应用、投资需求及央行储备。全球方面，2022年年度黄金需求（不含场外交易）同比增长18%至4741吨，是自2011年以来最高的年度总需求量。2022年黄金下游需求最大占比为珠宝首饰，达到47%，目前随着日益增长的饰品以及保值需求，正快速提升投资者对黄金的热捧程度。此外，2022年，全球央行年度购金需求达到1136吨，创下55年来的新高，目前央行加大购金的趋势仍在延续。

当前时点，美联储5月份加息25基点几成定局，且此后停止加息的预期升温。由于美国经济数据表现不一，目前市场对于美联储未来货币政策的预期依然在修正当中，值此之际，我们认为黄金价格或维持当前水位价格震荡，短期市场对黄金的避险情绪及热捧程度将有所减弱。然而，年内停止加息基本明确，市场对预期的修正幅度有限，在停止加息的预期升温到实际停止加息的时间段中，黄金板块会跟随停止加息的预期而上涨，在此阶段依旧具备较大的配置价值。

此外，诸多经济数据表明美国经济增速正在放缓，且美联储认同了当前存在经济下行的风险。考虑到近期欧美银行业系统性风险，以及3月美国非农等数据较为韧性等因素，预计美联储在5月加息25bps后将停止加息。短期由于美国部分经济数据表现较强使得黄金板块承压，但在全球经济增速放缓、5月后停止加息在望、短期突发性风险事件、叠加通胀与黄金价格相关性减弱等因素作用下，黄金价格依旧得到有效支撑。

建议关注山东黄金（600547.SH）、紫金矿业（601899.SH）、赤峰黄金（600988.SH）以及湖南黄金（002155.SZ）。

表 1：重点公司盈利预测（截至 4 月 26 日收盘价）

| 代码 | 名称 | 股价(元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | 评级 | 评级变动 |
|-----------|------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----|------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | | |
| 600547.SH | 山东黄金 | 25.25 | 0.28 | 0.49 | 0.65 | 68.8 | 51.71 | 39.09 | 推荐 | 维持 |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 12.57 | 0.76 | 0.97 | 1.12 | 13.14 | 13.02 | 11.20 | 推荐 | 维持 |
| 600988.SH | 赤峰黄金 | 16.35 | 0.27 | 0.7 | 0.95 | 66.58 | 23.45 | 17.22 | 推荐 | 维持 |
| 002155.SZ | 湖南黄金 | 14.91 | 0.36 | 0.64 | 0.82 | 35.59 | 23.83 | 18.52 | 推荐 | 维持 |

资料来源：iFind，东莞证券研究所（盈利预测采用 iFind 一致预期）

7. 风险提示

- (1) **宏观经济波动风险：**由于受到全球黄金供给及需求、远期交易及其它宏观政治经济因素（如地缘政治、局部战争、通货膨胀、利率、汇率、全球经济状况预测等），贵金属行业市场供求及价格会产生较大波动，可能对行业构成不利影响。
- (2) **境外投资国别风险：**我国黄金企业境外投资规模不断增加，境外项目国别政治、经济、文化发展水平差异较大，存在一定的国别政治、政策风险。
- (3) **安全生产风险：**黄金采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。
- (4) **环保风险：**黄金企业在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，如废石、废渣的排放。矿产资源的开采，不仅会产生粉尘及固体废物污染，还可能导致地貌变化、植被破坏、水土流失等现象的发生，进而影响到生态环境的平衡。
- (5) **资源储量风险：**我国黄金储量较少，且随着勘探深度和覆盖面的加大、行业政策的调整、国家战略资源管控加强等因素影响，新获优质矿权的难度加大。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 减持 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |

| 行业投资评级 | |
|--------|-------------------------------|
| 超配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 标配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 低配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系 | |
|--------------------|--|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告 |
| 中高风险 | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时间更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn