

- **美国经济衰退迹象显现，加息周期迎来尾声。**美国三季度季调后实际 GDP 同比、环比增速体现出美国经济的韧性，但经济数据显示美国经济未来下行压力或在增长，消费端居民超额储蓄不断消耗，制造业 PMI 持续处于枯荣线以下，就业市场出现降温迹象，高利率之下美国政府利息支出占财政支出的比例大幅上升。美联储 12 月份议息会最新的利率点阵图显示，明年利率预测的中位数降低至 4.6%，大幅低于 9 月份的 5.1%，隐含 2024 年 75bp 的降息空间，2024 年全年降息预期大幅提升。考虑到当前美国经济下行压力逐步增加，预计加息周期基本停止，后续美国经济或将逐步走向衰退，降息周期也将随之开启。
- **利率政策步入过渡期，黄金迎来布局良机。**回顾历次利率政策处于“过渡期-降息初期”的窗口时间段，加息结束与首次降息时间间隔平均为 6.1 个月，金价期间平均涨幅为 5.95%，其中最大涨幅达到了 22.05%，降息后 1 个月内金价平均涨幅 3.38%，6 个月内平均涨幅达到 10.43%，12 个月内平均涨幅为 9.41%，类比距离当前最近的 2018-2019 年加息-降息周期，当前美国基准利率位置更高，经济压力或更大，未来降息空间充足，金价或仍处在牛市初期。
- **纸币信用处于下行周期，央行购金支撑金价。**央行黄金储备的作用在于为本国发行的货币信用背书，复盘来看，黄金储备量与金价整体呈正向关系。2020 年全球货币超发后，各国央行购金需求增加，2022 年全球央行购金总量达到历史新高，2023 年 Q3 央行购金仍在同比大幅增长，购金热度不减，反映出主权货币信用的下行和全球央行资产中黄金的配置意愿在上升。此外，考虑到货币超发造成货币购买力的下降，通过复盘 1975 年以来剔除通胀后实际金价走势可以看出，当前实际金价仍未突破前期高点，金价走势空间较大。
- **白银：双重属性定价，关注金银比。**白银的工业需求占总需求比例 2022 年在 50% 以上，近年来光伏用银量高增，白银在光伏领域的需求占比逐步提升，而供应增长缓慢，使白银供需缺口不断放大。白银为金融属性和工业属性双重定价的品种，金银比为重要参考指标，金银比的回落区间通常对应银价的上涨，复盘历史金银比与 PMI 呈现反向关系，考虑到白银库存的不断下降，若后续金银比回落带来白银金融属性和商品属性共振，低库存下白银价格可能更具上涨弹性。
- **投资建议：**考虑美联储加息基本停止，市场交易降息预期，过渡期内金价或将开启提前上涨，各国央行购金需求的增加更是助推金价上涨，我们推荐贵金属整体板块的投资机会，对 2024 年对贵金属行业维持“推荐”评级，重点推荐山东黄金、银泰黄金、招金矿业、中金黄金、赤峰黄金、盛达资源。
- **风险提示：**海外地缘政治风险、美国通胀失控、央行购金不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600547.SH	山东黄金	22.44	0.28	0.46	0.65	81	49	34	推荐
1818.HK	招金矿业	8.41	0.12	0.18	0.29	79	54	33	推荐
600489.SH	中金黄金	10.07	0.44	0.58	0.70	23	17	14	推荐
000975.SZ	银泰黄金	14.63	0.40	0.55	0.71	36	26	21	推荐
600988.SH	赤峰黄金	14.13	0.27	0.44	0.73	52	32	19	推荐
000603.SZ	盛达资源	12.46	0.53	0.50	0.54	24	25	23	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

(注：股价为 2023 年 12 月 14 日收盘价；汇率：1 港币=0.9243 人民币)

推荐
维持评级

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1. 金属行业 2024 年度策略系列报告之新材料篇：满眼生机转化钩，天工人巧日争“新”-2023/12/13
2. 有色金属周报 20231210：制造业 PMI 重回扩张区间，将带动金属价格上行-2023/12/10
3. 有色金属周报 20231203：加息周期有望终结，金属价格或将全线上行-2023/12/03
4. 真“锂”探寻系列 10：海外盐湖 23Q3 跟踪：业绩下滑，阿根廷增量将显现-2023/11/28
5. 有色金属周报 20231126：欧盟推四万亿电网升级计划，金属价格稳步回升-2023/11/26

目录

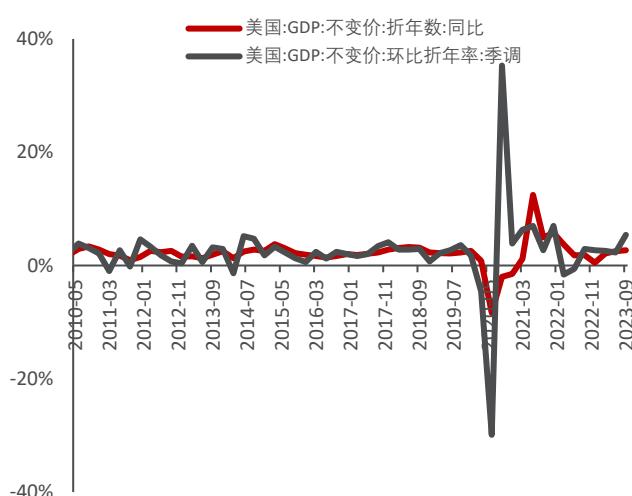
1 美国经济衰退迹象显现，加息周期基本结束	3
1.1 美国经济韧性超预期，但衰退迹象初显	3
1.2 加息周期结束，实际利率或将步入下行	8
2 利率政策步入过渡期，黄金迎来布局良机	11
2.1 复盘历史：加息结束，金价易涨难跌	11
2.2 2018-2019 年对比，金价可能在牛市初期	13
3 货币信用处于下行周期，央行购金支撑金价	16
4 白银：双重属性定价，关注金银比	20
4.1 供需缺口不断放大，光伏用银占比提升	20
4.2 美国 PMI 数据回升为金银比回落前瞻信号	23
5 投资建议	25
5.1 行业投资建议	25
5.2 重点公司	26
6 风险提示	33
插图目录	34
表格目录	35

1 美国经济衰退迹象显现，加息周期基本结束

1.1 美国经济韧性超预期，但衰退迹象初显

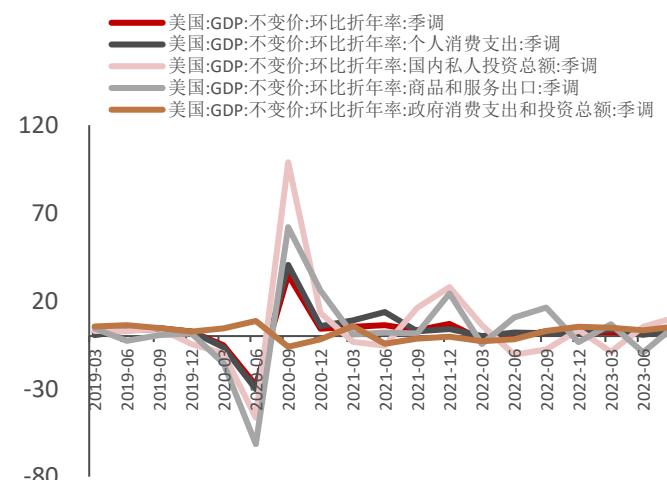
美国经济数据韧性，居民消费为主要推动力。美国三季度季调后实际GDP同比增长3.0%，环比增长5.2%，体现出较强的经济韧性，目前美国的GDP季度环比增量中，个人消费占比48%，私人投资占比为36%，三季度个人消费、私人投资、净出口、财政支出实际GDP环比增速分别为3.6%/10.5%/6.0%/5.5%。

图1：美国三季度 GDP 增速超预期（增长单位：%）



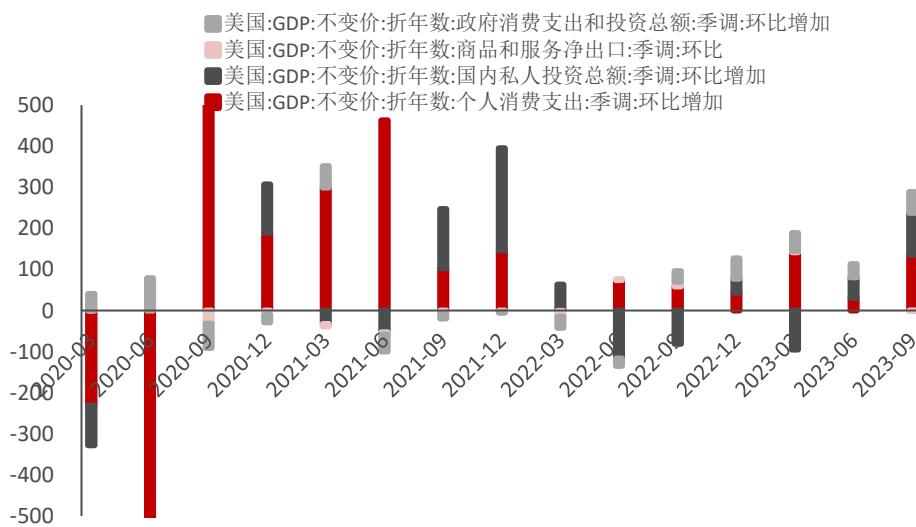
资料来源：wind, 民生证券研究院

图2：美国 GDP 分项增速（单位：%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

图3：美国 GDP 分项环比变化（单位：十亿）



资料来源：wind, 民生证券研究院

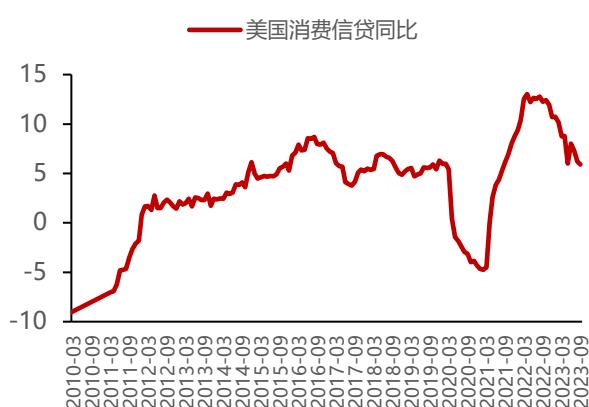
美国消费者信心指数下滑，消费信贷持续走弱。美国密歇根大学消费者信心指数自2023年7月份以来重回下降趋势，整体处于历史低位，消费后续或难以对经济增长形成持续支撑。美国消费信贷同比增速2023年下半年以来延续下行趋势，9月份下降至5.9%，为2022年9月以来的最低值，消费信贷数据的同比走弱或预示未来消费端增长动能减弱。

图4：美国消费者信心指数持续下滑



资料来源：wind, 民生证券研究院

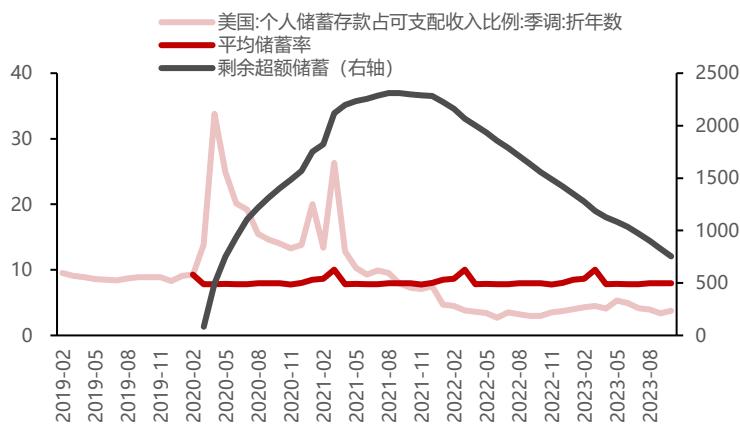
图5：美国消费信贷或持续走弱（单位：%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

居民超额储蓄不断消耗，消费增长动能边际减弱。疫情以来，美国政府推出多轮大规模财政补贴，相较于疫情之前，美国居民超额储蓄不断增加，随着财政补贴的退坡，美国居民的超额储蓄规模自2021年中开始下降，剩余规模由2021年10月高位的2.3万亿美元下降至2023年11月的0.75万亿美元，美国居民超额储蓄不断消耗，随着超额储蓄消耗殆尽，美国居民消费支出对GDP的拉动效应也将减弱，美国经济下行压力也将逐步显现。

图6：美国超额储蓄回落（左：%，右：十亿美元）

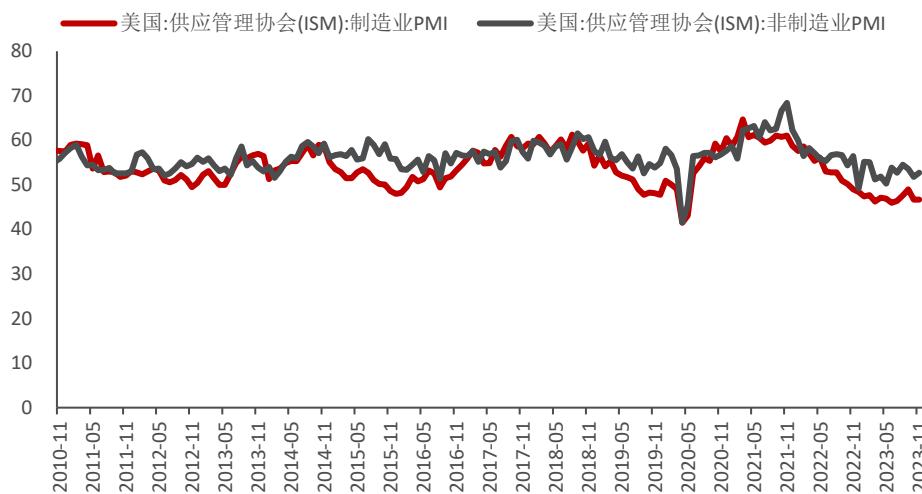


资料来源：wind, 民生证券研究院

制造业PMI连续低于枯荣线，服务业PMI震荡下行。美国制造业PMI持续处于收缩区间，11月录得46.7，自2022年11月份以来持续处于枯荣线以下。

服务业 PMI 录得 52.7, 年初以来也呈现震荡下行。

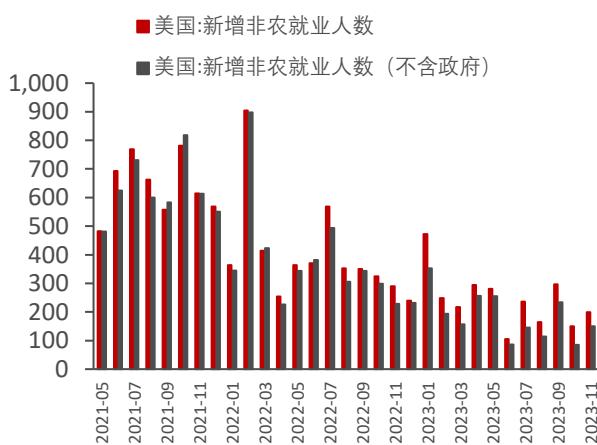
图7：美国制造业 PMI 持续处于收缩区间（单位：%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

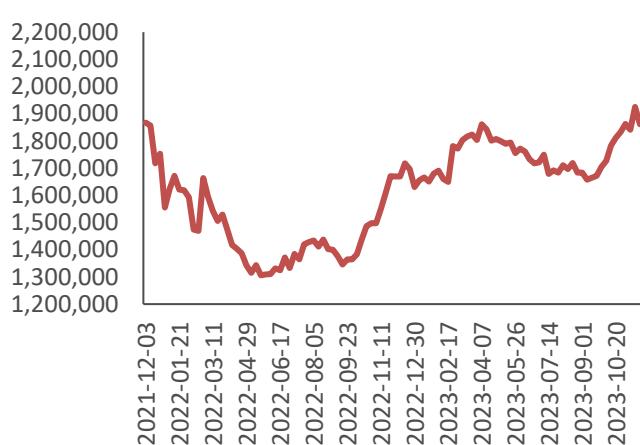
劳动力市场降温，薪资增速放缓。美国 11 月新增非农就业人数 19.9 万人，年初以来震荡下降，且领取失业救济金的人数持续增加。10 月份美国失业率为 3.9%，环比上升 0.1 个百分点，且达到 2022 年 1 月份以来的新高，11 月份回落至 3.7%。2023 年下半年以来美国非农就业员工薪资增速放缓，非农时薪同比增速从 6 月份的 4.40% 下滑至 11 月份的 4.00%，美国劳动力市场或开始降温。

图8：就业市场如期降温，非农新增就业减少（单位：千人）

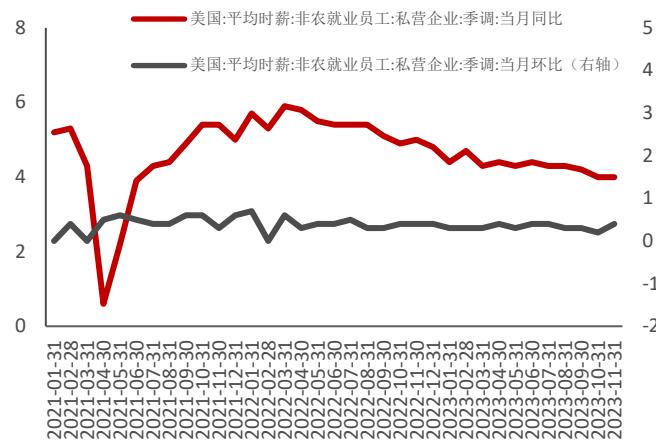


资料来源：wind, 民生证券研究院

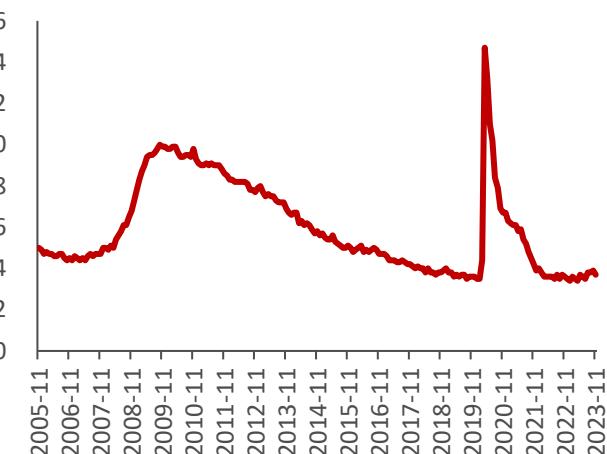
图9：美国持续领取失业金人数（单位：人）



资料来源：wind, 民生证券研究院

图10：美国薪资增速放缓 (单位: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图11：美国失业率有上升迹象 (单位: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

CPI 步入下行区间, 但通胀粘性或仍然存在。受加息对需求压制和能源价格的回落等因素的影响, 美国 10 月 CPI 超预期降温, 10 月份 CPI 为 3.2%, 低于前值 3.7%, 且低于市场预期的 3.3%, 核心 CPI 为 4.0%, 也已经实现连续 7 个月回落。

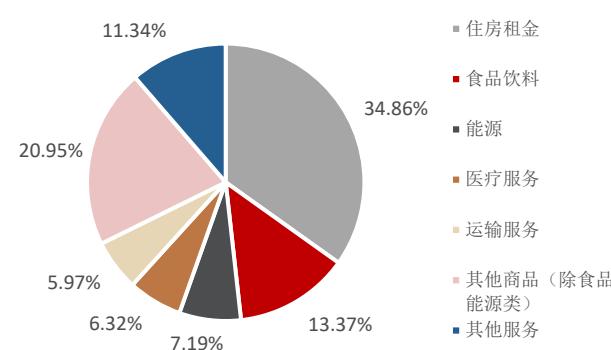
图12：CPI 步入下行区间 (单位: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

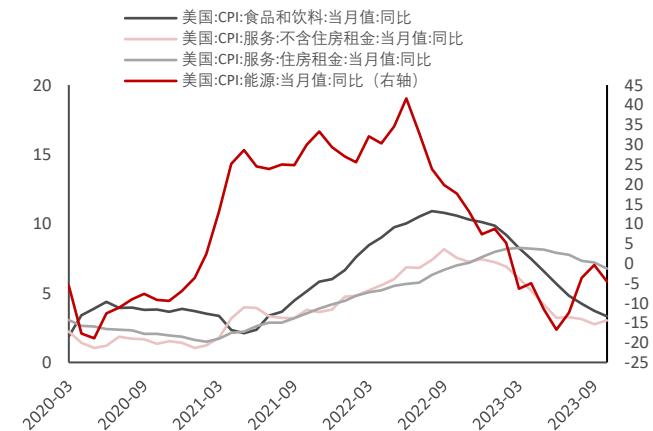
从 CPI 分项拆分来看, 住房租金项在 CPI 分项中的占比最大, 考虑到原油价格中枢的回落, 能源分项对 CPI 的贡献始终为负项, 目前食品和能源通胀指数下行趋势较为明显, 住房租金和服务类通胀韧性较强, 但住房租金 CPI 分项也呈现明显的下降趋势。

图13：布伦特原油价格走势 (单位: 美元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2023年9月美国CPI结构 (单位: %)


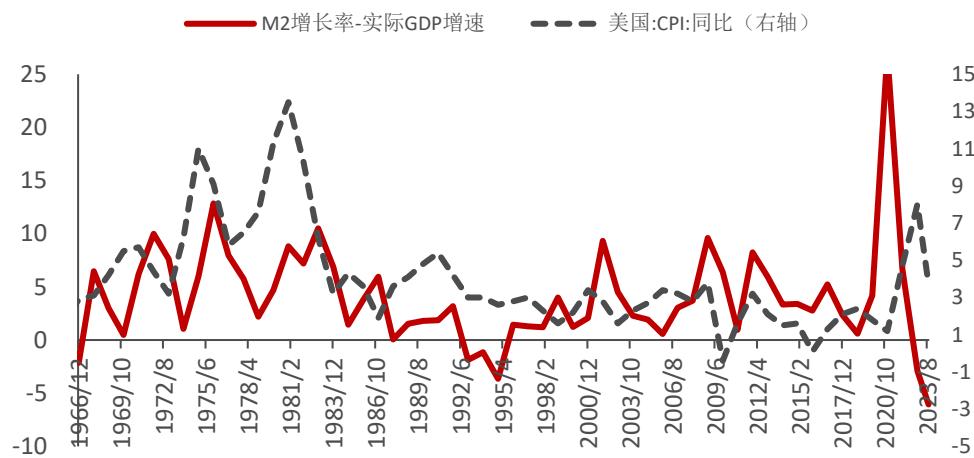
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: CPI分项同比增速 (单位: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

美国 CPI 数据虽然超预期下行,但是考虑到前期的货币超发,美国通胀下行之路可能并不平坦。我们用 M2 的增速与 GDP 增速之差来衡量货币超发,若美国 M2 的供应量与 GDP 的增速出现较大的不匹配,可能导致央行发行的货币量超过流通所需的货币量,货币购买力下降造成通胀反复。

复盘历史,上世纪 70-80 年代的 M2-GDP 增速差的峰值出现在 1971 年、1975 年,但 CPI 峰值确在之后的 1974 年、1980 年出现,超发的货币对通胀的传导具有长期的粘性,2020 年疫情后美国 M2-GDP 增速差值大幅走高,或将对通胀形成长期传导,预计美国通胀下行之路并不一定平坦。

图16: 美国 M2-GDP 增速峰值领先于 CPI 峰值 (单位: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

经济下行压力牵制货币紧缩,美联储需平衡经济和通胀。回顾美美联储历次会议中的表态,大部分时期政策重点在于控制通胀,3 月发生的银行业危机也没有改变政策重心,6 月份美联储首次暂停加息,且鲍威尔表示未来美联储将倾向于

慢节奏紧缩，7月份的议息会议中美联储再度加息，美联储官员轮调则偏鸽派，鲍威尔强调后续是否加息需考虑数据的表现，9月份美联储选择不加息，且表现出对未来的通胀下行趋势的乐观，11月美联储重点增加了对“金融”条件收紧问题的关注，表示收紧的金融和信用环境对经济活动、招聘和通胀的影响具有不确定性。12月份议息会议中美联储再度保持基准利率不变，且罕见的释放了明确的“鸽派”信号，表示降息已经开始进入视野。美联储目前对于美联储的紧缩政策是否达到足够的限制性“并没有信心”，保留加息选项，但是在货币政策的选择上，表现出更多的灵活性，努力在稳定经济与控制通胀之间寻找平衡。

1.2 加息周期结束，实际利率或将步入下行

加息进入尾声，降息预期逐步明确。2023年12月FOMC会议上，美联储继续维持不加息，美联储自7月FOMC会议加息25bp后将联邦基金基准利率抬升至5.25%-5.5%后暂停加息，从2022年3月开始美联储此次加息周期累计16个月，累计加息500bp，为1980年以来历次加息幅度最高。

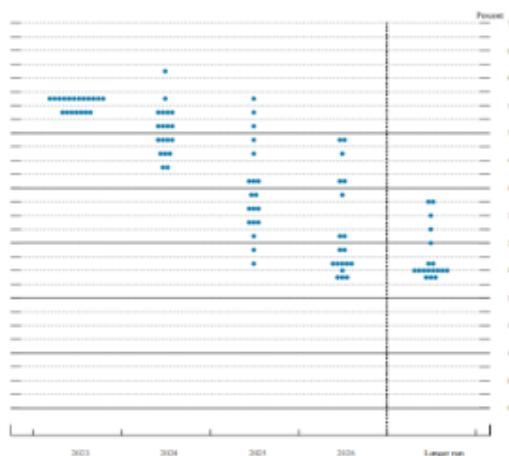
根据CME联邦基金利率期货数据显示，市场预期2023年1月份美联储议息会议维持利率不变的概率接近80%，2023年3月份降息的概率超过70%，降息预期逐步明确。

表1：美联储政策会议利率决策概率表（单位：%）

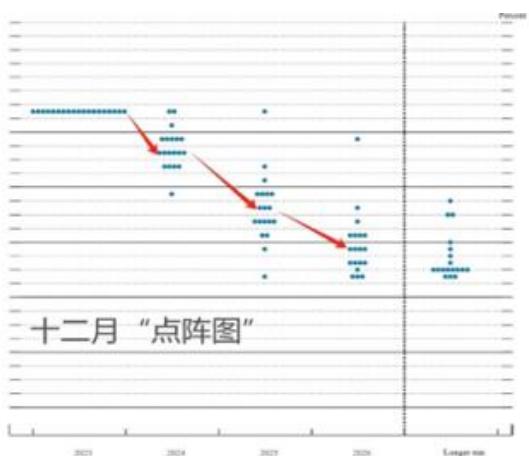
日期	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	79.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	72.3%	9.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.6%	70.4%	11.7%	0.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	22.7%	64.8%	10.6%	0.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	19.9%	59.2%	17.7%	1.7%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.3%	17.7%	54.5%	22.7%	3.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.9%	12.1%	42.0%	33.5%	10.1%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.6%	9.1%	33.9%	35.8%	16.4%	3.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME group，民生证券研究院（截至2023年12月14日北京时间15:00）

从点阵图的数据来看，本次提供利率预测的19名官员共有16人预计明年利率会降至5%以下，其中五人预计利率在4.75%-5%，以每次降息25个基点估算，相当于2次降息，6人预计利率会降至4.5%到4.85%，相当于3次降息，4人预计降至4.25%到4.5%，相当于4次降息，有1人甚至预计利率将会低于4%。FOMC委员们对2024年的政策利率中位预期为4.6%，大幅低于今年9月时预期的5.1%，隐含明年美联储降息75个基点的预期，美联储利率政策出现明显转向。

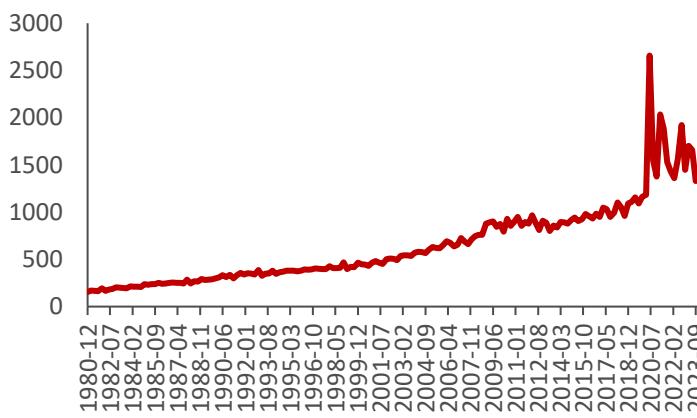
图17：美联储点阵图 (2023年9月，单位：%)


资料来源：wind, 民生证券研究院

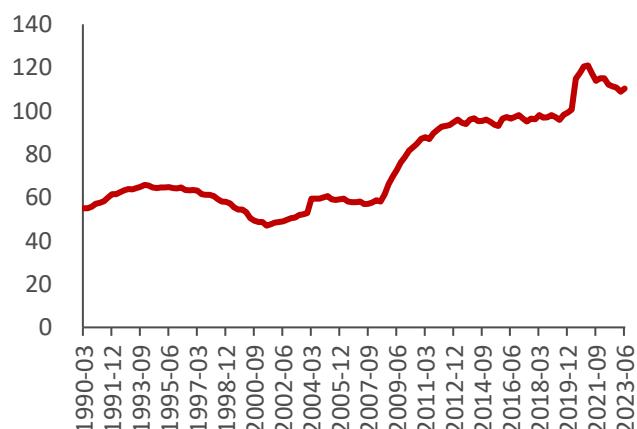
图18：美联储点阵图 (2023年12月，单位：%)


资料来源：wind, 民生证券研究院

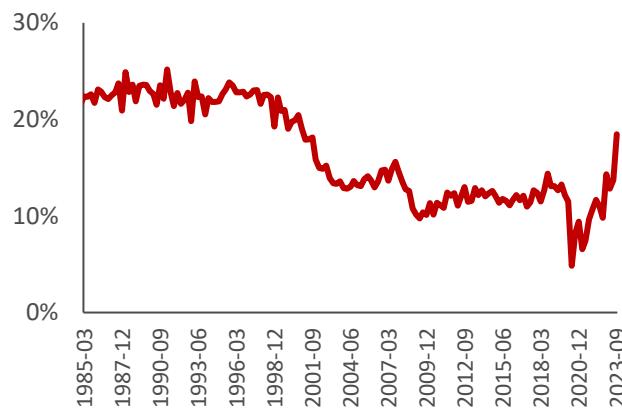
政府利息支出压力增加，高利率难以维继。2020年新冠疫情爆发以来，美国政府通过发行国债大幅提高政府杠杆率，增加财政支出，以刺激美国经济增长。但随着通胀走高，美联储被迫提高利率，以控制通胀。但随着基准利率的大幅抬升，联邦政府的利息费用也不断攀升，美国政府的利息支出/财政支出的比例已经由2022年Q1的11%提升至2023年Q3的18%，财政支出空间将不断被大额的利息费用削减。美国政府债务不断突破上限，若利率维持高位，美国政府举债成本将攀升，随着前期低利率债券到期偿还，美联储债务压力也将加重，预计后续美国政府或难以承受长时间的高利率环境。

图19：美国联邦政府财政支出 (单位：百万美元)


资料来源：wind, 民生证券研究院

图20：美国政府部门杠杆率 (单位：%)


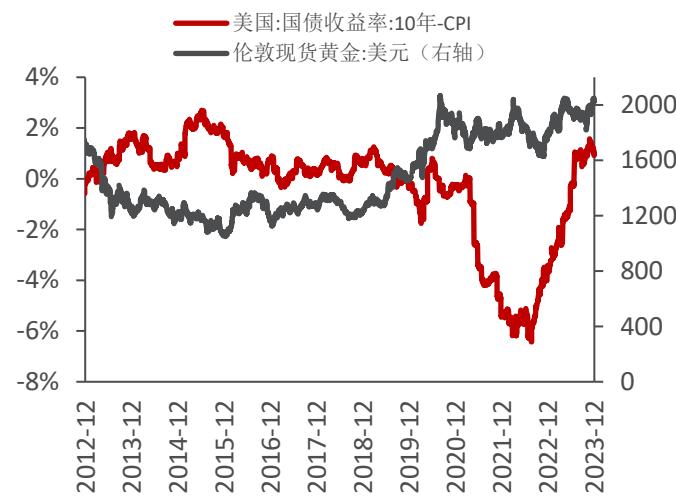
资料来源：wind, 民生证券研究院

图21：美国利息支出占财政支出比例 (单位: %)


资料来源：wind, 民生证券研究院

美债收益率和美元指数预计进入下行周期，利好金价。美债实际收益率作为持有黄金的机会成本，通常与金价呈现负相关关系，此外美元与黄金同时作为投资性金融资产具有替代性，走势通常也呈现负相关关系。

当前美国经济下行压力逐步增加，加息周期基本停止，随着美国经济逐步走向衰退，降息周期也将逐步开启，美元指数或将见顶回落，名义利率在经济衰退预期和降息预期的带动下也有望下行，但美国通胀下行之路难言平坦，可能具有反复性。实际利率作为名义利率和 CPI 的差值大概率向下运行，金价也将逐步迎来牛市。

图22：美债实际收益率和金价 (左: %, 右: 美元/盎司)


资料来源：wind, 民生证券研究院

图23：美元指数与金价 (右: 美元/盎司)


资料来源：wind, 民生证券研究院

2 利率政策步入过渡期，黄金迎来布局良机

2.1 复盘历史：加息结束，金价易涨难跌

20世纪80年代以来，美联储共经历了6次完整的加息周期。总体来看，随着美联储加息停止，利率政策转向“过渡期-降息初期”的窗口时间段，利率逆风迎来边际改善，美元指数和实际利率有望见顶回落，黄金迎来布局良机。

1983年3月至1984年8月，美联储共加息13次，将基准利率从8.5%上调至11.5%，1984年9月，美联储政策快速转向，开启降息周期。首次降息5个月后金价开始上涨，1985年2月至1987年12月间，黄金价格涨幅高达71.2%。

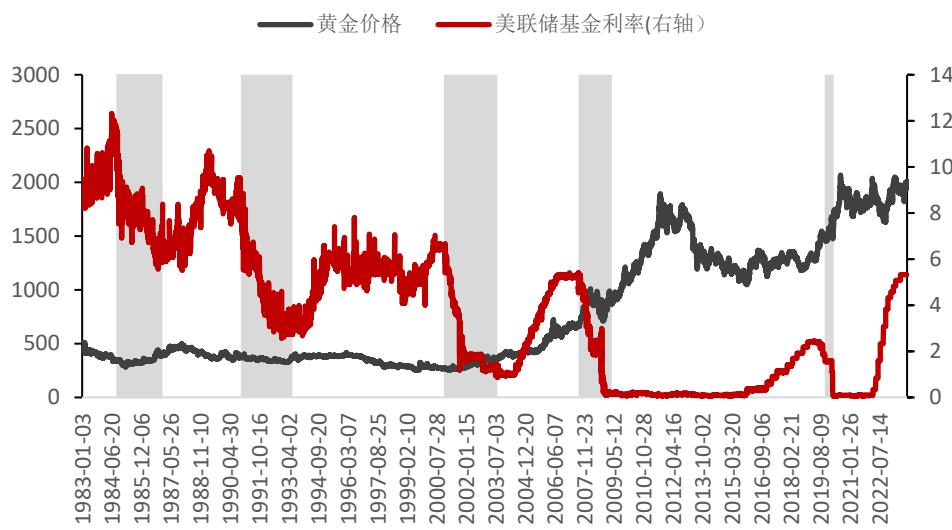
1987年1月至1989年5月，美联储将基准利率从5.8%升至9.3%，基准利率达到峰值1个月后，美联储开始降息。从1989年9月开始，金价开始上涨，至1990年2月间，黄金价格涨幅达到19.1%。

1994年2月至1995年2月，美联储共加息7次，累计加息300bp，基准利率上调至6%。1995年7月，美联储首次降息，至1998年11月，美联储共降息6次，将联邦基金利率从6%降至4.75%。1995年12月至1996年2月，金价上涨7%。

1999年6月至2000年5月，美联储加息6次，基准利率从4.75%抬升至6.5%。2001年1月，美国进入新一轮降息周期，持续至2003年6月，这个周期中，美联储共进行13次降息，将联邦基金利率从6.5%降至1%。从暂停加息至降息初期，黄金价格震荡调整，从2001年9月开始，金价开启上涨态势，至2003年2月，黄金价格涨幅为38%。

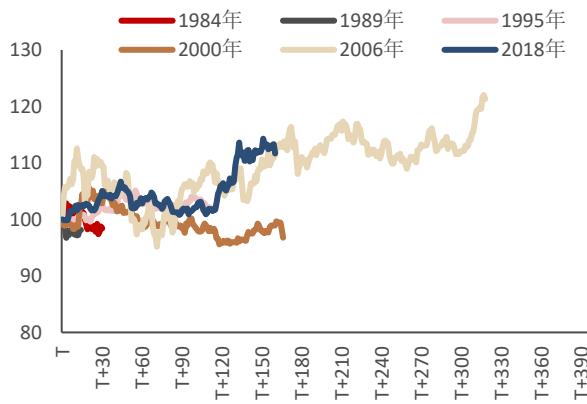
2004年6月至2006年6月，美联储将基准利率从1.00%上调至5.25%。2007年9月开始，至2008年12月，美联储总共降息10次，将联邦基金利率降至0.25%。降息开始前1个月，黄金价格开始上涨，2007年8月至2008年3月期间，黄金价格涨幅为50%。

2015年12月至2018年12月，美联储将基准利率从1.00%上调至2.5%。2019年8月至2019年12月，美联储共三次降息，每次降息25bp。2019年5月，黄金价格提前启动，至2019年9月，黄金价格上涨21%。

图24：美联储基金利率与黄金价格变化情况 (左：美元/盎司，右：%)


资料来源：wind，民生证券研究院

复盘历史，降息前后金价大概率上涨。根据复盘历次美联储利率周期，加息结束与首次降息时间间隔平均为 6.1 个月，金价平均涨幅为 5.95%，其中最大涨幅达到了 22.05%。首次降息落地后，美联储释放的流动性带来流动性实质改善，金价大概率延续上一阶段的上涨趋势，历史数据来看降息后 1 个月金价平均涨幅 3.38%，降息 6 个月内平均涨幅达到 10.43%，最大涨幅达到了 40.85%，降息 12 个月平均涨幅为 9.41%，最大涨幅高达 39.22%。

图25：停止加息至降息期间金价表现


资料来源：wind，民生证券研究院（以停止加息首日基期为 100）

图26：初次降息后金价表现


资料来源：wind，民生证券研究院（以降息首日基期为 100）

表2：美联储加息结束至首次降息时间间隔与金价涨跌幅

加息结束	首次降息	时间间隔（月）	金价涨跌幅
1984.8.9	1984.9.20	1.35	-1.78%
1989.5.17	1989.6.6	0.65	+1.60%

1995.2.1	1995.7.6	5.17	+2.26%
2000.5.16	2001.1.3	7.48	-2.97%
2006.6.29	2007.9.18	14.87	+22.05%
2018.12.20	2019.8.1	7.23	+14.55%
平均值		6.13	+5.95%

资料来源: wind, 民生证券研究院

表3：美联储降息周期开启后金价涨幅

首次降息	+1 个月	+6 个月	+12 个月
1984.9.20	-0.10%	-4.35%	-5.79%
1989.6.6	5.65%	10.40%	-1.48%
1995.7.6	-0.01%	3.24%	-0.59%
2001.1.3	-0.64%	0.51%	4.36%
2007.9.18	6.91%	40.85%	20.74%
2019.8.1	8.47%	11.94%	39.22%
平均值	3.38%	10.43%	9.41%

资料来源: wind, 民生证券研究院

暂停加息至开始降息期间内为黄金配置的最佳时机。在利率政策由加息到降息的过渡期，随着美国经济数据的下行，市场对美联储降息的预期也逐步强化，考虑到降息周期中，名义利率受降息带动步入下行，叠加降息刺激需求，通胀可能也面临底部拐点，实际利率下行趋势较为明确，利多金价。受此影响，金价通常抢跑降息，金价拐点往往早于政策转向，通常出现在美联储加息周期末期和降息周期前期，在 2008 年金融危机之后的两次周期中规律更加明显。

2.2 2018-2019 年对比，金价可能在牛市初期

复盘 2018-2019 年，加息停止为金价牛市的开启。美联储“加息-过渡期-降息”的政策转向，美联储于 2018 年 12 月最后一次加息，2019 年 8 月首次降息，在这一时期，贸易摩擦、经济不确定性成为影响美联储货币政策的重要因素。

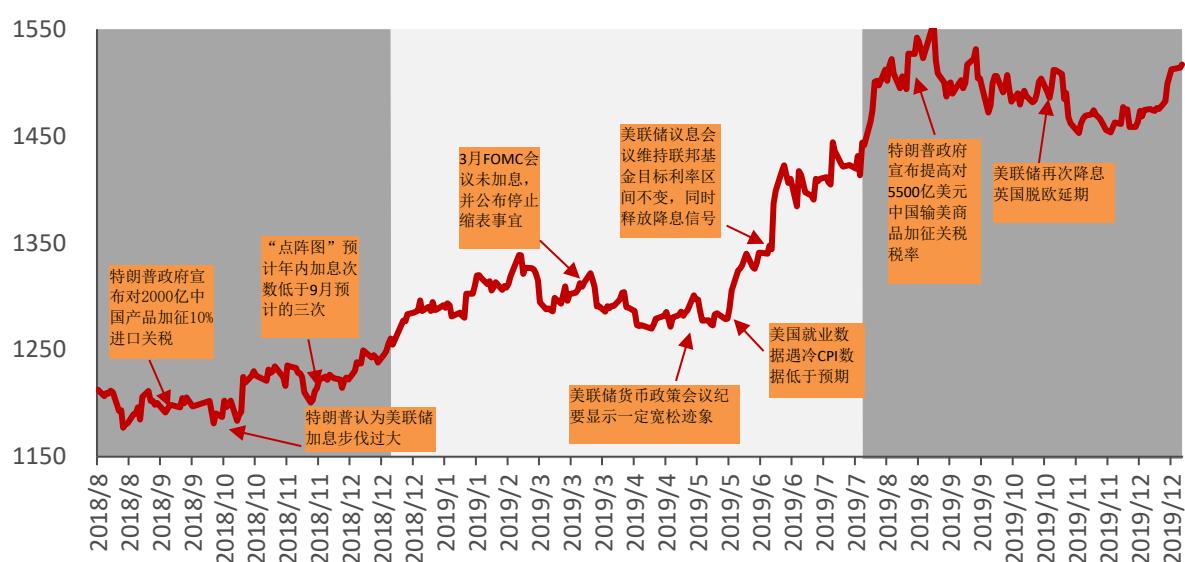
我们将这个过程分为三个阶段，第一阶段(2018.3-2018.12)是美国加息周期结束前，中美贸易争端在这一时期逐步升温，2018 年 7-9 月，美国对价值 2500 亿美元的中国进口商品加征关税，中方以对等关税回应。同时，时任美国总统特朗普反复对美联储加息行为批评，认为加息速度过快会阻碍经济增长，考虑到全球经济的不确定性、中美未解决的贸易摩擦，美联储对未来货币紧缩的态度开始审慎，金价在约 2018 年 11 月份开始提前上涨。

第二阶段(2018.12-2019.8)是暂停加息到首次降息的利率政策过渡期，2019 年 3 月议息会议未加息，并公布停止缩表事宜，6 月美联储议息会议维持联邦基金

目标利率区间不变，同时释放降息信号，从美联储显示宽松迹象开始，市场开始交易降息预期，金价随着降息预期的增强而不断走高。8月1日，美联储宣布降息25bp，同时结束缩表，期间Comex金价累计上涨约13%。

第三阶段(2019.8-)为美联储降息后，2019年8-9月，美国2年/10年期国债收益率多次出现倒挂，被视为经济衰退的前兆，美国金融市场同时出现“钱荒”，美联储通过回购操作稳定金融市场，并增加货币供应以缓解年终资金紧张问题。为应对潜在的经济衰退和流动性紧张问题，美联储在9月和10月连续降息25bp，金价也在降息之后开启了新一轮的上涨。

图27：2018年8月-2019年12月黄金价格走势（单位：美元）



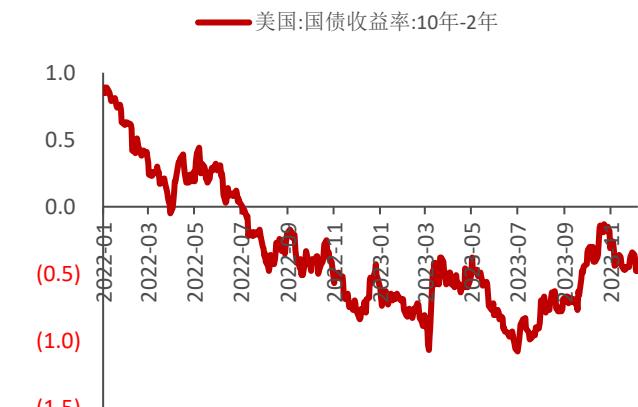
资料来源：wind，民生证券研究院

图28：2019年美债收益率多次倒挂（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：2022年至今美债收益率持续倒挂（单位：%）



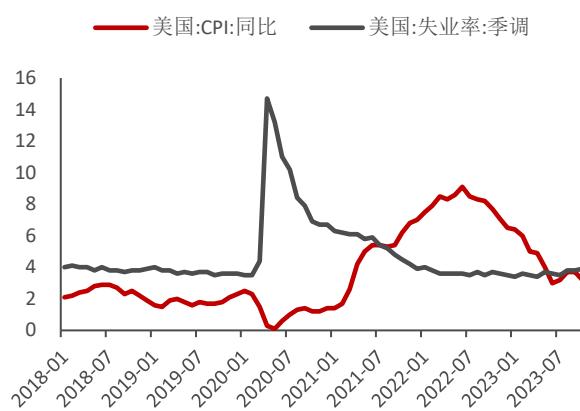
资料来源：wind，民生证券研究院

本轮美联储紧缩周期更长，未来降息空间更大。当前时期可类比2018年12

月到 2019 年 8 月的历史同期，美联储降息的时点预期与美国经济、就业、和通胀数据等密切相关，若后续美联储不再加息，则本轮加息周期停止时间为 2023 年 7 月，从 GDP 的角度来看，2023 年三季度美国实际 GDP 环比增速在 5.2%，较 2019 年 Q1、Q2 的 2.2%、3.4% 的环比增速来看，当前美国经济更具有韧性；从通胀的角度，当前 2023 年 10 月美国 CPI 为 3.2%，虽然持续下行，但仍处于历史高位，远高于 2019 年的通胀水平；从就业方面来看，2023 年 11 月美国失业率最新数据为 3.7%，与 2019 年上半年基本接近。

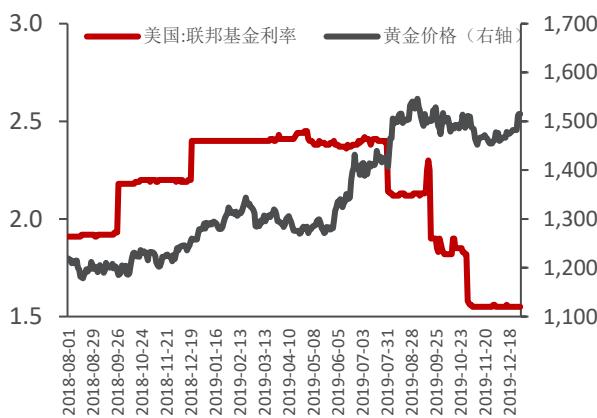
图30：美元指数与美国 gdp 增速 (单位: %)


资料来源：wind，民生证券研究院

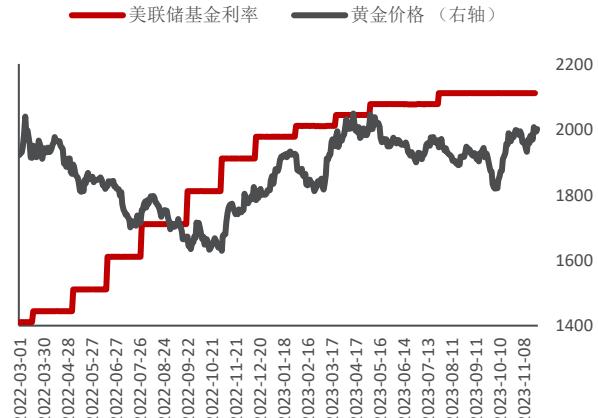
图31：美国失业率与 CPI (单位: %)


资料来源：wind，民生证券研究院

相较于 2018-2019 年，本轮加息周期中美国经济韧性更强，且通胀仍有下降空间，对比上一轮周期中“加息-降息” 7 个月的时间间隔，本轮利率高位持续的时间更长，但与上一轮加息尾声相比，当前联邦基金利率在 5.25%，比 2018 年 12 月份的 2.4% 的峰值更高，高利率对于经济的压力效应更大，且未来降息的空间更加充足。目前金价在 7 月份最后一次加息后呈现震荡上升趋势，表明市场逐步交易未来的降息预期，对比历史同期特征，随着美国经济数据对于衰退的不断确认，金价有望持续上行。

图32：2018-2019 基准利率与金价 (左: %, 右: 美元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图33：2022.3-基准利率与金价 (左: %, 右: 千美元)


资料来源：wind，民生证券研究院

3 货币信用处于下行周期，央行购金支撑金价

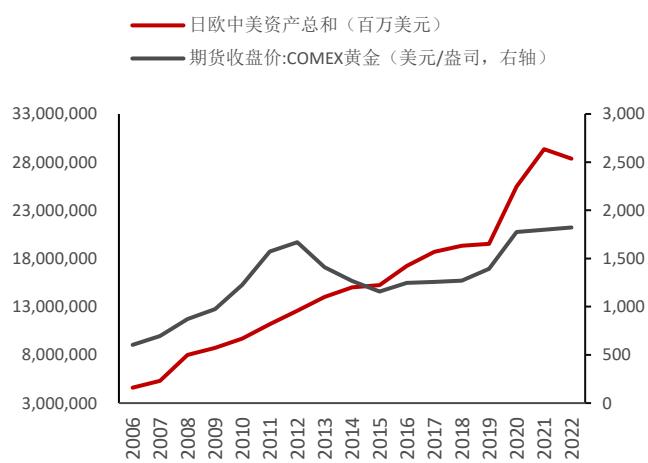
全球央行黄金储备的增长推动金价上升。复盘历史，1971 到 2008 年，布雷顿森林体系的瓦解、《牙买加协议》的签订不断削弱黄金的货币属性，各国央行持续减持黄金，金价维持低迷状态；2008 年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有的外债资产的风险性，央行开始进入净购买黄金的时代。此外，全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨，从长周期维度来看，全球央行的黄金储备量与金价呈现正相关的关系。

图34：世界各国黄金储备与金价呈正相关（左：吨，右：美元/盎司）

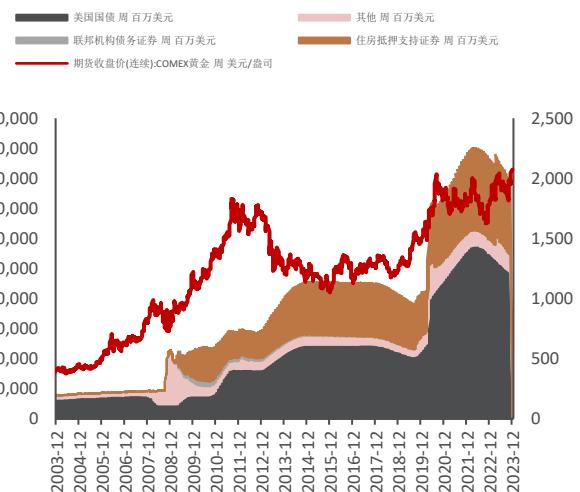


资料来源：wind，民生证券研究院

2020 年央行大幅扩表，全球货币信用泛滥。2020 年以来，为刺激疫后经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2020 年 1 月-2022 年 3 月，美联储资产负债表总资产增加了 4.76 万亿美元，扩大了 112.86%，实现翻倍以上增长。日本央行和欧洲央行总资产分别增加 162.6 万亿日元和 4.05 万亿欧元，扩大了 28.36% 和 86.76%。美元、欧元等货币的超发伴随的是主流货币信用的泛滥，一方面带来了通货膨胀，另一方面也带动了全球货币购买力长期下降。

图35：疫情以来全球主要经济体货币大幅超发


资料来源：wind, 民生证券研究院

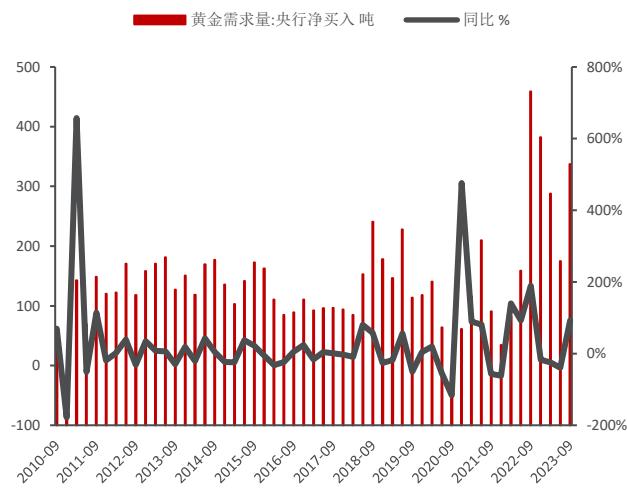
图36：美国资产负债表规模疫后大幅增长


资料来源：wind, 民生证券研究院

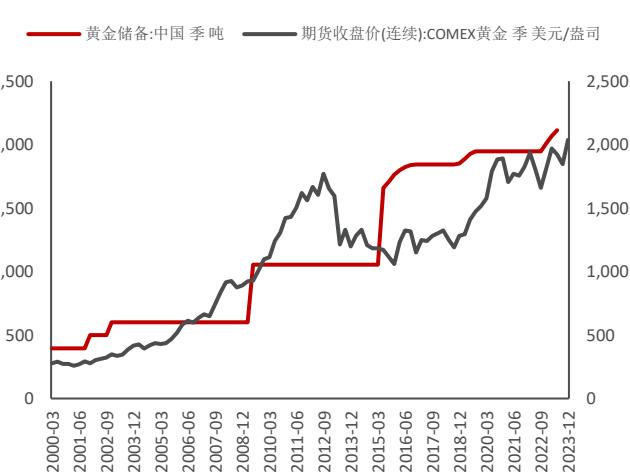
央行购金行为持续，增补货币信用。考虑到全球货币信用的冲击，全球央行转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定，2022年以来全球央行购金数量大幅上升，首次达到1135.69吨，创历史新高。根据最新数据显示，2023年前三季度全球央行黄金储备净增加799.57吨，同比2022年前三季度增长14%，央行购金热度持续。

自2000年以来，中国央行进行过五次黄金储备增加的操作，其中前三次发生在2001年12月、2002年12月和2009年4月，主要是为了扩张储备规模和提高财富安全性，后两次发生在2015年7月至2016年10月，以及2018年12月至2019年第三季度，主要是为了多元化储备结构和提高国际影响力。

2022年第四季度，中国央行继2019年第三季度之后再次增加黄金储备，在此之前，中国央行黄金储备已经连续12个季度保持在1948.31吨。2023年，我国央行持续增加黄金储备，2023年12月中国的黄金储备已增加至2214.55吨，复盘中国央行购金和金价走势的关系，可以发现中国央行大幅购金时点均对应为金价的阶段性低点，央行持续增持黄金也彰显了对未来金价的信心。

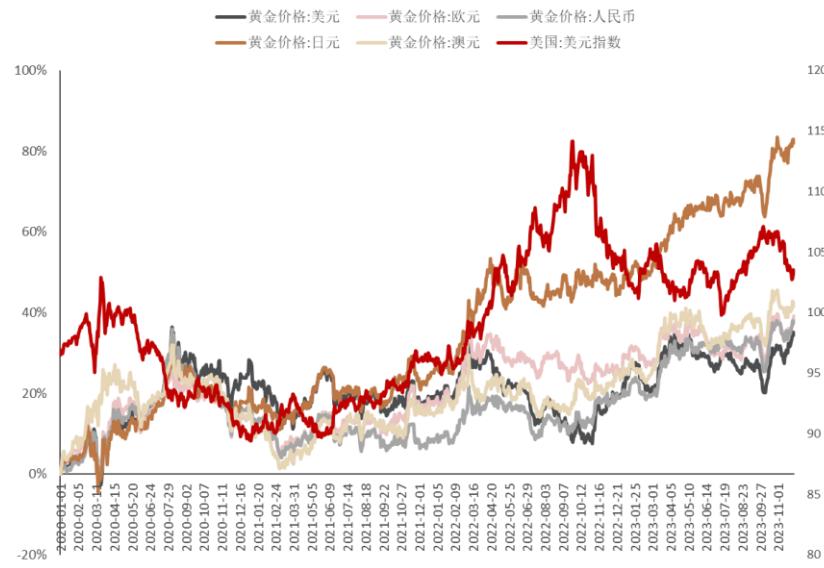
图37：全球央行黄金购买量明显增加（左：吨，右：%）


资料来源：wind, 民生证券研究院

图38：中国央行黄金储备（左：吨，右：美元/盎司）


资料来源：wind, 民生证券研究院

金价作为保值资产，上涨潜力仍然充足。考虑到各国利率政策周期不同和经济增速的差异，以不同货币计价的金价涨跌幅也不同，但自 2020 年以来大都曾创下历史新高，其中以日元计价的黄金更是不断创新高，背后实际上反映的是全球纸币发行增速超过 GDP 实际增速，全球货币信用整体步入下行周期。

图39：2020 年以来不同国家货币计价的黄金涨跌幅（右：%）


资料来源：wind, 民生证券研究院

通过将黄金价格剔除美国 CPI 累计同比后的价格作为实际金价参考，实际金价近 50 年来共经历了 3 次大的上涨周期，分别在 1980 年、2012 年和 2020 年达到 440/400/395 美元/盎司的高点。截止 2023 年 11 月剔除通胀后的实际金价约为 366 美元/盎司，处于历史上 83% 分位线，虽然名义价格已经突破历史新高，但是剔除通胀后的实际价格并未创出历史新高。

自布雷顿森林体系瓦解以来，固定汇率制被打破，美元不再与黄金挂钩，随后在买方体系下，黄金对标美元信用体系，对美元具有信用对冲属性，美元作为世界货币，背靠美元信用体系及美国经济，若美元超发则会使美元购买力下降，1974年以来美国 M2 增长超过 22 倍，美元供给大幅增加，同期金价涨幅仅 11 倍，考虑到黄金作为保值增值的稀缺资产，未来可能仍然具备上涨潜力。

图40：全球央行黄金购买量 2022 年以来明显增加



资料来源：wind，民生证券研究院

图41：美国 M2 与金价走势对比



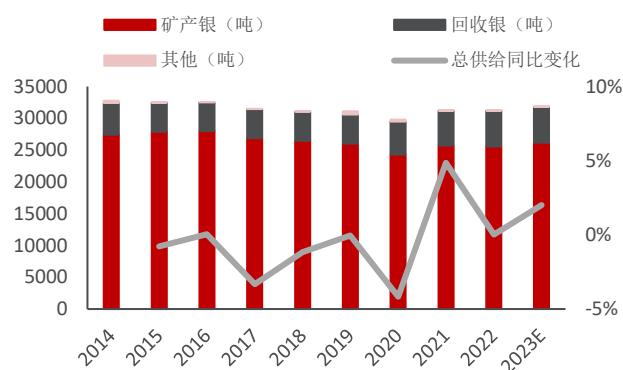
资料来源：wind，民生证券研究院

4 白银：双重属性定价，关注金银比

4.1 供需缺口不断放大，光伏用银占比提升

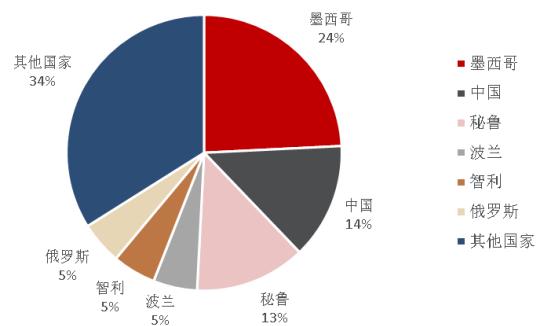
全球白银供给有限，疫情后逐步恢复。全球白银供给主要由矿产银、回收银组成，从历史趋势来看2020年之前白银产量呈现下滑态势，2021年后整体供应增长较为缓慢，根据世界白银协会预测，2023年全球白银供给增长约2%，供应释放放缓。根据世界白银协会，银矿产量集中在北美、南美和中国，2022年全球白银矿产排名前三的国家分别是墨西哥占比24%、中国14%、秘鲁13%。

图42：全球白银供给情况（左：吨，右：%）



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

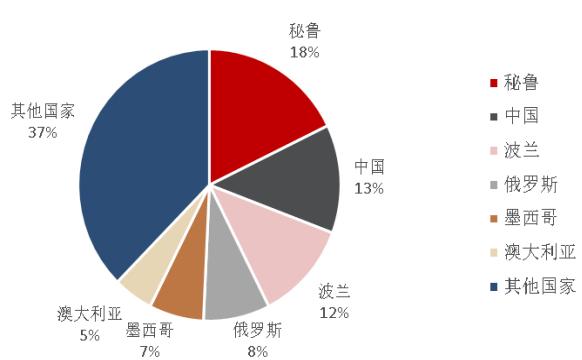
图43：2022年全球白银产量分布



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

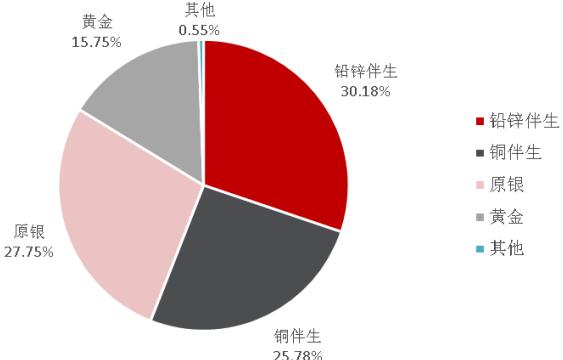
银矿分布分散，伴生矿为主。2022年全球白银资源储量约55万吨，主要分布在秘鲁、波兰、澳大利亚、中国、墨西哥等国家。2022年秘鲁白银储量占全球总资源量的18%，中国、波兰各占13%、12%。银矿的产出大多以与有色金属和贵金属如铅、锌、铜矿床的共、伴生为主。2022年全球矿产银中，铅锌伴生占比达到30%，铜伴生占比26%，黄金占比16%，白银的供应还受到其他品种矿山扩产规划的影响。

图44：2022年白银储量分布



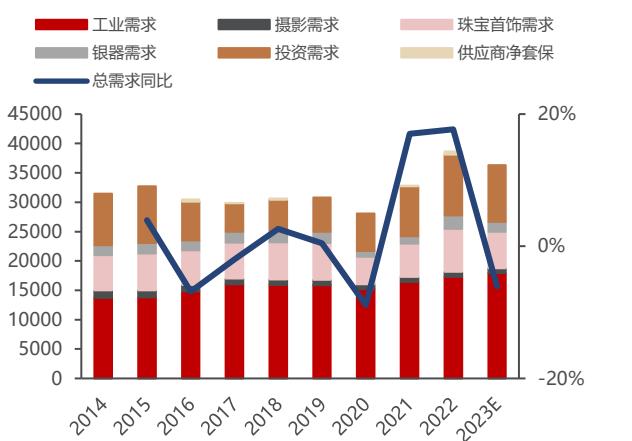
资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图45：2022年白银来源分布

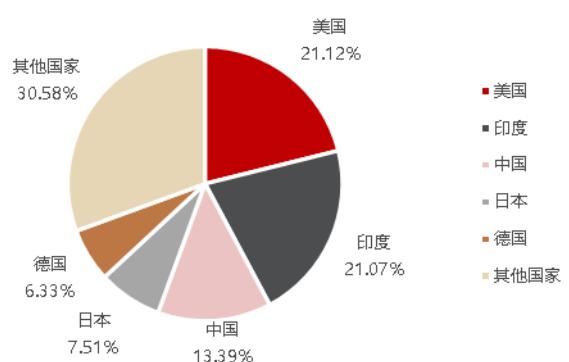


资料来源：自然资源部，民生证券研究院

工业需求占比约 50%，其次为投资和珠宝首饰需求。白银需求由工业需求、投资需求、珠宝首饰需求、银器需求和供应商净套保需求构成。其中工业需求、投资需求和珠宝首饰需求占比最多，工业需求（含摄影用银）占总需求接近 50%，实物投资性需求（银币银条等）占比约为 27%，珠宝首饰银器类需求约占 19%。白银消费区域分布较为分散，主要国家有美国、印度、中国、日本等。2022 年美国和印度对白银的需求分别占全球需求的 21.12%，21.07%，分别位列第一和第二，中国占比接近 14%，位列第三。

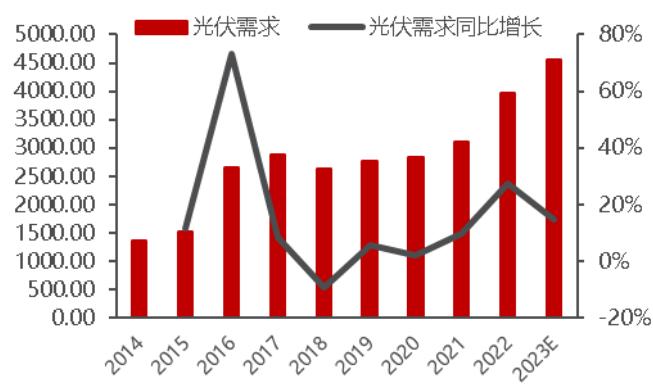
图46：全球白银需求及同比变化（左：吨，右：%）


资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图47：2022 年全球白银需求分布


资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

光伏装机维持高增长，光伏用银需求占比提升。白银是光伏电池片结构中核心电极材料，根据世界白银协会数据，光伏用银需求提升迅速，2014 年光伏用银需求约 1507 吨，在白银总需求中占比仅为 5%，2022 年光伏用银需求已提升至 4365 吨，在白银总需求中占比超过 11%。

图48：光伏用银需求及同比增速（左：吨，右：%）


资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图49：光伏用银需求占比提升（单位：%）


资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

白银供需缺口持续走阔，库存下降后，未来价格弹性扩大。根据世界白银协会数据显示，2014-2020 年期间，除了 2015 年，白银需求均低于白银供给，整体处于供过于求状态，但 2021 年全球白银供给缺口达到 1591 吨，2022 年这一缺口进一步扩大至 7393 吨。

2023年白银矿产量将继续保持温和增长，因已经建成的白银矿产和一些新项目的产能将持续释放，此外光伏领域需求大幅增长，使全球白银供需仍然存在缺口。根据安泰科数据2024年白银供应量基本维持稳定，需求端光伏用银可能为增速最快的环节，若假设其他领域需求不变，白银供需也仍然紧张，库存可能继续下降。

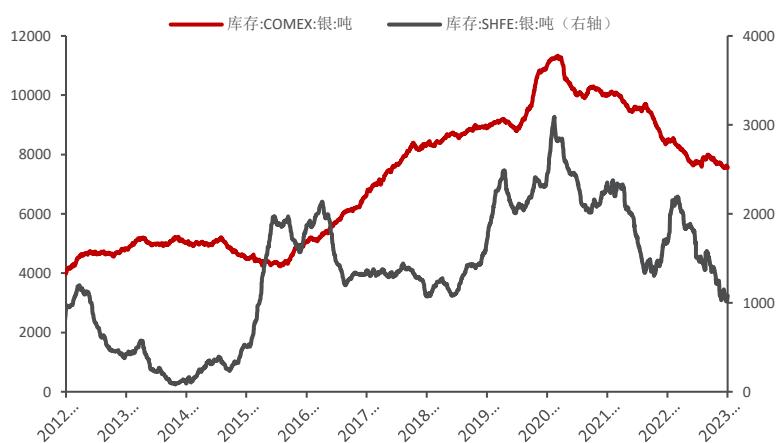
表4：全球白银供需平衡 (吨)

单位 (吨)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
供给量									
银矿产量	27987	26861	26447	26021	24329	25741	25579	26192	26595
回收量	4529	4572	4619	4603	5163	5452	5617	5633	5838
生产商净套保	0	0	0	432	264	0	0	0	0
官方部门销售净额	34	31	37	31	37	47	53	53	53
总供给	32547	31467	31103	31088	29794	31243	31250	31878	32486
需求量									
工业需求	14849	16028	15900	15853	15200	16429	17309	17928	19183
其他工业需求	11934	12861	13023	12811	12090	13007	12945	12917	12917
其中：光伏需求	2915	3166	2877	3042	3109	3423	4365	5951	6266
摄影需求	1080	1009	977	956	836	862	855	822	821
珠宝首饰需求	5882	6102	6317	6264	4681	5645	7281	6205	6205
银器需求	1664	1848	2087	1907	970	1266	2286	1732	1732
投资需求	6622	4846	5148	5816	6370	8522	10354	9611	9611
供应商净套保	373	34	230	0	0	109	557	0	0
总需求	30472	29865	30659	30792	28052	32833	38643	37237	37553
供需平衡	2075	1602	446	295	1741	-1591	-7393	-5360	-5067

资料来源：世界白银协会，安泰科，民生证券研究院预测

受白银供需缺口放大影响，国内外白银交易所库存大幅下降，截止2023年12月1日年COMEX白银累计库存量较2021年高点下降33%，SHFE白银累计库存较2021年的高点下降65%。

图50：国内外白银库存持续下降 (单位：吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 美国 PMI 数据回升为金银比回落前瞻信号

白银兼具金融属性和工业属性，关注金银比的回落。白银作为贵金属的一种，与黄金在金融属性方面具有相似性，黄金上涨后，白银通常具备补涨需求，但由于白银的工业需求占比达到 50%以上，决定了其金融属性弱于黄金。

金银比为观察白银价格走势的重要指标，根据历史数据显示，1980 年至今金银比大部分时间在 40-80 之间波动运行，截止 12 月 1 日金银比为 81，接近区间上限，历史上金银比与银价通常对应负相关关系，金银比的回落对应银价牛市。

图51：1980 年至今，金银比价中枢围绕 40-80 运行（右：美元/盎司）



资料来源：Wind，民生证券研究院

在经济衰退或地缘政治不确定性风险较大的时期，金价涨幅比银价更大，金银比攀升，在经济复苏回暖过程中，由于白银工业需求边际上升更为明显，白银的价格涨幅更大，金银比回落。我们采用美国制造业 PMI 作为衡量经济景气度的前瞻指标，历史数据显 PMI 指数的上升区间通常对应金银比的下降区间，PMI 可以作为判断金银比走势的一个有效指标。

图52：金银比与 PMI 整体呈反向变动趋势（右：%）



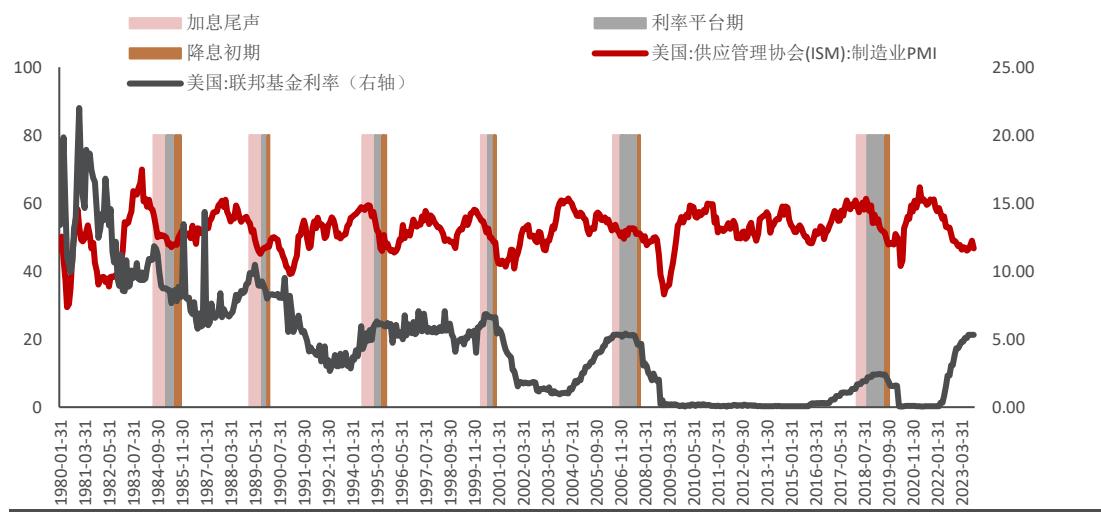
资料来源：wind，民生证券研究院

表5：金银比下降的区间对应 PMI 的上升区间

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

资料来源：wind，民生证券研究院

复盘历史美国经济周期中不同利率阶段 PMI 的走势，在加息末期至降息初期，PMI 往往下降至枯荣线以下。降息后，随着借贷成本的下降促进企业投资和消费者支出，提高企业生产活动水平，带动 PMI 回升。目前美国制造业 PMI 仍处于下行期，后续应密切美国制造业 PMI 的企稳回升。

图53：美国 ISM 制造业 PMI 在加息末期至降息初期的表现复盘 (右：%)


资料来源：Wind，民生证券研究院

5 投资建议

5.1 行业投资建议

当前美国经济下行压力逐步增大，消费端居民超额储蓄不断消耗，考虑到CPI趋势下行和美国财政利息支出压力增大等因素，美联储加息基本结束，高利率或将难以维持，随着美国经济下行和利率政策转向宽松，实际利率和美元指数有望下行，利多金价。随着利率政策进入过渡期，金价也将逐步交易降息，复盘历史类似经济周期中，加息停止到降息的过渡期内金价大概率开启提前上涨，尤其在2008年美联储开启量化宽松以来该特征更为明显，我们认为本轮美国经济周期与2018-2019年的时间段具有一定相似性，金价可能正处于牛市之中。中长期来看，2020年以来全球进入新一轮货币信用下行周期，背后的主要原因在于货币的发行量大幅增加，黄金作为货币信用的天然对冲品，在各国央行资产配置的重要性抬升，全球央行购金量2022年三季度以来快速增加，复盘1975年以来金价涨幅，大幅落后于M2涨幅，且剔除通胀后的实际金价也尚未突破前高，我们认为未来金价上涨潜力仍然充足，综上，2024年对贵金属行业维持“推荐”评级。

表6：贵金属行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600547.SH	山东黄金	22.44	0.28	0.46	0.65	81	49	34	推荐
1818.HK	招金矿业	8.41	0.12	0.18	0.29	79	54	33	推荐
600489.SH	中金黄金	10.07	0.44	0.58	0.70	23	17	14	推荐
600988.SH	赤峰黄金	14.13	0.27	0.44	0.73	52	32	19	推荐
000975.SZ	银泰黄金	14.63	0.40	0.55	0.71	36	26	21	推荐
000603.SZ	盛达资源	12.46	0.53	0.50	0.54	24	25	23	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2023年12月14日收盘价；汇率：1港币=0.9243人民币)

5.2 重点公司

山东黄金：黄金龙头，“十四五”期间集团矿产金产能规划翻倍

黄金资源量雄厚，产量国内领先。公司为山东省国资委控股的黄金龙头公司，矿山截止 2023 年 6 月 30 日，公司共拥有 38 处属于中国境内的金矿探矿权，按中国资源储量估算规则并经有关部门评审备案的黄金资源量共计约 875.13 吨，14 处位于中国境内的金矿采矿权，已探明黄金资源量总计约 125.67 吨。2022 公司矿产金产量约为 39 吨，稳居行业领先，其中焦家金矿黄金产量突破 10 吨，成为全国第一家年产黄金超过 10 吨的单体矿山企业。

控股银泰黄金优质资源，发挥协同效应。公司通过收购股权控股银泰黄金，截止 2023 年三季报，公司持有银泰黄金 23.1% 股权。银泰黄金矿产金成本位于国内黄金企业左侧，收购银泰黄金后可实现良好的协同效应，产业协同方面，银泰黄金在青海地区的青海大柴旦金矿产出的合质金可就近送往山东黄金集团旗下的冶炼厂冶炼，两者优势互补，在内蒙古地区，银泰黄金旗下的玉龙矿业与山东黄金集团旗下的矿业公司可实现区域铅锌银产业协同发展，降低冶炼成本。

区域协同方面，山东黄金可借助银泰黄金旗下的黑河银泰、吉林板庙子、云南华盛金矿的地理位置优势，实现西南、东北地区的资源从无到有、以点带面的战略布局。此外银泰黄金旗下供应链管理有限公司银泰盛鸿地处上海，与山东黄金交易中心、山东黄金所属的山金金控资本管理有限公司以及山东黄金集团旗下的贸易公司可以优势互补。

竞得大桥金矿采矿权，打造陇南黄金资源开发新基地。公司以 8.66 亿元成功竞得甘肃省陇南市西和县大桥镇鱼洞村大桥金矿采矿权。矿区保有资源量金金属量约 42 吨，伴生银金属量约 116 吨，且周边分布多个优质矿权。大桥金矿采矿权将成为山东黄金在西秦岭地区矿产资源整合开发的切入点，加强资源储备，进一步增强山东黄金整体实力和影响力。

“十四五”规划战略清晰，内生外延助力完成目标。根据山东黄金集团的“十四五”规划目标，预计 2025 年集团口径矿产金产量达到 80 吨，达到产能翻倍增长。目前公司的待投产项目主要有非洲卡蒂诺金矿开发和焦家金矿再开发项目，预计投产后可进一步贡献产量，考虑到公司未来将进一步整合、挖潜莱州“三山岛”、“新城”等矿区资源，集团内部矿山原有产能和未来的金矿并购预期，公司完成“十四五”规划目标可期。

投资建议：公司加速国内外资源布局，产能增长潜力明显。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.56/29.24/35.88 亿元，按照 12 月 14 日收盘价计算，对应 PE 为 49/34/28 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格下行、复产进度不达预期、安全事故风险等。

山东黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	50,306	56,668	63,596	66,022

增长率 (%)	48.2	12.6	12.2	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,246	2,056	2,924	3,588
增长率 (%)	743.2	65.0	42.2	22.7
每股收益 (元)	0.28	0.46	0.65	0.80
PE	81	49	34	28
PB	3.1	2.9	2.7	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 14 日收盘价)

招金矿业: 并购动作不断, 海域金矿开发值得期待

金矿资源禀赋优良, 并购动作不断。公司为中国领先黄金生产商和中国最大的黄金冶炼企业之一, 控股股东为招远市国资委。公司主营业务聚焦黄金, 截至 2022 年底, 公司保有黄金资源量为 1190.81 吨, 且拥有亚洲最大的单体矿山海域金矿, 资源体量位于行业第一梯队。公司 2023 年上半年以 1.58 亿元成功竞拍甘肃省敦煌市北山金矿采矿权, 矿山保有金资源量 17.26 吨, 平均品位 10.58 克/吨, 开发前景良好。10 月 30 日公司发布公告旗下招金资本拟按每股 0.58 澳元的价格收购铁拓矿业股份, 目前公司持有铁拓股份的 7.02%, 公司拟进一步收购谋求控股权, 铁拓矿业旗下的阿布贾金矿保有资源量 119 吨, 并于 2023 年 7 月份达产, 未来 9 年年均产量可达到 5.3 吨, 若公司收购成功, 将大幅增强黄金产量和储量。

重点项目稳步推进, 海域金矿正式开工。公司聚焦山东省内优质资源的开发, 逐步将资源优势转化为产能优势, 重点推进大尹各庄和早子沟金矿深部开拓, 金亭岭矿业、草沟头等重点项目进度, 埠内产能将进一步扩大。

海域金矿项目 2022 年 11 月正式开工建设, 预计 2025 年建成投产, 该项目达产后克金成本预计为 120 元/克, 经济效益显著, 矿山开发早期开采高品位矿体将获得更高利润, 项目满产后年产黄金约 15-20 吨。

紫金入主, 强强联手, 优势互补。2022 年紫金矿业通过受让招金矿业 20% 股份, 成为招金第二大股东, 同时收购海域金矿 30% 股权, 与招金矿业实现深度合作。紫金矿业是中国控制金属矿产资源最多的企业之一, 在资源综合回收利用、大规模工程化开发以及能耗指标等方面居行业领先地位, 拥有丰富的矿山运营管理经验, 紫金入主有望使公司经营和管理水平再上台阶。

投资建议:考虑到公司重点项目海域金矿进入全面建设期, 紫金矿业的参股带来的协同效应发力, 公司的矿产金成长性有望提升, 经营管理质量有望进一步提升, 预计公司 2023-2025 年净利润分别为 5.85/9.60/17.90 亿元, 按照 12 月 14 日收盘价计算, 对应 PE 为 54/33/18 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 黄金价格波动风险、矿山投产不及预期、安全事故及环保风险等。

招金矿业盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,886	8,337	8,824	11,379
增长率 (%)	15.0	5.7	5.8	29.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	402	585	960	1,790
增长率 (%)	1092.8	45.5	64.1	86.5
每股收益 (元)	0.12	0.18	0.29	0.55
PE	79	54	33	18

PB	1.6	1.5	1.5	1.3
----	-----	-----	-----	-----

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 14 日收盘价; 汇率为 1 港币=0.9243 人民币)

中金黄金: 唯一黄金央企平台

央企上市平台, 资源储备丰富。公司为中国黄金集团旗下的央企黄金企业, 截至 2023 年中报, 公司黄金资源量为 891 吨, 公司矿山多处于国内重点成矿带, 探矿潜力较好, 随着集团的持续孵化培育和证照办理手续的推进, 集团公司旗下的国内优质资产也预期将注入公司。

内蒙古矿业、中原冶炼厂增厚业绩。内蒙古主要产品为铜精粉和钼精粉, 截止 2022 年底内蒙古矿业保有量铜资源量 190.98 万吨、钼 46.96 万吨。中原冶炼厂主营业务为黄金、铜、白银等有色金属的冶炼和销售, 二期工程投达产后, 预计年产能 33.82 吨、银 360 吨、高纯阴极铜 34.93 万吨, 内蒙古矿业和中原冶炼厂的铜矿业务和冶炼业务成为公司主营业务的重要补充。

集团资产不注入, 纱岭投产将助力产量再上台阶。2023 年公司收购集团旗下在产矿山内蒙古金陶 39% 股权, 同时收购集团持有的莱州中金 100% 股权, 拥有旗下纱岭金矿 44% 权益, 实现了集团内的优质资产注入。纱岭金矿保有黄金资源量 372 吨, 平均品位达到 2.77g/t, 为全国十大金矿之一, 纱岭项目处于在建状态, 根据近期投资者问答交流平台信息, 该项目目前四条千米竖井已全部实现落底, 地表工程顺利开工, 根据可研报告预计 2025 年 6 月份建成, 投产后首期产量有望达到 11 吨, 后期年产量约为 6.6 吨, 将大幅提升公司矿产黄金产量。

投资建议:美联储加息周期临近末端, 随着美国经济逐步衰退, 美国货币政策将逐步进入降息周期, 叠加本轮全球各国央行购金不断抬升金价中枢, 黄金价格有望继续上行。公司资产注入预期强烈, 黄金储量和产量有望进一步增加。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.22/33.81/35.60 亿元, 按照 12 月 14 日收盘价计算, 对应 PE 为 17/14/14 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 贵金属价格下跌、扩建项目进度不及预期、政策性风险等。

中金黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	57,151	61,633	63,852	63,852
增长率 (%)	1.9	7.8	3.6	0.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,117	2,822	3,381	3,560
增长率 (%)	24.7	33.3	19.8	5.3
每股收益 (元)	0.44	0.58	0.70	0.73
PE (现价)	23	17	14	14
PB	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 14 日收盘价)

银泰黄金：战略规划目标高远，看好公司未来成长潜力

坐拥国内高品位金矿，并购资金实力充足。公司共拥有 5 个矿山企业，华盛金矿目前处于停产待恢复状态，其余 4 个为在产矿山，黑河银泰、吉林板庙子金矿、青海大柴旦矿区主产金矿，玉龙矿业为锌银铅多金属矿矿山。截至 2022 年末公司保有资源量金金属量 173.9 吨，银金属量 6921.2 吨。公司矿山资源优质，黑河银泰的东安金矿是国内品位较高、最易选冶的金矿之一，其外围及深部增储可能性较大，青海大柴旦位于青海省滩间山重点成矿区，成矿条件优越，找矿潜力巨大。此外，截至 2023 年三季报末公司资产负债率仅 17.58%，且具有较强融资能力，未来可采取多种方式开辟资金渠道，并购国内外资源。

各矿山技改、办证狠抓落实，具备增产潜力。1) 黑河银泰：选厂改造完成，产能从 750 吨/日提升至 1250 吨/日，供矿量的上升带来产金量的增长；2) 青海大柴旦：目前细晶沟采矿项目和青龙沟金矿（扩建）采矿项目“探转采”工作正在积极推进中，预计“探转采”完成后，细晶沟金矿、青龙沟金矿的产能可实现产量大幅提升；3) 华盛金矿：复产工作积极推进，目前正在申请证载 120 万吨产能，评审备案工作正在有序推进。

战略目标高远，未来成长可期。公司发布“十四五”、“十五五”期间整体发展规划纲要，根据公司战略规划，未来将在“十四五”末实现矿产金产量 12 吨，金资源量及储量达到 240 吨；三年内计划在 2026 年末实现矿金产量 15 吨，金资源及储量达到 300 吨；五年内计划在 2028 年末实现矿金产量 22 吨，金资源及储量达到 500 吨；七年内计划在“十五五”末实现矿金产量 28 吨，金资源及储量达到 600 吨及以上。

公司 2022 年合质金产量平均值为 7.06 吨，2022 年末保有总资源量金金属量 173.9 吨。根据公司规划目标，到“十四五”末黄金产量将较 2022 年增幅达 70%，资源量较 2022 年末增长约 38%，到“十五五”末期，公司黄金产量较 2022 年增幅达 297%，资源量较 2022 年末增长约 245%，表明公司在增产和增储方面均将进入高速增长阶段。

表7：银泰黄金产/储量战略目标及复合增速

	2022 年末	“十四五”末	2026 年末	2028 年末	“十五五”末
产量及目标（吨）	7.06	12	15	22	28
资源量及储量及目标（吨）	173.9	240	300	500	600
较 2022 年产量增幅		70%	112%	212%	297%
较 2022 年资源量增幅		38%	73%	188%	245%
规划产量 GAGR		19%	21%	21%	19%
规划资源量 GAGR		11%	15%	19%	17%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

投资建议：考虑到公司掌握国内优质金矿、银矿资源，且根据发布的战略规划

目标，未来七年或将步入业绩和产能的快速成长期，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.33/19.74/23.48 亿元，维持“推荐”评级。

风险提示：黄金、铜等主要产品价格下跌；矿山项目进度不及预期等。

银泰黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,382	10,207	11,401	12,518
增长率（%）	-7.3	21.8	11.7	9.8
归属母公司股东净利润（百万元）	1,124	1,533	1,974	2,348
增长率（%）	-11.7	36.4	28.7	18.9
每股收益（元）	0.40	0.55	0.71	0.85
PE（现价）	36	26	21	17
PB	3.7	3.5	3.1	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 14 日收盘价）

赤峰黄金：海外矿山降本增效，并购扩产带来成长性

境内外矿山布局，国际化矿业公司。截至 2022 年底，公司境内黄金矿业子公司五龙矿业、吉隆矿业、华泰矿业保有黄金金属量共 43.1 吨，此外公司通过赤金香港持有境外子公司万象矿业 90% 股权，所辖 Sepon 金铜矿是老挝最大的有色金属矿山，保有黄金金属量 51.6 吨，通过收购金星资源 62% 股权控制加纳的 Wassa 金矿，保有黄金金属量为 329.7 吨，公司黄金资源全球分布。

项目建设稳步推进，聚焦增产降本。公司通过矿山扩产和并购不断扩充产量：1) 万象矿业地下矿区 7 月份已进入正式开采，延续供矿；2) 金星瓦萨不断开拓新采矿区，提升选厂利用率；3) 吉隆矿业新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目主厂房建设于 2023 年 10 月完工；4) 五龙矿业 3000 吨/日采选能力厂稳步运行；5) 锦泰矿业溪灯坪金矿正式启动项目建设。

参股项目阿布贾金矿顺利投产，老挝稀土开发可期。公司在全球范围内进行资源并购、开发，参股的澳大利亚公司铁拓矿业旗下的阿布贾金矿已于 7 月正式商业营运，此外公司与厦门钨业成立合资公司，在老挝推进稀土资源新项目申请，自有塞班矿区的稀土资源开采权审批流程也在正常推进，老挝稀土开发未来可期。

投资建议：公司黄金业务增长规划明确，战略持续推进，海外资源延升布局，叠加稀土开发前景可期，我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 7.27/12.13/14.75 亿元，按照 12 月 14 日收盘价计算，对应 PE 为 32/19/16 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格大幅下滑，万象矿业投产及五龙技改工程进展不及预期，外海矿山所在国政治政策风险等。

赤峰黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,267	7,334	8,411	9,411
增长率（%）	65.7	17.0	14.7	11.9
归属母公司股东净利润（百万元）	451	727	1,213	1,475

增长率 (%)	-22.6	61.2	66.7	21.7
每股收益 (元)	0.27	0.44	0.73	0.89
PE (现价)	52	32	19	16
PB	4.5	4.0	3.3	2.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 14 日收盘价)

盛达资源: 银业龙头成长可期, 收购金矿完善贵金属布局

国内银业龙头, 白银储能优势突出。公司目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业等 6 座高品质矿山, 其中前四个为在产矿山, 主要产品为银锭(国标 1#、2#)、黄金以及含银铅精粉、锌精粉等稀贵金属, 截至 2022 年底, 公司保有矿石量 4717.4 万吨, 银金属量 9501.41 吨, 其中银都矿业、东晟矿业、金山矿业、金都矿业银金属平均品位 253.39 克/吨、284.90 克/吨、208.36 克/吨、位 265.12 克/吨。

产能扩张+并购资源, 公司成长性良好。1) 银都矿业新增持有的拜仁达坝是盛达资源的主力矿山, 目前已取得 1.43 平方公里拜仁达坝银多金属矿普查的探矿权证, 未来将积极有序推动银都矿业相关探转采工作。2) 东晟矿业: 东晟矿业保有资源量白银 556.32 吨, 平均品位 284.9 克/吨, 预计生产规模为 25 万吨/年, 目前已经获得内蒙古发改委的批复, 正在办理相关报建手续, 已经取得林地、草原用地许可, 年内有望开工建设, 未来可贡献较大增量。3) 德运矿业目前正在办理 60 万吨探转采的相关手续。预计上述项目建成后, 白银年产量将从目前的 220 吨左右增长到 300 吨以上, 产能扩张后可进一步巩固龙头地位。

金山矿业实行技改, 期待生产效率提升。金山矿业 2023 年 5 月份完成了采矿许可证变更, 开采深度进一步延伸, 10 月份公司公告金山矿业将启动采矿、选矿工程技改, 其中采矿改造包括深部基建工程及 2 号井、5 号井断面扩修, 选矿改造主要用于提升回收率、降低生产成本。金山矿业目前进行采矿作业的矿井共有 5 个, 2 号井和 5 号井进行断面扩修时, 3 号井、7 号井和 8 号井正常采矿, 基建工程施工将对矿山生产造成短期影响, 但工程完成后可充分保障矿山的生产能力至核准的生产规模 48 万吨/年, 盈利能力将得到一定的提升。

控股菜园子铜金矿, 贵金属战略布局顺利推进。2023 年 11 月 29 日公司公告或通过子公司拟以不超过 3 亿元的现金增资取得四川鸿林矿业不低于 53% 的股权以实现控股, 旗下主要资产为菜园子铜金矿, 该矿为中大型待产铜金矿, 且深部和周边存在良好的找矿潜力, 2019 年已经完成探转采证照办理。目前菜园子铜金矿累计探明+控制+推断的资源量为金 17.05 吨, 平均品位 2.82 克/吨, 铜 2.9 万吨, 平均品位 0.48%, 其矿石采选规模为 39.60 万吨/年, 预计满产后可实现年产量金约 1 吨, 铜约 1716 吨。本次收购符合公司“做大做强贵金属”的战略规划, 有助于强化自身的“贵金属”开发主业的实力。

投资建议: 公司白银资源储备稳居行业前列, 且未来子公司金山、东晟和德运等将陆续扩产或投产, 考虑到银价上行后公司业绩弹性较大, 我们预计公司

2023-2025 年分别实现归母净利润 3.43/3.71/4.74 亿元，对应 12 月 14 日收盘价的 PE 分别为 25/23/18 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下行；公司产能释放不及预期等。

盛达资源盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,879	1,805	1,924	2,247
增长率 (%)	14.7	-3.9	6.6	16.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	365	343	371	474
增长率 (%)	-13.5	-6.0	8.1	28.0
每股收益 (元)	0.53	0.50	0.54	0.69
PE (现价)	24	25	23	18
PB	2.9	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 12 月 14 日收盘价)

6 风险提示

1) 海外地缘政治风险。俄乌冲突加剧以及南美政策均影响供应，同时地缘冲突风险也影响市场避险情绪，影响未来金属需求。

2) 美国通胀失控风险。若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快，这将引起资本市场动荡。

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

插图目录

图 1: 美国三季度 GDP 增速超预期 (增长单位: %)	3
图 2: 美国 GDP 分项增速 (单位: %)	3
图 3: 美国 GDP 分项环比变化 (单位: 十亿)	3
图 4: 美国消费者信心指数持续下滑	4
图 5: 美国消费信贷持续走弱 (单位: %)	4
图 6: 美国超额储蓄回落 (左: %, 右: 十亿美元)	4
图 7: 美国制造业 PMI 持续处于收缩区间 (单位: %)	5
图 8: 就业市场如期降温, 非农新增就业减少 (单位: 千人)	5
图 9: 美国持续领取失业金人数 (单位: 人)	5
图 10: 美国薪资增速放缓 (单位: %)	6
图 11: 美国失业率有上升迹象 (单位: %)	6
图 12: CPI 步入下行区间 (单位: %)	6
图 13: 布伦特原油价格走势 (单位: 美元)	6
图 14: 2023 年 9 月美国 CPI 结构 (单位: %)	7
图 15: CPI 分项同比增速 (单位: %)	7
图 16: 美国 M2-GDP 增速峰值领先于 CPI 峰值 (单位: %)	7
图 17: 美联储点阵图 (2023 年 9 月, 单位: %)	9
图 18: 美联储点阵图 (2023 年 12 月, 单位: %)	9
图 19: 美国联邦政府财政支出 (单位: 百万美元)	9
图 20: 美国政府部门杠杆率 (单位: %)	9
图 21: 美国利息支出占财政支出比例 (单位: %)	10
图 22: 美债实际收益率和金价 (左: %, 右: 美元/盎司)	10
图 23: 美元指数与金价 (右: 美元/盎司)	10
图 24: 美联储基金利率与黄金价格变化情况 (左: 美元/盎司, 右: %)	12
图 25: 停止加息至降息期间金价表现	12
图 26: 初次降息后金价表现	12
图 27: 2018 年 8 月-2019 年 12 月黄金价格走势 (单位: 美元)	14
图 28: 2019 年美债收益率多次倒挂 (单位: %)	14
图 29: 2022 年至今美债收益率持续倒挂 (单位: %)	14
图 30: 美元指数与美国 gdp 增速 (单位: %)	15
图 31: 美国失业率与 CPI (单位: %)	15
图 32: 2018-2019 基准利率与金价 (左: %, 右: 美元)	15
图 33: 2022.3-基准利率与金价 (左: %, 右: 千美元)	15
图 34: 世界各国黄金储备与金价呈正相关 (左: 吨, 右: 美元/盎司)	16
图 35: 疫情以来全球主要经济体货币大幅超发	17
图 36: 美国资产负债表规模疫后大幅增长	17
图 37: 全球央行黄金购买量明显增加 (左: 吨, 右: %)	18
图 38: 中国央行黄金储备 (左: 吨, 右: 美元/盎司)	18
图 39: 2020 年以来不同国家货币计价的黄金涨跌幅 (右: %)	18
图 40: 全球央行黄金购买量 2022 年以来明显增加	19
图 41: 美国 M2 与金价走势对比	19
图 42: 全球白银供给情况 (左: 吨, 右: %)	20
图 43: 2022 年全球白银产量分布	20
图 44: 2022 年白银储量分布	20
图 45: 2022 年白银来源分布	20
图 46: 全球白银需求及同比变化 (左: 吨, 右: %)	21
图 47: 2022 年全球白银需求分布	21
图 48: 光伏用银需求及同比增速 (左: 吨, 右: %)	21
图 49: 光伏用银需求占比提升 (单位: %)	21
图 50: 国内外白银库存持续下降 (单位: 吨)	22
图 51: 1980 年至今, 金银比价中枢围绕 40-80 运行 (右: 美元/盎司)	23
图 52: 金银比与 PMI 整体呈反向变动趋势 (右: %)	23
图 53: 美国 ISM 制造业 PMI 在加息末期至降息初期的表现复盘 (右: %)	24

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：美联储政策会议利率决策概率表（单位：%）	8
表 2：美联储加息结束至首次降息时间间隔与金价涨跌幅	12
表 3：美联储降息周期开启后金价涨跌幅	13
表 4：全球白银供需平衡（吨）	22
表 5：金银比下降的区间对应 PMI 的上升区间	24
表 6：贵金属行业重点关注个股	25
表 7：银泰黄金产/储量战略目标及复合增速	29

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026