

# 银泰黄金 (000975.SZ)

## 低成本高盈利，步入发展新征程

买入

### 核心观点

**大股东变更，谋求二次飞跃。**公司主要业务为贵金属和有色金属矿采选，具备资源优势，截至2022年底保有金属量173.9吨，银金属量6921.2吨。2022年公司生产合质金7.06吨，合并摊销后克金成本仅为167.54元/克，实现归母净利润11.24亿元，盈利能力突出。2023年山东黄金正式获得银泰黄金控制权，公司由民营企业转制为国有企业，管理层实现平稳过渡。新的发展阶段，公司提出全新战略目标，2025、2026、2028、2030年矿产金产量目标分别为12、15、22、28吨，未来有望加速发展。

**矿山资源优质，发展潜力巨大。**公司旗下拥有4个金矿和1个铅锌银多金属矿山。其中，青海大柴旦成矿条件优越，是我国首家中外合作的黄金矿山，近年来持续勘探，黄金保有资源量由2017年45吨提升至2022年73吨；细晶沟金矿、青龙沟金矿探转采项目有序推进，未来产量有望提升。华盛金矿是2021年公司收购的停产金矿，属于国内稀有的类卡林型大型金矿，找矿潜力巨大；目前正在推进扩证复产工作，华盛金矿采用露天开采，生产工艺简单，开采成本也比较低，未来具备快速复产条件。

**盈利能力突出，融资空间充足。**对比同行业上市公司，公司资源体量虽然尚未进入头部序列，但凭借优质的资源禀赋，克金成本优势突出，人均创利高，盈利能力居前。2023年三季度末，公司资产负债率仅为17.58%，在行业中处于非常低的水平，较低的负债率使得公司有较强的融资空间。

**实际利率回落，看好黄金中长期走势。**2023年黄金资产收益表现优秀，当下美国通胀虽然仍处高位，但过去一年已经有所放缓，并且就业市场降温信号明显。美联储释放鸽派转向信号，紧缩周期或已接近尾声，美债利率回落对黄金价格形成支撑。此外，为应对逆全球化发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量，对金价形成中长期向上推力。

**盈利预测与估值：**公司资源禀赋突出，管理水平优，克金成本低，盈利能力强。未来，随着资源挖潜，黄金产量存在较大提升空间。我们预测公司2023-2025年归属母公司净利润15.9/17.0/21.9亿元，年增速分别为41.7%/6.6%/28.8%。通过多角度估值，我们认为公司股票合理估值区间在18.8-20.4元之间，2024年动态市盈率27.6-30倍，相对于公司目前股价有25%-36%溢价空间。考虑公司资产优质，控股权已顺利完成交接，长期发展战略清晰，且黄金价格中长期趋势乐观，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**项目建设进度不及预期，黄金价格大幅下降，远期扩张摊薄回报的风险，安全和环保风险。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9040	8382	9601	10445	12169
(+/-%)	14.3%	-7.3%	14.5%	8.8%	16.5%
归母净利润(百万元)	1273	1124	1593	1699	2189
(+/-%)	2.5%	-11.7%	41.7%	6.6%	28.8%
每股收益(元)	0.46	0.40	0.57	0.61	0.79
EBIT Margin	20.1%	18.9%	23.0%	23.7%	27.1%
净资产收益率 (ROE)	12.2%	10.3%	14.2%	14.7%	18.2%
市盈率 (PE)	32.7	37.0	26.1	24.5	19.0
EV/EBITDA	17.2	16.4	14.2	13.0	10.5
市净率 (PB)	3.98	3.82	3.71	3.60	3.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 有色金属·贵金属

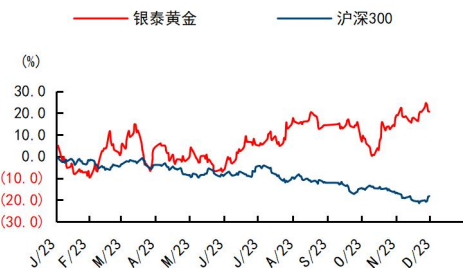
证券分析师：刘孟峦 010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

证券分析师：冯思宇 010-88005314  
fengsiyu@guosen.com.cn  
S0980519070001

#### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	18.80 - 20.40元
收盘价	15.00元
总市值/流通市值	41651/37301百万元
52周最高价/最低价	15.59/10.85元
近3个月日均成交额	371.92百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>大股东变更，谋求二次飞跃</b> .....	<b>5</b>
大股东变更，开启加速发展新征程 .....	5
管理层经验丰富 .....	7
经营业绩稳中向好 .....	7
<b>矿山资源优质，发展潜力巨大</b> .....	<b>8</b>
青海大柴旦：积极推进采矿权办理，增长前景广阔 .....	9
黑河银泰：高品位金矿，盈利能力强 .....	10
吉林板庙子：探采平衡，稳步发展 .....	11
华盛金矿：资源优质，潜力巨大 .....	12
玉龙矿业：铅锌银多金属矿，多元公司产品 .....	13
<b>盈利能力突出，融资空间充足</b> .....	<b>15</b>
克金成本优势明显 .....	15
期间费用体量较小 .....	16
资产负债率水平低 .....	17
<b>实际利率回落，看好黄金中长期走势</b> .....	<b>18</b>
黄金价格分析框架 .....	18
降息预期不断走强 .....	19
央行购金需求不容忽视 .....	20
<b>盈利预测</b> .....	<b>21</b>
假设前提 .....	21
未来 3 年业绩预测 .....	22
盈利预测的敏感性分析 .....	23
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>24</b>
绝对估值：18.8-20.9 元 .....	24
相对估值：17.0-20.4 元 .....	25
投资建议 .....	26
<b>风险提示</b> .....	<b>27</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构图 (截至 2023 年 12 月 29 日)	5
图 2: 金资源量及储量目标 (吨)	6
图 3: 矿产金产量及目标 (吨)	6
图 4: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	8
图 5: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图 6: 分产品毛利情况 (亿元)	8
图 7: 分产品毛利率 (%)	8
图 8: 子公司营业收入情况 (亿元)	9
图 9: 子公司净利润情况 (亿元)	9
图 10: 各矿山勘探投资 (万元)	10
图 11: 各矿山保有黄金资源量 (吨)	10
图 12: 平均金入选品位 (克/吨)	11
图 13: 各子公司净利率水平 (%)	11
图 14: 主要类型金矿床产出的大地构造位置示意图	13
图 15: 生产工艺示意图	13
图 16: 银泰黄金矿产银销量及单位成本 (吨, 元/克)	14
图 17: 公司铅精粉销量及单位成本 (万吨, 万元/吨)	14
图 18: 公司锌精粉销量及单位成本 (万吨, 万元/吨)	14
图 19: 玉龙矿业近景	14
图 20: 各公司黄金资源储量情况 (吨)	15
图 21: 各公司黄金产量变化 (吨)	15
图 22: 各公司克金成本变化 (元/克)	16
图 23: 各公司矿产金或采矿业务毛利率 (%)	16
图 24: 各公司归母净利润情况 (亿元)	16
图 25: 各公司 ROE 水平 (%)	16
图 26: 各公司期间费用情况 (亿元)	17
图 27: 各公司期间费用占比 (%)	17
图 28: 各公司员工人数 (人)	17
图 29: 各公司人均创利 (万元)	17
图 30: 各公司资产负债率 (%)	18
图 31: 各公司流动比率 (亿元)	18
图 32: 黄金分析框架	18
图 33: 黄金价格走势 (美元/盎司)	18
图 34: 非农就业人数及职位空缺数 (百万人)	19
图 35: 美国失业率与劳动参与率 (%)	19
图 36: CPI 变化 (%)	20
图 37: 住所 CPI 与房价变化 (%)	20

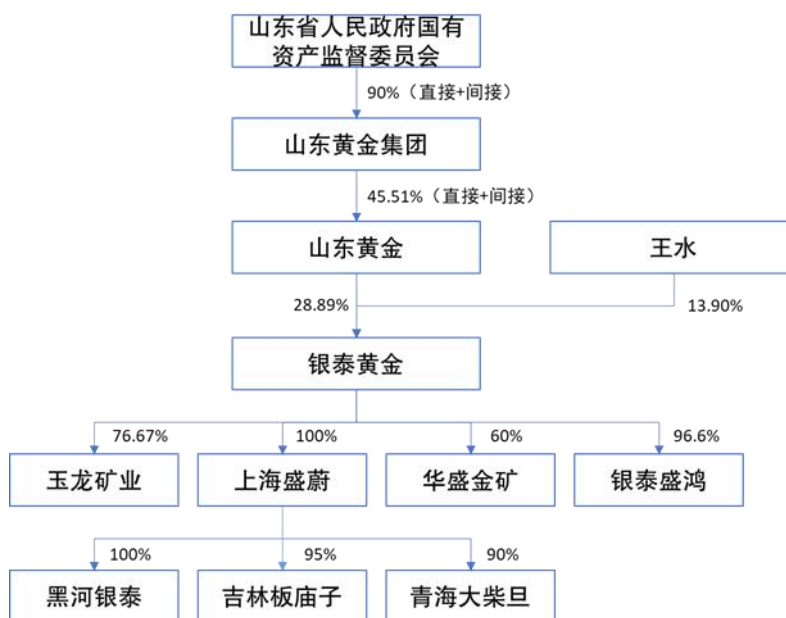
图 38: 美联储点阵图 .....	20
图 39: CME 利率预测 (12 月 27 日) .....	20
图 40: 全球央行购金情况 (吨) .....	21
图 41: 中国官方黄金储备情况 (万盎司, %) .....	21
图 42: 公司 PE Band .....	26
表 1: 公司管理层基本情况 .....	7
表 2: 公司资源储量情况 .....	9
表 3: 青海大柴旦采矿权和探矿权情况 .....	10
表 4: 黑河银泰采矿权和探矿权情况 .....	11
表 5: 吉林板庙子采矿权和探矿权情况 .....	12
表 6: 玉龙矿业采矿权和探矿权情况 .....	14
表 7: 公司业务假设 .....	22
表 8: 未来 3 年盈利预测表 (百万元) .....	23
表 9: 归母净利润随金价变化的敏感性分析 (百万元) .....	23
表 10: 归母净利润随金价变化的敏感性分析 (百万元) .....	23
表 11: 归母净利润随金价变化的敏感性分析 (百万元) .....	23
表 12: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	24
表 13: 资本成本假设 .....	24
表 14: 公司 FCFF 估值表 .....	24
表 15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	25
表 16: 可比公司 2022 年黄金板块业务情况 .....	25
表 17: 可比公司估值情况 .....	26

## 大股东变更，谋求二次飞跃

### 大股东变更，开启加速发展新征程

银泰黄金主要业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易。目前，公司共拥有 5 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。在产矿山包括大型黄金矿山黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦，主要产品为合质金；铅锌银多金属矿矿山玉龙矿业，主要产品为铅精粉（含银）和锌精粉（含银）。华盛金矿为公司收购的停产待恢复矿山。除此之外，子公司银泰盛鸿是一家以贵金属和有色金属贸易为主业，以金融工具为风控手段的综合型贸易服务商。公司资源优质，截至 2022 年底，公司保有金属量 173.9 吨，银金属量 6921.2 吨。2022 年，公司生产合质金 7.06 吨，合并摊销后克金成本仅为 167.54 元/克。

图1：公司股权结构图（截至 2023 年 12 月 29 日）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

1999 年，公司前身乌江电力股份有限公司在重庆市注册，2000 年 6 月在深圳证券交易所挂牌上市交易，主营业务为水利发电。2002 年，公司第一大股东变更为广州凯得控股有限公司，主营业务转变为城市公用事业的投资和管理，名称变更为南方科学城发展股份有限公司。2007 年，公司第一大股东变更为中国银泰投资有限公司，确定了公司主营业务向能源领域及矿产资源行业转移的战略方向，以酒店餐饮业为过渡经营的策略。

2013 年，公司完成重大资产重组，出售北京银泰酒店管理有限公司 100% 股权给母公司中国银泰，同时用增发的股份和部分现金购买了内蒙古玉龙矿业股份有限公司 69.47% 的股份，主营业务转变有色金属采选。由此，公司正式转型，并更名为银泰资源股份有限公司。

2016 年，银泰资源收购了全球知名黄金企业加拿大埃尔拉多旗下中国境内的黑河洛克东安金矿、吉林板庙子金英金矿和青海大柴旦滩间山金矿。高品位优质金矿资源的获取进一步扩张了公司的业务版图。2018 年重大资产重组完成。收购和重

组完成后，公司最大限度地保留了矿山的原有团队，培养了一大批各类技术管理人才，秉承了国际矿业公司的先进生产管理理念和管理经验。

2019年，公司更名为银泰黄金股份有限公司，更准确地体现公司黄金主业，和以贵金属为主、优质有色金属并举的发展战略。

2021年，公司出资10.37亿元收购芒市华盛金矿开发有限公司60%股权，黄金储量大幅增加，为长期发展奠定资源基础。

2023年，山东黄金以127.6亿元收购沈国军先生及中国银泰投资有限公司合计持有的20.93%的股份，7月正式获得银泰黄金控制权，此外山东黄金陆续通过证券交易所集中竞价交易方式增持公司股份，截至12月29日，持股比例增至28.89%。公司由民营企业转制为国有企业。山东黄金作为我国黄金行业龙头企业，拥有14座国内矿山和2座海外矿山，保有黄金资源量1431.40吨，黄金储量565.18吨，2022年矿产金产量38.67吨，项目经验丰富，未来有望为公司赋能，实现优势互补，发挥协同效应。

新的发展阶段，公司也提出全新战略目标。要以资源为先，全球布局，实现长期接续，谋求二次飞跃。项目为基，扩能增产，推进重点工程，保障产能提升。安全为本，筑牢防线，紧盯“双零”目标，坚持绿色发展。改革创新，优化机制，发挥协同效应，打造体制优势。具体目标如下：

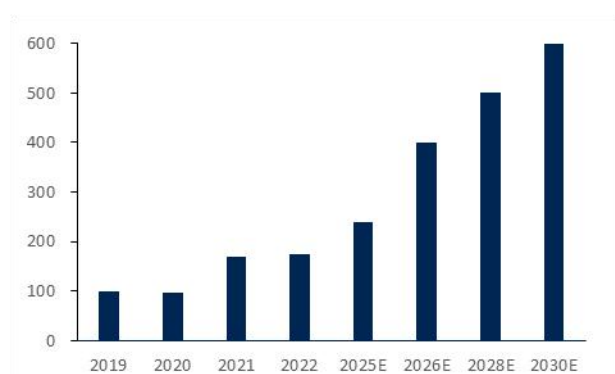
两年规划目标：十四五末矿产金产量12吨，金资源量及储量达到240吨；

三年规划目标：2026年末矿产金产量15吨，金资源量及储量达到300吨；

五年规划目标：2028年末矿产金产量22吨，金资源量及储量达到500吨；

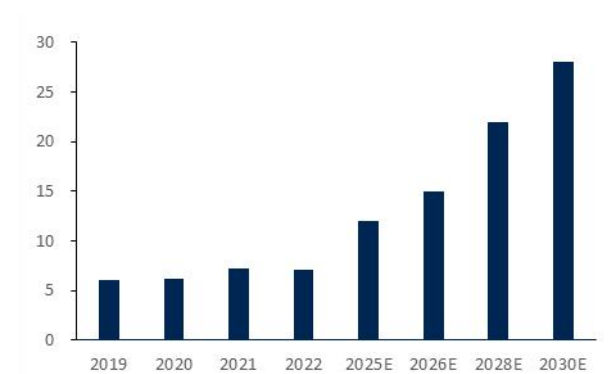
七年规划目标：十五五末矿产金产量28吨，金资源量及储量达到600吨以上。

图2：金资源量及储量目标（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：矿产金产量及目标（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

针对银泰黄金与山东黄金业务均涉及有色金属矿采选业是否会存在同业竞争问题，公司公告山东黄金的主要产品为标准金锭和各种规格的投资金条等，银泰黄金主要产品为合质金（含银）、含银铅精矿和锌精矿等，银泰黄金的合质金产品需经进一步提炼方可成为标准金，银泰黄金的合质金产品本质上属于山东黄金生产的标准金的上游产品，山东黄金的主要产品与银泰黄金差异较大；销售模式方面，山东黄金主要客户为上海黄金交易所，而银泰黄金主要客户为下游黄金冶炼厂，双方客户处于不同的产业链环节，主要客户存在较大差异；矿权资源方面，根据目前所持有的采矿权及探矿权，山东黄金与银泰黄金的矿权所涉及的范围



围均为独立矿山，不存在交叉覆盖情况。针对未来可能产生竞争的业务机会时，山东黄金将保持银泰黄金独立参与市场竞争。

## 管理层经验丰富

**管理层平稳过度。**控股权变更后，公司董事会变化较大，山东黄金集团有限公司党委委员，山东黄金矿业股份有限公司副董事长、总经理，山东黄金矿业股份有限公司矿业管理分公司党委书记、负责人刘钦先生出任董事长。公司6个董事席位中4个由山金背景成员占据。高管层变化较小，总经理仍由欧新功先生继续出任，欧新功先生曾任中国科学院广州地球化学研究所博士后、副研究员，澳大利亚澳华黄金有限公司中国勘探与商务高级经理，加拿大埃拉多黄金公司中国区商务经理、勘探高级经理，银泰黄金股份有限公司高级工程师、总工程师、董事，对公司现有矿产资源有长期全面深入的理解和管理。2位副总经理在公司也有多年管理经验。整体来看，更新后的管理层学历较高，行业经验丰富。

表1: 公司管理层基本情况

姓名	职务	任职日期	学历	个人简历
刘钦	董事长, 董事	2023/8/14	博士	国家“百千万”人才，有突出贡献的中青年专家，享受国务院政府特殊津贴，中国博士后科学基金会专家，中国安全生产协会第一届专家委员会专家。曾任山东黄金矿业股份有限公司副总经理、海外矿业事业部总裁、党委书记。现任山东黄金集团有限公司党委委员，山东黄金矿业股份有限公司副董事长、总经理，山东黄金矿业股份有限公司矿业管理分公司党委书记、负责人，银泰黄金股份有限公司董事长。
汪仁建	副董事长, 董事	2023/8/14		正高级工程师。曾任山东黄金矿业股份有限公司新城金矿党委委员、安全总监、副矿长，山东黄金金创集团有限公司常务副总经理、总经理、董事长、党委书记。现任山东黄金（北京）产业投资有限公司党委书记、董事长，银泰黄金股份有限公司副董事长
欧新功	总经理	2019/9/16	博士	曾任中国科学院广州地球化学研究所博士后、副研究员，澳大利亚澳华黄金有限公司中国勘探与商务高级经理，加拿大埃拉多黄金公司中国区商务经理、勘探高级经理，银泰黄金股份有限公司高级工程师、总工程师、董事。现任银泰黄金股份有限公司总经理
张天航	副总经理	2021/3/29	硕士	2011年5月至2015年10月，任加拿大塞尔温矿业公司采矿工程师，2015年10月至2016年10月，任埃拉多黄金公司高级采矿工程师，2016年11月至2021年3月，任青海大柴旦矿业有限公司总工程师、副总经理，2021年3月至今任银泰黄金股份有限公司副总经理。
郭斌	副总经理	2018/4/26	硕士	拥有保荐代表人资格。曾任职于国海证券、太平洋证券及国都证券投行部，担任投行部副总经理及董事总经理等职务。2017年3月至2018年4月，担任银泰黄金股份有限公司投资总监兼银泰盛鸿供应链管理集团有限公司总经理。2018年4月至今任银泰黄金股份有限公司副总经理。
张于	财务总监	2023/8/14	硕士	高级会计师，具备证券、基金及董事会秘书任职资格。曾任山东黄金集团有限公司财务部预算主管，山东黄金（北京）产业投资有限公司财务部经理，山金设计咨询有限公司财务总监兼山东黄金高级技工学校财务总监。现任银泰黄金股份有限公司董事、财务总监
张肖	董事会秘书	2023/11/14	本科	中国注册会计师协会非执业会员。曾任山东黄金集团有限公司全面深化改革办公室副主任，山东黄金矿业股份有限公司资本运营部副部长、董事会办公室副主任。现任银泰黄金股份有限公司董事、代理董事会秘书

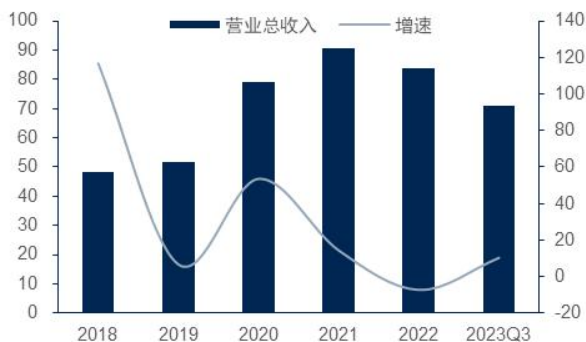
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 经营业绩稳中向好

近年来，公司生产整体平稳，黄金产量由6吨提升至7吨左右。2022年，公司完成黄金产量7.06吨，实现营业收入83.82亿元，同比下降7.29%，实现归母净利润11.24亿元，同比下降11.69%。主要因吉林板庙子受疫情影响停产；青海大柴旦对磨机筒体进行更换并调试；玉龙矿业受北京冬奥会、冬残奥会影响，无法采购炸药，导致矿产资源生产进度受到影响，金、银销售量较上年同期减少，叠加原材料价格上涨，生产成本上升影响，业绩有所下滑。

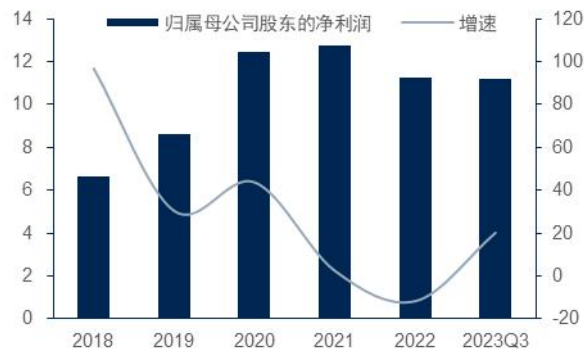
2023年前三季度，受益金价上涨，公司业绩增长，实现营业收入70.95亿元，同比增长10.30%，实现归母净利润11.18亿元，同比增长20.24%。三季度，公司控股股东完成变更，业绩平稳，费用管控优秀，单季实现归母净利润3.84亿元。

图4: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



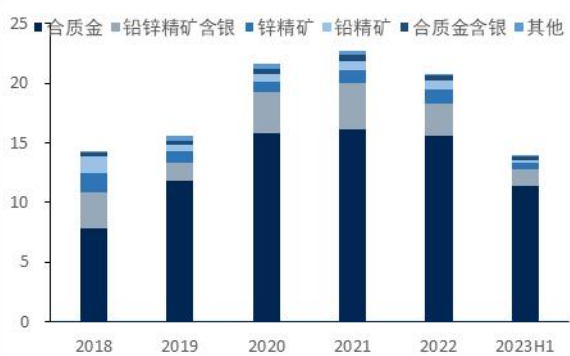
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



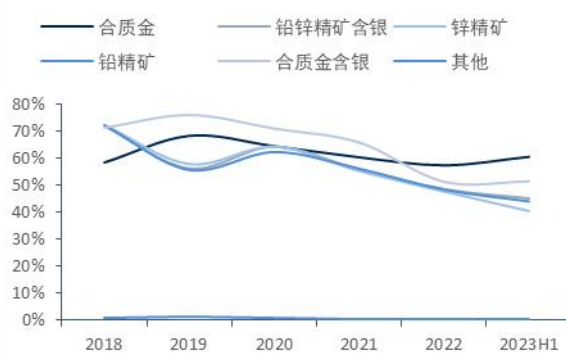
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图6: 分产品毛利情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图7: 分产品毛利率 (%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 矿山资源优质，发展潜力巨大

**矿产资源优质，成本优势突出。**公司聚焦贵金属和有色金属矿采选业务，拥有五家矿山企业，分别为铅锌银多金属矿山玉龙矿业，金矿矿山黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿，其中华盛金矿为停产待恢复矿山，其余为在产矿山。截至2022年，公司合计总资源量(含地表存矿)矿石量1.01亿吨，金金属量173.9吨，银金属量6921.2吨，铅+锌金属量166.71万吨，铜金属量6.35万吨，锡金属量1.82万吨，包含5个金矿采矿权、9个金矿探矿权、2个银铅锌矿采矿权、6个银铅锌矿探矿权。公司旗下贵金属矿山均为大型且品位较高的矿山，凭借资源优势以及先进的生产管理水平，公司盈利能力行业居前。随着现有资源挖潜，公司具备较大的发展潜力。



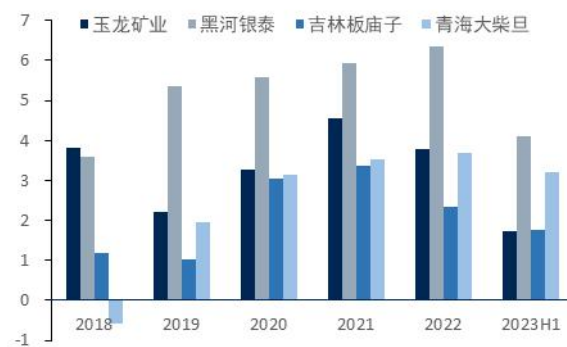
**表2: 公司资源储量情况**

矿山名称	持股比例	矿石资源量, 万吨	金资源量, 吨	银金属量, 吨	铅+锌金属量, 万吨	铜金属量, 万吨	锡金属量, 万吨
玉龙矿业	76.67%	5,385.68	0.15	6,832.49	166.71	6.35	1.82
青海大柴旦	90%	1,768.81	72.80				
吉林板庙子	95%	540.50	20.59				
黑河银泰	100%	127.68	9.69	88.71			
华盛金矿	60%	2,322.50	70.67				
<b>合计</b>		<b>10,145.17</b>	<b>173.90</b>	<b>6,921.20</b>	<b>166.71</b>	<b>6.35</b>	<b>1.82</b>

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图8: 子公司营业收入情况 (亿元)**


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

**图9: 子公司净利润情况 (亿元)**


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 青海大柴旦: 积极推进采矿权办理, 增长前景广阔

青海大柴旦位于青海省滩间山贵金属有色金属矿重点成矿区, 成矿条件优越, 属于国内大型黄金矿山。截至 2022 年末, 保有资源量矿石量 1637.37 万吨, 金金属量 65.95 吨。另有堆存矿石量 131.44 万吨, 金金属量 6.85 吨。2022 年, 实现营业收入 8.17 亿元, 净利润 3.7 亿元。

**矿山建设高标准。**青海大柴旦的历史可追溯至 1989 年, 由青海省第一地质大队在区域地质调查时发现。1993 年, 青海省海西州大柴旦行委与青海地质一大队联合组建企业共同开发滩间山金矿。2000 年, 澳大利亚中国矿业国际有限公司与滩间山金矿成立合资公司大柴旦矿业有限公司。2003 年, 中矿公司将拥有的股权转让给加拿大阿富勒矿业公司。2005 年, 加拿大埃尔拉多黄金公司成功收购公司 85% 的股份, 并于 2007 年正式开启商业化生产。2016 年, 埃尔拉多退出中国市场, 青海大柴旦被银泰黄金收购。青海大柴旦金矿是我国首家中外合作的黄金矿山, 从设计到建设、运营完全按照国际化标准进行, 引进了海外现代化管理机制, 先进的采、选矿技术和设备, 矿山数字化管理水平和安全环保管理水平均处于国内领先水平。

**增储扩产前景广阔。**青海大柴旦目前拥有采矿权 2 个, 探矿权 7 个, 矿权面积广阔, 并且在采矿权周边有多处物化探异常, 找矿潜力巨大。公司在相关矿区内持续大额勘探投入, 近年来黄金保有资源量不断提升, 由 2017 年 45 吨提升至 2022 年 73 吨。目前, 公司正在积极推进青龙沟金矿采矿权证(扩大矿区范围)、细晶沟金矿(新立)采矿权证的审查办理, 预计“探转采”完成后, 细晶沟金矿、青

龙沟金矿的产能将分别为 60 万吨/年、80 万吨/年，未来黄金产量有望得到进一步提升。

表3: 青海大柴旦采矿权和探矿权情况

	项目名称	生产规模	开采方式	有效期
采矿权	青海大柴旦矿业有限公司青龙沟金矿	40	露天/地下开采	2023/01/05—2028/09/05
	青海大柴旦矿业有限公司滩间山金矿	60	露天开采	2011/06/17—2023/06/17
探矿权	青海省大柴旦镇青龙沟金矿深部（3300 米以下）普查			2022/03/17—2027/03/16
	青海省大柴旦镇青山金矿详查			2021/08/19—2026/06/23
	青海省大柴旦镇金龙沟金矿详查			2021/09/06—2026/06/19
	青海省大柴旦镇金龙沟金矿外围详查			2022/02/17—2026/06/19
	青海省大柴旦镇细晶沟金矿外围详查			2021/08/19—2025/10/15
	青海省大柴旦镇青龙山金矿详查			2021/03/22—2025/10/15
	青海省大柴旦镇细晶沟金矿详查			2021/03/22—2025/10/15

资料来源：青海省自然资源厅，国信证券经济研究所整理

图10: 各矿山勘探投资（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 各矿山保有黄金资源量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 黑河银泰：高品位金矿，盈利能力强

黑河银泰位于黑龙江省黑河市逊克县，银泰黄金持有 100% 股权，是国家级绿色矿山。1998 年 4 月，黑龙江省有色金属地质勘查 707 队，发现 1-4 号等 4 条岩金矿体；1999 年发现 5-9 号 5 条矿体，揭开了该区找矿的序幕。2007 年勘查 707 队和洛克香港签订合资合同，设立黑河洛克，合作开发东安金矿。其后实际控制人从李国成转为澳华黄金、再转为埃尔拉多，直到 2016 年转为上海盛蔚。其后几年东安金矿建设提速，2017 年收到采矿许可证，并于 10 月正式试车投产。截至 2022 年末，保有资源量矿石量 106.27 万吨，金金属量 8.99 吨，银金属量 72.39 吨。另有存货矿石量 21.41 万吨，金金属量 0.70 吨，银金属量 16.32 吨。

**高品位，高盈利能力。**黑河银泰东安金矿矿区位于小兴安岭北段，具备处理能力 1250 吨/日，是少有的高品位、浅埋藏低温热液型金矿，2018 年平均金入选品位曾高达 15.38 克/吨。优秀的自然禀赋成就了黑河银泰优秀的盈利能力，近年来净利率保持在 50% 左右，2022 年实现净利润 6.35 亿元，净利率 49.53%，是公司最重要的利润来源。但随着品位下降，黑河银泰成本有所上升。

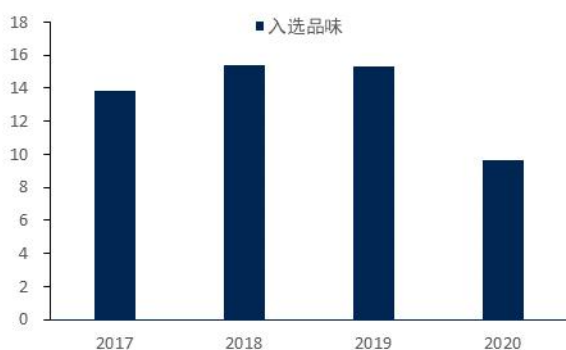
**资源接续工作稳步推进。**2023年3月23日，黑河银泰与黑龙江省第七地质勘查院签署了《探矿权转让合同》，黑河银泰受让黑龙江省第七地质勘查院持有的黑龙江省逊克县东安岩金矿床5号矿体外围详查探矿权。有效期至2025年8月2日，转让金额1.63亿元。以5号矿体南北延伸区域为主的外围及深部增储可能性较大，受让该探矿权将有利于提升公司资源储备，保证黑河银泰的资源接续。

表4: 黑河银泰采矿权和探矿权情况

	项目名称	生产规模	开采方式	有效期
采矿权	黑河银泰矿业开发有限责任公司东安金矿	37.5	露天/地下开采	2016/05/18—2033/05/18
探矿权	黑龙江省逊克县东安岩金矿床5号矿体外围详查			2020/08/02—2025/08/02

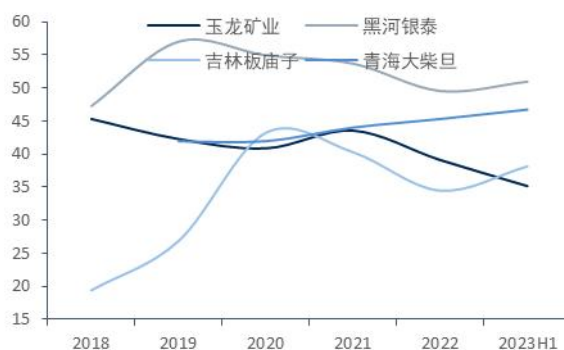
资料来源：黑龙江省自然资源厅、公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 平均金入选品位（克/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 各子公司净利率水平（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 吉林板庙子：探采平衡，稳步发展

吉林板庙子位于吉林省白山市浑江区板石街道吊水壶三队，是国家级绿色矿山，拥有金英金矿采矿权。1998年吉林省通化地质矿产勘查开发院在进行松花石砚普查时发现板庙子金矿，之后陆续开展金矿勘查工作，2003年探矿权人与澳华黄金组建吉林板庙子公司，2008年4月首次设立采矿权，2009年开始开采，设计采矿规模66万吨/年。截至2022年末，吉林板庙子保有资源量为矿石量540.5万吨，金金属量20.59吨。

**探采平衡，生产稳健。**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，具有良好的可持续经营能力。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。2022年实现营业收入6.82亿元，净利润2.35亿元。

表5: 吉林板庙子采矿权和探矿权情况

	项目名称	生产规模	开采方式	有效期
采矿权	吉林板庙子矿业有限公司金英金矿	80	地下开采	2021/04/13—2025/12/13
探矿权	吉林省白山市板庙子金矿详查（保留）			2022/04/26—2024/04/26

资料来源：吉林省自然资源厅、公司公告，国信证券经济研究所整理

## 华盛金矿：资源优质，潜力巨大

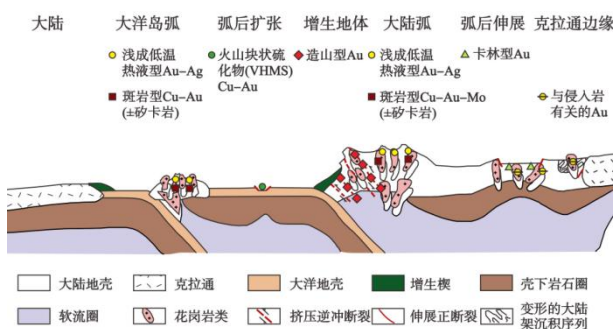
芒市华盛金矿位于云南省德宏州芒市三台乡，距离中缅边境 22 公里，目前拥有采矿权面积 0.6338 平方公里，采矿权内有果园、麦窝坝两个矿段。2015 年，华盛金矿委托北京斯罗柯资源技术有限公司编制了《中国云南省芒市金矿项目独立技术报告》，该报告估算麦窝坝矿段类卡林型金矿矿石资源量总量 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04 克/吨。2021 年 9 月，公司以自有资金 10.37 亿收购了云南芒市华盛金矿 60% 股权，成为其控股股东。

芒市金矿采矿权首次设立时间为 1995 年，采矿权人为核工业 209 芒市金矿，后改制为芒市华盛金矿开发有限公司。2010 年芒市金矿在麦窝坝矿段红土型金矿下部发现了隐伏的类卡林型金矿。2013 年，原地表红土型金矿已基本采完；2014 年，华盛金矿引入广深投资公司合作开发芒市金矿。2016 年，因股东资金问题，华盛金矿基本处于停产状态，一直持续至今。

**找矿前景巨大。**芒市华盛金矿属于国内稀有的类卡林型大型金矿，找矿潜力巨大。在世界范围的金矿找矿实践中，造山型、斑岩型、浅成低温热液型和卡林型是四种重要的类型。卡林型金矿床产于未经受区域变质作用的碳酸盐岩、细碎屑岩和硅质岩中，贱金属含量低，金呈微细浸染状分布的中低温热液型金矿床，具有成群、成带产出的特征。我国西南缘（滇桂黔）发现的一批卡林型金矿床，使“西南金三角”出具雏形，显示出寻找卡林型金矿床的巨大潜力和良好前景。

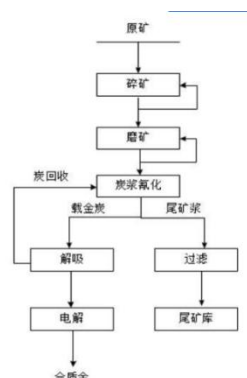
**静候矿山建成投产。**华盛金矿采用露天开采，生产工艺简单，开采成本也比较低，具备快速复产条件。银泰黄金的入主也有效解决了此前存在的资金问题。项目受到当地政府高度重视，2023 年德宏州政府工作报告中提出加快芒市华盛金矿早日建成投产。目前，矿山证载生产规模 10 万吨/年，正在申请变更生产规模扩大为 120 万吨/年。芒市项目正按照最新矿业政策要求，开展资源储量评审备案工作，同时平行推进属地资源整合，进一步挖掘项目开发潜力。

图14: 主要类型金矿床产出的大地构造位置示意图



资料来源：《3种主要类型金矿床成矿特征、成矿条件及找矿意义》，国信证券经济研究所整理<sup>1</sup>

图15: 生产工艺示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 玉龙矿业：铅锌银多金属矿，多元公司产品

玉龙矿业位于内蒙古锡林郭勒盟西乌珠穆沁旗巴彦花镇，是目前国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一，主要产品为铅精粉（含银）和锌精粉（含银）。公司持有玉龙矿业 76.67% 股权，少数股东为内蒙古地质矿产（集团）有限责任公司和内蒙古第十地质矿产勘查开发有限责任公司。

**成矿条件优秀。**玉龙矿业地处大兴安岭有色金属成矿带和华北地块北缘多金属成矿带，该地带蕴藏着丰富的有色金属资源，具备产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件，多家大型矿业企业在这一地区均有布局，是国内外瞩目的寻找大型、特大型乃至世界级有色金属矿床重点地区。玉龙矿业拥有 6 宗银铅锌矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 42.84 平方公里，找矿潜力巨大。截至 2022 年末，玉龙矿业采矿权和探矿权合计保有资源量矿石量 5385.68 万吨，银金属量 6832.49 吨，铅金属量 60.85 万吨，锌金属量 105.86 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨，伴生金 152 千克。

2023 年末，公司敖包特矿区 1118 高地锌多金属矿补充勘探报告通过评审备案，相比 2020 年版新增（共生+伴生）矿石资源量 1572.8 万吨，其中银金属量 1328.55 吨，铅金属量 10.62 万吨，锌金属量 22.5 万吨，铜金属量 5.73 万吨，锡金属量 0.92 万吨。资源储量备案完成标志着玉龙矿业外围探矿增储工作取得阶段性成果，下一步公司将积极推进探转采手续的办理。

<sup>1</sup> 王义天、刘俊辰、毛景文，《3种主要类型金矿床成矿特征、成矿条件及找矿意义》，黄金地质，2020年，第9期/第41卷:12-21



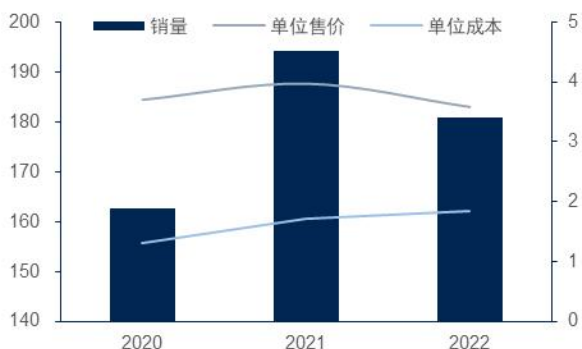
表6: 玉龙矿业采矿权和探矿权情况

	项目名称	生产规模	开采方式	有效期
采矿权	内蒙古玉龙矿业股份有限公司西乌珠穆沁旗敖包特银铅矿	100	地下开采	2012/11/11—2037/11/11
	内蒙古玉龙矿业股份有限公司西乌珠穆沁旗敖包特山矿段	25	地下开采	
探矿权	内蒙古自治区西乌珠穆沁旗敖包特银铅矿 400m 标高以下二区深部普查			2022/05/18—2027/05/17
	内蒙古自治区西乌珠穆沁旗敖包特银铅矿 400m 标高以下一区深部普查			2022/05/18—2027/05/17
	内蒙古自治区西乌珠穆沁旗 1118 高地铅锌矿勘探			2022/11/09—2024/11/08
	内蒙古自治区西乌珠穆沁旗敖包特银铅矿外围 (II) 区勘探			2022/11/09—2024/11/08
	内蒙古自治区西乌珠穆沁旗敖包特 1038 高地铅锌矿勘探			2022/01/21—2024/01/20
	内蒙古自治区西乌珠穆沁旗敖包特南山铅锌矿勘探			2022/01/21—2024/01/20

资料来源: 内蒙古自治区自然资源厅、公司公告, 国信证券经济研究所整理

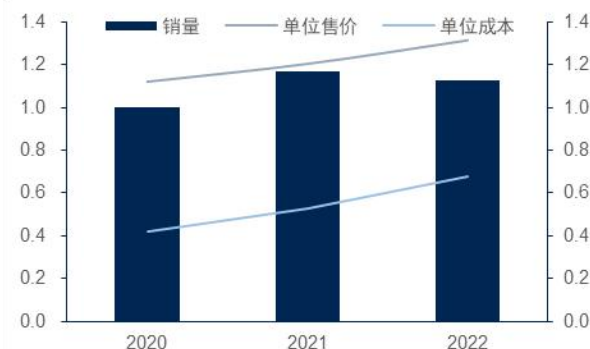
**盈利能力较强。**矿山距离最近的铅锌冶炼厂不足 100 公里, 运输方便, 且矿山生产的铅精矿贵金属含量较高, 易于销售。2022 年, 玉龙矿业 3000 吨/日新选厂正式运营, 处理量提升至 5000 吨/日, 进一步加强公司运营能力。2022 年, 玉龙矿业生产矿产银 172.0 吨, 铅精粉 1.18 万吨, 锌精粉 1.77 万吨, 实现营业收入 9.67 亿元, 净利润 3.78 亿元。

图16: 银泰黄金矿产银销量及单位成本 (吨, 元/克)



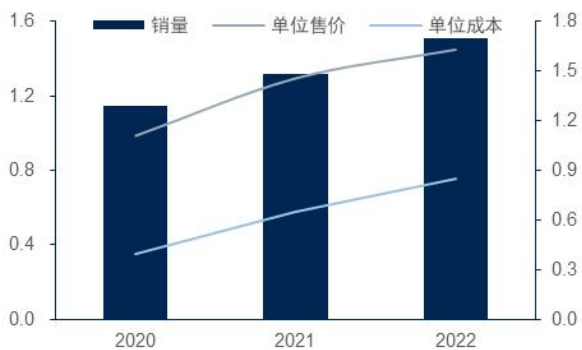
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司铅精粉销量及单位成本 (万吨, 万元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司锌精粉销量及单位成本 (万吨, 万元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 玉龙矿业近景



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 盈利能力突出，融资空间充足

公司主营业务为贵金属和有色金属矿采选业务，核心产品为合质金，我们选取山东黄金、中金黄金、赤峰黄金 3 家企业作为可比公司。

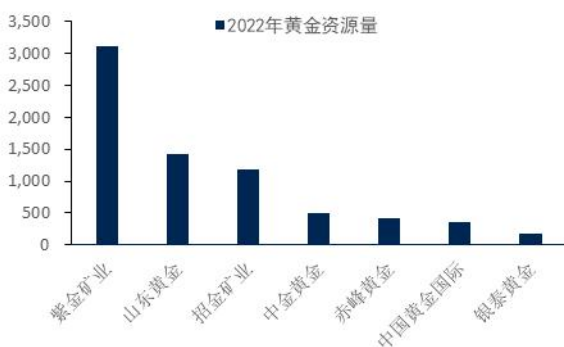
银泰黄金（000975.SZ）主营业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易。截至 2022 年底，公司保有金金属量 173.9 吨，银金属量 6921.2 吨。2022 年，公司生产合质金 7.06 吨。未来青海大柴旦探转采项目推进以及华盛金矿生产规模变更及复产项目有望提升公司产量。公司 2025 年矿产金产量目标为 12 吨，2030 年矿产金产量目标为 28 吨。

山东黄金（600547.SH）主营业务为黄金开采、选冶，业务高度集中于黄金。截至 2022 年底，公司保有黄金资源量 1431.40 吨，黄金储量 565.18 吨。2022 年，公司生产矿产金 38.67 吨。2023 年，公司黄金产量目标为不低于 39.64 吨。未来几年，焦家矿区金矿资源开发工程、三山岛金矿矿产资源开发利用（扩界扩能）工程、卡帝诺金矿露天开采项目的推进有望带动公司黄金产量大幅增长。

中金黄金（600489.SH）主营业务包括矿山和冶炼，核心产品为黄金，其他产品主要包括铜、钼、白银和硫酸等。截至 2022 年底，公司保有资源储量金金属量 507.3 吨，铜金属量 226 万吨，钼金属量 46.96 万吨。2022 年，公司生产矿产金 19.93 吨，矿山铜 7.93 万吨。2023 年公司计划生产矿产金 19.37 吨，矿山铜 7.64 万吨。目前，纱岭金矿建设项目有序推进，项目建成后可形成年 10 吨黄金产量，未来集团优质资产注入有望助力公司黄金产量增长。

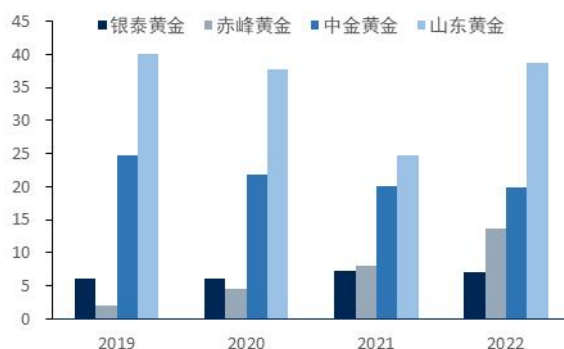
赤峰黄金（600988.SH）主要业务为黄金、有色金属采选，近年来大力推进国际战略布局。截至 2022 年底，公司保有资源储量金金属量 424 吨，全相稀土资源 3.2 万吨。2022 年，公司生产矿产金 13.57 吨，电解铜 0.64 万吨。2023 年公司重点关注降本控费，矿产金产量计划不低于 14.6 吨。随着万象矿业 Discovery 采区地下开采项目，金星瓦萨 242 和 B-Shoot 南延区新的井下采区的开拓，公司产量存在提升空间。

图20: 各公司黄金资源储量情况（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 各公司黄金产量变化（吨）



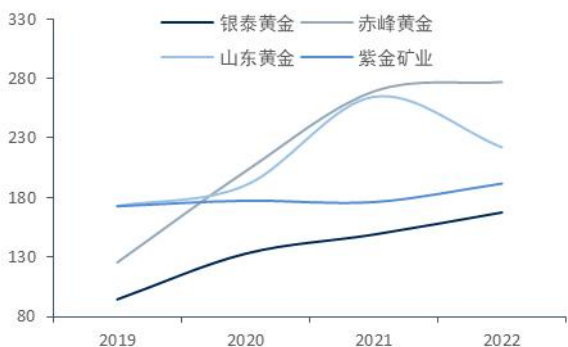
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 克金成本优势明显

资源优势突出。公司资源体量虽然尚未进入头部序列，但凭借优质的资源禀赋，

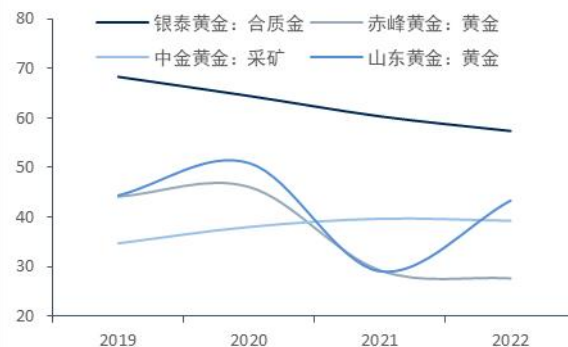
克金成本优势突出，盈利能力居前。近年来，受原材料价格上涨以及入选品位等因素影响，公司合并摊销后克金成本有所上涨，但 2022 年仍仅为 167.54 元/克，毛利率达 57.37%，明显优于可比公司。

图22: 各公司克金成本变化 (元/克)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 各公司矿产金或采矿业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 各公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图25: 各公司 ROE 水平 (%)

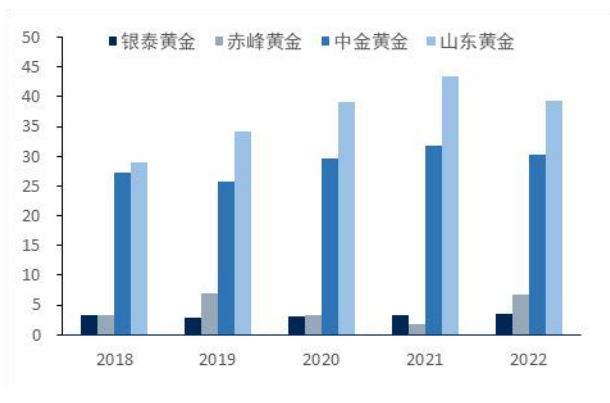


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

### 期间费用体量较小

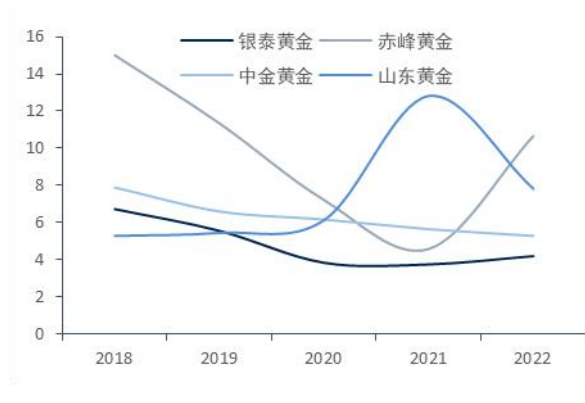
2022 年公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.03 亿元、3.11 亿元、0.38 亿元，营业收入占比分别为 0.04%、3.71%、0.46%，在可比公司内均处于较低水平。管理费用方面，2022 年略有提升，主要因停工损失增加，但因公司员工数远低于可比公司，工资及福利费用总额明显低于可比公司，人均创利远高于可比公司。财务费用方面，公司资产负债率底，利息支出远低于可比公司。

图26: 各公司期间费用情况 (亿元)



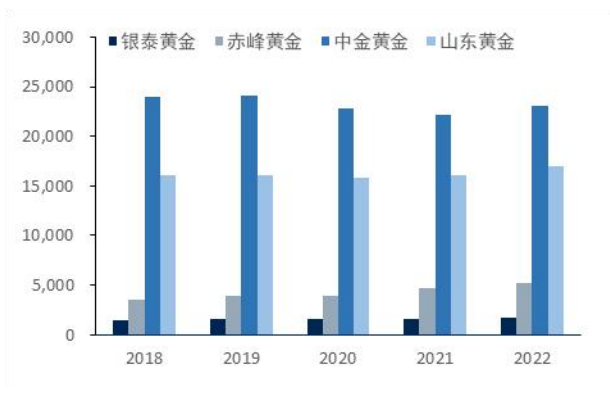
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图27: 各公司期间费用占比 (%)



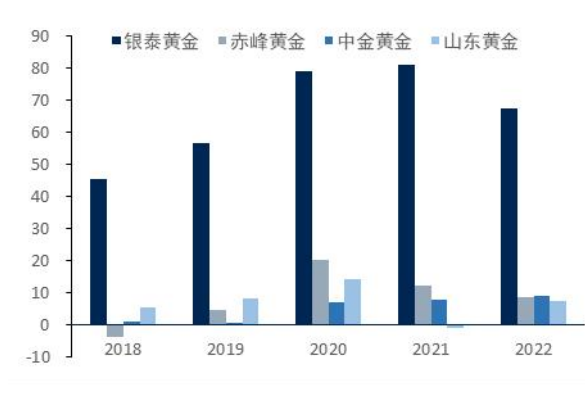
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图28: 各公司员工人数 (人)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图29: 各公司人均创利 (万元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 资产负债率水平低

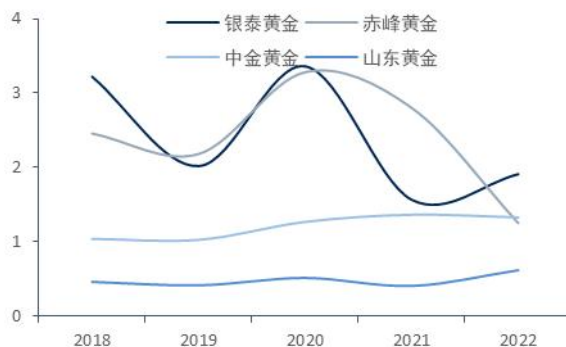
2023 年三季度末, 公司资产负债率仅为 17.58%, 在行业中处于非常低的水平, 在较为丰厚的盈利背景下, 公司流动负债下降, 资产负债率较 2022 年底再降 3.99 个百分点。较低的负债率使得公司有较强的融资空间。公司偿债能力强, 2022 年流动比率为 1.91, 速动比率 1.44, 在可比公司内处于较高水平。

图30: 各公司资产负债率 (%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图31: 各公司流动比率 (亿元)



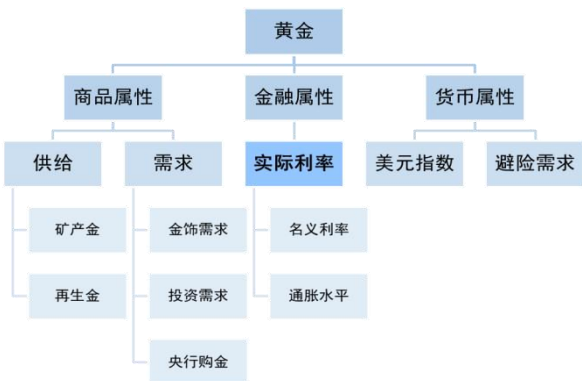
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 实际利率回落，看好黄金中长期走势

### 黄金价格分析框架

黄金拥有商品属性、金融属性及货币属性，兼具抗通胀功能和避险功能，在大类资产配置中还可提供分散化价值。自布雷顿森林体系瓦解以后，黄金价格不再与美元直接挂钩，不同于大宗商品价格主要受供需影响，其走势在商品属性之外，还受到货币政策、通胀水平、避险需求等多种因素综合影响，在不同时期主导黄金价格走势的因素各不相同。

图32: 黄金分析框架



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图33: 黄金价格走势 (美元/盎司)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

自 20 世纪 70 年代初，布雷顿森林货币体系瓦解后，贵金属价格经历了三轮大涨。20 世纪 70 年代，经济滞胀背景下，黄金迎来了长达十年的牛市，价格最高升至 850 美元/盎司。21 世纪初，流动性泛滥，叠加经济危机等因素刺激，黄金再度迎来十年牛市，价格从 2001 年 4 月的 256 美元/盎司升至最高 2011 年 9 月的 1895 美元/盎司，上涨 640%。2016 年来，贵金属价格企稳上升，随着 2018 年底美国经济见顶、疫情后全球流动性宽松以及多国央行大幅增加黄金储备，价格再度上涨。近期，黄金价格保持在 2000 美元/盎司左右，处于历史较高水平。



**黄金价格与实际利率呈现负相关关系。**区别于大宗商品，黄金本质上来说是金属货币，价格波动不单纯受供需关系影响。在美元与黄金脱钩后，黄金已不再直接发挥货币职能，但仍具有强烈的货币属性，其涨跌体现出与信用货币的地位博弈。从黄金的金融属性出发，其定价逻辑可简化理解为名义利率与通胀的相对运行节奏变化。在美元为主导的国际货币体系下，黄金不生息，而美国国债有息，美债收益率下跌会提升黄金吸引力。同时黄金是抗通胀的，而美元会随通胀贬值，高通胀预期会提升黄金吸引力。实际利率=名义利率-通胀预期，从历史数据来看，黄金价格也通常呈现出与美元实际利率的负相关关系。

## 降息预期不断走强

**2023 年黄金资产收益突出。**年初以来，黄金价格走势一波三折，随着经济数据及预期变化不断调整。4 月受海外银行风险事件催化，伦敦现货黄金最高升至 2048.5 美元/盎司，创历史新高。高利率环境对市场的负面影响显现，考虑到加息对实体经济的滞后影响，市场担忧情绪升温，一度认为 6 月大概率停止加息，7 月开启降息。但随着美国各项经济数据公布，市场信心回暖，叠加美联储鹰派讲话，降息节奏预期放缓。随着经济预期边际改善以及财政赤字扩张，长端利率加速上行，美元走强，对黄金形成压制。但另一方面，各国央行持续增储，再叠加地缘政治风险因素推升黄金价格。双方向博弈下，金价宽幅震荡，全年均价为 1939 美元/盎司，同比上涨 7.7%。而因中美周期错位，沪金受汇率等因素影响，表现相对强势，全年均价为 450 元/克，同比上涨 14.7%。

美联储委员会力求在长期内实现最大就业和 2% 的通货膨胀率，而决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据影响。

**从就业市场来看，目前仍保有韧性。**美国 11 月失业率低于预期，降至 3.7%，预期 3.9%，前值 3.9%；劳动参与率小幅上升为 62.8%，预期 62.7%，前值 62.7%；非农就业人口增加为 19.9 万人，预期 18.3 万人，前值 15 万人，但今年就业人数新增多次出现下修。同时，职位空缺数从 22 年 3 月开始震荡回落，表明需求层面持续降温。

图34：非农就业人数及职位空缺数（百万人）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图35：美国失业率为与劳动参与率（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**从通胀情况来看，通胀虽然仍处高位，但过去一年已经有所放缓。**11 月核心 CPI 同比 4%，预期 4%，前值 4%；CPI 同比 3.1%，预期 3.1%，前值 3.2%；核心 PCE 物价指数同比 3.2%，预期 3.3%，前值 3.5%（修正 3.4%）。能源价格下跌贡献较大，

需求不佳对价格形成拖累，市场对于供给侧扰动的担忧有所减弱。住房服务通胀已从峰值放缓，对利率敏感的房地产行业在去年就出现弱化，而因租赁周转缓慢等原因，租金变化滞后给今年的住房通胀带来了下行动力。此外，工资增长放缓有助于不包括住房在内的服务业通胀降速。

图36: CPI 变化 (%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

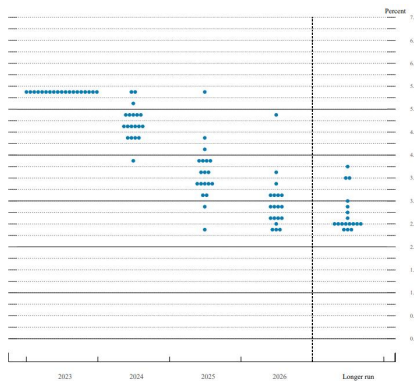
图37: 住所 CPI 与房价变化 (%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

**美联储释放鸽派信号。**12月联邦基金目标利率保持5.25-5.5%，符合市场预期。但对通胀问题表述出现变化，由通货膨胀率仍然居高不下变为过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。并且点阵图显示过半官员预计明年至少降息三次，释放鸽派转向信号。叠加基本面数据变化，目前CME3月降息概率提升至82.9%，5月提升至99.3%。**紧缩周期或已接近尾声，美债利率回落对黄金价格形成支撑。**

图38: 美联储点阵图



资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理

图39: CME 利率预测 (12月27日)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	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%	14.5%	85.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.6%	71.3%	17.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.1%	68.8%	19.4%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.4%	64.2%	17.7%	0.7%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	15.0%	59.9%	21.9%	2.2%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	13.6%	55.4%	25.7%	4.2%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.5%	8.6%	39.0%	37.3%	12.6%	1.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	7.0%	33.0%	37.7%	17.5%	3.9%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 国信证券经济研究所整理

### 央行购金需求不容忽视

**黄金行业供给平稳。**世界黄金协会数据显示，黄金地上存量约为20.9万吨，其中官方部门占3.6万吨，金饰占9.6万吨，金条与金币占4.7万吨，其他占3.1万吨，另外地下储藏量约为5.2万吨。黄金供应主要包括矿产金和回收金，波动较小。2022年全球黄金供应量为4752吨，其中金矿产量为3625吨。可以看到2010年来，全球黄金年供应量保持在4300-4900吨水平，波动较小。

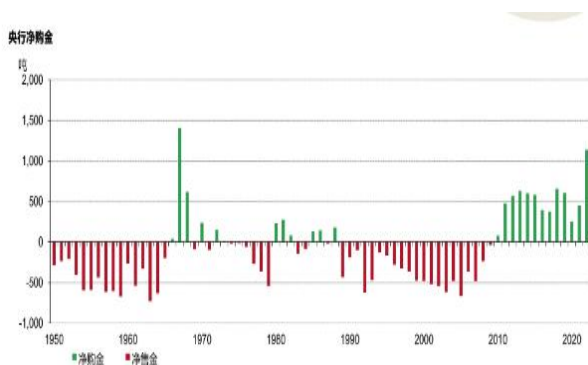
黄金需求主要包括金饰制造、科技、投资和官方部门，与大宗商品不同，价格上涨并不会抑制需求。同时，在黄金各类需求中，投资需求和央行购金波动较大，对黄金价格的影响也相对显著。

央行黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平，作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。为应对逆全球化发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。

**央行购金大幅提升。**世界黄金协会数据显示，2022年全球央行购金大幅提升至1082吨，土耳其、中国、印度、卡塔尔、乌兹别克斯坦等央行购金量尤为突出。2023年，央行购金需求延续高景气，前三季度累计购金量达799.6万吨，中国、新加坡、波兰等央行黄金储量增长居前，成为黄金需求强劲的支撑点。截至2023年11月，中国人民银行已连续13个月增储黄金，黄金储备达到2226吨，较去年11月增加278吨，但黄金储备占我国官方储备资产比重仍仅有4.3%。从中长期角度来看，地缘因素复杂，各国央行购金对金价形成向上推力。

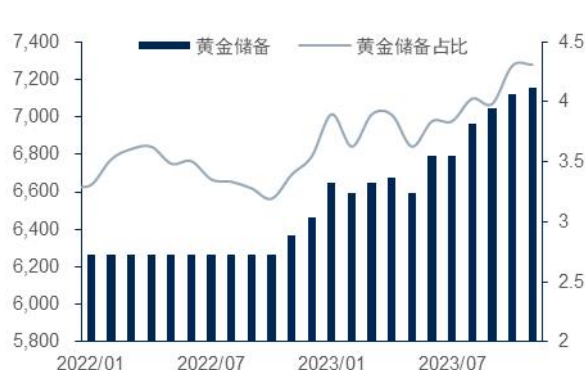
**从历史情况来看，全球黄金储备的变化对黄金价格有影响。**20世纪90年代，各国中央银行日渐独立以及日益市场化，更加强调储备资产组合的收益，在这种背景下，没有利息收入的黄金地位有所下降，部分中央银行减少了黄金储备1999年比1980年的黄金储备量减少了10%，主要国家抛售黄金是导致黄金价格长期处于低迷状态的原因之一。1999年欧洲主要央行签署了中央银行黄金协议，限制了签署国在任何一年内可以集体出售的黄金数量，此后又分别于2004年、2009年和2014年签署了三次，同时新兴市场的黄金配置需求也在持续提升，央行净售金量不断收敛，直到2010年转为净购金，对应对黄金价格的拖累不断减弱。近年来，随着央行购金的大幅提升，在强加息的背景下，黄金价格保持坚挺。

图40: 全球央行购金情况 (吨)



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

图41: 中国官方黄金储备情况 (万盎司, %)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**产销量：**

近年来，公司生产整体平稳，黄金产量由 6 吨提升至 7 吨左右，2022 年公司完成黄金产量 7.06 吨，白银产量 190.74 吨。公司资源优质，贵金属产量存在提升空间。青海大柴旦、玉龙矿业“探转采”工作以及华盛金矿扩证、复产项目的推进，均可提升公司贵金属产销量。并且大股东变更后，公司也提出了具有挑战性的战略目标，十四五末矿产金产量 12 吨，2026 年末矿产金产量 15 吨。我们假设 2023/24/25 年，公司矿产金销量分别为 7.5/7.8/10.0 吨；白银销量分别为 190/200/210 吨。

**黄金价格：**

短期来看，12 月联邦基金目标利率保持 5.25-5.5%，符合市场预期。对通胀问题表述由通货膨胀率仍然居高不下变为过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。点阵图显示过半官员预计明年至少降息三次，释放鸽派转向信号。美债利率回落有望对黄金形成正向推力。同时，从历史情况来看，2000 年后黄金在加息末期价格普遍上涨，有助于黄金股业绩修复。从中长期角度来看，为应对逆全球化发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。央行强劲的购金需求成为价格向上推力。我们假设 2023/24/25 年，黄金均价为 450/457/468 元/克。

**克金销售成本：**

公司资源禀赋优质，克金成本优势突出，2020、2021 年分别为 133、149 元/克，2022 年来受原材料价格上涨、阶段性停产以及入选品位等因素影响，公司合并摊销后克金成本有所上涨，但仍仅为 167.54 元/克。华盛金矿预计采用露天开采，潜在单位成本很低，预期未来随着该矿投产，公司克金成本存在向下空间。我们假设 2023/24/25 年，克金成本为 159/158/153 元/克。

表7：公司业务假设

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>黄金业务</b>						
销售	吨	7.1	6.9	7.5	7.8	10.0
售价	元/克	375	393	450	457	468
成本	元/克	149	168	159	158	153
<b>白银业务</b>						
销售	吨	194	181	190	200	210
售价	元/克	4.0	3.6	4.1	4.5	4.5
成本	元/克	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

**期间费用：**

近年来公司经营稳健，我们假设未来几年销售费用比例维持现状，销售费用率保持 0.04%；管理费用中停工损失降低，其他各项保持优化，叠加贸易收入增加，管理费用率下降，2023/24/25 年分别为 3.7%/3.4%/3.0%。

**未来 3 年业绩预测**

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年营业收入分别为 96.0/104.5/121.7 亿元，同比增长 14.5%/8.8%/16.5%；归属母公司净利润 15.9/17.0/21.9 亿元，



年增速分别为 41.7%/6.6%/28.8%。每股收益分别为 0.57/0.61/0.79 元。

表8: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8382	9601	10445	12169
营业成本	6302	6828	7383	8249
销售费用	3	4	4	5
管理费用	311	356	360	365
研发费用	0	0	0	0
财务费用	38	26	20	11
营业利润	1616	2296	2549	3373
利润总额	1609	2291	2544	3368
归属于母公司净利润	1124	1593	1699	2189
EPS	0.40	0.57	0.61	0.79
ROE	10.3%	14.2%	14.7%	18.2%

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测的敏感性分析

盈利随黄金价格变化敏感。

悲观假设下, 2023/24/25 年, 黄金价格为 440/430/420 元/克。

表9: 归母净利润随金价变化的敏感性分析 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8382	9526	10238	11689
利润总额	1609	2216	2337	2891
归属于母公司净利润	1124	1541	1561	1879

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

中性假设下, 2023/24/25 年, 黄金价格为 450/457/468 元/克。

表10: 归母净利润随金价变化的敏感性分析 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8382	9601	10445	12169
利润总额	1609	2291	2544	3368
归属于母公司净利润	1124	1593	1699	2189

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

乐观假设下, 2023/24/25 年, 黄金价格为 460/470/480 元/克。

表11: 归母净利润随金价变化的敏感性分析 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8382	9676	10550	12289
利润总额	1609	2366	2648	3488
归属于母公司净利润	1124	1646	1769	2267

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测



## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：18.8–20.9 元

随着资源挖潜，公司黄金产量有望持续提升，带动业绩增长。

估值假设条件见下表：

表12：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	14.35%	-7.29%	14.54%	8.80%	16.50%	10.83%	13.70%	10.00%
营业成本/营业收入	74.90%	75.19%	71.12%	70.69%	67.79%	67.23%	65.72%	66.00%
管理费用/营业收入	2.93%	3.71%	3.70%	3.44%	3.00%	2.56%	2.07%	1.75%
销售费用/销售收入	0.08%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
营业税及附加/营业收入	1.98%	2.12%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%
所得税税率	22.93%	22.67%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
股利分配比率	79.08%	82.48%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所预测

表13：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.94	T	23.00%
无风险利率	2.60%	Ka	8.90%
股票风险溢价	6.70%	有杠杆 Beta	0.96
公司股价（元）	15.00	Ke	9.03%
发行在外股数（百万）	2777	E/(D+E)	97.41%
股票市值(E, 百万元)	41651	D/(D+E)	2.59%
债务总额(D, 百万元)	1109	WACC	8.90%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	0.5%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 18.8–20.9 元。

表14：公司 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
EBIT	2,211.7	2,478.7	3,294.3	3,785.4	4,611.4	5,079.6	5,361.0	5,656.4	
所得税税率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,703.0	1,908.6	2,536.6	2,914.8	3,550.8	3,911.3	4,128.0	4,355.5	
折旧与摊销	991.7	1,028.7	1,062.9	1,096.5	1,129.9	1,163.3	1,196.6	1,229.9	
营运资金的净变动	(7.0)	13.6	6.8	17.9	13.2	33.5	8.6	9.0	
资本性投资	(600.0)	(600.0)	(600.0)	(600.0)	(600.0)	(600.0)	(600.0)	(600.0)	
FCFF	2,087.7	2,351.0	3,006.3	3,429.1	4,093.9	4,508.1	4,733.2	4,994.4	66,431.3
PV(FCFF)	1,917.1	1,982.4	2,327.9	2,438.3	2,673.1	2,703.0	2,606.1	2,525.2	28,323.1
核心企业价值	52,308.7								
减：净债务	(2,576.6)								
股票价值	54,885.4								
每股价值	19.77								

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%
永续 增长 率变 化	0.9%	22.13	21.19	20.32	19.52	18.77
	0.7%	21.78	20.87	20.04	19.26	18.54
	0.5%	21.45	20.58	19.77	19.01	18.31
	0.3%	21.14	20.29	19.51	18.78	18.10
	0.1%	20.84	20.02	19.26	18.56	17.89

资料来源：iFind，国信证券经济研究所分析

### 相对估值：17.0-20.4 元

我们选择主营业务为黄金以及其他有色金属的采选和冶炼的山东黄金、中金黄金、赤峰黄金 3 家黄金企业作为可比公司。相较可比公司，银泰黄金资源储量、年黄金产量相对较小，但凭借相对最低的克金成本，盈利水平较高。可比公司详细情况请见“盈利能力突出，融资空间充足”一节。

综合 3 家可比企业情况，2024 年行业平均 PE 在 25.4 倍。可以看到因为黄金具备金融属性及货币属性，兼具抗通胀功能和避险功能，价格相对其他金属价格稳定性更高，黄金业务相对估值高于其他业务。黄金业务毛利占比高、远期产量增长空间大的公司相对估值越高。公司资源优质，盈利能力突出，历史业绩兑现情况优秀。随着资源挖潜，黄金产量有望持续提升。我们给予公司 2024 年 25-30 倍估值，则对应股价区间 17.0-20.4 元。

表16: 可比公司 2022 年黄金板块业务情况

公司	资源量，吨	矿产金产量，吨	黄金业务营收占比	黄金业务毛利占比
银泰黄金	174	7.1	32.3%	74.8%
山东黄金	1431	38.7	92.9%	95.6%
中金黄金	507	19.9	65.2%	41.4%
赤峰黄金	424	13.6	84.7%	81.7%

资料来源：公司公告、iFind，国信证券经济研究所整理

图42: 公司 PE Band



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

表17: 可比公司估值情况

代码	简称	股价	总市值	EPS (元)				PE				PB	投资评级
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
000975.SZ	银泰黄金	15.00	416.51	0.44	0.61	0.68	0.73	34.34	24.44	22.03	20.61	3.70	买入
同类公司:													
600547.SH	山东黄金	22.87	941.99	0.28	0.46	0.6	0.89	81.68	49.72	38.12	25.70	4.30	买入
600489.SH	中金黄金	9.96	482.79	0.44	0.61	0.68	0.73	22.64	16.33	14.65	13.64	1.94	买入
600988.SH	赤峰黄金	14.01	233.11	0.27	0.47	0.60	0.72	51.89	29.81	23.35	19.46	4.13	买入
可比公司均值								52.07	31.95	25.37	19.60	3.46	

资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理和预测

## 投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 18.8-20.4 元之间,2024 年动态市盈率 27.6-30 倍,相对于公司目前股价有 25%-36%溢价空间。考虑公司资产优质,控股权已顺利完成交接,公司长期发展战略清晰,且黄金价格中长期趋势乐观,首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在18.8-20.4元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.6%、风险溢价6.7%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为0.5%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的山东黄金、中金黄金、赤峰黄金的相对估值指标进行比较,选取了可比公司2024年平均PE做为相对估值的参考,同时考虑公司的资源禀赋及成长性,给予公司24年25-30倍PE估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候,设定了很多参数,这些参数的设置加入了很多个人的判断。我们预计随着青海大柴旦、玉龙矿业“探转采”工作以及华盛金矿扩证、复产项目的推进,公司贵金属产销量持续提升,生产成本呈现下降趋势。若实际项目进展不及预期,或生产成本提升,存在未来3年业绩预期高估的风险。公司盈利受商品价格影响大,我们预计未来3年公司黄金价格为450/457/468元/克,若由于形势变化,相关价格大大低于我们的预期,则存在高估未来3年业绩的风险。

### 远期扩张摊薄回报的风险

公司提出十五五末矿产金产量28吨,金资源量及储量达到600吨以上的战略目标,较现有资源量有大幅提升,存在需要融资并购的可能。公司目前资产收益率在行业内处于较优水平,并购团队优秀,且扩张审慎,但仍存在远期资产收购摊薄回报的风险。

### 安全和环保风险

矿山生产环境复杂,造成安全环保事故的因素具有不可预见性。近年来国内安全环保政策也在不断加严,公司以推进ESG为契机,全面梳理公司的安全生产工作、进一步提升全体员工的安全意识、加强安全制度建设、落实安全环保生产责任。公司在生产经营中将继续贯彻“安全生产、预防为主、综合治理”的方针,加大安全环保投入力度,但仍存在安全和环保风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1456	1874	2685	3509	4488	营业收入	9040	8382	9601	10445	12169
应收款项	87	102	105	114	133	营业成本	6771	6302	6828	7383	8249
存货净额	1028	1359	1443	1561	1751	营业税金及附加	179	178	202	219	256
其他流动资产	192	347	384	418	487	销售费用	8	3	4	4	5
<b>流动资产合计</b>	<b>4838</b>	<b>5683</b>	<b>6618</b>	<b>7603</b>	<b>8859</b>	管理费用	265	311	356	360	365
固定资产	3233	3154	3333	3459	3551	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	7112	6572	6024	5476	4929	财务费用	67	38	26	20	11
投资性房地产	750	759	759	759	759	投资收益	91	108	80	80	80
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	21	12	30	10	10
<b>资产总计</b>	<b>15933</b>	<b>16167</b>	<b>16734</b>	<b>17297</b>	<b>18098</b>	其他收入	2	(54)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	742	896	1000	1000	1000	营业利润	1865	1616	2296	2549	3373
应付款项	1881	1530	1624	1756	1970	营业外净收支	(20)	(7)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	466	549	576	624	703	<b>利润总额</b>	<b>1845</b>	<b>1609</b>	<b>2291</b>	<b>2544</b>	<b>3368</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3089</b>	<b>2975</b>	<b>3200</b>	<b>3380</b>	<b>3673</b>	所得税费用	423	365	527	585	775
长期借款及应付债券	0	109	109	109	109	少数股东损益	148	120	171	259	404
其他长期负债	506	403	393	383	373	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1273</b>	<b>1124</b>	<b>1593</b>	<b>1699</b>	<b>2189</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>506</b>	<b>512</b>	<b>502</b>	<b>492</b>	<b>482</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>3595</b>	<b>3487</b>	<b>3702</b>	<b>3873</b>	<b>4155</b>	净利润	1273	1124	1593	1699	2189
少数股东权益	1872	1767	1801	1853	1933	资产减值准备	(1)	65	6	3	2
股东权益	10466	10913	11231	11571	12009	折旧摊销	806	1172	992	1029	1063
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15933</b>	<b>16167</b>	<b>16734</b>	<b>17297</b>	<b>18098</b>	公允价值变动损失	(21)	(12)	(30)	(10)	(10)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	67	38	26	20	11
每股收益	0.46	0.40	0.57	0.61	0.79	营运资本变动	1961	(815)	(7)	14	7
每股红利	0.36	0.33	0.46	0.49	0.63	其它	32	(44)	28	49	79
每股净资产	3.77	3.93	4.04	4.17	4.32	<b>经营活动现金流</b>	<b>4050</b>	<b>1490</b>	<b>2582</b>	<b>2783</b>	<b>3330</b>
ROIC	16.60%	15.07%	19%	23%	30%	资本开支	0	(508)	(600)	(600)	(600)
ROE	12.17%	10.3%	14.2%	14.7%	18.2%	其它投资现金流	(539)	74	0	0	0
毛利率	25%	25%	29%	29%	32%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(539)</b>	<b>(434)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>	<b>(600)</b>
EBIT Margin	20%	19%	23%	24%	27%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	33%	33%	34%	36%	负债净变化	(235)	109	0	0	0
收入增长	14%	-7%	15%	9%	17%	支付股利、利息	(1007)	(927)	(1275)	(1359)	(1752)
净利润增长率	2%	-12%	42%	7%	29%	其它融资现金流	(53)	998	104	0	0
资产负债率	34%	32%	33%	33%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2538)</b>	<b>(638)</b>	<b>(1171)</b>	<b>(1359)</b>	<b>(1752)</b>
股息率	2.4%	2.2%	3.1%	3.3%	4.2%	<b>现金净变动</b>	<b>973</b>	<b>418</b>	<b>811</b>	<b>824</b>	<b>978</b>
P/E	32.7	37.0	26.1	24.5	19.0	货币资金的期初余额	483	1456	1874	2685	3509
P/B	4.0	3.8	3.7	3.6	3.5	货币资金的期末余额	1456	1874	2685	3509	4488
EV/EBITDA	17.2	16.4	14.2	13.0	10.5	企业自由现金流	0	1077	2088	2351	3006
						权益自由现金流	0	2185	2172	2336	2998

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032