

行业展望

2024 年 1 月

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	9
结论	13
附表	14

联络人

作者

企业评级部

陈田田 010-66428877
ttchen@ccxi.com.cn
任嘉琦 010-66428877
jqren@ccxi.com.cn

其他联络人

刘洋 010-66428877
yliu01@ccxi.com.cn
史曼 010-66428877
msh@ccxi.com.cn

中诚信国际

黄金行业

中国黄金行业展望，2024 年 1 月

2023 年以来，美国通胀风险下降、美联储降息预期提前、地缘政治及避险情绪增加等因素推动全年黄金价格呈震荡上升态势，并突破近年历史高点。随着产销量的恢复及黄金价格的提升，黄金企业盈利能力有所增强，虽然企业债务规模有所上升，但得益于黄金特殊性 & 债务结构的优化，整体信用水平保持稳定。

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

摘要

- 2023 年以来，美国通胀风险下降、美联储降息预期提前、地缘政治及避险情绪增加等因素推动黄金价格突破历史高点，全年黄金价格整体震荡上行。但由于地缘政治、财政政策、货币政策不确定性尚存，未来金价预计仍呈高位震荡态势。
- 2023 年前三季度，受益于外部环境影响减弱，矿产金产量及整体黄金供应量同比均有所增长，且黄金价格的上升令回收金经济性提升，回收金投放量同比亦有所增加。
- 2023 年以来，全球经济恢复不及预期，抑制黄金消费需求及制造用金需求，但避险情绪、地缘政治及货币政策等多重因素令黄金投资及央行购金需求增长，未来若黄金需求端进一步好转，黄金行业或将迎来相对供需平衡。
- 2023 年以来，黄金价格走高以及产销量提升令黄金企业盈利能力及获现能力增强，经营规模扩大及扩产项目推进所需资金增加推升总债务规模，但债务结构优化，短期流动性压力有所减弱，且受益于黄金特殊性，整体信用水平保持稳定。

一、 分析思路

黄金行业的信用基本面分析，主要是通过分析黄金价格走势，以及影响黄金供应和需求的相关因素，并对价格走势进行判断。同时，分析价格走势对行业财务状况的影响进而分析企业盈利水平和杠杆水平等信用基本面的变化情况。本文在指出黄金供应和需求对价格产生一定影响之外，在经济不确定性因素增加的大背景下，黄金避险和保值需求及实际利率对价格的影响更为显著，但受益于黄金价格及产销量的提升，黄金企业盈利能力有所提升，黄金企业杠杆比率虽有所分化，但得益于黄金特殊性及其债务结构的优化，整体信用水平保持稳定。

二、 行业基本面

黄金价格与金融属性

2023 年以来，美国通胀风险下降、美联储降息预期提前、地缘政治及避险情绪增加等因素推动黄金价格突破历史高点，全年黄金价格整体震荡上行。但由于地缘政治、财政政策、货币政策不确定性尚存，未来金价预计仍呈高位震荡态势。

近年来，国际经济不确定性加剧，叠加外部不利因素影响，黄金对抗货币贬值和政治经济风险的避险及保值需求较为旺盛，黄金价格于2020年8月6日突破历史高点，COMEX黄金期货结算价收盘价达到2,069.4美元/盎司¹后有所回落，但仍保持高位震荡态势。2022年，俄乌冲突使得避险需求激增，黄金价格一度接近历史高点，但后续美联储的多次加息和缩表进程加快的信号对黄金价格形成压制，黄金价格呈波动下降趋势，全年黄金价格高位震荡，2022年COMEX黄金期货结算价平均为1,805.57美元/盎司，同比小幅增长1.52%。2023年，黄金价格整体震荡上行；具体来看，美元持续走弱推动黄金价格上涨，1月31日COMEX黄金期货结算收盘价达到1,945.30美元/盎司；随后黄金价格受美联储货币政策预期影响呈波动下降态势，因以硅谷银行为代表的美国中小银行危机，且美联储降息预期增强，2023年3月以来，作为避险资产的黄金价格有所回升并于高位震荡；2023年9月，美联储表示可能于2023年底开始缩减资产购买计划并暗示加息预期，表明美联储对美国经济复苏预期增强，令黄金价格承压并回落至1,860美元/盎司附近；10月以来，巴以冲突等地缘政治风险及美元走弱对黄金价格形成支撑，且市场普遍认为美联储降息预期将进一步提升，使得黄金价格震荡上升，COMEX黄金期货结算价于2023年12月27日突破历史高点，达到2,093.10美元/盎司，全年COMEX黄金期货结算价平均为1,954.55美元/盎司，同比增长8.25%。

国内方面，2022年，国内金价紧跟国际金价走势，上海期货交易所（SHFE）黄金期货收盘价于4月上升至406.80元/克后开始回落，前三季度价格在390元/克左右波动，但于年末反弹至最高423.5元/克，较年初增长14.55%；全年均价393.51元/克，同比增长4.76%。2023年以来，受经济复苏进程较慢、实行降息降准的宽松货币政策等多重因素影响，国内金价呈震荡上升趋势。

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

势，于年末上升至481.7元/克，较年初大幅增长17.62%；全年均价为451.06元/克，同比亦大幅增长14.62%。

图 1: COMEX 黄金期货结算价走势图 (单位: 美元/盎司)



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

图 2: 上海期货交易所黄金主力合约收盘价格走势图 (单位: 元/克)



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

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

从与美元的关系来看，黄金价格与美元亦呈现一定的负相关性。负相关性一方面来自于美元是黄金的基础定价工具，美元的弱势则对应了定价对象价格的相对上升。另一方面，黄金是一般货币等价物，当美元处于弱势被抛售的时候，其他货币的相应价值会出现上升。2023年以来，美元在国际货币体系中表现疲软，美元货币购买力的下降对黄金投资形成有力支撑，黄金价格呈波动上升态势。

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

图3：黄金价格与美国国债收益率



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图4：黄金价格与美元指数



数据来源：Choice，中诚信国际整理

整体来看，2023年以来，避险需求推动黄金价格上涨，下半年受美联储货币政策、市场预期、地缘政治等多重因素影响，黄金价格高位震荡，年末在美国通胀风险下降、美联储降息预期提前等背景下，黄金价格突破高位。整体看，由于地缘政治、财政政策、货币政策不确定性尚存，未来金价预计仍呈高位震荡态势。

黄金供应

2022年，矿产金产量和整体黄金供应量同比小幅增长；2023年前三季度，受益于外部环境影响减弱，矿产金产量及整体黄金供应量同比均有所增长，且黄金价格的上升令回收金经济性提升，回收金投放量同比亦有所增加。

全球黄金供应主要来源于金矿产金和回收金再加工生产以及少量生产商净套保，近年来供应结构较为稳定。2022年全球黄金总供应量为4,751.9吨，同比增长0.95%；其中，金矿产金3,624.8吨，同比增长1.35%，占全球黄金总供应量的76.28%；回收金1,140.2吨，同比增长0.35%，占全球黄金总供应量的23.99%。2023年前三季度，受益于外部环境影响减弱，全球黄金总供应量为3,692.5吨，同比增长4.66%；其中金矿产金2,744.0吨，同比增长2.46%；回收金923.7吨，同比增长8.75%。

矿产金方面，黄金属不可再生资源，整体增产空间仍不足。2022年，部分金矿复产带动矿产金产量同比进一步恢复。回收金的投放主要受黄金价格走势的影响，2022年，国际金价受地缘政治影响而有所上升，黄金回收经济性有所提升，上半年回收金投放同比增长5.98%，但随价格波动，下半年回收金投放同比下降，2022年全年黄金供应量小幅增长。进入2023年以来，国际金价震荡上行，前三季度回收投放亦有所波动，但同比仍有所增长。从供应弹性来看，2022年第一二季度因回收金供应量大幅增加使得供应弹性较大，2023年一季度因矿产金及回收金投放均有不同程度的增长，当期供应弹性较大，但整体供应弹性相对较低。

图 5：近年来全球黄金供应情况变化

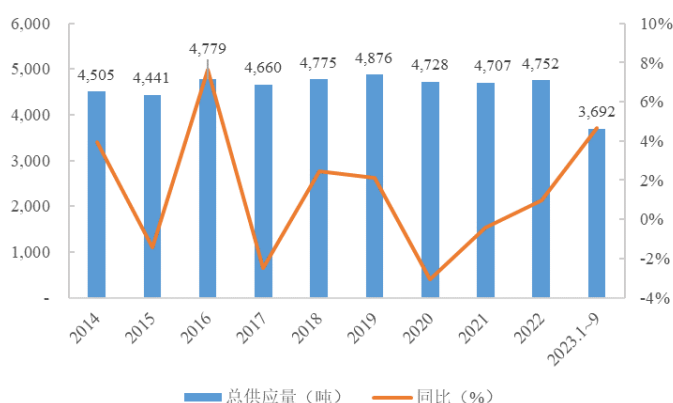
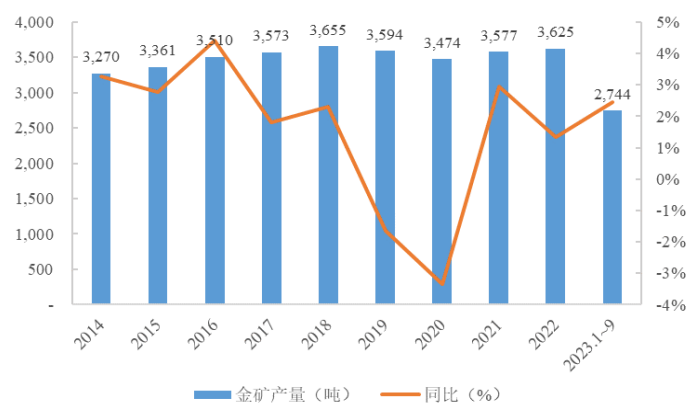


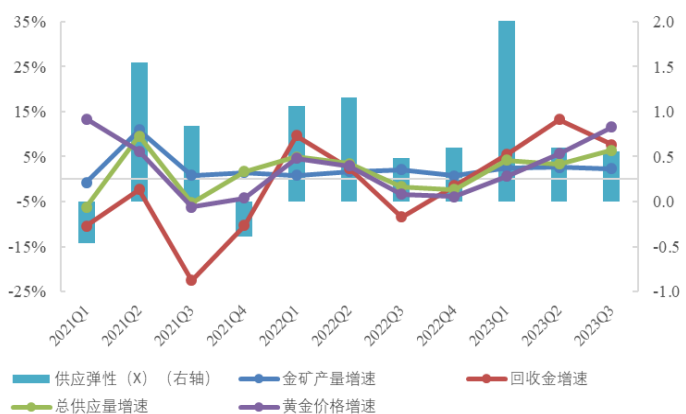
图 6：近年来全球矿产金产量情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

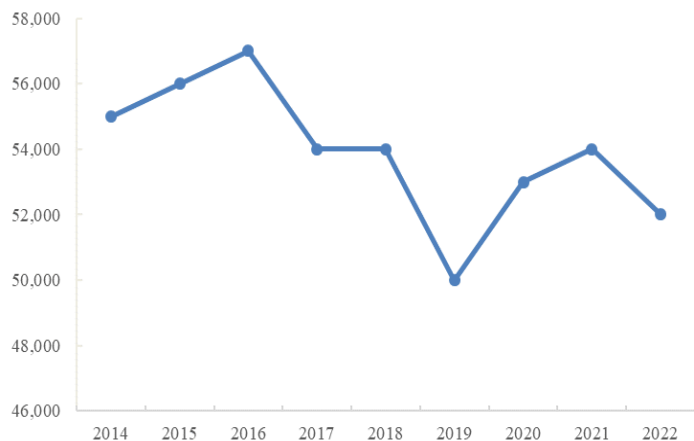
数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 7：黄金供应结构及供应弹性情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 8：全球黄金储量情况 (单位：吨)

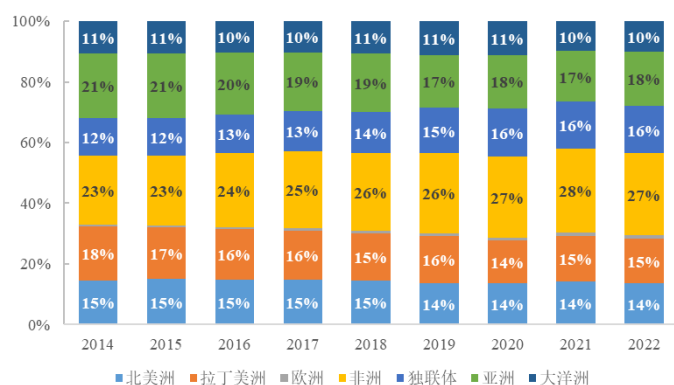


数据来源：iFind，美国地质调查局，中诚信国际整理

从区域分布来看，各区域黄金生产呈现趋势性变化，亚洲产量有所下滑，非洲产量增加。我国作为黄金生产的第一大国，2022年，受益于主力矿山的恢复，国内矿产金产量同比增长12.97%至375.0吨，山东省内非煤矿山整改及阶段性停产对国内矿产金产量的短期影响已基本消除³，但较2016年的463.7吨仍有较大差距。非洲黄金矿产资源极为丰富且分布较为广泛，2022年矿产金产量为979.2吨，近年来产量长期位于全球黄金产量首位。

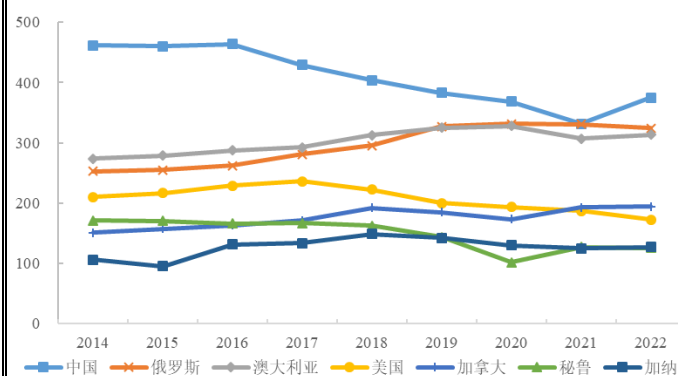
³ 2021年山东省内非煤矿山整改及阶段性停产影响较大，中国矿产金产量从2016年的463.7吨下降至2021年的332.0吨，降幅高达28.41%。

图9：近年来全球黄金产量占比情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图10：主要产金国黄金产量分布情况（单位：吨）



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

我国现有黄金矿山的浅表层资源日益枯竭，矿山开采的难度普遍加大，企业的开采成本有所提高。针对上述结构性的改变，国内企业纷纷突破国内资源约束，加大了对国外资源的并购和开发力度。紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“紫金矿业”）于2022年10月收购加拿大多伦多上市公司IAMGOLD Corporation(下称“IMG”)持有的Rosebel Gold Mines N.V.(下称“RGM”)95%的A类股份股权和100%的B类股份股权，RGM的核心资产为南美洲苏里南Rosebel金矿项目，2023年2月，紫金矿业已完成对苏里南Rosebel金矿项目的收购。此外，国内黄金企业亦加速国内资源整合，2022年10月紫金矿业公告通过协议转让方式，出资39.845亿元，收购招金矿业股份有限公司（以下简称“招金矿业”）下属山东瑞银矿业发展有限公司（以下简称“瑞银矿业”）30%股权，瑞银矿业持有莱州市瑞海矿业有限公司（以下简称“瑞海矿业”）100%股权⁴；同年11月，紫金矿业以40.6亿元收购招金矿业20%股权，成为招金矿业第二大股东，收购完成后，两家大型黄金企业在项目开发建设及后续生产运营中可充分发挥各自优势，有望实现有效协同。2023年7月，山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”）完成对银泰黄金股份有限公司（以下简称“银泰黄金”）控制权的收购，山东黄金持有银泰黄金总股本的23.099%，成为银泰黄金控股股东；且山东黄金于2023年11月发布公告称，自2023年11月16日起6个月通过二级市场集中金价的方式择机增持银泰黄金股份，累计增持金额不低于人民币12.88亿元，不超过人民币25.76亿元，增持完成后，山东黄金对银泰黄金的控制力度将进一步增强，或将更好的发挥协同效应。中诚信国际认为，目前国内企业在国内外资源整合力度进一步增加，但收购的部分项目仍需要一定的建设期及产量爬升期，保有储量的增长对其业绩的影响有一定的滞后。此外，海外矿产资产较多的企业，面临因当地政治经济形势变动影响矿权控制力的风险及一定社区风险，汇率及政策风险亦为海外业务的发展带来很大挑战。

整体来看，2022年，矿产金产量和整体黄金供应量均实现恢复性增长，且金价整体上行带动回收金投放量亦小幅增长。2023年前三季度，矿产金产量、回收金投放量的增长带动整体黄

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

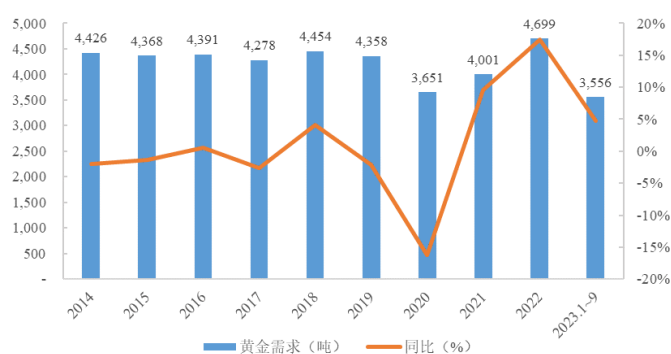
金供应量进一步恢复，但全球黄金产量分布仍较为分散，各大洲黄金生产已出现一定趋势性变化，亚洲产量下滑，非洲产量增加，国内企业海外并购风险需持续关注。目前影响国内矿产金产量的阶段性因素已基本消除，供应稳定性或将提升，不过由于黄金供应弹性相对较低，且黄金价格持续高于生产成本，供应端变化对黄金价格的影响不大。

黄金需求

2022年，黄金需求量恢复至较高水平，俄乌地缘冲突爆发、美国通胀水平高企，避险情绪及货币政策成为驱动黄金需求结构变化的主要因素。2023年以来，全球经济恢复不及预期，抑制黄金消费需求及制造用金需求，但避险情绪、地缘政治及货币政策等多重因素令黄金投资及央行购金需求增长，未来若黄金需求端进一步好转，黄金行业或将迎来相对供需平衡。

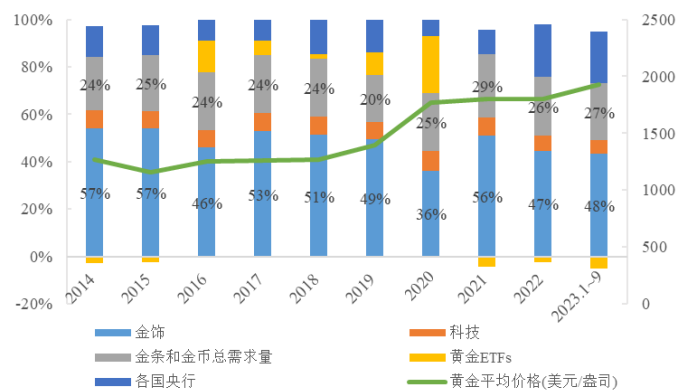
黄金需求主要来源于金饰消费、科技制造、金条金币投资及黄金ETFs投资产生的持仓量需求及各国央行储备需求。受外部环境变化及俄乌冲突影响，黄金消费端受到抑制，且制造端用金需求亦有所下降，但美联储于2022年以来多次加息以遏制美国通胀，对新兴经济体的金融市场造成冲击，避险情绪使得公众及各国央行的黄金投资需求有所增长，带动全年黄金需求同比大幅增长至很高水平。值得关注的是，ETF投资者为应对激进加息和美元走强的双重挑战主动降低ETFs持仓以规避金价下跌风险，全球黄金ETFs呈净流出态势。2023年1~9月，全球经济恢复不及预期，黄金消费需求及制造用金同比均进一步下降，但避险需求、地缘政治及货币政策等多重因素令黄金投资需求增长，2023年前三季度黄金需求量同比增长4.71%。

图 11：近年来全球黄金需求变化情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 12：黄金需求结构变化情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

具体来看，受外部环境变化影响，金饰消费需求被抑制，2022年全球金饰需求同比下降1.57%至2,195.4吨，中国金饰需求量同比下降14.46%至598.2吨。值得关注的是，节日需求提振印度黄金消费，印度以600.6吨金饰消费需求成为2022年金饰消费第一大国，中国位列第二位，但二者需求量差距不大。2023年1~9月，全球金饰消费需求同比变化不大，但从全年情况来看，因四季度金价上行明显，预计全球金饰需求较2022年或将有所下降。

科技用金方面，科技行业黄金使用主要为电子用金、其他行业用金和牙科用金，其中电子行

业用金占比近80%。2022年，受电子用金同比下降7.39%拖累，科技用金同比下降6.51%。从细分行业来看，汽车行业持续复苏对科技用金有一定拉动作用；但消费电子需求疲弱态势尚未明显改观。2023年1~9月，科技用金同比进一步下降8.83%。但总体来看，科技行业用金在全球黄金需求结构中占比不大，其较小幅度的变化对总需求的扰动有限。

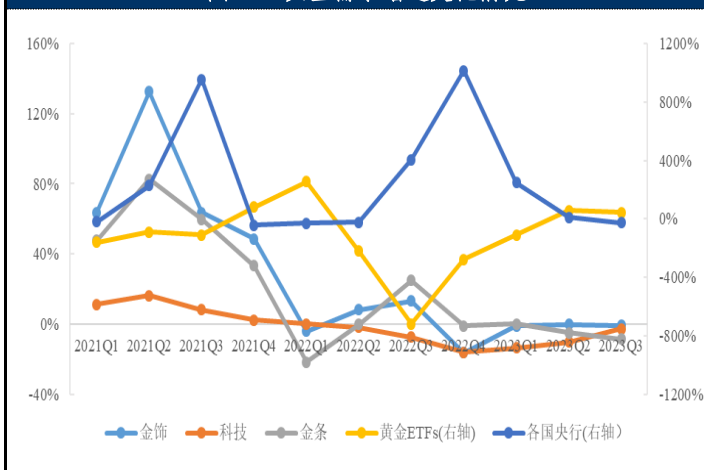
央行储备方面，黄金在各国央行资产配置中占有重要地位，2022年各国央行净买入黄金量为1,081.9吨，同比大幅增长140.37%。2023年以来，在经济下行背景下，各国央行持续提升黄金储备，2023年1~9月，各国央行净买入黄金量为799.6吨，同比进一步增长14.26%。截至2023年11月末，全球国家或组织黄金储备排名前列的分别为美国（8,133.5吨）、德国（3,352.6吨）、国际货币基金组织（2,814.0吨）、意大利（2,451.8吨）和法国（2,436.9吨），且上述国家黄金储备占外汇储备的比例均较高。同期末中国大陆持有的黄金储备为2,226.4吨，黄金储备占外汇储备的比例为4.3%。各国央行黄金储备比例的升高，一方面来源于经济下行的背景对于多资产及负相关收益资产的配置，一方面来源于国际争端多发的背景下避险需求的增加。

黄金投资需求分两方面，一方面是金条金币等实物投资，一方面是黄金ETFs投资。2022年，在高通胀背景下投资黄金的价值更高且可对冲风险，2022年金条金币等实物投资需求同比增长3.58%至1,222.6吨；2023年1~9月需求为876.0吨，同比小幅下降1.12%，但整体看，地缘政治使得投资者避险需求较高，且全球通胀高企，全球金条金币投资需求仍维持很高水平。

黄金ETFs因其具有大部分交易性金融工具属性，且与一般证券投资工具收益率呈一定负相关关系，逐渐在大类资产配置中扮演较为重要的角色。2022年，全球通胀水平高企，各国央行选择大幅度加息且美元暴涨，黄金ETFs投资者更关注黄金资产机会成本的上涨，故ETFs大幅减少持仓量，全球黄金ETFs投资需求为-109.5吨。分季度来看，2022年初，俄乌冲突爆发，避险情绪带动黄金价格上涨，并且黄金作为通胀对冲工具，2022年一季度黄金ETFs对于黄金需求量高达271.8吨，同比增长253.47%，环比增长1,251.70%，2022年二、三、四季度黄金ETFs对于黄金需求量分别为-48.3吨、-243.7吨和-89.2吨。进入2023年以来，黄金ETFs呈持续净流出态势，截至2023年9月末，黄金ETFs的总持仓量为3,281.7吨，其中北美为1,648.4吨，欧洲为1,442.9吨，亚洲为132.5吨。具体变化方面，美国国债收益率升高及美元走强，同时，尽管美联储于9月调低加息预期，但大幅上调美国经济增长和2024年利率中值预期，上述因素共同抑制黄金ETFs投资，北美持仓量同比下降128.2吨；同期末，因欧洲央行多次加息以遏制通胀，欧洲持仓量同比下降154.6吨。与上述变化相反，因中国金价上升较快且经济持续疲软，中国基金带动亚洲持仓量同比增加8.2吨。

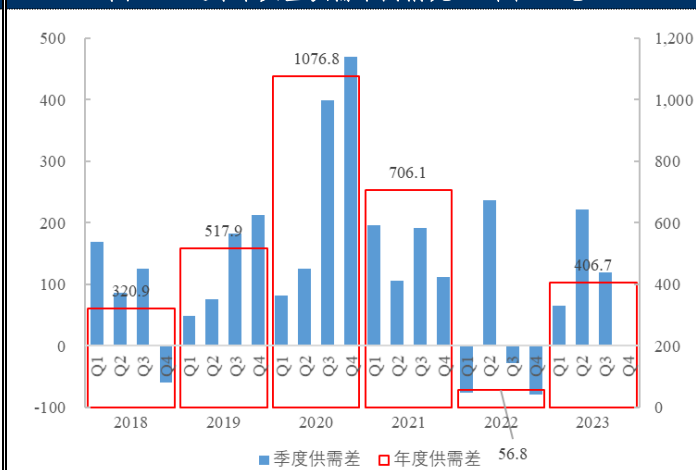
从供需关系来看，2022年，受投资需求增长较快影响，季度供需差有所收窄，但2023年以来，黄金供应端恢复较快，前三季度仍呈现供过于求的局面。尽管存在供需失衡局面，但黄金定价由占市场存量规模较小的流通部分决定，并非完全意义的大宗商品定价，而是具有金融工具属性，故供需相对失衡并未过度影响黄金的定价。

图 13: 黄金需求增速变化情况



数据来源: World Gold Council, 中诚信国际整理

图 14: 近年来黄金供需平衡情况 (单位: 吨)



数据来源: World Gold Council, 中诚信国际整理

整体来看, 外部环境变化频繁, 且俄乌地缘冲突爆发、美国通胀水平高企, 避险情绪及货币货币政策推动2022年黄金需求量恢复至很高水平, 且需求结构发生较大变化。2023年以来, 尽管金饰消费需求及科技用金需求较为低迷, 但经济恢复不及预期、通胀水平依然高企, 令2023年前三季度黄金需求仍较好水平, 未来若黄金需求端进一步好转, 黄金或将迎来相对供需平衡。

三、 行业财务表现

2022 年以来, 黄金价格走高以及产销量提升令黄金企业盈利能力及获现能力增强, 经营规模扩大及扩产项目推进所需资金增加推升总债务规模, 但债务结构优化, 短期流动性压力有所减弱, 且受益于黄金特殊性, 整体信用水平保持稳定。

样本企业概述

中诚信国际通过申万行业分类选取A股所有上市黄金企业, 剔除ST的企业, 同时添加银行间市场发债企业招金矿业股份有限公司作为样本企业, 样本企业共计9家。2022年, 主力矿山全部实现复工复产, 黄金行业实现营业收入4,544.3亿元, 同期, 样本企业黄金业务板块合计收入为2,625.2亿元, 基本覆盖国内大型黄金生产企业, 具有较高的代表性。

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

表 1: 样本企业 2022 年情况 (单位: 吨)

公司名称	公司简称	业务构成情况	黄金业务占比	矿产金产量
银泰黄金股份有限公司	银泰黄金 (000975.SZ)	矿产金及向黄金冶炼企业销售合质金, 有色金属贸易等	33.20%	7.06

湖南黄金股份有限公司	湖南黄金 (002155.SZ)	矿产金和大量的对外采购合质金的冶炼	88.65%	4.61
山东恒邦冶炼股份有限公司	恒邦股份 (002237.SZ)	少量矿产金，以外采原材料冶炼为主，有电解铜和硫酸等业务	35.67%	0.10
中金黄金股份有限公司	中金黄金 (600489.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，矿产铜及电解铜的加工销售	65.56%	19.93
山东黄金矿业股份有限公司	山东黄金 (600547.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售	94.83%	38.67
赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司	赤峰黄金 (600988.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，电解铜和白银等	84.73%	13.57
西部黄金股份有限公司	西部黄金 (601069.SH)	矿产金、外购合质金及冶炼金的加工销售	68.99%	2.65
紫金矿业集团股份有限公司	紫金矿业 (601899.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，矿产铜及电解铜的加工销售	45.50%	56.40
招金矿业股份有限公司	招金矿业 (01818.HK)	矿产金及冶炼金的加工销售	86.50%	19.24

资料来源：企业年度报告，中诚信国际整理

盈利能力

2022年，随着山东省黄金企业矿山逐步复产，样本企业收入水平有所恢复。2023年前三季度，受益于黄金价格走高以及产销量提升等因素，样本企业黄金业务板块收入及利润水平有所提升，非黄金业务板块盈利能力整体弱于黄金业务，但仍对整体盈利能力有所补充。

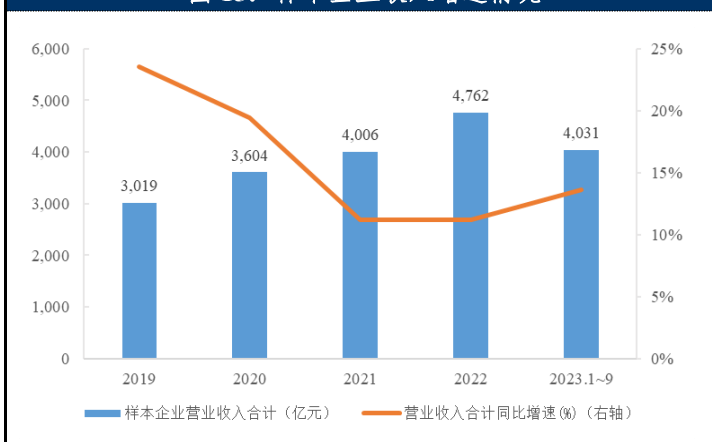
营业总收入方面，2022年以来，受益于产量恢复及价格上涨带来的量价齐升，以及部分企业完成收并购等影响，各样本企业营业总收入均实现增长，2022年及2023年1~9月营业收入分别为4,762.42亿元和4,030.98亿元，同比增长18.87%及13.65%。其中，在样本总体收入中占比超过56%的紫金矿业2022年营业总收入增加452.27亿元，主要系其并购及探矿带来资源储量的增加使得营业总收入增幅较高，对样本企业营业总收入的贡献较大。此外，受益于山东省内矿山生产恢复，山东黄金和恒邦股份收入增幅较大，亦对整体营业总收入的扩大贡献较高。

毛利率方面⁵，不同黄金企业主要的业务板块所处产业链位置不同使得毛利率表现有所分化，主要业务偏上游矿山板块的黄金企业毛利率有所提升，而主要业务为黄金冶炼的黄金企业毛利率有所下降。2022年样本企业营业毛利率算术平均值为17.66%，同比略有上升。分板块来看，尽管部分矿山阶段性停产的影响因素已经消除，但多家黄金企业黄金冶炼业务收入占比较高，黄金价格的走高使得黄金冶炼业务毛利率水平有所下降，导致样本企业整体黄金板块营业毛利率中枢有所下行。非黄金板块业务方面，各样本企业由于主要经营的非黄金金属品种不同以及处于产业链的位置不同使得非黄金业务营业毛利率的变化情况有所分化，整体上样本企业2022年非金业务毛利率同比下降3.27个百分点，非黄金业务毛利率表现整体弱于黄

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

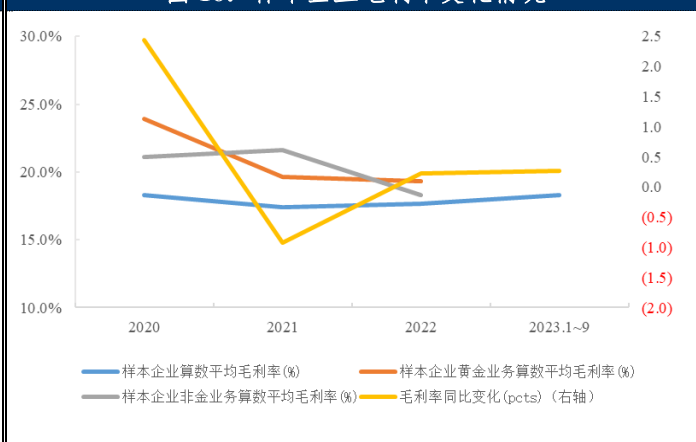
金业务。2023年前三季度，受益于黄金价格持续攀升，样本企业前三季度算数平均营业毛利率水平同比略有提升。

图 15：样本企业收入增速情况



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

图 16：样本企业毛利率变化情况



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

净利润方面，2022年样本企业净利润合计321.18亿元，同比增长31.36%；2023年以来，样本企业保持较强的盈利能力，前三季度净利润合计为273.08亿元，同比亦有所增加。总体上来看，金价上涨对企业盈利能力的提升有所显现，样本企业净利润实现较高增速，利润水平进一步增厚，且拥有资源的企业盈利稳定性更高。

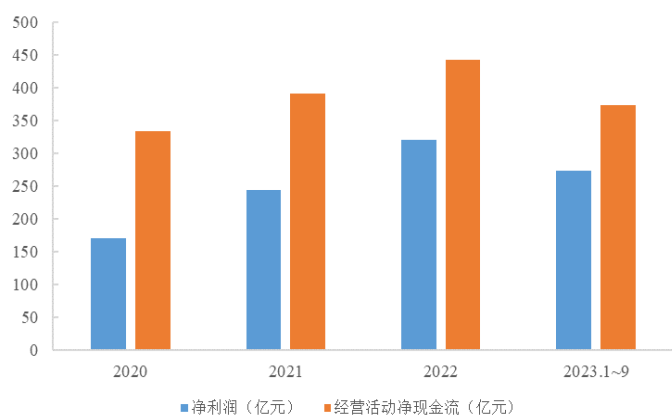
获现能力及偿债能力

随着黄金价格的上涨，多数样本企业收入提升以及利润水平大幅提升，盈利能力的增强使得样本企业 2022 年以来经营活动净现金流明显好转；2023 年前三季度，样本企业经营获现能力进一步增强。

获现能力方面，2022年以及2023年1~9月样本企业经营活动净现金流分别为442.57亿元以及374.04亿元，分别同比增长13.26%和27.01%，经营获现能力持续提升。影响经营获现能力的因素主要为盈利水平以及资金占用情况，黄金企业矿山端的成本较为固定，营业成本的变化主要由外采原料的价格以及规模决定，偏行业上游的黄金企业在黄金价格向好的背景下盈利能力大幅提升；资金占用方面，除银泰黄金对黄金产业链下游企业销售合质金外，其他黄金企业终端产品均为黄金，销售客户主要为黄金交易所，黄金业务板块实际产生的应收账款及相应的坏账损失并不多，应收账款对于企业现金流占用普遍较小，2022年以来，随着黄金价格的上涨，样本企业存货对资金的占用有所增加。

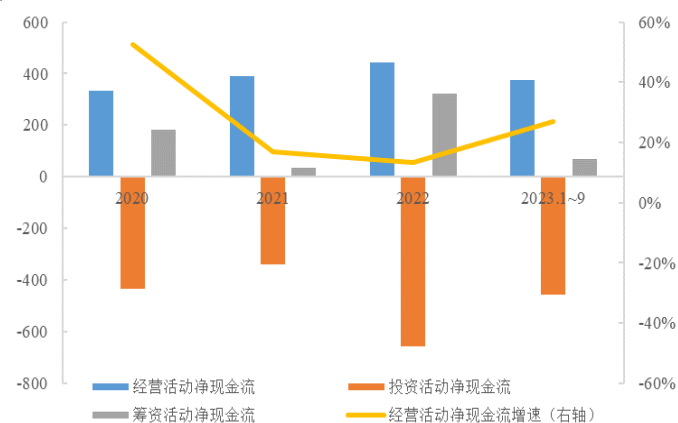
此外，受益于盈利水平的提升，2022年样本企业整体投资规模有所扩大，同时，多数样本企业加大债务融资力度，净融资规模有所扩大。2023年前三季度，受山东黄金并购银泰黄金影响，样本企业投资活动现金净流出规模较大，若剔除此影响，样本企业整体投资进程有所放缓，投资活动现金净流出同比有所收窄。

图 17: 样本企业净利润及经营活动净现金流情况



数据来源: 企业财务报表, 中诚信国际整理

图 18: 样本企业现金流量净额情况 (单位: 亿元)



数据来源: 企业财务报表, 中诚信国际整理

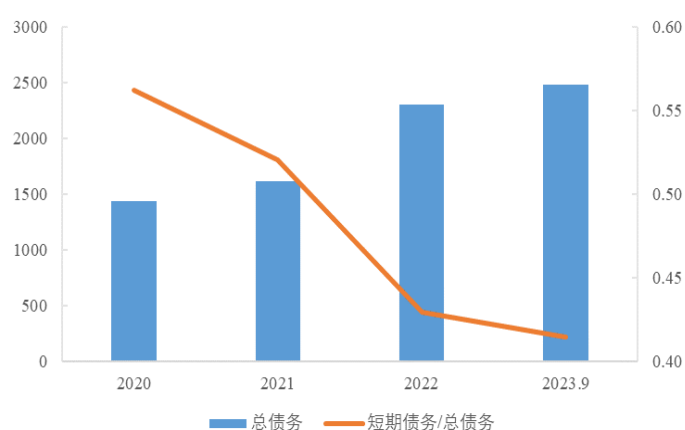
2022 年以来, 在黄金价格上涨背景下, 多家企业均进行了不同程度的规模扩张, 黄金企业资产负债率变化情况虽有所分化, 但整体杠杆水平相对稳定; 且债务结构优化使得短期流动性压力有所减弱, 整体信用水平保持稳定。

资产负债率方面, 2022~2023年9月末, 样本企业平均资产负债率分别为44.28%以及44.44%, 实现从利润表到资产负债表的修复, 整体资本结构较优。受益于盈利能力的提升, 未分配利润的积累使得多家样本企业资产负债率呈下降态势, 但部分企业经营规模扩大以及扩产项目推进一定程度上推升其资金需求, 样本企业资产负债率变化情况有所分化。

偿债方面, 截至 2022 年末, 样本企业总债务合计为 2,301.42 亿元, 同比增长 42.40%, 短期债务占比为 42.96%, 同比下降 9.12 个百分点。2023 年 9 月末, 样本企业总债务小幅增长至 2,482.99 亿元, 短期债务占比为 41.47%, 较上年末进一步下降 1.49 个百分点。在黄金价格上涨背景下, 多家企业均进行了不同程度的规模扩张, 且外购原料增加使得企业对运营资金需求有所扩大, 导致 2022 年以来样本企业总债务增长较快。此外, 利率下行背景下各家企业对债务结构进行调整, 长期债务占比大幅提升, 黄金企业债务结构有所优化。

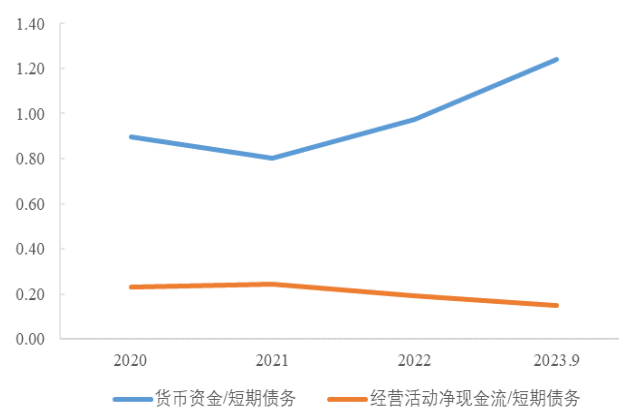
偿债指标方面, 2022~2023 年 9 月末, 得益于短期债务规模的下降以及黄金价格上升带来的企业资金面宽松, 货币资金对短期债务平均覆盖倍数持续提升, 分别为 0.97 倍和 1.24 倍, 黄金企业短期流动性压力有所减弱, 但由于总债务规模增加, 保障能力略有下降。2022 年以及 2023 年 1~9 月, 经营活动净现金流对总债务平均覆盖倍数分别为 0.19 倍以及 0.15 倍, 同比均有所下降。紫金矿业、山东黄金等多家黄金的对外收并购规模较大, 且固定资产投资的回收周期较长, 总债务规模增速远超经营活动净现金流增速, 使得相关偿债指标有所弱化。整体来看, 黄金的特殊性使得黄金企业的经营性资产可变现能力极强, 且可通过较低成本的黄金租赁提升流动性, 整体信用水平保持稳定。

图 19: 样本企业债务结构变化情况 (亿元、X)



数据来源: 企业财务报表, 中诚信国际整理

图 20: 样本企业偿债指标变化情况(X)



数据来源: 企业财务报表, 中诚信国际整理

四、 结论

2023年以来, 在全球经济复苏不及预期的背景下, 地缘政治危机及货币政策等令投资者的避险需求激增; 美国通胀风险下降, 美联储降息预期提前等因素推动黄金价格突破历史高点, 全年黄金价格震荡上行。在黄金供应端增量有限的背景下, 黄金消费需求承压, 但黄金投资和央行购金需求较高, 未来黄金有望迎来相对供需平衡。2023年以来, 随着黄金价格的上涨, 黄金企业经营能力和经营获现能力进一步提升, 整体杠杆水平有望保持稳定。由于地缘政治、财政政策、货币政策的不确定性尚存, 整体黄金价格预计将呈高位震荡态势, 此背景下的上游矿山利润增厚或将使得黄金企业盈利进一步好转, 行业信用基本面将维持稳定。

附表一：样本企业财务数据

公司名称	营业总收入（亿元）				营业毛利率			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
银泰黄金	79.06	90.40	83.82	70.95	27.31%	25.10%	24.81%	29.08%
湖南黄金	150.13	198.46	210.41	187.53	8.64%	7.30%	7.62%	6.57%
恒邦股份	360.53	413.83	500.47	506.94	4.75%	5.03%	3.76%	2.76%
中金黄金	479.95	561.02	571.51	455.55	12.91%	11.49%	11.71%	12.59%
山东黄金	636.64	339.35	503.06	413.23	12.33%	10.56%	14.10%	15.28%
赤峰黄金	45.58	37.83	62.67	50.62	30.82%	33.28%	28.64%	30.76%
西部黄金	55.55	41.58	44.08	32.23	7.76%	7.46%	17.22%	13.43%
紫金矿业	1,715.01	2,251.02	2703.29	2250.08	11.91%	15.44%	15.74%	15.16%
招金矿业	81.64	72.99	83.12	63.85	48.48%	40.96%	35.36%	38.79%
合计/算术平均值	3,604.09	4,006.48	4,762.42	4,030.98	18.32%	17.40%	17.66%	18.27%
同比	19.40%	11.16%	18.87%	13.65%	2.44%	-0.92%	0.22%	0.27%
公司名称	净利润（亿元）				经营活动净现金流（亿元）			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
银泰黄金	13.66	14.22	12.44	12.35	24.27	20.43	19.89	20.91
湖南黄金	2.25	3.65	4.33	3.92	9.76	6.14	12.36	5.20
恒邦股份	3.65	4.27	4.66	3.93	1.94	4.74	15.64	0.95
中金黄金	19.35	19.59	25.01	25.29	45.63	43.89	56.77	27.08
山东黄金	25.41	-1.95	14.23	16.58	58.10	18.22	29.72	47.68
赤峰黄金	8.24	6.14	4.94	5.55	10.72	7.55	10.90	11.98
西部黄金	0.77	0.73	2.41	-0.64	4.37	1.02	3.57	-0.55
紫金矿业	84.58	196.00	247.67	200.72	142.68	260.72	286.79	257.23
招金矿业	12.28	1.86	5.49	5.38	36.34	28.05	6.93	3.56
合计	170.19	244.51	321.18	273.08	333.81	390.76	442.57	374.04
同比	83.81%	43.67%	31.36%	3.59%	52.50%	17.06%	13.26%	27.01%
公司名称	总债务（亿元）				经营活动净现金流/总债务(X)			
	2020	2021	2022	2023.9	2020	2021	2022	2023.1~9
银泰黄金	8.69	24.70	23.09	16.78	2.79	0.83	0.86	1.25
湖南黄金	6.48	8.09	3.19	1.23	1.51	0.76	3.87	4.23
恒邦股份	77.39	94.23	90.08	95.06	0.03	0.05	0.17	0.01
中金黄金	136.57	145.44	140.69	170.02	0.33	0.30	0.40	0.16
山东黄金	250.80	329.82	482.06	557.87	0.23	0.06	0.06	0.09
赤峰黄金	5.67	6.07	33.96	35.94	1.89	1.24	0.32	0.33
西部黄金	5.45	5.34	2.71	5.42	0.80	0.19	1.32	-0.10
紫金矿业	756.63	793.14	1,285.00	1,374.27	0.19	0.33	0.22	0.19
招金矿业	189.59	209.34	240.64	226.4	0.19	0.13	0.03	0.02
合计/算数平均值	1,437.27	1,616.17	2,301.42	2,482.99	0.23	0.24	0.19	0.15
同比	18.95%	12.45%	42.40%	7.89%	--	--	--	--

附表二：中诚信国际行业展望结论定义

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

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

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

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

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

作者	部门	职称
陈田田	企业评级部	高级分析师
任嘉琦	企业评级部	分析师



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

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