

# 金属与材料

证券研究报告

2024年04月01日

## 黄金专题：全球格局的见证者

传统利率定价框架自 22 年之后与黄金走势出现一定偏差，但目前对金价走势仍有较强的解释力度。黄金天然具有避险，抗通胀属性，避险的核心是风险事件对全球经济的外溢影响。抗通胀则体现在风险利率越高，持有黄金的机会成本就越高。中短期来看，若没有更大规模外生风险性事件冲击，黄金仍主要和美元信用体系相关，黄金与美国实际利率之间存在明显的负相关关系，实际利率框架对金价走势仍有较强的解释力度。

黄金站在中长期牛市的起点，去美元化是底层逻辑：大周期看（从 1971 至今划分三个大周期），对比第二次黄金牛市，目前大概率处在黄金牛市中前期，宏观上有降息预期，高通胀，以及下行的美元指数，且叠加世界各国去美元化，去中心化的背景。小周期（2-3 年）看，美元和美债收益率下行，实际利率可能步入下行周期，叠加地缘政治催生的避险需求。黄金目前大概处于小周期范本上涨阶段的中期，目前已经经历了中美贸易摩擦和全球经济增长的放缓带来的第一轮启动，逐步走向新的高点进程中。

剔除通胀本身影响，系数回归至如今消费水平后，黄金可能运行到 2400 美金/盎司以上。我们通过系数回归，剔除通货膨胀本身对实物资产价格的影响。我们以 1982=100 的 CPI 和 PPI 数据为定基点，得到黄金和 CPI，PPI 定基系数的修正值。恢复当前通胀水平后，可以得到当下黄金弹性的最高点，参照 2021 年 CPI 定基点的值为 2370.71 美元/盎司，参照 2021 年 PPI 定基点的值为 2555.21 美元/盎司。

黄金股和黄金价格历史趋势趋同，但弹性更高。本轮黄金上涨周期开始，黄金股票的弹性约为黄金价格的 2.23 倍。黄金股和黄金价格走势基本一致，这与历史上的趋势拟合基本吻合。我们认为黄金企业利润释放时间滞后于商品表现，因此权益市场与商品市场的表现存在阶段性背离。但随着黄金价格的延续上涨，黄金股资产负债表修复后利润释放将更加顺畅。建议关注：山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金、中金黄金。

风险提示：美联储降息的不确定性风险，美国通胀持续性超预期风险，贵金属价格大幅下跌风险，黄金矿山项目投产不及时风险。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

刘奕町 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523050001  
liuyiting@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金属与材料-行业研究周报:低空经济崛起,哪些材料受益?》2024-03-31
- 《金属与材料-行业研究周报:消息扰动+宏观催化,铝价稳步上行》2024-03-24
- 《金属与材料-行业研究周报:英伟达 2024GTC 重磅成果发布,铜缆高速连接及 PEEK 材料迎发展机遇》2024-03-24

## 内容目录

1. 黄金定价逻辑.....	4
1.1. 黄金的抗通胀能力.....	4
1.2. 黄金的避险属性.....	4
1.3. 黄金的商品属性.....	5
1.4. 2022 年之后的差异性.....	7
2. 不同周期视野下黄金的同与不同.....	8
2.1. 黄金历史大周期的复盘.....	9
2.2. 大周期下的小周期范本.....	11
2.3. 当下的黄金处于历史上大周期和小周期的阶段.....	12
2.4. 黄金和其他大宗商品的异同.....	13
3. 相关受益标的.....	14
3.1. 山东黄金.....	14
3.2. 银泰黄金.....	16
3.3. 赤峰黄金.....	18
3.4. 中金黄金.....	20
4. 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1: 黄金价格和美元十年期 tips 走势图.....	4
图 2: 黄金价格和地缘政治风险, 地缘政治行为指数跟踪.....	5
图 3: 黄金供需和价格走势的关系.....	5
图 4: 全球美元储备和黄金储量变化情况.....	6
图 5: 央行季度购金量, 吨.....	6
图 6: 黄金不同来源的供应量.....	6
图 7: 黄金不同需求变化占比.....	7
图 8: 2022 年以来实际收益率定价模型出现偏差 (左轴: 美元/盎司; 右轴: 逆序, %).....	7
图 9: 全球央行黄金储备和美元储备走出剪刀差.....	8
图 10: 1975 年至今黄金走势.....	9
图 11: 1975-1980 年黄金价格走势, 美元/盎司.....	9
图 12: 1981-2000 年黄金价格走势.....	10
图 13: 2001-2012 年黄金走势, 美元/盎司.....	10
图 14: 2012-2018 年黄金价格走势, 美元/盎司.....	11
图 15: 2018 至今黄金价格走势, 美元/盎司.....	11
图 16: 次贷危机时期黄金价格走势.....	11
图 17: 黄金和原油价格走势.....	13
图 18: 黄金和铜价格走势.....	13

图 19: 黄金和白银价格走势 .....	13
图 20: 黄金和天然气价格走势 .....	13
图 21: 黄金和 CPI 定基的修正指数 .....	14
图 22: 黄金和 PPI 定基的修正指数 .....	14
图 23: 山东黄金营收分产品占比 .....	16
图 24: 山东黄金毛利分产品占比 .....	16
图 25: 山东黄金营收及同比增速 .....	16
图 26: 山东黄金毛利及同比增速 .....	16
图 27: 合质金营收毛利及毛利率 .....	18
图 28: 银泰黄金资产负债率 .....	18
图 29: 赤峰黄金营收及同比增速 .....	19
图 30: 赤峰黄金近年净利润情况 .....	19
图 31: 赤峰黄金产销量 ( 千克 ) .....	19
图 32: 2022 年赤峰黄金毛利占比情况 .....	19
图 33: 中金黄金营收及同比增速 .....	22
图 34: 中金黄金净利润及同比增速 .....	22
图 35: 中金黄金分业务毛利贡献 ( 亿元 ) .....	22
图 36 中金黄金分板块毛利率 .....	22
表 1: 2022 年报山东黄金资源量 .....	14
表 2: 山东黄金各矿山产量 .....	15
表 3: 2022 年银泰黄金分矿山资源量 .....	16
表 4: 公司 2022 年产销情况 .....	17
表 5: 银泰黄金各矿山产能情况 .....	17
表 6: 2022 年赤峰黄金资源量及产能情况 .....	18
表 7: 2022 年赤峰黄金产销情况 .....	19
表 8: 2022 年中金黄金资源量及产能梳理 .....	20

## 1. 黄金定价逻辑

随着布雷顿森林体系的解体，美元脱离与金本位制的挂钩，以美元计价的黄金价格首次被允许自由波动。进入信用货币时代，黄金作为储备货币作用的职能依然有效。全球货币信用体系出现波动时，黄金对法定货币替代效应会有所抬升。当前具有全球储备货币地位的主权货币是美元，因此就会体现出对美元的替代。这个替代取决于两方面，一是中短期美元主权信用，二是长期以美元为代表的国际货币结算体系稳定性。

黄金是零信用风险的实物类货币资产，因此黄金主要有两重属性，一是抗通胀属性，二是避险属性。黄金作为一种特殊的大宗商品，不仅具有普通商品的工业属性而且还兼具货币属性，且占据主导地位。正是由于这种特殊的性质，使得黄金作为零信用风险的实物类货币资产，具有两重典型属性，一是抗通胀属性，二是避险属性。其中，避险属性主要是基于黄金强货币资产的特征。

### 1.1. 黄金的抗通胀能力

无风险利率可以被视为持有黄金的机会成本，因此无风险利率越高，持有黄金的机会成本越高，无风险利率与黄金价格在历史上呈现出较为显性的负相关关系。黄金作为实物资产还具备非常好的抗通胀属性，通胀越高，黄金价格越贵，两者之间呈现出正相关关系。而名义无风险利率与通胀率之间的差正好是实际利率，相互抵消后，最终可以看出，黄金与美国实际利率之间存在明显的负相关关系。黄金定价机制底层框架依然是实际利率。我们可以通过跟踪美元十年期 tips 来跟踪实际利率。

图 1：黄金价格和美元十年期 tips 走势图



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

### 1.2. 黄金的避险属性

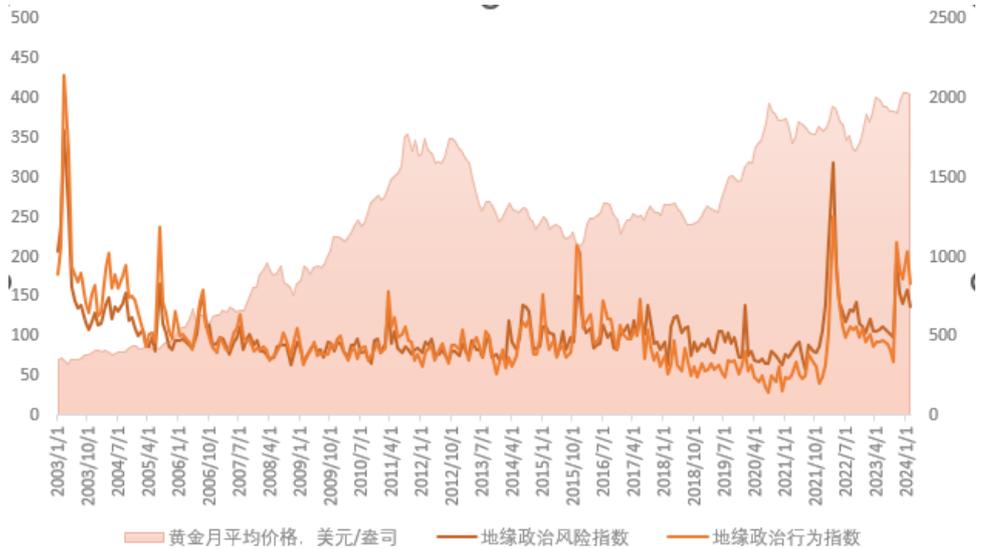
避险需求是指在面临不确定性或危机时，投资者倾向于转移资金到相对安全和稳定的资产，以保护自己的财富和收益。避险需求出现时，投资者可能会减少对股票、商品、货币等风险资产的需求，增加对美国国债、黄金、美元等避险资产的需求，以规避风险，达到保值增值的目的。例如当地区冲突加剧时，会增加投资者对美国国债的需求，推高美国国债的价格，降低美国国债的收益率。黄金价格通常会上升，美元指数通常会上升。

风险事件有大小之分。同样是地缘政治纷争，俄乌冲突会严重冲击全球经济和资本市场，而卡塔尔外交问题等，国际社会关注度较低。风险事件的影响分短期和长期。通常来说，风险事件爆发后，黄金价格更多是“脉冲式”上涨，不久后便会回落。市场的避险情绪是短暂的，当突发消息被充分消化后，情绪自然也就恢复平静。黄金价格能否有更长久的表

现，关键还是要看风险事件是否会持续加剧并产生持续影响。即使是俄乌冲突这样的大事件，黄金价格的上涨期也较为短暂。2022年2月24日俄乌冲突爆发，3月9日黄金价格便开始回落，3月15日时已回吐了冲突爆发后的大部分涨幅。在此之后，对于黄金价格走势而言，俄乌冲突事件本身，如军事进展、双方沟通等，重要性逐渐淡化；市场更关心的是俄乌冲突对全球经济的外溢影响，例如欧洲因能源短缺而遭遇高通胀，不得不收紧货币政策等。

避险数据我们可以通过地缘政治风险，地缘政治行为指数跟踪。

图 2：黄金价格和地缘政治风险，地缘政治行为指数跟踪

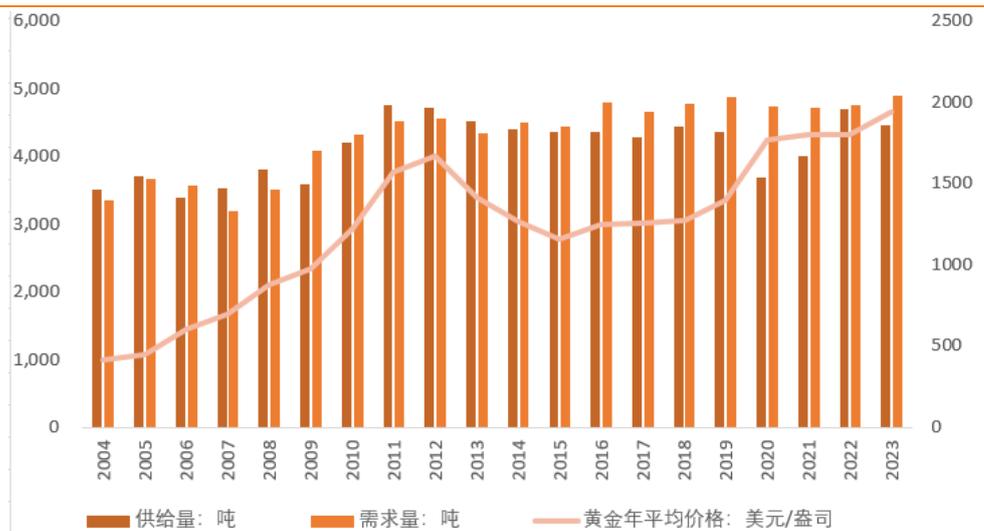


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

### 1.3. 黄金的商品属性

“黄金天然不是货币，货币天然不是黄金”，黄金作为大宗商品的一员，供需状况自然是分析黄金价格的基础，但是黄金又与一般的大宗商品不同，有着相对独特的定价逻辑。黄金的供给包括矿产金、再生金、生产商净套保，黄金的需求包括金饰制造、科技用金、私人投资、央行购金。

图 3：黄金供需和价格走势的关系

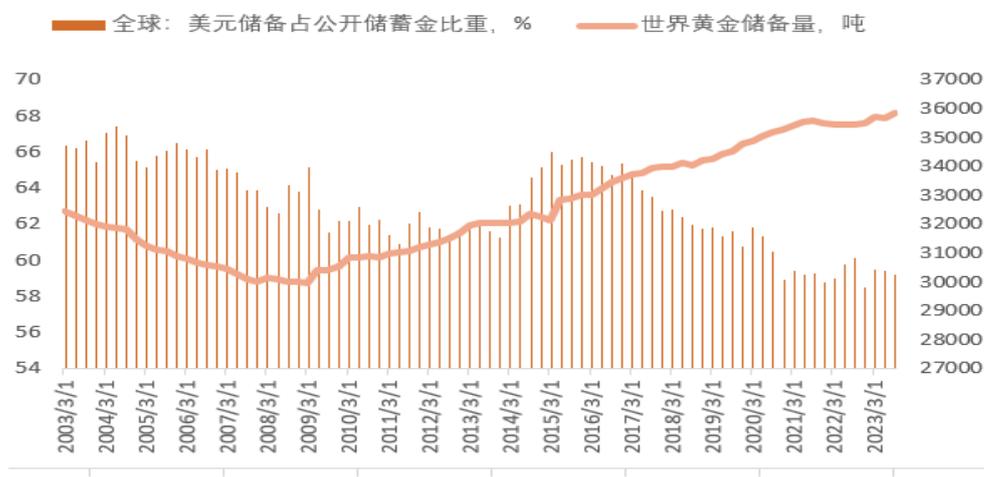


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2020年以来逆全球化、去美元化思潮加深，各国央行大幅增加购金规模，扩大了黄金在美

**元体系之外的价值。**如果以外汇储备代表美元信用体系的需求，那么黄金储备则代表了美元信用体系之外的需求。2008 年开始，世界黄金储备量逐年增加，世界各地央行加大对黄金的购入，相对应的，美元储备在各地的储备占比逐渐降低。长周期来看，黄金价格与美元指数的相关性将会逐渐削弱。国际货币信用体系的变化从量变到质变，过程漫长并且非线性，当前美元在全球市场仍具有主导作用。

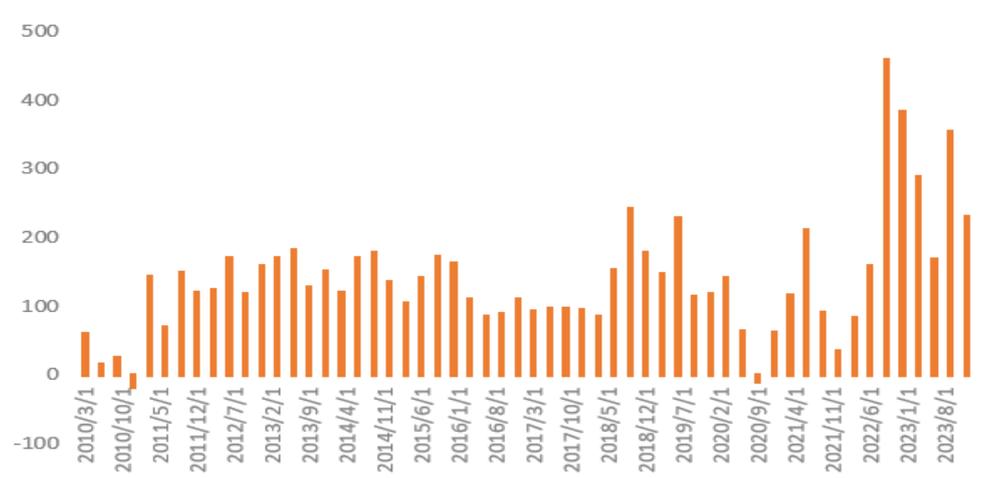
图 4：全球美元储备和黄金储量变化情况



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

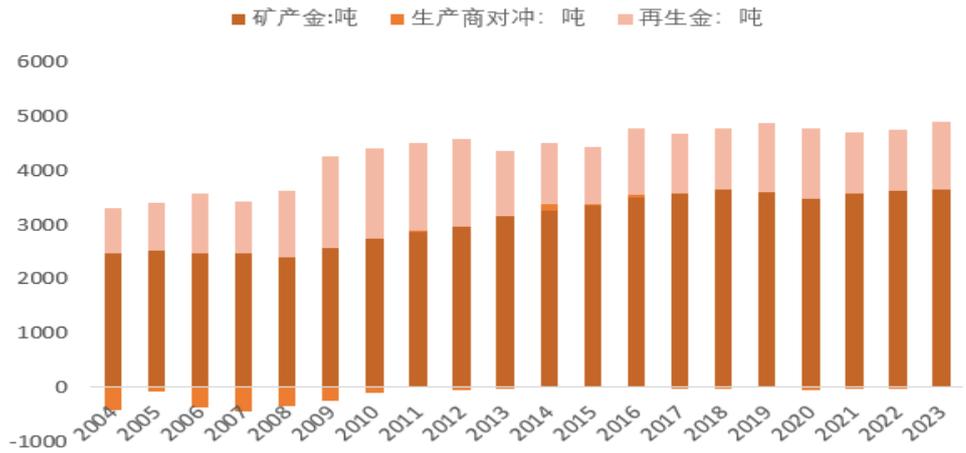
**各国央行希望降低美元在外汇储备中占主导地位所带来的风险，央行黄金购买量继续创下纪录。**2022 年央行购金贡献了主要需求增量，我们认为央行购金可视为全球资管机构资产配置策略的映射，购金量增加一般对应着金价上行周期。

图 5：央行季度购金量，吨



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

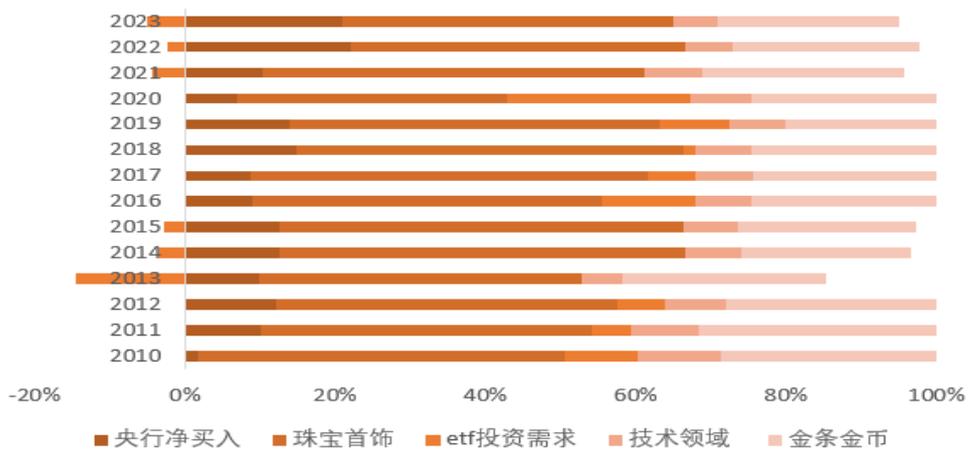
图 6：黄金不同来源的供应量



资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

相较于其他商品, 供应变化对金价变化的解释力有限。金矿年产量已从 2010 年的 2754.47 吨增至 2023 年底的 3644.41 吨, 并且金矿产量地理分布区域也在不断扩大。这种大范围均匀分布确保了黄金初级供应稳定, 减少了供应冲击带来风险。

图 7: 黄金不同需求变化占比



资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

疫情后全球央行对黄金增量需求有所增加, 需求结构变化很大, 2010 年之后黄金的需求占比由投资主导。

### 1.4. 2022 年之后的差异性

美债实际收益率的定价模型自 2022 年后出现一定偏差。可以采用实际利率表征黄金的金融属性, 用 VIX 指数表征市场的避险情绪, 两个因子对黄金价格的回归系数都非常显著。但 22 年下半年至今, 两者发生了大幅偏离, 比较明显的表现是 2022 年 8 月 1 日至 2024 年 2 月 20 日, 十年期美债的实际收益率从 0.09% 上升至 1.95%, 而同期 COMEX 黄金价格从 1772.4 美元/盎司上涨至 2029.1 美元/盎司, 两者反而呈现出一定的正相关性。

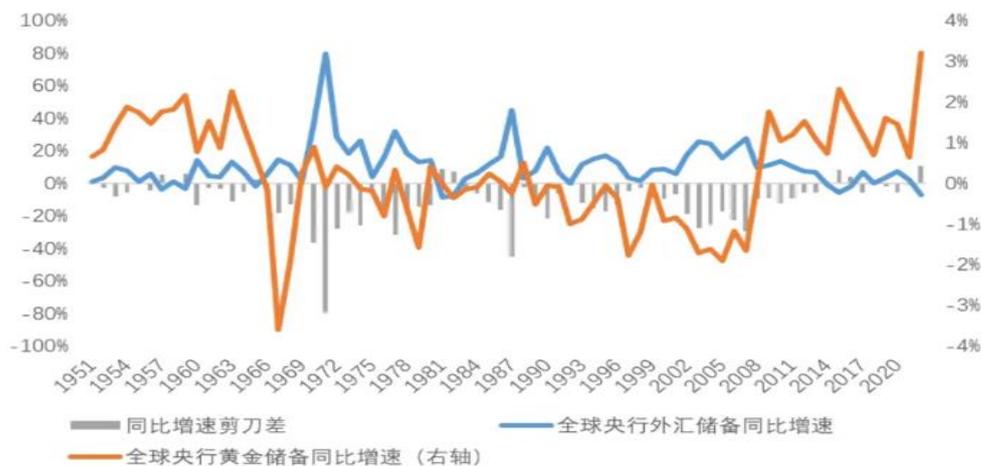
图 8: 2022 年以来实际收益率定价模型出现偏差 (左轴: 美元/盎司; 右轴: 逆序, %)



资料来源：WIND, 天风证券研究所

22年后定价模型的失效或因为央行购金行为增强。俄乌冲突爆发后，美国与西方世界冻结俄罗斯央行美元外汇储备，导致非美经济体国家对美元安全性产生质疑。地缘政治环境变化背景下，多国开始加大力度增加黄金、特别提款权等储备资产，推动外汇储备资产多元化，最终表现为2022年以来全球央行购金量显著增加。

图 9：全球央行黄金储备和美元储备走出剪刀差



资料来源：WIND, 天风证券研究所

当然，国际货币体系转变漫长而非线性，黄金定价机制底层框架依然是实际利率。“去美元化”的趋势正在发生，但依据历史经验，国际货币信用体系的变化从量变到质变，过程漫长并且非线性。如1872年美国的GDP就已经首次超过英国，而到1950年之后英镑在国际结算和央行外储中的地位开始让位于美元。当前美元在全球市场仍具有主导作用，无论是在全球贸易结算，各国央行外汇储备、全球债务计价以及全球资金流动中占比均居首位。中短期来看，若没有更大规模外生风险性事件冲击，黄金仍主要和美元信用体系相关，实际利率框架对金价走势仍有较强的解释力度。

## 2. 不同周期视野下黄金的同与不同

我们将从布雷顿森林体系瓦解之后，黄金经历的三次上涨和两轮下跌，每一轮涨跌视为一个黄金周期，在大的黄金周期下每 1-3 年会存在一个小的波动周期定义为小周期。

图 10：1975 年至今黄金走势

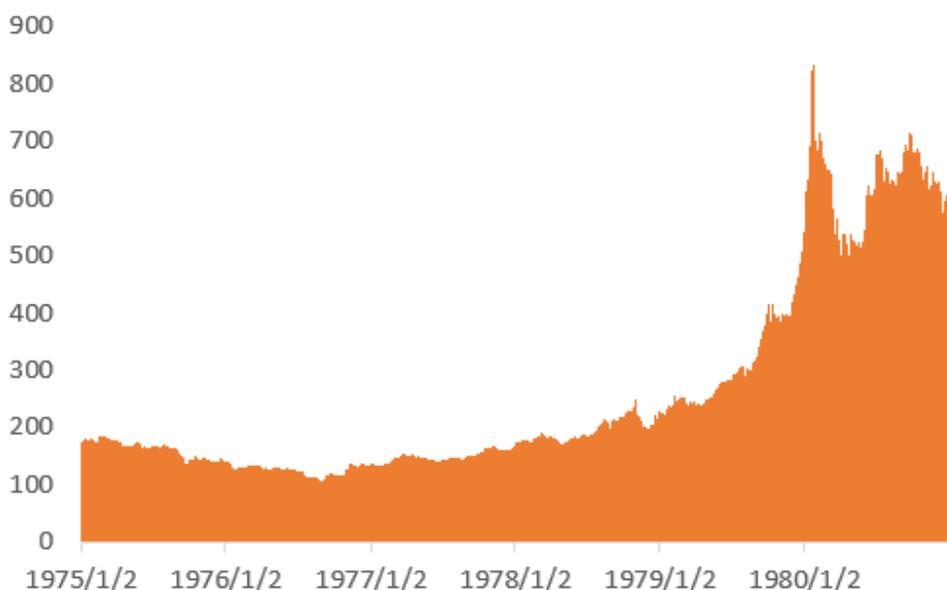


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

## 2.1. 黄金历史大周期的复盘

**1971-1980 年：第 1 轮黄金牛市。**1971 年 8 月，尼克松总统宣布美元与黄金脱钩，标志着布雷顿森林体系的解体。黄金自此摆脱了固定汇率的束缚，价格开始由市场供求关系决定。随后，1972 年伦敦金价从 46 美元/盎司飙升至 64 美元，1973 年突破了 100 美元大关，到 1979 年达到了 500 美元/盎司。1979 年下半年，伦敦金价在六个月内暴涨 180%，并于 1980 年 1 月 20 日达到历史最高点，每盎司 850 美元。

图 11：1975-1980 年黄金价格走势,美元/盎司

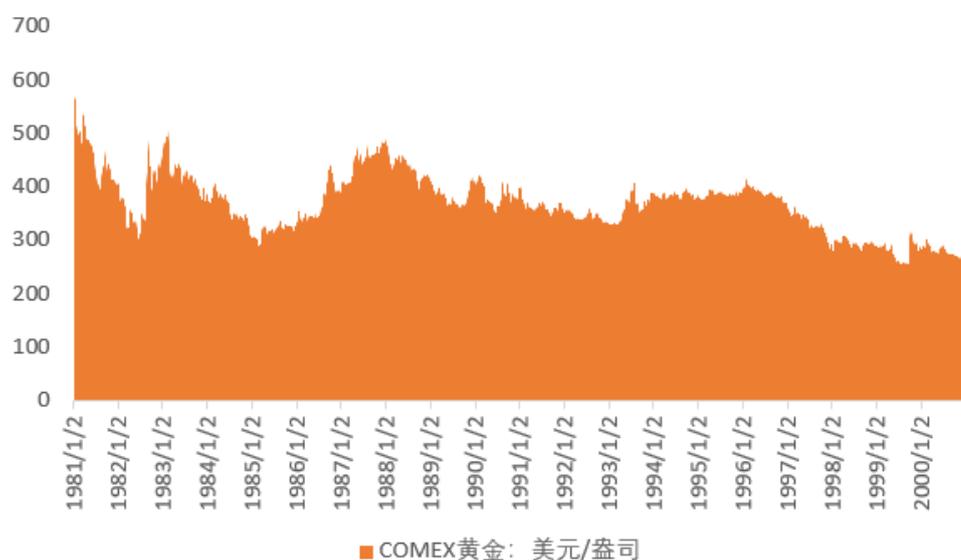


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

**1981-2000 年：第 1 轮黄金熊市。**1981-1984 年，强势美元政策和美联储加息，抑制了黄

金的投资需求。1985-1987 年，广场协议后美元开始贬值，黄金上涨。1988 年 2 月到 1989 年 5 月，卢浮宫协议签订，美元维持振荡走势，但美联储短暂加息进程使得黄金下跌。1989 年 6 月到 2000 年，美元升值叠加各国央行抛售黄金，使得黄金价格震荡下行。

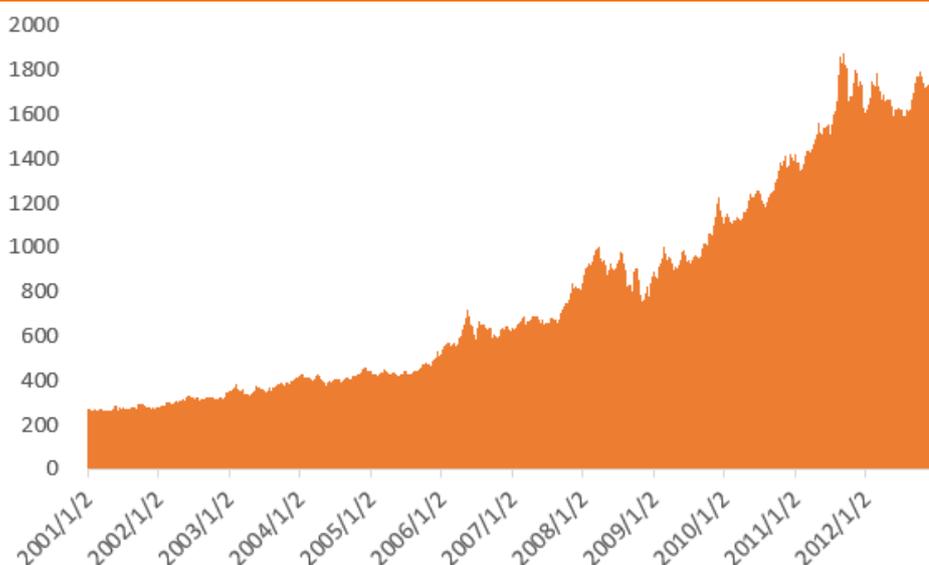
图 12：1981-2000 年黄金价格走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

**2001-2012 年：第 2 轮黄金牛市。**尤其在 2005 年后，美国次贷危机的酝酿和全球金融危机的爆发，激发了市场对黄金的避险需求。2008 年危机后，黄金摆脱初期抛售压力，价格大幅度上涨，成为投资“避风港”。随着全球央行的量化宽松政策和通胀预期上升，黄金价值进一步提升。自 2010 年起，金价稳居 1100 美元以上，2011 年 9 月 6 日更创下 1920 美元的历史新高，受央行购金和珠宝需求增长的双重推动。

图 13：2001-2012 年黄金走势,美元/盎司

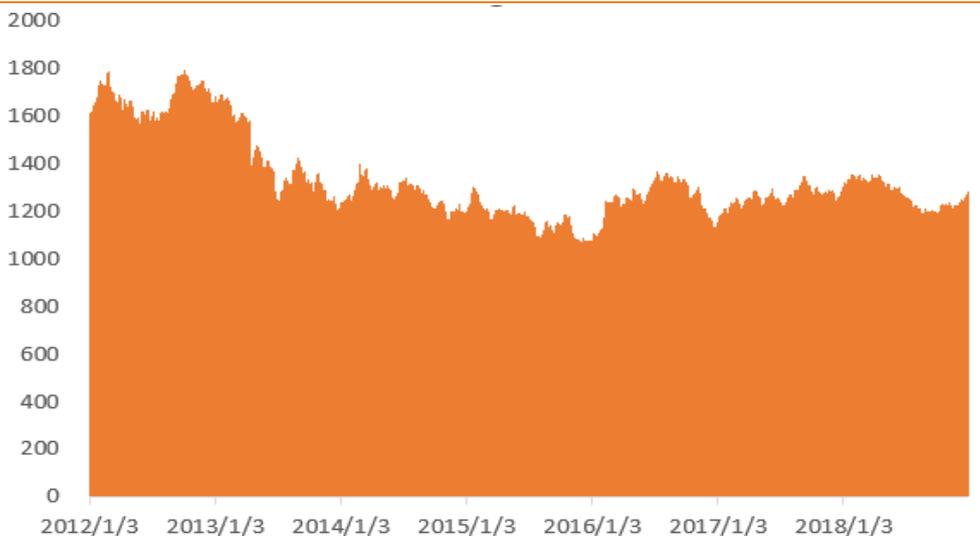


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

**2012-2018 年：第 2 轮黄金熊市。**2012 年，黄金价格以 1569.70 美元/盎司开盘，年度涨幅达 6.7%，但随后几年进入熊市。2013 年金价大幅下跌，年度跌幅达 12%，这阶段的主要影响因素是美国有意推行强美元政策。2015 年，美联储加息年底得到确定，国际黄金现货市场开于 1184.37 美元/盎司，收于 1061.10 美元/盎司，创六年新低。总体来看，2012 年

至 2018 年，金价震荡下行。

图 14：2012-2018 年黄金价格走势,美元/盎司



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

**2018 年-至今：第 3 轮黄金牛市：**2018 年，随着中美贸易摩擦和全球经济增长的放缓，黄金价格应声上涨。2019 年，美联储调整货币政策，于 7 月 31 日启动降息，推动金价进一步攀升。2020 年，新冠疫情全球蔓延，各国央行实施大规模宽松政策应对经济衰退，黄金价格随之大幅提升，触及历史高点 2089.2 美元/盎司。2022 年，俄乌冲突导致黄金价格短暂冲高至 2078.8 美元，但未能突破前高。随着美联储加快加息步伐，金价回落至 1618 美元附近。到了 2023 年，美联储加息周期接近结束，经济衰退的预期升温，为未来可能的降息创造了条件。

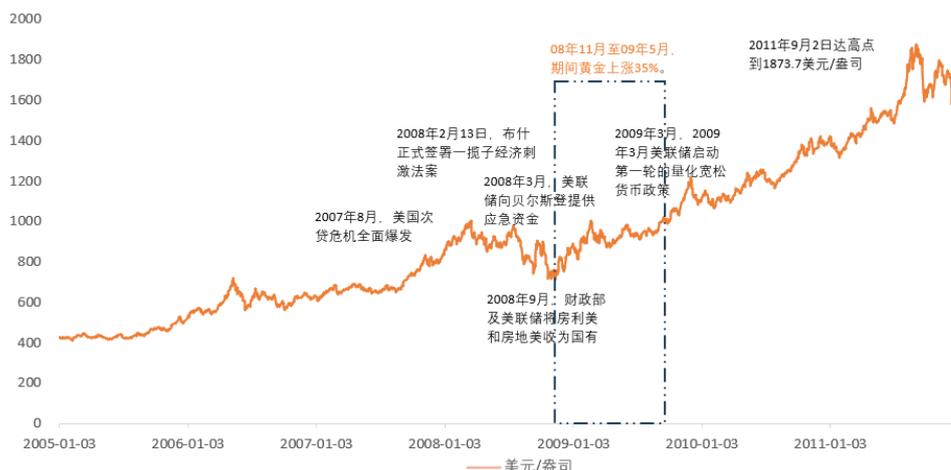
图 15：2018 至今黄金价格走势，美元/盎司



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

## 2.2. 大周期下的小周期范本

图 16：次贷危机时期黄金价格走势



资料来源：同花顺资讯，中国经济网等，天风证券研究所

**2008年1月1日到2008年3月17日：**在次贷危机影响逐步蔓延、美联储连续降息导致美元大幅走低、大宗商品价格上涨、黄金避险能力不断发挥等多方利好因素支持下，黄金市场单边上扬。在贝尔斯登被收购的消息传出后，金价冲到历史最高点 1030.8 美元/盎司。

**2008年3月18日到2008年7月15日：**在市场预期次贷危机最糟糕的时期已经过去，美元结束下跌，油价单边上攻的市场环境下，黄金在 850 美元到 950 美元附近宽幅震荡，对前期上涨过快进行有效调整。最终，在油价冲击历史高位 147.27 美元/桶的带动下，金价再次冲击千关，最高达 987.75 美元/盎司。

**2008年7月16日到2008年9月14日：**大宗商品带动下的全球通胀令美联储减息的举措饱受诟议，一系列监管原油市场投机的举措引燃了油价下跌的导火索。原油价格在经历上半年单边上扬后直线下挫，跌至 91.15 美元，并带动黄金等大宗商品一并下跌。

**2008年9月15日到2008年10月：**雷曼兄弟申请破产保护，次贷危机迅速演化为百年不遇的金融危机。黄金的避险能力正待展现之际，全球风险资产纷纷结清头寸，持有美元现金为安，黄金市场遭遇抛售以弥补其它风险资产亏损。美元升值、商品价格重挫，都严重打压金价。避险价值成为支撑金价的重要因素，相当程度上抑制了金价的跌幅。

**2008年10月-2009年2月：**各国央行大举降息、巨额财政注资的联合干预下，市场恐慌气氛稍缓、股市小幅反弹、美元上涨得以停歇。国际市场黄金价格在美元阶段性走强及油价下跌背景下延续上 08 年末的调整走势，并于 1 月 15 日触及年内低点 801.65 美元/盎司。欧美公布的经济数据继续恶化、发达经济体的银行业脆弱不堪、东欧信贷危机露头均显示世界经济经深陷衰退，市场恐慌情绪继续蔓延，避险需求推动美元和黄金联袂上涨。金价于 2 月 20 日年内首次冲至 1005.4 美元/盎司

**2009年2月-2009年5月：**3月18日美联储宣布将分批购入总额 3000 亿美元的美国国债引发市场强烈的通胀预期，金价应声急涨 60 美元至 970 美元/盎司附近。5 月份公布的主要经济数据、美国银行业压力测试结果，全球股市大幅反弹不断加强经济企稳预期。在避险需求不足与通胀忧虑双重压力下，金价大幅上扬至 990 美元/盎司。

黄金在金融危机的不同阶段依次展示了黄金的抗通胀性、黄金的避险作用、流动性逆转对黄金的冲击、以及黄金的金融属性。

### 2.3. 当下的黄金处于历史上大周期和小周期的阶段

我们认为目前黄金面临的整体环境是高美元利率环境对经济的负面影响逐渐显现，美债收益率的上行或已接近尾声，美联储有开始降息预期的趋势。美联储目前面临金融状况的进一步宽松和通胀的再次升温，并且要控制逐步升温的实际利率。黄金同样受到了俄乌冲突，

巴以冲突等地缘性冲突事件带来的影响。大周期上，对比第二次黄金牛市，目前大概率处在黄金牛市的中前期的位置，宏观上有降息预期，高通胀，以及下行的美元指数。小周期上范围上，美元和美债收益率下行，实际利率可能开展下行周期，叠加巴以冲突带来的避险作用，黄金目前大概率处于小周期范本黄金上涨阶段的中期，目前已经经历了中美贸易摩擦和全球经济增长的放缓带来的第一波启动。

## 2.4. 黄金和其他大宗商品的异同

通常情况下，大宗商品价格的波动并非孤立事件，受到多重因素的综合影响。供需关系是其中最重要的因素之一。当供应过剩时，大宗商品价格往往下跌；相反，当供应紧缺时，价格则上涨。世界各地的政治和地缘政治风险也会对大宗商品价格产生重大影响，我们可以通过金银比，金铜比，金油比等数据的波动来判断经济形势的走向。

**原油价格上涨会催生通货膨胀。**美元波动会引发黄金价格和原油价格同方向的波动。在国际市场上，黄金价格和原油价格都是以美元来报价的，而且国际贸易都是以美元来交易的，因此当美元上涨，黄金价格和原油价格都下跌；美元下跌时，黄金价格和原油价格都上涨。

**黄金和白银，铜波动趋势基本一致。**黄金和铜的价格同时受到货币政策，地缘政治因素的影响。白银和黄金在波动幅度上会有些差异，这是因为白银具有工业属性，且市场容量上小于黄金，具有更强的投机属性。

**黄金和天然气价格相关性较差。**决定天然气价格长期走势的主要因素是天然气供需的基本面。美元汇率也是影响天然气价格涨跌的重要因素。

当美元升值时，国际上黄金、天然气、铜等大宗商品原料价格有下跌的压力；反之，当美元贬值时，此类大宗商品的价格将上涨。黄金白银这两类大宗商品，货币和避险属性占据其价格的主导因素，铜，天然气等大宗则主要是由其供需关系来确定。

图 17：黄金和原油价格走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 18：黄金和铜价格走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 19：黄金和白银价格走势



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

图 20：黄金和天然气价格走势

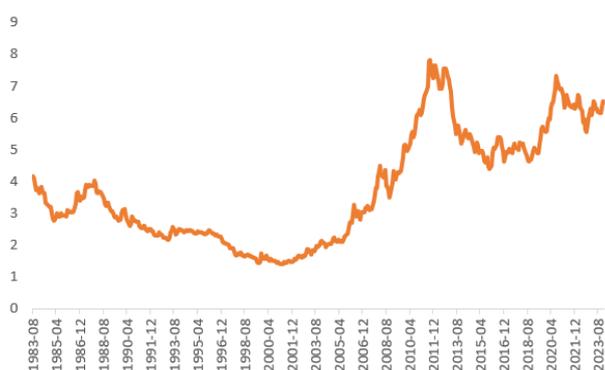


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

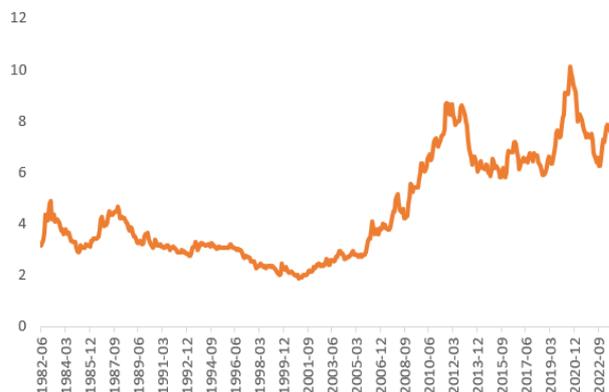
考虑到通胀本身的影响，系数回归至如今消费水平后，黄金可能运行到 2400 美金/盎司以上。我们通过系数回归，意图在于剔除通货膨胀本身对实物资产价格的影响，得到以下结论：黄金本身有周期性，但是长周期的价格基本是趋势向上的，我们希望得到剔除通胀因素后的历史黄金的高点，和它所处的周期所在的位置，我们以 1982=100 的 CPI 和 PPI 数据为定基点，得到黄金和 CPI，PPI 定基系数的修正值，这个数值反映了在历史各阶段除去通胀影响后其他因素对黄金价格趋势的影响。恢复当前通胀水平后，可以得到当下黄金弹性的最高点，参照 2021 年 CPI 定基点的值为 2370.71 美元/盎司，参照 2021 年 PPI 定基点的值为 2555.21 美元/盎司。

图 21：黄金和 CPI 定基的修正指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：黄金和 PPI 定基的修正指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 相关受益标的

#### 3.1. 山东黄金

公司主要业务为黄金开采，同时公司拥有集勘探、采矿、选矿、冶炼（精炼）和黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链，并拥有与之配套的科技研发体系。公司黄金产量、资源储备、经济效益、科技水平及人才优势均居国内黄金行业的领先地位。公司共有国内矿山中包括山东省矿山 10 座，省外矿山 4 座；国外矿山 2 座。共拥有矿石资源量 8.26 亿吨，黄金资源量 1431.4 吨，平均品位 1.73 克/吨；

表 1：2022 年报山东黄金资源量

矿山名称	主要品种	资源量(1)(2)					品位	黄金金属量 (100%基准) (t)	黄金金属量 (权益基准) (t)
		探明	控制	探明及控制	推断	总计			
三山岛金矿	金	-	21.4	21.4	26.4	47.8	3.07	146.58	146.58
焦家金矿	金	-	50.6	50.6	53.4	104	3.37	350.52	350.52
新城金矿	金	-	18.9	18.9	40.42	59.32	3.38	200.71	200.71
玲珑金矿	金	-	7.13	7.13	47.8	54.94	2.87	157.56	157.56
归来庄金矿	金	-	0.71	0.71	1.79	2.5	3.52	8.79	6.21
金洲金矿	金	-	2.01	2.01	2.06	4.06	3.12	12.67	7.99
鑫汇公司	金	-	6.14	6.14	3.84	9.97	3.67	36.58	36.58
莱西公司	金	-	1.75	1.75	1.52	3.27	1.96	6.41	6.41
蓬莱金矿	金	-	1.1	1.1	0.89	1.99	7.25	14.42	14.42
沂南金矿	金	-	1.83	1.83	4.23	6.06	1.57	9.48	9.48

山东省	金	-	111.6	111.6	182.3	293.9	3.21	943.7	936.5
赤峰柴矿	金	-	1.62	1.62	0.85	2.47	3.01	7.43	5.46
福建源鑫金矿	金	-	0.31	0.31	0.24	0.55	4.82	2.65	2.39
西和中宝金矿	金	-	6.39	6.39	7.17	13.56	2.28	30.86	21.6
新疆金川	金	6.2	31.05	37.29	7.37	44.66	0.91	40.46	40.46
省外合计	金	6.2	39.36	45.61	15.63	61.24	1.33	81.4	69.9
中国小计	金	6.2	150.9	157.2	198	355.1	2.89	1,025.1	1,006.4
贝拉德罗矿	金	18.25	231.43	249.68	27.41	277.09	0.68	188.18	94.09
卡帝诺	金	7.5	174.2	181.7	12.5	194.2	1.12	218.1	218.1
总计	金	32	556.5	588.5	237.8	826.3	1.73	1431.4	1318.6

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2022 年公司矿产金产量 38.673 吨，同比 2021 年增加 13.892 吨，增幅 56.06%。2022 年原矿入选品位 1.23 克/吨，同比增加 0.11 克/吨，其中地下矿山原矿入选品位 1.84 克/吨，同比增加 0.09 克/吨，增幅 5.43%，主要原因是各矿山产能快速恢复，高品位资源得到有效利用。2022 年，公司矿产金产量完成 38.673 吨，相当于国内 2022 年矿产金总量的 13.09%。全国境内矿山矿产金产量有 50.12%来自大型黄金企业（集团），山东黄金境内矿山矿产金 32.616 吨，占其中的 22%，是中国境内矿产金产量最高的上市公司。

表 2：山东黄金各矿山产量

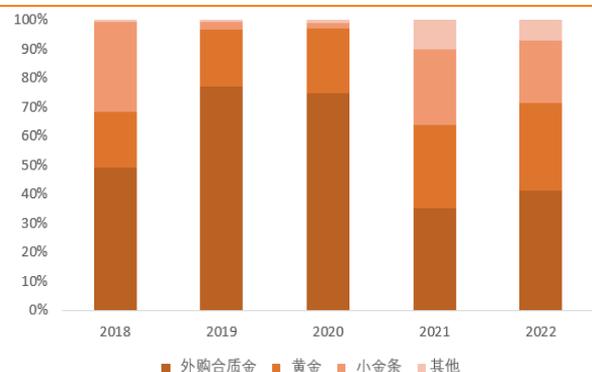
单位名称	2021 年产量：千克	2022 年产量：千克	持有权比例	2022 权益产量：千克
三山岛金矿	2671.4	5459.85	100%	5459.85
焦家金矿	4562.12	10036.25	100%	10036.25
玲珑金矿	1000.31	1101.92	100%	1101.92
新城金矿	2216.62	5691.23	100%	5691.23
蓬莱矿业	108.31	201.57	100%	201.57
沂南金矿	286.14	376.03	100%	376.03
鑫汇公司	1422.52	1433.1	100%	1433.1
莱西公司	592.34	595.85	100%	595.85
金洲公司	1012.38	1130.1	60.78%	686.87
归来庄矿业	167.06	816.3	70.65%	576.72
柴矿公司	1545.5	1727.95	73.52%	1270.44
福建源鑫	445.1	320.16	90.31%	289.14
西和中宝	1007.02	1008.28	70%	705.8
金川矿业	2353.02	2717.73	100%	2717.73
国内矿山合计	19389.84	32616.32		31142.49
贝拉德罗金矿 1	5391.45	6057	50%	6057
国外矿山合计	5391.45	6057		6057
公司合计	24781.29	38673.32		37199.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要收入来自于黄金产品，自产金收入贡献占比有所提升。具体细分来看，2022 年公司主要营业收入来自于黄金行业，在营业收入中占绝大比例，2022 年黄金行业收入占公司

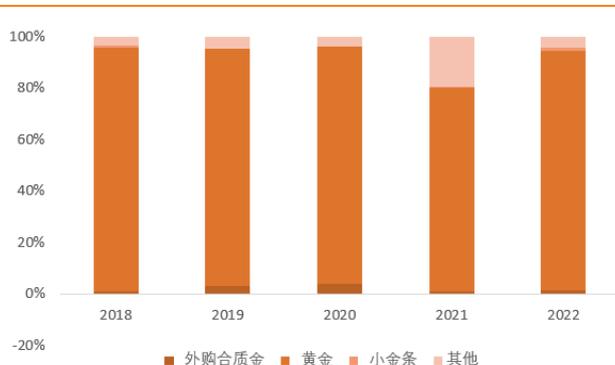
营业收入比例达 92.9%。分产品看,公司主要营业收入来源于外购金,2022 年占比 41.24%;其次为自产金,2022 年营业收入占比 30.18%;再次为小金条,2022 年营业收入占比 21.48%。近年来,自产金营业收入在公司营业收入中的占比有所上升,由 2018 年的 18.80% 上升至 2022 年的 30.18%,对公司营业收入的贡献逐渐增加。而山东黄金主要毛利贡献基本都是由黄金产品贡献,2021 年黄金贡献 28.44 亿元,占总利润的 79.35%,2022 年黄金板块贡献利润 65.79 亿元,总利润占比上升至 92.74%。

图 23: 山东黄金营收分产品占比



资料来源:同花顺资讯,天风证券研究所

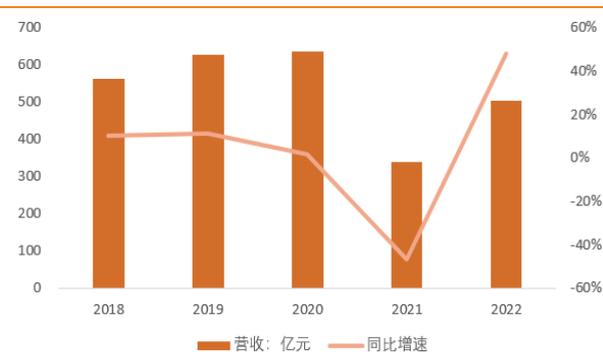
图 24: 山东黄金毛利分产品占比



资料来源:同花顺资讯,天风证券研究所

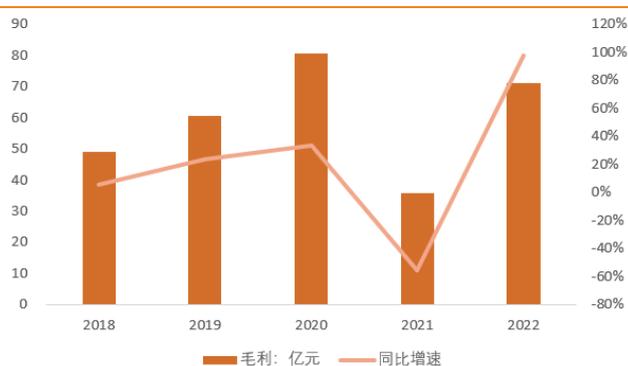
公司 22 年营收利润触底回升。2022 年,公司营收和归母净利润实现增长,其中归母净利润由负转正,从 2021 年的 -1.94 亿上升至 2022 年的 12.46 亿,接近 2019 年的归母净利润水平。营业收入也由 2021 年的 339.35 亿上升至 503.06 亿。

图 25: 山东黄金营收及同比增速



资料来源:同花顺资讯,天风证券研究所

图 26: 山东黄金毛利及同比增速



资料来源:同花顺资讯,天风证券研究所

山东黄金拟收购西岭金矿探矿权,大幅增厚黄金储备。西岭金矿是目前为止国内探获的最大(巨型)单体金矿床,探矿权范围内经评审备案、资源量:金金属量 592.19 吨,品位 4.02 克/吨;另有尚难利用金矿石量 111.22 万吨、金金属量 4.39 吨,品位 3.95 克/吨。转让价款 103.34 亿元,592.19 吨黄金资源量对应克金收购价仅为 17 元。截止至 2022 年末,公司黄金资源量 1431.4 吨,西岭金矿收购完成后,公司黄金资源量将超 2000 吨。

### 3.2. 银泰黄金

银泰黄金股份有限公司主营业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易。公司拥有 4 座金矿矿山和 1 座铅锌银多金属矿山,产品以合质金为主,兼具铅锌银等多种金属粉。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。2022 年公司合质金产量 7.06 吨,销量 6.89 吨;矿产品银产量 190.74 吨,销量 180.86 吨。截至 2022 年末,公司黄金资源量 173.9 吨,银金属量 6,921.2 吨,铅锌金属量 166.71 万吨,铜金属量 6.35 万吨。

表 3: 2022 年银泰黄金分矿山资源量

矿山名称	持股比例	资源类型	矿石资源量 (万吨)	银金属量 (吨)	铅+锌金属 量(万吨)	铜金属量 (万吨)	金资源 量 (吨)	锡金属量 (万吨)
内蒙古玉龙矿业	76.67%	资源量	5,385.68	6,832.49	166.71	6.35	0.152	1.82
青海大柴旦矿业	90%	堆放量	131.44				6.85	
		资源量	1637.37				65.95	
		合计	1,768.81				72.8	
吉林板庙子矿业	95%	资源量	540.5				20.59	
黑河银泰矿业	100%	存货量	21.41	16.32			0.7	
		资源量	106.27	72.39			8.99	
		合计	127.68	88.71			11.4	
芒市华盛金矿	60%	资源量	2,322.50				70.67	
合计			10,145.17	6,921.20	166.71	6.35	173.90	1.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2022年公司合质金产量7.06吨，同比减少2.08%，销量6.89吨，同比减少3.23%；矿产品银产量190.74吨，同比增加6.94%，销量180.86吨，同比减少6.91%；铅精矿产量11785.79吨，同比增加11.86%，销量11249.44吨，同比减少3.96%；锌精矿产量17692.58吨，同比增加33.72%，销量15121.33吨，同比增加14.82%。产销基本保持一致。

表 4：公司 2022 年产销情况

行业分类	项目	单位	2022 年	2021 年	同比增减
合质金	销售量	吨	6.89	7.12	-3.23%
	生产量	吨	7.06	7.21	-2.08%
	库存量	吨	0.88	0.71	23.94%
矿产品银	销售量	吨	180.86	194.28	-6.91%
	生产量	吨	190.74	178.37	6.94%
	库存量	吨	14.44	4.56	216.67%
铅精矿	销售量	吨	11,249.44	11,713.49	-3.96%
	生产量	吨	11,785.79	10,536.58	11.86%
	库存量	吨	610.82	74.47	720.22%
锌精矿	销售量	吨	15,121.33	13,169.06	14.82%
	生产量	吨	17,692.58	13,230.80	33.72%
	库存量	吨	2,632.99	61.74	4164.64%
铜精矿	销售量	吨	-	201.28	-
	生产量	吨	-	201.28	-
	库存量	吨	-	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

高品位矿山成本优势明显，公司旗下矿山黄金资源极其优质，主力矿山金品位均超过3.0g/吨。黑河银泰由银泰黄金持有100%股权，旗下拥有东安金矿采矿权，该金矿是目前国内已探明黄金品位最高的金矿之一，同时伴生白银。玉龙矿业是目前国内矿产银（含银量）最大的单体矿山之一，也是已知国内上市公司中毛利率较高的矿山之一。

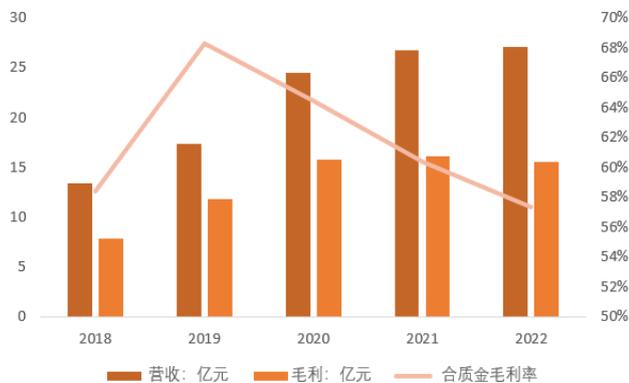
表 5：银泰黄金各矿山产能情况

矿山	状态	金资源量	2022 产量	2022 品位	生产规模
黑河银泰	在产	11.4 吨	3.0 吨	6.9 g/t	37.5 万吨/年
吉林板庙子	在产	20.59 吨	2.0 吨	3.0 g/t	80 万吨/年
青海大柴旦	在产	72.80 吨	2.1 吨	3.1 g/t	80 万吨/年
芒市华盛金矿	待产	70.67 吨	/	3.0 g/t	10 万吨/年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

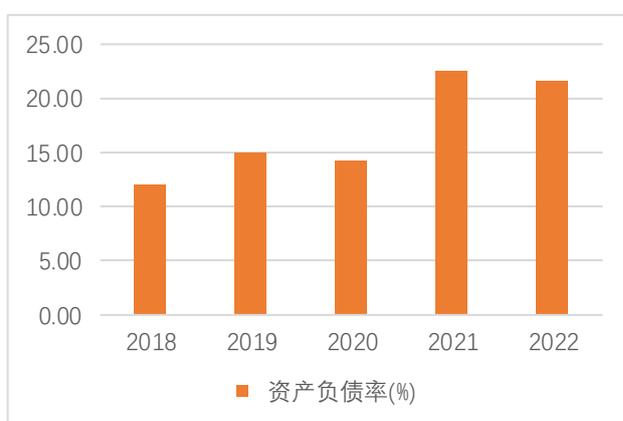
根据银泰黄金 2022 年年度报告，公司 2022 年矿产金产量在全国黄金上市公司中排名第七位，公司也是黄金矿山中毛利率较高的矿企，2022 年实现净利润在全国黄金矿业上市公司中排名第四位。

图 27：合质金营收毛利及毛利率



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 28：银泰黄金资产负债率



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

银泰黄金 2 月 26 日发布公告称拟收购加拿大 Osino 资源，本次收购的交易金额约为 3.68 亿加元。收购完成后，公司将通过买方持有 Osino 资源 100% 股权。Osino 资源主要资产为位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目，该矿拥有黄金矿石量 6450 万吨，金品位 1.04g/吨，黄金金属量 66.86 吨，Twin Hills 金矿共含有黄金资源量(探明+控制+推断)共 9130 万吨，金品位 1.09 克/吨，黄金金属量 99.21 吨。Twin Hills 金矿项目选厂设计产能为 500 万吨/年，建设性资本开支为 3.65 亿美元，计划生产 13 年，使用露天采矿，矿山服务年限内剥采比 4.64 吨/年，通过重选+炭浸+干排工艺，预计矿山寿命期内平均年产金约 5.04 吨，全维持性成本为 1,011 美元/盎司，公司预计 26 年完全投产。

### 3.3. 赤峰黄金

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司是一家快速成长的国际化黄金生产商，主要在全球范围内从事黄金的采、选和销售业务。公司拥有中国、东南亚和西非的 7 个矿业投资项目和 1 个资源综合利用项目，资源综合利用项目是位于中国安徽省合肥市的广源科技，从事的废弃电器电子产品拆解业务。

公司境内黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业共拥有 8 宗采矿权和 12 宗探矿权；公司所属矿山的矿石品位高，属于国内当前少有的高品位富矿床，相比同类黄金矿山企业，黄金生产的单位成本较低，毛利率较高。

表 6：2022 年赤峰黄金资源量及产能情况

矿山名称	主要品种	类型	资源量 (百万吨)	品位 (克/吨, %)	年产量 (万吨)
五龙矿业	黄金	探明+控制+推断	1.50	7.51	10.00
吉隆矿业撰山子金矿	黄金	探明+控制+推断	0.71	13.61	12.00
华泰矿业红花沟金矿	黄金	探明+控制+推断	3.04	7.29	18.89
万象矿业塞班金铜矿	黄金	探明+控制+推断	9.70	5.32	300.00
	铜	探明+控制+推断	56.60	0.84	
	稀土	探明+推断	71.71	0.05	
金星瓦萨	黄金	探明+控制+推断	96.96	3.40	270.00

瀚丰矿业立山矿	锌	探明+控制+推断	15.80	3.43	60.00
	铜	探明+控制+推断		0.17	
	铅	探明+控制+推断		0.18	
瀚丰矿业东风矿	钼	探明+控制+推断	58.99	0.15	9.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

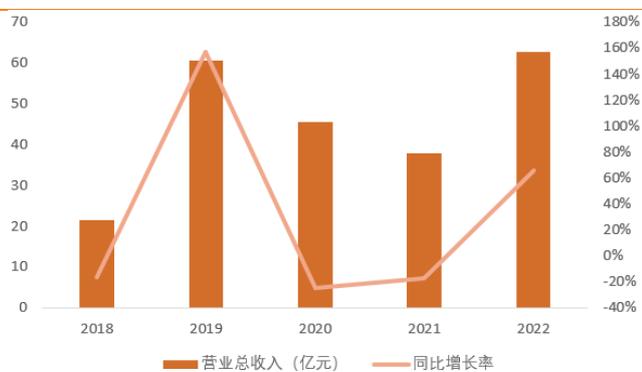
表 7：2022 年赤峰黄金产销情况

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
矿产金	克	13,568,531.97	13,854,129.35	735,112.66	67.61	77.69	-27.98
电解铜	吨	6,433.19	6,592.63	480.87	28.16	20.03	-24.9
铜精粉	吨	2,050.22	1,976.96	73.59	-30.08	-33.79	22,200.00
铅精粉	吨	3,313.68	3,577.39	22.67	-4.71	6.1	-92.08
锌精粉	吨	22,042.57	21,881.32	161.25	10.59	9.78	
钼精粉	吨	41.71	41.71				
矿产银	千克	2,750.50	3,760.45	9.82	2,999.15	181.59	-99.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2022 年度，公司实现主营业务收入 62.67 亿元，其中，采矿业板块：生产矿产金 13,568.53 公斤，较上年增长 67.61%，电解铜 0.64 万吨，较上年增长 28.16%。收入结构方面，公司主要产品为黄金、电解铜及其他有色金属。

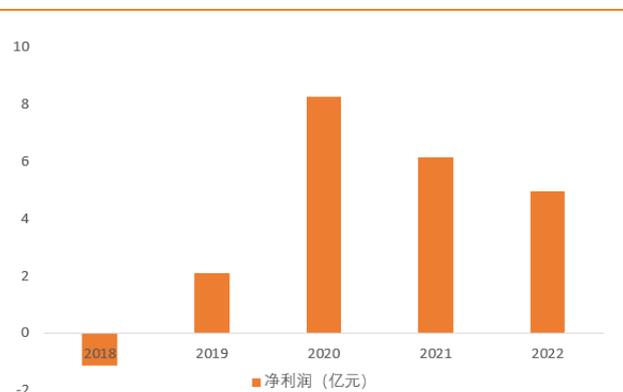
图 29：赤峰黄金营收及同比增速



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

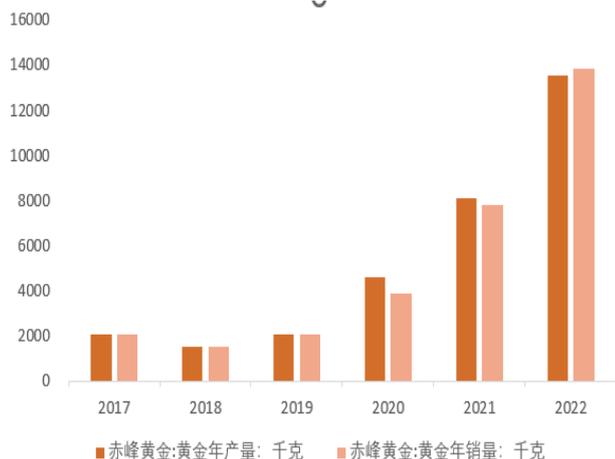
图 31：赤峰黄金产销量 (千克)

图 30：赤峰黄金近年净利润情况

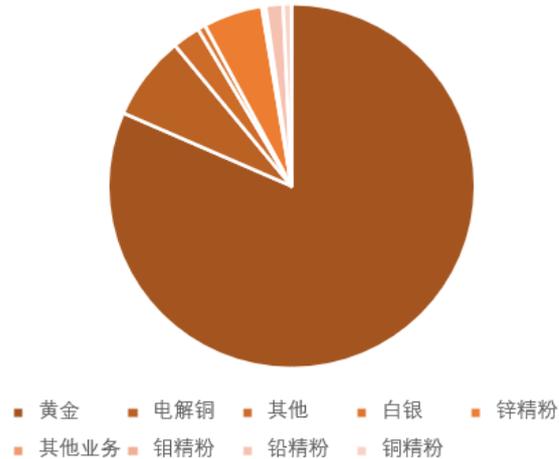


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 32：2022 年赤峰黄金毛利占比情况



资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所



资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

### 3.4. 中金黄金

中金黄金股份有限公司成立于2000年6月23日,由中国黄金集团有限公司的前身中国黄金总公司作为主发起人,联合其它6家企业共同发起设立。是集团公司发展黄金矿业的主要平台。公司的经营范围有:黄金、有色金属的地质勘查、采选、冶炼的投资与管理;黄金生产的副产品加工、销售;黄金生产所需原材料、燃料、设备的仓储、销售等,是中国第一家专业从事黄金生产的上市公司。

2022年,公司实现利润总额30.48亿元,同比增加20.32%;净利润25.01亿元,同比增加27.69%;资产负债率42.43%,同比下降1.05个百分点,2022年,公司全年生产矿产金19.93吨,比2021年减少0.07吨;冶炼金40吨,比2021年减少2.25吨;矿山铜7.93万吨,比2021年减少2041吨;电解铜39.31万吨,比2021年减少8538吨。

表 8: 2022 年中金黄金资源量及产能梳理

矿山名称	金属品种	资源量	储量	品位	年产量	资源剩余可开采年限
中国黄金集团夹皮沟矿业有 限公司	金	8320.51 千 克	1526.66 千 克	10.70 克/吨	780.83 千 克	4 年
辽宁排山楼黄金矿业有限 责任公司	金	24035.72 千 克	9522.75 千 克	3.91 克/吨	1962.56 千 克	11 年
辽宁二道沟黄金矿业有限 责任公司	金	5521.14 千 克	1261.71 千 克	9.47 克/吨	759.25 千 克	5 年
苏尼特金曦黄金矿业有限 责任公司	金	33193.22 千 克	2155.83 千 克	3.27 克/吨	1024.77 千 克	5 年
内蒙古包头鑫达黄金矿业 有限公司	金	23642.85 千 克	5348.01 千 克	2.28 克/吨	1501.17 千 克	10 年
中国黄金集团石湖矿业有 限公司	金	8489.13 千 克	3138.55 千 克	4.44 克/吨	311.6 千 克	20 年
河北峪耳崖黄金矿业有限 责任公司	金	17212.96 千 克	4518.03 千 克	7.69 克/吨	536.4 千 克	22 年
河北金厂峪矿业有限 责任公	金	16343.93 千 克	4690.35 千 克	2.20 克/吨	309.08 千 克	10 年

司		克					
河北东梁黄金矿业有限责任公司	金	5419.62 千克	880.23 千克	1.86 克/吨	511.04 千克	14 年	
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	金	14768.24 千克	2633.15 千克	3.14 克/吨	470.4 千克	5 年	
河南金源黄金矿业有限责任公司	金	44664.33 千克	8570.07 千克	2.56 克/吨	1173.79 千克	25 年	
嵩县金牛有限责任公司	金	61170.03 千克	10599.66 千克	1.83 克/吨	1235.01 千克	21 年	
嵩县前河矿业有限责任公司	金	6483.5 千克	2470.97 千克	3.37 克/吨	430.01 千克	10 年	
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	金	3454.49 千克	453.02 千克	3.69 克/吨	569.66 千克	2 年	
河南金渠黄金股份有限公司	金	5569.96 千克	1003.98 千克	7.16 克/吨	466.79 千克	3 年	
陕西太白黄金矿业有限责任公司	金	25430.41 千克	2190.33 千克	4.03 克/吨	1210.23 千克	3 年	
陕西略阳铍厂沟金矿	金	5778.58 千克	57.68 千克	13.06 克/吨	141 千克	20 年	
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	金	14674.82 千克	6480.7 千克	2.52 克/吨	320.02 千克	17 年	
潼关中金黄金矿业有限责任公司	金	486.29 千克		8.12 克/吨	106.43 千克	停产	
陕西鑫元科工贸股份有限公司	金	8369.77 千克		15.26 克/吨	551.15 千克	采矿证过期	
甘肃省天水李子金矿有限公司	金	5634.45 千克	26.82 千克	7.66 克/吨	1101.61 千克	10 年	
湖北三鑫金铜股份有限公司	金	34967.46 千克	12627.12 千克	1.79 克/吨	1516.51 千克	12 年	
湖北三鑫金铜股份有限公司	铜	305321 吨	124418 吨	1.76%	14808 吨		
湖北鸡笼山黄金矿业有限责任公司	金	992.4 千克	845 千克	0.82 克/吨	125.5 千克	5 年	
	铜	9247 吨	7536 吨	0.73%	1200 吨		
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	34938.11 千克	8708.93 千克	3.74 克/吨	1832.72 千克	5 年	
托里县金福黄金矿业有限责任公司	金	4031.25 千克		2.82 克/吨		停产	
凌源日兴矿业有限公司	金	8774.43 千克	3408.72 千克	2.51 克/吨	561.4 千克	6 年	
安徽太平矿业有限公司	铁	27301097 吨	9421961 吨	47.50%	97323 吨	24 年	
安徽太平矿业有限公司	金	8188.03 千克		0.86 克/吨	70.84 千克		
安徽太平矿业有限公司	铜	32688 吨		0.62%			
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	金	20148.27 千克		3.48 克/吨		停产	
陕西久盛矿业投资管理有限公司	金	43896.63 千克		3.59 克/吨		停产	
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限	金	5923 千克		4.76 克/吨		停产	

责任公司						
吉木乃金源矿业有限公司	金	1461.05 千克		2.11 克/吨		探矿企业
宜昌万子湖矿业有限公司	金	1175 千克		7.45 克/吨		探矿企业
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钼	469564	60684 吨	0.04%	6156 吨	26 年
中国黄金集团西和矿业有限公司	铜	1909754	399279 吨	0.26%	62006 吨	
	金	4192 千克		2.54 克/吨		探矿企业

资料来源：公司公告，天风证券研究所

截止 2022 年，公司在产黄金矿山有 24 座，其中 9 座矿山年金产量超过 1 吨，矿产金产量常年在 20 吨上下。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。矿权面积达到 640.14 平方公里

图 33：中金黄金营收及同比增速

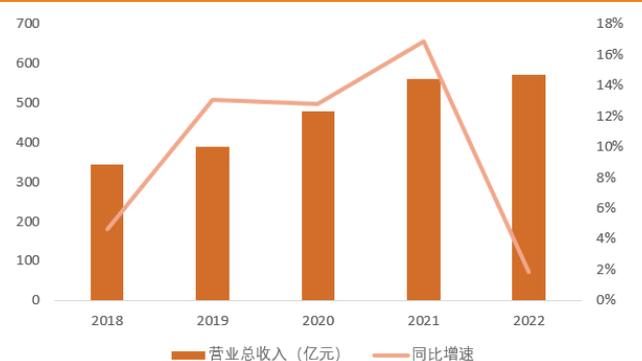
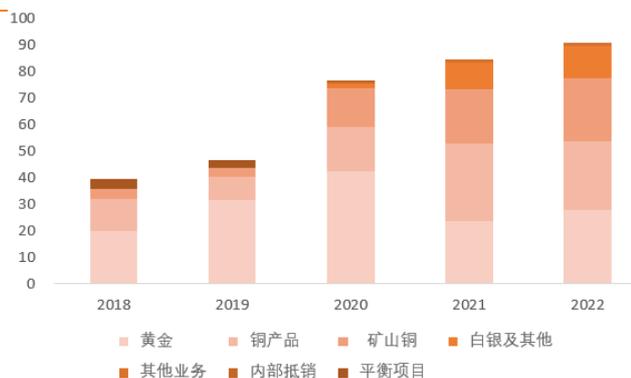


图 34：中金黄金净利润及同比增速



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

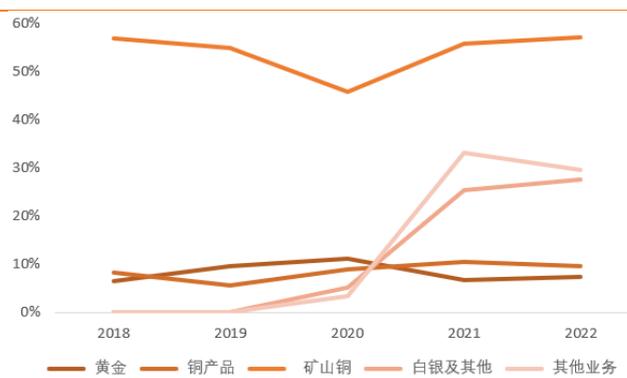
图 35：中金黄金分业务毛利贡献（亿元）



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 36 中金黄金分板块毛利率



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2022 年公司实现毛利率 11.7%，同比提高 0.22 个百分点。黄金毛利率 7.45%，铜产品 9.54%、其他主营业务毛利率 29.69%。2022 年公司矿山铜产量 7.93 万吨、电解铜 39.31 万吨，钼 6156 吨，公司享受多金属多元赋能，助力公司发展。

## 4. 投资建议

从时间维度上来看，我们认为本轮黄金上涨大概率处在本轮黄金牛市的前中期，本轮周期可能会结束于美联储降息结束市场开始有加息预期的时刻，届时实际利率可能会上调，本轮

上涨周期可能会迎来终结，叠加避险，以及全球央行购金改善边际需求，再考虑历史上美元的降息周期，一般维持 1-3 年，降息幅度超过 500 个基点，我们预计本轮降息周期可能持续两年，黄金的上涨周期也同步，大概率持续到 2026 年末。在黄金价格上涨的时间段，本轮周期开始，伦敦黄金价格每上升 1%，申万三级行业黄金指数上涨 2.23%，黄金股票的弹性更大，收益更高。我们认为黄金企业利润释放时间滞后于商品表现，因此权益市场与商品市场的表现存在阶段性背离。但随着黄金价格的延续上涨，黄金股资产负债表修复后利润释放将更加顺畅。**建议关注：山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金、中金黄金。**

## 5. 风险提示

**美联储降息的不确定性风险：**美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上表示，政策利率可能已达到峰值，在今年某个时候开始放松货币政策是合适的。不过，他也依旧强调，如果合适，美联储会在更长时间内将联邦基金利率目标区间维持在目前水平，所以降息存在较大的不确定性。

**美国通胀持续性超预期风险：**目前通胀仍然较高，劳动力市场仍然相对紧张，但供需条件持续趋向更好的平衡，宽松的金融条件将增加后续通胀的不确定性。

**贵金属价格大幅下跌风险：**国际政治紧张局势可能影响黄金价格，黄金的避险属性受地缘政治稳定性影响，可能会导致价格大幅度下跌。

**黄金矿山项目投产不及时风险：**因国内外矿山建设，受到地缘因素影响，以及采探矿权办理办理周期不确定等问题影响，矿山投产时间可能不及预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com