



贵金属行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

联系人：高梦遥

lichao3@gjzq.com.cn

gaomengyao@gjzq.com.cn

掘“金”系列（七）：强烈推荐关注 Q2 黄金股主升浪

投资观点

在 1Q2024 黄金股业绩较好释放、美联储将释放“宽松信号”等因素共同作用下，2Q2024 将迎来黄金股主升浪

（1）黄金股成本增速放缓，一季度业绩将较好释放；黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期，未来或将补涨

2023 年山东黄金、银泰黄金、湖南黄金、赤峰黄金矿产金单位成本同比增速分别为 3.68%/5.30%/2.05%/1.13%，上述公司 2018-2022 年矿产金成本复合增速分别为 9.63%/10.46%/9.86%/13.32%，2023 年矿产金单位成本增速均有所下降。我们认为 2018-2022 年受不可抗因素影 响，黄金生产企业矿产金成本增速较高，当前上述因素影 响已经缓解，预计 2024 年单位成本增速将得到较好控制。1Q2024 上海黄金交易所 9995 黄金均价环比+4.05%至 489.62 元/克，我们预计在成本控制较为稳定，黄金价格环比上涨的情况下，黄金上市公司 Q1 业绩将会有较好释放。

山东黄金、中金黄金、银泰黄金 2024E 吨权益产量市值和 PE 水平均未达历史高位，当前黄金股市值隐含的 2024 年金价预期最高仅为 486 元/克，相对于 3 月 29 日上海黄金交易所 9995 黄金最新收盘价的 529.86 元/克仍有较大空间，黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期。我们预计美联储释放“宽松信号”后，黄金价格及黄金股在 2Q2024 将迎来主升浪，同时黄金股由于当前市值并未反映较多金价上涨预期，具有较大“补涨”空间。

（2）美联储或将在 6 月正式降息，在此之前美联储释放“宽松信号”或将成为黄金股主升浪行情启动点

3 月 1 日美联储沃勒在发言中暗示“反向扭转操作”；随后 3 月 7 日，鲍威尔表示美联储“需要一段时间”才会让持仓更明确转向国债，减少机构抵押贷款支持证券（MBS）的持仓是一个“长期的愿望”，与此前沃勒表述较为一致。考虑到 2019 年曾发生回购危机，当前随着 ON RRP 的下降，总体流动性状况或将出现更多不确定性，美联储或将在正式开始降息前先放缓或停止缩表。虽然 3 月 FOMC 会议并未对放缓 QT 做出决策，但鲍威尔在发布会上表示缩减 QT 马上会发生。当前 Fed Watch 工具显示美联储 6 月降息 25BP 概率为 61%。

我们认为美联储正式降息前将释放“宽松信号”，这一“宽松信号”时点将成为黄金股主升浪行情启动点，因此 Q2 将迎来黄金及黄金股主升浪，正式降息一次后黄金股将迎来阶段性顶点。

（3）COMEX 黄金及黄金 ETF 持仓增加，支撑金价上涨

3 月以来 COMEX 黄金非商业净持仓和黄金 ETF 持仓均有所增加，我们认为主因 3 月市场对于美联储降息预期强化，市场交易降息预期，黄金投资需求带来资金流入。未来若上述持仓持续增加，将支撑金价进一步上涨。

（4）首次降息后黄金股股价波动率有所提升

美国 2 月医疗、运输服务等核心 CPI 分项同比增速有所提升，从美国 20 个大中城市房价同比数据的领先意义来看，房价上涨或将在 2024 年下半年传导至美国 CPI 房屋分项；10 年期盈亏平衡通胀率显示的通胀预期从 2024 年初的 2.21% 提升至最新的 2.32%，美国存在再通胀风险。

3 月 FOMC 会议美联储官员上调 2024 年实际 GDP 增速及核心 PCE 通胀预期，下调失业率预期。基于美国经济存在韧性和可能发生的再通胀风险，我们认为 6 月可能是“保险式降息”，未来降息路径需观察后续经济数据。3 月 FOMC 会议利率点阵图显示，若有一位支持年内降息 3 次的美联储官员改变其观点，全年降息次数可能降低至 2 次。因此首次降息后，黄金股股价波动率将有所提升。

投资建议

2023 年黄金股自产金成本增速放缓，预计 2024 年第一季度在金价环比上涨、成本控制较为稳定的情况下，黄金股业绩将有较好表现，且黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期，具有较大“补涨”空间。基于美联储 6 月首次降息维度，我们预计 Q2 美联储将释放“宽松信号”，届时将成为黄金股主升浪行情启动点。建议关注**山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、紫金矿业**等标的。

风险提示

美联储紧缩货币政策反复，黄金公司业绩不及预期，美国经济超预期向好。



内容目录

一、降息预期强化，黄金价格显著上涨.....	5
二、放缓缩表+反向扭转预期推动金价上涨.....	7
2.1 实际利率下降推涨黄金价格.....	7
2.2 美联储或将放缓缩表.....	7
2.3 美国 2 月核心 PCE 通胀下行.....	9
2.4 Q2 将迎来黄金股主升浪.....	13
2.5 中国制造业 PMI 重回扩张区间.....	16
2.6 黄金 ETF 持仓增加.....	16
三、全球央行购金持续.....	18
3.1 全球央行购金热度持续.....	18
3.2 黄金相对比价未达历史高位.....	20
3.3 2023 年全球黄金实物供给过剩.....	22
3.4 世界白银协会预测 2023 年白银短缺 4420 吨.....	22
四、行业重点公司估值.....	23
五、风险提示.....	26

图表目录

图表 1： 黄金价格.....	5
图表 2： 白银价格.....	5
图表 3： 通胀调整的金价（CPI：2023 年=100）.....	5
图表 4： 黄金价格模型各指标对金价贡献（单位：美元/盎司）.....	6
图表 5： 模型预测 2024 年金价上涨 17.9%至 2330 美元/盎司.....	6
图表 6： 2024 年初至今贵金属行业指数+20.45%.....	7
图表 7： 近一个月贵金属行业指数+25.14%.....	7
图表 8： 金价&实际利率.....	7
图表 9： 2023 年以来金价&实际利率.....	7
图表 10： 联邦基金目标利率&美联储资产.....	8
图表 11： 逆回购降幅超过美联储缩表规模（十亿美元）.....	8
图表 12： 美联储资产负债表（截至 2024 年 3 月 27 日）.....	8
图表 13： 全球负利率债券规模占比.....	9
图表 14： 美国 CPI&核心 CPI 同比.....	9
图表 15： 美国 PCE&核心 PCE 同比.....	9



图表 16: 美国核心 CPI 各分项权重	10
图表 17: 美国核心 CPI 分项同比 (%)	10
图表 18: 美国核心 CPI 分项环比 (%)	10
图表 19: 美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比	10
图表 20: 美国新增非农就业人数 (千人)	11
图表 21: 美国失业率&职位空缺率	11
图表 22: 服务新增非农就业分项 (千人)	11
图表 23: 生产新增非农就业分项 (千人)	11
图表 24: 美国新增非农就业人数累计季调值与金价正相关	12
图表 25: 市民工人雇佣成本同比 (%)	12
图表 26: 私营企业雇佣成本同比 (%)	12
图表 27: 州和地方政府雇佣成本同比 (%)	13
图表 28: 其他主要经济体 CPI 同比	13
图表 29: 美国通胀预期期限结构 (%)	13
图表 30: 美债期限结构 (%)	13
图表 31: 3 月 FOMC 会议利率点阵图	14
图表 32: OIS 隐含利率 (%)	14
图表 33: 2024 年联邦基金利率预测 (单位: %)	14
图表 34: 2025 年联邦基金利率预测 (单位: %)	14
图表 35: 2026 年联邦基金利率预测 (单位: %)	15
图表 36: 长期联邦基金利率预测 (单位: %)	15
图表 37: 2024 年实际 GDP 增速预期提升 (单位: %)	15
图表 38: 2024 年失业率预测下降 (单位: %)	15
图表 39: 2024 年 PCE 通胀预期维持 (单位: %)	15
图表 40: 2024 年核心 PCE 通胀预期提升 (单位: %)	15
图表 41: 主要经济体制造业 PMI	16
图表 42: 主要经济体服务业 PMI	16
图表 43: 主要经济体 GDP 增速	16
图表 44: 主要经济体近两年 GDP 增速	16
图表 45: COMEX 黄金非商业持仓	17
图表 46: COMEX 黄金非商业净持仓	17
图表 47: 全球黄金 ETF 持仓 (单位: 吨, 美元/盎司)	17
图表 48: 黄金库存	18
图表 49: COMEX 白银总持仓	18
图表 50: 白银库存	18



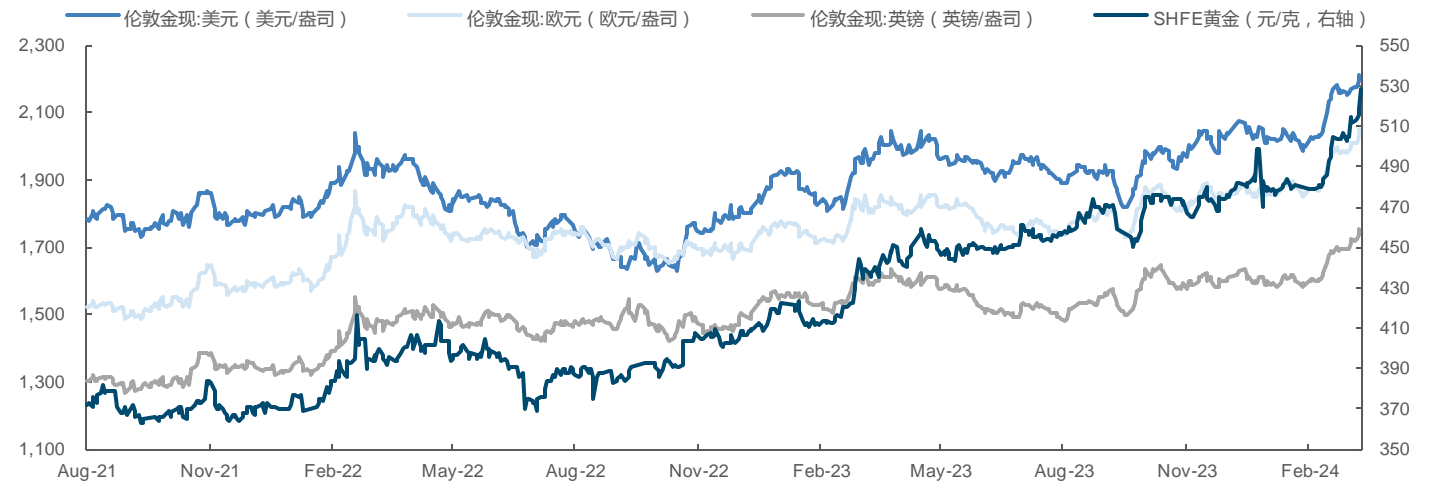
图表 51: LBMA 金银库存.....	18
图表 52: 全球央行黄金储备.....	19
图表 53: 全球央行季度购金量.....	19
图表 54: 全球央行购金需求.....	19
图表 55: 2023 年主要购金&售金国家 (吨).....	19
图表 56: 中国央行黄金储备.....	20
图表 57: 中国央行月度购金量增加.....	20
图表 58: 黄金和美元占全球外汇储备比重.....	20
图表 59: 金铜比与美债名义利率.....	21
图表 60: 近两年金铜比.....	21
图表 61: 金油比与 VIX 指数.....	21
图表 62: 近两年金油比.....	21
图表 63: 金银比与美元指数.....	22
图表 64: 近两年金银比.....	22
图表 65: 黄金供需平衡.....	22
图表 66: 白银供需平衡.....	23
图表 67: 从前两轮周期“最高”水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置.....	23
图表 68: 从前两轮周期“平均”水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置.....	24
图表 69: 2023 年黄金上市公司单位成本增速有所放缓 (单位: 元/克).....	24
图表 70: 黄金上市公司业绩弹性测算.....	25
图表 71: 当前黄金股市值未反映较多金价上涨预期.....	26
图表 72: 行业重点公司估值表 (收盘价: 元; PE: 倍; 截至 2024 年 3 月 29 日收盘).....	26



一、降息预期强化，黄金价格显著上涨

本月（3.1~3.29）由于美联储官员发言暗示“反向扭转操作”，3月FOMC会议鲍威尔表示缩减QT马上会发生，同时点阵图仍暗示今年降息3次，降息预期得到强化，黄金价格显著上涨。伦敦现货黄金+8.12%至2214.35美元/盎司，COMEX黄金价格+9.32%至2234.10美元/盎司，SHFE黄金价格+9.74%至528.64元/克。伦敦现货白银+9.85%至24.54美元/盎司，COMEX白银价格+9.58%至24.82美元/盎司，SHFE白银价格+11.18%至6543元/千克。

图表1：黄金价格

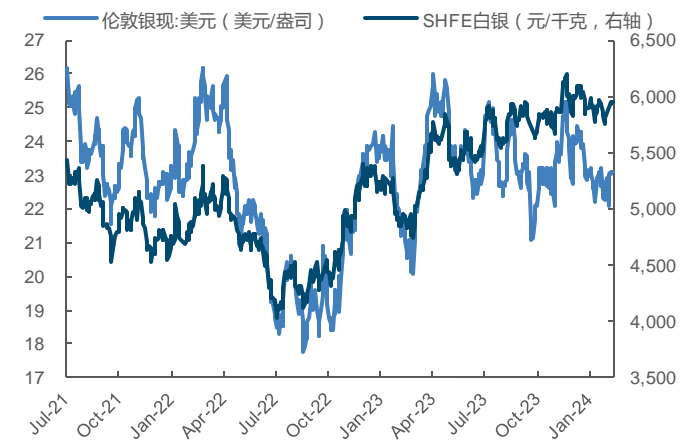


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

通过将黄金价格剔除美国CPI（2023年=100）以后的价格作为黄金的实际价格，实际金价自1968年以来经历了三轮大幅上涨周期，1980年实际金价接近2650美元/盎司/CPI，2012年实际金价达到2330美元/盎司/CPI，2020年实际金价达到2300美元/盎司/CPI。

2024年2月名义金价为2023.24美元/盎司（与2023年基期时间接近，通胀影响较小，故使用名义金价），相对历史高点的2650/2330/2300美元/盎司/CPI分别还有30%/17%/16%左右的理论上涨空间（实际只要CPI单月同比增速为正，CPI绝对数额就会上升，对应的名义金价区间就会上升）。

图表2：白银价格



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表3：通胀调整的金价（CPI：2023年=100）

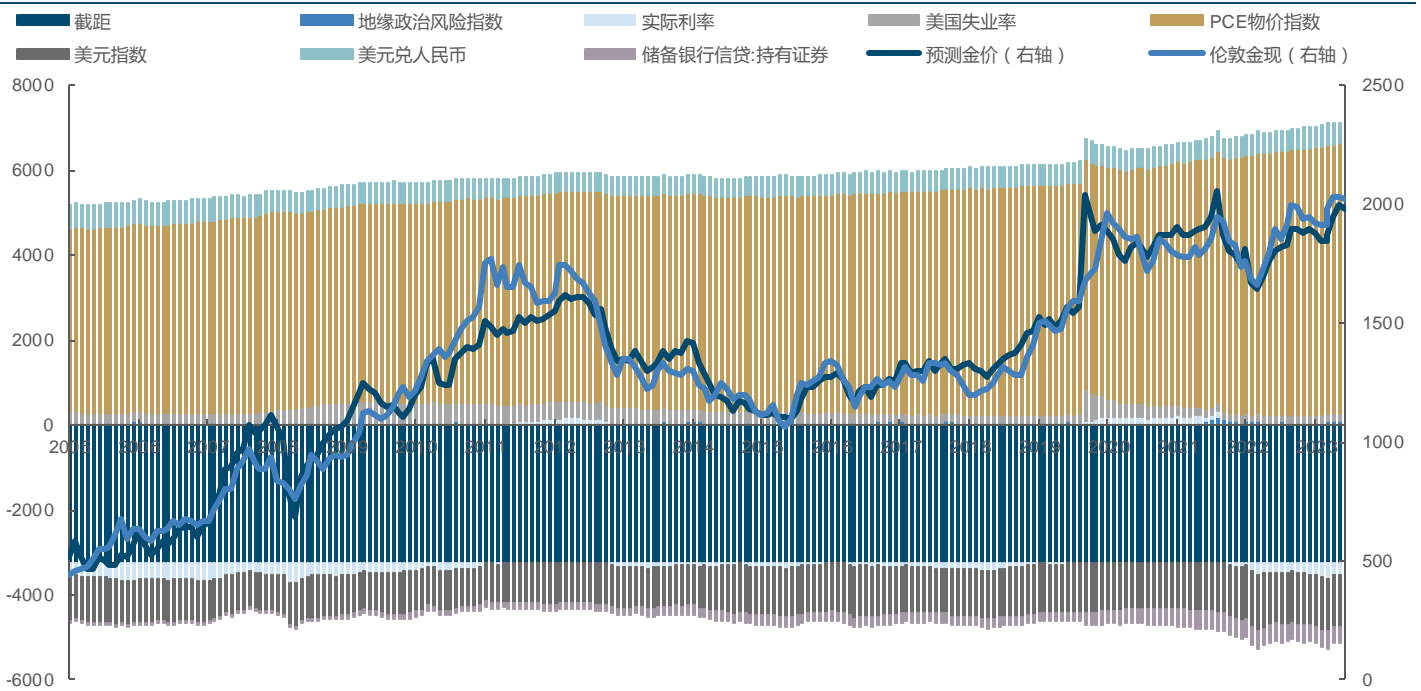


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

根据我们在2023年12月发布的报告《掘“金”系列（四）：加息周期结束，黄金股右侧配置期确认》中构建的黄金价格模型，用模型的回归结果拟合出模型预测的金价中枢，在各影响因素中，PCE物价指数对黄金价格贡献最为显著，其次是美元指数，综合来看机会成本和通胀层面对于黄金价格的贡献最大。



图表4：黄金价格模型各指标对金价贡献（单位：美元/盎司）



来源：iFinD, Wind, 国金证券研究所

基于上述黄金价格模型,我们预计2024年黄金价格相对于2023年模型预测金价上涨17.9%至2330美元/盎司,2025年黄金价格相对于2024年模型预测金价上涨7.2%至2497美元/盎司。

图表5：模型预测2024年金价上涨17.9%至2330美元/盎司

	2023年	2024E	2025E
地缘政治风险指数	131	120	100
实际利率 (%)	1.72	1.54	1.34
美国失业率 (%)	3.7	4.0	4.1
PCE物价指数	121	124	127
美元指数	101	90	90
美元兑人民币	7.1	6.8	6.8
储备银行持有证券 (百亿美元)	722	626	626
模型预测金价 (美元/盎司)	1,977	2,330	2,497
涨幅		17.9%	7.2%

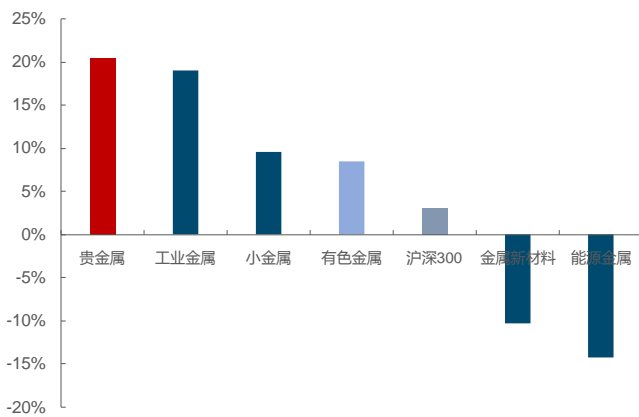
来源：iFinD, Wind, 国金证券研究所

注：2023年各指标为截至2023年12月31日数据

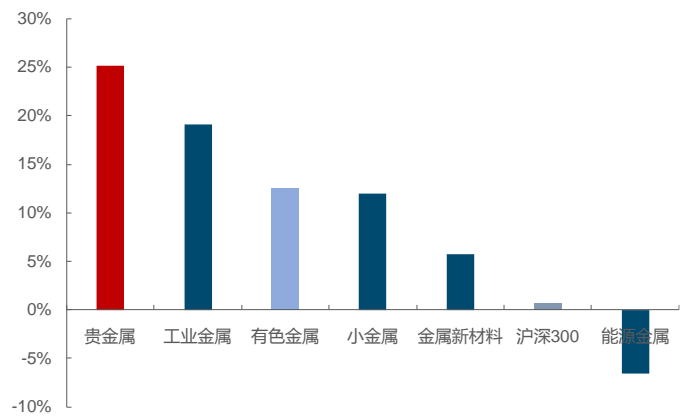
2024年初至3月29日,沪深300指数+3.1%,申万有色金属行业指数+8.55%,申万贵金属行业指数+20.45%,相对沪深300指数超额收益17.35%。近一个月,沪深300指数+0.61%,申万有色金属行业指数+12.50%,申万贵金属行业指数+25.14%,相对沪深300指数超额收益24.53%。



图表6: 2024年初至今贵金属行业指数+20.45%



图表7: 近一个月贵金属行业指数+25.14%



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

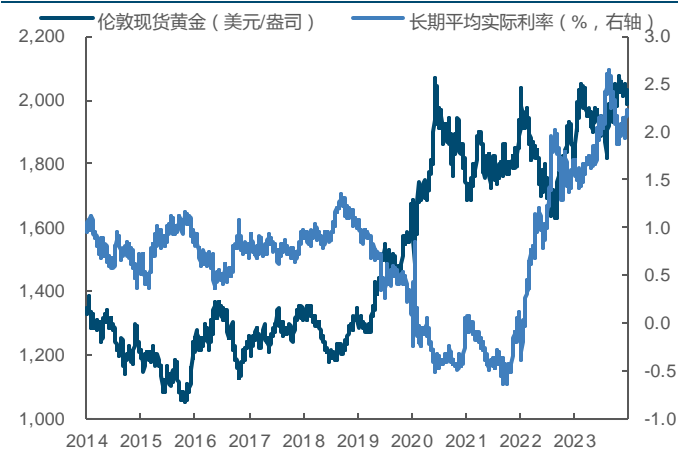
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

二、放缓缩表+反向扭转预期推动金价上涨

2.1 实际利率下降推涨黄金价格

美债长期平均实际利率下降 2BP 至 2.10%。3 月 1 日美联储沃勒在发言中暗示“反向扭转操作”；随后 3 月 7 日，鲍威尔表示美联储“需要一段时间”才会让持仓更明确转向国债，减少机构抵押贷款支持证券（MBS）的持仓是一个“长期的愿望”，与此前沃勒表述较为一致。3 月 FOMC 会议后，鲍威尔在发布会上表示缩减 QT 马上会发生。美联储官员的系列讲话强化市场对于美联储政策宽松预期，实际利率有所下行推涨黄金价格。

图表8: 金价&实际利率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表9: 2023年以来金价&实际利率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

2.2 美联储或将放缓缩表

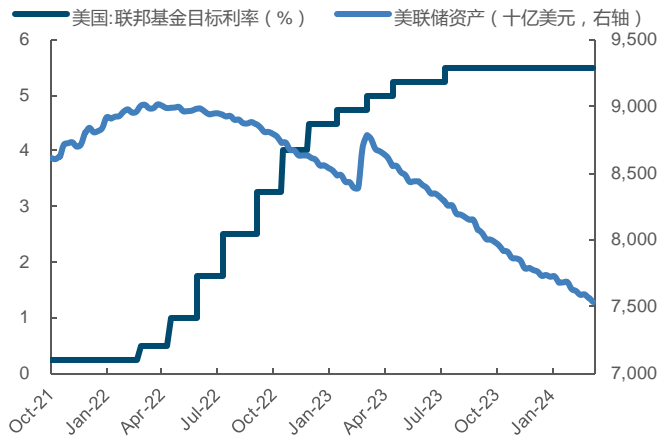
2023 年 3 月因美国银行风险事件导致美联储资产负债表规模扩张近 4000 亿美元，之后美联储继续维持从 2022 年 6 月开始的缩表计划，本月资产负债表规模-1.08%至 7.54 万亿美元。

从 2022 年 6 月美联储开始缩表至今，美联储资产负债表规模缩减 1.45 万亿美元，同期逆回购规模缩减 1.64 万亿美元。从 2023 年 6 月暂停债务上限至今，美联储资产负债表规模缩减 0.70 万亿美元，同期逆回购规模缩减 1.64 万亿美元，财政部普通账户扩张 0.69 万亿美元，逆回购缩减规模超过美联储缩表规模。

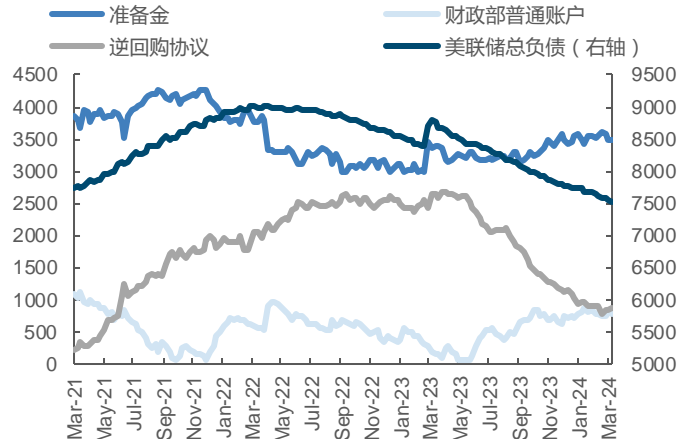
根据我们 2024 年 1 月 25 日发布的报告《掘“金”系列（五）：美联储或提前放缓缩表，黄金股主升浪时点渐近》，考虑到 2019 年曾发生回购危机，当前随着 ON RRP 的下降，总体流动性状况或将出现更多不确定性，美联储或将在正式开始降息前先放缓或停止缩表。虽然 3 月 FOMC 会议并未对放缓 QT 做出决策，但我们认为在当前美联储资产负债表结构下，缩减 QT 很快会发生。



图表10: 联邦基金目标利率&美联储资产



图表11: 逆回购降幅超过美联储缩表规模 (十亿美元)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表12: 美联储资产负债表 (截至2024年3月27日)

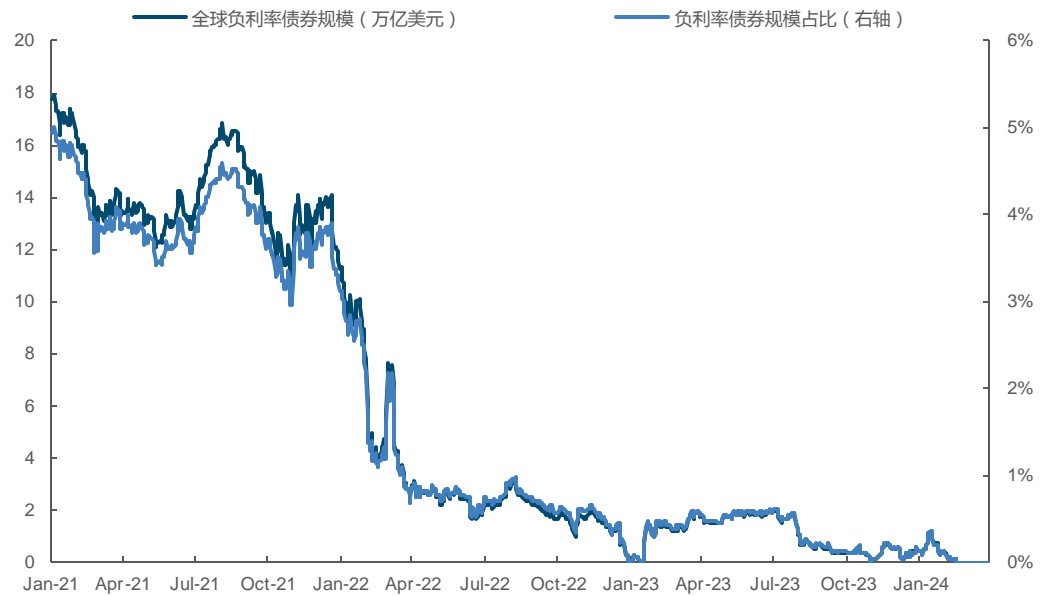
占比	单位: 百万美元	2024/3/27	周环比	月环比	年同比	2024/3/20	2024/2/28	2023/3/29
100.00%	总资产	7,535,545	-29,616	-82,576	-1,220,227	7,565,161	7,618,121	8,755,772
98.84%	储备资产	7,448,490	-29,611	-82,609	-1,220,657	7,478,101	7,531,099	8,669,147
93.01%	持有证券	7,008,864	-13,910	-57,975	-917,267	7,022,774	7,066,839	7,926,131
61.28%	国债	4,618,082	-2,353	-43,175	-711,221	4,620,435	4,661,257	5,329,303
0.03%	联邦机构债务证券	2,347	0	0	0	2,347	2,347	2,347
31.70%	住房抵押支持证券	2,388,435	-11,557	-14,800	-206,045	2,399,992	2,403,235	2,594,480
3.60%	未摊销溢价	271,336	-729	-2,252	-33,622	272,065	273,588	304,958
-0.33%	未摊销折扣	-24,991	237	698	2,430	-25,228	-25,689	-27,421
0.00%	回购协议	0	-3	-4	-55,000	3	4	55,000
0.00%	外国官方	0	0	0	-55,000	0	0	55,000
0.00%	其他	0	-3	-4	0	3	4	0
1.89%	贷款	142,136	-13,831	-26,637	-200,531	155,967	168,773	342,667
0.19%	主街贷款计划净持仓	14,671	16	-155	-7,633	14,655	14,826	22,304
0.00%	市政流动性工具净持仓	0	0	0	-5,602	0	0	5,602
0.00%	期限ABS贷款工具净持仓	0	0	0	-1,946	0	0	1,946
0.00%	浮动盈亏	-368	-15	453	106	-353	-831	-474
0.00%	央行流动性互换	179	6	-88	-406	173	217	585
0.49%	其他储备资产	36,663	-1,382	3,291	-1,186	38,045	33,372	37,849
0.24%	外币计价资产	18,030	-20	-24	-715	18,050	18,054	18,745
0.15%	货币黄金	11,041	0	0	0	11,041	11,041	11,041
0.07%	特别提款权	5,200	0	0	0	5,200	5,200	5,200
0.70%	未偿还国库券货币	52,784	14	56	1,145	52,770	52,728	51,639
53.92%	总负债 (不含准备金)	4,063,142	-12,442	-13,998	-1,290,830	4,075,584	4,077,140	5,353,972
31.11%	流通货币	2,344,024	1,725	10,935	20,444	2,342,299	2,333,089	2,323,580
11.58%	逆回购协议	872,746	-27,280	-36,055	-1,759,796	845,466	908,801	2,632,542
4.70%	外国官方和国际账户	354,389	5,168	15,443	-13,291	349,221	338,946	367,680
6.88%	其他	518,357	22,112	-51,498	-1,746,505	496,245	569,855	2,264,862
0.01%	财政部持有现金	444	-6	-63	277	450	477	167
12.56%	存款 (不含准备金)	946,645	-35,910	16,544	569,682	982,555	930,101	376,963
0.00%	存款机构持有的定期存款	0	0	0	0	0	0	0
10.25%	美国财政部普通账户	772,260	-40,345	4,588	609,502	812,605	767,672	162,758
0.19%	外国官方	14,547	2,154	4,858	5,111	12,393	9,689	9,436
2.12%	其他	159,839	2,282	7,098	-44,931	157,557	152,741	204,770
0.10%	财政部对信贷机构的捐助	7,438	0	0	-7,909	7,438	7,438	15,347
-1.44%	其他负债和资本项目	-108,156	-5,532	-5,388	-113,529	-102,624	-102,768	5,373
46.08%	准备金	3,472,403	-17,174	-68,579	70,603	3,489,577	3,540,982	3,401,800

来源: 同花顺 iFinD, 美联储, 国金证券研究所

全球负利率债券规模降低 4.35% 至 682 百万美元, 负利率债券占全球国债规模比重降低至 0%。



图表13: 全球负利率债券规模占比

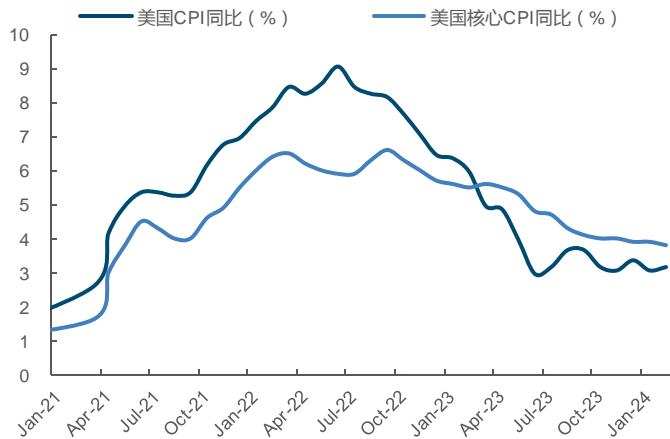


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

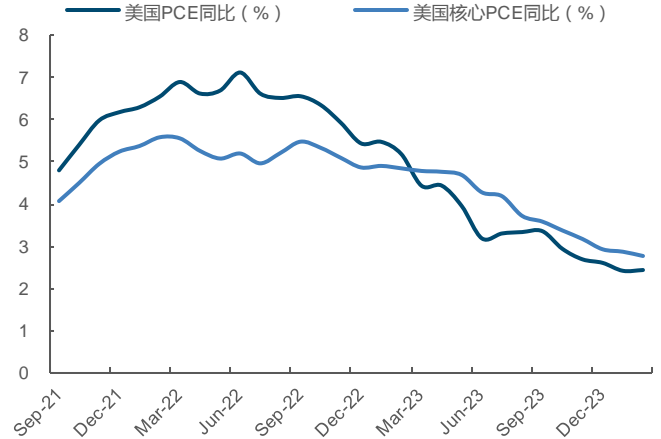
2.3 美国 2 月核心 PCE 通胀下行

美国 2 月 CPI 同比 3.2%，高于预期的 3.1%，高于前值的 3.1%，核心 CPI 同比 3.8%，高于预期的 3.7%，低于前值的 3.9%。美国 2 月 PCE 物价指数同比 2.5%，符合预期，高于前值的 2.4%，2 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，符合预期，低于前值的 2.9%。

图表14: 美国 CPI&核心 CPI 同比



图表15: 美国 PCE&核心 PCE 同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

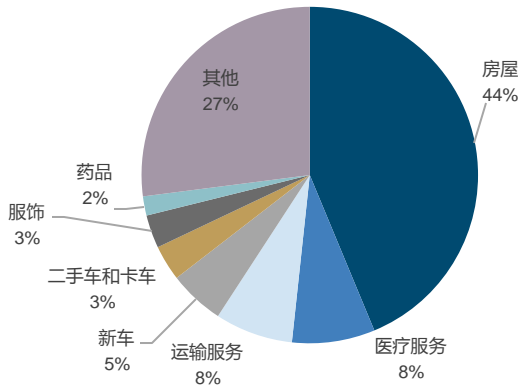
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

房屋 (Shelter) 在 CPI 中所占比重为 34.75%，在核心 CPI 中所占比重约为 43.73%；医疗服务 (Medical care services) 在 CPI 中所占比重为 6.33%，在核心 CPI 中所占比重约为 7.97%；运输服务 (Transportation services) 在 CPI 中所占比重为 5.95%，在核心 CPI 中所占比重约为 7.49%；新车 (New vehicles) 在 CPI 中所占比重为 4.25%，在核心 CPI 中所占比重约为 5.34%；二手车和卡车 (Used cars and trucks) 在 CPI 中所占比重为 2.72%，在核心 CPI 中所占比重约为 3.42%；服饰 (Apparel) 在 CPI 中所占比重为 2.53%，在核心 CPI 中所占比重约为 3.18%。

美国 2 月核心 CPI 同比 3.8%，环比 0.4%。核心 CPI 分项方面，医疗服务同比+1.4%，同比增速提升 0.3 个百分点，环比增速降低 0.5 个百分点至 0。运输同比+2.7%，同比增速提升 1.1 个百分点，环比增速提升 2 个百分点至 1.4%；新车同比-0.3%，同比增速提升 0.8 个百分点，环比增速降低 0.1 个百分点至-0.1%；二手车和卡车同比-1.8%，同比增速提升 1.7 个百分点，环比增速提升 3.9 个百分点至 0.50%；住房同比+4.5%，同比增速下降 0.1 个百分点，环比增速降低 0.2 个百分点至 0.4%；服饰同比维持前值，同比增速下降 0.1 个百分点，环比增速提升 1.3 个百分点至 0.6%。

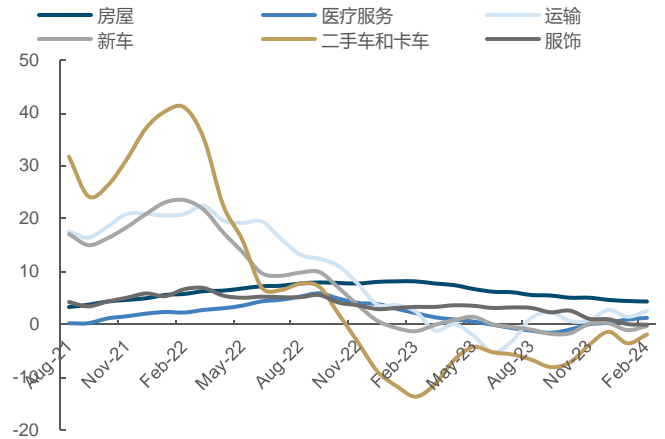


图表16: 美国核心CPI各分项权重



来源: 美国劳工部, 国金证券研究所

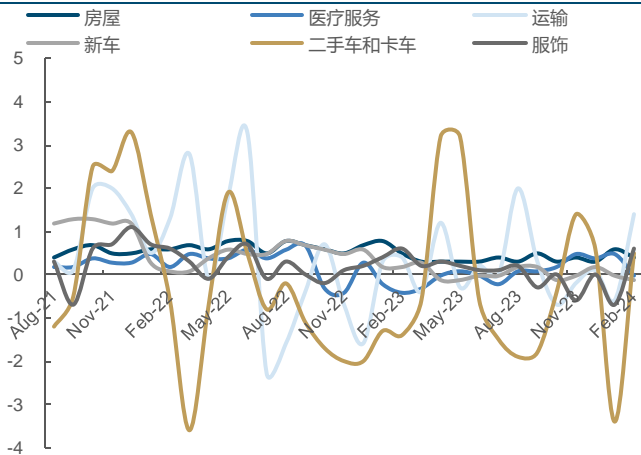
图表17: 美国核心CPI分项同比 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

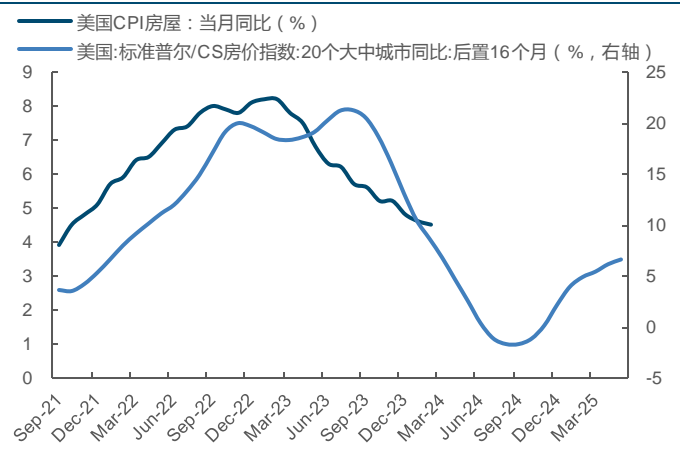
美国 20 个大中城市房价同比后置 16 个月数据与 CPI 房屋分项较好匹配, 从这一指标的领先意义来看, 预计 2024 年上半年房屋 CPI 分项将持续走弱, 对核心 CPI 的支撑有所减弱。但是 2024 年下半年开始, 由于前期 20 个大中城市房价同比上涨, 或将传导至美国 CPI 房屋分项, 通胀存在反弹风险。

图表18: 美国核心CPI分项环比 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表19: 美国房屋CPI同比与20个大中城市房价同比

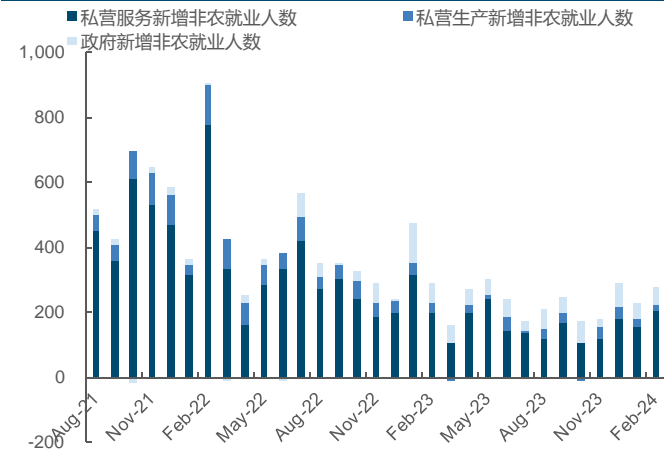


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

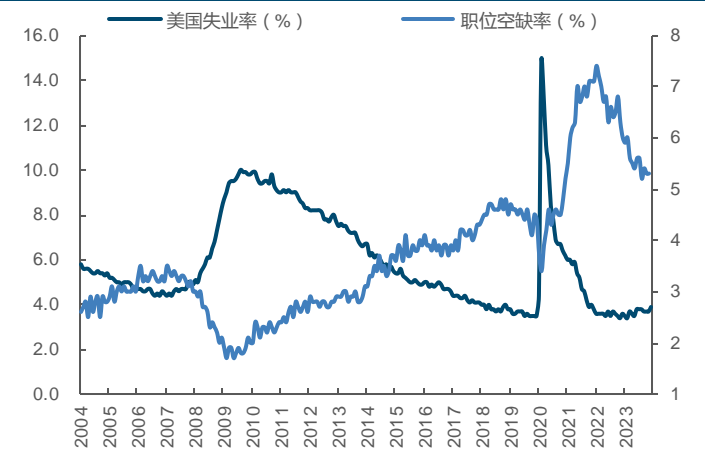
美国 2 月新增非农就业人数 27.5 万人, 高于预期的 19.8 万人, 高于前值的 22.9 万人, 2 月私营服务领域新增 20.4 万人, 私营生产领域新增 1.9 万人, 政府新增 5.2 万人。美国 2 月失业率 3.9%, 高于预期的 3.7%, 高于前值的 3.7%。1 月职位空缺率 5.3%, 维持前值不变。



图表20: 美国新增非农就业人数 (千人)



图表21: 美国失业率&职位空缺率



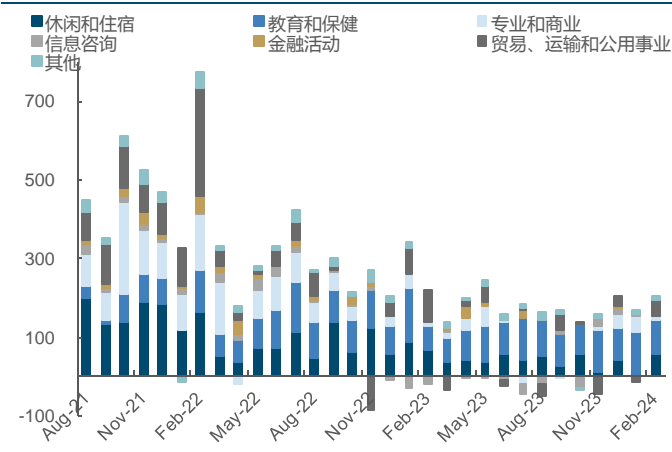
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

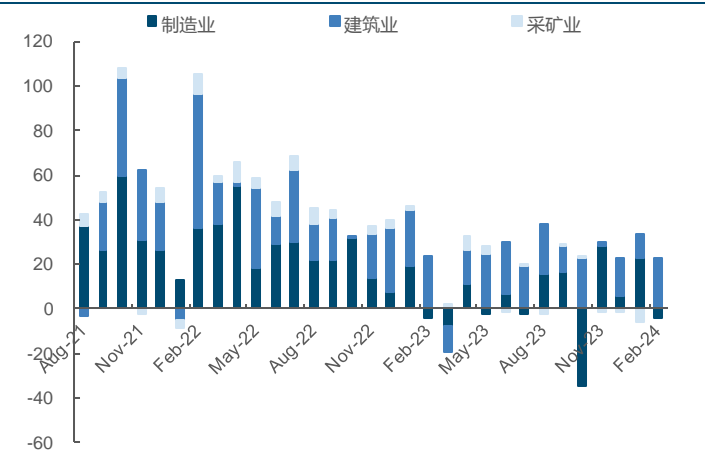
对于服务领域, 绝对增量来看, 2月教育和保健新增非农就业 8.5 万人, 休闲和住宿新增非农就业 5.8 万人, 贸易、运输和公用事业新增非农就业 4 万人, 贡献服务领域主要新增非农就业。相对增量来看, 贸易、运输和公用事业 (环比+5.5 万人) 贡献主要环比增量, 专业和商业 (环比-3.1 万人) 贡献主要环比减量。

对于生产领域, 绝对增量来看, 2月建筑业新增非农就业 2.3 万人, 贡献生产领域主要新增非农就业。相对增量来看, 建筑业 (环比+1.2 万人) 贡献主要环比增量, 制造业 (环比-2.7 万人) 贡献主要环比减量。

图表22: 服务新增非农就业分项 (千人)



图表23: 生产新增非农就业分项 (千人)



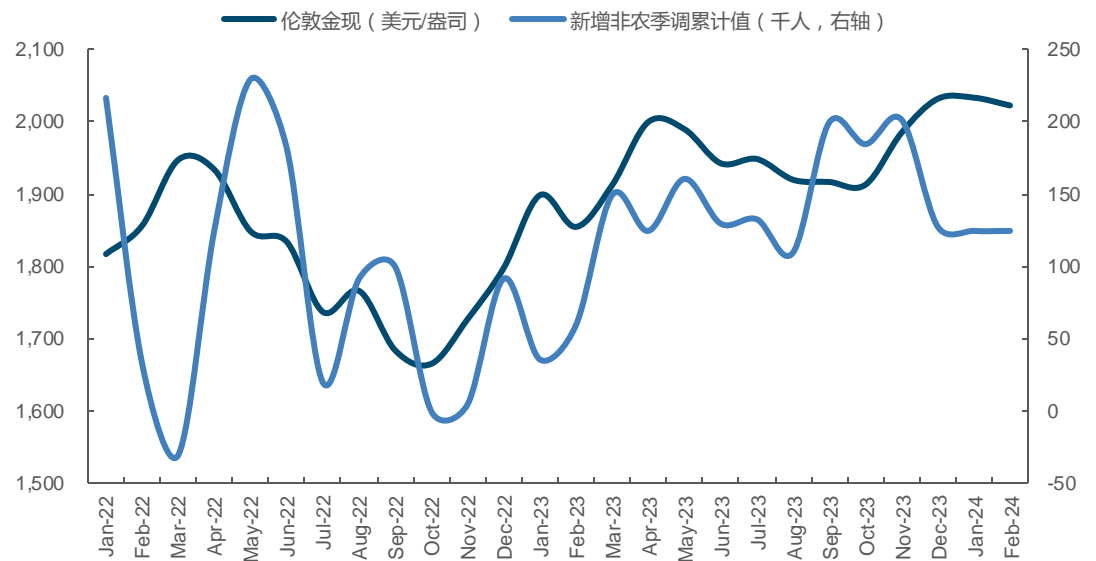
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国新增非农就业人数年内累计季调值与金价同向波动。新增非农就业人数年内累计季调值越高, 说明美国对于年内非农就业人数下修越多, 该指标与金价同向波动, 显示出美国经济增长与金价的负相关关系。



图表24: 美国新增非农就业人数累计季调值与金价正相关

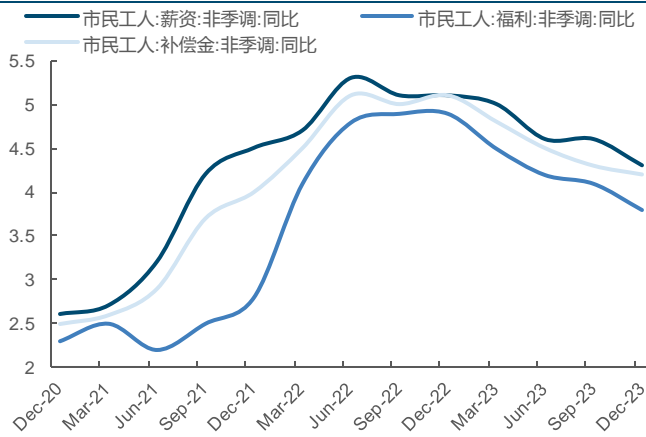


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

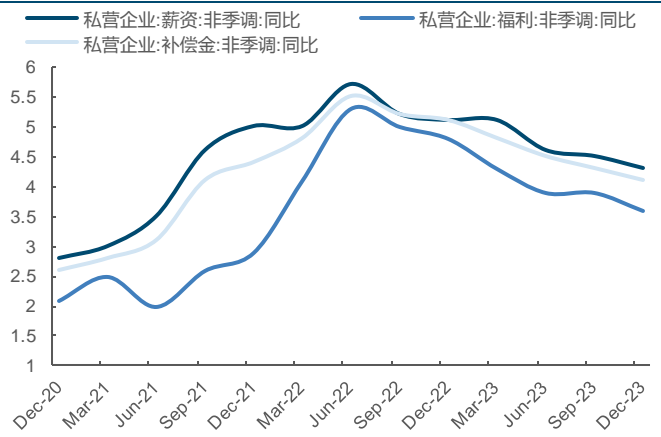
薪资分项方面, 4Q2023 美国 ECI 市民工人薪资同比+4.3%, 福利同比+3.8%, 补偿金同比+4.2%; 私营企业薪资同比+4.3%, 福利同比+3.6%, 补偿金同比+4.1%; 州和地方政府薪资同比+4.7%, 福利同比+4.6%, 补偿金同比+4.6%。市民工人、私营企业及州和地方政府雇佣成本同比增速有所回落, 对通胀支撑减弱。

中国 2 月 CPI 同比 0.7%, 高于预期的 0.3%, 高于前值的-0.8%。欧元区 2 月 CPI 同比 2.6%, 符合预期, 低于前值的 2.8%。英国 2 月 CPI 同比 3.4%, 低于预期的 3.5%, 低于前值的 4.0%。日本 2 月 CPI 同比 2.8%, 高于前值的 2.2%。

图表25: 市民工人雇佣成本同比 (%)



图表26: 私营企业雇佣成本同比 (%)

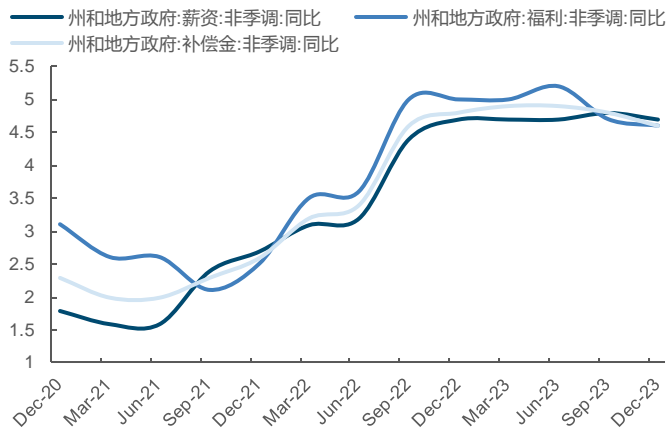


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

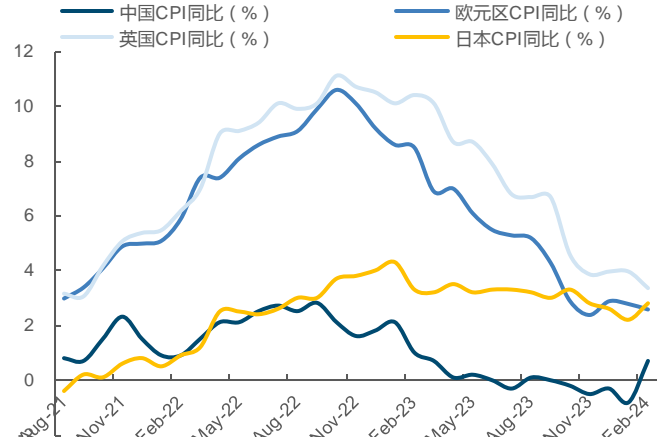


图表27: 州和地方政府雇佣成本同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 其他主要经济体CPI同比

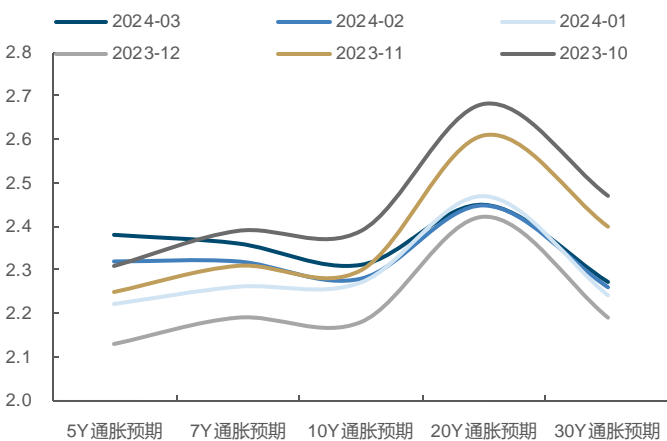


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

2.4 Q2 将迎来黄金股主升浪

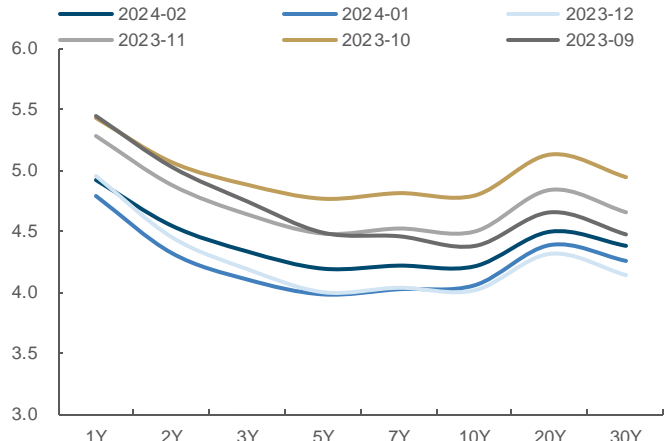
观察过去半年美国通胀保值债券收益率所反映的通胀预期发现,通胀预期倒挂结构有所改善,5-30年期通胀预期显著回摆,但2月以来5-10年期通胀预期回升较为明显。截至2024年3月,20年期通胀预期偏高为2.45%,5-10年期通胀预期在2.3%-2.4%区间,相较于美联储2%的通胀目标仍有一定空间。

图表29: 美国通胀预期期限结构 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表30: 美债期限结构 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

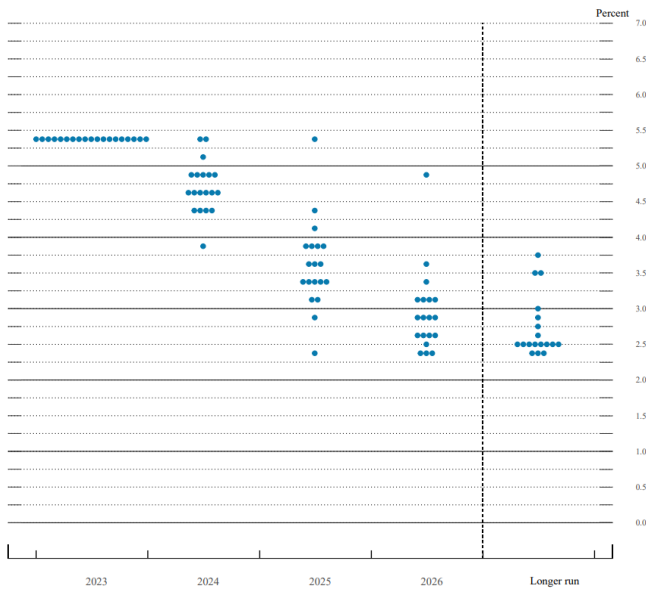
美联储3月FOMC会议维持联邦基金目标利率区间在5.25-5.50%。美联储主席鲍威尔在记者会上表示,今年某个时点开始降息时适宜的,同时点阵图显示美联储官员仍认为今年将降息3次。3月FOMC会议强化市场降息预期,会后OIS隐含利率曲线明显回摆。

根据3月FOMC会议联邦基金利率预测点阵图,有6位美联储官员认为2024年底将降息至4.50%-4.75%区间,对应降息3次,每次25BP,仅比认为降息至4.75%-5.00%区间的官员数量多出1位。未来若美国经济存在较强韧性,仅需一位官员调整其预期,点阵图显示的降息次数或将降低至2次。



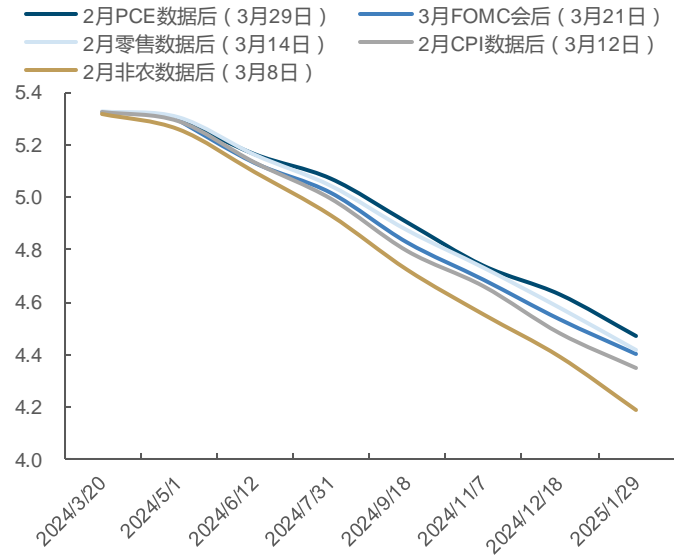
图表31: 3月FOMC会议利率点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



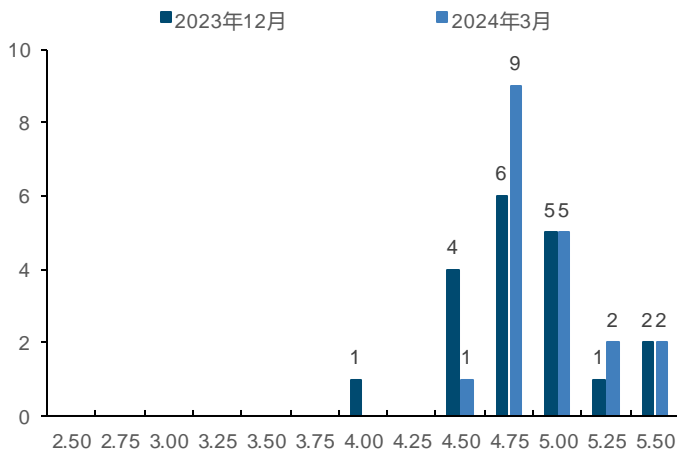
来源: 美联储, 国金证券研究所

图表32: OIS 隐含利率 (%)



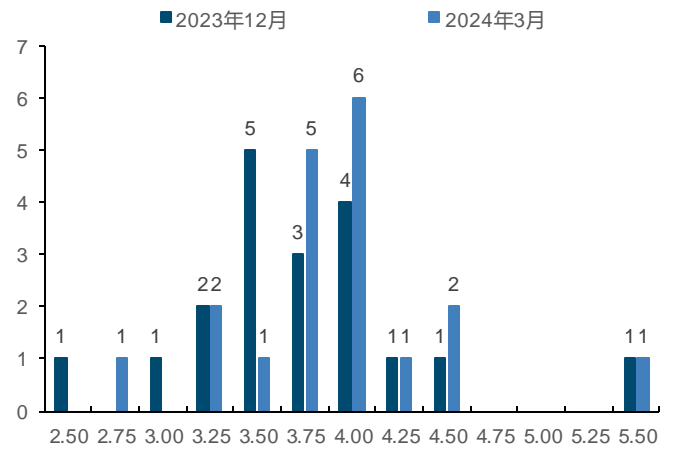
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 2024年联邦基金利率预测 (单位: %)



来源: 美联储, 国金证券研究所

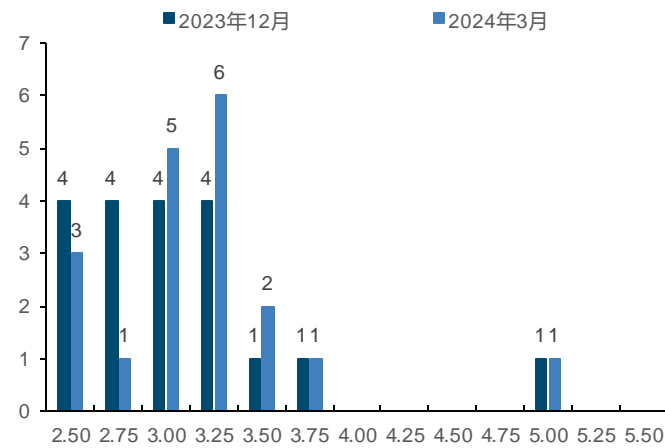
图表34: 2025年联邦基金利率预测 (单位: %)



来源: 美联储, 国金证券研究所

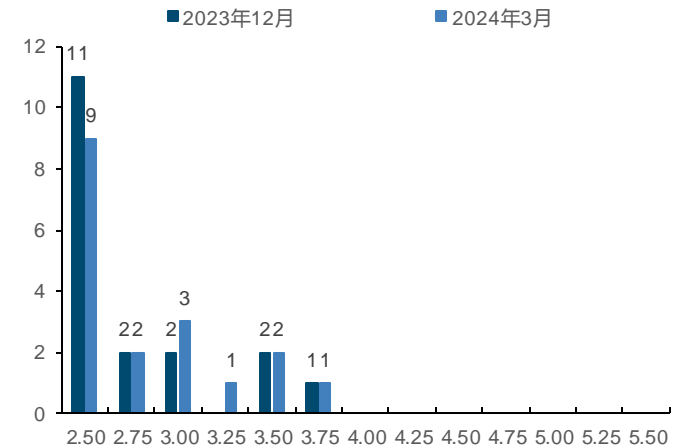


图表35: 2026 年联邦基金利率预测 (单位: %)



来源: 美联储, 国金证券研究所

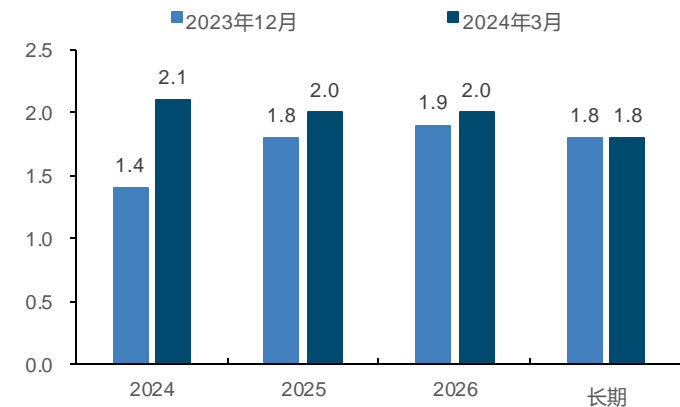
图表36: 长期联邦基金利率预测 (单位: %)



来源: 美联储, 国金证券研究所

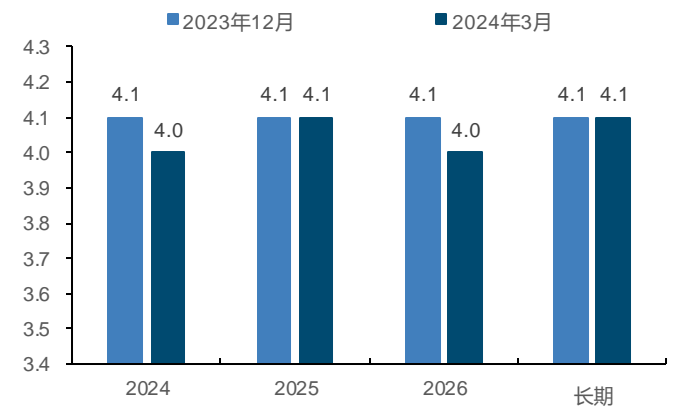
3月FOMC会议美联储官员对未来美国主要经济指标数据预测进行了调整。将2024年实际GDP增速从2023年12月预测的1.4%上调至2.1%，失业率预测从4.1%下调至4.0%，PCE通胀维持2.4%，核心PCE通胀从2.4%上调至2.6%。2024年经济指标预测数据的调整显示出美联储官员认为美国劳动力市场、通胀仍旧存在韧性。

图表37: 2024 年实际 GDP 增速预期提升 (单位: %)



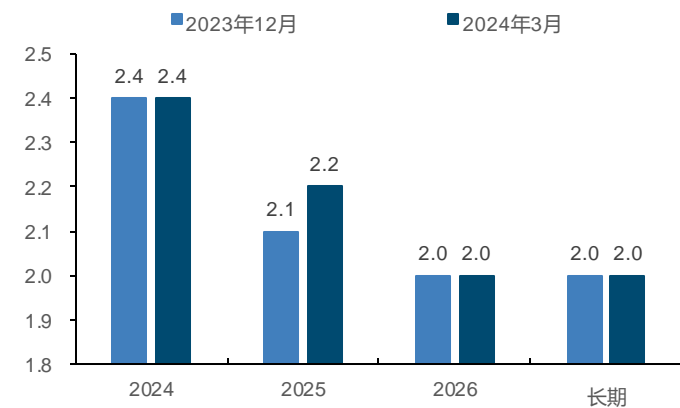
来源: 美联储, 国金证券研究所

图表38: 2024 年失业率预测下降 (单位: %)



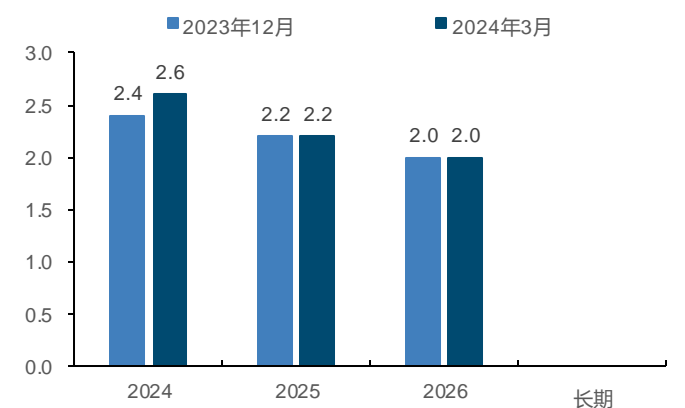
来源: 美联储, 国金证券研究所

图表39: 2024 年 PCE 通胀预期维持 (单位: %)



来源: 美联储, 国金证券研究所

图表40: 2024 年核心 PCE 通胀预期提升 (单位: %)



来源: 美联储, 国金证券研究所

美国2月PCE通胀有所上行, 鲍威尔在讲话中表示, 2月PCE数据符合预期, 当前美国经济增速维持相对强劲的状态, 意味着美联储并不着急降息, 会谨慎对待这个决定。2月PCE数据发布后, Fed Watch工具显示市场预期5月维持利率不变的概率为95.8%, 6月降息



25BP 概率为 61%。

基于上述分析，我们认为 6 月美联储降息概率较高，在降息前美联储或将公布放缓 QT 事宜。根据我们 2023 年 12 月发布的报告《贵金属年度策略：右侧配置期，布局主升浪》，预计美联储明确释放降息信号后黄金股将迎来主升浪行情。

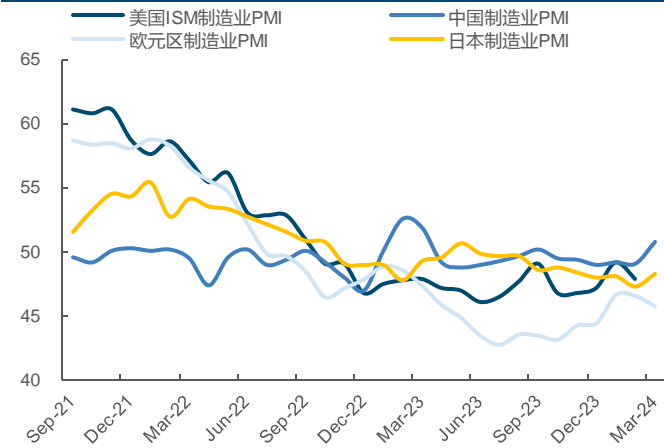
我们认为美联储将在正式降息前释放“宽松信号”，Q2 将成为黄金及黄金股主升浪，首次降息后黄金股将迎来阶段性顶点。由于美国存在再通胀风险，6 月降息可能为“保险式降息”，后续降息路径仍需观察经济数据，因此首次降息后黄金股波动性将有所提升。

2.5 中国制造业 PMI 重回扩张区间

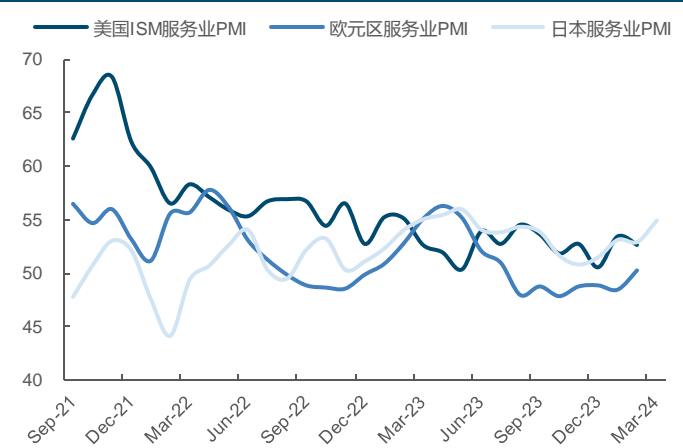
主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线。美国 2 月 ISM 制造业 PMI 47.8，低于预期的 49.5，低于前值的 49.1。中国 3 月官方制造业 PMI 50.8，高于预期的 50.1，高于前值的 49.1。欧元区 3 月 Markit 制造业 PMI 45.7，低于预期的 47，低于前值的 46.5。日本 3 月制造业 PMI 48.2，高于预期的 47.5，高于前值的 47.2。

美日欧服务业 PMI 仍处于扩张区间。美国 2 月 ISM 服务业 PMI 52.6，低于预期的 53，低于前值的 53.4。欧元区 3 月服务业 PMI 51.1，高于预期的 50.5，高于前值的 50.2。日本 3 月服务业 PMI 54.9，高于前值的 52.9。

图表41：主要经济体制造业 PMI



图表42：主要经济体服务业 PMI

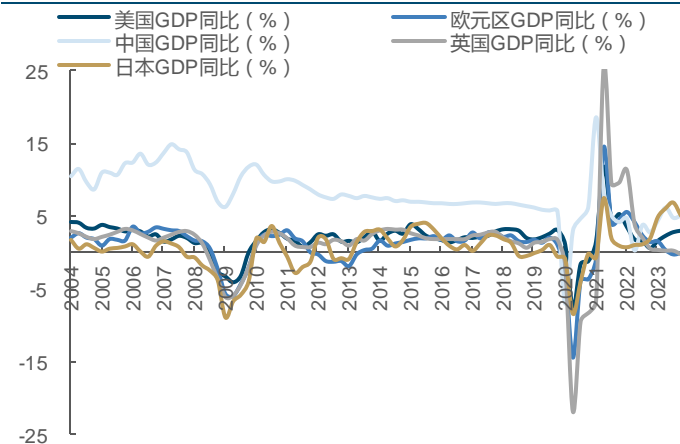


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

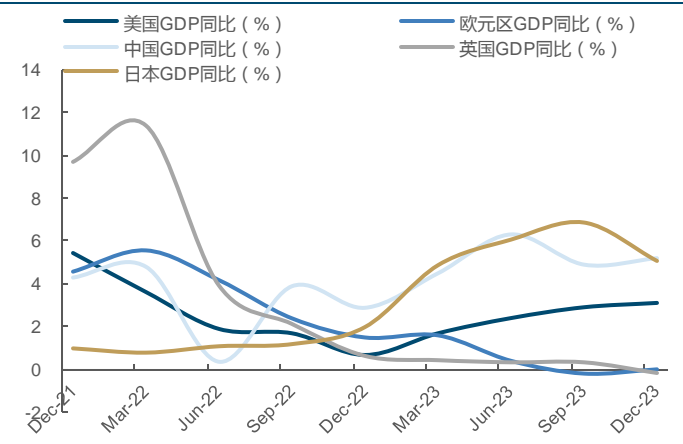
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

美国第四季度 GDP 同比 3.1%，高于前值的 2.9%。欧元区第四季度 GDP 同比 0%，高于前值的 -0.2%。英国第四季度 GDP 同比 -0.2%，低于前值的 0.3%。中国第四季度 GDP 同比 5.2%，高于前值的 4.9%。日本第四季度 GDP 同比 5.1%，低于前值的 6.9%。

图表43：主要经济体 GDP 增速



图表44：主要经济体近两年 GDP 增速



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

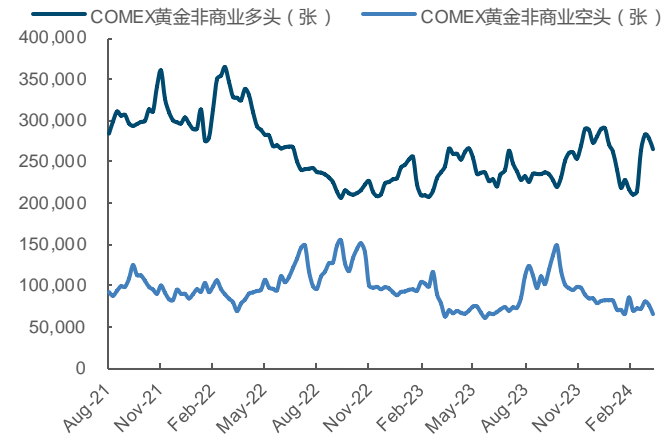
2.6 黄金 ETF 持仓增加

2 月 27 日至 3 月 26 日，COMEX 黄金非商业净多头持仓增加 5.77 万张至 19.93 万张。截至 2024 年 3 月底，全球黄金 ETF 持仓 1385.81 吨，环比 2 月底增加 4.71 吨。3 月以来 COMEX



黄金非商业净持仓和黄金 ETF 持仓均有增加，我们认为主因 3 月市场对于美联储降息预期强化，市场交易降息预期，黄金投资需求带来资金流入。

图表45: COMEX 黄金非商业持仓



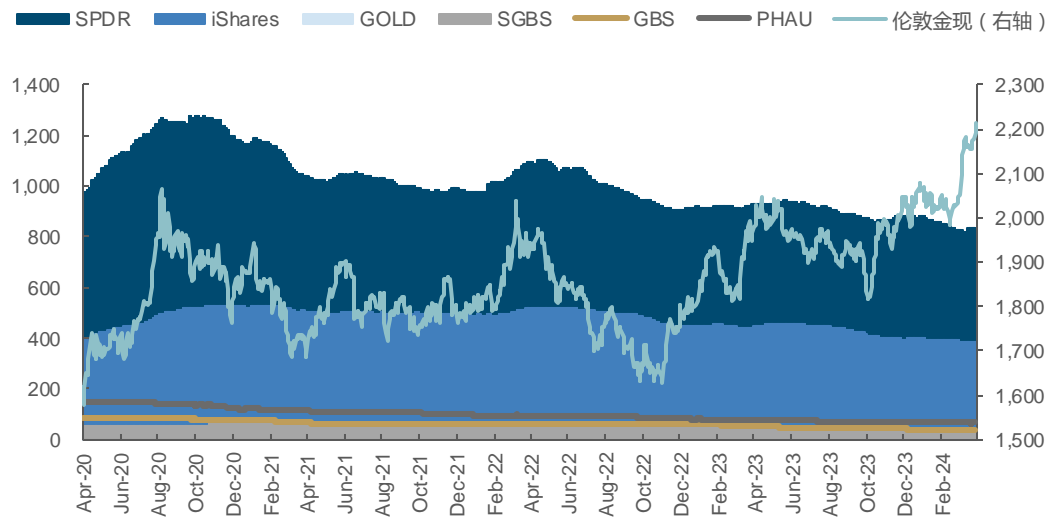
图表46: COMEX 黄金非商业净持仓



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表47: 全球黄金 ETF 持仓 (单位: 吨, 美元/盎司)



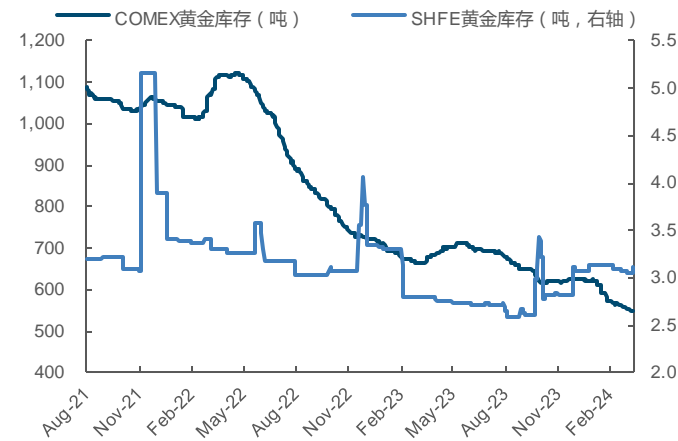
来源：Wind，国金证券研究所

1 月 31 日至 2 月 29 日，LBMA 黄金库存去库 73.09 吨至 8561.58 吨。2 月 29 日至 3 月 28 日，COMEX 黄金库存去库 18.86 吨至 549.09 吨，SHFE 黄金累库 0.01 吨至 3.11 吨。

2 月 13 日至 3 月 19 日，COMEX 白银总持仓增加 1.59 万张至 16.03 万张。1 月 31 日至 2 月 29 日，LBMA 白银库存去库 1008.81 吨至 25318.96 吨。2 月 29 日至 3 月 28 日，COMEX 白银库存累库 174.53 吨至 8950 吨。3 月 1 日至 3 月 29 日，SHFE 白银库存累库 13.79 吨至 1033.54 吨。

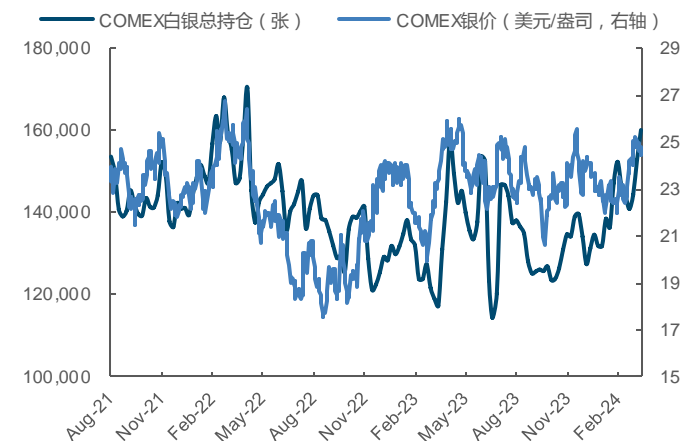


图表48: 黄金库存



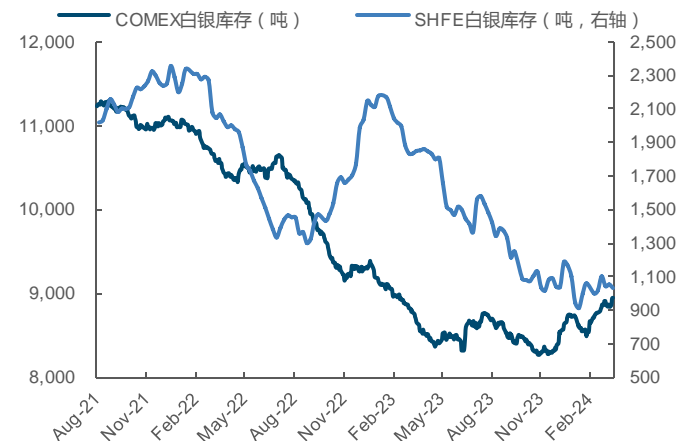
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表49: COMEX 白银总持仓



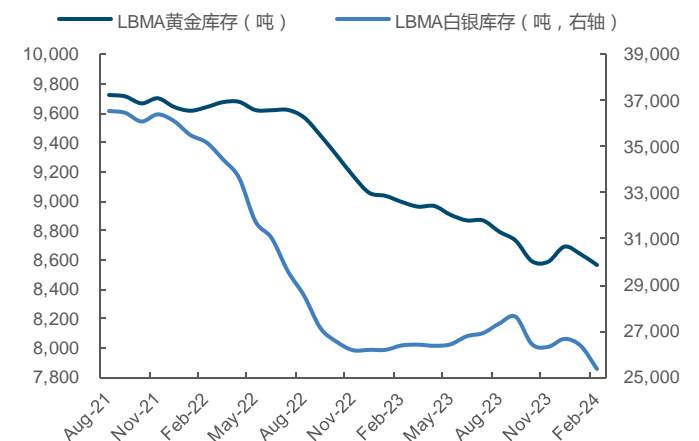
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表50: 白银库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表51: LBMA 金银库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

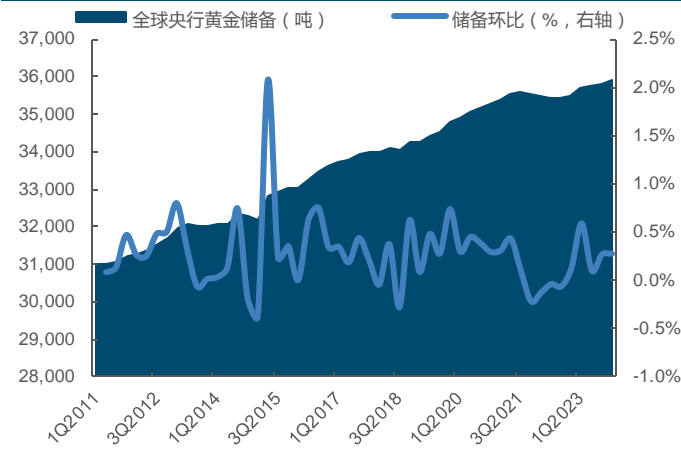
三、全球央行购金持续

3.1 全球央行购金热度持续

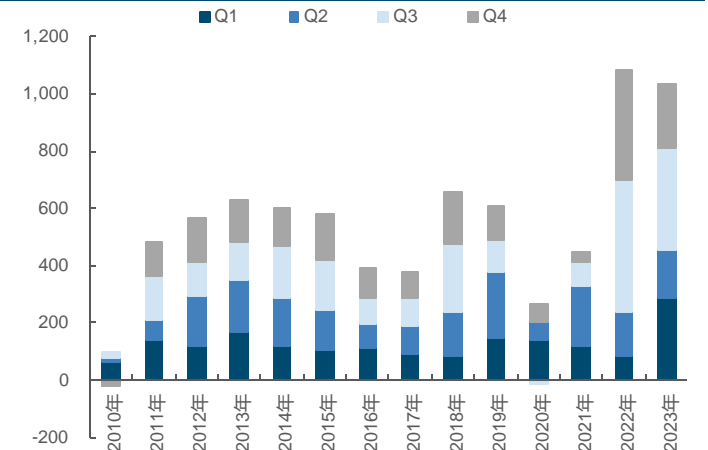
1月全球央行购金量42.03吨,售金量3.15吨,净购金38.87吨,环比2023年12月净购金量增加8.86吨。截至1月底,全球官方黄金储备共计35938.6吨。4Q2023全球央行购金229.41吨,2023年全球央行累计购金1037.38吨。



图表52: 全球央行黄金储备



图表53: 全球央行季度购金量



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

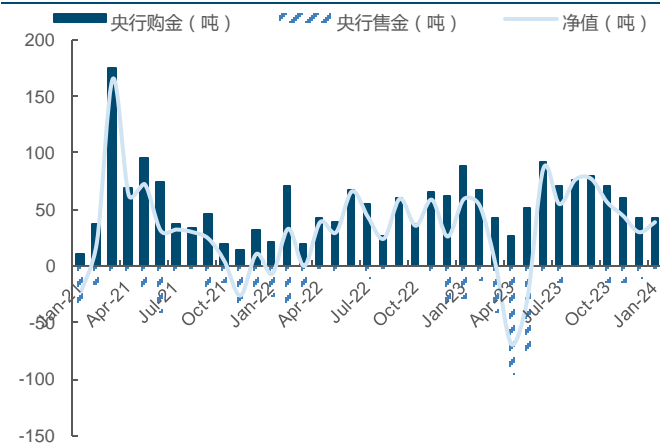
2024年1月土耳其央行以11.84吨的购金量位居第一。土耳其央行从2023年4月开始大量抛售黄金, 主要是因为当地临时暂停部分黄金进口, 为满足国内市场对于金条、金币和金饰的需求, 土耳其央行将黄金储备销向国内市场, 2023年4-5月土耳其央行净售金144吨, 造成全球央行黄金储备减少。从2023年6月开始土耳其一直持续购金, 2024年1月购入11.84吨, 使土耳其央行从2023年初至今转为净购金状态。

从2022年11月定期公布购金量至2024年1月, 中国人民银行购金量已经达到297吨, 2024年1月购金9.95吨, 2月净购金12.2吨, 截至2024年2月底, 中国官方黄金总储备已达2257.5吨。中国央行从2022年11月开始公布购金, 主要是出于储备资产多元化的考量、近年来黄金稳定的回报和对冲金融风险的能力。

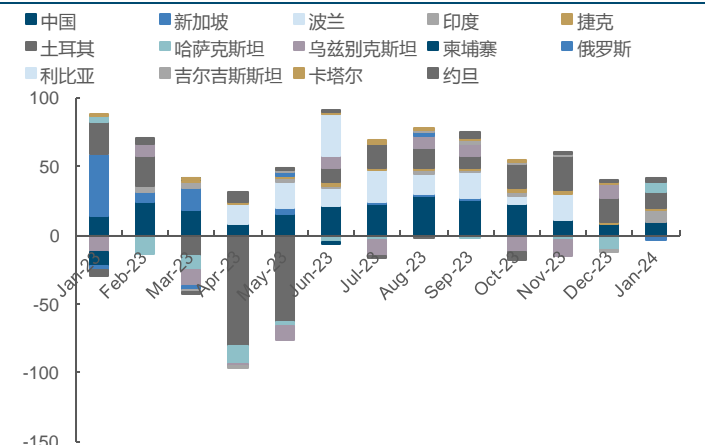
此外, 印度增持黄金储备8.7吨, 为该行自2023年10月以来首次增储黄金, 也是自2022年7月以来的最大增幅, 目前其黄金储备量为812吨。

1月央行售金量有所减少, 主要为俄罗斯售金3.11吨。

图表54: 全球央行购金需求



图表55: 2023年主要购金&售金国家(吨)



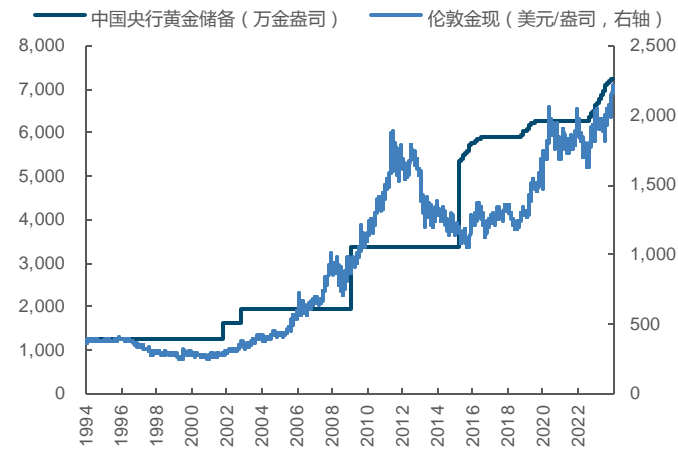
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

截至2023年底, 黄金在全球官方外汇储备中所占比重为15.6%, 相较于2023年第三季度末提升1.2个百分点。2023年12月以来, 中国央行月度购金量环比有所提升, 2024年2月中国央行月度购金12.2吨。

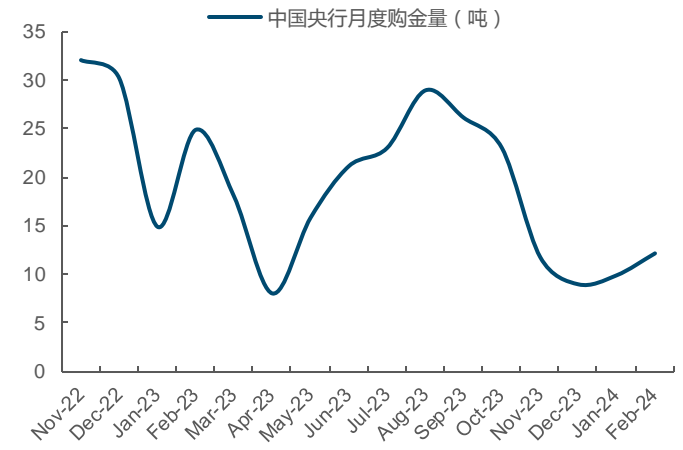


图表56: 中国央行黄金储备



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

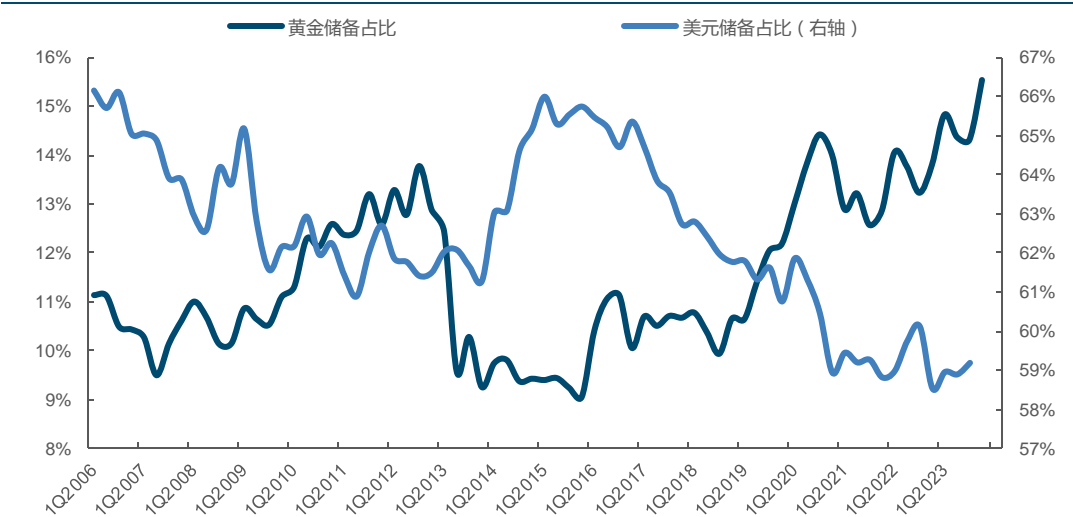
图表57: 中国央行月度购金量增加



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

2023 年第三季度, 美元在全球官方外汇储备中所占比重为 59.17%, 相较于 2023 年第二季度提升 0.30 个百分点。

图表58: 黄金和美元占全球外汇储备比重



来源: 世界黄金协会, 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

3.2 黄金相对比价未达历史高位

本月 (3.1~3.29) 金铜比提高至 0.25, 金油比提高至 25.31, 金银比提高至 90.23, 黄金相对比价尚未达到历史高位。

金价+8.12%至 2214 美元/盎司, 铜价+4.40%至 8867 美元/吨, 金铜比提高至 0.25。金价与美国实际利率负相关, 而铜价与美国通胀预期存在正相关, 近期美国通胀预期有所提升推升铜价。

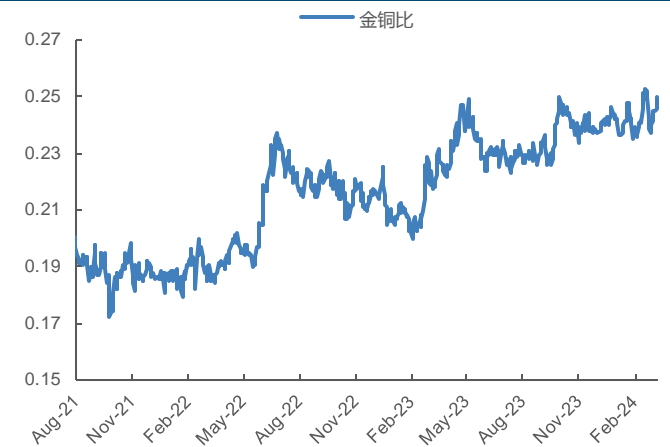
若 2024 年美国存在韧性, 美联储年内降息次数降至 2 次, 则长端利率下降幅度将有所收窄。未来美国长期名义利率若维持高位, 铜金比 (与金铜比相反) 将相对于美债名义利率修复, 届时金价将维持震荡偏强, 铜价涨幅或将超过黄金。



图表59: 金铜比与美债名义利率



图表60: 近两年金铜比

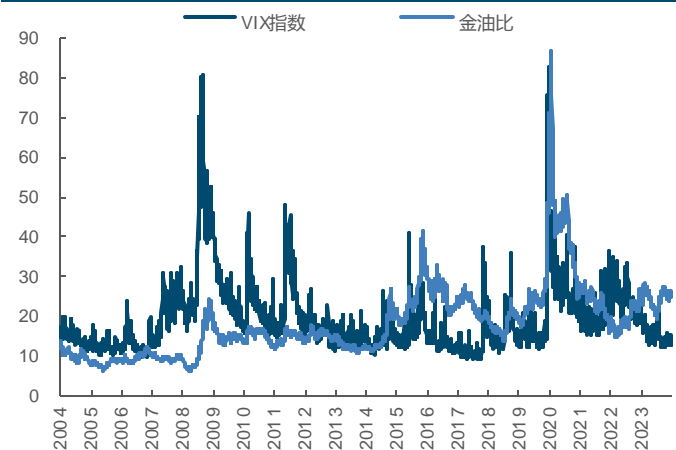


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

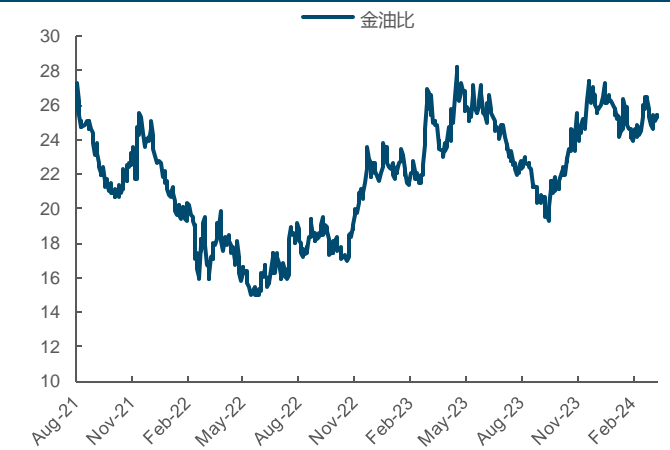
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

金价+8.12%至 2214 美元/盎司, 布伦特原油+4.62%至 87.48 美元/桶, 金油比提高至 25.31。黄金和原油同属大宗商品, 长期趋势一致: 经济繁荣期需求促使油价上涨, 通胀预期上涨推升金价; 经济衰退会导致需求减弱, 油价下跌, 通胀预期下降带动金价下跌。但原油与经济形势的相关性强于黄金, 黄金对于风险的敏感性大于原油, 金油比与 VIX 指数存在正相关, 金油比提升意味着全球风险提升、经济增速放缓。

图表61: 金油比与 VIX 指数



图表62: 近两年金油比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

金价+8.12%至 2214 美元/盎司, 银价+9.85%至 24.54 美元/盎司, 金银比降低至 90.23。黄金和白银同属贵金属, 但是白银相比于黄金的商品属性更强, 因此金银比可以认为衡量了白银的商品属性。复盘美元指数与金银比的历史趋势, 发现二者存在正相关。因为白银作为工业品的需求主要来自欧洲、日本、中国等非美经济体, 白银相对价格的上涨反映出上述经济体工业需求的提升。

根据我们 2024 年 2 月发布的报告《掘“金”系列(六): 当我们交易金银比时, 交易的是什么?》, 我们认为当前判断金银比是否满足修复条件, 需要关注以下三个指标: ①黄金价格; ②白银的供需状况(库存); ③白银投资需求(白银 ETF 和期货持仓)。

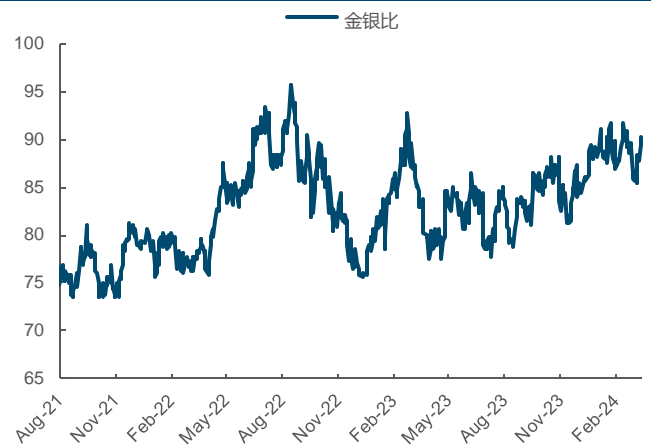
当前黄金价格短期出现大幅上涨, 白银库存维持去化(见 2.6 节), 未来随着市场关注度提升, 白银 COMEX 期货持仓或将增加, 触发金银比修复条件, 白银价格快速上涨。



图表63: 金银比与美元指数



图表64: 近两年金银比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

3.3 2023 年全球黄金实物供给过剩

供给端, 4Q2023 全球黄金矿产量 930.77 吨, 同比减少 1.68%; 生产商净套保-22.35 吨; 回收金产量 312.93 吨, 同比增长 7.65%; 黄金总供应量 1221.36 吨, 同比减少 0.2%。2023 年全球黄金供应量 4898.77 吨, 同比增长 3.09%, 主要来自于生产商净套保供应量的增加以及回收金产量的提升。

需求端, 4Q2023 金饰制造消费黄金 581.54 吨, 同比减少 3.38%; 科技领域消费黄金 80.64 吨, 同比增长 11.88%; 投资领域黄金需求 258.25 吨, 同比增加 4.39%; 各国央行购金 229.41 吨, 同比减少 39.96%。2023 年全球黄金需求量 4448.35 吨, 同比减少 5.33%, 主要是因为 2022 年第一季度全球风险事件导致的不确定性加剧导致了黄金投资需求的激增, 带来高基数效应导致 2023 年第一季度黄金投资需求同比大幅回落, 此外金饰制造和科技消费均同比有所下降, 同时全年央行购金量相比 2022 年下滑。

综合来看, 4Q2023 全球黄金供需过剩 71.52 吨, 2023 年供需过剩 450.41 吨。

图表65: 黄金供需平衡

单位: 吨	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023	3Q2023	4Q2023
金矿产量	929.41	939.94	839.37	889.70	949.05	946.71	852.54	908.97	952.12	930.77
生产商净套保	-11.82	17.82	25.68	1.65	-26.81	-13.64	39.42	-19.79	19.74	-22.35
回收金	292.86	295.07	295.92	285.20	268.32	290.70	312.03	323.51	288.86	312.93
总供应量	1,210.45	1,252.84	1,160.97	1,176.55	1,190.56	1,223.77	1,203.99	1,212.69	1,260.73	1,221.36
金饰制造	515.25	719.55	517.40	493.46	582.62	601.86	512.26	492.99	581.24	581.54
科技	83.42	85.89	81.06	78.33	77.29	72.07	70.80	71.05	75.33	80.64
投资	229.23	300.59	555.85	209.31	100.49	247.39	272.99	257.48	156.41	258.25
各国央行和其他机构	90.56	34.30	82.44	158.57	458.77	382.10	287.69	167.05	353.23	229.41
总需求量	918.47	1,140.33	1,236.75	939.66	1,219.18	1,303.43	1,143.75	988.57	1,166.20	1,149.83
供需平衡	291.98	112.52	-75.78	236.89	-28.62	-79.66	60.25	224.12	94.53	71.52

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

3.4 世界白银协会预测 2023 年白银短缺 4420 吨

据世界白银协会预测, 2023 年全球矿产银 2.62 万吨, 同比增长 2.4%; 回收银 5632.84 吨, 同比增长 0.28%; 全球白银总供应量 3.19 万吨, 同比增长 2.01%。工业领域白银需求量 1.79 万吨, 同比增长 3.58%; 银饰需求量 6205.15 吨, 同比减少 14.78%; 银器需求量 1732.46 吨, 同比减少 24.22%; 实物净投资需求 9610.98 吨, 同比减少 7.18%; 全球白银总需求量 3.63 万吨, 同比减少 6.07%。2023 年全球白银供需短缺 4419.81 吨。



图表66: 白银供需平衡

单位: 吨	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023E
矿产银	27,894	27,987	26,861	26,447	26,021	24,329	25,741	25,580	26,192
回收银	4,569	4,529	4,572	4,619	4,603	5,163	5,452	5,617	5,633
净套保供应	68	-	-	-	432	264	-	-	-
官方部门净销售	34	34	31	37	31	37	47	53	53
总供应量	32,565	32,550	31,464	31,104	31,088	29,794	31,240	31,250	31,878
工业	13,791	14,849	16,028	15,900	15,853	15,200	16,429	17,309	17,928
摄影(硝酸银)	1,188	1,079	1,008	977	955	837	862	855	821
银饰	6,298	5,882	6,103	6,317	6,264	4,681	5,645	7,281	6,205
银器	1,813	1,664	1,848	2,087	1,907	970	1,266	2,286	1,732
实物净投资	9,620	6,622	4,846	5,148	5,816	6,370	8,522	10,354	9,611
净套保需求	-	373	34	230	-	-	109	557	-
总需求量	32,712	30,469	29,866	30,659	30,796	28,058	32,833	38,643	36,298
供需平衡	-146	2,081	1,599	445	292	1,736	-1,592	-7,393	-4,420

来源: 世界白银协会, 国金证券研究所

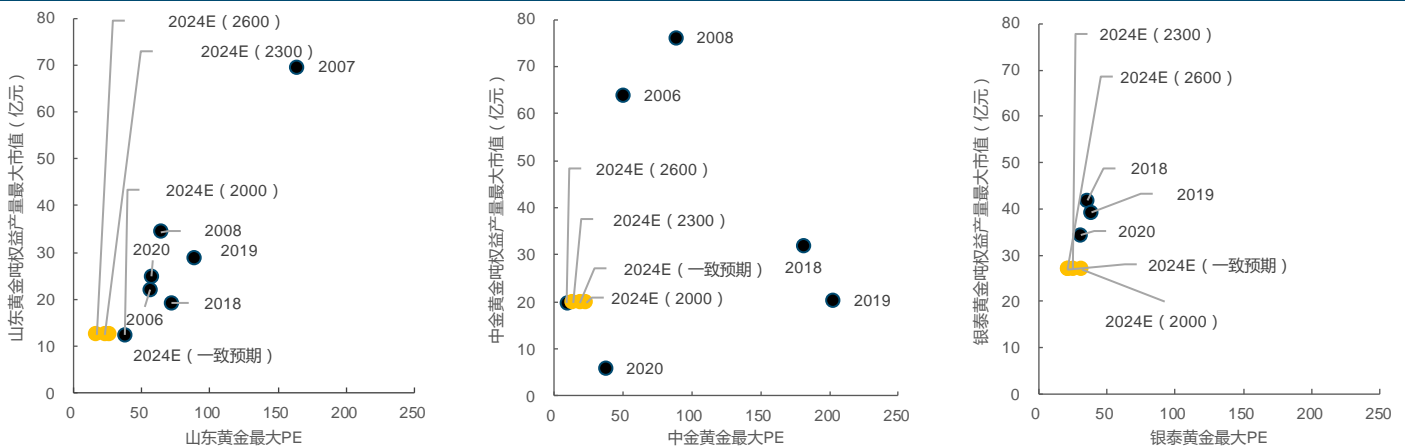
四、行业重点公司估值

为衡量当前黄金股估值在历史区间的水位,我们对主要黄金上市公司山东黄金、中金黄金、银泰黄金的吨权益产量市值和 PE 进行对比。

根据我们 2023 年 12 月 8 日发布的报告《贵金属行业年度报告: 右侧配置期, 布局主升浪》, 中金黄金历史及最新市值均为剔除铜矿业务后黄金业务的测算市值。同时为保证不同公司估值水平横向、纵向可比, 对各公司历史权益产量按照吨盈利进行调整。

对比结果发现, 当前山东黄金、中金黄金、银泰黄金 2024E 吨权益产量市值和 PE 水平均未达历史高位。

图表67: 从前两轮周期“最高”水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置



来源: iFinD, 国金证券研究所

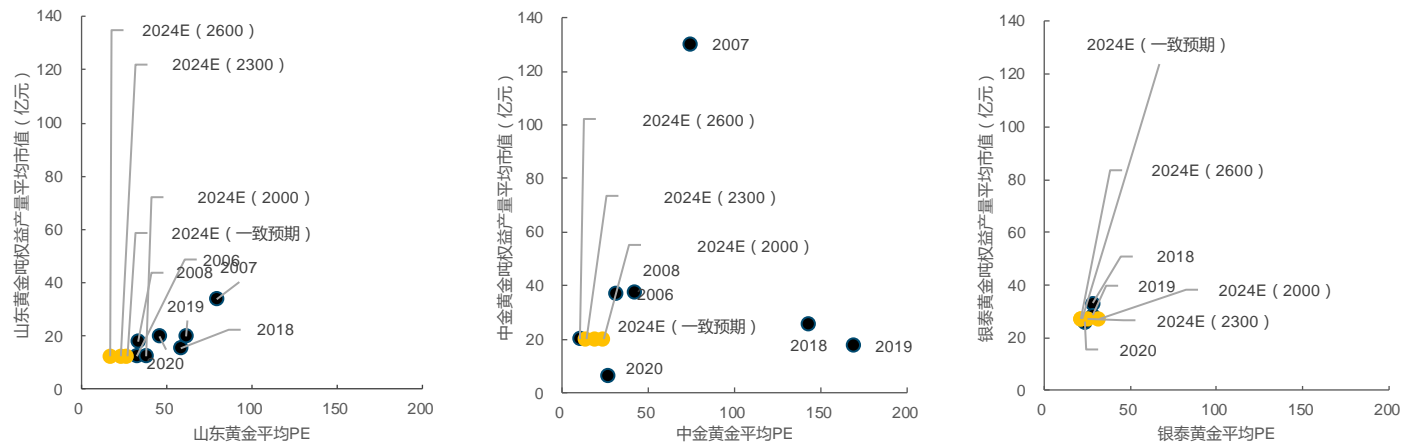
注: 各公司调整后权益产量=各公司当年实际权益产量*各公司吨金毛利/历史复盘区间山东黄金、银泰黄金、中金黄金平均吨金毛利。

中金黄金历史及最新市值均为剔除铜矿业务后的黄金业务测算市值, 2006-2008 年选择江西铜业和铜陵有色作为可比公司对铜矿业务市值进行测算, 2018-2020 年及当前选择云南铜业、紫金矿业、西部矿业和铜陵有色作为可比公司对铜矿业务市值进行测算。

2024 年吨权益产量市值=最新市值/2024 年权益产量, 2024 年 PE 分别为 iFinD 一致预期、金价为 2000/2300/2600 美元/盎司时以最新市值计算的 2024 年 PE, PE 及最新市值截至 2024 年 3 月 29 日



图表68：从前两轮周期“平均”水平看，黄金股2024年估值处于历史较低位置



来源：iFind，国金证券研究所

注：各公司调整后权益产量=各公司当年实际权益产量*各公司吨金毛利/历史复盘区间山东黄金、银泰黄金、中金黄金平均吨金毛利。

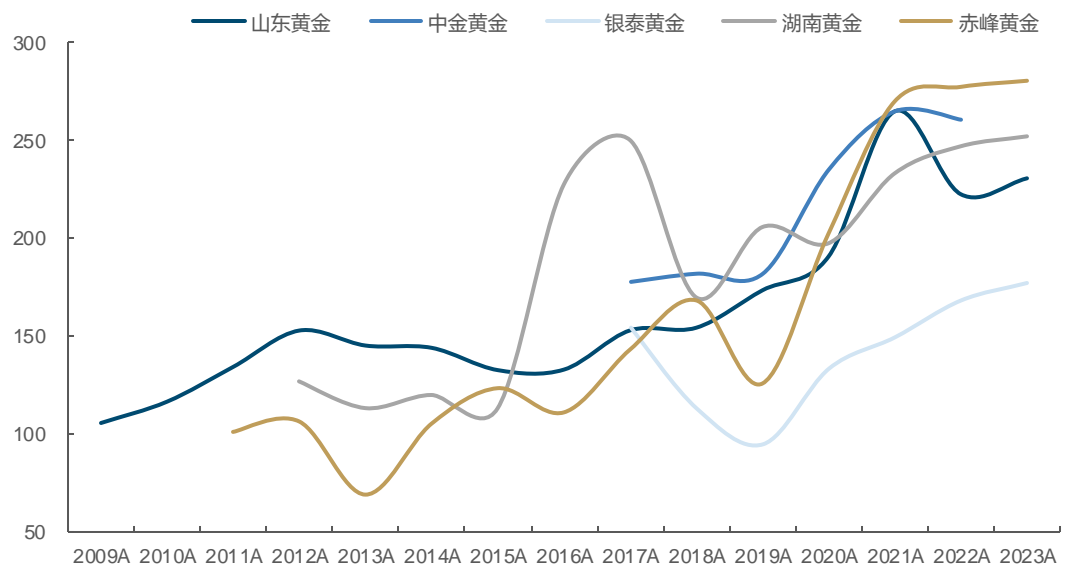
中金黄金历史及最新市值均为剔除铜矿业务后的黄金业务测算市值，2006-2008年选择江西铜业和铜陵有色作为可比公司对铜矿业务市值进行测算，2018-2020年及当前选择云南铜业、紫金矿业、西部矿业和铜陵有色作为可比公司对铜矿业务市值进行测算。

2024年吨权益产量市值=最新市值/2024年权益产量，2024年PE分别为iFind一致预期、金价为2000/2300/2600美元/盎司时以最新市值计算的2024年PE，PE及最新市值截至2024年3月29日

2023年主要黄金上市公司中，山东黄金矿产金单位成本同比+3.68%至230.38元/克，银泰黄金同比+5.30%至176.42元/克，湖南黄金同比+2.05%至251.50元/克，赤峰黄金同比+1.13%至280.20元/克。上述公司2018-2022年矿产金成本复合增速分别为9.63%/10.46%/9.86%/13.32%，2023年矿产金单位成本增速均有所下降。

我们认为2018-2022年受不可抗因素影 响，黄金生产企业矿产金成本增速较高，2023年开始上述因素影 响已经缓解，预计2024年单位成本增速将得到较好控制。1Q2024伦敦金现环比+4.99%至2069.80美元/盎司，上海黄金交易所9995黄金均价环比+4.05%至489.62元/克。我们预计在成本控制较为稳定，黄金价格环比上涨的情况下，黄金上市公司Q1业绩将会有较好释放。

图表69：2023年黄金上市公司单位成本增速有所放缓（单位：元/克）



来源：各公司年报，国金证券研究所

根据主要黄金上市公司未来产能规划及金价变动预期，我们对黄金上市公司2024年业绩进行测算，发现无论是假设自产金成本不变还是自产金成本按往年复合增长率上涨，2024年黄金上市公司业绩均有较大涨幅。



图表70: 黄金上市公司业绩弹性测算

黄金上市公司业绩弹性测算 (24E 自产金成本不变)					
2024E	2024 年金价 (元/克) 及同比				
归母净利润 (亿元)	510	520	530	540	550
及同比	13%	16%	18%	20%	22%
山东黄金	45.70	48.48	51.25	54.03	56.81
	96%	108%	120%	132%	144%
中金黄金	42.03	44.76	47.49	50.22	52.95
	40%	49%	58%	67%	76%
银泰黄金	18.86	19.43	19.99	20.55	21.12
	32%	36%	40%	44%	48%
湖南黄金	8.97	9.21	9.44	9.67	9.91
	83%	88%	93%	98%	103%
黄金上市公司业绩弹性测算 (24E 自产金成本按复合增长率上涨)					
2024E	2024 年金价 (元/克) 及变动				
归母净利润 (亿元)	510	520	530	540	550
及同比	13%	16%	18%	20%	22%
山东黄金	38.38	41.16	43.94	46.71	49.49
	65%	77%	89%	101%	113%
中金黄金	37.75	40.48	43.21	45.94	48.67
	26%	35%	44%	53%	62%
银泰黄金	17.86	18.42	18.98	19.55	20.11
	25%	29%	33%	37%	41%
湖南黄金	8.16	8.40	8.63	8.87	9.10
	67%	72%	77%	81%	86%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

注: 中金黄金自产金成本复合增长率为 2018-2022 年复合增长率, 为 9%; 山东黄金、银泰黄金、湖南黄金自产金成本复合增长率为 2018-2023 年, 分别为 8%、9%和 8%。

根据当前黄金股总市值及 2022 年四季度以来各公司 PE-TTM 计算当前市值对应的 2024 年归母净利润预期, 发现当前黄金股市值隐含的 2024 年金价预期最高仅为 486 元/克, 相对于 3 月 29 日上海黄金交易所 9995 黄金最新收盘价的 529.86 元/克仍有较大空间, 黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期。

我们预计美联储放缓 QT、释放“宽松信号”后, 黄金价格及黄金股在 2Q2024 将迎来主升浪, 同时黄金股由于当前市值并未反映较多金价上涨预期, 将迎来“补涨”。



图表71：当前黄金股市值未反映较多金价上涨预期

黄金公司当前市值隐含金价预期（2024E 自产金成本不变）						
公司名称	总市值 (亿元)	4Q22 以来平均 PE-TTM	当前市值对应 24 年 归母净利润 (亿元)	隐含金价预期 (元/克)	Wind 一致预期 24 年 归母净利 (亿元)	隐含金价预期 (元/克)
山东黄金	1144	62	18.55	414	33.81	468
中金黄金	640	21	30.87	468	33.42	479
银泰黄金	502	30	16.65	477	19.23	518
湖南黄金	165	35	4.68	329	7.16	437

黄金公司当前市值隐含金价预期（24E 自产金成本按复合增长率上涨）						
公司名称	总市值 (亿元)	4Q22 以来平均 PE-TTM	当前市值对应 24 年 归母净利润 (亿元)	隐含金价预期 (元/克)	Wind 一致预期 24 年 归母净利 (亿元)	隐含金价预期 (元/克)
山东黄金	1144	62	18.55	441	33.81	495
中金黄金	640	21	30.87	486	33.42	495
银泰黄金	502	30	16.65	486	19.23	531
湖南黄金	165	35	4.68	365	7.16	468

来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

注：各公司总市值截至 3 月 29 日收盘，Wind 一致预期截至 3 月 31 日。中金黄金自产金成本复合增长率为 2018-2022 年复合增长率，为 9%；山东黄金、银泰黄金、湖南黄金自产金成本复合增长率为 2018-2023 年，分别为 8%、9%和 8%。

2023 年黄金股自产金成本增速放缓，预计 2024 年第一季度在金价环比上涨、成本控制较为稳定的情况下，黄金股业绩将有较好表现，且黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期，具有较大“补涨”空间。基于美联储 6 月首次降息维度，我们预计 Q2 美联储将释放“宽松信号”，届时将成为黄金股主升浪行情启动点。建议关注山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金、紫金矿业等标的。

图表72：行业重点公司估值表（收盘价：元；PE：倍；截至 2024 年 3 月 29 日收盘）

公司简称	股票代码	收盘价	2023EPS	2024EPS	2025EPS	2023PE	2024PE	2025PE	2024 年相对收益	30 天相对收益
山东黄金*	600547.SH	28.23	0.52	0.92	1.34	43.95	30.68	21.07	20.34%	28.98%
中金黄金*	600489.SH	13.21	0.60	0.74	0.80	21.88	17.85	16.51	29.53%	28.17%
银泰黄金*	000975.SZ	18.09	0.51	0.65	0.69	29.24	27.83	26.22	17.50%	21.00%
招金矿业	1818.HK	10.62	0.14	0.39	0.55	42.20	26.92	19.14	6.27%	39.59%
赤峰黄金	600988.SH	16.35	0.49	0.72	0.88	29.00	22.69	18.64	13.60%	20.41%
湖南黄金*	002155.SZ	13.69	0.41	0.61	0.77	27.38	22.44	17.78	19.79%	15.43%
四川黄金	001337.SZ	27.05	0.51	0.58	0.58	55.02	46.64	46.64	-5.20%	20.61%
恒邦股份	002237.SZ	11.35	0.45	0.65	0.90	24.00	17.60	12.61	2.19%	18.64%
中国黄金国际	2099.HK	49.30	-0.06	0.45	0.94	N.A.	109.95	52.70	44.73%	53.58%
华钰矿业	601020.SH	8.75	0.22	0.47	0.66	40.10	18.62	13.29	-18.15%	13.05%
玉龙股份	601028.SH	11.02	0.63	0.80	0.85	17.42	13.73	13.04	-0.21%	29.16%
兴业银锡	000426.SZ	11.29	0.54	0.95	1.13	21.02	11.85	9.99	21.24%	22.36%
盛达资源	000603.SZ	12.90	0.60	0.56	0.86	21.34	23.11	14.94	13.64%	43.17%

来源：Wind，国金证券研究所

注：带*号公司为已覆盖公司，EPS 来自国金证券，其余行业重点公司 EPS 均为 iFind 一致预期。除招金矿业、中国黄金国际收盘价为港币外，其余公司收盘价均为人民币元。相对收益为相对沪深 300 指数超额收益。

五、风险提示

美联储紧缩货币政策反复。我们认为当前美联储停止加息条件已经充分，随着前期紧缩政策的滞后效应逐步显现，通胀、经济增长和劳动力市场的降温将为美联储放松货币政策创造条件。但若因通胀、劳动力市场韧性导致美联储进一步紧缩货币政策，将对黄金价格、



黄金公司业绩、黄金股走势产生压制。

黄金公司业绩不及预期。当黄金价格处于高位时，黄金生产企业有动力开采品位较低的矿石，这会导致黄金生产成本上涨，同时或导致黄金产量下降，黄金公司业绩不及预期。

美国经济超预期向好。我们认为美联储明确释放降息信号需要达到部分经济状况条件，而这些条件意味着美国经济边际走弱，而如果后面美国经济超预期向好，则金价相关上涨逻辑将受损。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究