



Research and
Development Center

黄金新星迈入发展新阶段

—银泰黄金(000975)公司深度报告

2024年04月09日

张航

金属&新材料行业首席分析师

S1500523080009

zhanghang@cindasc.com

宋洋

金属&新材料行业分析师

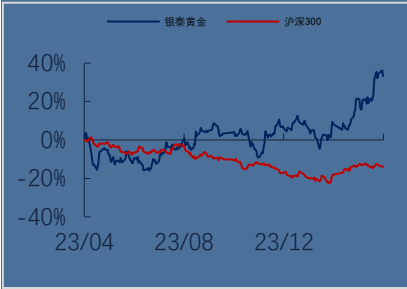
S1500524010002

songyang@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
银泰黄金(000975)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	18.34
52周内股价波动区间(元)	18.74-11.57
最近一月涨跌幅(%)	8.97
总股本(亿股)	27.77
总市值(亿元)	509.25

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

黄金新星迈入发展新阶段

2024年04月09日

投资逻辑：

◆**背靠山东黄金集团，实现二次飞跃。**公司经历两次业务调整，2016年收购三大金矿后正式转型为贵金属采选业务；2023年大股东变更为山东黄金，实际控制人变更为山东省国资委，实现从民企到国企的转变。公司与山东黄金强强联合，高效协同，实现“1+1>2”效果，同时背靠山东黄金集团，其优质资产有望注入公司。公司提出新战略目标，2025、2026、2028、2030年矿产金产量分别为12、15、22、28吨。

◆**低成本、高成长，发展空间广阔。**截至2023年末，公司五大矿山拥有金金属量146.66吨，银金属量7856.9吨。2023年公司实现合质金产量7.01吨，银产量193吨。公司资源禀赋较好，增储扩建潜力大：1)黑河洛克品位高、盈利能力强，东安金矿外围5号探矿权有增储空间。2)吉林板庙子机械化矿山稳定生产，金英金矿外围探矿权有找矿线索。3)青海大柴旦成本低，细晶沟金矿采矿项目和青龙沟金矿采矿项目“探转采”工作正在积极推进中。4)华盛金矿复产筹备阶段，仍在办理120万吨的资源储量评审备案工作。5)玉龙矿业铅锌银主力矿山，历年不间断开展生产勘探活动。6)2024年2月拟收购Twin Hills金矿100%股权，开启海外资源布局，其规划年产金5吨，公司预计2026年投产。2023年公司黄金平均生产成本为176.42元/克，成本具备竞争力，2023年合质金毛利率为60.76%。公司将持续加强采矿生产勘探，扩大有效产能，提高年处理矿量，降低总成本。

◆**降息预期扰动，不改贵金属上行趋势。**2024年3月FOMC会议维持年内3次降息的指引。美国1-2月通胀数据均超市场预期，但制造业等功能不足，尽管当前通胀率仍高于目标，美联储考虑降息可能是为了平衡经济增长与通胀控制的需要，以实现经济的软着陆。2006年与2018年的加息末期，金价从底部区间上涨幅度分别达到339%、70%。我们预计年内正式降息后，叠加黄金的避险属性与货币属性，金价有望再创新高，黄金股估值中枢将持续提升。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计24-26年公司营收分别为92.70亿元、98.12亿元、103.20亿元，归母净利润分别为20.53亿元、22.76亿元、24.63亿元，对应EPS分别为0.74元、0.82元、0.89元，对应PE分别为25倍、22倍、21倍。考虑到公司资源禀赋较好、有资产注入预期、增储扩建潜力大、成本优势显著，给予公司24年30倍PE，对应市值616亿元，目标价22.2元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**黄金价格波动风险；项目产能扩张不及预期等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8,382	8,106	9,270	9,812	10,320
增长率 YoY %	-7.3%	-3.3%	14.4%	5.8%	5.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,123	1,424	2,053	2,276	2,463
增长率 YoY%	-11.8%	26.8%	44.1%	10.9%	8.2%
毛利率%	24.8%	32.0%	38.9%	40.3%	41.2%
净资产收益率ROE%	10.3%	12.3%	15.1%	15.1%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.51	0.74	0.82	0.89
市盈率 P/E(倍)	27.29	29.24	24.81	22.37	20.68
市净率 P/B(倍)	4.67	4.41	3.74	3.38	3.05

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年04月09日收盘价

目录

一、背靠山东黄金集团，实现二次飞跃	6
1.1 转型谋发展，开启新篇章	6
1.2 山东黄金入主，战略规划清晰	7
1.3 业绩稳步增长，合质金贡献主要利润	10
二、低成本、高成长，发展空间广阔	11
2.1 资源禀赋较好，增储扩建潜力大	11
2.1.1 黑河洛克（100%权益，合质金+矿产银）：品位高、盈利能力强，有增储潜力	13
2.1.2 吉林板庙子（95%权益，合质金+矿产银）：机械化、绿色化矿山	14
2.1.3 青海大柴旦（90%权益，合质金+矿产银）：成本低、探转采持续推进	15
2.1.4 华盛金矿（60%权益，合质金）：复产筹备阶段，未来有望贡献增量	16
2.1.5 玉龙矿业（76.67%权益，矿产银+铅精矿+锌精矿）：铅锌银主力矿山	17
2.1.6 Twin Hills（拟收购100%，合质金）：规划年产金5吨，开启海外资源布局	18
2.2 克金成本优势显著，盈利能力领先	19
三、降息预期扰动，不改贵金属上行趋势	20
3.1 金融属性：美国经济韧性较强，不改降息初衷	20
3.2 货币属性：美元信用衰弱，央行购金支撑长周期金价走强	23
3.3 加息末期，黄金牛市的起点	25
四、盈利预测&投资建议	27
4.1 盈利预测	27
4.2 估值与建议	29
五、风险因素	29

表目录

表 1: 山东黄金集团探矿权和采矿权黄金资源达到 941.66 吨（截至 2023 年末）	8
表 2: 公司保有金金属量 146.66 吨，银金属量 7856.9 吨（截至 2023 年末）	12
表 3: 黑河洛克东安金矿拥有金金属量 13.05 吨，银金属量 161.92 吨（截至 2023 年末）	14
表 4: 青海大柴旦拥有金金属量 77.54 吨（截至 2023 年末）	16
表 5: 华盛金矿拥有金金属量 29.23 吨（截至 2023 年末）	17
表 6: 玉龙矿业拥有银金属量 7856.9 吨，铅金属量 61.37 万吨，锌金属量 128.36 万吨（截至 2023 年末）	17
表 7: Hills 金矿项目矿石储量估算（截至 2023 年 5 月）	18
表 8: Hills 金矿项目矿石资源量估算（截至 2023 年 3 月）	19
表 9: 3 月 FOMC 经济预测表	22
表 10: 美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势	26
表 11: 公司分业务盈利预测	27
表 12: 可比公司估值表	29

图目录

图 1: 公司分业务营收（亿元）与发展历程	6
图 2: 公司股权结构图（截至 2023 年 12 月 31 日）	7
图 3: 公司金资源量及储量规划目标（吨）	10
图 4: 公司矿产金产量规划目标（吨）	10
图 5: 公司分业务营收占比（%）	10
图 6: 公司归母净利润（亿元）与增速（%）	10
图 7: 公司分业务毛利占比（%）	11
图 8: 公司分业务毛利率与综合毛利率（%）	11
图 9: 公司期间费用率（%）	11
图 10: 公司负债率处于行业低位（%）	11
图 11: 公司 2023 年合质金产量为 7.01 吨	13
图 12: 公司 2023 年矿产银产量为 193 吨	13
图 13: 公司 2023 年铅精粉产量为 0.95 万吨	13
图 14: 公司 2023 年锌精粉产量为 1.65 万吨	13
图 15: 黑河洛克净利润（亿元）	14
图 16: 公司各矿业子公司净利率（%）	14
图 17: 吉林板庙子净利润（亿元）	15
图 18: 吉林板庙子合质金与矿产银产量（吨）	15
图 19: 青海大柴旦净利润（亿元）	15
图 20: 青海大柴旦合质金与矿产银产量（吨）	15
图 21: 玉龙矿业净利润（亿元）	18
图 22: 玉龙矿业矿产银（千克）、铅和锌精粉（吨）产量	18

图 23: 公司合质金毛利率行业领先	19
图 24: 公司合质金单吨成本在行业处于低位 (元/克)	19
图 25: 金价与长期实际利率的负相关性	20
图 26: 2024 年 3 月 (左) 与 2023 年 12 月 (右) 的 FOMC 点阵图	20
图 27: 美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)	21
图 28: 美国制造业与服务业 PMI	21
图 29: 美国新增非农就业人数 (千人)	22
图 30: 美国失业率与劳动参与率 (%)	22
图 31: CME Fed 市场预期利率概率 (截至 2024 年 4 月 7 日)	23
图 32: 黄金与美元在外汇储备中的占比	23
图 33: 全球央行购金量自 2022 年开始上涨 (吨)	24
图 34: 标准普尔波动率指数与黄金价格 (美元/盎司) 走势	25
图 35: 黄金价格复盘 (黄金单位: 美元/盎司, 美债收益率单位: %)	25
图 36: 黄金价格 (美元/盎司) 与黄金股市盈率走势	26

投资聚焦

- 1) 公司经历两次业务调整，2016 年收购三大金矿后正式转型为贵金属采选业务；2023 年大股东变更为山东黄金，实际控制人变更为山东省国资委，实现从民企到国企的转变。公司与山东黄金强强联合，高效协同，实现“1+1>2”效果，同时背靠山东黄金集团，其优质资产有望注入公司。公司提出新战略目标，2025、2026、2028、2030 年矿产金产量分别为 12、15、22、28 吨。
- 2) 公司低成本、高成长，发展空间广阔。截至 2023 年末，公司五大矿山拥有金金属量 146.66 吨，银金属量 7856.9 吨。2023 年公司实现合质金产量 7.01 吨，银产量 193 吨。公司资源禀赋较好，增储扩建潜力大，目前拥有黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿、玉龙矿业五大国内矿山，并于 24 年 2 月拟收购 Twin Hills 金矿，开启海外资源布局。2023 年公司黄金平均生产成本为 176.42 元/克，成本具备竞争力，2023 年合质金毛利率为 60.76%。公司将持续加强采矿生产勘探，扩大有效产能，提高年处理矿量，降低总成本。
- 3) 我们预计黄金股将迎来主升浪，价格有望再创新高。2024 年 3 月 FOMC 会议维持年内 3 次降息的指引，美国 1-2 月通胀数据均超市场预期，但制造业等动能不足，尽管当前通胀率仍高于目标，美联储考虑降息可能是为了平衡经济增长与通胀控制的需要，以实现经济的软着陆。2006 年与 2018 年的加息末期，金价从底部区间上涨幅度分别达到 339%、70%。我们预计年内正式降息后，叠加黄金的避险属性与货币属性，金价有望再创新高，黄金股估值中枢将持续提升。

一、背靠山东黄金集团，实现二次飞跃

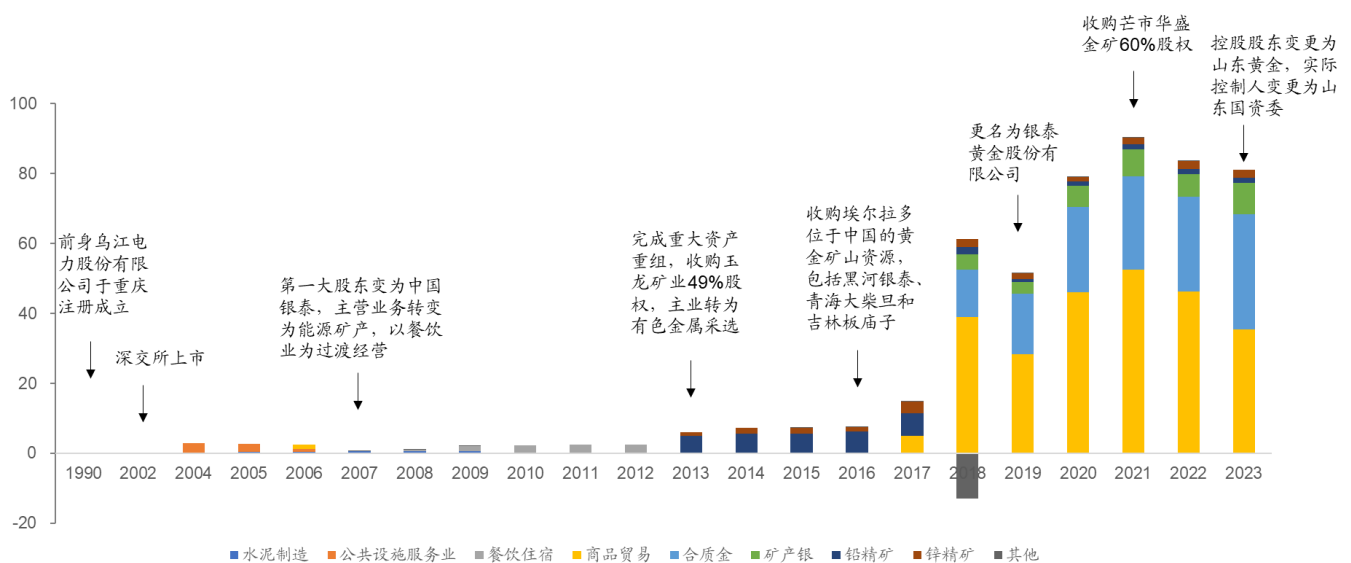
1.1 转型谋发展，开启新篇章

公司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、黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿，主要产品为合质金（含银）、铅精粉（含银）、锌精粉（含银）。2022 年公司矿产金产量在全国黄金上市公司中排名第七位，实现净利润在全国黄金矿业上市公司中排名第五位。

转型有色金属采选业务。公司前身为重庆乌江电力股份有限公司，主营业务水利发电，2000 年 6 月在深交所挂牌上市。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，公司完成重大资产重组，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，公司出售银泰酒店全部股权给中国银泰，收购玉龙矿业 49% 股权，持股比例增至 76.67%，主营业务转变为有色金属采选。

收购优质矿山，扩大资源版图。2016 年，公司收购加拿大埃尔拉多黄金公司位于中国境内的黄金矿山资源，主要包括黑河洛克、吉林板庙子和青海大柴旦的矿产资源，共计 4 个采矿权和 9 个探矿权，收购完成后公司黄金储量大幅增长，主营业务变为贵金属和有色金属矿采选。2019 年，公司名称变更为银泰黄金股份有限公司。2021 年，公司收购芒市华盛金矿 60% 股份，进一步扩大黄金业务版图。2023 年，公司控股股东变更为山东黄金，背靠山东黄金集团，公司发展进入新阶段。

图 1：公司分业务营收（亿元）与发展历程

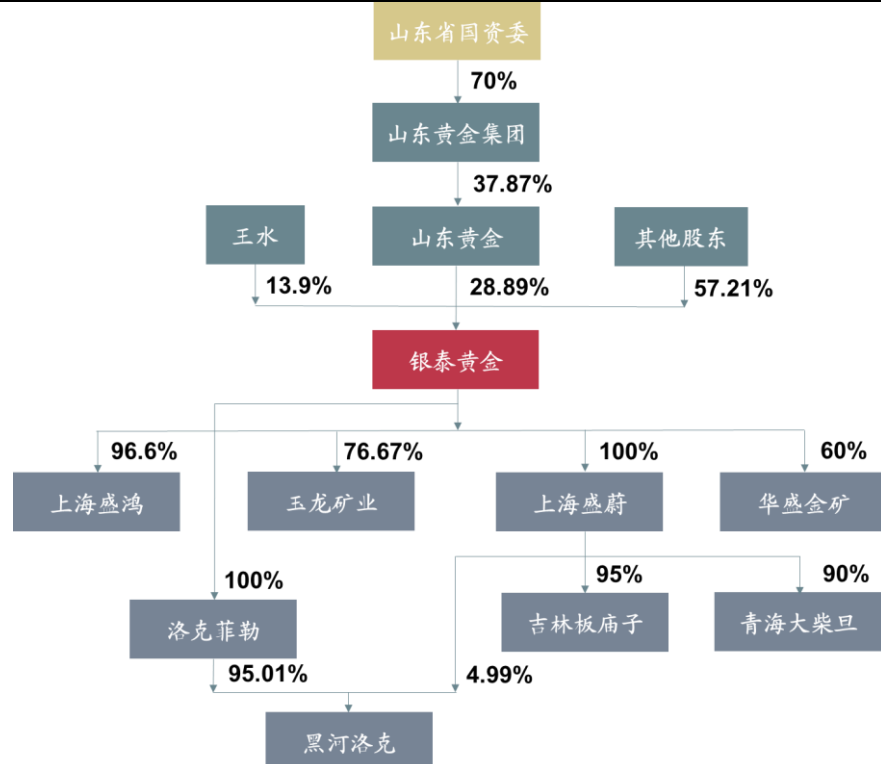


资料来源:Wind, 公司年报, 公司官网, 信达证券研发中心

公司实控人变更为山东省国资委。2022年，公司实控人沈国军及控股股东银泰投资将其合计持有 20.93% 股份转让给山东黄金，2023 年 7 月，过户登记手续已完成，公司实控人变为山东省国资委，由民营企业转制为国有企业，此外山东黄金陆续通过交易所集中竞价交易方式增持公司股份，截至 2023 年底，持股比例增至 28.89%。

公司下属 5 家矿业公司和 1 家贸易企业。矿业公司包括玉龙矿业、黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。贸易公司为上海盛鸿，上海盛鸿以贵金属和有色金属贸易为主业，主要为客户提供购销渠道、风险管理、贸易融资等服务。

图 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 12 月 31 日)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 山东黄金入主，战略规划清晰

强强联合，实现“1+1>2”效果。山东黄金是黄金行业头部企业，资源储量丰富，黄金资源实现海内外布局，同时背靠山东黄金集团，持续推进探矿增储。截至 2023 年年底，山东黄金保有黄金资源总量 1431.3 吨，黄金储量 545.97 吨。本次并购后，位于中国黄金行业第一梯队的山东黄金和银泰黄金强强联合，实行一体两翼的发展战略，优势互补，发挥协同效应，达到“1+1>2”的效果。山东黄金在开采、选冶的技术优势和规模优势助力公司增产，增厚公司盈利空间，提高公司可持续发展水平。

背靠山东黄金集团，资产注入预期强。在保持公司现有生产经营业务稳定的前提下，山东黄金集团计划将旗下优质的有色金属板块资产在资产质量符合证监会相关规定的前提下注入

公司，规范与公司在有色金属业务方面存在的同业竞争及潜在同业竞争，为公司的发展提供支持。剔除西岭金矿，截至 2023 年底，山东黄金集团除上市公司外拥有探矿权黄金资源量 846.44 吨，采矿权资源量 95.22 吨。

表 1: 山东黄金集团探矿权和采矿权黄金资源达到 941.66 吨（截至 2023 年末）

探矿权名称	查明金金属量 (吨)	采矿权名称	保有金金属量 (吨)
山东省莱州市仓上-潘家屋子地区金矿勘探	0.39	山东黄金金创集团有限公司奄口矿区	57.38
山东省莱州市留村金矿中深部详查	2	山东金创股份有限公司上口王李金矿区	3.879
山东省莱州市上马家金矿勘探	0.22	山东金创股份有限公司黑金顶矿区	1.538
山东省莱州市西岭村金矿勘探	592.19	山东金创股份有限公司黑炭沟矿区	6.721
山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	3.6	青岛金星矿业股份有限公司	4.738
山东省蓬莱市黑炭沟金矿深部及外围详查	1.48	海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿	15.63
山东省烟台市蓬莱区初格庄北金矿详查	5.89	嵩县山金矿业有限公司	2.924
山东省烟台市蓬莱区西石硼北部矿区金矿勘探	2.41	福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿	0.94
山东省招远市水旺庄矿区金矿勘探	186.1	青海山金矿业有限公司都兰县果洛龙洼金矿	0.654
山东省招远市李家庄矿区金矿勘探	17.05	福建省政和县大源矿业有限公司星溪矿区硫金铜矿	0.813
福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	0.89	合计	95.217
青海省都兰县阿斯哈（可热）地区金矿详查	8.027		
青海省都兰县瓦勒尕金矿详查	8.02		
青海省都兰县果洛龙洼金矿详查	12.94		
青海省都兰县按纳格金矿详查	1.67		
青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查	0.56		
甘肃省西和县安家岔金矿普查	3.003		
山东省莱州市仓上-潘家屋子地区金矿勘探	0.39		
山东省莱州市留村金矿中深部详查	2		
山东省莱州市上马家金矿勘探	0.22		
山东省莱州市西岭村金矿勘探	592.19		
山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	3.6		
山东省蓬莱市黑炭沟金矿深部及外围详查	1.48		
山东省烟台市蓬莱区初格庄北金矿详查	5.89		
山东省烟台市蓬莱区西石硼北部矿区金矿勘探	2.41		

山东省招远市水旺庄矿区金矿勘探	186.1	
山东省招远市李家庄矿区金矿勘探	17.05	
福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	0.89	
青海省都兰县阿斯哈（可热）地区金矿详查	8.027	
青海省都兰县瓦勒尕金矿详查	8.02	
青海省都兰县果洛龙洼金矿详查	12.94	
青海省都兰县按纳格金矿详查	1.67	
青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查	0.56	
甘肃省西和县安家岔金矿普查	3.003	
合计	846.44	

资料来源：山东黄金 2023 年年报,信达证券研发中心

不存在重大同业竞争问题。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，合质金产品需经进一步提炼方可成为标准金，本质上属于山东黄金生产的标准金的上游产品；销售模式方面，山东黄金主要客户为上海黄金交易所，而公司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，山东黄金与公司的矿权所涉及的区域范围均为独立矿山，不存在交叉覆盖情况。

因地制宜并购资源。对于公司和山东黄金在资源并购方面可能存在的同业竞争，目前的解决思路是：公司的黄金主业不变，围绕现有矿山周边，开展并购的增量，能更好发挥公司现有矿山的生产设施延续使用，减少新并购矿山的建设成本。国外的资源，根据公司和山东黄金各自的特点去并购，资源量大的考虑由山东黄金收购，体量适中考虑由公司收购。

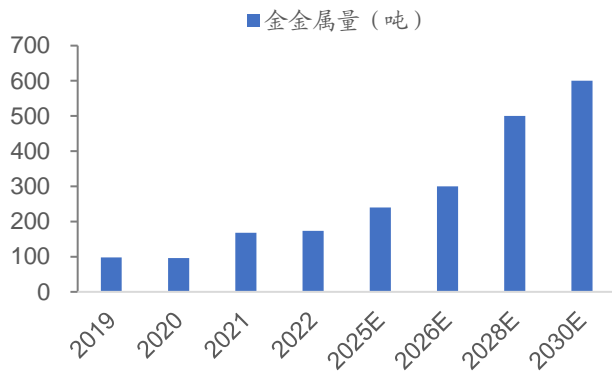
谋求二次飞跃，提出新战略目标。2023 年末，公司发布发展战略规划纲要，以价值创造为中心、以全球发展为引擎的成长型国际黄金矿业公司为愿景；资源为先，全球布局，实现长期接续，谋求二次飞跃；项目为基，扩能增产，推进重点工程，保障产能提升；安全为本，筑牢防线，紧盯“双零”目标，坚持绿色发展；改革创新，优化机制，发挥协同效应，打造体制优势。具体规划目标如下：

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。

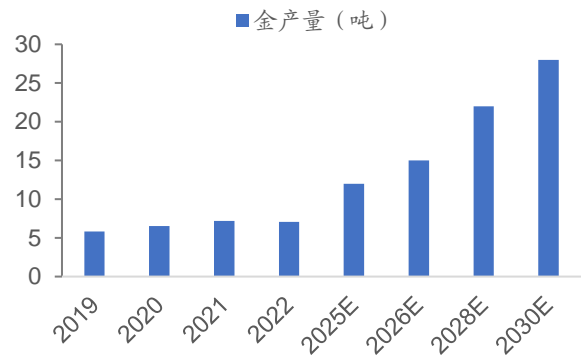
三年规划目标：2026 年末矿产金产量 15 吨，金资源量及储量达到 300 吨。

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 3: 公司金资源量及储量规划目标 (吨)


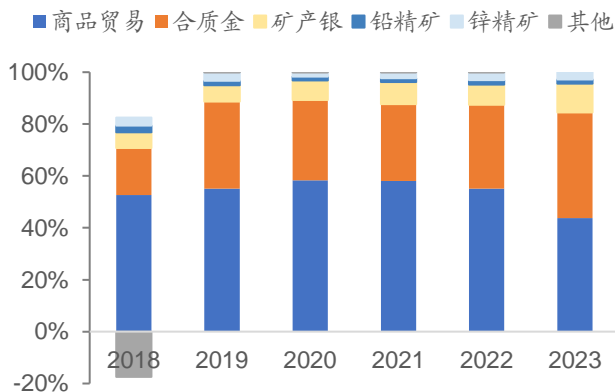
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 4: 公司矿产金产量规划目标 (吨)


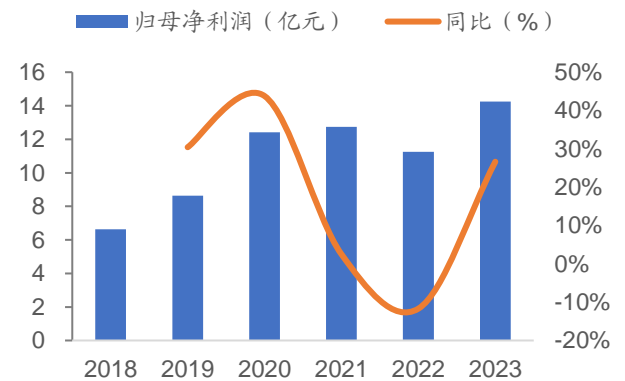
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

1.3 业绩稳步增长, 合质金贡献主要利润

生产经营恢复正常, 业绩稳步增长。公司收购三家矿山并表后, 2018 年营收同增 117%。2022 年吉林板庙子受疫情影响停产, 青海大柴旦选厂磨机筒体孔盖附近意外开裂, 下半年停产两个月; 因北京冬奥会、冬残奥会的开办, 玉龙矿业无法采购炸药, 生产进度受到影响。2022 年整体生产进度不及预期, 产销量下降, 营收同降 7.29% 至 83.82 亿元, 归母净利润下降 11.69% 至 11.24 亿元。2023 年恢复正常生产, 量价齐升, 实现归母净利润 14.24 亿元, 同增 26.79%。

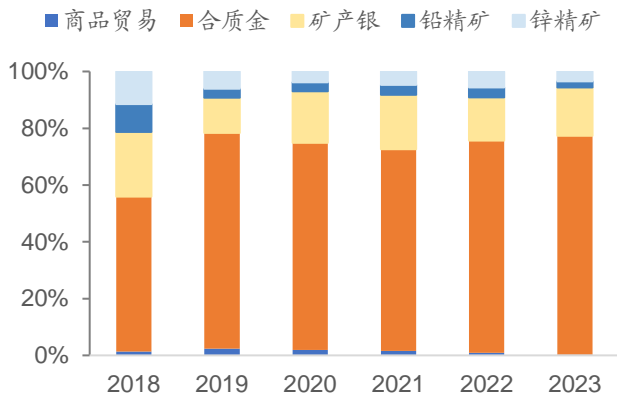
图 5: 公司分业务营收占比 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

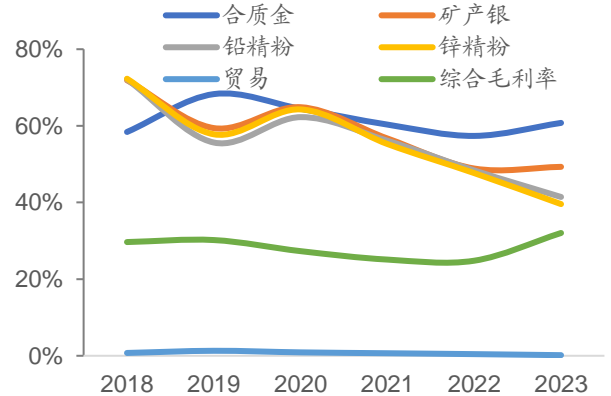
图 6: 公司归母净利润 (亿元) 与增速 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

合质金贡献主要毛利。收购多家金矿矿山后, 公司合质金产销量持续提升, 金价上行趋势下, 公司合质金毛利率维持在 60% 左右, 2023 毛利占比高达 77%, 为公司主要利润来源。2023 年公司综合毛利率为 32%, 较 2022 年提升将近 7pcts。

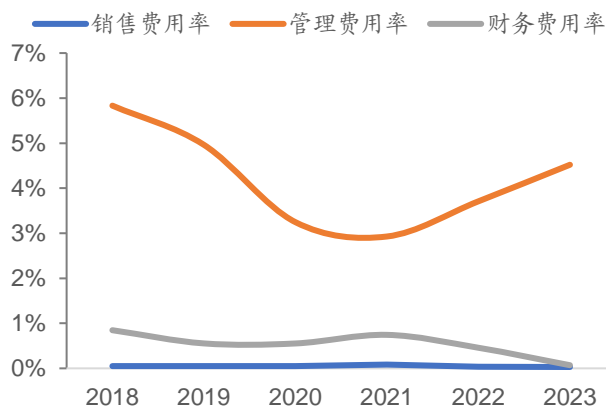
图 7：公司分业务毛利占比（%）


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

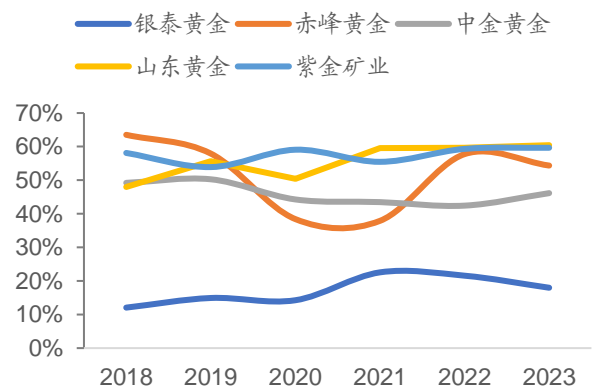
图 8：公司分业务毛利率与综合毛利率（%）


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

费用率平稳，资产负债率处于行业较低水平。2016 年公司收购海外矿山，管理费用较高，2017-2019 年下降至正常水平；2022 年因受停工影响管理费用有所增加，2023 年费用率略增至 4.52%。公司资产负债率处于行业较低水平，2023 年为 17.98%，其他黄金企业资产负债率在 30% 以上，公司与金融机构有良好的合作关系，融资能力较强，低负债率拓宽公司融资渠道，有助于矿山资源拓展。

图 9：公司期间费用率（%）


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 10：公司负债率处于行业低位（%）


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

注：中金黄金为 2023 年前三季度数据

二、低成本、高成长，发展空间广阔

2.1 资源禀赋较好，增储扩建潜力大

2016 年公司联合其他股东成立上海盛蔚平台公司，收购加拿大跨国黄金生产商和勘探商埃尔多拉多在中国境内的矿山资产，包括黑河洛克 100% 股权、吉林板庙子 95% 股权和青海大柴旦 90% 股权。2021 年公司以自有资金 10.37 亿元收购华盛金矿 60% 股权。

目前，公司共拥有 5 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。黑河洛克、吉林板庙子和青海大柴旦均为大型黄金矿山，其中黑河洛克是国内品位较高和最易选冶的金矿之一，产金的完全成本具备竞争力，吉林板庙子是国家级绿色矿山，青海大柴旦是省级绿色矿山，玉龙矿业为铅锌银多金属矿，上述矿山为在产矿山。华盛金矿为公司收购的停产待恢复矿山。

截至 2023 年末，公司保有探明+控制+推测金资源量 4553.6 万吨，金金属量 146.66 吨，现阶段开采可行性较低的潜力资源量约 306 万吨，金金属量 10.12 吨，合计金属量 156.78 吨；保有探明+控制+推测银铅锌多金属矿资源量 6906.4 万吨，银金属量 7856.90 吨，铅金属量 61.37 万吨，锌金属量 128.36 万吨，铜 12.62 万吨。

表 2: 公司保有金金属量 146.66 吨，银金属量 7856.9 吨（截至 2023 年末）

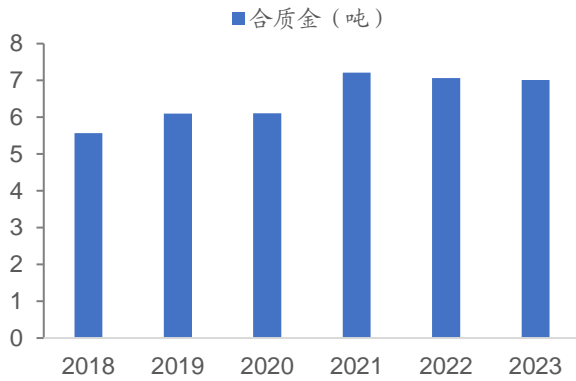
采矿权人	持股比例	保有资源量								
		矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	金平均品位 (克/吨)	银金属量 (吨)	银平均品位 (克/吨)	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	铜金属量 (万吨)	锡金属量 (万吨)
黑河洛克	100%	261.7	13.05	4.99	161.92	61.87				
吉林板庙子	95%	655.4	25.09	3.83						
青海大柴旦	90%	1684.9	77.54	4.6						
华盛金矿	60%	1770.8	29.23	1.65						
玉龙矿业	77%	7087.1	1.75		7856.90		61.37	128.36	12.62	
小计			146.66		7856.90		61.37	128.36	12.62	

资料来源：公司 2023 年年报,信达证券研发中心

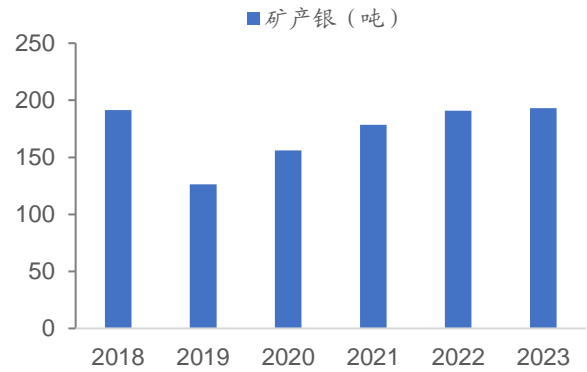
金属产量稳步增长。公司 2016 年收购埃尔拉多在国内部分黄金企业后，矿山投产及其生产规模提升，合质金产量从 2018 年的 5.57 吨提升至 2023 年 7.01 吨。玉龙矿业选厂扩建改造后，产量逐年增长，2023 年公司矿产银产量达到 193 吨，铅精粉产量达到 0.95 万吨，锌精粉产量达到 1.65 万吨。2024 年公司计划黄金产量不低于 8 吨。

公司生产所需主要原料是自采矿石，生产模式是按计划流水线生产。公司产品主要由销售平台银泰盛鸿及其子公司统一对外销售，销售对象直接为下游冶炼厂。合质金销售价格参照上海黄金交易所价格，其他产品销售价格参考上海有色金属网等公开的报价平台，按国内同行计价惯例结算。

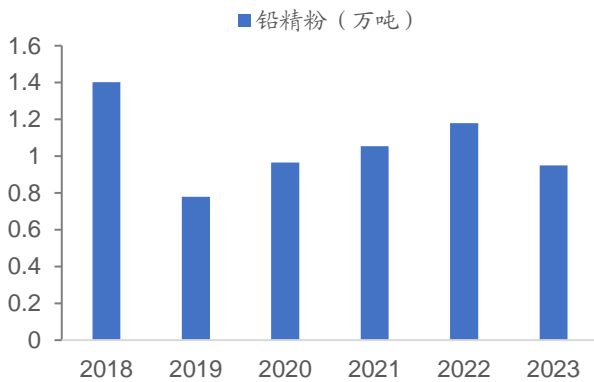
公司合质金主要销售给金精炼冶炼企业，经金精炼冶炼企业分离精炼作为标准金银锭销售或销售给首饰加工企业。铅锌精矿主要销售给下游冶炼企业，银金属主要富含在铅精矿中，由冶炼厂在冶炼环节综合回收。

图 11: 公司 2023 年合质金产量为 7.01 吨


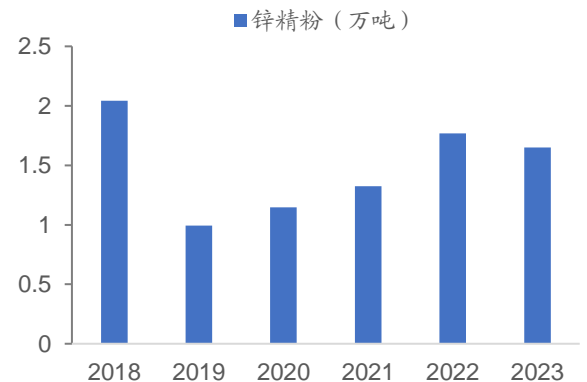
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 12: 公司 2023 年矿产银产量为 193 吨


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 13: 公司 2023 年铅精粉产量为 0.95 万吨


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 14: 公司 2023 年锌精粉产量为 1.65 万吨


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

优质矿山资源，增储前景广阔。截至 2023 年，公司五家矿山子公司共有 16 宗探矿权，探矿权的勘探范围达 178.32 平方公里。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，在两个采矿权周边有多处物化探异常，找矿潜力大。吉林板庙子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。玉龙矿业矿区具备了产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件，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，找矿潜力大，勘探前景非常广阔。

扩大资源储备，资源储备是衡量资源类公司发展潜力的重要指标之一，丰富的资源储备可以为公司未来的业绩增长打下坚实的基础。加大勘探投资，加快已有矿山探矿权转采矿权进度。积极推动国内外优质资源并购步伐，迅速扩大公司资产体量和矿产品产量。

2.1.1 黑河洛克（100%权益，合质金+矿产银）：品位高、盈利能力强，有增储潜力

黑河洛克矿业的东安金矿位于黑龙江省黑河市逊克县，是目前国内黄金品位最高的矿山之一。自 2017 年 9 月投产以来，黑河洛克一直保持连续稳定运行。因矿体品位呈上富下贫式分布，露天采矿结束后，为保持企业效益稳定，2019 年初开启了二期技改工程，转为地下开采，2020 年 5 月，工程竣工投产并达产。采、选生产能力由 450 吨/天扩至 1250 吨/天。2020

年 12 月，黑龙江省自然资源厅为黑河洛克东安金矿颁发了新的采矿许可证，生产规模由原来的 14.85 万吨/年提升至 37.5 万吨/年。

截至 2023 年底，黑河洛克保有资源量矿石量 261.7 万吨，金金属量 13.05 吨，银金属量 161.92 吨。黑河洛克东安金矿为少有的高品位、浅埋藏低温热液型金矿，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，有望逐步扩大矿山产量，延续矿山服务年限。

根据公司全资子公司受让探矿权的公告，2023 年 3 月，黑河洛克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，探矿权成交价款为 16298.07 万元。该探矿权位于黑河洛克东安金矿采矿权外围，与东安金矿属于同一成矿带。截止 2021 年底，全矿区工业品位+低品位矿体推断资源矿石量 114.73 万吨，金金属量 3.95 吨，平均品位 3.4 克/吨；银金属量 23.36 吨，平均品位 63 克/吨。受让探矿权将提升公司资源储备，保证黑河洛克的资源接续。

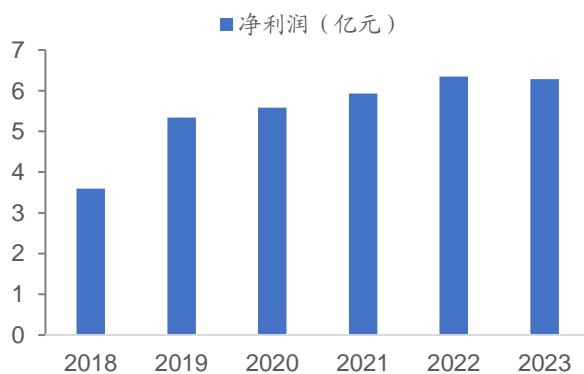
表 3: 黑河洛克东安金矿拥有金金属量 13.05 吨，银金属量 161.92 吨（截至 2023 年末）

矿石种类	矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	金平均品位 (克/吨)	银金属量 (吨)	银平均品位 (克/吨)
矿山矿石	261.7	13.05	4.99	161.92	61.87

资料来源：公司 2023 年年报,信达证券研发中心

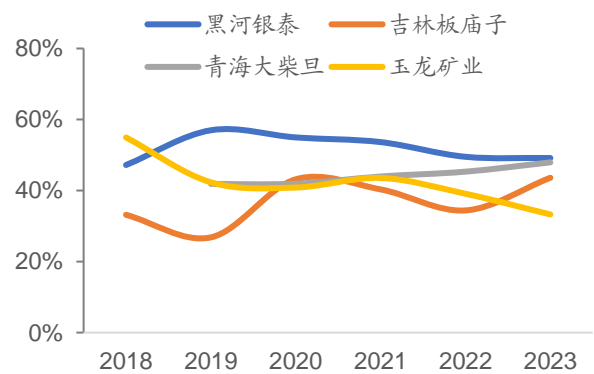
黑河洛克主要产品为高银合质金，2023 年黑河洛克生产合质金 2.16 吨，矿产银 16.5 吨，净利润达到 6.28 亿元，贡献公司主要业绩；净利率达到 49.16%，盈利能力高于其他矿山。

图 15: 黑河洛克净利润 (亿元)



资料来源：公司年报,信达证券研发中心

图 16: 公司各矿业子公司净利率 (%)



资料来源：公司年报,信达证券研发中心

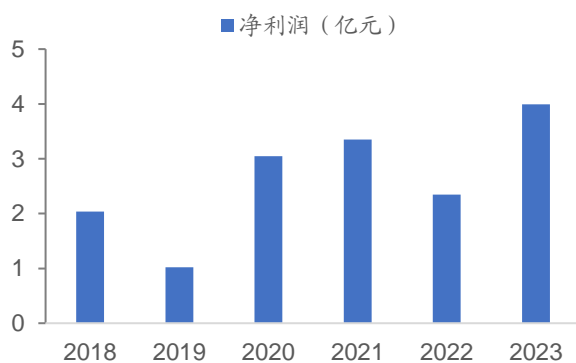
2.1.2 吉林板庙子 (95%权益, 合质金+矿产银): 机械化、绿色化矿山

吉林板庙子位于吉林省白山市浑江区板石街道吊水壶五队，2009 年建成投产，采用地下开采，产品为低银合质金，是国家级绿色矿山。公司采用三维圈定矿体、斜坡道开拓、中深孔爆破、遥控铲车出矿、无轨重卡运输、分段空场采矿嗣后全充填、全巷道支护、尾矿无害化处理等国际领先的生产工艺，已成为一座机械化、数字化、安全高保障现代化的矿山。2019

年吉林板庙子采矿许可证生产规模扩产到了 80 万吨/年，矿山采选能力进一步提高，2020 年完成了年产 80 万吨扩产能项目的验收及安全生产许可证的换证工作。

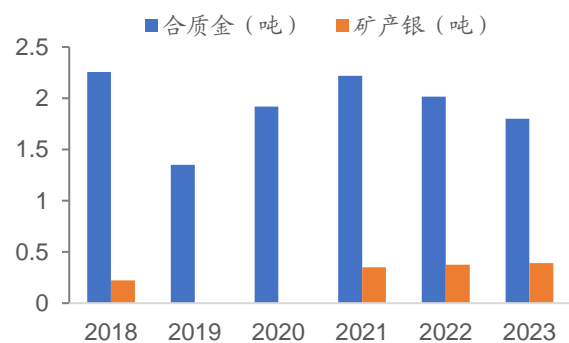
截至 2023 年末，吉林板庙子金英金矿保有资源量为矿石量 655.4 万吨，金金属量 25.09 吨，2023 年生产矿产金 1.8 吨，矿产银 0.39 吨，净利润为 3.99 亿元，权益净利润为 3.79 亿元。吉林板庙子继续各项勘探工程施工，2023 年度资本化勘探投资 419.09 万元，采矿权内勘探增加矿石量 34.3 万吨，金金属量 1.1 吨，平均品位 3.21 克/吨。2023 年度，控股子公司吉林金诚盛鑫矿业有限公司名下板石沟金及多金属矿勘探投资 756.29 万元，全年共完成钻探量 12535.10 米，实现找矿突破。东大坡区有工业矿体的赋存，目前工程控制矿体延长约 240 米，延深约 260 米，初步估算资源量：矿石量 57.1 万吨，金金属量 1.732 吨，平均品位 3.03 克/吨。

图 17: 吉林板庙子净利润 (亿元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 18: 吉林板庙子合质金与矿产银产量 (吨)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

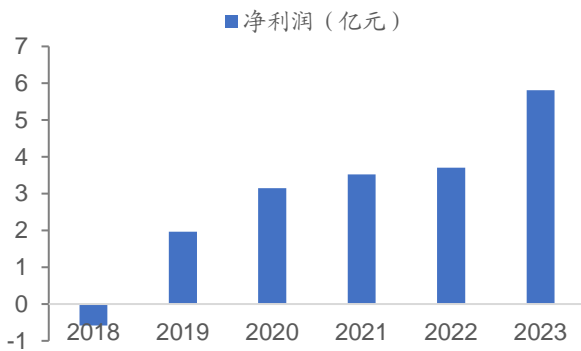
注: 2019、2020 年合质金为销量

2.1.3 青海大柴旦 (90%权益, 合质金+矿产银): 成本低、探转采持续推进

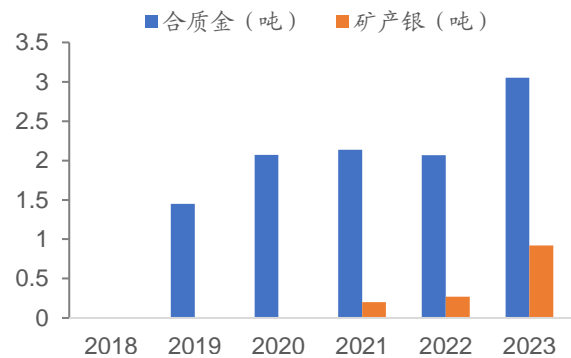
青海大柴旦位于青海省海西州大柴旦行委，目前由公司控股，青海省第一地质勘查院和大柴旦国有资产投资运营公司持股。青海大柴旦矿业主要产品为低银合质金，于 2019 年 4 月复工生产，2023 年生产矿产金 3.05 吨，矿产银 0.92 吨，净利润为 5.81 亿元。根据公司 2023 年 11 月 1 日投资者关系活动记录表，2023 年前三季度青海大柴旦的成本为三个金矿中最低，克金成本 114 元/克，后续因露天转地下开采，我们成本预计将有所提升。

图 19: 青海大柴旦净利润 (亿元)

图 20: 青海大柴旦合质金与矿产银产量 (吨)



资料来源：公司年报,信达证券研发中心



资料来源：公司年报,信达证券研发中心

注：2019、2020年合质金为销量

截至 2023 年底，青海大柴旦保有资源量矿石量 1684.9 万吨，金金属量 77.54 吨。2023 年度，青海大柴旦资本化勘探投资 4399.12 万元，主要针对青龙沟竖井东深部和青山金矿深部进行了探矿，对青龙沟北矿段和南矿段进行了加密钻探和重新圈矿。通过地表和井下勘查，共新增矿石量 155.89 万吨，新增金金属量 7.19 吨。

根据公司 2022 年 11 月 4 日投资者关系活动记录表，青海大柴旦并入公司以后，加大勘探资金投入，成功地在青龙滩覆盖区发现 II、III 矿带，在金龙沟、青山、细晶沟、青龙山探矿权内探明新增黄金矿石储量。截至 2023 年底，青龙沟金矿的采矿权证（扩大矿区范围）已经办理完成；细晶沟金矿（新立）采矿权青海省自然资源厅已经审查完毕，等待进一步批准意见。

表 4：青海大柴旦拥有金金属量 77.54 吨（截至 2023 年末）

矿石种类	资源量 (万吨)	金金属量 (吨)	金平均品位 (克/吨)
矿山矿石	1684.9	77.54	4.60

资料来源：公司 2023 年年报,信达证券研发中心

2.1.4 华盛金矿（60%权益，合质金）：复产筹备阶段，未来有望贡献增量

芒市华盛金矿开发有限公司于 2021 年 9 月由公司出资 10.37 亿元收购原股东 60% 股权，成为其控股股东，项目地址位于云南省德宏州芒市三台山乡勐丹村上芒岗社麦窝坝，为类卡林型大型金矿，资源潜力大，属于国内稀有的优质矿山，矿区面积 0.6388 平方公里，矿区由两个矿段组成：麦窝坝矿段、果园矿段。华盛金矿主营业务为合质金采选冶炼，核心资产为芒市金矿采矿权，已取得采矿许可证，目前生产规模 10 万吨/年，后续计划将产能提升为 120 万吨/年，因股东资金等问题，华盛金矿自 2016 年一直停产至今。

华盛金矿为露天开采、采用全泥氰化工艺，浸出回收率高。截止 2023 年底，芒市金矿保有矿石总资源量 1770.8 万吨，金金属量 29.23 吨，Au 平均品位 1.65 克/吨。

华盛金矿目前处于生产筹备阶段，根据公司 2023 年 11 月 1 日投资者关系活动记录表，华盛金矿仍在办理 120 万吨的资源储量评审备案工作，华盛金矿提交的资源储量核实报告在章节和内容上都发生较大变化，需要修改并重新提交。

表 5: 华盛金矿拥有金金属量 29.23 吨 (截至 2023 年末)

类型	矿石资源量 (万吨)	金金属量 (吨)	金平均品位 (克/吨)
矿山矿石	1770.8	29.23	1.65

资料来源: 公司 2023 年年报, 信达证券研发中心

2.1.5 玉龙矿业 (76.67%权益, 矿产银+铅精矿+锌精矿): 铅锌银主力矿山

玉龙矿业位于内蒙古于西乌珠穆沁旗巴彦花镇, 2012 年由公司收购, 采用地下开采方式, 主要产品为铅锌精矿 (含银)。玉龙矿业持有花敖包特银铅矿和花敖包特山矿段 2 个银铅锌矿采矿权, 1118 高地、花敖包特外围 II 区、花敖包特南山和 1038 高地等 6 个探矿权。玉龙矿业是目前国内矿产银 (含量银) 最大的单体矿山之一, 截至 2023 年末, 玉龙矿业合计保有资源量矿石量 7087.1 万吨, 银金属量 7856.9 吨, 铅金属量 61.37 万吨, 锌金属量 128.36 万吨, 铜金属量 12.62 万吨, 金金属量 1.75 吨。

2023 年玉龙矿业费用化勘探投资 2865 万元, 资本化勘探投资 918 万元, 主要对 1118 高地探矿权资源进行了更新备案。花敖包特银铅矿历年不间断地开展生产勘探活动, 深部发现的铜锡矿正在勘探, 目前未进行资源量估算, 未来将在采矿权深部勘探报告中详细估算铜锡资源量情况。花敖包特银铅矿矿区面积 1.7093 平方公里, 采用竖井开拓, 开拓系统为主副井+辅助斜坡道联合开拓方式; 提升系统由五条竖井构成; 采矿方法主要为浅孔留矿嗣后充填采矿法、分段空场嗣后充填采矿法和上向水平分层充填采矿法。

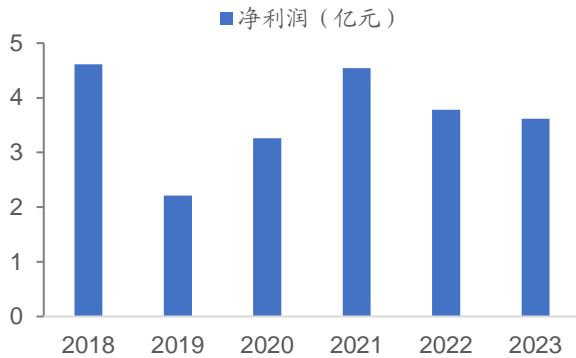
表 6: 玉龙矿业拥有银金属量 7856.9 吨, 铅金属量 61.37 万吨, 锌金属量 128.36 万吨 (截至 2023 年末)

	矿石资源量		金属量				
	(万吨)	银 (吨)	铅 (万吨)	锌 (万吨)	铜 (万吨)	锡 (万吨)	金 (吨)
矿山矿石	6906.4	7856.9	61.37	128.36	12.62		
	180.7						1.753
合计	7087.1						

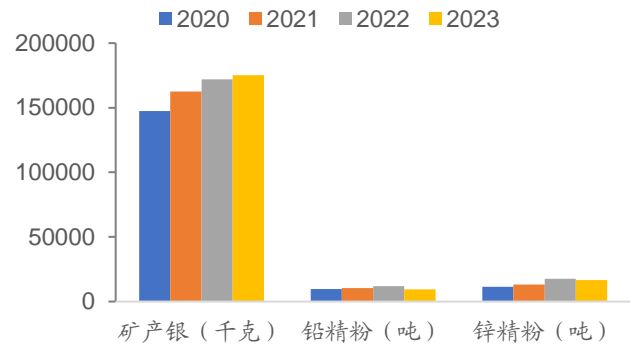
资料来源: 公司 2023 年年报, 信达证券研发中心

根据公司 2022 年 11 月 4 日投资者关系活动记录表, 2022 年 7 月玉龙矿业 3000 吨/日选厂进入试生产阶段, 9 月正常运营。加上之前 2000 吨/日选厂, 满产可以达到 5000 吨/日的处理量。公司铅锌精矿主要销售给冶炼企业, 银金属大部分含在铅精矿中, 由冶炼厂在冶炼环节综合回收。矿山资源禀赋较好, 铅精矿因贵金属含量高易于销售, 锌精矿伴生小金属种类多, 同时生产工艺先进, 综合回收效益好, 向大型冶炼厂销售具备竞争力。

2023 年玉龙矿业实现矿产银 175 吨, 铅精粉 0.95 万吨, 锌精粉 1.65 万吨。受北京冬奥会、冬残奥会影响, 无法采购炸药, 致使生产进度受到影响, 2022 年净利润同降 16.7% 至 3.78 亿元。2023 年业绩稳定, 净利润 3.62 亿元。

图 21: 玉龙矿业净利润 (亿元)


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 22: 玉龙矿业矿产银 (千克)、铅和锌精粉 (吨) 产量


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

2.1.6 Twin Hills (拟收购 100%, 合质金): 规划年产金 5 吨, 开启海外资源布局

拟间接收购 Osino 100% 股权。2024 年 2 月, 公司拟通过下属盛蔚贸易在加拿大设立的全资子公司, 以每股 1.90 加元的价格, 现金方式收购 Osino Resources Corp 现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份, 交易金额约为 3.68 亿加元, 收购完成后, 公司将间接持有 Osino 100% 股权。Osino 是一家在加拿大注册的矿业公司, 主营业务为矿业勘探和开发, 主要资产为位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目。Osino 在 2023 年 3 月取得 Twin Hills 金矿《238 号采矿证》(62.09 平方公里), 有效期为 20 年。

Twin Hills 金矿资源储量丰富, 具备增储远景。根据 Osino 公布的最新 43-101 标准报告, 截至 2023 年 5 月, Twin Hills 金矿项目金金属储量为 66.86 吨; 截至 2023 年 3 月, 金金属资源量为 99.21 吨。Twin Hills 所在成矿带断裂构造长达 100 公里, 其中有 70 公里在已有采矿权与探矿权范围内, 找矿空间大。

Twin Hills 规划年产金 5 吨。根据 Twin Hills 金矿项目 2023 年 6 月公布的 Lycopodium 编制的可行性研究报告, 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, 露天采矿, 公司预计矿山寿命期内平均年产金 16.2 万盎司 (约 5.04 吨), 全维持性成本为 1011 美元/盎司。Twin Hills 金矿项目已经完成了建设用地的购买, 计划在 2024 年 7 月启动项目建设工作, 并于 2026 年投产。公司收购 Twin Hills 金矿项目后, 将对项目的建设、投产时间、产量做进一步的优化, 推进项目按时完成建设并投产。

表 7: Hills 金矿项目矿石储量估算 (截至 2023 年 5 月)

类别	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	金含量 (百万盎司)	金含量 (吨)
证实储量	0.9	1.19	0.03	0.93
概略储量	63.6	1.03	2.12	65.93
总储量	64.5	1.04	2.15	66.86

资料来源: 公司关于收购 Osino Resources Corp. 股权的公告, 信达证券研发中心

表 8: Hills 金矿项目矿石资源量估算 (截至 2023 年 3 月)

类别	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	金含量 (百万盎司)	金含量 (吨)
探明资源	0.7	1.48	0.03	0.93
控制资源	83.6	1.08	2.91	90.5
推断资源	7.0	1.10	0.25	7.78
总资源	91.3	1.09	3.19	99.21

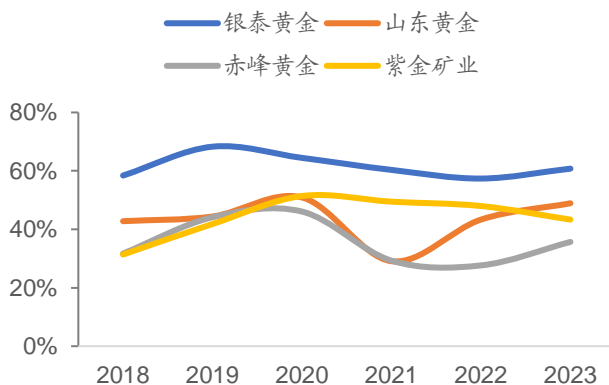
资料来源: 公司关于收购 OsinoResourcesCorp. 股权的公告, 信达证券研发中心

Osino 还拥有 Twins Hills 项目西北 130 公里处的 Ondundu 金矿探矿权, 其在 0.5 克/吨边界品位以上拥有推断资源量 0.9 百万盎司 (约 27.99 吨) 黄金, 品位为 1.13 克/吨。近年, 在 Ondundu 金矿项目北东向 35 公里处, 新发现 Eureka 远景区, 为下一步重点探矿增储区域。

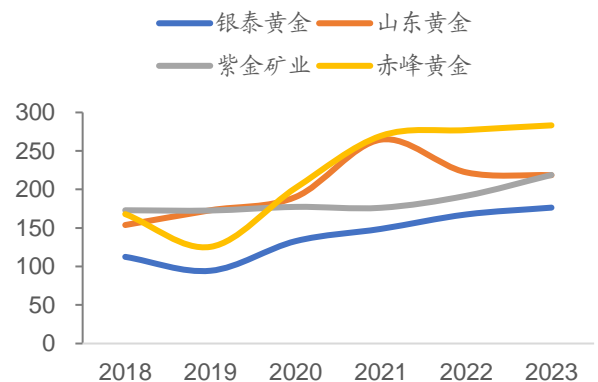
2.2 克金成本优势显著, 盈利能力领先

毛利率行业领先, 克金成本较低。2023 年公司黄金平均生产成本为 176.42 元/克, 较 2022 年略增, 成本具备竞争力, 2023 年合质金毛利率为 60.76%, 为黄金矿山行业中毛利率较高的企业, 增厚公司黄金板块业绩。公司的成本优势来源于国际化矿业管理与成本费用控制、内部采选流程的高效协同、依靠优质资源和机械化、绿色化开采方式, 从而降低成本。

品位下降影响成本, 加大降本力度。受部分矿山入选品位下降等因素影响, 公司近年矿产金单位成本呈现上升趋势, 但在同业中仍具有显著成本优势。公司将持续加强采矿生产勘探, 提升资源控制程度, 严格从产品成本管理角度降低成本, 提高毛利率; 扩大有效产能, 在保障三级矿量平衡基础上, 内部挖潜, 提高设备运转率, 提高年处理矿量, 降低总成本。

图 23: 公司合质金毛利率行业领先


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 公司合质金单吨成本在行业处于低位 (元/克)


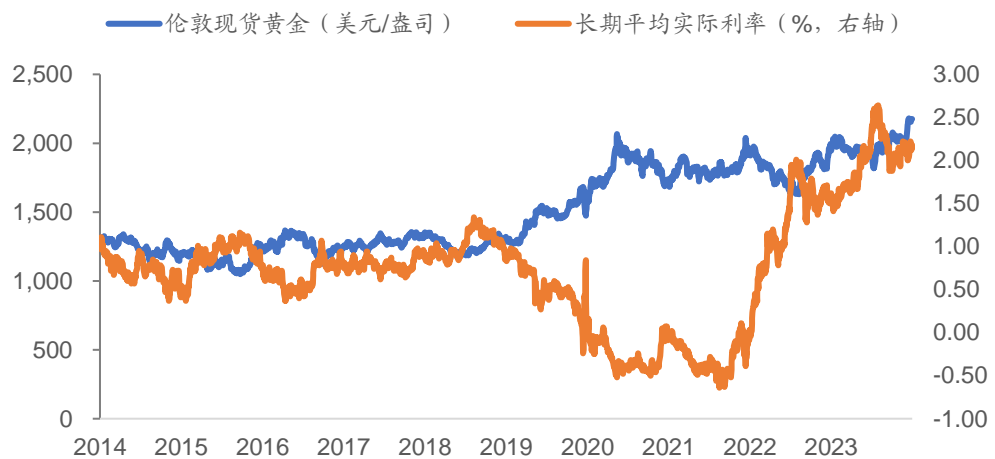
资料来源: 各公司年报, 信达证券研发中心

三、降息预期扰动，不改贵金属上行趋势

3.1 金融属性：美国经济韧性较强，不改降息初衷

黄金的金融属性对应实际利率框架。黄金作为不生息资产，实际利率可以作为衡量黄金的机会成本，与黄金价格高度负相关，可以做为 2022 年之前金价最主要的定价逻辑之一。长期实际利率=名义利率-通胀预期，因此，判断长期实际利率的变化方向主要是根据名义利率和通胀预期的变化方向和速度。从 2022 年开始，疫情后宽松的货币政策和广泛上涨的能源价格导致美国处于高通胀状态，美联储开启第七轮加息，同时金价因为央行购金、避险需求、抢跑降息预期等因素也处于历史高位水平，金价与实际利率相关性有所减弱但不改负相关关系。

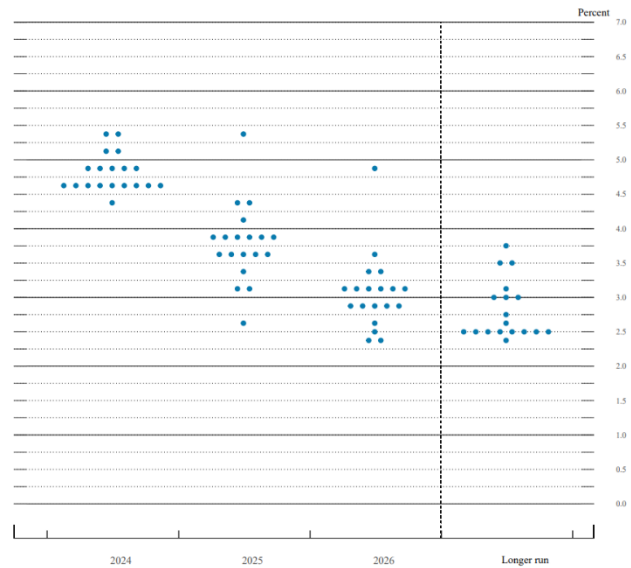
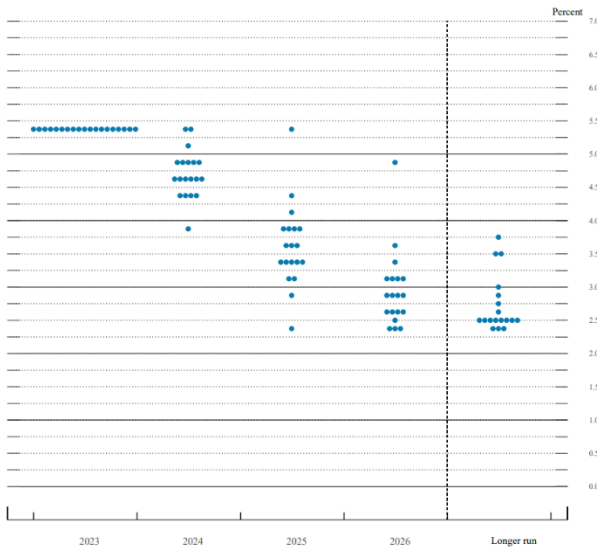
图 25: 金价与长期实际利率的负相关性



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2024 年 3 月 FOMC 会议维持年内 3 次降息的指引。2023 年 7 月最后一次加息将联邦基金利率调整在 5.25%-5.5% 以来，美联储已经第六次暂停加息。对于 2024 年的降息预期，根据信达证券研发中心宏观团队观点，美联储在 3 月 FOMC 议息会议上指出，联邦基金利率目标区间仍维持 5.25%-5.50% 不变，2 月通胀反弹让市场担忧美联储会调整全年降息次数，但对比去年 12 月和 3 月的点阵图来看，点阵图的利率中值没有发生变化。变化在于，更多的美联储官员就 2024 年的利率中值达成了一致，点阵图保持 3 次降息的指引。

图 26: 2024 年 3 月 (左) 与 2023 年 12 月 (右) 的 FOMC 点阵图

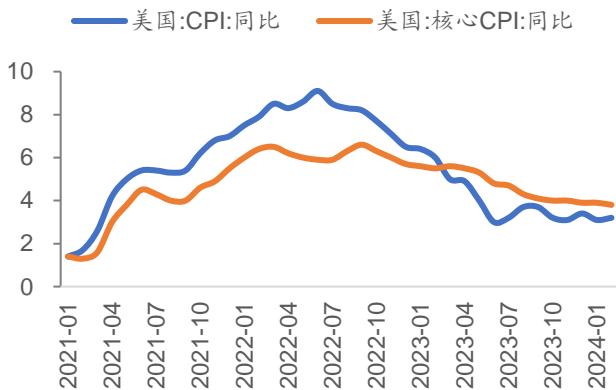


资料来源:美联储官网, 信达证券研发中心

1-2 月通胀数据均超市场预期，但制造业等动能不足。2024 年 2 月美国 CPI 同比上涨 3.2%，高于市场预期的 3.1%，也高于前值。根据信达证券研发中心宏观团队观点，2 月 CPI 边际反弹主要是能源分项 CPI 的拖累明显改善带来的贡献。油价回升背后，主要是巴以冲突升级、红海局势持续紧张。

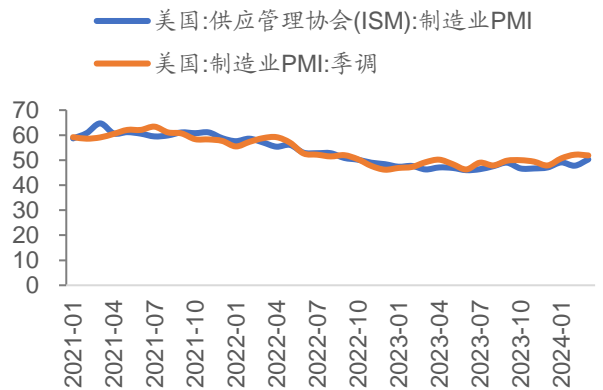
3 月美国 ISM 制造业 PMI 为 50.3，为 2022 年 11 月以来首次重回 50 上方。3 月新增非农就业人数增加 30.3 万人，高于之前 12 个月平均每月增加的 23.1 万，失业率降至 3.8%。美国市场面临强就业挑战，但根据信达证券研发中心宏观团队观点，鲍威尔强调就业本身不是推迟降息的理由，美联储更倾向于通胀指标，不论是住房通胀，还是就业市场影响的非住房通胀，都要出现连续回落，降息才可能启动。

图 27: 美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)

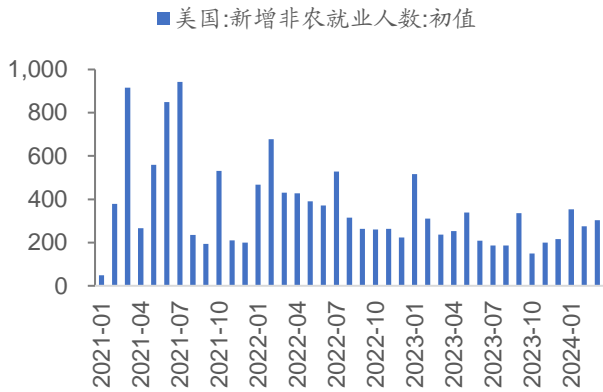


资料来源: wind, 信达证券研发中心

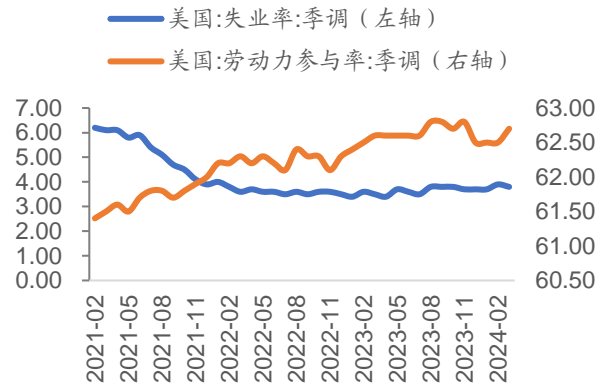
图 28: 美国制造业与服务业 PMI



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 29: 美国新增非农就业人数 (千人)


资料来源: wind,信达证券研发中心

图 30: 美国失业率与劳动参与率 (%)


资料来源: wind,信达证券研发中心

美联储对经济韧性更有信心。3月FOMC会议上,季度性经济预测概要(SEP)显示,美联储上调了GDP增长和核心PCE的预测。美联储对2024年GDP增速的预测从去年12月的1.4%上调至今年3月的2.1%,对2024年核心PCE的预测从去年12月的2.4%上调至今年3月的2.6%。同时,下调了2024年的失业率预测,从4.1%下调至4.0%。

表 9: 3月FOMC经济预测表

变量 (%)	中位数				集中趋势			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.1	2	2	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
12月预测值	1.4	1.8	1.9	1.8	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0
失业率	4	4.1	4	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3
12月预测值	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3
PCE	2.4	2.2	2	2	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2
12月预测值	2.4	2.1	2	2	2.2-2.5	2.0-2.2	2	2
核心PCE	2.6	2.2	2	-	2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1	-
12月预测值	2.4	2.2	2	-	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1	-
联邦基金利率	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1
12月预测值	4.6	3.6	2.9	2.5	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0

资料来源: 美联储,信达证券研发中心

年内降息节点扰动但不改降息方向。综合来看,尽管当前通胀率仍高于目标,美联储考虑降

息可能是为了平衡经济增长与通胀控制的需要，以实现经济的软着陆。复盘前几次降息开启的节点，美国经济均已处于下行阶段，而通胀处于高位，2023年12月FOMC会议上鲍威尔提到联储不会等到通胀率降至2%才降息，因为会考虑到降息过晚带来的风险。2024年3月FOMC会议上维持年内三次降息的指引，但具体时间节点仍需观察核心经济数据走势。截至2024年4月7日，CME的Fed工具显示市场预期6月降息概率为50.8%。

图 31: CME Fed 市场预期利率概率 (截至 2024 年 4 月 7 日)

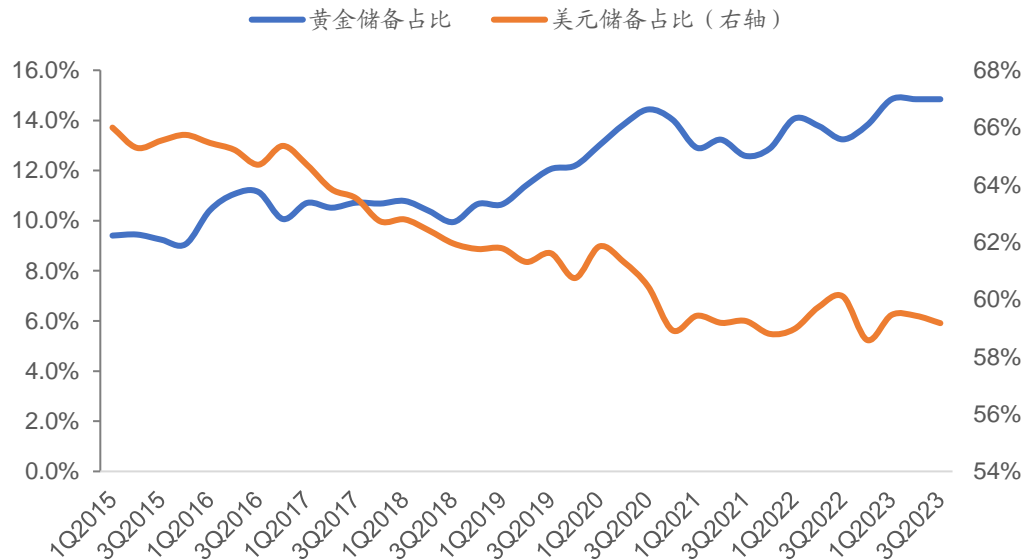
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	95.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	50.8%	46.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.4%	49.1%	27.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.1%	40.1%	34.8%	9.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.6%	23.7%	38.3%	26.0%	6.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	17.5%	33.2%	30.3%	13.0%	2.1%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.7%	9.5%	24.1%	32.0%	23.0%	8.4%	1.2%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	17.2%	28.3%	27.2%	15.3%	4.6%	0.6%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.1%	21.3%	27.9%	22.8%	11.3%	3.1%	0.4%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

3.2 货币属性：美元信用衰弱，央行购金支撑长周期金价走强

美元在全球外汇储蓄中的占比降低。黄金的货币属性对应黄金对美元体系的替代性，近年来，美国财政赤字和债务水平过高，美元的信用和价值或受到冲击。截至2023年三季度，美元占全球公开官方外汇储备的59.17%，美元份额的下降已经被多种其他货币所取代，截至2023年底，黄金在全球外汇储备占比达到15.2%。

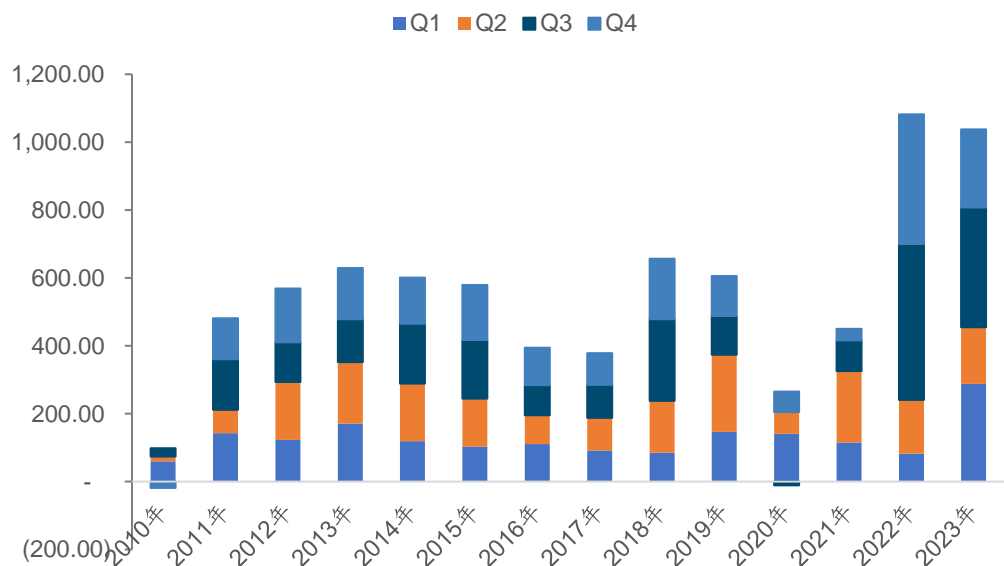
图 32: 黄金与美元在外汇储备中的占比



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

全球央行大幅增加黄金储备。2023 年在地缘政治带来的不确定性和高通胀背景下, 全球央行购金需求总计 1037 吨。在信用货币体系出现格局变化、不确定性增加的背景下, 全球央行选择黄金作为信用货币储备的补充, 既符合黄金的特点, 也满足央行储备的要求, 对中长期黄金价格起到支撑作用。根据世界黄金协会的《2023 年央行黄金储备调查》, 各国央行对美元未来角色看法较此前更悲观, 对黄金未来作用的想法更乐观, 62% 的央行表示黄金将在总储备中占有更大的份额。

图 33: 全球央行购金量自 2022 年开始上涨 (吨)



资料来源: 世界黄金协会, 信达证券研发中心

避险需求下, 黄金价格走强。以标普 500 波动率指数 (VIX) 即恐慌指数来衡量市场避险情绪, 代表对市场未来风险程度的预期。当市场面临地缘政治紧张、经济衰退、货币贬值等风

险时，作为避险资产的黄金需求增长。2007-2009 年全球金融危机、2020 年新冠和 2022 年俄乌冲突，VIX 指数大幅上升，黄金价格均有较好的表现。

图 34: 标准普尔波动率指数与黄金价格 (美元/盎司) 走势

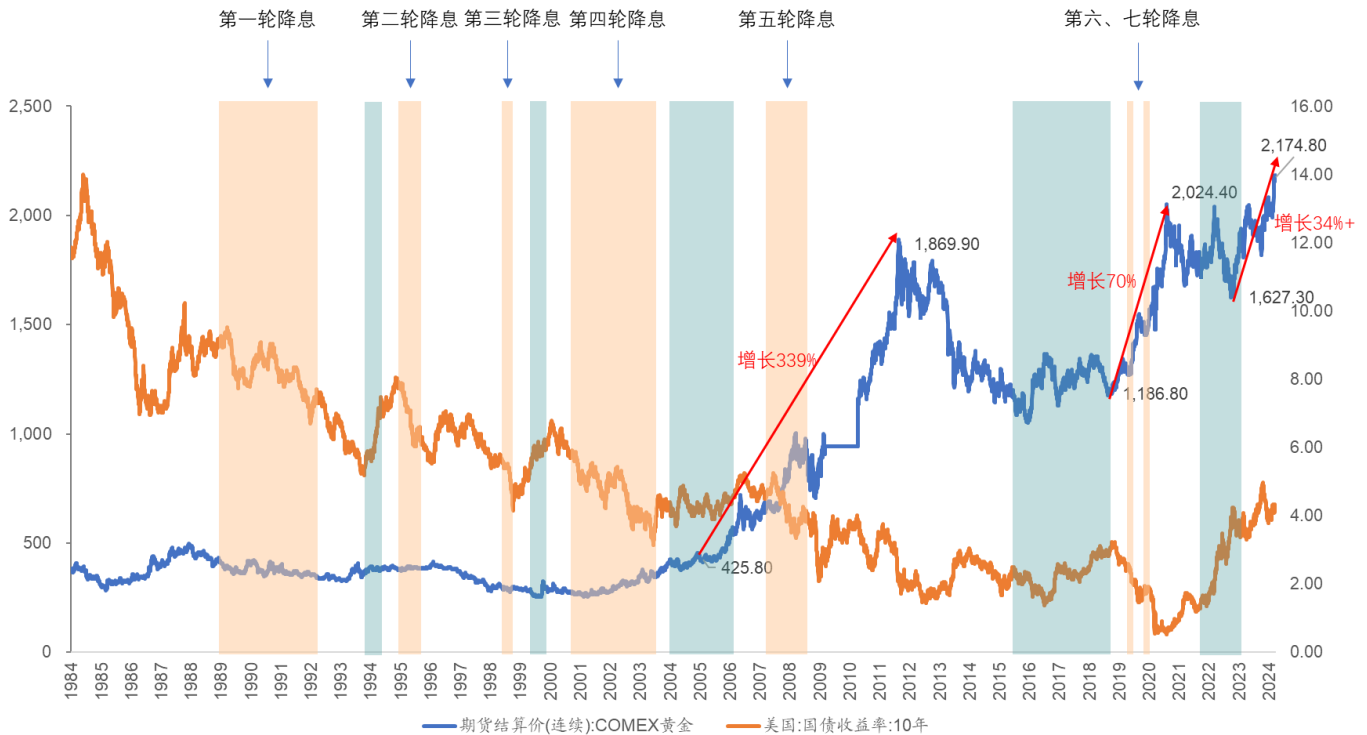


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3 加息末期，黄金牛市的起点

降息预期强化，金价有望持续走强。黄金价格走势判断需要考虑多种因素，历史复盘来看，最有效的定价因素是实际利率，同时需要考虑宏观周期所处位置。过去四十年，通过复盘黄金在加息与降息进程的走势及其变化原因，2006 年与 2018 年的加息末期，黄金价格涨幅较大，从底部区间上涨幅度分别达到 339%、70%。2006 年主要系次贷危机背景下，美元指数下行，黄金货币属性增强；2018 年主要系全球经济下滑及逆全球化思想抬头背景下，全球低利率政策及避险需求带动黄金价格上涨。2023 年 7 月加息结束后美联储已经第六次停止加息，美联储保留 2024 年内 3 次的降息预期后，现货黄金上涨突破 2200 美元的关口，2023 年以来本轮黄金价格底部上涨幅度已超过 30%，虽有提前抢跑预期，但我们预计正式降息后，叠加黄金的避险属性与货币属性，黄金价格有望再创新高。

图 35: 黄金价格复盘 (黄金单位: 美元/盎司, 美债收益率单位: %)



资料来源:ifind, 信达证券研发中心 (黄色区域为降息周期, 蓝色区域为加息周期)

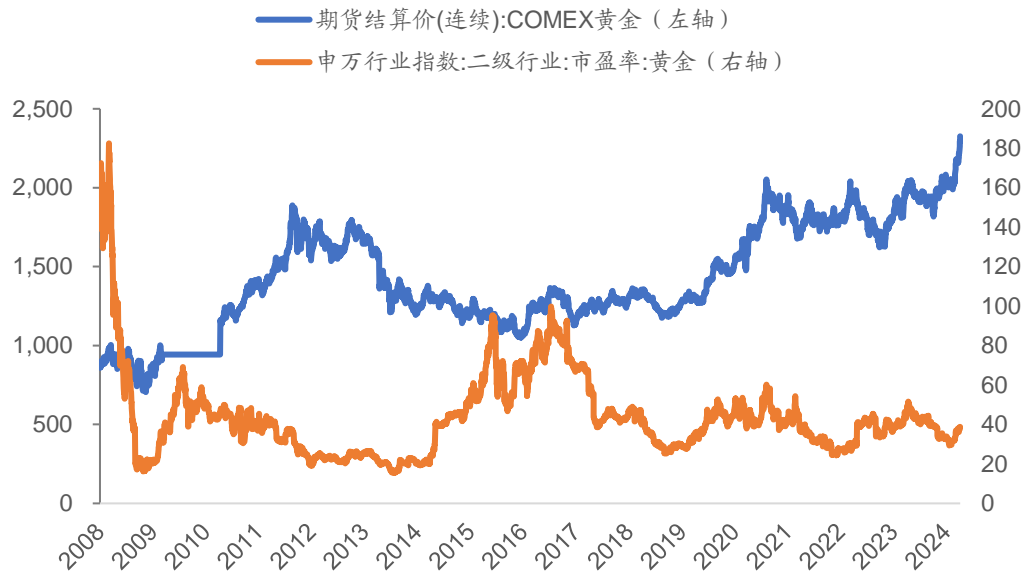
表 10: 美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势

	最后加息	首次降息	目标利率 (%)	标普 500 指数涨跌幅 (%)	10 年美债涨跌幅 (%)	美元指数涨跌幅 (%)	黄金涨跌幅 (%)
1	1984-08-09	1984-09-20	11.25	1.17	-2.62	6.03	-1.60
2	1985-03-28	1985-04-24	0.00	1.51	-4.26	-0.36	-1.30
3	1995-02-01	1995-07-06	5.75	17.77	-21.02	-7.27	2.10
4	1997-03-25	1998-09-29	5.25	32.94	-32.00	0.36	-15.33
5	2000-05-16	2001-01-03	6.00	-8.08	-20.06	-0.84	-3.21
6	2006-06-29	2007-09-18	4.75	19.40	-13.79	-7.86	21.30
7	2018-12-20	2019-08-01	2.25	19.70	-31.90	1.99	11.67
8	2023-07-27	-	5.5	15.15	6.48	1.61	10.90

资料来源:Wind, 信达证券研发中心, 第 8 轮截止时间为 2024.3.20

黄金股估值中枢有望提升。复盘来看, 我们认为金价与黄金股估值多数时间呈现背离走势, 一方面是市场对于周期股的固有估值框架, 另外黄金企业生产和收购成本的增加引发市场对于其盈利能力的担忧。黄金股在金价开启主升浪阶段涨幅最明显, 成本低利润率高的企业前期有望充分受益, 随着金价不断突破前高, 我们认为黄金股估值中枢将持续提升。

图 36: 黄金价格 (美元/盎司) 与黄金股市盈率走势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

四、盈利预测&投资建议

4.1 盈利预测

1) 产量假设: 公司矿山资源量丰富, 青海大柴旦探转采和华盛金矿复产为公司后续主要增量, 且公司背靠山东黄金集团, 有资源注入预期。根据公司生产规划与矿山项目进展, 我们预计 24-26 年合质金产量分别为 7.96/8.71/9.45 吨, 矿产银产量分别为 196.76/199.91/203.05 吨, 铅精粉产量分别为 0.97/0.98/1.00 万吨, 锌精粉产量分别为 1.68/1.71/1.73 万吨。

2) 价格假设: 降息周期下, 贵金属价格进入上行周期, 我们预计 24-26 年金价分别为 520/530/535 元/克, 白银含税价格分别为 6.3/6.5/6.7 元/克。铅锌精矿考虑到矿山供应增速放缓, 我们预计 24-26 年铅精矿价格分别为 14700/15000/15000 元/吨, 锌精矿价格分别为 15000/15000/15000 元/吨。

3) 成本假设: 考虑到矿山品位下降可能带来的成本提升、采选流程的降本空间, 我们预计 24-26 年合质金单位生产成本均为 180 元/克, 矿产银单位生产成本分别为 2.41/2.48/2.55 元/克, 铅精矿单位生产成本分别为 8263.01/8510.90/8766.23 元/吨, 锌精矿单位生产成本分别为 8000/8000/8000 元/吨。

总预测: 我们预计 24-26 年公司营收分别为 92.70 亿元、98.12 亿元、103.20 亿元, 归母净利润分别为 20.53 亿元、22.76 亿元、24.63 亿元, 对应 EPS 分别为 0.74 元、0.82 元、0.89 元, 对应 PE 分别为 25 倍、22 倍、21 倍。

表 11: 公司分业务盈利预测

	单位	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	2026E
营业收入	亿元	51.49	79.06	90.40	83.82	81.06	92.70	98.12	103.20
营业成本	亿元	35.94	57.47	67.71	63.02	55.08	56.65	58.62	60.65
毛利润	亿元	15.55	21.58	22.69	20.80	25.97	36.05	39.50	42.55
毛利率	%	30.20%	27.30%	25.10%	24.81%	32.05%	38.89%	40.26%	41.23%
1、合质金（黑河洛克+吉林板庙子+青海大柴旦+华盛金矿）									
营业收入	亿元	17.30	24.44	26.72	27.09	32.99	41.32	46.06	50.48
营业成本	亿元	5.49	8.69	10.60	11.55	12.94	14.33	16.02	17.77
毛利润	亿元	11.82	15.75	16.12	15.54	20.05	26.99	30.04	32.71
毛利率	%	68.29%	64.44%	60.33%	57.37%	60.76%	65.32%	65.22%	64.80%
2、矿产银（黑河洛克+吉林板庙子+青海大柴旦+玉龙矿业）									
营业收入	亿元	3.24	6.02	7.71	6.47	8.97	12.40	12.99	13.60
营业成本	亿元	1.32	2.11	3.34	3.31	4.55	4.74	4.96	5.19
毛利润	亿元	1.93	3.90	4.37	3.16	4.42	7.66	8.04	8.42
毛利率	%	59.41%	64.86%	56.70%	48.86%	49.30%	61.78%	61.84%	61.87%
3、锌精矿（玉龙矿业）									
营业收入	亿元	1.65	1.27	1.92	2.46	2.30	2.23	2.26	2.30
营业成本	亿元	0.69	0.45	0.86	1.29	1.39	1.34	1.36	1.39
毛利润	亿元	0.95	0.82	1.06	1.17	0.91	0.88	0.90	0.91
毛利率	%	57.80%	64.29%	55.26%	47.67%	39.58%	39.73%	39.73%	39.73%
4、铅精矿（玉龙矿业）									
营业收入	亿元	0.87	1.12	1.41	1.48	1.30	1.26	1.30	1.32
营业成本	亿元	0.39	0.42	0.62	0.76	0.76	0.80	0.83	0.87
毛利润	亿元	0.49	0.70	0.79	0.72	0.54	0.46	0.47	0.45
毛利率	%	55.65%	62.28%	56.10%	48.36%	41.44%	36.48%	35.88%	33.96%
5、金属贸易及其他									
营业收入	亿元	28.43	46.20	52.64	46.31	35.50	35.50	35.50	35.50
营业成本	亿元	28.05	45.79	52.29	46.11	35.44	35.44	35.44	35.44
毛利润	亿元	0.37	0.41	0.35	0.20	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率	%	1.30%	0.89%	0.66%	0.43%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%

资料来源：公司年报, Wind, 信达证券研发中心

4.2 估值与建议

选取 A 股黄金上市公司山东黄金、中金黄金、赤峰黄金与湖南黄金，考虑到公司资源禀赋较好、有资产注入预期、增储扩建潜力大、成本优势显著，且货币+金融+避险多重因素作用下，黄金价格有望再创新高，黄金股整体估值中枢有望提升，给予公司 24 年 30 倍 PE，对应市值 616 亿元，目标价 22.2 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
山东黄金	600547.SH	31.36	0.28	0.52	0.82	1.11	1.47	69	44	38	28	21
中金黄金	600489.SH	13.43	0.44	0.60	0.68	0.73	-	19	22	20	18	-
赤峰黄金	600988.SH	18.88	0.27	0.48	0.78	0.98	1.19	67	29	24	19	16
湖南黄金	002155.SZ	14.59	0.36	0.41	0.60	0.76	0.94	36	27	24	19	16
平均								48	31	27	21	18
银泰黄金	000975.SZ	18.34	0.40	0.51	0.74	0.82	0.89	27	29	25	22	21

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 收盘价截至 2024 年 4 月 9 日, 除银泰黄金外采用 wind 一致预期

五、风险因素

黄金价格波动风险。合质金业务贡献公司主要利润来源，影响黄金价格的因素包括金属属性、货币属性与商品属性等，如果在这些因素的综合作用下，黄金价格产生较大波动，会对公司业绩产生影响。

项目产能扩张不及预期。公司合质金、矿山银及铅锌精矿产量规模增长依赖矿山建设及产能爬坡，若产能扩张不及预期，会对公司营收及利润产生影响。

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,683	6,008	8,522	10,532	12,752
货币资金	1,874	3,031	5,488	7,437	9,595
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	40	42	48	51	54
预付账款	22	33	34	35	36
存货	1,359	1,485	1,527	1,580	1,635
其他	2,388	1,418	1,426	1,429	1,433
非流动资产	10,481	10,291	10,061	9,806	9,528
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	2,906	2,713	2,782	2,827	2,848
无形资产	6,572	6,447	6,083	5,719	5,355
其他	1,003	1,131	1,196	1,260	1,325
资产总计	16,164	16,299	18,583	20,338	22,280
流动负债	2,975	2,406	2,482	2,561	2,641
短期借款	840	210	210	210	210
应付票据	1,294	1,275	1,311	1,356	1,404
应付账款	236	243	250	258	267
其他	606	679	712	736	760
非流动负债	509	524	460	460	460
长期借款	109	64	0	0	0
其他	400	460	460	460	460
负债合计	3,484	2,930	2,942	3,021	3,101
少数股东权益	1,767	1,808	2,015	2,246	2,495
归属母公司股东权益	10,913	11,561	13,625	15,072	16,684
负债和股东权益	16,164	16,299	18,583	20,338	22,280

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,382	8,106	9,270	9,812	10,320
同比(%)	-7.3%	-3.3%	14.4%	5.8%	5.2%
归属母公司净利润	1,123	1,424	2,053	2,276	2,463
同比(%)	-11.8%	26.8%	44.1%	10.9%	8.2%
毛利率(%)	24.8%	32.0%	38.9%	40.3%	41.2%
ROE%	10.3%	12.3%	15.1%	15.1%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.51	0.74	0.82	0.89
P/E	27.29	29.24	24.81	22.37	20.68
P/B	4.67	4.41	3.74	3.38	3.05
EV/EBITDA	10.93	13.11	11.50	10.15	9.03

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,382	8,106	9,270	9,812	10,320
营业成本	6,302	5,508	5,665	5,862	6,065
营业税金及附加	178	212	242	256	269
销售费用	3	2	3	4	4
管理费用	311	366	417	442	464
研发费用	0	6	7	8	8
财务费用	38	5	30	15	16
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	108	92	105	111	117
其他	-41	0	7	8	8
营业利润	1,616	2,097	3,018	3,345	3,618
营业外收支	-7	-11	-11	-11	-11
利润总额	1,609	2,086	3,006	3,333	3,606
所得税	365	517	746	827	895
净利润	1,244	1,568	2,260	2,506	2,712
少数股东损益	121	144	208	230	249
归属母公司净利润	1,123	1,424	2,053	2,276	2,463
EBITDA	2,725	2,977	3,980	4,316	4,614
EPS(当年)(元)	0.40	0.51	0.74	0.82	0.89

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	1,989	2,180	3,190	3,462	3,706
净利润	1,244	1,568	2,260	2,506	2,712
折旧摊销	1,191	959	944	968	992
财务费用	45	50	60	70	90
投资损失	-108	-92	-105	-111	-117
营运资金变动	-346	-258	19	18	18
其它	-37	-49	11	11	11
投资活动现金流	-1,360	480	-620	-614	-608
资本支出	-609	-615	-725	-725	-725
长期投资	-908	1,005	0	0	0
其他	156	90	105	111	117
筹资活动现金流	-595	-1,626	-124	-900	-940
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	969	181	-64	0	0
支付利息或股息	-927	-915	-60	-900	-940
现金流净增加额	42	1,046	2,458	1,948	2,158

研究团队简介

张航，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事基本金属研究。

宋洋，香港城市大学机械工程硕士，曾任职于国金证券，2024 年 1 月加入信达证券，从事新材料与贵金属等研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。