



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）

lichao3@gjzq.com.cn

联系人：高梦遥

gaomengyao@gjzq.com.cn

当前如何定价黄金及黄金股？

投资逻辑

（1）长期维度看，黄金价格上涨势头强劲

美国财政赤字率高企带来金价长期上涨动能。美国财政赤字率通过避险情绪、通胀预期、利率水平等因素间接影响黄金价格。2020年受不可抗因素影响，美国财政赤字率飙升至14.7%，虽然2022/2023财年赤字率迅速回落至5.4%/6.3%，但明显高于1968-2021财年的均值3.3%。CBO预测2024-2034财年美国财政赤字率均值为5.6%，维持历史较高水平，我们按照当前美国未偿国债余额及美债利率测算的2024年付息规模约为1.18万亿美元，高于CBO预测的净利息0.87万亿美元，我们预计2024年财政部或需要扩大发债规模，持续高位的财政赤字率将为金价带来长期上涨动能。

货币化率提升促进黄金价格长期上涨。次贷危机以来，以美国、中国和欧元区等国家和地区为代表的马歇尔k值快速上涨，货币供给的增速超过GDP增速，市场上存在流动性扩张状况，导致包括黄金价格在内的资产价格上涨。前述国家和地区在财政赤字背景下货币供给的进一步扩张将为黄金价格的上行提供充足动力。

再通胀风险刺激黄金抗通胀需求。将当前经济环境与1980年进行对比：中东局势紧张，地缘冲突不断刺激黄金避险需求；美国3月CPI超预期上涨，2024年盈亏平衡通胀率反映的通胀预期持续提升，存在再通胀风险。核心CPI房屋分项增速或将于2024年下半年开始反弹，结合美国非农就业数据频繁下修，若中东局势短期内持续发酵，美国或被拖入滞胀困境。我们预计2025年金价或将达到2700美元/盎司。

黄金生产成本及央行购金支撑金价长期中枢。通胀上升、品位下降等因素将导致黄金AISC成本及矿山激励价格逐步上涨，从成本支撑角度，金价长期中枢具备提升动能。此外央行持续购金或将为黄金价格提供长期上涨动力。

（2）优化后黄金价格模型增加全球央行黄金储备和黄金ETF持有量等解释变量

由于2016年后“逆全球化”浪潮逐步发酵，我们以2015年底为分界，构建了两阶段的黄金价格回归模型。第一阶段模型确定CPI、实际收益率、累计赤字率、黄金ETF持有量、地缘政治风险和美元指数6个变量为黄金价格模型的解释变量；第二阶段模型确定CPI、实际收益率、累计赤字率、黄金ETF持有量、地缘政治风险指数和全球央行黄金储备6个变量为解释变量，在第二阶段模型中对黄金价格影响最大的因素是全球央行黄金储备，其次是SPDR黄金ETF的持有量。考虑模型未包括的解释因素后，2024年预测金价相对于2023年的黄金价格上涨15.9%至2352美元/盎司，2025年预测金价相对于2024年上涨12.9%至2655美元/盎司。

（3）不同估值维度下黄金股相对金价是否还有空间？

根据我们构建的多维度黄金股估值体系，当前主要黄金上市公司吨权益产量市值均处于较高位置，因此进一步引入吨权益资源量市值&PB估值维度，纵向对比看山东黄金吨权益资源量市值处于较低位置，横向对比看山东黄金吨权益资源量市值长期低于中金黄金及银泰黄金。

考虑到黄金生产企业的重资产特性及EBITDA的广泛适用性，我们增加EV/EBITDA这一估值维度。2024-2025E A股黄金上市公司平均EV/EBITDA为10.04倍，相比2016-2023年EV/EBITDA均值15.29倍，当前A股黄金上市公司估值仍有较大提升空间。

投资建议

2023年黄金股自产金成本增速放缓，预计2024年在金价上涨、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。我们预计黄金股将迎来主升浪行情，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、黄金价格长期上涨势头强劲.....	4
1.1 长期因素推动金价上涨.....	4
1.2 优化后黄金价格模型主要影响因素为全球央行黄金储备.....	10
二、不同估值维度下黄金股相对金价是否还有空间?.....	11
2.1 黄金上市公司吨权益产量市值水平较高.....	11
2.2 山东黄金吨权益资源量市值仍有上涨空间.....	13
2.3 A股黄金上市公司 EV/EBITDA 仍有上升空间.....	14
2.4 投资建议.....	15
三、风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 美国赤字率与黄金价格正相关.....	4
图表 2: CBO 预测美国赤字率维持较高水平 (十亿美元; %).....	4
图表 3: 马歇尔 k 值与黄金价格正相关.....	5
图表 4: 第二次石油危机推动金油价格暴涨.....	5
图表 5: 1980 年美国陷入滞胀.....	6
图表 6: 1977 年开始美联储实行紧缩货币政策.....	6
图表 7: 黄金价格与美国通胀正相关.....	6
图表 8: 历史最高实际金价接近 2700 美元/盎司/CPI.....	6
图表 9: 金价领先金矿资本开支.....	7
图表 10: 金矿资本开支指引矿产金产量增速.....	7
图表 11: 黄金 AISC 成本有所抬升.....	7
图表 12: 3Q23 金价处于金矿成本 90 分位线.....	7
图表 13: 金矿储量约为地上黄金存量的 28%.....	8
图表 14: 黄金地上存量连年增长.....	8
图表 15: 全球黄金储量未有明显下滑.....	8
图表 16: 2024 年矿产金总量有望增长 128 吨.....	9
图表 17: 2024 年较多矿山贡献新增产量.....	9
图表 18: 2024-2025 年矿产金增量主要来自北美地区.....	9
图表 19: 中国央行 2022.11-2024.03 购金 314.2 吨.....	10
图表 20: 中国黄金储备占比远低于美国等发达国家.....	10
图表 21: 黄金价格模型各指标对金价贡献 (单位: 美元/盎司).....	11



图表 22: 模型预测 2024 年金价上涨 15.9%至 2352 美元/盎司.....	11
图表 23: 山东黄金、中金黄金、银泰黄金吨权益产量市值较高 (纵向可比)	12
图表 24: 银泰黄金当前吨权益产量市值较高 (横向可比)	13
图表 25: 山东黄金吨权益资源量市值仍有提升空间 (纵向可比)	13
图表 26: 山东黄金吨权益资源量市值较低 (横向可比)	14
图表 27: 海外主要黄金公司 EV/EBITDA	14
图表 28: A 股主要黄金公司 EV/EBITDA	14
图表 29: 2016-2023 年 A 股黄金上市公司 EV/EBITDA 显著高于海外黄金上市公司.....	15
图表 30: 2016 年以来海外黄金上市公司矿产金产量增速下降 (单位: 吨)	15
图表 31: 2016 年以来 A 股黄金上市公司矿产金产量整体维持较快增长 (单位: 吨)	15
图表 32: 2023 年黄金上市公司单位成本增速有所放缓 (单位: 元/克)	16
图表 33: 行业重点公司估值表 (收盘价: 元; PE: 倍; 截至 2024 年 4 月 24 日收盘)	16



一、黄金价格长期上涨势头强劲

1.1 长期因素推动金价上涨

(1) 美国财政赤字率

历史经验显示，美国财政赤字率和黄金价格呈现同向趋势。财政赤字率反映财政政策的宽松程度，通过影响避险情绪、通胀预期、利率水平等因素间接影响黄金价格：

①财政赤字率上升会引发经济不确定性，导致投资者对于黄金等避险资产需求提升，推动黄金价格上涨；

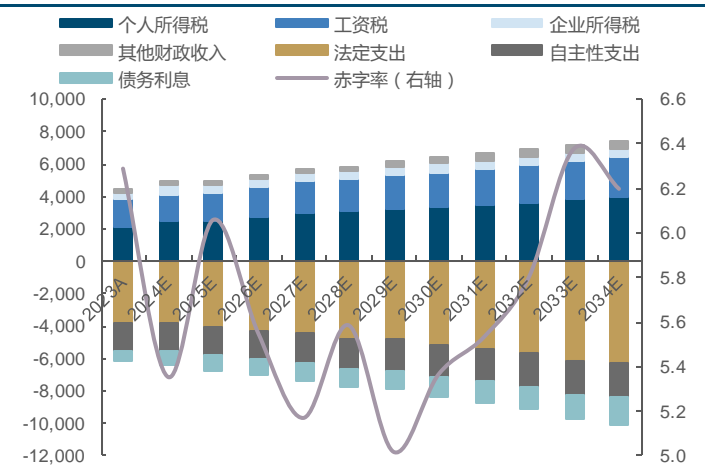
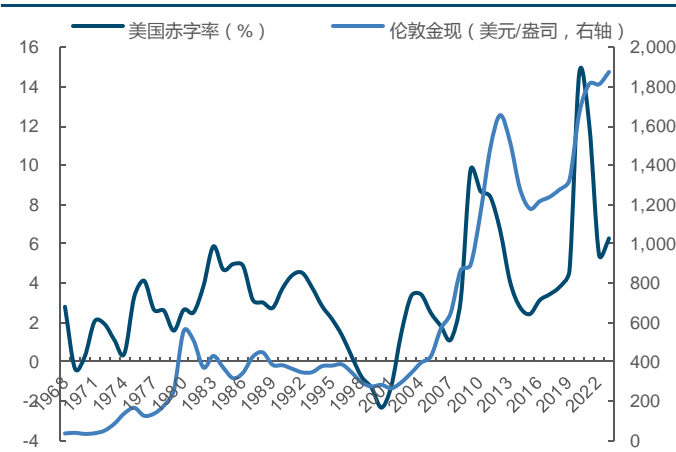
②财政赤字率上升可能使得政府倾向于采取宽松货币政策以降低债务成本，会导致货币供应量增加，带来美债名义利率下降而通胀预期上升，推动实际利率下行，降低持有黄金的机会成本，推涨黄金价格。

长期来看，美国财政赤字率呈现波动上行趋势。次贷危机爆发后，2009 财年美国财政赤字率高达 9.8%，2020 年受不可抗力因素影响，美国财政赤字率飙升至 14.7%，虽然 2022/2023 财年财政赤字率迅速回落至 5.4%/6.3%，但明显高于 1968—2021 财年的均值 3.3%。

据美国国会预算办公室 CBO 预测，2024—2034 财年美国财政赤字率均值为 5.6%，仍维持历史较高水平。我们按照当前美国短、中、长期适销国债未偿还余额及 3 个月、10 年、30 年期国债收益率估算 2024 年付息规模约为 1.18 万亿美元，高于 CBO 预测的净利息 0.87 万亿美元，我们预计 2024 年财政部或需要扩大发债规模“借新还旧”，2024 年美国赤字率或高于 CBO 预算水平，持续高位的财政赤字率将为黄金价格上涨带来长期动能。

图表1：美国赤字率与黄金价格正相关

图表2：CBO 预测美国赤字率维持较高水平（十亿美元；%）



来源：CBO, Wind, 国金证券研究所

来源：CBO, 国金证券研究所

注：美国财年结束时间为 9 月，伦敦金现年度均值为上年 10 月至本年 9 月。

(2) 马歇尔 k 值（货币化率）

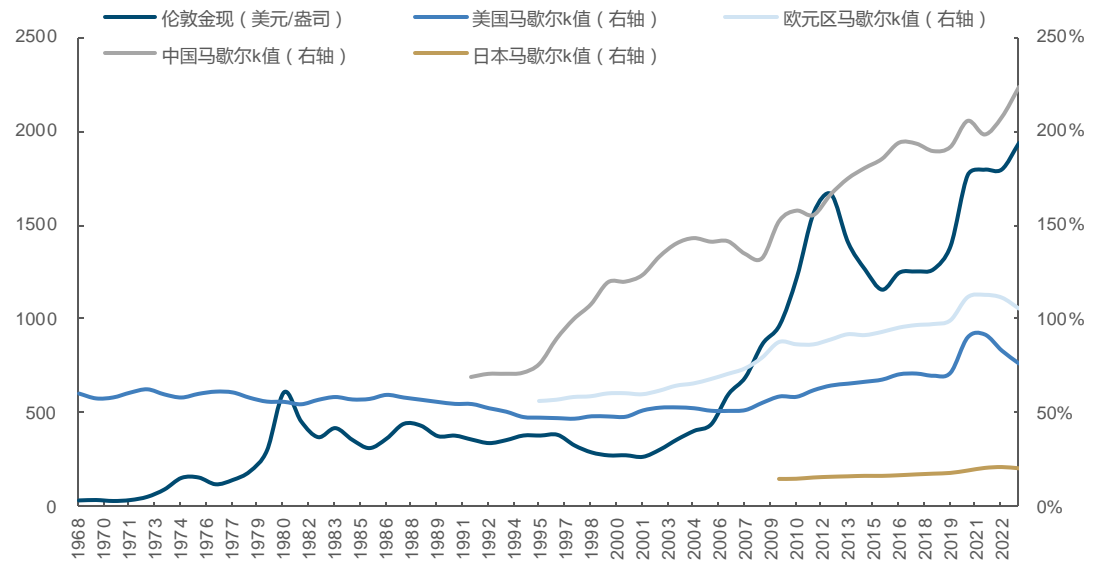
马歇尔 k 值又称货币化率，是衡量流动性的一个经济指标，通过比较货币供应量和 GDP 增速的差距来反映货币供给和经济增速的匹配程度，货币供给实际增速超过经济增速匹配的货币供给增速会导致马歇尔 k 值上升，反映出货币供给过剩，反之则马歇尔 k 值下降。

马歇尔 k 值与黄金价格呈现正相关，尤其是次贷危机以来，以美国、中国和欧元区等国家和地区为代表的马歇尔 k 值快速上涨，反映出货币供给的增速超过 GDP 增速，市场上存在流动性扩张状况，导致包括黄金价格在内的资产价格上涨。

根据前述分析，美国、中国、欧元区等国家和地区在财政赤字背景下货币供给的进一步扩张，将为黄金价格的上行提供充足动能。



图表3: 马歇尔k值与黄金价格正相关



来源: iFinD, CBO, 国金证券研究所

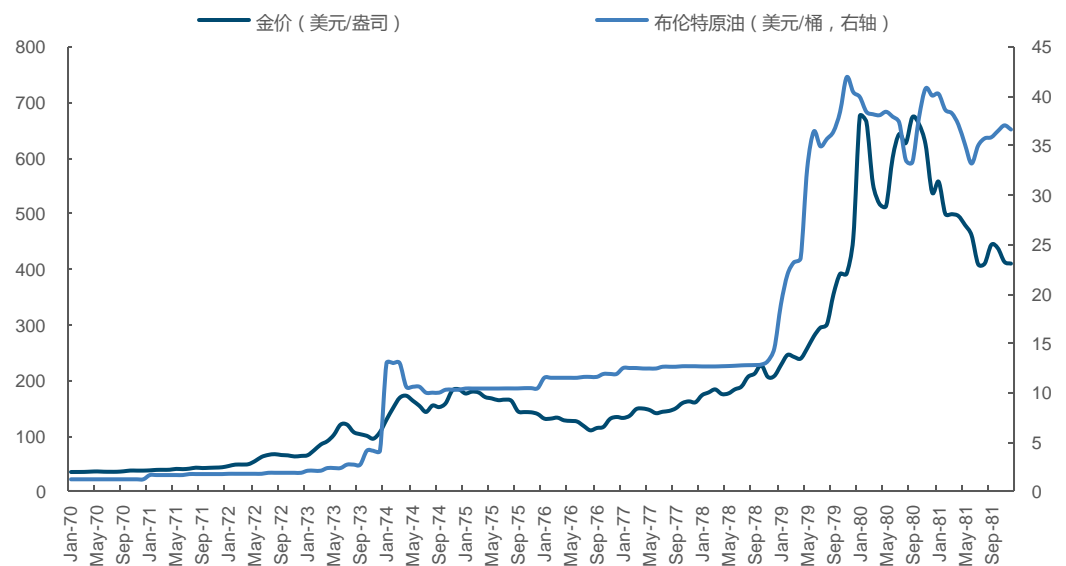
(3) 通货膨胀

黄金作为一种无信用风险的资产,在信用货币超发时,能够对抗由此引发的通胀,因而具有抗通胀属性。

通过将黄金价格剔除美国CPI(近12个月=100)以后的价格作为黄金的实际价格,1980年实际金价接近2700美元/盎司/CPI,2011年实际金价接近2400美元/盎司/CPI,2020年实际金价达到2330美元/盎司/CPI。其中1978-1980年黄金价格大幅上涨主要有以下两点原因:

①1978年伊朗发生推翻巴列维王朝的革命,社会和经济出现剧烈动荡,1978年底至1979年3月初,伊朗停止输出石油60天,使石油市场每天短缺石油500万桶,约占世界总消费量的1/10,第二次石油危机致使原油价格急剧飙升,布伦特原油价格从1978年12月的14.50美元/桶暴涨至1980年1月的40美元/桶,同时地区冲突激发黄金避险需求,同期黄金价格从207.85美元/盎司涨至675.31美元/盎司。

图表4: 第二次石油危机推动金油价格暴涨



来源: Wind, 国金证券研究所

②20世纪70年代的两次石油危机对全球经济发展带来了巨大影响。1974年12月美国CPI增速达到12.30%,1975年第一季度美国GDP同比增速降低至-2.30%,美国经济陷入滞胀。

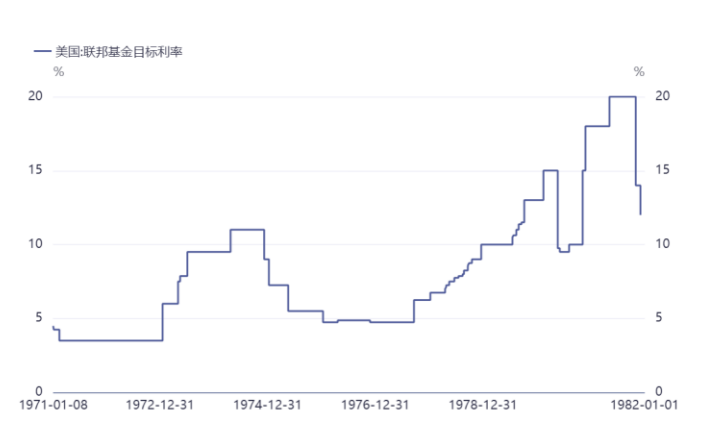
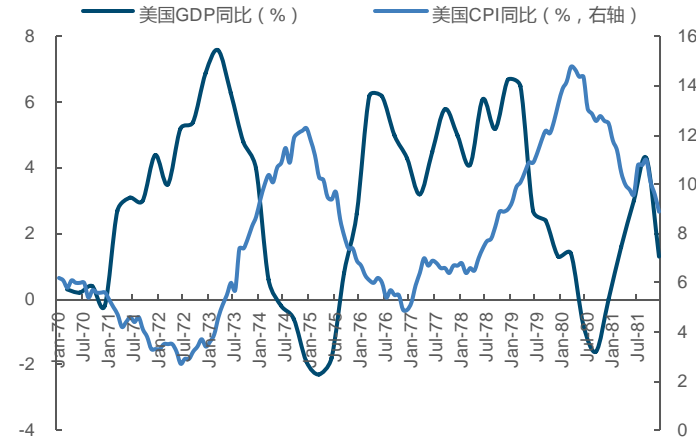


虽然 1976-1978 年卡特政府实施减税政策为滞胀带来一定缓和,但随着第二次石油危机爆发,1980 年 3 月美国 CPI 同比涨至 14.80%,1980 年第二季度美国 GDP 同比增速降低至-0.8%,美国滞胀达到顶点。

为限制急剧上行的通货膨胀,美联储从 1977 年开始采取紧缩货币政策,联邦基金目标利率从 1976 年 11 月的 4.75%快速上涨至 1980 年 2 月的 15%,但仍未能抑制通胀高企。直到 1981 年里根上台,采取稳定货币供应量、减轻税负、缩减开支、减少政府干预的新政,配合沃尔克的货币政策,美国经济才逐步走出滞胀泥潭。

图表5: 1980 年美国陷入滞胀

图表6: 1977 年开始美联储实行紧缩货币政策



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

将当前经济环境与 1980 年进行对比,当前中东局势持续紧张,地缘政治冲突不断刺激黄金避险需求;美国 3 月 CPI 超预期上涨,2024 年以来盈亏平衡通胀率反映的通胀预期持续提升,存在再通胀风险。若后续中东局势紧张程度加剧,或将导致油价大涨,推动通胀及通胀预期持续抬升。由于核心 CPI 房屋分项增速或将于 2024 年下半年开始反弹,(2024 年 4 月报告《掘“金”系列(七):强烈推荐关注 Q2 黄金股主升浪》),结合美国非农就业数据频繁下修(2024 年 4 月报告《黄金短期定价天平向通胀端倾斜》),若中东局势短期内持续发酵,美国或被拖入滞胀困境。

2024 年 4 月(截至 4 月 22 日)名义金价为 2339.62 美元/盎司(与基期时间接近,通胀影响较小,故使用名义金价),相对 1980 年高点的 2700 美元/盎司/CPI 还有 15%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),在当前的经济环境下,我们预计 2025 年黄金价格或将达到 2700 美元/盎司。

图表7: 黄金价格与美国通胀正相关

图表8: 历史最高实际金价接近 2700 美元/盎司/CPI



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

(4) 金矿资本开支及生产成本

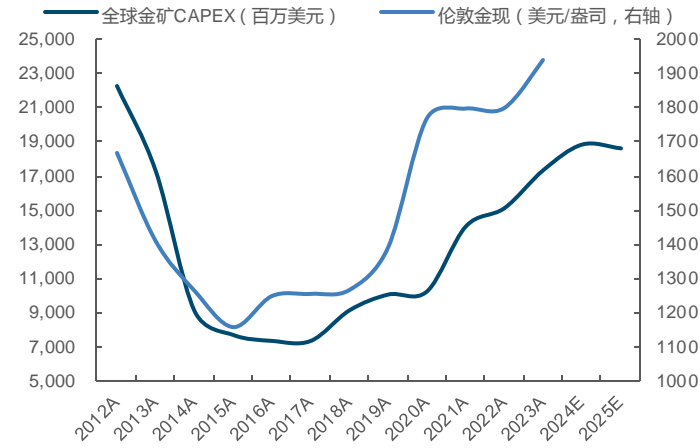
金价上涨领先金矿资本开支。全球金矿资本开支周期与金价波动周期相一致,由于金矿企业关注金价上涨可持续性,因此预期未来金价将持续维持在激励价格以上时,金矿企业才



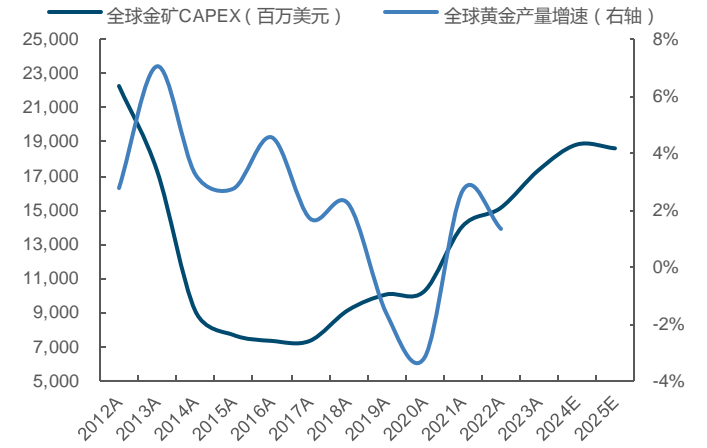
会进行资本开支。矿产金产量增长依赖矿山持续的资本开支，因此金矿资本开支对于矿产金供给具有较强的指引作用。

2015 年以来黄金价格整体呈现上涨趋势，持续的金价上涨激励金矿企业增加资本开支。但全球金矿资本开支增速相对于金价涨幅较低，我们认为或因现有绿地项目和棕地项目成本较高，黄金价格未能达到矿山激励价格。

图表9：金价领先金矿资本开支



图表10：金矿资本开支指引矿产金产量增速



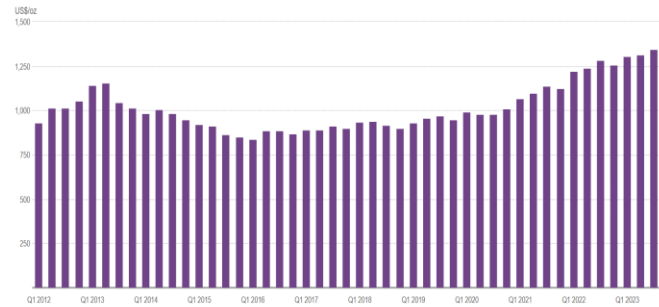
来源：Bloomberg, iFinD, 国金证券研究所

来源：Bloomberg, iFinD, 国金证券研究所

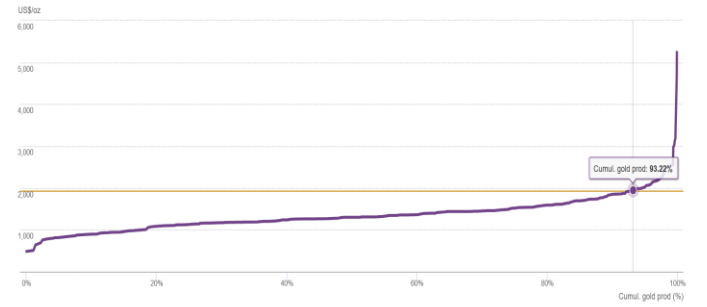
注：2025E 金矿 CAPEX 同比下滑或因统计口径内部分公司尚未披露全部资本开支计划。

全球黄金总维持成本 (AISC) 从 2016 年开始持续抬升，按 2023 年第三季度全球金矿 AISC 成本曲线，金价约位于成本线 90 分位处，仍有 10% 左右的金矿企业处于亏损状态。

图表11：黄金 AISC 成本有所抬升



图表12：3Q23 金价处于金矿成本 90 分位线



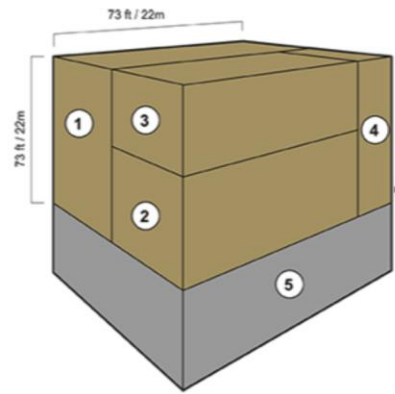
来源：世界黄金协会，国金证券研究所

来源：世界黄金协会，国金证券研究所

据世界黄金协会统计，截至 2023 年底地上黄金存量为 21.26 万吨，另有探明金矿储量为 5.9 万吨，约为地上黄金存量的 28%。



图表13: 金矿储量约为地上黄金存量的28%



Total above-ground stock (end-2023): 212,582 tonnes

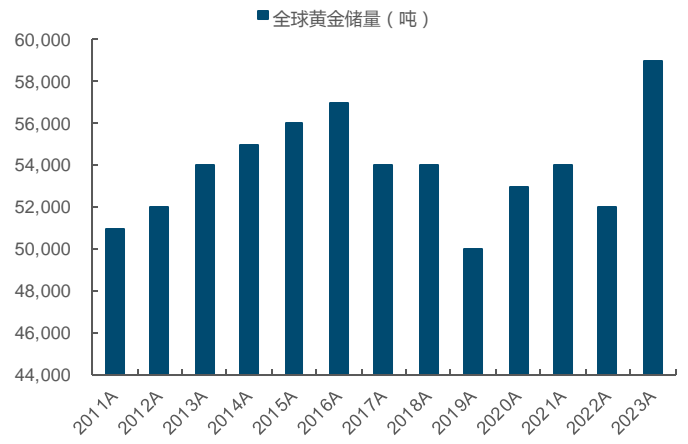
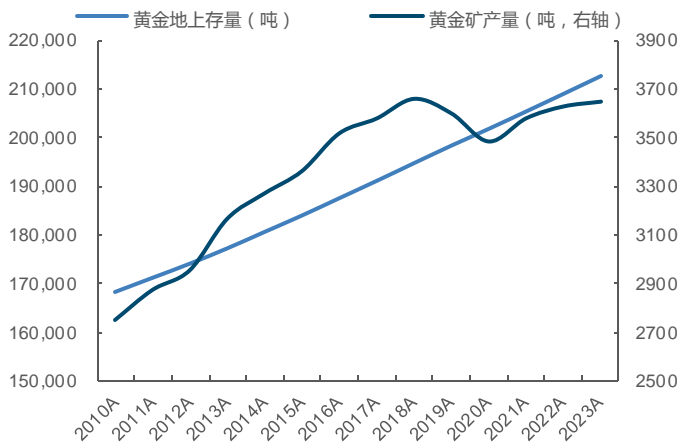
- 1. Jewellery ~96,487t, 45%
- 2. Bars and coins (including gold backed ETFs) ~47,454t, 22%
- 3. Central banks ~36,699t, 17%
- 4. Other ~31,943t, 15%
- 5. Proven reserves ~59,000t

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

世界黄金协会数据显示, 随着黄金矿山的不断开发, 地上黄金存量连年增长, 同时全球黄金储量并未有明显下滑。我们认为虽然探明金矿储量仅为地上黄金存量的28%, 但随着金矿生产企业探矿增储和开采技术的改进带来边界品位下降, 全球金矿具备持续增储空间, 黄金矿产资源仍较为丰富。

图表14: 黄金地上存量连年增长

图表15: 全球黄金储量未有明显下滑



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

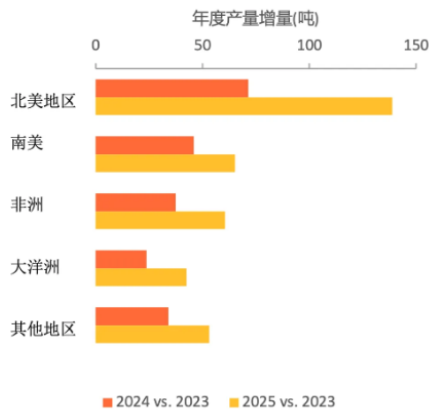
来源: USGS, 国金证券研究所

据 Metal Focus 统计, 2024 年全球矿产金供应量有望从 2023 年的 3644 吨增长至 3772 吨, 2025 年还将进一步增长至 3816 吨, 期间来自在建矿山、矿山扩产及重启项目的产量增量将超过各类矿山减量。其中 2023-2025 年矿产金供应增量 39% 来自北美地区, 南美洲占比约为 18%, 非洲占比约为 17%, 大洋洲增产量占比约为 12%。

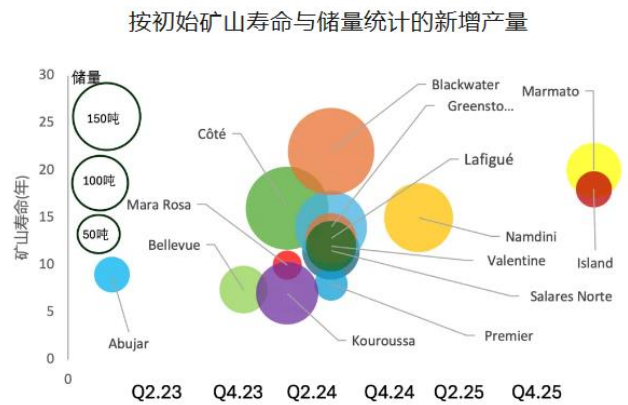
综合上述分析, 未来由于通胀带来的燃料成本上升、矿石入选品位下降导致需要更多辅材进行生产等运营层面因素影响, 黄金 AISC 成本及矿山激励价格会逐步上涨, 从成本支撑角度, 金价长期中枢具备提升动力。



图表16: 2024年矿产金总量有望增长128吨



图表17: 2024年较多矿山贡献新增产量



来源: Metal Focus, 国金证券研究所

来源: Metal Focus, 国金证券研究所

图表18: 2024-2025年矿产金增量主要来自北美地区

地区	公司	矿山名称	首批产出时间	年均产量(吨)	开采寿命期(年)
北美地区	langold	Cô t é	24年Q1	13	16
	Equinox	Greenstone	24年H1	11	14
	Artemis	Blackwater	24年H2	10	22
	Ascot	Premier	24年H2	4	8
	Calibre	Valentine	25年H1	6	12
	Alamos	Island	25年	2	/
南美洲	金田公司	Salares Norte	24年Q2	13	11.5
	Hochschild	Mara Rosa	24年2月	2	10
	Aris	Marmato Lower	25年Q4	5	20
非洲	山东黄金	Namdini	24年Q4	9	15
	奋进矿业	Lafigué	24年Q2	6	13
	Tietto	Abujar	/	5	9
	Hummingbird	Kouroussa	24年Q1	3	7
大洋洲	巴里克黄金	Porgera	24年Q2	7	/
	贝尔维尤黄金	贝尔维尤	24年	4	7

来源: Metal Focus, 国金证券研究所

(5) 央行购金

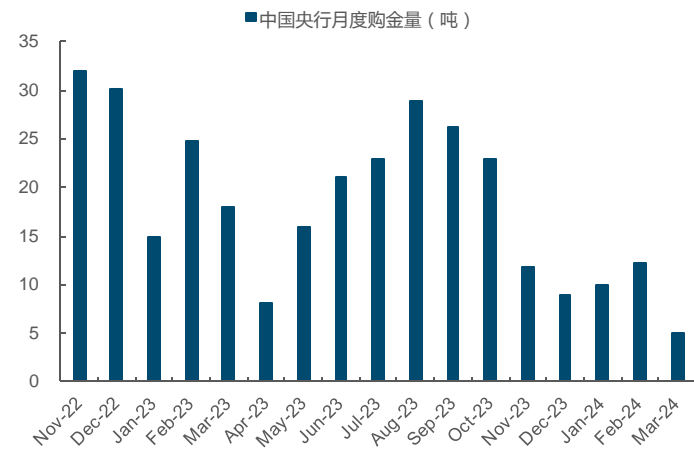
中国人民银行从2022年11月开始定期公布黄金储备,从2022年11月至2024年3月,中国央行累计购金量达到314.2吨。

虽然2022年11月以来中国央行黄金储备持续提升,但截至2024年2月,中国央行黄金储备为2257.5吨,黄金在中国人民银行外汇储备中占比仅为4.3%,远低于美国、德国、意大利、法国等发达国家。

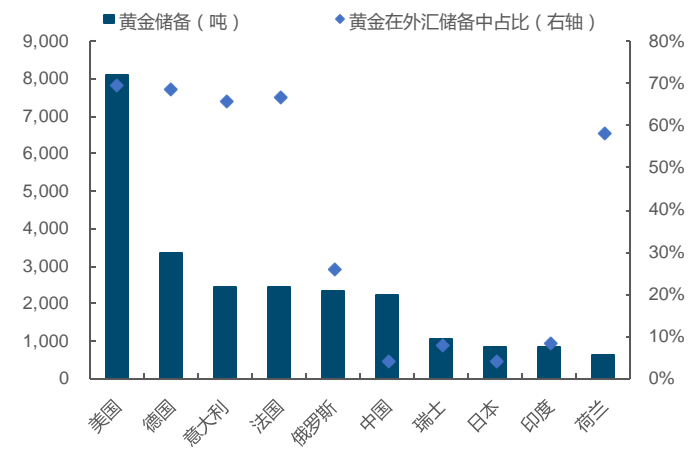
按2022年11月至2024年2月中国央行平均购金速度19.3吨/月计算,中国黄金储备要达到美、德、意、法等国2024年2月平均黄金储备水平的4093.6吨,还需要约8年时间,央行持续购金或将为黄金价格提供长期上涨动力。



图表19: 中国央行 2022.11-2024.03 购金 314.2 吨



图表20: 中国黄金储备占比远低于美国等发达国家



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

1.2 优化后黄金价格模型主要影响因素为全球央行黄金储备

根据我们 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》, 我们利用 OLS 回归构建了黄金价格模型, 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。

为进一步探究黄金价格的影响因素, 我们对此前的黄金价格模型进行了优化。由于 2016 年开始“逆全球化”浪潮逐步发酵: 英国举行“脱欧公投”, 特朗普从参选美国总统时就提倡贸易保护主义, 上台后签署多项行政命令退出国际组织。我们认为, 2016 年后由于“逆全球化”浪潮的影响, 黄金价格影响因素或与此前产生变化, 因此我们以 2015 年底为分界, 构建了两阶段的黄金价格回归模型。

根据逻辑推理及统计学原理, 我们从风险、机会成本、通胀、财政和动量趋势五个层面分析影响黄金价格因素, 其中: (1) 风险层面包括地缘政治风险指数、标普 500VIX 指数;

(2) 机会成本层面包括十年期实际收益率、美元指数、美元兑人民币; (3) 通胀层面包括 CPI 物价指数、通胀意外指数; (4) 财政层面包括美国累计赤字率、美联储持有国债;

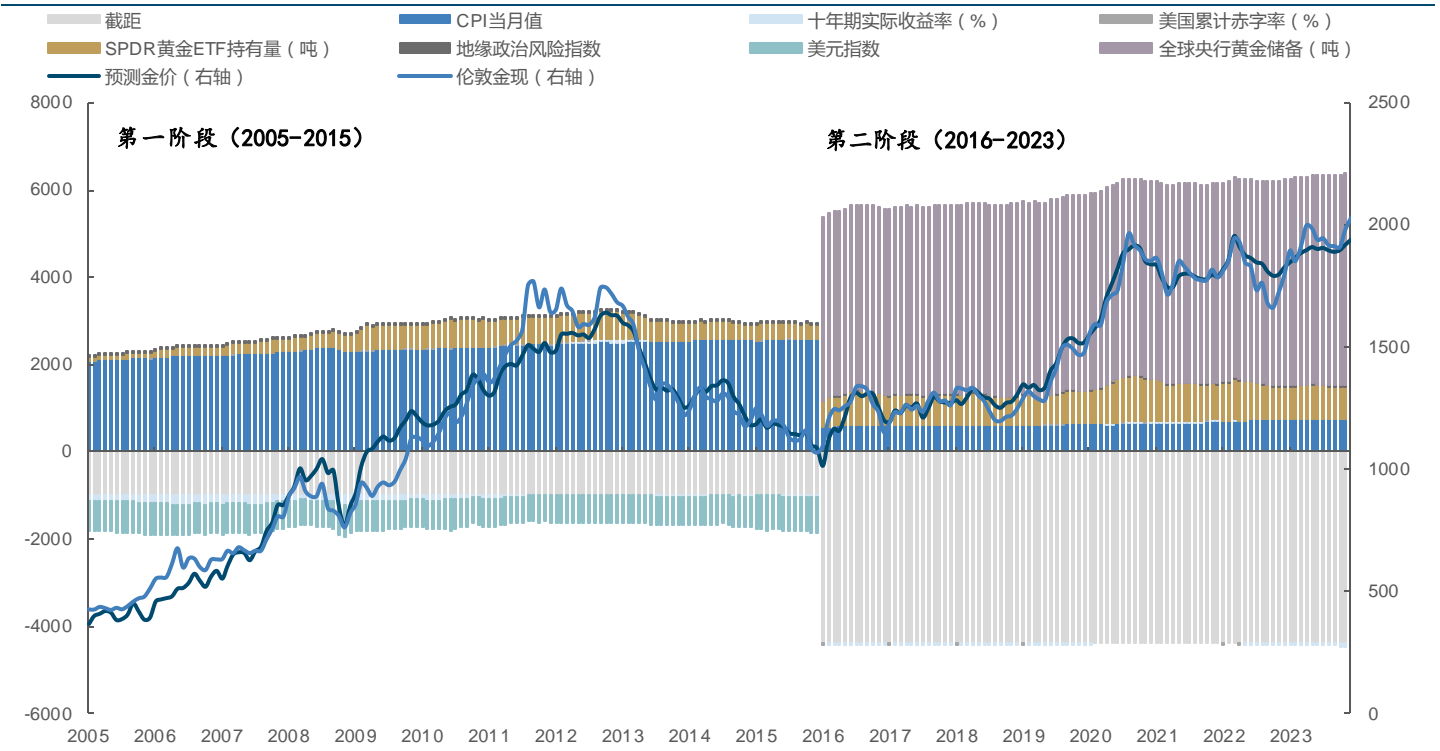
(5) 动量趋势层面包括 SPDR 黄金 ETF 持有量、全球央行黄金储备。为避免内生性问题, 首先去除了标普 500VIX 和通胀意外指数; 为避免多重共线性问题, 又剔除了美联储持有国债和美元兑人民币; 最后, 由 Lasso 模型进行变量的自主选择与回归。

一阶段模型确定 CPI、实际收益率、累计赤字率、黄金 ETF 持有量、地缘政治风险和美元指数 6 个变量为黄金价格回归模型的自变量; 二阶段模型确定 CPI、实际收益率、累计赤字率、黄金 ETF 持有量、地缘政治风险指数和全球央行黄金储备 6 个变量为回归自变量, 从 Lasso 回归的结果来看, 两阶段模型调整后的 R^2 分别为 95.98% 和 97.02%, 模型具有高度的拟合效果, 且通过内生性和多重共线性检验。

根据模型的回归结果拟合出模型预测的金价中枢, 在第一阶段的各影响因素中, CPI 指数对黄金价格贡献最为显著, 其次是美元指数; 而在第二阶段模型中, 对黄金价格影响最大的因素是全球央行黄金储备, 其次是 SPDR 黄金 ETF 的持有量。



图表21：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

基于上述两阶段黄金价格模型，我们对 2024-2025 年的黄金价格进行预测，考虑模型未包括的解释因素后，2024 年预测金价相对于 2023 年的黄金价格上涨 15.9%至 2352 美元/盎司，2025 年预测金价相对于 2024 年上涨 12.9%至 2655 美元/盎司。

图表22：模型预测 2024 年金价上涨 15.9%至 2352 美元/盎司

一阶段模型 (2005-2015)	2015 年	二阶段模型 (2016-2024)	2023 年	2024E	2025E
CPI 当月值	236.53	CPI 当月值	306.75	319.02	331.78
十年期实际收益率 (%)	0.73	十年期实际收益率 (%)	1.84	1.50	1.20
美国累计赤字率 (%)	2.61	美国累计赤字率 (%)	6.52	6.00	6.30
SPDR 黄金 ETF 持有量 (吨)	642.37	SPDR 黄金 ETF 持有量 (吨)	879.11	1,050.00	1,200.00
地缘政治风险指数	148.24	地缘政治风险指数	141.39	200.00	250.00
美元指数	98.34	全球央行黄金储备 (吨)	37,877.38	38,837.38	39,797.38
模型预测金价 (美元/盎司)	1,083.79	模型预测金价 (美元/盎司)	1,937.93	2,260.47	2,563.70
模型未考虑的因素	-15.65	模型未考虑的因素	91.36	91.36	91.36
最终预测金价 (美元/盎司)	1,068.14	最终预测金价 (美元/盎司)	2,029.29	2,351.82	2,655.06
		涨幅		15.9%	12.9%

来源：iFinD, Wind, 国金证券研究所

二、不同估值维度下黄金股相对金价是否还有空间？

为综合衡量黄金股估值水平，我们构建黄金股多维度估值体系：吨权益产量市值、吨权益资源量市值、PE、PB，考虑到黄金行业重资产特性及 EBITDA 的广泛适用性，增加 EV/EBITDA 这一估值维度。标的公司选择 A 股主要黄金上市公司山东黄金、中金黄金、银泰黄金、赤峰黄金及港股主要黄金上市公司招金矿业。

2.1 黄金上市公司吨权益产量市值水平较高

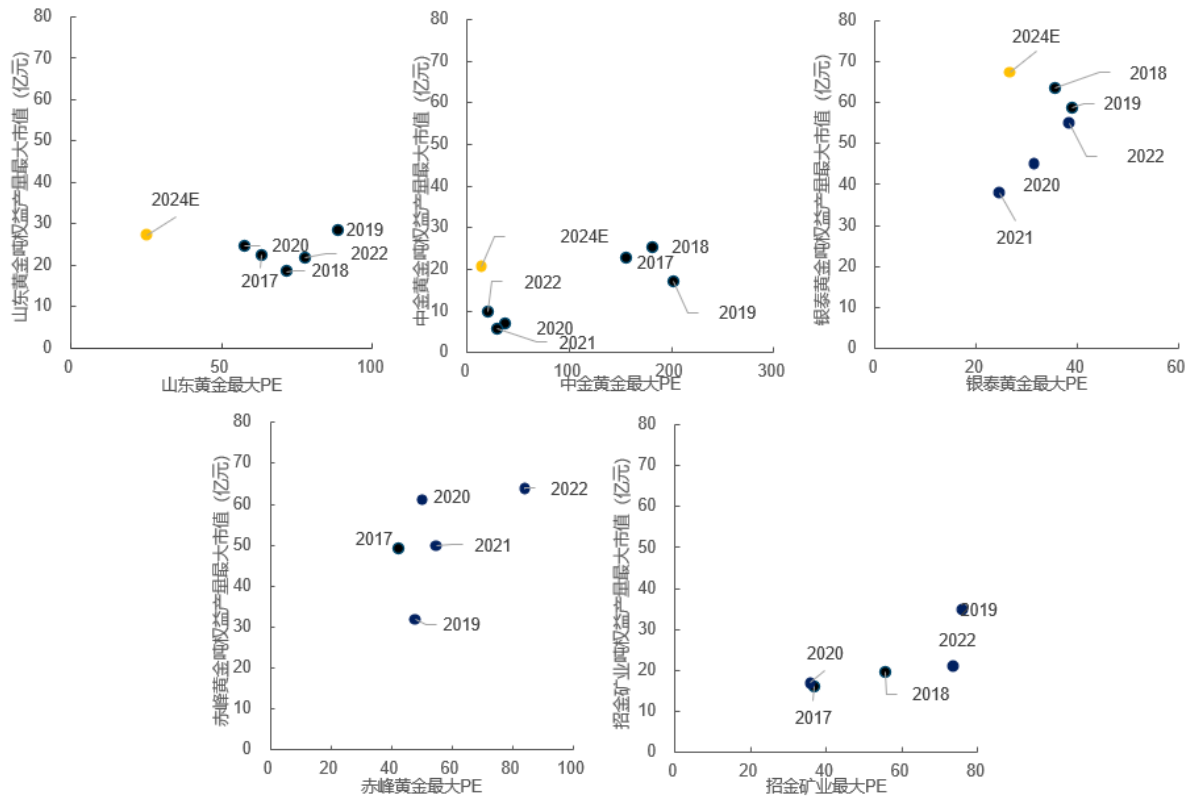
通过对各黄金上市公司矿产金权益产量按吨营业利润进行调整，将各黄金上市公司不同时间区间权益产量调整为纵向可比口径，当前山东黄金、中金黄金吨权益产量市值均达到 2017-2022 年高位，银泰黄金吨权益产量市值超过历史吨权益产量最大市值水平。

近一个月 (3.25-4.23) 伦敦现货黄金均价 2309 美元/盎司，考虑到当前的金价水平，在



2300 美元/盎司金价假设下，山东黄金、中金黄金、银泰黄金 2024 年 PE 仍处于较低位置。

图表23：山东黄金、中金黄金、银泰黄金吨权益产量市值较高（纵向可比）



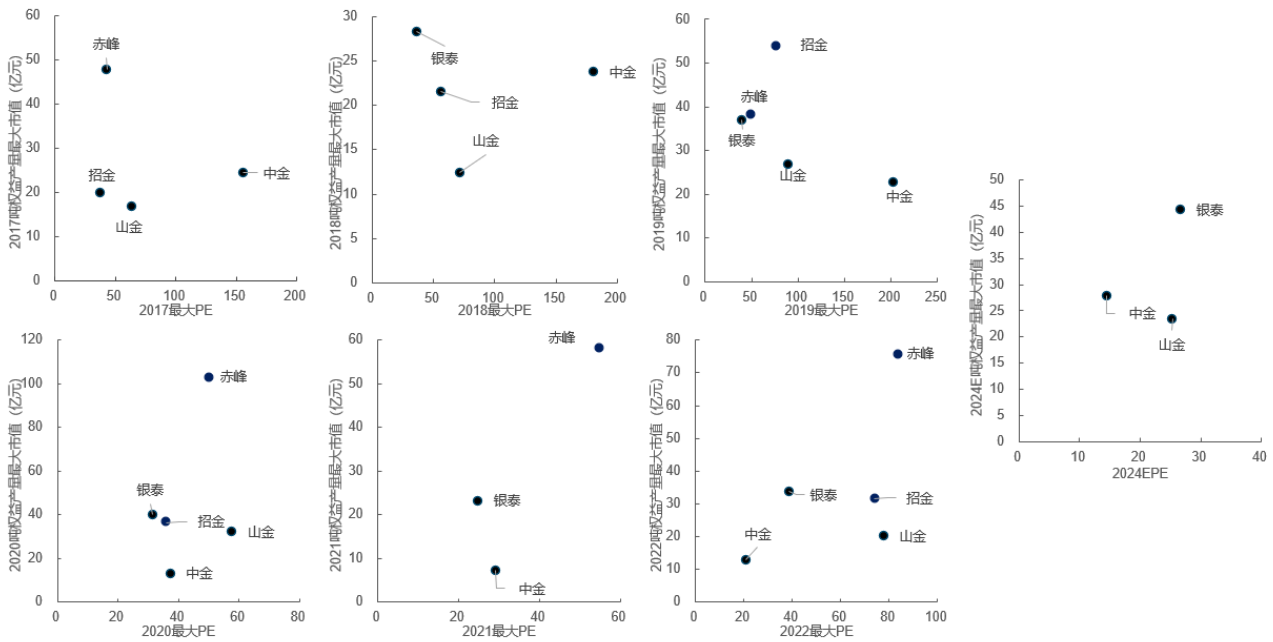
来源：各公司公告，iFinD，国金证券研究所

注：山东黄金、中金黄金、银泰黄金最新市值截至 2024 年 4 月 24 日收盘。

通过对各黄金上市公司权益矿产金产量按吨营业利润进行调整，将不同时间区间内各黄金上市公司权益产量调整为横向可比口径，根据我们测算当前银泰黄金吨权益产量市值高于中金黄金和山东黄金。



图表24：银泰黄金当前吨权益产量市值较高（横向可比）



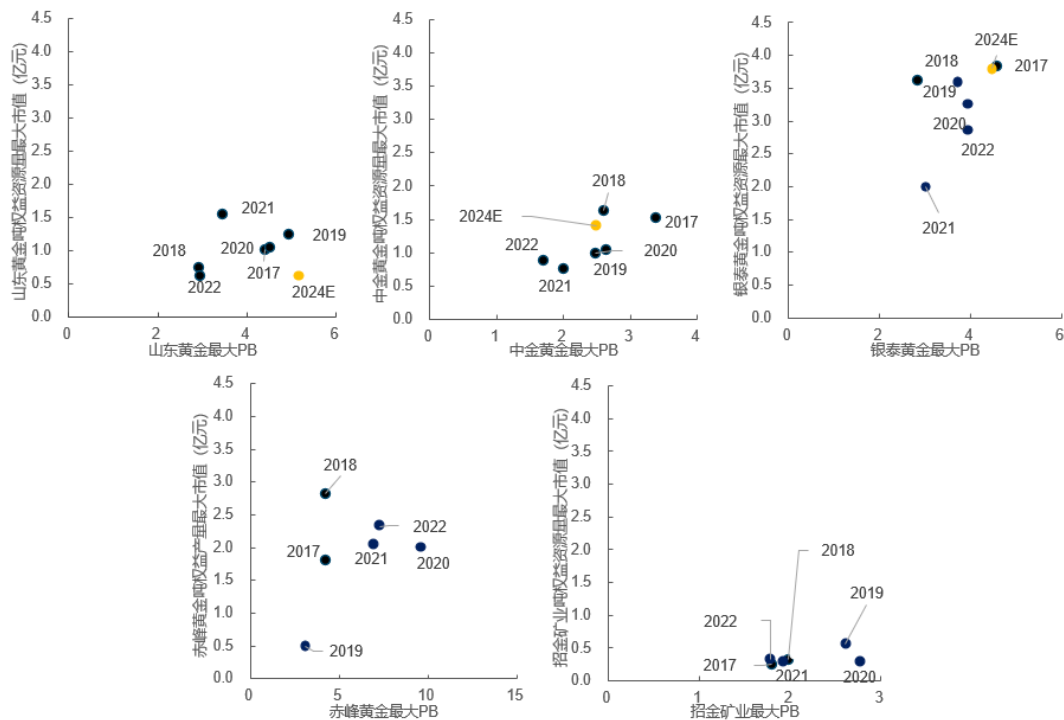
来源：各公司公告，iFinD，国金证券研究所

注：山东黄金、中金黄金、银泰黄金最新市值截至 2024 年 4 月 24 日收盘。

2.2 山东黄金吨权益资源量市值仍有上涨空间

通过对各黄金上市公司权益黄金资源量按吨营业利润进行调整，将各黄金上市公司不同时间区间黄金权益资源量调整为纵向可比口径，当前山东黄金吨权益资源量市值仍处于 2017-2022 年较低位置，中金黄金和银泰黄金吨权益资源量市值较高。

图表25：山东黄金吨权益资源量市值仍有提升空间（纵向可比）



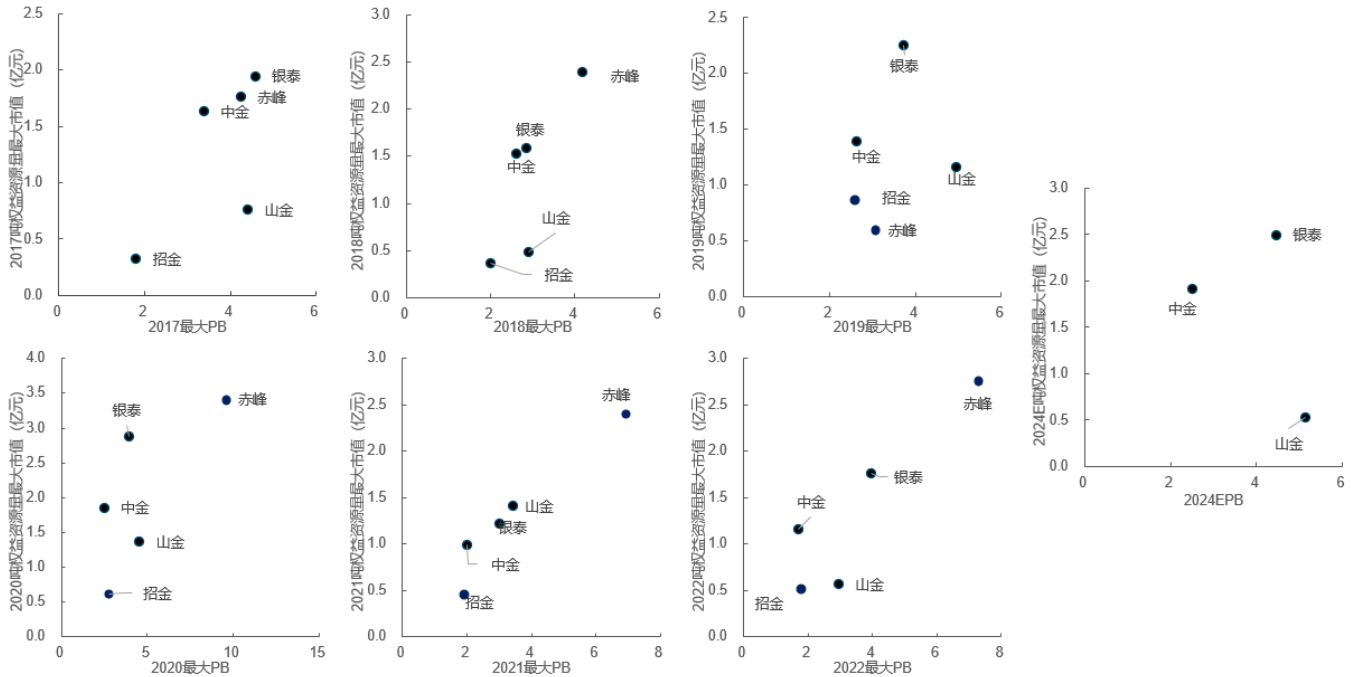
来源：各公司公告，iFinD，国金证券研究所

注：山东黄金、中金黄金、银泰黄金最新市值截至 2024 年 4 月 24 日收盘，2024E 归母所有者权益来自 Wind 一致预期。



通过对各黄金上市公司黄金权益资源量按吨营业利润进行调整,将不同时间区间内各黄金上市公司权益资源量调整为横向可比口径,根据我们测算当前银泰黄金吨权益资源量市值较高,山东黄金吨权益资源量市值一直处于可比公司较低位置。

图表26: 山东黄金吨权益资源量市值较低(横向可比)



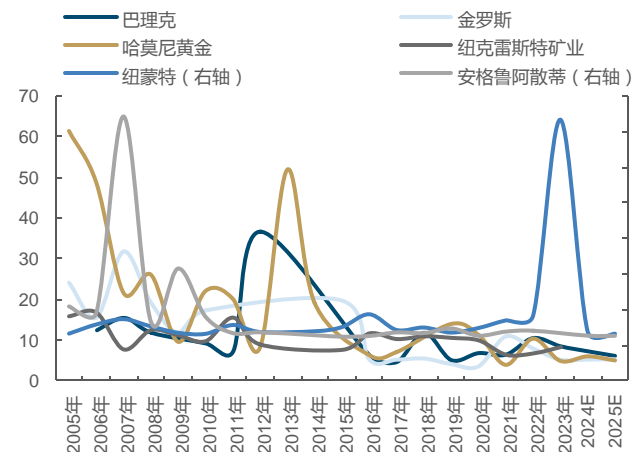
来源: 各公司公告, iFinD, 国金证券研究所

注: 山东黄金、中金黄金、银泰黄金最新市值截至 2024 年 4 月 24 日收盘, 2024E 归母所有者权益来自 Wind 一致预期。

2.3 A 股黄金上市公司 EV/EBITDA 仍有上升空间

由于黄金矿山生产企业为重资产行业, 负债对于公司估值存在影响, 同时考虑到 EBITDA 通常为正值, 适用性更为广泛, 因此补充 EV/EBITDA 这一估值维度对于黄金上市公司估值水平进行对比。

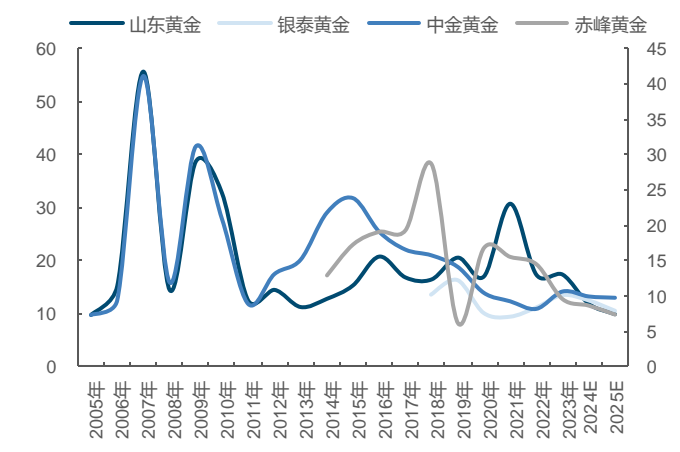
图表27: 海外主要黄金公司 EV/EBITDA



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

注: 2024-2025E 来自 Bloomberg 一致预期, 数据截至 2024 年 4 月 23 日收盘。

图表28: A 股主要黄金公司 EV/EBITDA



来源: iFinD, 国金证券研究所

注: 2024-2025E 来自 iFinD 一致预期, 数据截至 2024 年 4 月 24 日收盘。

通过对比海外黄金上市公司及 A 股黄金上市公司 EV/EBITDA, 我们发现 2005-2015 年海外与 A 股黄金上市公司 EV/EBITDA 估值水平较为接近。2016-2023 年 A 股黄金上市公司 EV/EBITDA 均值为 15.29 倍, 而海外黄金上市公司 EV/EBITDA 均值仅为 10.68 倍, 显著低于 A 股黄金上市公司平均水平。



对比 2024-2025E 与 2016-2023 年平均 EV/EBITDA，当前 A 股黄金上市公司估值仍有较大提升空间。

图表29：2016-2023 年 A 股黄金上市公司 EV/EBITDA 显著高于海外黄金上市公司

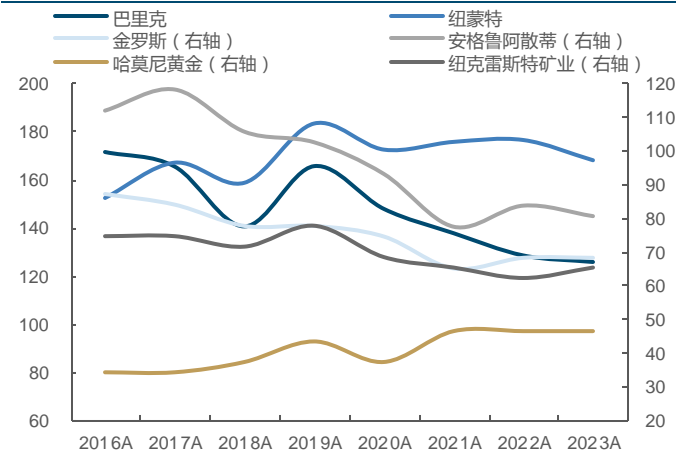
	2005-2015 年平均	2016-2023 年平均	2024-2025E 平均
巴里克	15.43	7.40	6.08
纽蒙特	9.40	26.20	6.68
金罗斯	19.98	6.06	5.25
安格鲁阿散蒂	26.40	6.94	4.38
哈莫尼黄金	28.71	8.04	4.63
纽克雷斯特的矿业	11.81	9.41	-
海外黄金上市公司	18.62	10.68	5.40
山东黄金	21.15	19.62	10.84
中金黄金	18.58	12.97	9.80
银泰黄金	-	12.34	11.51
赤峰黄金	15.13	16.23	8.00
A 股黄金上市公司	18.29	15.29	10.04

来源：Bloomberg, iFinD, 国金证券研究所

注：海外黄金上市公司 2024-2025E 来自 Bloomberg 一致预期，数据截至 2024 年 4 月 23 日收盘；A 股黄金上市公司 2024-2025E 来自 iFinD 一致预期，数据截至 2024 年 4 月 24 日收盘。

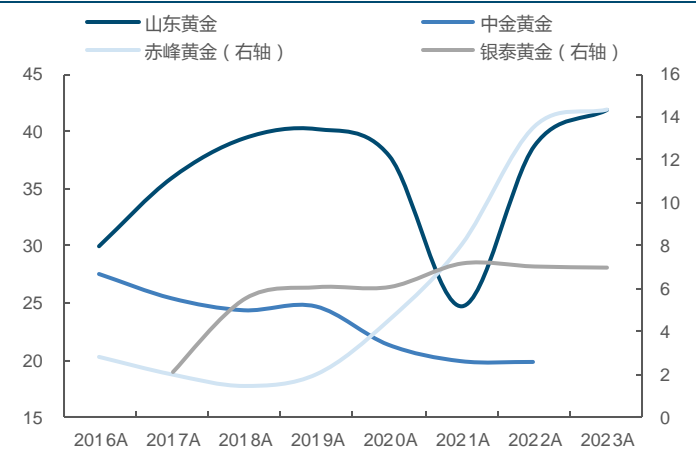
对于 2016-2023 年海外黄金上市公司 EV/EBITDA 显著低于 A 股黄金上市公司的原因，我们认为主要源于 2016-2023 年海外黄金上市公司矿产金产量增速有所下滑，甚至有些公司出现矿产金产量下滑，而同期 A 股黄金上市公司产量整体维持较快增长，因此市场给予更高估值水平。

图表30：2016 年以来海外黄金上市公司矿产金产量增速下降（单位：吨）



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表31：2016 年以来 A 股黄金上市公司矿产金产量整体维持较快增长（单位：吨）



来源：各公司年报, 国金证券研究所

2.4 投资建议

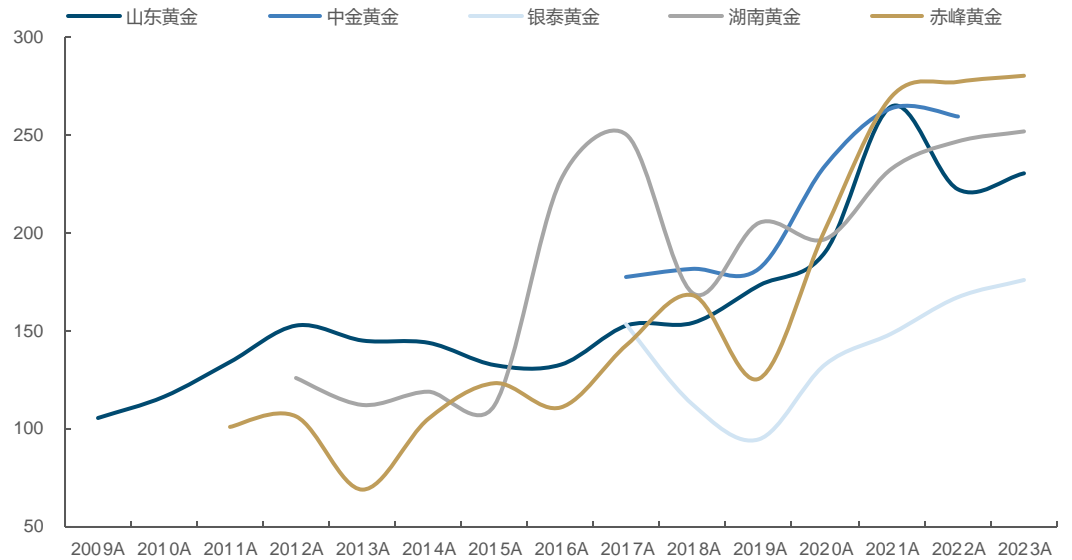
2023 年主要黄金上市公司中，山东黄金矿产金单位成本同比+3.68%至 230.38 元/克，银泰黄金同比+5.30%至 176.42 元/克，湖南黄金同比+2.05%至 251.50 元/克，赤峰黄金同比+1.13%至 280.20 元/克。上述公司 2018-2022 年矿产金成本复合增速分别为 9.63%/10.46%/9.86%/13.32%，2023 年矿产金单位成本增速均有所下降。

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32：2023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

2023年黄金股自产金成本增速放缓，预计2024年在金价上涨、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。我们预计黄金股将迎来主升浪行情，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33：行业重点公司估值表（收盘价：元；PE：倍；截至2024年4月24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	29.31	0.52	0.92	1.34	43.95	31.86	21.87	25.52%	17.10%
中金黄金*	600489.SH	12.84	0.60	0.74	0.80	21.40	17.35	16.05	26.28%	10.70%
银泰黄金*	000975.SZ	18.56	0.51	0.65	0.69	29.24	28.55	26.90	21.10%	13.22%
招金矿业	1818.HK	12.22	0.14	0.31	0.48	42.20	39.41	25.33	23.21%	29.04%
赤峰黄金	600988.SH	18.40	0.49	0.77	0.97	29.00	24.02	19.00	28.70%	29.84%
湖南黄金*	002155.SZ	14.26	0.41	0.61	0.77	27.38	23.38	18.52	25.37%	9.91%
四川黄金	001337.SZ	25.60	0.51	0.69	0.63	55.02	37.10	40.63	-9.99%	-5.56%
恒邦股份	002237.SZ	11.39	0.45	0.64	0.91	24.00	17.89	12.56	3.02%	10.46%
中国黄金国际	2099.HK	46.05	-0.06	0.33	0.91	N.A.	140.42	50.59	35.44%	11.40%
华钰矿业	601020.SH	9.06	0.22	0.47	0.66	41.52	19.28	13.76	-14.68%	9.87%
玉龙股份	601028.SH	10.95	0.57	0.76	0.83	18.83	14.47	13.22	-0.40%	5.58%
兴业银锡	000426.SZ	12.99	0.53	0.96	1.13	24.36	13.60	11.48	40.42%	34.30%
盛达资源	000603.SZ	13.29	0.60	0.73	0.86	21.99	18.29	15.39	17.63%	30.17%

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，其中2023年除中金黄金、华钰矿业、兴业银锡、盛达资源外，其余公司截至2024年4月24日均已披露2023年年报，2023EPS为实际值。

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。

三、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