

降息确定，上行趋势未变

2024 年 06 月 16 日

► **美国经济下行显现，降息周期即将开启。**美国一季度实际 GDP 环比增速放缓，经济下行压力逐步显现。消费端，居民消费者信心指数和个人可支配收入增速年初以来不断下行，投资端，服务业 PMI 自一季度以来持续下行，步入收缩区间，美国库存周期见底回升有望带动国内私人投资增长和制造业 PMI 抬升。就业端，虽然 5 月份非农就业人数超出市场预期，但 5 月份失业率数据上升至 4%，且非农时薪同比增速持续下行，劳动力市场供应压力缓解。美联储利率政策在稳定经济与控制通胀之间寻找平衡，持续的高利率之下美国经济下行压力也将逐步显现，年内降息仍然为大概率事件。

► **央行扩表严重，主权货币信用下行。**公共卫生事件后为刺激经济增长，全球主要央行在短期内大幅扩表，截止 2023 年底，美联储总资产相较于 2019 年仍然增长 84.24%，央行发行的货币如果缺少相应的实物资产背书，有可能造成货币币值波动和货币信用危机。美国债务总额从 2019 年的 22.7 万亿美元增加到 2023 年的 34.0 万亿美元，涨幅达到 50.1%，高利率之下美国债务成本不断抬升，利息支出不断增加，美元信用逐步弱化。

► **央行购买仍将持续，黄金储备空间仍然较大。**处于资产安全和稳定币值等因素考虑，全球各国央行购金量占全球黄金需求的比例已经由 2020 年的 6.93% 提升至 2023 年的 23.32%，成为黄金需求的最大变量。目前全球以美国和欧洲为代表的发达国家黄金资产占外汇总储备的比例较高，超过 50%，而发展中国家央行黄金资产储备占比较低，2020 年以来有不断提升的势头，中国央行黄金资产占其外汇储备比例不足 4%，有明显提升空间。

► **白银：高弹性，银价有望突破前高。**白银兼具工业属性和金融属性，与黄金在金融属性方面具有一致性，而工业需求占比约 50%。近年来白银在光伏产业中的应用需求增长迅速，而供应端刚性，使白银供需关系从 2021 年开始扭转。历史数据显示，金银比下滑的时间通常对应白银的牛市，而 PMI 指数转暖是金银比开启回落的重要催化剂。考虑到金银比目前处于 80 附近的高位，叠加联储降息带动利率下行，本轮银价有望突破历史前高。

► **投资建议：降息周期确定，中长期趋势未变。**美国经济短期具有韧性，但不改长期下行趋势，降息确定性较强，考虑到美元信用进入下行周期，全球各国央行购金趋势有望持续支撑金价，白银兼具工业属性和金融属性，金融属性与黄金同步，近年来光伏用银需求增长迅速，白银供需关系从 2021 年开始扭转，本轮银价有望突破历史前高。维持板块推荐评级，重点推荐中金黄金、银泰黄金、山东黄金、招金矿业、赤峰黄金、盛达资源、兴业银锡。

► **风险提示：**美联储利率政策超预期风险、央行购金需求不及预期的风险、全球制造业复苏不及预期风险

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600489.SH	中金黄金	14.34	0.61	0.84	0.94	24	17	15	推荐
000975.SZ	银泰黄金	16.79	0.51	0.74	0.86	33	23	20	推荐
600547.SH	山东黄金	27.58	0.52	0.85	1.10	53	33	25	推荐
1818.HK	招金矿业	13.02	0.21	0.25	0.42	57	48	28	推荐
600988.SH	赤峰黄金	16.79	0.48	0.96	1.20	35	17	14	推荐
000603.SZ	盛达资源	12.50	0.21	0.59	0.89	60	21	14	推荐
000426.SZ	兴业银锡	13.88	0.53	1.02	1.17	26	14	12	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价，港股标的收盘价为港币，港币/人民币按照 0.93)

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1. 金属行业 2024 年中期策略系列报告之小金属篇：供给周期，精彩纷呈-2024/06/14
2. 金属行业 2024 年中期策略系列报告之工业金属篇：任尔东西南北风，咬定青山不放松-2024/06/13
3. 金属行业 2024 年中期策略系列报告之能源金属篇：大浪淘沙，守得云开见月明-2024/06/13
4. 有色金属周报 20240609：剑折不改刚，在波折后继续前进-2024/06/09
5. 有色金属周报 20240602：政策利好行业中长期发展，价格“中场休息”迎布局良机-2024/06/02

目录

1 美国经济下行压力显现，降息周期即将开启	3
1.1 美国经济下行压力显现，失业率提升	3
1.2 美国通胀压力下行，但仍有反复可能	5
1.3 加息周期结束，年内降息确定性高	7
2 主权货币信用下行，央行购金持续	10
2.1 美元信用体系松动，各国央行增加黄金储备	10
2.2 央行购买需求占比提升，增储空间仍然较大	12
3 地缘冲突带动避险投资，黄金 ETF 需求强劲	14
3.1 地缘政治局势复杂，避险情绪带动黄金买盘	14
3.2 黄金 ETF 交易活跃，亚洲地区投资情绪高涨	15
4 白银：高弹性，银价有望突破前高	17
4.1 白银兼具工业和金融属性，光伏用银带来供需缺口	17
4.2 金银比修复带动银价空间，关注 PMI 数据回升	24
5 投资建议	27
5.1 行业投资建议	27
5.2 重点公司	28
6 风险提示	43

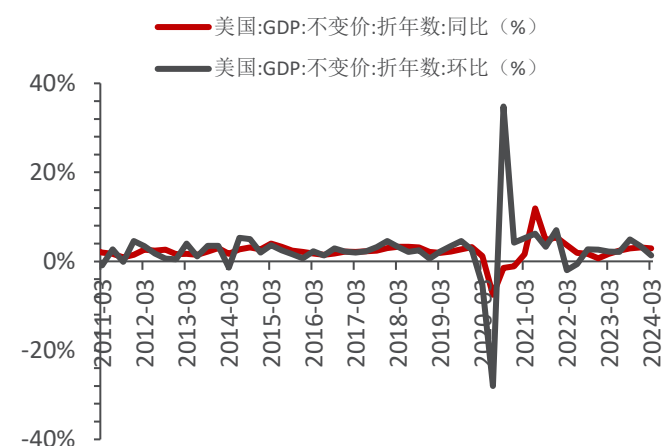
1 美国经济下行压力显现，降息周期即将开启

1.1 美国经济下行压力显现，失业率提升

美国一季度 GDP 增速放缓，居民消费支出为主要增量。2024 年一季度美国实际 GDP 初值同比增长 2.90%，环比增长 1.60%，季调后实际 GDP 年化环比增速由此前的 1.6%下修至 1.3%，增速不及预期，主要受一季度个人消费支出环比增速下修影响，经济下行压力逐步显现。

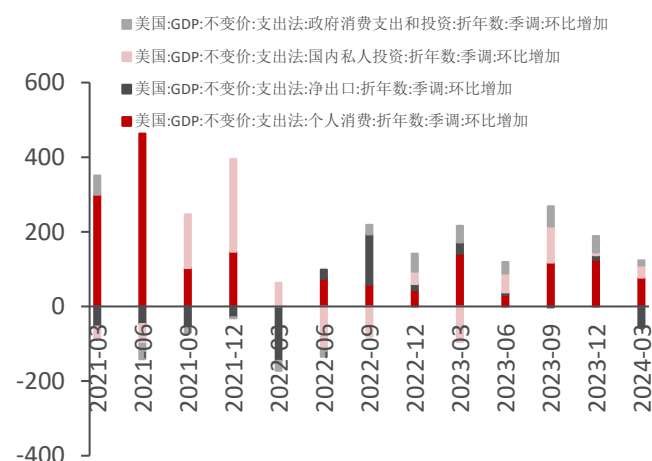
从 GDP 变化分项来看，一季度美国实际 GDP 总额环比净增加 705.9 亿美元，其中个人消费、私人投资、政府支出、净出口总额分别环比变化 +771.6/+330.4/+129.4/-568.1 亿美元，一季度个人消费支出仍然是美国经济的主要拉动项目，净出口为主要拖累项。

图1：美国一季度 GDP 增速不及预期（增长单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：美国 GDP 分项环比变化（单位：十亿美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

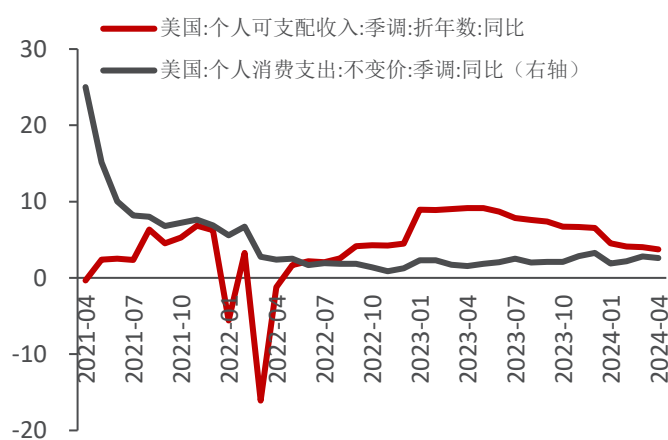
美国消费信心指数下跌，居民可支配收入下滑。美国密歇根大学 5 月消费者信心指降至 67.4，大幅不及预期的预期 的 76.2，消费者信心指数反映了消费者如何看待自己的财务状况前景和经济前景，美国消费者信心指数自二季度以来整体步入下滑趋势，或表明消费者家庭财务状况和国家经济趋于悲观，此外通胀下高价格也限制了消费者的信心。美国个人可支配收入增速年初以来不断下行，4 月居民个人可支配收入同比增速为 3.7%，较 3 月回落 0.3 pct，个人实际消费支出同比增速为 2.6%，较 3 月回落 0.2pct，环比支出下滑，体现出高利率对居民消费的抑制作用逐步显现。

图3：消费信心指数呈现持续下降趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：美国个人可支配收入、个人实际消费支出月度同比



资料来源：wind，民生证券研究院

美国制造业 PMI 出现回升迹象，库存周期见底。美国制造业 PMI 自 2023 年四季度以来持续反弹，3 月录得 50.3，步入扩张区间，服务业 PMI 自一季度以来持续下行，步入收缩区间。美国库存总额同比增速已经出现见底回升迹象，库存周期自 2023 年 12 月份以来进入主动补库阶段，目前增长较为缓慢，3 月美国库存总额同比增速 0.65%，增速自 2023 年 12 月份以来连续 3 个月持续回升后小幅下滑，2 月份同比增速为 0.66%。考虑到美国制造业 PMI 此前持续低于枯荣线以下，库存基本去化，后续库存周期上行有望带动美国国内私人投资增长和 PMI 抬升。

图5：美国制造业和服务业 PMI 数据分化（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

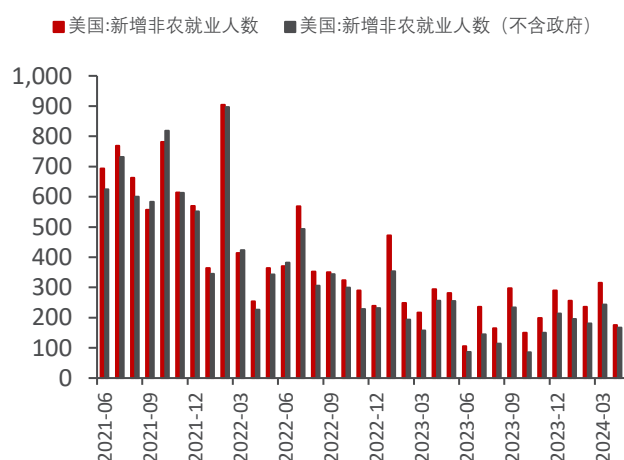
图6：美国库存总额增速见底，有望带动制造业回升



资料来源：wind，民生证券研究院

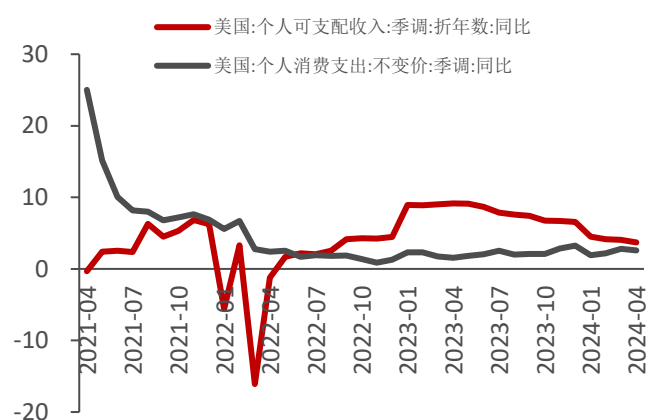
薪资增速放缓，失业率抬升。2024 年以来美国新增非农就业数据年初以来震荡下降，4 月美国新增非农就业人数 17.5 万人，低于市场预期的 24 万，虽然 5 月份非农就业人数超出市场预期，但 5 月份失业率数据上升至 4%；年初以来美国非农时薪同比增速由 1 月份的 4.35% 连续下行至 4 月份的 3.9%，环比震荡下行，4 月份平均时薪环比增速已经下降至 0.2%，低于市场预期 0.3%，随着合法和其他渠道移民的大量涌入，美国就业市场供给侧出现变化，供需矛盾缓解，薪资增速未随着非农就业增加而上行。

图7：就业市场降温，年初以来就业波动下降(单位：千人)



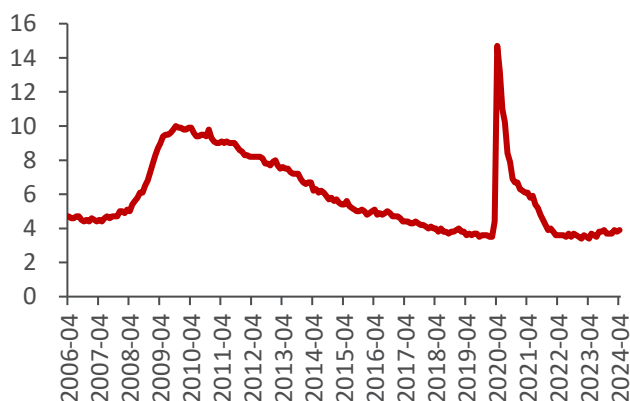
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：美国薪资增速趋势放缓(单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：美国失业率有上升迹象(单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

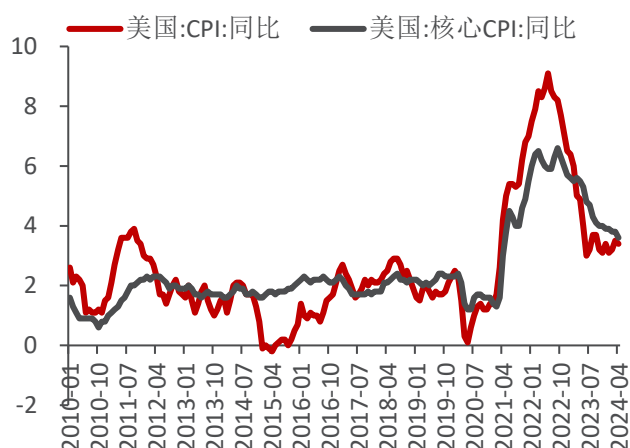
1.2 美国通胀压力下行，但仍有反复可能

核心 CPI 下行趋势良好，供应端扰动下通胀存在反复可能。年初以来美国整体 CPI 的从 1 月份的 3.1% 上升至 4 月份的 3.4%，虽然 4 月份环比回落，但整体有所上升。此外，更能反映宏观经济特征的核心 CPI 数据年初以来下降较为顺

利，由 1 月份的 3.9%逐月下降至 4 月份的 3.6%，表明美联储利率政策的限制性正在逐步发力。

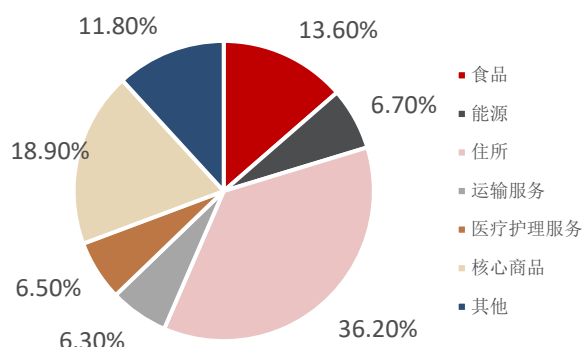
根据 CPI 分项拆分开来看，住房在 CPI 分项中的占比最大，此外为食品饮料和能源分项，年初以来占主要比例的食品饮料和房租租金分项持续下行，而剔除房租后的其他服务活动类通胀仍然具备韧性，能源分项增速 3 月份开始转正。

图10：美国核心 CPI 持续下行（单位：%）



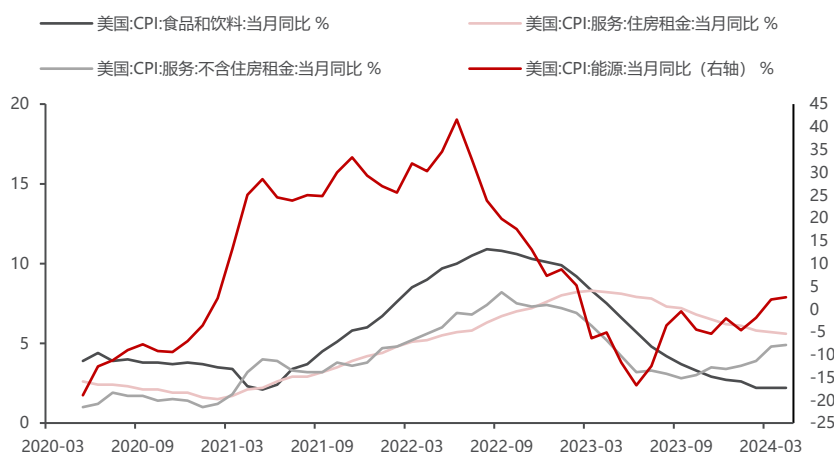
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：美国 4 月 CPI 分项权重（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：美国 CPI 分项同比增速（单位：%）

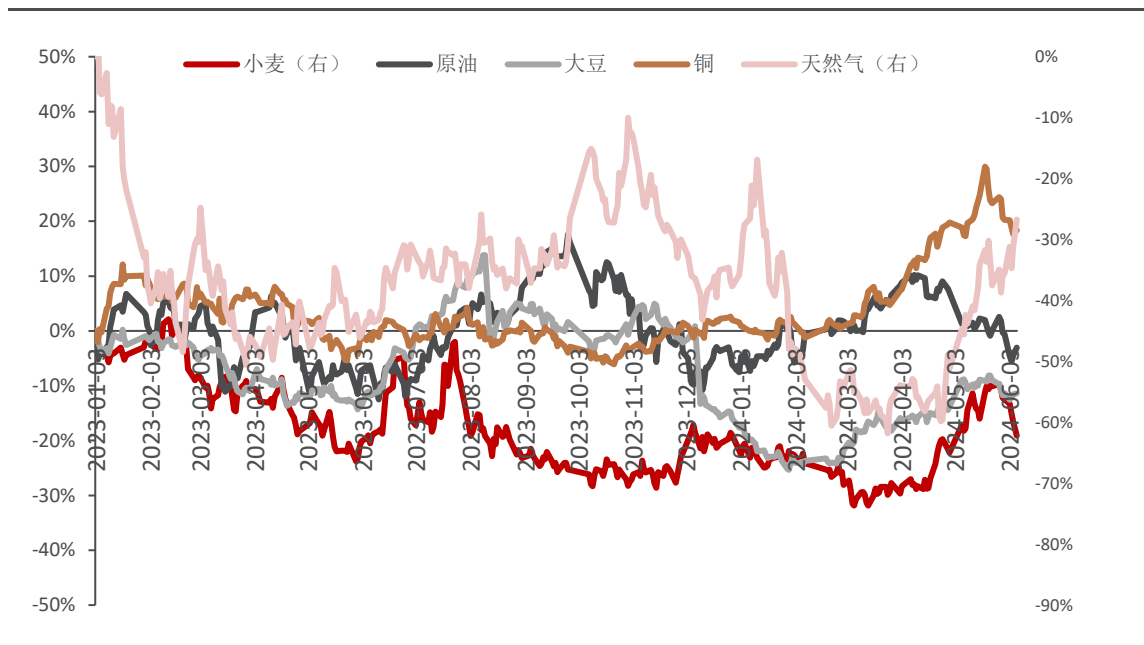


资料来源：wind，民生证券研究院

受资本开支较少，供应链扰动的影响，2024 年上半年有色金属、农产品等全球大宗商品价格指数整体呈现上涨趋势，展望未来，考虑到美国制造业 PMI 有望迎来新一轮补库周期，工业原材料需求有望得到提振，叠加 OPEC 减产有望延续至下半年，中东地区、俄乌地区地缘政治事件尚不明朗，油价上涨动力仍存，美

国未来通胀数据具有反复的可能。

图13：年初以来大宗商品价格呈现整体上涨态势（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 加息周期结束，年内降息确定性高

年初以来美联储的降息预期不断延后。1 月份受美联储鹰派言论及强韧的经济和粘性通胀数据影响，市场对美联储 3 月开始降息的预期逐渐熄火；2 月份以来在强劲的非农和超预期的通胀数据扰动下，美联储 3 月和 5 月降息的预期陆续告破，美联储官员对过快降息保持了谨慎的态度；3 月份议息会议中美联储未承诺具体降息时间，但对通胀下行趋势和政策利率达峰值表现出了肯定态度；4 月份美国一季度 GDP 年化增速初值公布为 1.6%，低于市场普遍预期，也较去年第三和第四季度的增速 4.9%和 3.4%明显放缓，向市场传递了通胀回温和经济增长放缓的双重信号；5 月份美联储公布的会议纪要显示，官员们对最近的通胀数据感到失望，联邦基金利率需维持在当前水平更长时间以实现目标，市场从中解读出鹰派信号，但 4 月核心 CPI 同比数据录得 2021 年 4 月以来的最小涨幅，通胀水平又朝着美联储官员考虑开始降息的方向迈步。

美联储需平衡经济和通胀，年内降息仍然为大概率事件。回顾美联储历次议息会议中的表态，大部分时期政策重点在于控制通胀，维持经济和通胀的平衡。目前对于美联储的紧缩政策是否达到足够的限制性“并没有信心”，但是在货币政策的选择上，联储表现出更多的灵活性，努力在稳定经济与控制通胀之间寻找平衡。

美联储自 2023 年 7 月 FOMC 会议加息 25bp 后将联邦基金基准利率抬升至

5.25%-5.5%后暂停加息,从 2022 年 3 月开始美联储此次加息周期累计 16 个月,累计加息 500bp,为 1980 年以来历次加息幅度最高,持续的高利率之下美国经济下行压力也将逐步显现,伴随着美国 GDP 增速的放缓,美国年内降息仍然为大概率事件。

根据 CME 联邦基金利率期货数据显示,5 月份非农就业大幅超预期,叠加 6 月份联储议息会议态度鹰派,市场对联储年内的降息预期大幅降温,目前市场仍预期 9 月份联储首次降息。

表1: 美联储政策会议利率决策概率表 (单位: %)

日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31				0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.30%	91.70%
2024/9/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.80%	56.70%	38.50%
2024/11/7	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.60%	22.30%	50.50%	25.50%
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.10%	15.90%	41.80%	33.30%	7.90%
2025/1/29	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	9.00%	29.70%	37.30%	19.80%	3.70%
2025/3/19	0.00%	0.00%	0.40%	5.80%	21.70%	34.30%	26.50%	9.90%	1.40%
2025/4/30	0.00%	0.20%	2.80%	12.90%	27.30%	30.90%	19.10%	6.10%	0.80%
2025/6/18	0.10%	1.70%	8.90%	21.60%	29.50%	23.80%	11.30%	2.90%	0.30%

资料来源: CME group, 民生证券研究院 (截止 2024.6.13 上午 11: 50)

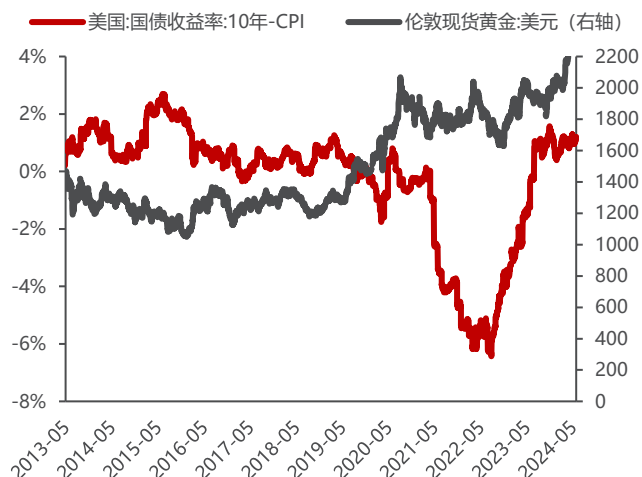
美联储降息带动美债收益率下行, 金价或仍处于牛市初期。美债实际收益率作为持有黄金的机会成本, 通常与金价呈现高度负相关关系, 此外美元与黄金同时作为投资性金融资产具有替代性, 走势通常也呈现负相关关系。

虽然年初以来降息预期不断延后, 但高利率下美国经济下行压力也将逐步增加, 当前拖延美联储降息决策的主要矛盾为通胀粘性, 但美国一季度 GDP 增长不及预期, 美国居民消费信心指数下行, 经济前景不容乐观, 限制性利率持续时间越长, 美国经济潜在风险问题发生的可能性也越大。

我们认为联储降息的确定性较强, 金价在降息开启之前受预期变化波动, 但随着美国降息周期逐步开启, 美债收益率和美元指数或将见顶回落, 名义利率在经济衰退预期和降息预期的带动下也有望下行, 但通胀可能具有反复性, 实际利率作为名义利率和 CPI 的差值大概率向下运行, 金价也将步入新一轮牛市。

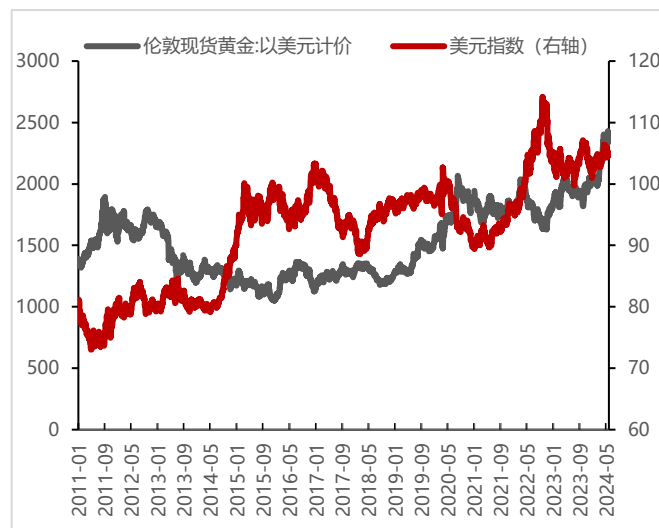
本轮美国经济周期自 2022 年 Q4 以来, 美债收益率与黄金负相关性开始减弱, 甚至出现同向变动的时期, 考虑主要原因来自于美元信用体系的松动, 其主要表现形式为全球央行加大对黄金的购买。

图14：美债实际收益率和金价（左：% ，右：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

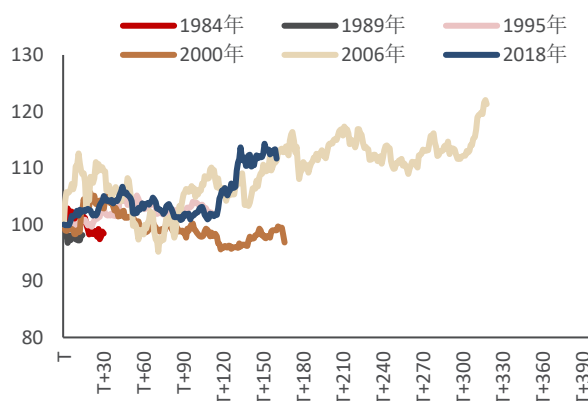
图15：美元指数与金价（美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

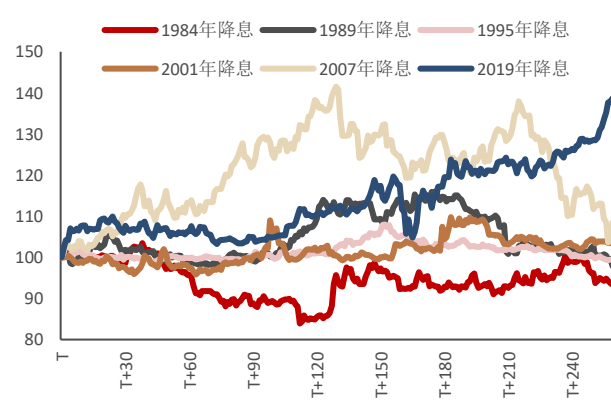
复盘历史，降息前后金价大概率上涨。根据复盘历次美联储利率周期，加息结束与首次降息时间间隔平均为 6.1 个月，金价平均涨幅为 5.95%，其中最大涨幅达到了 22.05%。首次降息落地后，美联储释放的流动性带来流动性实质改善，金价大概率延续上一阶段的上涨趋势，历史数据来看降息后 1 个月金价平均涨幅 3.38%，降息 6 个月内平均涨幅达到 10.43%，最大涨幅达到了 40.85%，降息 12 个月平均涨幅为 9.41%，最大涨幅高达 39.22%。

图16：停止加息至降息期间金价表现



资料来源：wind，民生证券研究院（以停止加息首日基期为 100）

图17：初次降息后金价表现



资料来源：wind，民生证券研究院（以降息首日基期为 100）

表2：美联储加息结束至首次降息时间间隔与金价涨跌幅

加息结束	首次降息	时间间隔（月）	金价涨跌幅
1984.8.9	1984.9.20	1.35	-1.78%
1989.5.17	1989.6.6	0.65	+1.60%
1995.2.1	1995.7.6	5.17	+2.26%
2000.5.16	2001.1.3	7.48	-2.97%
2006.6.29	2007.9.18	14.87	+22.05%
2018.12.20	2019.8.1	7.23	+14.55%
平均值		6.13	+5.95%

资料来源：wind，民生证券研究院

表3：美联储降息周期开启后金价涨跌幅

首次降息	+1 个月	+6 个月	+12 个月
1984.9.20	-0.10%	-4.35%	-5.79%
1989.6.6	5.65%	10.40%	-1.48%
1995.7.6	-0.01%	3.24%	-0.59%
2001.1.3	-0.64%	0.51%	4.36%
2007.9.18	6.91%	40.85%	20.74%
2019.8.1	8.47%	11.94%	39.22%
平均值	3.38%	10.43%	9.41%

资料来源：wind，民生证券研究院

暂停加息至开始降息期间，为黄金配置的最佳时机。在利率政策由加息到降息的过渡期，随着美国经济数据的下行，市场对美联储降息的预期也逐步强化，受此影响，金价通常抢跑降息，金价拐点往往早于政策转向，通常出现在美联储加息周期末期和降息周期前期，当前时点联储降息尚未落地，为黄金配置的最佳时机。

2 主权货币信用下行，央行购金持续

2.1 美元信用体系松动，各国央行增加黄金储备

全球央行黄金储备的增长不断推动金价中枢上升。复盘历史，1971 年布雷顿森林体系瓦解后，黄金价格在 70-80 年代的滞胀周期中大幅上涨，随着 80 年代侯牙买加体系的建立，石油贸易美元结算，全球央行开始净抛售黄金，金价维持低迷，直到 2008 年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有的

海外债券资产的风险性，开始进入净购买黄金的时代，叠加全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨，从长周期维度来看，全球央行的黄金储备量与金价呈现正相关的关系。

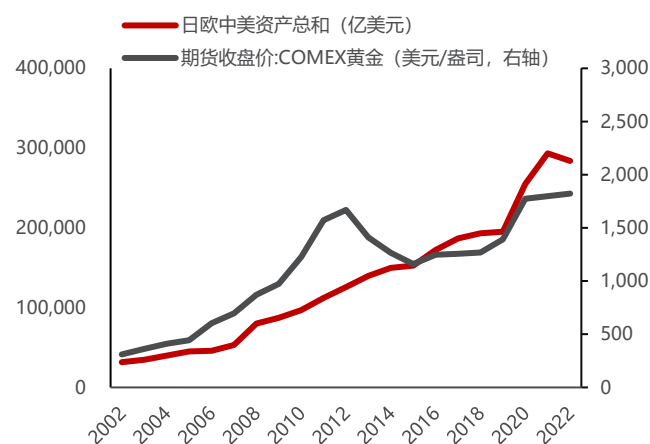
图18： 世界各国黄金储备与金价呈正相关（左：吨，右：美元/盎司）



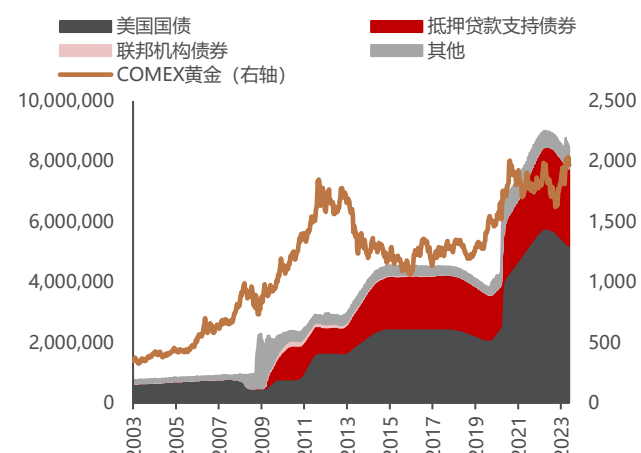
资料来源：wind，民生证券研究院

2020-2022 年央行大幅扩表，全球货币信用泛滥。2020 年公共卫生事件出现后，为刺激疫后经济增长，全球主要央行在短时间内大幅扩表，虽然后续经济复苏后联储开始缩表，但是缩表的幅度远远小于扩表的幅度，截止 2023 年底，相较于 2019 年，美联储总资产仍然增长 84.24%，日本央行总资产增长 42.69%，货币资产的超发带货币信用的泛滥，货币资产的安全性和稳定性受到冲击。

对于发达国家来说，央行发行的货币代表国家信用，如果缺少相应的实物资产背书，有可能造成货币币值波动和货币信用危机，需要增储黄金，增补信用；对于发展中国家来说，由于持有大量的外债资产，货币超发带来持有的外债资产贬值，使本国经济的波动加大，不利于本国汇率的稳定，因此需要抛售外债兑换黄金，以维护本国资产的安全。

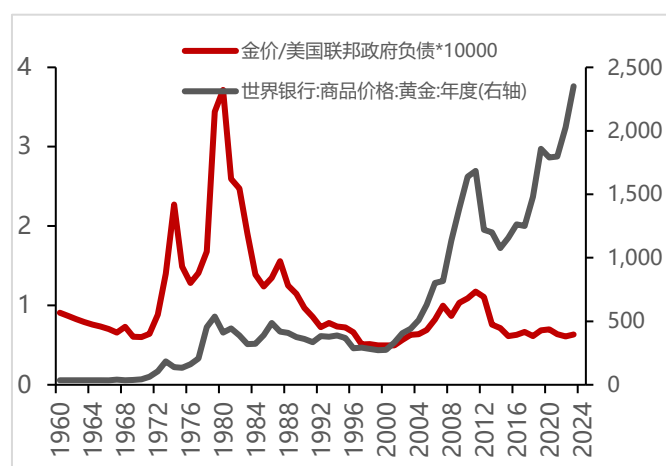
图19：主要国家货币大幅超发（左：亿美元，右：美元/盎司）


资料来源：wind，民生证券研究院

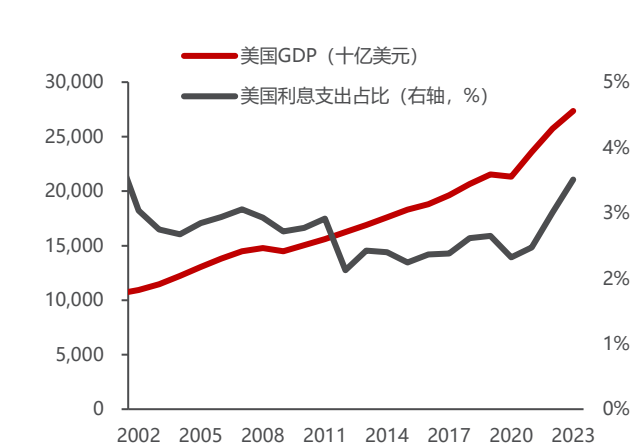
图20：美国资产负债表规模大幅增长（左：百万美元，右：美元/盎司）


资料来源：wind，民生证券研究院

黄金作为稳定的保值增值资产，价格受货币发行量增长的推动，联邦政府债务的不断扩张带来的是美元纸币发行量的增加，美联储疫情期间后推出了多轮财政刺激计划，导致美国债务总额从 2019 年的 21.6 万亿美元增加到 2023 年的 31.9 万亿美元，涨幅达到 48.2%，我们以参考黄金价格/美国联邦政府债务总额数据为参考，目前仍处于 1970 年以来的低位，同时美国利息支出也在不断加大，美国公共债务利息支出占 GDP 的比重由 2020 年的 2.32% 提升至 2023 年的 3.51%。

图21：黄金价格/美国联邦政府债务总额历史低位


资料来源：wind，民生证券研究院

图22：美国政府债务利息支出


资料来源：wind，民生证券研究院

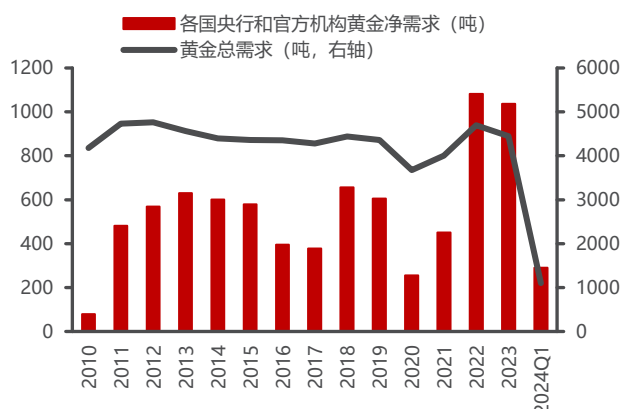
2.2 央行购买需求占比提升，增储空间仍然较大

央行购买黄金需求占总需求比例接近四分之一。全球各国央行黄金购买量自 2022 年 Q3 增长至今，购金势头不减，2022 年全球央行黄金购买量同比增长 140.36%，达到 1135 吨，2023 年继续维持接近 2022 年的高水平达到 1037.1

吨，2024 年 Q1 央行购金数量为 289.7 吨，同比继续增长+1.22%。

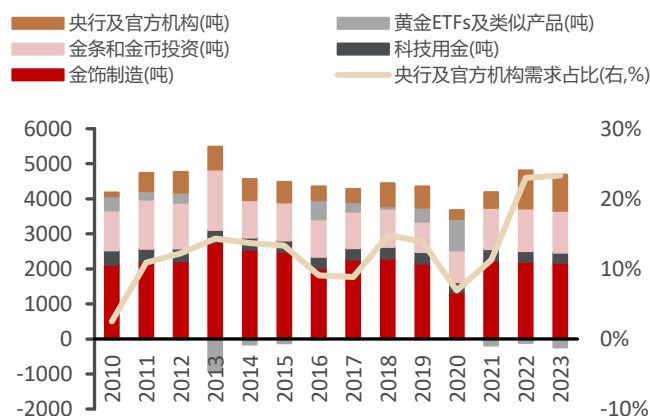
根据 WGC 数据统计，2022 年以来央行购金量占全球黄金需求的比例正快速上升，已经由 2020 年的 6.93% 提升至 2023 年的 23.32%，央行购金或成为黄金未来需求变化的最大变量。

图23：全球央行黄金购买量明显增加（左：吨，右：吨）



资料来源：IFIND，民生证券研究院

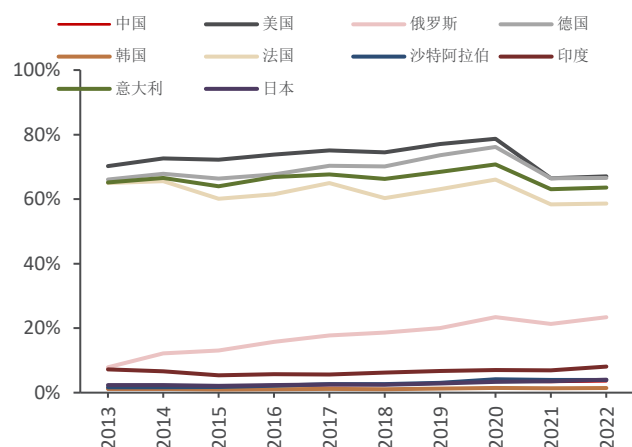
图24：全球黄金需求拆分（单位：吨）



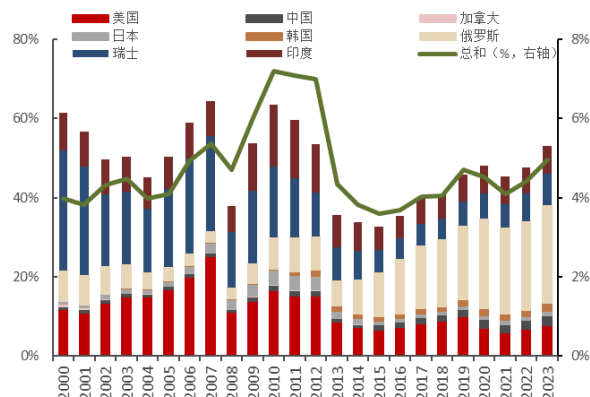
资料来源：WGC，民生证券研究院

央行黄金储备占央行资产配置的比重有进一步提升空间。目前全球各国央行官方外汇资产（包括黄金）储备当中黄金资产的占比呈现两极分化，以美国和欧洲为代表的发达国家黄金资产储备比例较高，超过 50%，而发展中国家央行外汇资产中的黄金资产储备量占比较低，根据 IMF 数据，2022 年底中国、俄罗斯、印度央行黄金资产占其外汇储备比例为 3.54%、23.37%、8.09%，中国黄金储备比例偏低。同时，2020 年以来整体发达国家黄金储备占比不断下滑，发展中国家央行黄金资产储备占比不断提升。

随着前期各国央行实行扩张性政策快速扩表，其黄金储备占央行总资产的比重出现下降，当前全球主要经济体的黄金储备量占据各国央行总资产的储备量的比例也处于历史低位，有进一步提升的空间。

图25：央行黄金储备占据外汇总储备比例（%）


资料来源：wind，民生证券研究院

图26：央行黄金储备占央行总资产比例（%）


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 地缘冲突带动避险投资，黄金 ETF 需求强劲

3.1 地缘政治局势复杂，避险情绪带动黄金买盘

全球地缘冲突多发，黄金避险买盘持续。2022年以来地缘政治事件频发，自2022年2月俄乌冲突发生以来，俄乌冲突已进行800多天，2024年3月22日莫斯科近郊音乐厅发生枪击事件，造成144人死亡，是近20年来俄罗斯发生最大的恐怖袭击事件，矛头直指乌方，随着美西方国家冻结俄方资产后，4月28日俄方反击，冻结美国摩根大通银行在俄资产。2024年4月1日，以色列的一次空轰炸平了伊朗驻叙利亚首都大马士革的领事馆，随后14日，伊朗向以色列发射了300架杀手无人机和导弹，以回应对其驻大马士革领事馆的袭击，这是伊朗史上首次直接攻击以色列；5月19日，伊朗总统莱希乘坐的直升机失事，机上人员全部遇难；伊朗与以色列之间的冲突年初以来不断升级。

当前以色列继续对加沙地带发起进攻，根据Politico报道，乌克兰获得了使用美制武器对俄罗斯境内发起攻击的授权，国际地缘政治冲突持续不断，2023年以来国际地缘政治风险指数持续处于历史高位，地缘政治事件的发生会不断带动黄金避险需求的买盘。

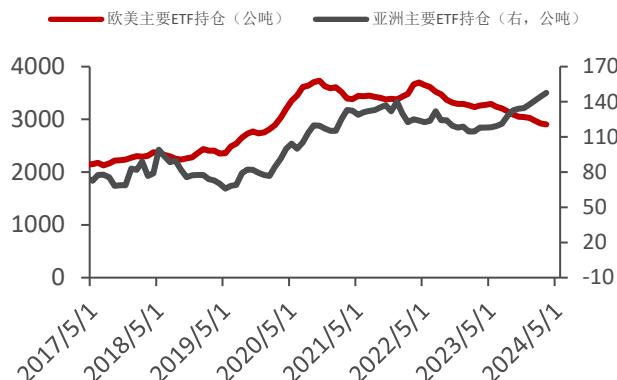
图27：地缘政治风险指数与金价


资料来源：Matteo Iacoviello, wind, 民生证券研究院

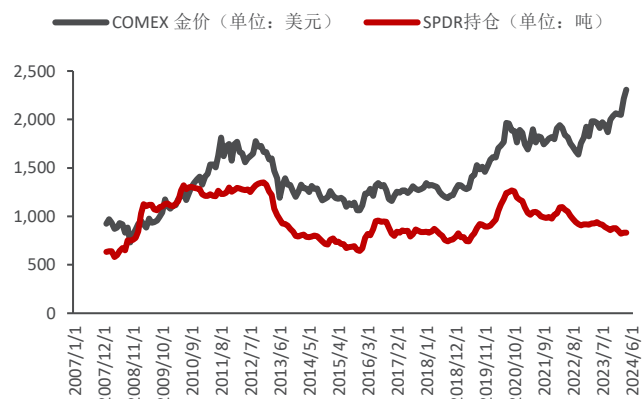
3.2 黄金 ETF 交易活跃，亚洲地区投资情绪高涨

全球黄金 ETF 持仓分化，亚洲地区投资情绪更为活跃。机构投资者和个人投资者常选用黄金 ETF 及其类似产品实施诸多投资策略。黄金的消费和工业需求较为稳定，除央行购金外，ETF 投资需求也是目前黄金价格波动的主要推手。从以往表现看，ETF 持仓与金价变化整体呈现正相关，背后原因在于金价上涨吸引投资需求上升。

近两年来全球最大黄金 ETF—SPDR Gold Trust 由于区域偏好差异和管理费用高等原因，出现净流出现象，目前该 ETF 持仓仍处于历史相对低位水平。与之相反的是，亚洲 ETF 基金整体持仓同期不断上升，受亚洲地区强势买盘影响，全球 ETF 基金整体持仓量开始上升，欧美黄金 ETF 持仓持续流出，欧美主要央行也没有明显交易黄金，亚洲市场除央行频繁购金外，私人部门的黄金需求也在上升，黄金 ETF 持续净流入，持仓规模不断上升，反映出亚洲资金在市场上影响力增大。亚洲黄金 ETF 持仓规模由 2023 年初的 115 吨增长至一季度末的约 150 吨，增幅超过 20%，而同期欧美黄金 ETF 持仓规模反而下降超 10%。

图28：欧美和亚洲主要 ETF 持仓量


资料来源：WGC，民生证券研究院

图29：全球最大黄金 ETF 持仓量处于历史相对低位


资料来源：WGC，民生证券研究院

图30：截止 2024 年 4 月 30 日全球黄金 ETF 整体持仓量变化


资料来源：WGC，民生证券研究院

年初至 2024 年 6 月 7 日，全球流入量前十的黄金 ETF 基金中，有四个基金来自中国，其中博时黄金 ETF 基金流量为 489.6 百万美元，持仓量上升 42.2%。此轮黄金行情背后亚洲地区投资需求高涨，中国黄金 ETF 大幅净流入。

表4： 2024 年以来流入量前十大基金

基金名称	国家	基金流量 (百万美元)	持仓量 (公吨)	持仓量增加
博时黄金 ETF	中国大陆	489.6	21.7	42.2%
华安易富黄金 ETF	中国大陆	435.5	34.7	19.8%
易方达黄金 ETF	中国大陆	427.3	15.9	55.4%
Japan Physical Gold ETF	日本	318.8	34.6	14.4%
Guotai Gold ETF	中国大陆	227	7.1	76.8%
SPDR Gold MiniShares Trust	美国	160.6	98.4	2.5%

Nippon India ETF Gold BeES	印度	103.8	14.8	9.8%
WisdomTree Core Physical Gold	英国	93.5	10.1	16.1%
SBI-ETF Gold	印度	55.3	6.3	12.6%
Xtrackers Physical Gold ETC EUR	德国	47.1	30.3	2.5%

资料来源：WGC，民生证券研究院

注：数据截止 2024 年 6 月 7 日

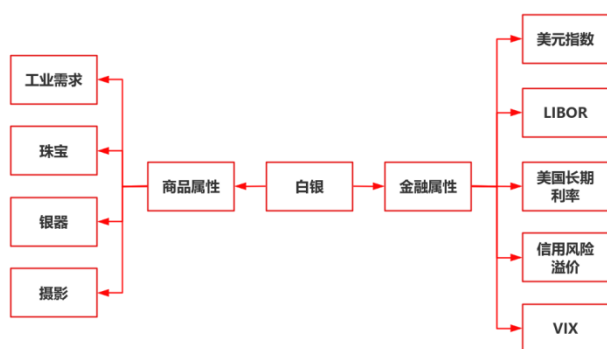
4 白银：高弹性，银价有望突破前高

4.1 白银兼具工业和金融属性，光伏用银带来供需缺口

白银金融属性与工业属性并存。白银是人类最早发现和开采的金属之一，除作为商用用于生产原材料外，历史上其在相当长时间内充当货币角色，作为贵金属的一种，白银与黄金在金融属性方面具有相似性，黄金上涨后，白银通常具备补涨需求，但由于白银的工业需求占比达到 50%左右，因此白银具备金融属性与工业属性双重属性。

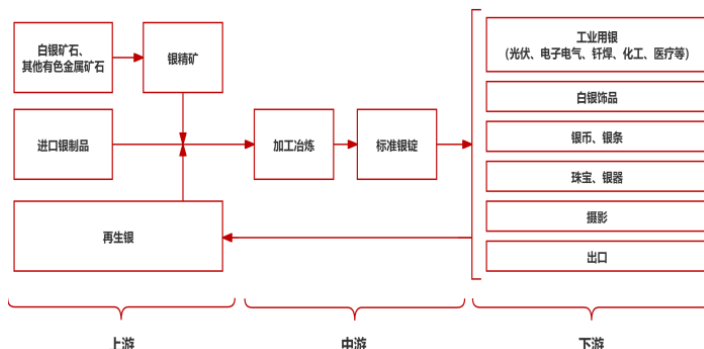
白银具有良好的导热、导电性，且具有很高的延展性，在大多数行业中，白银的应用都不可替代，其独特的物理和化学性质使得白银大量用于消费电子、工艺品、高级餐具、工业催化剂、医疗等领域，尤其是需要高可靠性、高精度和安全性的行业。工业领域中，白银在电力、电子行业中得到广泛的应用，如在电子设备中作为导电材料和在太阳能板中作为反射材料。

图31：白银兼具工业和金融属性



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

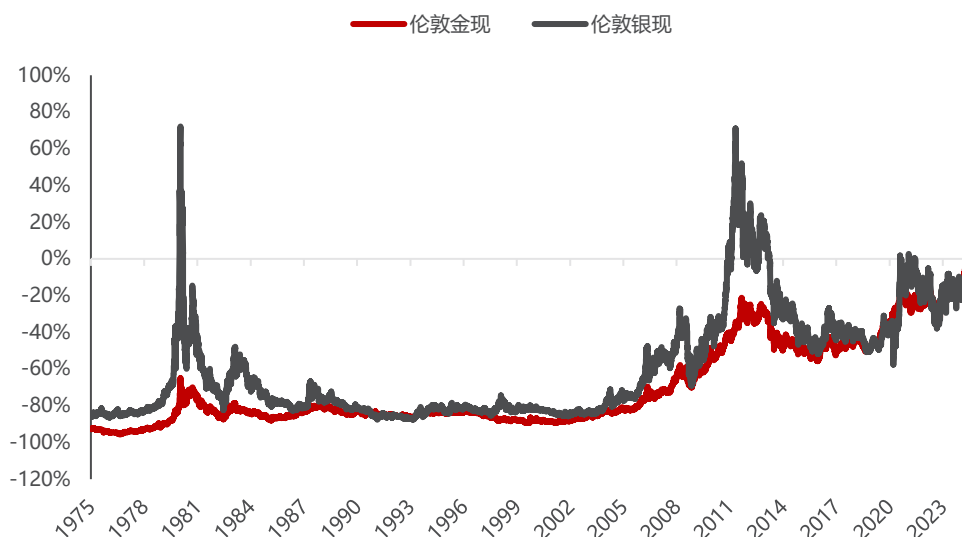
图32：白银产业链



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

白银的价格波动性大于黄金。作为金融资产，白银在实际利率的下行周期中具备上涨动能，作为商品，其工业用途保证了白银有着稳定的需求基础，但这些需求随技术进步、工业生产变化、行业景气度而波动。这种由金融需求与工业需求共同驱动的价格机制，使得白银相较于黄金在不同经济环境下展现出较高的价格波动性。

图33：白银表现出较黄金更大的波动率与弹性（假定现值对应涨幅为 0%）



资料来源：wind，民生证券研究院

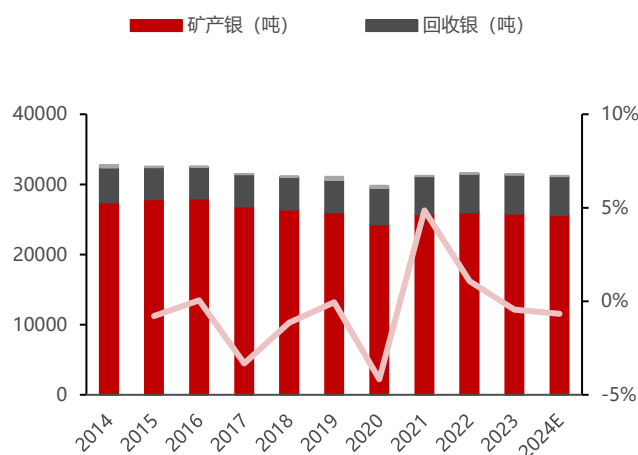
注：图中为历史伦敦金现、伦敦银现相较于现值的涨跌幅（假定现值对应涨幅为 0%）

4.1.1 供给端：全球产量稳定，新增矿山产量有限

全球白银供给有限，伴生矿生产为主。全球白银供给量主要由矿产银、回收银组成，其中 2023 年矿山银产量约占 82.17%，回收银产量约占 17.67%。受疫情影响 2020 年全球白银产量大幅下滑，根据世界白银协会，2020 年白银总供应量同比下降 4.29%，2021 年全球白银产量恢复增长，总供应量达到约 3.12 万吨，2022 年、2023 年年白银供应量分别为 3.16 万吨、3.14 万吨，较 2021 年基本持平，从历史趋势来看整体供应增长较为缓慢，根据世界白银协会预测，2024 年全球白银供给小幅下降，降幅约 0.68%，预计达到 3.12 万吨的白银总供应量。

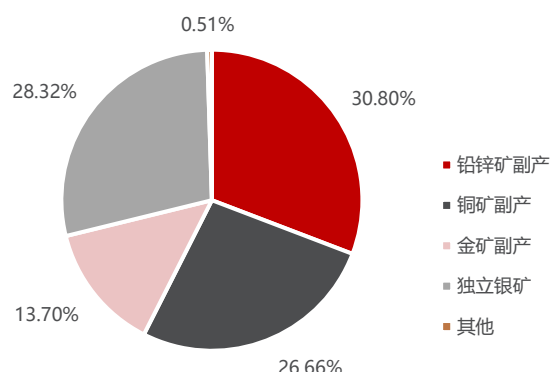
目前全球矿产银中仅有约不足 30%是独立银矿供应，其余均为伴生矿生产，2023 年全球约 71%的矿产银产量来自铅锌矿、铜矿和金矿伴生，其中铅锌伴生占比达到 30.30%，铜伴生占比 26.66%，黄金占比 13.70%，因此白银的供应受其他品种矿山扩产规划的影响。

图34：全球白银总供应量趋势（吨）



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

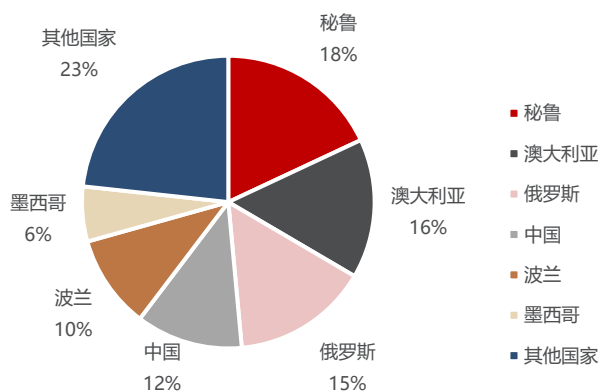
图35：2023 年矿产银供应结构



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

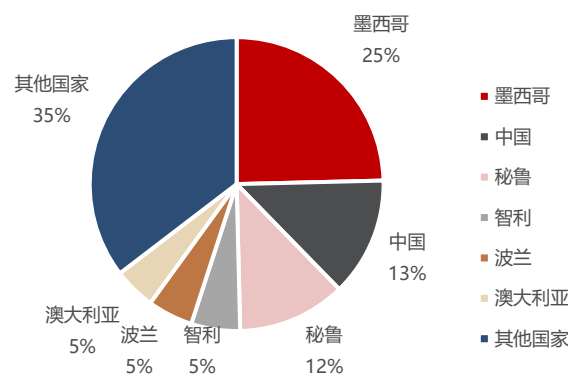
全球白银储量和产量分布分散。根据世界白银协会，2023 年全球白银资源储量约 61 万吨，主要分布在秘鲁、澳大利亚、俄罗斯、中国、波兰、墨西哥等国家。2023 年秘鲁白银储量占全球总资源量的 18%，澳大利亚、俄罗斯各占 16%、15%。全球银矿产量集中在北美、南美和中国，2023 年全球白银矿产量排名前三的国家分别是墨西哥 25%、中国 13%、秘鲁 12%。

图36：2023 年全球白银储量分布



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图37：2023 年全球白银产量分布



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

银矿开采成本逐年上升，2023 年上升明显。近年来银矿开采的 TCC 和 AISC 成本不断上升，2023 年主要银矿开采的总现金成本 (TCC) 和全面维持成本 (AISC) 分别增长了 61% 和 25%，2018 年-2023 年复合增速分别为 20.27% 和 11.77%，达到了 6 年来的最高水平，主要来自于由于劳动力市场紧张、原材料价格上涨以及供应链中断等因素所致。尽管副产品收益中的金价增长有助于降低成本，但铅和锌的价格下跌导致了整体银矿成本的增加。

预计未来尽管通货膨胀有望放缓，但石油价格上涨和铅锌价格低迷可能会继续影响白银成本，因此银矿开采商可能会更加依赖副产品收益来缓解成本上涨对

利润的影响，进而导致白银开采成本对金价的依赖性增加。

表5：2023 年白银平均开采成本明显上升

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
TCC (美元\盎司)	3.33	5.02	4.76	4.13	5.19	8.38
TCC 同比变化		50.75%	-5.18%	-13.24%	25.67%	61.46%
AISC (美元\盎司)	9.85	11.61	11.24	11.53	13.76	17.18
AISC 同比变化		17.87%	-3.19%	2.58%	19.34%	24.85%
白银年度均价 (美元\盎司)		16.21	20.55	25.14	21.73	23.35

资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

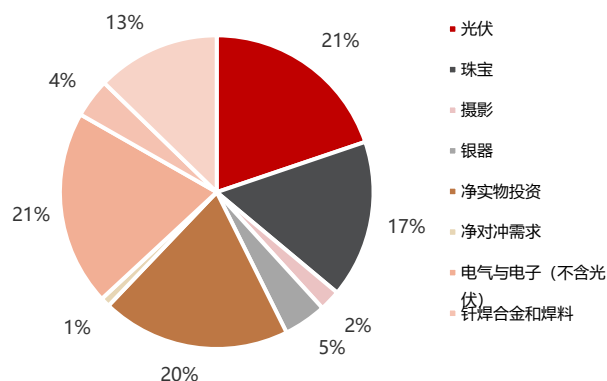
4.1.2 需求端：光伏银浆需求增长，白银供需逆转

白银工业需求占比 50%以上,国内工业需求占比最大。白银需求由工业需求、投资需求、珠宝首饰需求、银器需求和供应商净套保需求等构成。根据世界白银协会报告，2023 年白银工业需求（含摄影用银）占总需求接近 54.76%，实物投资性需求（银币银条等）占比约为 20.34%，珠宝首饰银器类需求约占 17.00%。

具体来看，2023 年白银总需求量较 2022 年下降 7%至 3.72 万吨，主要需求下降发生在实物投资、珠宝首饰和银器等价格敏感领域，同时摄影行业由于数字化的冲击在新兴市场继续面临结构性衰退。由于光伏领域的扩展和新一代电池的快速迭代，工业领域的白银需求整体同比增长 11%至 2.04 万吨，继续创下新高。中国在白银工业需求领域增长领先，带动东亚需求整体提高了 25%。2023 年实物银投资同比减少了近三分之一至 7562 吨，主要是由于德国增值税的提高以及美国 and 印度市场下滑的影响。预测 2024 年工业用银需求将在光伏用银的带动下实现小幅上涨，实物投资、摄影等领域白银需求将进一步下降，珠宝首饰、银器等领域珠宝需求有所上涨，2024 年白银总需求量较 2023 年需求量有望上升。

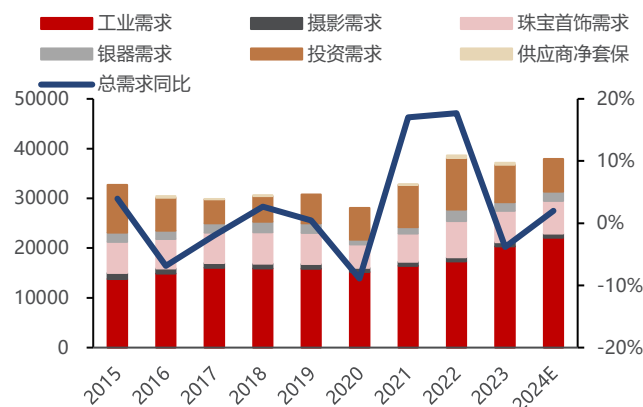
白银消费区域分布较为分散，主要国家有美国、印度、中国、日本等，2023 年中国、美国工业用银需求分别占全球工业用银需求的 39.91%、19.58%，分别位列第一和第二，日本占比 14.98%，位列第三。

图38：2023 年白银需求结构



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

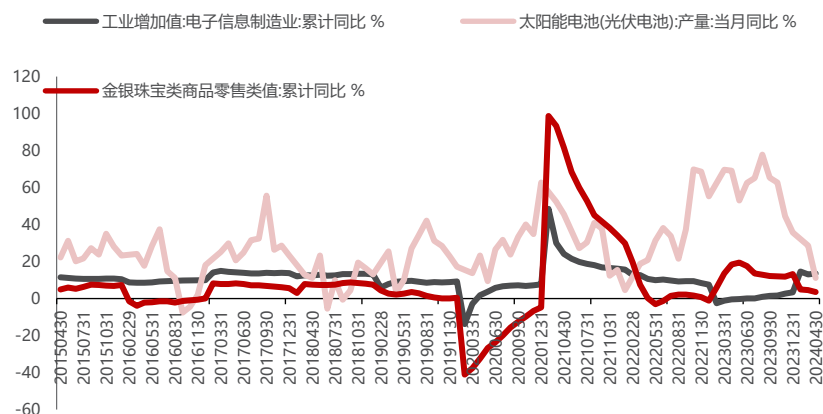
图39：全球白银需求及同比变化（左：吨，右：%）



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

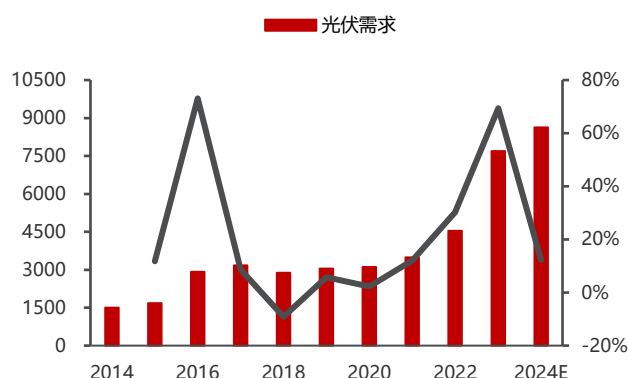
年初以来国内白银各需求领域持续增长。1-4 月国内金银珠宝消费商品零售、电子信息制造业工业增加值累计同比分别为+3.60%、+13.60%，金银珠宝需求稳定，电子制造行业快速增长，光伏太阳能电池产量 4 月当月同比+11.10%，虽然较 3 月份的 28.70%增速有所下滑，但仍然维持了较高的增速，白银珠宝首饰需求和工业需求年内需求有望持续增长。

图40：白银珠宝零售、电子工业增加值累计同比和光伏产量同比 (%)

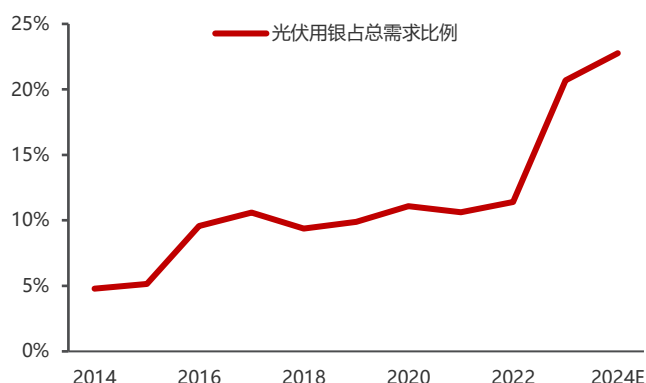


资料来源：wind，民生证券研究院

光伏装机维持高增长，光伏用银需求占比大幅提升。白银是光伏电池片结构中核心电极材料，根据世界白银协会数据，光伏用银需求提升迅速，2015 年光伏用银需求约 1854 吨，在白银总需求中占比为 5.59%。随着光伏装机量保持高位增长，2023 年光伏用银需求已提升至 7690 吨，年增长率 69.45%，在白银总需求中占比达 20.69%，较 2015 年增长 15.1 个百分点。

图41：光伏用银需求及同比增速（左：吨，右：%）


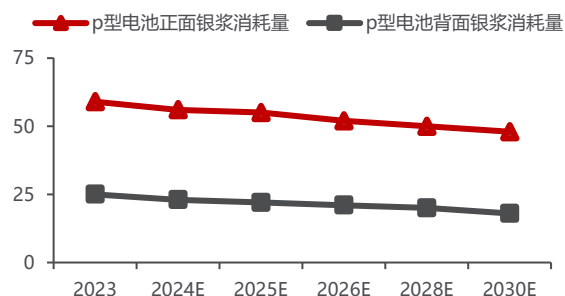
资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图42：光伏用银占白银总需求比例提升（单位：%）


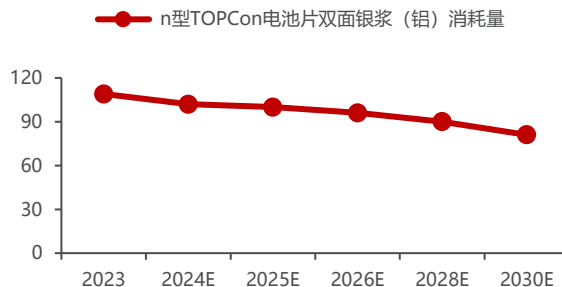
资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

光伏组件技术迭代，但光伏用银短期难以被替代。光伏银浆主要应用于制作不同电池结构的银栅线，对比 PERC、TOP-Con 和 HJT 三种电池结构，银浆成本占比分别为 14%、16%、25%。N 型电池背面也需要银浆，而正面需更多银浆，单位耗量高于 P 型电池。HJT 电池使用低温银浆，导电性较差，需增加银量，成本更高且生产难度大。2023 年数据显示，P 型电池正面银耗约 59mg/片，背面约 25mg/片；TOPCon 约 109mg/片；HJT 约 115mg/片。

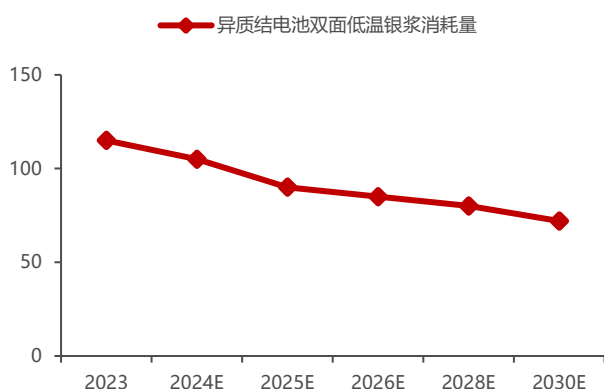
目前针对银浆主要的降本方案包括多主栅、银包铜和电镀铜等，各类电池银浆单耗也呈现下降趋势。其中多主栅技术是目前银浆降本的主流方案正快速发展，据 CPIA 数据，2023 年 P 型电池的主栅数量从 9BB 改为 11BB 及 16BB，正、背面银浆单片耗量同比分别减少约 9%、4%。预计到 2025 年，P 型电池银浆单片耗量可能降至 77mg/片。N 型 TOPCon 电池和异质结电池的银浆单片耗量同比分别减少约 5%和 9%，预计到 2025 年可能分别降至 100mg/片和 90mg/片。

图43：P 型电池片正/背面银浆消耗量变化 (mg/片)


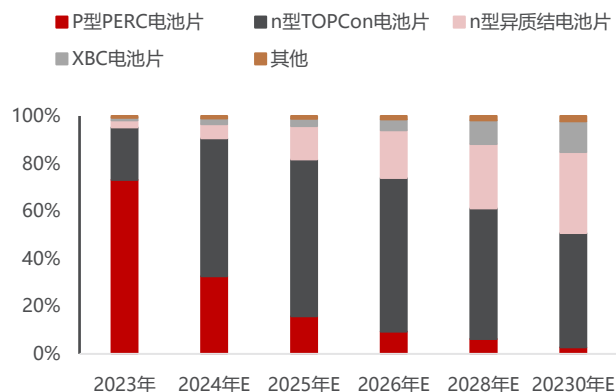
资料来源：CPIA，民生证券研究院

图44：N 型电池片双面银浆（铝）消耗量变化 (mg/片)


资料来源：CPIA，民生证券研究院

图45：异质结电池双面低温银浆消耗量（mg/片）


资料来源：CPIA，民生证券研究院

图46：不同电池市场占比预测


资料来源：CPIA，民生证券研究院

虽然降本为主要方向，多主栅技术的发展也减少了银浆的单耗量，但 N 型电池技术的银浆单耗量增加，同时光伏新增装机量增速迅速，综合来看，光伏银浆需求量或将持续增长。我们根据 CPIA 数据的假设，预计 2024 年光伏银浆需求量有望达到 8632 吨，2025 年有望达到 9238 吨。

图47：全球光伏银浆需求量测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球光伏新增装机量 (GW) -谨慎	170	230	390	430	460
容配比	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
不同光伏电池技术渗透率假设					
PERC	91.20%	88.00%	73.20%	32.60%	10.00%
topcon	3.00%	8.30%	22.00%	58.00%	68.00%
HJT	0.50%	0.60%	3.00%	6.00%	18.50%
其他	5.30%	3.10%	1.80%	3.40%	3.50%
单 W 银浆耗量 (mg/W)					
PERC	14.2	13.6	13.1	12.2	11.9
topcon	19.2	17.6	16.5	15.3	14.8
HJT	21.6	20.0	18.0	16.3	14.0
其他	18.3	17.1	15.9	14.6	13.6
全球光伏银浆需求量合计 (吨)	3485	4539	7690	8632	9238

资料来源：CPIA，民生证券研究院预测

白银供给缺口呈逐步扩大趋势。根据世界白银协会数据显示，2016-2020 年期间，白银需求均低于白银供给，整体处于供过于求状态，但 2021 年全球白银供需平衡由正转负达到 1589 吨，2023 年白银供需缺口步扩大为 5732 吨，考虑到白银供应端缺乏弹性，需求端光伏装机量的上升带动工业需求的逐步增长，叠加银价上涨后白银实物净投资需求的上升，白银未来供需缺口或将不断放大。

图48：全球白银供需平衡（吨）

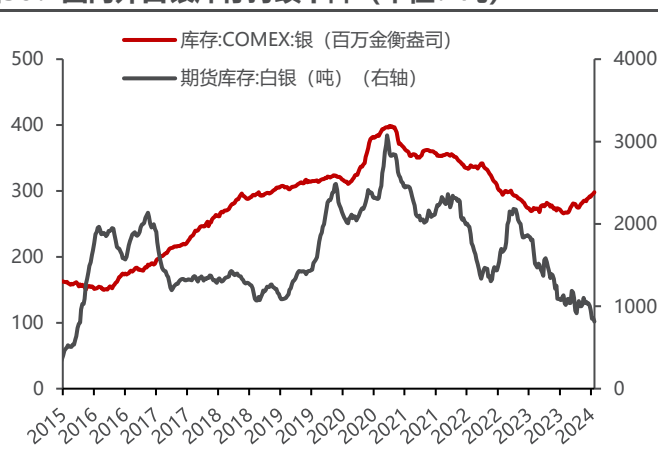
单位：百万盎司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
供给量									
银矿产量	26860.8	26447.2	26021.0	24329.0	25741.1	26024.2	25831.3	25613.6	25410.7
回收量	4572.2	4618.8	4603.3	5163.2	5452.4	5555.1	5555.1	5564.4	5569.1
生产商净套保			432.3	264.4					
官方部门销售净额	31.1	37.3	31.1	37.3	46.7	52.9	51.0	46.7	43.8
总供给	31467.2	31103.3	31087.8	29793.9	31243.3	31582.3	31436.1	31221.5	31023.6
需求量									
工业需求	16027.5	15900.0	15853.4	15200.2	16428.8	18298.1	20354.0	22111.4	24306.4
其中：光伏需求	3166.3	2877.1	3041.9	3110.3	3485.5	4538.6	7690.5	8631.8	9238.0
摄影需求	1007.7	976.6	954.9	836.7	861.6	855.3	839.8	811.8	790.9
珠宝首饰需求	6102.5	6317.1	6264.2	4681.1	5645.3	7293.7	6317.1	6572.1	6238.6
银器需求	1847.5	2087.0	1906.6	970.4	1265.9	2286.1	1716.9	1828.9	1635.8
投资需求	4845.9	5147.6	5816.3	6370.0	8522.3	10484.9	7561.2	6593.9	5229.2
供应商净套保	34.2	230.2			108.9	556.7	379.5		
总需求	29865.4	30658.5	30792.3	28052.1	32832.7	39778.0	37168.5	37918.1	38200.7
供需分析	1601.8	444.8	295.5	1741.8	-1589.4	-8195.7	-5732.3	-6696.5	-7177.1

资料来源：世界白银协会，民生证券研究院预测

2021年以来国内外交易所白银库存大幅下滑。受白银供需缺口放大影响，国内外白银交易所库存大幅下降，截止2024年5月10日年COMEX白银累计库存量较2021年高点下降25%，SHFE白银累计库存年较2021年的高点下降73%。

图49：白银库存与银价


资料来源：Wind，民生证券研究院

图50：国内外白银库存持续下降（单位：吨）


资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 金银比修复带动银价空间，关注 PMI 数据回升

白银兼具金融属性和工业属性，关注金银比的回落。白银作为贵金属的一种，

与黄金在金融属性方面具有相似性，黄金上涨后，白银通常具备补涨需求，但由于白银的工业需求占比达到 50% 以上，决定了其金融属性弱于黄金。

金银比为观察白银价格走势的重要指标，根据历史数据显示，1980 年至今金银比大部分时间在 40-80 之间波动运行，截止 2024 年 6 月 7 日金银比为 78 接近区间的上限，表明银价相对低估，历史上金银比与银价通常对应负相关关系，金银比的回落对应银价牛市。

图51：金银比下行对应银价的牛市（左轴：%，右轴：美元/盎司）



资料来源：Wind，民生证券研究院

金银比与 PMI 数据显著负相关。我们分别对 20 世纪至今一、二次世界大战期间以及 1970 年至今各经济萧条期的金银比表现进行了复盘，认为制造业 PMI 指数转暖是金银比开启回落的重要催化剂。我们采用美国制造业 PMI 作为衡量全球经济景气度的前瞻指标，历史数据显 PMI 指数的上升区间通常对应金银比的下降区间，PMI 可以作为判断金银比走势的一个有效指标。

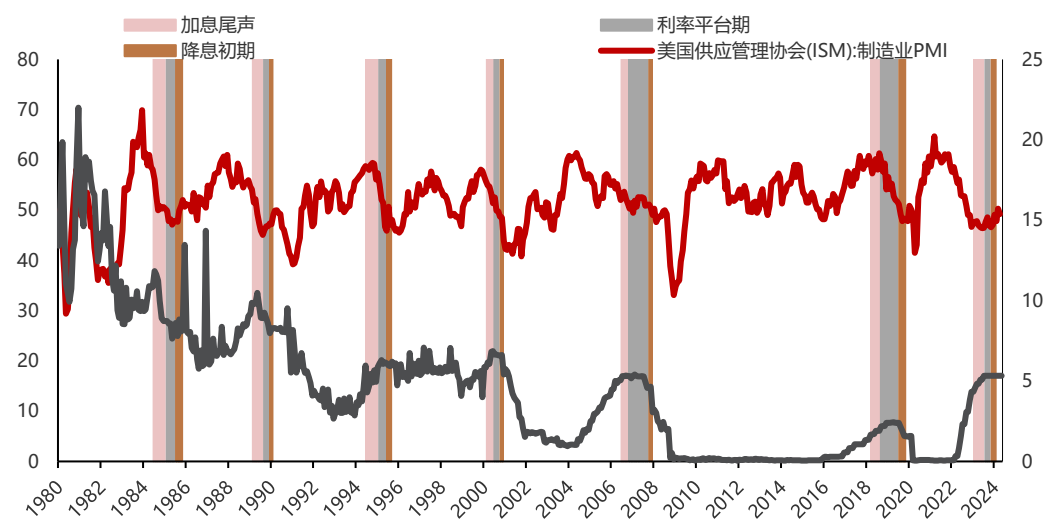
图52：1980 年至今，金银比主要经历了六次上行区间与五下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

复盘历史美国经济周期中不同利率阶段 PMI 的走势,在加息末期至降息初期, PMI 往往下降至枯荣线以下。降息后, 随着借贷成本的下降促进企业投资和消费者支出, 提高企业生产活动水平, 带动 PMI 回升。目前美国制造业 PMI 企稳, 且出现回升迹象, 后续应密切美国制造业 PMI 的企稳回升。

图53：美国 ISM 制造业 PMI 在加息末期至降息初期的表现复盘（右：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

5 投资建议

5.1 行业投资建议

黄金方面, 美国经济下行压力显现, 持续的高利率之下美国经济下行压力也将逐步显现, 年内降息仍然为大概率事件。公共卫生事件后全球主要央行在短时间内大幅扩表, 央行发行的货币如果缺少相应的实物资产背书, 有可能造成货币币值波动和货币信用危机。出于资产安全和稳定汇率等因素考虑, 全球各国央行购金量占全球黄金需求的比例已经由 2020 年的 6.93% 提升至 2023 年的 23.32%, 成为黄金未来需求变化的最大变量。目前发展中国家央行黄金资产储备占比较发达国家仍然较低, 且 2020 年以来有不断提升的势头。

白银方面, 白银兼具工业属性和金融属性, 金融属性与黄金同步, 价格波动率大于黄金, 近年来光伏用银需求增长迅速, 而供应端刚性, 使白银供需关系从 2021 年开始扭转, 本轮银价有望突破历史前高。

综上, 美国经济短期具有韧性, 但不改长期下行趋势, 降息确定性较强, 考虑到美元信用进入下行周期, 全球各国央行购金趋势有望持续支撑金价, 维持贵金属板块推荐评级, 重点推荐山东黄金、中金黄金、招金矿业、赤峰黄金、银泰黄金、盛达资源、兴业银锡。

表6：贵金属行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600489.SH	中金黄金	14.34	0.61	0.84	0.94	24	17	15	推荐
000975.SZ	银泰黄金	16.79	0.51	0.74	0.86	33	23	20	推荐
600547.SH	山东黄金	27.58	0.52	0.85	1.10	53	33	25	推荐
1818.HK	招金矿业	13.02	0.21	0.25	0.42	57	48	28	推荐
600988.SH	赤峰黄金	16.79	0.48	0.96	1.20	35	17	14	推荐
000603.SZ	盛达资源	12.50	0.21	0.59	0.89	60	21	14	推荐
000426.SZ	兴业银锡	13.88	0.53	1.02	1.17	26	14	12	推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价, 港股标的收盘价为港币, 港币/人民币按照 0.93)

5.2 重点公司

中金黄金：唯一黄金央企平台

央企上市平台，资源储备丰富。公司为中国黄金集团旗下的央企黄金企业，截至 2023 年底，公司保有资源量金金属量 891.7 吨，铜金属量 216.2 万吨，钼金属量 45 万吨，2023 年公司地质探矿累计投入资金 2.12 亿元，新增金金属量 30.66 吨、铜金属量 13.35 万吨，且通过并购莱州中金，增储金金属量 372 吨，公司矿山多处于国内重点成矿带，探矿潜力较好，随着集团的持续孵化培育和证照办理手续的推进，集团公司旗下的国内优质资产也预期将注入公司。

表7：中金黄金 2023 自有矿山资源量、产量情况

矿山名称	资源量 (吨)	储量 (吨)	品位 (克/吨)	产量 (吨)	剩余可开采 (年)
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	8.62	13.48	8.31	0.76	4
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	24.14	13.013	1.81	1.60	13
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	54.33	0.99	5.91	0.75	15
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	35.71	2.01	3.79	0.92	22
内蒙古包头鑫达黄金矿业责任有限公司	24.74	5.37	2.37	1.25	5
中国黄金集团石湖矿业有限公司	7.04	3.67	4.75	4.02	15
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	16.95	4.60	3.07	0.50	6
河北金厂峪有限责任公司	16.73	5.94	2.34	0.31	18
河北东梁黄金矿业有限责任公司	5.29	1.05	0.80	0.31	7
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	16.32	2.29	3.30	0.63	6
河南金源黄金矿业责任有限公司	48.41	8.42	1.53	1.21	9
嵩县金牛有限责任公司	62.57	12.55	1.45	1.14	13
嵩县前河矿业有限责任公司	6.42	2.23	2.64	0.40	13
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	4.24	0.72	3.71	0.90	5
河南金渠黄金股份有限公司	6.57	1.97	5.61	4.91	5
陕西太白黄金矿业有限责任公司	24.19	2.54	1.38	1.12	20
陕西略阳铀厂沟金矿	5.09	0.23	2.58	0.09	8
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	15.37	6.70	2.26	0.30	23
陕西鑫元科工贸股份有限公司	6.69	0.54	13.09	0.39	副产矿石， 正在探转采
甘肃省天水李子金矿有限公司	7.82	3.20	5.90	0.90	8
湖北三鑫金铜股份有限公司	33.96	12.01	1.98	1.57	17
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	1.11	0.96	0.85	1.11	6
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	35.17	8.51	2.52	1.80	15
凌源日兴矿业有限公司	9.91	3.11	3.71	0.53	6
安徽太平矿业有限公司	8.19	0.061	0.86	0.10	27
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	20.15		3.48		停产

陕西久盛矿业投资管理有限公司	43.90	3.59		停产
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	5.923	4.76	0.15	停产
吉木乃金源矿业有限公司	1.46	2.11		探矿企业
昌万子湖矿业有限公司	1.18	7.45		探矿企业
中国黄金集团西和矿业有限公司	4.19	2.54		正在基建
莱州汇金矿业投资有限公司	372.06	2.77		正在基建

资料来源：公司年报，民生证券研究院

内蒙古矿业、中原冶炼厂增厚业绩。公司 2020 年 3 月 30 日完成内蒙古矿业 90%股权的收购，其核心资产为新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿采矿权，主营产品包括铜精粉、钼精粉。截至 2023 年底，内蒙古矿业拥有铜资源量 182.03 万吨，储量 434.85 万吨，平均品位 0.14%；钼资源量 45.12 万吨，储量 5.34 万吨，平均品位 0.03%，2023 年实现铜产量 6.2 万吨，钼产量 0.63 万吨。

公司持有中原冶炼厂 60.98%股权，其主营业务为黄金、铜、白银等有色金属的冶炼和销售。中原冶炼厂主营业务为黄金、铜、白银等有色金属的冶炼和销售，中原冶炼厂的一期设计规模为年处理混合精矿 150 万吨，目前基本处于满负荷生产状态。二期工程投达产后，矿石处理能力将进一步提升，预计年产金 33.82 吨、银 360 吨、高纯阴极铜 34.93 万吨，其他金属和冶炼副产品的产量也将有所提升，规模效益的发挥可以带动公司业绩持续释放。

集团资产不注入，纱岭投产将助力产量再上台阶。2023 年公司收购集团旗下在产矿山内蒙古金陶 39%股权，同时收购集团持有的莱州中金 100%股权，拥有旗下纱岭金矿 44%权益，实现了集团内的优质资产注入。纱岭金矿保有黄金资源量 372 吨，平均品位达到 2.77g/t，为全国十大金矿之一，纱岭项目处于在建状态，根据近期投资者问答交流平台信息，该项目目前四条千米竖井已全部实现落底，地表工程顺利开工，根据可研报告预计 2025 年 6 月份建成，投产后首期产量有望达到 11 吨，后期年产量约为 6.6 吨，将大幅提升公司矿产黄金产量。

表8：纱岭金矿资源储量情况

储量类型		保有资源储量		
		矿石量 (万吨)	Au 金属量 (吨)	伴生 Ag (吨) 伴生 S (吨)
工业矿	1116	541	21.99	
	122b	2383	80.11	
	333	6073	207.00	
	小计	8997	309.06	232.02 42201
低品位矿	331	1199344	1.510	
	332	294	3.82	
	333	4001	57.67	
	小计	4414	63.00	
合计		13411	372.06	232.02 42201

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表9：纱岭金矿产量规划

项目名称	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
原矿产量(万吨)	49.50	198.00	346.50	396.00	396.00	396.00
地质品位(克/吨)	3.37	3.37	3.37	3.37	3.37	3.37
矿石贫化率	8%	8%	8%	8%	8%	8%
选冶回收率	90.25%	90.25%	90.25%	90.25%	90.25%	90.25%
成品金产量(吨)	0.39	5.54	9.70	11.08	11.08	11.08

资料来源：公司公告，民生证券研究院

投资建议：美联储加息周期临近末端，随着美国经济逐步衰退，美国货币政策将逐步进入降息周期，叠加本轮全球各国央行购金不断抬升金价中枢，黄金价格有望继续上行。公司资产注入预期强烈，黄金储量和产量有望进一步增加。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 40.79/45.37/52.70 亿元，按照 6 月 14 日收盘价计算，对应 PE 为 17/15/13 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格下跌、扩建项目进度不及预期、政策性风险等。

中金黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	61,264	75,956	79,770	84,842
增长率(%)	7.2	24.0	5.0	6.4
归属母公司股东净利润(百万元)	2,978	4,079	4,537	5,270
增长率(%)	57.1	37.0	11.2	16.2
每股收益(元)	0.61	0.84	0.94	1.09
PE(现价)	23	17	15	13
PB	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价)

银泰黄金：利润同比大幅增长，期待战略规划逐步落地

坐拥国内高品位金矿，并购资金实力充足。公司共拥有 5 个矿山企业，华盛金矿目前处于停产待恢复状态，其余 4 个为在产矿山，黑河银泰、吉林板庙子金矿、青海大柴旦矿区主产金矿，玉龙矿业为锌银铅多金属矿矿山。截至 2023 年末公司共拥有资源量金 146.7 吨，银 8018.8 吨。公司矿山资源优质，黑河银泰的东安金矿是国内品位较高、最易选冶的金矿之一，其外围及深部增储可能性较大，青海大柴旦位于青海省滩间山重点成矿区，成矿条件优越，找矿潜力巨大。公司资产负债率较低，具有较强融资能力，未来可采取多种方式开辟资金渠道，并购国内外资源。

表10：银泰黄金矿山资源情况

采矿权	权益	矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	银金属量 (吨)	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	铜金属量 (万吨)
黑河洛克	100%	261.7	13.05	161.92			
吉林板庙子	95%	655.4	25.09				
青海大柴旦	90%	1684.9	77.54				
华盛金矿	60%	1770.8	29.23				
玉龙矿业	77%	7087.1	1.75	7856.90	61.37	128.36	12.62
合计			146.66	7856.90	61.37	128.36	12.62

资料来源：公司公告，民生证券研究院

各矿山技改、办证狠抓落实，具备增产潜力。1) 黑河银泰：选厂改造完成，产能从 750 吨/日提升至 1250 吨/日，供矿量的上升带来产金量的增长；2) 青海大柴旦：目前细晶沟采矿项目和青龙沟金矿（扩建）采矿项目“探转采”工作正在积极推进中，预计“探转采”完成后，细晶沟金矿、青龙沟金矿的产能可实现产量大幅提升；3) 华盛金矿：复产工作积极推进，目前正在申请证载 120 万吨产能，评审备案工作正在有序推进。

收购纳米比亚大型金矿，年产黄金增量可达 5 吨。2024 年 2 月公司公告拟以 19 亿元收购 Osino 公司 100% 股权，其核心资源 Twin Hills 金矿拥有黄金资源量 99 吨，平均品位 1.09 克/吨，储量 67 吨，平均品位 1.04 克/吨。根据可研报告，该项目计划于 2024 年 7 月开工建设，2026 年投产，选厂设计产能约为 500 万吨/年，预计年产黄金可达 5 吨左右，达产后克金完全维持成本为 1011 美元/盎司，开采方式为露天开采，计划生产期 13 年。此外 Osino 旗下的 Ondundu 金矿探矿权范围内拥有推断黄金资源量 28 吨左右，品位 1.13 克/吨，从目前的地质勘探基础来看，上述两个矿区均具备较好的增储远景。

表11：Twin Hills 金矿项目矿石资源量情况

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	1.1	0.25	7.78
总资源	91.3	1.09	3.19	99.21

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表12：Twin Hills 金矿项目开发进展和规划

项目指标	可研数据
设计产能	
建设性资本开支	3.65 亿美元
计划生产年数	13
平均年产量	5.04 万吨/年

项目进度 完成建设用地的购买，计划在 2024 年 7 月启动项目建设工作，并于 2026 年投产

资料来源：公司公告，民生证券研究院

战略目标高远，未来成长可期。公司发布“十四五”、“十五五”期间整体发展规划纲要，根据公司战略规划，未来将在“十四五”末实现矿产金产量 12 吨，金资源量及储量达到 240 吨；三年内计划在 2026 年末实现矿产金产量 15 吨，金资源及储量达到 300 吨；五年内计划在 2028 年末实现矿产金产量 22 吨，金资源及储量达到 500 吨；七年内计划在“十五五”末实现矿产金产量 28 吨，金资源及储量达到 600 吨及以上。

公司 2022 年合质金产量平均值为 7.06 吨，2022 年末保有总资源量金金属量 173.9 吨。根据公司规划目标，到“十四五”末黄金产量将较 2022 年增幅达 70%，资源量较 2022 年末增长约 38%，到“十五五”末期，公司黄金产量较 2022 年增幅达 297%，资源量较 2022 年末增长约 245%，表明公司在增产和增储方面均将进入高速增长阶段。

表13：银泰黄金产/储量战略目标及复合增速

	2022 年 末	“十四五”末	2026 年末	2028 年末	“十五五”末
产量及目标（吨）	7.06	12	15	22	28
资源量及储量及目标（吨）	173.9	240	300	500	600
较 2022 年产量增幅		70%	112%	212%	297%
较 2022 年资源量增幅		38%	73%	188%	245%
规划产量 GAGR		19%	21%	21%	19%
规划资源量 GAGR		11%	15%	19%	17%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

投资建议：预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.51/23.76/26.85 亿元，当前股价对应 PE 为 23/20/17，维持“推荐”评级。

风险提示：项目进度不及预期，金价下跌，美联储货币政策波动风险。

银泰黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,106	10,945	11,789	12,840
增长率（%）	-3.3	35.0	7.7	8.9
归属母净利润（百万元）	1,424	2,051	2,376	2,685
增长率（%）	26.8	44.0	15.9	13.0
每股收益（元）	0.51	0.74	0.86	0.97
PE	33	23	20	17
PB	4.0	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价）

山东黄金：黄金龙头，“十四五”期间集团矿产金产能规划翻倍

黄金资源量雄厚，产量国内领先。公司为山东省国资委控股的黄金龙头公司，矿山截至 2023 年 12 月 31 日，共拥有 30 处位于中国境内的金矿探矿权，10 处位于中国境内的金矿采矿权，截止 2023 年底，公司保有黄金资源量 1431.3 吨，权益资源量为 1282.96 吨，2023 年公司矿产金产量 41.78 吨(含银泰黄金并表后产量)，稳居行业领先。

表14：山东黄金矿山储量情况

矿山名称	资源量					
	探明及控制	推断	总计	品位	黄金金属量	黄金金属量 (权益)
	百万吨	百万吨	百万吨	克/吨	吨	吨
三山岛金矿	19.01	24.88	43.9	3.11	136.65	136.65
焦家金矿	49.87	49.03	98.9	3.53	349.25	349.25
新城金矿	18.49	40.42	58.91	3.38	199.41	199.41
玲珑金矿	7.08	47.8	54.88	2.86	157.04	157.04
归来庄金矿	0.61	1.74	2.35	3.46	8.12	5.74
金洲金矿	1.94	2.04	3.98	3.12	12.39	12.39
鑫汇公司	6.06	3.58	9.64	3.68	35.47	35.47
莱西公司	1.43	1.52	2.95	1.97	5.8	5.8
蓬莱金矿	1.04	0.89	1.93	7.3	14.11	14.11
沂南金矿	1.8	4.15	5.95	1.55	9.25	9.25
山东省	107.34	176.05	283.39	3.27	927.49	925.11
赤峰柴矿	1.41	0.82	2.23	3.03	6.76	4.97
福建源鑫金矿	0.26	0.24	0.5	5.02	2.51	2.26
西和中宝金矿	6.22	7.14	13.36	2.26	30.14	21.1
新疆金川	34.66	6.61	41.27	0.91	37.54	37.54
甘肃金舜	-	6.77	6.77	3.27	22.13	13.28
省外合计	42.55	21.58	64.13	1.55	99.08	79.15
中国小计	149.88	197.63	347.51	2.95	1026.57	1004.26
贝拉德罗矿	254.18	35.97	290.15	0.64	186.62	93.31
卡帝诺	181.68	12.45	194.13	1.12	218.11	185.39
总计	585.74	246.05	831.79	1.72	1431.3	1282.96

资料来源：公司年报，民生证券研究院

控股银泰黄金优质资源，发挥协同效应。2023 年公司通过协议收购方式成功获得银泰黄金 20.93%控制权，且在二级市场不断增持银泰黄金股份至 28.89%，进一步夯实对银泰黄金的控制权。银泰黄金矿产金成本位于国内黄金企业左侧，山东黄金可借助银泰黄金旗下的黑河银泰、吉林板庙子、云南华盛金矿的地理位置优势，实现西南、东北地区的资源从无到有、以点带面的战略布局。

世界级项目西岭金矿注入，探转采成功办理完成。公司 2024 年 1 月发布公告

收购母公司旗下西岭金矿探矿权，作价人民币 103.3 亿元，收购完成后西岭金矿探矿权将与三山岛金矿现有矿权整合为新的采矿权并统一开发利用，截至 2023 年 10 月 31 日西岭金矿探矿权范围内保有黄金资源量 592 吨、平均品位 4.02 克/吨，资源储量雄厚。该矿山基建期为 7 年，项目投产后成品金产能约为 13.4 吨/年，服务年限为 36 年，折合到金金属量计算，黄金的克金总成本仅为 113 元/克，克金经营成本仅为 96 元/克，成本优势显著，赋予矿山天然的强盈利能力。

项目稳步推进，打造未来成长性。根据公司项目工程建设规划，目前公司拥有焦家矿区(整合)金矿资源开发工程、新城金矿资源整合开发工程、卡蒂诺纳公司纳穆蒂尼金矿工程、赤峰柴胡栏子金矿采选扩建工程等四个较大的金矿开采建设工程，其中焦家矿区金矿达产后预计生产浮选金精矿 29.06 万吨(含金 18.9 吨)/年，新城金矿达产后预计可生产浮选金精矿 11.96 万吨(含金 7.8 吨)/年，纳穆蒂尼金矿达产后预计产粗金锭含金 8.4 吨/年，柴胡栏子黄金矿业达产后产矿石量 60 万吨/年。从项目进展可以看出，卡蒂诺项目累计投资金额占总投资金额比例达 51.2%，2023 年投资金额较大，未来投产可期。公司聚焦莱州半岛资源整合开发，叠加海外项目建设进度加速，未来黄金产量具有较大充足的增长潜力。

表15：山东黄金在建金矿项目规划

项目名称	项目收益情况 (达产后)
焦家矿区 (整合) 金矿资源开发工程	采矿可达 660 万吨/年，达产浮选金精矿 29.06 万吨 (含金 18854kg/年)。
新城金矿资源整合开发工程	年处理矿石量为 264 万吨，达产年均产浮选金精矿 11.96 万吨 (含金 7771kg/年)。
卡蒂诺纳公司纳穆蒂尼金矿工程	年处理矿石量 950 万吨，年均产粗金锭含金 8.438 吨。
赤峰柴胡栏子黄金矿业公司采选 2000t/d 扩建工程	根据可行性研究报告，矿山达到生产规模时，生产矿石 60 万吨/年

资料来源：公司年报，民生证券研究院

表16：山东黄金在建金矿项目进度

项目名称	项目进度
焦家矿区 (整合开发)	主控性工程北区混合井已掘砌到底，正在进行二期工程施工准备，南区主、副井正在按计划下掘
新城金矿 (整合开发)	I 采区主井工程正在进行井筒装备安装，II 采区副井工程已掘砌到底，正在进行配套工程施工
卡蒂诺	选厂 EPCM 工程完成长周期设备订货，按计划进行基础浇筑及部分设备安装，尾矿库工程进度约 50%，供电、供水及营地建设等工作按计划推进
赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司采选 2000t/d 扩建工程	副井工程已掘砌到底，正在施工二期配套工程。配套尾矿库施工完毕。
西岭金矿	正在办理西岭金矿转让手续

三山岛金矿

5月29日取得山东省自然资源厅颁发的山东黄金矿业（莱州）有限公司三山岛金矿采矿许可证

资料来源：wind，民生证券研究院

投资建议：预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 37.92/49.39/61.37 亿元，对应 2024 年 6 月 14 日收盘价的 PE 分别为 33/25/20 倍，考虑到公司作为黄金行业龙头，并购银泰资源大幅增加产储量，自由矿山经过资源整合后有望进一步释放产量，维持“推荐”评级。

风险提示：金价波动风险、安全生产风险、产能建设不及预期的风险等。

山东黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	59,275	66,700	69,972	76,252
增长率（%）	17.8	12.5	4.9	9.0
归属母公司股东净利润（百万元）	2,328	3,792	4,939	6,137
增长率（%）	86.6	62.9	30.2	24.3
每股收益（元）	0.52	0.85	1.10	1.37
PE	53	33	25	20
PB	3.7	3.4	3.0	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价）

招金矿业：探矿并购动作不断，海域金矿开发值得期待

金矿资源禀赋优良，并购动作不断。公司为中国领先黄金生产商和中国最大的黄金冶炼企业之一，控股股东为招远市国资委。截至 2023 年底，公司黄金资源量 1185 吨，可采储量 472 吨，且拥有亚洲最大的单体矿山海域金矿，资源体量位于行业第一梯队。

公司 2023 年 10 月份发布公告旗下招金资本拟按每股 0.58 澳元的价格收购铁拓矿业股份，根据最新公告招金资本已经持有目标公司超过 90% 的权益，后续将对剩余目标公司剩余股份进行强制收购，实现 100% 控制权，铁拓矿业旗下的阿布贾金矿保有资源量 119 吨，于 2023 年 1 月开始运营并首次产金，7 月已达到达产状态，2023 年产量约 2.92 吨，预计在 2023 年起的未来 9 年平均每年产金量可达 5.29 吨。

表17：铁拓矿业旗下阿布贾金矿资源量情况

矿床	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	含金量 (百万盎司)
AG	57	1.3	2.42
APG	40	0.7	0.93
SG	5	0.8	0.14
APD-ex	21	0.5	0.34
总计	124	1	3.83

资料来源：Wind，民生证券研究院

重点项目稳步推进，海域金矿正式开工。公司聚焦山东省内优质资源的开发，逐步将资源优势转化为产能优势，重点推进大尹各庄 8000 吨/日采选项目和早子沟金矿深部开拓，金亨岭矿业、草沟头二期等重点项目进度，埠内产能将进一步扩大。公司持有海域金矿 70%的股权，海域金矿保有黄金资源量为 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨，储量为 212.21 吨，平均品位为 4.42 克/吨。

表18：海域金矿资源量丰富

	类别	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	金金属量 (吨)
资源量	探明	15.343	6.25	95.86
	控制	36.028	4.27	153.80
	探明+控制	51.370	4.86	249.66
	推断	82.643	3.78	312.71
储量	证实的	14.345	5.68	81.48
	概略的	33.686	3.88	130.73
	合计	48.031	4.42	212.21

资料来源：wind，民生证券研究院

海域金矿 2022 年 11 月正式开工建设，目前已全面进入建设快车道，5 条竖井年内全部建设完毕，工程进度顺利，预计 2025 年建成投产。项目建成后预计采选规模为 1.2 万吨/日，克金成本预计为 120 元/克，经济效益显著，矿山开发早期开采高品位矿体将获得更高利润，项目满产后年产黄金约 15-20 吨。

紫金入主，强强联手，优势互补。2022 年紫金矿业通过受让招金矿业 20%股份，成为招金第二大股东，同时收购海域金矿 30%股权，与招金矿业实现深度合作。紫金矿业是中国控制金属矿产资源最多的企业之一，在资源综合回收利用、大规模工程化开发以及能耗指标等方面居行业领先地位，拥有丰富的矿山运营管理经验，紫金入主有望使公司经营和管理水平再上台阶。

投资建议：考虑到公司重点项目海域金矿进入全面建设期，紫金矿业的参股带来的协同效应发力，公司的矿产金成长性有望提升，经营管理质量有望进一步提升，预计 2024-2026 年净利润分别为 8.6/14.38/29.00 亿元，对应 PE 为 48/28/14，考虑到海域金矿投产带来增长，维持“推荐”评级。

风险提示：金价下跌，美联储货币政策变化风险，项目不及预期等。

招金矿业盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,424	9,185	10,611	15,305
增长率 (%)	6.8	9.0	15.5	44.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	686	860	1,438	2,900
增长率 (%)	70.8	25.3	67.1	101.7
每股收益 (元)	0.21	0.25	0.42	0.85
PE	57	48	28	14
PB	1.8	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价，汇率 1HKD=0.9243RMB)

赤峰黄金：海外矿山降本增效，并购扩产带来成长性

境内外矿山布局，国际化矿业公司。公司黄金资源版图广阔，境内黄金矿业子公司为五龙矿业、吉隆矿业、华泰矿业，此外公司通过赤金香港持有境外子公司万象矿业 90% 股权，所辖 Sepon 金铜矿是老挝最大的有色金属矿山，通过收购金星资源 62% 股权控制加纳的 Wassa 金矿。根据 2023 年年报公司各矿山保有黄金资源金属量约为 450.32 吨。

表19：2023 年各矿山黄金资源量情况

矿山名称	主要品种	资源量 (百万吨)	品位 (g/t,%)	资源金属量 (吨)
五龙矿业	黄金	3	7.7	23.1
吉隆矿业撰山子金矿	黄金	1.5	10.2	15.3
华泰矿业红花沟金矿	黄金	3.8	7	26.6
锦泰矿业溪灯坪金矿	黄金	11	1.3	14.3
万象矿业塞班金铜矿	黄金	15	3.7	55.5
金星瓦萨	黄金	92.8	3.4	315.52
合计	黄金	127.1		450.32

资料来源：公司公告，民生证券研究院

重点项目持续推进，扩充采选产能，稀土资源开发可期。公司 2023 年完成了五龙矿业井下开拓项目、锦泰矿业项目建设，上述项目有望在 2024 年贡献产量的增长，后续吉隆矿业、瓦萨矿业、万象矿业等扩建项目落地也将望进一步带来公司的成长性。此外公司与厦门钨业成立合资公司，在老挝推进稀土资源新项目申请，自有塞班矿区的稀土资源开采权审批流程也在正常推进，老挝稀土资源开发进展顺利，公司规划 24 年稀土氧化物产量有望达到 3700 吨，可进一步增厚业绩。

表20：公司金矿山扩产项目投入及工程进度

项目名称	本年度投入	累计投入	项目进度	目前产能	预期目标
万象矿业 Sepon 金矿项目	2.43 亿元	15.87 亿元	部分完工	年处理矿石 300 万吨，2023 年回收率 66.5%	年处理矿石 300 万吨，回收率提升至 80%
吉隆矿业 18 万吨/年采选扩建项目	0.14 亿元	0.22 亿元	建设中	2023 年采选量 18 万吨	年采选矿石 30 万吨
金星瓦萨金矿扩产项目	2.90 亿元	7.10 亿元	建设中	2023 年采选量 270 万吨	年采选矿石 330 万吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

盈利预测与投资建议：公司黄金、稀土业务具有成长性，国内五龙、吉隆矿山积极扩张采选产能，海外塞班矿业、瓦萨矿业不断推进降本增效，考虑到金价上行后盈利能力有望提升，且公司未来黄金产量有望持续增长，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 15.98/19.89/22.42 亿元，对应于 6 月 14 日收盘价的 PE 分别为

17/14/12 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：金价波动风险，安全生产风险，产能建设不及预期风险

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,221	9,420	10,367	11,243
增长率（%）	15.2	30.5	10.1	8.4
归属母公司股东净利润（百万元）	804	1,598	1,989	2,242
增长率（%）	78.2	98.7	24.5	12.7
每股收益（元）	0.48	0.96	1.20	1.35
PE	35	17	14	12
PB	4.5	3.6	2.9	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价）

盛达资源：银业龙头成长可期

国内银业龙头，白银储量丰富。公司目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业等 6 座高品质矿山，其中前四个为在产矿山，主要产品为银锭、黄金以及含银铅精粉、锌精粉等稀贵金属。公司资源储量丰富，截至 2023 年底，主力矿山银都矿业保有银金属量 1377.1 吨，平均品位 235.5 克/吨；金山矿业保有银金属量 3144.2 吨，平均品位 209.8 克/吨；光大矿业保有银金属量 428.7 吨，平均品位 144.7 克/吨；金都矿业保有银金属量 695.0 吨，平均品位 252.6 克/吨；东晟矿业保有银金属量 590.4 吨，平均品位 271.4 克/吨；德运矿业保有银金属量 995.7 吨，平均品位 97.5 克/吨。

表21：各子公司资源量分布情况

子公司	矿体	矿石量（万吨）	平均品位	品种	金属量（吨）
银都矿业	主矿	443.6	259.97	银	1146.2
			3.35%	铅	110466.2
			5.79%	锌	204788.8
			68	银	11.9
	伴生矿	158.9	0.70%	铅	9000.2
			1.04%	锌	10957.1
金山矿业	主矿	1498.75	209.79	银	3144.2
			0.62	金	9.3
			2.41%	锰	361300.63
			163.9	银	366.1
光大矿业	主矿	415.3	1.64%	铅	67957.3
			3.45%	锌	143044.6
	伴生矿	191.8	32.66	银	62.6
			265.57	银	659.63
金都矿业	主矿	574.9	1.66%	铅	95639.9
			1.74%	锌	99887.7
			0.09%	铜	492.5
	伴生		10.82	银	35.33
东晟矿业	主矿	267	284.9	银	556.32
			1.32%	铅	13052
			2.05%	锌	46002
			140.45	银	612
德运矿业	主矿	1811	1.58%	铅	16620
			2.60%	锌	361160

	伴生	1806.3	29.01	银	383.72
			0.42%	铅	25193
			0.91%	锌	20005.72
			2.82	金	17.049
鸿林矿业	主矿	605.6	0.48%	铜	29015

资料来源：公司年报、民生证券研究院

金山技改短期影响产量，24 年产能恢复可期。2023 年金山矿业选厂技改，白银产销量下滑。随着开采深度增加，矿石性质逐渐由氧化矿变为原生矿，为此金山矿业选厂进行技改，将现有的全泥氰化工艺选矿工艺替换为回收率相对更高的浮选工艺，受技改影响，2023 年金山银锭产量为 36.62 金属吨，同比-54.17%，选厂技改预计在 2024 年 9 月末完成，并于第四季度投产，此次技改在实现降低选矿成本的同时，保障年矿石生产规模达 48 万吨。此外，2023 年 5 月金山矿业完成额仁陶勒盖矿区Ⅲ-IX 矿段银矿采矿许可证的变更工作，矿区面积与深度大幅增长，并经勘探证实矿区深部存在高品位银金矿体。

产能不断扩张，强化白银龙头地位。2023 年 11 月东晟矿业获得巴彦乌拉银多金属矿 25 万吨/年采矿项目同意书、使用林地审核同意书、准予征收使用草原的行政许可决定，2024 年公司将继续推进东晟矿业的产能建设工作；银都矿业积极推进拜仁达坝（北矿区）银多金属矿探转采工作，且已经收到赤峰市自然资源局关于资源储量审批备案的复函，标志着银都矿业外围探矿增储取得了阶段性成果，后续有望进一步增加供矿量提升产能；德运矿业于 2024 年 2 月取得《采矿许可证》，证载开采矿种为银矿、铅、锌，证载规模为 90 万吨/年，后续建成后也可带来白银产能增量。

投资建议：考虑到公司收购金矿赋予公司业绩新的增长点，且白银产能未来有增长潜力，预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 4.08/6.15/9.63 亿元，对应 PE 分别为 21/14/9 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下行，公司产能释放不及预期等。

表22：盛达资源盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,254	1,860	2,605	3,410
增长率（%）	19.9	-17.5	40.1	30.9
归属母净利润（百万元）	148	408	615	963
增长率（%）	-59.4	175.8	50.6	56.7
每股收益（元）	0.21	0.59	0.89	1.40
PE	58	21	14	9
PB	2.8	2.4	2.1	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价）

兴业银锡：复产+技改提升产量，资源实力逐步显现

矿产资源储量雄厚，更名后聚集银锡。公司主营业务为矿山采选，资源主要位

于内蒙古地区，旗下拥有 9 家矿业子公司，产品以银、锡等稀贵金属为主，锌铅铁铜等为辅，资源储备雄厚，其中银漫矿业为公司主力矿山，截至 2023 年底银漫矿业银矿石资源量 4382.9 万吨，银金属量 8382.3 吨，平均品位 191.41 克/吨，为国内最大白银生产矿山之一，同时伴生较高品位的锡矿，锡矿石资源量 2581 万吨，锡金属量 19.1 万吨，品位 0.74%，2023 年公司银锡销售占比约为 60%，根据中国有色金属工业协会锡业分会数据，银漫矿业 2023 年锡精矿产量国内排名第二位，国内市场占有率 8.7%。

表23：兴业银锡各主力矿山品位及金属量

主力矿山	品种	矿石量 (万吨)	品位	金属量
锡林矿业	锌	966.3	2.20%	212529.1
	铁	966.3	28.73%	277.6
融冠矿业	锌	1821.1	4.32%	818495.5
	铁	1902.1	29.91%	568.3
	银	1572.3	13.8	219.4
	铟	1572.3	0.01%	181.8
	锌	11508.1	3.30%	694498.3
	铅	7312.7	1.37%	613080.6
银漫矿业	银	5754.0	191.4	8382.3
	铜	4195.4	0.52%	24294.8
	锡	4195.4	0.74%	190997.1
	铟	5754.0	16.8	968960.3
	镉	5754.0	0.02%	9206.5
	锑	5754.0	0.32%	184704.7
	锌	231.9	5.26%	122026.0
乾金达矿业	铅	231.9	4.82%	111653.9
	银	141.2	302.8	446.1
	铜	62.9	0.64%	4028.6
	银	1031.5	62.9	505.0
荣邦矿业	铅	298.4	1.03%	43713.8
	锌	842.0	1.57%	141153.2
	铜	128.4	0.56%	9884.7
	金	235.2	0.15	136.5
锐能矿业	铅	441.7	2.14%	94646.1
	锌	441.7	3.86%	170340.3
	银	441.7	28.5	125869.0
唐河时代矿业	镍	9754.9	0.34%	32.8
	铜	9754.9	0.12%	117500.0
西藏博盛矿业	金	312.2	6.6	20509.3

资料来源：公司年报、民生证券研究院

注①：金银品位单位为克/吨，铅锌锡铜镉铟镍锑品位单位为%

注②：银铅锌铜镉锡金属量单位为吨，金金属量单位为千克，铁镍金属量单位为万吨

银漫一期全面生产，二期扩产值得期待。2019-2021 年期间受矿难后停产自

查等因素影响，银漫矿山未实现正常生产，随着 2021 年 8 月采矿区复产，银漫开启全面复工复产，公司生产经营底部反转。银漫矿业 2023 年开始开采富锡低硫型矿石，为解决锡石粒度细、易碎、回收率偏低等关键问题，银漫矿业一期选厂自 2023 年 6 月 9 日起进行停产技改，并于 2023 年 7 月 10 日恢复生产，将锡回收率由 44% 提高到 60%，未来将逐步达到 70%；同时原矿石抛废项目于 2023 年第四季度开始施工改造，项目设计将入选矿石中低品位脉石提前抛出以提高入选品位，此项目投入运行后抛出废石率将达 35% 以上。公司规划建设银漫二期，投产后银漫矿业采选规模有望从 165 万吨/年提升至 330 万吨/年。

乾金达矿业二期投入生产，产能释放值得期待。2023 年 1 月乾金达矿业二期投入生产，采矿中段矿石量充足，具备日采、选矿石量 1000 吨的生产能力，其选矿厂的磨矿系统处理能力和粒级分布改善技改已完成并投入使用，选厂日处理能力将从 800 吨/天提升至 1000-1150 吨/天，降低选矿成本降低 4 元/吨。

在技改升级叠加品位提升的影响下，2023 年铅/锡/银精粉产量分别同比提升 203.67%/155.38%/8.44%，随着未来银漫二期项目的投产和荣邦矿业选厂扩建完成，预计公司矿山金属产量将进一步增长。

收购博盛矿业，资源布局进一步优化。2023 年 5 月 19 日，公司公告以 2.8 亿元收购博盛矿业 70% 股权，成为控股股东。博盛矿业保有矿石储量对应的 Au 金属量 29.04 吨，矿石平均品位 6.77 克/吨，目前采选能力 15 万吨/年，开采模式为地下开采，未来计划将矿山生产规模增加至 30 万吨/年。

表24：兴业银锡各主力矿山采选能力

项目公司	目前采选能力 (万吨)	未来新增产能 (万吨)	备注
银漫矿业	165.0	165.0	银漫二期项目预计 2026 年建设完成
乾金达	30.0	-	乾金达二期投入生产
荣邦矿业	45.0	-	-
融冠矿业	135.0	-	正常生产
锡林矿业	72.0	-	受采矿区充填、探矿增储等影响，尚未满产
锐能矿业	-	30	正在积极推进环境保护竣工验收工作，待投产
唐河时代	-	330.0	正在进行复产准备
博盛矿业	15.0	15.0	2024 年 4 月复产，改扩建完成后产能达到 30 万吨

资料来源：公司年报、民生证券研究院

投资建议：考虑到公银漫技改后产能释放，叠加二期扩建产能有望增长，预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 18.66/21.41/22.99 亿元，对应 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下行，公司产能释放不及预期，收购进展不及预期等。

兴业银锡盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,706	4,830	5,813	6,529
增长率 (%)	77.7	30.3	20.3	12.3
归母净利润 (百万元)	969	1,866	2,141	2,299
增长率 (%)	457.4	92.6	14.7	7.4
每股收益 (元)	0.53	1.02	1.17	1.25
PE	26	14	12	11
PB	3.9	3.1	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 6 月 14 日收盘价）

6 风险提示

1) 美联储利率政策超预期风险。若美国通胀预期持续失控，美联储不排除再加息的可能，使金银价格承压。

2) 央行购金需求不及预期的风险。若全球央行对黄金的配置意愿不及预期，购金需求没有明显增长，或将导致贵金属投资热度下降，银价承压。

3) 全球制造业复苏不及预期风险。白银工业需求主要受制造业拉动，若全球制造业恢复不及预期，白银需求增长不及预期，或使银价上涨不及预期。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026