

银泰黄金 (000975)

证券研究报告

2024年06月20日

国际化新征程的贵金属新星

山金入主，步入稳健发展快车道。银泰黄金股份有限公司在业务发展上经历了重要的转型和调整。2018年，公司通过收购三座主要的金矿资产，正式将其业务重心转向了贵金属的采选领域。到了2023年，其控股股东易主为山东黄金，标志着公司从民营企业转变为国有企业。这次股权变更不仅为银泰黄金带来了与山东黄金的深度合作机会，双方在资源、管理、技术等方面形成了高效的协同效应，而且，作为山东黄金集团的一部分，银泰黄金在国企控股下可以进一步增强公司的市场竞争力和持续发展潜力。

低成本高品位，内生外延矿山飞速发展。2023年末，公司保有探明+控制+推测金资源量4,553.6万吨，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7168.2万吨，银金属量7856.90吨，铅金属量613,705吨，锌金属量1,283,552吨，铜126,201吨。公司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。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。根据公司“四个规划”目标，公司十四五末矿产金产量12吨，金资源量及储量达到240吨；2026年末矿产金产量15吨，金资源量及储量达到300吨；2028年末矿产金产量22吨，金资源量及储量达到500吨。

降息预期有所扰动，但黄金仍处在中长期牛市的起点。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。地缘冲突方面有迹象表明伊朗和以色列之间的冲突有进一步恶化的可能性。对比第二次黄金牛市，我们认为目前大概率处在黄金牛市的中前期，宏观上有降息预期，高通胀，以及下行的美元指数，且叠加世界各国去美元化，去中心化的背景，我们长期看好黄金价格的延续上涨。黄金股资产负债表修复后，利润释放将更加顺畅。

盈利预测及投资建议。预测公司2024-2026年营业收入94.58/120.21/125.71亿元，同比增加16.69%/27.10%/4.58%。2024-2026年归母净利润19.51/30.37/32.57亿元，同比增加36.99%/55.63%/7.27%，分别对应EPS 0.70/1.09/1.17元，分别对应PE分别为26.54/17.05/15.90倍。考虑到公司资源禀赋较好、增储扩建潜力大，且公司PEG显著低于可比公司均值，给予2024年31PE，对应PEG1.12，24年目标价21.7元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：金属价格波动风险，安全和环保风险，资源管理风险，测算具有主观性风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,381.54	8,105.72	9,458.40	12,021.43	12,571.42
增长率(%)	(7.29)	(3.29)	16.69	27.10	4.58
EBITDA(百万元)	2,880.05	3,037.54	3,896.15	5,513.73	5,839.32
归属母公司净利润(百万元)	1,124.46	1,424.30	1,951.14	3,036.48	3,257.22
增长率(%)	(11.69)	26.67	36.99	55.63	7.27
EPS(元/股)	0.40	0.51	0.70	1.09	1.17
市盈率(P/E)	46.05	36.36	26.54	17.05	15.90
市净率(P/B)	4.75	4.48	4.13	3.68	3.30
市销率(P/S)	6.18	6.39	5.48	4.31	4.12
EV/EBITDA	10.15	12.99	12.21	8.25	7.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/贵金属
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	16.7元
目标价格	21.7元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,776.72
流通A股股本(百万股)	2,486.53
A股总市值(百万元)	46,371.26
流通A股市值(百万元)	41,525.12
每股净资产(元)	4.34
资产负债率(%)	15.48
一年内最高/最低(元)	21.04/11.31

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《银泰黄金-季报点评:充分受益金价上行，主力矿山有望全面发力》2020-10-30
- 《银泰黄金-半年报点评:量价齐升利润稳增长，黄金主业有望持续发力》2020-09-03
- 《银泰黄金-年报点评报告:黄金量价齐升助力业绩，并购发展优势有望延续》2020-03-26

内容目录

1. 央企入主，低成本高资源量的黄金新星	4
1.1. 公司发展历程	4
1.2. 公司管理团队	5
1.3. 同业竞争问题分析	6
1.4. 收购溢价问题	6
1.5. 产品结构分析	6
1.6. 经营分析	7
2. 矿山资源禀赋优质，增储前景明朗	8
2.1. 玉龙矿山	10
2.2. 吉林板庙子	11
2.3. 黑河银泰	12
2.4. 青海大柴旦	13
2.5. 芒市华盛	14
2.6. Twin Hills 金矿	14
3. 行业分析：金&银：见证贵金属新时代	16
3.1. 黄金定价逻辑	16
3.2. 黄金的避险属性	16
3.3. 黄金的商品属性	17
3.4. 白银和黄金锚点不同	19
3.5. 黄金&白银后市展望	21
4. 盈利预测	22
5. 风险提示	24

图表目录

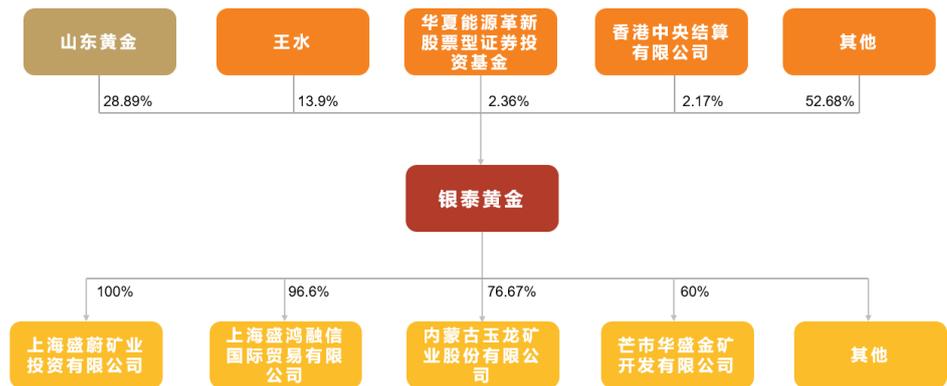
图 1：公司股权结构，截止至 2024 年 5 月 27 日	4
图 2：银泰黄金发展历程	4
图 3：银泰黄金分产品营业收入占比，2023 年年报	6
图 4：银泰黄金分产品毛利占比，2023 年年报	6
图 5：银泰黄金营收及同比增速	7
图 6：银泰黄金归母净利润及同比增速	7
图 7：2023 年银泰黄金分公司业绩	7
图 8：银泰黄金分产品毛利率	7
图 9：银泰黄金合质金产量，吨	9
图 10：银泰黄金矿产银产量，吨	9
图 11：银泰黄金铅精矿产量，吨	9
图 12：银泰黄金锌精矿产量，吨	9
图 13：玉龙矿业近景	10
图 14：玉龙矿业选矿流程图	10

图 15: 玉龙矿业营收及同比增速	10
图 16: 玉龙矿业净利及同比增速	10
图 17: 板庙子矿山全景图	11
图 18: 板庙子选矿流程	11
图 19: 吉林板庙子营收及同比增速	12
图 20: 吉林板庙子净利润及同比增速	12
图 21: 黑河银泰营收及同比增速	13
图 22: 黑河银泰净利及同比增速	13
图 23: 青海大柴旦营收及 yoy	13
图 24: 青海大柴旦净利润及 yoy	13
图 25: 卡林矿床成矿特征	14
图 26 : 芒市华盛矿全景图	14
图 27: 黄金价格和美元十年期 tips 走势图	16
图 28: 黄金价格和地缘政治风险, 地缘政治行为指数跟踪	17
图 29: 黄金供需和价格走势的关系	17
图 30: 全球美元储备和黄金储量变化情况	17
图 31: 央行季度购金量, 吨	18
图 32: 全球央行黄金储备和美元储备走出剪刀差	18
图 33: 2022 年以来实际收益率定价模型出现偏差 (左轴: 美元/盎司; 右轴: 逆序, %)	19
图 34: 黄金和 CPI 定基的修正指数	19
图 35: 黄金和 PPI 定基的修正指数	19
图 36: 白银供应端情况	20
图 37: 白银需求端情况	20
图 38: 美国 M2 货币量和现货黄金价格走势	20
图 39: 美国 M2 货币量和现货白银价格走势	20
图 40: 美国财政赤字率和现货白银价格走势	21
图 41: 美国财政赤字率和现货黄金价格走势	21
图 42: VIX 指数和金银比	21
表 1: 银泰黄金现任管理层	5
表 2: 银泰黄金金产量及资源量规划	5
表 3: 银泰黄金各矿山黄金资源量情况 (截至 2023 年)	8
表 4: 银泰黄金除黄金外资源量 (截至 2023 年)	8
表 5: 银泰黄金储量 (截至 2023 年)	8
表 6: 银泰黄金分公司生产情况 (截至 2023 年)	9
表 7: 玉龙矿业 2019-2023 生产经营表现	10
表 8: 银泰黄金玉龙矿业 2023 采矿+探矿资源量情况	11
表 9: 2023 年黑河银泰金整体品位下降严重	13
表 10: 白银近年来供需偏紧	19
表 11: 分公司盈利预测, 亿元	22
表 12: 可比公司估值 (截止日期 2024 年 6 月 19 日星期三), (市值, 净利润: 亿元)	23

1. 央企入主，低成本高资源量的黄金新星

银泰黄金是以黄金为主的高品质矿山投资运营商，主营贵金属和有色金属矿勘探、采选、销售及供应链金融等综合服务。目前，公司共拥有 5 个矿山企业，分别为内蒙古玉龙矿业股份有限公司、黑河银泰矿业开发有限公司、吉林板庙子矿业有限公司、青海大柴旦矿业有限公司和芒市华盛金矿开发有限公司。黑河银泰矿业、吉林板庙子矿业、青海大柴旦矿业、芒市华盛金矿为黄金矿山，玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山。截至 2023 年底，公司保有黄金金属量 146.66 吨，银金属量 7856.90 吨。2023 年，公司生产合质金 7.01 吨，克金成本仅为 176.42 元/克。

图 1：公司股权结构，截止至 2024 年 5 月 27 日



资料来源：iFinD，天风证券研究所

1.1. 公司发展历程

1999 年，公司前身乌江电力股份有限公司在重庆市注册，2000 年 6 月 8 日在深圳证券交易所挂牌上市交易，主营业务为水力发电。

2002 年，广州凯得控股受让乌江电力的第一大股东重庆乌江电力集团公司 53.20% 股权，成功入主乌江电力。

2007 年广州凯得控股有限公司将其持有的南方科学城发展股份有限公司 159,307,200 股（占南方科学城发展股份有限公司总股本的 29.90%）转让给中国银泰投资有限公司，自此公司再次易主。

2013 年，公司与内蒙古玉龙矿业完成了重大资产重组，主营业务转变有色金属采选。公司更名为银泰资源股份有限公司。

2018 年银泰资源斥资 40.31 亿元购买上海盛蔚 89.38% 的股权，上海盛蔚旗下涉及矿山主要涵盖黑龙江黑河洛克矿业公司的东安金矿、吉林板庙子矿业公司的金英金矿及青海大柴旦矿业滩间山金矿，进一步扩张了公司的矿产资源版图。

2019 年，公司更名为银泰黄金股份有限公司，加深了和其黄金主业的绑定。

2021 年，公司作价 10.37 亿元收购芒市华盛金矿开发有限公司 60% 股权。银泰黄金资源储备量大幅增长。

2023 年，山东黄金发布公告称，为进一步提升山东黄金的综合实力，加快实现成为国际一流黄金矿业企业的战略目标，拟通过协议转让方式收购中国银泰投资有限公司（下称“中国银泰”）、沈国军合计持有的银泰黄金 5.81 亿股人民币普通股股份，约占标的公司总股份的 20.93%，转让价格为 127.60 亿元。截至到 2023 年 12 月 29 日，山东黄金持股增加至 28.89%，银泰黄金从民营企业转变为国有控股，公司迈入发展新阶段。

图 2：银泰黄金发展历程



资料来源：公司官网等，天风证券研究所

1.2. 公司管理团队

银泰黄金的管理层团队不仅具备深厚的专业技能和行业经验，而且在国内外矿业领域都有显著的成就和影响力，这为公司的稳健发展和行业竞争力提供了坚实的基础。

刘钦：具有深厚的矿业技术和管理背景，曾担任多个重要职位，包括山东黄金集团的多个关键管理岗位，以及银泰黄金的董事长。他的职业生涯涵盖了从技术员到总经理的多个层级，展现了他在矿业领域的全面能力和领导力。作为国家“百千万”人才和享受国务院特殊津贴的专家，刘钦在行业内具有显著的影响力和认可。

汪仁建：拥有高级专业技术职称，曾在山东金洲矿业集团和赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司等公司担任关键管理职位。他的职业生涯同样从基层技术岗位起步，逐步晋升至高级管理职位，包括山东黄金（北京）产业投资有限公司的董事长，以及银泰黄金股份有限公司的副董事长。

王水：具有采矿专业背景，曾在多个矿业公司担任管理和技术职位，包括赤峰梧桐花铅锌矿和新巴尔虎右旗新鑫矿业有限责任公司等，他的实践经验和行业知识对公司的运营和发展具有重要价值。

欧新功：拥有博士学位和海外工作经验，曾在国内外知名矿业公司担任高级管理职位，包括澳大利亚澳华黄金有限公司和加拿大埃爾拉多黄金公司。他在地质勘探和商务管理方面的专业知识为银泰黄金带来了国际化的视野和经验。

表 1：银泰黄金现任管理层

姓名	说明	现状	性别	背景
刘钦	新进	董事长、董事会战略&提名委员	男	原山金系
汪仁建	新进	副董事长、董事会战略&提名委员	男	原山金系
宋忠山	新进	董事	男	原山金系
张肖	新进	董事、董事会战略&薪酬与考核委员	男	原山金系
王水	维持	董事	男	原银泰系
欧新功	维持	董事	男	原银泰系
张达	维持	独立董事	男	
刘洪渭	新进	独立董事	男	
闫庆悦	新进	独立董事	男	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

“四个规划”目标：十四五末矿产金产量 12 吨，金资源量及储量达到 240 吨；2026 年末矿产金产量 15 吨，金资源量及储量达到 300 吨；2028 年末矿产金产量 22 吨，金资源量及储量达到 500 吨；十五五 末矿产金产量 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上。

表 2：银泰黄金产量及资源量规划

	时间节点	规划金产量 (吨)	规划金资源量及储量 (吨)
两年规划目标	十四五末	12	240
三年规划目标	2026 年末	15	300
五年规划目标	2028 年末	22	500
七年规划目标	十五五末	28	600 以上

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 同业竞争问题分析

银泰黄金和山金产品为上下游关系。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，银泰黄金主要产品为合质金（含银）、含银铅精矿和锌精矿等，银泰黄金的合质金产品需经进一步提炼方可成为标准金，银泰黄金的合质金产品本质上属于山东黄金生产的标准金的上游产品，两者黄金产品的差异较大；

客户群体差异较大。销售模式方面，山东黄金主要客户为上海黄金交易所，而银泰黄金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；

所覆盖矿区相互独立，生产互不干涉。矿权资源方面，根据目前所持有的采矿权及探矿权，山东黄金与银泰黄金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。

黄金生产业务方面，山东黄金与银泰黄金不存在同业竞争，仅在未来资源并购方面存在潜在的同业竞争。矿权收购方面，银泰黄金的黄金主业不变，围绕现有矿山周边，开展并购的增量。山东黄金集团将未上市黄金资源注入山东黄金的市场预期不变，围绕山东黄金上市公司现有矿山周边开展对外并购。下一步，国外的资源，根据银泰黄金和山东黄金各自的特点去并购，体量大的适合山东黄金做的，由山东黄金来做，体量适中的适合银泰黄金去收购的，由银泰黄金去做。

1.4. 收购溢价问题

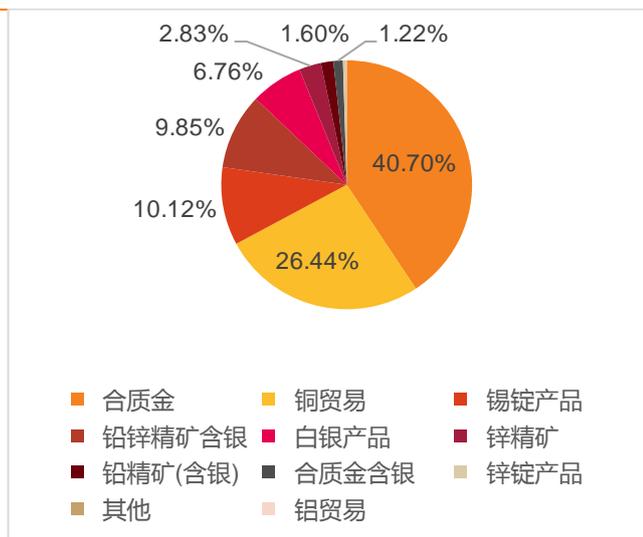
2023 年 1 月山东黄金公告以溢价方式收购中国银泰、沈国军合计持有的银泰黄金的 20.93% 股权，2023 年 7 月完成交割，转让价格为 127.6 亿（相当于 21.96 元/股）。2023 年 11 月山东黄金公告未来 6 个月将进一步增持银泰黄金，累计增持金额为 12.88-25.76 亿。我们认为，一方面，行业巨头山东黄金溢价收购，彰显公司未来发展潜力；另一方面，山东黄金在资金、政府关系、行业资源、开采技术等方面均存在较好的竞争优势，有望为银泰未来的资源扩张之路带来实质性帮助。

1.5. 产品结构分析

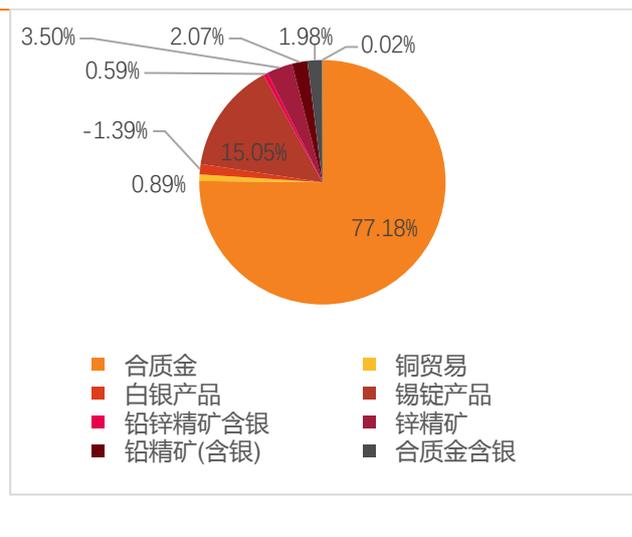
公司合质金业务贡献接近 80% 毛利。随着公司主营业务转变为贵金属采选，合质金利润占比连续多年居于主导。从 2023 年营收占比来看，公司合质金业务占比 40.7%；再从毛利来看，合质金业务占比 77.18%，公司已转型为纯正金矿标的。

图 3：银泰黄金分产品营业收入占比，2023 年年报

图 4：银泰黄金分产品毛利占比，2023 年年报



资料来源: iFinD, 天风证券研究所



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

公司产品主要有 3 种, 涉及金属 4 种。分别为合质金(含银)、铅精粉(含银)和锌精粉(含银)。黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦的主要产品均为合质金, 其中黑河洛克为高银合质金, 吉林板庙子、青海大柴旦均为低银合质金, 在销售时金银均单独计价。玉龙矿业的主要产品为铅精粉(含银)和锌精粉(含银)。华盛金矿复产后的产品为合质金、金精矿。

1.6. 经营分析

公司营收业绩保持稳健发展, 2023 年公司营收已达 81.06 亿, 归母净利达 14.24 亿, 2023 年公司实现营收 81.06 亿元, 同比减少 3.29%; 归母净利润 14.24 亿元, 同比增加 26.79%; 扣非归母净利润 14.11 亿元, 同比增加 37.21%。且公司主营产品合质金毛利水平较高。

图 5: 银泰黄金营收及同比增速



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

图 6: 银泰黄金归母净利润及同比增速

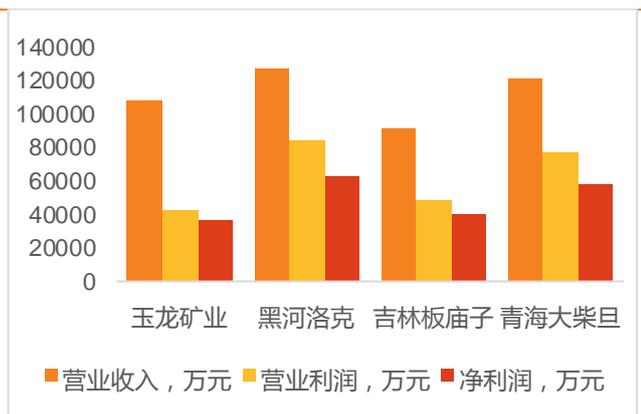


资料来源: iFinD, 天风证券研究所

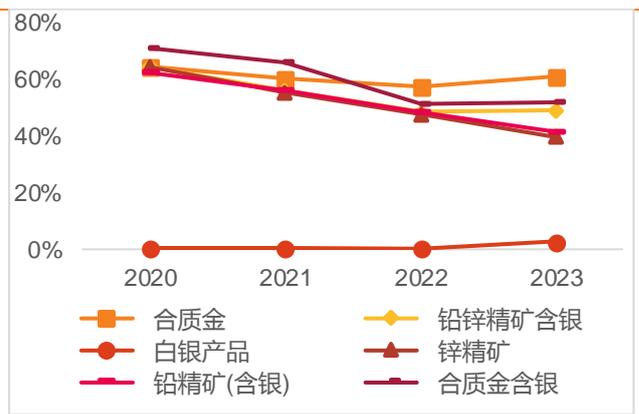
费用率平稳, 资产负债率处于行业较低水平。2023 年费用率达到 4.69%。公司资产负债率处于行业较低水平, 2023 年为 17.98%, 公司低负债率拓宽公司融资渠道, 有助于矿山资源拓展。

图 7: 2023 年银泰黄金分公司业绩

图 8: 银泰黄金分产品毛利率



资料来源: iFinD, 天风证券研究所



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

2. 矿山资源禀赋优质, 增储前景明朗

截至 2023 年末, 公司保有探明+控制+推测金资源量 4,553.6 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 306 万吨, 金金属量 10.12 吨, 合计金属量 156.78 吨。公司通过持续性的外延式发展策略, 不断拓展经营版图, 力争实现资源量的增加。公司加大勘探投资力度, 挖掘潜在矿石资源量和各类金属, 展现出其在增储方面的积极态度和广阔前景。

表 3: 银泰黄金各矿山黄金资源量情况 (截至 2023 年)

矿山名称	主要品种	探明 (百万吨)	控制 (百万吨)	探明+控制 (百万吨)	推断 (百万吨)	总计 (百万吨)	品位 (克/吨)	黄金金属量 (吨) (百分基准)
吉林板庙子	金	4.168	0.416	4.584	1.971	6.554	3.83	25.089
华盛金矿	金	2.932	7.401	10.334	7.374	17.708	1.65	29.228
黑河洛克	金	1.262	0.889	2.151	0.467	2.617	4.99	13.052
青海大柴旦	金	1.373	8.247	9.62	7.229	16.849	4.6	77.54
玉龙矿业	金				1.807	1.807	0.97	1.753
合计		9.736	16.692	26.688	18.848	45.536	3.22	146.662

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司保有探明+控制+推测银铅锌多金属矿资源量 7168.2 万吨, 银金属量 8018.82 吨, 铅金属量 613,705 吨, 锌金属量 1,283,552 吨, 铜 126,201 吨。

表 4: 银泰黄金除黄金外资源量 (截至 2023 年)

矿山名称	探明 (百万吨)	控制 (百万吨)	探明+控制 (百万吨)	推断 (百万吨)	总计 (百万吨)	铅金属量 (吨) (百分基准)	锌金属量 (吨) (百分基准)	银金属量 (吨) (百分基准)	铜金属量 (吨) (百分基准)
黑河洛克	1.263	0.889	2.152	0.467	2.619			161.923	
玉龙矿业	8.514	28.087	36.601	32.464	69.064	613705	1283552	7856.897	126201
合计	9.776	28.975	38.752	32.93	71.682	613705	1283552	8018.82	126201

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

矿业公司包括玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿, 其中玉龙矿业为铅锌银矿多金属矿山, 黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿为金矿矿山, 除华盛金矿停产待恢复外, 其他均为在产矿山。

表 5: 银泰黄金储量 (截至 2023 年)

矿山名称	证实 (百万吨)	可信 (百万吨)	总计 (百万吨)	黄金金属量 (100%基准), 吨	铅金属量 (100%基准), 吨	锌金属量 (100%基准), 吨	银金属量 (100%基准), 吨
吉林板庙子	3.349	0.288	3.637	14.643			
华盛金矿	2.621	6.283	8.903	19.401			
黑河洛克	0.843	0.318	1.161	6.853			
青海大柴旦	1.373	6.643	6.016	37.776			88.979
玉龙矿业	0.723	4.902	5.625		84.205	154.025	863.533
合计	8.909	18.434	25.342	78.673	84.205	154.025	952.512

资料来源：公司公告，天风证券研究所

矿端扰动消除，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%。

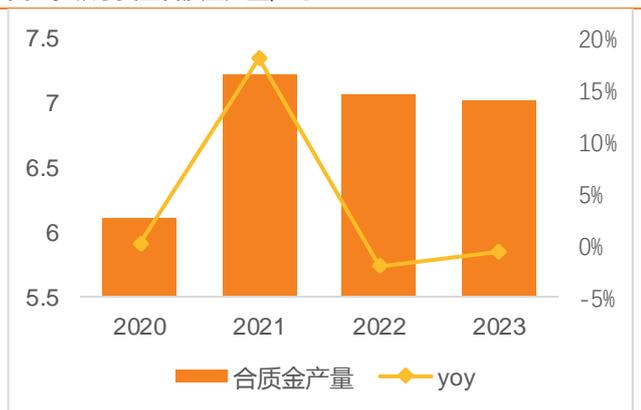
表 6：银泰黄金分公司生产情况（截至 2023 年）

公司名称	本集团持有权益	选矿量 (吨)	矿产金 (吨)	矿产银 (吨)	铅精粉 (吨)	锌精粉 (吨)
玉龙矿业	76.67%	1,185,669		175.19	9,494.45	16,502.17
黑河银泰	100%	427,061	2.16	16.50		
吉林板庙子	95%	707,610	1.80	0.39		
青海大柴旦	90%	841,684	3.05	0.92		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

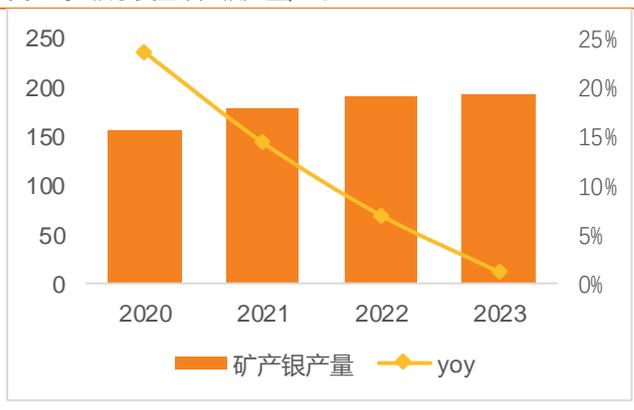
2023 年生产合质金 7.01 吨（权益量 6.6 吨），其中黑河银泰 2.16 吨、吉林板庙子 1.80 吨、青海大柴旦 3.05 吨；矿产银产量 193 吨（权益量 152.05 吨，其中玉龙矿业产量 175 吨，占比达 90.8%；铅精矿 0.95 万吨，锌精矿 1.65 万吨。

图 9：银泰黄金合质金产量，吨



资料来源：公司公告，天风证券研究所

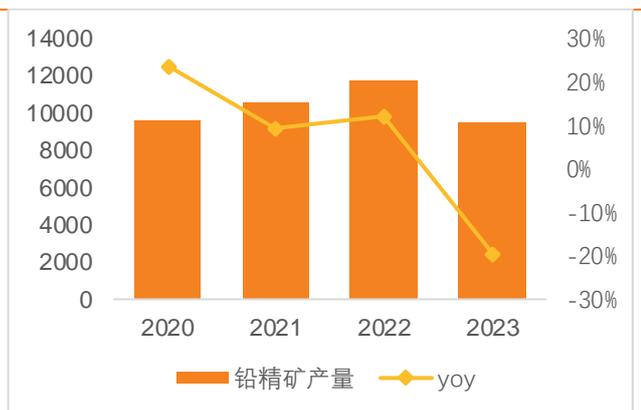
图 10：银泰黄金矿产银产量，吨



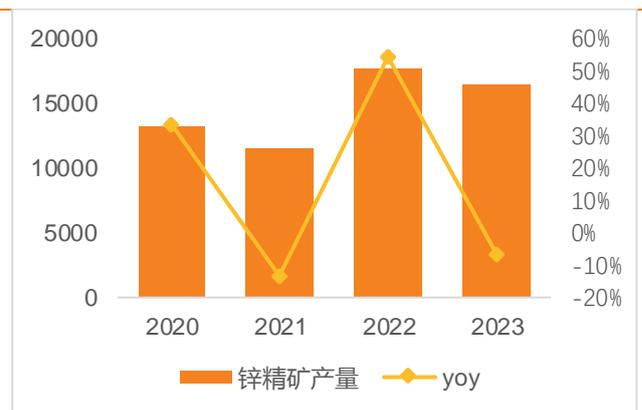
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：银泰黄金铅精矿产量，吨

图 12：银泰黄金锌精矿产量，吨



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 玉龙矿山

优质铅锌银矿资源，运营历史悠久。内蒙古玉龙矿业股份有限公司始建于 2002 年，矿山位于锡林郭勒盟西乌珠穆沁旗白音华镇巴彦胡博嘎查。玉龙矿业为国家级绿色矿山，是目前国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一，有色金属矿山较为集中，距离最近的铅锌冶炼厂不足 100 公里，运输方便，矿山生产的铅精矿贵金属含量较高。

图 13：玉龙矿业近景



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 14：玉龙矿业选矿流程图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司目前拥有六宗探矿权和两宗采矿权。花敖包特银铅矿矿区面积 1.7093 平方公里，采用地下开采，竖井开拓，开拓系统为主副井+辅助斜坡道联合开拓方式。公司先后建成日处理量 1400T 和 2000T 两座选矿厂。2021 年 4 月，1400 吨/日的选矿厂改扩建工程开工建设，建设完成后，生产能力将提升至 3000 吨/日，该工程于 2022 年 8 月基本达到设计处理能力，能够实现满产，12 月顺利通过安全设施竣工验收，**玉龙矿业可以实现 5000t/d 的采选能力。**

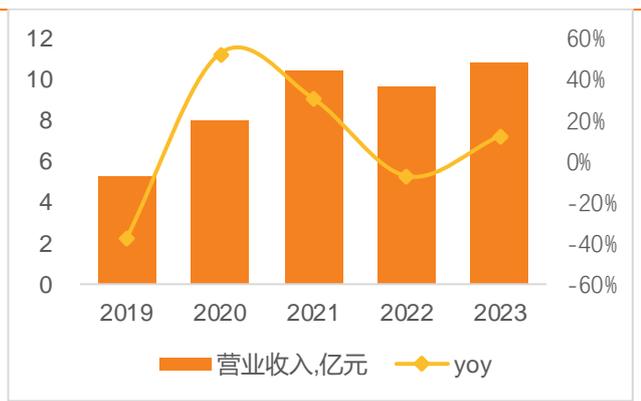
表 7：玉龙矿业 2019-2023 生产经营表现

年份	矿产银（吨）	铅精粉（吨）	锌精粉（吨）	净利润
2023	175.19	9494.45	16502.17	3.62 亿
2022	172	11785.79	17692.58	3.78 亿
2021	162.55	10536.58	13230.8	4.54 亿
2020	147.38	9995.74	11466.06	3.26 亿
2019	—	(含银)6949.24	15094.87	2.22 亿

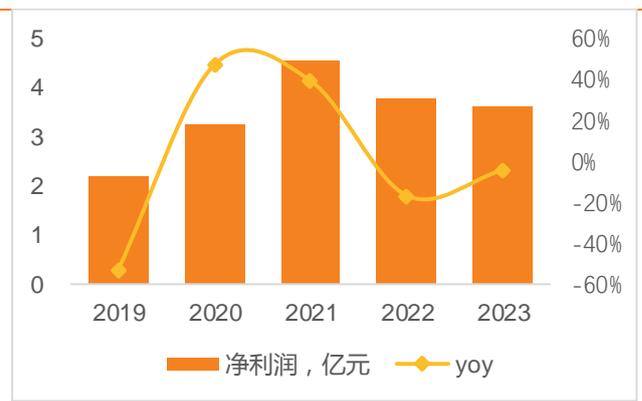
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：玉龙矿业营收及同比增速

图 16：玉龙矿业净利及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

玉龙矿业拥有 6 宗银铅锌矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 42.84 平方公里。玉龙矿业矿区处在大兴安岭有色金属成矿带和华北地块北缘多金属成矿带，该地带蕴藏着丰富的有色金属资源，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，找矿潜力巨大，勘探前景非常广阔。

表 8：银泰黄金玉龙矿业 2023 采矿+探矿资源量情况

	矿石资源量(万吨)	银(吨)	铅(万吨)	锌(万吨)
采矿权				
花敖包特银铅矿	2493	4113.1	41.0	55.0
花敖包特山	512	480.4	4.9	9.4
探矿权				
花敖包特银铅矿	2381	2239.0	14.9	41.5
花敖包特外围 II 区	181	356.6	0.2	0.2
花敖包特南山	61	106.9	1.4	1.6
1118 高地(2023 年末增储后)	3652	3026.0	23.2	60.8
1038 高地	60	78.1	0.7	0.0
探矿权合计 (1118 高地增储后)	6958	8161	71	127

资料来源：公司公告，天风证券研究所

新增资源量较多，勘探前景明朗。2023 年，玉龙矿业费用化勘探投资 2,865 万元，资本化勘探投资 918 万元，2023 年 12 月，玉龙矿业花敖包特矿区 1118 高地锌多金属矿补充勘探报告矿备案新增资源量（共生+伴生）：新增矿石资源量 1,572.8 万吨，其中新增银金属量 1,328.55 吨，新增铅金属量 10.62 万吨，新增锌金属量 22.5 万吨，新增铜金属量 5.73 万吨，新增锡金属量 0.92 万吨。

2.2. 吉林板庙子

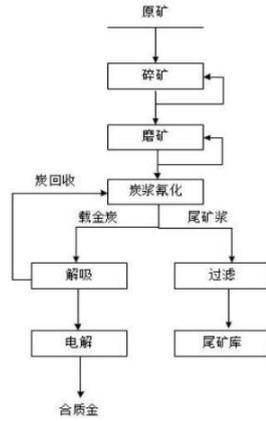
吉林板庙子是国家级绿色矿山，也是国内生产管理水平较为先进的矿山。成立于 2003 年 11 月，2009 年建成投产，是一座从事金矿勘探、地下开采、黄金选冶、黄金矿产品销售的黄金矿山企业。公司年生产黄金逾两吨，保有储量持续稳步增长。采用三维圈定矿体、斜坡道开拓、中深孔爆破、遥控铲车出矿、无轨重卡运输、分段空场采矿嗣后全充填、全巷道支护、尾矿无害化处理等国际领先的生产工艺，已成为一座机械化、数字化、安全高保障现代化的矿山。

图 17：板庙子矿山全景图

图 18：板庙子选矿流程



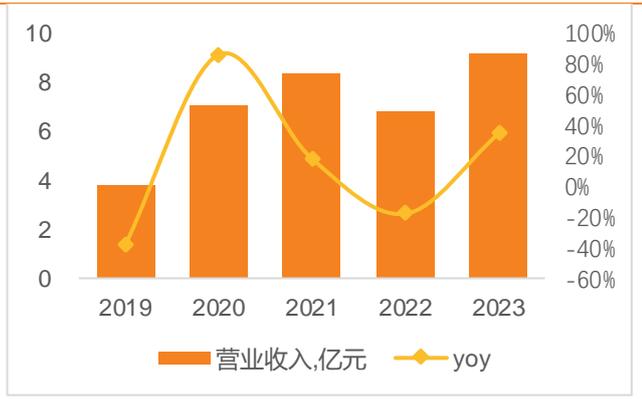
资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

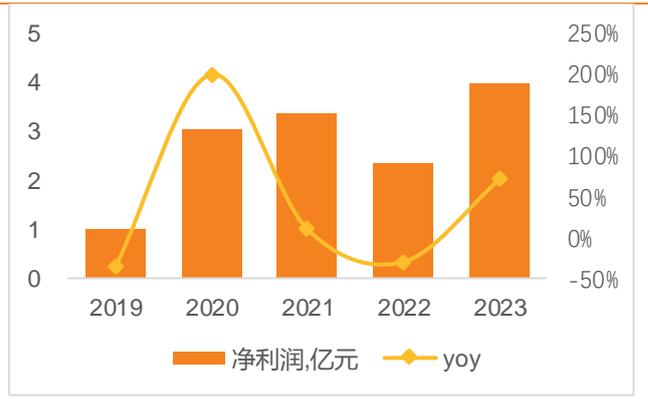
2023 吉林板庙子年产金 1.80 吨，23 年业绩显著提升。产量方面，2023 年吉林板庙子选矿处理量为 70.76 万吨，矿产金产量 1.80 吨，同比-10.68%，矿产银 0.39 吨，同比+3.80%。2023 年吉林板庙子业绩大幅提升，营收 9.14 亿元，营业利润 4.86 亿元，净利润 3.99 亿元。

图 19：吉林板庙子营收及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：吉林板庙子净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

完成找矿大突破。吉林板庙子 2023 年度勘查活动主要集中在金英金矿采矿权内，吉林板庙子资本化勘探投资 419.09 万元；2023 年度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 12,535.10 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。

通过高新技术企业认定，享受优惠政策。2023 年 12 月，吉林板庙子通过了高新技术企业认定，连续三年（即 2023 年至 2025 年）享受高新技术企业所得税优惠政策，即按 15% 的税率缴纳企业所得税。此次通过高新技术企业资格认定，有利于减少公司税负，将对公司的经营业绩产生积极影响

2.3. 黑河银泰

黑河洛克矿业开发有限责任公司位于黑龙江省黑河市逊克县，矿山经营范围集勘查、采、选、冶一体化，主要产品为合质(金银)金，是目前国内黄金品位最高的矿山之一。截至 2023 年末，黑河银泰资源量（探明+控制）矿石量 215.1 万吨，（探明+控制+推断）总矿石量 261.7 吨，金金属量 13.052 吨，银金属量 161.923 吨，黄金品位 4.99 克/吨。

黑河洛克矿业始终秉承依法依规、安全环保理念，致力于各项矿山建设与发展工作。自

2017 年 9 月投产以来，黑河洛克矿业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，历时一年建设，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。

黑河银泰选矿处理量同比有所下降，年产金 2.16 吨，同比有所下降。原因是矿山品位下降。黑河银泰于 2018 年进入正常生产，于 2019 年下半年由露天转地下开采。2023 年黑河银泰选矿处理量为 42.71 万吨，相比 2022 年的 43.94 万吨下降 3.04%。2023 年，黑河银泰矿产银 16.5 吨，相较于 2022 年的 18.09 吨，同比下降 12.70%。

表 9：2023 年黑河银泰金整体品位下降严重

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
矿石量(万吨)	210.7	195.35	173.98	132.15	106.27	261.7
金金属量(吨)	19.06	17.45	15.09	11.4	8.99	13.052
银金属量(吨)	151.38	139.59	125.87	92.26	72.39	161.923
金品位(克/吨)	9.05	8.93	8.67	8.63	8.46	4.99
银品位(克/吨)	71.85	71.46	72.35	69.81	68.12	61.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

黑河银泰净利润水平和毛利率水平在各矿山分公司中占据领先地位。2022 年黑河银泰营业收入 12.77 亿元，营业利润 8.41 亿元，净利润 6.28 亿元，净利润率 49.16%。

图 21：黑河银泰营收及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：黑河银泰净利及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

黑河银泰资源接续性较强。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金矿 5 号矿体外围详查探矿权，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。受让该探矿权将有利于提升公司资源储备，保证黑河洛克的资源接续，符合公司发展战略。后续公司将积极推进相关勘探工作。

2.4. 青海大柴旦

青海大柴旦矿业有限公司成立于 2000 年 7 月，位于青海省海西州大柴旦行委，目前是由银泰黄金股份有限公司控股。公司已形成了地质勘探、矿山建设、开采、选冶以及相关产品销售为一体的矿业全产业链开发体系。旗下拥有青龙沟、滩间 2 个采矿权，青龙山、细晶沟、金龙沟、青山等 7 个探矿权，截至 2023 年末，保有资源量矿石量 1684.9 万吨，金金属量 77.54 吨，金矿石品位 4.71 克/吨。目前形成了年处理矿石 80 万吨，年产合质金 3 吨的采选冶产能系统。

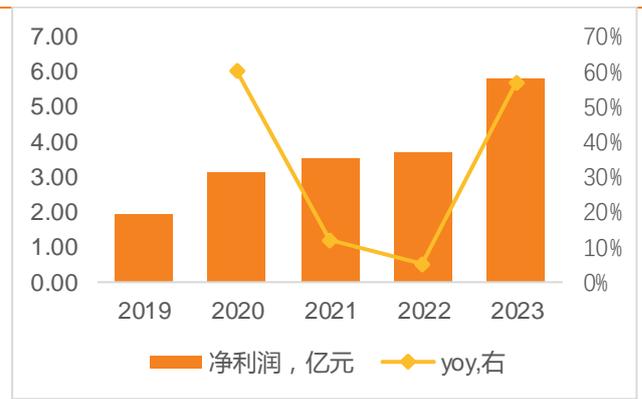
2023 年，青海大柴旦矿业实现选矿量 84.17 万吨，矿产金 3.05 吨，矿产银 0.92 吨，实现营业收入 12.12 亿元，净利润 5.81 亿元。

图 23：青海大柴旦营收及 yoy

图 24：青海大柴旦净利润及 yoy



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

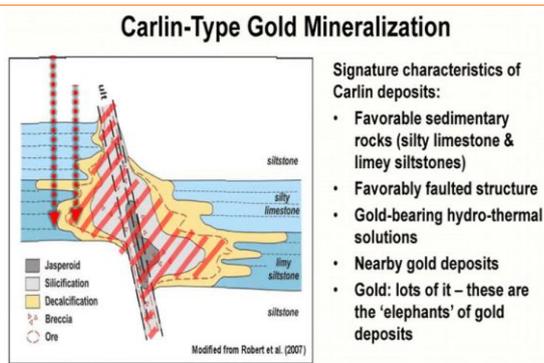
青海大柴旦青龙沟金矿的采矿权证（扩大矿区范围）已经办理完成，细晶沟金矿（新立）采矿权青海省自然资源厅已经审查完毕，等待进一步批准意见。2023年5月，自然资源部高原荒漠区战略性矿产勘查开发技术创新中心与青海大柴旦签署深化合作框架协议，拟通过积极推进新一轮找矿突破战略行动。

2.5. 芒市华盛

芒市华盛金矿位于云南省德宏州芒市三台山乡。2015年，华盛金矿委托北京斯罗柯资源技术有限公司编制了《中国云南省芒市金矿项目独立技术报告》，该报告估算麦窝坝矿段类卡林型金矿矿石资源量总量 2322.50 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品位 3.04 克/吨。2021年9月，公司以自有资金 10.37 亿收购了云南芒市华盛金矿 60% 股权，成为其控股股东。

卡林型金矿床是大型的黄金矿床，因为地质成因因素，会富含量大但品位较低黄金。芒市金矿和内华达州的金矿均为卡林矿床，黄金通常被黄铁矿包裹在离子硫化物中。卡林型矿床的露天开采的矿只是地下矿产的一小部分，所以有着非常大的增储前景。

图 25：卡林矿床成矿特征



资料来源：911metallurgist，天风证券研究所

图 26：芒市华盛矿全景图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

储量备案后，产能将快速释放。华盛金矿目前产能 10 万吨/年，公司计划扩张到 120 万吨/年，2022 年 1 月采矿证已解除查封，芒市项目正按照最新矿业政策要求，开展资源储量评审备案工作，备案完成后落实 120 万吨采矿证，届时华盛金矿将会成为公司新的产量增长点。

2.6. Twin Hills 金矿

银泰黄金 2 月 26 日发布公告称，银泰黄金股份有限公司以 3.68 亿加元的价格买下 Osino 资源 100% 股权。Osino 资源主要资产为位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目，该矿拥有黄金矿石量 6450 万吨，金品位 1.04g/吨，黄金金属量 66.86 吨，Twin Hills 金矿共含有黄金资源量（探明+控制+推断）共 9130 万吨，金品位 1.09 克/吨，黄金金属量 99.21 吨。Osino 还拥有 Twin Hills 项目西北 130 公里处的 Ondundu 金矿探矿，其在 0.5 克/吨边界品位以上拥有推断资源量 27.99 吨，品位为 1.13 克/吨。

Twin Hills 金矿项目 2023 年 6 月公布的 Lycopodium 编制的可行性研究报告，项目选厂设计产能为 500 万吨/年，建设性资本开支为 3.65 亿美元，计划生产 13 年，使用露天采矿，矿山服务年限内剥采比 4.64 吨/吨，通过重选+炭浸+干排工艺，预计矿山寿命期内平均年产金约 5.04 吨，全维持性成本为 1,011 美元/盎司。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。

3. 行业分析：金&银：见证贵金属新时代

3.1. 黄金定价逻辑

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

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

图 27：黄金价格和美元十年期 tips 走势图



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

3.2. 黄金的避险属性

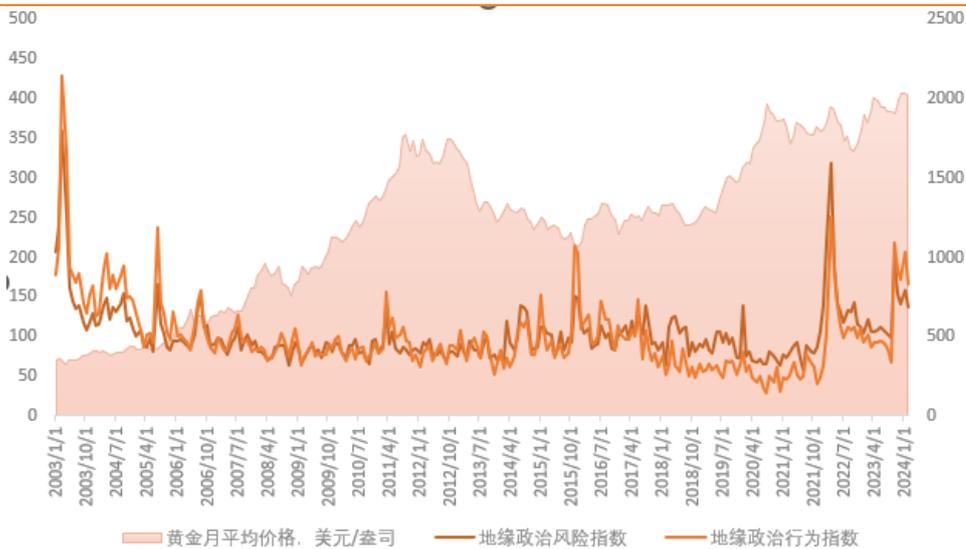
避险需求是指在面临不确定性或危机时，投资者倾向于转移资金到相对安全和稳定的资产，以保护自己的财富和收益。避险需求出现时，投资者可能会减少对股票、商品、货币等风险资产的需求，增加对美国国债、黄金、美元等避险资产的需求，以规避风险，达到保值增值的目的。例如当地区冲突加剧时，会增加投资者对美国国债的需求，推高美国国债的价格，降低美国国债的收益率。黄金价格通常会上升，美元指数通常会上升。

风险事件有大小之分。同样是地缘政治纷争，俄乌冲突会严重冲击全球经济和资本市场，而卡塔尔外交问题等，国际社会关注度较低。**风险事件的影响分短期和长期**。通常来说，风险事件爆发后，黄金价格更多是“脉冲式”上涨，不久后便会回落。市场的避险情绪是短暂的，当突发消息被充分消化后，情绪自然也就恢复平静。黄金价格能否有更长久的表现，关键还是要看风险事件是否会持续加剧并产生持续影响。即使是俄乌冲突这样的大事件，黄金价格的上涨期也较为短暂。2022年2月24日俄乌冲突爆发，3月9日黄金价格便开始回落，3月15日已回吐了冲突爆发后的大部分涨幅。在此之后，对于黄金价格走势而言，俄乌冲突事件本身，如军事进展、双方沟通等，重要性逐渐淡化；市

场更关心的是俄乌冲突对全球经济的外溢影响，例如欧洲因能源短缺而遭遇高通胀，不得不收紧货币政策等。

避险数据我们可以通过地缘政治风险，地缘政治行为指数跟踪。

图 28：黄金价格和地缘政治风险，地缘政治行为指数跟踪

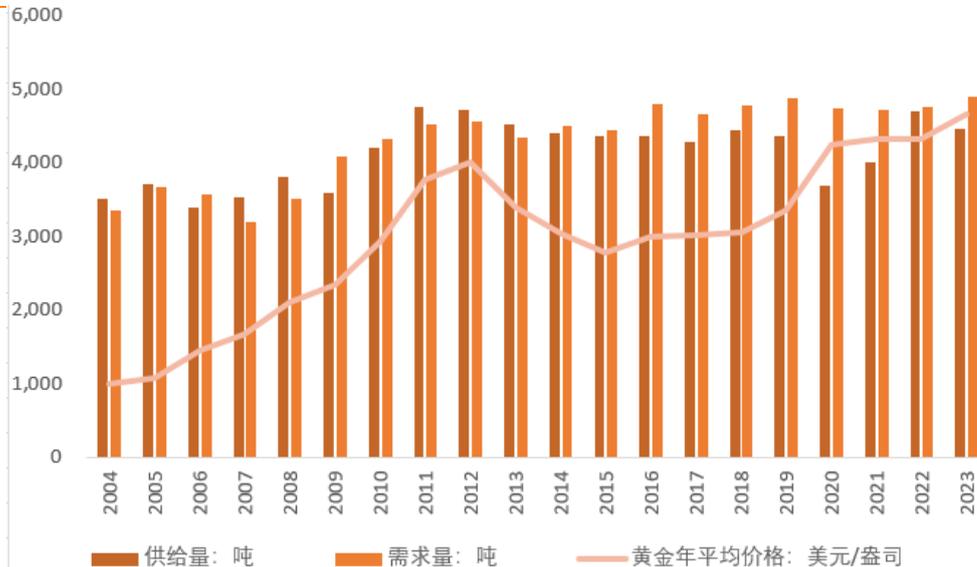


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

3.3. 黄金的商品属性

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

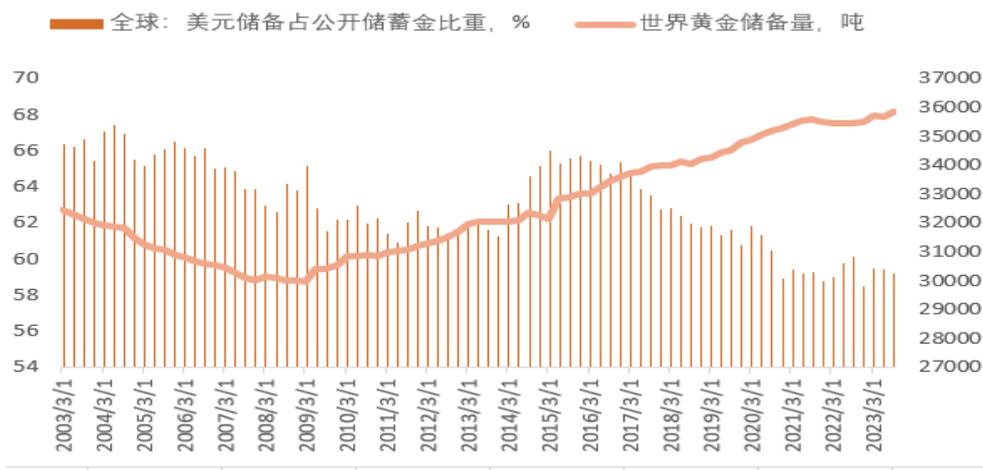
图 29：黄金供需和价格走势的关系



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2020 年以来逆全球化、去美元化思潮加深，各国央行大幅增加购金规模，扩大了黄金在美元体系之外的价值。如果以外汇储备代表美元信用体系的需求，那么黄金储备则代表了美元信用体系之外的需求。2008 年开始，世界黄金储备量逐年增加，世界各地央行加大对黄金的购入，相对应的，美元储备在世界各地的储备占比逐渐降低。长周期来看，黄金价格与美元指数的相关性将会逐渐削弱。国际货币信用体系的变化从量变到质变，过程漫长并且非线性，当前美元在全球市场仍具有主导作用。

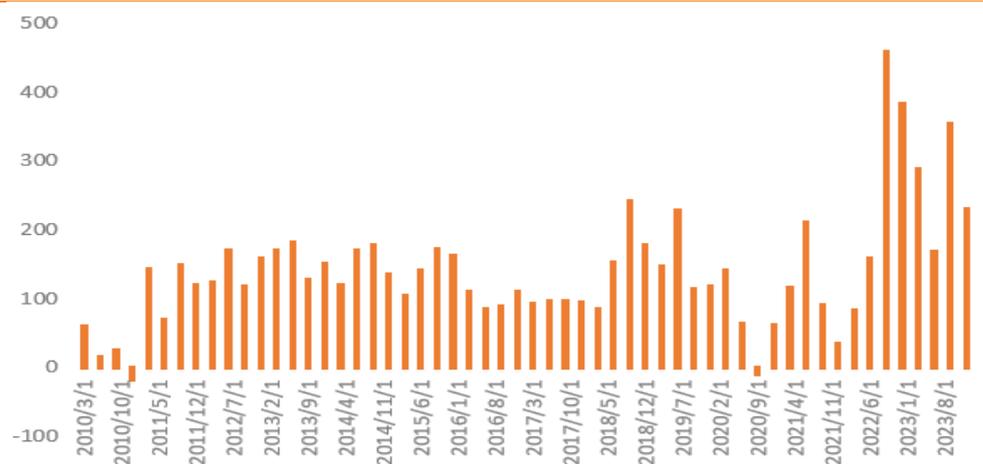
图 30：全球美元储备和黄金储量变化情况



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

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

图 31: 央行季度购金量，吨



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

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

图 32: 全球央行黄金储备和美元储备走出剪刀差



资料来源：WIND，天风证券研究所

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

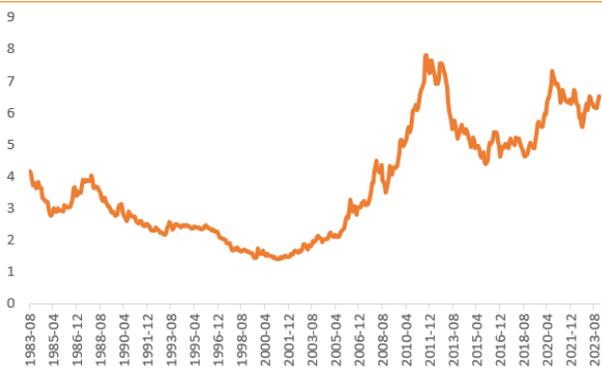
图 33：2022 年以来实际收益率定价模型出现偏差（左轴：美元/盎司；右轴：逆序，%）



资料来源：WIND,天风证券研究所

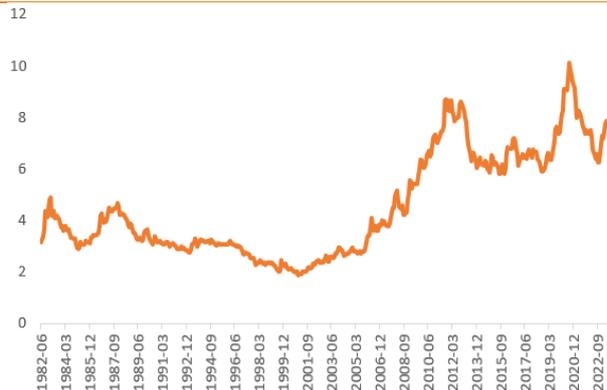
考虑到通胀本身的影响，系数回归至如今消费水平后，黄金可能运行到 2400 美金/盎司以上。我们通过系数回归，意图在于剔除通货膨胀本身对实物资产价格的影响，得到以下结论：黄金本身有周期性，但是长周期的价格基本是趋势向上的，我们希望得到剔除通胀因素后的历史黄金的高点，和它所处的周期所在的位置，我们以 1982=100 的 CPI 和 PPI 数据为定基点，得到黄金和 CPI，PPI 定基系数的修正值，这个数值反映了在历史各阶段除去通胀影响后其他因素对黄金价格趋势的影响。恢复当前通胀水平后，可以得到当下黄金弹性的最高点，参照 2021 年 CPI 定基点的值为 2370.71 美元/盎司，参照 2021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

图 34：黄金和 CPI 定基的修正指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：黄金和 PPI 定基的修正指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 白银和黄金锚点不同

黄金和白银近十年的价格走势趋同，黄金和白银价格上涨的幅度与发生的时间段又存在不同，这些异同点是由黄金和白银的各自属性决定的。黄金金融属性强于商品属性，白银的需求状况更能体现经济发展的趋势。工业领域占据了白银总消耗量的大约 50%。相较之下，2011 年以来黄金在工业领域的应用则不足 10%。这些方面的变化，使得历史上金银的长期替代关系也发生了变化。

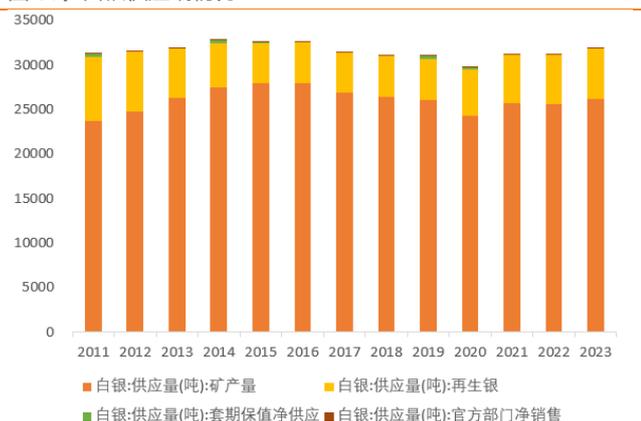
表 10：白银近年来供需偏紧

	白银:供需平衡(吨)	白银:需求量(吨):总计	白银:供应量(吨):总计
2011	1111.00	32516.00	31405.00
2012	947.00	30639.00	31586.00
2013	-977.00	32930.00	31954.00
2014	1315.00	31473.00	32789.00
2015	-150.00	32713.00	32563.00
2016	2076.00	30472.00	32548.00
2017	1601.00	29865.00	31466.00
2018	446.00	30658.00	31104.00
2019	295.00	30794.00	31089.00
2020	1741.00	28053.00	29794.00
2021	-1591.00	32833.00	31242.00
2022	-7393.00	38643.00	31250.00
2023	-4419.00	36298.00	31879.00

资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

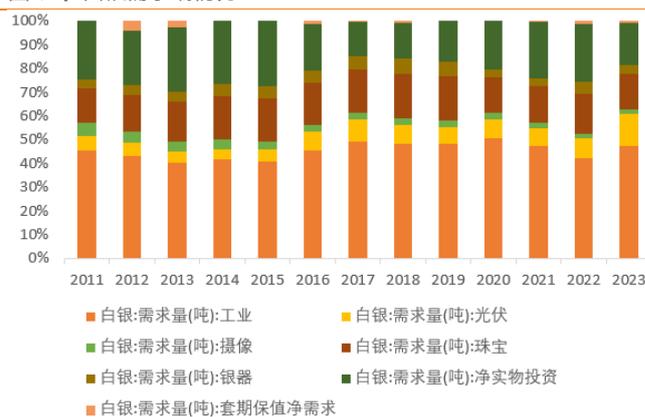
近年来, 白银市场呈现出供需偏紧的态势。主要原因是供应端受限, 包括矿产银产量增长放缓和再生银供应的减少, 矿产银占供给端绝大多数供应量。而需求端, 工业应用占到了总需求的 50%左右, 需求的主要变化来源于工业应用的扩展和投资需求的增加。这些因素共同主导了白银价格的波动。

图 36: 白银供应端情况



资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

图 37: 白银需求端情况



资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

美国 M2 供应量的增加与黄金价格的上涨有很强的正相关性。M2 增长与金银比价呈现负相关性, 即 M2 上升通常导致金银比价降低。这一趋势背后的逻辑在于, 尽管白银和黄金都对货币政策敏感, 但白银的市场规模远小于黄金, 容易受到投机活动以及市场情绪的影响。

图 38: 美国 M2 货币量和现货黄金价格走势



资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

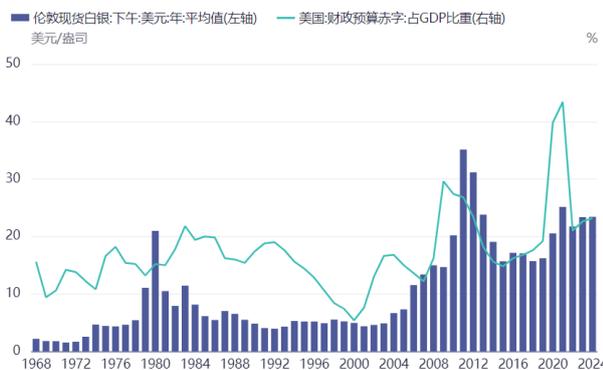
图 39: 美国 M2 货币量和现货白银价格走势



资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

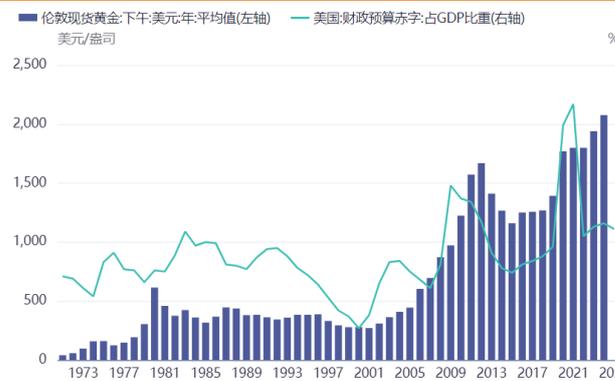
赤字率和金银价格正相关。逻辑是财政赤字率和美指负相关，财政赤字走高则美国经济较差，美元指数走低，金银价格上涨。体现的是贵金属的避险属性，黄金价格和财政赤字率相关系数为 0.65 左右，白银的相关系数在 0.61，说明其和财政赤字有较强烈的正相关性。在货币政策变动时，白银价格的波动性更大，从而影响金银比价。

图 40：美国财政赤字率和现货白银价格走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

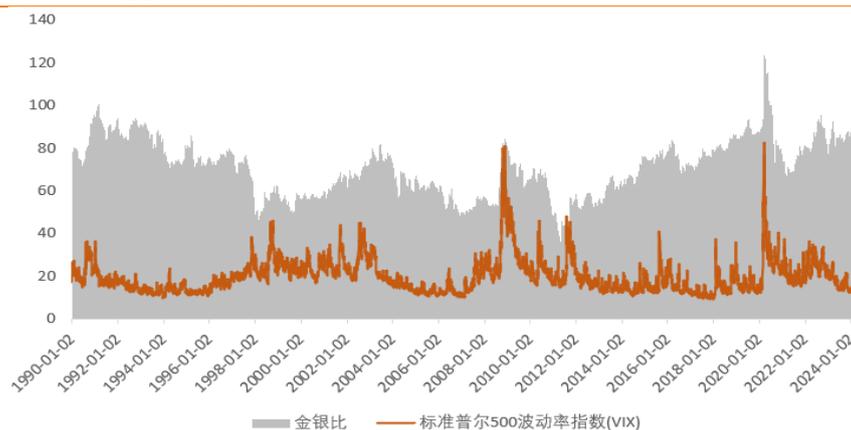
图 41：美国财政赤字率和现货黄金价格走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

标准普尔 500 指数波动率（VIX）与金银比价的相关性同样不高，但能看出 VIX 快速上行往往对应着金银比价走高，而 VIX 快速下行或者位于低位则往往对应着金银比价的回落。VIX 指数走低时，表明市场避险需求较低，市场风险偏好的提升会导致投资者倾向于购买股票类等高收益资产，而对于黄金等避险资产的需求会下降。经济衰退或经济危机时代，波动率指数容易出现剧烈波动并且更易出现极值，特别是在避险需求主导的行情中，市场恐慌情绪会带动波动率上升，黄金价格也倾向于上涨，而波动率的上升也会推升黄金期权价格。例如 2008 年金融危机期间，黄金价格和波动率指数均创出历史新高。

图 42：VIX 指数和金银比



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

3.5. 黄金&白银后市展望

黄金：从时间维度上来看，我们认为本轮黄金上涨大概率处在本轮黄金牛市的前中期，本轮周期可能会结束于美联储降息结束市场开始有加息预期的时刻，届时实际利率可能会上调，本轮上涨周期可能会迎来终结，叠加避险，以及全球央行购金改善边际需求，再考虑历史上美元的降息周期，一般维持 1-3 年，降息幅度超过 500 个基点，我们预计本轮降息周期可能持续两年，黄金的上涨周期也同步，大概率持续到 2026 年末。在黄金价格上涨的时间段，本轮周期开始，伦敦黄金价格每上升 1%，申万三级行业黄金指数上涨 2.23%，黄金股票的弹性更大，收益更高。我们认为黄金企业利润释放时间滞后于商品表

现，因此权益市场与商品市场的表现存在阶段性背离。但随着黄金价格的延续上涨，黄金股资产负债表修复后利润释放将更加顺畅

白银：当前金银比达到 90 左右的历史高点，白银的价格或被显著低估。历史上，金银比超 90 的情况仅出现了几次，通常与特定的地缘政治情况或经济环境有关。例如，1991-1992 年间地缘政治紧张和去年 9 月的降息潮都影响了金银比。从历史角度来看，金银比的平均水平在 40:1-50:1 之间。随着经济活动的逐步恢复和市场情绪的变化，金银比有望得到调整，预示着未来白银价格的潜在上涨空间。

4. 盈利预测

黄金：销量方面，公司聚焦黄金主业，预计随着芒市华盛金矿以及纳米比亚 osino 金矿的投产，公司黄金产销量将迎来大幅提升。结合项目建设进度和公司产量指引，我们假设 2024-2026 年，公司矿产金销量分别为 8/12/13 吨。价格方面，疫情后各国为了刺激经济持续推出宽松政策，释放出的流动性逐步传导到实体经济，导致通胀压力不断上涨，外加地缘性冲突事件频发。目前因为通胀顽固问题导致美联储降息计划被扰动，黄金价格持续走高。我们假设 2024-2026 年，黄金均价在 520 元/克，550 元/克，550 元/克水平运行。成本方面，预计随着通胀水平提升，成本略有上升，我们预测公司 2024-2026 年黄金单位成本在 180 元/克，185 元/克，185 元/克。

白银：销量方面，公司主营矿山玉龙矿山产量常年稳定，黑河银泰旗下东安金矿为国家级绿色矿山，金矿品位为国内已探明最高品位之一，公司未来无新建产能，我们预计 2024-2026 年公司矿产银销量均为 201.5 吨。且白银是更复杂版本黄金，金融属性和工业属性共同对其定价，白银近年来供需情况偏紧，价格持续走高，我们假设 2024-2026 年，白银价格为 7 元/克，7.5 元/克，7.5 元/克。成本方面，预计随着通胀水平提升，成本略有上升，我们预测公司 2024-2026 年白银单位成本在 3.5 元/克，3.6 元/克，3.6 元/克。

表 11：分公司盈利预测，亿元

年份		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合质金	营业收入	27.09	32.99	41.60	66.00	71.50
	营业成本	11.55	12.95	14.40	22.20	24.05
	毛利率	57.37%	60.76%	65.38%	66.36%	66.36%
含银产品	营业收入	6.47	8.97	14.10	15.11	15.11
	营业成本	3.31	4.55	7.05	7.25	7.25
	毛利率	51.16%	50.73%	50.00%	52.02%	52.02%
锌精矿	营业收入	2.46	2.30	2.38	2.55	2.55
	营业成本	1.29	1.39	1.36	1.53	1.53
	毛利率	47.67%	39.58%	42.86%	40.00%	40.00%
铅精矿	营业收入	1.48	1.298	1.5	1.55	1.55
	营业成本	0.76	0.76	0.80	0.80	0.80
	毛利率	48.36%	41.44%	46.67%	48.39%	48.39%
其他	营业收入	46.3	35.50	35	35	35
	营业成本	46.106	35.44	34.93	34.93	34.93
	毛利率	0.43%	0.16%	0.20%	0.20%	0.20%
合计	营业收入	83.82	81.06	94.58	120.21	125.71
	营业成本	63.02	55.08	58.54	66.71	68.56
	毛利率	24.81%	32.05%	38.11%	44.51%	45.46%

资料来源：公司公告，天风证券研究所整理预测

截至 2024 年 6 月 19 日，预测公司 2024-2026 年营业收入 94.58/120.21/125.71 亿元，同比增加 16.69%/27.10%/4.58%。2024-2026 年归母净利润 19.51/30.37/32.57 亿元，同比增加 36.99%/55.63%/7.27%，分别对应 EPS0.70/1.09/1.17 元，分别对应 PE 为 26.54/17.05/15.90 倍。考虑到公司资源禀赋较好、增储扩建潜力大，且公司 PEG 显著低于可比公司均值，给予 2024 年 31PE，对应 PEG1.12，24 年目标价 21.70 元，首次覆盖给

予“买入”评级。

表 12：可比公司估值（截止日期 2024 年 6 月 19 日星期三），（市值，净利润：亿元）

代码	公司	市值（亿元）	净利润（亿元）				PE			CAGR	PEG
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	23-26E	2024E
600547.SH	山东黄金	1144.43	28.91	38.93	52.99	66.16	28.97	21.28	17.04	31.78%	0.91
601899.SH	紫金矿业	4330.81	265.40	263.44	330.97	377.00	16.46	13.10	11.50	12.41%	1.33
600988.SH	赤峰黄金	277.87	8.71	13.71	17.42	20.07	20.31	15.98	13.87	32.08%	0.63
600489.SH	中金黄金	722.73	36.17	36.13	40.66	48.53	19.41	17.25	14.45	10.29%	1.89
002155.SZ	湖南黄金	213.12	4.94	8.05	10.26	11.28	26.41	20.71	18.84	31.68%	0.83
	均值						22.31	17.66	15.14	23.65%	1.12
000975.SZ	银泰黄金	463.71	15.68	19.51	30.37	32.57	26.54	17.05	15.90	27.59%	0.96
	收盘价	16.70									

资料来源：净利润及 PE 来自 Wind 一致预期，天风证券研究所

5. 风险提示

1、金属价格波动风险 公司的主要产品是黄金、银、铅、锌等，各个产品的价格波动会对公司的业绩产生重要影响。金属产品价格受经济环境、供需关系、通货膨胀、美元走势、战争与动乱等多方面因素的影响。公司将持续关注国内外宏观经济形势和政治环境，分析金属价格的走势，制定可行的营销策略，同时利用金融工具对冲价格风险，减少市场价格波动对业绩的影响。

2、安全和环保风险 公司属于资源类采选企业，其生产流程特点决定了公司存在一定安全生产风险、环境污染风险。安全生产是公司发展的根本保证，自然灾害、设备故障、人为失误都会造成安全隐患。公司建立健全了安全生产和环保内部规章制度及管理体系，加大安全生产和环保的投入，并严格按照国家的相关法律法规履行安全生产监督和环保环节的相关程序。公司旗下五座矿山，其中有三座是国家级绿色矿山，一座是省级绿色矿山，践行绿色生产和绿色发展理念。

3、资源管理风险 矿产资源是矿山企业的生命线，从长期来看，有可能存在资源短缺的风险，公司要保持可持续性发展，需要有足够的资源储量作为保障。公司将进一步夯实发展基础，加速找矿进程。内部增加资金投入，加强探矿增储。对外积极实施并购，通过并购重组以及合作等方式与国内外优质矿山开展多种形式的合作，加大矿产资源获取的力度，为公司的可持续发展增加矿产资源储备。

4、测算具有主观性 本文涉及对公司产品的实际产销量等数据的测算，相关假设具有一定主观性，可能与公司实际经营情况存在一定差异，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,873.98	3,030.59	5,273.71	7,533.78	10,483.55	营业收入	8,381.54	8,105.72	9,458.40	12,021.43	12,571.42
应收票据及应收账款	39.81	42.04	52.54	67.67	58.04	营业成本	6,301.96	5,508.23	5,853.80	6,670.69	6,856.45
预付账款	22.09	32.84	27.33	41.23	29.24	营业税金及附加	177.94	211.75	236.46	300.54	314.29
存货	1,359.01	1,484.61	1,442.30	1,893.05	1,535.17	销售费用	3.08	2.26	2.36	3.01	3.14
其他	2,388.02	1,417.51	1,348.93	1,384.65	1,355.04	管理费用	310.82	366.13	425.63	540.96	565.71
流动资产合计	5,682.92	6,007.58	8,144.80	10,920.38	13,461.04	研发费用	0.00	6.27	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	38.32	5.42	69.08	78.75	77.31
固定资产	2,906.29	2,712.87	2,354.06	1,995.26	1,636.45	资产/信用减值损失	(64.53)	0.53	0.00	0.00	0.00
在建工程	247.34	388.17	538.17	688.17	688.17	公允价值变动收益	12.27	(7.22)	(51.49)	0.00	0.00
无形资产	6,571.67	6,447.09	5,888.40	5,329.71	4,771.02	投资净收益	107.66	91.72	90.00	90.00	90.00
其他	758.57	743.23	732.05	727.51	722.96	其他	(121.78)	(176.45)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	10,483.88	10,291.36	9,512.69	8,740.64	7,818.60	营业利润	1,615.81	2,097.09	2,909.58	4,517.49	4,844.52
资产总计	16,166.80	16,298.95	17,657.48	19,661.02	21,279.64	营业外收入	0.48	1.08	1.00	1.00	1.00
短期借款	839.66	210.19	200.00	200.00	200.00	营业外支出	7.19	12.45	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	1,529.57	1,517.38	1,734.73	1,971.21	1,837.93	利润总额	1,609.10	2,085.72	2,890.58	4,498.49	4,825.52
其他	587.90	658.89	758.92	840.37	782.22	所得税	364.85	517.45	722.64	1,124.62	1,206.38
流动负债合计	2,957.13	2,386.46	2,693.66	3,011.58	2,820.15	净利润	1,244.25	1,568.27	2,167.93	3,373.87	3,619.14
长期借款	109.14	64.08	60.00	60.00	60.00	少数股东损益	119.79	143.97	216.79	337.39	361.91
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,124.46	1,424.30	1,951.14	3,036.48	3,257.22
其他	403.34	459.80	450.00	450.00	450.00	每股收益(元)	0.40	0.51	0.70	1.09	1.17
非流动负债合计	512.49	523.88	510.00	510.00	510.00						
负债合计	3,469.62	2,910.34	3,203.66	3,521.58	3,330.15	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1,766.60	1,807.98	1,916.38	2,085.07	2,266.03	成长能力					
股本	2,776.72	2,776.72	2,776.72	2,776.72	2,776.72	营业收入	-7.29%	-3.29%	16.69%	27.10%	4.58%
资本公积	4,431.28	4,431.08	4,431.08	4,431.08	4,431.08	营业利润	-13.36%	29.79%	38.74%	55.26%	7.24%
留存收益	3,692.52	4,339.08	5,314.65	6,832.89	8,461.50	归属于母公司净利润	-11.69%	26.67%	36.99%	55.63%	7.27%
其他	12.26	13.79	15.00	13.68	14.16	获利能力					
股东权益合计	12,679.38	13,368.65	14,453.83	16,139.44	17,949.49	毛利率	24.81%	32.05%	38.11%	44.51%	45.46%
负债和股东权益总计	16,166.80	16,298.95	17,657.48	19,661.02	21,279.64	净利率	13.42%	17.57%	20.63%	25.26%	25.91%
						ROE	10.30%	12.32%	15.56%	21.61%	20.77%
						ROIC	13.82%	16.63%	23.82%	41.48%	47.69%
						偿债能力					
						资产负债率	21.57%	17.98%	18.14%	17.91%	15.65%
						净负债率	-6.85%	-19.80%	-33.65%	-44.14%	-56.12%
						流动比率	1.91	2.50	3.02	3.63	4.77
						速动比率	1.45	1.88	2.49	3.00	4.23
						营运能力					
						应收账款周转率	210.09	198.06	200.00	200.00	200.00
						存货周转率	7.02	5.70	6.46	7.21	7.33
						总资产周转率	0.52	0.50	0.56	0.64	0.61
						每股指标(元)					
						每股收益	0.40	0.51	0.70	1.09	1.17
						每股经营现金流	0.72	0.79	1.20	1.47	1.71
						每股净资产	3.93	4.16	4.52	5.06	5.65
						估值比率					
						市盈率	46.05	36.36	26.54	17.05	15.90
						市净率	4.75	4.48	4.13	3.68	3.30
						EV/EBITDA	10.15	12.99	12.21	8.25	7.31
						EV/EBIT	17.13	18.78	15.97	9.89	8.68

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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