

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.10
总股本/流通股本(亿股)	27.77 / 24.87
总市值/流通市值(亿元)	447 / 400
52周内最高/最低价	20.75 / 11.57
资产负债率(%)	18.0%
市盈率	31.39
第一大股东	山东黄金矿业股份有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340124050015
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

银泰黄金(000975)

战略规划确立增长蓝图，全球化布局蓄势待发

● 投资要点

背靠山东国资，发展纲要奠定增长基调。银泰黄金股份有限公司自1999年成立以来，逐步转向专业的黄金矿产提供商，并在2023年由山东黄金控股，完成向国有控股的转身。公司在其《发展战略规划纲要》为投资者描绘了一个清晰的增长蓝图：即2025年末，计划实现矿产金产量达到12吨，金资源量及储量达到240吨。到2026年末，计划矿产金产量达到15吨，金资源量及储量达到300吨。到2028年末，计划矿产金产量达到22吨，金资源量及储量达到500吨。2030年末，计划矿产金产量达到28吨，金资源量及储量达到600吨以上。发展纲要奠定增长基调，增强投资者长期信心。

成本优势领先行业，金价上行业绩更上一层楼。银泰黄金成本控制能力强，矿产金盈利能力遥遥领先同业。我们选取了2021年-2023年赤峰黄金，山东黄金和紫金矿业的矿产金业务作为对比，银泰黄金的矿产金单位成本显著优于同业，2021-2023年分别为145、168、176元/克，矿产金毛利率分别为60%、57%、61%。公司保持低成本高盈利得益于其下拥有的金矿资源多为大型且品位较高的矿山，一方面开采效率较高降低了单位矿产金的生产成本，另一方面公司持续通过技术创新和设备升级提高资源利用率和生产效率。随着公司矿产金产量的稳步增长，规模效应预计逐渐显现，单位成本有望在后续继续降低。随着金价上行趋势逐渐打开，公司较低的单位成本有望帮助其业绩快速释放。

资源储量优势明显，拟收购Twin Hills金矿打开成长空间。公司2023年年报披露，公司总计探明+控制+推测金资源量146.66吨，储量78.67吨。白银资源量8018.82吨，储量952.51吨。公司拟收购Twin Hills金矿，成长空间逐渐打开，Osino的主要矿权包括位于纳米比亚的Twin Hills项目采矿权和Ondundu项目探矿权。Twin Hills项目拥有金储量66.86吨，品位1.04克/吨(2023年5月)；金资源量99.21吨，品位1.09克/吨(2023年3月)。Ondundu项目拥有推断资源量27.99吨黄金，品位1.13克/吨。如果收购顺利完成，将会显著提升银泰黄金的资源储备，为后续的产量提升打下坚实基础。

盈利预测：我们预计2024-2026年，公司营业收入为93.59/98.06/101.61亿元，YOY为15.46%/4.77%/3.62%，归母净利润为22.00/22.77/25.70亿元，YOY为54.49%/3.49%/12.89%，对应PE为20.32/19.63/17.39，维持“买入”评级。

● 风险提示：

美国经济超预期，美联储降息节奏不及预期，公司项目进度不及预期，公司中小股东减持风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8106	9359	9806	10161
增长率(%)	-3.29	15.46	4.77	3.62
EBITDA(百万元)	2977.08	4177.77	4470.19	4708.90
归属母公司净利润(百万元)	1424.30	2200.37	2277.08	2570.48
增长率(%)	26.79	54.49	3.49	12.89
EPS(元/股)	0.51	0.79	0.82	0.93
市盈率(P/E)	31.39	20.32	19.63	17.39
市净率(P/B)	3.87	3.56	3.29	3.03
EV/EBITDA	13.11	10.17	9.14	8.27

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 背靠山东国资，资源储备优渥	5
1.1 山东黄金控股，转向国资平台	5
1.2 发展纲要指定增储增产目标，未来发展空间广阔	7
1.3 成本优势领先行业，金价上行业绩更上一层楼	8
2 资源储量优势明显	10
2.1 黑河洛克（权益 100%）	10
2.2 吉林板庙子（权益 95%）	11
2.3 青海大柴旦（权益 90%）	12
2.4 华盛金矿（权益 60%）	12
2.5 玉龙矿业（权益 76.67%）	13
2.6 拟收购 Twin Hills 金矿，全球化第一步	13
3 上行趋势不改，黄金大时代来临	15
3.1 央行购金预计长期持续，中国央行暂停购金为暂时扰动	15
3.2 美国信用货币体系式微，赤字率上行	16
3.3 降息周期有望开启，交易盘入场有望加速黄金涨势	18
4 盈利预测与投资建议	20
5 风险提示	21

图表目录

图表 1: 银泰黄金发展历程.....	5
图表 2: 银泰黄金股权结构图.....	7
图表 3: 银泰黄金主营收入构成图 (单位: 亿元)	8
图表 4: 银泰黄金毛利构成图 (单位: 亿元)	8
图表 5: 银泰黄金营业总收入.....	8
图表 6: 银泰黄金归母净利润.....	8
图表 7: 同行业公司黄金单位成本比较 (单位: 元/g)	9
图表 8: 同行业公司黄金毛利率比较 (单位: %)	9
图表 9: 公司黄金资源量和储量数据.....	10
图表 10: 公司白银资源量和储量数据.....	10
图表 11: 黑河洛克矿产金产量.....	11
图表 12: 黑河洛克净利润.....	11
图表 13: 吉林板庙子矿产金产量.....	11
图表 14: 吉林板庙子净利润.....	11
图表 15: 青海大柴旦矿产金产量.....	12
图表 16: 青海大柴旦净利润.....	12
图表 17: 玉龙矿业矿产银产量.....	13
图表 18: 玉龙矿业净利润.....	13
图表 19: Twin Hills 金矿储量为 66.86 吨.....	14
图表 20: 中国央行黄金储备占比相对依然较低 (数据更新时间为 2024 年 4 月)	15
图表 21: 央行停止购金后, 伦敦金价格存在不同程度的走高	15
图表 22: 央行停止购金后, 伦敦金价格存在不同程度的走高	16
图表 23: 60 年代末的高赤字率击溃了布雷顿森林体系.....	17
图表 24: 黄金与赤字率长期的同向关系	17
图表 25: 美国财政支出预算估计 (单位: 十亿美元)	17
图表 26: 央行购金持续.....	17
图表 27: 美元指数在高位, 但是美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平.....	18
图表 28: 本轮上涨交易资金未入局, 降息后或加速涨势	19
图表 29: 长期来看交易盘会在降息开始后入场	19
图表 30: 非农服务业临时工就业同比连续为负, 或隐含经济在衰退.....	19
图表 31: 盈利预测表.....	20

1 背靠山东国资，资源储备优渥

1.1 山东黄金控股，转向国资平台

银泰黄金股份有限公司自1999年成立以来，逐步转向专业的黄金矿产提供商，并在2023年完成向国有控股的转身。

银泰黄金的简要发展历程时间线如下：

图表1：银泰黄金发展历程



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1. 1999年 - 公司成立，最初以水利发电为主营业务。
2. 2002年 - 主营业务转变为城市公用事业的投资和管理。
3. 2007年 - 第一大股东变更为中国银泰投资有限公司，公司开始向能源领域及矿产资源行业转型。
4. 2013年 - 完成重大资产重组，收购内蒙古玉龙矿业，主营业务转变为有色金属采选，公司更名为“银泰资源股份有限公司”。

5. 2016年 - 联合其他股东设立上海盛蔚平台公司,收购了加拿大黄金生产和勘探商埃尔拉多黄金公司位于中国境内的黄金矿山资源,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,具体包括4个采矿权和9个探矿权,黄金储量丰富,品位普遍较高。

6. 2018年 - 向上海盛蔚股东发行股份购买其持有的上海盛蔚股权,实现对上海盛蔚100%的控股。

7. 2019年 - 公司更名为银泰黄金股份有限公司,主营业务变更为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易。

8. 2021年 - 收购芒市华盛金矿60%股份,黄金资源储量进一步增加。

9. 2023年 - 山东黄金通过协议转让方式收购中国银泰投资有限公司及沈国军持有的银泰黄金股份,成为银泰黄金的控股股东,银泰黄金实际控制人变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

10. 2024年 - 宣布以约3.68亿加元的对价收购Osino公司的100%股权,从而收购Twin Hills金矿项目(黄金资源量99.21吨,黄金储量66.86吨)。

山东黄金于2023年宣布收购银泰黄金,最终实现了控股银泰黄金,银泰黄金自此转向国资平台:

1. 初步收购计划:2023年1月19日,山东黄金发布公告,宣布计划通过协议转让方式收购中国银泰投资有限公司(中国银泰)和沈国军所持银泰黄金的股份。计划收购的股份总数为5.81亿股,占银泰黄金总股本的20.93%,转让价格为127.6亿元人民币。

2. 增持股份:在2023年4月27日至6月30日期间,山东黄金通过二级市场集中竞价交易增持了银泰黄金的股份,增持股份总数为6021.71万股,占银泰黄金总股本的约2.169%。

3. 完成控制权收购:2023年7月20日,山东黄金宣布已经收到中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》,完成了对银泰黄金控制权的收购。此时,山东黄金持有银泰黄金6.41亿股股份,占银泰黄金总股本的23.099%,成为银泰黄金的控股股东。

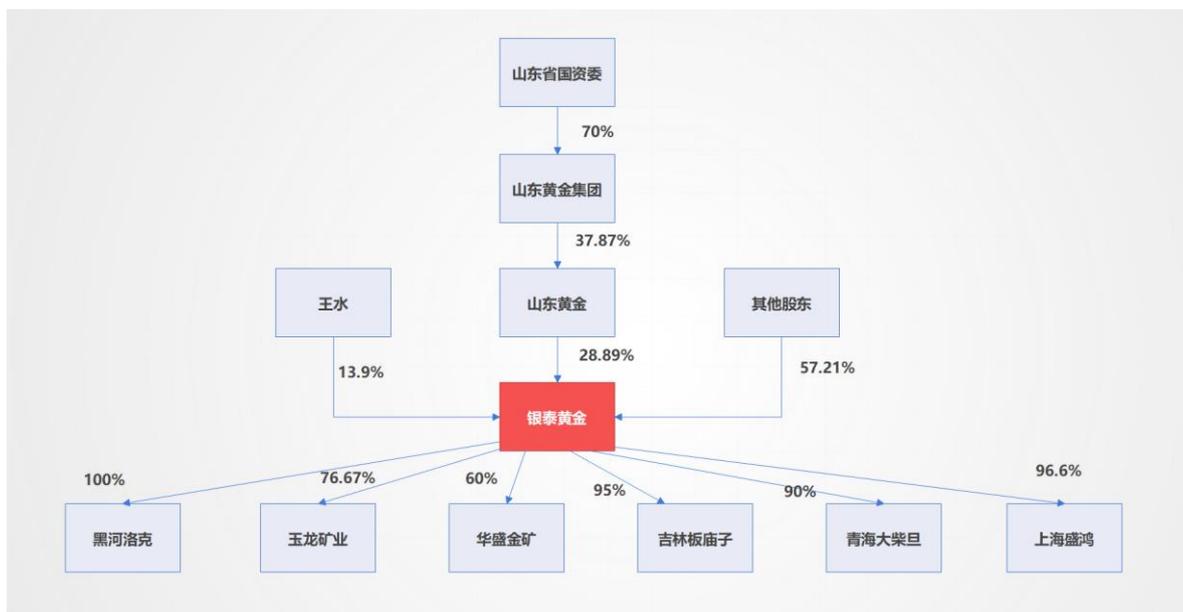
4. 后续增持计划:2023年11月16日,山东黄金宣布计划在未来6个月内继续通过二级市场集中竞价的方式增持银泰黄金股份,增持金额不低于12.88亿元人民币,不超过25.76亿元人民币,增持价格上限不超过每股19.04元人民币。

5. 最终持股比例:通过上述的增持过程,山东黄金最终持有银泰黄金的股份比例在2023年底达到了28.89%。

山东黄金通过上述一系列的股份收购和增持行动,逐步增强了对银泰黄金的控制力度,最终实现了控股。控股之后,两个上市公司之间有望实现优势互补,发挥协同效应,整体促进山东黄金和银泰黄金发展的质量提升。目前银泰黄金第一大股东为山东黄金,而山东黄金实际控制人为山东省国资委,故银泰黄金由民营企业转变为国有企业。

子公司方面,银泰黄金旗下拥有玉龙矿业(控股76.67%)、黑河洛克(控股100%)、吉林板庙子(控股95%)、青海大柴旦(控股90%)和华盛金矿(控股60%)。除此之外,银泰黄金还控股一家贸易公司,即上海盛鸿,上海盛鸿以贵金属和有色金属贸易为主业,主要为客户提供购销渠道、风险管理、贸易融资等服务。

图表2：银泰黄金股权结构图



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 发展纲要指定增储增产目标，未来发展空间广阔

银泰黄金在其《发展战略规划纲要》中明确提出了一系列增储增产的目标，为投资者描绘了一个清晰的增长蓝图：

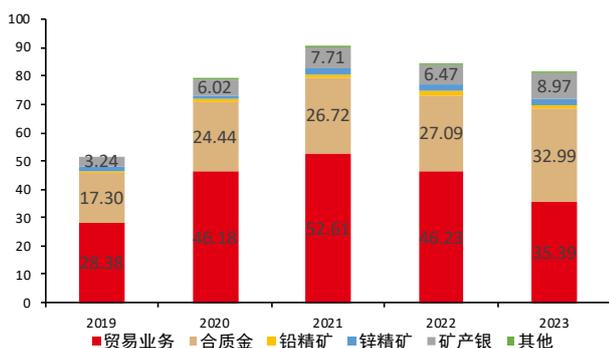
1. 两年规划目标：到“十四五”末（即 2025 年末），银泰黄金计划实现矿产金产量达到 12 吨，金资源量及储量达到 240 吨。
2. 三年规划目标：到 2026 年末，计划矿产金产量达到 15 吨，金资源量及储量达到 300 吨。
3. 五年规划目标：到 2028 年末，计划矿产金产量达到 22 吨，金资源量及储量达到 500 吨。
4. 七年规划目标：到“十五五”末（即 2030 年末），计划矿产金产量达到 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上。

银泰黄金未来具备较强的增长动能。内生增长动力来自于现有资产储备的优渥，公司现有资源储备丰富且仍有增量空间，截至 2023 年底，银泰黄金保有探明+控制+推测金金属量达到 146.66 吨，这为公司未来产量的增长提供了坚实的基础，公司在现有矿山的探矿增储工作中也取得了显著成果，例如玉龙矿业 1118 高地金属矿补勘项目顺利通过评审备案，青海大柴旦青龙沟金矿采矿权证（扩大矿区范围）已经办理完成等，这些成果将进一步提升公司的资源储备；外生增长方面，公司积极推进海外资源并购，2024 年 2 月，公司计划通过收购加拿大 Osino Resources Corp.，从而间接控制纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目，海外并购将为公司的资源储备和产量增长提供新的增量，银泰黄金行业较低的负债率有望支撑其在海外并购方面大展拳脚；同时在公司技术与管理方面存在优势，公司在矿山的数字化管理水平和安全环保管理水平在国内处于领先地位，这有助于提高资源开发效率和降低生产成本，从而增强公司的竞争力。

1.3 成本优势领先行业，金价上行业绩更上一层楼

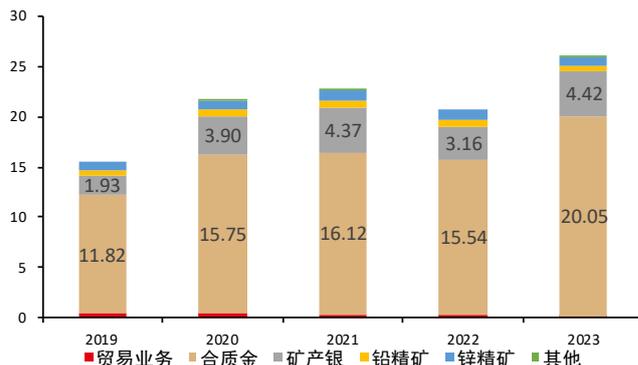
合质金和矿产银贡献公司主要盈利来源。公司收入结构来看，近年来公司贸易戏份逐渐减少，合质金和矿产银的比重逐渐提升。从毛利结构来看，2023年合质金板块毛利为20.05亿元，占比77%，与矿产银合计24.47亿元，占比超过94%。

图表3：银泰黄金主营收入构成图（单位：亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

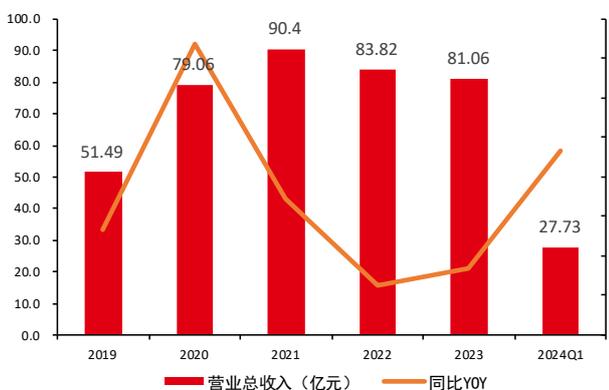
图表4：银泰黄金毛利构成图（单位：亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

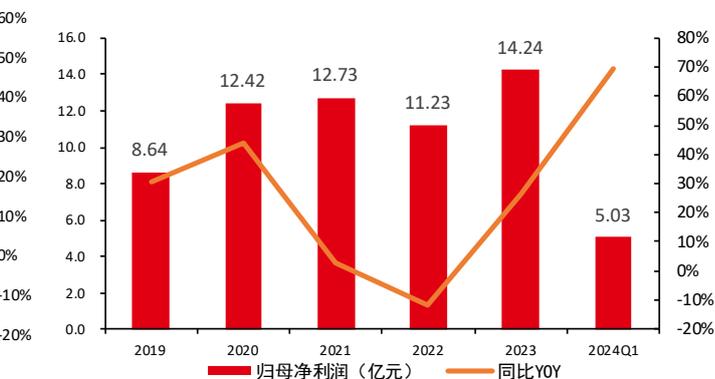
主要盈利来源为黄金，利润受到金价影响呈现波动情形。2022年，由于美联储加息预期浓烈，金价下行趋势明显，叠加吉林板庙子受疫情影响停产，严重影响销量。同时青海大柴旦选厂磨机筒体人孔盖附近意外开裂，导致下半年两个月停产；玉龙矿业受北京冬奥会、冬残奥会影响，无法采购炸药，导致金、银销售量出现下滑。2023年，金价稳定上行，公司产量稳定，业绩便实现了大幅度增长，2023年归母净利润为14.24亿元，同比26.79%，2024Q1，金价继续上行，公司业绩集中释放，2024Q1归母净利润为5.03亿元，同比69.73%，2024Q2随着金价的进一步提升，预计公司利润仍有上行空间。

图表5：银泰黄金营业总收入



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：银泰黄金归母净利润

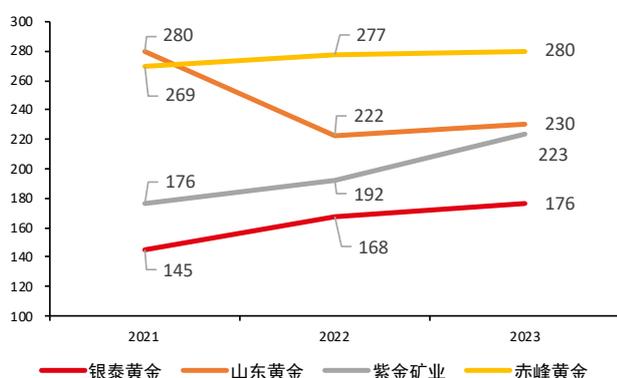


资料来源：Wind，中邮证券研究所

银泰黄金成本控制能力强，矿产金盈利能力遥遥领先同业。我们选取了2021年-2023年赤峰黄金，山东黄金和紫金矿业的矿产金业务作为对比，银泰黄金的矿产金单位成本显著优于同业，2021-2023年分别为145、168、176元/克，成本逐渐上行的原因为公司产量受到一定扰动摊高了固定成本部分，但总体的克成本以及毛利率水平在同业公司的对比中依然有较大领先。2021-2023年银泰黄金矿产金毛利率分别为60%、57%、61%。

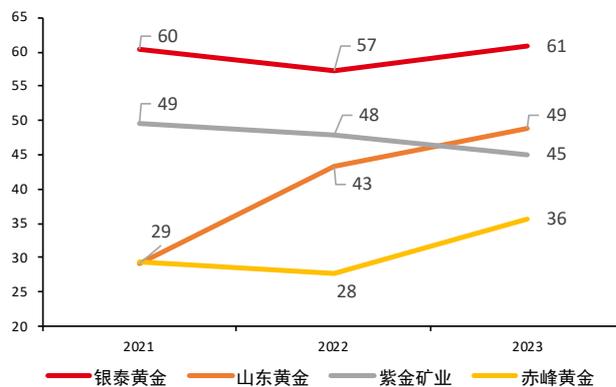
公司保持低成本高盈利得益于其下拥有的金矿资源多为大型且品位较高的矿山，一方面开采效率较高降低了单位矿产金的生产成本，另一方面公司持续通过技术创新和设备升级提高资源利用率和生产效率。随着公司矿产金产量的稳步增长，规模效应预计逐渐显现，单位成本有望在后续继续降低。

图表7：同行业公司黄金单位成本比较（单位：元/g）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：同行业公司黄金毛利率比较（单位：%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 资源储量优势明显

公司 2023 年年报披露，目前公司总计探明+控制+推测金资源量 146.66 吨，储量 78.67 吨。白银资源量 8018.82 吨，储量 952.51 吨。

公司拟收购的 Osino 的主要矿权包括位于纳米比亚的 Twin Hills 项目采矿权和 Ondundu 项目探矿权。Twin Hills 项目拥有金储量 66.86 吨，品位 1.04 克/吨（2023 年 5 月）；金资源量 99.21 吨，品位 1.09 克/吨（2023 年 3 月）。Ondundu 项目拥有推断资源量 27.99 吨黄金，品位 1.13 克/吨。如果收购顺利完成，将会显著提升银泰黄金的资源储备，为后续的生产提升打下坚实基础。

图表9：公司黄金资源量和储量数据

矿山名称	主要品种	资源量							储量				
		探明	控制	探明及控制	推断	总体	品位	黄金金属量 (100%基准)	证实	可信	总计	品位	黄金金属量 (100%基准)
		(Mt)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	克/吨	(t)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	克/吨	(t)
吉林板庙子	金	4.17	0.42	4.58	1.97	6.55	3.83	25.09	3.35	0.29	3.64	4.03	14.64
华盛金矿	金	2.93	7.40	10.33	7.37	17.71	1.65	29.23	2.62	6.28	8.90	2.18	19.40
黑河洛克	金	1.26	0.89	2.15	0.47	2.62	4.99	13.05	0.84	0.32	1.16	5.90	6.85
青海大柴旦	金	1.37	8.25	9.62	7.23	16.85	4.60	77.54	1.37	6.64	8.02	4.71	37.78
玉龙矿业	金				1.81	1.81	0.97	1.75					
合计		9.74	16.69	26.69	18.85	45.54	3.22	146.66	8.19	13.53	21.72	3.62	78.67

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表10：公司白银资源量和储量数据

矿山名称	资源量	资源量					储量				
		控制	探明及控制	推断	总体	银金属量 (100%基准)	证实	可信	总计	银金属量 (100%基准)	
		(Mt)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	(t)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	(t)	
黑河洛克	1.26	0.89	2.15	0.47	2.62	161.92	0.84	0.32	1.16	88.98	
玉龙矿业	8.51	28.09	36.60	32.46	69.06	7,856.90	0.72	4.90	5.63	863.53	
合计	9.78	28.98	38.75	32.93	71.68	8,018.82	1.57	5.22	6.79	952.51	

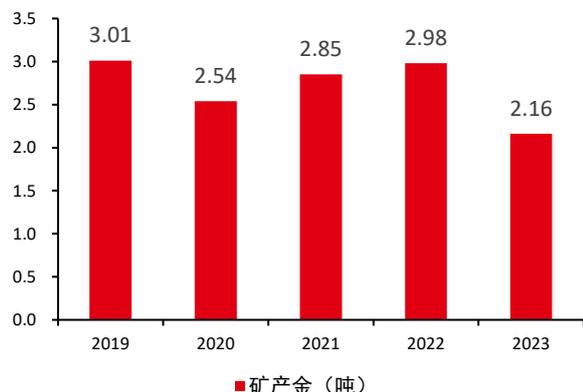
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1 黑河洛克（权益 100%）

黑河洛克矿业开发有限责任公司拥有东安金矿的采矿权，位于中国黑龙江省黑河市逊克县边疆镇六丘。主要开采矿种为金、银矿，具有可采经济价值的矿石总储量为 276.6 万吨，是黑龙江省已探明储量最为丰富的金矿之一，是国内已探明的高品位金矿之一，具有较高的金和银的伴生品位。截至 2023 年底，黑河洛克保有的资源量矿石量 261.7 万吨，金金属量 13.05 吨，银金属量 161.92 吨。黑河洛克矿作为银泰资源的重要资产，凭借其丰富的矿石储量和高品位的矿石，已成为公司盈利能力的重要来源。

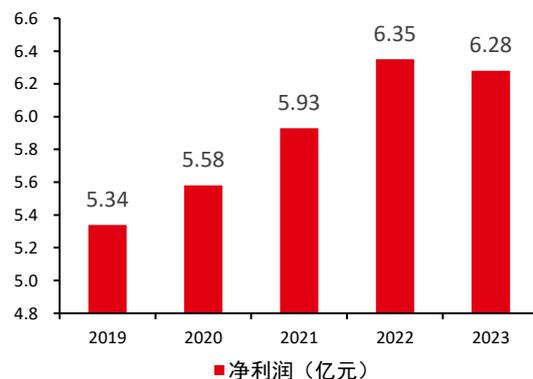
2023 年黑河洛克产金 2.16 吨，贡献 6.28 亿净利润。

图表11：黑河洛克矿产金产量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表12：黑河洛克净利润



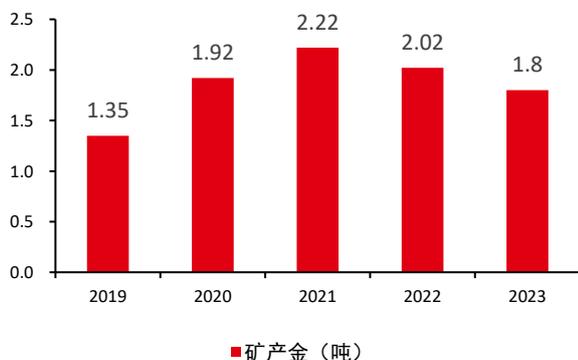
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 吉林板庙子 (权益 95%)

吉林板庙子矿业位于中国吉林省白山市浑江区，距离市区仅 8 公里。主要从事金矿勘探、地下开采、黄金选冶、黄金矿产品销售，其主要产品为低银合质金。项目采用国际领先的生产工艺，包括三维圈定矿体、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。板庙子矿业在矿山行业中实现了多项创新，如远程遥控铲运机采场出矿、电子数码雷管的使用、基于动态假底的井筒支护新工艺等，于 2020 年被自然资源部评选为“国家级绿色矿山”。截至 2023 年末，吉林板庙子金英金矿保有资源量为矿石量 655.4 万吨，金金属量 25.09 吨。吉林板庙子矿业作为银泰黄金集团的重要组成部分，不仅在生产技术和工艺上处于行业领先地位，而且在环保和社会责任方面也展现出了良好的企业形象。通过不断的技术创新和优化管理，公司正朝着成为国内外领先的现代化矿山企业的目标稳步前进。

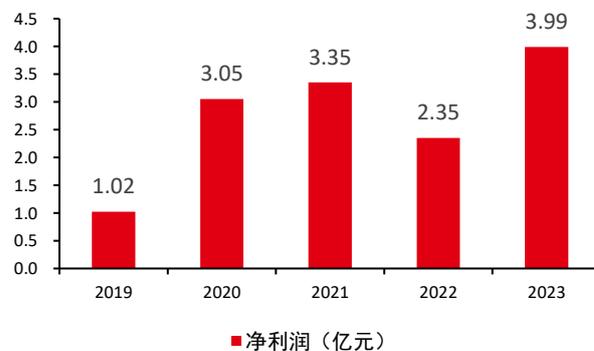
2023 年吉林板庙子产金 1.8 吨，贡献 3.99 亿净利润。

图表13：吉林板庙子矿产金产量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表14：吉林板庙子净利润



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 青海大柴旦（权益 90%）

青海大柴旦矿区是银泰黄金重要的黄金矿产资源，位于青海省海西州大柴旦行委，地处柴达木盆地北缘的昆仑山、阿尔金山和祁连山之间。该矿区运用 Surpac、Minesight、Maptek I-Site Studio 等三维软件构建了四细化系统平台，实现地质、测量、采矿之间的数据共享，使用阿特拉斯 282 凿岩台车、山特维克 DL2720 中深孔台车、无人遥控铲、反井钻机等国内外先进机械设备，采用“PLC”控制系统，选矿回收率超过绿色矿山金矿指标要求。青海大柴旦拥有青龙沟金矿、滩间山金矿两个采矿权，以及多个探矿权。截至 2023 年底，青海大柴旦保有资源量矿石量 1684.9 万吨，金金属量 77.54 吨。青海大柴旦矿区是银泰黄金的重要资产，具有显著的资源储量优势和生产能力。通过不断的技术创新和探矿增储，矿区有望为公司带来更大的增长潜力和经济效益。

2023 年青海大柴旦矿产金产量为 3.05 吨，相较 2022 年有大幅度提高，净利润达到 5.81 亿元。目前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，未来青海大柴旦的储量和产量有望持续提升。

图表15：青海大柴旦矿产金产量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表16：青海大柴旦净利润



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.4 华盛金矿（权益 60%）

华盛金矿，即芒市华盛金矿开发有限公司，是银泰黄金通过并购获得的重要黄金矿产资源，于 2021 年收购其 60% 股权。公司旨在通过此次收购快速获得优质黄金资源，提高公司的黄金资源储备。华盛金矿位于云南省德宏州芒市三台乡，目前拥有采矿权面积 0.6338 平方公里，采矿权内有果园、麦窝坝两个矿段。截止 2023 年底，芒市金矿保有矿石总资源量 1770.8 万吨，金金属量 29.23 吨，Au 平均品位 1.65 克/吨，储量 19.40 吨。

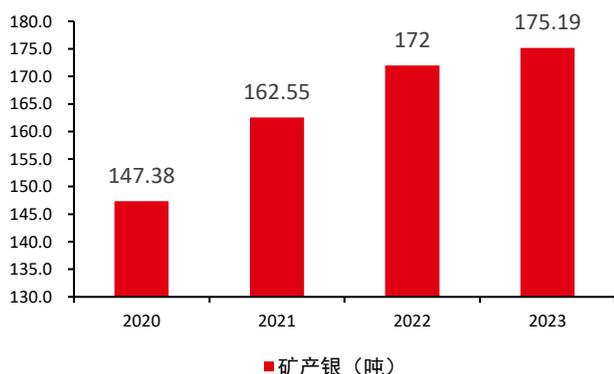
目前华盛金矿仍在办理 120 万吨的资源储量评审备案工作，根据 2023 年 8 月 1 日试行的《固体矿产资源储量核实报告编写规范》要求，华盛金矿提交的资源储量核实报告在章节和内容上都发生较大变化，需要修改并重新提交。

2.5 玉龙矿业（权益 76.67%）

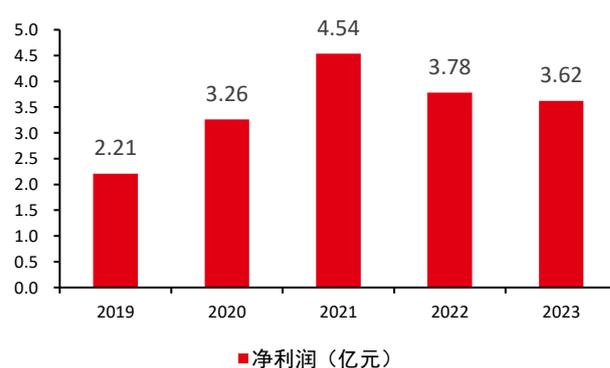
玉龙矿业也是银泰黄金的重要资产之一，主要从事银、铅、锌等有色金属的采选与销售，银泰黄金持有其 76.67% 的股份。玉龙矿业拥有两处采矿权和四处探矿权。采矿权对应的西乌珠穆沁旗花敖包特银铅矿的保有矿石储量、银金属量、铅金属量、锌金属量均达到大型矿山标准。玉龙矿业的资源储量丰富，其花敖包特银铅矿采矿权证内的勘探投入主要用于资源量加密升级，为采矿开拓提供保障。矿区处在大兴安岭有色金属成矿带和华北地区北缘多金属成矿带，具备了产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件。玉龙矿业拥有强大的生产能力，其选矿厂经过技术改造后产能大幅提升，2021 年已扩建至 3000 吨选矿产能，叠加原有的 2000 吨选矿产能，总产能达到 5000 吨，并且通过技术改造，提高了资源的综合利用效率，规划改造 1400 吨/日选矿生产系统，转变为可以综合回收铅锌银、伴生铜等金属的生产系统。玉龙矿业作为银泰黄金的重要组成部分，其稳健的运营和丰富的资源储量为银泰黄金的长期发展提供了坚实的基础。

玉龙矿业矿产银产量逐年稳步攀升，2022 年矿产银产量为 172 吨，2023 年提升至 175 吨，2023 年净利润为 3.62 亿元。

图表17：玉龙矿业矿产银产量



图表18：玉龙矿业净利润



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.6 拟收购 Twin Hills 金矿，全球化第一步

2024 年 2 月，银泰黄金发布公告，拟以 3.68 亿加元收购 Osino Resources Corp. 100% 股权，从而获得 Twin Hills 金矿项目。Twin Hills 金矿项目位于纳米比亚，项目已经完成了建设用地的购买，并计划在 2024 年 7 月启动项目建设工作，预计于 2026 年投产。

根据 Osino Resources Corp. 公布的最新 43-101 标准报告，Twin Hills 金矿项目的资源量为 99.21 吨，平均品位 1.09 克/吨，黄金储量 66.86 吨，平均品位 1.04 克/吨。此外，该项目的增持潜力同样巨大，Osino 还拥有 Twin Hills 项目西北 130 公里处的 Ondundu 金矿探矿权，其在 0.5 克/吨边界品位以上拥有推断资源量 0.9 百万盎司（约 27.99 吨）黄金，品位为 1.13 克/吨。Ondundu 金矿项目为探矿权，归属 Damara 造山带中北部变质带，下部岩性以大理岩为主，上部为浊积岩（砂岩-泥岩）。构造变形强烈，该带磁性表现为正异常，矿石中多含有

磁黄铁矿。近年，在 Ondundu 金矿项目北东向 35 公里处，新发现 Eureka 远景区，钻孔 ORD005 见矿 47 米@5.92 克/吨，为下一步重点探矿增储区域。

根据 Twin Hills 金矿项目 2023 年 6 月公布的 Lycopodium 编制的可行性研究报告（以下简称“2023 年 6 月可研”），选厂设计产能为 500 万吨/年，建设性资本开支为 3.65 亿美元，计划生产 13 年，露天采矿，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 16.2 万盎司（约 5.04 吨），全维持性成本为 1,011 美元/盎司。

Osino 在纳米比亚的全资下属公司 Osino Gold 于 2023 年 3 月 15 日取得《238 号采矿证》，并于 2023 年 2 月 13 日取得金矿开采所需的《环境许可证书》（自 2022 年 11 月 3 日生效，生效期为 3 年）。

Twin Hills 金矿项目已经完成了建设用地的购买，计划在 2024 年 7 月启动项目建设工作，并于 2026 年投产。公司收购 Twin Hills 金矿项目后，将对项目的建设、投产时间、产量做进一步的优化，推进项目按时完成建设并投产。

Twin Hills 金矿是银泰黄金的第一个海外项目，符合公司发展战略规划，有助于进一步丰富公司的黄金资源储备。预计金矿投产后将显著提升银泰黄金的矿产金产量，项目的实施将为公司带来新的增长点，助力公司实现其矿产金产量的规划目标。

图表19: Twin Hills 金矿储量为 66.86 吨

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

3 上行趋势不改，黄金大时代来临

黄金大时代来临，上行趋势可能延续。2024 年黄金虽然已经录得较大的涨幅，但是我们认为本轮的上涨还未结束，影响黄金价格的本质是美国政府的赤字率，随着美国经济的逐渐转弱，以及全球地缘政治局面的紧张，我们认为美国赤字率的上行趋势可能带动黄金的继续上涨。详细行业观点见我们之前发布的《贵金属八问八答：黄金牛市或还将继续》。

3.1 央行购金预计长期持续，中国央行暂停购金为暂时扰动

2024 年 5 月中国央行停止购金引发了黄金市场的波动，我们认为该因素为短期扰动。

从长期来看，中国目前的外汇储备中，黄金占比为 5%左右，相比美国、德国以及其他欧洲国家依然有较大的差距，未来继续购入黄金的空间依然较大。

图表20：中国央行黄金储备占比相对依然较低（数据更新时间为 2024 年 4 月）

国家	黄金储备（吨）	外汇储备占比
美国	8,133.5	72.3%
德国	3,351.9	71.6%
IMF	2,814.0	-
意大利	2,451.8	68.6%
法国	2,437.0	69.8%
俄罗斯	2,335.9	29.1%
中国大陆	2,264.3	4.9%
瑞士	1,040.0	8.7%
日本	846.0	4.9%
印度	827.7	9.5%

资料来源：世界黄金协会，中邮证券研究所

图表21：央行停止购金后，伦敦金价格存在不同程度的走高



资料来源：Wind，中邮证券研究所

历史上来看，中国央行停止购金后往往伴随黄金价格的趋势性上涨，而并非市场担忧的行情转向。从历史上来看，中国央行对于黄金的择时胜率非常高，在 2002 年、2009 年、2019 年以及 2022 年，在中国央行停止增持黄金之后，金价都有不同程度的趋势性上涨行情，因此可以在一定程度上把中国央行的增持黄金看作是“抄底”。

央行暂停购金的原因在于价格敏感性。央行在购入黄金时在一定程度上会考虑黄金的价格，2024 年黄金价格上涨幅度较大，创出历史新高。在金价连创新高后，买盘会存在一定的价格敏感性，从而央行购金出现了阶段性的减弱。

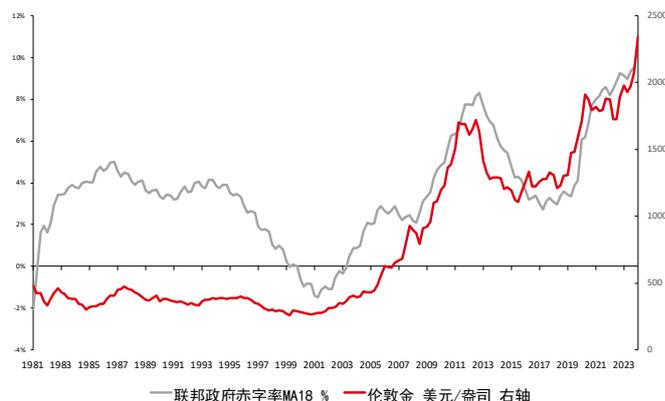
图表22：央行停止购金后，伦敦金价格存在不同程度的走高

央行停止购金月	本次累计购金量(吨)	停止购金后六个月伦敦金价格涨跌幅
2019-10	106	16.76%
2016-11	788	9.51%
2009-05	454	19.68%
2003-01	100	0.22%
2002-01	106	4.99%
2024-05	316	?

资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 美国信用货币体系式微，赤字率上行

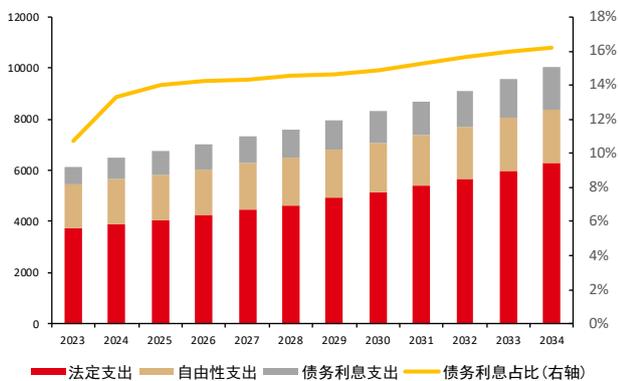
黄金从长期来看，与美国的赤字率强相关。尽管黄金早已不作为法币存在，但是其特有的货币属性可以认为是信用货币的一面“照妖镜”，信用货币背后的支撑即为政府信用，政府信用的可视形式即为赤字率。赤字率越高隐含其信用越弱，例如 60 年代美国在越南战争和“伟大社会”的进程下赤字率飙升，1968 年美国联邦政府赤字达到了 251 亿美元，较 1 年前上涨了 2 倍，引发了各国开始挤兑黄金，而尼克松总统于 1971 年单方面宣布放弃金本位，不予兑换黄金，最终布雷顿森林体系崩溃。现如今虽然已不再是布雷顿森林体系，但是各国在储备资产方面依然考虑信用因素，抬升的美国赤字率会使得央行减少美元资产储备，转而使得黄金需求提升，最终造成黄金和赤字率的同向关系。黄金和赤字率的关系较为稳固，在实际利率大幅下行的 80 和 90 年代，黄金的下跌可以用赤字率的下行来解释，而实际利率的传统框架似乎曾经就不存在。

图表23：60年代末的高赤字率击溃了布雷顿森林体系 **图表24：黄金与赤字率长期的同向关系**


资料来源：美国财政部, 中邮证券研究所

资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

诚然，目前巴以冲突为黄金带来了避险属性端的利好，但从更深远的层次来说，美国在中东控制力的减弱削弱了美国信用货币体系。近年来，随着俄乌战争、巴以冲突等事件的影响，以及美国长期高赤字和逆全球化的倒行逆施，美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平。而这也解释了为何各国央行持续不断的购入黄金。

图表25：美国财政支出预算估计（单位：十亿美元） **图表26：央行购金持续**


资料来源：CBO, 中邮证券研究所

资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

而目前美元资产的吸引力逐渐降低，对应美元占全球外汇储备的比重降低，这意味着美国财政部必须依靠更高的利率从而吸引国际投资者。而高利率无疑是一把双刃剑，一方面较高的利率可以加大美债的吸引力，从而帮助其获得外部融资，但是另一方面高成本的国债也无疑加大了财政支出的压力，从而造成赤字率的不断提升，最终侵蚀美债和美元资产的信用。根据美国财政预算办公室的预测，美国财政中债务利息占比在未来十年会不断提升，预计 2034 年超过总体预算支出的 16%，如果考虑美国由于二次通胀的担忧从而使得降息节奏低于预期，这一比重可能还会继续提升，在法定支出刚性，自由性支出（国防支出为主）由于地缘政治不稳而难以下行的局面下，我们预计美国整体的赤字率水平会高于预期。

图表27：美元指数在高位，但是美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

3.3 降息周期有望开启，交易盘入场有望加速黄金涨势

美国经济的复苏程度难以确认，根据美国非农临时工这一数据来看(由于裁员先裁临时工，这一数据在过去可以较为敏感的捕捉美国经济的下行趋势)，临时工就业同比目前连续十九个月为负，且绝对数值也在不断下降，2024年5月为272.86万人，是2020年12月以来的最低值，因此我们认为美国经济的风险可能在酝酿，美国实质性降息的行为出现可能会使得交易资金快速入场，从而加速黄金涨幅。

交易盘入场实际需要等待降息的确认，目前对实际利率敏感的交易型资金还未入场，甚至为负贡献。24年黄金大涨的局面下，全球最大的黄金ETF基金——SPDR的持仓量并未有上涨的情况发生，反而相比2024年初(大涨前)的持仓量却有所下降，说明利率敏感型资金在本轮黄金上涨中参与和贡献为负。从历史上看，SPDR的入场一般在实际利率出现确定性下移之后，因此我们认为若后续美国货币政策出现转向，SPDR为代表的交易盘入场，可能会加速本轮黄金的上涨势能。

图表28: 本轮上涨交易资金未入局, 降息后或加速涨势



— 伦敦金价格 美元/盎司 — SPDR黄金持仓量 吨 右轴

图表29: 长期来看交易盘会在降息开始后入场

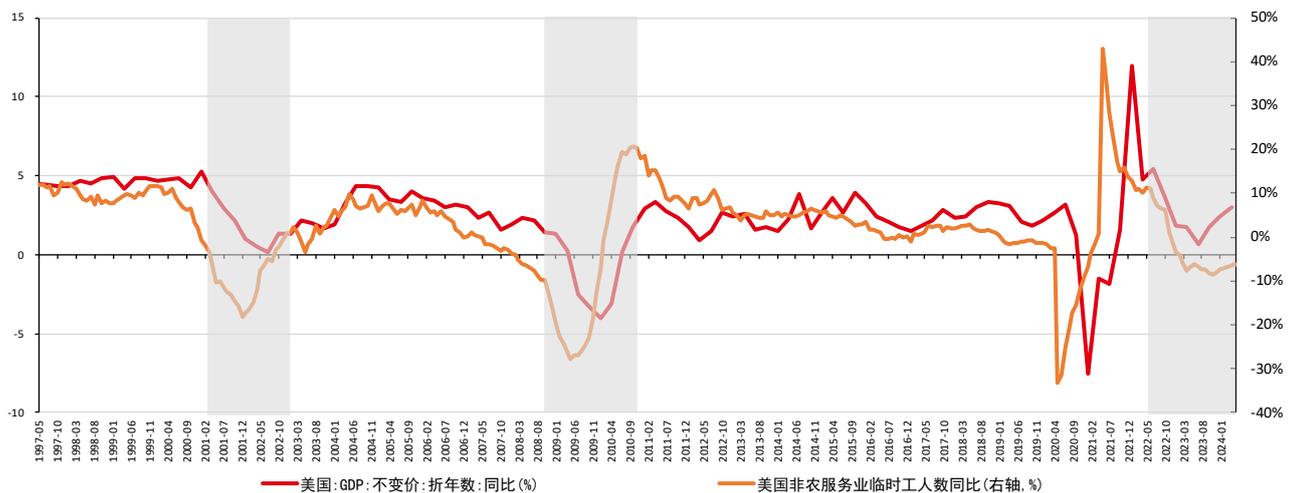


— 美国: 国债实际收益率曲线: 10年 日 % — SPDR黄金持仓量 吨 右轴

资料来源: IFIND, 中邮证券研究所

资料来源: IFIND, 中邮证券研究所

图表30: 非农服务业临时工就业同比连续为负, 或隐含经济在衰退



— 美国: GDP: 不变价: 折年数: 同比 (%)

— 美国非农服务业临时工人数同比 (右轴, %)

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

4 盈利预测与投资建议

我们假设 2024-2026 年公司矿产金产量为 8 吨、8.5 吨和 9 吨，销售成本为 160、165、170 元/g，白银产量维持在 193 吨左右。黄金板块收入预计为 43.2 亿、47.18 亿和 50.40 亿元，毛利预计为 30.40 亿、33.15 亿和 35.10 亿元。

图表31：盈利预测表

	单位	2024E	2025E	2026E
黄金产量	吨	8.00	8.50	9.00
单位收入	元/g	540	555	560
单位成本	元/g	160	165	170
黄金收入	百万元	4320	4718	5040
黄金成本	百万元	1280	1403	1530
黄金毛利	百万元	3040	3315	3510
白银营收	百万元	1,058	1,117	1,150
白银成本	百万元	406	406	406
白银毛利	百万元	652	711	744
总营收	百万元	9,359	9,806	10,161
总成本	百万元	5,538	5,660	5,788
总毛利	百万元	3,821	4,145	4,373

资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

我们预计 2024-2026 年，公司营业收入为 93.59/98.06/101.61 亿元，YOY 为 15.46%/4.77%/3.62%，归母净利润为 22.00/22.77/25.70 亿元，YOY 为 54.49%/3.49%/12.89%，对应 PE 为 20.32/19.63/17.39，维持“买入”评级。

5 风险提示

美国经济超预期，美联储降息节奏不及预期，公司项目进度不及预期，公司中小股东减持风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	8106	9359	9806	10161	营业收入	-3.3%	15.5%	4.8%	3.6%
营业成本	5508	5538	5660	5788	营业利润	29.8%	55.5%	9.4%	6.1%
税金及附加	212	245	257	266	归属于母公司净利润	26.8%	54.5%	3.5%	12.9%
销售费用	2	3	3	3	获利能力				
管理费用	366	412	412	406	毛利率	32.0%	40.8%	42.3%	43.0%
研发费用	6	7	8	8	净利率	17.6%	23.5%	23.2%	25.3%
财务费用	5	6	19	27	ROE	12.3%	17.5%	16.8%	17.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	11.0%	15.9%	15.6%	15.0%
营业利润	2097	3261	3566	3785	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	18.0%	18.6%	19.1%	19.5%
营业外支出	12	10	10	10	流动比率	2.50	2.87	3.56	4.18
利润总额	2086	3252	3557	3776	营运能力				
所得税	517	813	889	944	应收账款周转率	198.06	210.71	204.66	203.56
净利润	1568	2439	2668	2832	存货周转率	5.70	6.35	6.64	6.73
归母净利润	1424	2200	2277	2570	总资产周转率	0.50	0.55	0.52	0.49
每股收益(元)	0.51	0.79	0.82	0.93	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.51	0.79	0.82	0.93
货币资金	3031	4395	6431	8781	每股净资产	4.16	4.52	4.90	5.32
交易性金融资产	1051	951	1151	1051	估值比率				
应收票据及应收账款	42	47	49	51	PE	31.39	20.32	19.63	17.39
预付款项	33	28	28	29	PB	3.87	3.56	3.29	3.03
存货	1485	1461	1494	1527	现金流量表				
流动资产合计	6008	7232	9481	11745	净利润	1568	2439	2668	2832
固定资产	2713	3314	3139	2953	折旧和摊销	959	919	894	905
在建工程	388	369	350	333	营运资本变动	-258	3	-12	-13
无形资产	6447	6247	6047	5847	其他	-90	-89	-62	-47
非流动资产合计	10291	10711	10333	9944	经营活动现金流净额	2180	3272	3488	3678
资产总计	16299	17943	19814	21689	资本开支	-615	-1319	-519	-519
短期借款	210	310	410	510	其他	1095	241	-40	264
应付票据及应付账款	1517	1554	1588	1624	投资活动现金流净额	480	-1078	-559	-255
其他流动负债	679	652	663	673	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2406	2516	2661	2807	债务融资	-673	392	390	390
其他	524	821	1121	1421	其他	-953	-1222	-1284	-1463
非流动负债合计	524	821	1121	1421	筹资活动现金流净额	-1626	-830	-894	-1073
负债合计	2930	3337	3782	4228	现金及现金等价物净增加额	1046	1364	2036	2350
股本	2777	2777	2777	2777					
资本公积金	4431	4431	4431	4431					
未分配利润	3708	4377	5070	5851					
少数股东权益	1808	2047	2438	2699					
其他	644	975	1317	1702					
所有者权益合计	13369	14607	16032	17461					
负债和所有者权益总计	16299	17943	19814	21689					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048