

2024年08月07日

黄金行业深度报告

——新旧范式共振，降息预期下持续看好黄金板块配置机会

看好(维持)

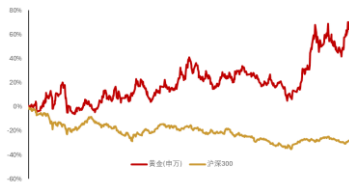
投资要点:

证券分析师

田源
S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
田庆争
S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com

联系人

板块表现:



相关研究



- **黄金定价框架：黄金具备金融、货币、避险、商品四重属性，美元实际利率是长期维度的优选指标。**黄金具备金融、货币、避险、商品四重属性。(1) 金融属性对应实际利率框架，持有黄金的机会成本可以用实际利率作为重要衡量指标，黄金价格和10年期美债利率/TIPS利率呈负相关关系，是长期维度的优选指标。(2) 货币属性对应美元的替代，黄金价格和美元指数呈负相关关系，整体关系弱于实际利率。(3) 避险属性对应风险事件时，投资者倾向选取避险资产达到保值增值的目的，需要关注风险事件的大小和持续时间(对经济政策是否有实质影响)。(4) 商品属性对应全球黄金供需，其商品解释相对较弱，但近几年全球央行购金正成为重要边际增量，由2020年的254.9吨提升至2023年的1037.4吨。
- **中短期维度：美国经济数据趋势性走弱，降息预期抬升，黄金价格创历史新高。**(1) 美国通胀数据稳步回落：2022年以来美国通胀由高位持续回落，2024年第一季度通胀呈现反复节奏，但自5月以来连续2次超预期回落，截至6月CPI同比实际值为3.0%。(2) 经济指标和就业数据稳步回落：2022年以来ISM制造业PMI同比数据高位回落，2024年7月数据为46.8%；同期，新增非农就业人数震荡回落，由2022年2月的86.2万人回落至2024年7月的11.4万人。(3) FOMC会议逐步酝酿降息氛围，2024年6月点阵图预期年内1次降息，8月市场最高定价年内3次降息的可能(FedWatch工具显示8月6日市场定价年内3次降息合计100BP概率为47.7%)。
- **长期维度：新范式框架呼之欲出，央行购金强劲+美国货币供给增长+地缘局势变化下黄金长期中枢有望不断抬升。**(1) 近年来，黄金投资者结构发生了“东进西退”和央行持续增储的两重趋势。SPDR黄金ETF是西方投资者购买黄金的重要渠道，近年来持仓量不断下行，而全球央行净买入持续增长，接替其成为黄金需求端的重要力量。同时，中国央行自2022年11月以来连续18个月购金，期间累计增加黄金储量1016万盎司，贡献了重要增量需求。(2) 长维度视角看，美国M2货币供给量持续增长，美元实际利率中枢下移，美国各部门杠杆率不断上移(近年呈现家庭部门去杠杆，政府部门加杠杆的内部结构变化)，这些因素共同推动了美元计价黄金价格的中枢上移。
- **2024年vs2019年：彼时和此刻，降息预期中的黄金有何异同？**根据我们对两段黄金重要周期的复盘，可以得出总结：2018-2022年，黄金穿越了完整的降息和加息周期，在疫情事件持续发酵下，黄金走出特殊的牛熊周期，实际利率框架在整段时间具有较好的解释效果。2022-2024年，在通胀反复、衰退/降息预期回摆中黄金涨跌互现，又在旧框架和新范式共振下迎来历史新高，实际利率框架在大部分时间具备较好的解释效果，在一段时间中新范式的权重不断显现。
- **新旧范式共振，持续看好黄金板块相关受益标的。**新旧范式共振下，黄金长期价格中枢有望不断实现抬升，相关公司业绩有望逐步兑现增长。建议关注：山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金、中金黄金、湖南黄金。
- **风险提示：**金价大幅波动的风险，地缘政治导致新项目投产不及预期的风险，黄金需求波动的风险，美联储降息的不确定性风险，美国通胀持续性超预期风险。

目录

1. 黄金价格分析框架：黄金具备四重属性，美元实际利率是长期维度的优选指标.....	4
2. 中短期维度：美国经济数据趋势性走弱，降息预期抬升，黄金价格创历史新高.....	7
3. 长期维度：新范式框架呼之欲出，央行购金强劲+美国货币供给增长+地缘局势变化下黄金长期中 枢有望不断抬升.....	10
4. 2024 年 vs 2019 年：彼时和此刻，降息预期中的黄金有何异同？.....	12
5. 新旧范式共振，持续看好黄金板块相关受益标的.....	13
5.1. 山东黄金：量价齐升，高增可期.....	13
5.2. 银泰黄金：归母净利润创新高，海外资源布局加速成长.....	15
5.3. 赤峰黄金：国际化黄金生产商，多项目稳步推进成长.....	17
5.4. 中金黄金：集团资产注入重塑公司成长性.....	20
5.5. 湖南黄金：黄金+锑双轮驱动.....	21
6. 风险提示.....	23

图表目录

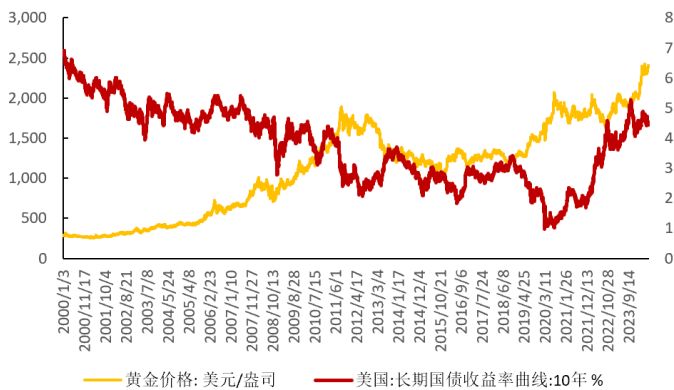
图表 1：黄金和 10 年期美债收益率呈负相关关系.....	4
图表 2：黄金和 TIPS 利率呈负相关关系.....	4
图表 3：黄金价格和美元指数呈一定负相关关系，但整体关系弱于实际利率.....	4
图表 4：金价在一定程度和时间上反应风险指数.....	5
图表 5：全球黄金年度供需平衡表（吨）.....	6
图表 6：中国央行连续 18 个月增持黄金储量（吨）.....	6
图表 7：美国 CPI 同比数据由高位持续回落.....	7
图表 8：美国 ISM 制造业 PMI 同比高位回落（%）.....	8
图表 9：美国新增非农就业人数震荡回落.....	8
图表 10：2024 年 6 月 FOMC 会议点阵图.....	8
图表 11：30 天联邦基金期货定价数据预测年内存在 3 次降息可能.....	8
图表 12：2022 年以来 FOMC 会议及目标利率水平复盘.....	8
图表 13：SPDR 黄金持仓量和中国黄金储备对比（吨）.....	10
图表 14：主要国家黄金储量图表（吨）.....	10
图表 15：美国 M2 货币供应量长期增长，美元计价黄金价格中枢不断上移.....	11

图表 16: 美国家庭部门债务占名义 GDP (%)	11
图表 17: 美国非金融部门债务占名义 GDP (%)	11
图表 18: 美国政府部门债务占名义 GDP (%)	12
图表 19: 美国联邦政府债务占名义 GDP 预测 (%)	12
图表 20: 2018-2022 年黄金复盘.....	12
图表 21: 2022-2024 年黄金复盘.....	13
图表 22: 2023 年山东黄金各矿山产量表	14
图表 23: 山东黄金营业收入拆分	14
图表 24: 山东黄金产品毛利率、净利率	14
图表 25: 山东黄金归母净利润及增速.....	15
图表 26: 山东黄金营业收入及增速	15
图表 27: 2023 年银泰黄金各矿山金矿产量表	16
图表 28: 2023 年银泰黄金各矿山其他金属矿产量表	16
图表 29: 2023 年银泰黄金产销情况	16
图表 30: 银泰黄金归母净利润及增速.....	17
图表 31: 银泰黄金营业毛利率及净利率	17
图表 32: 2023 年赤峰黄金子公司业务分工	18
图表 33: 2023 年赤峰黄金各矿山资源情况	18
图表 34: 2023 年赤峰黄金矿石产量	19
图表 35: 赤峰黄金营业收入拆分 (亿元)	19
图表 36: 赤峰黄金营业收入及增速	19
图表 37: 2023 年中金黄金各矿山资源情况	20
图表 38: 中金黄金营业收入拆分 (亿元)	21
图表 39: 中金黄金营业收入及增速	21
图表 40: 2023 年湖南黄金矿石产销量.....	22
图表 41: 湖南黄金营业收入拆分 (亿元)	22
图表 42: 湖南黄金营业收入及增速	22

1. 黄金价格分析框架：黄金具备四重属性，美元实际利率是长期维度的优选指标

黄金定价框架：黄金具备金融、货币、避险、商品四重属性，美元实际利率是长期维度的优选指标。黄金具备金融、货币、避险、商品四重属性。黄金的金融属性对应实际利率框架，作为无息商品，持有黄金的机会成本可以用实际利率作为重要的衡量指标。从历史数据来看，黄金价格与美元实际利率呈负相关关系。10年期美国国债收益率可作为金融市场无风险利率的锚，而剔除通胀的 TIPS 利率可以作为实际利率的代理指标。

图表 1：黄金和 10 年期美债收益率呈负相关关系



资料来源：iFinD，华源证券研究

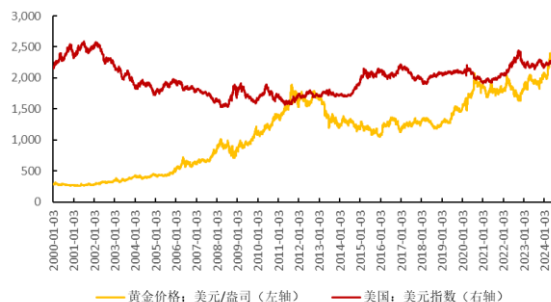
图表 2：黄金和 TIPS 利率呈负相关关系



资料来源：iFinD，华源证券研究

黄金的货币属性对应对美元的替代性。一方面美元是黄金的计价货币，另一方面黄金在货币属性功能上与美元存在一定替代关系。历史数据来看，黄金价格与美元指数呈一定负相关关系，但整体关系弱于实际利率。

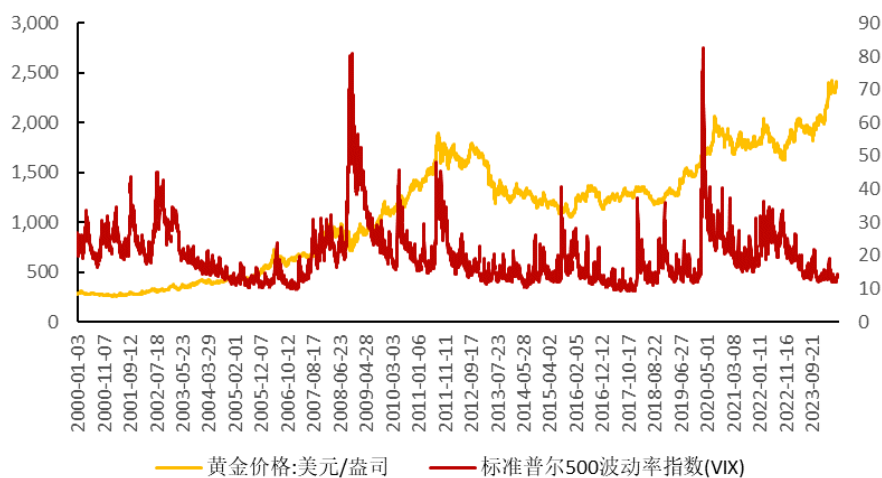
图表 3：黄金价格和美元指数呈一定负相关关系，但整体关系弱于实际利率



资料来源：wind，华源证券研究

黄金的避险属性对应在面临不确定性或危机时，投资者倾向于选取避险资产达到保值增值的目的。黄金因其特殊性、稀缺性、安全性是公认的避险资产。风险事件有大小和持续时间之分，通常面对短期风险事件，黄金价格呈现脉冲式的上涨后便会回落；面临不断加剧并会产生持续影响的风险事件，尤其对国家或地区经济和政策产生实质影响的情况下，黄金的避险属性定价可能会持续较久。VIX 是 SP500 成分股期权隐含波动率加权平均指数，通常被称为投资人恐慌指数，代表市场对未来风险程度的预期。

图表 4：金价在一定程度上和时间上反应风险指数



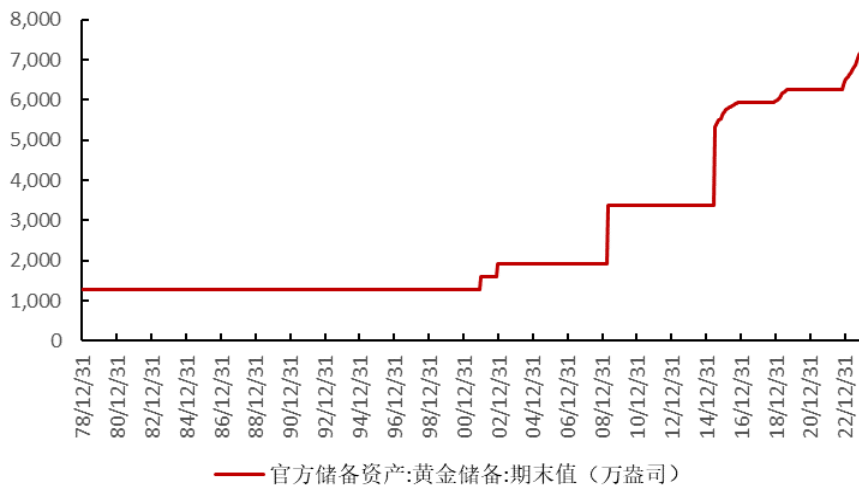
资料来源：iFinD，世界黄金协会，华源证券研究

黄金的商品属性对应全球黄金供需框架，全球央行购金成为近年重要边际增量。供给端，近年来金矿产量保持小幅增长趋势，高回收金占比（黄金高度可回收性）提供了黄金稳定的供应量。需求端，2023 年金饰制造、工业、投资、全球央行购金占比分别达 48.74%、6.70%、21.25%和 23.32%。整体看，黄金的商品属性对其价格的解释相对较弱，但值得注意的是全球央行购金需求正成为近几年重要边际增量，这也对应近期市场对黄金新范式的重要讨论。全球央行净买入量由 2020 年的 254.9 吨提升至 2023 年的 1037.4 吨；2022 年 11 月-2024 年 4 月中国人民银行连续 18 个月增储黄金，截至 2024 年 6 月，黄金储备为 7280 万盎司，期间累计增储 1016 万盎司。

图表 5: 全球黄金年度供需平衡表 (吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
供应量														
金矿产量	2754.5	2876.9	2957.2	3166.8	3270.5	3361.3	3515.2	3575.7	3655.9	3596.4	3482.0	3576.5	3624.8	3644.4
生产商净套保	-108.8	22.5	-45.3	-27.9	104.9	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-5.4	-13.1	17.0
回收金	1671.2	1626.3	1636.8	1195.3	1129.6	1067.1	1232.1	1112.4	1131.7	1275.7	1293.1	1136.2	1140.1	1237.3
总供应量	4316.8	4525.7	4548.6	4334.1	4505.0	4441.3	4785.0	4662.6	4775.9	4878.2	4736.0	4707.3	4751.9	4898.8
需求量														
金饰制造	2043.8	2092.1	2140.9	2735.3	2544.4	2479.2	2018.8	2257.5	2290.0	2152.1	1324.0	2230.3	2195.4	2168.0
金饰消费	2057.0	2103.8	2156.1	2726.0	2532.1	2459.1	2103.6	2240.5	2250.2	2126.7	1398.1	2148.4	2088.9	2092.6
金饰库存	-13.3	-11.7	-15.3	9.3	12.3	20.1	-84.8	17.0	39.8	25.4	-74.2	82.0	106.5	75.4
工业	460.7	429.1	382.3	355.8	348.4	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	302.8	330.2	308.7	297.8
电子用金	326.7	316.6	289.1	279.2	277.5	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	249.3	272.1	252.0	241.3
其他行业	88.3	76.4	64.7	53.7	51.2	51.0	49.8	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.5	47.1
牙科	45.6	36.2	28.4	22.8	19.6	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.5
投资	1611.1	1743.9	1614.9	800.9	904.7	967.4	1616.2	1315.0	1160.9	1274.7	1794.9	991.5	1113.0	945.1
金条和金币总需求量	1204.3	1502.0	1322.4	1730.2	1067.0	1091.0	1073.1	1044.3	1090.7	871.1	902.3	1180.3	1222.6	1189.5
金条	921.2	1189.5	1023.2	1357.7	780.9	790.7	797.6	780.1	775.8	583.6	542.8	810.9	802.7	775.9
官方金币	195.9	228.3	187.5	271.0	205.5	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	297.1
奖章/仿制金币	87.2	84.2	111.7	101.5	80.6	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	116.5
黄金ETFs及类似产品	406.8	241.9	292.5	-929.2	-162.3	-123.6	543.1	270.7	70.2	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.4
央行净买入	79.2	480.8	569.2	629.5	601.1	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1081.9	1037.4
总需求量	4194.7	4745.9	4707.2	4521.5	4398.6	4357.8	4352.8	4283.6	4442.0	4358.1	3676.5	4002.2	4699.0	4448.4
顺差/逆差	122.1	-220.2	-158.6	-187.3	106.4	83.4	432.2	379.0	334.0	520.1	1059.5	705.1	52.8	450.4

资料来源: 世界黄金协会, 华源证券研究

图表 6: 中国央行连续 18 个月增持黄金储量 (万盎司)


资料来源: iFinD, 世界黄金协会, 华源证券研究

2. 中短期维度：美国经济数据趋势性走弱，降息预期抬升，黄金价格创历史新高

中短期维度：自6月以来美国经济数据趋势性走弱，降息预期抬升，黄金价格创历史新高。美国降息周期和加息周期贯穿黄金新高之路的牛熊交替，而美国高频数据是把握美元利率和降息/加息节奏的重要指标，包括通胀数据（美国CPI同比、核心PCE同比）、经济指标（GDP环比折年率、ISM制造业PMI）、就业指标（新增非农就业人数、失业率、初请失业金人数）。FOMC会议决议（及目标利率水平）和会议主要观点对市场预期形成重要引导作用。

通胀数据稳步回落：2022年以来，美国通胀数据由高位持续回落，2024年第一季度通胀数据呈现反复节奏，自5月以来连续2次的通胀数据超预期回落，截至2024年6月CPI同比实际值为3.0%。

图表7：美国CPI同比数据由高位持续回落

时间	CPI同比			核心PCE年率		
	实际值	预测值	差异	实际值	预测值	差异
2024年6月	3.0%	3.1%	-0.1%	2.6%	2.5%	0.1%
2024年5月	3.3%	3.4%	-0.1%	2.6%	2.6%	0.0%
2024年4月	3.4%	3.4%	0.0%	2.8%	2.8%	0.0%
2024年3月	3.5%	3.4%	0.1%	2.8%	2.7%	0.1%
2024年2月	3.2%	3.1%	0.1%	2.8%	2.8%	0.0%
2024年1月	3.1%	2.9%	0.2%	2.8%	2.8%	0.0%
2023年12月	3.4%	3.2%	0.2%	2.9%	3.0%	-0.1%
2023年11月	3.1%	3.1%	0.0%	3.2%	3.3%	-0.1%
2023年10月	3.2%	3.3%	-0.1%	3.5%	3.5%	0.0%
2023年9月	3.7%	3.6%	0.1%	3.7%	3.7%	0.0%
2023年8月	3.7%	3.6%	0.1%	3.9%	3.9%	0.0%
2023年7月	3.2%	3.3%	-0.1%	4.2%	4.2%	0.0%
2023年6月	3.0%	3.1%	-0.1%	4.1%	4.2%	-0.1%
2023年5月	4.0%	4.1%	-0.1%	4.6%	4.7%	-0.1%
2023年4月	4.9%	5.0%	-0.1%	4.7%	4.6%	0.1%
2023年3月	5.0%	5.2%	-0.2%	4.6%	4.5%	0.1%
2023年2月	6.0%	6.0%	0.0%	4.6%	4.7%	-0.1%
2023年1月	6.4%	6.2%	0.2%	4.7%	4.3%	0.4%
2022年12月	6.5%	6.5%	0.0%	4.4%	4.4%	0.0%
2022年11月	7.1%	7.3%	-0.2%	4.7%	4.7%	0.0%
2022年10月	7.7%	8.0%	-0.3%	5.0%	5.0%	0.0%
2022年9月	8.2%	8.1%	0.1%	5.1%	5.2%	-0.1%
2022年8月	8.3%	8.1%	0.2%	4.9%	4.7%	0.2%
2022年7月	8.5%	8.7%	-0.2%	4.6%	4.7%	-0.1%
2022年6月	9.1%	8.8%	0.3%	4.8%	4.7%	0.1%
2022年5月	8.6%	8.3%	0.3%	4.7%	4.8%	-0.1%
2022年4月	8.3%	8.1%	0.2%	4.9%	4.9%	0.0%
2022年3月	8.5%	8.4%	0.1%	5.2%	5.3%	-0.1%
2022年2月	7.9%	7.9%	0.0%	5.4%	5.5%	-0.1%
2022年1月	7.5%	7.3%	0.2%	5.2%	5.1%	0.1%

资料来源：美联储，华源证券研究

经济指标和就业数据稳步回落：2022 年以来 ISM 制造业 PMI 同比数据由高位持续回落，截至 2024 年 7 月数据为 46.8%，环比-1.7pct，回落至枯荣线以下。2022 年以来新增非农就业人数同样呈现震荡回落趋势，由 2022 年 2 月的 86.2 万人回落至 2024 年 7 月的 11.4 万人。

图表 8：美国 ISM 制造业 PMI 同比高位回落 (%)



资料来源：美联储，华源证券研究

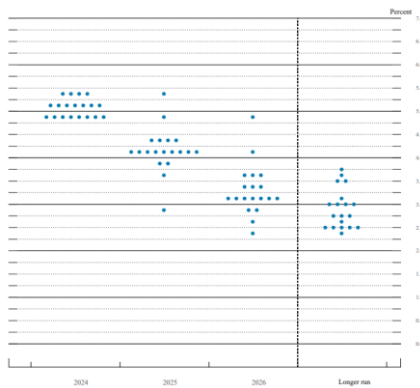
图表 9：美国新增非农就业人数震荡回落 (万人)



资料来源：美联储，华源证券研究（注：2020 年 3 月和 4 月数据分别为-141.1 和-2047.7 万人）

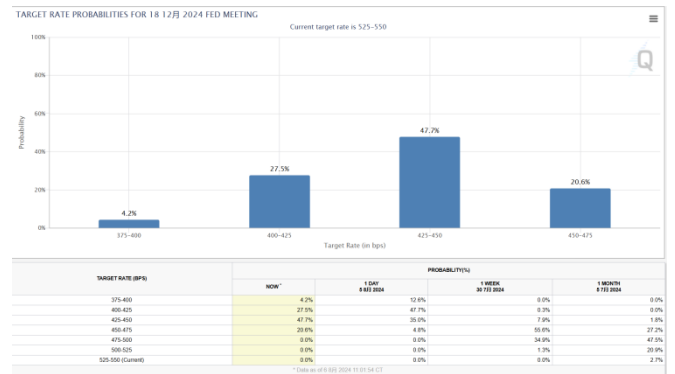
FOMC 会议逐步酝酿降息氛围，8 月市场最高定价年内有 3 次降息可能。2024 年 6 月点阵图中有 7 名官员认为今年降息 1 次，8 名官员预期降息 2 次；截至 2024 年 8 月 6 日，根据 30 天联邦基金期货定价数据，市场定价年内 3 次降息共计 100BP 的概率为 47.7%（2024 年 7 月 30 日为 7.9%）。

图表 10：2024 年 6 月 FOMC 会议点阵图



资料来源：美联储，华源证券研究

图表 11：30 天联邦基金期货定价数据预测年内存在 3 次降息可能



资料来源：芝商所 FedWatch 工具，华源证券研究（数据日期为 2024 年 8 月 6 日）

图表 12：2022 年以来 FOMC 会议及目标利率水平复盘

时间	目标利率 变化情况	主要观点	时间	目标利率 变化情况	主要观点
2023-05-03	[5.00,5.25] % 加息25bp	1、加息25bp至[5.00,5.25]%,符合预期,并表示维持减持600亿美元/月美债和350亿美元/月MBS的缩表节奏不变; 2、与3月声明相比,直接删除了“可能需要采取一些额外的政策措施”的措辞,关于是否已经发生信贷收紧的判断由上次的“可能”变为了“确定”,并透露不少(a number of)参会者在本次会议中提及了暂停加息的可能性,“我们正在接近或已经站在了加息的终点”(we're getting closer or maybe even there)。	2024-07-31	[5.25,5.50] % 持平	1、继续维持利率水平在[5.25,5.50]%不变; 2、同6月声明相比,委员会“高度关注通胀风险”修改为“关注双重使命的双向风险”;“就业增长由“保持强劲”(remained strong)修改为“放缓”(moderated),失业率由“保持低位”(remained low)修改为“有所上升但仍处低位”(moved up but remains low);通胀由“保持高位”(remains elevated)修改为“仍处于较高水平”(remains somewhat elevated)。鲍威尔表示,正在逐渐接近可以降低利率的时机,必须权衡行动过早与等待过久的风险,最早或将于9月降息。
2023-03-22	[4.75,5.00] % 加息25bp	1、加息25bp至[4.75,5.00]%区间,符合预期; 2、与2月声明相比,特意删除掉了“认为继续加息是适当的”的措辞,而改为“一些额外的政策收紧可能是适当的”,这一表述意味着有可能在下次会议上再加息25个基点,但也暗示加息周期接近尾声,同时表示与会者认为今年不会降息; 3、点阵图与12月基本一致,显示2023年预计将加息至[5.00,5.25]%较上次会议没有变化,并认为2023年不会降息。对2024年及后续利率水平判断也与上次几乎一致,但离散程度有所扩大,显示联储官员内部之间对于未来的利率政策路径分歧有所扩大。	2024-06-12	[5.25,5.50] % 持平	1、继续维持利率水平在[5.25,5.50]%不变; 2、同5月声明相比,将对通胀的表述由“缺乏进一步进展(a lack of further progress)”修改为“取得了适度进展(modest further progress)”,同时,鲍威尔在新闻发布会上也表示近期通胀数据比年初更加有利(more favorable),但距离通胀目标仍有一段距离,美联储需要更多积极的数据来增强信心,如果经济及通胀持续强劲,美联储将继续维持当前联邦基金利率目标区间。
2023-02-01	[4.50,4.75] % 加息25bp	1、加息放缓至25bp,这是2022年3月以来最小的幅度加息,同时保留“持续加息”措辞; 2、与12月声明相比,对通胀的描述中新增了“有所缓解”,删除了有关俄乌局势增大通胀压力和下行风险的表述,只是轻描淡写成“增大全球不确定性”,在描述未来加息决策时,将“速度”(pace)换成了“程度”(extent)。	2024-05-01	[5.25,5.50] % 持平	1、继续维持利率水平在[5.25,5.50]%不变; 2、同3月声明相比,将经济增速的描述由“扩张”(has continued to expand)改为“继续扩张”(continued to expand),重复了“通胀仍处于高位”的表述,新增“近几个月,在实现委员会2%的通胀目标方面,缺乏进一步的进展”的表述,传递对通胀更强烈的警惕。发布会上,鲍威尔表达了对一季度通胀黏性的担忧、对降息开启时点的信心削弱,但其并未改变对通胀下行趋势的观点及对政策利率的根本性看法,并表示进一步加息的概率较低。
2022-12-14	[4.25,4.50] % 加息50bp	1、加息50bp至[4.25,4.50]%,符合预期,结束了连续四次75bp的非常规的大幅加息; 2、与11月声明相比,将俄乌冲突对供应链的影响由“增量”(creating additional)改为“贡献”(contributing to),一定程度上暗示其对商品通胀的上行压力边际改善; 3、点阵图较9月大幅上移,加息的终点由此前的[4.75,5.00]%上行至[5.00,5.25]%。	2024-03-20	[5.25,5.50] % 持平	1、继续维持利率水平在[5.25,5.50]%不变; 2、同1月声明相比变化不大,删除了1月份关于就业增长“放缓”的措辞。发布会上鲍威尔表示,政策利率可能已达到峰值,在今年某个时候开始放松货币政策是合适的,如有需要准备将利率维持较高水平更长时间;劳动力市场仍然相对紧张,如果劳动力市场出现显著疲软,那将是启动降息的理由。 3、点阵图维持对2024年降息75bp的预估,但9名官员认为今年降息次数为2次或更少,较去年12月增加5人,此外对2025年降息的预估从100bp下调为75bp。
2022-11-02	[3.75,4.00] % 加息75bp	1、加息75bp至[3.75-4.00]%,预计仍将继续加息以达到“足够限制性(sufficiently restrictive)”水平使通胀重回2%的目标; 2、与9月声明相比,有关经济和通胀的表述没有任何变化,但在表述货币政策的决策逻辑时新增了“在确定今后的加息速度时,委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策对经济和通胀的滞后影响、以及经济和金融发展状况。”;发布会上鲍威尔虽然并未否认会考虑放缓加息,但即强调暂不会讨论何时停止加息,且预计加息终点会比此前预期的更高。	2024-01-31	[5.25,5.50] % 持平	1、继续维持利率水平在[5.25,5.50]%不变; 2、同12月声明相比,删除了2023年12月会议声明中“额外政策收紧程度”的措辞,取而代之为“联邦基金利率目标区间”。此外,鲍威尔在会后发言中表示,“在本轮紧缩周期中,我们的政策利率可能处于峰值,如果经济按预期发展,则在今年的某个时候开始放松政策限制可能是恰当的举措”。会议声明的变化和鲍威尔的会后发言都进一步确认加息周期结束。
2022-09-21	[3.00,3.25] % 加息75bp	1、连续第三次加息75bp至[3.00,3.25]%,为连续第三次加息75bp,利率水平回升至2008年初时的水平;美联储将按照原计划从9月开始加速缩表; 2、与7月声明基本一致,但在对加息终点的描述时,首次使用了“足够限制性水平”(sufficiently restrictive level),而不仅仅是原来的“限制性水平”; 3、点阵图较6月大幅上移,加息的终点由此前的4.25%-4.5%上行至4.75%-5%,且年内加息的幅度大幅上升。点阵图显示2022年内或再加息100bp至125bp,即11月/12月单月仍有加息75bp的可能性,本轮加息终点可能接近5%,比当前市场预期更加鹰派。	2023-12-13	[5.25,5.50] % 持平	1、连续第三次暂停加息,缩表将继续按2022年5月计划有序进行; 2、同11月声明相比,美联储认为美国经济活动增长速度较第3季度的强劲增速有所放缓,11月份则认为是以强劲的步伐扩张;认为美国就业放缓但保持强劲,而11月份则认为就业市场较为强劲;认为通胀有所放缓,而11月份则认为通货膨胀依然很高; 3、点阵图方面,2024年的利率预测中位数从9月的5.1%下调至4.6%,即暗示明年或降息3次,共75bp(9月时为50bp)。
2022-07-27	[2.25-2.50] % 加息75bp	1、加息75bp至[2.25-2.50]符合预期,仍然沿用6月份议息会议的“前瞻指引”,比如目前年底的利率目标是3.25%-3.5%;此外,本次会议上委员会一致同意加息75bp,不同于6月会议时有委员认为加息幅度(50bp) 2、与6月份声明相比变化的内容较少,在经济增长方面提到了“最近的支出和生产指标已经减弱”,在通胀方面删除了中国疫情对供应链影响的相关表述,再加上在发布会上鲍威尔暗示“某个时点放慢加息节奏或适宜”,因此会后市场解读偏鸽派。	2023-11-01	[5.25,5.50] % 持平	1、连续第二次暂停加息; 2、同9月声明相比,在描述经济增长速度时将原来的“扎实”(solid)替换为“强劲”(strong);在描述新增就业放缓趋势时将原来的“近几个月”替换为“今年以来”;将“信贷条件收紧”的描述扩充成“金融和信贷条件收紧”。
2022-06-15	[1.50,1.75] % 加息75bp	1、加息75bp至[1.50,1.75]符合预期,鲍威尔表示7月加息75bp并非基准情景,相对市场预期偏鸽; 2、与5月声明相比,将失业率的描述由“大幅下降”改为“保持较低水平”,删除了俄乌冲突“对美国影响高度不确定”的表述,删除了“委员会预计通胀将恢复到2%的目标,劳动力市场将保持强劲”,而在结尾新增“委员会坚定地致力于将通胀恢复到2%的目标”。这反映出,美联储认为需要向市场传递更坚定的遏制通胀的决心,在当下把“胀”放在关键位置,尽量避免谈论有关“滞”的问题。 3、点阵图将2022年利率预测中值由1.9%大幅上调至3.4%,所有委员均认为2022年政策利率应超过3%;2023年将进一步升至3.8%,2024年将升至3.4%。	2023-09-20	[5.25,5.50] % 持平	1、首次暂停加息,维持联邦基金利率于[5.25,5.50]%不变,符合预期; 2、与7月声明相比,上调经济增长表述措辞,表述由moderate改为solid;调整对劳务市场的表述,对劳务市场描述由robust改为slowed-but remain strong; 3、点阵图显示2023年利率峰值维持在5.6%,而2024年仅需降息50BP至5.1%,而非6月点阵图的100bp。
2022-05-03	[0.75,1.00] % 加息50bp	1、加息50bp至[0.75,1.00]符合预期,鲍威尔称不积极考虑加息75个基点,且提到可能会在几次加息50个基点后回归加息25基点的常规节奏,同时宣布6月1日开始缩表; 2、与3月声明相比,对经济现状的判断更加谨慎,声明删除了“经济活动和就业指标继续加强”的笼统描述,对就业增长的描述由强劲(strong)调整为坚实(robust);确认了俄乌冲突“正在”(而不是“可能会”)对通胀造成额外上行压力,但认为其“可能会”(而不是“正在”)对经济活动带来压力;新提国际供应链中断带来的通胀风险。	2023-07-27	[5.25,5.50] % 加息25bp	1、加息25bp至[5.25,5.50]%,是6月暂停一次加息后再度抬升政策利率水平; 2、与6月声明相比措辞变化不大,主要的变动点在于将对美国经济扩张的描述由“适度的”(modest)转为“温和的”(moderate)。
2022-03-16	[0.25,0.50] % 加息25bp	1、加息25bp至[0.50,0.75]符合预期; 2、与2月声明相比,删除了“总体金融状况维持宽松”的措辞,预计目标利率区间的持续上调将是适当的(“ongoing increases in the target range will be appropriate”),对于经济前景的展望上,声明弱化了疫情对于通胀预期的扰动,并提俄俄乌冲突对长期经济增长的影响不确定,但短期对通胀造成了压力; 3、点阵图显示,2022年预计加息6次,较上次预测增加3次,年底基准利率将升至1.9%的中枢水平,并预期2023年将结束加息。	2023-06-14	[5.00,5.25] % 持平	1、维持[5.00,5.25]的联邦基金利率目标区间不变,是2022年3月以来连续10次加息后首次暂停加息,但也同时强调暂缓加息的考虑在于放缓速率而非暂停; 2、与5月声明相比措辞变化不大,主要增加了“维持政策利率水平不变是为了评估更多信息和货币政策的影响”的表述; 3、点阵图超预期,显示美联储官员预期到23Q4政策利率将提升至[5.5,5.75]%,较3月[5.5,5.25]的水平上调了50bp。

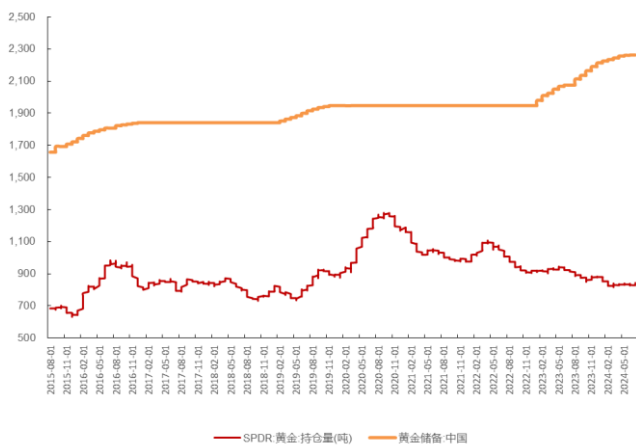
资料来源：美联储，华源证券研究

3. 长期维度：新范式框架呼之欲出，央行购金强劲+美国货币供给增长+地缘局势变化下黄金长期中枢有望不断抬升

长期维度：新范式框架呼之欲出，央行购金强劲+美国货币供给增长+地缘局势冲突下黄金长期中枢有望不断抬升。

全球央行购金行为正成为黄金需求端的重要力量。近年来，黄金投资者结构发生了“东进西退”和央行持续增储的趋势，可以发现 SPDR 黄金 ETF 是过去很长一段时间黄金重要的购买力量，而自从 2020 年以来 SPDR 黄金 ETF 持仓量不断下行；而全球央行净买入持续增长，接替其成为这几年黄金需求端的重要力量。根据世界黄金协会数据显示，亚洲地区逐渐成为黄金增储的主要贡献者：中国央行自 2022 年 11 月以来连续 18 个月购金，贡献了重要的增量需求，2023 年中国黄金储量增长 266.24 吨，2024H1 增长 49.77 吨；日本央行于 2021 年增储黄金 80.75 吨；印度央行于 2021-2024H1 分别增储黄金 77.46/38.68/17.30/24.11 吨。

图表 13：SPDR 黄金持仓量和中国黄金储备对比（吨）



资料来源：iFinD，国际清算银行，华源证券研究

图表 14：主要国家黄金储量图表（吨）

时间	国际货币									
	美国	德国	国际货币基金组织	意大利	法国	俄罗斯	中国	瑞士	日本	印度
2024年6月	8133.46	3351.93	2814.04	2451.84	2436.97	2335.85	2264.32	1040.00	845.97	827.69
2023	8133.46	3352.65	2814.04	2451.84	2436.94	2332.74	2214.55	1040.00	845.97	803.58
2022	8133.46	3355.14	2814.04	2451.84	2436.75	2298.53	1948.31	1040.00	845.97	786.28
2021	8133.47	3359.09	2814.04	2451.84	2436.35	2301.64	1948.31	1040.00	845.97	747.60
2020	8133.46	3362.45	2814.04	2451.84	2436.07	2298.53	1948.31	1040.00	765.22	670.14
2024H1增长	0.00	-0.72	0.00	0.00	0.03	3.11	49.77	0.00	0.00	24.11
2023年增长	0.00	-2.49	0.00	0.00	0.19	34.21	266.24	0.00	0.00	17.30
2022年增长	-0.01	-3.95	0.00	0.00	0.40	-3.11	0.00	0.00	0.00	38.68
2021年增长	0.01	-3.36	0.00	0.00	0.28	3.11	0.00	0.00	80.75	77.46

资料来源：iFinD，世界黄金协会，华源证券研究

美国货币供给长期增长，美国联邦政府杠杆率维持上行趋势，黄金作为本币计价货币实现价格中枢的不断上移。长维度视角看，美国 M2 货币供应量持续增长，美元实际

利率中枢持续下移，美国各部门杠杆率不断上移（近年呈现出家庭部门去杠杆，政府部门加杠杆的内部结构变化），这些因素共同推动了美元计价黄金价格的中枢上移。

图表 15：美国 M2 货币供应量长期增长，美元计价黄金价格中枢不断上移



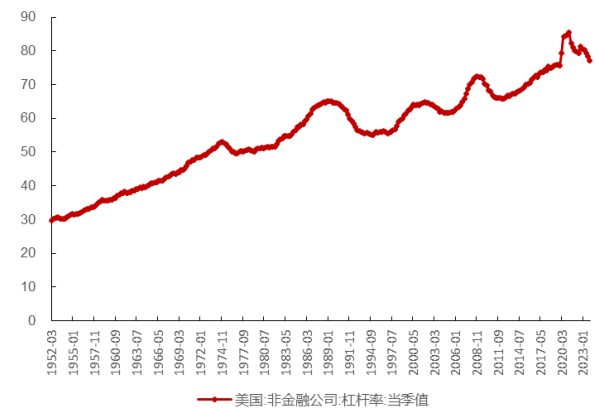
资料来源：iFind，美联储，COMEX，华源证券研究（注：左轴为美国 M2 值，次左轴为 10 年期美国国债收益率，右轴为 COMEX 黄金结算价）

图表 16：美国家庭部门债务占名义 GDP (%)



资料来源：iFind，国际清算银行，华源证券研究

图表 17：美国非金融部门债务占名义 GDP (%)



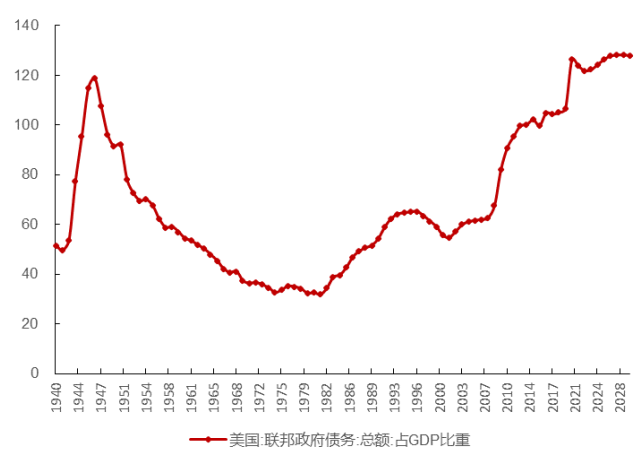
资料来源：iFind，国际清算银行，华源证券研究

图表 18: 美国政府部门债务占名义 GDP (%)



资料来源: iFinD, 国际清算银行, 华源证券研究

图表 19: 美国联邦政府债务占名义 GDP 预测 (%)

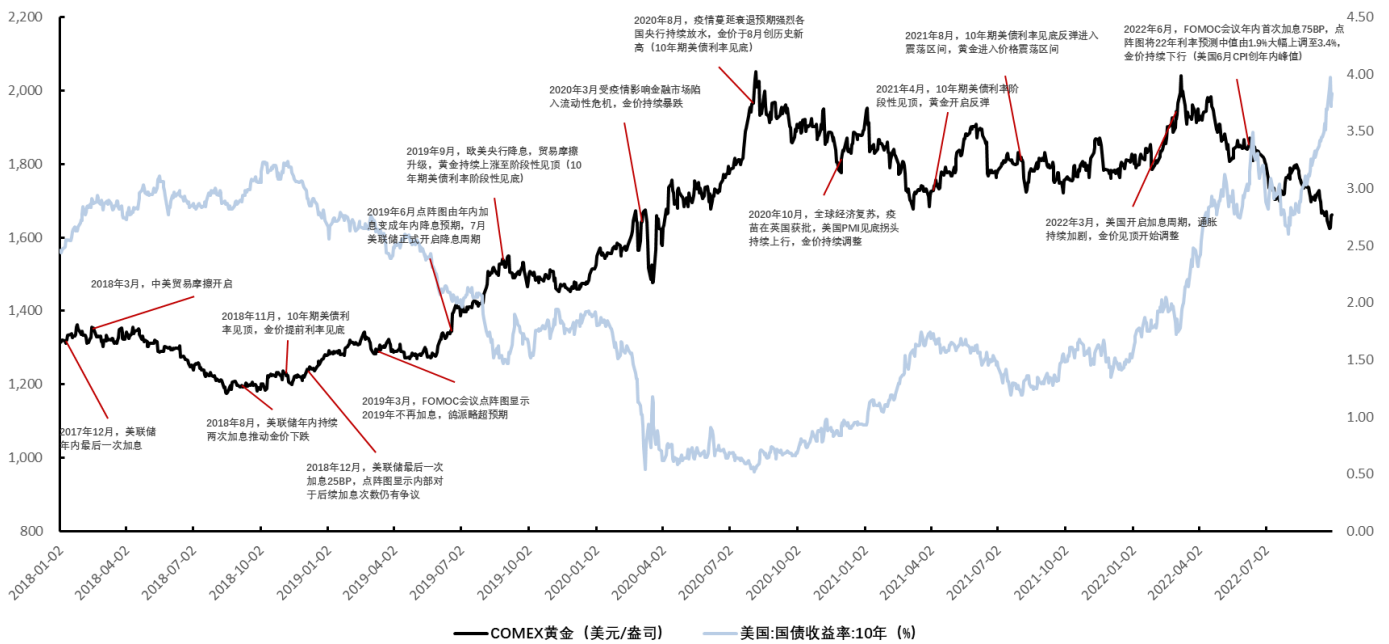


资料来源: iFinD, 白宫行政管理和预算局, 华源证券研究

4. 2024 年 vs 2019 年: 彼时和此刻, 降息预期中的黄金有何异同?

2018-2022 年黄金复盘: 穿越完整的降息和加息周期, 在疫情事件持续发酵下, 黄金走出特殊的牛熊周期。

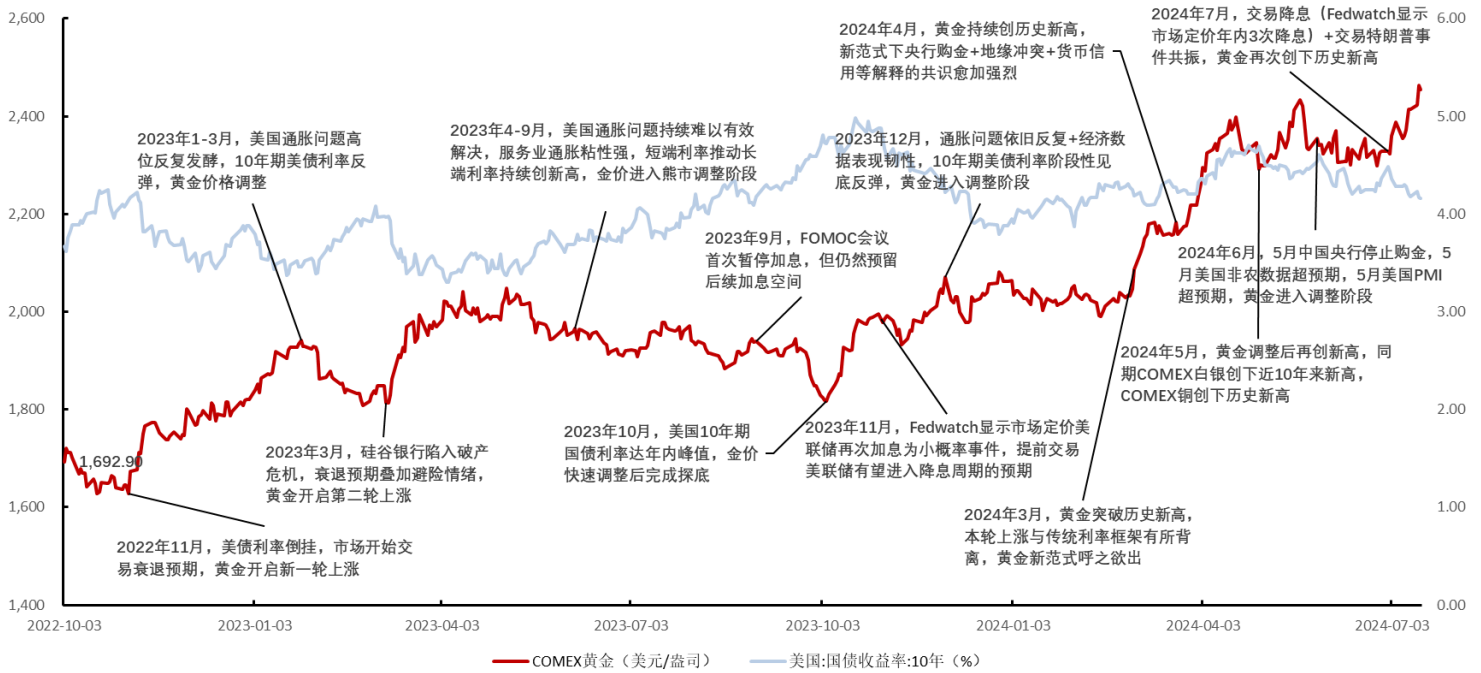
图表 20: 2018-2022 年黄金复盘



资料来源：iFinD，华源证券研究

2022-2024 年黄金复盘：在通胀反复、衰退/降息预期回摆中黄金涨跌互现，又在旧框架和新范式共振下迎来历史新高。

图表 21：2022-2024 年黄金复盘



资料来源：iFinD，华源证券研究

5. 新旧范式共振，持续看好黄金板块相关受益标的

5.1. 山东黄金：量价齐升，高增可期

公司主要业务为黄金开采，同时集资源并购、地质勘探、矿山生产、装备制造、产业金融于一体的完整产业链。

2023 年公司自产金总产量达到 41.78 吨（同比+8.03%），其中西和中宝、金洲

公司、三山岛金矿产量同比增幅分别达到 15.54%、10.73%、5.74%，银泰黄金并表贡献增量，海外贝拉德罗金矿产量达 6.4 吨（同比+6.37%）。

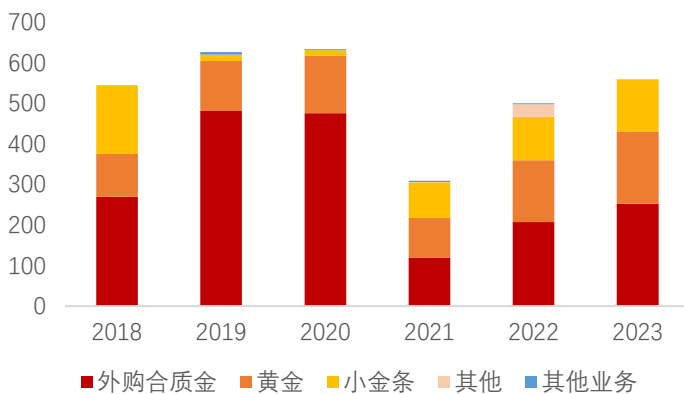
图表 22：2023 年山东黄金各矿山产量表

单位名称	2022年		2023年		公司持有股权比例
	千克	千盎司	千克	千盎司	
三山岛金矿	5459.85	175.54	5773.3	185.62	100%
焦家金矿	10036.25	322.67	9381.7	301.63	100%
玲珑金矿	1101.92	35.43	1863.9	59.93	100%
新城金矿	5691.23	182.98	5405.22	173.78	100%
蓬莱矿业	201.57	6.48	400.3	12.87	100%
沂南金矿	376.03	12.09	380.62	12.24	100%
鑫汇公司	1433.10	46.08	1091.6	35.1	100%
莱西公司	595.85	19.16	549.32	17.66	100%
金洲公司	1130.10	36.33	1251.32	40.23	100%
归来庄矿业	816.3	26.24	864.06	27.78	71%
柴矿公司	1727.95	55.55	1687.68	54.26	74%
福建源鑫	320.16	10.29	280.63	9.02	90%
西和中宝	1008.28	32.42	1165.01	37.46	70%
金川矿业	2717.73	87.38	2720.74	87.47	100%
银泰黄金			2519.81	81.01	29%
国内矿山合计	32616.32	1048.64	35335.21	1136.05	
贝拉德罗金矿	6057.00	194.74	6442.8	207.14	50%
国外矿山合计	6057	194.74	6442.8	207.14	
公司合计	38673.32	1243.38	41778.01	1343.19	

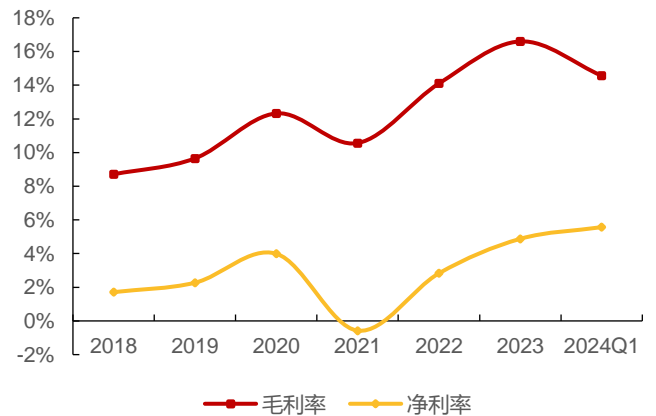
资料来源：公司公告，华源证券研究

公司主要收入来自于黄金产品。2023 年黄金行业收入占公司营收达 95.82%。分产品看，主要营收源于外购金，2023 年占比 42.57%；其次为自产金，占比 30.14%；再次为小金条，占比 21.71%。

图表 23：山东黄金营业收入拆分（单位：亿元）



图表 24：山东黄金产品毛利率、净利率



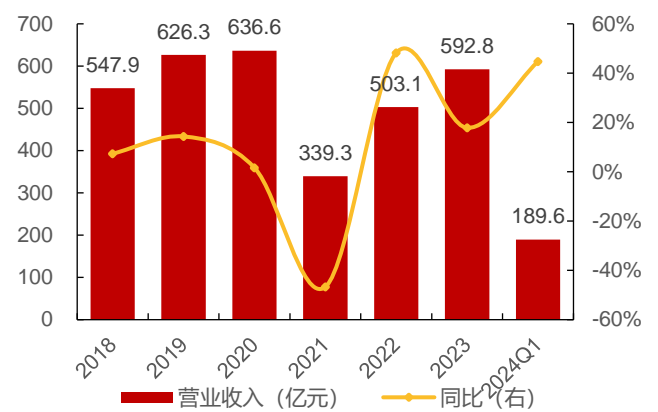
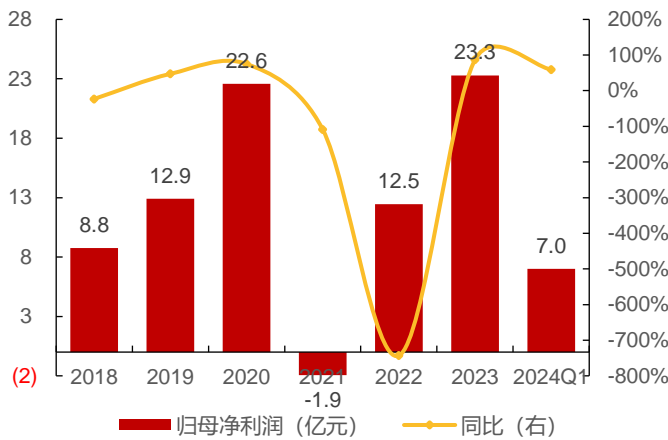
资料来源：公司公告，华源证券研究

资料来源：公司公告，华源证券研究

公司营收利润触底回升。2023年，公司营收和归母净利润实现两增长，其中归母净利润从2021年的-1.94亿上升至2023年的23.3亿。营业收入也由2021年的339.35亿上升至592.8亿。

图表 25：山东黄金归母净利润及增速

图表 26：山东黄金营业收入及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究

资料来源：公司公告，华源证券研究

现有产量持续提升，多个项目逐步推进。公司加速推进加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼矿山项目选厂、尾矿库等工程，继续玲珑矿区等扩能扩界；2023年8月，山东黄金集团在山东省探明国内资源量规模最大的巨型单体金矿床——西岭金矿，累计探获金金属量592.186吨。2024年5月29日公司发布公告已经取得三山岛金矿原有采矿权和西岭金矿探矿权整合完成后的采矿权证。

据公告，公司计划2024年黄金产量不低于47吨，控股子公司银泰黄金规划2025年和2026年矿产金产量分别达到12吨和15吨。

5.2. 银泰黄金：归母净利润创新高，海外资源布局加速成长

银泰黄金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 4 座金矿矿山企业，分别为黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿，1 座铅锌银多金属矿矿山为玉龙矿业。截至 2023 年底，公司保有探明+控制+推测银铅锌多金属矿资源量 6,906.4 万吨，银金属量 7,856.90 吨，铅金属量 613,705 吨，锌金属量 1,283,552 吨，铜 126,201 吨。2023 年，公司生产合质金 7.01 吨，克金成本仅为 176.42 元/克。

图表 27：2023 年银泰黄金各矿山金矿产量表

矿山名称	主要品种	资源量					储量						
		探明 (Mt)	控制 (Mt)	探明及控制 (Mt)	推断 (Mt)	总计 (Mt)	品位 克/吨	黄金金属量 (t)	证实 (Mt)	可信 (Mt)	总计 (Mt)	品位 克/吨	黄金金属量 (t)
吉林板庙子	金	4.168	0.416	4.584	1.971	6.554	3.83	25.089	3.349	0.288	3.637	4.03	14.643
华盛金矿	金	2.932	7.401	10.334	7.374	17.708	1.65	29.228	2.621	6.283	8.903	2.18	19.401
黑河洛克	金	1.262	0.889	2.151	0.467	2.617	4.99	13.052	0.843	0.318	1.161	5.9	6.853
青海大柴旦	金	1.373	8.247	9.62	7.229	16.849	4.6	77.54	1.373	6.643	8.016	4.71	37.776
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	8.187	13.532	21.717	3.62	78.672

资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 28：2023 年银泰黄金各矿山其他金属矿产量表

矿山名称	资源量					储量				储量					
	探明 (Mt)	控制 (Mt)	探明及控制 (Mt)	推断 (Mt)	总计 (Mt)	铅金属量 (t)	锌金属量 (t)	银金属量 (t)	铜金属量 (t)	证实 (Mt)	可信 (Mt)	总计 (Mt)	铅金属量 (t)	锌金属量 (t)	银金属量 (t)
黑河洛克	1.263	0.889	2.152	0.467	2.619			161.923		0.843	0.318	1.161			88.979
玉龙矿业	8.514	28.087	36.601	32.464	69.064	613705	1283552	7.856.897	126201	0.723	4.902	5.625	84205	154025	863.533
合计	9.776	28.975	38.752	32.93	71.682	613705	1283552	8018.82	126201	1.566	5.22	6.786	84205	154025	952.512

资料来源：公司公告，华源证券研究

2023 年公司合质金产量 7.01 吨 (yoy-0.71%)，销量 7.34 吨 (yoy+6.53%)；矿产银产量 193.00 吨 (yoy+1.18%)，销量 194.63 吨 (yoy+7.61%)，铅精矿产量 9,494.45 吨 (yoy-19.44%)，销量 9,475.61 吨 (yoy-15.77%)；锌精矿产量 16,502.17 吨 (yoy-6.73%)，销量 17,837.76 吨 (yoy+17.96%)。2023 年，公司在保障三级矿量平衡基础上，内部挖潜，提高设备运转率，提高年处理矿量，其中青海大柴旦与玉龙矿业选矿量同比增 26.59%与 7.93%。

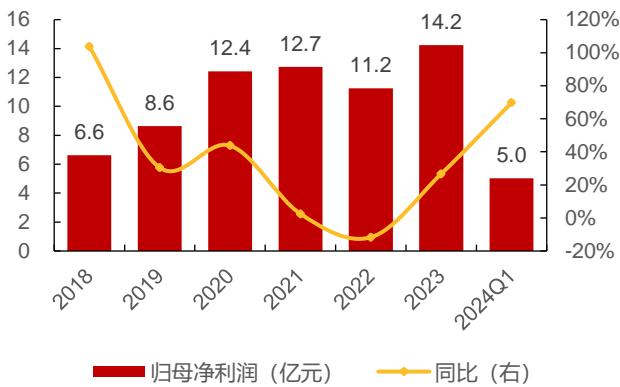
图表 29：2023 年银泰黄金产销情况

行业分类	项目	单位	2023年	2022年	同比增减
合质金	销售量	吨	7.34	6.89	6.53%
	生产量	吨	7.01	7.06	-0.71%
	库存量	吨	0.55	0.88	-37.50%
矿产品银	销售量	吨	194.63	180.86	7.61%
	生产量	吨	193	190.74	1.18%
	库存量	吨	12.81	14.44	-11.29%
铅精矿	销售量	吨	9475.61	11249.44	-15.77%
	生产量	吨	9494.45	11785.79	-19.44%
	库存量	吨	629.66	610.82	3.08%
锌精矿	销售量	吨	17837.76	15121.33	17.96%
	生产量	吨	16502.17	17692.58	-6.73%
	库存量	吨	1297.4	2632.99	-50.73%

资料来源：公司公告，华源证券研究

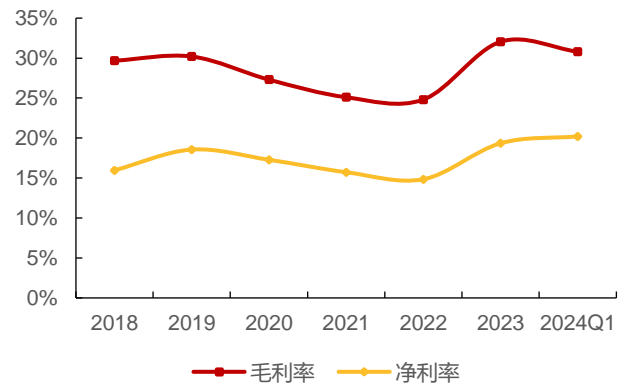
净利润稳步增长，毛利率行业领先。公司归母净利润在经历 2022 年短暂下滑后，2023 年继续持续增长，达 14.2 亿元 (yoy+26.79%)。根据公司年报，2022 年公司矿产金产量在全国黄金矿业上市公司中排名第七位，公司也是黄金矿山中毛利率较高的矿企，2022 年实现净利润在全国黄金矿业上市公司中排名第五位。

图表 30：银泰黄金归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 31：银泰黄金营业毛利率及净利率



资料来源：公司公告，华源证券研究

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。

5.3. 赤峰黄金：国际化黄金生产商，多项目稳步推进成长

赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司是一家快速成长的国际化黄金生产商,主要在全球范围内从事黄金的采、选和销售业务。公司拥有中国、东南亚和西非的 7 个矿业投资项目和 1 个资源综合回收利用项目,资源综合回收利用项目是位于中国安徽省合肥市的广

源科技,从事的废弃电器电子产品拆解业务。

图表 32: 2023 年赤峰黄金子公司业务分工



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

公司所属矿山的矿石品位高, 属于国内当前少有的高品位富矿床, 相比同类黄金矿山企业, 黄金生产的单位成本较低, 毛利率较高。

图表 33: 2023 年赤峰黄金各矿山资源情况

矿山名称	主要品种	类别	资源量(百万吨)	品位(g/t,%)	年产量(万吨)	资源剩余可开采年限	采矿权有效期
五龙矿业	黄金	探明+控制+推断	3.04	7.77	10	30	2035.08.04
吉隆矿业撰山子金矿	黄金	探明+控制+推断	1.53	10.18	18	8.5	2026.09.29/ 2032.03.27
华泰矿业红花沟金矿	黄金	探明+控制+推断	3.81	7.01	18.89	20	2025.09.05/ 2025.11.17/ 2025.11.17/ 2024.09.14/ 2024.06.05
锦泰矿业溪灯坪金矿	黄金	探明+控制+推断	11.05	1.28	14		2032.06.06
万象矿业寨班金铜矿	黄金 铜	探明+控制+推断	15 58	3.7 0.8	300 150	5+	2033.09.29
金星瓦萨	黄金	探明+控制+推断	92.8	3.43	270	34	2047.01.25
瀚丰矿业立山矿	锌	探明+控制+推断	19.95	2.77	60	33	2050.08.27
	铜			0.08			
	铅			0.13			
	钼		65.36	0.12	9.9	7	2025.02.24
黄金汇总			127.23	5.56	630.89	16.25	

资料来源: 公司公告, 华源证券研究 (注: 汇总中品位与剩余可开采年限为平均值)

公司 2023 年矿产金产量 14.35 吨 (同比+5.8%)，其中国内矿山产金 3.32 吨 (同比+43.1%)，海外矿山产金 11.03 吨 (同比-2%)。2024 年目标实现黄金产销量 16.02 吨、电解铜 5300 吨、铜铅锌精粉 3.58 万吨、钼精粉 600 吨、稀土氧化物 3700 吨。此外公司在国内外加强探矿增储力度，截至 2023 年末新增金矿石资源量 530 万吨。

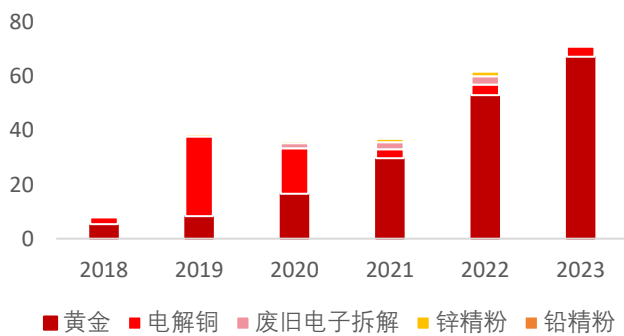
图表 34：2023 年赤峰黄金矿石产量

主要产品	单位	生产量	同比 (%)	销售量	同比 (%)	库存量	同比 (%)
矿产金	克	14354009.78	5.79	14509572	4.73	579550.44	-21.16
电解铜	吨	6485.41	0.81	6428.68	-2.49	537.6	11.8
铜精粉	吨	1438.74	-29.83	1468.5	-25.72	43.82	-40.45
铅精粉	吨	2716.15	-18.03	2531.98	-29.22	206.84	812.4
锌精粉	吨	11287.29	-48.79	10839.13	-50.46	609.41	277.93
钼精粉	吨	206.48	395.03		-100	206.48	
矿产银	千克	2317.55	-15.74	2327.37	-38.11		-100

资料来源：公司公告，华源证券研究

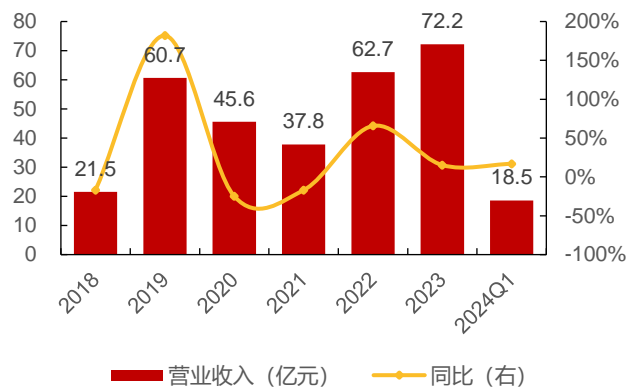
黄金贡献超八成营收，营收稳步增长。从营收结构看，黄金为公司主要营收产品，2023 年黄金营收占比高达 87.55%。从营收增速看，2023 年赤峰黄金营业总收入达 72.21 亿元，同比增长 15.23%。

图表 35：赤峰黄金营业收入拆分 (亿元)



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 36：赤峰黄金营业收入及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究

5.4. 中金黄金：集团资产注入重塑公司成长性

黄金行业唯一上市央企，提供完整产业链服务。中金黄金股份有限公司成立于2000年6月23日，由中国黄金集团有限公司的前身中国黄金总公司作为主发起人，联合其它6家企业共同发起设立。2003年8月在A股上市，被业界誉为“中国黄金第一股”。公司主要业务为黄金开采，同时集资源并购、地质勘探、矿山生产、装备制造、产业金融于一体的完整产业链。截至2023年底，公司保有资源储量金属量891.7吨，铜金属量216.2万吨，钼金属量45万吨，矿权面积达到636.96平方公里。

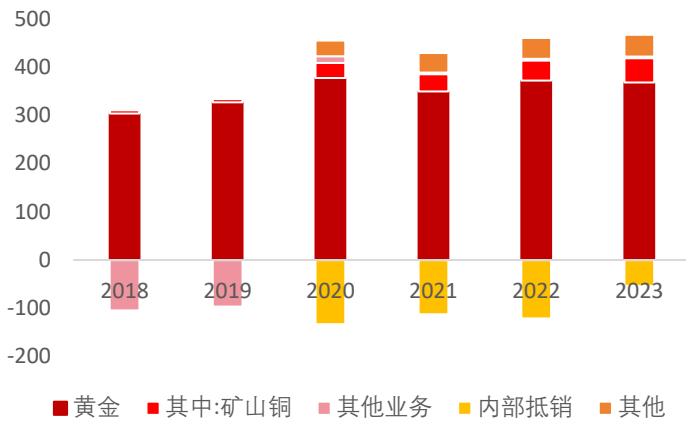
图表 37：2023 年中金黄金各矿山资源情况

矿名称	品种	资源量	储量	品位	年产量	资源剩余可开采年限
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	金	8622千克	1384千克	8.31克/吨	760.66千克	4年
辽宁排山楼黄金矿业有限公司	金	24147千克	13013千克	1.81克/吨	1603.23千克	13年
辽宁二道沟黄金矿业有限公司	金	5433千克	986千克	5.91克/吨	750.18千克	15年
苏尼特金曦黄金矿业有限公司	金	35706千克	2014千克	3.79克/吨	920.63千克	22年
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限公司	金	24744千克	5368千克	2.37克/吨	1252.08千克	5年
中国黄金集团石湖矿业有限公司	金	7044千克	3670千克	4.75克/吨	402.43千克	15年
河北峪耳星黄金矿业有限公司	金	16948千克	4599千克	3.07克/吨	495.35千克	6年
河北金厂峪矿业有限公司	金	16729千克	5943千克	2.34克/吨	309.76千克	18年
河北东梁黄金矿业有限公司	金	5285千克	1054千克	0.80克/吨	307.50千克	7年
山东烟台鑫泰黄金矿业有限公司	金	16321千克	2292千克	3.30克/吨	630.15千克	6年
河南金源黄金矿业有限公司	金	48413千克	8419千克	1.53克/吨	1205.13千克	9年
嵩县金牛矿业有限公司	金	62570千克	12553千克	1.45克/吨	1136.65千克	13年
嵩县前河矿业有限公司	金	6418千克	2226千克	2.64克/吨	401.01千克	13年
河南秦岭黄金矿业有限公司	金	4239千克	722千克	3.71克/吨	898.21千克	5年
河南金梁黄金股份有限公司	金	6567千克	1967千克	5.61克/吨	491.40千克	5年
陕西太白黄金矿业有限公司	金	24186千克	2538千克	1.38克/吨	1107.60千克	20年
陕西略阳铀厂沟金矿	金	5085千克	227千克	2.58克/吨	93.42千克	8年
甘肃中金黄金矿业有限公司	金	15366千克	6700千克	2.26克/吨	300.18千克	23年
陕西鑫元科工复股份有限公司	金	6692千克	540千克	13.09克/吨	390.82千克	副产矿石，正在探转采
甘肃省天水李子金矿有限公司	金	7817千克	3198千克	5.90克/吨	903.39千克	8年
湖北三鑫金铜股份有限公司	金	33962千克	12008千克	1.98克/吨	1573.10千克	17年
	铜	297434吨	118262吨	1.74%	15537吨	
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	金	1112千克	959千克	0.85克/吨	97.28千克	6年
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	35171千克	8514千克	2.52克/吨	1800.74千克	15年
凌源日兴矿业有限公司	金	9908千克	3110千克	3.71克/吨	526.10千克	6年
安徽太平矿业有限公司	铁	27167649吨	9190831吨	0.4665	152158吨	
	金	8193千克	61千克	0.86克/吨	100.74千克	27年
	铜	32714吨	455吨	0.0063	430吨	
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钼	451239吨	53360吨	0.0003	6330吨	34年
	铜	1820335吨	348547吨	0.0014	62000吨	
中国黄金集团西和矿业有限公司	金	4192千克		2.54克/吨		正在基建
莱州汇金矿业投资有限公司	金	372060千克		2.77克/吨		正在基建
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	35171千克	8514千克	2.52克/吨	1800.74千克	15年
凌源日兴矿业有限公司	金	9908千克	3110千克	3.71克/吨	526.10千克	6年
	铁	27167649吨	9190831吨	46.65%	152158吨	
安徽太平矿业有限公司	金	8193千克	61千克	0.86克/吨	100.74千克	27年
	铜	32714吨	455吨	0.63%	430吨	
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钼	451239吨	53360吨	0.03%	6330吨	34年
	铜	1820335吨	348547吨	0.14%	62000吨	
中国黄金集团西和矿业有限公司	金	4192千克		2.54克/吨		正在基建
莱州汇金矿业投资有限公司	金	372060千克		2.77克/吨		正在基建

资料来源：公司公告，华源证券研究

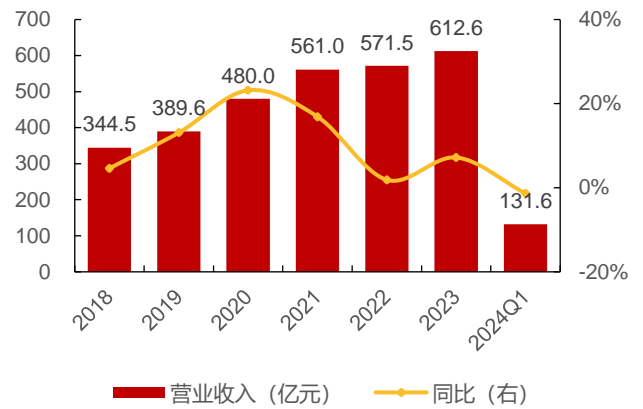
黄金贡献近八成营收，营收稳步增长。从营收结构看，黄金为公司主要营收产品，2023 年营收占比高达 60.15%。从营收增速看，2023 年中金黄金营业总收入达 612.6 亿元，连续六年保持正增长。

图表 38：中金黄金营业收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 39：中金黄金营业收入及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究

中国黄金集团优质资产注入，矿产金产量具备长期增长空间。23 年公司收购控股股东中国黄金集团持有的莱州中金 100% 股权，收购完成后持有纱岭金矿 44% 股权，增加黄金储量 372 吨，将莱州中金和莱州汇金纳入合并报表范围。当前纱岭金矿处于在建状态，预计纱岭金矿将于 2025 年建成投产，根据矿权评估报告，建成后首期年产量约 11 吨，后期年产量约 6.6 吨，将大幅增加公司矿产金产量，增厚公司利润。

5.5. 湖南黄金：黄金+锑双轮驱动

公司主要从事黄金及锑、钨等有色金属矿山的开采、选矿，金锑钨等有色金属的冶炼及加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等。控股股东为湖南黄金集团，依托国有资源。湖南黄金集团直接持有公司 35.98% 的股份，为公司控股。

截至 2023 年末，公司保有资源储量矿石量 6,800 万吨，金属量：金 141,756 千克，锑 307,324 吨，钨 99,568 吨。2023 年公司共生产黄金 47,696 千克，同比减少 0.75%，其中生产标准金 45,011 千克，含量金 2,685 千克。

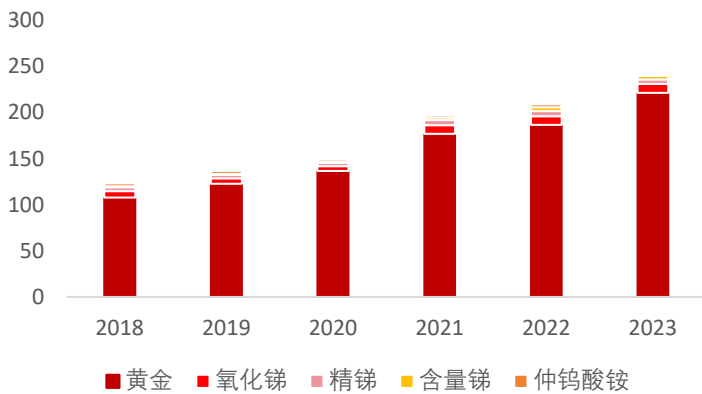
图表 40：2023 年湖南黄金矿石产销量

行业分类	项目	单位	2023年	2022年	同比
黄金	销售量	千克	47,616	48,158	-1.13%
	生产量	千克	47,696	48,058	-0.75%
	库存量	千克	99	19	421.05%
锑品	销售量	吨	31,253	32,380	-3.48%
	生产量	吨	31,124	30,715	1.33%
	库存量	吨	1,187	1,316	-9.80%
钨品	销售量	标吨	868	2,098	-58.63%
	生产量	标吨	941	2,033	-53.71%
	库存量	标吨	93	20	365.00%

资料来源：公司公告，华源证券研究

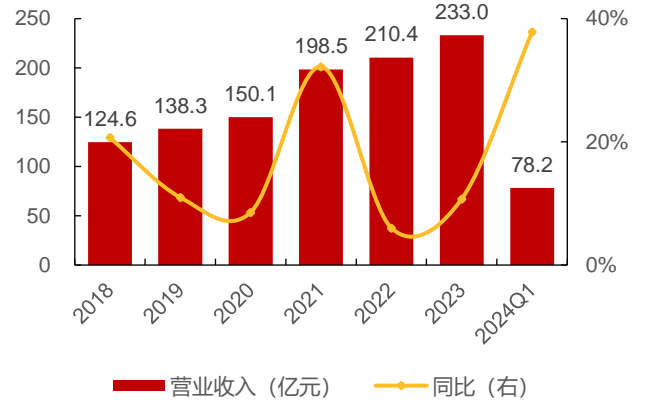
黄金贡献九成营收，营收连续十年稳步增长。从营收结构看，黄金为公司主要营收产品，2023 年营收占比高达 94.92%。从营收增速看，2023 年中金黄金营业总收入达 233 亿元，5 年 CAGR 为 13.3%，连续十年保持正增长。

图表 41：湖南黄金营业收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 42：湖南黄金营业收入及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究

矿产金具有长期增长潜力。23 年甘肃加鑫取得以地南铜金矿和下看木仓金矿采矿许可证，生产规模分别为 50 万吨/年和 9 万吨/年；公司控股股东湖南黄金集团将收购的万古矿区 7 个采矿权和 7 个探矿权全部完成转让变更，预计湖南黄金集团整合万古矿区并注入上市公司后，将为公司贡献长期矿产金增量来源。

6. 风险提示

金价大幅波动的风险，金作为大宗商品，价格具有较强的波动性，金相关公司的营收、利润与金价高度相关，若金价出现大幅波动，会导致公司营收大幅波动进而导致公司业绩不及预期的风险；

地缘政治导致新项目投产不及预期的风险，部分矿企金矿项目位于海外，海外地缘政治等因素或导致新项目投产不及预期，导致公司业绩不及预期的风险；

黄金需求波动的风险，黄金金的下游需求和各种因素相关，需求波动可能导致公司业绩不及预期的风险；

美联储降息的不确定性风险，金价受美联储降息预期和确定性影响，若美联储降息确定性变化，可能会导致金价回调的风险。

美国通胀持续性超预期风险，金价受美国通胀影响波动，若美国通胀持续性超预期，可能会导致金价回调的风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数