

行业展望

2025 年 1 月

中国黄金行业展望，2025 年 1 月

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	8
结论	12
附表	13

联络人

作者

企业评级部

陈田田 010-66428877
ttchen@ccxi.com.cn

任嘉琦 010-66428877
jqren@ccxi.com.cn

郑皓月 010-66428877
hyzheng@ccxi.com.cn

其他联络人

刘洋 010-66428877
yliu01@ccxi.com.cn

史曼 010-66428877
msh@ccxi.com.cn

2024 年，美联储降息预期持续、地缘政治局势紧张加剧、避险需求扩大等因素推动黄金价格迭创新高，年内金价涨幅超 20%。随着黄金板块量价齐升，企业盈利能力有所增强，虽然企业债务规模有所上升，但得益于黄金特殊性、债务结构的优化及资金面宽松，整体信用水平保持稳定。

中国黄金行业展望维持稳定，中诚信国际认为未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化。

摘要

- 2024 年以来，美联储降息预期持续、地缘政治加剧、避险需求扩大等因素推动黄金价格迭创新高，年内金价涨幅超 20%。地缘政治、美联储货币政策和财政政策不确定性尚存，黄金作为避险资产的投资需求提升对黄金价格表现起到提振作用。
- 全球黄金供应较为稳定，2023 年以来矿产金产量小幅提升，金价整体上行刺激回收金投放量显著升高，带动黄金供应量同比有所增加，不过黄金供给侧整体波动较小，对金价影响不大。
- 2024 年以来，黄金价格飙升持续抑制金饰消费需求和黄金 ETFs 投资，黄金投资及央行购金需求有所波动，带动黄金需求小幅下降，但受益于场外交易补充，前三季度黄金总需求量同比仍有增长，若未来黄金需求端进一步好转，黄金或将迎来相对供需平衡。
- 2023 年以来，黄金板块量价齐升令黄金企业利润及现金流持续向好，扩产项目推进及资源收并购推升资金需求，总债务规模扩大，但债务结构优化及资金面宽松使得短期流动性压力不大，且受益于黄金特殊性，整体信用水平保持稳定。

一、 分析思路

黄金行业的信用基本面分析，主要是通过分析黄金价格走势以及影响黄金供应和需求的相关因素，并对价格走势进行判断，进而分析价格走势对行业财务状况的影响、企业盈利水平和杠杆水平等信用基本面的变化情况。本文指出黄金供应和需求对价格产生一定影响，但在经济不确定性因素增加的大背景下，黄金避险和保值需求及实际利率对价格的影响更为显著。受益于黄金价格及产销量的提升，黄金企业盈利及经营获现能力有所提升，黄金企业杠杆比率虽有所分化，但得益于黄金特殊性及其债务结构的优化，整体信用水平保持稳定。

二、 行业基本面

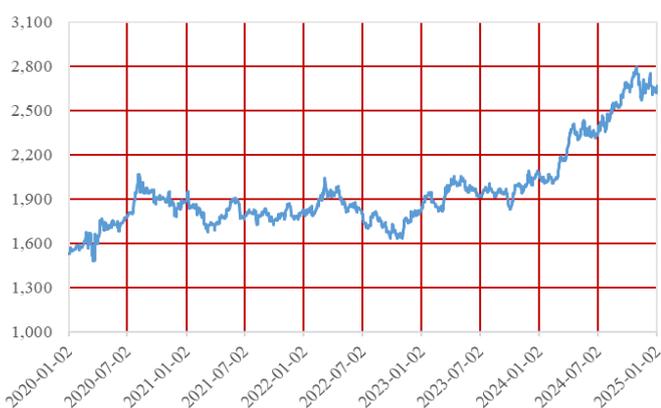
黄金价格与金融属性

2024年以来，美联储降息预期持续、地缘政治加剧、避险需求扩大等因素推动黄金价格迭创新高，年内金价涨幅超20%。地缘政治、美联储货币政策和财政政策不确定性尚存，黄金作为避险资产的投资需求提升对黄金价格表现起到提振作用。

受美联储降息预期持续叠加地缘政治局势紧张加剧等因素影响，黄金对抗货币贬值和政治经济风险的保值及避险需求较为旺盛，2024年以来黄金价格屡创新高，年末COMEX黄金期货结算价收于2,641.00美元/盎司，全年均价为2,403.55美元/盎司，同比增长22.97%。具体来看，2024年年初美国非农就业数据超预期回暖，美联储降息遇冷，但美国零售销售总额疲软且2023年四季度GDP低于预期，叠加红海航线、巴以局势紧张以及纽约社区银行评级下调等引发市场避险情绪，同时央行购金趋势持续对金价形成支撑，COMEX金价从2,000美元/盎司附近攀升至超2,400美元/盎司。4月下旬，美国经济数据好于预期，美元走强令金价回吐部分涨幅；5月美联储利率决议释放鸽派信号，美国宏观环境不确定性上升，叠加地缘政治加剧等因素影响，金价继续震荡上行。9月美联储以50个基点开启降息周期，幅度略超市场预期，美联储宽松货币政策仍将持续，且地缘政治影响仍未消退，金价强势上涨，10月30日COMEX黄金价格期货结算价达到2,800.80美元/盎司，系全年最高点。11月美联储再次降息25个基点，但特朗普胜选带来美联储降息放缓及地缘局势局部缓和预期，对黄金价格形成利空，金价大幅回调，后续俄乌局势升温激发全球资产避险情绪，黄金价格再次回升。12月美联储继续降息25个基点，但美联储偏鹰表态使得2025年降息预期回落，黄金价格高位震荡。

国内方面，2024年以来，国内金价紧跟国际金价走势，上海期货交易所（SHFE）黄金期货结算价1~2月横盘震荡，3月以来大幅上涨，后于4月触及上半年最高价590.65元/克开始回落，后在560元/克附近做区间震荡。9月以来我国央行降息降准、降低存量房贷利率以及推动中长期资金入市等增加了市场流动性，提振市场信心的同时亦增加投资需求，亦推动国内金价上涨，年末SHFE黄金结算价达到616.68元/克，较年初大幅增长28.30%，全年均价为559.11元/克，同比增长24.11%。

图 1: COMEX 黄金期货结算价走势图 (单位: 美元/盎司)



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

图 2: 上海期货交易所黄金主力期货结算价走势图 (单位: 元/克)



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

黄金的价格属性包含大宗商品属性与金融属性, 其中需求因素对商品属性形成一定影响, 但其金融属性影响更大, 金融属性下的黄金本质上可以被视为长久期的抗通胀付息债券, 其对冲货币贬值和政治经济风险的避险及保值需求较为旺盛, 因此在金融属性下驱动黄金价格的核心因素为实际利率。如用10年期美国国债收益率代表无风险利率, 当无风险利率下降时, 投资者持有黄金的机会成本降低, 大幅买入黄金使得黄金价格上升, 以前年度黄金价格的上升往往伴随经济政治风险事件和国债收益率走低¹。2024年内美联储三次降息带来了9月以来黄金价格冲高, 且2025年降息预期仍可能带来实际利率的下行。从与美元的关系来看, 黄金价格与美元亦呈现一定的负相关性。负相关性一方面来自于美元是黄金的基础定价工具, 美元的弱势则对应了定价对象价格的相对上升。另一方面, 黄金是一般货币等价物, 当美元处于弱势被抛售的时候, 其他货币的相应价值会出现上升。通胀也会从一定层面影响黄金价格, 2024年美国面临一定的通胀压力, 但仍高于目标水平, 在高通胀环境下, 黄金作为抗通胀资产的吸引力增加, 投资者会增加对黄金的配置, 推动金价上涨。

传统黄金定价中金价通常与美债利率及美元反向变动, 但地缘政治风险和美元信用危机等因素对金价形成扰动, 2023年10月中东危机等因素导致市场避险情绪上升, 期间美债收益率与黄金价格均呈现同时上升的态势; 2024年9月以来美国消费数据保持韧性, 市场对经济前景的预期改善推动了美债收益率上升, 但地缘局势紧张持续以及对通胀升温的隐忧亦推动9~10月黄金价格上涨。整体来看, 2023~2024年十年期国债收益率及美元指数总体宽幅震荡, 在美元保持强势的背景下, 地缘政治风险、避险情绪及央行购金需求等推升金价持续走高。

展望2025年, 美国经济的通胀压力并未完全消除, 降息预期犹存, 仍将一定程度上对黄金价格形成支撑, 但从特朗普第二任期“降低利率、对内减税、限制移民、增加关税”等核心政策主张来看, 美联储货币政策仍将面临一定的不确定性。若美国通胀反弹促使美联储货币政策超预期收紧, 强势美元或为黄金价格带来短期回调压力, 但增加关税或导致美国经济增速

¹ 2008年之后的黄金价格上升伴随了金融危机、欧洲债务危机等事件; 2016年黄金价格一定范围内的向上波动则伴随了英国脱欧等事件; 2019年以来全球经济下行压力增加, 同时中美贸易摩擦带来不确定性, 叠加2020年以来的新冠疫情在全球范围内爆发增加黄金的避险需求, 实际利率持续走低; 2022年以来, 实际利率上行推升持有黄金的机会成本。

放缓，提高财政赤字使得美国政府债务负担高企局面短期难改，美元预计将持平或略微走弱令黄金吸引力进一步增强，对黄金长期价格提升起到积极作用。此外，中东、朝鲜半岛、俄乌紧张局势等均未有明显缓和迹象，地缘政治危机亦可能推动黄金价格上涨。整体来看，2025年地缘政治、美联储货币政策和财政政策不确定性尚存，或将促使黄金作为避险资产的投资需求提升，对黄金价格长期表现起到提振作用。

图3：黄金价格与美国国债收益率



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图4：黄金价格与美元指数



数据来源：Choice，中诚信国际整理

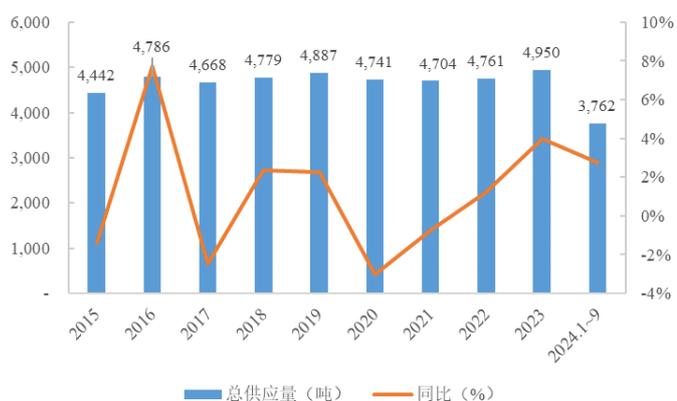
黄金供应

全球黄金供应较为稳定，2023年以来矿产金产量小幅提升，金价整体上行刺激回收金投放量显著升高，带动黄金供应量同比有所增加，不过黄金供给侧整体波动较小，对金价影响不大。

全球黄金供应主要来源于金矿产金和回收金再加工生产以及少量生产商净套保，近年来供应结构较为稳定。2023年及2024年前三季度全球黄金总供应量分别为4,950.0吨和3,761.9吨，同比分别增长3.97%和2.74%。

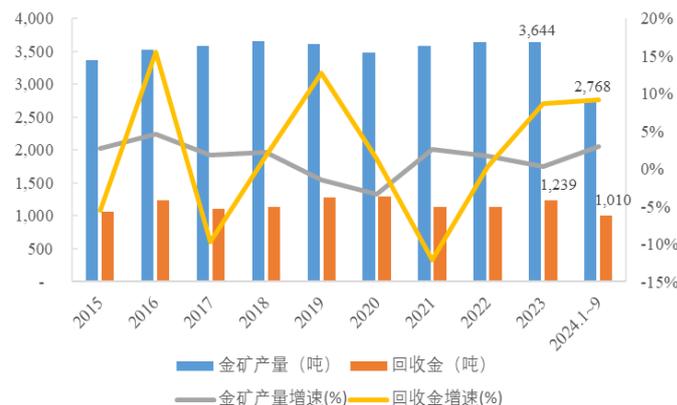
矿产金方面，黄金属不可再生资源，根据美国地质调查局(USGS)的数据，截至2023年末，全球黄金储量约59,000吨。受资源储量及开采技术等影响，整体增产空间仍不足。2023年，金矿产金3,643.9吨，同比增长0.30%，占全球黄金总供应量的73.61%，金矿产量同比保持稳定；2024年前三季度，受益于黄金生产商紧抓有利市场机遇推动增产，金矿产金同比增长2.96%至2,768.4吨，占全球黄金总供应量的73.59%。回收金的投放主要受黄金价格走势的影响，2023年以来，黄金价格持续上涨接连突破历史新高，黄金回收经济性有所提升，2023年及2024年1~9月回收金投放量分别为1,238.7吨和1,009.6吨，同比增速分别为8.65%和9.11%。从供应弹性来看，2023年以来，黄金价格上涨明显，矿产金增长较为缓慢，回收金投放有所增长，但整体黄金供给增幅有限，供应弹性相对较低。

图 5：近年来全球黄金供应情况变化



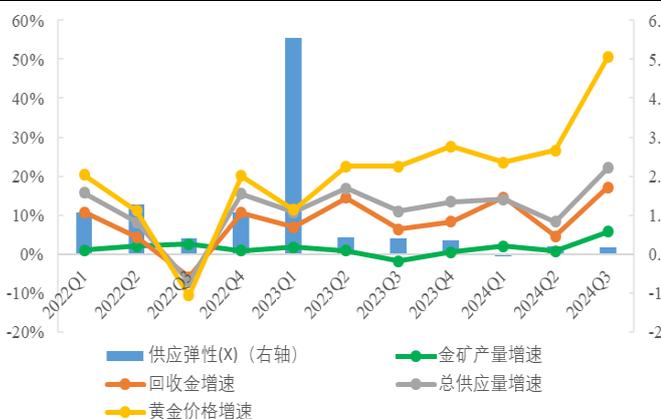
数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 6：近年来全球矿产金及回收金供应情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 7：黄金供应结构及供应弹性情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 8：全球黄金储量情况（单位：吨）



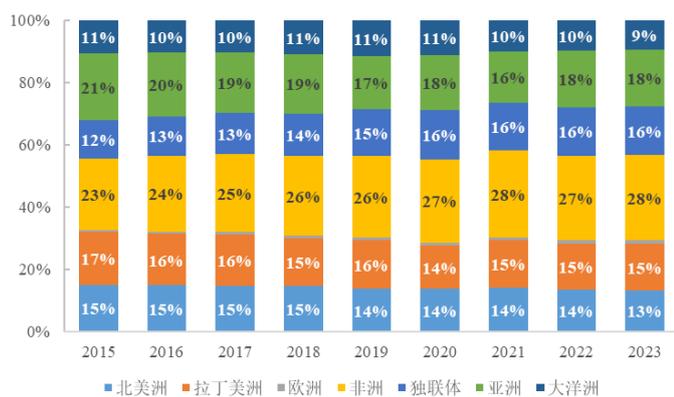
数据来源：iFind，美国地质调查局，中诚信国际整理

从区域分布来看，各区域黄金生产趋势性变化不同，非洲黄金矿产资源丰富且分布较广，近年来产量长期位于全球黄金产量首位，且随着多座矿山开发进程的加快，非洲矿山产量增长较快，2023年非洲矿产金产量首次突破1,000吨。我国为黄金生产第一大国，2023年主力矿山生产已恢复至山东省内非煤矿山整改前水平²，矿产金产量微增至378.2吨，土耳其矿产金产量提升亦带动亚洲矿产金产量实现回升。

国内方面，2023年末中国金矿保有储量为3,203.77吨，约占全球总储量的5%。我国金矿的分布不均，主要集中在山东、河南、江西、内蒙古、云南、甘肃等省份。探矿增储方面，山东省在新一轮找矿突破战略行动中取得探矿增储上的重大突破，山东莱州西岭金矿成为国内已发现的最大单体金矿床，属世界级巨型单体金矿床，经初步认定，西岭金矿新增金金属量近200吨，累计金金属量达580吨。2024年11月，湖南省地质院宣布在平江县万古金矿田地下2,000米以上发现超过40条金矿脉，探矿核心区累计探获黄金资源量达到300.2吨，金品位最高可达每吨138克，同时预测地下3,000米以上远景黄金储量超1,000吨，万古金矿田有望成为全球最大金矿之一，为国内黄金矿山增产带来新的动能。

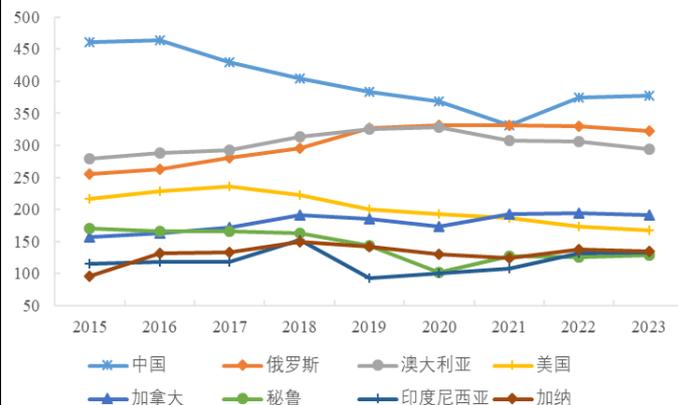
² 2021年山东省内非煤矿山整改及阶段性停产影响较大，中国矿产金产量从2016年的463.7吨下降至2021年的332.0吨，降幅高达28.41%。2022年，山东省内非煤矿山整改及阶段性停产对国内矿产金产量的短期影响已基本消除。

图9：近年来全球黄金产量占比情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图10：主要产金国黄金产量情况（单位：吨）



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

随着国内老矿山易开采资源逐渐减少，而海域金矿、纱岭金矿和西岭金矿等新建大型矿山尚未形成新增生产能力，近年来国内企业纷纷突破国内资源约束，加大了对国外资源的并购和开发力度。具体来看，紫金矿业集团股份有限公司2023年内完成苏里南Rosebel金矿项目收购³；2024年10月，紫金矿业拟出资10亿美元收购加纳Akyem金矿⁴，后于12月完成收购秘鲁La Arena金矿⁵，资源储备进一步增厚。山东黄金矿业股份有限公司下属子公司山金国际黄金股份有限公司于2024年8月完成Osino Resources Corp.股权收购，将新增黄金资源量约127.2吨。招金矿业股份有限公司2023年以来完成对铁拓矿业100%股权及科马洪金矿的控股权收购，铁拓矿业所属阿布贾金矿黄金资源量合计约119吨。随着“走出去”战略持续推进，近年来中国重点黄金企业境外矿山实现矿产金产量持续提升，2023年及2024年前三季度分别实现黄金产量60.38吨、51.90吨，同比分别增长18.28%、20.50%⁶。值得关注的是，国内企业加大国外资源整合力度，但收购的部分项目需要一定的建设期及爬产期，对业绩影响或有一定滞后，且海外矿产资产较多的企业面临因当地政治经济形势变动影响矿权控制力的风险及一定社区风险，汇率及政策风险亦为海外业务的发展带来很大挑战。

整体来看，全球黄金供应较为稳定，2023年以来全球矿产金产量略有增加，金价大幅上涨刺激回收金投放量显著升高，带动黄金总供应量有所增加，不过黄金供应弹性相对较低，且黄金价格持续高于生产成本，供应端变化对金价影响不大。

黄金需求

2024年以来，黄金价格飙升持续抑制金饰消费需求和黄金ETFs投资，黄金投资及央行购金需求有所波动，带动黄金需求小幅下降，但受益于场外交易补充，前三季度黄金总需求量同比仍有增长，

³ 2023年2月紫金矿业通过境外全资子公司 Silver Source Group Limited 出资3.6亿美元（25.59亿元）收购罗斯贝尔金矿有限公司95%股权，该金矿为2023年全球成交规模最大、交易成本最优的在产黄金矿山之一。2023年末黄金资源量193.09吨，当年生产矿产金7.57吨。

⁴ Akyem金矿是加纳最大金矿之一，截至2023年12月31日，Akyem探明+控制+推断的金金属资源量（不含储量）为54.4吨，证实+可信的金金属储量为34.6吨，2021~2023年黄金产量分别为11.9吨、13.1吨和9.2吨，预计全矿山寿命周期内年均产黄金约5.8吨。

⁵ 截至2024年6月30日，La Arena金矿合计证实+可信级别矿石储量2,260万吨，含金约8吨，平均品位0.33克/吨。根据2018年2月符合NI43-101标准的技术报告，La Arena二期（探明+控制+推断）矿石量8.34亿吨，含金196.5吨，平均品位0.24克/吨；含铜278.5万吨，平均品位0.33%。

⁶ 数据来源为中国黄金协会。

若未来黄金需求端进一步好转，黄金或将迎来相对供需平衡。

黄金需求主要来源于金饰消费、科技制造、金条金币投资及黄金ETFs投资产生的持仓量需求及各国央行储备需求。2023年全年黄金需求量（不含场外交易，图中数据均不含场外交易量）为4,490吨，同比下降4.57%，但若将场外交易（460吨）计算在内，黄金总需求实现增长。2024年前三季度，黄金需求量（不含场外交易）为3,259吨，同比下降2.69%。

图 11：近年来全球黄金需求变化情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

图 12：黄金需求结构变化情况



数据来源：World Gold Council，中诚信国际整理

具体来看，2023年，全球金饰消费需求基本保持稳定。分国家来看，黄金价格上涨令多数国家金饰消费需求有所下降，但中国经济复苏以及结婚率回升提振中国金饰消费需求，中国以671.9吨金饰消费需求超过印度重回金饰消费第一大国。2024年前三季度，黄金价格飙升抑制金饰消费需求，全球金饰需求量同比下降超10%至1,328.34吨，金饰消费占黄金需求比例有所下降。

科技用金在全球黄金需求结构中占比不大，主要涵盖电子用金、其他行业用金和牙科用金，其中电子用金占科技用金的80%左右。上涨的金价对电子用金需求形成拖累，2023年消费电子用金需求疲软，科技用金同比下降3.06%至305.2吨，但2023年四季度以来人工智能热引领半导体行业复苏，对科技用金需求形成一定支撑，2024年1~9月随着需求回暖，科技用金同比上涨9.31%至243.7吨。

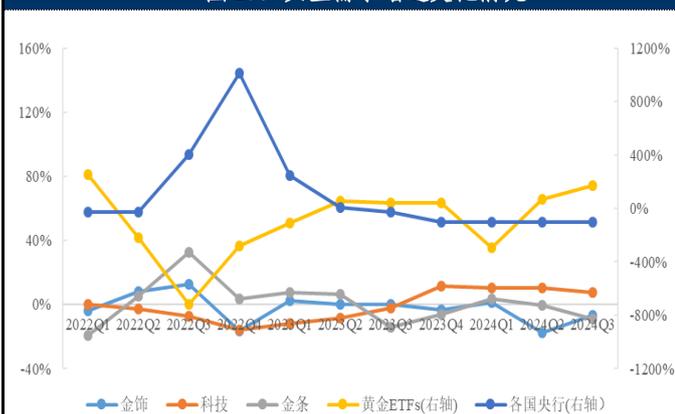
实物黄金与黄金ETFs共同构成了黄金投资需求，实物黄金投资主要涵盖金条与金币投资，2023年金条和金币投资量为1,189.6吨，同比下降2.66%。分地域来看，实物黄金投资需求呈“东升西降”的态势，受利率上升和生活成本危机影响，以德国为代表的欧洲国家黄金投资大幅下降，而中国股市以及房地产市场表现较为低迷使得黄金的风险对冲作用凸显，土耳其在高通胀率以及本币贬值的双重压力下亦大幅增加黄金投资，两个地区投资的增加大幅抵消了欧洲国家投资的下降。2024年前三季度，全球实物黄金投资需求分化趋势持续，金条和金币投资量为859.34吨，同比略降1.74%。

黄金ETFs因其具有大部分交易性金融工具属性，且与一般证券投资工具收益率呈一定负相关关系，在大类资产配置中扮演较为重要的角色。相比于实物金条市场，以中国为主的亚洲市

场在全球黄金ETFs持仓规模中占比较低(约为5%),全球黄金ETFs持仓由欧美市场主导。2023年,受利率飙升和美元走强的冲击,全球黄金ETFs投资需求为-244.2吨,其中欧洲基金净流出最高,全年黄金ETFs投资需求为-180吨,带动全球投资需求为负。亚洲(以中国为主)黄金ETFs持仓变化与实物黄金投资需求亦具备较强的正相关性,2023年亚洲ETFs投资需求为19吨,其中,中国为10吨。2024年初,黄金ETFs需求量持续为负,随着多国开启降息周期,中东地缘政治紧张局势加剧等为黄金ETFs流入提供支撑,1~9月全球黄金ETFs投资需求为-25.5吨。

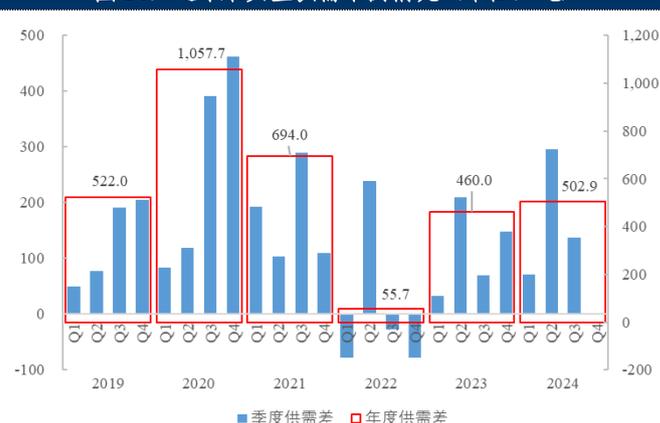
央行储备方面,黄金在各国央行资产配置中占有重要地位。2023年,以中国为代表的发展中国家央行保持稳健的黄金增持节奏,部分发达国家亦选择增持黄金,中国、波兰和新加坡央行作为购金量前三名共同驱动了全球央行持续的购金趋势,全年净购金量达到1,037吨。2024年1~9月,受高金价影响,各国央行增加黄金储备的步伐有所放缓,净买入黄金量为693.5吨,同比下降16.79%。我国央行亦在2024年5~10月连续六个月暂停增持黄金,结束了此前连续18个月的增持黄金记录,11月黄金价格高位回调,央行再次增持黄金。

图 13: 黄金需求增速变化情况



数据来源: World Gold Council, 中诚信国际整理

图 14: 近年来黄金供需平衡情况(单位: 吨)



数据来源: World Gold Council, 中诚信国际整理

整体来看,2024年以来,央行储备仍然保持一定需求韧性,但黄金价格走高使得金饰消费需求下降和黄金ETFs投资下降,前三季度黄金需求量同比略有下降,场外交易活动的增加促进了全球黄金需求,其对全球黄金总需求的贡献不可忽视,但具体数据不易公开透明增加了黄金需求前景的不确定性。未来若黄金需求端进一步好转,黄金或将迎来相对供需平衡。尽管存在供需失衡局面,但黄金定价由占市场存量规模较小的流通部分决定,并非完全意义的大宗商品定价,而是具有金融工具属性,故供需相对失衡并未过度影响黄金的定价。

三、 行业财务表现

2023年以来,黄金板块量价齐升令黄金企业利润及现金流持续向好,扩产项目推进及资源收并购推升资金需求,总债务规模扩大,但债务结构优化及资金面宽松使得短期流动性压力不大,且受益于黄金特殊性,整体信用水平保持稳定。

样本企业概述

中诚信国际通过申万行业分类选取A股所有上市黄金企业，剔除ST的企业，同时添加银行间市场发债企业招金矿业股份有限公司作为样本企业，样本企业共计10家。2023年，黄金企业在生产平稳运行的基础上通过资源并购等途径加快增储上产，黄金行业（采掘业）实现营业收入4,945.09亿元⁷，同期，样本企业黄金业务板块合计收入为3,024.75亿元，基本覆盖国内大型黄金生产企业，具有较高的代表性。

除银泰黄金和四川黄金无黄金冶炼业务、主要为向黄金冶炼企业销售合质金和金精矿外，其余样本企业均实现黄金产业全产业链覆盖。由于各企业的黄金产业链完整度及矿产金、冶炼金板块收入权重有所差异，且部分企业电解铜、白银等业务亦占一定比重，故在不同金属品种价格市场变化幅度差异较大以及各企业主要所处产业链上中下游不同的情况下，财务表现略有分化。

表1：样本企业2023年情况（单位：吨）

公司名称	公司简称	业务构成情况	黄金业务占比	矿产金产量
山金国际黄金股份有限公司 ⁸	山金国际 (000975.SZ)	矿产金及向黄金冶炼企业销售合质金，有色金属贸易等	41.92%	7.34
湖南黄金股份有限公司	湖南黄金 (002155.SZ)	矿产金和大量的对外采购合质金的冶炼	90.65%	3.95
山东恒邦冶炼股份有限公司	恒邦股份 (002237.SZ)	少量矿产金，以外采原材料冶炼为主，有电解铜和硫酸等业务	50.59%	0.20
中金黄金股份有限公司	中金黄金 (600489.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，矿产铜及电解铜的加工销售	51.97%	18.89
山东黄金矿业股份有限公司	山东黄金 (600547.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售	95.82%	41.78
赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司	赤峰黄金 (600988.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，电解铜和白银等	87.55%	14.35
西部黄金股份有限公司	西部黄金 (601069.SH)	矿产金、外购合质金及冶炼金的加工销售	69.82%	1.18 ⁹
紫金矿业集团股份有限公司	紫金矿业 (601899.SH)	矿产金及冶炼金的加工销售，矿产铜及电解铜的加工销售	47.15%	67.73
招金矿业股份有限公司	招金矿业 (01818.HK)	矿产金及冶炼金的加工销售	87.48%	17.58
四川黄金股份有限公司	四川黄金 (001337.SZ)	金矿的采选，金精矿及合质金的销售	100.00%	1.82

资料来源：企业年度报告，中诚信国际整理

盈利能力

⁷ 数据来源为国家统计局。

⁸ 曾用名银泰黄金股份有限公司，证券简称为“银泰黄金”，2023年山东黄金收购银泰黄金28.89%股份，成为银泰黄金股份有限公司的控股股东，2024年7月银泰黄金股份有限公司更为现名。

⁹ 该数据为西部黄金2023年标准金产量与外购合质金生产的标准金产量差值。

2023 年以来，受益于黄金价格持续走高以及产销量提升等因素，样本企业黄金业务板块收入及利润水平有所提升，非黄金业务板块盈利能力整体弱于黄金业务，但仍对整体盈利能力有所补充。

营业总收入方面，2023 年以来，受益于黄金价格攀升及产销量提升，样本企业营业总收入实现增长，2023 年及 2024 年 1~9 月营业收入分别为 5,320.99 亿元和 4,545.50 亿元，同比增长 11.62% 及 12.62%。受上年同期基数较高影响，样本企业收入增速放缓。其中，在样本总体收入中占比超过 55% 的紫金矿业 2023 年矿产铜与矿产金产量创历史新高，营业总收入增加 230.74 亿元，对样本企业营业总收入的贡献较大。此外，受益于黄金冶炼产能释放，恒邦股份收入增幅较大，亦对整体营业总收入的扩大贡献较高。

毛利率方面¹⁰，黄金价格上行使得黄金企业整体盈利水平有所提升，2023 年样本企业营业毛利率算术平均值为 21.83%，同比有所上升，但所处产业链位置不同使得毛利率表现有所分化。具体来看，主要业务偏上游矿山板块的黄金企业毛利率有所提升，而主要业务为黄金冶炼的黄金企业毛利率有所下降。样本企业黄金板块营业毛利率中枢小幅提升，但样本企业 2023 年非黄金业务毛利率同比下降 2.83 个百分点，非黄金业务毛利率表现整体弱于黄金业务。

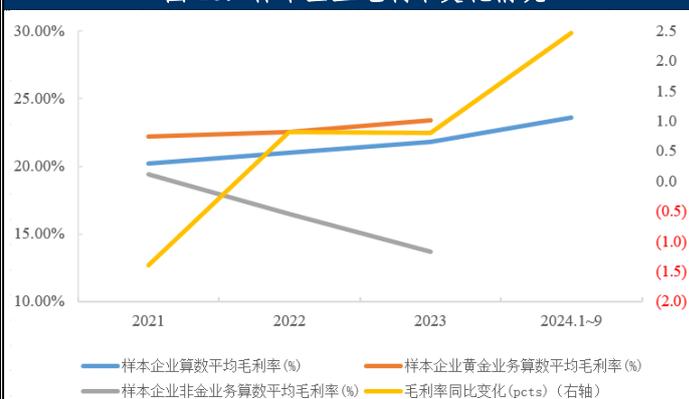
2024 年前三季度，受益于黄金价格持续走高以及部分样本企业单位销售成本管控成果较好，样本企业前三季度算数平均营业毛利率水平同比有所提升。

图 15：样本企业收入增速情况



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

图 16：样本企业毛利率变化情况



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

净利润方面，2023 年样本企业净利润合计 372.39 亿元，同比增长 15.23%；2024 年以来，样本企业保持较强的盈利能力，前三季度净利润合计为 420.92 亿元，同比增长 53.26%。总体上来看，金价上涨对企业盈利能力的提升有所显现，样本企业净利润实现较高增速，利润水平进一步增厚，且拥有资源的企业盈利稳定性更高。

获现能力及偿债能力

随着黄金价格的走高，2023 年以来样本企业保持很强的经营获现能力，加之投资需求的下降，融资需求亦

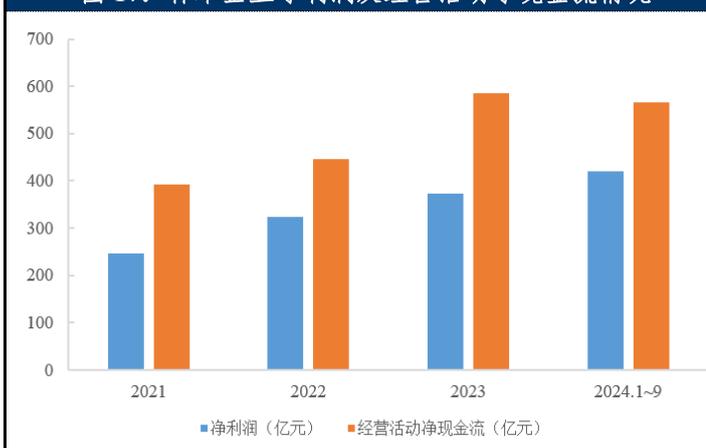
¹⁰ 各企业统计口径不尽相同。部分企业如紫金矿业、山东黄金等将矿山产金与外购合质金（加工金）分开计算毛利率，部分企业如中金黄金、湖南黄金等则将自产黄金和外购原材料冶炼黄金整体作为终端产品计算毛利率。

有所收窄。

获现能力方面，样本企业保持很强的经营获现能力，2023年以及2024年1~9月样本企业经营活动净现金流分别为585.90亿元以及566.25亿元，分别同比增长31.25%和50.37%。影响经营获现能力的因素主要为盈利水平以及资金占用情况，黄金企业矿山端的成本较为固定，营业成本的变化主要由外采原料的价格以及规模决定，偏行业上游的黄金企业在黄金价格向好的背景下盈利能力大幅提升；资金占用方面，除四川黄金和山金国际对黄金产业链下游企业销售金精矿和合质金外，其他黄金企业终端产品均销售至黄金交易所，黄金业务板块实际产生的应收账款及相应的坏账损失并不多，应收账款对于企业现金流占用普遍较小，2023年以来，随着黄金价格的上涨，样本企业存货对资金的占用有所增加，但由于其具备极强的可变现能力，风险可控。

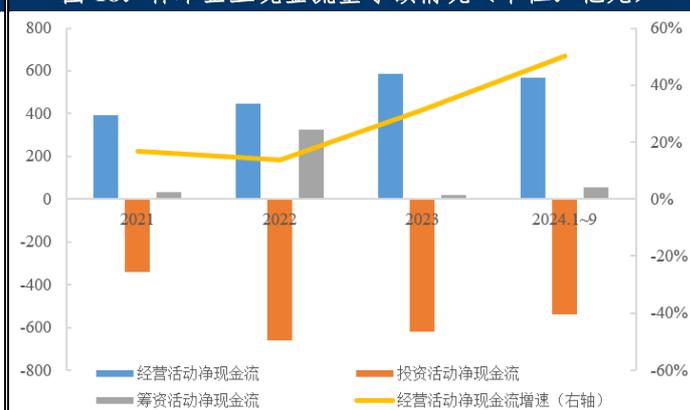
此外，样本企业整体投资进程有所放缓，2023年样本企业投资活动现金净流出同比有所收窄，同时，多数样本企业自由现金流充足，且黄金市场热度与资产溢价程度较高，净融资规模有所缩小。2024年前三季度，招金矿业和山金国际相继完成海外金矿收购，样本企业投资活动现金净流出敞口同比有所扩大。

图 17：样本企业净利润及经营活动净现金流情况



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

图 18：样本企业现金流量净额情况（单位：亿元）



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

2023年以来，在黄金价格攀升背景下，多家企业均进行了不同程度的规模扩张，黄金企业资产负债率变化情况虽有所分化，但整体资本结构较优且杠杆水平相对稳定；样本企业短期流动性压力不大，整体信用水平保持稳定。

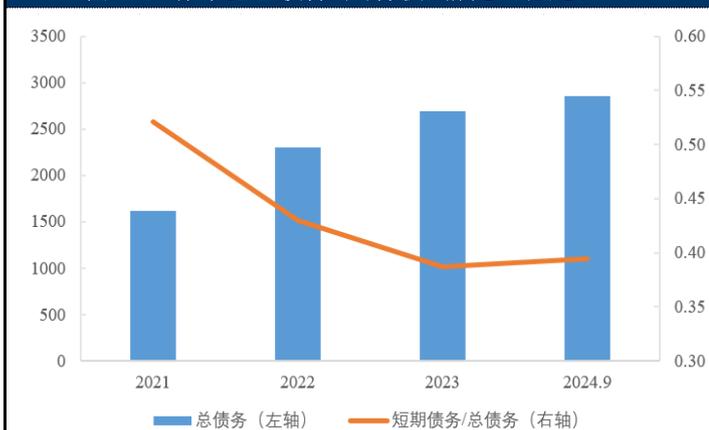
2023~2024年9月末，样本企业平均资产负债率分别为42.36%以及42.99%，实现从利润表到资产负债表的持续修复，整体资本结构较优。受益于盈利能力的提升，未分配利润的积累使得多家样本企业资产负债率呈下降态势，但部分企业经营规模扩大、扩产项目推进以及资源收并购一定程度上推升其资金需求，少量企业的资产负债率略有上升。

截至2023年末，样本企业总债务合计为2,693.67亿元，同比增长17.03%，短期债务占比为38.74%，同比下降4.22个百分点。2024年9月末，样本企业总债务小幅增至2,857.41亿元，

短期债务占比为 39.46%，较上年末略增 0.72 个百分点。在黄金价格上涨背景下，多家企业均进行了不同程度的规模扩张，外购原料增加亦使得企业对运营资金需求有所扩大，2023 年以来样本企业总债务有所增加，不过受到前期高基数影响，债务规模增速有所放缓。此外，利率下行背景下各家企业对债务结构进行调整，长期债务占比有所提升，黄金企业债务结构有所优化。

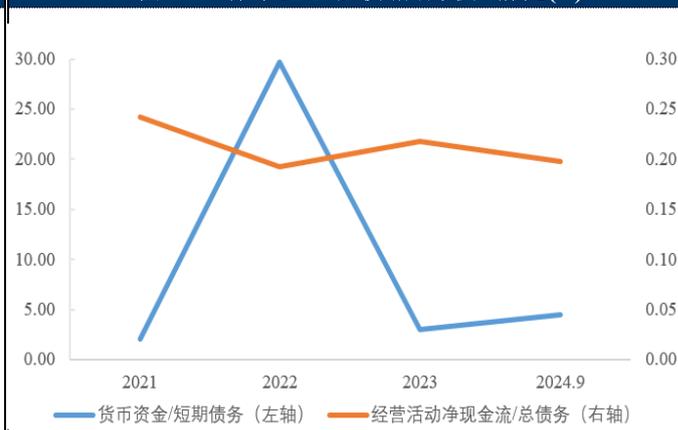
偿债指标方面，剔除扰动较大的样本企业后¹¹，货币资金对短期债务平均覆盖倍数持续提升，主要得益于短期债务规模的下降以及黄金价格上升带来的企业资金面宽松，黄金企业短期流动性压力不大。2023 年以及 2024 年 1~9 月，经营活动净现金流对总债务平均覆盖倍数分别为 0.22 倍及 0.20 倍，同比均有所提升。紫金矿业、山东黄金等多家黄金企业的现金流持续向好，总债务规模增速低于经营活动净现金流增速，使得相关偿债指标有所优化。整体来看，黄金的特殊性使得黄金企业的经营性资产可变现能力极强，且可通过较低成本的黄金租赁提升流动性，整体信用水平保持稳定。

图 19：样本企业债务结构变化情况（亿元、X）



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

图 20：样本企业偿债指标变化情况(X)



数据来源：企业财务报表，中诚信国际整理

四、 结论

2024 年以来，美联储降息预期持续、地缘政治加剧、避险需求扩大等因素推动黄金价格迭创新高，年内金价涨幅超 20%。黄金供应整体较为稳定，价格上涨致使黄金消费需求承压。随着黄金价格的快速上涨，黄金企业经营能力和经营获现能力进一步提升，黄金企业对外部融资依赖减弱，资本结构较优且杠杆水平相对稳定。由于地缘政治、美联储货币政策和财政政治的不确定性尚存，而黄金作为避险资产的需求提升对未来黄金价格表现起到提振作用，2025 年黄金价格预计将震荡上行，此背景下的上游矿山利润增厚或将使得黄金企业盈利进一步好转，行业信用基本面将维持稳定。

¹¹ 2022 年四川黄金调整债务结构使得短期债务大幅下降，货币资金对短期债务平均覆盖倍数大幅提升，对样本的扰动较大。

附表一：样本企业财务数据

公司名称	营业总收入（亿元）				营业毛利率			
	2021	2022	2023	2024.1~9	2021	2022	2023	2024.1~9
山金国际	90.40	83.82	81.06	120.71	25.10%	24.81%	32.05%	25.91%
湖南黄金	198.46	210.41	233.03	209.89	7.30%	7.62%	7.12%	7.61%
恒邦股份	413.83	500.47	655.77	581.61	5.03%	3.76%	2.72%	2.68%
中金黄金	561.02	571.51	612.64	460.45	11.49%	11.71%	13.28%	15.40%
山东黄金	339.35	503.06	592.75	670.06	10.56%	14.10%	16.60%	14.88%
赤峰黄金	37.83	62.67	72.21	62.23	33.28%	28.64%	32.57%	41.96%
西部黄金	41.58	44.08	44.68	50.45	7.46%	17.22%	5.04%	10.05%
紫金矿业	2,251.02	2,703.29	2,934.03	2,303.96	15.44%	15.74%	15.81%	19.53%
招金矿业	72.99	83.12	88.53	80.86	40.96%	35.36%	41.91%	44.82%
四川黄金	5.26	4.72	6.29	5.28	45.44%	51.27%	51.19%	53.41%
合计/算术平均值	4,011.74	4,767.14	5,320.99	4,545.50	20.20%	21.02%	21.83%	23.63%
同比	11.14%	18.83%	11.62%	12.62%	-1.39pts	0.82pts	0.81pts	2.47pts
公司名称	净利润（亿元）				经营活动净现金流（亿元）			
	2021	2022	2023	2024.1~9	2021	2022	2023	2024.1~9
山金国际	14.22	12.44	15.68	19.18	20.43	19.89	21.80	30.04
湖南黄金	3.65	4.33	4.94	6.76	6.14	12.36	9.97	3.98
恒邦股份	4.27	4.66	4.87	4.51	4.74	15.64	10.32	8.06
中金黄金	19.59	25.01	36.17	32.51	43.89	56.77	64.23	24.61
山东黄金	-1.95	14.23	28.91	33.09	18.22	29.72	68.49	101.94
赤峰黄金	6.14	4.94	8.71	12.54	7.55	10.90	22.03	20.03
西部黄金	0.73	2.41	-2.74	1.29	1.02	3.57	-0.93	-1.80
紫金矿业	196.00	247.67	265.40	296.78	260.72	286.79	368.60	361.09
招金矿业	1.86	5.49	8.34	12.29	28.05	6.93	18.33	15.45
四川黄金	1.53	1.99	2.11	1.97	1.97	3.83	3.06	2.85
合计	246.04	323.17	372.39	420.92	392.73	446.40	585.90	566.25
同比	42.87%	31.35%	15.23%	53.26%	16.77%	13.67%	31.25%	50.37%
公司名称	总债务（亿元）				资产负债率			
	2021	2022	2023	2024.9	2021	2022	2023	2024.9
山金国际	24.70	23.09	16.82	25.25	22.56%	21.57%	17.98%	21.08%
湖南黄金	8.09	3.19	0.84	0.34	24.58%	19.31%	17.06%	15.88%
恒邦股份	94.23	90.08	98.37	122.81	59.96%	58.78%	58.09%	61.75%
中金黄金	145.44	140.69	155.28	161.24	43.48%	42.43%	41.66%	42.47%
山东黄金	329.82	482.06	661.42	720.55	59.41%	59.55%	60.43%	65.10%
赤峰黄金	6.07	33.96	37.61	34.91	37.91%	57.77%	54.36%	50.74%
西部黄金	5.34	2.71	10.13	12.8	33.69%	23.43%	35.01%	36.03%
紫金矿业	793.14	1,285.00	1,454.62	1,490.22	55.47%	59.33%	59.66%	55.38%
招金矿业	209.34	240.64	258.14	288.85	54.19%	56.37%	52.59%	53.94%
四川黄金	0.41	0.26	0.44	0.44	46.23%	38.14%	26.73%	27.57%
合计/算术平均值	1,616.58	2,301.68	2,693.67	2,857.41	43.75%	43.67%	42.36%	42.99%
同比	12.47%	42.38%	17.03%	6.08%	-0.52pts	-0.08pts	-1.31pts	0.63pts

附表二：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持者做出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
陈田田	企业评级部	高级分析师
任嘉琦	企业评级部	分析师
郑皓月	企业评级部	助理分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号
银河 SOHO 5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING
CO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,
Chaoyangmennei Avenue,Dongcheng District, Beijing
PRC,100010Beijing,PRC.100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>