

行业评级：看好（维持）

证券研究报告 | 行业专题报告

贵金属

2025年2月12日



贵金属研究框架

证券分析师

姓名：张明磊

资格编号：S1350525010001

邮箱：zhangminglei@huayuanstock.com

证券分析师

姓名：陈婉妤

资格编号：S1350524110006

邮箱：chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

姓名：方皓

邮箱：fanghao@huayuanstock.com

主要内容

1. 贵金属价格的分析框架
2. 贵金属需求和供应的拆分
3. 贵金属股价的分析框架及主要标的
4. 风险提示

主要内容

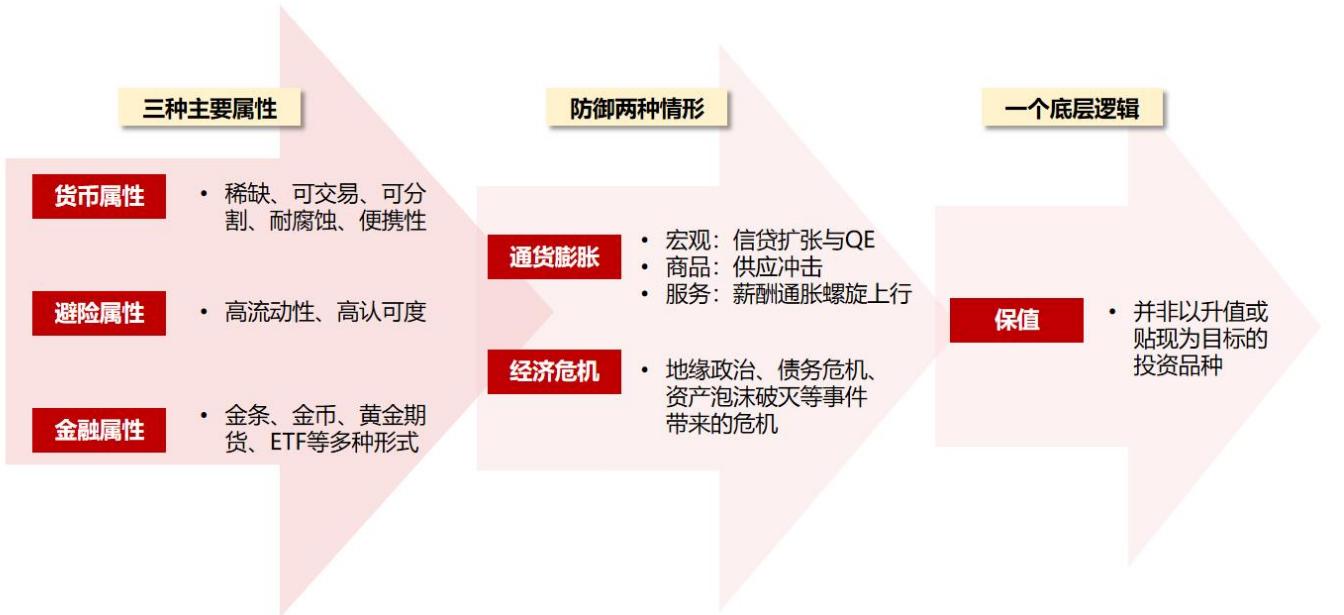
1. 贵金属价格的分析框架

- 了解黄金：三属性，两情形，一逻辑
- 实际利率、美元与黄金
- 黄金的宏大叙事
- 黄金的中短期定价
- 沪金的中短期交易逻辑
- 宏观交易主导的黄金与白银

了解黃金：三属性，两情形，一逻辑

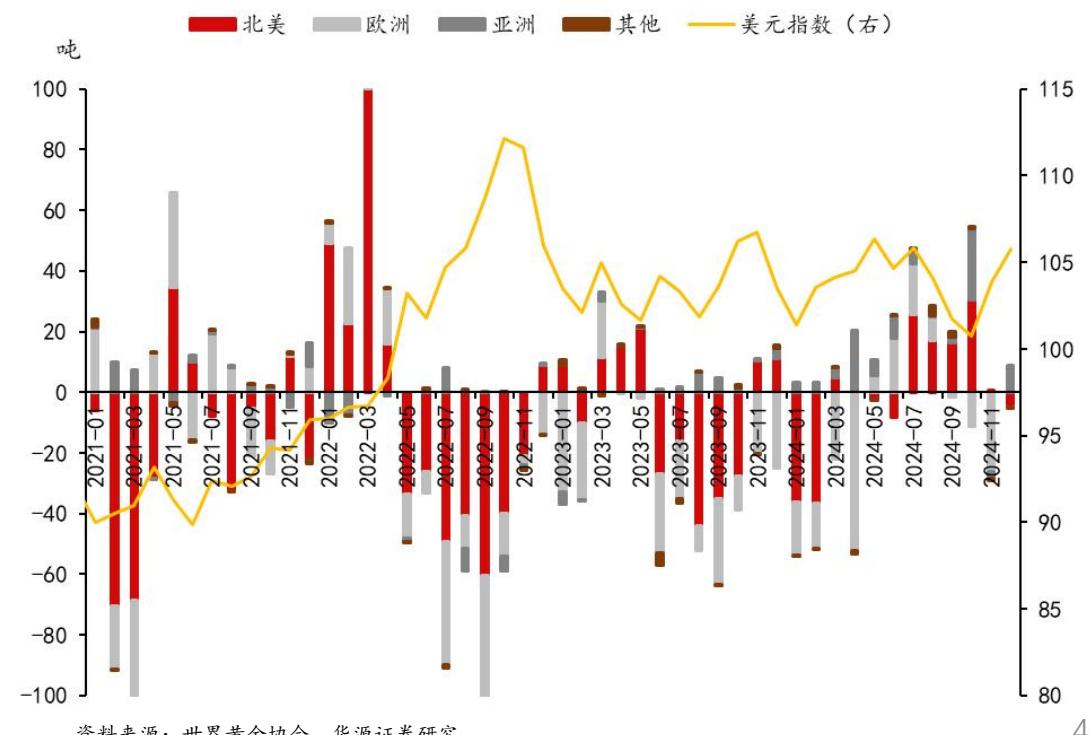
- 黄金是与股票、债券截然不同的大类资产，因其不提供贴现价值，也不同于其他大宗商品，因其对工业需求不够敏感。
- 黄金具有货币、金融、避险属性，这些属性之间相互交集，对应到抵抗通胀和危机两种情形（危机发生早期黄金只有相对收益），这些特征对应到黄金的底层买入逻辑——保值。
- 黄金和美元可以同时具有保值属性。美元计价使得黄金与美元有负相关性，但在外汇非自由浮动的地区，黄金和美元或同时具有保值属性。近年来黄金价格上涨的部分动能来自亚盘。

图表：黄金投资逻辑梳理



资料来源：华源证券研究

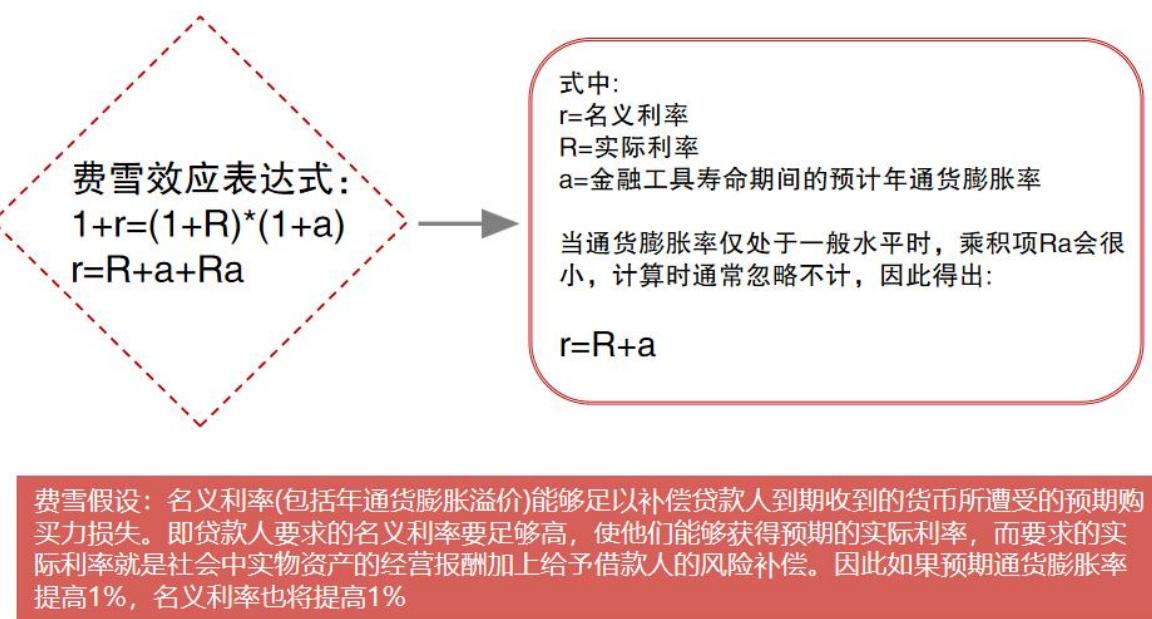
图表：近年来亚盘增持了较多的黄金



资料来源：世界黄金协会、华源证券研究

- 实际利率、美元与黄金的负相关性框架，是很好的交易、择时指标，但不建议用来判断黄金的涨跌。
- 实际利率拆解：根据费雪效应，实际利率可以简单理解为名义利率-通货膨胀率，其隐含了两个变量，即衰退预期（影响名义利率）和通胀预期。黄金是抵抗经济危机和恶性通胀的品种，因此这两个变量本身都会影响黄金价格的预期。比较明确的一点是经济增速快速下行和高通胀同时发生时，实际利率会比较低，这时黄金弹性最大（类似70s滞胀时期的黄金行情）。

图表：实际利率的拆解

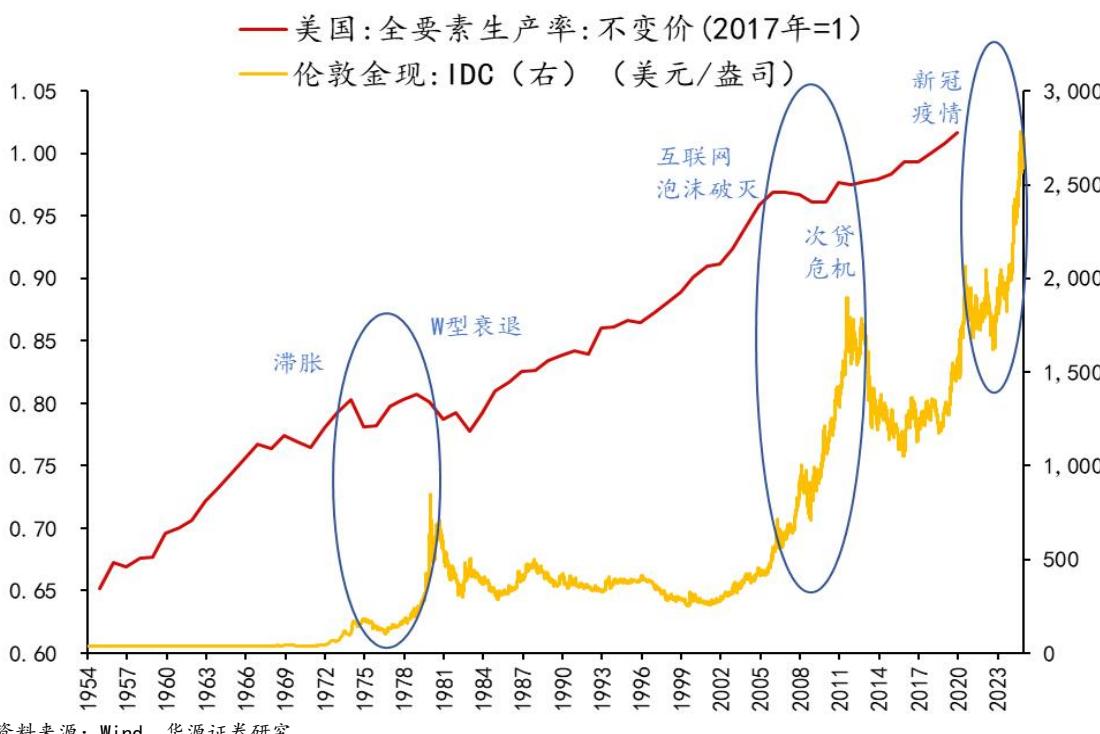


图表：长时间维度下利率与黄金的负相关性并不明显

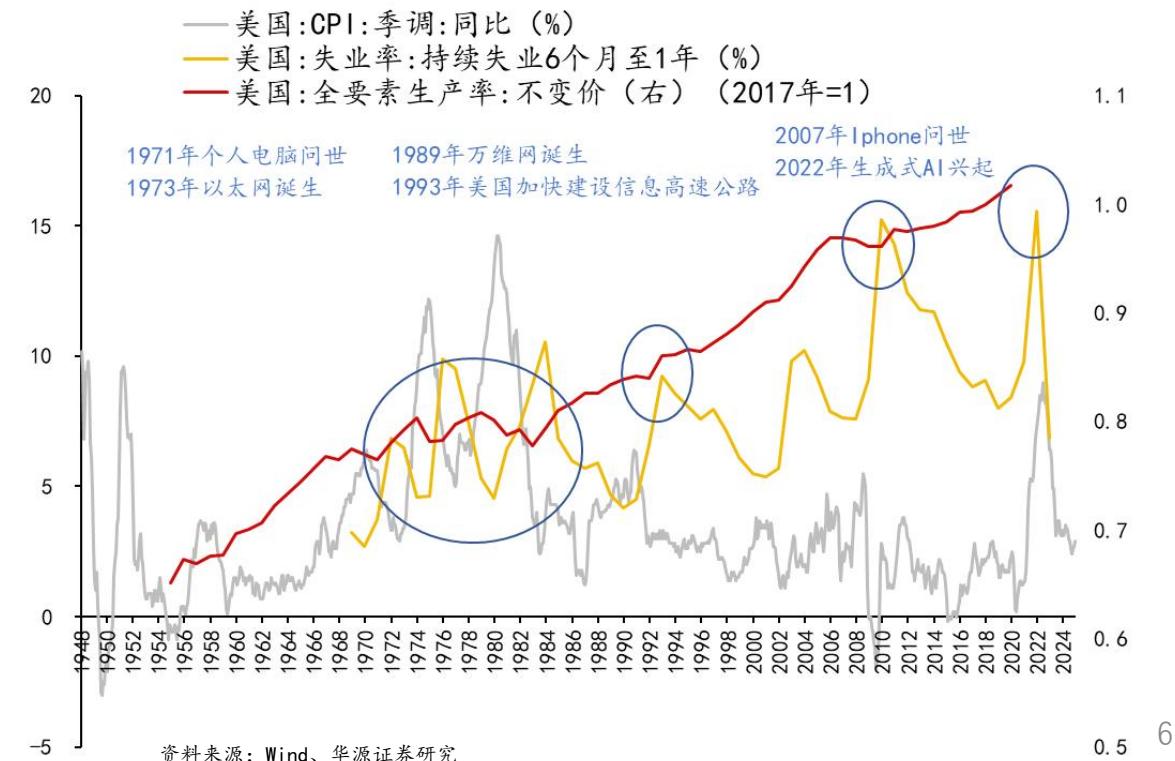


- 2018年以来，全球股票、债券的投资范式经历了明显的改变，除黄金以外，全球其他市场的估值和定价的逻辑也已经和21世纪初期不一样。其中有许多原因，包括不限于：中国进入工业化进程后期、中美贸易摩擦开启、俄乌冲突以及AI产业趋势的兴起。
- 拉长时间来看，全要素生产率的进步是脉冲式的。70年代和2004-2010年是瓶颈期，90年代和2010-2018年是快速上行期，瓶颈期黄金通常会有大行情。当全要素生产率进入快速提升时期，黄金的行情会告一段落。每一轮全要素生产率走势的变化，都需要衰退和出清。

图表：全要素生产率在瓶颈期和上行期黄金的表现大相径庭

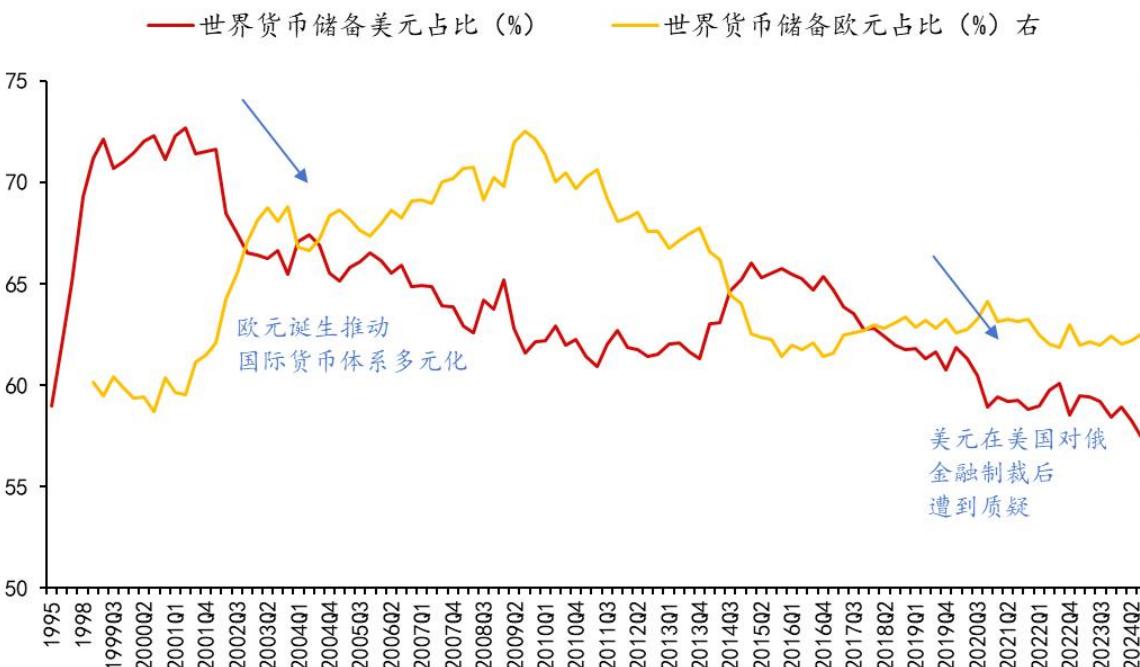


图表：全要素生产率的混沌期会遇到通胀和结构性失业



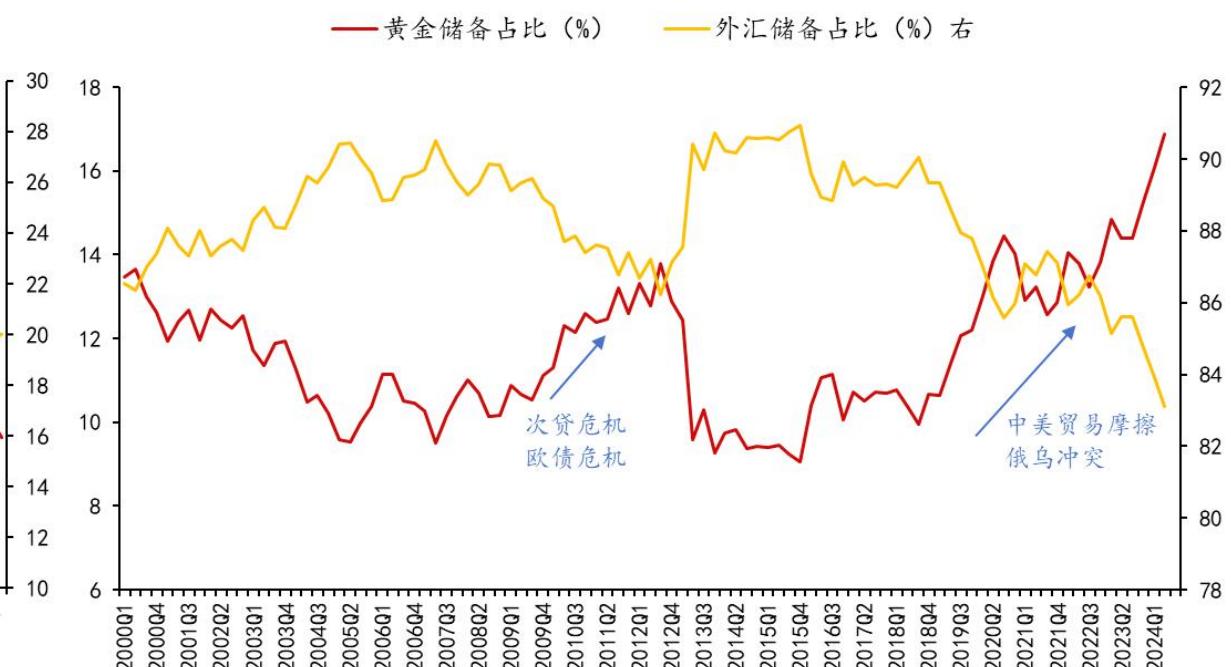
- 历史两次典型的去美元化都持续了10年以上。去美元化一定程度上可以解释黄金大级别的行情：1) 1960年代末，瑞士、法国等欧洲国家按照固定汇率要求收回黄金，引发了第一波“去美元化”浪潮。美国最终切断美元与黄金的固定兑换率，打破了布雷顿森林体系，使美元进入贬值通道；2) 1999年欧元正式诞生，欧元区国家放弃了各自的主权货币，共同推出欧元，在欧元区内部实现了“美元替代”。
- 本轮去美元化浪潮与前两次不太相同，但确实显著增加了黄金储备的需求。本次去美元化进程中，美元指数与美元储备的走势脱钩，美元仍在持续升值，主要原因在于外汇反应了主要经济体之间经济情况的相对强弱，当前美国经济数据相比欧洲更为强劲，美元与黄金会同时存在避险属性。和90年代形成了强烈的对比，当美国没有强大的对手时，就没有去美元化，黄金的价值也会弱于美元。

图表：1999年以来已经出现了两次去美元化浪潮



资料来源：IMF、华源证券研究

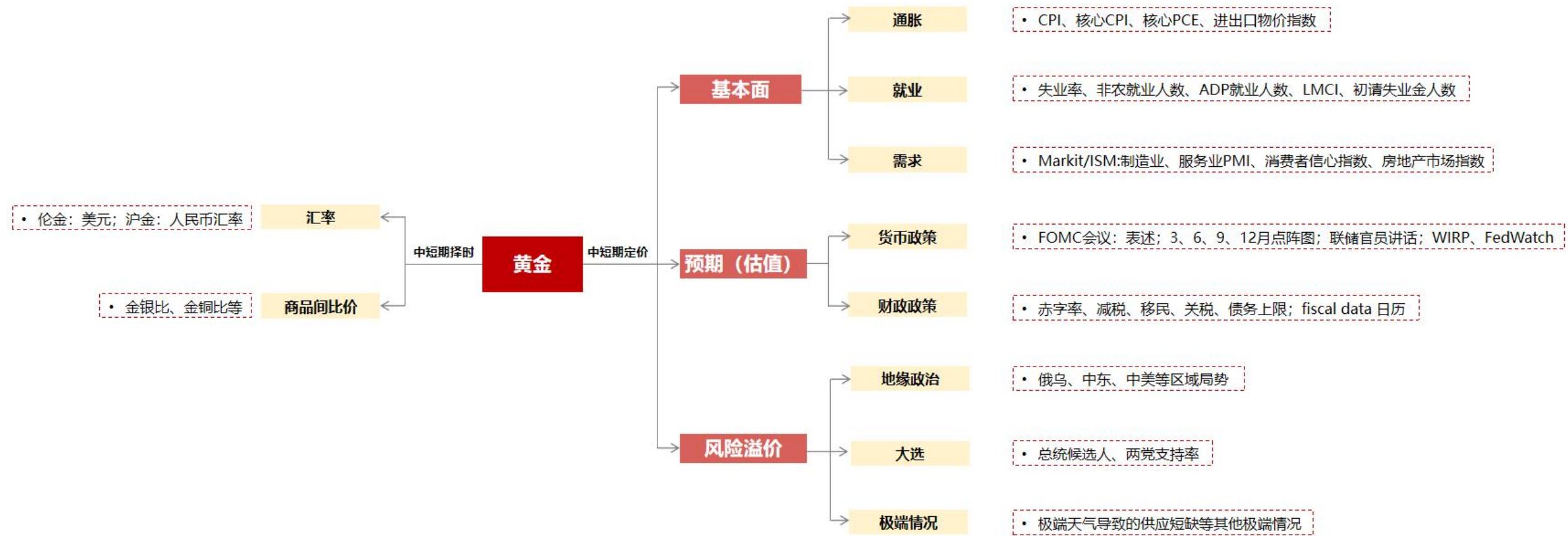
图表：本轮去美元化浪潮显著增加了黄金储备的需求



资料来源：IMF、华源证券研究

■ 中短期交易者需要关注黄金价格定价的信息和隐含的预期。

图表：影响黄金中短期价格走势的三个因子以及中短期择时指标梳理

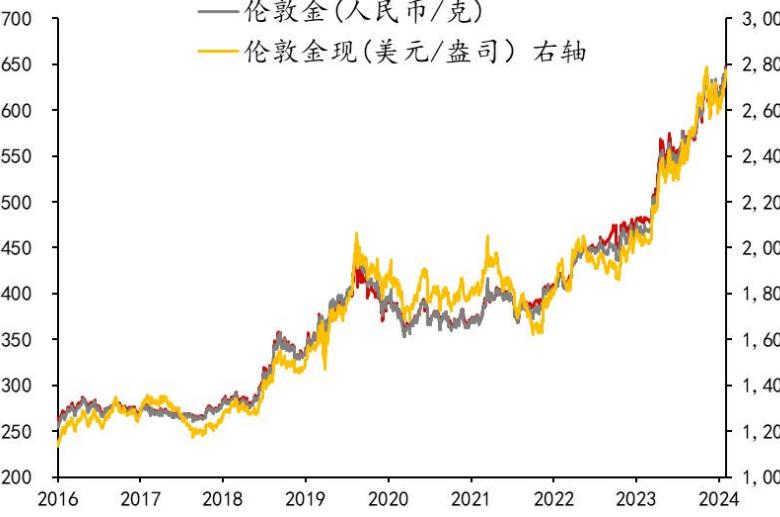


沪金的中短期交易逻辑

- 沪金和伦敦金现的人民币每克计价价格在理论上没有价差。跨市价差主要受流动性和离岸、在岸汇率差异的影响。
- 人民币计价的沪金和美元计价的伦敦金现价格走势的区别主要受汇率影响，因此对于汇率的判断非常重要。当人民币汇率贬值，伦敦金价格上涨时，沪金有比较大的弹性。（24年9月至今上海金的超额接近3%）

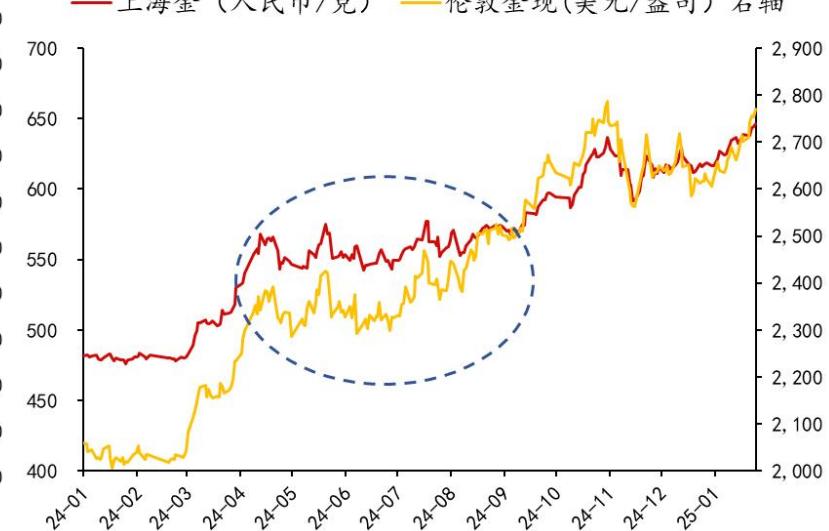
图表：伦敦金的人民币计价和沪金只有轻微差异

— 上海金（人民币/克）
— 伦敦金(人民币/克)
— 伦敦金现(美元/盎司) 右轴



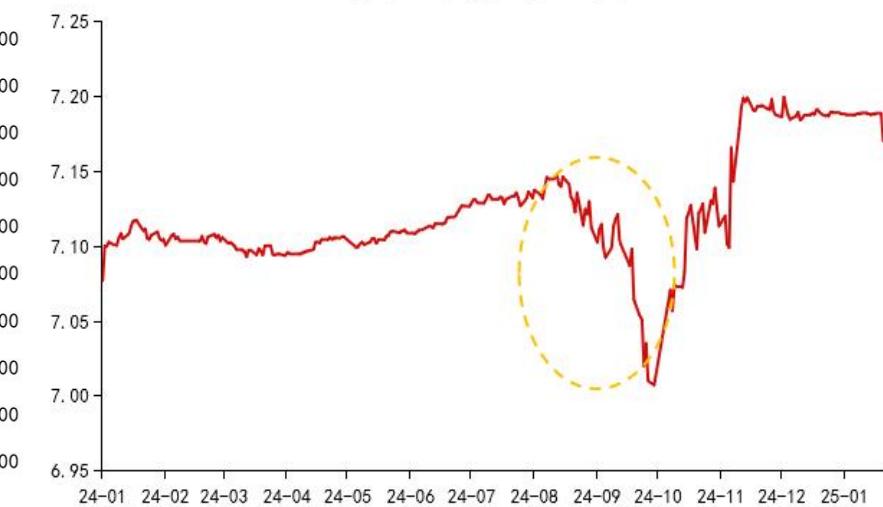
图表：沪金和美元计价的伦敦金在中短期走势有区别

— 上海金（人民币/克） — 伦敦金现(美元/盎司) 右轴



图表：人民币汇率在24年8月至10月经历了快速升值

— 基准汇率: 美元兑人民币



资料来源：Wind、华源证券研究

资料来源：Wind、华源证券研究

资料来源：Wind、华源证券研究

- 黄金白银的供给占社会流动库存比较低，历年新增产量有限。黄金白银都是很好流通的贵金属，社会库存较高，且很难统计全面，因此价格不会跟着供给端走。
- 白银相比于黄金更有工业属性。白银下游需求中50%以上来自于工业+光伏需求，因此制造业相关的宏观指标也需要格外关注。

图表：黄金供需平衡表

单位: 吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
供应量							
金矿产量	3655.9	3596.4	3482.0	3576.5	3624.8	3644.4	3661.2
生产商净套保	-11.6	6.2	-39.1	-5.4	-13.1	17.0	-56.8
回收金	1131.7	1275.7	1293.1	1136.2	1140.1	1237.3	1370.0
总供应量	4775.9	4878.2	4736.0	4707.3	4751.9	4898.8	4974.5
需求量							
金饰制造	2290.0	2152.1	1324.0	2230.3	2195.4	2168.0	2003.5
工业	334.8	326.0	302.8	330.2	308.7	297.8	326.1
投资	1160.9	1274.7	1794.9	991.5	1113.0	945.1	1179.5
央行净买入	656.2	605.4	254.9	450.1	1081.9	1037.4	1044.6
黄金需求(制)	4442.0	4358.1	3676.5	4002.2	4699.0	4448.4	4553.7
场外投资及其	334.0	520.1	1059.5	705.1	52.8	450.4	420.7
总需求量	4778.5	4886.9	4740.5	4704.0	4760.8	4950.0	4974.5
总社会库存	194692.7	198295.2	201738.2	205309.3	208921.0	212582.5	216344.4

资料来源：世界黄金协会、华源证券研究

图表：白银供需平衡表

单位: 万吨	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
供应量							
矿山产银	2.65	2.60	2.44	2.58	2.60	2.58	2.56
回收产银	0.46	0.46	0.51	0.54	0.55	0.56	0.56
生产商净套保	0.04	0.03					
官方部门销售净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00
总供应量	3.11	3.11	2.98	3.12	3.16	3.14	3.12
需求							
工业	1.63	1.63	1.59	1.75	1.83	2.04	2.21
摄影	0.10	0.10	0.08	0.09	0.09	0.08	0.08
珠宝	0.63	0.63	0.47	0.57	0.73	0.63	0.66
实物净投资	0.52	0.58	0.65	0.88	1.05	0.76	0.66
其他	0.33	0.29	0.18	0.22	0.37	0.29	0.30
总需求	3.11	3.12	2.88	3.42	3.98	3.72	3.79
供需平衡	0.00	-0.01	0.10	-0.30	-0.82	-0.57	-0.67
总社会库存	158.55	161.20	163.80	166.24	168.81	171.42	174.00

资料来源：世界白银协会、USGS、华源证券研究

主要内容

1. 贵金属价格的分析框架
2. 贵金属需求和供应的拆分
3. 贵金属股价的分析框架及主要标的
4. 风险提示

主要内容

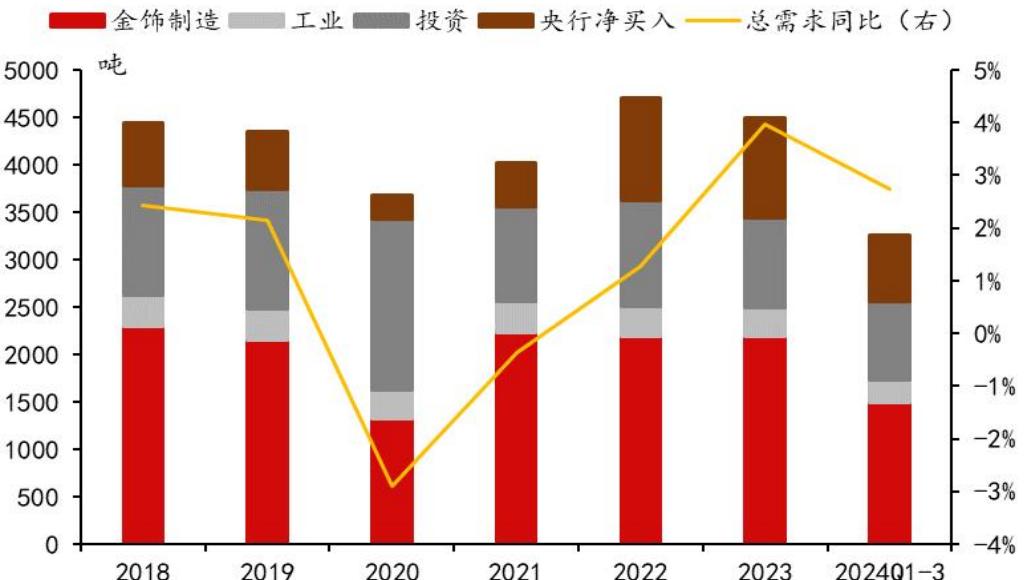
2. 贵金属需求和供应的拆分

- 贵金属市场的主要参与者
- 贵金属生产的主要参与国家
- 贵金属生产的主要参与公司
- 贵金属在产矿山排名

■ 黄金市场的主要参与者（按参与目的划分）：

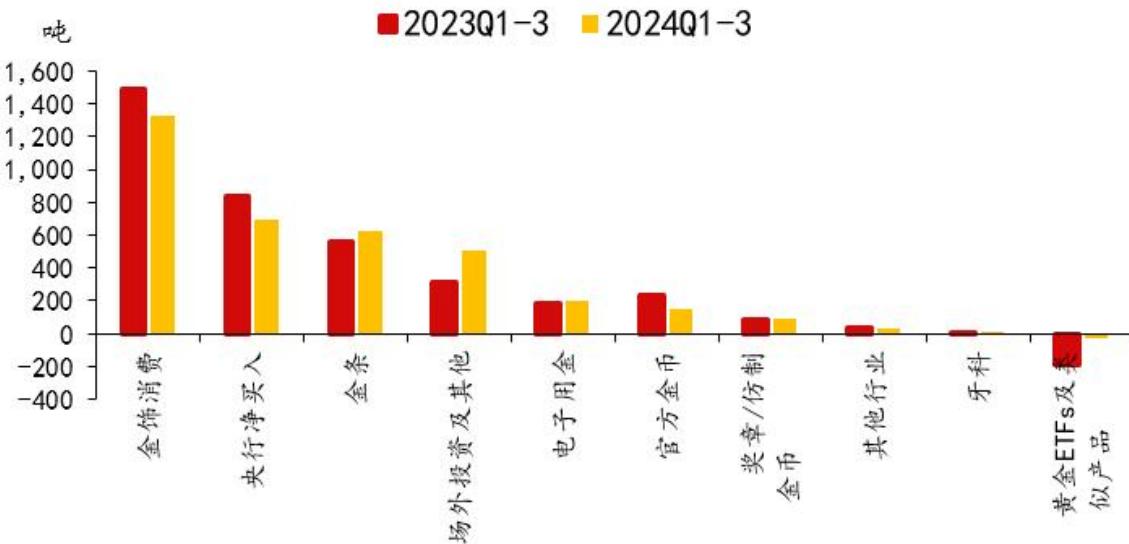
- 官方机构：包括各国中央银行、国际货币基金组织(IMF)，以及其他政府机构。（主要以风险分散、经济独立、对冲外汇为主要目的）
 - 机构投资者和各类基金：包括ETF、对冲基金、黄金银行（做市商），以及其他投资额较大的个人投资者。（以投资为目的）
 - 黄金生产者：金矿勘探、开采和提炼的企业。（以对冲黄金价格风险为目的）
- 2024年前三季度黄金总需求量增速相较23年同期有所放缓（为2.7%，2023年全年增速为4%）。需求增长的细分领域主要是金条和场外投资，另外一部分增量来自于黄金etf减持规模的收缩。

图表：黄金需求结构拆分



资料来源：世界黄金协会、华源证券研究；单位：吨

图表：2024年前三季度黄金细分领域需求相较23年同期对比

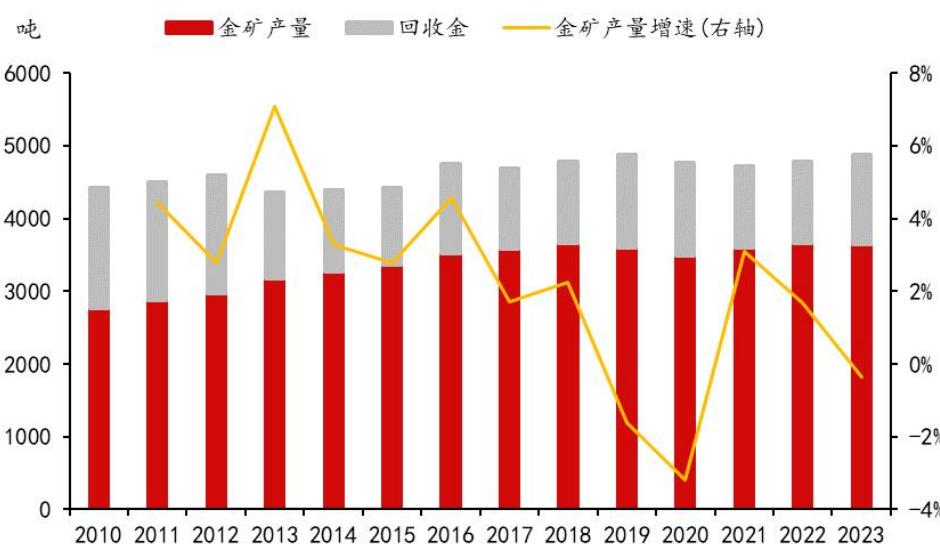


资料来源：世界黄金协会、华源证券研究

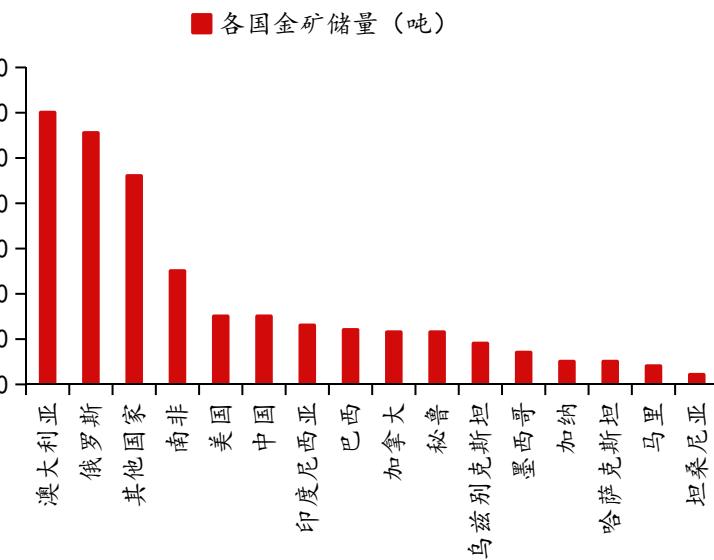
黄金生产的主要参与国家

- 2023年黄金供应总量同比增长3%，连续两年实现温和增长。由于总体上未出现重大生产中断，金矿年产量达到3644吨。黄金供给主要来源于金矿产金。2024年第三季度全球金矿产量达到989.8吨，约占黄金总产量的75%。
- 储量分布：澳大利亚和俄罗斯在全球黄金矿山储量中占据重要份额，2023年分别拥有12,000吨和11,100吨的黄金储量。当年全球黄金总储量超过59,000吨。南非、美国和中国也拥有可观的储量，分别为5,000吨、3,000吨和3,000吨。资源量通常为储量的2-3倍。
- 产量分布：2023年全球黄金矿山产量达到3,000吨以上。中国位居榜首，2023年黄金产量达370吨。澳大利亚与俄罗斯各生产310吨，并列第二位。加拿大和美国紧随其后，产量分别为200吨和170吨。

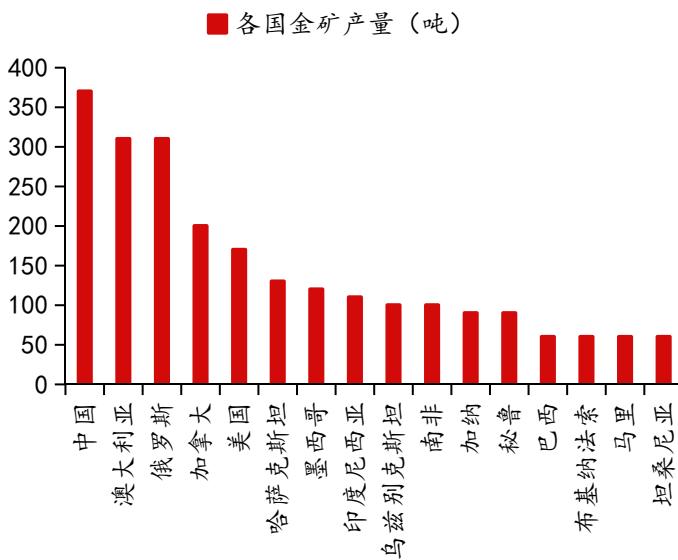
图表：全球黄金产量增速



图表：2023年全球黄金储量分布



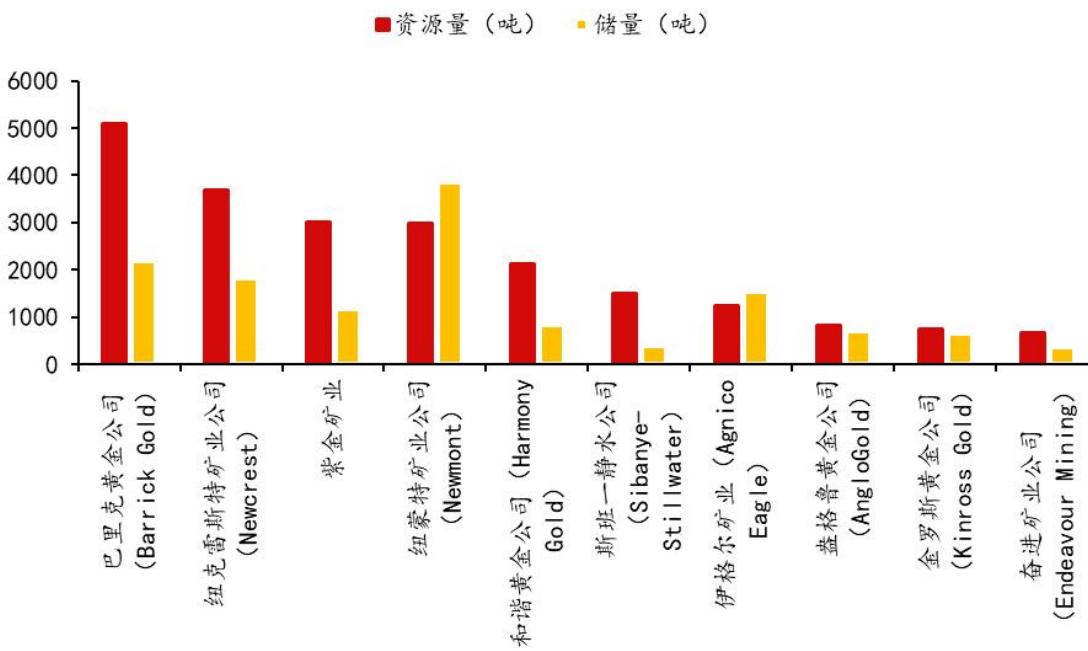
图表：2023年全球黄金产量分布



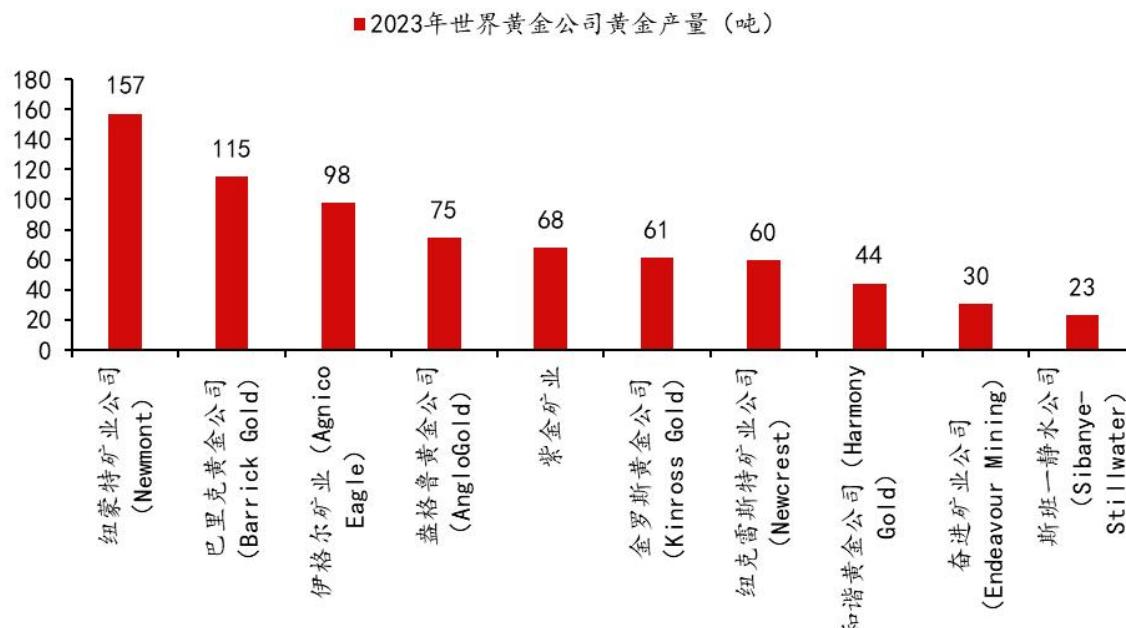
黄金生产的主要参与公司

- 资源量排名来看，巴里克黄金（加拿大）遥遥领先，资源量达5102.9吨；其次是纽克雷斯特矿业公司（澳大利亚）的3685.4吨；紫金矿业（中国）凭借 2998.0吨的资源量位列第三。
- 储量排名来看，纽蒙特（美国）优势显著，储量为 3852.7吨；巴里克黄金（加拿大）以 2182.9吨的储量位居第二；纽克雷斯特矿业公司（澳大利亚）则以 1814.4吨的储量位列第三。
- 产量排名来看，纽蒙特（美国）以157.2吨的黄金产量领先；紧随其后的是巴里克黄金（加拿大），其产量为114.9吨；位列第三的则是阿格尼科老鹰矿（加拿大），产量达到97.5吨。

图表：全球主要公司资源量和储量



图表：全球主要公司产量



黄金在产矿山排名

- 黄金产量较为分散，2023年全球十大金矿合计年产金344.9吨，约占全球产量的9.48%。排名第一的矿山是位于印度尼西亚的格拉斯伯格(Grasberg)金矿，2023年产金61.5吨位居第一，年同比增长10%。近年来印度尼西亚政府逐渐加强对国内矿产资源的控制，2018年印尼政府与美国矿业公司自由港麦克莫兰签署了一项具有标志性意义的协议，规定印尼政府在该矿的持股比例显著增加至51%。尽管如此，自由港麦克莫兰仍将继续负责矿区的日常运营。
- 全球前三十大金矿所有权基本由海外大型矿业公司控制。世界上排名靠前的黄金矿业公司总部位于加拿大（巴里克黄金和伊格尔矿业都位于加拿大）。然而，来自南非、美国、澳大利亚和其他国家的黄金生产商也是全球黄金生产领导者之一。资源丰富的国家已经制定了诸多法规，以协调采矿业的稳定。

图表：全球主要在产黄金矿山产量排名

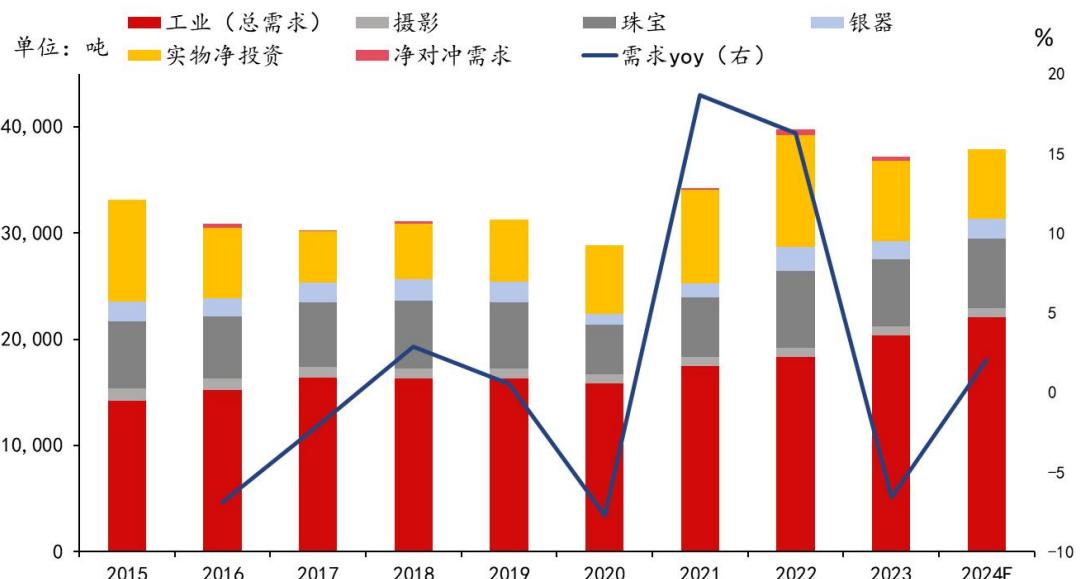
矿山	国家	年产量(吨)	所有权	矿山	国家	年产量(吨)	所有权
格拉斯伯格矿	印度尼西亚	61.5	印度尼西亚政府(51.2%) / 自由港麦克莫兰铜金公司(48.8%)	阿哈福矿	加纳	18.1	纽蒙特矿业公司(100%)
穆龙套矿	乌兹别克斯坦	54.8	纳沃伊矿冶联合公司(100%)	普布罗维乔矿	多米尼加共和国	17.4	巴里克黄金矿业公司(60%) / 纽蒙特矿业公司(40%)
奥林匹亚矿	俄罗斯	46.5	极地黄金公司(100%)	塔克瓦矿	加纳	17.1	金田公司(90%) / 加纳政府(10%)
卡林金矿	美国	43.9	巴里克黄金矿业公司(61.5%) / 纽蒙特矿业公司(38.5%)	绿宝石岭矿	美国	16	巴里克黄金矿业公司(61.5%) / 纽蒙特矿业公司(38.5%)
科尔特斯矿	美国	27.7	巴里克黄金矿业公司(61.5%) / 纽蒙特矿业公司(38.5%)	卡迪亚谷矿	澳大利亚	15.7	纽蒙特矿业公司(100%)
基巴里矿	刚果民主共和国	23.7	英美黄金阿山帝(45%) / 巴里克黄金矿业(45%) / 刚果(金)黄金公司(10%)	盖塔矿	坦桑尼亚	15.1	英美黄金阿山帝公司(100%)
博丁顿矿	澳大利亚	23.2	纽蒙特矿业公司(100%)	弗鲁塔北矿	厄瓜多尔	15	伦丁黄金公司(100%)
加拿大马拉蒂克矿	加拿大	21.3	伊格尔矿业(100%)	巴都希贾乌铜金矿	印度尼西亚	14.1	安曼国际矿业公司(82.2%) / 普库夫英达公司(17.8%)
洛洛·苟恩科特矿	马里	21.2	巴里克黄金矿业(100%)	莫雷洛斯矿	墨西哥	14.1	托雷克斯金矿公司(100%)
绕湖矿	加拿大	21.1	伊格尔矿业(100%)	苏卡里矿	埃及	14	森塔明公司(100%)
里希尔矿	巴布亚新几内亚	19.5	纽蒙特矿业公司(100%)	丹阿弥矿	澳大利亚	13.9	纽蒙特矿业公司(100%)
塔西亚斯特矿	毛里塔尼亚	19.3	金罗斯黄金公司(100%)	热带花园矿	澳大利亚	13.8	英美黄金阿山帝公司(70%) / 雷吉斯资源公司(30%)
卡斯锌矿	哈萨克斯坦	18.6	嘉能可(69.61%) / 萨姆鲁克-卡泽纳国家基金(29.8%) / 其他(0.59%)	库姆托尔矿	吉尔吉斯斯坦	13.6	森特黄金公司(100%)
费科拉矿	马里	18.4	加拿大公共金矿公司	梅多班克矿	加拿大	13.4	伊格尔矿业公司(100%)
帕拉卡图矿	巴西	18.3	金罗斯黄金公司(100%)	卡尔古利联合金矿	澳大利亚	13.2	北极星资源公司(100%)

资料来源：中国黄金报公众号、金属聚焦、华源证券研究

■ 白银市场的主要参与者（按参与目的划分）：

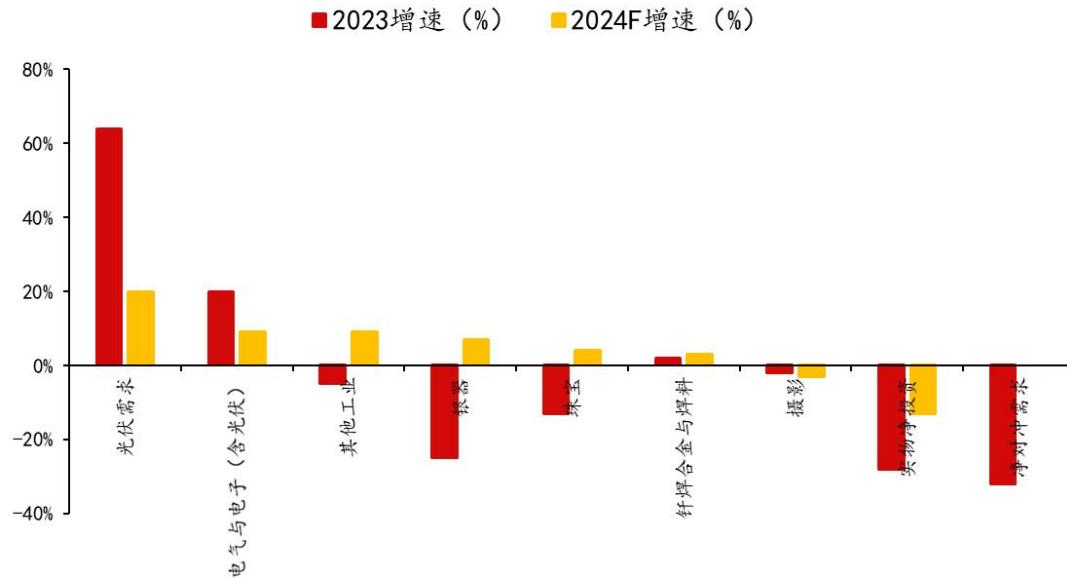
- 官方机构：包括各国中央银行、政府储备部门及国际组织，但参与程度显著低于黄金市场。
- 机构投资者：白银ETF、对冲基金及商业银行（做市商）。
- 白银生产者与工业用户：银矿企业、综合矿业巨头（通过期货市场对冲价格风险）、工业用户（如电子、光伏企业）（部分通过远期合约锁定成本，间接影响市场供需结构）。
- 世界白银协会预测2024年白银总需求量上升2%至37918吨。其中工业需求、银器、珠宝、钎焊合金与焊料实现正增长，需求增速最快的依旧是光伏，2024年增速达到20%。

图表：白银需求结构拆分



资料来源：世界白银协会、华源证券研究；单位：吨

图表：白银光伏需求快速增长

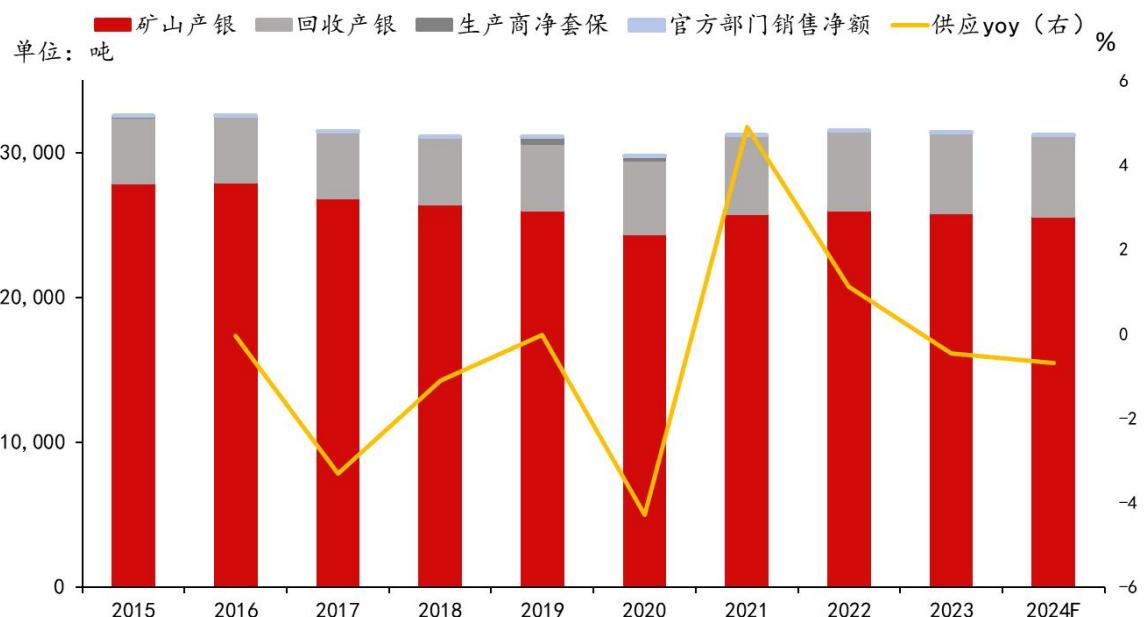


资料来源：世界白银协会、华源证券研究

白银生产的主要参与国家

- 世界白银协会预计2024年白银供应总量同比下降1%，连续两年出现供给量下降。矿山产银端受在产项目品位下降+待产项目贡献增量有限综合影响下供给量略有下降，回收产银端预计维持平稳小幅增长。白银供给主要来源于矿山产银。2024年银矿年产量预计为25613吨，约占白银总产量的82%。
- 全球白银资源较为分散。根据USGS，2023年全球白银资源储量约为61万吨，主要分布在秘鲁、澳大利亚、俄罗斯、中国、波兰等国家，储量占比分别18%、15%、15%、12%和10%。银矿产量主要集中在北美、南美和中国，2023年全球CR5达到62%。
- 产量分布：2023年墨西哥位居白银产量榜首达6290吨。中国与秘鲁各生产3399、3331吨。智利和玻利维亚紧随其后，产量分别为1617吨和1326吨。

图表：全球白银产量增速



资料来源：世界白银协会、华源证券研究

图表：全球白银产量分布（单位：吨）

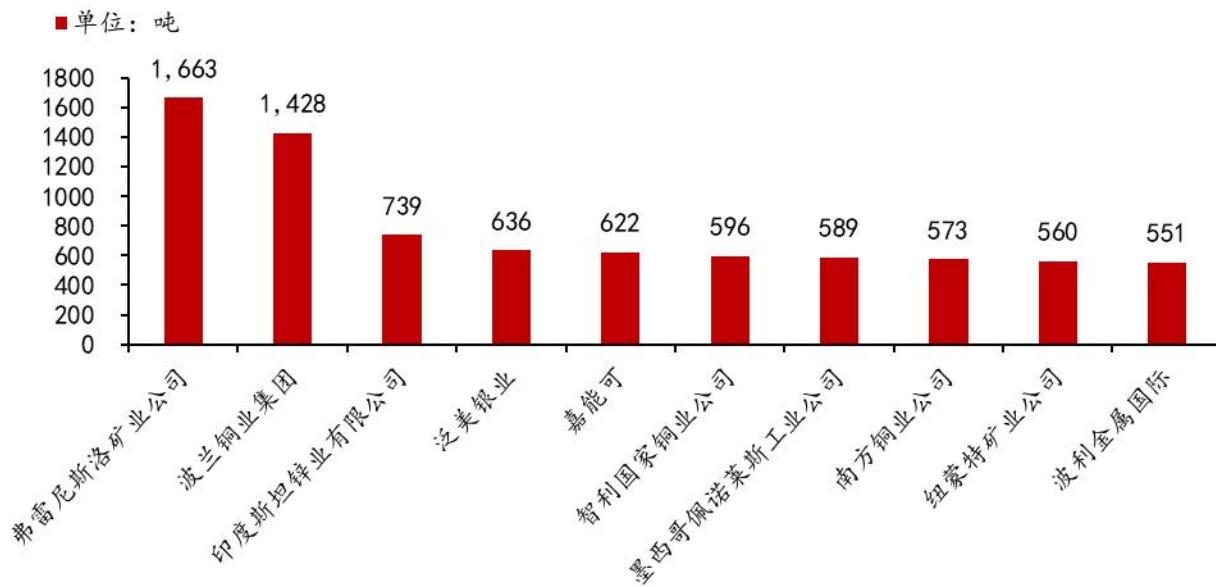
单位: 吨	2019	2020	2021	2022	2023
墨西哥	5840	5605	6097	6630	6290
中国	3468	3407	3511	3478	3399
秘鲁	4202	3160	3593	3330	3331
智利	1189	1474	1281	1302	1617
玻利维亚	1153	930	1292	1207	1326
前五大合计	15852	14576	15774	15947	15963
其他	10187	9789	10011	10078	9867
全球合计	26039	24365	25785	26025	25830
CR5	61%	60%	61%	61%	62%

资料来源：USGS、世界白银协会、华源证券研究

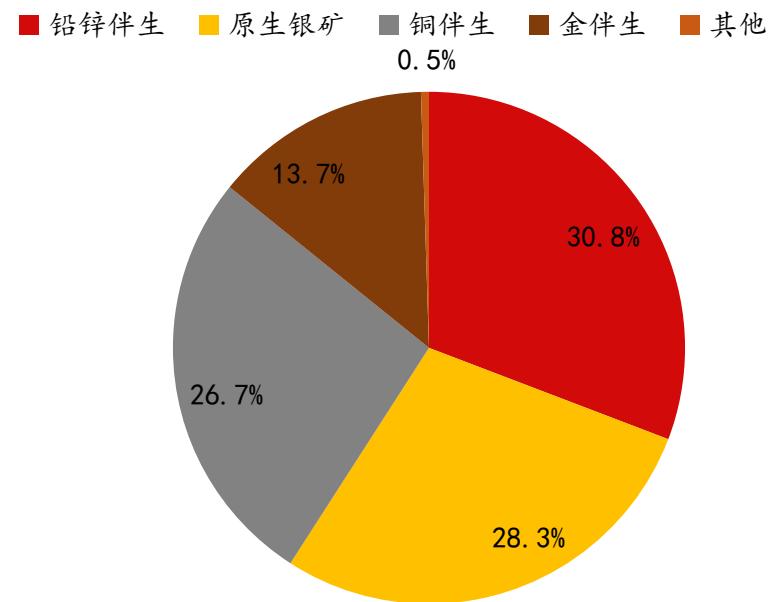
白银生产的主要参与公司

- 产量方面，2023年弗雷尼斯洛矿业公司 (Frespollo) 和波兰铜业集团 (KGHM Polska Miedz) 白银产量遥遥领先，分别为1663和1428吨。其余排名前10的公司产量中枢在600吨左右。
- 矿山银主要来自于铅锌伴生。前五大在产银矿山中，4座都是多金属矿。根据世界白银协会数据，2023年矿山银产量来源的30.8%是铅锌矿，其次是独立银矿，占28.3%；铜伴生占26.7% (KGHM矿业中心的矿主要是铜银伴生矿)。

图表：全球主要公司资源量和储量（非官方）



图表：矿山产银的结构分布



白银在产矿山排名

- 矿产白银CR30为34.7%，其中仅1处矿山位于中国境内。据世界白银协会统计数据，前10大大银矿合计年产银约4879吨，占全球产量比重为18.9%；2023年全球前30大银矿合计年产银约8956吨，占全球产量比重为34.7%，格局较为分散。其中，仅希尔威金属矿业有限公司持股77.5%的银矿峪银铅锌矿区位于中国境内，2023年其矿产白银约159吨，同比小幅下滑约8%。
- 2023全年矿产白银超过400吨的企业共有5家，其中：1) 位于波兰的KGHM波兰铜业是全球最大的银矿生产商，年产白银1165吨，显著高于其他在产白银矿山；2) 位于印度的辛德萨尔赫尔德矿年产白银539吨；3) 位于墨西哥的佩纳斯科托矿年产白银510吨；4) 位于墨西哥的胡安尼西皮奥矿年产白银476吨；5) 位于俄罗斯的杜卡特矿年产白银422吨。

图表：2023年全球主要在产白银矿山产量排名

矿山	国家	产量(吨)	所有权	矿山	国家	产量(吨)	所有权
KGHM波兰铜业	波兰	1165	波兰铜业集团(100%)	亚乌利矿	秘鲁	221	沃尔坎矿业公司(100%)
辛德萨尔赫尔德矿	印度	539	印度斯坦锌业有限公司(100%)	丘基卡马塔矿	智利	221	智利国家铜业公司(100%)
佩纳斯科托矿	墨西哥	510	纽蒙特矿业公司(100%)	拉科伊帕矿	智利	218	金罗斯黄金公司(100%)
胡安尼西皮奥矿	墨西哥	476	弗雷斯尼洛(56%) / 马格银业(44%)	加尔彭贝里矿	瑞典	210	博利登公司(100%)
杜卡特矿	俄罗斯	422	波利金属(100%)	特罗莫克矿	秘鲁	201	中国铝业(100%)
圣胡利安矿	墨西哥	380	弗雷尼斯洛矿业公司(100%)	红狗矿	美国	190	泰克金属公司(100%)
弗雷斯尼洛矿	墨西哥	363	弗雷尼斯洛矿业公司(100%)	帕尔马雷霍矿	墨西哥	187	科尔黛伦矿业公司(100%)
卡宁顿矿	澳大利亚	352	南方32公司(100%)	米尼斯特罗·黑尔斯矿	智利	184	智利国家铜业公司(100%)
索西托矿	墨西哥	343	弗雷尼斯洛矿业公司(100%)	格拉斯伯格矿	印度尼西亚	170	印度尼西亚政府(51.2%) / 自由港麦克莫兰公司(48.8%)
安塔米纳矿	秘鲁	329	嘉能可(33.75%) / 必和必拓(33.75%) / 泰克金属公司(22.5%)	瓜纳塞维矿	墨西哥	170	奋进银业公司(100%)
格林斯溪矿	美国	275	赫克拉矿业公司(100%)	蒂萨帕矿	墨西哥	164	佩诺莱斯工业公司(51%) / 同和矿业公司(39%)
普纳矿	阿根廷	275	白银标准资源公司(100%)	圣巴托洛梅矿	玻利维亚	162	安第斯贵金属公司(100%)
洛斯加托斯山矿	墨西哥	261	加托斯银业公司(70%) / 同和金属矿业有限公司(30%)	拉斯奇斯帕斯	墨西哥	162	银峰金属公司(100%)
科亚瓦西矿	智利	261	嘉能可(44%) / 英美资源集团(44%) / 三井物产(12%)	银矿峪银铅锌矿区	中国	159	希尔威金属矿业有限公司(77.5%)
圣克里斯托瓦尔矿	玻利维亚	230	圣克里斯托瓦尔矿业公司(100%)	伊玛库拉达矿	秘鲁	156	霍赫希尔德矿业公司(100%)

主要内容

1. 贵金属价格的分析框架
2. 贵金属需求和供应的拆分
3. 贵金属股价的分析框架及主要标的
4. 风险提示

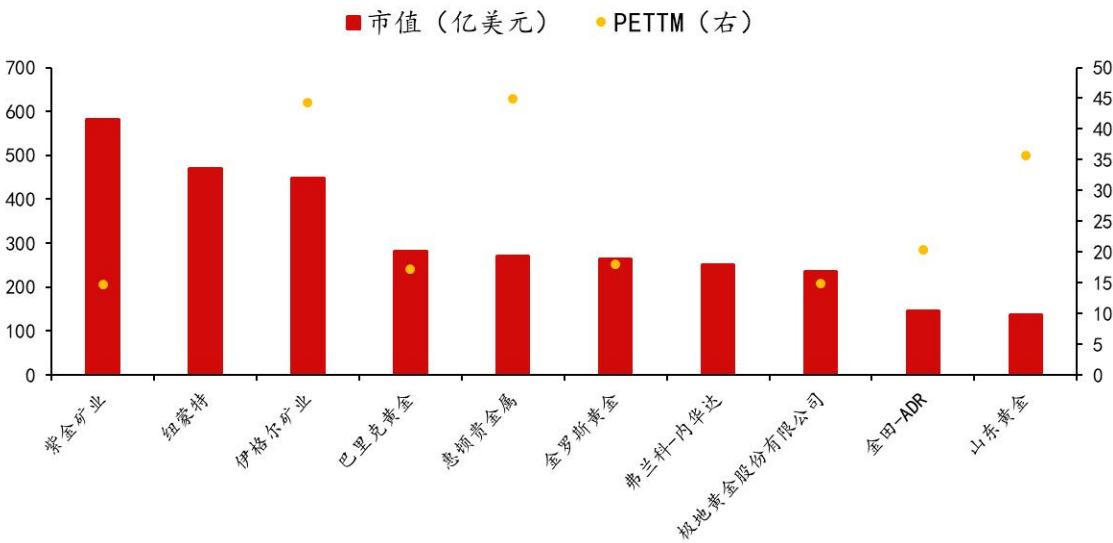
主要内容

3. 贵金属股价的分析框架及主要标的

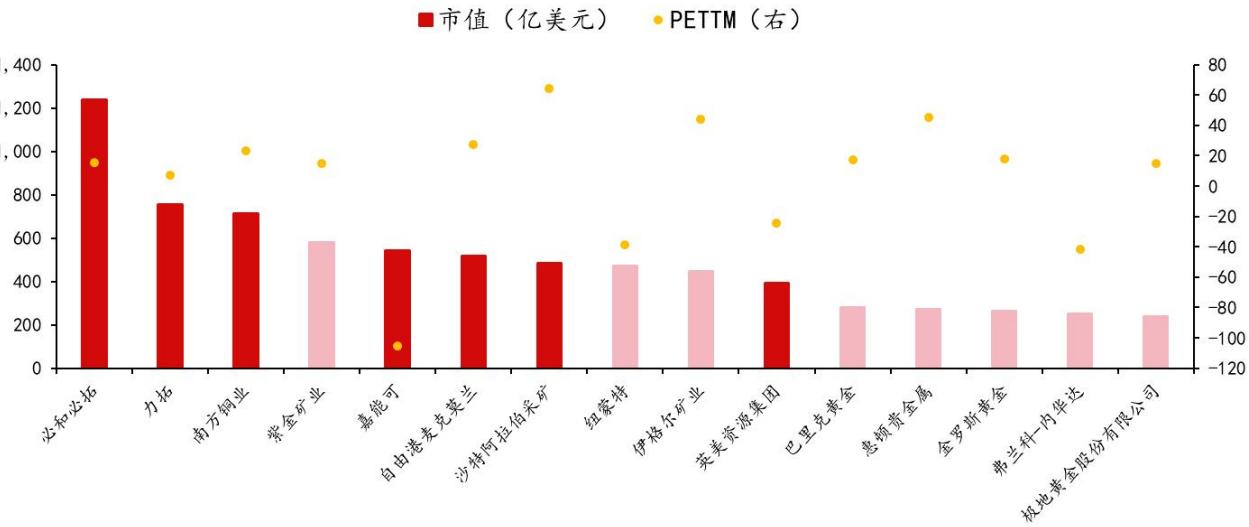
- 全球贵金属上市公司市值分布
- 黄金股与金价走势不会完全一致
- 黄金股与金价如何轮动

- 紫金、纽蒙特和伊格尔矿业是全球市值前三大贵金属上市公司（400亿美元以上）。第二梯队为巴里克黄金、惠顿贵金属、金罗斯黄金、弗兰科-内华达、极地黄金股份有限公司（200亿美元以上）。除去两家因减值和收并购亏损的公司，平均PE在26倍。
- 必和必拓、力拓集团和南方铜业公司是全球三大领先的矿业公司。这三家主要从事铁矿、铜等大宗金属开采，平均PE在15倍，全球市值前15的矿业公司列表中8家为贵金属公司。

图表：全球主要贵金属上市公司市值分布



图表：全球主要矿业上市公司市值分布



黄金股与金价走势不会完全一致

- 全球黄金股与金价走势并不完全一致，成本是主要原因。2012年以来，黄金生产企业毛利率出现过两次比较明显的抬升，分别在2016和2019年，期间黄金股都显著跑赢了金价。2020年以来黄金总维持成本快速提高（年化增速达到11%），尽管毛利率也出现上行，但仍未追赶上2019年的水平。
- 成本高的主要原因：资源稀缺性、复杂提炼工艺、高环境成本、资本密集型勘探和开采方式。
- 个股超额收益主要靠量增和降本增效贡献，包括1) 收并购等资本运作 2) 勘探成果 3) 增储、扩产、技改导致超产 4) 政策放开。

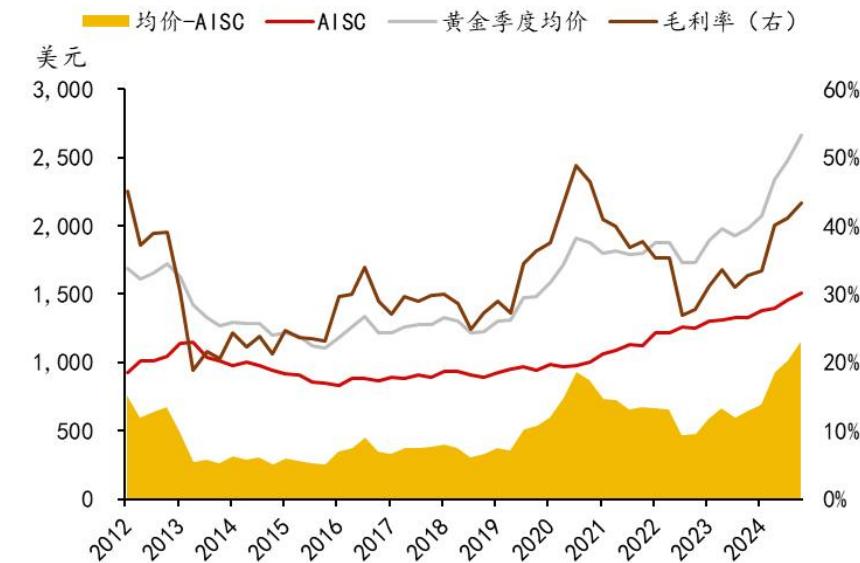
图表：国内黄金股走势和金价走势存在差异



图表：美国黄金股走势和金价走势存在差异



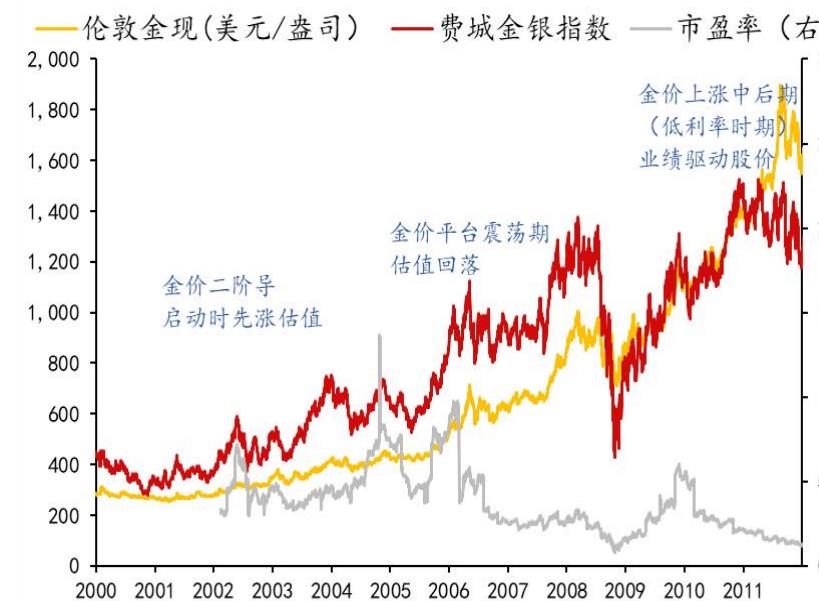
图表：本轮黄金价格上涨伴随维持成本显著抬升



黄金股与金价如何轮动？

- 金价的主升浪大概率会拉高公司全年销售均价并增加增产意愿，因此在金价上行期黄金股估值有较大弹性。而当金价在平台期震荡整理时，估值大概率会回调，原因在于金价前景不明的同时成本仍在上涨（或其他经济问题影响企业生产经营），历史上金价较容易出现双顶形态，因此会呈现出股价领先金价见顶的特征。**EPS的兑现整体滞后于估值和金价的上涨。**2009-2010年和2020-2021年出现过两次短暂的“戴维斯双击”。
- 2018-2020年黄金股估值有较大弹性，但2020-2023年以来生产成本的快速上行叠加金价的震荡压制了黄金股估值的提升。当前黄金股板块整体市盈率已回落至与2022年相似的位置，而EPS自2024年以来已重新出现新一轮上行态势。

图表：黄金股估值在金价上行期有较大弹性



图表：2018-2020年黄金股估值有较大弹性



图表：黄金股业绩兑现滞后于估值和金价的上涨



- **经济失速下行：**进出口总值同比下滑，全球主要经济体增长乏力，预期较弱抑制需求，存在经济“失速”风险
- **宏观经济政策显著收紧：**政策显著收紧可能带来预期以及经济形势的改变
- **中美贸易摩擦加剧：**中美摩擦加剧可能影响对外国际贸易等，相关行业或个股可能会有负面影响
- **美联储政策推进速度不及预期风险：**若美联储政策推进不及预期，则有可能对相关行业或个股形成负面影响



评级说明和重要声明

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

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

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、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。



评级说明和重要声明

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数(HSCEI)，美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES