

多重因素叠加或将长期推升黄金资产价格

—黄金行业动态追踪

投资要点

➤ 多因素推动历史金价上涨

2022年至2023年,全球央行净购金数量超过1000吨,购金速度达到1967年以来最高值。此外,俄乌冲突、巴以冲突等全球地缘政治风险持续,也一定程度上推高了黄金和原油等大宗商品所隐含的地缘政治风险溢价。2024年叠加美联储降息预期持续等因素推动黄金价格不断创新高,年内金价涨幅超20%。

➤ 美国关税政策或引发再通胀

近期,美国新任政府对“美国优先”主义的践行,提高关税等一系列措施带来全球避险需求提升的同时,或引发再通胀从而效压低实际利率,进一步推升黄金资产价格。亚特兰大联储的最新预测显示,美国一季度GDP可能萎缩2.8%,而高盛也将增长预期大幅下调至0.6%。

➤ 黄金2024年需求侧数据创新高

从需求端来看,2024年全年黄金需求量为4974吨,创下历史新高。其中,各国央行全年净购买总量达到1045吨,且已将连续购买黄金的时间延长至15年。值得注意的是,2024年是需求量连续第三年超过1000吨,远远超过2010-2021年间473吨的年均需求量。

➤ 投资建议

随着黄金价格的快速上涨,上游矿山利润增厚,建议关注:紫金矿业;山东黄金;中金黄金;山金国际。

➤ 风险提示

金价超预期下跌;全球经济超预期变化;地缘政治超预期变化。

投资评级: 看好

分析师: 褚聪聪

执业登记编号: A0190523050005

chucongcong@yd.com.cn

黄金行业指数与沪深300指数走势对比



资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

一、黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关

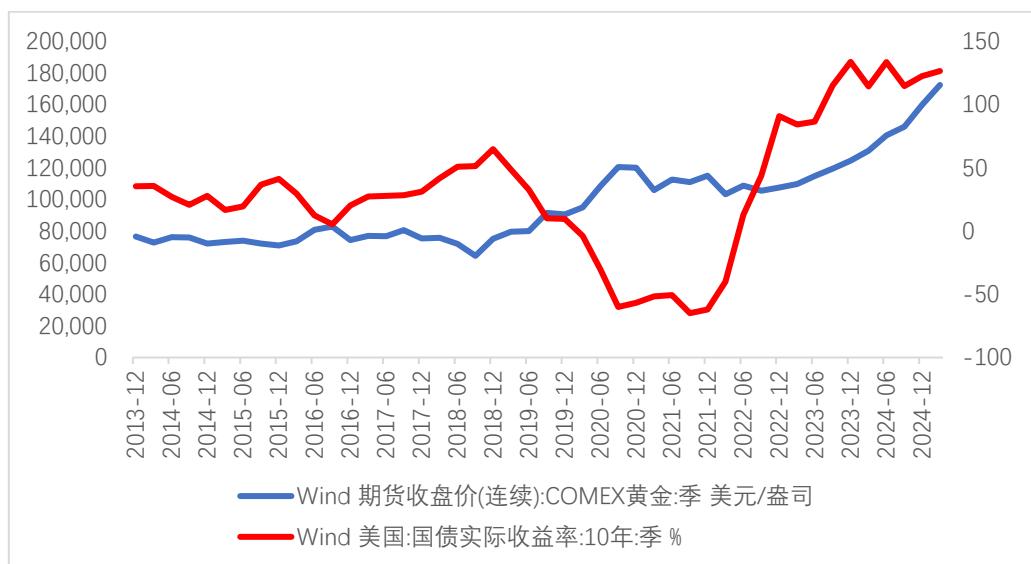
金融属性下的黄金本质上可以被视为长周期的抗通胀付息债券，其对冲货币贬值和政治经济风险的避险及保值需求较为旺盛，因此在金融属性下驱动黄金价格的核心因素为实际利率。

在过去的 2022 年以及 2023 年，全球央行净购金数量超过 1000 吨，购金速度达到 1967 年以来最高值。此外，俄乌冲突、巴以冲突等全球地缘政治风险上升，也一定程度上推高了黄金和原油等大宗商品所隐含的地缘政治风险溢价。2024 年叠加美联储降息预期持续等因素推动黄金价格不断创新高，年内金价涨幅超 20%。

近期，美国新任政府对“美国优先”主义的践行，提高关税等一系列措施带来全球避险需求提升的同时，或引发再通胀从而压低实际利率，进一步推升黄金资产价格。

3 月 12 日，美国即日起对所有进口钢铁和铝征收 25% 关税。欧盟委员会当天宣布，对价值 260 亿欧元的美国商品征收反制关税，涉及美国的牛肉、家禽、威士忌、摩托车等产品，将于 4 月生效。近期，亚特兰大联储的最新预测显示，美国一季度 GDP 可能萎缩 2.8%，而高盛也将增长预期大幅下调至 0.6%。

图 1：黄金价格与美国长期实际利率呈现显著负相关



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

二、黄金供应稳定，需求侧数据创历史新高

供给侧：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 年全球黄金总供应量分别为 4950 吨和 4974 吨，同比分别增长 4% 和 1%。

需求侧：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）为 4490 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 年全年黄金需求量为 4974 吨，创下历史新高。

其中，各国央行对黄金的需求旺盛。各国央行全年净购买总量达到 1045 吨，且已将连续购买黄金的时间延长至 15 年。值得注意的是，2024 年是需求量连续第三年超过 1000 吨，远远超过 2010-2021 年间 473 吨的年均需求量。

三、黄金行业重点标的

1) 紫金矿业 (601899.SH)

紫金矿业，是中国最大的黄金生产企业之一。业务全球布局，海外资源量占比 58%，业务涵盖金、铜、锌等金属矿产资源的勘查和开发。公司在国内外拥有多个重要矿山项目，技术实力雄厚，盈利能力强劲。

2) 山东黄金 (600547.SH)

山东黄金，国内知名的黄金生产企业，国内储量第一（约 2400 吨），主要生产投资金条和银锭等产品。公司拥有多个大中型矿山，黄金储量丰富，且在海底采矿技术有一定优势。

3) 中金黄金 (600489.SH)

中金黄金，央企背景，集团资产注入预期强，集黄金采、选、冶、加工于一体的大型黄金企业，产品包括高纯金、标准金、电解银等。公司在行业内具有较高的市场地位和品牌影响力。

4) 山金国际 (000975.SZ)

山金国际，原民营龙头，2023 年 7 月，山东黄金成为公司新的控股股东。公司克金成本较低，拥有 6 个矿山企业，包括玉龙矿业、黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿和 Osino Resources。产品主要包括合质金、铅精粉和锌精粉。

表 1：万得一致盈利预测

公司	代码	股息率	PB	归母净利润（亿元）			PE			总市值（亿元）
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
紫金矿业	601899.SH	2.1	4.5	394.4	448.9	511.2	12.2	10.8	9.4	4727.6
中金黄金	600489.SH	2.9	2.6	37.3	44.5	51.2	18	15.1	13.1	682
山金国际	000975.SZ	1.9	4.6	30.2	36.4	45.8	17.2	14.3	11.3	533.1
山东黄金	600547.SH	0.8	5.2	50.9	64.4	83	23.4	18.5	14.3	1117.6

资料来源：Wind 一致预期（2025/3/31），源达信息证券研究所

投资评级说明

行业评级 以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：

看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上

中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%以上

看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%以下

公司评级 以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对于恒生沪深 300 指数表现 +20%以上

增 持： 相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%

中 性： 相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10%之间波动

减 持： 相对于沪深 300 指数表现 -10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。