

( 报告出品方/分析师：民生证券 邱祖学 张建业 )

# 1、黄金龙头企业，经营底部反转

## 1.1 省属国企黄金龙头，全球不断并购扩张

起源于胶东半岛，全球化行稳致远。

山东黄金是行业领军企业，发展历史悠久，公司成立于2000年，2003年在上交所上市，2018年在港交所上市，实现A+H两地资本市场布局。

图1：山东黄金发展历史沿革



资料来源：wind，民生证券研究院

头条@信华智君

图2：山东黄金股权结构



资料来源：天眼查，民生证券研究院 (注：数据更新于2023年3月12日)

头条@信华智君

## 1.2 短期因素冲击，23年有望底部反转

聚焦黄金主业，自产金贡献主要毛利。

公司主业为黄金的开采、选冶，已经形成了集黄金勘探、采矿、冶炼和黄金产品深加工、销售以及矿山设备物资的生产、销售于一体的完整产业链条布局。

公司的黄金产品细分为自产金、外购合质金（冶炼产金）和小金条。2017年到2022年上半年公司自产金的营收占比由19.2%提升至31.2%，而外购金的营收占比整体呈下降趋势。

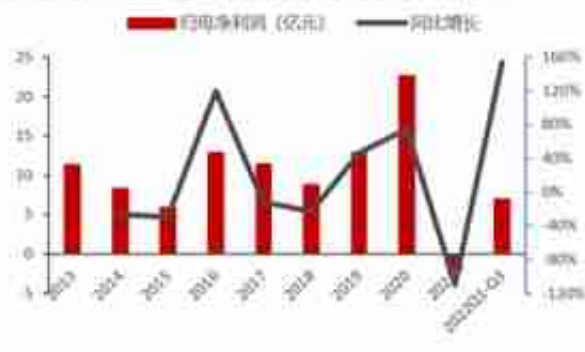
从毛利占比来看，历年来自产金基本贡献90%以上的毛利润，其他业务毛利占比较少，2022年H1数据显示自产金毛利占比达到96.61%，主营业务高度聚焦。

图5：2013-2022Q3 营业收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2013-2022Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

头条@德华智营

自产金毛利率可维持在40%以上，期间费用率平稳。

公司自产金的毛利率长期处于40-50%区间波动，2022年中报数据，自产金的毛利率约46%，外购金业务原材料非自供，历史毛利率约为0.03%-0.66%。2021年自产金毛利率降至29.08%，主要是由于停产使产量减少，从而固定成本摊销变大所致。

公司期间费用率控制良好，正常保持在4.5%-5.5%，但2021年受营收规模下滑影响，期间费用率上升至

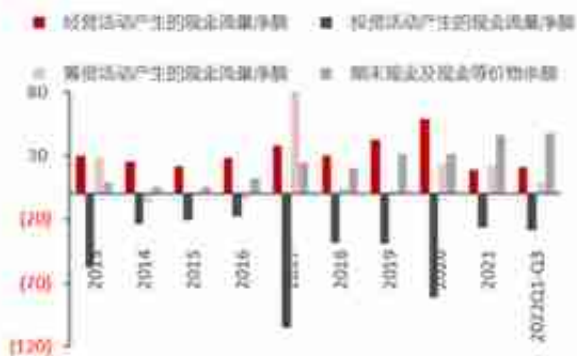
11.79%，管理费用中的职工薪酬开支有所上涨，带动管理费用同比上涨。

图9: 公司的债务结构与资产负债率变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 公司现金流量变动 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

头条@世华智君

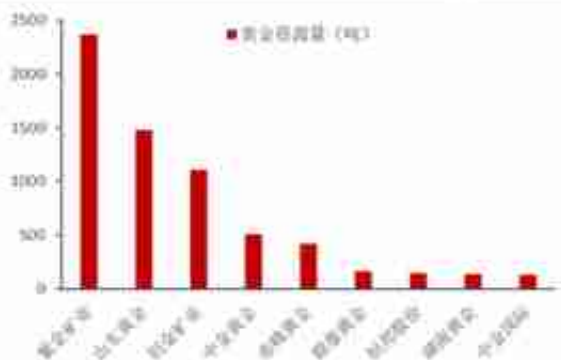
## 2、资源质地优异，生产经营水平业内领先

### 2.1 资源禀赋高，保有量国内前列

资源储量领先行业，主要分布于山东省内。我国黄金储量分布集中，山东省黄金产量位居全国第一。

公司的资源储量丰富，截至2021年末，旗下矿山共拥有资源量1479.26吨，储量592.41吨，资源量国内排名仅次于紫金矿业，稳居第一梯队。

图11: 2021年重点黄金上市公司资源量 (吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图12: 山东黄金资源量分布占比



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

头条@世华智君

探矿与并购同时进行，不断提高资源量。公司2003年以来权益矿产资源量持续增长，主要通过勘探增储和外延并购丰富资源储备。

勘探方面，围绕“深、海、转、强”的战略部署，持续稳定部署探矿工作，对现有矿山项目不

断优化探矿方式、加大勘探力度，维持稳定的增储能力。

表3：公司历史并购新增资源量（单位：吨）

时间	并购增储量
2008	收购金仓矿业、三山岛金矿、玲珑金矿、沂南金矿、鑫汇金矿，增加探明储量85吨
2009	收购新立矿区、三山岛矿区两个探矿权，增储45吨
2010	收购山东金石矿业有限公司75%股权，获得新城金矿附近探矿权，探明储量增加71吨
2011	收购赤峰柴矿探矿权、甘肃中宝矿业，增储32吨
2012	收购鑫源矿业增储10.94吨
2013	完成金石探矿权未勘查区域新增探明储量并购，增加134吨
2016	收购归来庄金矿、蓬莱矿业、东风探矿权采矿权、新立探矿权增加储量292.22吨
2017	收购海外贝拉德罗金矿，权益增储近107吨、国内收购前陈-上杨家矿区金矿探矿权、新城探矿权、玲珑探矿权等，增加储量124吨
2021	收购恒兴黄金、卡帝诺资源、集团内莱州地区系列矿权，增长资源量505吨

资料来源：公司年报，民生证券研究

头条@信华智君

四大主力矿山均为全国前十大，禀赋优良。

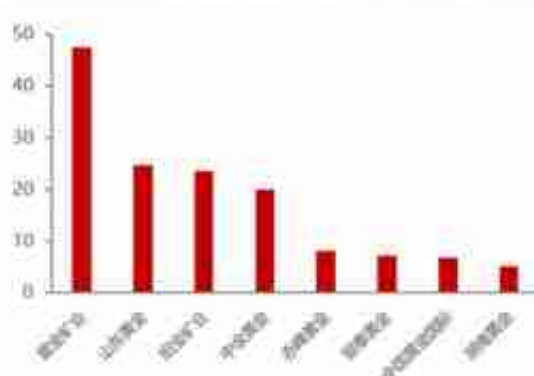
公司国内矿山资源平均品位约为3g/t，全球矿山的平均品位约为2g/t，四大主力矿山三山岛、焦家、新城、玲珑金矿连续多年被评为“中国黄金十大矿山”，且焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿连续多年位居“中国经济效益十佳矿山”，主力资源量均为百吨以上，可谓集中掌握了国内的优质资源。

图13：2015-2022H1 公司主要产品产量(单位：吨)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图14：2021年各公司自产金产量排名(单位：吨)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

头条@信华智君

产量集中于主力矿山，山东半岛。

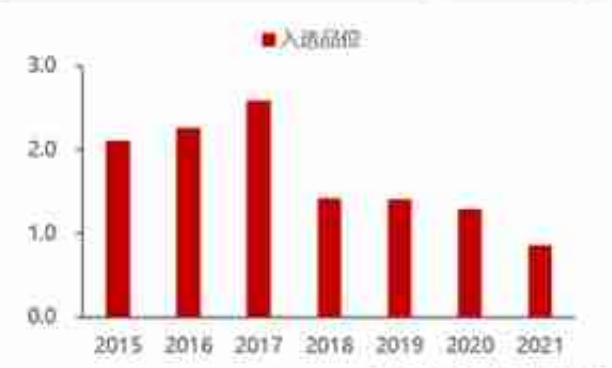
公司国内90%的黄金储量分布在山东境内，2016年山东省内矿山贡献了94%的自产金产量，2017年之后公司积极推进省外、海外并购，省内产量占比有所减少，但仍在公司自产金总产量的50%以上。不考虑2021年矿难影响，2020年三山岛、焦家、新城、玲珑金矿的产量占比为60%，此外海外贝拉德罗金矿产量占比18%，为第二大产量来源。

图15: 2012-2021 年公司自产金成本 (单位: 元/克)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图16: 2015-2021 年平均入选品位 (单位: 克/吨)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

头条@信华智君

从成本控制来看，公司资源、采矿、选矿方面均具备优势。

根据公司港股招股说明书，资源方面，公司主要矿区莱州-招远地区是世界少有的金矿富集区，其优势主要有以下三点：

- 1) 矿脉形状整，大而集中，连续性好，便于使用大型的开采设备，集中开采能力强，具备规模优势。
- 2) 莱州地区位于古老基底(胶东隆起)的一部分，组成岩石主要为坚固的岩浆岩和变质岩, 力学强度高, 具有良好的工程地质特征，开采方便。
- 3) 莱州-招远地区的矿床类型属“蚀变岩型”岩石，相较于滇黔桂和陕甘川金三角地区的资源，当地尽管储量丰富，但主要为沉积岩型(卡林型)金矿为主，所产金矿普遍含砷量较高，分解难度大。

采矿方面，

公司着重进行深部、海底机械化及智能化采矿的前沿性、共性技术难题的研发，依托技术的进步和采矿设备的提升来降低采矿过程中的损失率和贫化率，覆盖了凿岩台车远程遥控、远程破碎、智能溜井、电机车无人驾驶、斜坡综合管控等技术。

公司矿山的加权平均贫化率为约7.7%，低于行业平均水平11.4%，平均采矿损失率

为约5.6%，低于行业平均水平为5.8%。

选矿方面，

采用自主研发的成熟选矿技术和国际知名厂商的进口设备，并结合自身特点对选矿工艺流程进行改造，提高工艺系统技术指标，降低单位产品能耗，选矿回收率平均达到94%以上，实现降本增效。

受益于矿山的地质优势、公司已开发的基础设施、先进的技术及流程以及强大的产能，使得公司开采能力强、平均贫化率和平均采矿损失率低于行业平均水平、选矿回收率高，因此矿山的克金成本具有优势，2017年公司国内矿山的平均现金成本为681.6美元/盎司，低于当年行业平均现金运营成本的715美元/盎司。



### 3.1 国内挖潜、注入，并购整合，持续增产

#### 3.1.1 国内矿山开发持续，莱州打造世界级黄金基地

省内主力矿山为挖潜，省外并购拓展资源。

中国十大金矿中有五座金矿位于山东，就资源储量而言，胶东半岛金矿集中了全国25%的黄金资源储量，其中90%以上又集中分布在招远、莱州地区，预计公司将以省内四座主力金矿为基本盘，整合挖潜，提升产能，同时不断拓展省外布局，扩张资源储备。

表7：山东黄金国内矿山情况介绍

主要金矿	矿区概况
三山岛金矿	拥有三山岛矿区、新立矿区、曹家埠矿区、仓上矿区，其中三山岛矿区、新立矿区、曹家埠矿区为在产矿区。新立矿区设有一个选矿厂，选厂的矿石来自上述三个地下矿山。
焦家金矿	拥有焦家矿区、望儿山矿区、寺庄矿区，上述矿区全部在产。设有一个选矿厂，选厂所需的矿石来自上述三个地下矿山。
新城金矿	由一个在生产的地下矿山（新城矿区）和一个相邻的选厂组成。未来规划是将新城矿区延伸到-600米以下矿化带深部（新城外围及深部勘探区），并从附近两个矿化带（曲家勘探区）进行开采。
玲珑金矿	拥有玲珑矿区、东风矿区、灵山矿区，上述矿区全部在产。设有两个选矿厂，其中东风矿区位于玲珑金矿附近，两者采用同一选厂，灵山矿区有独立的选厂。
沂南金矿	拥有铜井矿区、金场矿区、金龙矿区，全部在产。上述每个矿区各设一个选矿厂。
青岛金矿	拥有鑫汇矿区、山后矿区，全部在产。上述每个矿区各设一个选矿厂。
蓬莱金矿	拥有齐家沟矿区、齐家沟二分矿区和虎路线矿区，上述矿区均在产。设有一个选矿厂，选厂所需的矿石来自上述三个地下矿山。
归来庄金矿	生产于归来庄矿区进行，并设有一个选矿厂。
赤峰柴金矿	生产于柴胡栏子矿区进行，并附有一个选矿厂。
福建源鑫金矿	福建源鑫矿业集团包含一份采矿许可证（东际矿区）和一份勘探许可证（东际深部详查区），在东际矿区生产的矿石为现有选厂提供矿产。
西和中宝金矿	生产于四儿沟门矿区进行，并设有一个选矿厂。
新疆金川	拥有伊尔曼得、马依托肯、京希巴拉克、宽沟及狮子山五个矿段，在产矿段包括京希巴拉克、宽沟及狮子山矿段。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

头条@悠华智君

主力矿山矿石处理量上升，未来

增长点在于扩产。2018年以来通过一系列的扩产、扩界项目，采选能力持续提高。

从矿石开采量来看，2015至2020年间三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿分别变动0%、67%、16%、25%；矿石处理量分别变动-1%、51%、16%、37%，矿产金产量分别变动-10%、6%、5%、-5%，矿产金产量增速不及矿石处理量增速，反映了入选品位的下降，未来增产或将主要集中于采选规模的提升。

图21: 2015-2021 各主力矿区黄金产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 2015-2021 各主力矿区入选品味 (克/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

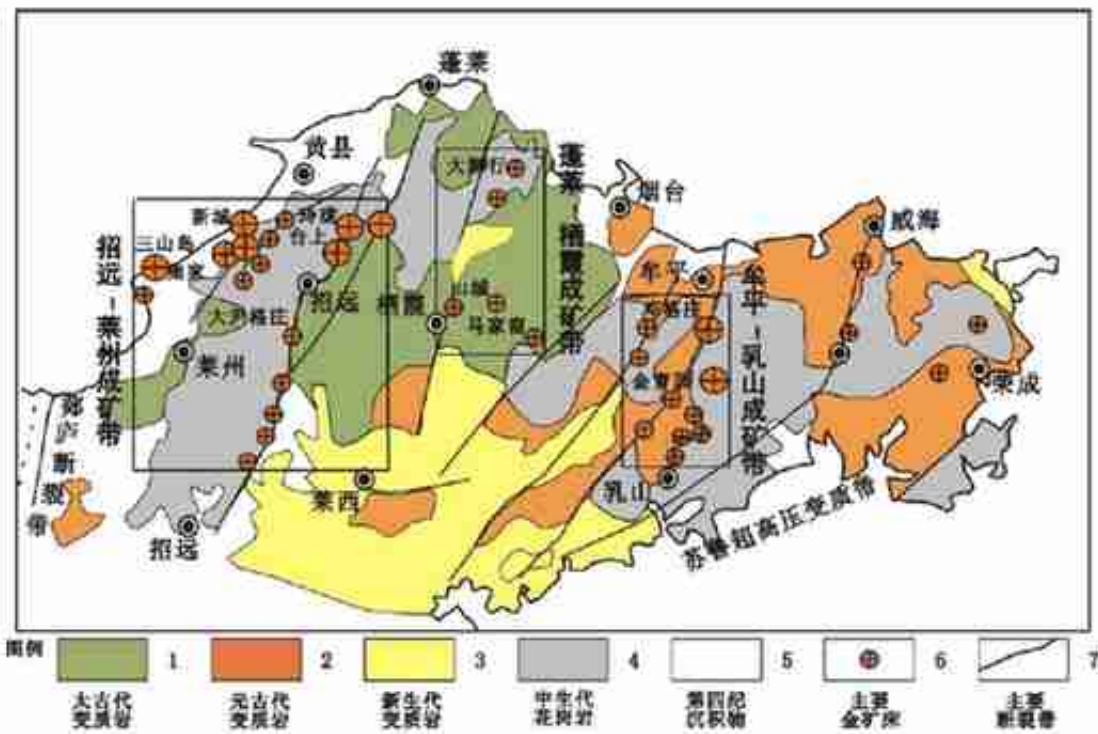
头条@信华智岩

公司国内矿山大多数处于勘探和扩建状态:

三山岛矿区扩产扩界项目正在推进, 预计采选能力可由8000吨/日提升至15000吨/日; 焦家、新城地区主要通过整合当地资源后, 集中开发扩建, 焦家金矿未来具备翻倍增产潜力; 玲珑金矿旗下的东风矿区和玲珑矿区持续开展预计复工复产后, 将继续推动扩产扩建工程; 蓬莱金矿主导当地资源整合工作, 提升生产规模。



图23：山东胶东地区金矿及地质分布



资料来源：中国知网，民生证券研究院

头条 @ 信华智言

### 资源整合、集中开发

为趋势，焦家、新城地区矿权整合顺利。

通过将分散矿区矿权整合进行集中开发，可实现矿山资源综合利用，有效控制开发成本，提升资产规模和盈利能力，为打造世界黄金生产基地的必经之路。目前公司在胶东半岛已有明确规划的整合项目主要包括莱州市的焦家金矿、新城金矿以及蓬莱市的蓬莱金矿，其中焦家、新城金矿均位于莱州地区。

2021年山东黄金通过收购莱州章鉴、和集团内旗下的鲁地金矿、地矿来金、莱州鸿昇、天承矿业等子公司，实现了对莱州地区南吕 - 欣木、朱郭李家矿权等优质资源的整合开发权。

2022年4月公司将上述矿权分别整合至焦家金矿和新城金矿，其中焦家金矿完成了14个矿权的整合，预计生产规模由165万吨/年提高至660万吨/年，新城金矿完成了7个矿权的整合，预计生产规模由41.25万吨/年提高至264万吨/年，此次整合也成为第一批通过省发改委核准的金矿整合项目。

表10：焦家金矿整合前后变化对比

指标	整合前	整合后	变化率
采矿规模(t/d)	9000	20000	+122%
选矿规模(t/d)	9000	20000	+122%
金精矿产量(kg/a)	102300	290630	+185%
金精矿品位(g/t)	64.44	65	+0.86%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

头条 @位华智君

建立合资子公司进一步整合甘肃地区资源。

为了拓展新的黄金资源开发基地，山公司拟与甘肃资产管理有限公司共同出资设立甘肃金桥矿业有限公司，其中公司出资2.7亿元，股权占比60%，甘肃资管公司出资1.8亿元，股权占比40%。该子公司为整合及开发甘肃优质黄金矿产资源的主体。

甘肃为我国产金大省，目前有大型金矿5座，中型金矿12座，从产量来看，2021年甘肃省黄金自产金产量13吨，占全国自产金产量的5%，位于全国第四，黄金资源储量280.6吨，仅次于山东省，位于全国第二。

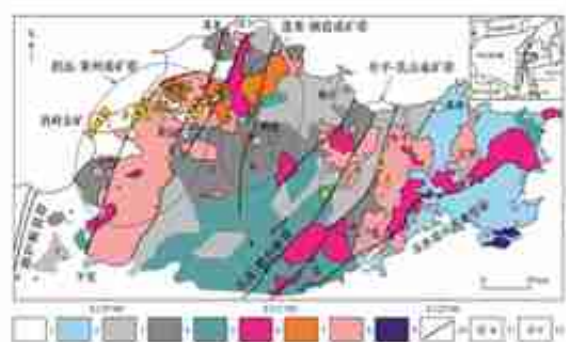
表11：山东黄金集团探矿权资源量统计表

矿权名称	根据最近评估日期的金金属量(吨)
山东省莱州市仓上一潘家屋子地区金矿勘探	0.39
山东省莱州市留村金矿中深部详查	2.00
山东省莱州市上马家金矿助	0.22
山东省莱州市西岭村金矿勘	382.58
山东省蓬莱市磁山矿区金矿勘探	3.86
山东省蓬莱市上炭子矿区金矿勘探	3.6
山东省蓬莱市齐沟一分矿区深部及外围金矿勘探	0.87
山东省蓬莱市黑岚沟金矿深部及外围详查	1.48
山东省平度市旧店金矿矿区深部普查	1.48
福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	金：0.89 吨 银：21.09 吨
青海省都县阿斯哈（可热）地区金矿详查	2.27
青海省都兰县瓦勒尕金矿详查	2.78
青海省都兰县果洛龙洼金矿详查	12.94
青海省都兰县按纳格金矿详	1.67
青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查	0.56
合计黄金资源量	417.59

资料来源：公司公告，民生证券研究院

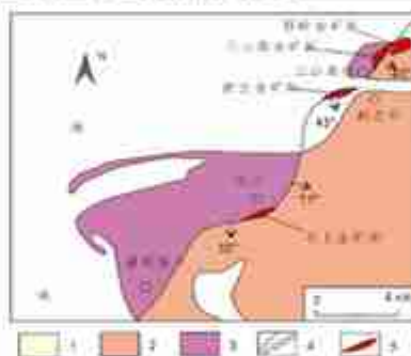
头条@世华智君

图26：胶东金矿集区地质及三大金成矿带分布图



资料来源：中国知网，民生证券研究院

图27：三山岛-仓上断裂带地质略图



资料来源：中国知网，民生证券研究院

头条@世华智君

### 3.1.3 控股银泰黄金，双上市平台实现业务协同

控股银泰黄金，实现产业协同和区域协同。

2023年1月19日，山东黄金发布公告以协议转让方式收购中国银泰投资有限公司和沈国军持有的合计5.81亿股股份，约占银泰黄金总股本的20.93%，交易价为127.6亿元，该交易近日已通过国资委的批复，交易完成后，银泰黄金的控股股东将变为山东黄金。

银泰黄金共拥有玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿五个子公司。其中玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山，其余皆为金矿矿山。截止至2022年末，银泰黄金拥有资源量金金属量170.45吨，银金属量7154.06吨，铅+锌金属量107.64万吨，资源禀赋充足。

表14：银泰黄金近三年各类产品产量（单位：吨）

	2019	2020	2021
合质金	6.10	6.11	7.21
矿产品银	126.32	156.01	178.37
铅精矿	7798.77	9647.98	10536.58
锌精矿	9929.12	11466.06	13230.8
铜精矿	-	140.56	201.28

资料来源：银泰黄金年报，民生证券研究院

头条 @ 信华智言

### 公司收购银泰黄金后

可实现良好的协同效应，产业协同方面，

银泰黄金在青海地区的青海大柴旦金矿产出的合质金可就近送往山东黄金集团旗下的冶炼厂冶炼，两者优势互补，在内蒙古地区，银泰黄金旗下的玉龙矿业与山东黄金集团旗下的矿业公司可实现区域铅锌银产业协同发展，降低冶炼成本。

区域协同方面，

本次收购后，山东黄金可借助银泰黄金旗下的黑河银泰、吉林板庙子、云南华盛金矿的地理位置优势，实现西南、东北地区的资源从无到有、以点带面的战略布局。

此外，银泰黄金旗下供应链管理有限公司银泰盛鸿地处上海，与山东黄金交易中心、山东黄金所属的山金金控资本管理有限公司以及山东黄金集团旗下的贸易公司可以优势互补，形成区域协同。

公司承诺将逐步解决同业竞争问题，实现双上市公司平台同步发展。

根据公司收购公告，在交易完成后，将采取资产重组、业务调整、委托管理等多种方式实现业务整合，以解决同业竞争和潜在同业竞争事项。

具体来看，公司将通过购买资产、资产转让、资产置换等方式消除部分业务重合的情形；通过资产交易、业务区分等方式实现差异化竞争；通过签署委托协议，将重合部分资产的决策权和管理权转移到另一方。

公司与银泰黄金同业竞争范围可控，产品方面，公司和银泰黄金在产品、销售模式以及产业链所处位置上存在较大差异，银泰黄金的合质金产品本质上属于公司生产的标准金的上游产品，二者差异较大。销售模式和产业链位置方面，公司主要客户为上海黄金交易所，而银泰黄金主要客户为下游黄金冶炼厂，双方客户处于不同的产业链环节。

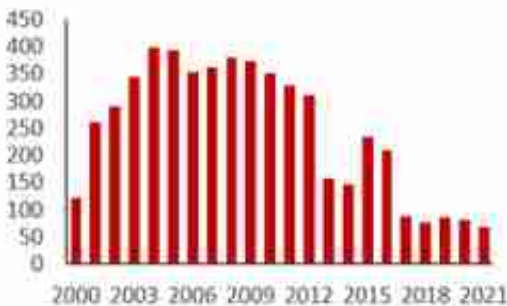
### 3.2 海外布局结硕果，贝拉德罗+卡蒂诺贡献增量

#### 3.2.1 贝拉德罗金矿产量增长和成本优化可期

2017年公司收购贝拉德罗金矿股权，与巴里克共同经营，共各按50%比例并表。贝拉德罗金矿地处安第斯山脉东麓的圣胡安省伊格莱西亚县，矿区海拔高度在4000米至4850米之间，是阿根廷最大金矿、南美第二大金矿。根据山东黄金2021年年报，贝拉德罗金矿探明及控制资源量为213.06吨。

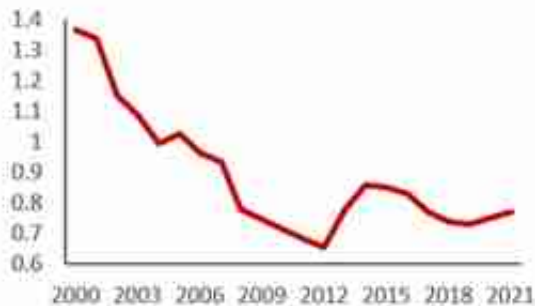
贝拉德罗金矿包括Veladero和Argenta两个区域，Veladero地区又由Amable和Filo Federico两个主要矿坑组成，Argenta只有一个矿坑。Amable和Argenta矿坑均已采空并开始回填工作，目前的生产运营仅来自Filo Federico矿坑。

图30: 贝拉德罗金矿证实和可信储量变动情况



资料来源：巴里克公司年报，民生证券研究院  
注：2017年起为以50%权益计量的权益证储量。

图31: 贝拉德罗金矿金品位变动情况



资料来源：巴里克公司年报，民生证券研究院 头条@信华智信

产量方面，2018年以来自产金量呈现减少趋势，

具体来看，2019年黄金产量相对于2018年有小幅回落，原因在于矿石品位的降低，较高的回收率部分抵消掉了这部分产量下降。2020年黄金产量同比下降18%，原因在于为应对新冠疫情采取的检疫和人员流动影响了采矿作业。2021年黄金产量比

上年减少24%，主要是由于第六期浸出池的建设和调试的影响。

据巴里克2021年年报披露，2020年贝拉德罗的FiloFederico矿区开采进入Phase6，2021年二季度Phase6堆浸扩建项目建设成功并投产；此前预计Phase7A浸出场建设项目于11月开工，2022年年中完工；Phase7B阶段将于2022年第四季度开工，后续预计Phase7堆浸垫建成后高矿石入堆量，且新的爆破孔方法应用带来采选品位提升，从而提高矿产金产量。

巴里克公司在拉美和亚太地区分别拥有普韦布洛别霍金矿和贝拉德罗金矿，根据巴里克对两座金矿山的产量预测，预计未来五年贝拉德罗黄金产量将回升到7.5-8吨之间。

图34：近年来生产成本有所上升，预计2022年将小幅回落（美元/盎司）



资料来源：巴里克公司年报，民生证券研究院

头条@财华智客

### 3.2.2 卡蒂诺金矿资源优质，可研生产成本优势明显

公司2021年完成收购卡蒂诺资源100%股份，其核心资产是位于加纳的3个矿权，分别是位于加纳东北部Bole-Nangodi成矿带的Namdini开发项目和Bolgatanga勘探项目，以及位于加纳西南部Sefwi成矿带的Subranum勘探项目。Namdini矿权采矿租约面积为63平方公里，矿权期限为15年，为目前在建核心项目。

表15: Namdini 项目黄金资源量

矿山	矿石开采量 (百万吨)	原矿品位 (克/吨)	金金属量 (吨)
探明+控制			
Oxide	4.4	1.12	4.98
Fresh	177	1.12	198.44
合计	182	1.12	203.11
推断			
Oxide	0.04	1	0.03
Fresh	12	1.2	14.31
合计	12	1.2	14.31

资料来源: Namdini 项目可研, 民生证券研究院

头条@盛华智君

表17: Namdini 项目可研报告关键信息

项目	可研预估
年均黄金产量	8.9 吨
黄金总产量	130.63 吨
原矿品位	1.13 克/吨
黄金回收率	83%
剥离率	1.9:1
矿石开采量	1.39 亿吨
开采年限	15 年
资本支出	3.9 亿美元
项目投资回收期	21 个月

资料来源: Namdini 项目可研, 民生证券研究院

头条@盛华智君

表18: Namdini 项目进展

时间	进展
2014年	开始钻探
2016年	大规模钻探并报告资源量
2017年	自 Savannah 公司受让面积为 19.537 平方公里的采矿租约
2019年10月	完成并公布 Namdini 项目可研
2019年11月	开始项目前端工程设计
2020年2月	卡蒂诺与加纳政府签署新的采矿租约，将 Namdini 项目原采矿租约面积由 19.537 平方公里扩大至 63 平方公里
2022年三季度	完成 EPCM 总承包商选聘、社区搬迁工作

资料来源:卡蒂诺资源公司公告,民生证券研究院

头条@信华智言

## 4、加息渐入尾声，央行黄金储备或将是金价需求主力

### 4.1 加息进入末期，实际利率年内见顶

高利率政策下，美国经济出现下滑迹象。

从制造业端来看，美国ISM制造业PMI指数于2022年6月份以来连续8个月内下降，目前位于枯荣线以下，制造业投资疲软。美国消费者信心指数虽然近期出现反弹，但整体处于10年来低位，反应消费者对未来经济预期仍然较弱。

表19: 12 月份议息会议对 2023 年经济的预测有所下调

变量 (%)	2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
9月预测值	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
9月预测值	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
9月预测值	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
核心 PCE	4.8	3.5	2.5	2.1	-
9月预测值	4.5	3.1	2.3	2.1	-

资料来源:美联储官网,民生证券研究院

头条@信华智言

期限利差倒挂暗示衰退，加息渐进尾声。

历史上期限利差倒挂之后通常伴随着经济的衰退。根据统计，期限利差开始倒挂开



始距离GDP见底时间平均间隔为1.5年左右。

根据我们统计的历史上几轮期限利差倒挂的数据，美联储通常在利差倒挂后平均7个月内停止加息脚步，平均在11个月后开启降息。本轮利差倒挂从7月份持续至今已经持续了6个月。

据CME“美联储观察”，美联储3月加息25个基点至4.75%-5.00%区间的概率为96.0%，目前市场预计美联储将再加息两次，加息幅度均为25bp，这将把联邦基金利率拉至5.00%-5.25%的区间，整体来看美联储加息已经步入尾声，随着美国经济基本面的下滑，宽松的利率政策预期正逐步提升。

实际利率角度，2023年对金价有利。

实际利率作为持有黄金的机会成本，从历史上来看与金价成高度负相关。在“实际利率=名义利率-CPI”的模型下，根据我们的预测，随着加息在23年上半年停止，名义利率也将于上半年见顶，随着美国国内经济下行压力逐步扩大，下半年将呈现趋势性走弱。

此外虽然市场预计23年通CPI中枢将有所回落，但我们认为本轮周期中美国或将处于类滞胀时期，通胀韧性持续存在。我们预计实际利率上半年将震荡，下半年或将进一步下探，一旦美联储降息周期提前开启，实际利率将重回下行周期，金价上行趋势进一步确立。

图43：货币供应量增速远超 GDP 增速，通胀深度传导



资料来源：同花顺iFinD，民生证券研究所

图44：美国财政赤字调升并达到历史顶峰



资料来源：Wind，民生证券研究所

头条@信华智营

产能供应方面，

70-80年代爆发了两次石油危机和一次粮食危机，带动各类大宗商品价格整体出现明显的上涨，通胀的回落，通常需要新增资本开支带来新的供给，来抵消需求过剩带来的价格上涨。

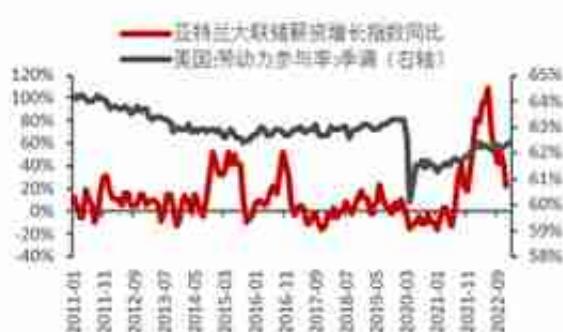
在本轮经济周期中，全球正经历碳中和转型期，即便在能源价格大幅上行的背景之下，传统能源的资本开支依然受到影响，此外以铜为代表的上游大宗商品受能耗指标限制、资源日渐匮乏等因素影响也出现资本开支不足的局面。

图47: 铜矿未来供应增量不足 (单位: 千吨/年)



资料来源: Bloomberg Intelligence, 民生证券研究院

图48: 薪酬增长指数高位, 劳动参与率难恢复



资料来源: Wind, 民生证券研究院

头条 @ 密华智言

#### 4.2.2 复盘70-80S年代，金价强势

滞胀期金价表现：

10年间累计涨幅14倍，实际利率大多数处于负区间。滞胀时期的经济表现，若从实际利率角度理解，由于CPI难以回落，同时名义利率受经济走弱的拖累，期间持续难以跑赢通胀，使实际利率始终处于低位甚至负区间。当滞胀来临时黄金同时交易“衰退”和“通胀”，带来金价期间的良好表现，复盘历史，黄金价格在1970-1980年十年期间涨幅达14倍。

滞胀时期由于货币供应过剩带来货币的购买力下降，

除了贵金属外，各类其他实物资产价格也持续强势，而美元指数受美元超发和经济增长降速的影响下行，整体期间实物资产大幅跑赢金融资产，此外黄金作为天然货币，承担了主要的保值增值需求，如果不考虑70-80s两次石油危机的极端情况，黄金为涨幅为最明显品种。

图51：央行加速黄金储备时黄金迎来新一波行情



资料来源: Wind, Bloomberg, 民生证券研究院

头条@德华智库

疫情后主要央行大幅扩表，驱动各国央行增储黄金。

2020年以来，为刺激疫后经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2021年相较于2019年，美联储资产增长108.99%，欧洲央行总资产增长66.75%，央行发行的货币代表国家信用，如果缺少相应的实物资产背书，有可能引起货币信用危机。

历史来看，

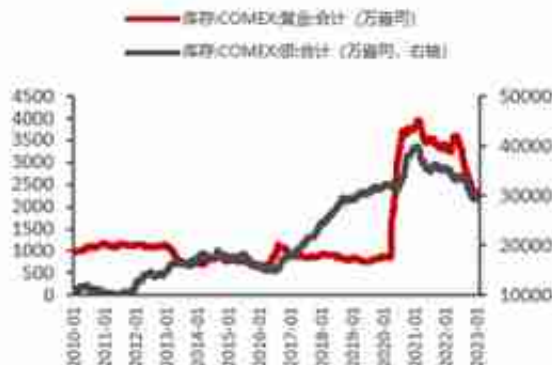
每一轮央行大幅扩表后对应的黄金储备占比会在短期内较快速度下降，原因在于黄金的购买量没有跟上货币超发的速度。全球主要经济体央行2020年以来黄金储备占央行总资产的比例呈现下降趋势，尽管2022年央行购金大幅增长，但央行资产中黄金资产占比仍然处于历史较低位置，预计未来各国央行有望增加黄金储备，增补信用。

图54: 2010-2022 央行黄金购买量明显增加



资料来源: WGC, 民生证券研究院

图55: COMEX 黄金及白银库存量



资料来源: wind, 民生证券研究院

头条@信华智君

## 5、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 1) 自产金业务：

价格方面，

考虑到美国经济衰退预期下美联储加息周期进入末端，且后续随着美国经济步入衰退，利率进入降息周期，将进一步刺激金价上行，我们假设2023-2024年黄金均价分别为410元/克、420元/克。

产量方面，

2022年公司预计将完成年初39.27吨的产量规划；2021年由于山东省安全检查，玲珑金矿停产，目前国内玲珑金矿采矿权正在办理中，预计2023年内有望恢复生产，贡献增量，2021年公司收购天承矿业，旗下马塘矿区已整合焦家金矿，故2022年产量相比于2020年有所增加，我们假设其余各矿山未来的2年的产量与2020年（矿山正常生产年份）相比基本稳定。预计2022-2024年自产金产量分别为39.3吨/42.1吨/43.6吨。

表21：自产金现金成本及预测

矿山	现金成本 (元/克)				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
三山岛金矿	141	155	145	149	154
焦家金矿	140	154	144	149	153
新城金矿	118	130	122	125	129
玲珑金矿	154	170	159	164	168
旧寨庄金矿	111	122	114	118	121
金洲金矿	170	187	175	180	186
青岛金矿	192	212	198	204	210
蓬莱金矿	88	97	90	93	96
沂南金矿	356	391	366	377	389
赤峰柴金矿	177	194	182	187	193
福建源鑫金矿	223	246	230	237	244
西和中宝金矿	207	207	213	219	226
平均现金成本	169	171	178	179	182

资料来源：wind，民生证券研究院预测

头条@信华智言

表23：外购金冶炼金业务预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (亿元)	119.47	313.60	471.50	504.00
成本 (亿元)	119.17	312.66	470.09	502.49
毛利率	0.25%	0.30%	0.30%	0.30%

资料来源：Wind，民生证券研究院

头条@信华智言

表25: 可比公司估值分析

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600489.SH	中金黄金	9.80	0.35	0.45	0.46	28	22	21	1.61	1.47	1.40
000975.SZ	银泰黄金	13.19	0.46	0.40	0.58	29	33	23	2.33	2.81	2.70
002155.SZ	湖南黄金	15.79	0.30	0.38	0.47	52	42	34	2.27	2.66	2.46
600988.SH	苏鑫黄金	19.35	0.35	0.44	0.88	55	40	22	5.37	5.68	4.46
1818.HK	招金矿业	8.30	0.01	0.17	0.26	830	49	32	1.28	1.24	1.19
可比公司平均PE/PB						199	37	26	2.57	2.77	2.44
600547.SH	山东黄金	20.59	(0.04)	0.29	0.48	/	72	43	2.88	2.96	2.79

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 股价时间为2023年3月15日; 人民币兑港币汇率按1HKD=0.8767843 CNY计算

头条 @信华智信

### 5.3 报告总结

联储加息周期临近末端，黄金价格有望继续上行，我们预计2022-2024年归母净利润分别为12.82/21.47/25.52亿元，EPS分别为0.29/0.48/0.57元；对应2023年3月15日收盘价的PE分别为72/43/36倍，考虑到公司作为黄金龙头，经过资源整合后有望进一步释放产量。

## 6、风险提示

### 1)产品价格波动风险：

自产金是公司的主要产品，黄金价格波动给公司经营效益带来较大不确定性，黄金价格下跌将大幅影响公司利润。

### 2)同业安全事故风险：

安全事故导致公司减产甚至停产，会对公司生产、经营及公司声誉造成较大影响。

### 3)公司产能释放不及预期：公司目前募资整合矿权，存在进度不及预期的风险。

报告属于原作者，仅供学习！如有侵权，请私信删除，谢谢！

报告来自【远瞻智库】文库-远瞻智库