

(报告出品方/作者：中信建投证券，王介超)

## 金融与避险属性主导金价，实际利率与美元指数构筑研究主框架

商品属性对黄金价格走势影响较小

黄金具备稀缺、化学性质稳定、难以人工合成等特点，供给端表现较为刚性，产量上升空间有限，这决定超长周期内黄金价格看涨。由于其科技和工业用途占比不高，需求结构相对单一，不像其他工业金属有明显的消费周期，中短期内首饰需求、工业需求对价格的拉升作用较低，但在低价区间有潜在支撑。因此，黄金长期趋势受其商品属性影响不大。

图表4：黄金与长期通胀水平（美元/盎司，%）



资料来源：Wind，中信建投

头条 @未来智库

从经济周期角度，黄金上涨行情始于经济萧条，市场过热时达到顶峰

基于前文的分析，经济周期与通胀存在紧密的共生关系，而通胀水平又决定了政策利率方向。通过构建经济周期分析框架并观察下黄金在各个阶段的表现，以及黄金与经济增长、通货膨胀、实际利率、美元指数之间的动态变化，有助于进一步深入剖析黄金的涨跌逻辑。美林时钟是一个用于指导资产配置周期的经典模型，它将经济周期分成了复苏期、过热期、滞胀期、衰退期四个阶段，并基于资产特点、行业轮动，在不同阶段对不同投资标的的投资前景进行排序。当经济处于复苏阶段，通胀压力较小，GDP 缺口增大，此时股票的表现更突出；在经济过热时，总需求带动大宗商品价格上涨；而滞胀阶段美联储不断加息导致美元走强，此时其他资产在高通胀环境下实际收益率不及现金；一旦进入经济

衰退期，通胀开始回落，美联储释放流动性以刺激经济，债券随即迎来上涨行情。

八十年代初至今，黄金经历过四轮连续上涨行情，背后大都伴随着金融危机、资产泡沫、地缘政治等全球性危机事件所引发的经济衰退、恶性通胀以及本位币贬值，充分体现了黄金的三重属性。结合美林时钟和黄金走势来看，黄金在这几次经济衰退中短期往往会经历“先下跌，后反弹”的一个动态过程。其主要运行机理是：当宏观经济步入衰退之初，市场恐慌情绪达到峰值，投资者无差别抛售资产，接踵而来的便是通货紧缩引起实际利率上行，黄金下跌。随着美联储开始释放流动性，美元走弱使持有黄金的机会成本降低，从而迎来反弹，并在经济企稳至过热阶段，进入强势上涨行情。90年代初和2000年的两次经济衰退中，黄金的波动幅度并不大，总体保持一个小幅震荡下跌的趋势，主要原因是这个阶段黄金价格更多受商品属性主导。1980-1990年期间黄金供应大量增加，2000年时黄金的年供应量甚至比1980年时增加超过一倍，再加上90年代互联网发展占据极大的市场热度，黄金吸引力有所下降。总的来说，2010年以来，由货币属性主导的黄金上涨行情往往开始于经济衰退的后期（降息后），并在经济过热前期（加息前）行至最高点。

金价分析主框架：实际利率为主，美元指数为辅，经济基本面与央行政策打底

黄金货币、投资避险两重属性围绕实际利率、美元指数，本质上则围绕经济基本面、美联储货币政策展开。本文将基于当前对宏观经济形势的判断以及美联储政策动向，分析黄金未来趋势并给出配置建议。

图表11： 费城联储同步经济活动指标



资料来源: FRED, 中信建投

头条 @未来智库

总体上看，当前美国宏观经济处于经济滞胀到经济衰退的过渡期。美国已经陷入了降通胀和稳经济的两难境地，一方面通货膨胀距离目标值甚远；另一方面美联储维持高利率的态度不减，尽管短期衰退信号不明显，但结合历史大周期以及此轮通胀的复杂性来看，美联储通过单边加息抑制需求的方式，调控空间有限的同时，操作难度也非常大。

通胀结构与趋势，能源和商品价格下跌主导通胀回落，核心服务强韧性

从供给端来看，供应链情况已经有了明显的好转。全球供应链压力指数已经连续 5 个月下降，一定程度上说明美国产业结构失衡的问题得到了缓解，美联储通过激进加息来抑制需求的方式也取得了一定的成效，但目前仍高于疫情前的平均水平，市场预计到明年一季度有望回归正常。

短期供给主导 CPI 回落，预计核心 CPI 明年 Q1 下行

对 CPI 进行拆解能更清晰地发现问题的本质。美国 CPI 主要由食品、能源、商品、服务四项构成，2022 年各项权重分别为 13.64%，8.2

4%，21.29%，56.83%。从分项来看，三季度能源、商品贡献度不断下降，虽然占比不高，但能源商品价格受供应端的影响而大幅波动，很大程度上也说明了短期CPI的回落属于供给主导，而服务项逐渐成为支撑核心CPI的主要驱动力。服务项具体细分为：住房、医疗服务、交通服务项等，总计占比56.83%，其中住房（房屋租金）分项约占服务的60%。CPI住房项主要包括居所租金和业主等价租金（OER），分别占比7.304%，23.837%。受3月加息影响，标准普尔房价指数三季度已经开始明显回落，但住房租金上升趋势依然强劲。其最主要的原因在于住房租金属于刚性消费，需求弹性较小，且与购房存在一定替代效应，当美联储加息导致购房成本增加时，居民会转而增加对租房的需求。再加上货币政策通过房价来影响租金水平有较大滞后性，以及美联储错失干预通胀的最佳时机，最终使得货币紧缩对于房屋CPI的短期效果非常有限。2020年3月美联储开启量化宽松，随后二季度美国CPI就受降息刺激开始反弹。同样地，2022年3月美联储宣布加息，6月底CPI开始下行，趋势上看货币政策传导到商品消费市场往往需要3个月左右。然而房屋租金项CPI对于基准利率变化的滞后期比较长，2020年一季度降息后其仍维持下跌趋势，直到2021年一季度CPI曲线上穿房屋租金项低点才开始反弹。也就是说，美国今年年底如果维持加息态势，乐观估计可能最早也要到2023年一季度加息影响才会传导至房屋租金，随即带动核心CPI下降。整体来说，住房租金相对于其他服务展现出较强的通胀粘性，对于CPI的整体回落构成较大的阻力。当住房租金为核心的服务价格迎来拐点，往往也更能预示联储加息缓和的信号，预计2023年Q2美国通胀有望回归到4%-5%水平。

图表23： 公司历史沿革



头条 @未来智库

截止到2022年三季报，湖南黄金集团持有公司39.91%股权，为公司控股股东；湖南省国资委通过持有湖南黄金集团60.07%的股权间接控制公司，为实际控制人。公司2021年年报列示30家子公司，业务主要分为黄金、锑品和钨品三大板块；（1）黄金业务：储量144吨，产能80吨/年，2022上半年产量24.2吨；（2）锑品业务：储量29

万吨，产能 6.2 吨/年，2022 上半年产量 1.8 吨；（3）钨品业务：储量 10 万吨，仲钨酸铵产能 3000 吨/年，2022 上半年产量 1,286 标吨。

## 公司经营概况

金铋双轮驱动，公司营收稳步增长。2016 年公司营业收入为 67.8 亿元，2021 年增长至 198.5 亿元，年均复合增长率为 24%。从收入结构来看，1）黄金 2016 年收入 54.1 亿元，2021 年增长至 176.8 亿元，年均复合增长率 27%，2021 年营业收入占比 89%；2）铋品 2016 年收入 9.9 亿元，2021 年增长至 18.6 亿元，年均复合增长率 13%，2021 年营业收入占比 9%，3）钨品 2016 年收入 1.8 亿元，2021 年增长至 2.2 亿元，年均复合增长率 4%，2021 年营业收入占比 1%。

公司毛利增长迅速，黄金为主要毛利来源。2016 年公司实现毛利 10.69 亿元，2021 年增长至 14.48 亿元，年均复合增长率 6%。从毛利结构来看：1）黄金 2016 年毛利 6.8 亿元，2021 年增长至 9.1 亿元，年均复合增长率 6%，2021 年毛利占比 63%；2）铋品 2016 年毛利 3.2 亿元，2021 年增长至 4.7 亿元，年均复合增长率 8%，2021 年毛利占比 33%，3）钨品 2016 年毛利 0.4 亿元，2021 年增长至 0.6 亿元，年均复合增长率 11%，2021 年毛利占比 4%。

图表30： 公司自产黄金数量（吨）



公司采矿采用地下机械化开采，其中：（1）湖南黄金股份本部沃溪矿区为全球罕见的大型金矿及金铋钨伴生矿，垂直开采深度超过 1,000

米，采用多段斜井开拓方式；（2）黄金洞矿业及其下属子公司采用上向水平分层充填采矿法；（3）其他矿区均为斜井开拓方式。近年来公司采矿量保持稳定，2018年-2020年主要矿区采矿量（含金、锑、钨）分别为231、225、235万吨。

**黄金冶炼：拥有全球领先的金锑（钨）伴生资源核心分离技术**

公司拥有全球领先的金锑（钨）伴生资源核心分离技术。公司拥有多家冶炼加工基地及精炼厂，采用鼓风炉挥发熔炼、电解收金等以火法为主、湿法并存的生产工艺，技术设备先进，检测手段完善，是金交所认可的标准金锭生产企业。公司拥有自主开发的全球领先的金锑（钨）伴生资源核心分离技术，对自产锑金原料及国内外采购的锑金原料进行冶炼处理。锑金精矿经一系列火法（湿法）工艺处理后，将锑和金进行有效分离，生产出精锑（阴极锑）和合质金（金精矿）。在黄金品位较低的不利情况下，公司依靠金锑钨共（伴）生矿精细分离选冶技术，形成了独特的金锑钨产品组合，在黄金行业形成差异化竞争。

除自有金业务外，公司主要通过采购合质金业务和外购精矿冶炼成标准金。公司冶炼金业务主要指通过采购合质金业务和外购精矿冶炼成标准金对外销售；公司外购原料主要包括锑金精矿、金精矿、合质金等；由于合质金纯度较高，采购价格接近标准黄金价格，因此公司冶炼金业务利润率水平较低。

**黄金业务：预计伴随黄金产销量提升，公司黄金业务盈利将快速增长**

预计伴随黄金产销量提升，公司黄金业务盈利将快速增长。2017年公司黄金产量31.8吨，2021年增长至47.5吨，年均复合增长率11%；2017年公司黄金销量31.6吨，2021年增长至47.8吨，年均复合增长率11%；2017年黄金克售价271元，2021年增长至370元，同比增长36%；2017年黄金克成本250元，2021年增长至351元，同比增长41%；2017年黄金克毛利22元，2021年降低至19元，同比下降13%；毛利率由8.0%下降至5.1%。

图表41： 铋产品产销量（万吨）



## 公司钨业务分析

公司钨业务涵盖钨的采选和冶炼及销售业务，主要产品为仲钨酸铵（APT），公司拥有 3000 吨/年仲钨酸铵 生产线。钨制品主要销售给国内硬质合金和钨粉、钨条生产企业，同时公司拥有铋钨制品出口供货资格，国外销售方面钨制品主要通过子公司中南铋钨销往国外。

矿山资源储备及采选：钨资源自给率较高

2018-2020 年公司钨精矿自给率分别为 86.3%、80.0%和 68.6%，钨资源自给率较高。

钨冶炼：生产工艺流程短、成本低

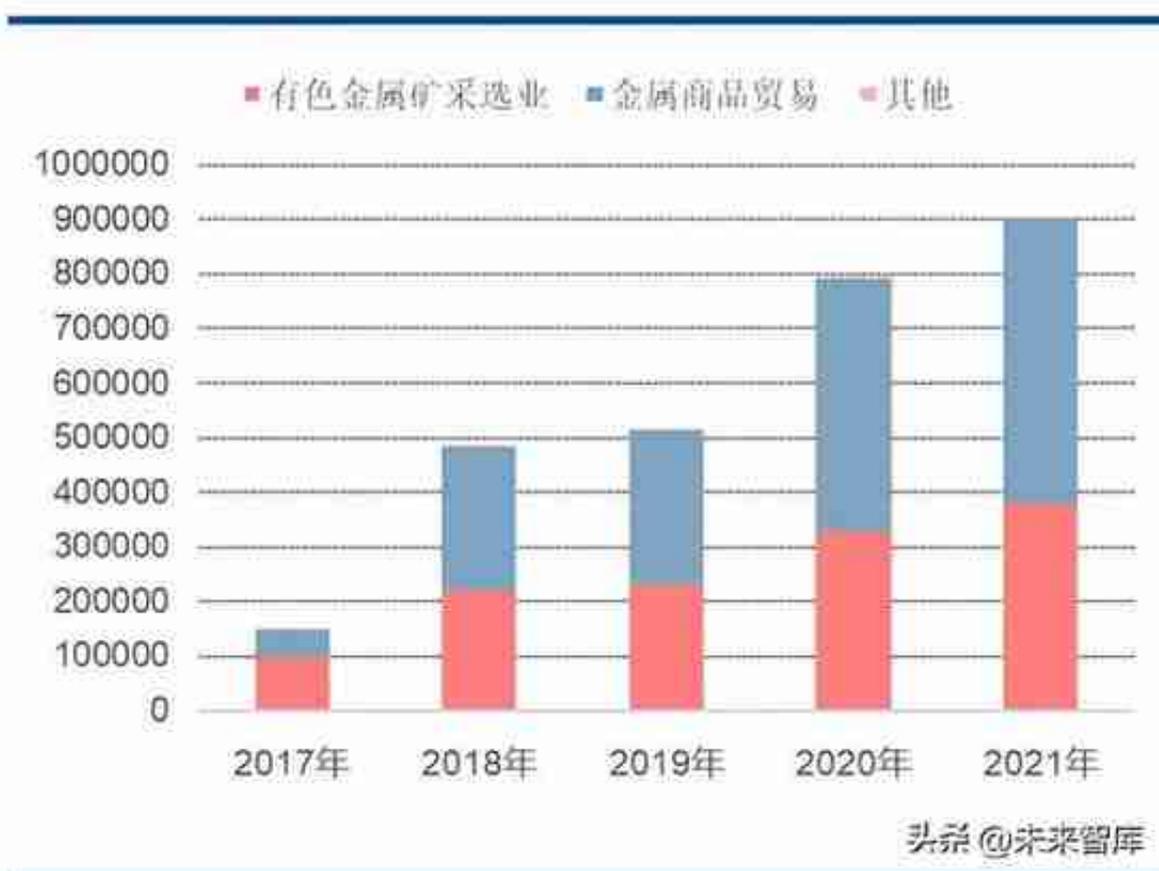
公司采用处于国际领先水平的“磨矿—碱分解—离子交换—蒸发结晶”的碱法专有生产工艺，流程较短，操作简单，质量易于控制，生产成本低。

钨品业务：预计公司钨品业务盈利保持稳定

2017 年公司钨品产量 2314 标吨，2021 年下降至 1683

标吨，年均复合增长率-6%；2017 年公司钨品销量 2219 标吨，2021 年下降至 1683 标吨，年均复合增长率-5%；2017 年钨品标吨售价 11.2 万元，2021 年增长至 13.3 万元，同比增长 19%；2017 年钨品标吨成本 9.2 万元，2021 年增长至 9.6 万元，同比增长 4%；2017 年钨品标吨毛利 2.0 万元，2021 年上升至 3.7 万元，同比上升 85%；毛利率由 17.8% 上升至 27.9%。

图表52： 公司营业收入及结构变化（万元）



公司毛利稳定增长，有色金属矿采选业务为主要毛利来源。2017 年公司实现毛利 7.8 亿元，2021 年增长至 22.7 亿元，年均复合增长率 31%。从毛利结构来看：1) 有色金属矿采选业务 2017 年毛利 7.7 亿元，2021

年增长至 22.4 亿元，年均复合增长率 31%，2021 年毛利占比 99%；2) 金属商品贸易业务 2017 年毛利 324 万元，2021 年增长至 2782 万元，年均复合增长率 71%，2021 年毛利占比 1%。

公司矿业开发业务分析：努力成为“以黄金为主的高质量矿山投资运营商”

黄金矿山：资源禀赋优势明显，增储前景广阔

矿山资源禀赋优势明显。公司共拥有四家黄金矿业子公司，分别为黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和 华盛金矿（其中华盛金矿停产待恢复），其中吉林板庙子和黑河银泰为地下开采矿山，青海大柴旦既有露天开采 又有地下开采。公司矿山资源禀赋优势明显，黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦均为大型且品位较高的黄金 矿山，主要产品为合质金；其中黑河银泰东安金矿是国内品位较高、最易选冶的金矿之一，产品为高银合质金。截至 2021 年末，公司合计总资源量（含地表存矿）金金属量 170.45 吨，银金属量 7,154.06 吨。

勘探增储前景广阔。截至 2021 年报，吉林板庙子、青海大柴旦及银泰盛鑫共有 9 宗金矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 116.79 平方公里。其中：（1）青海大柴旦：公司拥有青龙沟、滩间山两个采矿权，青龙山、细晶沟、金龙沟、青山等共 7 个探矿权。公司位于青海省滩间山贵金属有色金属矿重点成矿区，成矿条件优越。自青海大柴旦并入公司后，成功地在青 龙滩覆盖区发现 II、III 矿带，在金龙沟、青山、细晶沟、青龙山探矿权内探明新增黄金矿石储量，共计新增金 金属量约 52.68 吨。目前，细晶沟金矿采矿项目和青龙沟金矿（扩建）采矿项目“探转采”工作正在积极推进中，预计“探转采”完成后，细晶沟金矿、青龙沟金矿的产能将分别为 60 万吨/年、80 万吨/年。（2）吉林板庙子：公司年生产黄金逾两吨，保有储量持续稳步增长。自投产以来，持续进行的生产勘探成效显著，保持了良好的探采平衡，保有资源持续稳定，具有良好的可持续经营能力。金英金矿外围探矿权也有很好的找矿线索，板石沟探矿权已经开始实施钻探工程，并有了工业矿体发现；（3）黑河银泰：矿山选厂处理能力已由去年的 750 吨/日提升到 1250 吨；东安金矿为少有的高品位、浅埋 藏低温热液型金矿，外围及深部也有进一步找矿的可能，有望逐步扩大矿山产量，延续矿山服务年限。公司目前正积极推进收购黑龙江省逊克县东安岩金矿床 5 号矿体外围详查探矿权，该探矿权位于黑河银泰东安金矿采矿权外围，与东安金矿属于同一成矿带。

华盛金矿有望于 2022 年底完成备案工作。华盛金矿属于国内稀有的类卡林型大型金矿，露天开采生产工艺简单，开采成本较低，计划生产规模年处理矿石量 120 万吨。目前公司和交易对方正在积极进行资源储量评审

备案工作，争取年底前完成备案工作。

### 玉龙矿业多金属矿山：资源丰富、找矿潜力巨大、勘探前景广阔

国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一。玉龙矿业位于西乌珠穆沁旗巴彦花镇，公司集地质矿产勘查、开发利用、矿产品销售于一体，主要产品为铅精矿粉（含银）和锌精矿粉，公司是国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一，毛利率较高。目前持有四宗探矿权和两宗采矿权，开采方式为地下开采。区位优势明显，找矿潜力巨大，勘探前景广阔。玉龙矿业矿区处在大兴安岭有色金属成矿带和华北地块北缘多金属成矿带，有色金属资源丰富，具备产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件，是国内外瞩目的寻找大型、特大型乃至世界级有色金属矿床重点地区，找矿潜力巨大，勘探前景非常广阔。此外，公司距离最近的铅锌冶炼厂不足 100 公里，运输方便。截至 2021 年末，玉龙矿业采矿权和探矿权合计保有资源量矿石量 5488 万吨，银金属量 7,049 吨，铅+锌金属量 170.64 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨，伴生金 152 千克。选厂满产后将达到 5000 吨/日处理量。2022 年 7 月，玉龙矿业 3000 吨/日选厂进入试生产阶段，9 月正常运营。加上之前 2000 吨/日选厂，满产可以达到 5000 吨/日的处理量。

图表62： 业务及子公司结构



头条 @未来智库

公司经营概况：采矿业已成为公司主要盈利来源

剥离雄风环保，聚焦采矿主业，公司营业收入近年来有所下降。2015

年公司营业收入 15.9 亿元，2021 年 增长至 37.8 亿元，年均复合增长率 16%。从收入结构来看，2015 年采矿业收入 7.2 亿元，2021 年增长至 35.2 亿元，年均复合增长率 30%，其中 2019 年收入大幅增长主要系公司收购万象矿业及瀚丰矿业所致，2021 年营 业收入占比 93%；2015 年资源综合回收利用业务收入 8.7 亿元，2020 年增长至 11.6 亿元，年均复合增长率 6%，2021 年收入仅 2.6 亿元，主要系公司聚焦采矿主业、转让子公司雄风环保 100%股权所致，2021 年营业收入占比 7%；剥离雄风环保，聚焦采矿主业，公司营业收入近年来有所下降。

公司毛利近年来保持稳定。2015 年公司毛利 5.3 亿元，2021 年增长至 12.5 亿元，年均复合增长率 15%。从毛利结构来看，2015 年采矿业毛利 3.8 亿元，2021 年增长至 12.1 亿元，年均复合增长率 21%，2021 年毛利占比 96%；2015 年资源综合回收利用业务毛利 1.5 亿元，2021 年降低至 0.5 亿元，年均复合增长率-18%，2021 年毛利占比 4%；近年来公司聚焦采矿主业，较好地对冲了资源综合回收利用业务对毛利的负面影响，公司毛利水 平保持稳定。

公司矿业开发业务分析：拓展黄金产业，加快大型黄金矿山并购步伐

境内黄金矿山子公司：品位高、成本低、潜力大

资源优势明显，增储潜力巨大。公司在中国境内共拥有三家黄金矿业子公司，分别是吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业，共拥有 8 宗采矿权和 14 宗探矿权，合计保有黄金资源量约 52.57 吨；相比国内同类黄金矿山企业，公司所拥有的矿山属于高品位富矿床，矿石品位高，其中吉隆矿业所属矿区的平均品位为 14.57 克/吨，华泰矿业所属矿区的平均品位为 7.31 克/吨，五龙矿业所属矿区的平均品位为 8 克/吨。资源品位较高导致单位生产成 本较低、毛利率较高。此外，公司境内金矿分布于重点成矿带，拥有资源进一步扩张的潜力。

吉隆矿业：备案金保有资源量 11.28 吨，选矿厂日矿石处理能力 450 吨

吉隆矿业成立于 2005 年 10 月，前身为赤峰撰山子金矿。公司共拥有 1 宗采矿权和 6 宗探矿权，矿区位于 内蒙古赤峰市敖汉旗四道湾子境内，处于华北地台北缘东部张家口~赤峰金矿成矿带东部，靠近与华北地台接合部的内蒙地槽一侧，是国内最重要的巨型黄金成矿带之一，矿区面积约 33.95 平方公里。截止 2020 年底，公司 备案金保有资源量 11.28 吨；目前吉隆矿业年新增 18 万吨金矿石采选能力扩建项目启动实施，选厂日处理能力 将由目前的 450

吨提升至 1000 吨，项目总工期预计为 18 个月，2022

上半年已完成选厂设计、主要设备招标及 土地预审等工作，下半年将开始选厂主厂房建设、设备安装及尾矿库建设，项目完成后预计将大幅提高吉隆矿 业产能。

图表75: Wassa 金矿股权结构



头条 @未来智库

Wassa 金矿保有黄金资源量 364.8

吨，选冶综合回收率高。金星资源的核心资产是位于加纳的 Wassa 金矿，拥有 3 宗采矿权和 4

宗探矿权，该矿山处于加纳最大黄金成矿带阿散蒂（Ashanti）金矿带，面积约 300 平方公里，开采方式为地下开采与露天开采相结合，选厂年处理矿石能力 270 万吨以上。Wassa 金矿黄金产量和资源 规模大，选冶综合回收率高，运营成本低，目前正处于良好的生命周期，现金流良好。保有黄金资源量 1172 万盎司（折合 364.8 吨），平均品位 3.53 克/吨，其中探明+控制资源量 353.7 万盎司（折合 110 吨）。制定“双万计划”，金星瓦萨成为大型黄金矿山未来可期。2022 年 1 月金星资源完成交割后，公司为金星 瓦萨制定了新的发展目标，2022

年度预算黄金产量由原管理层制定的 4.9 吨提升至 5.6 吨，其中交割后本年度 11 个月黄金产量目标 5.2 吨。以金星瓦萨资源条件为基础，公司制定了“日选矿石 1 万吨，年产黄金 1 万公斤”

的“双万计划”，力争三至五年内将金星瓦萨打造成年产不低于 10 吨的大型黄金矿山。

黄金业务：收购万象矿业后产销量大幅增长，毛利水平显著提升

收购万象矿业后产销量大幅增长，毛利水平显著提升。2015 年公司矿产金产量 3.1 吨，2021 年增长至 8.1 吨，年均复合增长率 17%；2015 年公司矿产金销量 3.1 吨，2021 年增长至 7.8 吨，年均复合增长率 17%；2015 年矿产金单位售价 232 元/克，2021 年增长至 381 元/克，同比增长 64%；2015 年矿产金单位成本 110 元/克，2021 年增长至 269 元/克，同比增长 146%；2015 年矿产金单位毛利 122 元/克，2021 年下降至 111 元/克，同比下降 9%。毛利率由 53%下降至 29%。

瀚丰矿业多金属矿：千米竖井工程有望大幅提升公司深部资源利用能力

除黄金采选业务外，赤峰黄金通过子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务。瀚丰矿业成立于 2004 年 9 月，前身为天宝山矿务局，2019 年 11 月，赤峰黄金通过非公开发行股份收购瀚丰矿业 100% 股权。瀚丰矿业 共拥有 2 宗采矿权和 2 宗探矿权，矿区位于吉林省延边朝鲜族自治州，其所在的“吉林天宝山—开山屯”区域为“重要矿产资源重点勘查区—铅锌矿”，该区域成矿地质条件优越，是重要的多金属矿化集中区。截至 2020 年底，公司备案保有资源中，锌 67.45 万吨，铅 9.22 万吨，铜 4.56 万吨，钼 1372 吨。

立山矿千米竖井工程预计于 2022

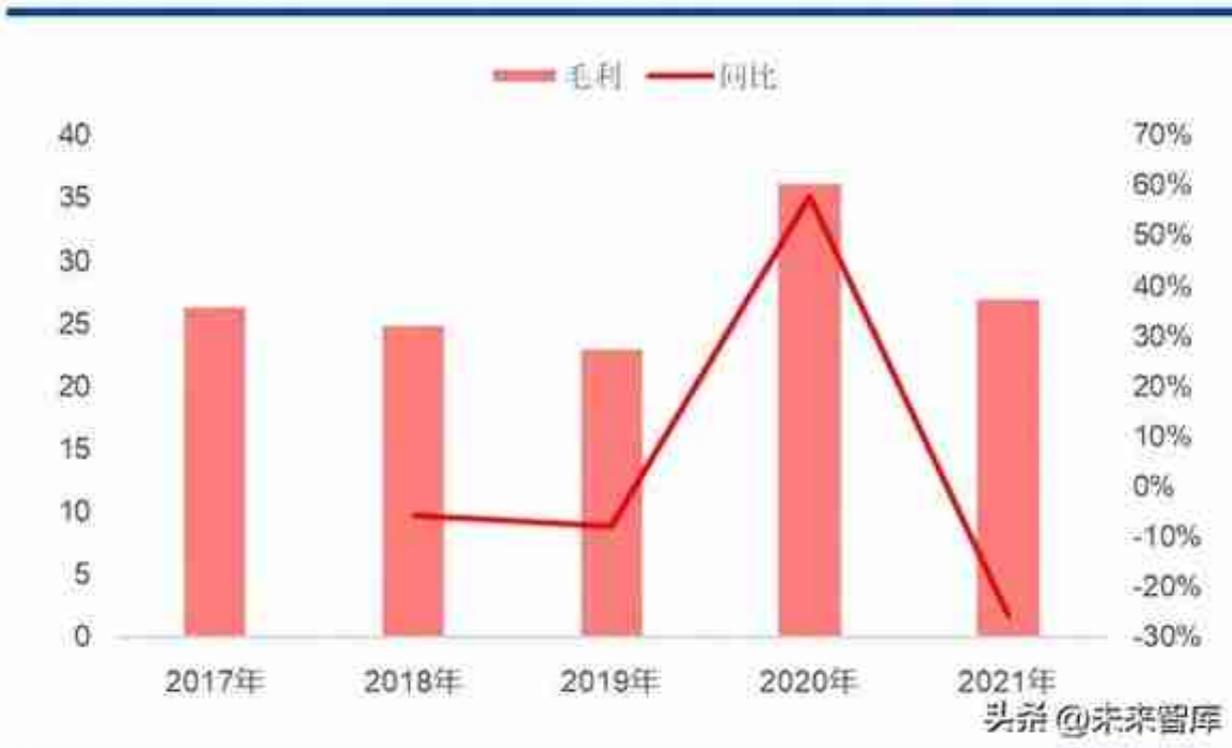
年底竣工，届时公司深部资源利用能力将大幅提升。为有效利用深部资源，瀚丰矿业投产建设立山矿千米竖井工程，目前即将进入竖井装配施工，完成后将进入下一步开拓工程施工以开采深部新发现资源，进一步提升产量，同时瀚丰矿业上半年已开始东风矿钼矿采矿及选厂恢复工作，重启钼矿生产。2021 年瀚丰矿业办理完成立山矿变更登记，采矿证期限延长为 29 年，证载生产规模由 16.5 万吨/年提升至 60 万吨/年。

公司资源综合回收业务分析

公司资源综合回收业务主要由广源科技开展，广源科技成立于 2003 年 8 月，位于合肥市国家级经济技术开发区，主营业务为废弃电器电子产品处理，目前公司年拆解处理能力 265 万台。立足合肥布局周边，公司资质优势明显。公司主要采用人工拆解与机械处理相结合的综合拆解处理技术，并对拆解后的物质进行深度机械分选分离等综合处理。公司是合肥地区唯一一家具有废弃电器电子产品处理资质的单位，近年来公司以合肥市为主要原料采购市场，同时布局合肥周边 30 多个县市。公司享受国家基金补贴，利润率稳居行业前列。2013 年 9 月，经国家财政部、环境保护部、发展改革委、工业和信息化部四部委验收合格，

公司被纳入国家废弃电器电子产品处理基金补贴名单。近年来广源科技不断通过技术升级改造，加大生产设施的投入，加强内部管理和人才引进，向深加工方向延伸，多次受到相关部委的肯定和表彰，利润率在全国同行业内属前列。

图表86： 公司毛利情况（亿元）



## 公司黄金业务分析

### 资源端

截止 2021 年报，公司共拥有 24 座金矿及 2 座铜矿，黄金资源量（探明+控制）约 548.03 吨，权益量 432.02 吨；黄金资源量（推断）约 670.97 吨，权益量 509.94 吨；黄金可采储量约 491.08 吨，权益量 391.43 吨。2021 年公司共完成地质探矿投资 1.17 亿元，共计探矿新增金金属量 52.55 吨、铜金属量 1257 吨。此外，瑞海矿业顺利取得采矿证，完成环评批复，安全设施设计已通过评审。海外并购方面，公司成功入股澳大利亚铁拓矿业成为其主要股东。

### 生产端

公司主要产品为“9999 金”及“9995 金”标准金锭；2017 年公司黄金产量

33.74 吨 ( 矿产金 20.3 吨 ) ， 2020 年增长至 35.62 吨 ( 矿产金 20.1 吨 ) ， 年均复合增长率 2% ， 2021 年产量 23.66 吨 ( 矿产金 12.62 吨 ) ； 2022 年公 司黄金产量指引为 27.98 吨 ( 矿产金 14.72 吨 ) 。 2017 年公司铜产量 1.84 万吨 ， 2021 年下降至 0.72 万吨。

( 本文仅供参考 ， 不代表我们的任何投资建议。 如需使用相关信息 ， 请参阅报告原文。 )

精选报告来源：【未来智库】。 [「链接」](#)