

央行视角下的黄金储备与金价的关系

2023 年 03 月 23 日

► **以史为鉴：金价与央行购金量正相关。**历史上央行黄金储备量的变化主要受国际货币金融体系变动的影响：1971 年布雷顿森林体系瓦解后，黄金迈上了非货币化道路，其硬通货地位受到动摇，各国央行开始减持黄金储备带动了金价下行；2008 年金融危机以来，随着全球各国尤其是发展中国家对本国外汇资产安全的日益关注，央行购金量开始增加，金价开始趋势性上涨；2020 年各国应对新冠疫情，金价受全球货币政策宽松的影响大幅上行，随着疫后经济的复苏，各国购金势头出现回升，2021-2022 年央行购买黄金持续增加，即使美联储加息和美元指数上升，仍对黄金的价格起到了支撑作用，历史复盘来看，黄金储备与金价之间整体呈正向联动关系。

► **全球央行黄金储备需求核心来源于货币流动性泛滥。**2020 年新冠疫情以来，全球各大央行不断实施量化宽松政策，货币超发引起流动性泛滥，对黄金的需求体现在两个层面：一是需要增储黄金以对本国货币信用进行背书，增补其信用货币的购买力；二是需要增储黄金以应对外债资产的安全性，保护本国资产安全，抛售外国债券增加黄金储备。央行大幅扩表后带来 2021 年全球央行资产中黄金资产占比迅速下降，虽然 2022 年全球央行大幅增储黄金，该比例有所上升，但仍处于历史较低位置，具有进一步向上修复的空间。此外，中国央行目前黄金储备在外汇资产中的占比，相较于发达国家仍较低，国内央行 2022 年三季度开始大幅增加黄金储备。

► **央行购金刺激黄金需求，预计成为购金主力。**展望未来央行购金趋势，根据 WGC 对全球央行购金影响因素占比的调查，2022 年以维护国内金融市场稳定和提高资本收益率为目标的购金意愿大幅上升，预计在地缘政治动荡和海外通胀高企的背景下，全球央行购金趋势仍将持续。从全球黄金的供需格局来看，2016 年-2022 年全球黄金的供应量基本维持稳定，2021 年之前呈现供应小幅过剩的局面，随着 2022 年央行购金量的快速增加，全球黄金的供需格局趋紧，2022 年央行购进需求在全球黄金需求的占比由不足 10%大幅提升至 24%，若未来央行黄金购买量继续上升，央行或将成为购金主力，不断支撑金价上行。

► **投资建议：**随着美联储加息进入末期，叠加央行购买黄金不断支撑金价，黄金股的盈利能力受金价带动将处于上升周期，持续推荐招金矿业、山东黄金、中金黄金、赤峰黄金、湖南黄金、银泰黄金、给予恒邦股份“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**金价大幅波动的风险、矿山生产经营不确定性的风险、美联储加息力度超预期的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600547.SH	山东黄金	21.30	(0.04)	0.29	0.48	/	74	44	推荐
000975.SZ	银泰黄金	13.37	0.46	0.40	0.58	29	33	23	推荐
002155.SZ	湖南黄金	15.35	0.30	0.38	0.47	51	41	33	推荐
600988.SH	赤峰黄金	20.59	0.35	0.44	0.88	59	47	23	推荐
1818.HK	招金矿业	9.44	0.01	0.17	0.26	916	55	37	推荐
002237.SZ	恒邦股份	11.93	0.40	0.50	0.55	30	24	22	谨慎推荐
600489.SH	中金黄金	9.91	0.35	0.45	0.46	28	22	21	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；汇率：1 港币 = 0.8771 人民币)

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

目录

1 央行视角之下：黄金资产配置比重大幅提升	3
1.1 以史为鉴：金价与央行购金量正相关	4
1.2 央行黄金储备需求的核心来源：货币流动性泛滥	5
1.3 央行购买预计成为黄金需求主力军	9
2 投资建议	11
2.1 行业投资建议	11
2.2 重点公司	11
3 风险提示	26
插图目录	27
表格目录	27

1 央行视角之下：黄金资产配置比重大幅提升

黄金作为避险资产和价值储备手段在国家战略中具有重要作用。黄金储备的作用主要包括：1) 调控总货币供应量；2) 使外汇储备多元化；3) 作为备用货币；4) 作为证明国家实力的标志，为货币信用背书。

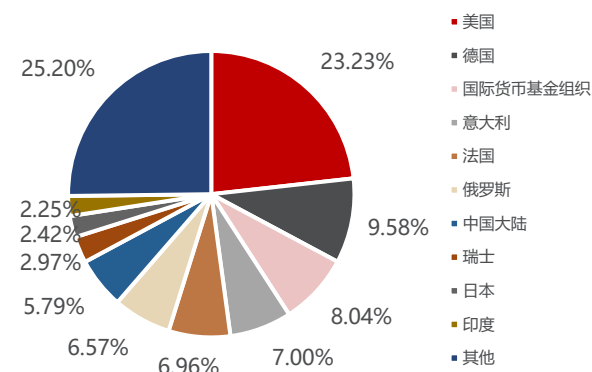
具体体现在黄金资产的优势：1) 黄金价值稳定，作为传统避险类资产与超主权资产，可以带来更好的资产保护作用，在经济预期不稳定时期，可购买黄金类产品对冲潜在风险；2) 在贸易往来的交易过程中，如果外币汇率上浮，则贸易商所需支付的货币将增多，其可考虑通过直接支付黄金的形式来满足交易；3) 货币发行也需要定量的黄金作为储备，以支撑主权货币币值稳定。

黄金作为天然货币，当国家的主权货币信用下降时，增加央行的购金规模，可以起到稳定汇率，稳定货币信用的作用。黄金储备在动荡的经济衰退期能够体现出重要的作用，当全球政治环境和经济环境受到重创时，民众对于黄金储备量高的国家则更为信任和依赖，增加该国货币在国际化中的信誉程度，促进其国际化发展。

从目前全球央行黄金储备来看，发达国家黄金储备较高，反映其财富积累较多，截至2023年3月，美国央行黄金储备量达到8134吨，占全球储量的23%，为第一大黄金储备国，而美国2022年央行资产占全球央行总资产的比例为26%，其黄金储备量基本与央行总资产规模相匹配，大量的黄金储备奠定了美元成为全球货币的基础。

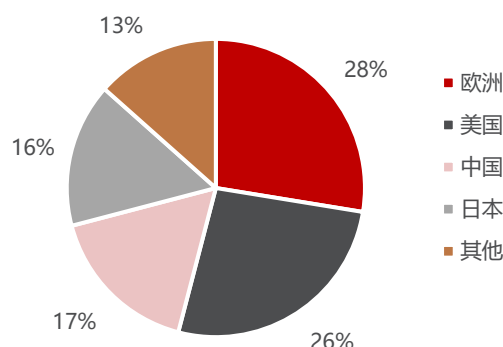
对于新兴市场的央行来说，央行投资组合的结构通常都是短期且以美元为中心，受国际宏观经济波动影响较大，当发生经济危机或者美联储开启加息周期时，持有大量外债资产的国家资产安全也受到冲击，不利于本国货币汇率和利率的稳定。黄金是天然的货币对冲工具，它不是任何人的负债，也不存在任何对手方的风险，且黄金与美元具有较强的负相关性，使其成为对冲货币资产风险的良好工具。

图1：全球各国央行黄金储备占比（2023年3月）



资料来源：WGC，民生证券研究院

图2：全球央行总资产各国占比（2022年12月）



资料来源：MacroMicro，民生证券研究院

1.1 以史为鉴：金价与央行购金量正相关

在国际金本位制度和布雷顿森林体系下，黄金是各国主要的储备资产。最典型的金本位时代是1870-1914年期间，其中1880年到1910年黄金价格基本维持在4.25英镑/盎司。金本位的核心是默认货币发行要以良币为背书，导致各国央行必须加大黄金储备，发行货币。

1944年，44国政府代表签订《布雷顿森林协议》，这标志着美元代替英镑，成为黄金等价物，全球以美元为中心的金汇兑本位制正式建立。布雷顿森林体系下，美元直接与黄金挂钩，其他各国货币与美元挂钩，建立起以黄金为基础、以美元为最主要储备货币的国际储备体系。

牙买加体系下，央行抛售黄金储备造成金价持续低迷。1971年布雷顿森林体系瓦解后，黄金迈上了非货币化道路，其硬通货地位受到动摇，各国央行开始减持黄金储备，主要发达国家纷纷使用主权货币替代黄金，曾经的黄金储备大国如美国、德国，都出现了大量减持黄金储备的行为，随后1976年《牙买加协定》的签订使浮动汇率制合法化，黄金作为世界流通货币的这一职能被削弱，黄金储备继续下降，各国纷纷买入包括美元在内的多种货币作为国际储备，美元地位大幅提高成为世界国际储备的重要构成。

1999年开始，为了阻止各国为减少财政赤字竞相抛售黄金对黄金价格造成的严重压制，欧洲11国央行签定了“央行售金协议”，此后尽管欧洲各国央行抛金的步伐并未完全减速，但欧洲世界抛售黄金的数量减少并慢慢趋于稳定，中国、印度、日本和俄罗斯等大国黄金储备量相对偏小，倾向于逐步增储。

2000年以来，随着美国互联网泡沫破灭，911事件带来避险情绪加剧；2003年伊拉克冲突、2005年伊朗核问题等，政治和经济危机等因素开始主导，尽管这一阶段国家黄金储备继续下降，但金价开启上行。

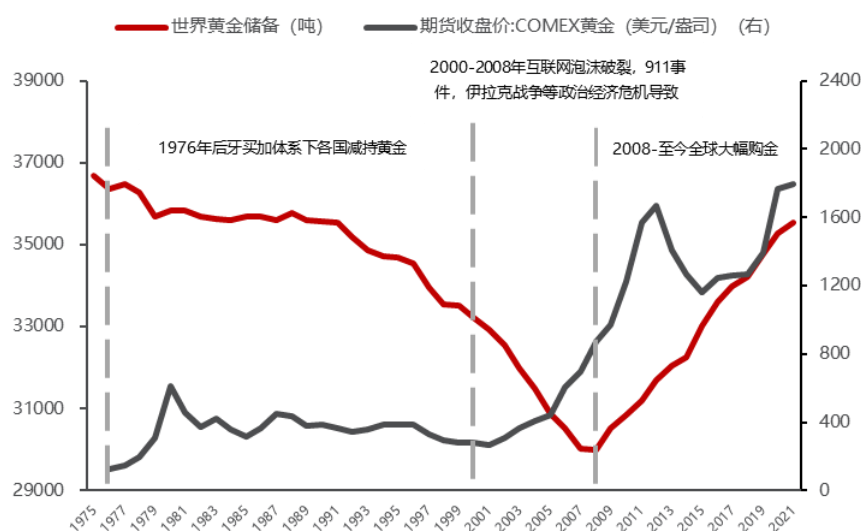
2008年金融危机以来，全球央行连续13年净买入黄金。2008年之后，受

国际金融危机以及欧洲主权债务危机的影响，各国央行认识到储备黄金对于对冲美元外汇风险的重要性，全球黄金储备持续上升，价格出现上涨态势。随着2010年美联储实施第二次量化宽松政策，全球央行开始步入净购入黄金的时代，此外，全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨。

2016年-2017年期间，较高的金价和外汇储备的减少抑制了央行的黄金采购，中国央行作为近年来最大的买家之一，自2016年10月也停止了黄金购买。但随着中美贸易摩擦等风险因素出现，2018年全球央行购金数量重回高位，2020年各国央行耗费巨资对抗疫情、提振国内经济，全球央行净购金数量仅255吨，相较2019年下降约58%。随着经济复苏、财政压力缓解，2021年各国购金势头出现回升，2022年更是有记录以来央行购金量最高的年份，金价步入上行区间。

综上所述，复盘历史，国际黄金储备与金价之间呈非确定比例的正向联动关系，央行购金的趋势上行可对金价上升产生拉动。

图3：世界各国黄金储备与金价呈正相关（截至2022年底）

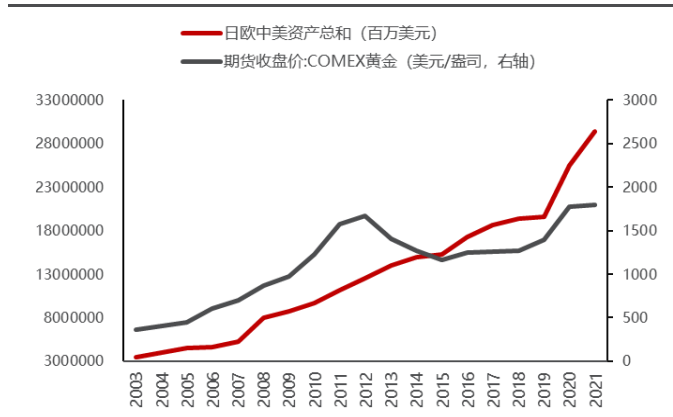


资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院

1.2 央行黄金储备需求的核心来源：货币流动性泛滥

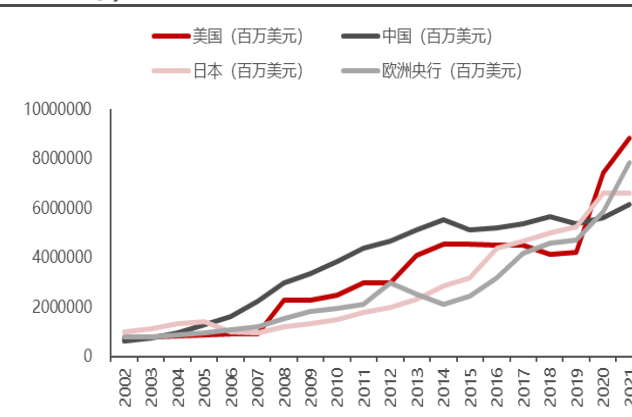
疫情后全球大幅扩表，货币超发引起流动性泛滥。2020年新冠疫情出现后，为刺激疫后经济增长，全球主要央行不断实施量化宽松政策，2021年相较于2019年，美联储资产增长108.99%，欧洲央行总资产增长66.75%，美元、欧元等货币资产的超发反映的是全球主流货币信用的泛滥，货币资产的安全性和稳定性受到冲击。

图4：2020 年以来主要国家央行大幅扩表



资料来源：wind，民生证券研究院

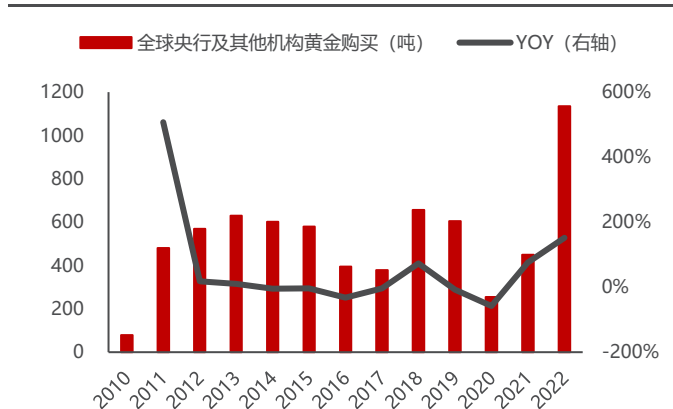
图5：日欧中美资产自 2020 年以后增长较多（截至 2021 年）



资料来源：wind，民生证券研究院

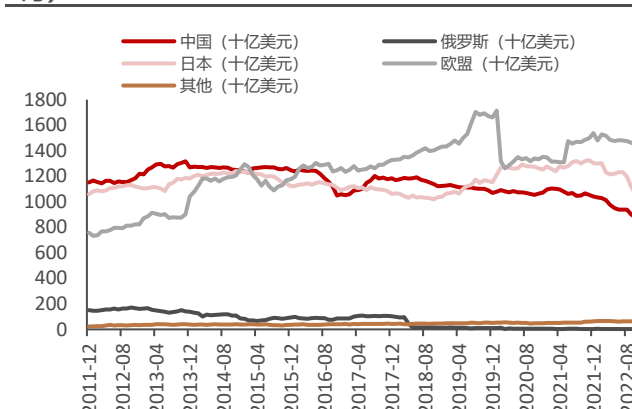
随着美联储 2021 年进入加息周期，以日本和中国为代表的各国央行持续抛售美债资产，加大黄金的购买，2021-2022 年央行购金数量上升，2022 年达到 1135.69 吨，创下有历史记录以来的新高。此外根据世界黄金协会最新数据，2023 年 1 月全球央行黄金净储备增加 77 吨，环比去年 12 月份大幅增长 192%，央行购买黄金的趋势仍然不减。

图6：全球央行黄金购买量 2021 年来持续增长



资料来源：WGC，民生证券研究院

图7：主要国家央行美债持有规模（截至 2023 年 1 月）



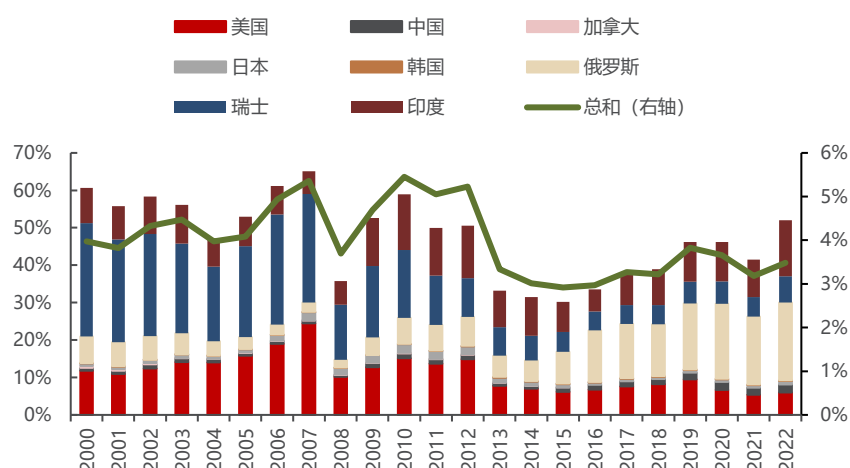
资料来源：wind，民生证券研究院

2020 年后央行购金规模上升，黄金储备占比仍处低位。在货币超发的背景下，对于发达国家来说，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，有可能造成货币币值波动和货币信用危机，需要增储黄金，增补信用；对于发展中国家来说，由于持有大量的外债资产，货币超发带来持有的外债资产贬值，使本国经济的波动加大，不利于本国汇率的稳定，因此需要抛售外债兑换黄金，以维护本国资产的安全。

受 2020 年以来央行大幅扩表的影响，2021 年全球主要经济体央行资产中黄金资产占比迅速下降，美国央行黄金储备占总资产的比例跌落至近 20 年来的历

史最低水平 5.39%，瑞士 5.22%，新兴经济体如俄罗斯，中国，印度的黄金储备占比也较 2020 年有所下滑。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。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，美国 6.02%，仅较 2021 年有小幅提升，未来各国央行黄金储备仍有上升空间。

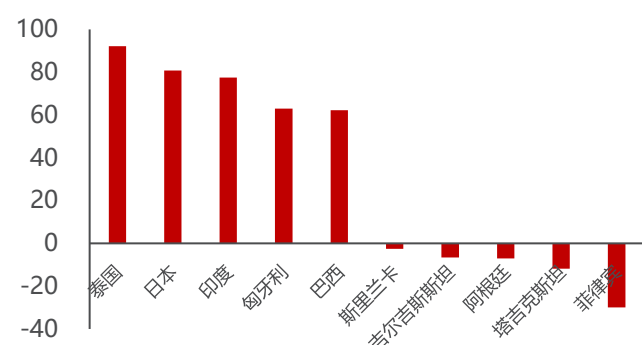
图8：各国央行黄金储备占总资产的比例仍较低



资料来源：wind，民生证券研究院

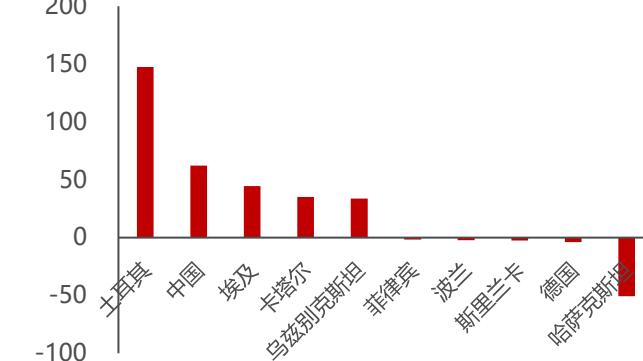
根据 WGC 的统计数据，2021 年、2022 年度全球央行购买黄金数量排名中，前五名大部分为发展中国家。从央行黄金资产在外汇资产中的占比来看，发达国家虽然近年来购金数量不及发展中国家，但是占比仍然远高于发展中国家，发展中国家的外汇资产中黄金资产占比具备提升空间。

图9：2021 年全球央行购金排名（吨）



资料来源：WGC，民生证券研究院

图10：2022 年全球央行购金排名（吨）

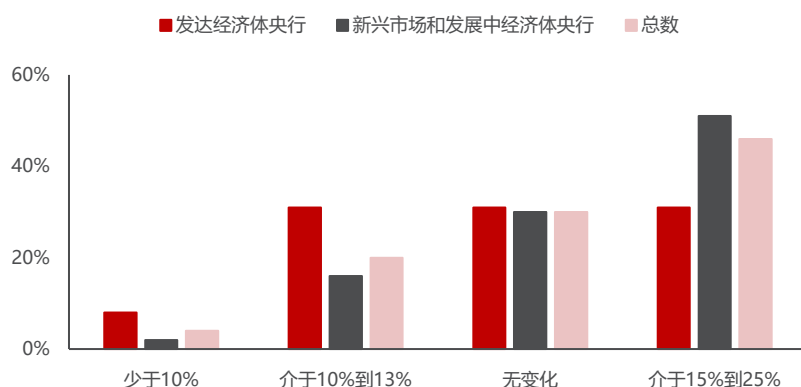


资料来源：WGC，民生证券研究院

2022 年世界黄金协会对全球央行黄金储备的行为进行了调查，51%的发展中国家央行认为全球黄金储备在外汇资产总储备的占比将提升至 15-25%，而发达国家仅有 31%的成员认为黄金储备占比会有所增加，反映了发展中国家央行有

更高的储备黄金意愿，随着各个发展中国家储备总量的增长，发展中国家的购金潜力正在逐步显现。

图11：各类经济体对未来黄金储备占比变化的预测

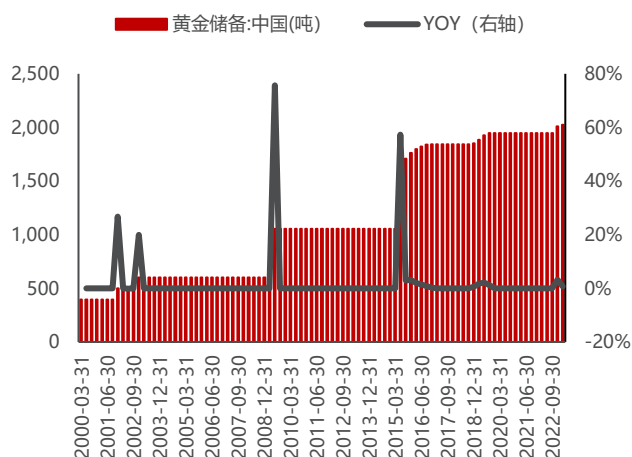


资料来源：WGC，民生证券研究院

自 2000 年以来，中国央行已经进行了五次黄金储备增加的操作。其中前三次发生在 2001 年 12 月、2002 年 12 月和 2009 年 4 月，主要是为了扩张储备规模和提高财富安全性；后两次发生在 2015 年 7 月至 2016 年 10 月和 2018 年 12 月，主要是为了多元化储备结构和提高国际影响力。

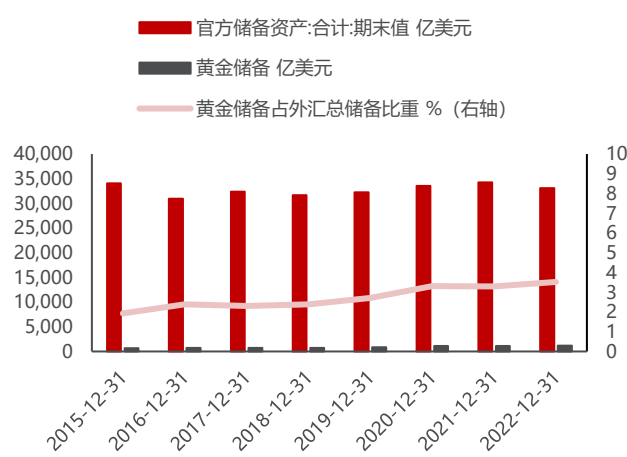
2022 年第四季度，中国的黄金储备增加 62.2 吨至 2010.51 吨，这是继 2019 年第三季度之后中国央行再次增加黄金储备。在此之前，中国央行黄金储备已经连续 12 个季度保持在 1948.31 吨。截至 2023 年的 1 月，中国的黄金储备又增加 14.93 吨至 2025.44 吨，连续第三个月增持黄金，黄金储备在外汇总储备的占比为 3.5%的较低水平，仍具有提升空间。

图12：中国央行黄金储备量及同比增速（吨；%）
(截至 2023 年 1 月底)



资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

图13：中国央行黄金储备占据外汇总储备的比例较低

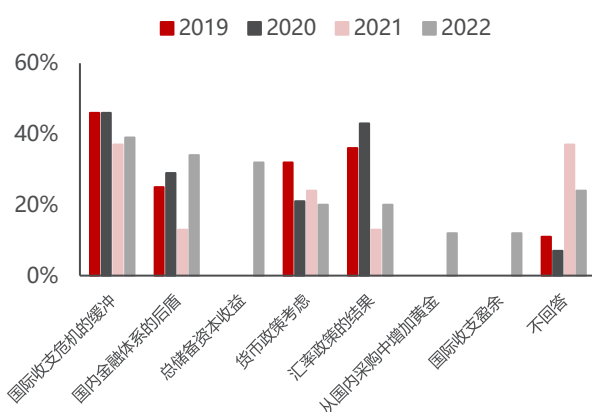


资料来源：同花顺 iFinD，民生证券研究院

1.3 央行购买预计成为黄金需求主力军

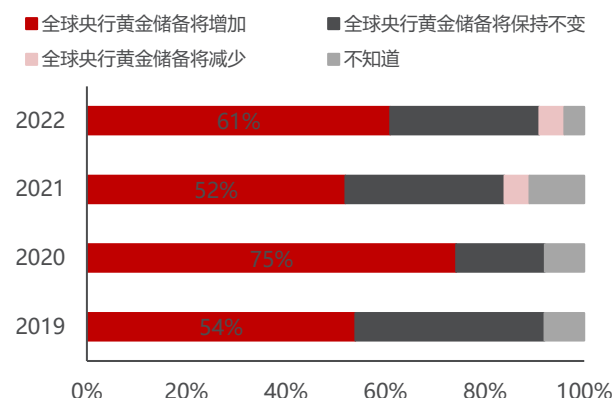
根据 WGC 的统计，2022 年影响各国央行加大黄金储备的主要因素中，维护国内金融市场稳和提高资本收益率的因素占比大幅增加，反映出各国意识到国内资产的安全的重要性，俄乌冲突加剧央行对地缘政治风险的担忧，黄金作为传统避险类资产与超主权资产，可以带来更好的资产保护作用。此外根据 WGC 对 13 个发达经济体和 43 个发展中经济体的央行负责人的调查，61% 的央行受访者认为在未来 12 个月内全年央行黄金购买量将上升，较 2021 年的 52% 有所提升，我们认为央行购金将维持高位，且有可能进一步增长。

图14：影响各国央行加大黄金储备的因素



资料来源：WGC，民生证券研究院

图15：央行受访者对全球央行黄金储备未来 1 年的预期



资料来源：WGC，民生证券研究院

央行购金刺激黄金需求，预计成为黄金需求主力。从供给端来看，2016-2019 年，黄金供应量呈现缓慢增长的趋势，供应量较稳定，从 2020 年开始，黄金行业受新冠疫情的影响，黄金总供应量有所下降。近两年来，黄金行业慢慢迎来复苏，2022 年黄金供应量较上一年增长 1.54%。

2016-2019 年，全球黄金需求整体平稳，2020 年全球黄金需求同比下降了约 16%，原因是受全球新冠疫情的影响，全球消费市场受到冲击，导致黄金饰品需求大幅减少，投资用金需求大幅增加。2022 年全球黄金需求较 2021 年增长约 18%，原因是各国央行购金需求大幅增加。根据世界黄金协会数据显示，2022 年全球央行购入黄金数量同比大幅增长 152.31%。

在央行购金量快速增长的势头下，黄金资源供需也在趋于紧张，由 2020 年过剩 1049 吨，到 2022 年过剩 14 吨，黄金资源供需逐步趋紧。预计未来各国央行有望持续增加黄金储备，成为黄金需求主力，推动黄金价格上行。

表1：全球历年黄金供需平衡表

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
供应量 (吨)							
金矿产量	3509.6	3573.1	3655.3	3594.5	3472.4	3568.9	3611.9
生产商净套保	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-22.7	-1.5
回收金	1232.1	1112.4	1131.7	1275.7	1293.1	1136.2	1144.1
总供应量	4779.3	4660.0	4775.3	4876.3	4726.4	4682.4	4754.5
需求量 (吨)							
金饰制造	2018.8	2257.5	2290.0	2152.1	1324.0	2230.6	2189.8
金饰消费	2105.2	2242.0	2250.2	2126.7	1398.0	2147.7	2086.2
金饰库存	-86.5	15.5	39.8	25.4	-74.0	82.9	103.6
科技	323.0	332.6	334.8	326.0	302.8	330.2	308.5
电子用金	255.6	265.6	268.4	262.3	249.3	272.1	251.7
其他行业	49.8	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.6
牙科	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3
投资	1614.2	1315.0	1164.0	1271.1	1796.3	1001.9	1106.8
金条和金币	1072.9	1044.1	1090.4	870.9	903.8	1190.9	1217.1
金条	797.4	779.9	775.6	583.5	541.8	810.8	790.9
官方金币	207.9	188.1	241.9	220.7	292.9	295.2	334.8
奖章/仿制金币	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.8	91.4
黄金 ETFs 等	541.3	270.9	73.6	400.2	892.4	-189.0	-110.4
各国央行	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1135.7
黄金需求	4350.8	4283.6	4445.0	4354.5	3677.9	4012.8	4740.7
过剩/缺口	428.5	376.4	330.3	521.8	1048.5	669.6	13.8
总需求	4779.3	4660.0	4775.3	4876.3	4726.4	4682.4	4754.5

资料来源：WGC，民生证券研究院

2 投资建议

2.1 行业投资建议

美联储加息已成为强弩之末，宽松的货币政策预期正在逐步提升，本轮经济周期中的货币政策与滞胀时期存在相似性，因此以贵金属为代表的实物资产价格强势，看好贵金属行业，各国央行购金需求的增加更是助推金价上涨。2023年对贵金属行业维持“推荐”评级。

表2：贵金属行业重点关注个股

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600547.SH	山东黄金	21.30	(0.04)	0.29	0.48	/	74	44	推荐
000975.SZ	银泰黄金	13.37	0.46	0.40	0.58	29	33	23	推荐
002155.SZ	湖南黄金	15.35	0.30	0.38	0.47	51	41	33	推荐
600988.SH	赤峰黄金	20.59	0.35	0.44	0.88	59	47	23	推荐
1818.HK	招金矿业	9.44	0.01	0.17	0.26	916	55	37	推荐
002237.SZ	恒邦股份	11.93	0.40	0.50	0.55	30	24	22	谨慎推荐
600489.SH	中金黄金	9.91	0.35	0.45	0.46	28	22	21	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；汇率：1 港元 = 0.8771 人民币)

2.2 重点公司

山东黄金：“十四五”期间集团矿产金产能规划翻倍

大型黄金龙头企业，省内资源整合主体。山东黄金是山东省国资委背景下的黄金龙头企业，公司现拥有 13 座国内矿山+2 座海外矿山，截至 2021 年底，公司黄金资源量达到 1479.26 吨，国内排名第二。2022 年上半年公司矿产金产量为 21.15 吨，同比增长 114.42%，历年矿产金产量维持在 40 吨左右，位居国内黄金企业第一梯队。公司为山东省黄金企业整合主体，2021 年公司整合莱州地区 14 个矿权，合并为焦家矿权，拟进行统一开发。公司未来也规划将集团内资产逐步注入上市公司，截至 2021 年底公司控股股东山东黄金集团拥有 430 吨黄金资源量，目前正对相关权证和矿山信息进行梳理，加快推动合格资产注入上市公司。

集团内的黄金资源中，西岭金矿为主要资产，开发潜力大，2017 年探获备案金属量 382.58 吨，平均品位高达 4.52 克/吨，主矿体具有规模大、品位高的特点，目前其东北区域仍具备深挖潜力。

“十四五”规划战略清晰，内生外延助力完成目标。根据黄金集团的“十四五”规划目标，预计 2025 年集团矿产金产量达到 80 吨，实现翻倍增长。目前公司的待投产项目主要有非洲卡蒂诺项目和焦家矿权的再开发项目，同时贝拉德罗金矿存在扩产降本潜力，考虑到公司未来将进一步整合挖潜莱州“三山岛”、“新城”等矿区额资源，集团内部资产原有体量和未来的金矿并购预期，公司完成“十四

五”规划目标可期。

收购银泰黄金，控股国内最优质的资源。公司拟受让银泰投资和沈国军合计持有的银泰黄金 5.8 亿股份，股份转让价款 127.6 亿元，占银泰黄金总股本的 20.93%，银泰黄金 2022 年全年合质金产量 7.06 吨，收购银泰黄金对公司主业扩张将产生良好的协同作用。

玲珑金矿复产在即，2023 年业绩有望回归正轨。2021 年公司玲珑矿区、东风矿区、蓬莱矿矿业复产进度推迟，对公司经营业绩产生了负面影响。蓬莱矿业 2022 年 4 月底后已复产，但玲珑矿区、东风矿区采矿权到期后，因受山东省新一轮生态保护红线划定事项的影响，无法复工复产。目前，子公司玲珑矿业正在积极准备上述矿权延续的相关资料，争取尽快办理完毕矿权延续，尽快对上述矿区复工复产，预计 2023 年主力矿山的复产可带来业绩的大幅修复。

投资建议：公司国内外同时快速资源布局，产能增长潜力明显。我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 12.82、21.47、25.52 亿元，同比增速分别为 761.9%/67.5%/18.9%，按照 3 月 22 日收盘价计算，对应 PE 为 74、44、37 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格下行、复产进度不达预期、安全事故风险等。

表3：山东黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	33,935	54,606	72,611	77,112
增长率 (%)	-46.7	60.9	33.0	6.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	-194	1,282	2,147	2,552
增长率 (%)	-109.6	761.9	67.5	18.9
每股收益 (元)	-0.04	0.29	0.48	0.57
PE (现价)	/	74	44	37
PB	3.3	3.1	3.0	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

招金矿业：昂首迈入发展新阶段

国企背景，金矿资源禀赋优良。公司为中国领先黄金生产商和中国最大的黄金冶炼企业之一，控股股东为招远市国资委。截至 2021 年底，公司共拥有约 1218.97 吨黄金矿产资源量，资源体量位于行业第一梯队。2022 年上半年，公司矿产金产量 8.65 吨，同比增长 62.23%，综合克金成本为 193.98 元/克，同比下降 20.17%。

埠内金矿扩能，海域金矿建设加速。2021 年受烟台矿难影响，埠内矿产金产量有所下滑，随着对夏甸、大尹各庄金矿等埠内重点矿山的扩能，预计埠内产量将稳步回升，公司 2022 年计划完成黄金总产量 27.98 吨，矿产金 14.72 吨。

海域金矿（公司持股 70%）作为中国最大单体金矿，为世界级金矿项目。公司已于 2021 年 7 月拿到采矿许可证，生产准备工作正在进行中。该矿设计规模

为采选 396 万吨/年，保有黄金资源量 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨，具备“储量大、成本低”的优点，预计 2-3 年达产，年产量 16-20 吨，综合克金成本在 100 元/克左右。随着海域金矿的 2024 年的投产，公司矿产金产量将进入加速增长期。

紫金入驻招金，强强联手优势互补。2022 年 10 月 12 号，紫金矿业收购海域金矿项目 30% 少数股东权益，随后同年 11 月 6 日，紫金矿业接手招金 20% 上市公司股权。紫金矿业是中国控制金属矿产资源最多的企业之一，在资源综合利用、大规模工程化开发以及能耗指标等方面居行业领先地位，将为公司矿产管理与整合等方面赋能，有望保证海域金矿的储量快速转为产量和效率。紫金和招金矿业均为国内一流矿业巨头，拥有丰富的矿山运营管理经验，具有较强的协同效应，尤其是股权结构优化带来的治理改善，将对公司长期价值的提升。

控股股东增持彰显充足信心。公司控股股东招金集团拟在未来 12 个月内增持不超过 2% 的公司股份，增持计划完成后，招金集团将持有公司不超过 39.16% 的股份，控股股东增持公司股份表明对公司成长价值和未来发展前景具有强烈信心。

投资建议：公司黄金资源禀赋优良，海域金矿投产在即，在当前金价下，我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 5.65、8.35、15.60 亿元，同比增速分别为 1577%/48%/87%，按照 3 月 22 日收盘价计算，对应 PE 为 55、37、20 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：黄金价格波动风险、矿山投产不及预期、安全事故及环保风险等。

表4：招金矿业盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6958	7076	7510	9370
增长率（%）	-10	2	6	25
净利润（百万元）	34	565	835	1560
增长率（%）	-97	1577	48	87
每股收益（元）	0.01	0.17	0.26	0.48
PE（现价）	916	55	37	20
PB	1.56	1.52	1.46	1.34

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价，汇率：1 港元= 0.8771 人民币）

中金黄金：唯一黄金央企平台

央企上市平台，资源量、产量位于行业第一梯队。公司为中国黄金集团旗下的央企黄金企业，截至 2021 年底，公司黄金资源量 510.5 吨，铜金属量 237 万吨，钼金属量 49 万吨。公司的核心产品为黄金，其他产品主要包括铜、白银和硫酸等。2022 年上半年，公司生产矿产金 9.86 吨、冶炼金 17.62 吨、精炼金 31.32 吨，同比变动-3.43%、-16.02%、-7.80%，生产矿山铜 3.99 万吨、电解铜 17.16 万吨，同比变动-2.07%、-12.55%。

大力发展探矿增储，集团内优质资产静待注入。公司矿山多处于国内重点成

矿带，探矿潜力较好，近年来持续投入勘探费用探矿增储，2017-2021 年历年黄金增储量均超过 20 吨，可保证消耗生产和增储的平衡。

随着集团的持续孵化培育和证照办理手续的推进，内蒙古金陶、贵州锦丰矿业、河北大白阳金矿、莱州汇金矿业等优质资产预期将注入公司，其中前三者均为在产矿山，莱州汇金矿业的纱岭金矿资源量超 300 吨，目前处于探矿建设阶段。

内蒙古矿业、中原冶炼厂增厚业绩。1) 内蒙古矿业：主要产品为铜精粉和钼精粉，核心资源为内蒙古地区铜钼矿采矿权，公司拥有内蒙古矿业 90% 股权，截止 2021 年底，保有量铜资源量 201.05 万吨、钼 48.69 万吨。；2) 中原冶炼厂：为中金黄金下属的重要黄金冶炼企业，主营业务为黄金、铜、白银等有色金属的冶炼和销售，公司拥有中原冶炼厂 60.98% 股权。二期工程投达产后，预计年产金 33.82 吨、银 360 吨、高纯阴极铜 34.93 万吨，其他金属和冶炼副产品的产量也将有所提升。

国企改革降本增效，股权激励锁定长期发展利益。2020 年公司完成股权激励，对公司管理层和核心技术人员授予期权数量 0.33 亿股，占公司总股本的 1%，行权价格为 9.37 元/股，分三个行权期 2020-2022 共三年，股权激励条件为每年公司 ROE 不低于 2.30%，且不低于对标企业 75 分位；营业利润相对于 2018 年度复合增长率不低于 8%，且不低于对标企业 75 分位；公司 $\Delta EVA > 0$ 。股权激励可激发公司管理层的积极性，有利于公司的长远发展，激励价格也彰显了对企业发展的信心。

投资建议：金铜价格共振上涨，公司不断推进资源占有探矿增储以及重点项目建设，降本增效明显。我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 21.93、22.35、23.59 亿元，同比增速分别为 29.2%/1.9%/5.5%，按照 3 月 22 日收盘价计算，对应 PE 为 22、21、20 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格下跌、扩建项目进度不及预期、政策性风险等。

表5：中金黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	56,102	59,108	62,838	65,638
增长率 (%)	16.9	5.4	6.3	4.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,698	2,193	2,235	2,359
增长率 (%)	9.2	29.2	1.9	5.5
每股收益 (元)	0.35	0.45	0.46	0.49
PE (现价)	28	22	21	20
PB	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价)

赤峰黄金：主业加速扩张，成长性十足

境内外矿山资源丰富，扩产推进。2021 年，公司境内黄金矿业子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业保有黄金资源量约 52.57 吨。此外，公司通过赤金香港持有境外子公司万象矿业 90% 股权，所辖 Sepon 铜金矿是老挝最大的有色金

属矿山，保有黄金资源量约 158 吨，并参股金星资源 62%股权，控制的 Wassa 金矿保有金资源量约 365 吨。经吉林省自然资源厅评审备案，公司全资子公司瀚丰矿业立山铅锌矿深部新增主矿产锌金属量 54.26 万吨，铜金属（伴生+共生）3.09 万吨，铅金属量 2.86 万吨，银金属量 131 吨。

表6：截至 2021 年末公司部分黄金采矿权资源量

矿山名称	矿石资源量 (万吨)	品位 (克/吨)	矿石年产量 (万吨)
吉隆矿业	42.38	14.57	12
华泰矿业	304.89	7.31	18.89
五龙矿业	127.74	8	10
万象矿业	5910	2.7	300
金星矿业	10329	3.53	270

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：年产量为证载核定数

各矿山重大项目建设继续推进，技改项目取得突破进展。1) 吉隆矿业：新增 18 万吨/年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，2022 年上半年已完成选厂设计、主要设备招标及土地预审等工作。2) 五龙矿业：3000 吨/日选矿厂已于 2021 年底正式竣工投产，选矿能力从 1200 吨/日跃升至 3000 吨/日，与之配套的井下技改工程均按计划顺利推进，以在 2024 年形成 3000 吨/日的采选能力。3) 瀚丰矿业：千米竖井工程即将进入竖井装配施工，同时 2022 年上半年开始东风矿铝矿采矿及选厂恢复工作，重启铝矿生产。4) 万象矿业：金选矿综合回收率大幅提高，由 2021 年的 50% 左右提升至 2022 年上半年的 70% 左右。万象矿业年处理矿石能力 300 万吨以上，伴随着 Discovery 采区深部斜坡道工程开工，预计 2023 年投产后新增产能 120 万吨/年。5) 金星瓦萨：选厂年处理矿石能力 270 万吨以上。2022 年上半年，金星瓦萨成立专门的项目组，负责 HBB 区域（包含本索和 HB 两个采矿租约区），全力推进该两处采矿租约区的露天矿重启和新矿区开发工作。本索采矿租约的 I 区露天采矿工作已获批准，HB 矿权租约区预计将于今年重启生产。

公司拟申请发行 GDR 并在瑞士证券交易所上市。GDR 以新增发的公司 A 股股票作为基础证券。公司本次发行 GDR 所代表的新增基础证券 A 股股票不超过 19966.9 万股，不超过本次发行前公司普通股总股本的 12%，发行时间未定。本次发行帮助加快公司国际战略布局步伐，进一步落实公司发展战略，优化资本结构，布局海外市场，推动公司黄金、有色金属采选业务发展。目前公司正在积极筹备 GDR 的发行事项，正按计划推进，尚未向证监会提交申请。

与厦钨战略合作，老挝稀土资源开发可期。赤峰黄金在老挝具有国际化矿山运营的成功经验，获得当地政府的支持肯定。而厦门钨业拥有完整的稀土产业体系。此次合作将赤峰黄金丰富的矿藏资源和国际化的运营管理经验与厦门钨业的深加工技术和完整产业链相融合，将突破赤峰黄金在稀土行业的技术壁垒，带来广阔的发展空间。公司在 Sepon 探矿权范围内探获资源量 (332+333) 3.2 万吨，且矿区内和外围仍存在前景广阔的找矿区域，公司

已提交相关采矿权申请。除 Sepon 矿区外，公司还申请川邛省孟坎县 50 平方千米区域的稀土探矿权，同时获得华潘省两处踏勘许可。

公司致力于建立员工与公司休戚与共、利害相关的企业组织。2022 年上半年，公司推出第二期股份回购方案，拟使用自有 3-6 亿元，回购不超过 4159.8 万股股份用于员工持股计划或股权激励。2022 年 9 月，公司披露第一期员工持股计划，资金总额上限为 10 亿元，以“份”作为认购单位，每份份额为 1.00 元。公司全部有效的员工持股计划所持有的公司股票总数累计不超过公司股本总额的 10%，单个员工所获股份权益对应的股票总数累计不超过公司股本总额的 1%，覆盖员工人数不超过 98 人。公司 2023 年 2 月 11 日披露最新第二期员工持股计划，资金总额不超过 3.02 亿元，以“份”作为认购单位，每份份额为 1.00 元，份数上限为 3.02 亿份，对应股票数量 1657.54 万股；覆盖员工人数不超过 120 人，其中公司高管团队持股计划占比 40%，其余核心人员占比 60%，具有“持股规模大、覆盖范围广”特点。持续实施员工持股、股权激励将成为公司的常态化举措，形成员工与公司发展深度绑定、共生共长的长效机制，并进一步提升治理水平，保障公司高质量可持续发展。

管理结构持续优化，规划公司发展战略与海外并购。2022 年上半年，公司顺利完成董事会、监事会换届选举，董事会成员结构进一步优化，新提名三位专家级的独立董事，其中两位院士、一位高级教授，涵盖地质、采矿、选冶专业，为董事会注入了强大的专业力量，为进一步提升公司决策水平提供了强大支持。今年年初公司对高管团队进行调整，聘请杨宜方女士为新任总裁，杨宜方女士在全球矿业行业拥有近 20 年丰富经验，曾就职于加拿大顶峰矿业、紫金矿业等企业，专业于公司发展策略规划、全球并购、海外上市公司管理等。

投资建议：公司黄金业务增长规划明确，战略持续推进，海外资源延升布局，叠加稀土开发前景可期，我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 7.28、14.71、21.93 亿元，同比增速分别为 25%/102.1%/49.1%，按照 3 月 22 日收盘价计算，对应 PE 为 47、23、16 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格大幅下滑，万象矿业投产及五龙技改工程进展不及预期，外海矿山所在国政治政策风险等。

表7：赤峰黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,783	6,571	8,124	9,941
增长率（%）	-17.0	73.7	23.6	22.4
归属母公司股东净利润（百万元）	583	728	1,471	2,193
增长率（%）	-25.7	25.0	102.1	49.1
每股收益（元）	0.35	0.44	0.88	1.32
PE（现价）	59	47	23	16
PB	7.4	6.4	5.0	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

银泰黄金：在产矿山增储扩产，夯实成长基础

坐拥国内高品位金矿，扩产增储前景广。截至 2022 年，公司共拥有 5 个矿山企业，其中华盛金矿为公司 2021 年 9 月收购的矿山，目前处于停产待恢复状态，其余 4 个为在产矿山，其东安金矿、板庙子金矿、青海大柴旦矿区主产金矿，玉龙矿业为银铅等多金属矿山。公司共拥有 5 个金矿采矿权、9 个金矿探矿权、2 个银铅锌矿采矿权、6 个银铅锌矿探矿权，合计总资源量（含地表存矿）矿石量 10145.17 万吨，金金属量 173.9 吨，银金属量 6921.2 吨，铅+锌金属量 166.71 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨。

增储技改狠抓落实。1) 黑河银泰顺利验收通过“三化”建设，实现以机械化生产替换人工作业，有效防范和遏制事故发生。黑河银泰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。2) 玉龙矿业选矿技改工程完成。2021 年公司对 1400t/d 选矿系统整体进行技术改造。2022 年 6 月，1400t/d 选矿技改工程进入试生产阶段，8 月中旬基本已达到设计处理能力。2021 年已扩至 3000 吨选产产能，叠加原有 2000 吨产能，公司目前拥有约 5000 吨选矿产能。3) 青海大柴旦探转采主要手续已办理完成，预计 2023 年取得细晶沟金矿（新立）采矿权证；于 2020 年提交的青龙沟Ⅱ、Ⅲ矿带南矿石资源量 167.03 万吨，金金属量 7.22t 为本次转采矿权的备案储量。截至 2022 年底，已完成划定矿区范围批复、水土保持审查等工作，计划 2023 年取得青龙沟金矿采矿权证。

华盛金矿储量核实。2022 年 9 月，公司完成储量核实报告的初稿并提交云南省自然资源厅储量评审中心进行合规性审查。2023 年 1 月，评审机构组织专家及第三方机构完成了野外核查，目前评审备案工作正在有序推进，报告编写单位正在根据野外核查中专家提出的意见进行修改。玉龙矿业盈利能力强，产能扩张顺利。

投资建议：公司资源储备丰富，扩产项目稳定提升产能，华盛金矿逐步复产，我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 16.07、20.04、23.49 亿元，同比增速分别为 42.9%/24.7%/17.2%，按照 3 月 22 日收盘价计算，对应 PE 为 23、19、16 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：黄金、铜等主要产品价格下跌；矿山项目进度不及预期等。

表8：银泰黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,382	10,407	11,483	12,518
增长率（%）	-7.3	24.2	10.3	9.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1,124	1,607	2,004	2,349
增长率（%）	-11.7	42.9	24.7	17.2
每股收益（元）	0.40	0.58	0.72	0.85
PE（现价）	33	23	19	16
PB	3.4	3.1	2.8	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

湖南黄金：铋龙头，湖南黄金资源整合平台

黄金为主、铋为特色。公司为湖南黄金集团唯一上市平台，实控人为湖南省国资委，截至 2021 年末公司保有资源量金 144 吨，铋 29.3 万吨，钨 10 万吨。公司主力矿山为“沅陵沃溪金铋钨矿”、“平江黄金洞金矿”和“平江万古金矿”，现有规模化生产线黄金冶炼产能 80 吨/年、精铋冶炼 3 万吨/年。公司矿产金产量规模近年来在 5 吨左右。根据公司“十四五”规划，到 2025 年，力争实现自产黄金 10 吨，利润 10 亿元的战略目标。

聚焦主业谋发展，增强资源保障能力。紧盯资源储量这条“生命线”，把资源增储放在首要位置。积极开展老矿山深边部找矿三年（2021-2023）行动，推进矿山深边部接替资源勘查工作，全力推进权证办理。2021 年，完成龙山金铋矿采矿许可证短期延续至 2023 年 6 月。2022 年 2 月 8 日，子公司黄金洞矿业与巨龙矿业签订《探矿权转让合同》以收购平江县曲溪金矿探矿权，推动平江县资源整合。截至 2021 年末，公司拥有和控制矿业权 38 个，其中探矿权 23 个、采矿权 15 个。

积极协调甘肃加鑫探转采工作。公司高度关注并积极推动甘肃加鑫采矿权证办理工作，甘肃加鑫 4 个探矿权已完成矿产资源储量评审备案工作，目前积极推进探转采。以地南铜金矿矿区和下看木仓金矿矿区按要求完成了环境恢复治理并通过州市政府验收，绿色矿山建设规划也已完成并通过评审。

集团代为培育万古矿区，降低公司投资风险。2021 年公司与控股股东签订《行业培育协议书》，县属国有独资企业—湖南天岳投资集团有限公司为招标人，对平江县万古矿区黄金矿产资源整合开发公开招标引入合作伙伴成立合资公司。由湖南黄金集团承担风险并提供资金，代为培育万古矿区金矿资源，待项目成熟后，公司拥有平江县黄金矿产项目优先购买权。

铋价高位，光伏用铋成新需求增长点。铋资源战略地位较高，供应端新增矿山投产较少，老矿山受制于品位下滑等因素，开采难度加大，铋供应增量有限。随着光伏玻璃领域需求快速释放及新兴应用领域拓展，铋需求稳步增长，2022

年锑精矿供需缺口扩大，为-1.02 万吨，我们预计未来三年锑精矿仍维持短缺状态。预计到 2025 年锑需求量将达到 9.28 万吨，2021-2025 年复合增长率 7.10%，锑供需缺口为 2.31 万吨。锑供需格局或将推动锑价中枢上行，公司作为锑领域龙头，充分受益于下游光伏行业的快速发展。

股权激励绑定员工利益，彰显公司发展信心。2022 年 8 月公司公告股权激励最新激励草案，计划授予管理层和核心技术人员 46 人合计 864 万股限制性股票，占总股本的 0.72%，解禁条件包括 ROE、净利润增长率、应收账款周转率等指标，还要求不低于对标企业 75%分位数或同行业平均水平。

投资建议：公司矿产种类丰富，内外同时开拓矿产资源，锑价受益于光伏发展，我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 4.52、5.64、6.87 亿元，同比增速分别为 24.4%/24.9%/21.7%，按照 3 月 22 日收盘价计算，对应 PE 为 41、33、27 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：黄金等主要产品价格下跌、矿山项目与权证下放进度不及预期等。

表9：湖南黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,846	23,950	26,749	29,750
增长率（%）	32.2	20.7	11.7	11.2
归属母公司股东净利润（百万元）	363	452	564	687
增长率（%）	61.3	24.4	24.9	21.7
每股收益（元）	0.30	0.38	0.47	0.57
PE（现价）	51	41	33	27
PB	3.4	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

中国黄金国际：中国黄金集团海外资产平台，估值待修复

央企中国黄金集团控股，主营矿山金和矿山铜。公司控股股东中国黄金集团为国内黄金行业中唯一的央企，也是中国最大的黄金生产商。公司营收主要来源于内蒙古长山壕金矿和西藏甲玛铜多金属矿两个矿区。2022 年上半年公司共生产 3.9 吨矿产金，4.3 万吨矿产铜，53 吨矿产银。

表10：2012-2022H1 黄金、铜、白银的产量

品种	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
黄金（吨）	4.6	5.6	7.1	6.6	7.3	6.7	6.7	7.5	7.6	3.9
铜（万吨）	1.3	1.4	1.7	1.8	3.6	5.5	6.3	8.2	8.6	4.3
白银（吨）	32	34	38	39	74	100	118	227	162	53

资料来源：公司公告，民生证券研究院

长山壕金矿探矿增储工作取得重大进展，降本增效取得积极成效。长山壕矿为中国最大的露天金矿之一，日采选产能达 40000 吨/日。目前探明+控制的黄金资源量达 58.92 吨，品味 0.62g/t，储量 28.45 吨，品味 0.67g/t。2022 年上半年黄金产量 2.36 吨，同比+12.6%，单位生产成本为 1,489 美元/盎司，同比-

2.9%，降本增效明显。

甲玛矿提高低品位矿石利用率，灵活调整生产组织。甲玛矿为大型铜金多金属矿，蕴含铜、金、银、钼、铅、锌等资源，开采方式为地下采矿及露天作业，日采选产能达 50000 吨/日。截至 2021 年末甲玛矿山保有探明+控制的资源量铜 566.4 万吨、金 141.2 吨、银 7.8 万吨，其余钼、铅、锌分别有 48.9 万吨、64.7 万吨和 39.7 万吨，其中铜品味 0.4%、金品味 0.1g/t、银品味 5.5g/t，储量铜 223.8 万吨、金 60.7 吨、银 3784 吨、钼 13 万吨、铅 43.2 万吨、锌 23.9 万吨，其中铜品味 0.6%、金品位 0.16g/t、银品味 10.13g/t，资源储量丰富。2022 年上半年黄金产量 1.50 吨，铜产量 4.33 万吨，银产量 52.60 吨，扣除副产品抵扣额后铜生产成本为 4210.85 美元/吨。

中国黄金集团海外资产平台，有望获得股东资产注入。中国黄金集团 2012 年开始陆续收购了海外中小型金铜矿，包括吉尔吉斯库鲁铜金矿、刚果布铜铅锌矿、俄罗斯金矿等矿山项目。其中，吉尔吉斯库鲁铜金矿的铜金属量 102.26 万吨，铜平均品位 0.60%；金金属量 97.36 吨，金平均品位 0.56 克/吨；银金属量 372 吨，银平均品位 2.15 克/吨。这几个矿山的资产基本面都在持续改善过程中，时机成熟时会推进来自控股股东资产的注入。

投资建议：公司矿产资储备丰富，产能稳定，海外开拓优势明显，在当前市场价下，我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 2.63、2.84、3.01 亿美元，同比增速分别为-2%/8%/6%，按照 3 月 22 日收盘价计算，对应 PE 为 5、5、5 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：商品价格大幅下跌，成本控制不及预期，矿山生产安全风险。

表11：中国黄金国际盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万美元）	1137	1190	1222	1243
增长率（%）	32	5	3	2
净利润（百万美元）	267	263	284	301
增长率（%）	139	-2	8	6
每股收益（美元）	0.67	0.66	0.72	0.76
PE（现价）	5	5	5	5
PB	0.76	0.78	0.79	0.79

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价；汇率：1 港币 = 0.1273 美元）

恒邦股份：冶炼能力领先，江铜旗下黄金资源主体

冶炼回收技术领先，优质金矿资源待开发。公司围绕“黄金冶炼及有色金属综合利用”主线，充分利用国际领先的复杂矿石处理技术，建设3套火法冶金系统生产线，目前综合回收体系产能为黄金50吨、白银1000吨、电解铜25万吨、电解铅10万吨、硫酸150万吨，且回收锑白、铋锭、碲锭、二氧化硒、金属砷等稀贵金属。2021年公司前三大业务中白银、黄金、电解铜营收占比分别约为40%、36%、10%。

公司下设五个金矿，重点工程辽上金矿生产规模为90万吨/年，目前已进入基建阶段。预计辽上金矿投产后可使公司自产金比率提高，大幅升公司盈利能力。

此外，公司背靠江铜集团，江西铜业子公司江西黄金的权益将转让给恒邦股份。目前正在沟通石坞金矿产证办理方案，在江西黄金下属金矿取得相关证照并具备开采条件后，江西铜业将在12个月内启动江西黄金权益转让给恒邦股份的工作。

万国矿业持续保障原料供应。公司作为黄金冶炼企业，对原料采购需求量较大，2020年公司收购20.87%股权成为万国矿业第二大股东，成功与其建立起稳定的战略合作关系，取得其下属矿山包括但不限于宜丰万国、金岭矿业、烱地矿业所拥有矿山的优先采购权，以获得稳定的原材料来源，资源保障性得到加强。今年上半年万国矿业实现营业收入3.3亿元，净利润8672.6万元，其子公司金岭矿业有限公司的金岭金矿近期已开始试生产，出口由堆浸作业完成的首批约72公斤的金锭，生产建设情况良好。

发行可转债募资，加强产业布局。2022年8月，恒邦股份通过公开发行可转债的方式募集资金31.6亿元，用于投资建设含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目并配合补充流动资金，进一步强化了公司产业布局。含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目达产后将具备年产能金锭11.49吨、银锭210.17吨、A级铜8.5万吨、硫酸37.9万吨，项目建设周期为2年。

高纯新材料的研制及产业化项目持续推进。2020年底，公司高纯新材料研制及产业化项目一期工程成功投产，建成一套年产10吨6-7N高纯砷示范生产线，产出合格7N高纯砷产品。高纯新材料的研制及产业化项目二期实验室生产工艺已全线打通，目前处于小规模试验生产阶段，预计2023年可扩大生产规模。高纯新材料的研制打破半导体原材料国外垄断局面，形成新增长点。

投资建议：公司冶炼技术领先，产线扩展逐步深入，我们预计公司2022-2024年分别实现归母净利润5.79、6.27、6.79亿元，同比增速分别为27.3%/8.2%/8.3%，按照3月22日收盘价计算，对应PE为24、22、20倍，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：货币政策收紧导致商品价格不及预期；环保等政策导致产量不及预期。

表12：恒邦股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	41,383	43,750	48,240	48,742
增长率（%）	14.8	5.7	10.3	1.0
归属母公司股东净利润（百万元）	455	579	627	679
增长率（%）	24.2	27.3	8.2	8.3
每股收益（元）	0.40	0.50	0.55	0.59
PE（现价）	30	24	22	20
PB	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

盛达资源：银业龙头成长可期

国内银业龙头，白银储能+高品位优势突出。公司目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业等 6 座高品质矿山，其中前四个为在产矿山，公司拥有 9300 吨白银资源储备量，年采选能力达 198 万吨，白银储量及产量位于国内行业前三，矿山品位超出行业平均水平。

各矿山资源储备丰富，品位较高。截至 2021 年底，银都矿业白银资源量 2079.5 吨，品位 228.8 克/吨，铅资源量 19.1 万吨，品位 2.1%，锌资源量 39.8 万吨，品位 4.4%。光大矿业的主矿产中铅金属量 87439.95 吨，铅平均品位 1.64%，锌金属量 184313.55 吨，锌平均品位 3.46%，共生矿产中银金属量 500.96 吨，银平均品位 166.95 克/吨，伴生矿产中银金属量 81.29 吨，银平均品位 32.38 克/吨。金山矿业银金属量 3291.49 吨，品位为 206.44 克/吨，金金属量为 0.98 吨，品位 0.61 克/吨，锰金属量 37.17 万吨，品位 0.0233 克/吨。金都矿业银金属量 670.28 吨，平均品位 264.60 克/吨；铅金属量 106520.51 吨，平均品位 1.68%；锌金属量 111390.75 吨，平均品位 1.76%。东晟矿业银金属量 556.32 吨，平均品位 284.90 克/吨；铅金属量 13052 吨，平均品位 1.32%；锌金属量 46002 吨，平均品位 2.05%。德运矿业银金属量 605 吨，平均品位 140.7 克/吨，锌金属量 358764 吨，平均品位 2.60%，铅金属量 13631 吨，平均品位 1.66%。

产能扩张+并购资源，公司成长性良好。银都矿业取得 1.43 平方公里拜仁达坝银多金属矿普查的探矿权证，有效期限自 2021 年 10 月 29 日至 2026 年 10 月 29 日，目前矿石采选能力为 90 万吨/年。金山矿业采矿许可证完成延续登记并收到整合探矿权批复，年产规模正由 48 万吨改扩建至 90 万吨，除白银产能扩张外，金山矿业 3.5 万吨一水硫酸锰项目已建设完成并投产，也完成了对银、锰、金的有效提取和利用。东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿，已取得的采矿许可证，生产规模为 25 万吨/年，目前正在开展矿山建设前的准备工作，该矿区建成后将作为银都矿业的分采区，直接为银都矿业供矿。德运矿业目前正在办理 60 万吨探转采的相关手续。

金银比收敛伴随着 PMI 的转升，仍有向下修复需求及空间。金银比中枢围绕 40-80 区间运行，目前接近区间上限。金银比为观察白银价格走势的重要指标，

在经济衰退期或地缘政治不确定性风险较大的时期，金价涨幅比银价更大，金银比攀升。在经济回暖过程中，由于白银工业需求边际上升更为明显，白银的价格涨幅更大，金银比回落。根据历史数据显示，1980年至2021年，金银比中枢大部分区间在40-80之间波动运行，当前金银比约为87，仍在区间上限附近。金银比的回落往往伴随着PMI的转升。金银比的回落往往伴随着经济的由衰退转向复苏，由于白银同时具有金融属性和商品属性，当经济产生复苏信号时，在金融+商品属性共振下，白银走势将强于黄金，从而使得金银比回落。梳理1980年以来金银比与PMI数据，历次金银比收敛均对应PMI的上升，作为反应经济景气度变化的重要高频月度指标，PMI可反应制造业整体景气度情况，在一定程度上也反映了白银的工业需求复苏的进程。因此PMI可以看做金银比收敛的前瞻信号，PMI的回升或将成为金银比收敛的催化剂，目前美国制造业PMI仍处于下行期，后续应密切美国制造业PMI的企稳回升。

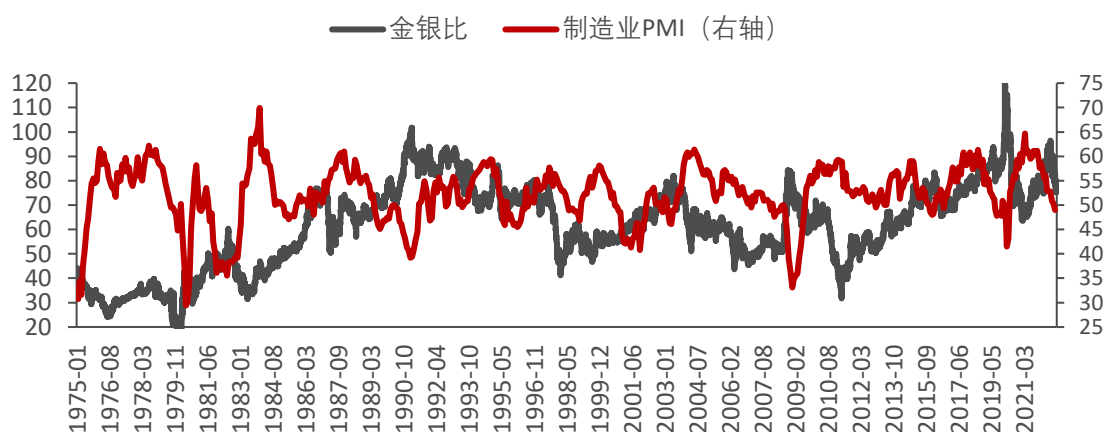
图16：1975年至2022年，金银比价中枢围绕40-80运行



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：左轴为金银比，右轴为期货收盘价（连续）：COMEX 银

图17：金银比和PMI

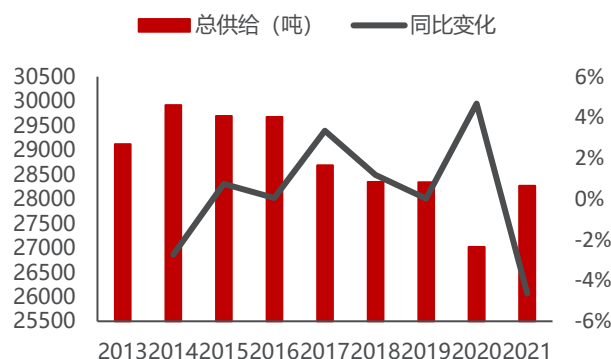


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：左轴为金银比，右轴为制造业 PMI

白银基本面供不应求，全球白银供应偏紧。全球白银供给量恢复至疫情前水平，但整体供应增长缓慢。全球白银供给量主要由矿产银、回收银组成，受疫情影响，2020 年全球白银产量大幅下滑，2021 年全球白银产量恢复增长，2022 年供应量预计恢复至 2019 年水平，从历史趋势来看 2020 年之前白银产量呈现下滑态势，整体供应增长较为缓慢。白银工业需求占比接近 50%，白银需求呈上升趋势。根据中国黄金协会，白银需求主要由工业需求、投资需求、珠宝首饰需求、银器需求和供应商净套保需求构成。其中工业需求、投资需求和珠宝首饰需求占比最多。其中工业需求（含摄影用银）占总需求接近 50%，实物投资性需求（银币银条等）占比约为 27%，珠宝首饰银器类需求约占 17%，2020 年之前年度白银需求较为平稳，2020 年以来白银的需求量逐步上升。根据世界白银协会数据显示，2013-2020 年期间，除了 2013 年和 2015 年，白银需求均低于白银供给，整体处于供过于求状态。但 2021 年全球白银供给缺口达到 1469 吨，预计 2022 年这一缺口将进一步扩大至 2027 吨，随着光伏领域需求快速增长的带动，全球白银供应偏紧状态持续。

图18：2013-2021 全球白银供应量及同比变化



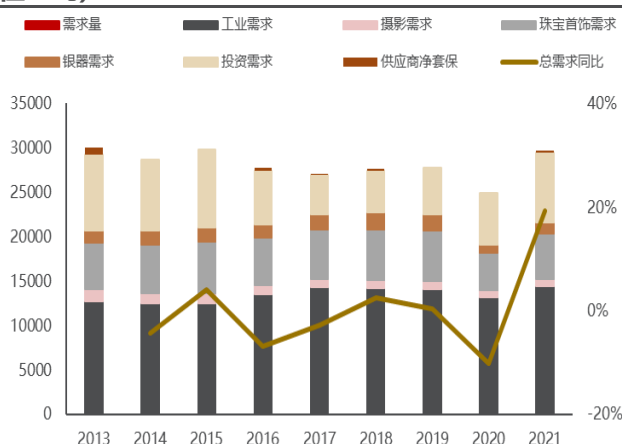
资料来源：Wind，世界白银协会，民生证券研究院

图20：2013-2021 光伏用银需求及同比增速



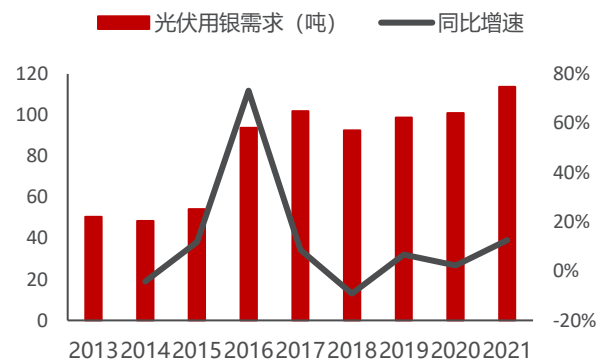
资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图19：2013-2021 全球白银需求及同比变化（单位：吨）

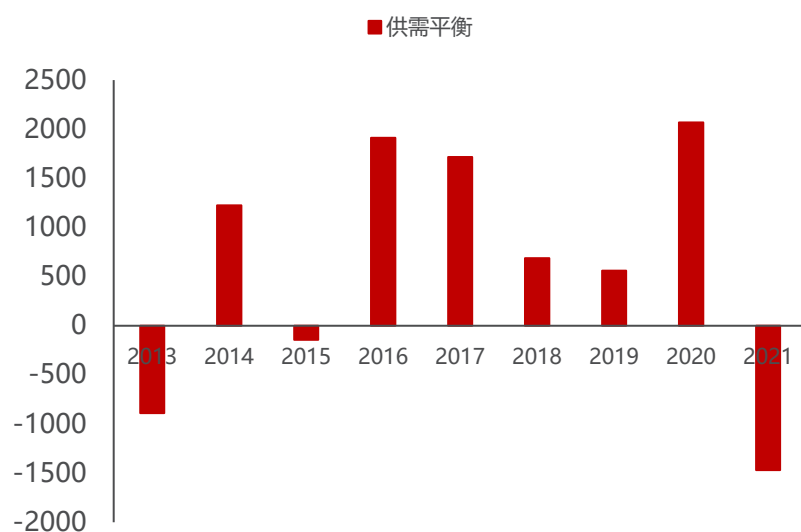


资料来源：Wind，世界白银协会，民生证券研究院

图21：光伏用银需求占比提升



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图22：2013-2021 全球白银供给缺口（单位：吨）


资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

投资建议：公司白银资源储备稳居行业前列，且未来子公司金山、东晟和金业等将陆续投产，我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 4.33、4.90、5.79 亿元，同比增速分别为 2.6%/13.2%/18.2%，按照 3 月 22 日收盘价计算，对应 PE 为 26、23、19 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下行;公司产能释放不及预期等。

表13：盛达资源盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,638	1,792	2,029	2,295
增长率（%）	0.0	9.4	13.2	13.1
归属母公司股东净利润（百万元）	422	433	490	579
增长率（%）	45.1	2.6	13.2	18.2
每股收益（元）	0.61	0.63	0.71	0.84
PE（现价）	27	26	23	19
PB	4.3	3.8	3.3	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

3 风险提示

- 1) **金价大幅波动的风险。**黄金价格受市场供求关系、全球宏观经济形势及预期、美元走势等多种因素影响。若未来黄金价格大幅波动，可能给行业带来较大影响。
- 2) **矿山生产经营不确定性的风险。**矿山经营在投资审批，采矿权和探矿权申请，生产过程，安全审查等方面存在一系列不确定性因素，可能影响产能产量释放。
- 3) **美联储加息力度超预期的风险。**由于美联储仍将在一段时间内处于加息轨道，加息外溢影响和风险持续，发展中国家偿债和政策被动跟风风险加大。

插图目录

图 1: 全球各国央行黄金储备占比 (2023 年 3 月)	4
图 2: 全球央行总资产各国占比 (2022 年 12 月)	4
图 3: 世界各国黄金储备与金价呈正相关 (截至 2022 年底)	5
图 4: 2020 年以来主要国家央行大幅扩表	6
图 5: 日欧中美资产自 2020 年以后增长较多 (截至 2021 年)	6
图 6: 全球央行黄金购买量 2021 年来持续增长	6
图 7: 主要国家央行美债持有规模 (截至 2023 年 1 月)	6
图 8: 各国央行黄金储备占总资产的比例仍较低	7
图 9: 2021 年全球央行购金排名 (吨)	7
图 10: 2022 年全球央行购金排名 (吨)	7
图 11: 各类经济体对未来黄金储备占比变化的预测	8
图 12: 中国央行黄金储备量及同比增速 (吨; %)	8
(截至 2023 年 1 月底)	8
图 13: 中国央行黄金储备占据外汇总储备的比例较低	8
图 14: 影响各国央行加大黄金储备的因素	9
图 15: 央行受访者对全球央行黄金储备未来 1 年的预期	9
图 16: 1975 年至 2022 年, 金银比价中枢围绕 40-80 运行	23
图 17: 金银比和 PMI	23
图 18: 2013-2021 全球白银供应量及同比变化	24
图 19: 2013-2021 全球白银需求及同比变化 (单位: 吨)	24
图 20: 2013-2021 光伏用银需求及同比增速	24
图 21: 光伏用银需求占比提升	24
图 22: 2013-2021 全球白银供给缺口 (单位: 吨)	25

表格目录

表 1: 全球历年黄金供需平衡表	10
表 2: 贵金属行业重点关注个股	11
表 3: 山东黄金盈利预测与财务指标	12
表 4: 招金矿业盈利预测与财务指标	13
表 5: 中金黄金盈利预测与财务指标	14
表 6: 截至 2021 年末公司部分黄金采矿权资源量	15
表 7: 赤峰黄金盈利预测与财务指标	17
表 8: 银泰黄金盈利预测与财务指标	18
表 9: 湖南黄金盈利预测与财务指标	19
表 10: 2012-2022H1 黄金、铜、白银的产量	19
表 11: 中国黄金国际盈利预测与财务指标	20
表 12: 恒邦股份盈利预测与财务指标	22
表 13: 盛达资源盈利预测与财务指标	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026