



黄金行业 2022 年一季度业绩前瞻：量价齐升、蓄势待发

核心观点

有色金属行业市场表现优于大盘，居中信各一级行业前列。2022 年第一季度，中信有色金属指数（CI005003）报收 7141.8 点，全季度下跌 7.9%，板块表现优于上证指数以及沪深 300。从行业的排名来看，中信有色金属行业在全部行业中的涨跌幅排名为第 8 名。细分板块中，黄金板块涨 13.2%，为行业中唯一在第一季度上涨的板块；个股方面，2022 年第一季度，8 家 A 股主要黄金企业中有 6 家有所上涨，分别为：赤峰黄金、紫金矿业、西部黄金、山东黄金、银泰黄金、湖南黄金，6 者涨幅分别为：21.68%、16.91%、14.89%、14.24%、6.04%、2.51%。赤峰黄金涨幅居行业首位。

投产复产伴随金价上涨，黄金企业一季度迎来量价齐升。从黄金价格来看，2022 年第一季度国际形势相对复杂，俄乌冲突问题持续演绎，而伴随全球避险情绪的升温，2022 年第一季度全球黄金价格呈现出了持续上行的趋势，其中伦敦金现价格在 2022 年 3 月 8 日更是接近前期高点，收报 2050.2 美元/盎司。截至 2022 年 3 月 31 日，伦敦金现价格收报 1936.9 美元/盎司。当前黄金价格正处于其历史价格区间 94.3% 的分位水平，不断逼近前期高点。均价层面，2022 年第一季度伦敦金现的均价约为 1878.4 美元/盎司，较前一季度环比上行 4.6%。在黄金价格整体上行趋势下，预期黄金企业 2022 年第一季度将有较为亮眼的业绩表现。黄金企业的项目层面，根据 A 股主要黄金企业的公告，在 2021 年第 4 季度至 2022 年第 1 季度期间，紫金矿业的塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿正式投产；赤峰黄金完成 Wassa 金矿交割。相关项目的陆续投产及复产将对各黄金企业在 2022 年的第一季度的业绩带来一定的推动作用。

短中长期因素催化共振，黄金行业迎配置良机。短期看，美联储加息进程已然开始，回顾过去加息过程，黄金在加息开始的后一年和半年的平均涨跌幅分别为 6.67%、7.81%，风险因素的释放对黄金价格有明显推动作用。中期看，当前的滞胀预期强烈。2022 年 2 月，美国 CPI 同比增长 7.9%，创出了 40 年以来新高。而截至 3 月 31 日，美国 2 年-10 年期国债利差已降至 0.04%。长期看，欧美等国对俄制裁持续升级，当前已在金融领域对俄罗斯 SWIFT 及部分外汇使用做出限制。在此背景下，预期美元在全球外汇储备中的占比将在 2021 年三季度 59.2% 的基础上加速下行，全球各国外汇储备将逐步向黄金等实物资产靠拢，从而带动黄金储备需求上升。

投资建议

在全球地缘政治局势动荡、欧美等国通胀持续上行的背景下，全球黄金价格 2022 年第一季度表现较为强势，带动黄金板块市场表现走强。展望未来黄金涨价动力仍在，而随着黄金企业相关项目的投产、复产，未来黄金企业或将持续受益，相关企业包括：紫金矿业、赤峰黄金、山东黄金等。

风险提示

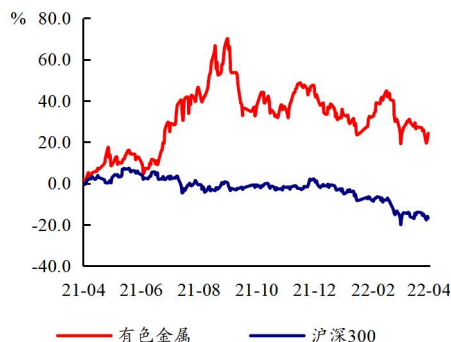
大宗商品价格异常波动、新项目建设进度不及预期、国际地缘政治变化。

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名	李子卓
资格证书	S1710521020003
电子邮箱	lizz@easec.com.cn
联系人	高嘉麒
电子邮箱	gaojq700@easec.com.cn
联系人	丁俊波
电子邮箱	dingjb@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《美三月 CPI 同比高增 8.5%，黄金保值价值凸显》2022.04.13
 《东亚前海有色周报：LME 铝库存持续走低，铝价或将持续强势》2022.04.11
 《东亚前海有色周报：伦铜价格有望持续坚挺》2022.04.06
 《东亚前海有色周报：钨价持续上涨，黄金价格震荡上行》2022.03.28
 《俄乌战后系列（二）：黄金储备需求增加》2022.03.27

正文目录

1. 行情回顾：黄金板块市场表现较为亮眼	4
1.1. 有色板块排名靠前，黄金板块涨幅明显	4
1.2. 多数个股明显上涨，赤峰黄金领涨板块	5
2. 业绩前瞻：量价齐升下黄金企业业绩可期	6
2.1. 往期业绩多数增长，紫金矿业 2021 年业绩亮眼	6
2.2. 多重因素共振，全球金价一季度明显上行	7
2.2.1. 通胀持续上行，推动金价走高	8
2.2.2. 新冠疫情全球蔓延，外部风险持续酝酿	10
2.2.3. 俄乌冲突不断升级，全球股市波动加剧	10
2.3. 投产复产持续推进，黄金企业持续放量	11
3. 后市展望：全球金价受多重因素共同驱动	12
3.1. 美联储加息落地，黄金价格或迎反弹	12
3.2. 滞胀逻辑逐步演绎，经济风险助推金价走高	14
3.3. 国际储备或迎变革，黄金需求逐步提升	15
4. 相关标的	16
4.1. 赤峰黄金	16
4.2. 紫金矿业	18
4.3. 山东黄金	19
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1. 中信有色金属居全部一级行业第一季度涨跌幅第 8 名	4
图表 2. 黄金板块第一季度涨幅排全部子行业第一名	5
图表 3. 黄金指数在 2022 年第一季度中上涨 13.2%	5
图表 4. 黄金板块 2022 年一季度涨跌幅排名	6
图表 5. 主要黄金企业营业收入情况（单位：亿元）	6
图表 6. 主要黄金企业净利润情况（单位：亿元）	7
图表 7. 2022 年第一季度黄金价格上涨明显	7
图表 8. 黄金价格正处历史较高水平	7
图表 9. 2022 年第一季度黄金均价明显上行	8
图表 10. 美国 CPI 增速创下近 40 年新高	8
图表 11. 欧洲 CPI 增速位于历史高位	8
图表 12. 国际原油价格持续上涨	9
图表 13. 天然气价格持续上涨	9
图表 14. CBOT 大豆等期货交易价格持续上涨	9
图表 15. 大宗商品指数持续上涨	10
图表 16. 全球新冠肺炎累计确诊病例大幅增加	10
图表 17. 俄乌冲突主要事件梳理	11
图表 18. VIX 指数全年平均值小幅上升	11
图表 19. 2021 年 4 季度和 2022 年 1 季度中投产项目梳理	12
图表 20. 美国非农就业人数基本回归疫情前水平	12
图表 21. 美国失业率基本回归疫情前水平	12
图表 22. 2022 年 3 月 16 日美联储加息点阵图	13
图表 23. 美国十年期国债收益率持续上行	13
图表 24. 加息落地往往伴随黄金价格反弹	13
图表 25. 美国报酬指数同比增速持续上行	14

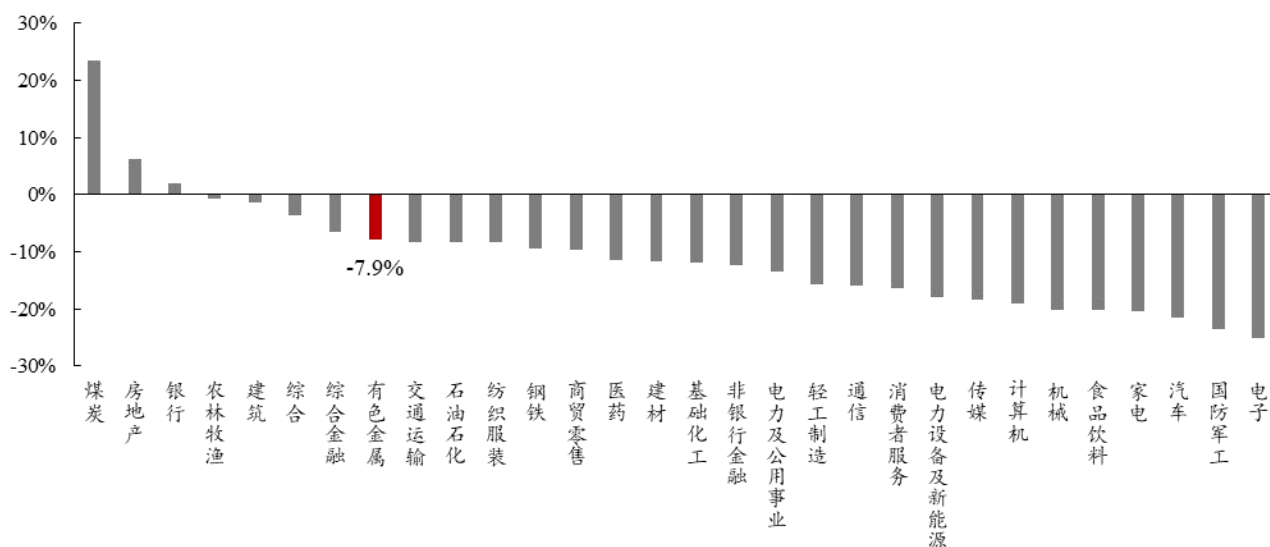
图表 26. 美国长短期国债利差逐步下行.....	14
图表 27. 金融领域主要经济体/机构对俄制裁梳理.....	15
图表 28. 美元占全球外汇储备占比或将加速下行.....	16
图表 29. 全球黄金储备持续提升.....	16
图表 30. 新兴国家黄金储备大幅提升.....	16
图表 31. 赤峰黄金自产黄金产量持续增长.....	17
图表 32. 赤峰黄金国内矿山选厂规模持续扩建.....	17
图表 33. 赤峰黄金 Sepon 矿黄金产量将持续高增.....	18
图表 34. 紫金矿业黄金资源储量持续提升.....	18
图表 35. 紫金矿业自产黄金产量持续提升.....	18
图表 36. 紫金矿业未来产量计划.....	19
图表 37. 山东黄金 2021 年黄金资源储量大幅增长.....	19
图表 38. 山东黄金 2021 年自产黄金产量有所下滑.....	19
图表 39. 山东黄金未来扩产计划.....	20

1. 行情回顾：黄金板块市场表现较为亮眼

1.1. 有色板块排名靠前，黄金板块涨幅明显

有色金属行业市场表现优于大盘，居中信各一级行业前列。过去一季度(1/1-3/31)，中信有色金属指数（CI005003）报收 7141.8 点，全季度下跌 616.1 点，跌幅为 7.9%，板块表现优于上证指数（季跌幅为 10.6%）、沪深 300（季跌幅为 14.5%）。从行业的排名来看，中信有色金属行业在全部行业中的涨跌幅排名为第 8 名。

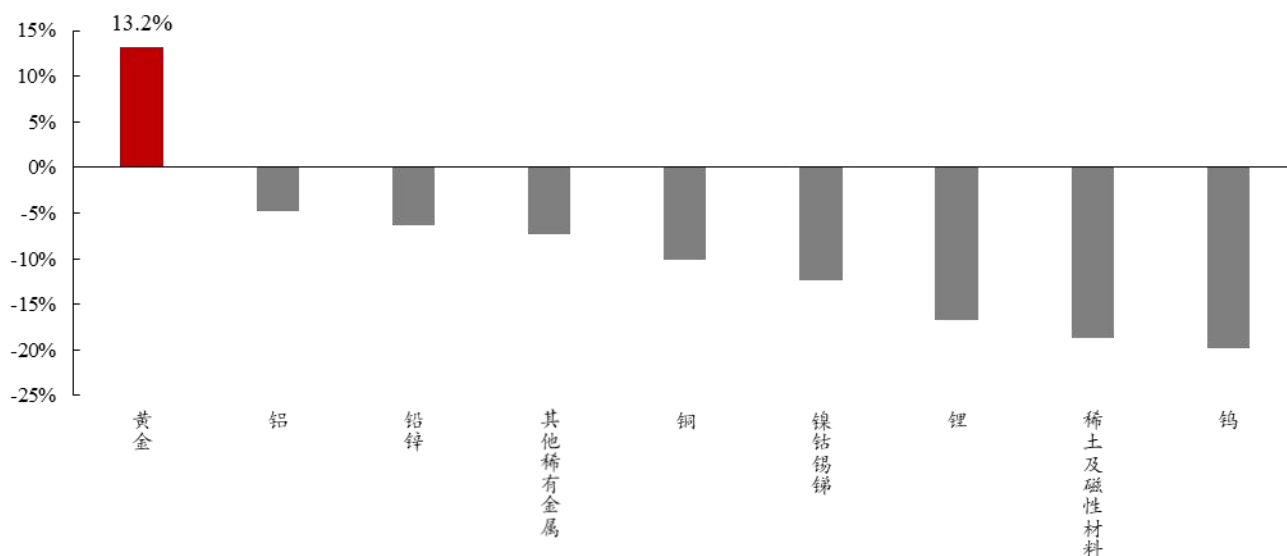
图表 1. 中信有色金属居全部一级行业第一季度涨跌幅第 8 名



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

细分板块中，黄金板块在 2022 年第一季度中表现亮眼。从细分领域来看，有色金属子板块中 1 个板块上涨，8 个板块下跌。其中，黄金板块涨 13.2%，为行业中唯一在第一季度上涨的板块；跌幅前三的板块分别为：钨、稀土及磁性材料和锂，跌幅分别为 19.8%、18.7%、16.7%。

图表 2. 黄金板块第一季度涨幅排全部子行业第一名



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

黄金板块第一季度整体呈持续上行趋势。过去一季度, 中信黄金行业指数(CI005213.WI)报收 17353.6 点, 全季度上涨 2024.7 点, 涨幅为 13.2%。从趋势上看, 中信黄金行业指数走势受俄乌局势不断催化, 整体呈现出了持续上行的趋势, 仅在 3 月份随着俄乌局势的好转有所下滑, 但随着后期俄乌局势再次趋严, 黄金板块又随之上行。

图表 3. 黄金指数在 2022 年第一季度中上涨 13.2%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.2. 多数个股明显上涨, 赤峰黄金领涨板块

多数黄金企业涨幅明显, 赤峰黄金涨幅居行业首位。2022 年第一季度, 8 家 A 股主要黄金企业中有 6 家有所上涨, 分别为: 赤峰黄金、紫金矿业、

西部黄金、山东黄金、银泰黄金、湖南黄金, 6 者涨幅分别为: 21.68%、16.91%、14.89%、14.24%、6.04%、2.51%。赤峰黄金涨幅居行业首位。

图表 4. 黄金板块 2022 年一季度涨跌幅排名

序号	股票代码	名称	2022 年 3 月 31 日 收盘价 元	2022 年第一季度 涨跌幅
1	600988.SH	赤峰黄金	18.13	21.68%
2	601899.SH	紫金矿业	11.34	16.91%
3	601069.SH	西部黄金	14.12	14.89%
4	600547.SH	山东黄金	21.50	14.24%
5	000975.SZ	银泰黄金	9.31	6.04%
6	002155.SZ	湖南黄金	10.62	2.51%
7	600489.SH	中金黄金	7.89	-4.13%
8	002237.SZ	恒邦股份	10.71	-8.38%

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2. 业绩前瞻: 量价齐升下黄金企业业绩可期

2.1. 往期业绩多数增长, 紫金矿业 2021 年业绩亮眼

已披露年报的黄金企业中, 多数实现收入增长。目前 A 股主要的 8 家黄金企业中, 6 家企业已披露 2021 年年报, 其中 4 家企业实现营业收入层面的增长。具体来看, 紫金矿业 2021 营业收入为 2251.0 亿元, 同比增长 31.3%; 恒邦股份 2021 年营业收入为 413.8 亿元, 同比增长 14.8%; 湖南黄金 2021 年营业收入为 198.5 亿元, 同比增长 32.2%; 银泰黄金 2021 年营业收入为 90.4 亿元, 同比增长 14.3%。

图表 5. 主要黄金企业营业收入情况 (单位: 亿元)

	2018	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
紫金矿业	1059.9	1361.0	1715.0	2251.0	475.0	623.6	591.1	561.3
恒邦股份	212.0	285.4	360.5	413.8	107.4	106.0	104.8	95.6
山东黄金	547.9	626.3	636.6	339.3	73.0	45.7	58.4	162.3
湖南黄金	124.6	138.3	150.1	198.5	39.6	46.8	53.0	59.0
银泰黄金	48.3	51.5	79.1	90.4	15.1	19.8	23.6	31.9
西部黄金	10.0	38.6	55.6	41.6	12.2	12.8	9.7	7.0
赤峰黄金	21.5	60.7	45.6	-	7.6	9.1	10.0	-
中金黄金	344.5	389.6	480.0	-	112.2	151.0	147.2	-

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2021 年紫金矿业利润增长显著, 同比增长约 140.8%。在已披露年报的 6 家黄金企业中, 多数企业实现归母净利润层面的增长。具体来看, 紫金矿业 2021 归母净利润为 156.7 亿元, 同比增长 140.8%; 银泰黄金 2021 年归

母净利润为 12.7 亿元，同比增长 2.5%；恒邦股份 2021 年归母净利润为 4.5 亿元，同比增长 24.2%；湖南黄金 2021 年归母净利润为 3.6 亿元，同比增长 61.3%。

图表 6. 主要黄金企业净利润情况（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
紫金矿业	40.9	42.8	65.1	156.7	25.1	41.4	46.5	43.7
银泰黄金	6.6	8.6	12.4	12.7	3.0	3.7	3.7	2.4
恒邦股份	4.1	3.1	3.7	4.5	1.3	1.0	1.2	1.1
湖南黄金	2.7	1.6	2.3	3.6	0.7	1.1	1.0	0.9
西部黄金	0.1	0.4	0.8	0.7	-0.2	-0.3	0.3	0.9
山东黄金	8.8	12.9	22.6	-1.9	-3.2	-10.4	1.1	10.6
赤峰黄金	-1.3	1.9	7.8	-	1.7	2.3	1.5	-
中金黄金	2.0	1.8	15.5	-	4.8	4.2	4.8	-

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2. 多重因素共振，全球金价一季度明显上行

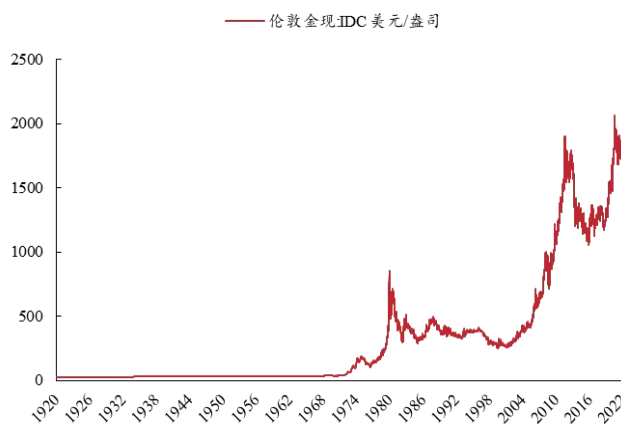
2022 年第一季度中黄金价格整体呈现出持续上行趋势。2022 年第一季度国际形势相对复杂，俄乌冲突问题持续演绎，而伴随全球避险情绪的升温，2022 年第一季度中全球黄金价格呈现出了持续上行的趋势，其中伦敦金现价格在 2022 年 3 月 8 日更是接近前期高点，收报 2050.2 美元/盎司。长期来看，黄金价格正在不断逼近前高。截至 2022 年 3 月 31 日，伦敦金现价格收报 1936.9 美元/盎司。当前黄金价格正处于其价格 94.3% 的分位水平，近期正在不断逼近前期高点。

图表 7. 2022 年第一季度黄金价格上涨明显



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 8. 黄金价格正处历史较高水平

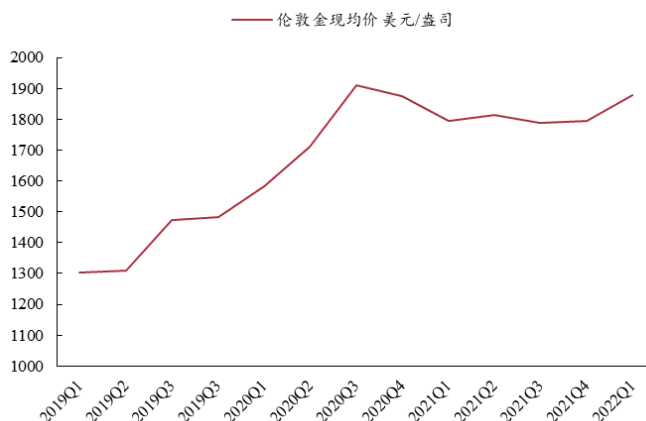


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022 年第一季度黄金均价明显上行。从黄金价格的季度均价情况来看，2022 年第一季度伦敦金现的均价约为 1878.4 美元/盎司，较前一季度环比上行 4.6%。在黄金价格整体上行的趋势下，预期黄金企业 2022 年第一季度将

有较为亮眼的业绩表现。

图表 9. 2022 年第一季度黄金均价明显上行

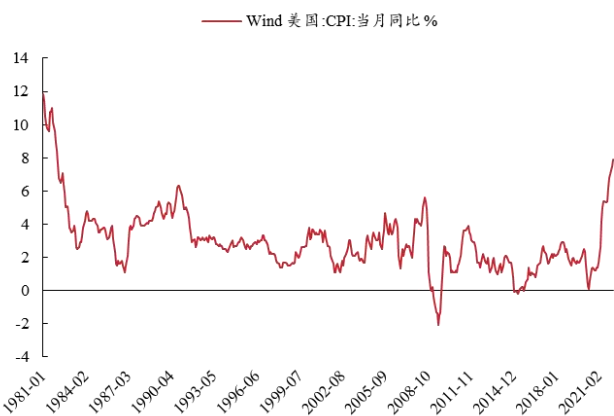


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.2.1. 通胀持续上行，推动金价走高

欧美通胀持续上行，带动黄金价格不断上涨。自 2020 年以来，美国以及欧洲 CPI 持续上行。截至 2022 年 2 月，美国 CPI 同比增速为 7.9%，创近 40 年新高；欧洲 CPI 同比增速为 6.2%，位于历史高位。欧美通胀水平的持续上行对黄金价格的上涨带来了一定动力。

图表 10. 美国 CPI 增速创下近 40 年新高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 11. 欧洲 CPI 增速位于历史高位



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

能源价格持续上涨，带动欧美通胀不断上行。能源价格方面，国际原油价格以及天然气价格自 2020 年来持续上涨。截至 2022 年 3 月 31 日，布伦特原油期货收报 107.9 美元/桶，2022 年一季度涨幅为 36.6%；NYMEX 天然气收报 5.6 美元/百万英热单位，2022 年一季度涨幅为 47.4%。能源价格的持续上涨导致欧美通胀压力增大。

图表 12. 国际原油价格持续上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 13. 天然气价格持续上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2022 年第一季度中全球农产品价格同步上行。农产品方面, 2020 年以来, CBOT 大豆等期货交易价格持续上涨。截至 2022 年 3 月 31 日, CBOT 玉米期货收报 748.75 美分/蒲式耳, 一季度涨幅为 27.1%; CBOT 小麦期货收报 1006.0 美分/蒲式耳, 一季度涨幅为 32.7%; CBOT 大豆期货收报 1618.3 美分/蒲式耳, 一季度涨幅为 19.4%。

图表 14. CBOT 大豆等期货交易价格持续上涨



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2022 年第一季度中大宗商品价格指数持续上行。伴随能源品以及农产品价格的大幅上行, 2022 年第一季度大宗商品价格整体上行明显。截至 2022 年 3 月 31 日, RJ/CRB 商品价格指数收报 295.2 点, 单季度涨幅达 26.7%。大宗商品价格整体上行对当前的通胀水平呈现出了一定的推动作用。

图表 15. 大宗商品指数持续上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2.2. 新冠疫情全球蔓延，外部风险持续酝酿

新冠疫情再次冲击，2022 年第一季度全球经济受外部冲击。2022 年第一季度，伴随着欧米克戎病毒在全球范围内的广泛传播，全球新冠疫情形势再次出现反弹，2022 年 1 月 24 日全球单日新增感染人数创下疫情爆发以来的最高值 386 万例。从全季度来看，2022 年第一季度累计新增感染人数达 1.97 亿例。伴随着新冠疫情的持续蔓延，全球经济遭受了较大的外部冲击。

图表 16. 全球新冠肺炎累计确诊病例大幅增加



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2.3. 俄乌冲突不断升级，全球股市波动加剧

俄乌冲突持续演绎，全球地缘风险加剧。从俄乌冲突的时间线来看，自 2022 年 1 月以来，俄乌两国之间的矛盾便逐渐升级。2 月 24 日，俄罗斯总统普京宣布了一项“以乌克兰非军事化和去纳粹化”为目标的“特殊军事行动”，俄乌战争正式爆发。截至目前，俄乌两国已累计进行多轮交涉，

但两国冲突仍未得到实质性缓解。

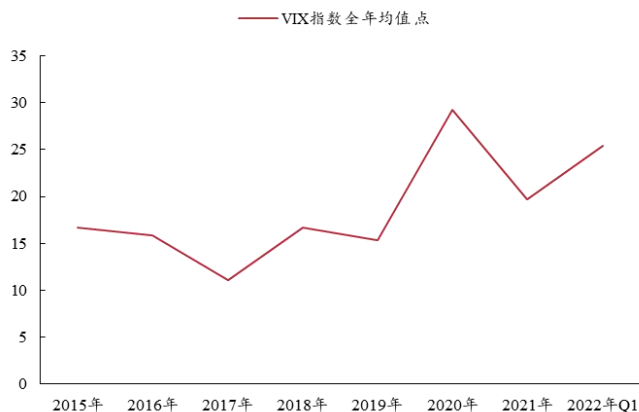
图表 17. 俄乌冲突主要事件梳理

日期	俄乌冲突进展
2 月 24 日	俄罗斯总统普京宣布了一项“以乌克兰非军事化和去纳粹化”为目标的“特殊军事行动”
3 月 1 日	俄罗斯国防部长发表声明，称俄军将持续在乌克兰开展“特别军事行动”，直至实现既定目标
3 月 29 日	俄罗斯和乌克兰代表团抵达伊斯坦布尔，进行面对面会谈
4 月 1 日	乌克兰两架直升机空袭俄罗斯别尔哥罗德市一油库，这是俄罗斯首次报告乌克兰对其领土进行空袭
4 月 5 日	俄罗斯军队已经从乌克兰北部，包括首都基辅附近的地区撤退，并旨在重新集结，集中精力攻占乌克兰东部地区

资料来源：央视新闻，华尔街见闻，东亚前海证券研究所

地缘冲突不断，全球股市波动水平大幅上行。俄乌冲突对市场构成了较大的扰动，全球权益市场波动情况有所上行。2022 年 3 月 7 日美国标准普尔 500 波动率指数(VIX)达 36.45 点，市场波动创近一年内新高。此外，截至 2022 年 3 月 31 日，VIX 指数在 2022 年第一季度内的均值为 25.37 点，高于 2021 年全年 19.67 点。整体市场波动情况仍相对较大，全球经济的不确定性或将对黄金价格带来一定支撑。

图表 18. VIX 指数全年平均值小幅上升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.3. 投产复产持续推进，黄金企业持续放量

项目投产与复产并行，国内产能逐步释放。根据 A 股主要黄金企业的公告，在 2021 年第 4 季度至 2022 年第 1 季度期间，紫金矿业的塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿于 2021 年 10 月 12 日正式投产；赤峰黄金于 2021 年 11 月 1 日实际控制 Wassa 金矿，保有金资源量 1,172 万盎司（约 364.8 吨）；银泰黄金 10 万吨/年生产规模采矿权证于 2022 年 1 月 10 日解除查封；湖南

黄金子公司黄金洞矿业、大万矿业、新邵辰州锑业于 2021 年 10 月 8 日恢复生产。相关项目的陆续投产及复产将对各黄金企业在 2022 年的第一季度的业绩带来一定的推动作用。

图表 19. 2021 年 4 季度和 2022 年 1 季度中投产项目梳理

公司	日期	项目
紫金矿业	2021-10-12	塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿正式投产,预计 2021 年生产精矿含铜 5 万吨, 含金 3 吨
	2021-12-26	西藏巨龙铜业一期工程投产, 驱龙一期项目建成达产后, 年均产铜约 16 万吨
赤峰黄金	2021-11-01	实际控制 Wassa 金矿, 保有金资源量 1,172 万盎司 (约 364.8 吨), 其中探明+控制的资源量为 353.7 万盎司 (约 110 吨)
山东黄金	2021-12-07	山东省内矿山复工复产持续进行
	2022-02-10	新城金矿累计产金达 100.0 吨
银泰黄金	2022-01-10	裁定解除对华盛顿矿拥有的 10 万吨/年生产规模采矿权证的查封
湖南黄金	2021-10-08	黄金洞矿业、大万矿业和新邵辰州锑业恢复生产
	2021-10-11	安化渣滓溪恢复生产

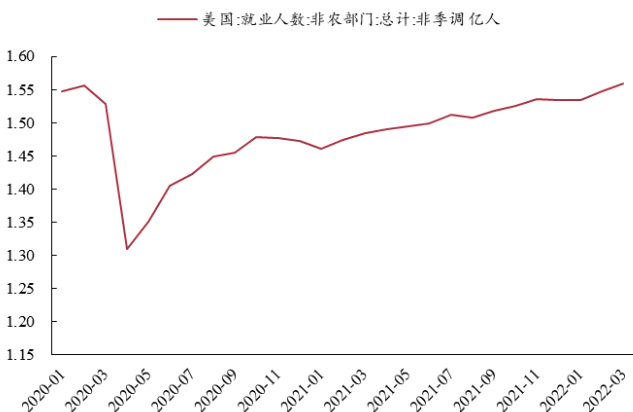
资料来源: 紫金矿业、赤峰黄金、山东黄金、银泰黄金、湖南黄金公司公告, 东亚前海证券研究所

3. 后市展望: 全球金价受多重因素共同驱动

3.1. 美联储加息落地, 黄金价格或迎反弹

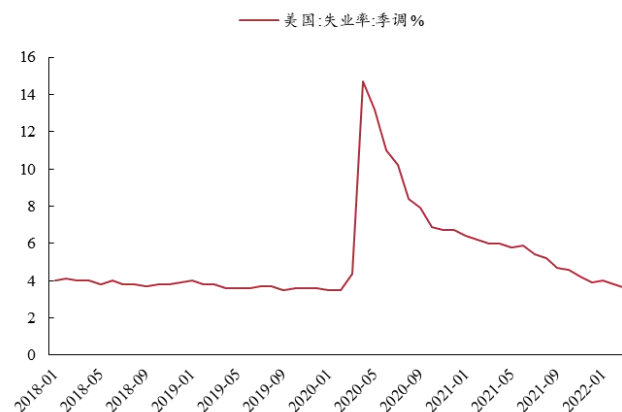
就业指标接近疫情前水平, 美国经济出现复苏。在疫情影响下美国就业人口最低至 1.31 亿、失业率最高升至 14.7%, 而伴随联邦政府持续的财政刺激, 美国的就业指标近期基本恢复到疫情前的水平。2022 年 2 月美国就业人口为 1.54 亿人, 失业率为 3.8%, 二者均已恢复至与疫情前类似的水平, 美国经济复苏明显。

图表 20. 美国非农就业人数基本回归疫情前水平



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

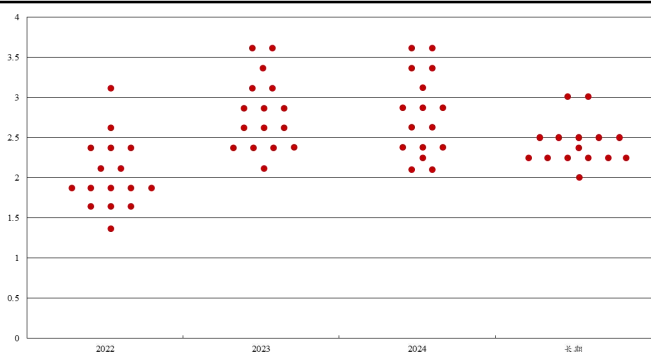
图表 21. 美国失业率基本回归疫情前水平



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

伴随经济复苏及通胀高企，美联储加息进程开始。随着美联储持续的政策刺激，美国经济持续复苏，但同时也造成了当前高通胀的市场环境，为解决这一问题，美联储近期正逐步开始实施紧缩政策。从美联储所发布的点阵图来看，多数美联储官员认为 2022 年将加息 1.75%，且随后几年仍有进一步加息预期。受此预期影响，近期美国 10 年期国债收益率水平上行明显，截至 2022 年 3 月 31 日，美国 10 年期国债收益率 2.32%，已较年初上行 0.80pct。

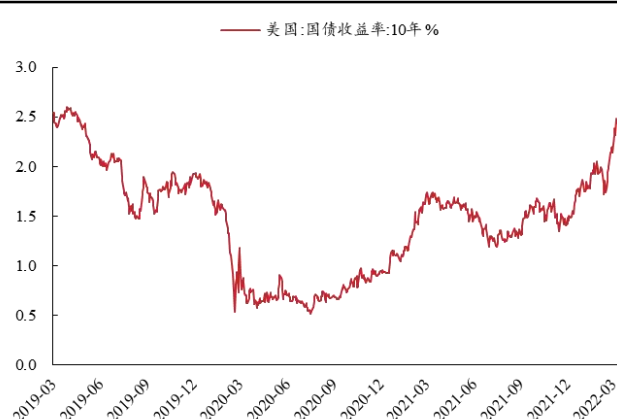
图表 22. 2022 年 3 月 16 日美联储加息点阵图



注：图中每个圆点代表一位美联储官员对未来利率范围的预期

资料来源：美联储官网，东亚前海证券研究所

图表 23. 美国十年期国债收益率持续上行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

黄金市场流动性较高，历次加息落地多伴随风险情绪释放。作为全球参与的市场，黄金具有流动性大的特点，因此市场预期在黄金市场中扮演着较为重要的角色。在美联储宣布正式加息以前，黄金价格通常会因为市场对于加息的预期而出现下跌，而当加息实际落地时黄金价格通常会有所上行。回顾过去的 6 次加息，可以看到黄金在美联储加息的前一年、半年以及一个月内的平均涨跌幅分别为 10.37%、-0.99%以及-1.32%；而后一年、半年以及一个月内的平均涨跌幅分别为 6.67%、7.81%以及 0.02%，市场抢跑效应明显，多数情况下加息后一年内黄金涨幅明显。

图表 24. 加息落地往往伴随黄金价格反弹

黄金价格涨跌幅	开始前一年	前半年	前一个月	后一个月	后半年	后一年
第一次加息	29.33%	3.69%	-5.23%	4.91%	-2.73%	-6.22%
第二次加息	22.83%	17.14%	3.78%	-0.72%	11.09%	21.01%
第三次加息	17.61%	-3.99%	-1.87%	-2.32%	-2.58%	-2.71%
第四次加息	-11.16%	-8.42%	-3.11%	-1.79%	10.69%	10.95%
第五次加息	13.70%	-5.38%	-0.38%	-1.40%	11.08%	11.41%
第六次加息	-10.08%	-8.95%	-1.08%	1.46%	19.33%	5.54%
平均	10.37%	-0.99%	-1.32%	0.02%	7.81%	6.67%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.2. 滞胀逻辑逐步演绎，经济风险助推金价走高

经济复苏仍稍显脆弱，加息或将给美国经济造成一定负担。从就业市场数据来看，尽管当前美国的失业率以及就业数据均逐步回归至疫情前水平，但与此同时美国的薪酬水平也在持续提高，截至 2021 年 12 月，美国国内劳动者总体报酬指数当季同比上涨约 4.0%，该数据已接近近 20 年来最高水平。因此前美国就业市场的复苏离不开国内报酬水平的提高，随着未来美联储开始加息，美国企业资金成本提升，企业报酬水平的较高增速或将难以维持，进而对就业市场以及整体经济环境带来负担。

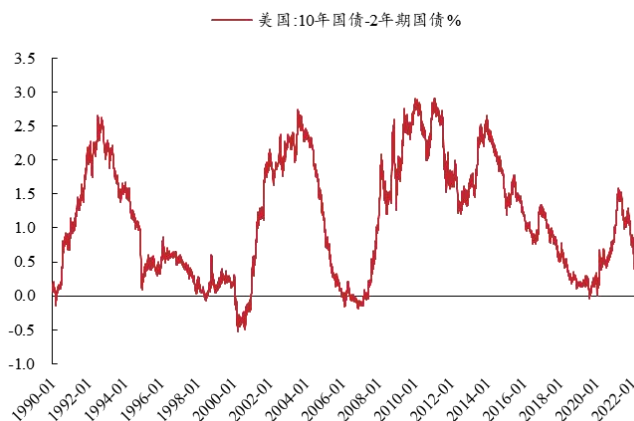
图表 25. 美国报酬指数同比增速持续上行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

美国国债收益率息差趋于 0。美国 10 年期国债收益率和 2 年期国债收益率之间的差额通常作为预测美国经济衰退的指标。而当息差倒挂时常预示着经济衰退。从 2021 年 4 月起，美国 10 年国债与 2 年期国债的收益率之差持续下降，截至 2022 年 3 月 31 日两者息差达 0.04%，趋于 0 值。

图表 26. 美国长短期国债利差逐步下行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.3. 国际储备或迎变革，黄金需求逐步提升

对俄制裁持续升级，SWIFT、美元等相关制裁长期影响大。自俄乌两国交战以来，欧美等国相继开展对俄制裁。其中，在股市方面的制裁包括暂停俄罗斯 ADR 交易等；在债市方面的制裁包括禁止国际评级机构为俄罗斯主权债和企业债评级等；在汇市方面的制裁包括将俄罗斯部分银行踢出 SWIFT 系统等。诸多制裁之中，有两点制裁较为关键：第一，2 月 26 日，美欧等国发布对俄罗斯制裁联合声明，美国及其盟国承诺将选定的俄罗斯银行从 SWIFT 系统中移出。同时声明表示将实施限制性措施，防止俄罗斯中央银行以破坏制裁影响的方式部署其国际储备。第二，2 月 28 日，美国方面再次采取措施，对俄罗斯央行的美元交易进行限制，以此防止俄罗斯通过“应急基金”等措施来缓解制裁影响。

图表 27. 金融领域主要经济体/机构对俄制裁梳理

股市	
制裁实施主体	制裁内容
美股	暂停俄罗斯 ADR 交易
标普道琼斯	不将俄罗斯股票纳入全球行业分类标准(GICS)指数和 IWF 指数
伦交所集团	暂停部分俄罗斯相关上市公司的交易
德国 DAX 指数	删除所有俄罗斯企业成分股
富时罗素	将把俄罗斯股票从所有富时罗素股票指数中剔除
债市	
制裁实施主体	制裁内容
洲际交易所	受制裁俄实体发行的新债券不会被纳入任何 ICE 固定收益指数
欧盟等	禁止国际评级机构为俄罗斯主权债和企业债评级
汇市	
制裁实施主体	制裁内容
美国、欧盟等	将俄罗斯部分银行踢出 SWIFT 系统
乌克兰、G7 等	禁止俄方使用卢布交易
美国等	限制/禁止俄方使用本国货币交易
美国、瑞士等	限制/冻结俄相关方的资产

资料来源：央视新闻，华尔街见闻，新华网，BWC 中文网，东亚前海证券研究所

俄罗斯美元交易受限，全球外汇储备或迎转型。从美元的国际储备地位来看，当前美元在全球外汇储备中的占比较高。截至 2021 年第三季度，根据 IMF 数据，全球外汇储备总额 11.97 万亿美元，其中美元储备为 7.08 万亿，美元在全球国家外汇储备中的占比高达 59.2%。在本次事件中，美国除通过 SWIFT 间接影响俄罗斯贸易外，直接通过美元对俄罗斯进行制裁，此举将在一定程度上引发其他拥有较多美元储备的国家的担忧，预期未来美元的全球储备地位将进一步下行。

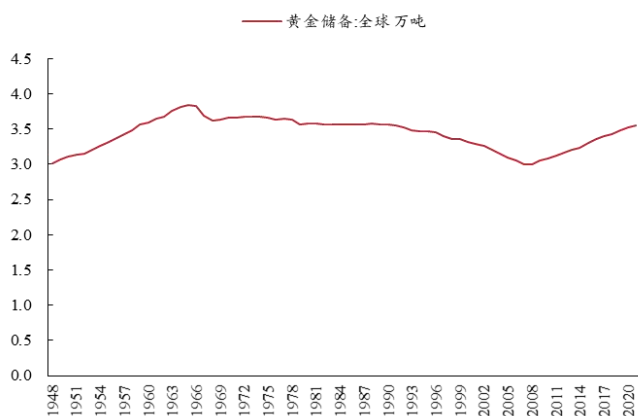
图表 28. 美元占全球外汇储备占比或将加速下行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

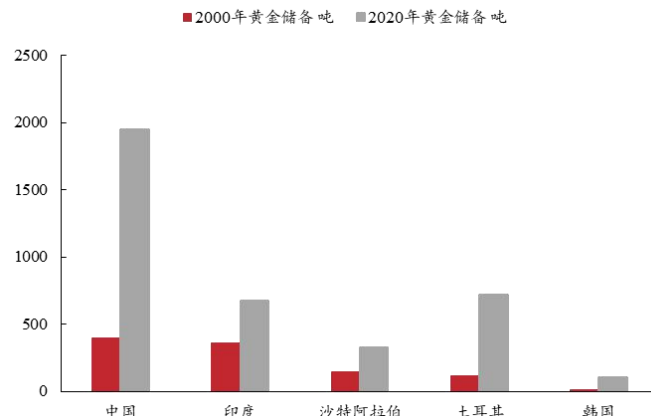
黄金战略地位明显，弱势美元下，全球黄金储备需求增加。全球层面上，当前全球总计的黄金储备正在逐步提高。截至 2021 年，全球黄金总储备已达 3.55 万吨，整体来看全球正在逐步对黄金加以重视。分国别来看，以中国为代表的各大新兴经济体在近 20 年间不断扩大自身的黄金储备。具体来看，近 20 年内中国黄金储备提高了 1553.3 吨，印度黄金储备提高了 318.9 吨，沙特阿拉伯黄金储备提高了 180.1 吨，土耳其黄金储备提高了 600.0 吨，韩国黄金储备提高了 90.8 吨。展望未来，伴随传统主流货币美元的国际地位下行，短期内将难以出现可以替代美元的其他信用货币，全球各国的储备资产或将逐步转向黄金等资产。

图表 29. 全球黄金储备持续提升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 30. 新兴国家黄金储备大幅提升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

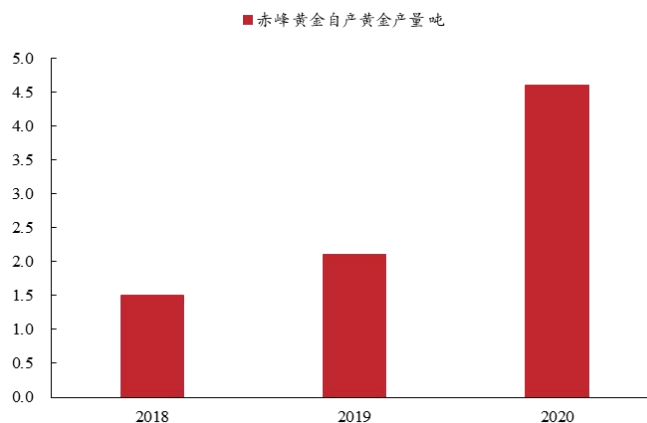
4. 相关标的

4.1. 赤峰黄金

黄金产量持续高增，2020 年产量实现翻倍增长。随着公司万象矿业由铜转金工作的持续推进，公司黄金产量呈现出了持续的增长。从 2020 年公

司的黄金产量来看，公司 2020 年累计生产自产金 4.6 吨，较 2019 年产量同比增长 119.0%。伴随着公司境内矿石处理项目的持续落地以及未来 Wassa 矿山逐步开始生产运营，公司黄金产量有望呈现出持续高增的态势。

图表 31. 赤峰黄金自产黄金产量持续增长



资料来源：赤峰黄金公司公告，东亚前海证券研究所

公司正在矿石处理方面加大投入。目前公司在国内的多数矿区建设了新增的矿石处理项目。五龙矿业方面，公司前期有 3000 吨/日选厂在建，根据公司 2021 年中报披露，目前预期该选厂已投入运营。吉隆矿业方面，当前该矿区的选厂规模为 450 吨/天，经技改后预期其选厂规模将扩大至 800 吨/日，该技改项目预期将于 2022 年年底完工。瀚丰矿业方面，目前该矿区 2000 吨/日选厂已于 2020 年 8 月份投产运行。

图表 32. 赤峰黄金国内矿山选厂规模持续扩建

子公司	当前矿石处理能力	矿石处理能力目标	完成进度
五龙矿业	1200 吨/天	3000 吨/日	已完成自动化设计，预计 2021 年底前竣工
吉隆矿业	450 吨/天	800 吨/日	预计 2022 年底前竣工
瀚丰矿业	2000 吨/日		2020 年 8 月份已完工

资料来源：赤峰黄金公司公告，东亚前海证券研究所

积极由铜转金，Sepon 矿黄金产量正持续高增。自公司并购 Sepon 矿至 2020 年，Sepon 矿的主要产品为电解铜。而自 2020 年开始，公司正积极推动 Sepon 矿的由铜转金。2020 年 5 月中旬氧化矿处理系统投产运行，8 月末原生矿处理系统投产运行，伴随着公司对 Sepon 矿黄金资源的持续投入，该矿区的黄金产量正持续提升。根据公司 2021 年中报披露，预期 2021 年 Sepon 矿的黄金产量将达 7.5-8 吨，2022 年该矿区的黄金产量将达 10-12 吨。

图表 33. 赤峰黄金 Sepon 矿黄金产量将持续高增

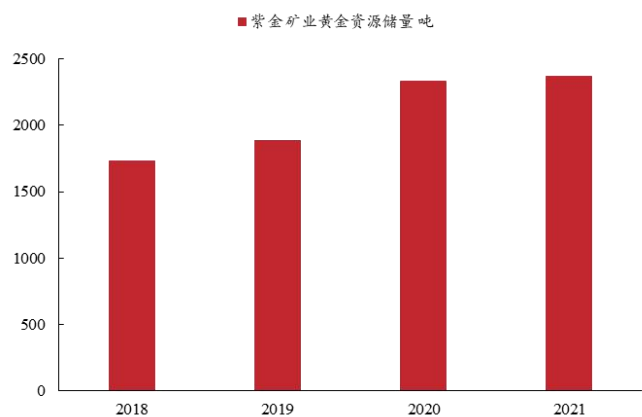
年度	黄金产量目标吨
2021 年	7.5-8
2022 年	10-12

资料来源：赤峰黄金公司公告，东亚前海证券研究所

4.2. 紫金矿业

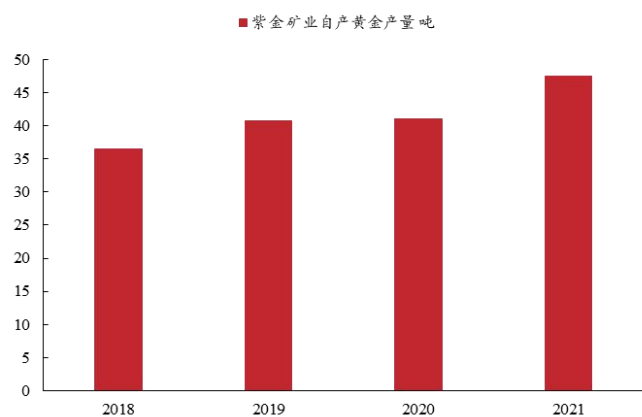
技改扩建项目有序推进，黄金储量产量稳步提升。根据公司年报披露，2021 年公司正在推进技改扩建项目的金矿有澳大利亚诺顿 Binduli 金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿、山西紫金、贵州紫金以及塔吉克斯坦泽拉夫尚公司。随着技改项目的不断推进，公司黄金储量产量实现稳步提升。截至 2021 年 12 月，公司黄金储量为 2372 吨，较 2018 年增长 37.3%，年复合增长率为 11.1%；公司自产黄金产量为 47.5 吨，较 2018 年增长 30.1%，年复合增长率为 9.2%。

图表 34. 紫金矿业黄金资源储量持续提升



资料来源：紫金矿业公司公告，东亚前海证券研究所

图表 35. 紫金矿业自产黄金产量持续提升



资料来源：紫金矿业公司公告，东亚前海证券研究所

世界级铜矿山建成投产，主力金属加速扩产。刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿及西藏巨龙铜矿这三大世界级铜矿山超预期建成投产，为公司铜、金等主力金属扩产奠定了基础。2021 年，矿产铜产量为 58.4 万吨，同比增长 29.8%；矿产金产量为 47.5 吨，同比增长 15.9%。随着重大项目的不断投产建成，公司预计 2022 年矿产铜、矿产金产量能分别达到 86 万吨、60 吨，预计增速分别为 47.2%、26.3%。

图表 36. 紫金矿业未来产量计划

	单位	2020	2021	2022E	2025E
矿产铜	金属万吨	45	58.4	86	100-110
矿产金	金属吨	41	47.5	60	80-90
矿产锌(铅)	金属万吨	38	43.4	48	
铁精矿	金属万吨	387	425	320	
矿产银	金属吨	299	309	310	

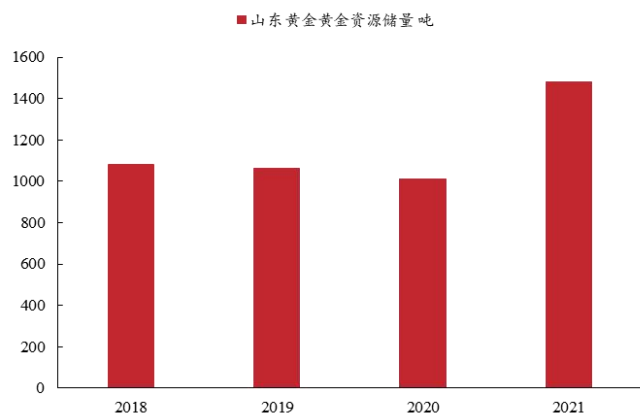
资料来源：紫金矿业公司公告，东亚前海证券研究所

4.3. 山东黄金

资源整合实现重大突破，黄金资源储量大幅增长。根据公司年报披露，2021 年公司完成了恒兴黄金控股有限公司、莱州章鉴投资有限公司等 100% 股权收购，获得了金山金矿等矿山资源。截至 2021 年 12 月，山东黄金黄金资源储量为 1479.3 吨，同比增长 46.5%。

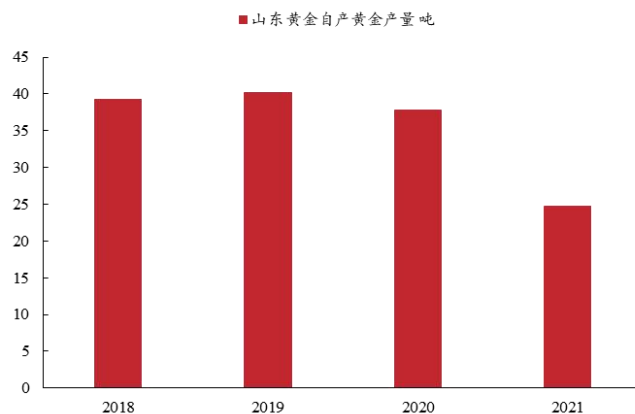
黄金产量受安全事故影响大幅下降，产量或将大幅反弹。公司 2021 年自产黄金产量为 24.8 吨，同比下降 34.4%。公司黄金产量大幅下滑的主要原因是山东省内两家金矿（均非山东黄金所属企业）发生安全事故，山东省内地下非煤矿山根据政府要求开展安全检查，公司金矿生产活动受到影响。预计随着公司矿山生产经营的逐步恢复，公司 2022 年黄金产量会大幅反弹。

图表 37. 山东黄金 2021 年黄金资源储量大幅增长



资料来源：山东黄金公司公告，东亚前海证券研究所

图表 38. 山东黄金 2021 年自产黄金产量有所下滑



资料来源：山东黄金公司公告，东亚前海证券研究所

海外收购稳步推进，莱州生产基地建设并行。公司在未来几年的发展战略为稳外拓内，公司预计在 2021 年-2025 年期间完成 2-4 笔海外矿产收购；同时，在整合莱州区域黄金资源后，逐步将莱州建设成世界级黄金生产基地。预计 2021-2023 年公司通过自有勘探活动增加约 300 吨资源量，通过资源并购增加约 350 吨资源量；2024-2025 年公司通过联合勘探、资源并

购累计增加 800 吨资源量。产量方面，预计 2021-2023 年公司将通过海外矿产并购累计增加约 13 吨黄金产量；2024-2025 年公司将通过海外矿产并购累计增加约 10 吨黄金产量。

图表 39. 山东黄金未来扩产计划

目标阶段	阶段规划
第一阶段（2021 年-2023 年）	完成 1-2 笔海外矿产收购，增加年产量约 13 吨；稳步推进莱州世界级黄金生产基地建设；通过自有勘探活动增加约 300 吨资源量，通过资源并购增加约 350 吨资源量。
第二阶段（2024 年-2025 年）	完成 1-2 笔海外矿产收购，增加年产量约 10 吨；莱州基地新增产量达到 12~13 吨；通过联合勘探、资源并购分别增加 400 吨资源量；争取有 1-2 个单体矿山规模进入全球前 30 名。

资料来源：山东黄金公司公告，东亚前海证券研究所

5. 风险提示

大宗商品价格异常波动、新项目建设进度不及预期、国际地缘政治变化。

大宗商品价格异常波动：黄金企业多伴有其他金属产品生产，全球大宗商品价格大幅波动或将对部分黄金企业业绩造成影响。

新项目建设进度不及预期：多数黄金企业目前有在建项目，若未来相关项目建设进度不及预期，或对其业绩造成影响。

国际地缘政治变化：黄金企业多数涉及境外业务，而境外投资项目国家发展差异较大，个别国家或地区可能存在一定的地缘政治风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>