



## 买入 (首次)

所属行业: 有色金属/贵金属  
当前价格(元): 15.26

### 证券分析师

#### 翟堃

资格编号: S0120523050002  
邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

#### 张崇欣

资格编号: S0120522100003  
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

#### 高嘉麒

资格编号: S0120523070003  
邮箱: gaojq@tebon.com.cn

### 研究助理

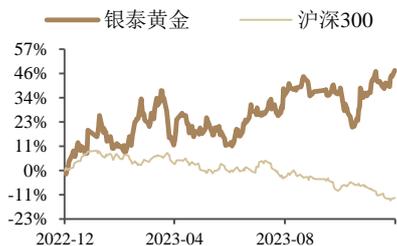
#### 谷瑜

邮箱: guyu5@tebon.com.cn

#### 康宇豪

邮箱: kangyh@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.92	7.31	8.84
相对涨幅(%)	14.31	11.32	19.31

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

# 银泰黄金: 品位优质, 增量明显

### 投资要点

- **公司是盈利能力较强的黄金矿企。**公司矿山资源丰富, 其中玉龙矿业为铅锌银多矿金属矿山; 黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿为金矿矿山。受公司优质资源影响, 公司也是黄金矿山中毛利率较高的矿企。
- **美联储加息逐渐放缓, 为黄金带来更好的配置机会。**1) 自2023年以来美国通胀水平逐步降温, 美联储加息幅度也逐步缩减至25BP, 美联储加息幅度明显放缓, 且间隔时间延长。随着美国高通胀的不断回落, 美联储加息或已经处于末期。同时根据美联储12月所发布点阵图情况判断, 未来目标利率或呈现下行趋势, 为黄金提供了比较大的配置机会。2) 各国央行和其他机构黄金储备持续增长。2022年各国央行和其他机构黄金增储达到1081.9吨, 同比增长140%。2023年前三季度增储规模达800吨, 超去年同期, 全球央行黄金增储趋势仍在延续。
- **资源优质, 成本领先。**1) 资源储量充足, 2022年黄金资源量173.9吨。品位方面, 黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦均为大型黄金矿山, 黑河银泰是国家级绿色矿山, 也是国内入选品位较高的金矿; 吉林板庙子是国家级绿色矿山, 也是国内生产管理水平较为先进的矿山; 青海大柴旦是省级绿色矿山。2) 成本方面, 根据中国黄金协会数据, 公司是黄金矿山中毛利率较高的矿企, 根据公司2022年年报, 公司当年黄金单位生产成本约为167.54元/克。根据《中国黄金年鉴2023》, 2022年我国黄金生产综合成本为254.91元/克, 公司成本情况较为领先。
- **与山东黄金协同发力, 未来增量巨大。**1) 从公司当前自身的规划来看, 产量指引明确, 远期增量空间高达3倍。2年规划目标(2025): 矿产金产量12吨, 资源量及储量达到240吨; 3年规划目标(2026): 矿产金产量15吨, 金资源量及储量达到300吨; 5年规划目标(2028): 矿产金产量22吨, 金资源量及储量达到500吨; 7年规划目标(2030): 矿产金产量28吨, 金资源量及储量达到600吨以上。2) 山东黄金取得银泰黄金控制权后, 在保持银泰黄金现有生产经营业务稳定的前提下, 山东黄金集团计划将旗下优质的有色金属板块资产在资产质量符合证监会相关规定的情况下注入银泰黄金。
- **投资建议。**随着美联储加息放缓, 当前黄金配置机会或更加显著, 同时公司未来增量较多, 品位较优, 看好公司发展。预计2023-2025年公司归母净利润分别为15.2、19.1、24.1亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 探矿及开采风险, 产品价格波动风险, 项目审批进度不及预期。

### 股票数据

总股本(百万股):	2,776.72
流通A股(百万股):	2,486.70
52周内股价区间(元):	10.20-15.26
总市值(百万元):	42,372.78
总资产(百万元):	15,903.44
每股净资产(元):	4.05

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,040	8,382	9,882	11,399	13,103
(+/-)YOY(%)	14.3%	-7.3%	17.9%	15.4%	14.9%
净利润(百万元)	1,273	1,124	1,524	1,905	2,406
(+/-)YOY(%)	2.5%	-11.7%	35.5%	25.0%	26.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.46	0.40	0.55	0.69	0.87
毛利率(%)	25.1%	24.8%	25.9%	27.6%	29.7%
净资产收益率(%)	12.2%	10.3%	13.1%	14.0%	15.1%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 盈利能力较强的黄金矿企 .....	5
1.1. 资源逐步扩张，山东黄金入主完成.....	5
1.2. 2023 年前三季度利润提升 .....	6
2. 长短因素共振，黄金价格或有上行 .....	8
2.1. 2024 年或有降息，催化黄金涨价 .....	8
2.2. 全球持续增储，推升黄金价格 .....	12
3. 资源产量持续扩张，高品位带来低成本 .....	15
3.1. 品位行业领先，成本优势明显 .....	15
3.2. 矿产金增量明显，规划清晰 .....	16
4. 盈利预测及估值 .....	18
4.1. 盈利预测 .....	18
4.2. 可比估值 .....	18
5. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 银泰黄金历史沿革 .....	5
图 2: 银泰黄金前十大股东 .....	6
图 3: 公司收入情况 .....	6
图 4: 2022 年公司收入拆解 .....	6
图 5: 公司毛利情况 .....	7
图 6: 2022 年公司毛利拆解 .....	7
图 7: 公司费用率情况 .....	7
图 8: 公司归母净利润情况 .....	7
图 9: 黄金价格与美国实际利率负相关 .....	8
图 10: 联邦基金目标利率引导美国实际利率 .....	8
图 11: 黄金价格在历次加息、降息区间的变动趋势 .....	8
图 12: 美国 CPI 增速回落 .....	10
图 13: 美国核心 CPI 增速回落 .....	10
图 14: EIA2024 年原油库存预测 .....	11
图 15: WTI 原油价格情况 .....	11
图 16: CPI 住房租金项及房价情况 .....	11
图 17: 美国薪资增长情况有所缓和 .....	11
图 18: 本次美联储加息进程 .....	11
图 19: 远期政策利率或有下行 .....	11
图 20: 全球黄金储备提升 .....	12
图 21: 发展中国家为主要增储国 .....	12
图 22: 美元外储占比下行 .....	12
图 23: 2022 年全球央行大幅增储黄金 .....	13
图 24: 各国央行和其他机构黄金增储趋势延续 (单位: 吨) .....	13
图 25: 国内黄金增储多伴随金价上行 .....	13
图 26: 纸黄金需求下行 .....	14
图 27: 2022 年全国黄金生产综合成本 254.91 元 .....	16
图 28: 分矿山产量情况 .....	16
表 1: 银泰黄金主要子公司业务性质 .....	5
表 2: 加息结束黄金价格多有上行 (百分比为金价涨幅) .....	9

表 3: 降息区间黄金价格多数上行 (百分比为金价涨幅) .....	9
表 4: 美国 CPI 拆解.....	10
表 5: 银泰黄金矿产资源情况.....	15
表 6: 银泰黄金战略规划 .....	17
表 7: 银泰黄金矿产金产量规划 .....	17
表 8: 银泰黄金重点项目 .....	17
表 9: 银泰黄金业务拆解预测.....	18
表 10: 可比估值情况 .....	18

## 1. 盈利能力较强的黄金矿企

### 1.1. 资源逐步扩张，山东黄金入主完成

公司是盈利能力较强的黄金矿企。公司保有多座矿山资源，其中玉龙矿业为铅锌银多矿金属矿山；黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿为金矿矿山。黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦均为大型黄金矿山，黑河银泰是国家级绿色矿山，也是国内入选品位较高的金矿；吉林板庙子是国家级绿色矿山，也是国内生产管理水平较为先进的矿山；青海大柴旦是省级绿色矿山。根据中国黄金协会数据，2021年公司矿产金产量在全国黄金上市公司中排名第七位，公司也是黄金矿山中毛利率较高的矿企。玉龙矿业为国家级绿色矿山，是目前国内矿产银（含量银）最大的单体矿山之一，也是已知国内上市公司中毛利率较高的矿山。

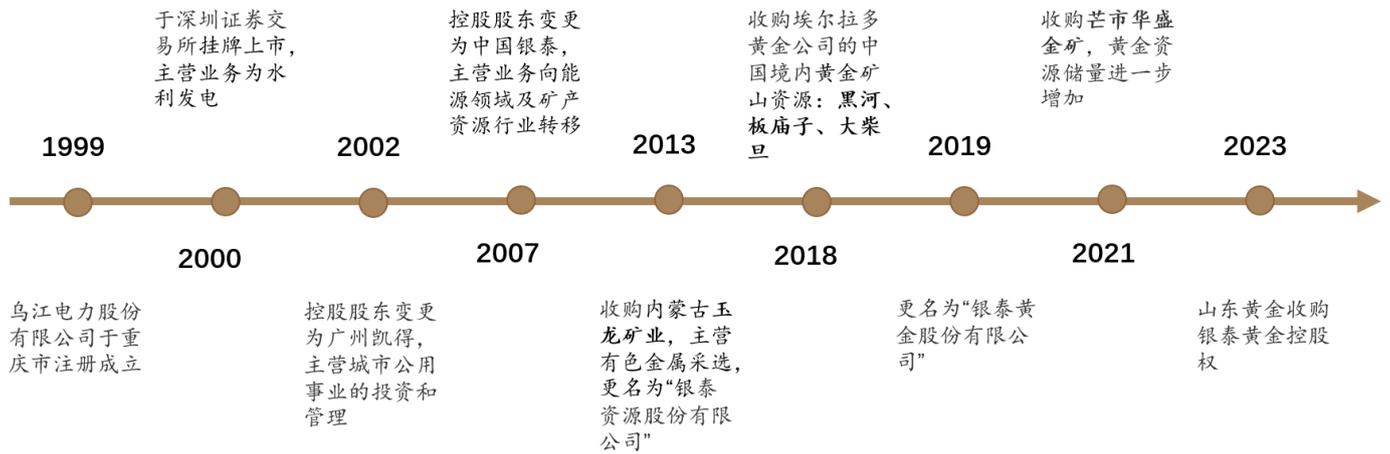
表 1：银泰黄金主要子公司业务性质

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	直接或间接持股比例
玉龙矿业	内蒙古	内蒙古锡林郭勒盟	银、铅、锌矿开采、矿产品销售	76.7%
银泰盛鸿	上海	上海自贸区	供应链管理等	96.6%
吉林板庙子	吉林省白山市	吉林省白山市	金矿勘查、开采、冶炼、矿产品销售	95.0%
黑河银泰	黑龙江省黑河市逊克县	黑龙江省黑河市逊克县	金矿勘查、开采、冶炼、矿产品销售	100.0%
青海大柴旦	青海省海西州	青海省海西州	金矿勘查、开采、冶炼、矿产品销售	90.0%
华盛金矿	云南德宏州芒市	云南德宏州芒市	金矿勘查、开采、冶炼、矿产品销售	60.0%

注：数据截至 2022 年年报  
资料来源：公司公告，德邦研究所

资源逐步扩张，2023 年正式进入山东黄金旗下。从公司的发展历程来看，公司 2007 年控股股东变更为中国银泰，主营业务向能源领域及矿产资源行业转移；2013 年收购内蒙古玉龙矿业，2018 年收购埃尔拉多黄金公司的中国境内黄金矿山资源：黑河、板庙子、大柴旦；2019 年更名为“银泰黄金股份有限公司”；2021 年收购芒市华盛金矿。并于 2023 年正式进入山东黄金旗下。

图 1：银泰黄金历史沿革



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

山东黄金为第一大股东, 实控人为山东省国资委。截至 2023 年第三季度, 公司的股权结构中占比最大的为山东黄金矿业股份有限公司, 其持股占总股本比例为 23.1%, 其次为王水、程少良、香港中央结算有限公司、华夏能源革新股票型证券投资基金等, 上述四者持股占比分别为 13.90%、4.93%、2.54%、2.48%。实控人角度上, 公司实控人为山东省国有资产监督管理委员会。

图 2: 银泰黄金前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	山东黄金矿业股份有限公司	641,398,160	23.10
2	王水	385,993,343	13.90
3	程少良	136,913,610	4.93
4	香港中央结算有限公司	70,574,042	2.54
5	华夏能源革新股票型证券投资基金	68,926,375	2.48
6	华泰柏瑞富利灵活配置混合型证券投资基金	54,152,912	1.95
7	上海昀虎投资管理中心(有限合伙)	36,909,189	1.33
8	华泰柏瑞多策略灵活配置混合型证券投资基金	28,932,656	1.04
9	新华人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	26,545,831	0.96
10	何艳	26,457,400	0.95
	合计	1,476,803,518	53.18

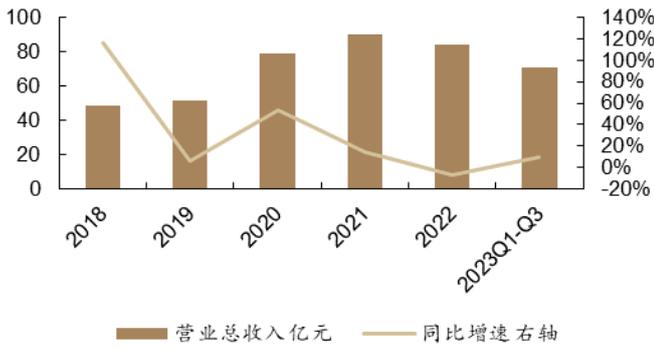
注: 数据截至 2023 年三季报  
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

## 1.2. 2023 年前三季度利润提升

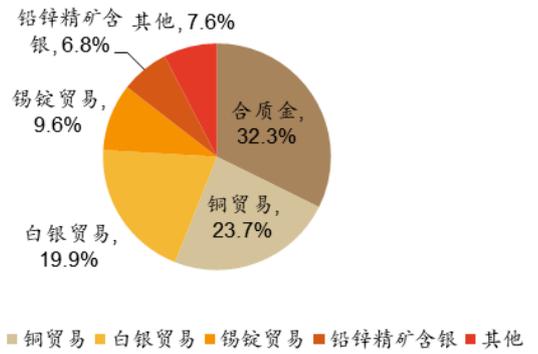
2023 年前三季度收入同比提升, 贸易业务贡献主要营收。营业收入方面, 2022 年公司实现营业总收入 83.82 亿元, 同比增速为 -7.29%; 2023Q1-Q3 公司实现营业总收入 70.95 亿元, 同比增速为 10.30%; 收入结构方面, 2022 年公司合质金业务收入占比最高, 达 32.32%。其次为铜贸易、白银贸易、锡锭贸易, 收入占比分别为 23.69%、19.93%、9.61%。

图 3: 公司收入情况

图 4: 2022 年公司收入拆解



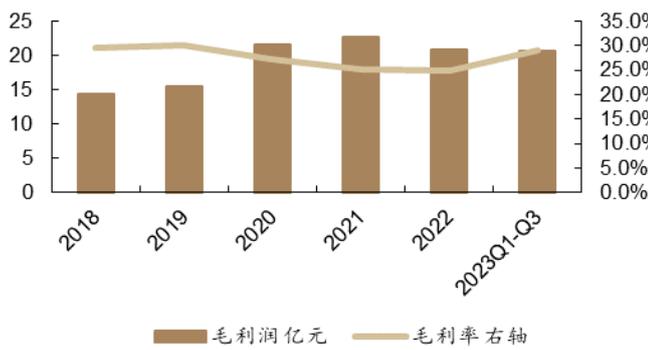
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

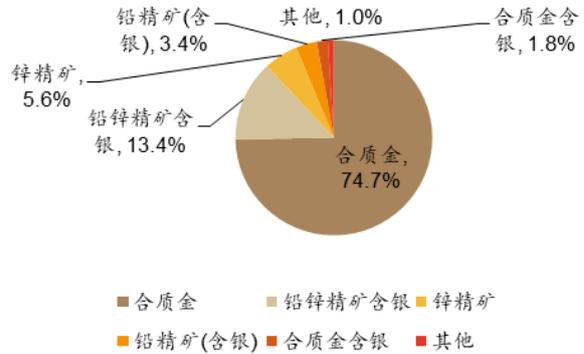
**毛利率情况改善, 合质金贡献主要毛利。**毛利方面, 公司2022年实现毛利润20.8亿元, 毛利率为24.82%; 2023Q1-Q3实现毛利润20.63亿元, 毛利率为29.08%; 毛利结构方面, 2022年公司合质金业务毛利占比最高, 达74.73%。其次为铅锌精矿含银、锌精矿、铅精矿(含银), 毛利占比分别为13.38%、5.65%、3.44%。

图5: 公司毛利情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

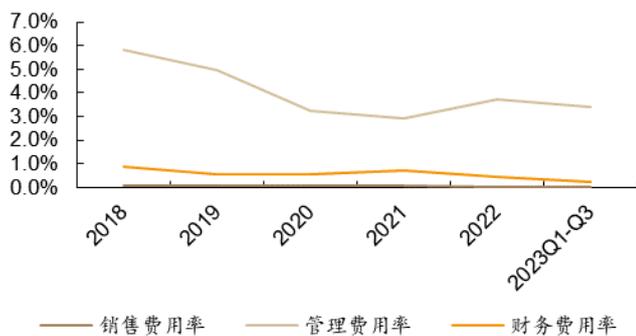
图6: 2022年公司毛利拆解



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

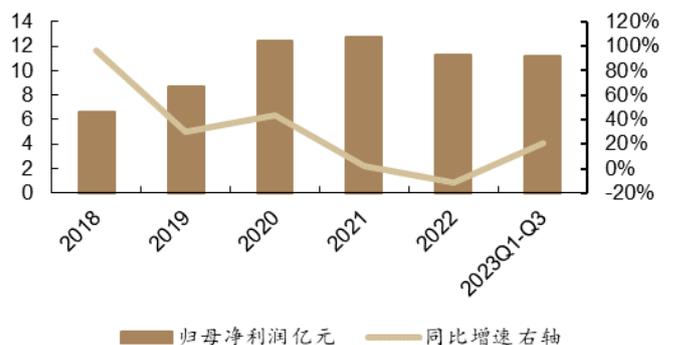
**费用水平下行, 公司2023年前三季度净利润情况大幅提升。**费用方面, 2022年公司销售、管理、财务费用率分别为0.04%、3.71%、0.45%; 2023Q1-Q3公司销售、管理、财务费用率分别为0.01%、3.42%、0.23%; 归母净利润方面, 2022年公司实现归母净利润11.24亿元, 同比增长约-11.69%; 2023Q1-Q3公司实现归母净利润11.18亿元, 同比增长约20.24%。

图7: 公司费用率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图8: 公司归母净利润情况



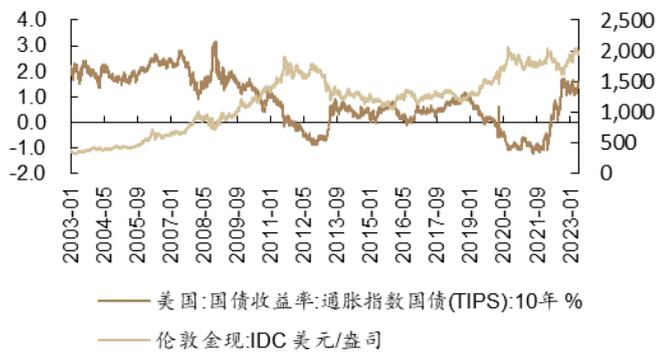
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

## 2. 长短因素共振，黄金价格或有上行

### 2.1. 2024 年或有降息，催化黄金涨价

黄金价格与实际利率负相关，实际利率跟随目标利率。美债的实际利率实际上反映了持有黄金作为资产的机会成本。观察近 20 年来美债收益率与金价的关系也能够看出，黄金价格与美债收益率呈现负相关，在美债收益率上行时，金价会受到压制，而在美债收益率下行时，金价则会有一定程度的上涨。实际利率会受到联邦基金目标利率的引导，当实际利率偏离联邦基金目标利率时，美联储会通过公开市场操作等一系列的举措使得实际利率趋于目标利率。受到实际情况的影响，实际利率与目标利率会有一定程度的偏离，总体上实际利率围绕联邦基金目标利率而波动。

图 9：黄金价格与美国实际利率负相关



资料来源：Wind，德邦研究所

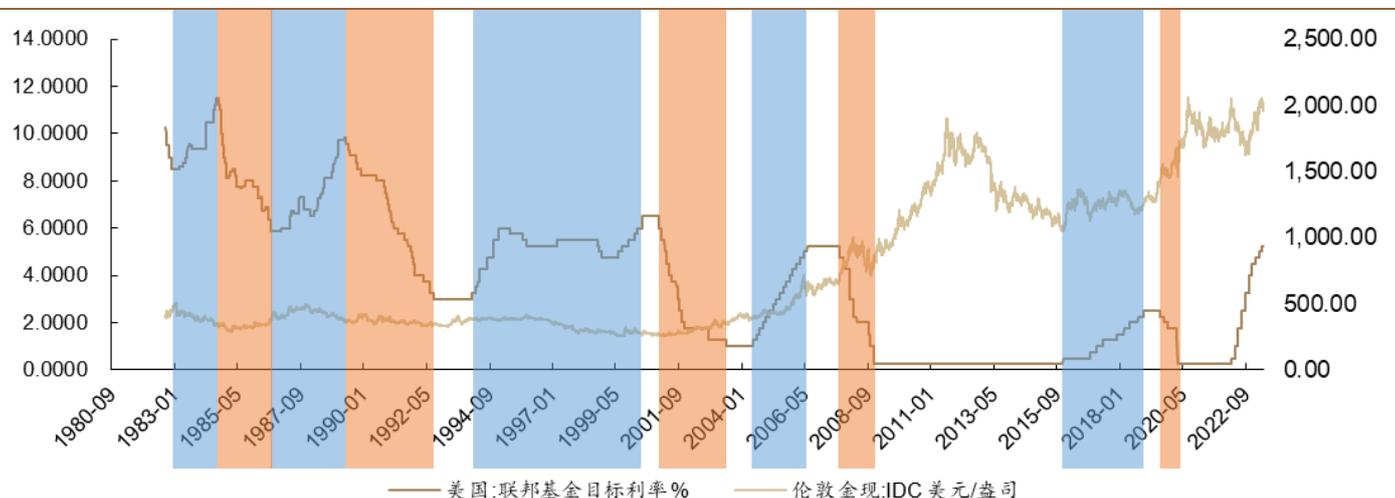
图 10：联邦基金目标利率引导美国实际利率



资料来源：Wind，德邦研究所

在历次加息过程中，金价会受到一定程度的压制。在 1983-1984、1987-1989、1994-2000 三次加息中，能够很明显的看出当美联储加息时，金价下跌；在 2004-2006 的加息过程中，金价整体上升可能是受到美国金融市场泡沫的影响，但仍能看出金价承压，涨势较缓。在 2015-2018 的加息中，黄金价格振荡加剧，整体上受到加息影响的压制比较明显。而伴随美联储降息以及后续政策利率的低位运行，黄金价格多有回升。

图 11：黄金价格在历次加息、降息区间的变动趋势



注：蓝、橙色分别标注美联储升息、降息区间

资料来源: Wind, 德邦研究所

由于黄金的高度金融化, 加息结束金价多有上行。受到预期的影响, 在加息开始前, 对黄金的需求下降, 因此金价下跌; 在加息结束时, 对黄金的需求增加, 金价上涨。分析前五次的加息, 在结束之前的一周, 金价涨幅分别为 1.5%、-1.1%、-0.4%、2.1%、1.2%; 而在加息结束之后的一段时间内, 金价也多有上涨。

**表 2: 加息结束黄金价格多有上行 (百分比为金价涨幅)**

	开始时间	开始之前的一周	开始之前的一个月	开始之前的三个月	开始之前的半年
第一次加息	1983-03-31	1.2%	0.2%	-9.2%	3.2%
第二次加息	1987-01-05	2.5%	2.7%	-8.5%	14.6%
第三次加息	1994-02-04	2.5%	-1.2%	2.5%	2.8%
第四次加息	2004-06-30	-0.2%	-0.3%	-7.4%	-5.2%
第五次加息	2015-12-17	-2.0%	-1.7%	-7.7%	-12.4%
	开始时间	结束之前的一周	结束之前的一个月	结束之前的三个月	结束之前的半年
第一次加息	1983-03-31	1.5%	0.0%	-7.6%	-8.8%
第二次加息	1987-01-05	-1.1%	-3.4%	-3.2%	-11.0%
第三次加息	1994-02-04	-0.4%	-2.5%	-8.9%	-6.3%
第四次加息	2004-06-30	2.1%	-8.2%	2.7%	16.0%
第五次加息	2015-12-17	1.2%	3.1%	5.0%	-0.8%
	开始时间	开始之后的一周	开始之后的一个月	开始之后的三个月	开始之后的半年
第一次加息	1983-03-31	2.7%	3.5%	0.0%	-0.6%
第二次加息	1987-01-05	3.0%	0.8%	5.0%	11.3%
第三次加息	1994-02-04	-1.2%	-2.4%	-3.2%	-2.1%
第四次加息	2004-06-30	2.1%	-0.8%	4.6%	12.7%
第五次加息	2015-12-17	2.3%	3.5%	20.0%	22.2%
	开始时间	结束之后的一周	结束之后的一个月	结束之后的三个月	结束之后的半年
第一次加息	1983-03-31	2.3%	-1.3%	1.0%	-12.5%
第二次加息	1987-01-05	-2.8%	-1.8%	-1.6%	5.0%
第三次加息	1994-02-04	-0.5%	5.2%	-0.3%	-4.0%
第四次加息	2004-06-30	5.6%	5.9%	0.6%	4.2%
第五次加息	2015-12-17	1.3%	1.7%	4.2%	6.9%

资料来源: Wind, 德邦研究所

降息多伴随金价上涨。在降息开始前的一周, 前五次降息中有三次金价上涨, 且后两次降息开始前的半年, 金价都保持上涨。在降息开始之后的一个月和半年, 五次降息中有四次金价上涨, 其中第四次、第五次降息开始前后半年的时间, 金价持续上涨。受到预期的影响, 在降息开始前后, 会增加对黄金的需求, 因此将会助推金价的进一步上涨。

**表 3: 降息区间黄金价格多数上行 (百分比为金价涨幅)**

	开始时间	开始之前的一周	开始之前的一个月	开始之前的三个月	开始之前的半年
第一次降息	1984-09-20	0.1%	-2.1%	-9.5%	-12.7%
第二次降息	1989-06-06	-0.2%	-2.9%	-7.5%	-13.8%
第三次降息	2001-01-03	-2.3%	-1.1%	-0.6%	-5.5%
第四次降息	2007-09-18	2.9%	10.0%	10.5%	9.0%
第五次降息	2019-08-01	1.4%	1.9%	13.0%	9.7%
	开始时间	结束之前的一周	结束之前的一个月	结束之前的三个月	结束之前的半年
第一次降息	1984-09-20	0.3%	9.3%	13.2%	14.3%
第二次降息	1989-06-06	0.7%	-2.2%	1.2%	-1.8%
第三次降息	2001-01-03	-4.4%	-6.2%	5.5%	-0.5%

第四次降息	2007-09-18	11.1%	15.6%	-0.7%	-4.5%
第五次降息	2019-08-01	-9.5%	-4.4%	2.6%	1.4%
	开始时间	开始之后的一周	开始之后的一个月	开始之后的三个月	开始之后的半年
第一次降息	1984-09-20	1.9%	0.2%	-8.7%	-6.5%
第二次降息	1989-06-06	-1.7%	5.6%	-1.7%	13.4%
第三次降息	2001-01-03	-1.2%	-0.2%	-4.1%	0.5%
第四次降息	2007-09-18	1.1%	6.2%	9.7%	38.6%
第五次降息	2019-08-01	3.9%	5.2%	3.5%	8.4%
	开始时间	结束之后的一周	结束之后一个月	结束之后三个月	结束之后半年
第一次降息	1984-09-20	0.1%	11.3%	1.9%	2.8%
第二次降息	1989-06-06	-0.3%	2.0%	-1.7%	-3.5%
第三次降息	2001-01-03	1.2%	4.4%	10.8%	18.0%
第四次降息	2007-09-18	-2.1%	-4.7%	7.6%	9.5%
第五次降息	2019-08-01	2.5%	13.3%	14.2%	28.1%

资料来源: Wind, 德邦研究所

**2022 年下半年以来美国 CPI 持续下行。**美联储本轮加息是为了缓解疫情期间美国的高通胀，目前通胀呈现持续的下行趋势，截至 2023 年 10 月，美国 cpi 同比增速为 3.20%，核心 CPI 同比增速 4.00%，均较高点有所下行。

图 12: 美国 CPI 增速回落



图 13: 美国核心 CPI 增速回落



资料来源: Wind, 德邦研究所

资料来源: Wind, 德邦研究所

**能源价格走弱为 10 月 CPI 主要贡献。**从当前美国 CPI 的构成来看，食品、能源、其它三大主项的占比分别为 13.372%、7.185%、79.443%。其次，其他项目中占比相对较大的分项为房租，占比 34.863%。从 10 月的变动情况来看，10 月通胀增速的下行主要受能源项带动，同比下滑 4.5%，环比下滑 3.1%。

表 4: 美国 CPI 拆解

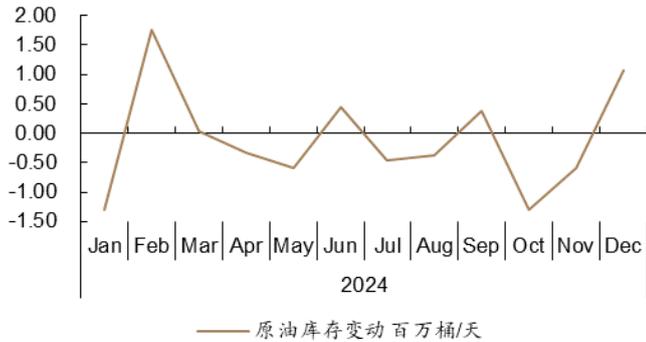
分类	占比 %	未经调节的指数			未经调节的变动		季调后变动		
		2022.10	2023.09	2023.10	2022.10-2023.10	2023.09-2023.10	2023.07-2023.08	2023.08-2023.09	2023.09-2023.10
食品	13.372	315.323	324.704	325.731	3.3	0.3	0.2	0.2	0.3
能源	7.185	300.359	296.004	286.754	-4.5	-3.1	5.6	1.5	-2.5
其他	79.443	299.315	310.817	311.38	4	0.2	0.3	0.3	0.2
其中:									
房租	34.863	362.093	385.433	386.435	6.7	0.3	0.3	0.6	0.3

注: 1982-94=100

资料来源: 美国劳工部, 德邦研究所

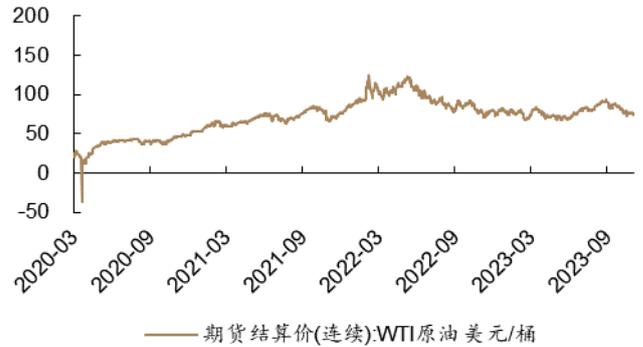
**原油预计仍供大于求, 能源价格预计难有大幅上行。**从供需情况来看, 根据 EIA 预测, 2024 年原油市场仍供大于求。全年来看, 全球原油月均产量预计为 102.55 百万桶/天, 月均消费量约 102.44 百万桶/天。受此影响, 预计 2024 年国际原油价格或难有大幅上行, 支撑通胀情况回落。

图 14: EIA2024 年原油库存预测



资料来源: EIA, 德邦研究所

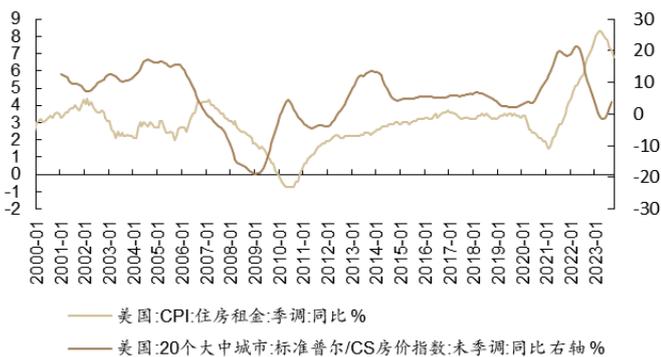
图 15: WTI 原油价格情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

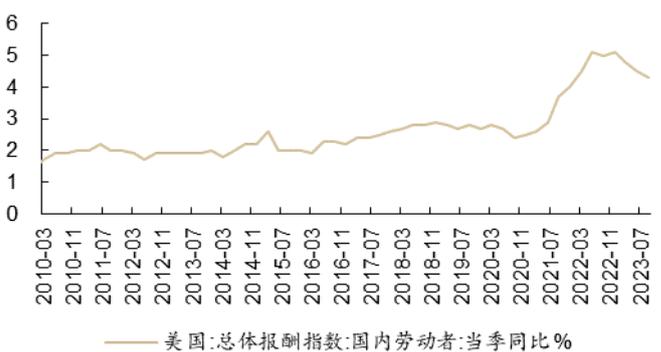
**房租价格增速下行, 美国薪资增长情况缓和。**房租方面, 美国 CPI 住房租金项多随房价变动, 并伴有一定滞后。从房价情况来看, 美国 20 个大中城市标准普尔/CS 房价指数同比增速自 2022 年 6 月以来已出现大幅下滑, 而住房租金 CPI 也于 2023 年 3 月以来逐步呈现下行趋势, 预计在前期房价有所下调的背景下, 未来房租 CPI 数据也将逐步呈现下行趋势。劳动市场方面, 美国 10 月季调后非农就业人口增加 15 万人, 为 6 月以来最小增幅, 市场预期为 18 万人。而伴随劳动市场的逐步降温, 美国薪资增长情况有所缓和, 2023 年第三季度美国总体报酬指数同比增速为 4.3%, 较前期高点有所回落。

图 16: CPI 住房租金项及房价情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 美国薪资增长情况有所缓和

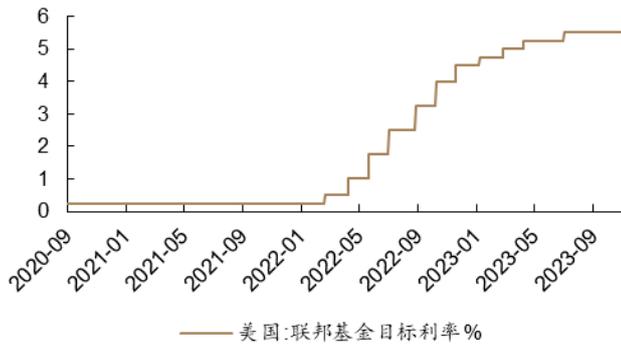


资料来源: Wind, 德邦研究所

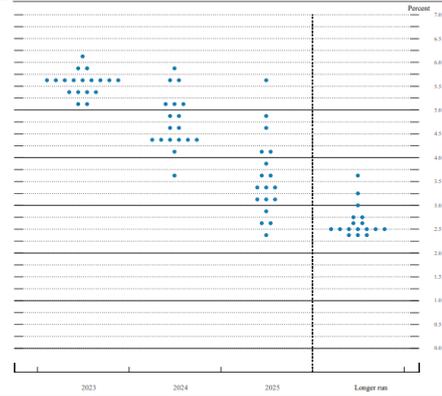
**美联储加息逐渐放缓, 或为黄金带来更好的配置机会。**自 2023 年以来美国通胀水平逐步降温, 美联储加息幅度也逐步缩减至 25BP, 美联储加息幅度明显放缓, 且间隔时间延长。随着美国高通胀的不断回落, 美联储加息或已经处于末期。同时根据 12 月美联储所发布点阵图情况判断, 未来目标利率或呈现下行趋势, 为黄金提供了比较大的配置机会。

图 18: 本次美联储加息进程

图 19: 远期政策利率或有下行



资料来源: Wind, 德邦研究所

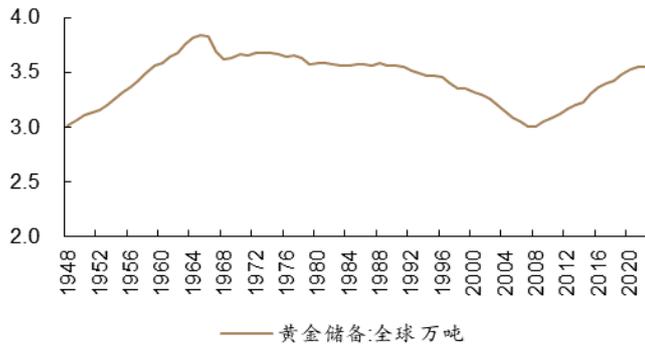


注: 点阵图截至 2023 年 12 月  
资料来源: 美联储, 德邦研究所

## 2.2. 全球持续增储, 推升黄金价格

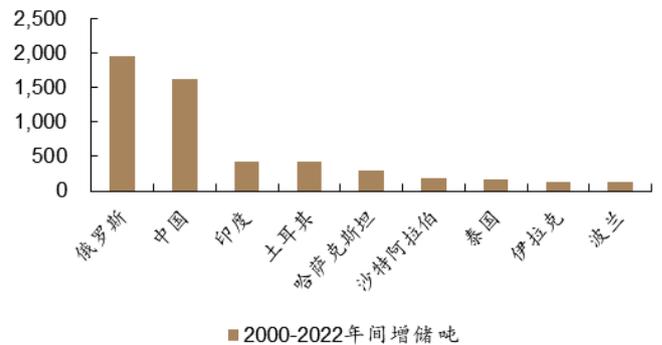
全球黄金储备量开始上行, 主要储备国为俄罗斯和中国。1971 年起全球黄金储备量逐年降低, 从 1971 年 36574.73 吨减少至 2008 年 30002.31 吨。2008 年次贷危机后, 全球黄金储备量出现明显上涨, 截止 2022 年储备量达 35459.50 吨。2000-2022 年期间, 主要增储国以发展中国家为主, 分别为俄罗斯、中国、印度、土耳其和哈萨克斯坦, 增储量分别为 1948.34 吨、1615.50 吨、429.60 吨、425.48 吨和 294.45 吨。

图 20: 全球黄金储备提升



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 21: 发展中国家为主要增储国



资料来源: Wind, 德邦研究所

国际局势动荡宏观因素加持, 美元外汇储蓄占比下降。俄乌冲突以来, 美国禁止俄罗斯央行关于美元任何交易, 导致俄罗斯能源贸易改用卢布结算; 去中心化的比特币作为替代资产和避险工具的诞生; 石油结算体系的松动, 沙特与美国关系紧张并表示对使用其他货币结算贸易持开放态度。美元外储占比从 2011 年 62%, 下降至 2022 年 58%, 预计未来仍有下降可能。

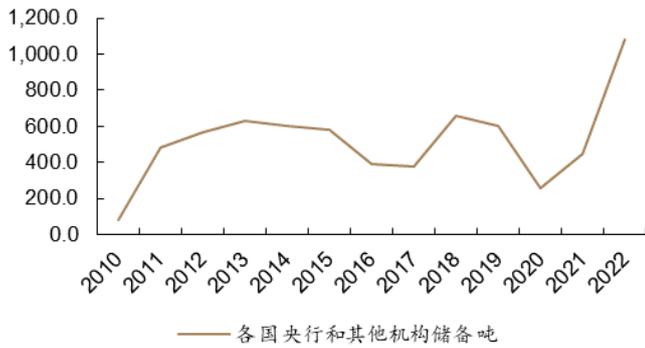
图 22: 美元外储占比下行



资料来源: Wind, 德邦研究所

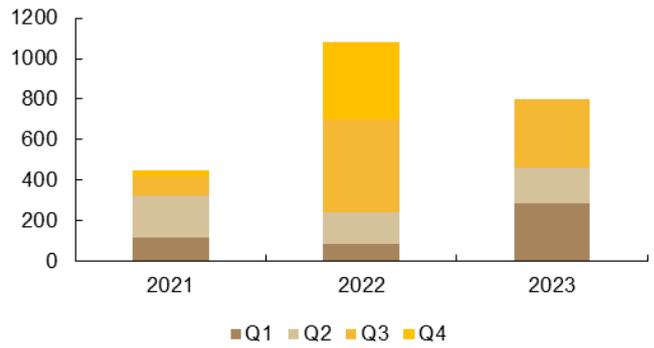
美元外汇储蓄占比下降背景下, 各国央行和其他机构黄金储备持续增长。2022 年各国央行和其他机构黄金增储达到 1081.9 吨, 同比增长 140%。2023 年前三季度增储规模达 800 吨, 超去年同期, 全球央行黄金增储趋势仍在延续。

图 23: 2022 年全球央行大幅增储黄金



资料来源: 世界黄金协会, 德邦研究所

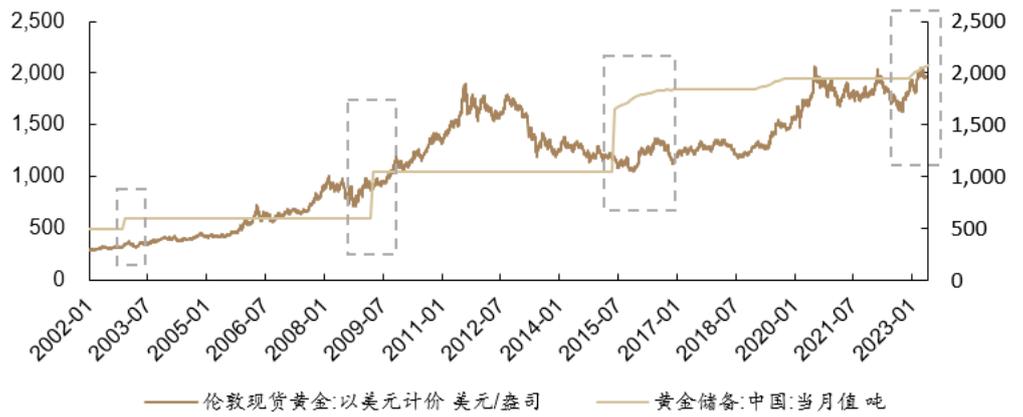
图 24: 各国央行和其他机构黄金增储趋势延续 (单位: 吨)



资料来源: 世界黄金协会, 德邦研究所

黄金增储或将带动金价上行。回顾国内黄金历次大的增储区间, 2002 年 12 月国内黄金储备从 500.48 吨增至 599.98 吨, 黄金价格在 11 月末的 319.05 美元/盎司提升至 12 月末的 342.75 美元/盎司; 2009 年 4 月的增储过程中国内黄金储备从 599.98 吨提升至 1,054.09 吨, 金价在当年 4-5 月从 916.5 涨至 975.50 美元/盎司; 至 2017 年 6 月国内黄金储备提升至 1,842.56 吨, 自 2015 年 6 月到此金价涨 71.25 元; 2023 年国内黄金储备持续增长, 也伴随金价逐步上行。

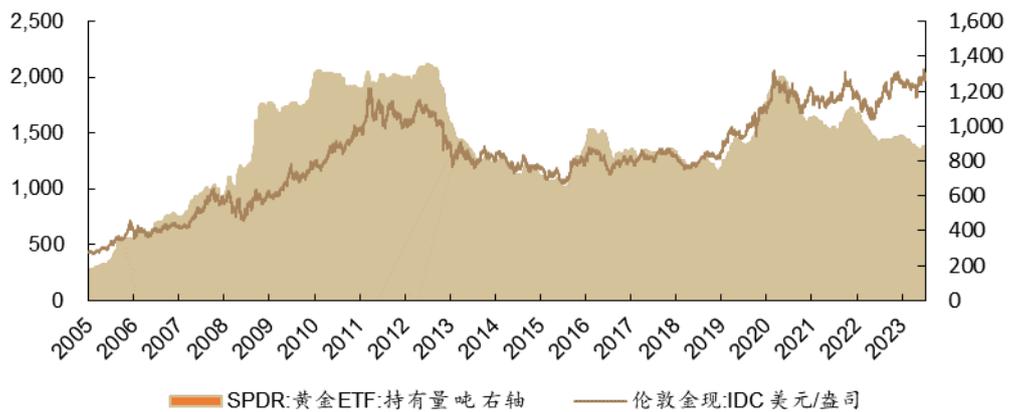
图 25: 国内黄金增储多伴随金价上行



资料来源: Wind, 德邦研究所

**纸黄金需求下降，投资者更追求实体黄金。**黄金ETF方面，从2020年起，需求量处于下降趋势。2020年黄金ETF持有量为1170.74吨，到2022年降至917.64吨。反观黄金价格，根据伦敦黄金现货价格，2018年-2022年黄金价格一路上涨。2018年金现货价格为1282.20美元/盎司，2022年增长至1822.79美元/盎司，其中2019年和2020年涨幅达18.32%和25.07%。从黄金ETF需求下降和金价的持续上涨推断出，投资者相对纸黄金更倾向信赖于实物黄金。

图 26: 纸黄金需求下行



资料来源: Wind, 德邦研究所

### 3. 资源产量持续扩张，高品位带来低成本

#### 3.1. 品位行业领先，成本优势明显

**资源储量充足，黄金资源量 173.9 吨。**从资源情况来看，截至 2022 年末，银泰黄金合计总资源量（含地表存矿）矿石量 10,145.17 万吨，金金属量 173.9 吨，银金属量 6,921.2 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。公司有 5 大矿山分别为：玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿。其中：

**玉龙矿业：**截至 2022 年末，采矿权和探矿权合计保有资源量矿石量 5,385.68 万吨，银金属量 6,832.49 吨，铅金属量 60.85 万吨，锌金属量 105.86 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨，伴生金 152 千克。

**吉林板庙子：**截至 2022 年末，保有资源量为矿石量 540.5 万吨，金金属量 20.59 吨。

**青海大柴旦：**截至 2022 年末，保有资源量矿石量 1,637.37 万吨，金金属量 65.95 吨。另有堆存矿石量 131.44 万吨，金金属量 6.85 吨。

**黑河银泰：**截至 2022 年末，保有资源量矿石量 106.27 万吨，金金属量 8.99 吨，银金属量 72.39 吨。另有存货矿石量 21.41 万吨，金金属量 0.70 吨，银金属量 16.32 吨。

**华盛金矿：**根据 SRK 出具的独立技术报告保有控制加推断的资源量矿石量 2,322.50 万吨，金金属量 70.67 吨。

表 5：银泰黄金矿产资源情况

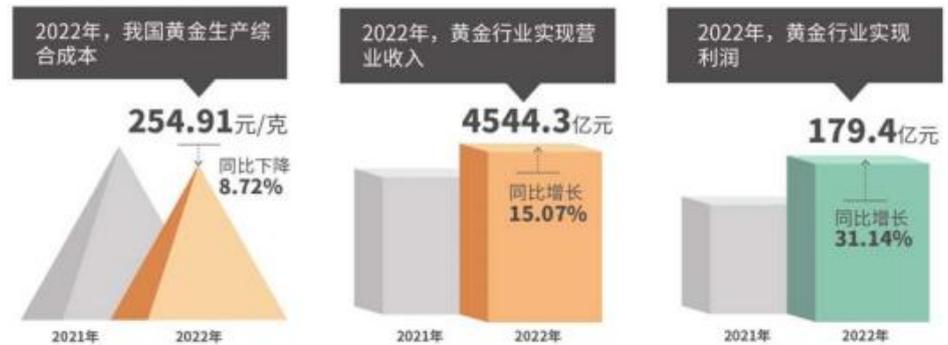
子公司	资源量矿石量 万吨	金属量	
玉龙矿业	5385.68	银	6832.49 吨
		铅	60.85 万吨
		锌	105.86 万吨
		铜	6.35 万吨
		锡	1.82 万吨
		金	152 千克
黑河银泰	127.68	金	8.99+0.70 吨
		银	72.39+16.32 吨
吉林板庙子	540.5	金	20.59 吨
青海大柴旦	1,768.81	金	65.95+6.85 吨
华盛金矿	2,322.50	金	70.67 吨

资料来源：银泰黄金 2022 年年报，德邦研究所

**品位领先，成本优于行业水平。**品位方面，黑河银泰、吉林板庙子和青海大柴旦均为大型黄金矿山，黑河银泰是国家级绿色矿山，也是国内入选品位较高的金矿；吉林板庙子是国家级绿色矿山，也是国内生产管理水平较为先进的矿山；

青海大柴旦是省级绿色矿山。成本方面，根据中国黄金协会数据，公司是黄金矿山中毛利率较高的矿企，根据公司 2022 年年报，公司当年黄金单位生产成本约为 167.54 元/克。根据《中国黄金年鉴 2023》，2022 年我国黄金生产综合成本为 254.91 元/克，公司成本情况较为领先。

图 27：2022 年全国黄金生产综合成本 254.91 元

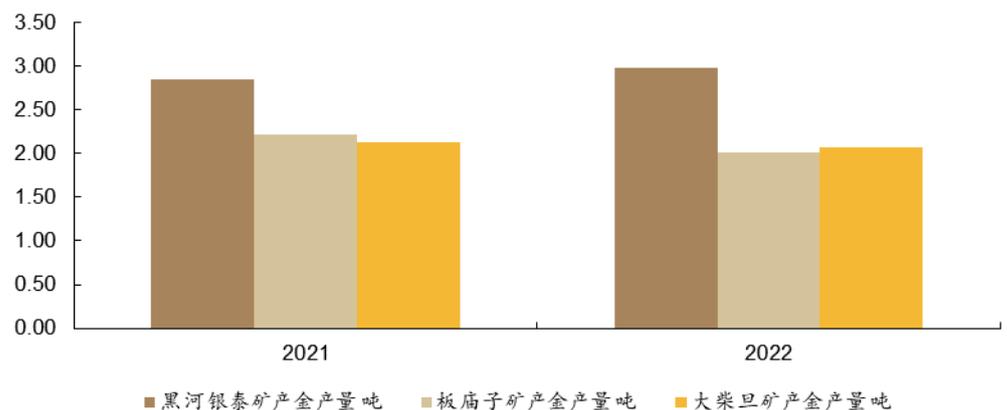


资料来源：中国黄金年鉴 2023，德邦研究所

### 3.2. 矿产金增量明显，规划清晰

近两年黄金产量稳定，黑河银泰产量较大。从公司最近两年的黄金产量情况来看，2022 年公司黑河银泰、板庙子、大柴旦三大主要矿山分别实现矿产金产量 2.98 吨、2.02 吨、2.07 吨，2021 年分别实现矿产金产量 2.85 吨、2.22 吨、2.14 吨。其中黑河银泰产量在三大矿山中较为领先。

图 28：分矿山产量情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

**与山东黄金协同发力。**从公司当前自身的规划来看，未来公司计划坚持资源扩张，突出资源为先的经营理念；持续布局重大提产项目；把握安全底线；并持续加大科技创新。此外，山东黄金方面也表示：山东黄金的控股股东山东黄金集团及其控制的部分企业与银泰黄金部分业务具有一定交叉性，与银泰黄金存在同业竞争或潜在同业竞争的情形。山东黄金取得银泰黄金控制权后，在保持银泰黄金现有生产经营业务稳定的前提下，山东黄金集团计划将旗下优质的有色金属板块

资产在资产质量符合证监会相关规定的情况下注入银泰黄金，规范与银泰黄金在有色金属业务方面存在的同业竞争及潜在同业竞争，为银泰黄金的发展提供支持。

**表 6：银泰黄金战略规划**

(一)	资源为先，全球布局，实现长期接续，谋求二次飞跃
(二)	项目为基，扩能增产，推进重点工程，保障产能提升
(三)	安全为本，筑牢防线，紧盯“双零”目标，坚持绿色发展
(四)	改革创新，优化机制，发挥协同效应，打造体制优势

资料来源：银泰黄金发展战略规划纲要，德邦研究所

**产量指引明确，远期增量空间高达 3 倍。**2 年规划目标 (2025)：矿产金产量 12 吨，资源量及储量达到 240 吨；3 年规划目标 (2026)：矿产金产量 15 吨，金资源量及储量达到 300 吨；5 年规划目标 (2028)：矿产金产量 22 吨，金资源量及储量达到 500 吨；7 年规划目标 (2030)：矿产金产量 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上。

**表 7：银泰黄金矿产金产量规划**

时间	产量目标	资源目标
两年规划目标 十四五末	矿产金产量 12 吨	金资源量及储量达到 240 吨
三年规划目标 2026 年末	矿产金产量 15 吨	金资源量及储量达到 300 吨
五年规划目标 2028 年末	矿产金产量 22 吨	金资源量及储量达到 500 吨
七年规划目标 十五五末	矿产金产量 28 吨	金资源量及储量达到 600 吨以上

资料来源：银泰黄金发展战略规划纲要，德邦研究所

**短期主要增量为大柴旦、华盛。**青海大柴旦方面，2022 年年报显示公司拟新增细晶沟金矿 (新立) 采矿权证 (金金属量 14.24t)；青龙沟 II、III 矿带采矿权证 (金金属量 7.22t)。预计将对大柴旦矿山黄金产量带来一定提升。华盛金矿方面，该矿山 2016 年以来基本停产，公司收购完成后开始办理华盛金矿资源储量核实报告的重新编制以及生产规模变更的相关手续。2022 年 2 月华盛金矿 10 万吨/年生产规模的采矿权证解除查封，有望加快生产规模变更为 120 万吨/年的相关审批工作。

**表 8：银泰黄金重点项目**

<b>黑河银泰</b>	黑河银泰作为黑龙江省矿山安全生产管理的先进单位，为“三化”建设试点单位。
<b>青海大柴旦</b>	拟新增细晶沟金矿 (新立) 采矿权证 (金金属量 14.24t)；青龙沟 II、III 矿带采矿权证 (金金属量 7.22t)。
<b>玉龙矿业</b>	2021 年公司对 1400t/d 选矿系统整体进行技术改造。同年 12 月 17 日该工程顺利通过安全设施竣工验收。
<b>华盛金矿</b>	华盛金矿 2016 年以来基本停产，公司收购完成后开始办理华盛金矿资源储量核实报告的重新编制以及生产规模变更的相关手续。2022 年 2 月华盛金矿 10 万吨/年生产规模的采矿权证解除查封，有望加快生产规模变更为 120 万吨/年的相关审批工作。

资料来源：银泰黄金 2022 年年报，德邦研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1. 盈利预测

**合质金：**假设大柴旦及华盛未来两年逐步扩产，黄金价格相对稳定。则公司合质金业务未来三年营业收入分别为 30.7、40.5、52.0 亿元；毛利分别为 19.1、24.1、29.4 亿元；毛利率分别为 62.3%、59.5%、56.6%。

**铅锌银：**假设玉龙未来产量、成本稳定，铅锌价格稳定。则公司铅锌银业务未来三年营业收入分别为 11.9、12.9、14.9 亿元；毛利分别为 6.1、7.1、9.1 亿元；毛利率分别为 51.0%、54.7%、61.0%。

**表 9：银泰黄金业务拆解预测**

		2022	2023E	2024E	2025E
合质金	收入 亿元	27.1	30.7	40.5	52.0
	毛利 亿元	15.5	19.1	24.1	29.4
	毛利率	57.4%	62.3%	59.5%	56.6%
铅锌银	收入 亿元	10.4	11.9	12.9	14.9
	毛利 亿元	5.1	6.1	7.1	9.1
	毛利率	48.5%	51.0%	54.7%	61.0%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所预测

### 4.2. 可比估值

我们采用了相对估值法，可比公司包括山东黄金、赤峰黄金、四川黄金、湖南黄金等。据 Wind 一致预期及德邦证券预测数据，主要可比公司 2023 年、2024 年、2025 年平均估值为 33.8、26.2、22.8 倍。基于行业景气度判断以及公司产量增长假设，我们认为公司估值有提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 10：可比估值情况**

代码	公司名称	收盘价 元	总市值 亿元	归母净利润 亿元				PE 倍			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600547.SH	山东黄金	22.5	924.5	12.5	23.25	32.47	43.82	74.2	39.8	28.5	21.1
600988.SH	赤峰黄金	13.7	227.3	4.5	8.2	13.66	16.96	50.4	27.7	16.6	13.4
001337.SZ	四川黄金	27.3	114.5	2.0	2.3	2.4	2.4	57.6	49.4	46.9	46.9
002155.SZ	湖南黄金	11.0	131.6	4.4	7.22	10.16	13.42	30.1	18.2	13.0	9.8
行业平均									33.8	26.2	22.8
000975.SZ	银泰黄金	15.26	423.7	11.2	15.2	19.1	24.1	37.7	27.8	22.2	17.6

注：日期截至 2023 年 12 月 25 日，山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金数据采用德邦预测，四川黄金为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所预测

## 5. 风险提示

探矿及开采风险，产品价格波动风险，项目审批进度不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.55	0.69	0.87
每股净资产	3.93	4.20	4.89	5.75
每股经营现金流	0.72	1.14	1.13	1.44
每股股利	0.28	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	27.26	27.81	22.24	17.61
P/B	2.81	3.63	3.12	2.65
P/S	5.06	4.29	3.72	3.23
EV/EBITDA	10.93	13.03	10.22	8.14
股息率%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	24.8%	25.9%	27.6%	29.7%
净利润率	14.8%	17.0%	18.4%	20.2%
净资产收益率	10.3%	13.1%	14.0%	15.1%
资产回报率	7.0%	8.6%	9.2%	10.3%
投资回报率	8.7%	10.7%	11.5%	12.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.3%	17.9%	15.4%	14.9%
EBIT 增长率	-15.8%	34.5%	24.8%	25.5%
净利润增长率	-11.7%	35.5%	25.0%	26.3%
偿债能力指标				
资产负债率	21.6%	23.2%	24.1%	21.7%
流动比率	1.9	1.8	2.2	2.7
速动比率	1.4	1.5	1.7	2.3
现金比率	0.6	0.8	1.2	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.7	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	68.2	61.4	64.8	63.1
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	2.9	3.4	3.9	4.6

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,124	1,524	1,905	2,406
少数股东损益	120	155	197	247
非现金支出	1,256	1,066	1,208	1,190
非经营收益	-165	-66	-81	-87
营运资金变动	-346	498	-100	248
经营活动现金流	<b>1,989</b>	<b>3,177</b>	<b>3,129</b>	<b>4,003</b>
资产	-609	-1,700	-1,121	-1,410
投资	-908	0	0	0
其他	156	102	126	140
投资活动现金流	<b>-1,360</b>	<b>-1,597</b>	<b>-995</b>	<b>-1,270</b>
债权募资	268	330	244	287
股权募资	0	0	0	0
其他	-863	-815	-46	-54
融资活动现金流	<b>-595</b>	<b>-485</b>	<b>198</b>	<b>233</b>
现金净流量	<b>42</b>	<b>1,096</b>	<b>2,332</b>	<b>2,967</b>

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 25 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,382	9,882	11,399	13,103
营业成本	6,302	7,326	8,251	9,216
毛利率%	24.8%	25.9%	27.6%	29.7%
营业税金及附加	178	210	245	280
营业税金率%	2.1%	2.1%	2.2%	2.1%
营业费用	3	4	4	5
营业费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	311	291	337	387
管理费用率%	3.7%	2.9%	3.0%	3.0%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	1,534	2,062	2,574	3,230
财务费用	38	0	-13	-52
财务费用率%	0.5%	0.0%	-0.1%	-0.4%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	108	102	126	140
营业利润	<b>1,616</b>	<b>2,166</b>	<b>2,714</b>	<b>3,423</b>
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	<b>1,609</b>	<b>2,166</b>	<b>2,714</b>	<b>3,423</b>
EBITDA	2,725	3,128	3,782	4,419
所得税	365	487	612	770
有效所得税率%	22.7%	22.5%	22.5%	22.5%
少数股东损益	120	155	197	247
归属母公司所有者净利润	<b>1,124</b>	<b>1,524</b>	<b>1,905</b>	<b>2,406</b>

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,874	2,970	5,301	8,268
应收账款及应收票据	40	55	54	72
存货	1,359	1,140	1,830	1,401
其它流动资产	2,410	2,402	2,454	2,419
流动资产合计	5,683	6,567	9,639	12,160
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,906	2,941	2,913	2,831
在建工程	247	203	95	51
无形资产	6,572	7,198	7,241	7,576
非流动资产合计	10,484	11,118	11,033	11,254
资产总计	<b>16,167</b>	<b>17,686</b>	<b>20,672</b>	<b>23,414</b>
短期借款	840	1,170	1,414	1,701
应付票据及应付账款	1,530	1,779	2,317	2,051
预收账款	3	2	3	3
其它流动负债	603	642	742	811
流动负债合计	2,975	3,592	4,477	4,566
长期借款	109	109	109	109
其它长期负债	403	403	403	403
非流动负债合计	512	512	512	512
负债总计	<b>3,487</b>	<b>4,105</b>	<b>4,989</b>	<b>5,079</b>
实收资本	2,777	2,777	2,777	2,777
普通股股东权益	10,913	11,659	13,564	15,970
少数股东权益	1,767	1,922	2,119	2,366
负债和所有者权益合计	<b>16,167</b>	<b>17,686</b>	<b>20,672</b>	<b>23,414</b>

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。