

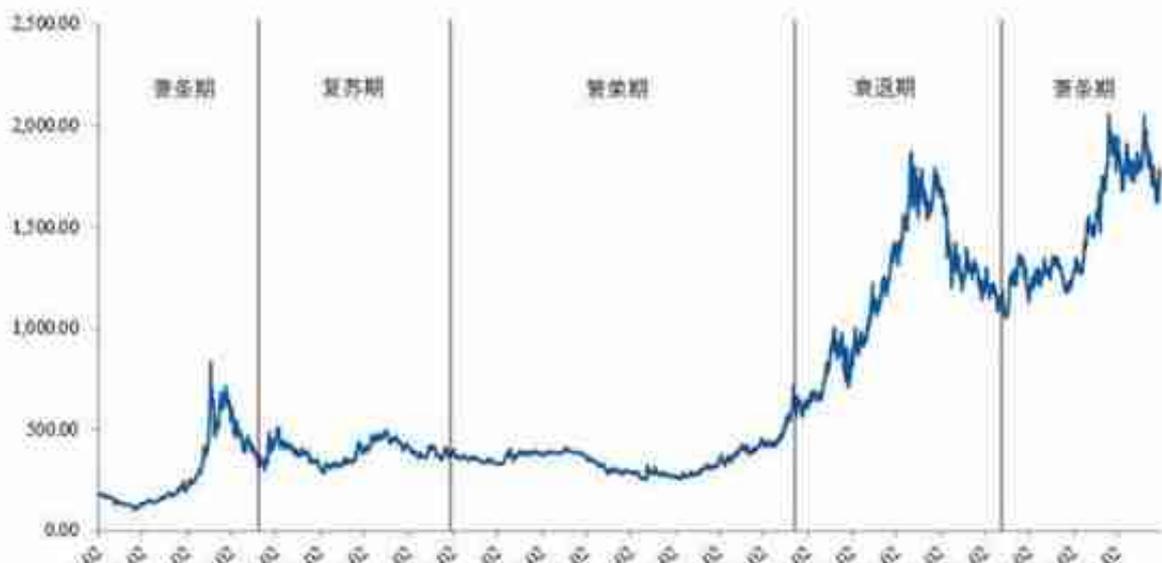
( 报告出品方/作者：财信证券，周策 )

# 1 黄金底部已现，预计将迎来上升周期

2022 年 11

月底，纽约联邦储备银行行长约翰·威廉姆斯在纽约表示，有迹象表明通胀形势在缓解，但美联储“还有更多工作要做”，才能将通胀率降至接近 2% 的目标。同一天，圣路易斯联邦储备银行行长詹姆斯·布拉德指出，金融市场低估了美联储在应对 40 年来最严重通胀时采取更激进措施的决心。美联储明年可能不得不将利率保持在 5% 以上，这一利率水平可能持续到 2024 年。长期来看，在加息幅度大概率放缓，美国通胀水平将在较长时间内处于高位的大背景下，黄金价格仍在底部区间，有望迎来拐点进入上升周期。一季度 COMEX 期金主力合约从年初的 1801 美元/盎司，最高涨至 2079 美元/盎司，最大涨幅达到 15%。二季度，美联储继 3 月加息以来，已加息 3 次上调 150 个基点，将联邦基金利率目标区间上调到 1.5 至 1.75% 之间，美元指数不断上涨至多年来最好水平，美元升值引发市场上部分黄金持有者获利回吐，黄金价格从高位回撤。三季度以来，COMEX 黄金期货结算价在 1630.9 美元/盎司至 1815.2 美元/盎司区间震荡，均价 1704.94 美元/盎司，并于 12 月 1 日达到三季度以来最高点 1815.2 美元/盎司，上涨趋势开始显现。

图 2：经济周期下黄金价格走势（美元/盎司）



## 1.2 美元指数显现下行迹象，为黄金价格带来支撑

美元作为目前世界货币体系的核心，和黄金一样具有资产储备和保值功能，从这个角度来看，黄金价格与美元指数存在负相关关系，美元指数越高，美元越坚挺，美元在世界货币体系中就越强势，就会对黄金的保值功能体现出替代效应，促进黄金价格走低；反

之，美元贬值会诱发资金选择黄金保值避险，从而推动黄金价格上涨。

从黄金的商品属性来看，世界上的黄金大多数是用美元计价的，美元指数走高美元升值时，黄金相对美元贬值，美元对黄金的购买力会提升，导致黄金价格下降。从非美元货币的购买力来看，美元指数升高意味着非美元货币相对贬值，对黄金的购买力下降，削弱黄金需求，导致黄金价格下跌。

1999年欧元推出以后，美元指数由6

种美元兑换货币的汇率加权计算而来，这六种货币构成权重分别为：欧元

57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎

3.6%。欧元占据美元指数的权重超过 50%，美元指数与欧元兑美元的汇率走势密

切。而欧元兑美元汇率与欧洲、美国的实际利率差（通胀调整后的利率差）密切相

关。因此美元指数与美欧实际利差走势高度相关，考虑到欧洲货币政策大多跟随美

国，美国加息节奏很大程度上影响了美欧利差，美联储加息见顶也大概率预示着美

元指数将见顶。欧洲能源通胀问题比美国更为严重，且欧洲加息幅度及决心不及美

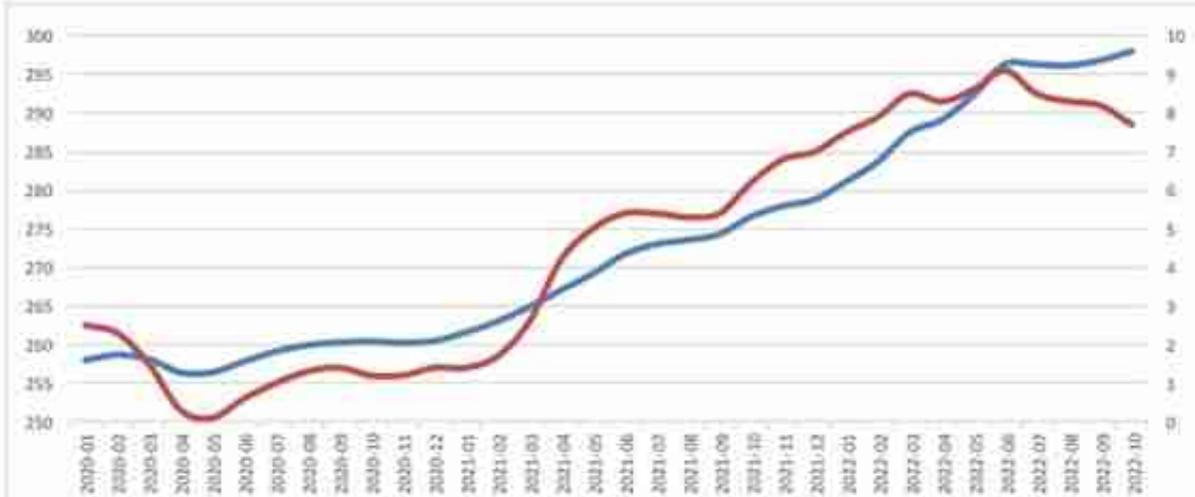
国，因此美元指

数可能同步或略微滞后于美联储加息见顶，当前美元指数也已进入顶部区间。

### 1.3 美债实际收益率见顶，黄金价格已至底部区间

黄金是一种无息保值资产，和美债有着同样的保值避险功能，当世界局势不稳定时，美债作为一种无风险资产，其收益率可以看作持有黄金的机会成本，当美债实际收益率上升时，黄金的持有成本随之升高，导致资金从黄金向美债流动，引起金价下跌；反之，美债实际收益率的下降会带来金价上涨。

图 8：2020 年以来美国 CPI 及增速



## 2 赤峰黄金

赤峰黄金全称为赤峰吉隆黄金矿业股份有限公司，2012 年借壳东方兄弟挂牌上交所，是一家主营黄金、有色金属采选及资源综合利用业务的公司，公司的主要产品为黄金、电解铜等贵金属、有色金属。公司坚持“以金为主”的发展战略，坚定不移地发展黄金矿业主业，通过内生增长和外延并购,黄金资源量和矿产金产量连年大幅增长，目前公司为全国重点黄金企业集团之一，多次获得中国黄金协会授予的“中国黄金 经济效益十佳企业”称号。

### 2.1 公司管理层专业背景强，管理经验丰富

公司第一大股东和实际控制人为李金阳女士，持股比例 11.19%，第二大股东为董事长王建华先生，持股比例 5.90%。王建华先生曾任山东省丝绸进出口公司总经理、党委书记，山东黄金集团有限公司董事长、党委书记等职，2013 年 2 月退休；2013 年 6 月至 2016 年 12 月，任紫金矿业集团股份有限公司董事、总裁；2017 年 4 月至 2018 年 5 月任 云南白药控股有限公司董事长；2018 年 9 月至 2019 年 12 月，任赤峰黄金董事；2019 年 12 月至今，任赤峰黄金董事长。

### 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。公司坚定推进共生共长文化，建立员工与公司休戚与共、利害相关的企业

组织，倡导

所有者、经营者、劳动者“三位一体”，推动三种角色突破界限、全面开放。2022年上半年，公司推出第二期股份回购方案，拟使用自有资金 3.00 亿元-6.00 亿元，回购不超过 41,597,700

股股份用于员工持股计划或股权激励。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，进一步提升治理水平，保障公司高质量可持续发展。

2.2 公司注重长期发展，盈利能力稳定

2022 年上半年公司生产矿产金 9783.99 公斤，较上年同期增长 60.59%，生产电解铜 0.52 万吨，较上年同期增长 52.91%，实现营业收入 44.76 亿元，比上年同期增长 67.74% 归属于上市公司股东的净利润 3.96 亿元，较上年同期减少 28.10%；黄金单位销售成本较上年同期下降 3.63%，较 2021 年度下降 3.25%。2022 年公司合并金星资源，黄金产销量较上年同期增长较大，营业收入增长较高，同时报表合并导致公司财务费用、管理费用增加，部分抵减了黄金产销量增长所带来的毛利增加，加之老挝万象矿业业务转变，作为本期盈利贡献主体的海外子公司所得税费用较高导致三季度归母净利润较去年同期有所下降。经过 2021 年的业务整合以后，公司主要的黄金业务毛利开始回升，随着老挝万象矿业改造逐步完成，预计黄金业务的毛利将逐步回升至较高水平。

表 4：中金黄金十大股东

| 股东名称                                      | 持股数量(股)       | 持股比例   |
|---|---------------|--------|
| 中国黄金集团有限公司                                | 2,221,816,774 | 45.84% |
| 国新央企运营股权基金管理(广州)有限公司-国新央企运营(广州)投资基金(有限合伙) | 153,655,602   | 3.17%  |
| 中国国新资产管理有限公司                              | 153,655,602   | 3.17%  |
| 中银资产管理(河南)有限公司-河南中鑫债转股私募股权投资基金(有限合伙)      | 108,465,602   | 2.24%  |
| 北京东富国创投资管理(有限合伙)                          | 76,827,789    | 1.58%  |
| 河南砥盈私募基金管理有限公司-砥盈 1 号私募证券投资基金             | 75,827,500    | 1.56%  |
| 中国证券金融股份有限公司                              | 68,716,969    | 1.42%  |
| 中国建设银行股份有限公司-华泰柏瑞富利灵活配置混合型证券投资基金          | 54,306,641    | 1.12%  |
| 农银金融资产投资有限公司                              | 38,414,008    | 0.79%  |
| 王祥旭                                       | 37,589,800    | 0.78%  |

3.2 公司盈利情况基本稳定

2021 年，公司实现营业收入 561.02 亿元，比上年同期增长 16.89%。实现归属于母公司股东的净利润 16.98 亿元，同比增加 1.43 亿元，增幅 9.21%。2022 年 1-3 季度，公司实现营业收入 400.36 亿元，比上年同期减少 2.43%，归母净利润 17.16 亿元，比上年同期增长

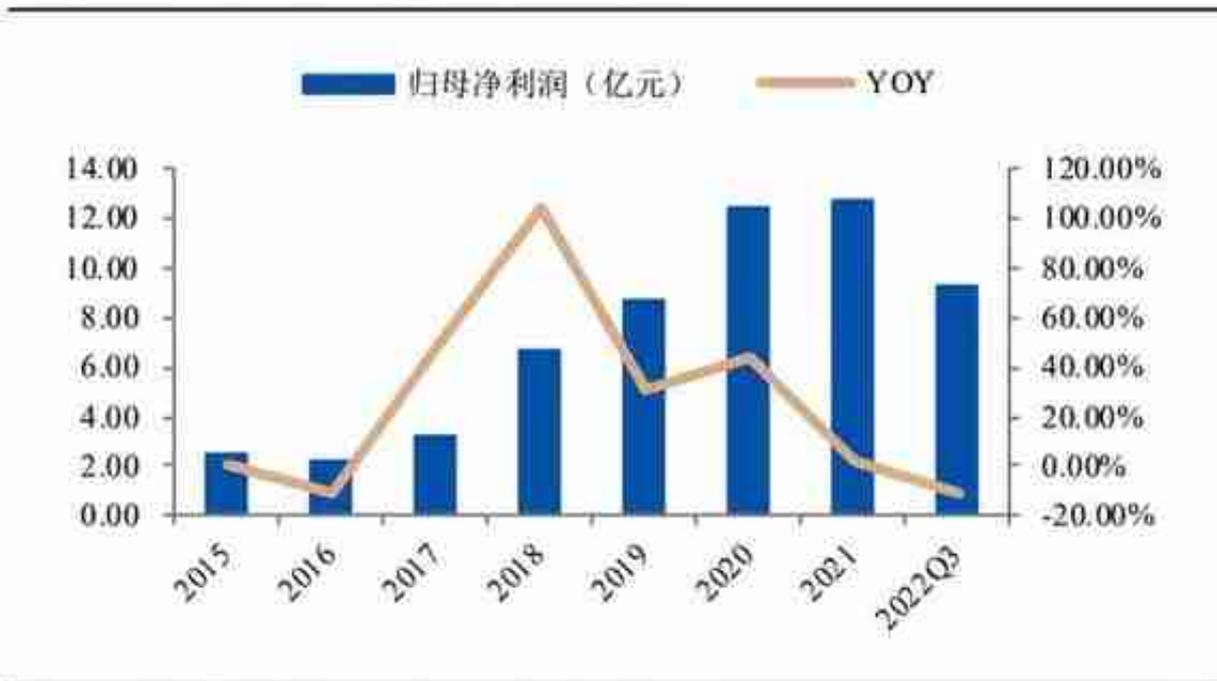
23.77%。单看三季度，2022 年三季度公司实现营业收入 144.21 亿元，比上年同期减少 2.02%，归母净利润 5.11 亿元，同比增加 5.29%。

公司牢固树立“过紧日子”思想，通过提升投资决策的科学性、生产效率管理水平、技术工艺、能源管控能力和费用管控能力，加强全过程成本管控，2022 年 1-3 季度三费总额 15.52 亿元，比去年同期减少 1.68 亿元，减少比例 9.77%，其中管理费用降低 9.68%，财务费用降低 13.59%。

### 3.3 公司业务主要以黄金、铜为主。

中金黄金是一家集黄金采、选、冶、加工综合配套能力的黄金企业,有高纯金、标准金、电解银、电解铜和硫酸等多种产品，公司的核心产品为黄金，其中黄金系列产品包括金精矿、合质金和标准金等。其他产品主要包括铜、白银和硫酸等。公司生产和加工标准金占全国产量的 20.1%,是上海黄金交易所最大的黄金现货供应企业。 2021 年，公司全年生产精炼金 84.98 吨，比 2020 年增加 14.58 吨；矿产金 20 吨，比 2020 年减少 1.74 吨；冶炼金 42.25 吨，比 2020 年增加 1.96 吨；矿山铜 8.13 万吨，比 2020 年增加 69.32 吨；电解铜 40.17 万吨，比 2020 年增加 6.48 万吨。

图 25：公司归母净利润及增速



### 4.3 公司利润主要来自于有色金属采选业务

公司产品主要有 3 种，涉及金属 4

种。分别为合质金（含银）、铅精粉（含银）和锌精粉（含银）。黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦的主要产品均为合质金，其中黑河银泰为高银合质金，吉林板庙子、青海大柴旦均为低银合质金，在销售时金银均单独计价。玉龙矿业的主要产品为铅精粉（含银）和锌精粉（含银）。华盛金矿复产后的产品为合质金。

2022H1，公司实现营业收入 39.94 亿元，比去年同期增加

14.53%，其中有色金属采选业务收入17.95亿元，在总营业收入中所占比重为44.95%，金属商品贸易业务收入21.96 亿元，占总营业收入的 54.97%，具体产品来看，合质金业务在公司营收中占比最高，为 37.32%，其次为铜贸易和白银贸易，具体比例分别为 21.96%和 21.32%。从毛利率来看，有色金属采选业务毛利率较高，达到 54.97%，而金属商品贸易的毛利率为 0.41%。

### 4.4 公司矿山资源丰富

公司旗下贵金属矿山均为大型且品位较高的矿山。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。公司五家矿山子公司共有 15

宗探矿权，探矿权的勘探范围达 159.63 平方公里。其中，玉龙矿业拥有 6

宗银铅锌矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 42.84

平方公里。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，该地带蕴藏着丰富的有色金属资源，具备了产出银、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。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。青海大柴旦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，在两个采矿权周边有多处物化探异常，找矿潜力巨大。吉林板庙子自投产以来，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。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。

（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】。[\[链接\]](#)