

山金国际：黄金新贵，整装待发



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lczq.com

证书: S1320524090001

投资要点:

公司主营为贵金属、有色金属矿采选及金属贸易，目前是国内领先的黄金生产商之一。

公司业务围绕其现有四大国内在产矿山展开，贵金属资源开发为其业务核心。(1) 黑河矿区是国内罕见的高品位贵金属矿山，长期作为公司黄金业务利润的重要来源，探矿增储工作取得进展，有效解决矿区资源延续性问题；(2) 吉林板庙子金矿经营稳健，矿区资源实现较好的探采平衡；(3) 青海大柴旦矿区是公司唯一能够实现露天开采矿山，具备一定的成本优势，持续性的勘探投入成果显著，而近期可落地的项目主要有两项，即青龙沟II、III矿段扩建项目以及细晶沟金矿探转采工程，两项目的潜在产出将是公司国内矿产金产量增量的主要来源；(4) 云南芒市华盛金矿为公司2021年购得，目前矿区复工复产及矿权审批工作正在持续推进；(5) 2024年8月公司收购纳米比亚 Twin Hills 金矿，该项目是公司海外业务扩展的首次尝试；(6) 铅锌银业务围绕公司控股的内蒙古玉龙多金属矿展开，9月1118高地探转采工作顺利完成，未来矿产品产量有望持续增长。

公司资源禀赋优异，成本优势明显，国资进入后发展前景广阔。山东国资进入后，能够给公司带来的直接或间接的赋能将主要来自于四个方面：加速现有矿区探矿拓产进程、投资并购、探矿增储等领域有望展开深度合作、降低融资成本，拓宽融资规模、潜在的集团优质矿山资源注入。预计未来可能的业务扩张方向将更加集中于海外，利用股东的资金及渠道支持，加快海外矿山并购的步伐。而国内市场将围绕现有矿山周边进行外延，同时扩张可能聚焦于中小体量矿山进行尝试。公司对未来几年的战略规划制定了清晰的发展路径，我们判断公司有能力在未来更加积极的进行并购扩张、实现战略目标，除了国资股东所带来的信用以及资金方面的支持以外，更重要的是来自于自身优于行业其他公司的负债管理、成本管理以及盈利能力。

短期金价或将承压，中长期不改上行趋势。短期内由于特朗普当选，导致市场担忧美联储降息路径扰动，进而动摇对于流动性边际宽松推动金价上行的主逻辑，同时当前多方赛道过于拥挤，在大选结果兑现后存在阶段性逆向交易的可能性，因此短期内金价或将承压，但年内美联储降息路径清晰，预计回调空间有限。中期来看，对于再通胀的担忧仍将成为“特朗普交易 2.0”的市场主线，同时叠加美联储降息，市场流动性边际转宽，具

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

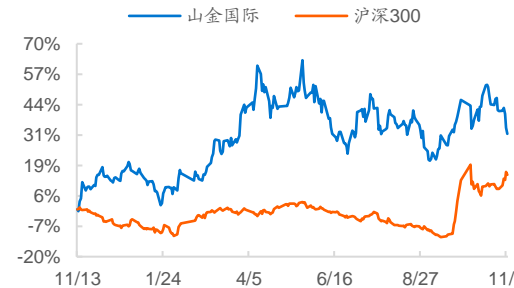
投资评级：买入（首次）

股票信息

总股本(百万股)	2,776.72
流通 A 股/B 股(百万股)	2,487.09/0.00
资产负债率(%)	21.08
每股净资产(元)	4.50
市净率(倍)	3.73
净资产收益率(加权)	14.41
12 个月内最高/最低价	21.04/12.34

注：数据更新日期截止 2024 年 11 月 08 日

市场表现



相关报告

备极强抗通胀、抗风险能力、强金融属性的黄金，其价格中枢预计进一步上行。长期来看，美国国家赤字率提升以及全球央行购金增储将为黄金长期价格提供足够支撑。金价中长期上行趋势不改，黄金股估值中枢有望持续提升。

盈利预测与投资评级。我们预计 2024 年-2026 年公司营收分别为 135.87 亿元、158.07 亿元、169.11 亿元；净利润分别为 27.06 亿元、37.89 亿元、43.32 亿元；归母净利润分别为 24.42 亿元、34.27 亿元、39.20 亿元，当前公司市值对应 PE 分别为 19.46、13.86、12.12 倍，参考可比公司，结合公司未来发展前景，我们对其进行首次覆盖，同时给予公司买入评级。

风险提示：项目进展不及预期、黄金价格波动等。

主要财务数据及预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,382	8,106	13,587	15,807	16,911
(+/-)YoY(%)	-7.3%	-3.3%	67.6%	16.3%	7.0%
净利润(百万元)	1,123	1,424	2,442	3,427	3,920
(+/-)YoY(%)	-11.8%	26.8%	71.4%	40.3%	14.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.40	0.51	0.88	1.23	1.41
毛利率(%)	24.8%	32.0%	31.7%	37.3%	39.6%
净资产收益率(%)	10.3%	12.3%	19.3%	24.1%	24.5%

资料来源:公司年报(2022-2023)

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：国内领先的黄金生产商之一	7
1.1 二十年磨一剑，锚定黄金业务主营	7
1.2 持续受益金价上行，三季度业绩再创新高	10
2. 业务布局：黄金有色，并为双翼	12
2.1 黄金：矿金业务稳中有增，海外扩展征程启航	12
2.1.1 黑龙江黑河洛克：国内稀缺的高品位贵金属矿山	13
2.1.2 吉林板庙子：矿区经营稳健，勘探工作成效显著	15
2.1.3 青海大柴旦：生产勘探齐头并进，未来增量空间广阔	17
2.1.4 云南芒市华盛：复工复产稳步推进	22
2.1.5 纳米比亚 Twin Hills：海外业务扩展的首次尝试	23
2.2 铅锌银：选厂升级，探转采工作完成，未来增量可期	23
2.3 金属贸易：公司营收的重要贡献	26
3. 竞争优势：低量成本+优质资源，山金入主加速成长	27
3.1 国资进入，公司发展进入新阶段	27
3.2 清晰战略目标展现公司发展雄心	30
3.3 资源禀赋优异，成本控制能力行业领先	31
4. 金价判断：长牛未央	34
4.1 避险情绪叠加大选日临近，助推金价十月冲高	36
4.2 中期走势：二次通胀预期叠加流动性边际宽松支撑中期金价抬升	39
4.2.1 再通胀为“特朗普 2.0”交易主线，中期持续利好金价	39
4.2.2 年内金价下方有支撑，降息预期下金价中期趋势上行	42
4.3 长期走势：美国赤字率高位+央行购金抬升长线金价中枢	44
4.3.1 美国国家赤字率长期高位抬高了黄金的价格中枢	46
4.3.2 央行集中性购金坚定金价长线上行预期	47
5. 盈利预测与投资建议	51
5.1 盈利预测	51
5.2 估值分析	52
6. 风险提示	52

图表目录

图 1	山金国际现有国内主力矿山分布图	7
图 2	山金国际公司发展历程	8
图 3	山金国际股权结构	9
图 4	2023 年公司营收结构经历大幅调整 (万元)	11
图 5	2019 年-2023 年两大主营业务毛利率对比	11
图 6	两大业务营收所占比例变化情况	11
图 7	盈利能力持续提升 (万元)	11
图 8	公司营收结构拆分	12
图 9	黄金业务在公司的毛利结构中占据绝对主体	12
图 10	公司黄金产品产销量波动情况 (吨)	12
图 11	矿产金销售单价持续上涨 (元/克)	12
图 12	近四年公司各矿山矿产金产量 (吨)	13
图 13	三大黄金矿山业务净利贡献占比 (吨)	13
图 14	银泰黑河洛克矿业公司股权穿透图	14
图 15	矿区净利润增速放缓 (万元)	14
图 16	过去数年, 黑河银泰净利率领先公司其他在产主力矿山	14
图 17	2023 年黑河矿区矿产金产量出现一定下滑 (吨)	14
图 18	2019 年起, 黑河矿区矿产金入选品味逐步下滑 (g/吨)	15
图 19	2022 年, 矿区面临较为严重的资源接续性问题 (万吨)	15
图 20	板庙子金矿地理位置	16
图 21	吉林板庙子矿业公司股权结构	16
图 22	板庙子矿区矿产金产量较为稳定 (吨)	16
图 23	板庙子矿区营收及净利润波动情况 (万元)	16
图 24	板庙子矿区保有资源量相对稳定 (万吨)	17
图 25	2022 年起, 矿区矿产金入选品味有所下滑 (g/吨)	17
图 26	青海大柴旦矿区露天采金生产工艺	17
图 27	青海大柴旦矿业公司股权结构	17
图 28	大柴旦矿区选矿规模常年保持高位 (万吨)	18
图 29	2023 年矿区矿产金产量大幅上涨 (吨)	18
图 30	2023 年矿区业绩再创新高 (万元)	18
图 31	矿区净利率稳定增长	18
图 32	在产三大黄金矿山勘探投资对比 (万元)	19
图 33	大柴旦矿区矿产金入选品味稳定上升 (克/吨)	19
图 34	大柴旦矿区资源保有量持续提升 (万吨)	19
图 35	公司现有五大矿区黄金资源保有量占比情况	19
图 36	大柴旦矿区现有探矿权、采矿权分布图	21
图 37	青龙沟金矿区原有四大矿段以及扩建矿段分布	21
图 38	细晶沟项目地理位置与交通图	22
图 39	细晶沟矿山生产计划 (万吨)	22
图 40	内蒙古玉龙矿业股权结构	24
图 41	玉龙矿区铅锌矿产品生产工艺流程	24
图 42	玉龙矿区矿石处理量持续提升 (万吨)	25
图 43	铅锌精矿产量有所下滑 (吨)	25
图 44	铅锌精矿产量有所下滑 (吨)	25
图 45	上半年矿产银产量低于 2023 年同期水平 (吨)	25
图 46	2024 年上半年矿区营收规模持平 (万元)	25
图 47	上半年矿区净利润规模收窄 (万元)	25
图 48	金属贸易板块细分项营收规模 (万元)	26
图 49	公司现有两大业务毛利率对比	26
图 50	2021 年后, 金属贸易板块营收规模逐年缩减 (万元)	27

图 51	金属贸易板块毛利规模同步缩减 (万元)	27
图 52	2023 年国内主要金企黄金资源保有量 (吨)	28
图 53	2023 年国内主要金企矿产金年产量 (千克)	28
图 54	黄金储量战略规划目标 (吨)	31
图 55	矿产金产量规划目标 (吨)	31
图 56	公司资产负债率显著低于行业其他公司 (%)	32
图 57	公司经营性现金流稳定 (万元)	32
图 58	公司期末现金余额充裕 (万元)	32
图 59	公司流动比率与行业其他公司对比	32
图 60	公司销售毛利率处在行业头部水平 (%)	32
图 61	公司销售净利率水平领先行业 (%)	32
图 62	公司销售期间费用率处在行业低位水平 (%)	33
图 63	公司人力投入回报率领先行业 (%)	33
图 64	公司克金成本低于行业均值水平 (元/克)	33
图 65	公司三大在产矿山入选品味波动情况 (克/吨)	33
图 66	银泰黄金与行业其他公司 2023 年主力矿山黄金品味对比 (克/吨)	34
图 67	山金国际公司股价与黄金价格强相关 (元、美元/盎司)	35
图 68	2023 年至今, 伦敦现货黄金价格走势回顾 (美元/盎司)	35
图 69	2024 年下半年黄金的上涨行情可以降息节点, 拆分为前后两阶段 (美元/盎司、%)	37
图 70	地缘政治因素部分推动 9 月、10 月黄金价格上涨 (美元/盎司)	38
图 71	特朗普与哈里斯民调支持率在 10 月迎来重大调整	39
图 72	博彩市场押注两人胜选概率同样在十月迎来反转	39
图 73	2024 年美国大选计票结果	40
图 74	2024 年美国众议院选举结果	40
图 75	黄金市场多方持仓上行至历史高位区间 (美元/盎司)	42
图 76	八轮降息周期中, 美国宏观经济背景 (%)	43
图 78	2022 年起, 金价与美国实际利率走势背离 (美元/盎司、%)	45
图 79	本轮加息周期中, 财政政策并未积极配合 (%)	46
图 80	联邦政府赤字规模扩张增加美联储控制通胀难度 (%、百万美元)	46
图 81	美国债务规模疫情后快速扩张 (十亿美元)	47
图 82	美国政府赤字率未来数年仍将维持高位 (%)	47
图 83	美国国家债务规模未来数年仍将持续提升 (十亿美元、%)	47
图 84	美国赤字率提高助推黄金价格上行 (美元/盎司)	47
图 85	央行年度购金规模及同比增速 (吨)	48
图 86	金价与黄金在储备资产中所占比例强相关 (美元/盎司)	48
图 87	2012 年至今中国央行购金时点 (美元/盎司、吨)	49
图 88	中国贡献 2022 年至今全球黄金储备主要增量 (吨)	51
图 89	中国央行本轮购金增储进入尾声阶段 (吨)	51
表 1	公司现任主要高级管理人员专业背景及主要工作经历信息汇总	10
表 2	公司现有黄金矿山资源储量情况 (万吨、克/吨)	13
表 3	黑河银泰 5 号矿区采矿权、探矿权相关信息	15
表 4	吉林板庙子采矿权、探矿权相关信息	17
表 5	青海大柴旦矿区探矿权、采矿权信息汇总	20
表 6	青龙沟金矿区原有四大矿段与扩建矿段主要信息汇总	21
表 7	细晶沟矿区资源储量信息汇总 (吨、克/吨)	22
表 8	芒市华盛金矿主要信息汇总	23
表 9	纳米比亚 Twin Hills 金矿主要信息汇总	23
表 10	玉龙矿山主要矿区资源量汇总	24
表 11	补勘前后 1118 高地矿石资源量及各品种金属量对比	26
表 12	公司控制权变更过程重要事项	27
表 13	山东黄金集团尚未注入山东黄金上市平台的探矿权、采矿权相关信息	29
表 14	山东黄金自有矿山基本情况汇总	30
表 15	2024 年年中, 公司重要在建工程情况 (万元)	31

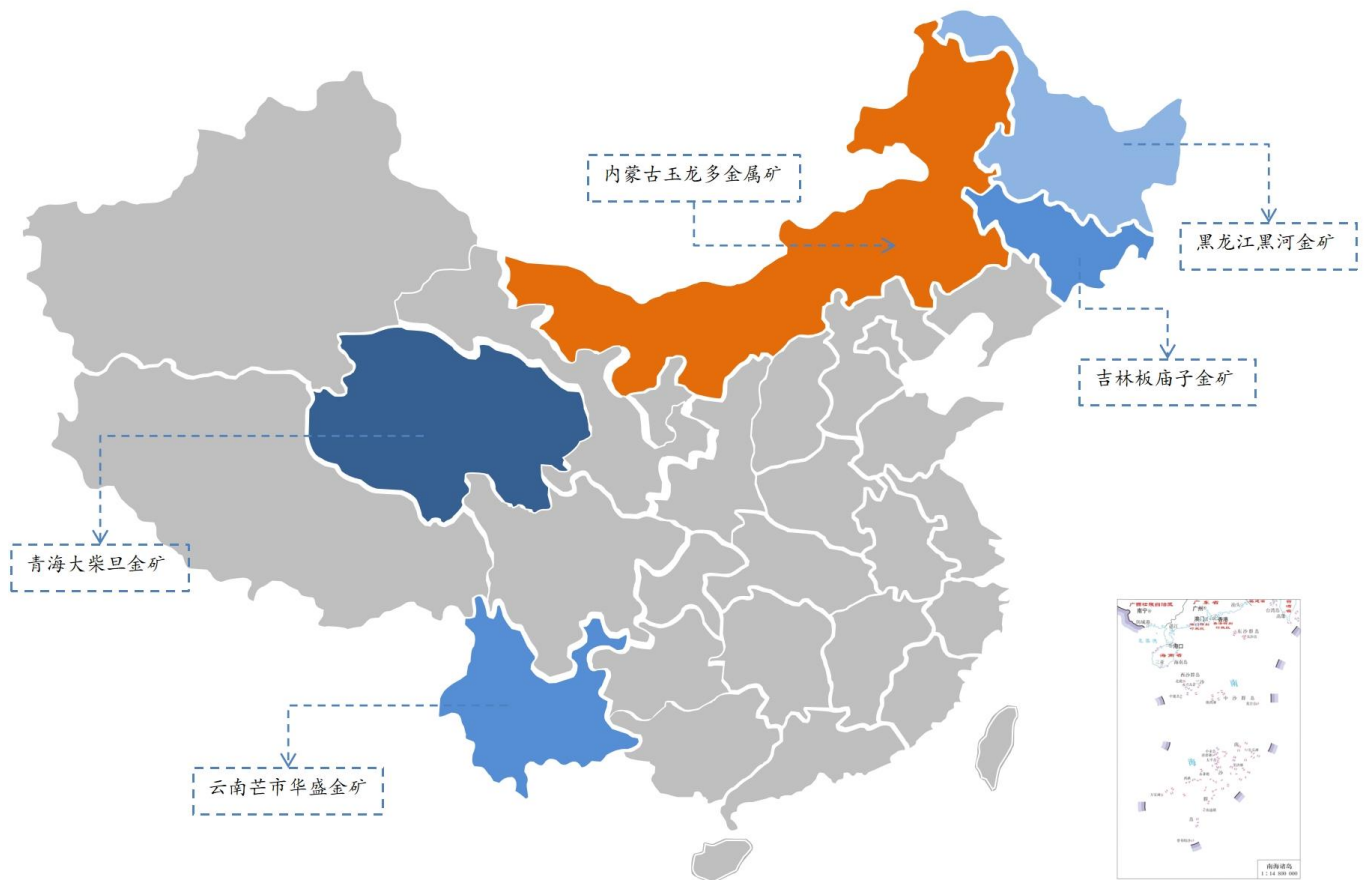
表 16	黄金价格月度涨幅对比（美元/盎司）	36
表 17	2024 年美国大选两大候选部分领域施政倾向对比.....	41
表 18	美联储八轮降息信息汇总.....	43
表 19	八轮降息周期中，主要品类大宗商品的价格表现	44
表 20	美联储降息节点概率分布.....	44
表 21	黄金供需平衡表（吨）	48
表 22	全球主要经济体资产储备结构（亿美元）	50
表 23	山金国际主营业务盈利预测（百万元）	52
表 24	山金国际可比公司估值对比（元）	52

1. 公司概况：国内领先的黄金生产商之一

1.1 二十年磨一剑，锚定黄金业务主营

山金国际——国内领先的黄金生产商之一。公司主营为贵金属、有色金属矿采选及金属贸易，核心业务围绕其拥有的国内五大矿山展开，分别是黑龙江黑河金矿、青海大柴旦金矿、吉林板庙子金矿、云南芒市华盛金矿以及内蒙古玉龙多金属矿，同时拥有一家以贵金属、有色金属矿产贸易为主业的贸易服务商——上海盛鸿融信，主要矿产品3种，涉及金属品类4种，分别为合质金（含银）、铅精粉（含银）、锌精粉（含银），矿产资源储量丰富，矿石品味行业领先，勘探前景广阔，矿山运营规范。目前公司已成为国内贵金属矿产开发行业中的头部上市公司之一。2023年，公司生产合质金7.01吨，2024年前三季度产量6.28吨，2023年矿产金年产量在全国黄金矿业上市公司中排名第六位。

图1 山金国际现有国内主力矿山分布图



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

多次转型重组，确定贵金属矿产资源开发业务核心地位。公司成立至今经历多次转型周期，其发展历程大致可划分三个主要阶段：

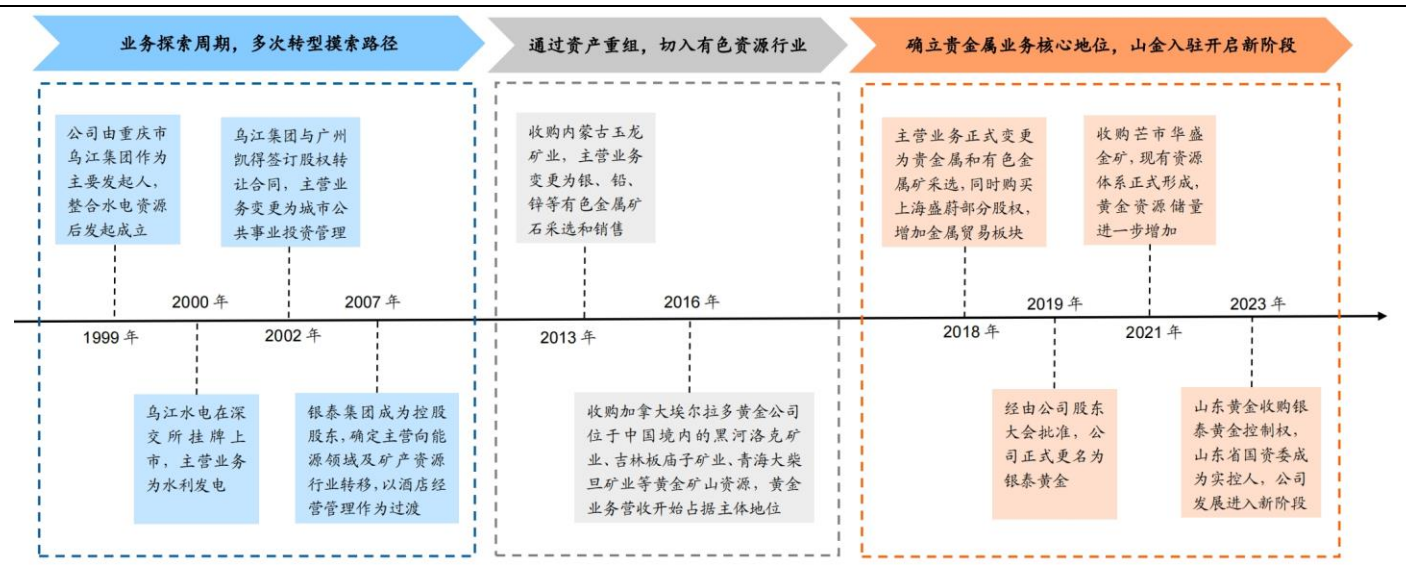
1999年-2012年，业务探索期：公司前身为乌江水电集团，于1999年成立，主营业务为水利发电，2000年在深交所挂牌上市；2002年广州凯得入主，主营业务变更为城市公共事业管理；2007年中国银泰投资正式成为公司控股股东，主营业务开始向矿产资源开发领域转移。

2013年-2016年，全面切入有色资源开发行业：2013年公司收购内蒙古玉龙矿业，

主营业务变更为银、铅、锌等有色金属矿石采选与销售，正式切入有色金属矿产资源开发利用行业；2016年，收购加拿大埃尔拉多黄金公司位于国内的黑河洛克矿业、吉林板庙子矿业、青海大柴旦矿业，黄金业务开始占据公司营收主体地位。

2018年至今，贵金属业务快速发展期：2018年公司主营业务正式变更为贵金属和有色金属矿采选，确立了贵金属资源开发业务的核心地位，同年购买了上海盛蔚的部分股权，增加了金属贸易板块；2019年，公司正式更名为银泰黄金；2021年收购云南芒市华盛金矿，现有的五大矿山体系正式形成，黄金资源储量进一步增加；2023年，山东黄金收购银泰黄金的控制权，山东省国资委成为公司新实控人；2024年7月，公司名称变更为山金国际，业务发展进入了崭新阶段，未来前景广阔。

图2 山金国际公司发展历程



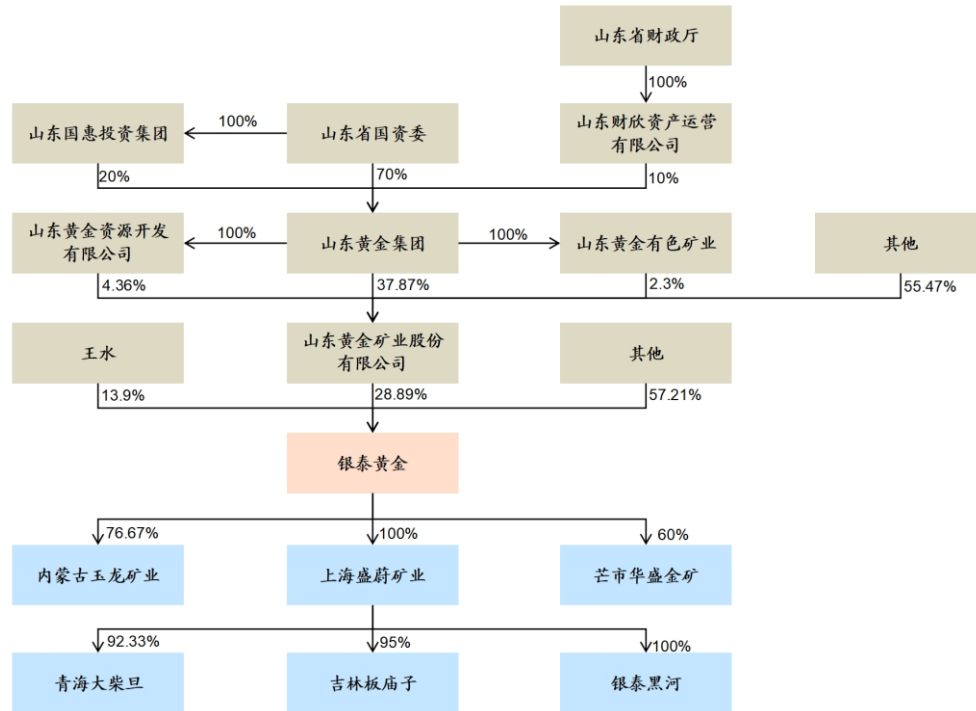
资料来源：山金国际公司官网¹、公司公告，联储证券研究院

山东省国资委为实控人，国资背景助力公司进一步成长。2022年12月，公司实控人与山东黄金签署《股份转让协议》，将其持有的公司20.93%股份转让给山东黄金，2023年7月，双方股权转换交易完成，山东黄金成为公司控股股东，公司实控人变更为山东省国资委，企业性质由民营企业变更为国有企业。后续山东黄金继续通过深圳证券交易所集中交易的方式多次增持公司股份，目前持有公司28.89%股权。

公司业务围绕其所属的五大矿山展开。公司直接持有内蒙古玉龙矿业76.67%股权、云南芒市华盛矿业60%股权，通过上海盛蔚矿业间接持有青海大柴旦矿业92.33%股权、吉林板庙子矿业95%股权、黑龙江银泰黑河矿业100%股权，同时拥有一家矿产贸易公司上海盛鸿。

¹ <https://www.ytg000975.cn/aboutus.html>

图3 山金国际股权结构



资料来源：Wind，联储证券研究院

国资进入后，公司董事会结构经历了较大规模变动。2023年10月重组的第九届董事会由9名董事组成，其中非独立董事6名，4名成员具备控股股东山东黄金背景，由现任山东黄金集团有限公司党委委员、山东黄金矿业股份有限公司副董事长兼总经理刘钦先生担任公司董事长。刘钦先生历任山东黄金有色矿业集团副董事长、山东黄金国际矿业副董事长兼总经理、山东黄金矿产资源集团副董事长兼总经理、山东黄金矿业股份有限公司副总经理、海外矿业事业部总裁兼党委书记，是国家“百千万人才”享受国务院政府特殊津贴，具备丰富的矿业公司管理经验。其余董事会成员同样多年任职于山东黄金或山金国际，资历丰富，专业化程度高，多名成员具备国际矿业公司工作经验，未来有望实现管理经验与理念的国际化提升。

与董事会结构形成对比的是，公司的原有经营管理层基本得到保留，有效实现了战略布局的延续性。总经理仍由欧新功先生担任，欧新功先生曾任澳大利亚澳华黄金有限公司中国勘探与商务高级经理、加拿大埃爾拉多黄金公司中国区商务经理、勘探高级经理、银泰黄金股份有限公司高级工程师、总工程师、董事，2018年起担任银泰黄金总经理，两位副总经理郭斌先生和张天航先生同样留任，管理层多年任职于公司工作体系，对于现有矿产资源体系以及工作模式具备深层次的理解，能够有效保证公司经营管理体系平稳过渡、发展战略顺利执行。虽然股权结构经历较大规模变动，但公司新老结合的管理体系有望保持其经营业绩继续持续提升。

表1 公司现任主要高级管理人员专业背景及主要工作经历信息汇总

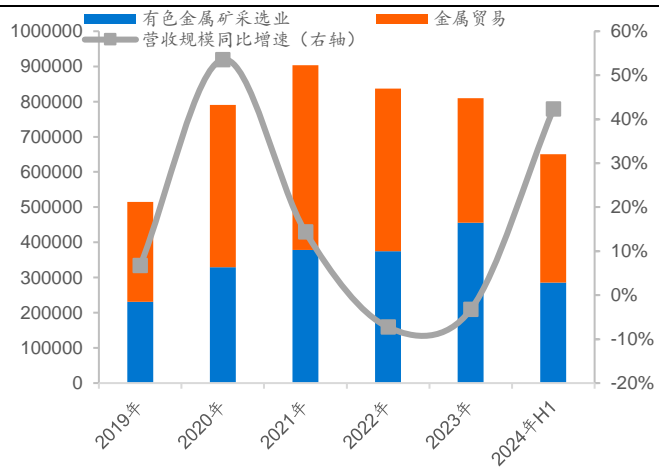
姓名	现任职位	任职起始时间	专业背景及主要工作经历
刘钦	董事长	2023年8月	中共党员，工程技术应用研究员。国家“百千万”人才，有突出贡献的中青年专家，享受国务院政府特殊津贴，中国博士后科学基金会专家，中国安全生产协会第一届专家委员会专家。曾任山东黄金矿业（莱州）有限公司三山岛金矿矿长、党委书记，山东黄金有色矿业集团有限公司副董事长，山东黄金国际矿业有限公司副董事长、总经理，山东黄金矿产资源集团有限公司常务副总经理、副董事长、总经理、党委副书记，山东黄金集团有限公司矿产资源部经理兼山东黄金矿产资源集团有限公司董事长、总经理、党委书记兼山东黄金地质矿产勘查有限公司董事长、党委书记，山东黄金集团有限公司党委委员兼山东黄金矿业股份有限公司资源勘查事业部总裁、党委书记，山东黄金矿业股份有限公司副总经理、海外矿业事业部总裁、党委书记。现任山东黄金集团有限公司党委委员，山东黄金矿业股份有限公司副董事长、总经理，山东黄金矿业股份有限公司矿业管理分公司党委书记、负责人，山金国际股份有限公司董事长。
汪仁建	副董事长	2023年8月	中共党员，正高级工程师。曾任山东金洲矿业集团有限公司采矿技术员、采矿助理工程师、调度室副主任、采矿主管，赤峰柴胡栏子黄金矿业股份有限公司生产技术部经理、总经理助理、党委委员、安全总监、副总经理，山东黄金矿业股份有限公司新城金矿党委委员、安全总监、副矿长，山东黄金金创集团有限公司常务副总经理、总经理、董事长、党委书记。现任山东黄金（北京）产业投资有限公司党委书记、董事长，山金国际股份有限公司副董事长。
王水	董事	2013年2月	毕业于武汉钢铁学院采矿专业。曾任赤峰梧桐花铅锌矿副矿长、矿长，新巴尔虎右旗新鑫矿业有限责任公司法人代表，海南信得泰盛投资有限公司法人代表。现任赤峰中色库博红焊锌业有限公司监事，山金国际股份有限公司董事。
欧新功	董事、总经理	2019年9月	中共党员，毕业于中国地质大学（武汉），博士学历。曾任中国科学院广州地球化学研究所博士后、副研究员，澳大利亚澳华黄金有限公司中国勘探与商务高级经理，加拿大埃克拉多黄金公司中国区商务经理、勘探高级经理，银泰黄金股份有限公司高级工程师、总工程师、董事。现任山金国际股份有限公司董事、总经理。
张于	董事、财务总监	2023年8月	中共党员，高级会计师，具备证券、基金及董事会秘书任职资格。曾任山东黄金有色矿业集团有限公司财务部主管会计，山东黄金矿业股份有限公司中华矿业事业部财务主管，山东黄金集团有限公司全面深化改革办公室资产规范化主管，山东黄金集团有限公司财务部预算主管，山东黄金（北京）产业投资有限公司财务部经理，山金设计咨询有限公司财务总监兼山东黄金高级技工学校财务总监。现任山金国际股份有限公司董事、财务总监。
张肖	董事、董事会秘书	2023年8月	中共党员，经济学学士，中国注册会计师协会非执业会员。曾任泰山集团股份有限公司财务会计，山东泰山会计师事务所审计部项目经理，新联谊会计师事务所审计一部项目经理，山东黄金集团有限公司审计部风控员、专项审计主管，山金金控资本管理有限公司审计部副经理，山金期货有限公司董事、副总经理，山东黄金集团有限公司全面深化改革办公室副主任，山东黄金矿业股份有限公司资本运营部副部长、董事会办公室副主任。现任山金国际股份有限公司董事、董事会秘书。
郭斌	副总经理	2018年4月	毕业于澳洲新南威尔士大学，硕士学历，拥有保荐代表人资格。曾任职东方高圣投资顾问公司高级经理，北京市国有资产经营有限责任公司项目经理等。2007年10月至2017年2月先后任职于国海证券股份有限公司、太平洋证券股份有限公司及国都证券股份有限公司投行部，担任投行部副总经理及董事总经理等职务。2017年3月至2018年4月，担任公司投资总监兼上海盛鸿总经理。2018年4月至今任山金国际股份有限公司副总经理。
张天航	副总经理	2021年3月	东北大学采矿工程学士，英属哥伦比亚大学采矿工程硕士。2011年5月至2015年10月，任加拿大塞尔温矿业公司采矿工程师，2015年10月至2016年10月，任埃克拉多黄金公司高级采矿工程师，2016年11月至2021年3月，任青海大柴旦矿业有限公司总工程师、副总经理，2021年3月至今任山金国际股份有限公司副总经理。

资料来源：山金国际公司年报、银泰黄金股份有限公司关于董事会换届选举公告、联储证券研究院

1.2 持续受益金价上行，三季度业绩再创新高

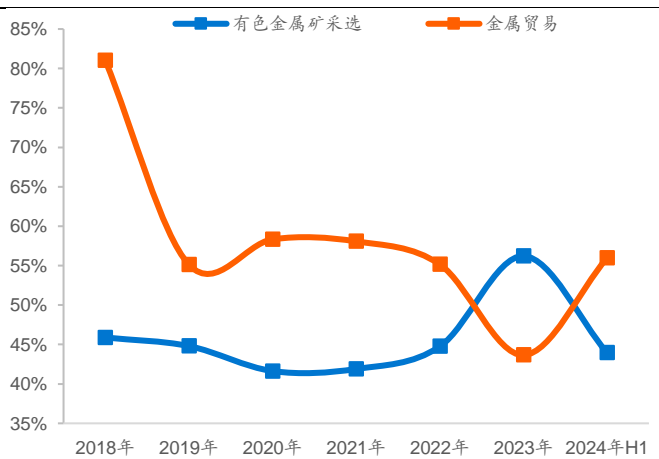
公司营收结构持续优化，盈利能力大幅提升。2023年公司实现营业收入81.06亿元，相较2022年同比增速-3.29%。规模收窄的主要原因在于根据市场变化，公司自身业务结构同样进行调整。原本作为营收主体的金属贸易板块由于毛利率持续走低，对于公司盈利端贡献较小，2023年贡献营收35.39亿元，其规模持续收窄，占比43.66%，相较2021年大幅减少14.42个百分点。而毛利率更高的有色金属矿采选业务2023年首次成为公司营收的主要贡献来源，当年贡献营收45.56亿元创下新高。完成结构性调整后，同时叠加国际金价的持续上涨，2024年前三季度公司实现营收120.71亿元，较2023年同期增长70.14%，实现归母净利润17.27亿元，同比增长54.46%。

图4 2023年公司营收结构经历大幅调整(万元)



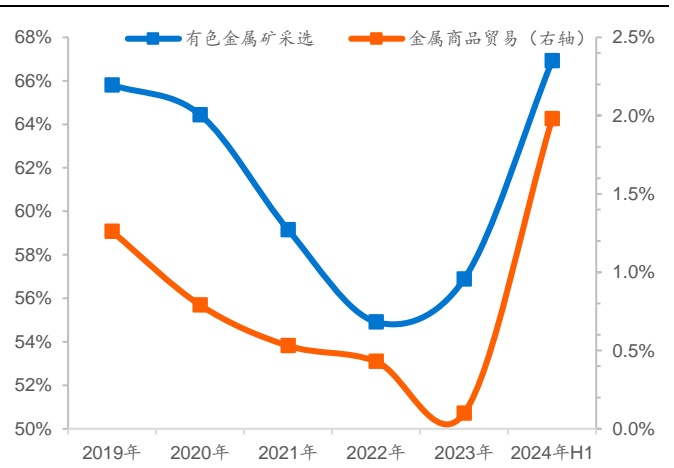
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图6 两大业务营收所占比例变化情况



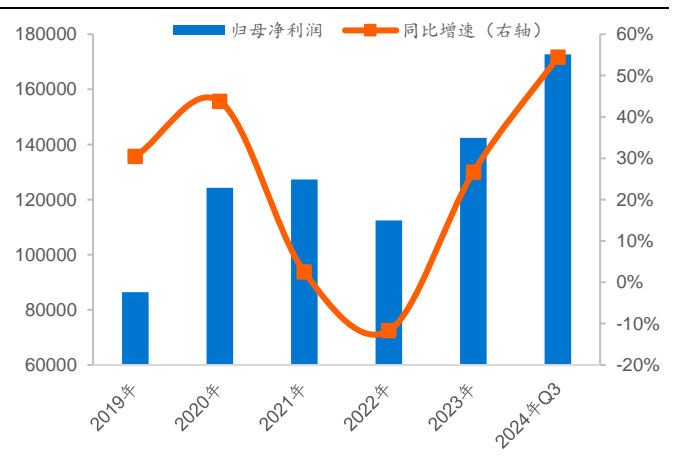
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图5 2019年-2023年两大主营业务毛利率对比



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

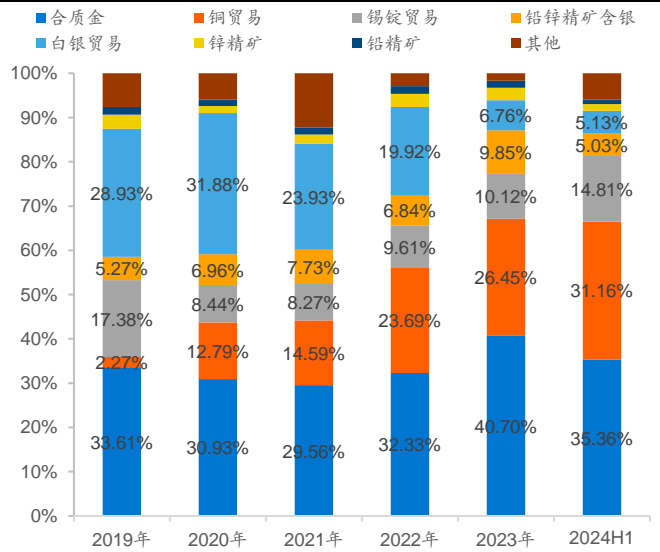
图7 盈利能力持续提升(万元)



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

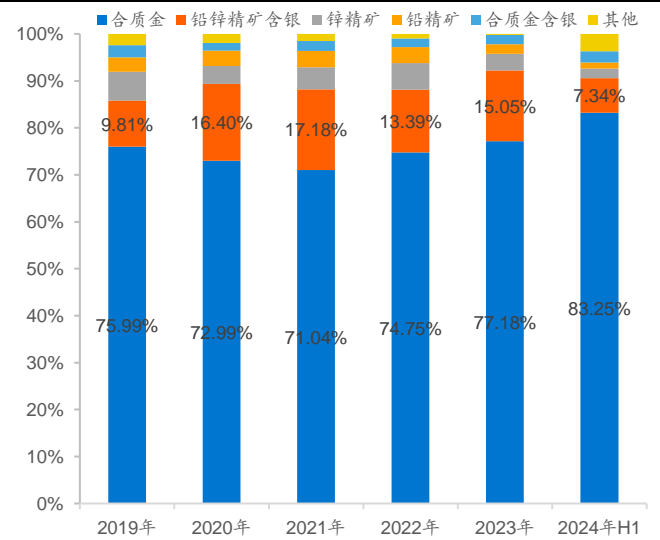
黄金业务为公司营收与毛利的贡献主体。公司生产所需原料主要来自自产矿石，矿产品产出主要为3种，涉及4种金属品类，分别为合质金（含银）、铅精粉（含银）、锌精粉（含银），经由控股子公司上海盛鸿及其孙公司作为销售平台进行统一对外销售。分产品看，2024年上半年公司营收主要来自于合质金、铜贸易、锡锭贸易、铅精矿含银、白银贸易，分别占比35.36%、31.16%、14.81%、5.03%、5.13%。与之相对的是，公司盈利结构则极为集中，2019年至今，合质金业务持续贡献7成以上毛利，2024年上半年更是创下历史新高，占比超过80%。因此，黄金矿产品开发利用是公司业务的绝对核心，受益于2024年国际金价的强势走势，公司黄金业务表现亮眼，上半年已实现板块营收23亿元，同比增长22.06%，贡献毛利16.53亿元。

图8 公司营收结构拆分



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图9 黄金业务在公司的毛利结构中占据绝对主体



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

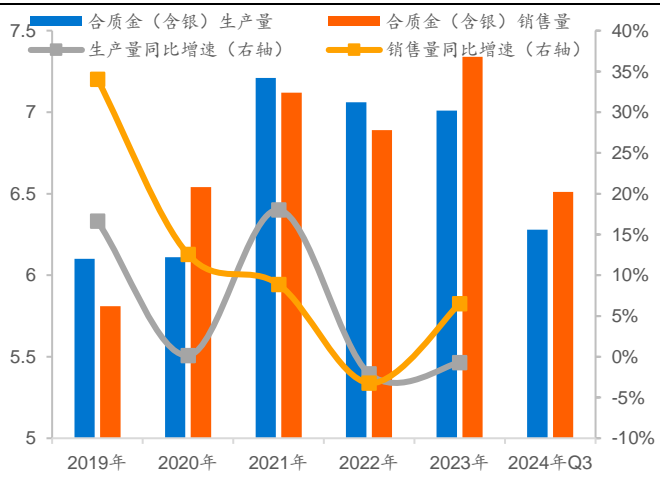
2. 业务布局：黄金有色，并为双翼

2.1 黄金：矿金业务稳中有增，海外扩展征程启航

山金国际的黄金业务起步于 2016 年，通过收购加拿大埃尔拉多黄金公司位于国内的矿山，形成了目前公司合质金产品原料端供给的基本格局。经过多年发展经营，黄金业务成为目前公司营收及毛利贡献的绝对主体。

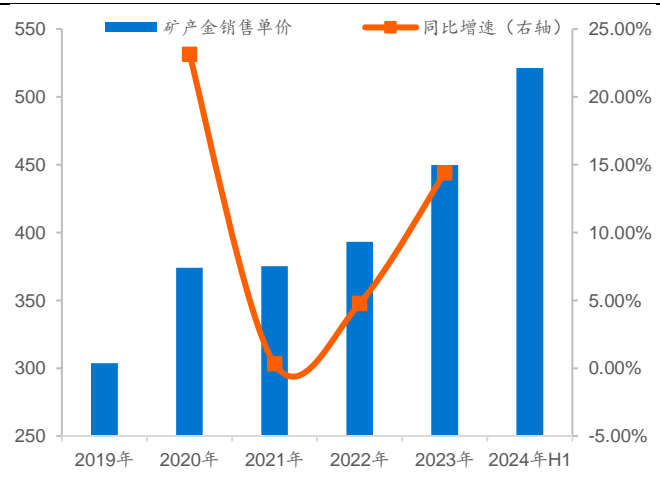
2024 年前三季度公司实现矿产金产量 6.28 吨，完成全年计划指标的 78.5%，矿产金销量 6.51 吨创下同期新高。公司合质金销售价格参照上海黄金交易所价格定价，下游直接对接冶炼厂。报告期间内全球黄金市场经历了新一轮强劲的快速长周期，在央行购金、机构投资热情高涨、零售消费需求韧性依旧、地缘政治带来的避险需求等因素的拉动下，国际金价屡创历史新高，根据世界黄金协会统计数据，截止至年中，国际黄金价格较年初已上涨超过 12%。受益于报告期间金价的大幅上行，公司自身矿产金销售价格同样持续上涨，上半年销售单价 521.27 元/克，相较 2023 年增长 15.93%。量价双增的背景下，公司黄金业务在 2024 年延续过去数年快速发展势头，板块业绩再创新高。

图10 公司黄金产品产销量波动情况（吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图11 矿产金销售单价持续上涨（元/克）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

公司当前黄金业务围绕其所有的国内四大在产矿山展开。目前公司拥有国内4座主矿种为黄金的矿山，其中3座矿山在产，分别是吉林板庙子、黑龙江黑河洛克和青海大柴旦，2021年收购的云南华盛金矿目前暂时处在停产状态。公司旗下的贵金属矿山均为大型且品味较高的矿山，截止至2023年，公司保有+控制+推测黄金资源量合计4553.6万吨，已证实的保有黄金储量818.7万吨，可信黄金储量1353.2，合计储量2171.7万吨，矿产储量中黄金平均品味3.62克/吨。4家贵金属矿山企业共拥有采矿权5个、探矿权10个，探矿权所覆盖的探矿范围131.85平方公里。其中青海大柴旦矿区地处青海省滩间山贵金属矿重点成矿区，拥有采矿权2个、探矿权7个，找矿潜力巨大，是公司现有的国内矿山黄金产出主要增量来源；吉林板庙子拥有采矿权1个、探矿权2个；黑河洛克拥有采矿权1个、探矿权1个；云南芒市华盛拥有采矿权1个。

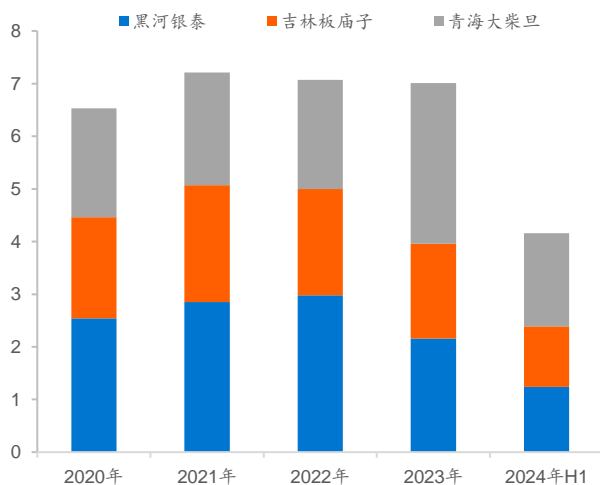
表2 公司现有黄金矿山资源储量情况（万吨、克/吨）

矿山名称	主要矿种	权益占比	矿山状态	矿石资源量	证实储量	可信储量	储量合计	平均品位
吉林板庙子	黄金	95%	在产	665.4	334.9	28.8	363.7	4.03
华盛金矿	黄金	60%	停产	1770.8	262.1	628.3	890.3	2.18
黑河洛克	黄金	100%	在产	261.7	84.3	31.8	116.1	5.9
青海大柴旦	黄金	90%	在产	1684.9	137.3	664.3	801.6	4.71

资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

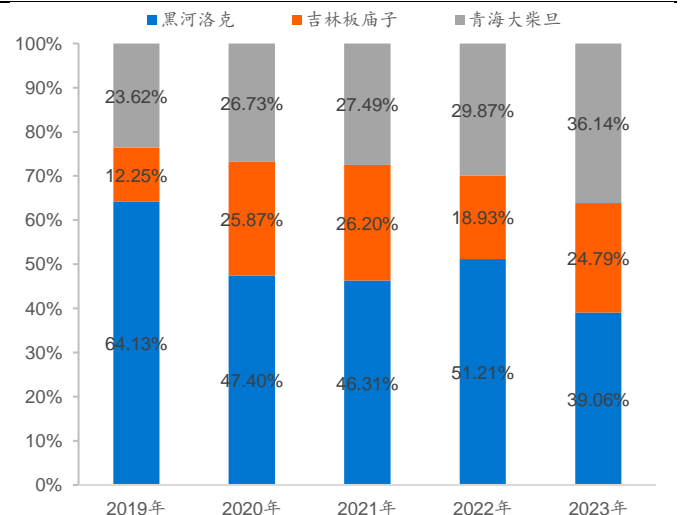
黑河矿区产出有所缩减，但青海大柴旦矿区产量增长迅速，2024年有望成为公司黄金业务盈利贡献主体。黑龙江黑河东安洛克金矿长期以来一直扮演公司矿产金产量供应以及利润贡献的主力角色，但由于开采年限较长、剩余可采储量有限，近几年矿区金矿品味有所下滑，对于公司净利贡献占比也呈现缩减趋势，2023年全年矿产金产量2.16吨，较2022年出现一定程度的下滑。青海大柴旦矿区成矿条件优越，现有3座在产黄金矿山中唯一进行露天开采，因此克金成本最低，2023年矿产金产量3.05吨，较2022年大幅增长47.34%，对公司黄金业务净利贡献比例提升至36.14%，伴随所辖细晶沟矿区探转采工程的完成，预计未来将取代黑河矿区成为公司黄金业务利润贡献主体。吉林板庙子金矿矿产金产量较为稳定，保持了较好的探采平衡，对于公司净利贡献比例稳定在25%左右。

图12 近四年公司各矿山矿产金产量（吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图13 三大黄金矿山业务净利贡献占比（吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

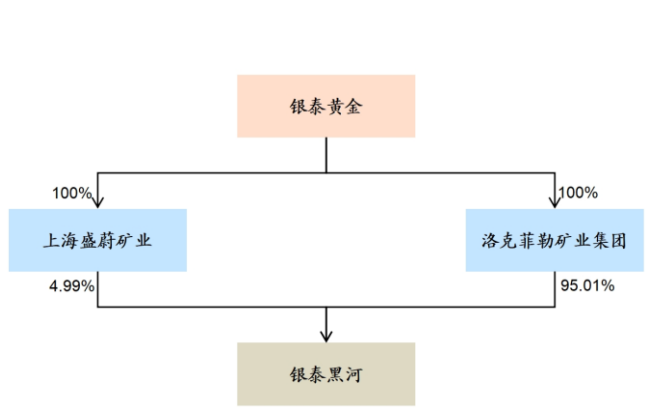
2.1.1 黑龙江黑河洛克：国内稀缺的高品位贵金属矿山

黑河洛克矿业位于黑龙江省黑河市逊克县，原属于加拿大埃尔拉多矿业公司旗下，

2016年通过交易并于公司开发体系,成为银泰黄金全资子公司;2017年9月投入生产,生产模式以露天开采为主;2018年起逐步转为地下开采;2019年,公司启动矿区二期技改工程,2020年5月竣工,矿区矿石采选能力由450吨/天提升至1250吨/天;2020年12月,矿区东安金矿获得黑龙江省自然资源厅下发的新采矿许可证,矿区生产规模由原来的14.85万吨/年提升至37.5万吨/年;2023年3月,矿区获得东安岩金矿床5号矿体外围详查探矿权,意在实现矿区资源接续。当前矿区经营范围覆盖矿产勘察、采选、冶炼,主要产品为含银合质金,出产黄金矿产品味位于国内最高水平。

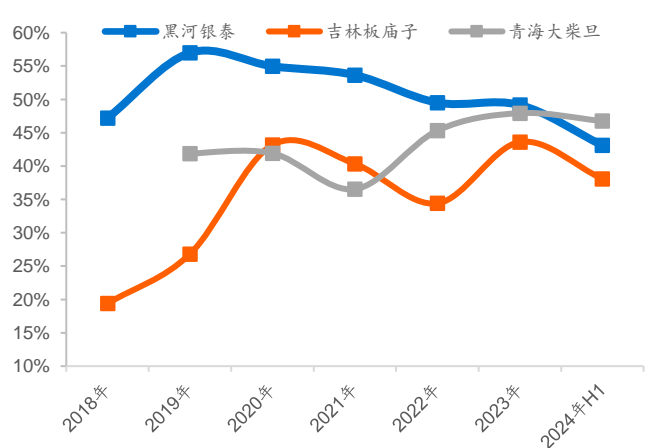
矿区长期作为公司黄金业务利润的重要来源。黑河银泰核心资产为所持有的东安金矿矿区采矿权,矿区处在黑河市小兴安岭北段,虽然可采规模有限,但黄金品味处在国内最高水平,同时矿石埋藏浅易于开采,矿产资源开发难度低。天然的资源禀赋优势使得矿区盈利能力长期领先于公司其他主力黄金矿山,是公司黄金业务利润的重要来源。2024年上半年创造净利润3.47亿元,相较2023年同比下滑15.36%,净利率43.10%,相较2023年下滑6.06个百分点。2020年,矿区技改工程完成同时取得新采矿权后,矿产金产量逐年上涨,2022年达到峰值2.98吨,2023年矿区矿产金产量出现一定程度的下滑,全年产量2.16吨,同比增速-27.52%。

图14 银泰黑河洛克矿业公司股权穿透图



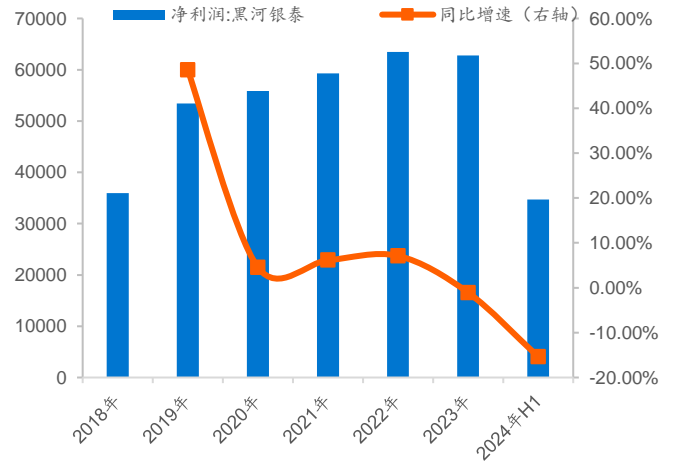
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图16 过去数年, 黑河银泰净利率领先公司其他在产主力矿山



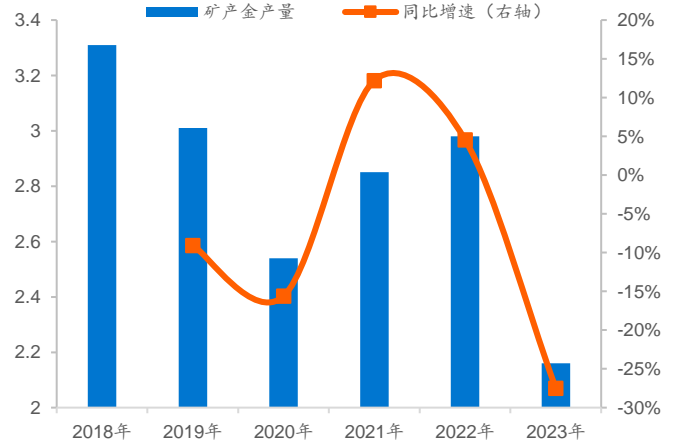
资料来源: 山金国际公司年报, 联储证券研究院

图15 矿区净利润增速放缓 (万元)



资料来源: 山金国际公司年报, 联储证券研究院

图17 2023年黑河矿区矿产金产量出现一定下滑 (吨)

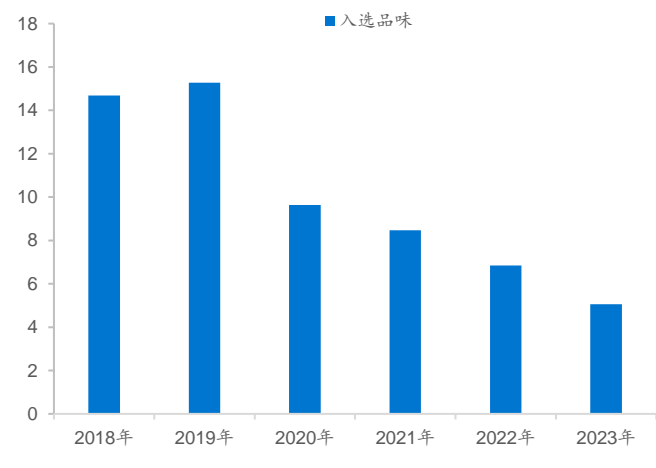


资料来源: 山金国际公司年报, 联储证券研究院

当前黑河矿区面临的主要问题剩余资源的延续性,也是导致近两年矿区盈利能力下滑的主要原因。黑河矿区是国内少有的高品位矿山,但其矿体品味呈现特殊的上富下贫分布,因此在2020年露天采矿结束、矿区转入地下开采后,矿产金入选品味出现大幅

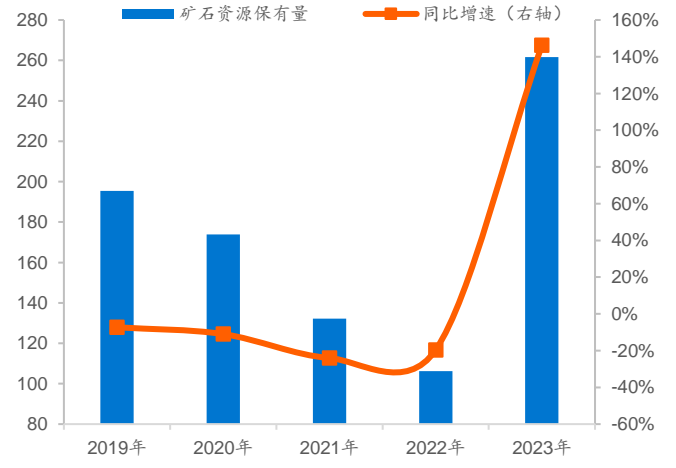
下降。之后伴随开掘工作不断推进，资源品味有所下滑，但 2023 年入选品味仍然高达 5.06 克/吨，依旧处在国内黄金矿山的最高水平。经过多年开采，黑河矿业主产区——东安矿区资源面临延续性危机，2022 年矿区矿石资源保有量 106.27 万吨，相较 2019 年已经减少了 45.6%，因此黑河矿区 2023 年至今矿山金产量以及盈利能力均有所下滑。

图18 2019年起，黑河矿区矿产金入选品味逐步下滑（g/吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图19 2022年，矿区面临较为严重的资源接续性问题（万吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

积极探矿增储，保证资源延续性。为了解决资源延续性问题，公司在 2023 年 3 月受让了原由黑龙江省第七地质勘察院所有的逊克县东安岩金矿床 5 号矿体外围的详查探矿权，该矿权勘探范围位于公司现有采矿区——东安金矿外围，与东安金矿属于同一成矿带。根据黑龙江省矿业联合会的评估意见显示，截止至 2021 年，该探矿区所有矿石量 114.73 万吨，其中黄金金属量 3949 千克，平均品味 3.4 克/吨，白银金属量 23359 千克，平均品味 63 克/吨。5 号矿体外围深处增储的可能性较大，未来有利于提升矿区的资源储备，保证其资源接续。

表3 黑河银泰 5 号矿区采矿权、探矿权相关信息

	有效期	生产规模	金资源（推测）储量	平均品位	银资源（推测）储量	平均品位	备注
黑河洛克东安金矿采矿权	2016年5月-2033年5月	37.5万t/a	24.3t	8.79g/t	208.47t	75.4g/t	2020年黑河银泰完成改扩建工程建设，生产规模由原有14.85万t/a调整为37.5万t/a
东安金矿外围探矿权	2020年8月-2025年8月		3.95t	3.4g/t	23.36t	63g/t	矿区金银矿产分为工业品味和低品位，其中工业品味金金属量3.24t，低品位金金属量0.71t

资料来源：山金国际公司公告、黑河银泰东安金矿改扩建项目环评公众参与说明，联储证券研究院

2.1.2 吉林板庙子：矿区经营稳健，勘探工作成效显著

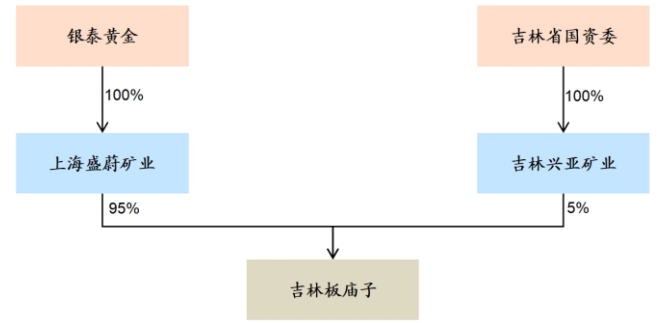
吉林板庙子矿业位于吉林省白山市，距白山市区 8 公里，公司最早由奥华黄金与吉林省第四地质调查所成立，2010 年出售给埃尔多安黄金公司，2016 年通过交易并入公司黄金生产体系，目前银泰黄金通过子公司上海盛蔚矿业持有公司 95% 股权，剩余 5% 的股权由吉林省国资委持有。矿区产品为低银合质金，采用地下开采的模式，2020 年矿区完成了年产规模 80 万吨的扩产能项目，目前是银泰黄金国内资源体系的重要组成部分之一。

图20 板庙子金矿地理位置



资料来源：吉林板庙子金矿地质特征及隐伏矿体预测，联储证券研究院

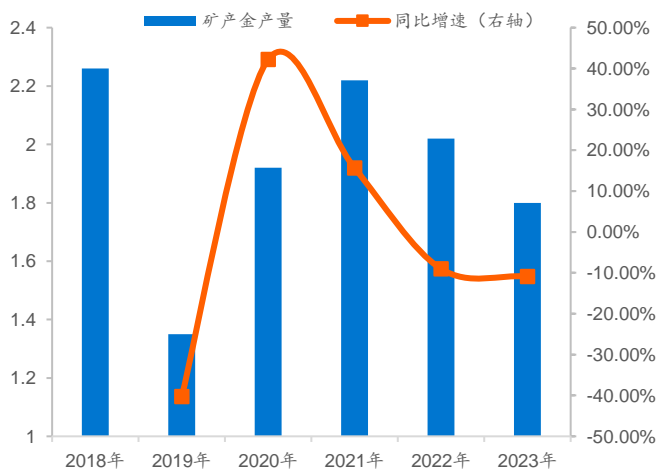
图21 吉林板庙子矿业公司股权结构



资料来源：Wind，联储证券研究院

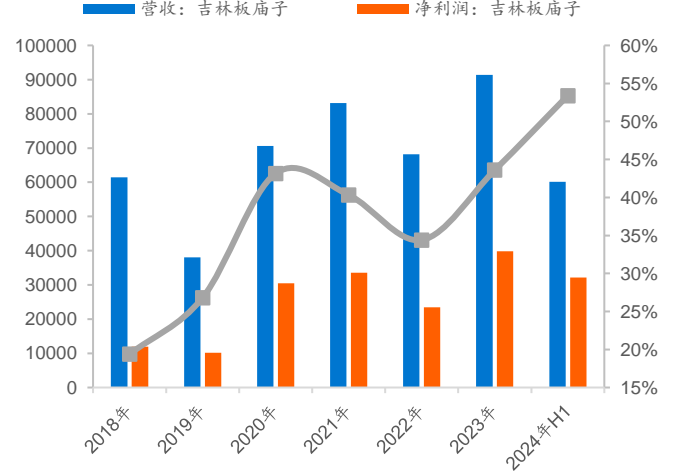
2022年后，矿区业绩恢复增长。2020年扩产工程完工后，矿区年矿石处理量较为稳定，2021、2022、2023年分别选矿66.23、67.18、70.76万吨，但受矿区黄金品味下行的影响，矿产金产量有所下滑，2023年产合质金1.8吨，同比增速-10.89%。2022年受新冠疫情的影响，矿区营收及净利润有所下滑，2023年矿区伴随生产经营活动恢复正常，两者均重新恢复增长。2024年在国际金价上行的带动下，上半年矿区营收及净利润创下近几年以来的新高，其中实现营业收入6.02亿元，同比增长30.93%，获得净利润3.21亿元，同比83.6%，净利率53.41%，相较2023年提升9.8个百分点。

图22 板庙子矿区矿产金产量较为稳定（吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

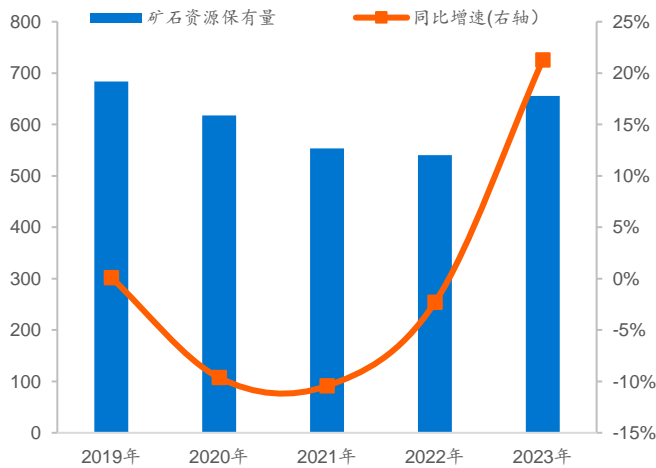
图23 板庙子矿区营收及净利润波动情况（万元）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

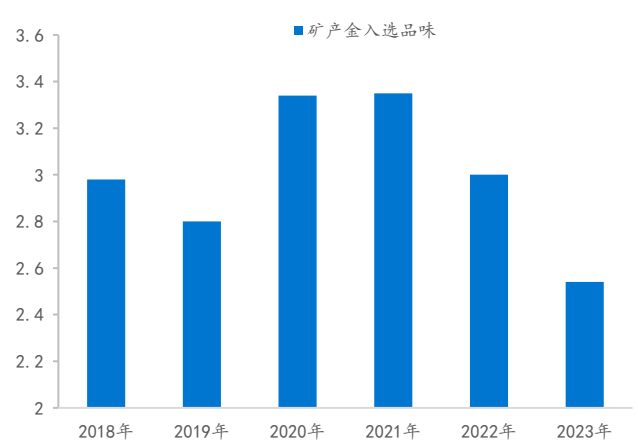
探矿工作实现突破，矿区资源实现较好的探采平衡。公司核心资产为金英矿区金矿采矿权，后续探矿增储工作同样围绕该矿区进行。自投产以来，矿区积极推进生产勘探工作，保持了较好的探采平衡，保有资源持续稳定，2022年矿区资源保有量540.5万吨，虽然由于开采工作的逐年深入推进，所产矿产金入选品味有所下滑，但仍具备良好的可持续生产能力。2023年，矿区金英金矿外围的板石沟实现了找矿突破，东大坡区发现有工业矿体赋存，初步估算矿石量57.1万吨，金金属量1.732吨，平均品味3.03克/吨，探矿权的突破使得2023年矿区保有资源量提升至655.4万吨，相较2022年大幅增长21.26%。同年11月，为了继续深入推进金英金矿及其外围地区矿产资源勘探工作，公司与吉林大学地质调查研究院签订了“金英金矿及外围成矿规律及预测找矿研究”项目合作协议，产学研用工作结合，能够为矿山持续发展提供人才及研究支持。

图24 板庙子矿区保有资源量相对稳定（万吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图25 2022年起，矿区矿产金入选品味有所下滑（g/吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

表4 吉林板庙子采矿权、探矿权相关信息

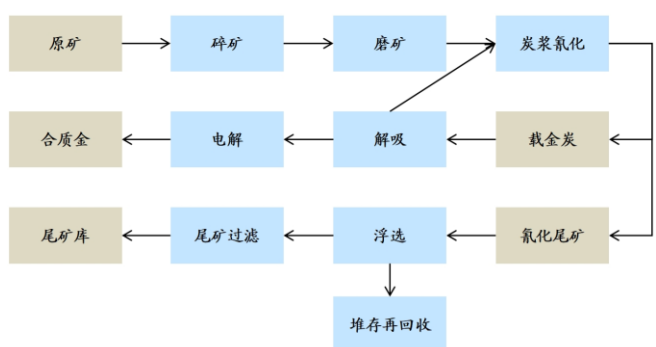
名称	有效期	生产规模	金资源（推测）储量	平均品位	备注
金英金矿采矿权	2021年4月13日-2025年12月13日	80万t/a	22.653t	4.46g/t	金金属量数据来源为2017年出具的采矿权评估报告，2022年下降至金金属量20.59吨，平均品味3g/t
板庙子金矿探矿权	2022年4月26日-2024年4月26日				
板石沟金及多金属矿探矿权	2020年11月16日-2025年7月24日		1.732t	3.03g/t	采矿权所有权目前在银泰盛鑫矿业，但勘探位置处在金英金矿外围，储量数据来自2023年公司年报公布的探矿进展信息更新

资料来源：吉林板庙子矿业金英金矿采矿权评估报告、山金国际公司年报、自然资源部采矿权信息查验、吉林省自然资源厅²，联储证券研究院

2.1.3 青海大柴旦：生产勘探齐头并进，未来增量空间广阔

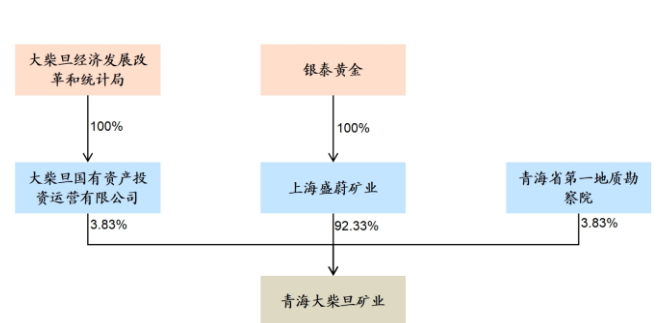
青海大柴旦矿区位于青海省海西州大柴旦行委，矿业公司于2000年7月由青海大柴旦金龙矿业公司与澳大利亚中矿公司创办；2005年公司控制权转至加拿大埃尔拉多矿业公司；2016年通过交易并入公司国内黄金供应体系。目前银泰黄金通过子公司上海盛蔚矿业持有公司92.33%的股权，剩余股权由大柴达行委国有资产投资运营公司以及青海省第一地质勘察院持有。青海大柴旦矿区目前是公司国内贵金属业务的主力矿山，保有黄金矿石资源储量近千万吨，在目前银泰黄金在产矿山中唯一能够实现露天开采，具备一定的成本优势，公司拥有年处理矿石80万吨能力，年产合质金稳定在2.5-3吨左右。

图26 青海大柴旦矿区露天采金生产工艺



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图27 青海大柴旦矿业公司股权结构

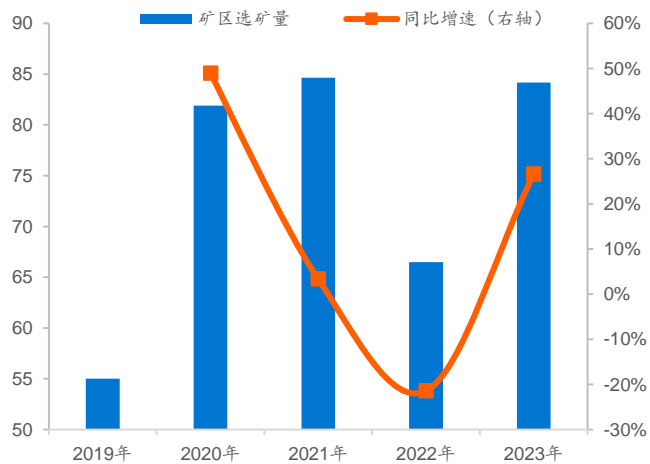


资料来源：Wind，联储证券研究院

² <http://zrzy.jl.gov.cn/>

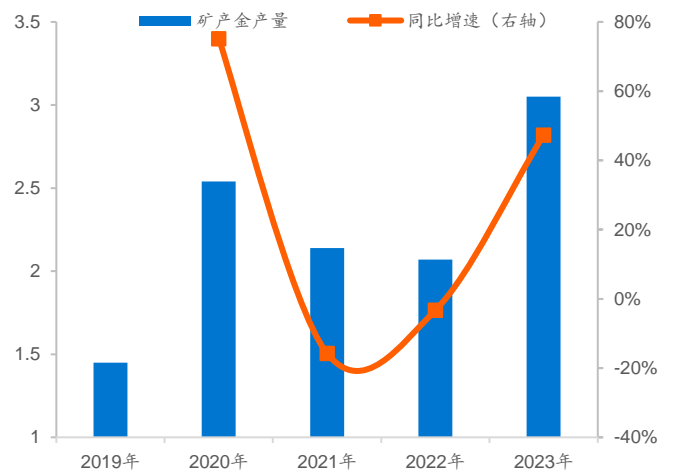
业绩再创新高，盈利能力持续增长。青海大柴旦矿区是公司黄金业务产出的主力矿山，2020年至今其选矿规模均保持高位，2023年矿区选矿量84.17万吨，矿产金产量大幅增长至3.05吨，同比增速47.34%。2024年，矿区业绩再创新高，上半年实现营收10.68亿元，同比增长55.88%，创造净利润5.63亿元，同比上涨75.74%，矿区净利润46.75%，首次反超黑河矿山居公司现有在产矿区第一位。

图28 大柴旦矿区选矿规模常年保持高位（万吨）



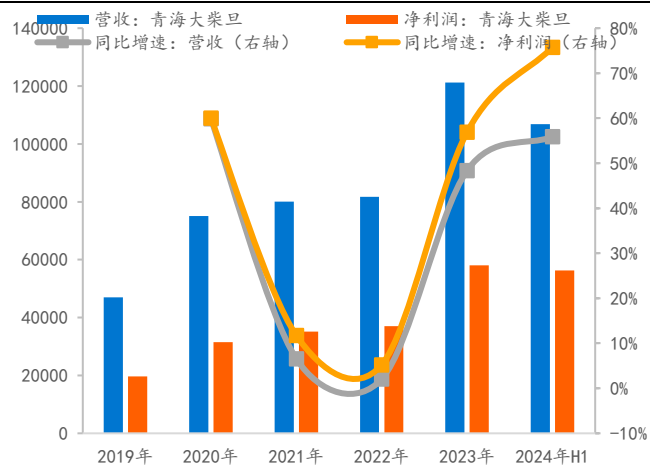
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图29 2023年矿区矿产金产量大幅上涨（吨）



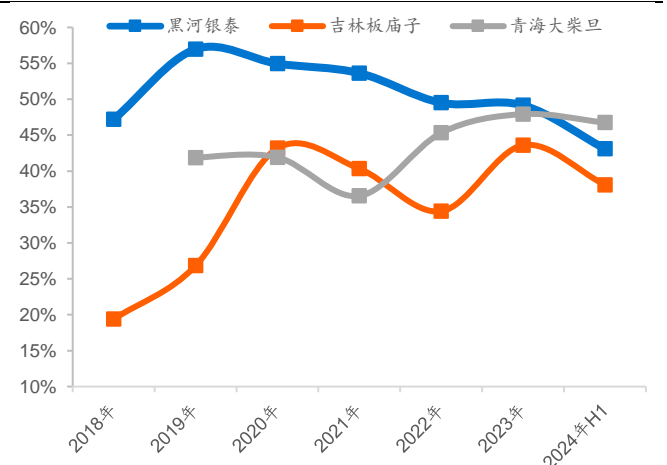
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图30 2023年矿区业绩再创新高（万元）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

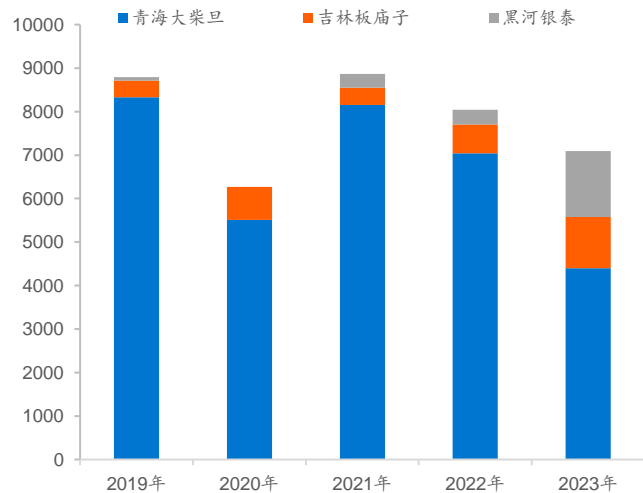
图31 矿区净利率稳定增长



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

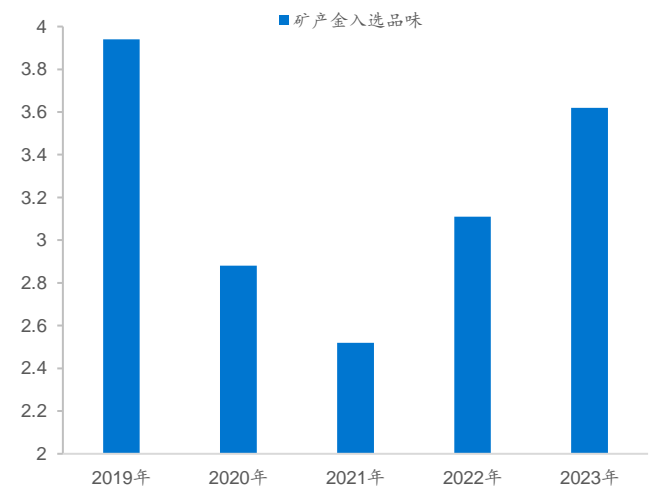
积极增储，稳健发展。青海大柴旦矿区位于青海省滩间山贵金属有色金属矿重点成矿区，成矿条件优越，围绕公司现有采矿权：滩间山、青龙沟为中心，周边多处出现物化探异常，找矿潜力巨大。依托天然优越的资源禀赋，公司积极投入勘探资金扩充矿区资源储量，2023年勘探资金投入4399.12万元，领先于其余两座在产矿山探矿投入之和。持续性的投入使得矿产金入选品味保持稳定，并未随着矿产资源的消耗逐步下滑，同时矿区资源保有量持续提升，有效实现探采平衡，2023年矿石资源保有量达到1684.9万吨，相较2022年上涨2.9个百分点，目前矿区黄金资源保有量占山金国际公司总储量的37%，在公司全部在产矿山中排名首位。

图32 在产三大黄金矿山勘探投资对比（万元）



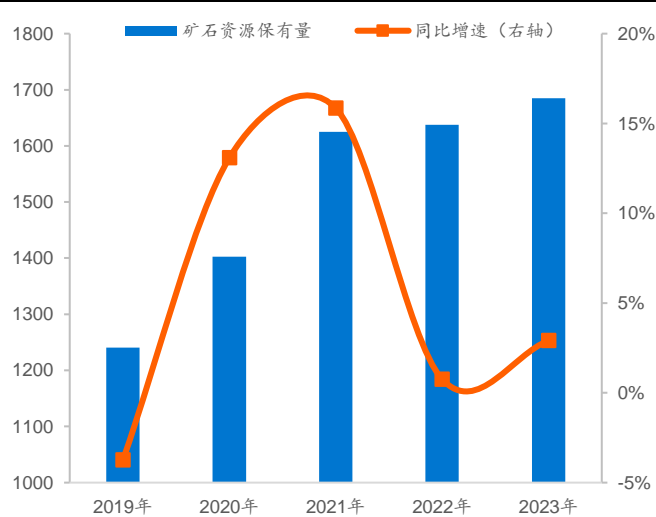
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图33 大柴旦矿区矿产金入选品味稳定上升（克/吨）



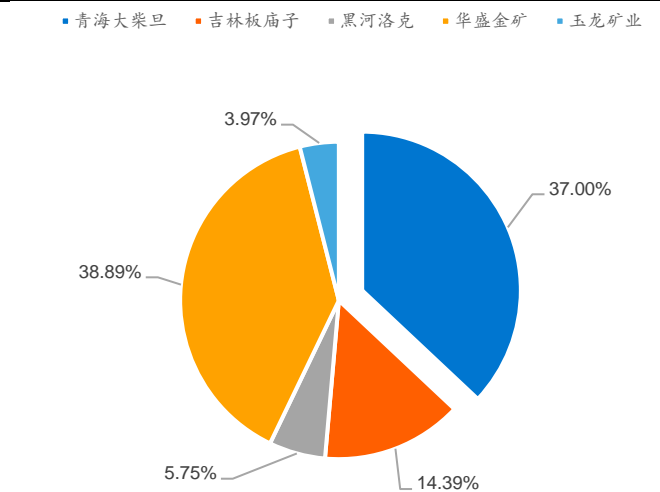
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图34 大柴旦矿区资源保有量持续提升（万吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图35 公司现有五大矿区黄金资源保有量占比情况



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

目前大柴旦公司拥有 2 个采矿权、7 个探矿权，现有采矿工程围绕两大采矿权：青龙沟、滩间山展开。其中青龙沟金矿总采矿量为 40 万吨/年，滩间山金矿区为 60 万吨/年的开采规模，当前浅部资源已基本开采完毕，正在进行矿区生产探矿工作，为进一步深部和挂帮矿体开采做准备。滩间山矿区设有选冶厂，选矿规模为 80 万吨/年，两大矿区采出矿石后会运往滩间山金矿选冶厂进行处理，青龙沟矿区距冶厂运输直线距离 25 公里。

持续性的勘探资金投入使得矿区探转采工作卓有成效，相关进程同样围绕现有两大采矿区进行，而近期可落地的项目主要有两项，即青龙沟 II、III 矿段扩建项目以及细晶沟金矿探转采工程，两项目的潜在产出将是未来矿区矿产金产量增量的主要来源。

表5 青海大柴旦矿区探矿权、采矿权信息汇总

	矿权名称	矿区面积	主矿种	开采方式	生产规模	矿山年限	矿石量	金金属量	金品位
采矿权	滩间山金矿	1.0306 平方公里	金矿	露天开采	60 万 t/a				
	青龙沟金矿	6.7936 平方公里	金矿	露天/地下 开采	60 万 t/a				
探矿权	青山山金矿 (详查)	普查 29.52 平方公里 +详查 1.14 平方公里	金矿		9 万 t/a	4.66 年	615657t	2.39t	3.88g/t
	青山金矿(详查)	36 平方公里	金矿						
	细晶沟金矿 (详查)	1.2 平方公里(采矿 矿区面积)	金矿	露天/地下 开采	露采 60 万 t/a、 地下 5 万 t/a	露天 5 年、 地下 1 年			5.32g/t
	细晶沟金矿外 围(详查)								
		金龙沟金矿外 围(详查)	66 平方公里						
		金龙沟金矿 (详查)							
	青龙沟金矿深 部普查								

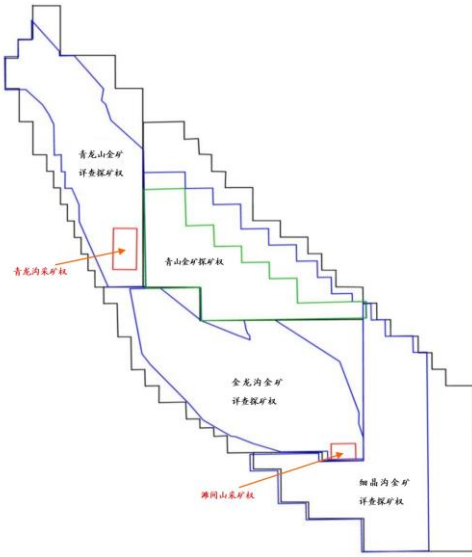
资料来源：青海省大柴旦镇细晶沟金矿详查探矿权评估报告、青海省大柴旦镇青山山金矿普查探矿权评估报告、青海省大柴旦镇青山山金矿详查探矿权评估报告、青海省大柴旦镇金龙沟金矿普查探矿权评估报告、细晶沟金矿采矿项目环境影响报告书、自然资源部采矿权和探矿权登记信息查验³，联储证券研究院

青龙沟采矿区位于整个大柴旦矿区的北部，原始矿区拆分为 4 个矿段，各自形成独立的开采单元，自北向南依次为青龙沟北矿段、青龙沟南矿段、323 露天、323 露天(南)，矿段内部矿脉分布、金矿品味以及开采方式存在差异。采区北矿段采矿生产始于 1997 年，上部资源露天开采，采矿活动已经结束，下部资源拟采用地下开采方式，当前正在进行探矿斜坡道施工以及探矿平巷工作；采区南矿段目前正在进行探矿工作，没有采矿活动，后续拟采用地下开采的方式；323 露天矿段已经闭矿，因此当前矿区主力开采单元为 323 露天(南)矿段，可进行露天开采，资源平均品味 7.21g/t，相较其余开采单元具有明显的资源禀赋及成本优势。

II、III 矿带纳入采矿范围，老矿区注入新血液。新拓展金龙沟 II、III 矿带位于金龙沟金矿详查探矿权内，紧邻青龙沟金矿采矿区，2020 统计矿石资源量 167.03 万吨、金金属量 7.22 吨主要矿体平均厚度 5.64m，矿石平均品味 4.63g/t，2023 年年末已由青海省自然资源厅去的青龙沟金矿采矿权证(扩大矿区范围)，新采矿权覆盖范围囊括金龙沟 II、III 矿带。新矿带的加入提升矿区资源储量，进一步实现资源开发的延续性，矿山未来有望形成五个矿段共同向选厂供矿的采选系统，总规模将从原有的 40 万吨/年提升至 60 万吨/年，截止至 2023 年 6 月，主体探矿工程已经形成，井下斜坡道一期工程已施工完成。

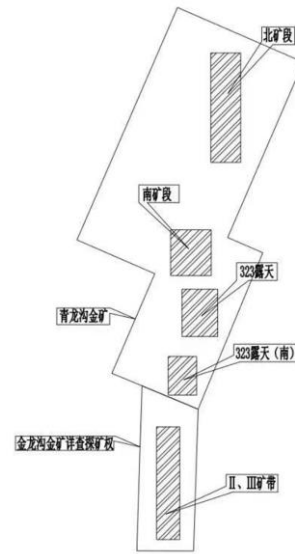
³ [https://xkzph.mnr.gov.cn/MiningLicenseInspect/\(S\(lqrwv1jugewdu5xnf0l4v\)\)/MiningLicenseInspect.aspx](https://xkzph.mnr.gov.cn/MiningLicenseInspect/(S(lqrwv1jugewdu5xnf0l4v))/MiningLicenseInspect.aspx)

图36 大柴旦矿区现有探矿权、采矿权分布图



资料来源：青海省大柴旦镇青山金矿普查探矿权评估报告、细晶沟金矿采矿项目环境影响报告书，联储证券研究院

图37 青龙沟金矿区原有四大矿段以及扩建矿段分布



资料来源：青龙沟金矿（扩建）采矿项目矿山地质环境保护与土地复垦方案，联储证券研究院

表6 青龙沟金矿区原有四大矿段与扩建矿段主要信息汇总

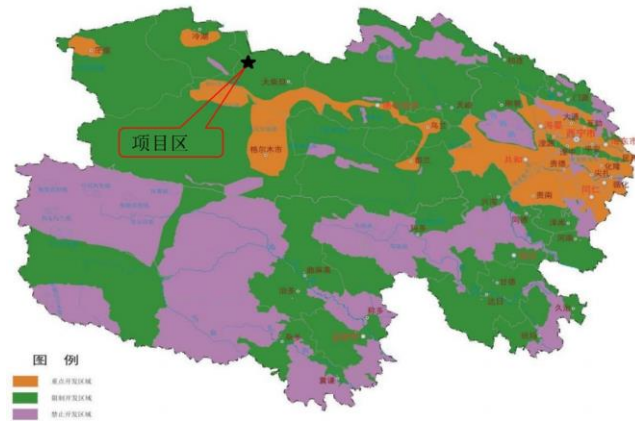
名称	开采方式	规模	服务年限	状态	矿体规模	平均品味
323 露天	露天	15 万 t/a	3 年	闭矿		
323 露天（南）	露天	15 万 t/a	3.8 年	开采	长度 320m，斜深 18.5-150m，平均厚度 7m	7.21g/t
北矿段	露天转地下	20 万 t/a	5.2 年	开采	M2 矿体：控制长度 675m，延伸规模 283m（经多年开采剩余矿体最大延伸 174m），平均厚度 5.66m M3 矿体：控制长度 158m，延伸规模 176m，平均厚度 5.08m	M2:5.51g/t M3:3.7g/t
南矿段	拟采用地下	5 万 t/a	4.1 年	探矿	控制长度 150m，延伸规模 110m，平均厚度 3.38m	6.86g/t
II、III 矿段	地下	20 万 t/a	8 年	基建	III-M1：矿体长度 680m，矿体斜深 265m，平均厚度 5.64m III-M16：矿体长度 500m，矿体斜深 40-160m，平均厚度 2.56m	III-M1:3.57g/t III-M16:3.18g/t

资料来源：青龙沟金矿（扩建）采矿项目矿山地质环境保护与土地复垦方案，联储证券研究院

注：II、III 矿段内圈定有 30 条金矿体，表格填入规模最大的 III-M1、III-M16 矿体，其余小矿体限于篇幅特征描述省略

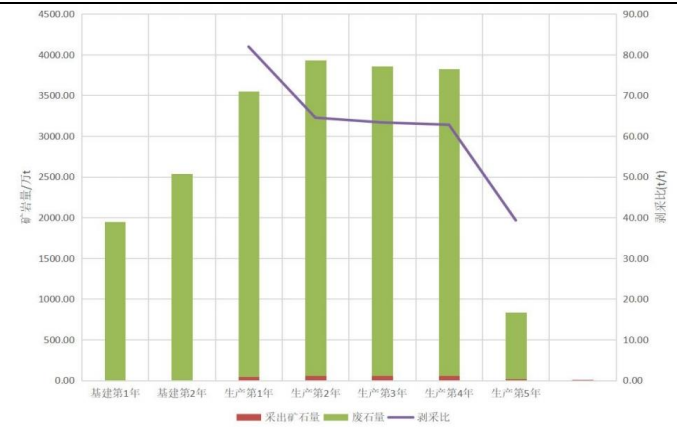
细晶沟金矿探转采工作稳步推进。细晶沟金矿同样位于青海省大柴旦镇，临近现有的滩间山矿区，两地矿床特征近乎一致，2008 年公司首次取得细晶沟金矿探矿权，2022 年 12 月提交采矿权新设申请。20 根据青海省 2022 年披露的《青海省大柴旦镇细晶沟金矿详查报告》中的信息显示，矿区可露天开采工业矿控制与推断矿石资源量合计 178.43 万吨，金金属量 9.5 吨，平均品味 5.32 克/吨，矿山计划前期采用露天开采方式，后期采用地下开采，其中露天开采规模为 60 万吨/年，地下开采规模为 5 万吨/年，矿山总服务年限为六年，其中露天可采年限为 5 年，地下可采 1 年。根据公司披露的信息显示，新立采矿权青海省自然资源厅已审查完毕，根据青海省工作安排，当前新立采矿权审批需等待《中华人民共和国矿产资源法》修订案的发布，公司已经成立专班跟进此项事宜。根据矿山的建设周期推断，2025 年基建工程有望实现完工，2026 年可规模性贡献新增矿石量。细晶沟金矿区的设立将使大柴旦矿业采矿区增加至 3 处，未来公司金矿储量和产量有望进一步大幅提升。

图38 细晶沟项目地理位置与交通图



资料来源：细晶沟金矿采矿项目环境影响报告书，联储证券研究院

图39 细晶沟矿山生产计划（万吨）



资料来源：细晶沟金矿采矿项目环境影响报告书，联储证券研究院

表7 细晶沟矿区资源储量信息汇总（吨、克/吨）

开采方式	矿石品位	资源量类别	矿石量	平均品位	金金属量
露天开采	工业矿	控制资源量	505562	5.13	2.59
		推断资源量	1278730	5.4	6.91
		控制+推断资源量	1784292	5.32	9498.67
	低品位	控制资源量	151518	1.53	231.82
		推断资源量	570871	1.44	822.05
		控制+推断资源量	722389	1.46	1053.88
工业矿+低品位	控制资源量	657079	4.3	2825.35	
	推断资源量	1849602	4.18	7727.2	
	合计	2506681	4.21	10552.55	
地下开采	工业矿	控制资源量	10939	4.36	0.05
		推断资源量	24805	4.17	0.1
		控制+推断资源量	35744	4.22	0.15

伴生 Ag 平均品味 4.98g/t; 伴生 S 平均品味 3.66%

资料来源：细晶沟金矿采矿项目环境影响报告书，联储证券研究院

2.1.4 云南芒市华盛：复工复产稳步推进

云南芒市金矿位于云南省省德宏傣-景颇族自治州，矿区距昆明市 829 公里，芒市华盛矿业公司核心资产即为其所有的芒市金矿采矿权。该采矿权于 1995 年 19 月设立，1999 年由公司取得并进行露天开采，矿区面积为 0.43 平方公里，生产规模为 2 万吨/年；2009 年生产规模扩大至 5 万吨/年；2014 年生产规模扩大至 10 万吨/年；2016 年因股东资金问题，矿山被迫停产；2021 年，银泰黄金以 10.37 亿元收购芒市华盛金矿 60% 股权，剩余 40% 仍有原所有者张辉先生持有。根据 2016 停产后出具的《中国云南省芒市金矿项目独立技术报告》统计数据，矿区矿石资源总量 2322.5 万吨，金金属量 70.67 吨，平均品味 3.04 克/吨，其中控制矿产资源量 1627.5 万吨，金金属量 50.62 吨，平均品味 3.11 克/吨；推断矿产资源量 695 万吨，金金属量 20.05 吨，平均品味 2.89 克/吨。

完成交易后，公司可以依托资金优势以及矿山运营人才与管理经验储备，帮助芒市金矿尽快重启矿山建设并实施优化，同时计划将生产规模提升至 120 万吨/年。而华盛金矿的并入同样能进一步丰富公司国内黄金资源开发领域的布局，扩大公司资产规模，提升公司资源储备及核心竞争力。目前，矿山复工复产及 120 万吨/年的芒市金矿采矿项目核准工作正在持续推进。

表8 芒市华盛金矿主要信息汇总

项目名称	相关信息
矿山名称	芒市华盛金矿开发有限公司芒市金矿
开采矿种	金矿
开采方式	露天/地下开采
生产规模	10万 t/a, 规划扩产至 120万 t/a, 相关变更待有关部门核准
矿区面积	0.6338 平方公里
采矿权有效期	2017-07-11 至 2025-07-11
矿区资源情况	矿石资源总量 2322.5 万吨, 金金属量 70.67 吨, 平均品位 3.04 克/吨

资料来源: 银泰黄金关于收购芒市华盛金矿开发有限公司 60% 股权的公告、自然资源部采矿权登记信息查验, 联储证券研究院

2.1.5 纳米比亚 Twin Hills: 海外业务扩展的首次尝试

2024 年 2 月 26 日, 公司发布公告拟通过全资子公司海南盛蔚贸易, 以现金的方式以每股 1.90 加元的价格, 收购 Osino Resources Corp. 全部股权, 交易金额约为 3.68 亿加元, 目标公司的核心资产即位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目。该金矿位于纳米比亚中部, 距离首都温得和克 150 公里, 采矿权于 2023 年 3 月取得, 根据 Osino 公司最新公布的报告显示, 金矿项目矿石总储量 6450 万吨, 金金属量 66.86 吨, 平均品位相对较低, 约为 1.04 克/吨, 同时, 公司还拥有该项目西北 130 公司的探矿权, 预估矿区金推断资源量 27.99 吨, 平均品位 1.13 克/吨。2024 年 8 月 29 日, 公司公告本次收购的交割工作已经全部完成。

该项目是山金国际海外矿山收购的首次尝试, 在现有国内矿山体系之外, 拓展布局海外矿产资源。通过收购 Osino, 公司新增黄金资源量 127.2 吨, 实现了快速获得优质资源、提高黄金资源储备、增强公司的核心竞争力即可持续经营能力的战略目标, 在国内贵金属剩余未开采资源相对有限的背景下, 对于保证公司保有资源的接续性、持续提升行业地位具有重大意义。

表9 纳米比亚 Twin Hills 金矿主要信息汇总

项目名称	相关信息
矿山名称	Twin Hills 金矿
矿权名称	238 号采矿权
开采方式	露天开采
采矿权有效期	2022-11-03 至 2025-11-03
地理位置	纳米比亚中部, 首都温得和克西北约 150 公里
所属公司	Osino Resources Corp.
矿区资源情况	矿石资源总量 6450 万吨, 金金属量 66.86 吨, 平均品位 1.04 克/吨

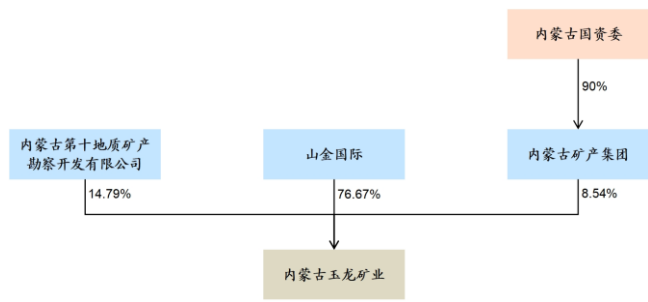
资料来源: 银泰黄金股份有限公司关于收购 Osino Resources Corp. 股权的公告, 联储证券研究院

2.2 铅锌银: 选厂升级, 探转采工作完成, 未来增量可期

公司的铅锌银板块主要通过子公司内蒙古玉龙矿业完成, 而该公司的核心资产即所控股的内蒙古玉龙多金属矿。矿山位于内蒙古西乌珠穆沁旗巴彦花镇, 2002 年开工建设, 2012 年并入山金国际, 是山金国际收购的第一座有色金属矿山, 主要产品为含银铅精矿粉及含银锌精矿粉。目前, 山金国际直接持有玉龙矿业 76.67% 的股权, 其余股权由内蒙古第十地质矿产勘察开发公司及内蒙古矿业集团持有。

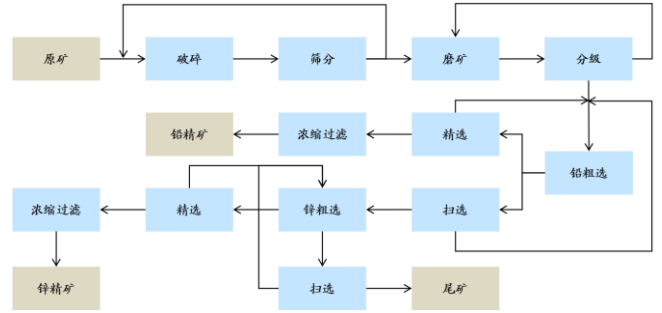
玉龙矿业目前拥有三宗采矿权及五宗探矿权(年报披露其中 4 宗探矿权详细信息), 是国内最大的矿产银单体矿山之一, 合计保有矿石资源量 7087.1 万吨, 银金属量 7856.9 吨、铅金属量 61.37 万吨、锌金属量 128.36 万吨; 三宗采矿权: 花敖包特银铅矿及花敖包特山矿段合计保有矿石资源量 3004.9 万吨, 银金属量 4593.46 吨、铅金属量 45.93 万吨、锌金属量 64.39 万吨; 2024 年 9 月, 1118 高地铅锌矿探矿权完成转采工作, 采矿权名称为巴彦温都日矿区银多金属矿, 矿石资源量 3651.8 万吨, 银金属量 3026 吨, 铅金属量 23.23 万吨、锌金属量 60.83 万吨。

图40 内蒙古玉龙矿业股权结构



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图41 玉龙矿区铅锌矿产品生产工艺流程



资料来源: 山金国际公司年报, 联储证券研究院

表10 玉龙矿山主要矿区资源量汇总

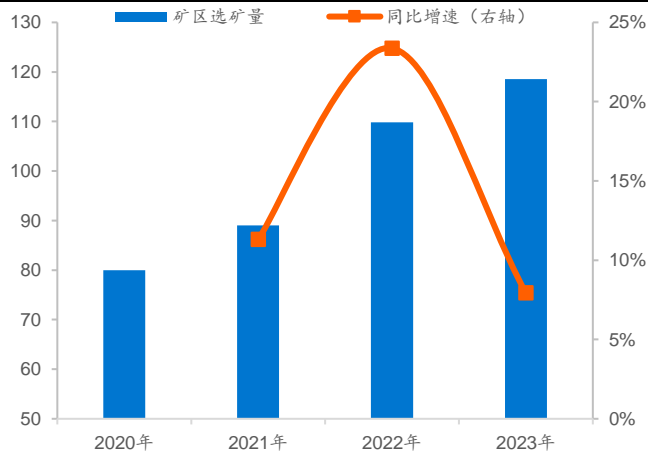
矿权名称	矿石资源量	银金属量	铅金属量	锌金属量	铜金属量	锡金属量	金金属量
采矿权							
花敖包特银铅矿	2493 万吨	4113.09 吨	41.01 万吨	54.98 万吨			
花敖包特山矿段	511.9 万吨	480.37 吨	4.92 万吨	9.41 万吨			
巴彦温都日矿区银多金属矿	3651.8 万吨	3026 吨	23.23 万吨	60.83 万吨	12.09 万吨	2.74 万吨	
探矿权							
花敖包特外围 II 区	180.7 万吨	356.56 吨	0.24 万吨	0.24 万吨			
花敖包特南山	60.68 万吨	106.88 吨	1.38 万吨	1.61 万吨			
1038 高地	60.38 万吨	78.14 吨	0.69 万吨				
玉龙矿业合计	7087.1 万吨	7856.9 吨	61.37 万吨	128.36 万吨	12.6 万吨	2.74 万吨	180.7 吨

资料来源: 山金国际公司年报, 联储证券研究院

技改工程顺利完工, 矿石处理能力显著提升。公司现有矿区面积 1.7093 平方公里, 采用地下开采的方式, 建有两座选矿厂, 为了解决选矿设备陈旧、自动化水平差、生产指标低等问题, 2021 年起对公司原有的其中一座 1400 吨/天选矿厂整体进行了技术改造, 2022 年 7 月完工试运行; 9 月正常使用, 处理能力提升至 3000 吨/天, 同时, 矿区另拥有一座 2000 吨/天选厂, 因此现满产后矿石处理量提升至 5000 吨/天。由于处理能力的提升, 因此 2022 年矿区全年矿石处理量得到大幅度上涨, 但 2022 年上半年仍受限于冬残奥会影响生产进度不及预期, 2023 年全面动工后, 矿区选矿量进一步上行, 全年处理矿石 118.57 万吨, 同比上涨 7.93%。

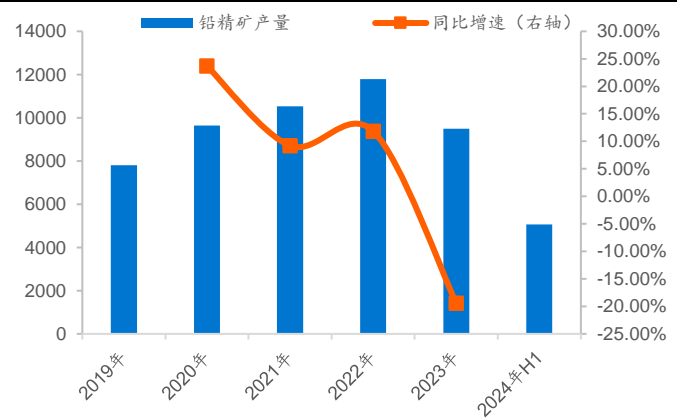
伴随矿山服务年限的延长, 矿区采矿难度增加, 铅锌精矿及矿产银产量近几年有所下滑。2024 年上半年, 矿区铅锌精矿产量分别为 5063.33 吨、5618.67 吨, 矿产银产量 82.24 吨, 相较 2023 年同期水平平均略有下滑。受此影响, 矿区上半年盈利能力较去年同期有所下滑。2024 年营收规模 4.75 亿元, 同比增长 2.1%, 创造净利润 1.49 亿元, 同比下滑 14.26%。

图42 玉龙矿区矿石处理量持续提升（万吨）



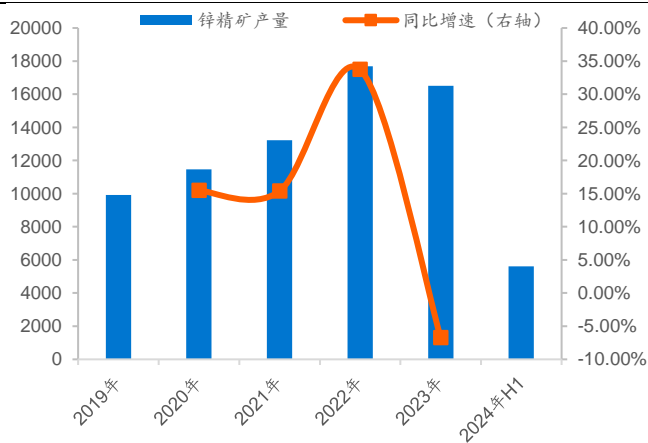
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图43 铅锌精矿产量有所下滑（吨）



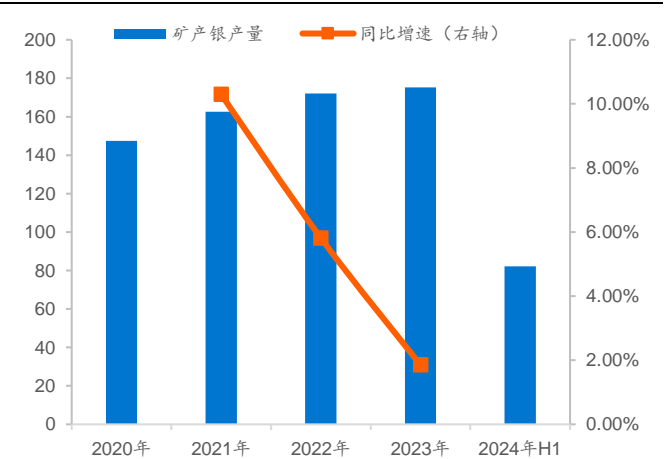
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图44 铅锌精矿产量有所下滑（吨）



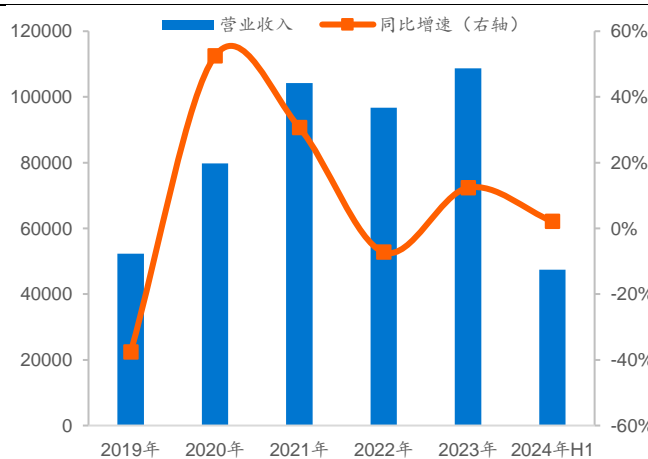
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图45 上半年矿产银产量低于2023年同期水平（吨）



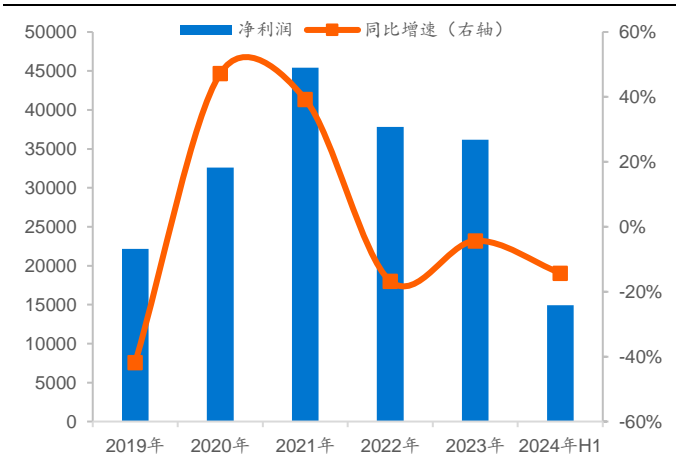
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图46 2024年上半年矿区营收规模持平（万元）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图47 上半年矿区净利润规模收窄（万元）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

为了解决资源延续性问题，矿区持续性进行勘探投入，已实现阶段性探矿增储突破，9月完成转采工作。玉龙矿业矿区地处大兴安岭有色金属成矿带和华北地块北缘多金属成矿带，该地带蕴含着丰富的有色金属资源，具备产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的成矿条件，找矿潜力巨大、勘探前景广阔。2023年，公司费用化勘探投入2865万元，资本化勘探投入918万元，在外围矿权探矿增储工作中实现新的突

破，矿区内 1118 高地共发现 178 条矿体，2023 年补勘项目顺利通过评审备案，矿区矿石资源量增至 3651.8 万吨，相较补勘前增长 75.65%，银、铅、锌等主要有色品种金属量均有不同程度提升。2024 年 9 月，1118 高地探转采工作顺利完成，采矿区面积 3.4821 平方公里，可开采矿种包括银、锌、铜、铅，预计将采用地下开采的方式进行，生产规模 99 万吨/年。找矿工作的突破丰富了矿区资源储量，提升的公司核心竞争力，探转采工作的完成预示矿区相关有色品种产量有望实现大幅提升，为盈利增长提供进一步增量空间。

表11 补勘前后 1118 高地矿石资源量及各品种金属量对比

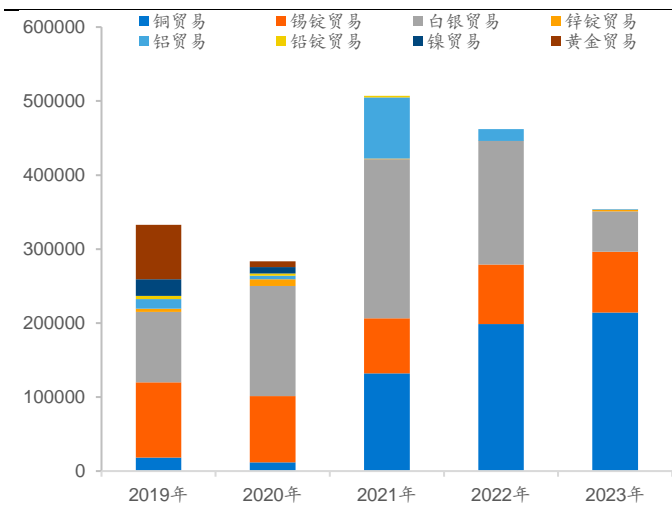
	矿石资源量	银金属量	铅金属量	锌金属量	铜金属量	锡金属量
补勘前	2079 万吨	1697.45 吨	12.61 万吨	39.62 万吨	6.35 万吨	1.82 万吨
补勘后	3651.8 万吨	3026 吨	合计 84.06 万吨		12.09 万吨	2.74 万吨

资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

2.3 金属贸易：公司营收的重要贡献

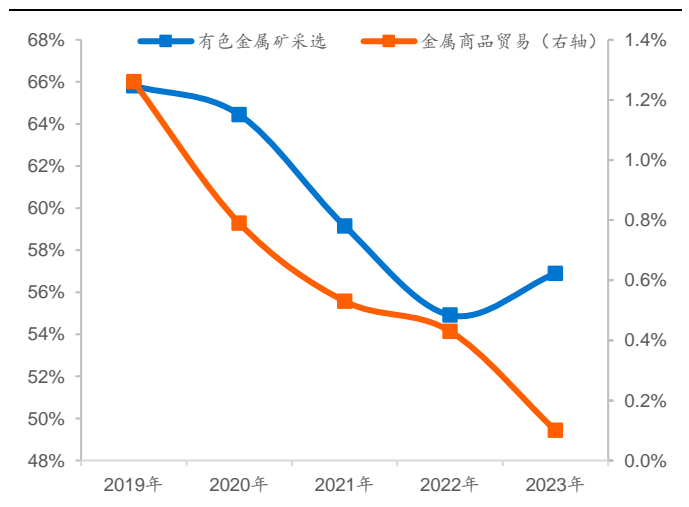
公司的金属贸易业务通过其子公司上海盛鸿及其孙公司作为平台展开，主要开展白银、铜、锡、铝、锌等金属的贸易活动，同时合理运用期货、期权、汇率等金融衍生品工具增加公司贸易业务利润。金属贸易板块主要为公司贡献营收，但毛利率较低，因此公司逐步缩减该部分业务规模。2023 年金属商品贸易营收规模 35.39 亿元，同比缩减 23.44%，其中铜贸易、锡锭贸易及白银贸易是主要贡献项，分别实现营收 21.43 亿元、8.2 亿元及 5.48 亿元。

图48 金属贸易板块细分项营收规模（万元）



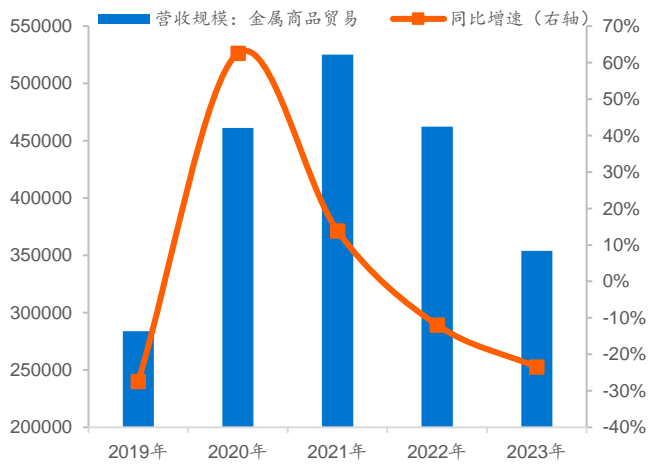
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图49 公司现有两大业务毛利率对比



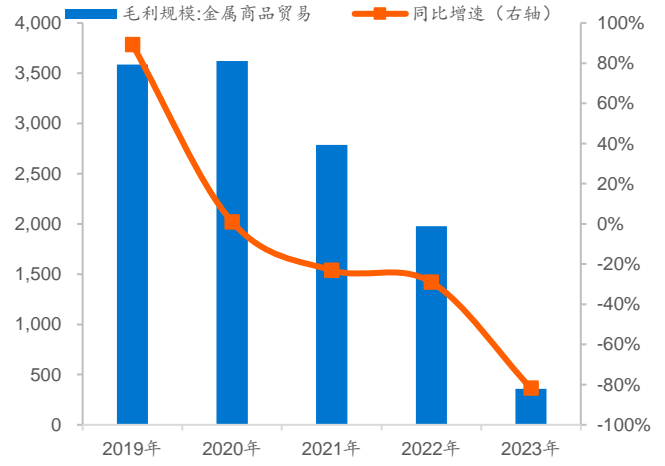
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图50 2021年后，金属贸易板块营收规模逐年缩减（万元）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图51 金属贸易板块毛利规模同步缩减（万元）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

3. 竞争优势：低量成本+优质资源，山金入主加速成长

3.1 国资进入，公司发展进入新阶段

2022年12月9日，公司原实控人沈国军先生、原控股股东中国银泰投资有限公司与山东黄金矿业股份有限公司签署了《股份转让协议》，将合计持有的20.93%的股份转让给山东黄金；2023年1月19日，股份转让工作实施完成，山东黄金成为公司控股股东，公司实控人变更为山东省国资委。合计股份转让价款127.6亿元，创下了近年来国内上市金矿企业并购交易记录。

表12 公司控制权变更过程重要事项

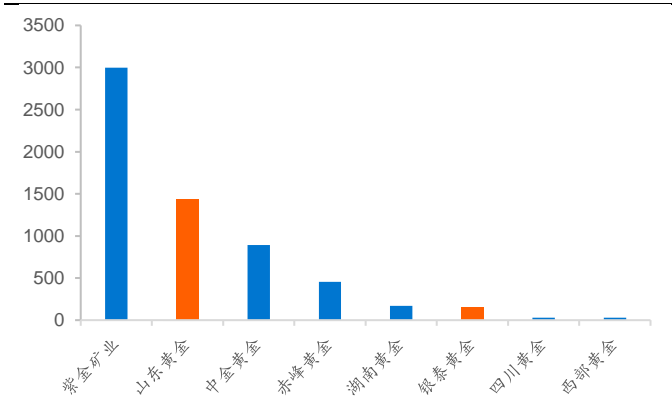
时间节点	事项说明
2022年12月4日	公司向深交所申请股票停牌，公司实控人沈国军先生、控股股东中国银泰投资有限公司拟与某企业在黄金资源板块开展股权合作，不排除向该企业协议转让持有的公司股份
2022年12月9日	公司实控人与山东黄金签署《股份转让协议》，将其持有的公司20.93%股份转让给山东黄金，本次交易完成后，山东黄金成为公司控股股东，公司实控人将变更为山东省国资委，标的股份转让价款不高于人民币130亿元
2023年1月19日	公司实控人与山东黄金在原协议的基础上签订《补充协议》，就股份转让价款、具体支付安排、后续交割、违约责任等事项在协议中达成进一步约定
2023年2月3日	公司实控人与山东黄金股权转让交易获得山东省国资委的批准
2023年3月30日	交易通过国家市场监督管理总局反垄断认定，可以实施集中
2023年6月8日	交易获得香港联合交易所批准
2023年6月14日至 2023年6月30日	山东黄金通过证券交易所集中交易方式合计增持公司股份29802918股，占总股本的1.073%
2023年6月30日	山东黄金股东大会审议通过了《关于签订〈股份转让协议之补充协议〉的议案》
2023年7月20日	股份转让事项取得中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，山东黄金完成了对于银泰黄金的控制权收购
2023年8月14日	公司在第八届董事会第二十一次会议上选举刘钦先生担任公司董事长，法定代表人将由刘钦先生担任
2023年11月16日	公司收到山东黄金通知，山东黄金自当日起6个月内，将通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价的方式，以自有资金择机增持公司股份，累计增持金额不低于人民币12.88亿元，不超过人民币25.76亿元，增持价格上限不超过19.04元/股
2024年7月24日	公司完成变更登记备案手续，公司名称正式变更为山金国际黄金股份有限公司，证券代码不变

资料来源：山金国际公司公告，联储证券研究院

国资进入，公司发展进入新阶段。新控股股东山东黄金是国内黄金行业的绝对龙头，2023年公司资源保有量1431.3吨，年矿产金产量41.78吨，在国内主要有色企业中仅次于紫金矿业，相当于国内矿产企业总产量的14.06%。公司年产黄金1吨以上的矿山达到10家，其中境内矿山合计产金35.34吨，是境内矿产金产量最高的金企。完成股

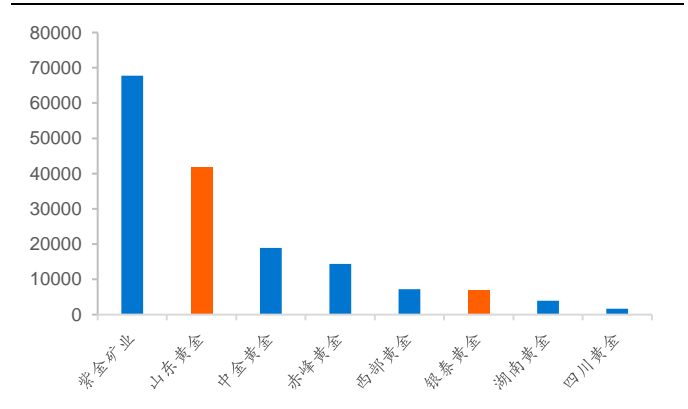
权收购后，山金国际既可保留原有民营体制的灵活性、对于市场环境的高度敏锐，同时又可借鉴国有企业的先进之处，借助股东的资源、资产及信用领域的优势，二者携手可期实现 1+1>2 的效果，为山金国际未来发展提供充足的想象空间。

图52 2023 年国内主要金企黄金资源保有量 (吨)



资料来源：相关公司年报，联储证券研究院

图53 2023 年国内主要金企矿产金年产量 (千克)



资料来源：相关公司年报，联储证券研究院

山东国资进入后，能够给公司带来的直接或间接的赋能将主要来自于四个方面：

- 第一，借助国资股东影响力，加速现有矿区探矿拓产进程。公司现有矿区多个矿权进入评审备案的关键阶段，包括玉龙矿区 1118 项目探转采工作、青海大柴旦矿区细晶沟采矿权办理、云南华盛金矿生产规模变更审核等，成为国有控股企业后，借助股东的支持及背书，相关审批工作进度有望加速推进，
- 第二，借鉴股东技术与经验，投资并购、探矿增储等领域有望展开深度合作。公司原为民营企业，受限于公司体量，近几年进行并购项目尝试相对有限。山金作为行业龙头，在人才储备、技术积累、项目经验等方面具有明显的行业优势，未来工作推进中，山金国际可与股东展开协作，更好赋能公司发展。
- 第三，降低融资成本，拓宽融资规模。完成并购后，山金国际有望获得山金集团的授信，而作为黄金产业的龙头吗，山东黄金集团受到政府层面政策倾斜、金融资源等多方面的支持，子公司山东黄金在 A 股、H 股均实现上市，融资渠道畅通，未来山金国际在矿山并购、债务偿还等诸多领域的融资需求将得到国资股东进一步的保障。
- 第四，潜在的集团优质矿山资源注入，增强公司核心竞争力。山东黄金在收购公告中陈述，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，而根据山东黄金 2022 年 11 月 10 的公告信息，集团中尚有青海山金矿业、嵩县天运矿业、海南山金矿业、山东盛大矿业、山东天承矿业、山东黄金金创集团等黄金业务资产尚未注入山东黄金，存在注入山金国际上市平台的可能，且部分矿区临近公司现有矿山，未来若注入公司，将有效提高公司资源储量，增强核心竞争力。

表13 山东黄金集团尚未注入山东黄金上市平台的探矿权、采矿权相关信息

矿权类型	矿权持有人	矿权名称	查明金属量	保有金属量	
探矿权	山东黄金金创集团有限公司	山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	3.6 吨		
		山东省蓬莱市黑岚沟金矿深部及外围详查	1.48 吨		
		山东省烟台市蓬莱区初格庄北金矿详查	5.89 吨		
		山东省烟台市蓬莱区西石硼北部矿区金矿勘探	2.41 吨		
	青海山金矿业有限公司	青海省都兰县阿斯哈(可热)地区金矿详查	8.027 吨		
		青海省都兰县瓦勒尔金矿详查	8.02 吨		
		青海省都兰县瓦勒尔金矿外围详查	尚未探明		
		青海省都兰县达里吉格塘地区金矿普查	尚未探明		
		青海省都兰县果洛龙洼金矿详查	12.94 吨		
		青海省都兰县果洛龙洼金矿(3740 米以下)普查	尚未探明		
		青海省都兰县按纳格金矿详查	1.67 吨		
		山东省莱州市仓上-潘家屋子地区金矿勘探	0.39 吨		
	山东黄金地质矿产勘查有限公司	山东省莱州市留村金矿中深部详查	2 吨		
		山东省莱州市赵家金矿勘探	尚未探明		
		山东省莱州市上马家金矿勘探	0.22 吨		
		山东金地矿业有限公司	山东省莱州市大尹家矿区金矿勘探	尚未探明	
	招远市九洲矿业有限公司	山东省招远市水旺庄矿区金矿勘探	186.1 吨		
		山东成金矿业有限公司	山东省招远市李家庄矿区金矿勘探	17.05 吨	
		福建省政和县宏坤矿业有限公司	福建省政和县大药坑矿区金矿外围地质详查	尚未探明	
	福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查		金 0.89 吨		
福建省政和县星溪矿区外围金铜矿详查	尚未探明				
山金西部地质矿产勘查有限公司	青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查	0.56 吨			
	青海省都兰县阿斯哈南金矿预查	尚未探明			
	青海省都兰县瓦勒尔南金矿预查	尚未探明			
	新疆托里县红旗点金矿普查	尚未探明			
	甘肃省西和县安家岔金矿普查	3.003 吨			
内蒙古山金地质矿产勘查有限公司	新疆吐鲁番市高昌区乌尊布拉克金矿普查	尚未探明			
	新疆吐鲁番市高昌区乌尊布拉克东金矿普查	尚未探明			
	内蒙古自治区赤峰市松山区银线沟金多金属矿详查	尚未探明			
采矿权	山东黄金金创集团有限公司	山东黄金金创集团有限公司庵口矿区		57.38 吨	
		山东金创股份有限公司上口王李金矿区		3.879 吨	
		山东金创股份有限公司黑金顶矿区		1.538 吨	
		山东金创股份有限公司黑岚沟矿区		6.721 吨	
	海南山金矿业有限公司	海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿		15.63 吨	
	嵩县山金矿业有限公司	嵩县山金矿业有限公司		2.924 吨	
	青海山金矿业有限公司	青海山金矿业有限公司都兰县果洛龙洼金矿		0.654 吨	
	青岛金星矿业股份有限公司	青岛金星矿业股份有限公司		4.738 吨	
	福建省政和县宏坤矿业有限公司	福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿		0.94 吨	
	福建省政和县大源矿业有限公司	建省政和县大源矿业有限公司星溪矿区硫金铜矿		0.813 吨	

资料来源: 山东黄金公司年报, 联储证券研究院

交易完成后, 公司与山东黄金不存在同业竞争问题。产品层面, 山东黄金除妖产品为标准金锭和各种规格的投资金条等, 而山金国际主要产品为合质金(含银)、含银铅精矿和锌精矿等, 公司主要产品需要经过进一步提炼才能成为标准金, 本质上属于山东黄金的标准金产品的上游产品; 销售模式层面, 山东黄金主要客户为上海黄金交易所, 而山金国际主要客户为下游黄金冶炼厂, 双方客户处在不同产业链环节, 客户差异度较大; 矿权资源层面, 根据目前双方现有的采矿权即探矿权信息, 山东黄金与山金国际矿权所涉及区域范围均为独立矿山, 不存在交叉覆盖情况。

山东黄金作为国内黄金资源开发行业的传统龙头, 其资源布局具有较为明显的地域性及规模性特征。背靠山东省国资控股身份, 同时结合省内丰富黄金资源, 山东黄金国内资源布局主要集中于山东一省, 省外资源体量则相对有限。2023 年公司所有的焦家金矿黄金年产量 9.38 吨, 是国内第一大产金矿山, 三山岛金矿、新城金矿、以及海外贝拉德罗金矿年产量均超过 5 吨, 公司主力矿山储量大、产金量高, 支撑起公司黄金行业的龙头地位。

表14 山东黄金自有矿山基本情况汇总

所在区域	矿山名称	主要矿种	资源量 (百万吨)	黄金金属量 (吨)	平均品味 (克/吨)	剩余可采年限 (年)
山东省内	三山岛金矿	黄金	43.9	136.65	3.11	6.19
	焦家金矿	黄金	98.9	349.25	3.53	4
	新城金矿	黄金	58.91	199.41	3.38	6.63
	玲珑金矿	黄金	54.88	157.04	2.86	6.35
	归来庄金矿	黄金	2.35	8.12	3.46	1.69
	金洲金矿	黄金	3.98	12.39	3.12	21.62
	鑫汇公司	黄金	9.64	35.47	3.68	18
	莱西公司	黄金	2.95	5.8	1.97	5.93
	蓬莱金矿	黄金	1.93	14.11	7.3	5.93
	沂南金矿	黄金	5.95	9.25	1.55	8.76
山东省外	赤峰柴矿	黄金	2.23	6.76	3.03	4.53
	福建源鑫金矿	黄金	0.5	2.51	5.02	2
	西和中宝金矿	黄金	13.36	30.14	2.26	20.22
	新疆金川	黄金	41.27	37.54	0.91	3.84
	甘肃金舜	黄金	6.77	22.13	3.27	
	国内合计		347.51	1026.57	2.95	
国外	贝拉德罗矿	黄金	290.15	186.62	0.64	
	卡帝诺	黄金	194.13	218.11	1.12	
	合计		831.79	1431.3	1.72	

资料来源：山东黄金公司年报，联储证券研究院

与之相对，山金国际由于其原有公司体量及民营身份，资源分布则相对分散，同时矿山追求小而美。山金国际现有国内矿产资源分别位于东北地区、西北地区及西南地区，地域分布较广。所属矿山体量相对有限，但其资源品味普遍较高，叠加原有的民营体制灵活、对市场敏锐度较高、成本控制能力较强，盈利能力位居行业前列。

因此，通过本次收购，山东黄金扩大了自身的资源储备，将原本资源盲区进行了填补，在国内现有未开发的优质黄金资源极为有限的背景下，对于公司未来的发展意义重大。而对于山金国际来讲，在经营好现有所属矿山之外，我们认为，其可能的业务扩张方向将更加集中于海外，利用股东的资金及渠道支持，加快海外矿山并购的步伐，积极实施 2021 年提出的“走出去”战略。而国内市场将围绕现有矿山周边进行外延，同时扩张可能聚焦于中小体量矿山进行尝试。

3.2 清晰战略目标展现公司发展雄心

2023 年末公司对未来几年的战略规划制定了清晰的发展路径：

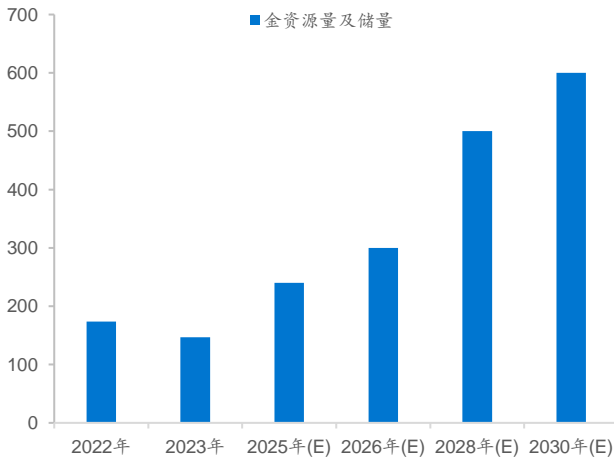
两年规划目标：十四五末矿山金产量增长至 12 吨，金资源量及储量达到 240 吨。

三年规划目标：2026 年末矿产金产量增长至 15 吨，金资源量及储量达到 300 吨。

五年规划目标：2028 年末矿产金产量增长至 22 吨，金资源量及储量达到 500 吨。

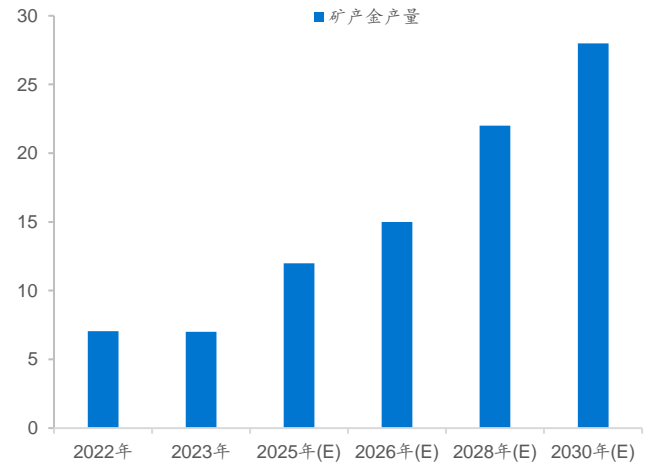
七年规划目标：十五五末矿产金产量增长至 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上。

图54 黄金储量战略规划目标 (吨)



资料来源：山金国际公司年报、发展战略规划纲要，联储证券研究院

图55 矿产金产量规划目标 (吨)



资料来源：山金国际公司年报、发展战略规划纲要，联储证券研究院

为实现公司战略，未来增储增产路径将来自于内外两条。内生增长途径中，公司将利用现有矿山及周边资源分布，内生外延，积极进行探矿增储，同时推动已探明资源的探转采工作。相关工作包括玉龙矿山 1118 高地补勘矿区探转采工作、黑河矿山东安金矿外围资源接续工作、青海大柴旦矿山青龙沟 II、III 矿段扩建项目以及细晶沟金矿探转采工程以及云南芒市金矿复产扩建工作。从当前上述工作推进进程来看，青海大柴旦矿山青龙沟项目探转采已经完成，井下工程也实现部分完工，2025 年即有望产出增量，其余工程进展有待进一步跟踪。根据公司的战略规划，内生途径所需周期，短期可提供增量空间有限，参考国内外成熟矿产企业发展路径，实现扩张目标将更主要仍将依赖外生途径。国资进入后，未来公司扩张脚步预计将显著加快，一方面将围绕现有矿山地理分布，对于东北、西南地区可投资矿产资源进行整合并购；另一方面将布局海外市场，针对海外重点矿带资源进行并购扩张。

表15 2024 年年中，公司重要在建工程情况 (万元)

工程名称	工程预算	本期工程余额增加金额	工程进度	工程建设资金来源
吉林板庙子井巷工程	36814.7	1183.88	73.94%	自有资金
吉林板庙子尾矿库扩容工程	27291.71	256.55	70.4%	自有资金
青海大柴旦青龙滩井下工程	58826.48	2588.06	85.15%	自有资金、借款
青海大柴旦金龙沟斜坡道探矿工程	25100	2670.94	98.94%	自有资金
青海大柴旦南竖井工程	15808.3	1160.05	47.4%	自有资金

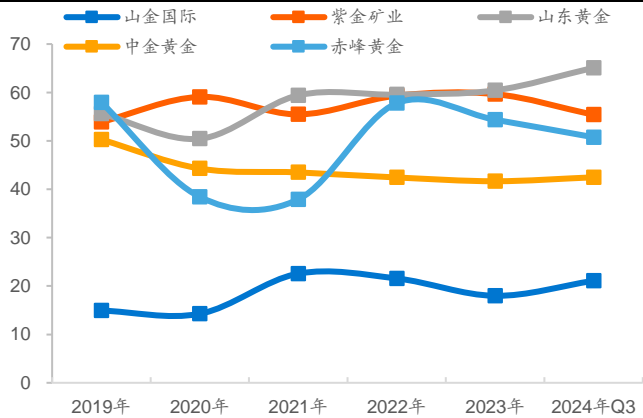
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

3.3 资源禀赋优异，成本控制能力行业领先

我们判断公司有能力在未来更加积极的进行并购扩张，除了国资股东所带来的信用以及资金方面的支持以外，更重要的是来自于自身优于行业其他公司的负债管理、成本管理以及盈利能力。

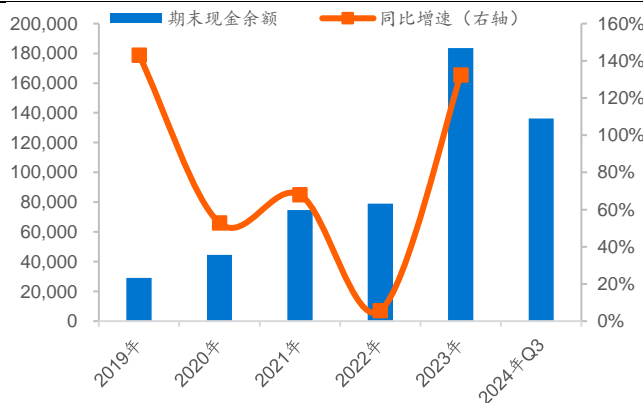
公司长期稳健经营，财务结构健康，扩张空间充足。不同于行业内部分公司相对激进的经营模式，公司长期经营稳健，财务结构健康。2023 年公司资产负债率 17.98%，2024 年三季度略有抬升至 21.08%，在贵金属矿业企业中处在最低水平。同时，公司资金管理能力强，具备相对充裕的现金流。公司经营现金流稳定，自 2021 年以来经营活动现金净流量持续稳定在 20 亿元以上。由于持续稳定的现金流入，公司期末现金余额持续增长，2023 年达到 18.36 亿元，2024 年三季度现金余额虽有所下滑，但仍有突破 13.61 亿元。充裕的现金使得公司具备较强的偿债能力，2023 年公司流动比率 2.5，2024 年三季度持平 2.53，显著优于行业内其他公司。健康的财务结构以及较强的偿债能力使得公司未来具备充裕的资源扩张空间。

图56 公司资产负债率显著低于行业其他公司 (%)



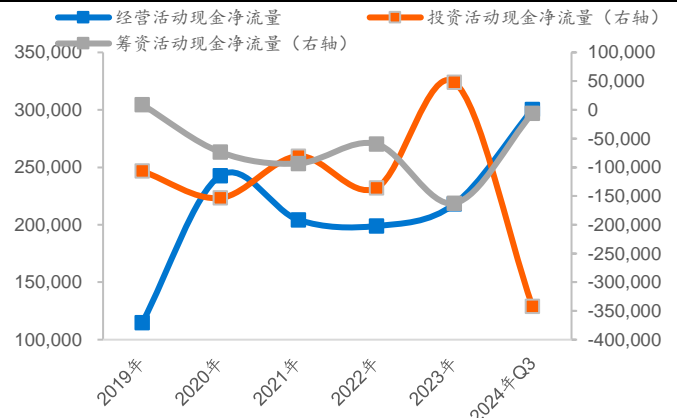
资料来源：山金国际、紫金矿业、山东黄金、中金黄金、赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图58 公司期末现金余额充裕 (万元)



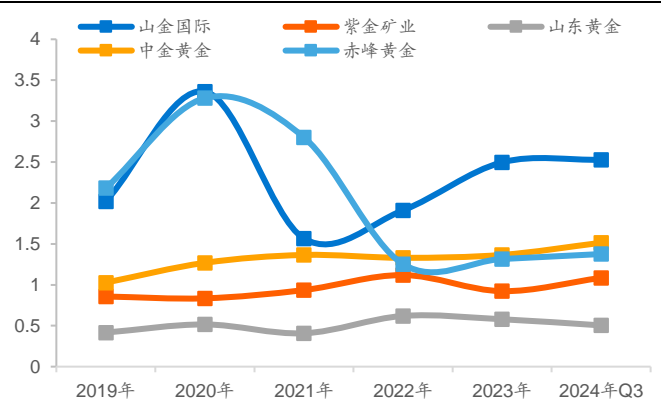
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图57 公司经营性现金流稳定 (万元)



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

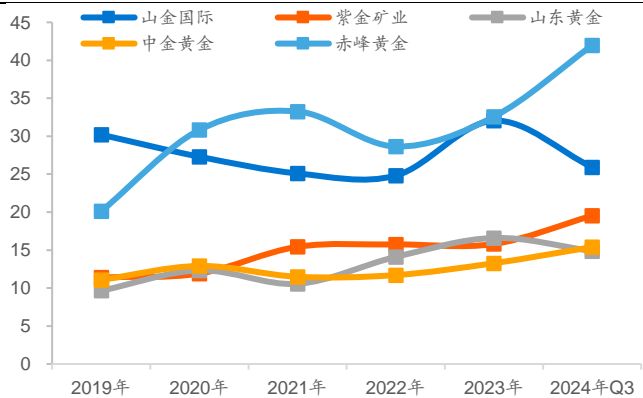
图59 公司流动比率与行业其他公司对比



资料来源：山金国际、紫金矿业、山东黄金、中金黄金、赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

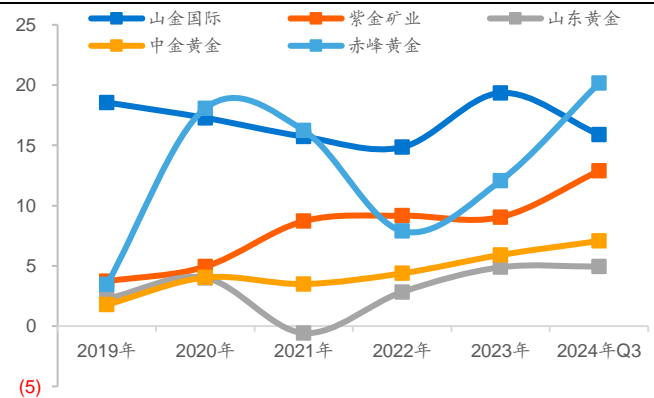
盈利能力行业领先。受金价连续冲高的带动，同时摆脱了原材料价格上涨对于公司成本端的压力，2023年公司盈利能力大幅提升，销售毛利率32.05%，相较2022年提升7.2个百分点，销售净利率19.35%，相较2022年提升4.5个百分点。2024年三季度受贸易板块占比上升的影响，销售毛利率及销售净利率均有所下滑，分别为25.92%、15.89%。类比行业内其他矿业公司，公司盈利能力处在行业领先水平，头部公司中，销售毛利率和净利率水平仅稍稍落后于赤峰黄金。

图60 公司销售毛利率处在行业头部水平 (%)



资料来源：山金国际、紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图61 公司销售净利率水平领先行业 (%)

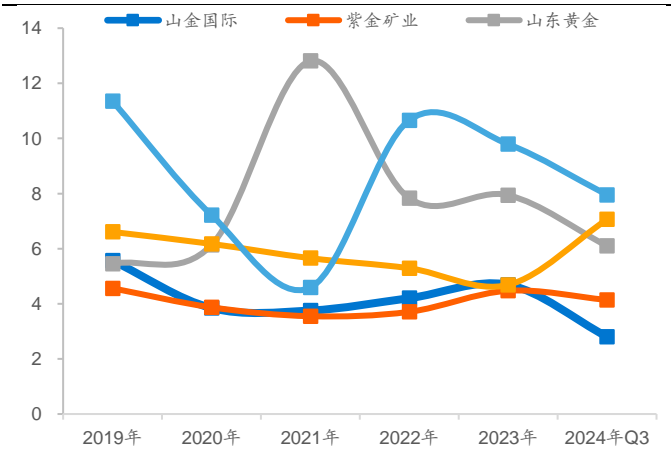


资料来源：山金国际、山东黄金、赤峰黄金、中金黄金、紫金矿业公司年报，联储证券研究院

公司能够实现行业头部的盈利能力，总结原因包含以下几点：

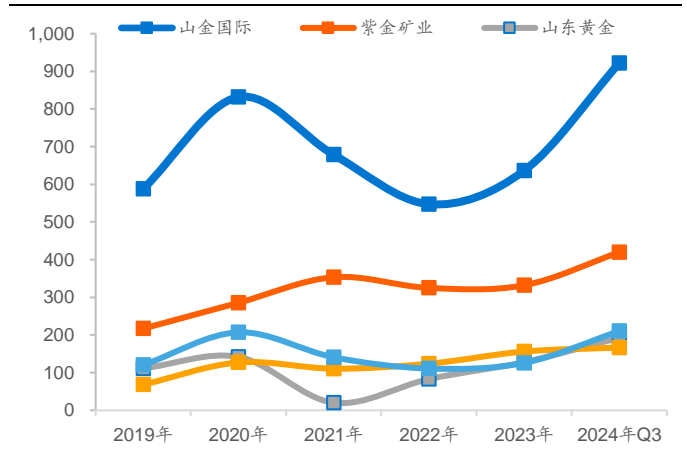
- 第一，较强的费用控制能力。2023 年公司销售期间费用率 4.69%，2024 年第三季度进一步下行至 2.8% 创下历史新低，主要系管理费用优化，一季度公司管理费用率 2.76%，相较 2023 年同期减少了 1.81 个百分点。
- 第二，优秀的人均创收能力。受公司体量及民营身份的影响，公司雇佣员工数量远低于行业头部公司，但公司员工人均创收水平行业领先，2023 年公司人力投入回报率（ROP）636.41%，2024 年一季度进一步提升至 922.14%。

图62 公司销售期间费用率处在行业低位水平（%）



资料来源：山金国际、紫金矿业、山东黄金、中金黄金、赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

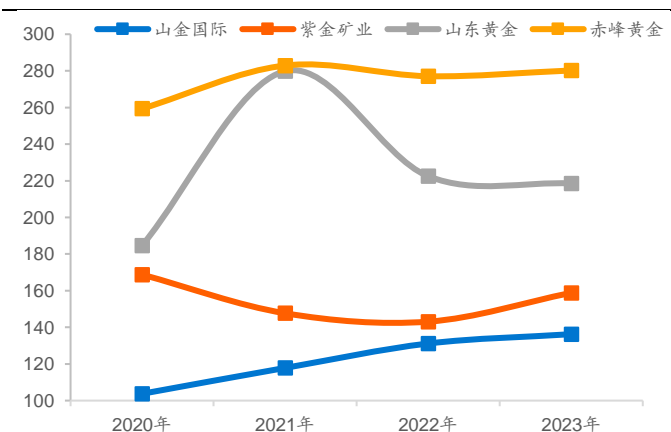
图63 公司人力投入回报率领先行业（%）



资料来源：山金国际、紫金矿业、山东黄金、中金黄金、赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

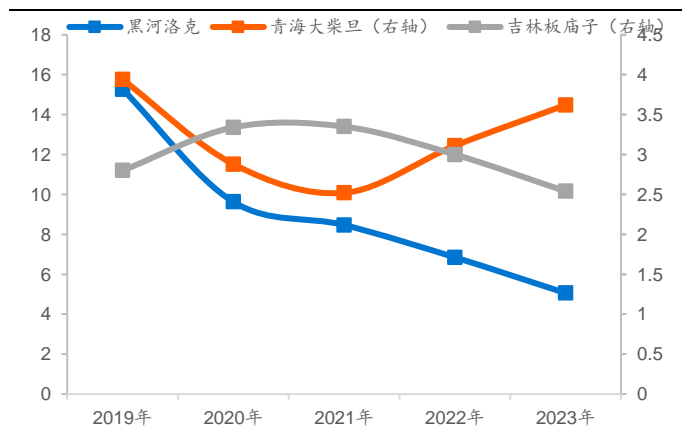
- 第三，资源禀赋优异，成本优势显著。公司能够保持行业头部的盈利水平，最主要得益于其具备的成本优势。2023 年公司克金成本 136.26 元/克，虽然近几年呈上升趋势，但仍领先于行业其余头部公司。能够实现低成本、高盈利，一方面得益于公司较高的资源利用率及先进的生产管理方式，另一方面在于其旗下矿山资源禀赋的优异。受制于公司原有体量，矿山数量及资源规模落后于行业头部企业，但公司所属主力矿山平均品味较高，黑河洛克品味 5.9 克/吨、青海大柴旦 4.71 克/吨、吉林板庙子 4.03 克/吨，均超过行业平均水平，开采难度小、后期冶炼成本低，使得公司得以形成极强的成本优势，在当前矿产品价格波动剧烈背景下，能够保持公司业绩稳定，具备更强的风险抵御能力。

图64 公司克金成本低于行业均值水平（元/克）



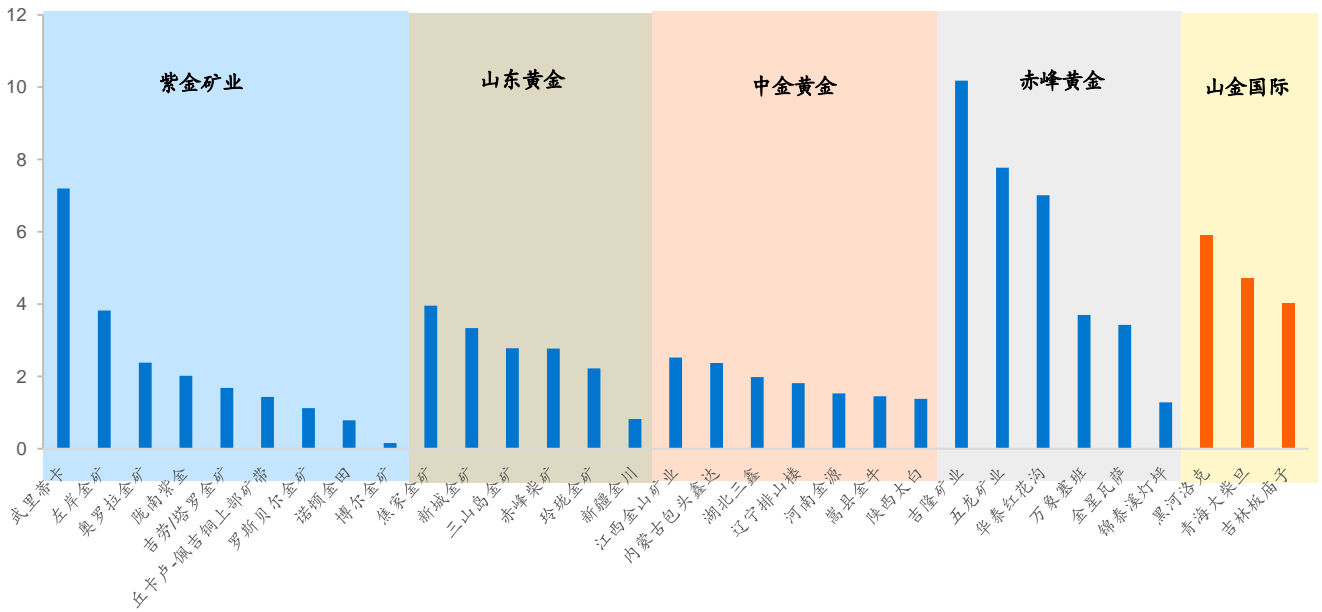
资料来源：山金国际、紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

图65 公司三大在产矿山入选品味波动情况（克/吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图66 银泰黄金与行业其他公司 2023 年主力矿山黄金品味对比 (克/吨)



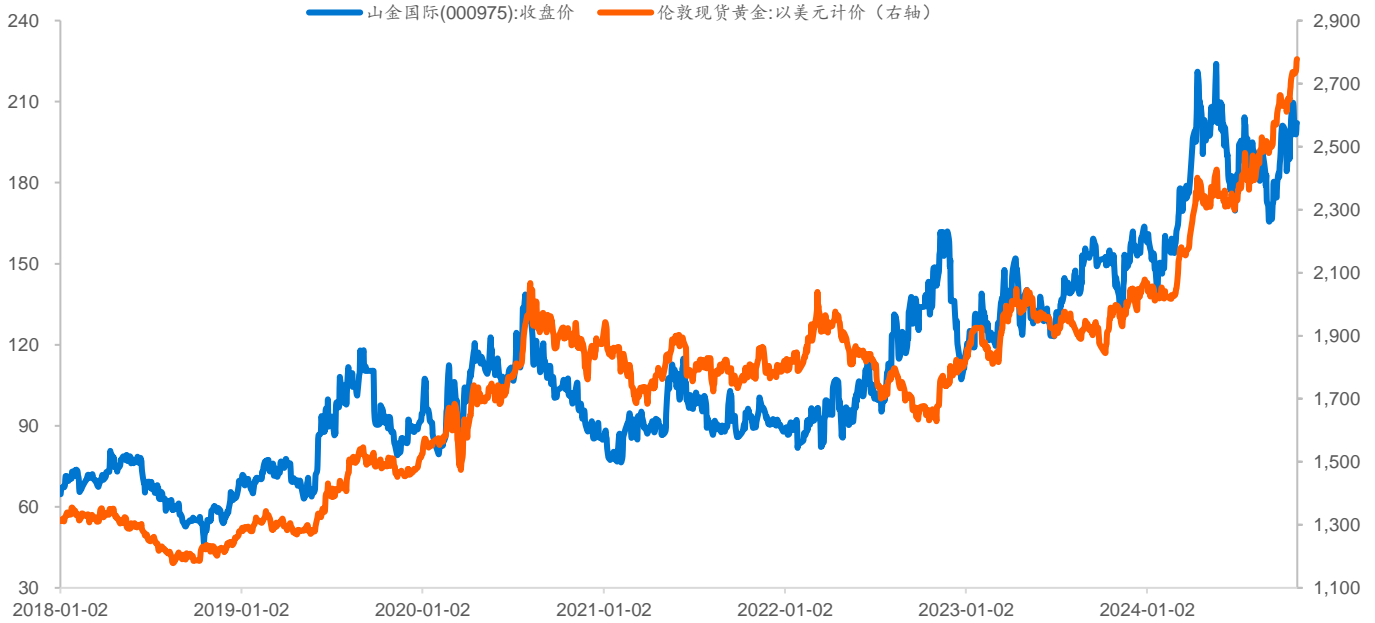
资料来源：山金国际、紫金矿业、山东黄金、中金黄金、赤峰黄金公司年报，联储证券研究院

4. 金价判断：长牛未央

作为国内黄金行业中的优质企业之一，公司股价与黄金价格呈现较强的正相关关系，因此，分析未来金价走势对于判断公司的配置价值及时点具有重大意义。长期来看，公司股价走势与金价近乎同步，主要原因包含两方面：

- 第一， 金价的上行通常会带动金企收入与利润的增长，进一步提升公司内在价值，带动股价的上涨。上市公司股价，本质上是对公司未来盈利能力的一种外在表现，而由于矿业企业开采成本相对稳定，增产周期同样相对较长，因此一定期限内，其主要产品——黄金的价格变动趋势对于企业的营收以及利润的影响最为明显。
- 第二， 金价的上涨会使得市场形成对于企业盈利以及未来现金流改善的预期，提高投资者对于黄金股的关注度，带动资本流入相关标的。

图67 山金国际公司股价与黄金价格强相关（元、美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

数据统计区间：2018年1月1日-2024年10月30日

2024年黄金市场表现强势，金价屡创历史新高。2024年对于多次经历过牛市行情黄金市场来说也极为罕见，截止至2024年10月30日，伦敦现货黄金价格上行至2777.8美元/盎司，再次创下金价的历史新高，相较年初金价上涨了34.35个百分点。同时，与2023年不同的是，全年金价始终保持强势，在已经历的十个月中，黄金市场价格在其中的八个月中实现了不同程度的正向涨幅，类比2023年，仅有半数月份金价保持上行。尤其在过去的两月中，黄金价格上行行情凌厉，9月单月涨幅5.26%、10月单月涨幅4.13%，连续两月保持4%以上的月度涨幅，在过去两年中尚属首次。黄金价格的凌厉上涨引发了市场的广泛关注，同时也给相关二级市场标的带来了更多潜在投资机遇。

图68 2023年至今，伦敦现货黄金价格走势回顾（美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

数据统计区间：2023年1月1日-2024年10月29日

表16 黄金价格月度涨幅对比（美元/盎司）

年份	月份	月初价格	月末价格	当月表现	月度涨跌幅
2023年	1月	1,843.25	1,923.90	涨	4.38%
	2月	1,925.90	1,824.60	跌	-5.26%
	3月	1,841.25	1,979.70	涨	7.52%
	4月	1,983.30	1,982.55	跌	-0.04%
	5月	1,995.40	1,964.40	跌	-1.55%
	6月	1,974.35	1,912.25	跌	-3.15%
	7月	1,928.75	1,970.65	涨	2.17%
	8月	1,947.20	1,942.30	跌	-0.25%
	9月	1,940.55	1,870.50	跌	-3.61%
	10月	1,833.05	1,996.90	涨	8.94%
	11月	1,986.35	2,035.45	涨	2.47%
	12月	2,045.40	2,062.40	涨	0.83%
2024年	1月	2,067.55	2,053.25	跌	-0.69%
	2月	2,045.85	2,048.05	涨	0.11%
	3月	2,049.80	2,214.35	涨	8.03%
	4月	2,264.50	2,307.00	涨	1.88%
	5月	2,302.35	2,348.25	涨	1.99%
	6月	2,337.70	2,330.90	跌	-0.29%
	7月	2,329.10	2,426.30	涨	4.17%
	8月	2,454.55	2,513.35	涨	2.40%
	9月	2,498.60	2,629.95	涨	5.26%
	10月	2667.55	2777.80	涨	4.13%

资料来源：Wind，联储证券研究院

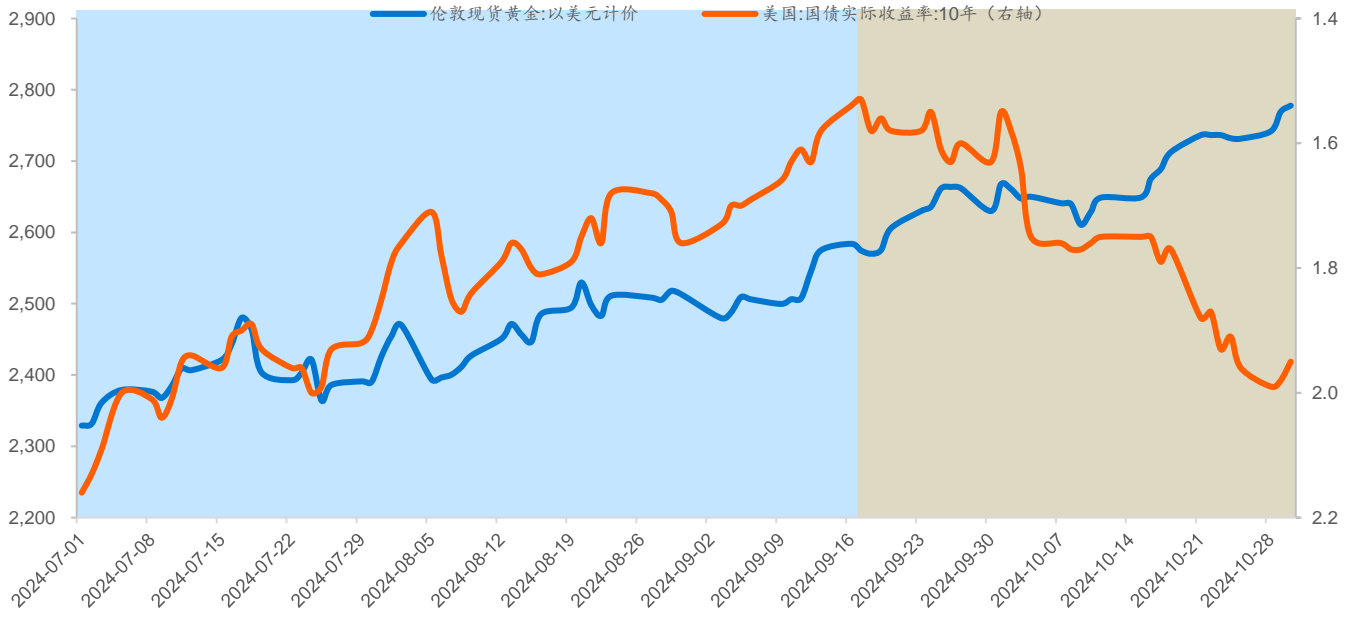
4.1 避险情绪叠加大选日临近，助推金价十月冲高

2024年下半年金价的凌厉上行并非无根之木，我们认为9月中旬美联储降息节点可作为最近一轮金价上行周期的分水岭，前后两阶段分别由不同驱动因素主导：

第一阶段：2024年7月1日至2024年9月17日，伦敦现货黄金价格区间涨幅10.54%；

第二阶段：2024年9月18日至2024年10月30日，伦敦现货黄金价格区间涨幅7.89%。

图69 2024年下半年黄金的上涨行情可以降息节点，拆分为前后两阶段（美元/盎司、%）⁴



资料来源: Wind, 联储证券研究院

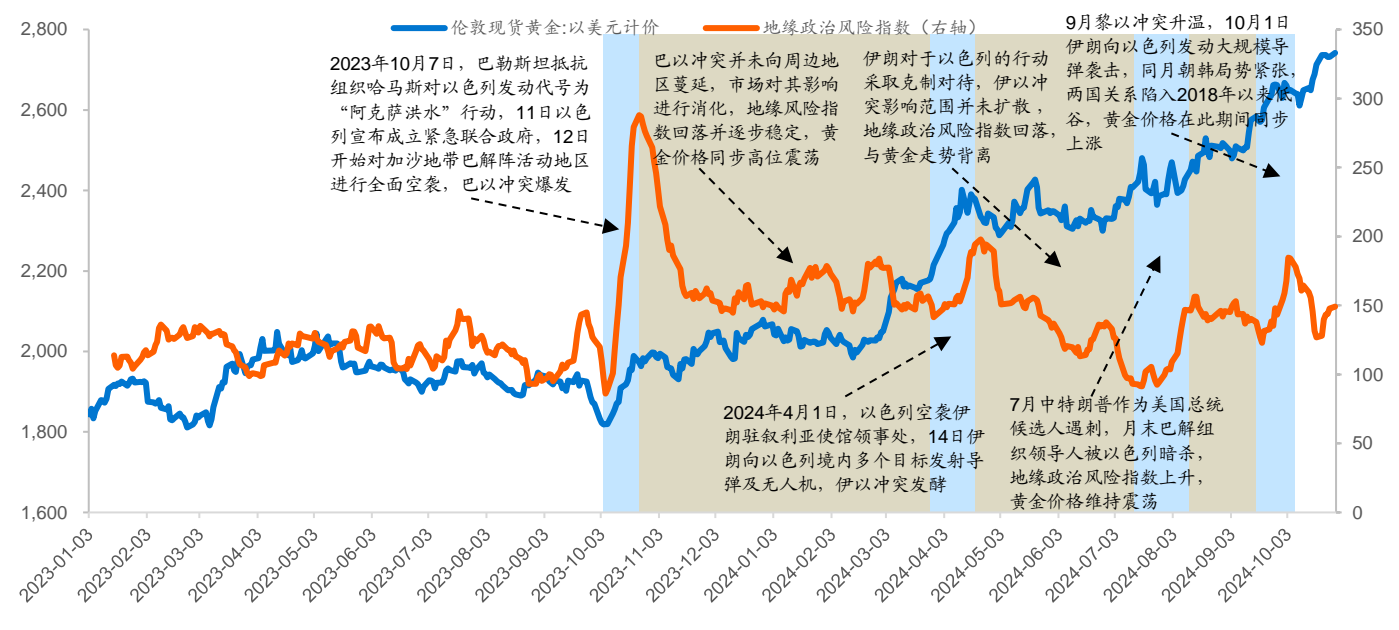
第一阶段黄金市场驱动因素为市场对于美联储降息操作的前置性定价。2024年年初开始，市场普遍预计年内美联储年内将启动降息形成共识，但对于首次降息节点经历的多轮调整。7月美联储主席鲍威尔对于降息路径首次进行了清晰阐释，同时美国就业数据连续数月放缓，高利率环境对于经济的副作用逐步显现，市场对于9月议息会议将进行首次降息形成一致性预期。经历了长达两年的加息周期，降息操作所带来的资本市场流动性的边际宽松对于强金融属性黄金将形成直接利好，金价在此阶段迎来第一轮上涨。同时，2023年至今持续背离的金价与实际利率重新负相关，显示此阶段黄金市场再次阶段性回归传统分析框架。

与第一阶段相比，第二轮黄金上行周期截止至当前节点，持续时间虽然不及，但上涨行情却更为凌厉，且短暂恢复同步的黄金价格与实际利率走势在美联储降息操作落地后再次背离，显示在此阶段，驱动黄金继续上行的主逻辑已经发生改变。我们认为，主要驱动因素由两部分组成：

地缘政治风险事件出现所引发的避险情绪部分推动黄金价格第二阶段冲高。由于黄金所具有的稀缺属性及稳定性，不急各国央行普遍将其视为不可或缺的储备资产，同时市场同样将其作为重要的避险资产选择，回溯历史可发现，在金融或政治风险爆发阶段，黄金所具有的避险属性屡屡助推其价格上行，且此阶段行情通常较为凌厉。在过去的一年中，黄金市场出现过两次较为明显的由地缘政治事件所引发的避险情绪所主导的上涨行情，分别为2023年10月巴以冲突爆发期间及2024年4月伊以冲突发酵期间，黄金价格跟随地缘政治风险指数创造两轮年度月涨幅新高。而在本年度10月期间，伊朗向以色列发动大规模导弹袭击作为其暗杀黎巴嫩真主党及哈马斯领导人的回击，同月朝韩局势紧张，两国关系回落至2018年以来的新低谷，地缘政治风险指数走高至下半年高点，随之产生的市场避险情绪部分带动了黄金价格第二阶段上行。

⁴ 对于右侧坐标轴进行逆序处理

图70 地缘政治因素部分推动 9 月、10 月黄金价格上涨 (美元/盎司)⁵

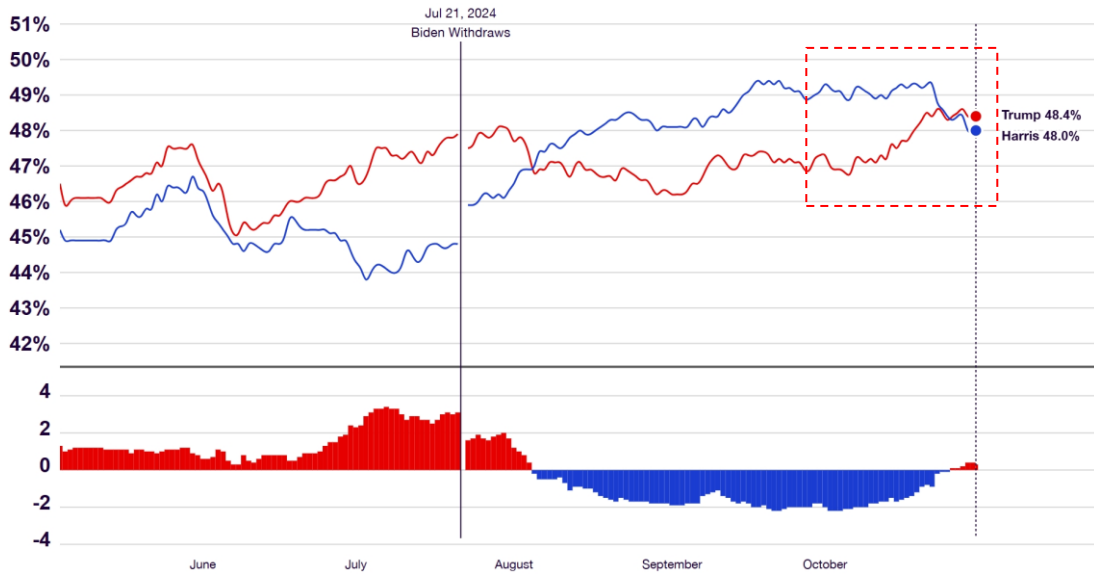


资料来源：Wind，联储证券研究院

美国大选节点临近，全球最大经济体的政治、经济政策潜在不确定性的抬升带动市场购金需求的提升。本次两位候选人共和党特朗普和民主党哈里斯在财税、贸易、产业、移民政策等诸多领域分歧明显，11月5日美国大选将进入关键投票日，所带来的变数和影响随着节点的临近逐步增加。同时，两位候选人的支持率也在近期迎来重大变动，进入10月后，原本相对焦灼的选情转换为特朗普的优势显著，民调数据显示特朗普支持率提升至48.4%反超哈里斯，且根据过去几轮美国大选前的表现看，受统计口径的影响，民调统计数据通常有利于民主党。而从博彩市场对于两位候选人胜选概率的押注来看，截止至10月31日，特朗普胜选概率提升至61.1%。重大风险事件的临近所带来的不确定性引发了市场强烈的避险需求，带动了10月黄金价格的阶段性冲高。

⁵ 对地缘政治风险指数进行10日移动平均处理

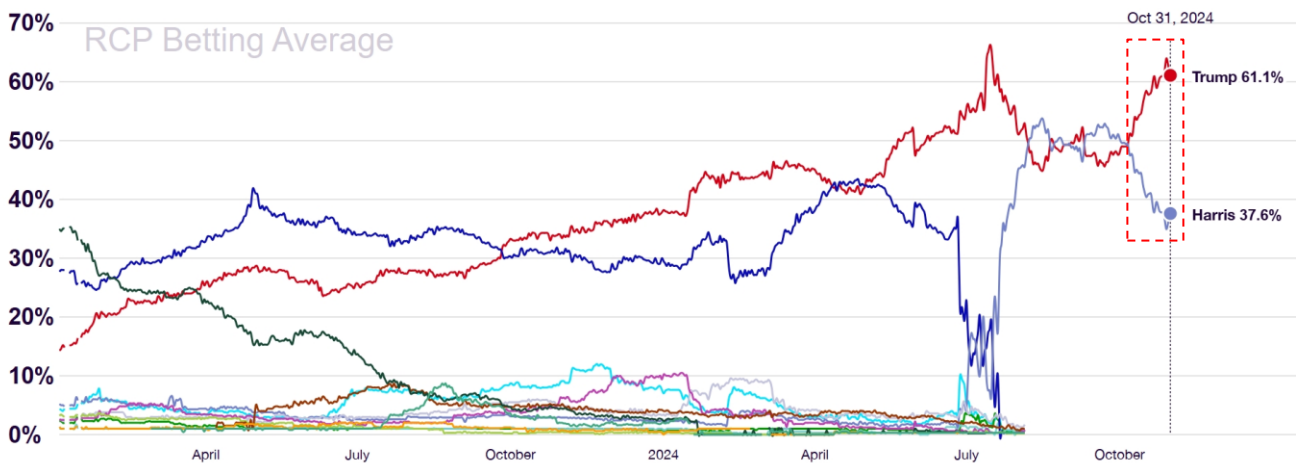
图71 特朗普与哈里斯民调支持率在 10 月迎来重大调整⁶



资料来源：Real Clear Politics，联储证券研究院

数据统计时间截止至 2024 年 10 月 31 日

图72 博彩市场押注两人胜选概率同样在十月迎来反转⁷



资料来源：Real Clear Politics，联储证券研究院

数据统计时间截止至 2024 年 10 月 31 日

4.2 中期走势：二次通胀预期叠加流动性边际宽松支撑中期金价抬升

4.2.1 再通胀为“特朗普 2.0”交易主线，中期持续利好金价

2024 年 11 月 6 日，美国总统大选结果出炉，共和党候选人特朗普击败民主党候选人哈里斯成为美国第 47 任总统，全球最大经济体领导人的更换对于国际政治、经济格局影响显著，资本市场预计将围绕这一风险事件进行定价，直接影响黄金中短期价格走势。

截止至 2024 年 11 月 7 日中午 12 点，特朗普已取得 538 张选举人票中的 295 票，以绝对优势当选新一任美国总统；同时共和党参议院席位以 52 席领先于民主党 44 席，

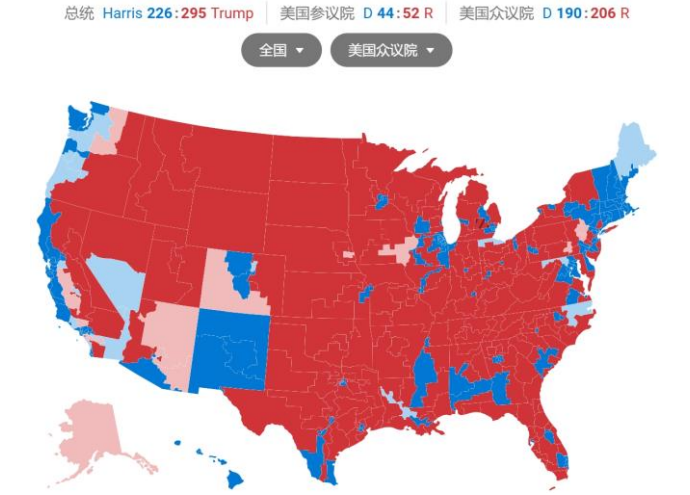
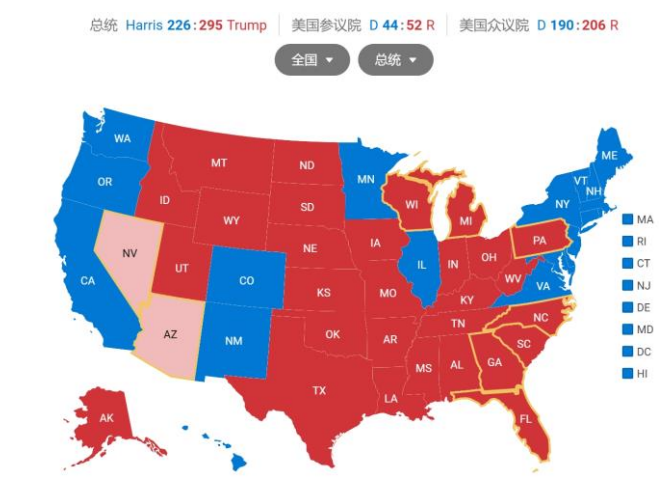
⁶ <https://www.realclearpolling.com/polls/president/general/2024/trump-vs-harris>

⁷ <https://www.realclearpolling.com/betting-odds/2024/president>

确保了优势地位；众议院选举结果尚未完全公布，但共和党已取得 206 席领先于民主党的 190 席，最终获得 218 席的多数党将取得众议院的控制权。当前时点来看，共和党胜选总统，同时掌控参众两院几成定局，对比选举前的民调数据预计红蓝两党竞争焦灼，最终选举结果远超市场预期。

图73 2024 年美国大选计票结果⁸

图74 2024 年美国众议院选举结果



资料来源：270 to win，联储证券研究院

资料来源：270 to win，联储证券研究院

总统及国会选举计票数据统计结果截止日期：2024 年 11 月 7 日中午 12 点

2000 年后，美国两党政治分裂倾向愈演愈烈，政策延续性显著降低，这一现象在 2016 年特朗普首次当选后表现得愈发明显。对比两大候选人在各自 2024 年竞选大纲对其施政方向的阐述，虽在部分领域仍有重合，但在涵盖财税、贸易、移民、外交等诸多领域，两人的施政举措差异显著。

民主党施政策略中带有大政府属性不同，特朗普的财税政策有着一定的货币主义特征，对外政策则带有鲜明的保守主义倾向。特朗普的政策倾向于其总统任期内的政策风格极为类似。其对内财税政策带有一定的货币主义特征，强调减少政府干预，放松市场监管，同时大规模降低企业税，企图通过税改刺激经济增长。与之相对的是，其对外政策强调“美国优先”，大规模提升关税水平缓解国内债务压力；移民政策将全面收紧，并承诺推动大规模的非移民驱逐工作。对于其财税领域可能的施政方向，我们的总结如下：

- 第一， **收紧移民政策，大规模驱逐国内非法移民。** 共和党对于移民政策一以贯之，同时是竞选过程中攻击拜登政府的主要方向，且实施主要利用行政手段，在共和党掌控参众两院的背景下，预计该条措施将最快落地。
- 第二， **大幅提高关税，筑高贸易壁垒。** 对于进口外国商品加征 10% 关税，对华商品课以 60% 超级关税，同时取消中国的贸易最惠国待遇，并同时对于中国转第三国出口商品同样加征关税。美国总统对于关税制定具有较高权限，同时共和党在国会中将占据多数，预计该条举措也将在特朗普就任后尽快提上日程。
- 第三， **国内推行全面的税收减免政策，同时放松监管，减少政府干预。** 大规模降低企业税率，同时永久性延长《减税和就业法案》。由于原版法案将在 2025 年

⁸ <https://www.270towin.com/>

到期，因此新版减税方案的提出及落地时间将落后于上述两条。

第四，推动能源独立，加大传统能源开发力度，终止拜登政府的绿色新政。共和党希望通过取消对于国内传统能源的开发限制，压低国际油价，但由于国际原油市场同时受 OPEC+ 供给调控，需求端仍需关注全球经济的恢复节奏，最终实施效果存疑。

表17 2024 年美国大选两大候选部分领域施政倾向对比

领域	特朗普（共和党）	哈里斯（民主党）
财税	大规模降低企业税率，从 21% 降低到 15%；永久性延长《减税和就业法案》；免除小费及社会保障所得税	提高企业税率，由 21% 提升至 28%，对年收入低于 40 万美元的群体延续《减税和就业法案》，对年收入超过 40 万美元的高收入群体增加税收，提升资本利得税，对年收入超过 1 亿元的超级富豪征收 25% 财富税，免除小费和社会保障的所得税
贸易	大幅提升从各国进口商品基准关税，取消中国的贸易最惠国待遇，对中国商品征收 60% 的超级关税	延续各国现有关税政策，提升中国进口商品关税水平
移民	大规模驱逐非法移民，全面收紧移民审核	移民政策相对温和
能源	对于石油及天然气资源开发提供税收优惠，取消对于传统能源开发限制，终止绿色新政	减少对于传统能源的依赖程度，大力投资建设清洁能源基础设施，对家庭能源技术实行税收减免
工业	支持制造业回流国内，推动基础设施建设	支持制造业回流国内，推动基础设施建设
社会保障	尝试削减社会保障开支，改革奥巴马医保	推动奥巴马医保永久化，降低处方药成本，扩大儿童税收减免范围
外交	支持以色列，推动尽快结束俄乌冲突，美国优先，施压其他北约成员国提升国防开支规模	支持以色列，继续支持乌克兰，全面强化北约

资料来源：2024 共和党竞选纲领、共和党官网⁹、2024 民主党竞选纲领、民主党官网¹⁰，联储证券研究院

我们预计，如果特朗普就任后兑现其竞选前的经济政策承诺，可能对于美国乃至全球经济产生以下四方面的影响：

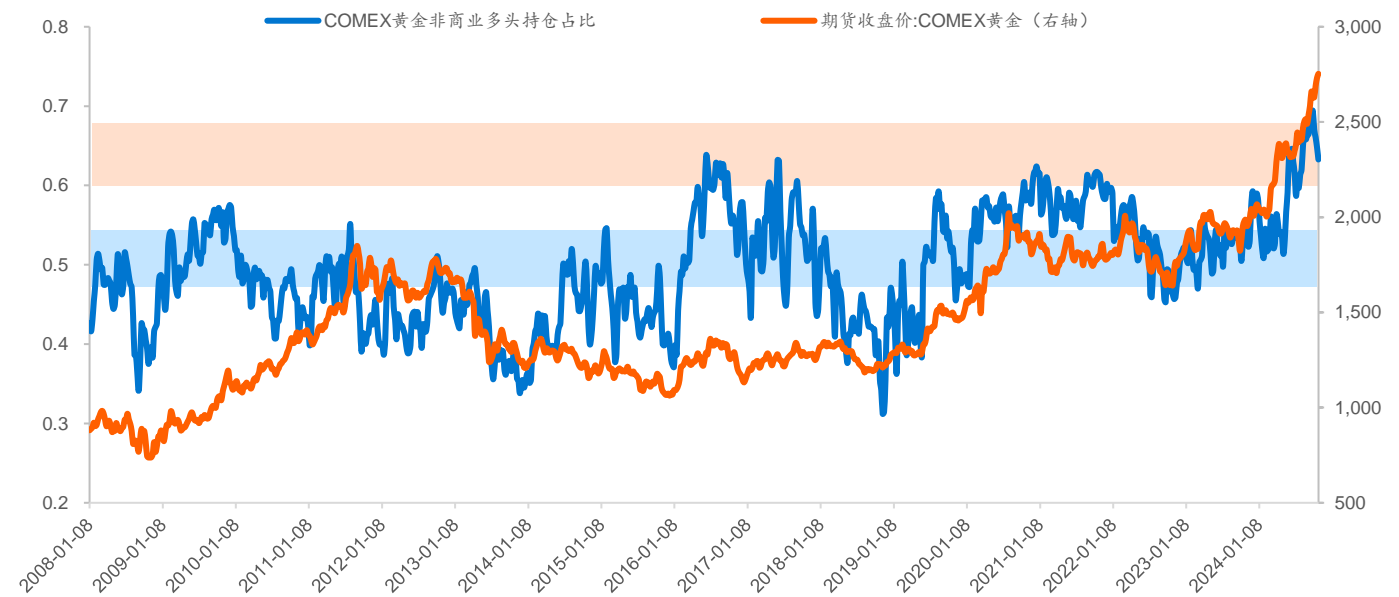
- 第一，激进财政刺激政策叠加降息周期所带来的流动性宽松预计带来美国经济的短线繁荣；**
- 第二，美国国家债务压力进一步提升，财政赤字率上行，美国国家信用透支现象加剧，进一步削弱美元的国际性交易货币地位；**
- 第三，对内减税+提升关税将推动美国国内商品价格上涨，大幅收紧移民政策将带来劳动力成本的提升，二次通胀风险抬头；**
- 第四，市场不确定性提升，大类资产价格波动率增加。**

推导至黄金市场，我们认为特朗普当选对于金价短期价格走势将会形成一定压制效应。根据特朗普对其施政策略的阐述，如果全部落实，由于激进的财政刺激政策，可能带来短期快速的经济增长，但大规模的减税将使本以高位的美国国家赤字水平进一步上行，同时叠加关税提升对于商品价格推高以及移民驱逐对于劳动力市场的冲击，不可避免的导致市场对于再通胀风险的担忧，从而扰动美联储降息路径，进而动摇市场对于流动性边际宽松推动金价上行的主逻辑。同时十月开始延续至今的所谓“特朗普交易”呈现了较为显著的超前性特征，黄金市场多方交易自九月下旬以来持续拥挤，COMEX 黄金非商业多方持仓当前已上行至历史高位，因此在大选结果兑现后存在阶段性逆向交易的可能性，因此短期内可能会阶段性压制金价进一步冲高。

⁹ <https://www.2024gopplatform.com/>

¹⁰ <https://democrats.org/where-we-stand/party-platform/>

图75 黄金市场多方持仓上行至历史高位区间（美元/盎司）



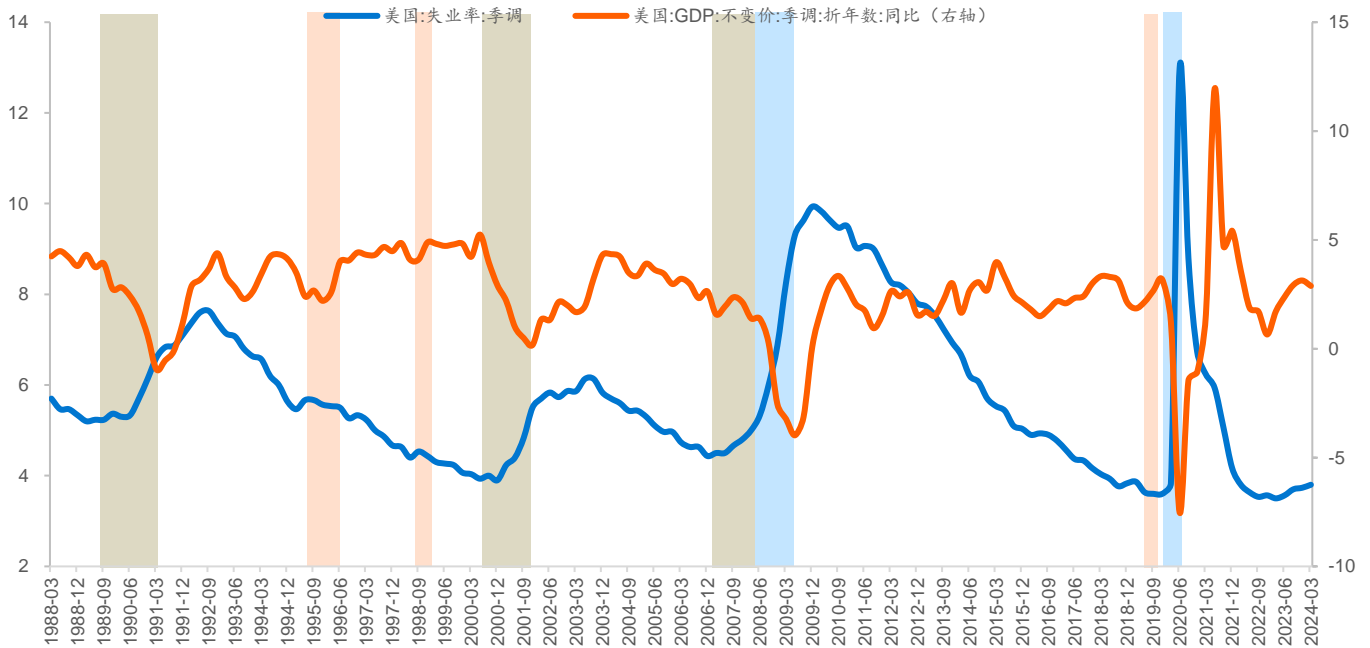
资料来源：Wind，联储证券研究院

从十月所进行的“特朗普交易 1.0”中我们可以看出，再通胀是市场围绕这一风险事件进行交易的主逻辑。任期内激进的财税和关税组合将推动其国内商品价格上涨，大幅收紧移民政策也将带来劳动力成本的提升，通过放松对于传统能源开发限制、增产原油压低能源价格，但由于美国对于全球原油供给并不具备绝对话语权，最终政策落地效果存疑。此外，全面的减税政策在带来其国内经济短期刺激之外，同时将使美国国家债务压力进一步提升，财政赤字率上行。因此，从中期来看，经历短期不确定性溢价兑现所带来的调整之后，对于再通胀的担忧仍将成为“特朗普交易 2.0”的市场主线，同时叠加财政赤字率上行，美国国家信用削弱带动的不确定性，具备极强抗通胀、抗风险能力的黄金，其价格中枢预计进一步上行。

4.2.2 年内金价下方有支撑，降息预期下金价中期趋势上行

9月18日，美联储宣布将联邦基金利率下调至4.75%-5%，降幅50个基点，标志着美国正式进入到新一轮降息周期。为了具体分析降息操作对于黄金市场的影响，我们按照当期美国宏观经济背景的不同，将1990年至今美联储降息周期拆分为8轮，并将其类型划分为应急式降息、衰退式降息、预防式降息。其中，应急式降息是美联储为了对冲突发性风险事件对宏观经济的负面影响对货币政策进行的紧急性调整，通常持续时间较短、操作也较为激进（2008年、2020年）；衰退式降息出现于其国内经济数据全面转弱（GDP增速持续性放缓、失业率大幅抬头），美联储进行补救式操作意在带动经济复苏，通常处在衰退周期中后期，持续时间较长、降息幅度大（1990年、2001年、2007年）；预防式降息是美联储进行的前置性操作，意在避免经济陷入衰退，经济数据部分走弱，持续时间波动较大，操作也较为谨慎。

图76 八轮降息周期中，美国宏观经济背景(%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

表18 美联储八轮降息信息汇总

轮次	起始时间	截止时间	持续时长	降息次数	起始利率	截止利率	降息幅度	类型
第一次	1989年6月	1992年9月	39个月	24次	9.8125%	3%	681bp	衰退式降息
第二次	1995年7月	1996年1月	7个月	3次	6%	5.25%	75bp	预防式降息
第三次	1998年9月	1998年11月	2个月	3次	5.5%	4.75%	75bp	预防式降息
第四次	2001年1月	2003年6月	30个月	13次	6.5%	1%	550bp	衰退式降息
第五次	2007年9月	2008年4月	8个月	7次	5.25%	2%	325bp	衰退式降息
第六次	2008年10月	2008年12月	3个月	2次	2%	0.25%	175bp	应急式降息
第七次	2019年8月	2019年10月	3个月	3次	2.5%	1.75%	75bp	预防式降息
第八次	2020年3月	2020年3月	1个月	2次	1.75%	0.25%	150bp	应急式降息

资料来源: Wind, 联储证券研究院

根据对于过去数轮降息周期的拆解结果以及期间黄金价格走势的分析，我们可以总结以下几点规律：

- 第一，与美联储加息周期中所采用的节奏相比，降息节奏明显更快，且对比同类型降息周期，期间降息次数与持续时长均呈现下降趋势；
- 第二，美联储货币政策调整前瞻属性越来越强，预防性特征愈发明显；
- 第三，在美联储宽松货币政策刺激下，多数时段，美国经济均实现阶段性修复；
- 第四，黄金作为有色金属中金融属性最强的品种，美联储货币政策的调整对其价格变动趋势有着重大影响。美联储通过调控联邦基金基准利率影响市场内的资金成本，实现货币调节目的，当利率降低时，黄金抗通胀属性凸显，往往伴随金价的走强；
- 第五，90年代后，唯二降息周期叠加金价负增长，均来自于应急式降息，这主要由于风险事件的爆发对于市场的负面冲击，通常伴随着资产价格的普跌，但若将时间线一定程度拉长，由于黄金极强的避险属性，在经历短暂冲击后，金价通常会伴随较强的反弹行情。

表19 八轮降息周期中，主要品类大宗商品的价格表现

轮次	黄金	白银	原油	铜	铝	锌	镍
第一轮	-6.34%	-29.55%	11.98%	0.05%	-33.67%	-9.70%	-42.07%
第二轮	5.54%	8.85%	2.67%	-15.15%	-11.49%	3.38%	-0.98%
第三轮	0.53%	-3.70%	-20.35%	-4.39%	-2.38%	-1.21%	3.68%
第四轮	31.38%	-6.10%	2.83%	-7.07%	-15.74%	-24.15%	26.28%
第五轮	21.14%	30.82%	44.66%	13.87%	21.46%	-19.81%	-1.03%
第六轮	-4.39%	-9.79%	-47.37%	-45.18%	-35.00%	-30.22%	-32.69%
第七轮	5.84%	9.59%	-7.58%	-2.26%	-2.22%	2.07%	14.67%
第八轮	-7.00%	-23.35%	-42.10%	-7.65%	-2.07%	-3.26%	-5.28%

资料来源：Wind，联储证券研究院

当前宏观环境下，本轮美联储所进行的货币政策调整更接近于预防式降息，回溯过去数轮相似周期，受流动性边际宽松的刺激下，期间内金价总体上均能实现正向上涨，但受制于降息幅度及持续时间，涨幅落后于衰退式降息，在流动性边际宽松实际利率整体下行的大背景下，我们看好本轮降息周期中黄金价格继续走强。

具体走势层面，我们认为，年内美联储降息路径清晰，在流动性边际转宽的背景下，金价下方支撑充足，中期走势将回归流动性分析框架。CME Fed Watch 公布数据显示，11月降息25个基点的可能性高达99.9%，12月继续降息25个基点的可能性为83.1%，年内降息节奏及幅度无太大变数，在流动性边际转宽的背景下，金价年内易涨难跌。而根据9月美联储公布的点阵图指引，2025年、2026年将分别降息100个基点、60个基点，对应政策利率将回落至3.375%、2.875%。10月金价受美国大选临近及避险情绪的带动下快速上涨突破历史新高，但伴随特殊事件催化效应逐步消化，后续走势仍将回归流动性分析框架，本轮降息节奏及幅度将对中长期金价走势产生重大影响。而对于2025年降息预期落地情况，我们认为可主要关注三方面：

- 第一，** 美国经济整体表现。降息操作是否实现政策预期阶段性避免经济硬着陆，如果衰退预期增强，可关注由预防式降息转化为衰退式降息对于黄金市场所带来的潜在机遇；
- 第二，** 特朗普就任后相关政治承诺落地及实施情况。
- 第三，** 美国通胀及就业市场表现。特朗普财税政策是否会导致成本推动型通胀的走高，移民政策调整可能导致劳动力市场的用工短缺。我们预计美联储降息节奏将偏向短期化，实施路径将更加依赖于月度通胀及就业数据的即时表现。

表20 美联储降息节点概率分布¹¹

	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024年11月	0	0	0	0.10%	99.90%	0
2024年12月	0	0	0.10%	83.10%	16.80%	0
2025年1月	0	0.10%	48%	44.80%	7.10%	0
2025年3月	0	31.20%	45.90%	20.30%	2.50%	0
2025年5月	14.60%	38.10%	34%	12%	1.30%	0

资料来源：CME，联储证券研究院

数据统计日：2024年11月4日

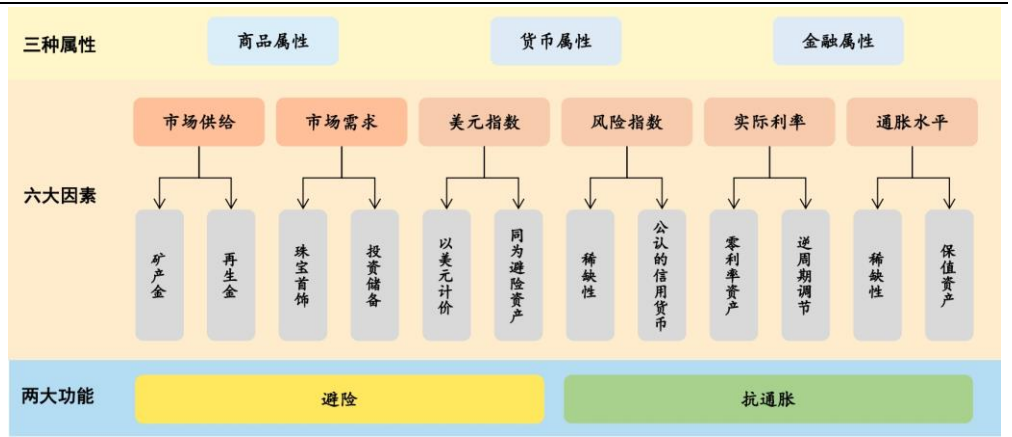
4.3 长期走势：美国赤字率高位+央行购金抬升长线金价中枢

黄金作为有色金属中的特殊品类，长期以来，其价格主要由货币属性及金融属性主

¹¹ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

导。传统分析框架下，黄金是具备三重属性的特殊金属品类。货币属性层面黄金作为国际性交易的大宗商品，自身由美元计价，同时在信用货币时代，黄金仍然扮演价值锚定角色，因此多数时段，黄金价格与美元指数呈现负相关关系。金融属性层面，黄金作为无息资产，市场对其价值判断很大程度上取决于其他有息资产收益率高低，其中美元资产为主体，而当美元资产收益率降低时，黄金的配置价值将得到凸显。因此，我们通常将美国实际利率作为持有黄金的机会成本，外在表现为黄金价格与美国实际利率呈现较强的负相关关系。

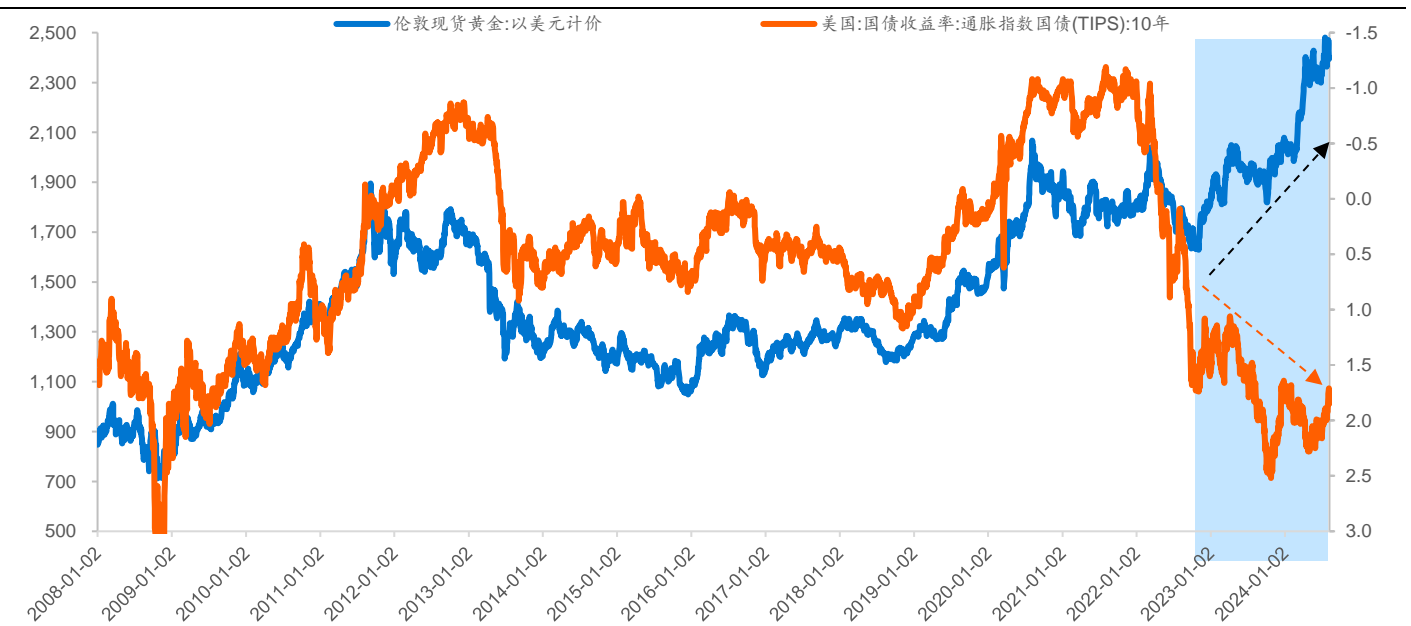
图77 黄金的三重属性



资料来源：联储证券研究院

但是，利用传统的研究框架分析上半年黄金价格，其有效性却显著下滑。本轮黄金价格与美债实际利率的脱钩始于 2023 年年初，在美联储激进加息的大背景下，美债实际利率快速走高，但黄金价格并未如历史规律般走弱，其价格中枢反而不断抬高，尤其进入 2024 年后，黄金与美债利率同步快速上行，使得市场对于传统金价分析框架的有效性产生了诸多质疑。

图78 2022 年起，金价与美国实际利率走势背离（美元/盎司、%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

注：图表右侧坐标轴进行逆序处理

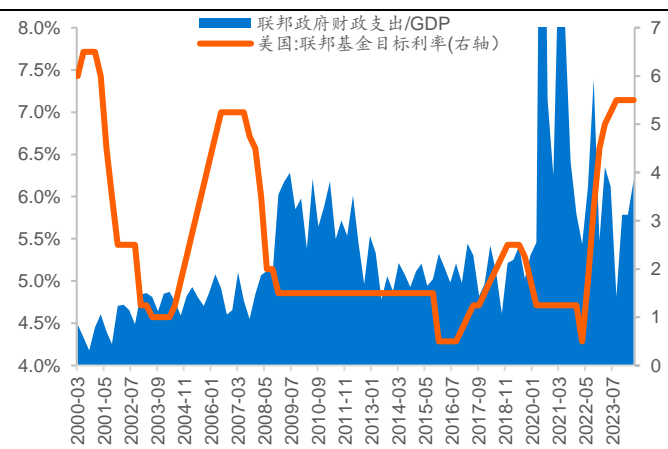
我们认为，2023 年金价与美债实际利率的脱钩，主因在于两方面：宽财政与紧货币

并存的特殊加息周期以及激进的央行购金增储，而上述两方面因素将继续带动黄金价格长期趋势上行。

4.3.1 美国国家赤字率长期高位抬高了黄金的价格中枢

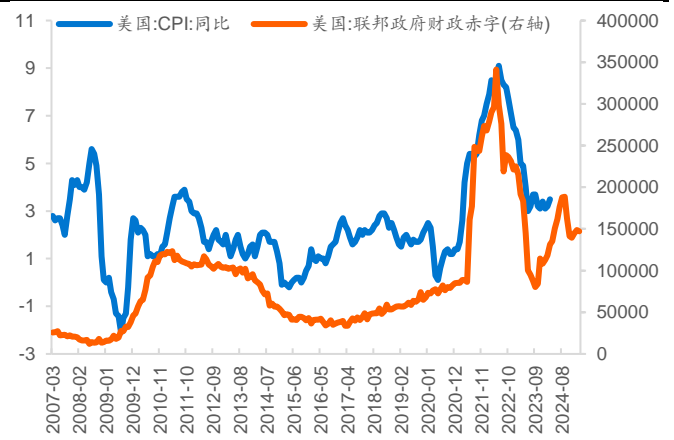
在本轮加息周期中，紧货币与宽财政存在矛盾。2020年，为了对冲新冠疫情对于宏观经济的负面冲击，美国政府出台了历史性的财政刺激政策，联邦政府财政支出占GDP的比例创下历史新高。2022年，为了遏制高企的通胀，美联储激进加息，但财政层面仍旧维持了较为宽松的环境。美国赤字率虽然相较2021年的高点显著回落，但2022年-2023年仍旧维持了5.5%以上的高位水平。我们认为，宽松的财政政策环境所创造的超额储蓄是美国能够在本轮加息周期中实现托底经济、稳定就业市场的重要原因之一，但客观上，同时也增加了美联储控制通胀的难度。

图79 本轮加息周期中，财政政策并未积极配合 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图80 联邦政府赤字规模扩张增加美联储控制通胀难度 (%、百万美元)¹²



资料来源：Wind，联储证券研究院

2023年，美国未偿债务规模突破34万亿美元，占其当年GDP规模124.27%。我们认为，未来美国国家财政赤字将继续膨胀，政府债务规模也将同时随之增加，以维持当前经济发展及政府管理模式的正常运行，并借此偿付当期的债务。根据美国国会预算办公室对于未来数年政府赤字率及国家债务规模的预测显示，2024年美国政府财政赤字将相较2023年财年继续上涨0.44个百分点，上行至6.73%，2025-2027年随将小幅下滑，但仍将保持在5.5%以上的历史高位水平，高于二战及新冠疫情之外的任何时段；国家债务规模则将在未来数年中持续提升，2024-2027年间规模将由2023年的2.62万亿美元攀升至3.39万亿美元，所占GDP比例也将由97.28%上行至106.18%。

我们认为，当前时点断言美国政府债务问题将会集中爆发尚为时过早，是否能实现延续将取决于即将当选的新一届政府对于未来数年强制性开支的控制以及国内税收及关税政策的制定，但实际执行不可避免的将面对两党间的诸多政治博弈。对于美国债务问题对于全球金融市场的影响，总结将主要包含以下几点：

第一， 压缩未来施策空间，被动式增加经济波动宏观调控难度。

第二， 流动性过度集中于政府层面，银行将面临更大存款压力，中小银行流动性风险加剧。

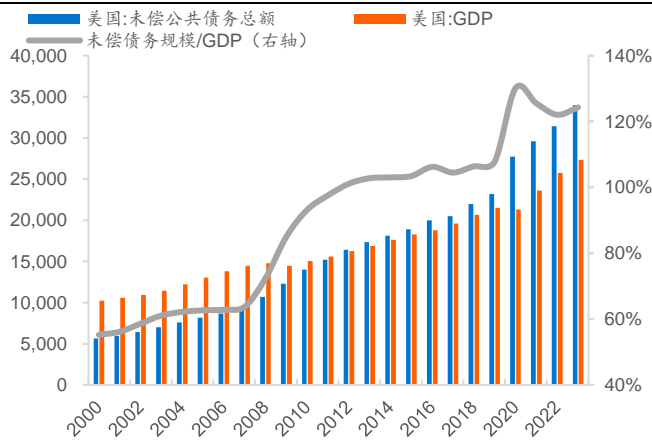
¹² 对联邦政府赤字规模数据进行年度移动平均，同时前置14个月画图

第三，美国国家信用透支现象加剧，极大程度削弱美元的国际性交易货币地位。

第四，美债作为各国储备资产核心地位动摇，全球金融体系不稳定性增加。

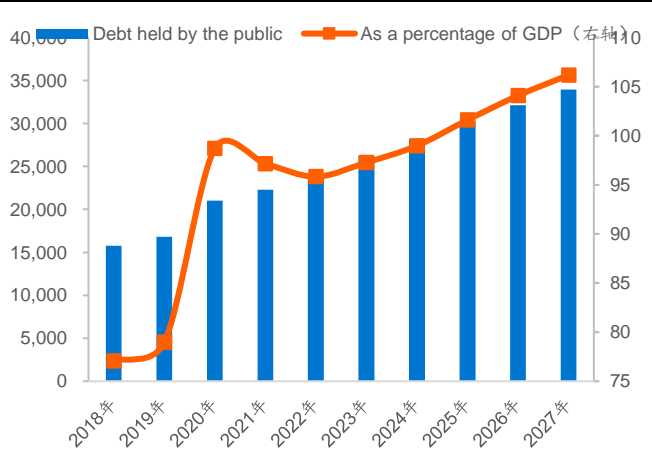
而根据历史规律，由于黄金的抗通胀及避险属性，财政赤字率的居高不下所带来的通胀粘性以及对于债务风险的担忧，导致其价格与美国赤字率保持着较强的正相关性，美国国家财政赤字占 GDP 比例快速抬升阶段往往伴随着金价牛市的产生。因此，2022-2023 年美国赤字率的高位，客观上抬高了黄金市场的价格中枢，一定程度上，造成了该时段金价与实际利率的背离。长期来看，美国债务问题短期内难以得到妥善解决，美国国债作为全球市场定价锚的稳定性面临冲击，客观上将进一步凸显同为避险资产的黄金市场地位，金价将获得更强的底部支撑。

图81 美国债务规模疫情后快速扩张 (十亿美元)



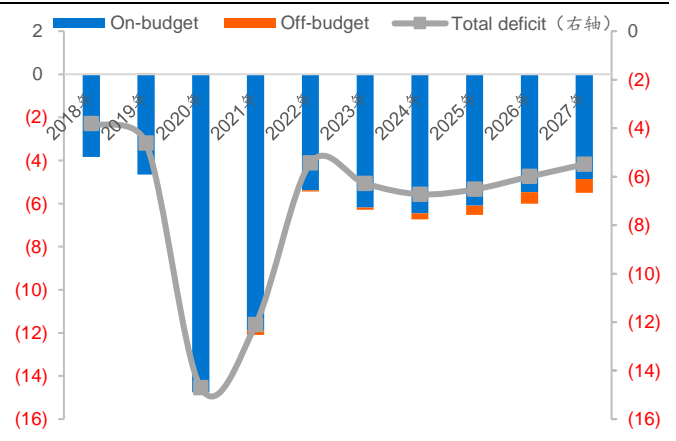
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图83 美国国家债务规模未来数年仍将持续提升(十亿美元、%)



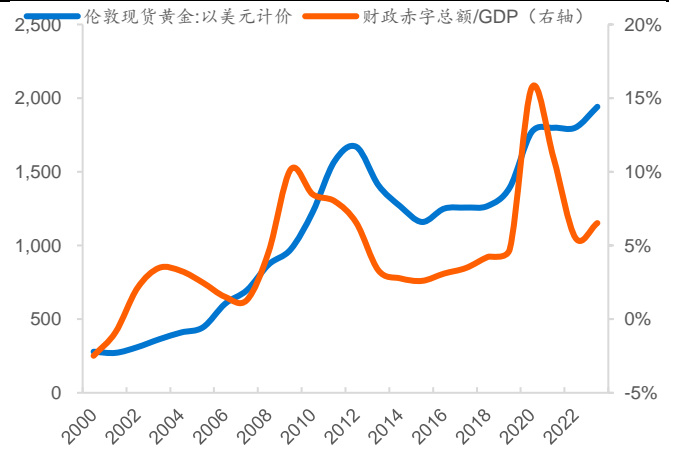
资料来源: Congressional Budget Office, 联储证券研究院

图82 美国政府赤字率未来数年仍将维持高位 (%)



资料来源: Congressional Budget Office¹³, 联储证券研究院

图84 美国赤字率提高助推黄金价格上行 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

4.3.2 央行集中性购金坚定金价长线上行预期

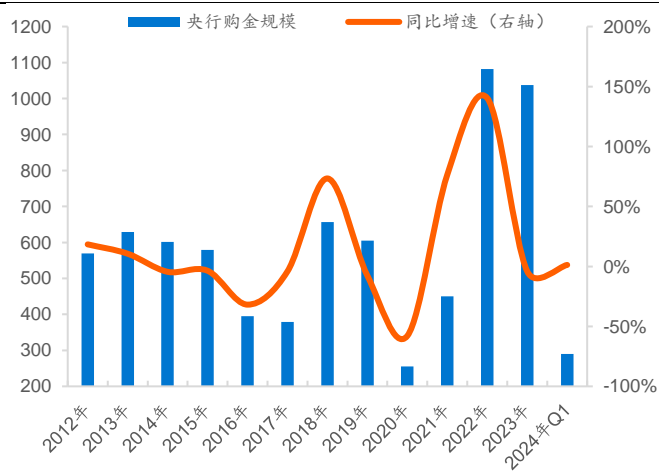
长期以来，黄金的货币属性及金融属性一直主导价格走势，商品属性对于黄金价格的影响相对有限。一方面，黄金天然就是货币，虽然在布雷顿森林体系瓦解后，黄金不再与美元挂钩，但仍然一定程度扮演着纸币价值度量者的角色，与经济货币政策以及通货膨胀有较强的相关性；另一方面，黄金供需结构呈现较强的刚性特征，供给的年度增量

¹³ <https://www.cbo.gov/>

变化与全球黄金储量相比影响极为有限，而黄金的工业及珠宝首饰的需求量同样较为稳定。

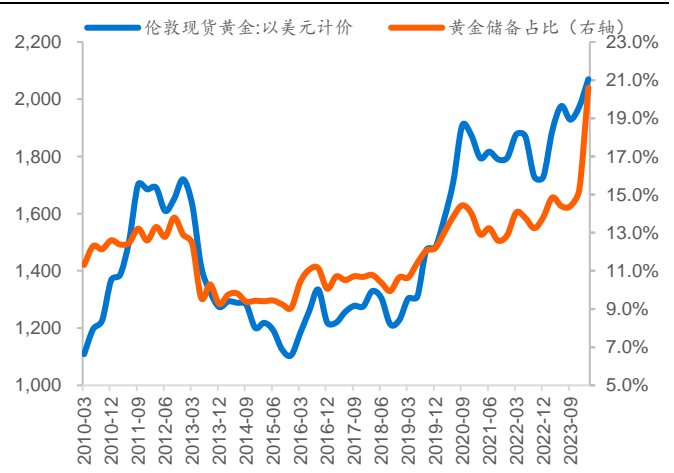
2022 年开始，全球央行大幅增加购金规模、提高黄金储备，对于原有需求结构形成冲击。由于黄金长期作为全球通用的一般等价物存在，各国央行均会维持一定黄金储备以增强主权货币信用，同时应对可能出现的金融风险。2011 年至今，每年全球央行均会购入一定数量黄金增加储备，虽然购入规模波动较大，但其所占年度需求比例均未超过 15%。而在 2022 年后，央行购金规模大幅增加，2022 年、2023 年均突破 1000 吨，创下历史新高，其在黄金年度需求中的占比也突破 20%。

图85 央行年度购金规模及同比增速（吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图86 金价与黄金在储备资产中所占比例强相关（美元/盎司）



资料来源：Wind，联储证券研究院

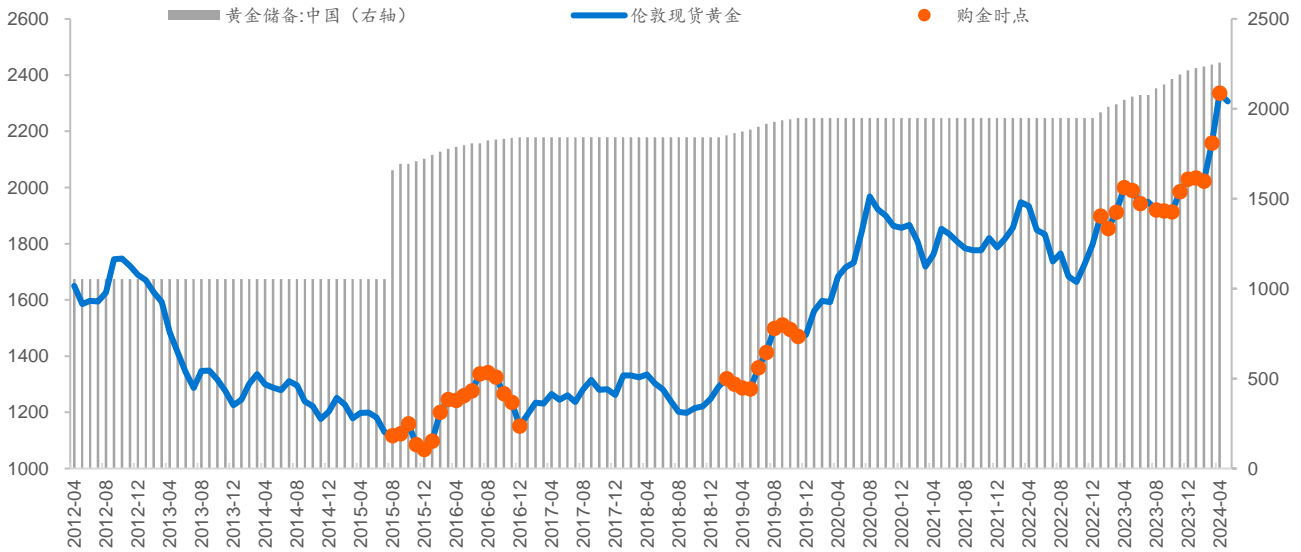
表21 黄金供需平衡表（吨）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024Q1	2024Q2	2024 年 H1
黄金需求量:合计	3682.78	4009.93	4705.12	4467.37	1115.23	928.97	2044.2
珠宝首饰	1323.96	2231.14	2195.89	2189.52	534.37	410.59	944.96
工业	308.98	337.17	314.78	305.15	80.48	81.12	161.6
工业: 电子业	255.55	279.05	257.99	248.91	66.38	67.59	133.97
工业: 其他工业	41.57	46.76	46.51	46.85	11.83	11.27	23.1
工业: 牙科	11.85	11.35	10.27	9.39	2.28	2.26	4.54
可确认投资	1794.88	991.51	1112.54	942.27	200.43	253.87	454.3
金条及金币	902.34	1180.29	1222.05	+61186.51	313.4	261.02	574.42
实物金条	542.75	810.95	802.18	778.45	223.3	183.6	406.9
官方金币	290.44	284.44	320.92	293.47	65.99	52.66	118.65
奖牌/仿币	69.14	84.9	98.94	114.59	24.11	24.76	48.87
ETF 及类似产品	892.55	-188.78	-109.51	-244.24	-112.97	-7.15	-120.12
央行净买入	254.95	450.11	1081.88	1030.42	299.94	183.39	483.33
黄金供应量: 合计	4737.51	4706.42	4761.32	4953.01	1183.09	1258.17	2441.26
矿产金总供应量	3444.46	3570.26	3621.18	3714.28	834.6	922.78	1757.38
矿成品	3483.53	3575.62	3634.3	3644.55	859.1	929.1	1788.2
生产商对冲	-39.07	-5.36	-13.12	69.73	-24.5	-6.32	-30.82
再生金	1293.05	1136.16	1140.14	1238.73	348.49	335.39	683.88
供需缺口	1054.73	696.49	56.2	485.64	67.86	329.2	397.06

资料来源：Wind，联储证券研究院

央行集中性的购金增储，一方面直接拉动了黄金的需求，更重要的是提升了市场对于黄金价格上行的信心。以中国央行为例，2012 年至今，中国央行经历了三轮购金高潮，从前两轮购金节点来看，均处在相对的低位区间，后续均伴随黄金牛市的出现。有这样的现象产生，一方面显示了央行对于黄金价格判断的准确性，另一方面央行的购金增储使得市场形成了对于黄金价格上行的预期，带动了增量资金的进入，我们认为，央行购金增储对于黄金价格的潜在拉动效应更为关键。

图87 2012年至今中国央行购金时点（美元/盎司、吨）



资料来源: Wind, 联储证券研究院

2022年至今央行集中性的购金增储，主要原因包含以下几点：

- 第一， **全球主要经济体储备资产结构显著分化。** 欧美经济体为了维持其货币信用，在其储备资产结构中均持有了远超其他国家的黄金资产，而新兴市场则仍以外汇资产为储备资产的绝对主体，黄金储备占比较低，未来该部分市场黄金储备具备较强的发展空间。
- 第二， **降低对于单一资产的依赖度是部分国家央行对储备资产结构调整的重要战略方向。** 以美债为代表的美元资产是各国储备资产的主体部分，但美元缺乏足够安全的锚定物，2022年后美元资产的安全性受到广泛质疑，部分国家试图降低对单一主权货币的依赖程度、适当减少美元资产的持有比例、实现储备资产多元化。
- 第三， **黄金资产承接部分美元资产减配所产生的央行储备需求。** 黄金具备的稀缺属性使其很高的储备价值，受宏观经济波动影响相对较小，同时与任何一种货币所计量的底层资产均没有显著的关联，因此，配置黄金能够实现潜在风险的对冲，而上述性质使得黄金资产成为填补美元资产减配所遗留的储备资产缺口的重要选项。

表22 全球主要经济体资产储备结构 (亿美元)

	储备资产		黄金				外汇储备		其他资产	
	2022年	2023年	2022年	占比	2023年	占比	2022年占比	2023年占比	2022年占比	2023年占比
美国	7066	7734	4739	67.1%	5393	69.7%	5.3%	4.8%	27.7%	25.4%
欧元区	11848	12668	6276	53.0%	7142	56.4%	26.5%	23.7%	20.5%	19.9%
俄罗斯	5817	5972	1359	23.4%	1547	25.9%	71.8%	69.4%	4.8%	4.7%
英国	1764	1779	181	10.2%	206	11.6%	62.5%	61.1%	27.2%	27.3%
印度	5673	6278	459	8.1%	533	8.5%	87.8%	87.8%	4.1%	3.7%
瑞士	9236	8639	606	6.6%	690	8.0%	91.9%	90.3%	1.6%	1.7%
泰国	2165	2245	142	6.6%	162	7.2%	90.3%	89.8%	3.1%	3.0%
沙特	4782	4579	188	3.9%	214	4.7%	90.9%	89.9%	5.1%	5.4%
日本	12276	12946	493	4.0%	561	4.3%	90.3%	90.4%	5.7%	5.3%
中国	33068	34495	1172	3.5%	1482	4.3%	94.6%	93.9%	1.9%	1.8%
新加坡	2966	3598	90	3.0%	153	4.2%	94.3%	93.6%	2.7%	2.2%
墨西哥	2011	2143	70	3.5%	80	3.7%	86.9%	87.2%	9.6%	9.1%
巴西	3247	3550	76	2.3%	86	2.4%	90.5%	91.0%	7.2%	6.6%
韩国	4234	4209	61	1.4%	69	1.6%	94.3%	94.0%	4.3%	4.4%
香港	4240	4256	1.21	0.0%	1.38	0.0%	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%

资料来源: IMF-International Financial Statistics, 联储证券研究院

统计标的选择 2023 年储备资产超 2000 亿美元的国家或地区 (英国除外)

同时, 对于上文需要进行两点补充:

第一, 央行购金量与金价的正相关性需要拉长至较长时段才能显现, 不建议使用其作为主逻辑, 分析黄金价格的短期波动。

第二, 我们认为全球央行进一步黄金储备比例将是长期趋势, 将带动金价长线价格中枢上行, 但本轮次集中性的购金周期已经进入尾声阶段, 新一轮周期开启尚需等待。

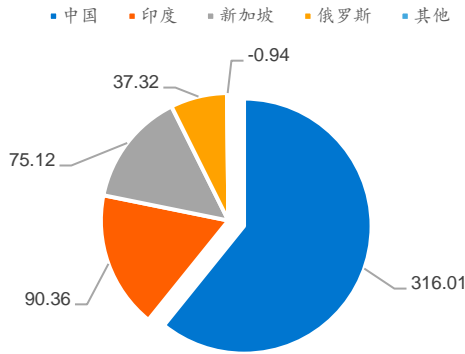
虽然根据 IMF 统计数据, 同 2022 年相比, 2023 年全球主要经济体黄金在储备资产中所占比例均有不同程度的提升, 但其中多数是受金价上涨的带动, 过去两年黄金储备增量主要来自于四国: 中国、印度、新加坡和俄罗斯, 其中中国贡献接近六成。从已公布的数据来看, 我国的黄金储备 7280 万盎司已经连续六个月放平, 比较明确的释放购金意愿放缓的信号, 央行购金脚步阶段性放缓主要原因总结来自于三方面:

第一, 本轮央行购金周期的持续时长及增储力度空前, 当前时点下, 有阶段性放缓的意愿。

第二, 短期内金价上行速度过快, 进一步大规模增储成本较高。

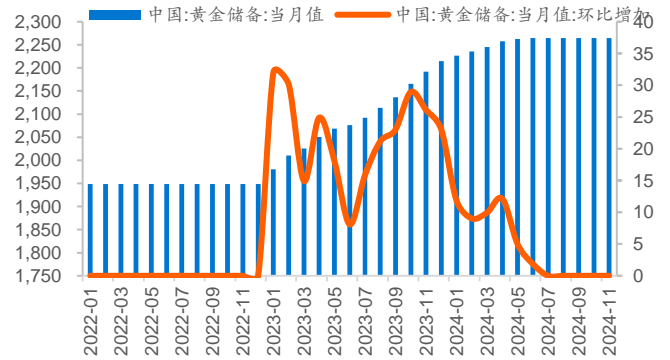
第三, 本轮主要的购金力量为新兴市场, 而新兴市场央行购金增储的目的主要为储备资产的多元化及增强资产的安全性, 因此大规模的购金增储周期多数在外储相对充裕的环境下进行, 当宏观环境变化, 外储相对紧张时, 央行对于增储黄金操作会趋于保守。

图88 中国贡献 2022 年至今全球黄金储备主要增量 (吨)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图89 中国央行本轮购金增储进入尾声阶段 (吨)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

总结上文分析,我们认为,2023 年至今黄金价格的上行以及传统分析框架的失效,本轮美国加息周期中宽松的财政环境以及央行的购金增储是主要推动力。央行购金增储直接利用需求侧形成对于黄金价格的拉动效应有限,更多的是提升市场对于黄金价格上行的预期,反映在价格层面起到的是对于黄金价格的托底作用。虽然根据上文分析,本轮增储周期进入尾声阶段,但从长期来看,而新兴经济体黄金储备相较西方有着较大差距,未来降低对单一资产的依赖度、多元化配置资产将是央行选择的主要趋势,而黄金资产是填补美元资产减配的主要选项,该趋势将带动黄金价格长期趋势的上行。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

基本假设:

- (1) 矿产品产量: 青海大柴旦矿区探转采工作顺利完成, 贡献 2024-2026 年公司矿产金产品主要增量, 云南芒市华盛金矿复工复产进程稳步推进, 国资进入后, 后续有优质资源持续注入, 按照公司战略规划及项目进程, 我们预计 2024-2026 年矿产金产量分别为 8.21 吨、11.84 吨、13.92 吨; 矿产银产量分别为 210.76 吨、195.45 吨、181.44 吨; 铅精粉产量分别为 0.97 万吨、0.83 万吨、0.72 万吨; 锌精粉产量分别为 2.07 万吨、2.07 万吨、2.07 万吨。
- (2) 矿产品价格: 在经历特朗普当选对于金价短期价格走势的压制效应后, 由于其激进的财税、关税组合将为美国经济带来更大的不确定性, 国家债务压力的提升以及通胀预期的上涨将带动具备极强抗通胀以及避险功能的黄金价格中枢进一步抬升。同时在降息周期流动性边际宽松的刺激下, 黄金价格中期维持上涨; 而美国国家赤字率提升以及全球央行购金增储将为黄金长期价格提供足够支撑。
- (3) 成本假设: 我们预计 2024-2026 年公司矿产金单位生产成本为 150 元/克、164.83 元/克、164.83 元/克; 矿产银单位生产成本均为 2.75 元/克; 铅精粉单位生产成本均为 8519.28 元/吨; 锌精粉单位生产成本为 9710.7 元/吨、7605.17 元/吨、7605.17 元/吨

盈利预测:

我们预计 2024 年-2026 年公司营收分别为 135.87 亿元、158.07 亿元、169.11 亿元; 净利润分别为 27.06 亿元、37.89 亿元、43.32 亿元; 归母净利润分别为 24.42 亿元

元、34.27 亿元、39.20 亿元。

表23 山金国际主营业务盈利预测（百万元）

业务	指标	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
矿产金	营业收入	2445.63	2670.85	2707.98	3300.36	4604.42	6886.65	8092.39
	营业成本	869.56	1059.60	1154.35	1294.92	1255.75	1991.44	2340.10
	毛利率	64.44%	60.33%	57.37%	60.76%	72.73%	71.08%	71.08%
矿产银	营业收入	601.18	771.29	647.48	897.24	1215.82	1174.46	1090.26
	营业成本	211.22	334.16	330.97	455.43	592.24	549.21	509.84
	毛利率	64.86%	56.68%	48.88%	49.24%	51.29%	53.24%	53.24%
铅精粉	营业收入	112.17	140.98	147.29	130.14	148.53	128.06	110.41
	营业成本	42.31	61.88	76.06	76.21	84.56	72.91	62.86
	毛利率	62.28%	56.10%	48.36%	41.44%	43.07%	43.07%	43.07%
锌精粉	营业收入	127.59	192.20	245.98	229.12	323.32	323.32	323.32
	营业成本	45.56	85.99	128.71	138.43	197.86	154.96	154.96
	毛利率	64.29%	55.26%	47.67%	39.58%	38.80%	52.07%	52.07%
贸易	营业收入	4611.80	5249.93	4622.16	3538.70	7284.00	7284.00	7284.00
	营业成本	4575.58	5222.07	4602.39	3535.11	7140.00	7140.00	7140.00
	毛利率	0.79%	0.53%	0.43%	0.10%	1.98%	1.98%	1.98%
其他	营业收入	3.16	3.18	8.36	10.88	10.88	10.88	10.88
	营业成本	1.54	1.78	8.31	8.85	8.85	8.85	8.85
	毛利率	51.27%	44.03%	0.60%	18.66%	18.66%	18.66%	18.66%
总计	营业收入	7901.53	9028.43	8379.24	8106.45	13586.96	15807.36	16911.26
	营业成本	5745.78	6765.48	6300.80	5508.96	9279.26	9917.37	10216.62
	毛利率	27.28%	25.06%	24.80%	32.04%	31.70%	37.26%	39.59%

资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

5.2 估值分析

山金国际主要从事贵金属、有色金属矿采选及金属贸易业务，其中贵金属资源开发利用为其业务核心，主要产品为为合质金（含银）、铅精粉（含银）、锌精粉（含银），我们选取山东黄金、赤峰黄金、中金黄金、紫金矿业作为其可比公司。我们预计山金国际2024-2026年归母净利润分别为24.42亿元、34.27亿元、39.20亿元，当前公司市值对应PE分别为19.46、13.86、12.12倍，参考可比公司，结合公司未来发展前景，我们对其进行首次覆盖，同时给予公司买入评级。

表24 山金国际可比公司估值对比（元）

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益 (EPS)				市盈率 (PE)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000975.SZ	山金国际	17.85	0.51	0.84	1.02	1.21	29.24	21.34	17.51	14.73
	均值		0.60	0.95	1.18	1.38	26.17	21.02	16.51	14.01
600547.SH	山东黄金	26.49	0.52	0.8	1.12	1.38	43.95	33.13	23.64	19.15
600988.SH	赤峰黄金	18.74	0.48	1	1.24	1.41	29	18.72	15.16	13.29
600489.SH	中金黄金	14	0.61	0.78	0.91	1.07	16.21	18	15.31	13.08
601899.SH	紫金矿业	17.31	0.8	1.22	1.45	1.64	15.53	14.22	11.91	10.53

资料来源：Wind，联储证券研究院

收盘价统计日期：2024年11月6日，估值数据采用Wind一致预期

6. 风险提示

项目进展不及预期。公司多个项目经历审批、复工复产或是在建，后续可能受突发情况影响导致进展不及预期，届时会对相关矿产品产量释放及公司盈利产生影响

黄金价格波动。贵金属资源开发是公司的核心业务，黄金价格波动对于公司盈利影响明显，若黄金价格大幅下跌将对公司盈利产生较大影响。

财务报表分析和预测表

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	5,683	6,008	8,882	11,241	13,756	
货币资金	1,874	3,031	4,800	6,956	9,376	
应收及预付	62	75	126	142	149	
存货	1,359	1,485	2,500	2,672	2,753	
其他流动资产	2,388	1,418	1,455	1,471	1,478	
非流动资产	10,481	10,291	10,148	9,950	9,731	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,906	2,713	2,618	2,501	2,364	
在建工程	247	388	451	513	576	
无形资产	6,572	6,447	6,309	6,172	6,034	
其他长期资产	755	743	770	763	756	
资产总计	16,164	16,299	19,030	21,191	23,487	
流动负债	2,975	2,406	3,839	4,081	4,186	
短期借款	840	210	190	170	150	
应付及预收	1,533	1,517	2,544	2,720	2,802	
其他流动负债	603	679	1,104	1,192	1,234	
非流动负债	509	524	442	442	442	
长期借款	109	64	64	64	64	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	400	460	378	378	378	
负债合计	3,484	2,930	4,281	4,524	4,628	
股本	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777	
资本公积	4,431	4,431	4,431	4,431	4,431	
留存收益	3,692	4,339	5,451	7,008	8,788	
归属母公司股东权益	10,913	11,561	12,677	14,233	16,013	
少数股东权益	1,767	1,808	2,072	2,434	2,846	
负债和股东权益	16,164	16,299	19,030	21,191	23,487	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	8,382	8,106	13,587	15,807	16,911	
营业成本	6,302	5,508	9,279	9,917	10,217	
营业税金及附加	178	212	340	395	423	
销售费用	3	2	7	6	7	
管理费用	311	366	505	629	689	
研发费用	0	6	11	13	14	
财务费用	38	5	0	0	0	
资产减值损失	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	12	-7	0	0	0	
投资净收益	108	92	155	187	195	
营业利润	1,616	2,097	3,612	5,049	5,773	
营业外收支	-7	-11	-13	-10	-11	
利润总额	1,609	2,086	3,599	5,039	5,761	
所得税	365	517	893	1,250	1,429	
净利润	1,244	1,568	2,706	3,789	4,332	
少数股东损益	121	144	264	362	412	
归属母公司净利润	1,123	1,424	2,442	3,427	3,920	
EBITDA	2,725	2,977	4,617	6,078	6,821	
EPS (元)	0.40	0.51	0.88	1.23	1.41	

资料来源: Wind, 联储证券研究院

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 08 月 21 日

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,989	2,180	3,845	4,710	5,236	
净利润	1,244	1,568	2,706	3,789	4,332	
折旧摊销	1,191	959	1,017	1,038	1,059	
营运资金变动	-346	-258	298	60	28	
其它	-100	-90	-176	-177	-183	
投资活动现金流	-1,360	480	-714	-663	-657	
资本支出	-609	-615	-853	-850	-851	
投资变动	-908	1,005	0	0	0	
其他	156	90	139	187	195	
筹资活动现金流	-595	-1,626	-1,365	-1,891	-2,160	
银行借款	267	-675	-20	-20	-20	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-861	-951	-1,345	-1,871	-2,140	
现金净增加额	42	1,046	1,769	2,156	2,420	
期初现金余额	748	790	1,836	3,606	5,762	
期末现金余额	790	1,836	3,606	5,762	8,182	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-7.3%	-3.3%	67.6%	16.3%	7.0%
营业利润增长	-13.4%	29.8%	72.2%	39.8%	14.3%
归母净利润增长	-11.8%	26.8%	71.4%	40.3%	14.4%
获利能力					
毛利率	24.8%	32.0%	31.7%	37.3%	39.6%
净利率	13.4%	17.6%	18.0%	21.7%	23.2%
ROE	10.3%	12.3%	19.3%	24.1%	24.5%
ROIC	8.7%	11.0%	17.8%	22.2%	22.5%
偿债能力					
资产负债率	21.6%	18.0%	22.5%	21.3%	19.7%
净负债比率	-6.8%	-19.6%	-29.6%	-39.2%	-47.6%
流动比率	1.91	2.50	2.31	2.75	3.29
速动比率	1.44	1.84	1.63	2.07	2.60
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.50	0.77	0.79	0.76
应收账款周转率	210.09	198.06	241.30	207.06	199.01
存货周转率	5.28	3.87	4.66	3.83	3.77
每股指标 (元)					
每股收益	0.40	0.51	0.88	1.23	1.41
每股经营现金流	0.72	0.79	1.38	1.70	1.89
每股净资产	3.93	4.16	4.57	5.13	5.77
估值比率					
P/E	44.59	35.17	20.51	14.62	12.78
P/B	4.59	4.33	3.95	3.52	3.13
EV/EBITDA	10.93	13.11	9.91	7.17	6.03

免责声明

联储证券股份有限公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000