

湖南黄金 (002155.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

金锑双轮，驱动成长

投资逻辑

全产业链布局，金锑价格上涨驱动业绩。公司布局金、锑和钨全产业链，是国内锑矿开发龙头。1H23 黄金和锑业务营收分别为 119.68/8.73 亿元，营收占比分别为 92%/7%，同期黄金和锑业务毛利分别为 4.60/3.40 亿元，毛利占比分别为 56%/41%，贡献公司主要利润。1-3Q23 公司自产黄金及锑品受停产及品位影响，产量有所下降，但金锑价格同比上涨驱动营收及业绩提升。

美联储加息周期结束，黄金股右侧配置期确认，静待主升浪到来。美联储 12 月 FOMC 会议确认本轮加息周期结束，实际利率框架下，当前正处于黄金股右侧配置期，预计美联储正式释放降息信号后，实际利率将下行推涨金价，同时美联储正式释放降息信号后，黄金股将迎来主升浪。

锑行业长期供给不足，供需缺口推高锑价。(1) 供给端：开采总量限制及出口总量控制增加企业获得探矿权、采矿权难度，国内锑资源难有增量；海外康桥奇锑矿、Solonechenskoye 项目进展或不及预期，我们预计 23-25 年全球锑供给量分别为 11.9/12.4/13.1 万吨。(2) 需求端：光伏装机量高增带动玻璃澄清剂对锑需求，我们预计 23-25 年全球锑需求分别为 13.8/14.7/15.5 万吨。全球锑供需维持短缺，我们预计 23-25 年全球锑供需缺口分别为 1.9/2.3/2.4 万吨，带动锑价中枢持续上行。

金锑双轮驱动，尽显增长潜力。(1) 黄金业务：公司持续进行探矿增储，22 年底保有黄金资源储量 144.90 吨，黄金资源稳步接续。22 年和 1H23 自产金产量分别 4.61/2.27 吨，甘肃加鑫矿业取得以地南铜金矿和下看木仓金矿采矿许可证，将贡献自产金增量，我们预计 23-25 年公司自产金产量分别为 4/4.7/5.76 吨，23 年黄金均价为 450 元/克，我们预计 24/25 年黄金价格分别为 485/490 元/克。湖南黄金集团整合万古矿区资源，计划“十四五”末注入上市公司，届时将进一步增厚公司资源储备及自产金产量。(2) 锑业务：公司 22 年末锑金属资源储量 30.43 万吨，占全国资源储量的 46%。22 年和 1H23 公司锑品产量分别为 3.07/1.43 万吨，自产锑占比分别为 61%/62%，我们预计 23-25 年公司自产锑产量分别为 1.85/1.9/1.95 万吨，作为国内锑业龙头，将充分受益锑价上行。

盈利预测&投资建议

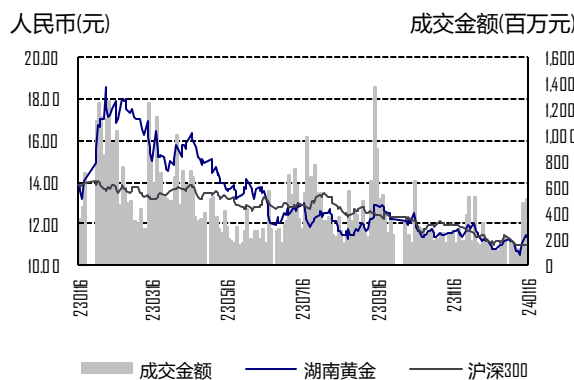
我们预计公司营收规模分别为 234/256/265 亿元，预计实现归母净利润分别为 4.99/8.02/11.06 亿元，EPS 分别为 0.42/0.67/0.92 元，对应 PE 分别为 27/17/12 倍。参考可比公司 2024 年 22 倍 PE 估值，考虑公司历史估值在行业中水平及与可比公司成长性对比，给予公司 2024 年 20 倍 PE，目标价 13.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

产品价格波动风险，项目建设不及预期，安全环保管理风险。

市价 (人民币): 11.32 元

目标价 (人民币): 13.40 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,846	21,041	23,358	25,590	26,454
营业收入增长率	32.19%	6.02%	11.01%	9.56%	3.37%
归母净利润(百万元)	363	437	499	802	1,106
归母净利润增长率	61.28%	20.38%	14.09%	60.78%	37.91%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.36	0.42	0.67	0.92
每股经营性现金流净额	0.51	1.03	0.02	0.65	1.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.63%	7.49%	8.08%	11.81%	14.42%
P/E	34.28	35.59	27.27	16.96	12.30
P/B	2.27	2.67	2.20	2.00	1.77

: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、湖南黄金——金锑两大板块驱动的综合矿业企业.....	5
1.1 全产业链布局，实现业务多元化发展.....	5
1.2 金锑价格上涨驱动业绩增长.....	6
二、加息周期结束，黄金股右侧配置期确认.....	8
2.1 黄金投资需求比重显著提升.....	8
2.2 实际利率框架下美联储明确释放降息信号后黄金股迎来主升浪.....	11
2.3 美联储加息周期结束，黄金股右侧配置期确认.....	13
三、锑行业长期供给不足，供需缺口推高锑价.....	14
3.1 全球锑供给长期增量有限.....	14
3.2 锑需求走高，光伏带动供需缺口扩大.....	18
四、金锑双轮驱动，尽显增长潜力.....	22
4.1 结合资源优势，推动黄金产量增长.....	22
4.2 集团整合资源，拟注入上市公司.....	27
4.3 锑资源行业领先，湿法冶炼工艺推动环保降本.....	28
4.4 钨精矿高自给率贡献增长新动力.....	29
五、盈利预测&投资建议.....	30
5.1 核心假设.....	30
5.2 盈利预测.....	31
5.3 估值及投资建议.....	32
六、风险提示.....	33

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构图（截至 2023 年三季度）.....	6
图表 3：1-3Q2023 公司营收增长 16.02%（单位：亿元）.....	7
图表 4：1-3Q2023 归母净利润增长 9.67%.....	7
图表 5：黄金和锑贡献公司主要营收.....	7
图表 6：黄金和锑贡献公司主要毛利.....	7
图表 7：自产金毛利率水平领先其他产品.....	8
图表 8：2022 年金饰占黄金总量的 46%.....	8
图表 9：全球黄金供给分布逐渐均衡.....	8
图表 10：后疫情时期黄金需求量快速恢复（单位：吨）.....	9
图表 11：黄金的投资需求占比逐渐加重.....	9



图表 12: 疫情后欧洲金条与金币需求激增	10
图表 13: 各国央行成为黄金净购买方	10
图表 14: 1H2023 全球央行购金量创新高 (单位: 吨)	10
图表 15: 中国、波兰、土耳其贡献主要购金量 (吨)	10
图表 16: 77%的央行认为增持黄金主要出于历史惯性	11
图表 17: 美国黄金储备领先	11
图表 18: 3Q2022 至 2023 年 11 月中国央行购金量领先	11
图表 19: 2022 年以来金价与实际利率负相关“减弱”	12
图表 20: 2023 年黄金价格与实际利率走势负相关	12
图表 21: 07 年 8 月降低窗口贴现利率后黄金股加速上行	12
图表 22: 19 年 5 月降低 IOER 后黄金股开启新一轮上涨	12
图表 23: 海外各国 CPI (单位: %)	13
图表 24: 美国 PCE 及核心 PCE (单位: %)	13
图表 25: 美国通胀预期期限结构 (单位: %)	13
图表 26: 美国 PCE 通胀预测 (单位: %)	13
图表 27: 2010 年以来锡价	14
图表 28: 2023 年底以来国内锡价上涨	14
图表 29: 当前国内金属锡工厂库存处于低位 (单位: 吨)	14
图表 30: 全球锡资源分布具有分带性和集中性	15
图表 31: 我国锡矿主要分布在广西、湖南省	15
图表 32: 中国锡储量从 2020 年开始有所恢复	15
图表 33: 2022 年中国锡矿产量占全球产量 55%	16
图表 34: 全球和中国锡矿产量同步下滑	16
图表 35: 美欧日均将锡列入关键矿产清单	17
图表 36: 锡静态储采比偏低	17
图表 37: 我国出台多项政策保护锡资源	17
图表 38: 海外主要新增锡矿	18
图表 39: 锡产业链分为四个阶段	18
图表 40: 2002 年中国锡下游主要消费于蓄电池领域	19
图表 41: 2022 年中国锡下游主要消费于阻燃剂领域	19
图表 42: 各类阻燃剂对比	19
图表 43: 2020 年溴系+锡系阻燃剂合计占比 19%	20
图表 44: 2022 年全球阻燃剂需求约为 309 万吨	20
图表 45: 预计 2025 年阻燃剂对金属锡需求量达到 8.1 万吨	20
图表 46: 澄清剂能够加速玻璃液澄清过程	21



图表 47: 双玻组件抗光老化能力更强	21
图表 48: 预计 2025 年全球新增光伏装机对镓需求达到 4.1 万吨	22
图表 49: 预计到 2025 年全球镓供需缺口 2.4 万吨	22
图表 50: 公司拥有 9 座黄金矿山 (截至 2021 年 3 月底)	23
图表 51: 公司黄金资源储量稳步提升	23
图表 52: 1H2023 自产金产量 2.27 吨	23
图表 53: 公司主力矿山分布于江南造山带	24
图表 54: 沃溪矿区扩界区保有黄金 13.95 吨	24
图表 55: 金镓 (钨) 伴生资源核心分离技术	25
图表 56: 黄金洞金矿提质扩能后采矿规模 1600t/d	25
图表 57: 大万矿业改扩建后产品产量均有提升	26
图表 58: 龙山金镓矿规划深部扩界项目	26
图表 59: 2022 年甘肃黄金储量位居各省排名第二	27
图表 60: 合作市设置 6 个黄金开采规划区块	27
图表 61: 湖南黄金集团整合万古矿区资源	28
图表 62: 公司拥有 5 座镓矿 (截至 2021 年 3 月)	28
图表 63: 公司镓资源储量稳步提升	29
图表 64: 自产镓占比维持高位 (单位: 吨)	29
图表 65: 公司采用湿法治炼镓工艺	29
图表 66: 公司拥有 3 座钨矿山 (截至 2021 年 3 月底)	29
图表 67: 公司 1H2023 生产钨品 623 标吨	30
图表 68: 公司钨冶炼技术领先	30
图表 69: 公司 2024-2025 年自产金增量主要 甘肃加鑫	31
图表 70: 营业收入及毛利预测	32
图表 71: 可比公司估值 (收盘价: 元/股; EPS: 元; PE: 倍; 截至 2024 年 1 月 16 日收盘)	33



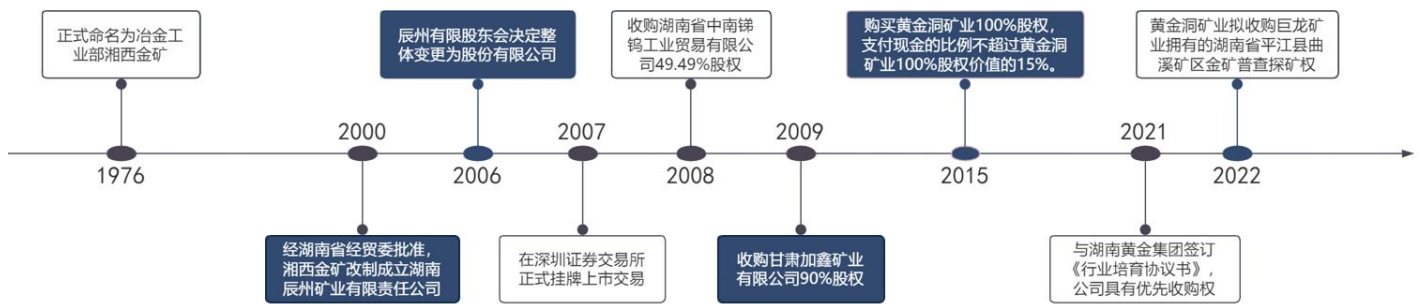
一、湖南黄金——金锑两大板块驱动的综合矿业企业

1.1 全产业链布局，实现业务多元化发展

湖南黄金是锑矿开发行业龙头，也是全国十大产金企业之一。公司长期专注于黄金、锑和钨三种金属的矿山开采和深加工，拥有集矿山勘探、开采、选矿、冶炼、精炼、深加工及销售于一体的完整产业链，主要生产标准金锭、精锑、氧化锑、乙二醇锑、塑料阻燃母粒和仲钨酸铵，产品的多样性和独特的金锑钨产品组合，有效降低了单一产品价格波动风险。

公司前身为湖南省湘西金矿，已有超过 140 年的金矿开采历史。2007 年在深圳证券交易所挂牌上市后，先后收购甘肃加鑫矿业及黄金洞矿业等公司股权。2021 年 7 月，公司与湖南黄金集团签订《行业培育协议书》，待万古矿区资源整合项目条件成熟时公司具有优先收购权。2022 年 2 月，黄金洞矿业拟收购巨龙矿业拥有的湖南省平江县曲溪矿区金矿普查探矿权，同年 5 月曲溪金矿探矿权人变更为公司子公司黄金洞矿业。

图表1：公司发展历程



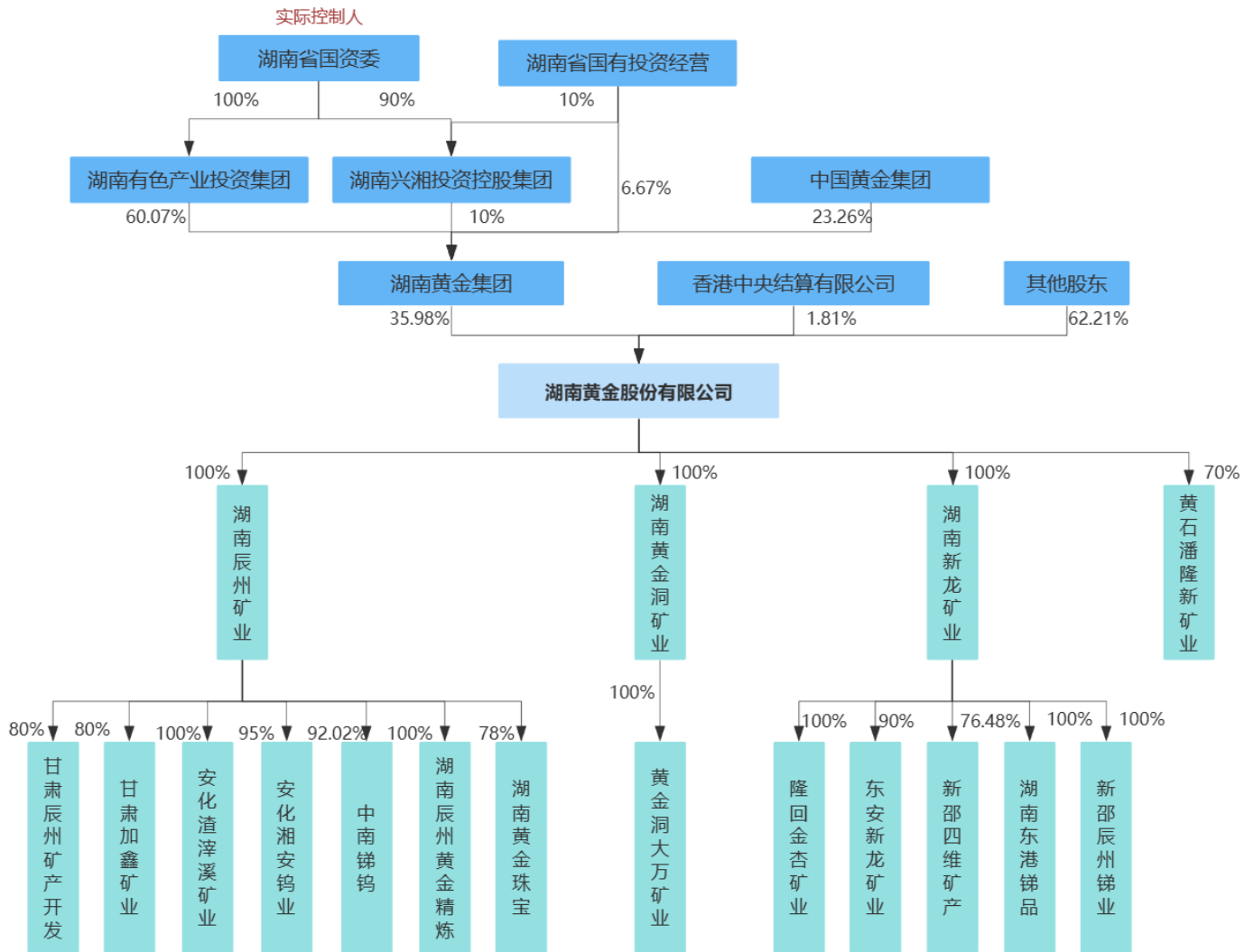
：公司官网，公司公告，国金证券研究所

政府支持推动湖南有色行业高质量发展。截至 2023 年半年报，湖南黄金集团持有公司 35.98% 的股份，系公司直接控股股东。2022 年 7 月，湖南省委省政府决定将湖南黄金集团和湖南有色环保院整合组建湖南有色产业投资集团，体现了省委省政府对有色产业的高度重视。截至 2023 年半年报，湖南有色产业投资集团持有湖南黄金集团 60.07% 股权，湖南省国资委为公司实际控制人。

湖南有色产业投资集团成立以来，致力于推进数字化转型，促进有色产业高质量发展，与公司共同投资的“智慧矿山”项目，作为湖南省属国有企业“2+4”数字化示范工程，通过推进 5G、工业互联网、大数据、人工智能与矿业的深度融合，提升安全防控、资源管理、作业管理、设备自动化和状态检测水平，推动采矿和冶炼从机械化换人、自动化减人到智能化无人的转型升级。项目建成后，将进一步完善公司安全环保管理监控监测系统、生产经营管理业务系统等，实现数据的准确采集，进一步提升公司生产经营管理效率。



图表2: 公司股权结构图 (截至 2023 年三季度)



: 公司 2023 年半年报、三季报, iFinD, 国金证券研究所

1.2 金铋价格上涨驱动业绩增长

金价高位, 铋价攀升, 助推营收规模扩大。自 2017 年以来, 公司的营业收入呈现持续增长态势。2022 年实现营业收入 210.41 亿元, 同比增长 6.02%, 主要得益于黄金和铋价上行趋势下, 公司产品销售价格显著提升, 2022 年公司黄金售价同比增长 4.61% 至 387.32 元/克, 铋品售价同比增长 32.78% 至 4.45 万元/吨。2022 年公司归母净利润同比上升 20.38% 至 4.37 亿元, 达到近五年来最高水平。

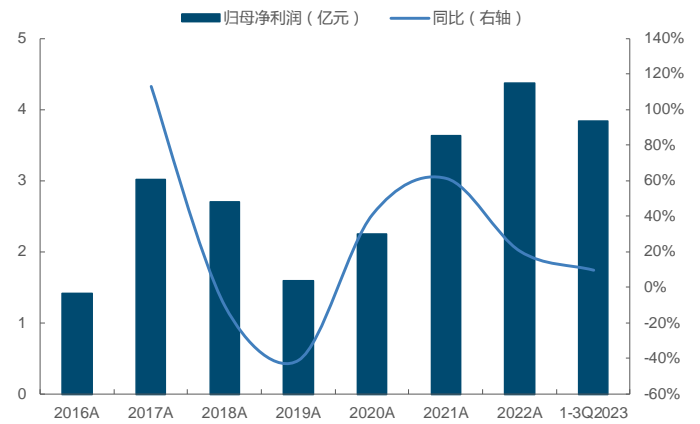
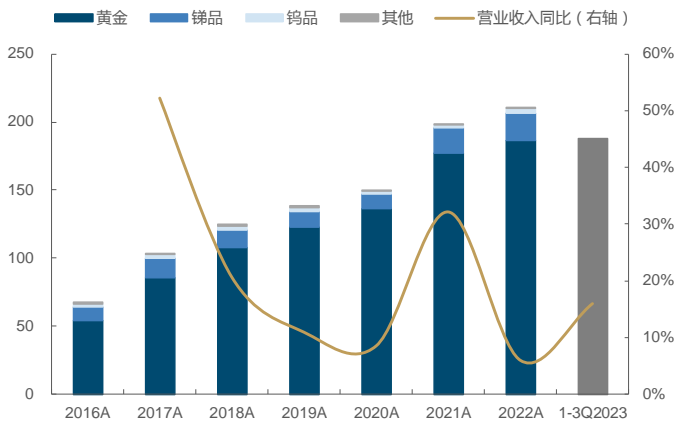
2023 年前三季度受益于金铋价格上行, 公司实现营业收入 187.53 亿元, 同比增加 16.02%, 同期归母净利润同比上升 9.67% 至 3.84 亿元。

2023 年第三季度公司实现营业收入 57.74 亿元, 环比减少 20.99%, 实现归母净利润 1.05 亿元, 环比减少 39.54%。主要因为公司黄金洞大万矿业从 6 月 19 日开始停产, 直到 9 月底才恢复生产, 影响公司黄金产量。



图表3: 1-3Q2023 公司营收增长 16.02% (单位: 亿元)

图表4: 1-3Q2023 归母净利润增长 9.67%



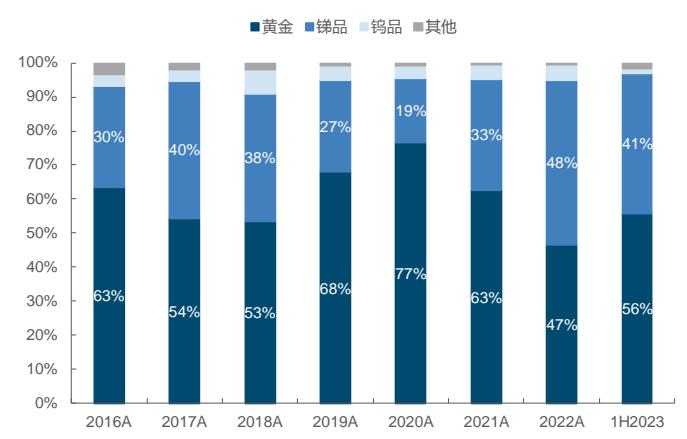
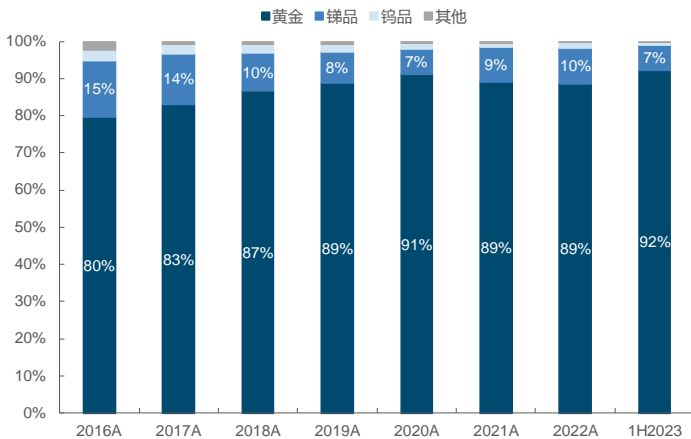
: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2023 年三季报, 国金证券研究所

: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2023 年三季报, 国金证券研究所

黄金和锑贡献公司主要利润。2022 年公司黄金、锑品、钨品营业收入分别为 186.52/20.11/3.16 亿元, 占总营业收入的 88.65%/9.56%/1.50%, 分别实现毛利润 7.46/7.76/0.75 亿元, 占总毛利的 46.52%/48.38%/4.68%。2023 年上半年, 公司黄金、锑品、钨品营业收入分别为 119.68/8.73/0.99 亿元, 占总营业收入的 92.21%/6.73%/0.76%, 分别实现毛利润 4.60/3.41/0.12 亿元, 占总毛利的 55.65%/41.24%/1.48%。黄金和锑品贡献公司主要营收及利润。

图表5: 黄金和锑贡献公司主要营收

图表6: 黄金和锑贡献公司主要毛利



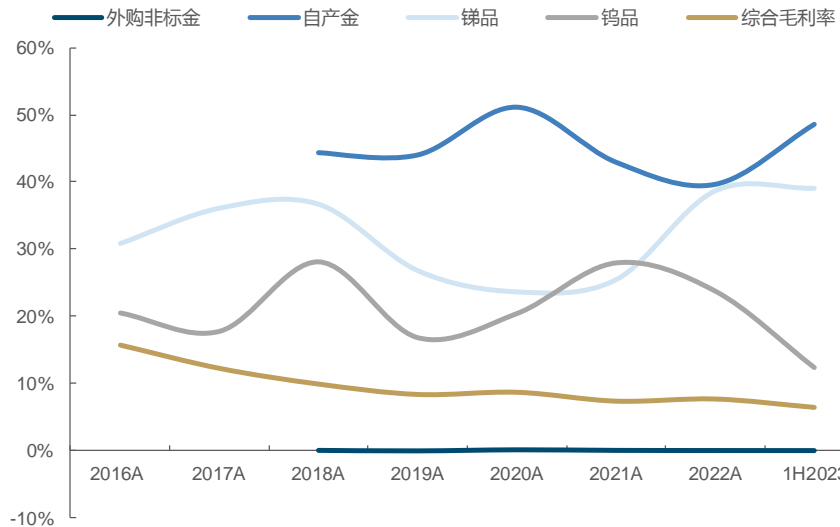
: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2023 年半年报, 国金证券研究所

: 公司 2016-2022 年年报, 公司 2023 年半年报, 国金证券研究所

自产产品高毛利提升公司盈利能力。在公司主要产品中, 自产金和含量锑毛利率维持在 40% 以上, 盈利能力较强。2023 年上半年, 受益于黄金和锑价上行, 自产金和含量锑毛利率分别达到 48.58% 和 55.88%, 自产金毛利率同比提升 10.91 个百分点。



图表7：自产金毛利率水平领先其他产品



：公司 2016-2022 年年报，2023 年半年报，国金证券研究所

2023 年 6 月以来，公司下属大万矿业、黄金洞矿业本部、新龙矿业本部、甘肃辰州先后因安全生产问题及采矿权到期等因素临时停产，当前已经全部恢复生产。上述矿山停产期间，公司进行设备检修和安全隐患排查整改，为复产后生产能力的快速恢复提供了保障，降低停产对于公司生产经营的影响。

二、加息周期结束，黄金股右侧配置期确认

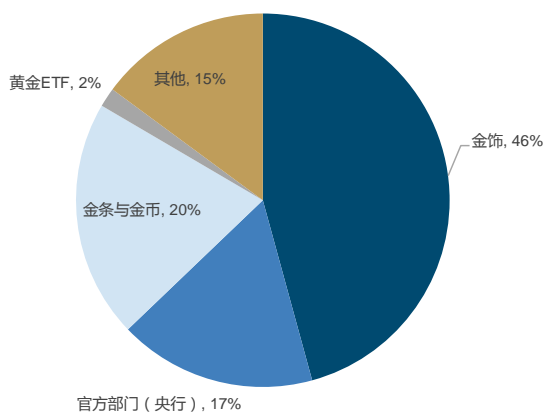
2.1 黄金投资需求比重显著提升

黄金是一种开采利用历史悠久的贵金属，具备商品和金融两种重要属性。商品属性是黄金作为一种金属，能够用于奢侈品加工或应用于工业领域；金融属性是黄金作为一种稀缺元素且性质稳定，能够实现保值和投资的功能。随着经济社会的逐步演进，黄金的金融属性对其价格和需求产生的影响远超商品属性。

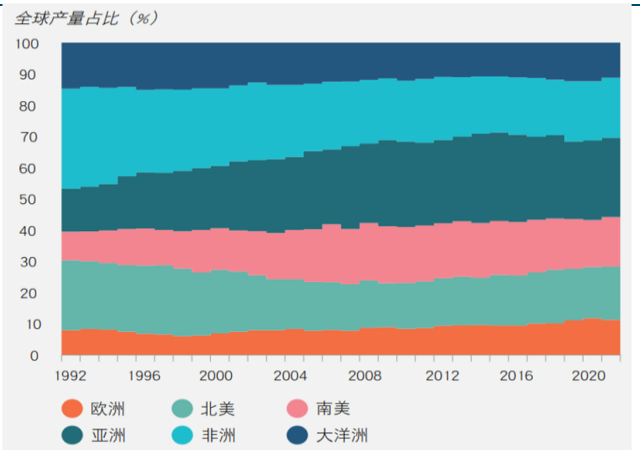
在地上黄金存量中，以金饰形式存在的黄金所占比例最高，2022 年底约为 9.55 万吨，占比 46%。仅次于金饰的是私人投资，包括金条与金币和黄金 ETF 持仓，合计占比达到 22%，其中金条与金币存量约为 4.3 万吨，占比 20%，由实物黄金支持的黄金 ETF 约为 0.35 万吨，占比 2%。此外各国央行持有黄金约占总量的 17%，合计约为 3.57 万吨。其余存量黄金则用于各种工业用途或由其他金融机构持有，约占黄金总量的 15%。

从矿产金供给的地域分布上看，全球金矿产量呈现地区间分布逐渐均匀的趋势。20 世纪 90 年代初，全球黄金供给主要分布在非洲和北美；之后亚洲地区金矿产量快速提升，南美地区黄金产量也呈现增长趋势。当前，全球金矿供给形成了大范围均匀分布的格局，确保黄金的初级供应更加稳定，降低供给冲击带来的风险。

图表8：2022 年金饰占黄金总量的 46%



图表9：全球黄金供给分布逐渐均衡



：金属聚焦公司，路孚特 GFMS，世界黄金协会，国金证券研究所

：金属聚焦公司，路孚特 GFMS，世界黄金协会，国金证券研究所

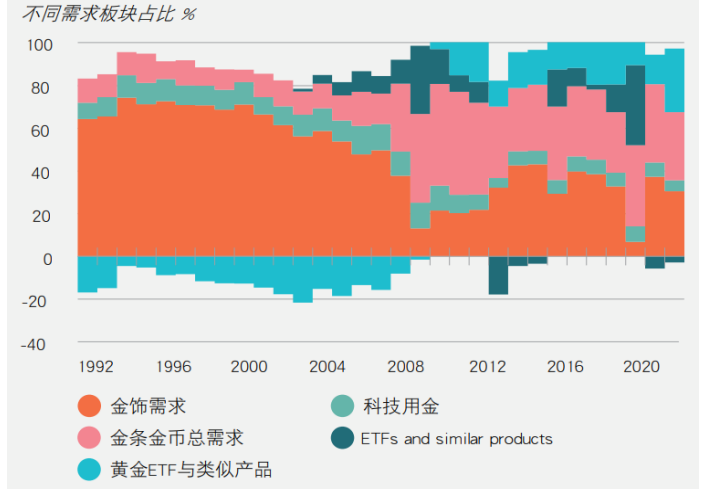
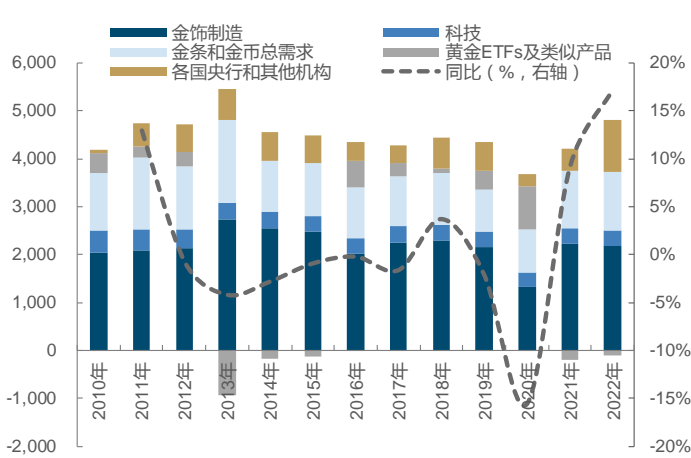


全球黄金需求量在疫情前较为稳定，全年需求约为 4300 吨左右。2020 年受全球新冠肺炎疫情冲击，制造金饰对黄金的需求大幅回落，带动全球黄金需求下降 15.51% 至 3679.3 吨。后疫情时期，除金饰需求的恢复性增长外，黄金作为投资品的保值功能愈发得到重视，各国央行也开始增强购金力度，推动黄金需求量快速增长，2022 年全球黄金需求已经回升至 4706.3 吨。

黄金的需求结构从 2000 年开始出现了显著变化，用于打造金饰和科技用金的比例快速下降，商品属性对于黄金总需求的影响有所减弱。与之相对，黄金作为金条、金币等投资品以及各国央行储备的比重逐渐上升。2022 年黄金用于投资和储备的需求量达到 2205.19 吨，占黄金总需求量的比重为 46.86%。

图表10: 后疫情时期黄金需求量快速恢复 (单位: 吨)

图表11: 黄金的投资需求占比逐渐加重



: Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 国金证券研究所

: 世界黄金协会, 国金证券研究所

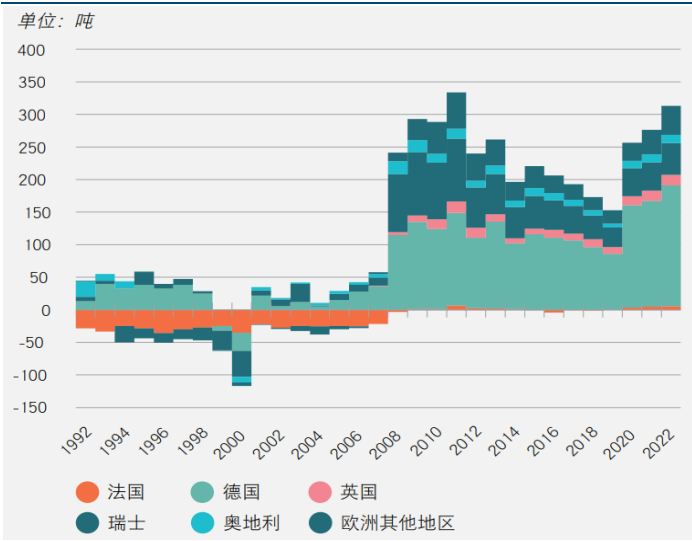
会, 国金证券研究所

欧洲贡献金条和金币需求主要增量。当前欧洲是全球最大的区域性黄金投资市场之一，2022 年金条与金币投资需求达到 314.5 吨，占全球金条与金币投资需求的 25.42%。2000 年以来，欧洲投资金条与金币的需求经历两次激增，第一次是 2008 年全球金融危机暴发，随后主权债务危机席卷欧洲，投资者可以利用黄金资产保护自己的财富，2008 年欧洲金条与金币需求大幅增长；第二次是 2020 年疫情暴发后，欧洲投资黄金的需求再次显著增长，贡献了疫情后全球对金条和金币需求的主要增量。

央行成为黄金净购买方。20 世纪 90 年代初至 2010 年之前，全球央行在金本位制和布雷顿森林体系解体以后希望减少大量的黄金储备。然而全球金融危机的爆发对央行转变对黄金储备的心态起到了催化作用，2010 年开始全球央行成为黄金净购买方，在 2010 年至 2022 年间购金达 6815 吨。后疫情时期央行购金节奏进一步加快，仅 2022 年全球央行购金就达到 1078.5 吨。截至 2022 年底，全球官方黄金储备达到 3.57 万吨，占黄金地上存量的 17%。

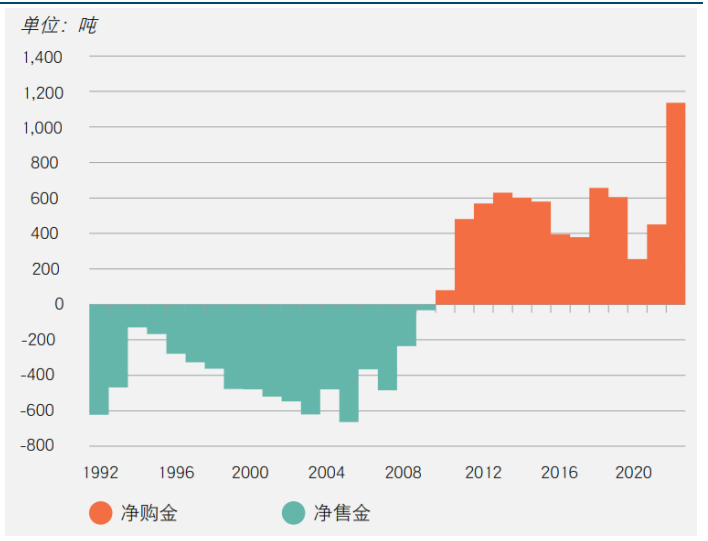


图表12: 疫情后欧洲金条与金币需求激增



：金属聚焦公司，路孚特 GFMS，世界黄金协会，国金证券研究所

图表13: 各国央行成为黄金净购买方

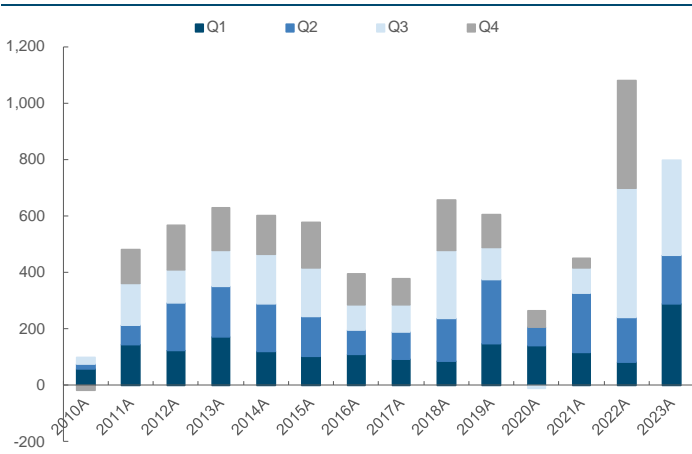


：金属聚焦公司，路孚特 GFMS，世界黄金协会，国金证券研究所

2023 年以来，全球央行持续购金，贡献主要黄金实物需求。2023 年前三季度，全球央行累计购金 799.58 吨，其中第三季度购金 337.09 吨，主要贡献 中国、波兰、土耳其等国。

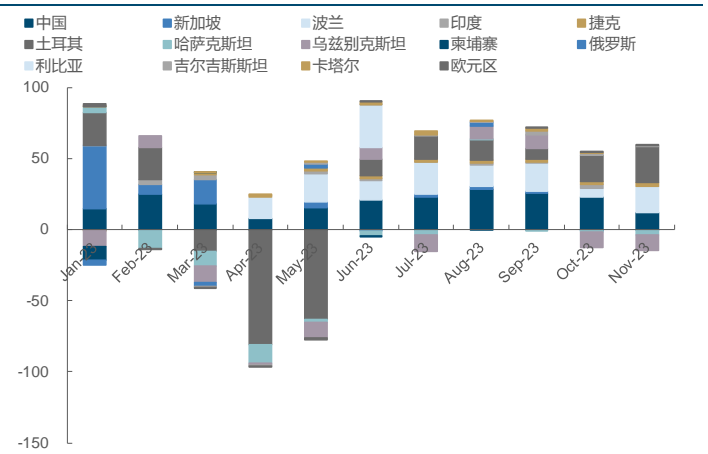
虽然从 2023 年开始全球央行购金水平维持高位，但从 2023 年下半年开始，全球央行月度净购金量呈现回落趋势，在俄乌冲突、通胀压力影响逐步淡化后，央行持续购金动能有所减弱。但由于 2023 年 10 月巴以新一轮冲突爆发，危机或将促进央行购金规模有所回升，央行或将持续高水平增持。

图表14: 1H2023 全球央行购金量创新高 (单位: 吨)



：世界黄金协会，国金证券研究所

图表15: 中国、波兰、土耳其贡献主要购金量 (吨)

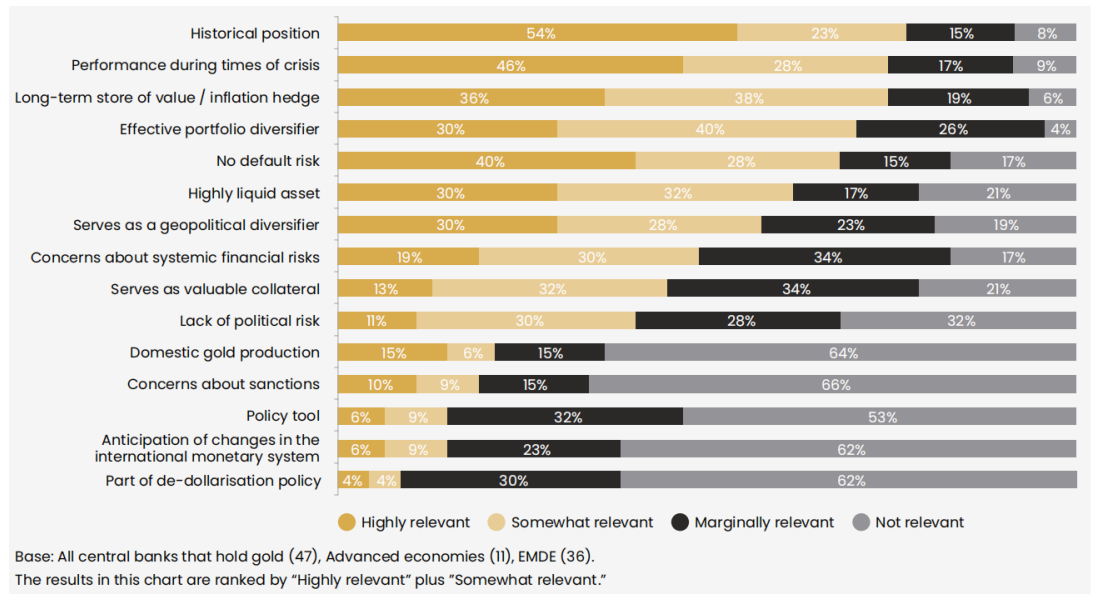


：世界黄金协会，国金证券研究所

参考国金宏观组 2023 年 5 月的报告《黄金：宏大叙事下的“另类”思考》中的研究方法，根据世界黄金协会发布的《2023 年央行黄金储备调查》，全球 77% 的央行认为增持黄金储备与历史惯性相关 (Highly revelant、Somewhat revelant)，74% 的央行增持黄金是看重黄金在危机时期的较好表现。而其中只有 8% 的央行认为增持黄金储备是出于“去美元化”的需求。



图表16: 77%的央行认为增持黄金主要出于历史惯性

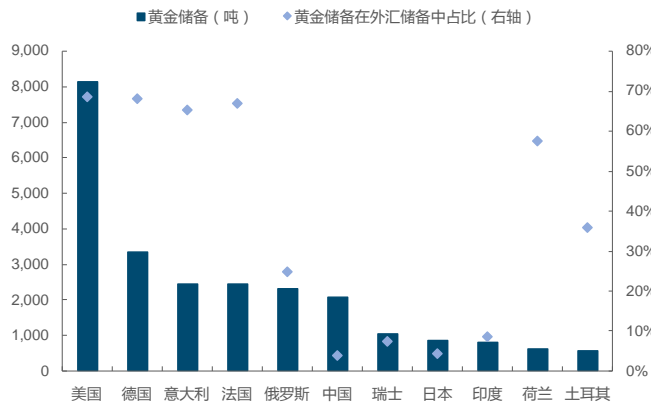


：世界黄金协会，国金证券研究所

黄金储备主要集中在欧美国家。根据世界黄金协会统计的数据，截至2023年6月，美国持有黄金储备8134吨，占全球央行持有黄金储备的25.99%，欧洲主要发达国家德国、意大利、法国等储备相对较多，合计持有8244吨，占全球央行持有黄金储备的26.34%。

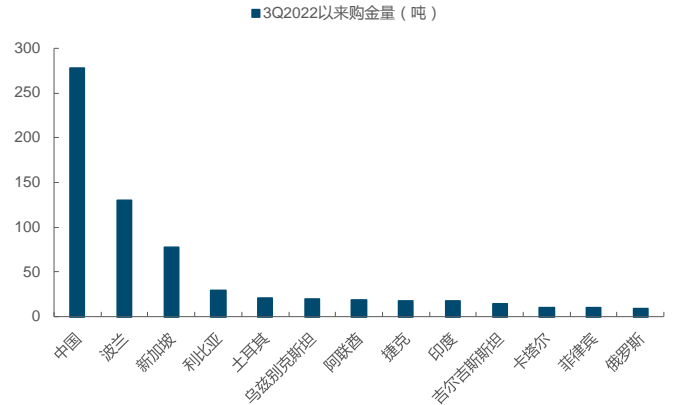
从3Q2022以来的全球央行购金行为看，主要购金国家与主要黄金储备持有国重合度较低。2022年第三季度至2023年11月，主要报告购金国家中除中国、印度、俄罗斯、土耳其等国外，其余购金国家并非主要黄金储备持有国，而德国、意大利、法国等主要持有黄金储备的发达经济体并未有明显的购金行为。

图表17: 美国黄金储备领先



：世界黄金协会，国金证券研究所

图表18: 3Q2022至2023年11月中国央行购金量领先



：世界黄金协会，国金证券研究所

2.2 实际利率框架下美联储明确释放降息信号后黄金股迎来主升浪

复盘历史金价和实际利率，发现呈现显著的负相关关系。黄金作为不生息资产，其价格与美元信用体系息息相关，如果考虑黄金租借利率，黄金更类似一个负息债券，不同期限的美债实际利率中枢趋势性下降时，会促使部分投资者认为持有黄金的机会成本更低，选择持有黄金进而导致金价上涨。但2023年以来长端实际利率与黄金价格均处高位，二者的负相关关系似乎有所减弱。

根据我们2023年12月发布的报告《右侧配置期，布局主升浪》，我们认为2022年以来负相关关系的“减弱”主因央行持续购金对供需的影响，叠加美债不同期限实际利率波动差异等因素扰动，使得市场认为黄金原有的分析框架不再适用。我们预计随着相关扰动因素的消减，金价分析将在中观层面重回实际利率分析框架。



图表19: 2022年以来金价与实际利率负相关“减弱”

图表20: 2023年黄金价格与实际利率走势负相关



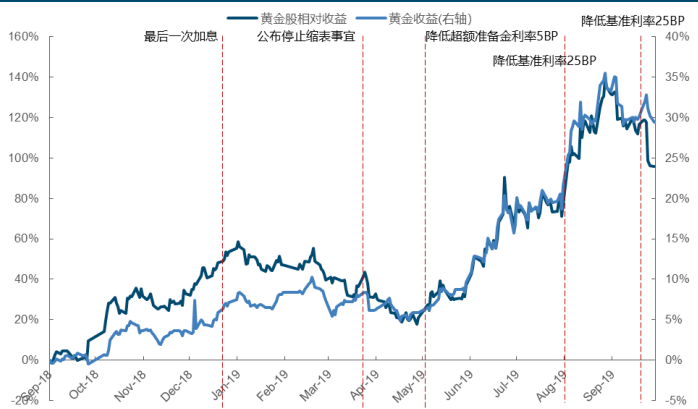
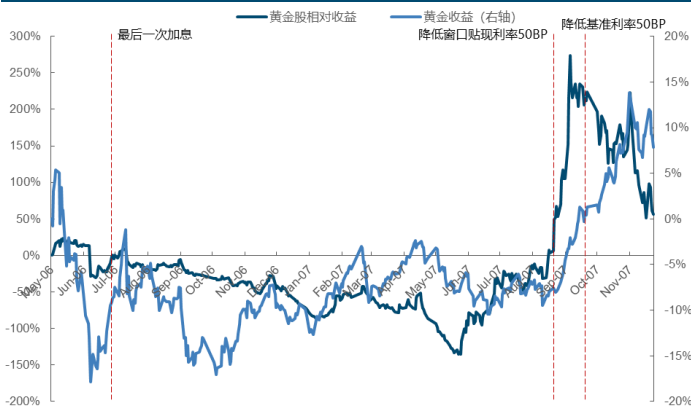
: iFinD, 国金证券研究所

: iFinD, 国金证券研究所

根据我们 2023 年 12 月发布的报告《右侧配置期，布局主升浪》，通过对 2006.05-2007.11 和 2018.09-2019.09 两轮周期内黄金价格和黄金股相对收益的复盘，我们发现 2007 年 8 月美联储降低窗口贴现利率和 2019 年 5 月美联储降低超额准备金利率后，黄金股迎来所在周期内的主升浪。第一轮周期内黄金股区间最高相对收益接近 300%，第二轮周期内黄金股区间最高相对收益接近 150%。

图表21: 07年8月降低窗口贴现利率后黄金股加速上行

图表22: 19年5月降低IOER后黄金股开启新一轮上涨



: iFinD, 国金证券研究所

注：黄金股相对收益为选取黄金标的公司按市值加权平均的相对于沪深 300 指数的超额收益，根据主要黄金上市公司上市时间，2006-2007 年选取的标的公司为山东黄金和中金黄金，2018-2019 年选取的标的公司为山东黄金、中金黄金、赤峰黄金以及银泰黄金。

根据上述对于美联储两轮不降息时期的复盘，我们得出以下结论：

- (1) 黄金股右侧配置期：从美联储停止加息到明确释放降息信号（放松除基准利率以外的其他货币政策工具，非实际降低基准利率）的时间段为黄金股右侧配置期，可逐步布局。
- (2) 黄金股主升浪行情启动点：美联储明确释放降息信号（放松除基准利率以外的其他货币政策工具，非实际降低基准利率）为黄金股主升浪行情启动点。
- (3) 新增非农就业人数转负是明确释放降息信号的先行指标。前两轮周期中，在新增非农就业人数转负后，美联储都向市场释放了宽松信号，此后金价和黄金股迎来主升浪。新增非农就业人数指标较为明确且易于跟踪，因此可作为提示美联储释放降息信号前的关注指标。
- (4) 黄金股相对收益最丰厚时期：在美联储正式降低基准利率以前，黄金股可获得显著超额收益，而正式降息 1-2 次后，相对收益会有所收窄，且股价波动率增加。
- (5) 通胀水平和 GDP 增速回落是明确释放降息信号的经济条件。根据历史复盘，美联储降息前通胀水平和 GDP 增速都有较为明显的回落，并且上述指标的降低意味着美国经济增速的降温，美联储为避免，将对紧缩政策保持谨慎。
- (6) 风险冲击会加速美联储释放降息信号。美联储对于风险冲击引发的流动性紧缩较为

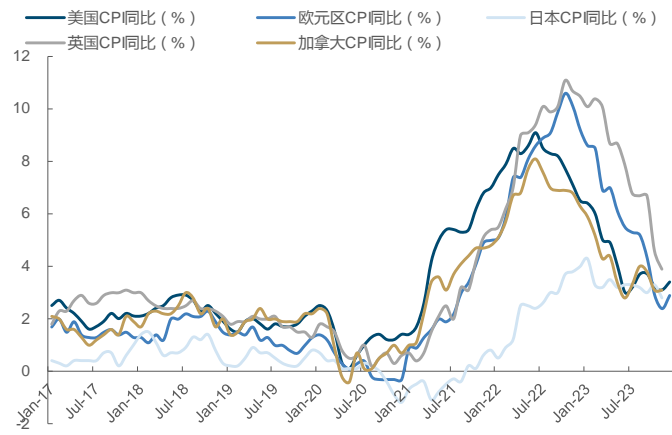


敏感，当发生风险事件导致市场避险情绪显著上行、流动性大幅收紧时，即使其他指标并未提示需要降息或扩大宽松，美联储也会加速货币政策转向或扩大宽松程度。

2.3 美联储加息周期结束，黄金股右侧配置期确认

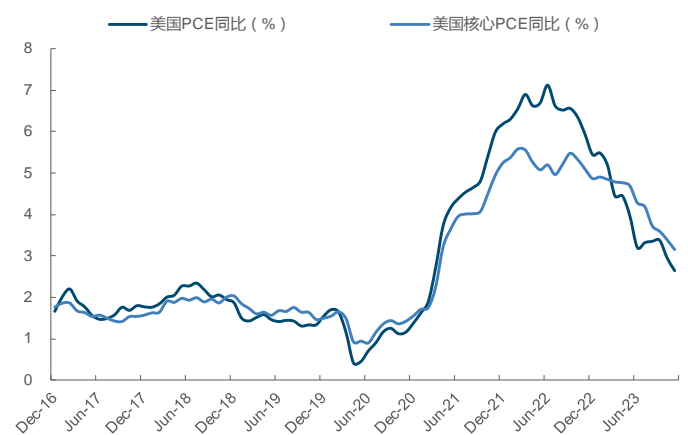
2020年以来美国短端PCE通胀数据大幅抬升，在全球主要原材料价格持续上涨的背景下，中长端通胀预期也相应抬升。2023年以来，全球主要经济体通胀数据显著回落，美国11月PCE物价指数同比2.6%，低于预期的2.8%，低于前值的2.9%，核心PCE同比3.2%，低于预期的3.3%，低于前值的3.4%；12月CPI同比3.4%，高于预期的3.2%，高于前值的3.1%，核心CPI同比3.9%，高于预期的3.8%，低于前值的4%。

图表23: 海外各国CPI (单位: %)



: iFinD, 国金证券研究所

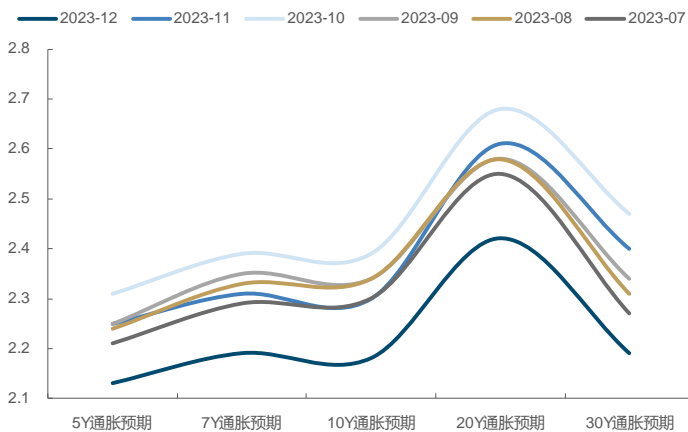
图表24: 美国PCE及核心PCE (单位: %)



: iFinD, 国金证券研究所

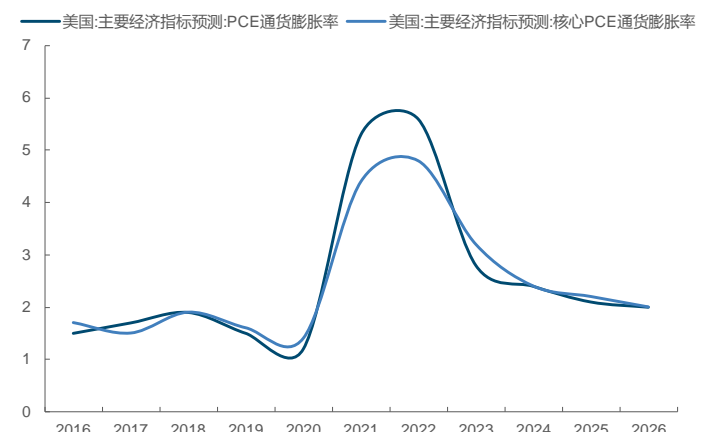
观察过去半年美国通胀保值债券收益率所反映的通胀预期发现，通胀预期倒挂结构有所改善，5-10年期通胀预期回摆。截至2023年12月，除20年期通胀预期偏高为2.42%，其余期限通胀预期低于2.2%。

图表25: 美国通胀预期期限结构 (单位: %)



: iFinD, 国金证券研究所

图表26: 美国PCE通胀预测 (单位: %)



: Wind, 美联储, 国金证券研究所

注: 2023-2026年为预测值

根据我们2023年12月发布的报告《右侧配置期，布局主升浪》，通过对当前与前两轮周期中新增非农就业、美国通胀水平、经济增长、TED利差等指标的对比，发现短期内美联储明确释放降息信号的条件尚不充分。通胀水平和新增非农就业虽处于下降趋势但绝对值仍较高，GDP增速仍上行，市场流动性环境较为宽松。但随着美联储前期紧缩政策的滞后效应显现，我们预计通胀和劳动力市场将持续降温，带动GDP增速回落，为美联储货币政策转向创造条件。

2023年12月美联储FOMC会议确认本轮加息周期结束，我们认为目前的美国经济状况尚未达到美联储明确释放降息信号的条件，目前依然处于黄金股右侧配置期。



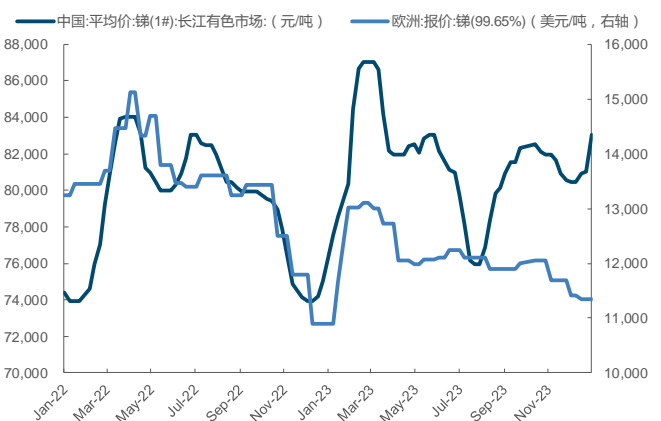
三、铟行业长期供给不足，供需缺口推高铟价

铟性质独特，在广泛的应用领域发挥着关键作用，享有“工业味精”的美称。从物理性质上看，铟具有低熔点（630.74℃）、高沸点（1750℃）、无延展性的特征，是电和热的不良导体。铟热缩冷胀的特性可以使合金的硬度发生变化，常应用于军事武器；从化学性质上看，铟具有双重属性，既亲铜又亲氧，低温时亲硫成矿，高温时亲石分散。此外，铟不溶于一般的酸碱溶液，只有王水、浓酸等溶液才会将其溶解。铟具有耐腐蚀和高强度特性，作为转轴生产的关键材料应用于机械齿轮；铟与卤族元素易生成相应的卤化物，产生大量卤化物白烟。利用铟的低燃点特性，西方发达国家强制要求在如建材产品、电子电器产品、塑料制品等易燃材料中添加卤化铟作为阻燃材料，当前还未发现比铟更好的阻燃代替品。

根据我们 2024 年 1 月发布的报告《铟：短期季节性错配叠加中长期硬缺口，涨价可持续》，由于春节期间铟矿山往往放假时间较长，且节后冶炼厂恢复生产需要较长时间，春节期间铟产业链供给往往呈现显著的季节性下滑。

图表27：2010 年以来铟价

图表28：2023 年底以来国内铟价上涨

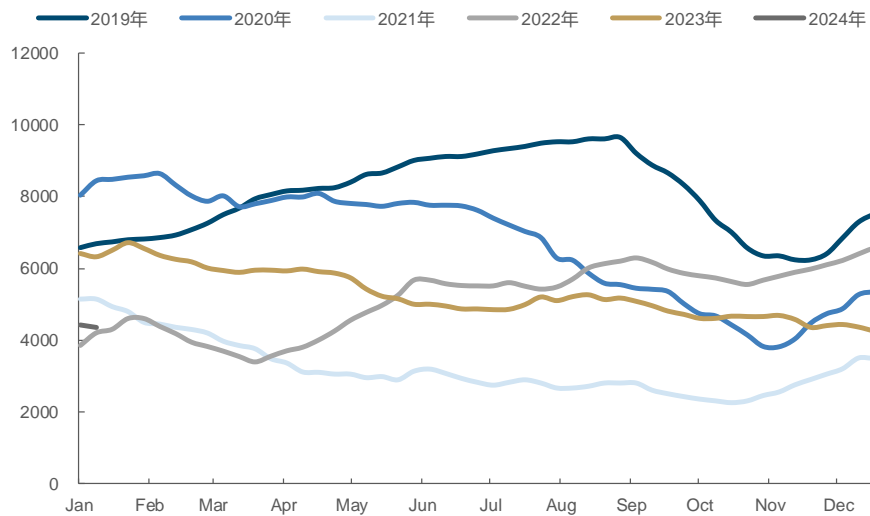


：Wind，国金证券研究所

：Wind，国金证券研究所

2023 年年底铟锭库存同比下滑 35%，库存不仅处于历史较低水平，4Q2023 铟锭库存下降 14%，呈现出不同与以往的去库而非累库的情形。季节性减产、历史性低库存和反常性去库等因素作用下，铟价短期内有望冲高。

图表29：当前国内金属铟工厂库存处于低位（单位：吨）



：百川盈孚，国金证券研究所

3.1 全球铟供给长期增量有限

3.1.1 铟资源稀缺、分布集中，中国无需开采致储量下滑

丰度极低导致资源稀缺，分布不均引发供给不稳定。铟在地壳中以硫酸盐矿物和硫化物的形式存在，平均丰度只有千万分之二到五，极难富集。全球铟资源具有分带性与集中性特

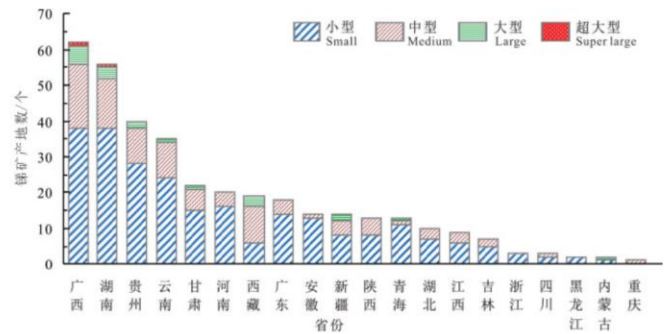
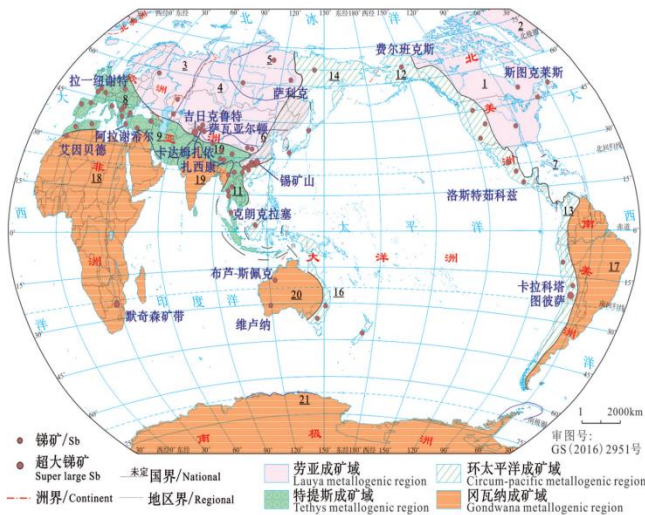


点，主要分布于环太平洋成矿带、中亚成矿带和地中海成矿带。

我国的锑矿床类型丰富、规模大、矿石质量好，资源优势得天独厚。目前世界上知名的大型锑矿床有 54 个，其中 15 个位于中国。中国主要锑矿床包括湖南的锡矿山、沃溪、龙山、渣滓溪、罗城；云南的木利；西藏的美多、拉诺玛、阿布纳布、鲁鲁、马扎拉及扎西康；贵州晴隆、半坡；广西大厂等锑矿床，其中锡矿山有全球唯一一处超大型矿床。

图表30：全球锑资源分布具有分带性和集中性

图表31：我国锑矿主要分布在广西、湖南省



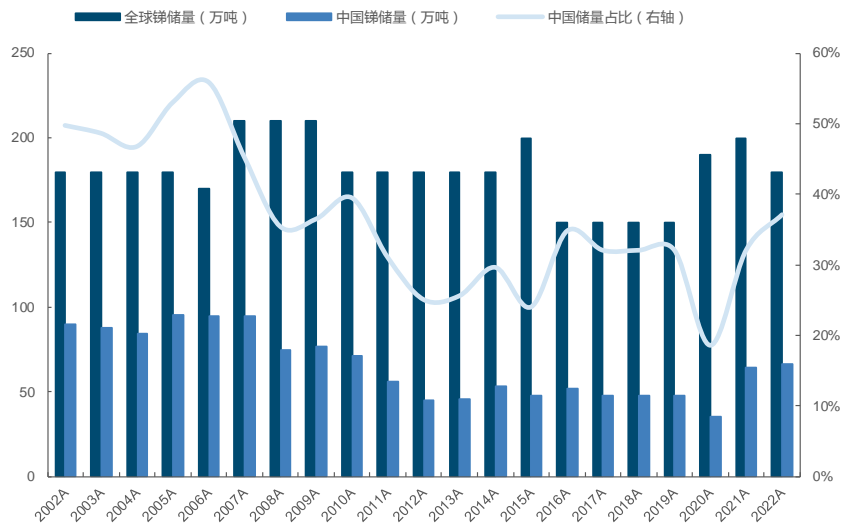
：王岩等《基于地质大数据的中国锑矿空间分布规律定量研究》，国金证券研究所

：王岩等《基于地质大数据的中国锑矿空间分布规律定量研究》，国金证券研究所

锑行业无序竞争及资源过度开发，导致中国锑资源储量保障能力下降。近年来，中国锑矿高强度开发导致资源消耗量较大，且多数在产大型及以上规模矿山开采年限均超过半个世纪，部分矿山资源短缺被列为危机矿山。中国已经消耗了 63% 以上的具有经济价值累计查明锑资源量，特别是辉锑矿由于易采易选消耗更甚；湖南、贵州和广西三省区锑资源勘探开发程度较高，全省总储量的 50% 以上的锑资源累计储量达到勘查水平，保有资源储量逐年下降，资源保障前景堪忧。

据 USGS 统计，2002-2022 年，全球锑矿勘探和开采总量基本持平，2022 年全球锑储量共计 180 万吨左右。而国家统计局数据显示，2002-2016 年我国锑矿储量从 90 万吨降至 52 万吨，2020 年以来由于政策保护，我国锑矿储量有所恢复，2022 年底达到 67 万吨。

图表32：中国锑储量从 2020 年开始有所恢复



：USGS，国家统计局，立鼎产业研究院，华经产业研究院，国金证券研究所

3.1.2 国内产量下降带动全球锑产量下滑

2022 年全球锑矿产量约 10.6 万吨，其中中国、俄罗斯、塔吉克斯坦、缅甸、澳大利亚产

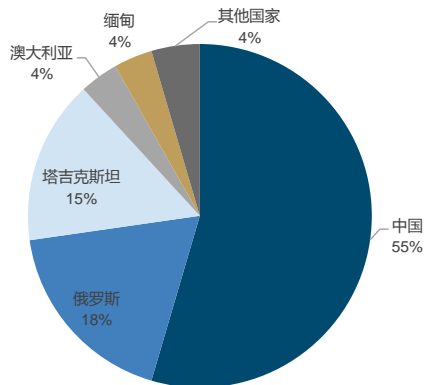


量居全球前五，共计 10.5 万吨，占总产量的 95%左右，其中中国产量贡献位居首位，2022 年矿产锑 6 万吨，占总产量的 55%。

据 USGS 统计，2012-2022 年，全球锑矿产量由 17.4 万吨降至 11 万吨，共降低 6.4 万吨，较 2012 年下滑 58.18%，其中中国锑矿产量由 14.5 万吨降至 6 万吨，共降低 8.5 万吨，较 2012 年下滑 141.67%；其他国家锑矿总产量稳中有升，由 2.9 万吨升至 5 万吨，共增加 2.1 万吨，但未能补足中国锑矿产量下滑带来的总体下降。

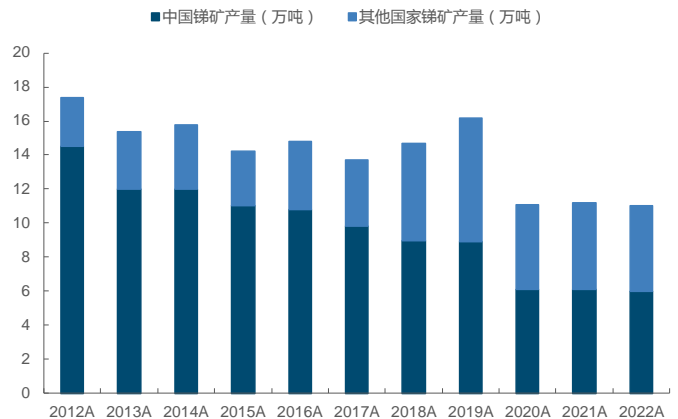
由于锑矿产量的集中性，如果主要的锑矿产出国面临资源品位下降、地缘政治不稳定和贸易限制等问题，可能导致产量下滑。政治动荡和贸易限制可能影响锑矿的开采和出口，从而导致全球供应受到限制。

图表33：2022 年中国锑矿产量占全球产量 55%



：USGS，国金证券研究所

图表34：全球和中国锑矿产量同步下滑



：USGS，国金证券研究所

3.1.3 战略性资源重要性凸显，限制开采力度加剧

战略性矿产资源地位凸显，主要经济体采取措施应对供应风险，进一步加剧供应短缺。多数矿产资源具有不可再生性和地理分布的极度不均衡性，全球主要经济体致力于审查和评估其关键矿产供应状况，并制定相应的全球资源战略。

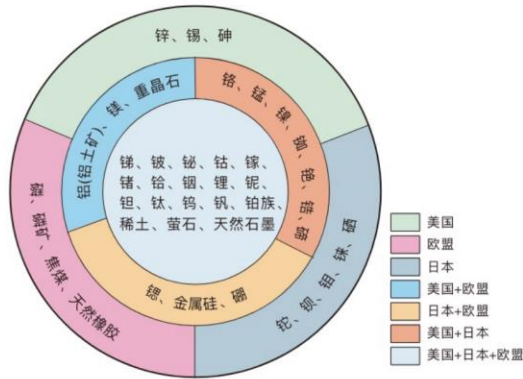
锑在多个关键领域中具有重要的应用和战略价值，2016 年中国原国土资源部将锑列入 24 种战略性矿产目录，美国、欧盟、英国和日本都把锑作为战略性矿产资源或关键矿产，其中欧盟和英国把锑列为供应紧缺战略金属首位。

在全球锑矿分布高度集中、长期开采导致后备资源不足以及锑需求持续增长的背景下，多个主要经济体对锑采取限制措施，以应对锑的供应脆弱性风险。中国实施了锑矿开采总量指标控制政策，并暂停受理锑矿探矿权及采矿权申请；美国对锑矿实施只勘探不开采政策，在 2018 年中美贸易摩擦中，美国将锑从加税清单移除，并通过储备和保护矿产资源等措施来维护国家的供应安全。对锑矿的重视程度的增加，限制了各国对锑矿的开采和进出口，进一步减少了锑的供应。

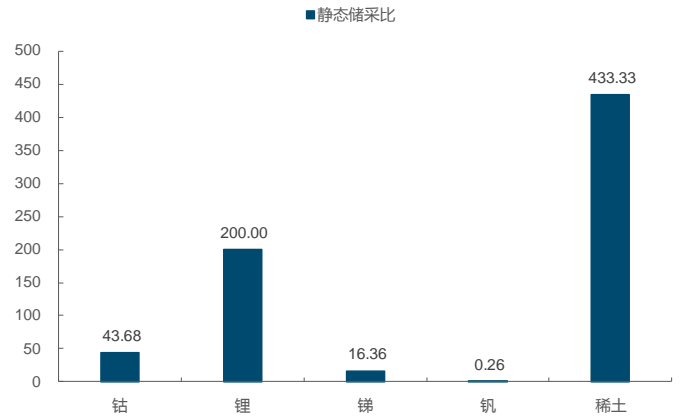
目前，美、欧、日三国公布的清单共涉及 44 种关键矿产，包括锑在内，三国均列入清单的有 18 种。在其中选取部分金属矿产计算静态储采比，可以看出在战略金属中，锑的静态储采比偏低，稀缺性位居前列。



图表35: 美欧日均将锑列入关键矿产清单



图表36: 锑静态储采比偏低



: 张生辉等《中国关键矿产清单、应用与全球格局》，国金证券研究所

: USGS, 国金证券研究所

资源增长乏力叠加环保压力，国家政策加剧锑产量下滑。锑及其化合物普遍存在于各种环境中，是世界卫生组织、美国环保局和欧盟公认的新晋污染物。含锑金属或煤矿以及其他工艺应用锑开采时，都能产生含锑的废气、废水和废渣。对锑精炼时要加入纯碱或片碱进行脱砷处理，由此产生的固体浮渣叫砷碱渣，有剧毒、易溶于水，易对环境造成污染。

从国内锑资源及生态环境角度考虑，由于以辉锑矿为主的锑资源逐渐消耗，近年来环保政策逐步趋严，环保督查及特别排放要求使企业生产成本增加，迫使锑矿企业采取减产或关闭措施，开采总量和资源出口总量控制政策加剧了企业获得探矿权、采矿权的难度，叠加效应进一步降低国内锑矿产量。

图表37: 我国出台多项政策保护锑资源

时间	政策文件	重点解读
1991年	《关于将钨、锡、锑离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采特定矿种的通知》	首次将锑列为国家保护性开采特定矿种
2009年	《保护性开采的特定矿种勘查开采管理暂行办法》	对锑等矿种的勘查、开采实行统一规划、总量控制、合理开发、综合利用
2010年	《关于下达2010年度稀土矿钨矿锑矿开采总量控制指标的通知》	2010年锑矿（金属量）开采总量控制指标为100000吨，其中下达各省（区）锑矿开采总量控制指标69520吨；综合利用30480吨暂不下达各省（区）。除特别规定情况外，国土资源部暂停受理新的钨、锑和稀土矿勘查、采矿登记申请
2012年	《外商投资产业指导目录》	锑矿勘查、开采列为禁止外商投资产业目录
2013年	《关于下达2013年度稀土矿钨矿锑矿开采总量控制指标的通知》	锑矿的勘查、开采登记不再暂停，可按规定程序和要求办理；新立锑矿采矿权的，应符合采总量控制的要求
2017年	《排污许可证申请与核发技术规范总则有色金属工业——锑冶炼》	规定了锑冶炼排污单位排污许可证申请与核发的基本情况填报要求、许可排放限值确定、实际排放量核算、合规判定的方法
2021年	《2022-2023年度钨、锑、白银出口国营贸易企业申报条件及申报程序》	规定了锑出口国营贸易企业申报条件

: 中国政府网，中国地质调查局，国土资源部，环境保护部，浙江省商务厅，国金证券研究所

3.1.4 海内外锑矿新增产量有限，供给乏力

从国内情况来看，未来锑矿增量乏力。近些年中国锑矿开发利用程度高，资源消耗量大，大型及超大型在产矿山多数已经开采50年以上，部分矿山成了危机老矿山。在已探明的166个锑矿中，已开发的锑矿为71个，当前经济技术条件下难以被开发利用的锑矿有59个，可规划利用的锑矿只有36个，这36个锑矿多数都是中小型规模的多金属矿床，矿石成分较为复杂，伴生有白钨矿、方铅矿、金矿，选冶上存在一定难度。近年来国内没有发现具有较大经济价值的锑矿床，锑资源保有量和质量呈下降趋势。

从海外情况来看，新增锑矿增量有限。未来锑矿增量主要来自华钰矿业在塔吉克斯坦的康桥奇锑金矿项目，FEA公司的Solonechenskoye锑矿项目和珀特图阿矿业（原米达斯黄金公司）的斯蒂布奈特金锑矿。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/407010110044006032>