

加息尾声，扶摇直上会有时

2023 年 06 月 27 日

➤ **美国利率政策将进入混沌期，短期金价偏强震荡。**近期美国新增非农就业连续两月环比上行，在强劲的就就业需求下，美国居民的工资增速也维持在较高水平，劳动力成本高位导致美国核心通胀居高不下。但美国 PMI 数据表现不佳，制造业 PMI 长期低于荣枯线，非制造业 PMI 也已经跌至荣枯线附近，失业率存在上行风险，短期经济韧性不改未来经济下行压力，同时本轮美联储加息后自 2022 年 7 月份以来，期间利差持续处于倒挂状态，且 5 月份以来呈现进一步走阔迹象，暗示经济衰退预期不断强化，当前美联储利率政策处于混沌期，复盘历史同期阶段，金价在相同时期走势呈现震荡偏强。

➤ **通胀韧性不可忽视，滞胀周期中易涨难跌。**复盘美国 70-80s 滞胀，金价涨幅达 14 倍，滞胀时期高通胀压制经济增长，长债利率受到经济衰退的影响长期处于低位，黄金涨幅明显。回顾滞胀成因，我们认为本轮经济周期中的超宽松的货币政策与商品、劳动力的供给端矛盾与滞胀时期存在相似性，疫后超发的流动性对通胀深度传导，而供给端劳动力短缺以及能源资本开支不足的问题难以解决，有力支撑通胀韧性，黄金作为保值的实物资产，易涨难跌。

➤ **央行购金持续，支撑金价中枢上行。**央行黄金储备的作用在于为本国的货币信用背书，复盘来看，黄金储备量与金价之间整体呈正向关系。美联储货币超发后，为稳定本国币值、汇率稳定、避免货币信用危机，各国央行购金需求增加，但央行购金速度低于货币超发速度，黄金储备占比仍处于历史低位。2023 年 Q1 央行购金仍同比大幅增长，购金热度不减，预计央行购金或将演变成中长期现象，成为影响黄金需求的重要变量，支撑金价中枢上行。

➤ **白银：光伏用银带来需求弹性，关注金银比。**金银比为观察白银价格走势的重要指标，1980 年至今，银比中枢大部分区间在 40-80 之间运行，当前金银比接近区间上限。此外，白银的工业需求占总需求比例在 50%以上，其工业需求的复苏可带来金银比收敛，复盘历史，金银比与 PMI 呈现反向关系，目前美国制造业 PMI 仍处于下行期，后续应重点关注 PMI 的企稳回升，带来白银金融属性和商品属性的共振。此外光伏用银量的高增也带来了供需的紧张，预计光伏用银在白银的需求占比将逐步提升。

➤ **投资建议：**考虑加息对金价压制趋缓，全球央行购金需求的长期推动下，2023 年全年金价或将维持中枢上移趋势，我们推荐黄金板块的β属性投资机会，同时应该关注光伏行业的快速发展带来的白银供需的紧张，重点推荐山东黄金、银泰黄金、招金矿业、中金黄金、盛达资源。

➤ **风险提示：**海外地缘政治风险、美国通胀失控、央行购金不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600547.SH	山东黄金	23.77	0.28	0.55	0.71	85	43	33	推荐
000975.SZ	银泰黄金	11.75	0.40	0.58	0.72	29	20	16	推荐
1818.HK	招金矿业	9.65	0.12	0.25	0.35	79	38	28	推荐
600489.SH	中金黄金	10.51	0.44	0.60	0.69	24	18	15	推荐
000603.SZ	盛达资源	12.28	0.53	0.64	0.82	23	19	15	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 6 月 27 日收盘价；汇率：1 港币=0.9243 人民币)

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20230618：国内政策预期向好，美联储暂停加息推动工业金属价格反弹-2023/06/18

2. 有色金属周报 20230611：稳增长预期支撑商品价格，关注下周美联储议息-2023/06/11

3. 有色金属周报 20230604：美债务上限达成协议，国内政策预期推动金属价格反弹-2023/06/04

4. 有色金属周报 20230528：政策预期+低库存支撑工业金属价格，能源金属博弈加剧-2023/05/28

5. 有色金属周报 20230521：铜铝价格震荡，能源金属价格进入博弈窗口-2023/05/21

目录

1 利率政策进入混沌期，短期金价或震荡偏强	3
1.1 美国经济短期韧性，不改中期走弱趋势	3
1.2 利率政策进入混沌期，未来金价仍乐观	5
2 通胀韧性不可忽视，滞胀中金价易涨难跌	8
3 央行购金持续，支撑金价中枢上行	12
3.1 央行购金量与金价呈现正相关	12
3.2 货币超发，央行持续增储黄金	12
4 白银：光伏用银带来需求弹性，关注金银比	16
4.1 PMI 回暖为金银比收敛的前瞻信号	16
4.2 白银大幅增长，白银供需或正被逆转	17
5 投资建议	21
5.1 行业投资建议	21
5.2 重点公司	21
6 风险提示	27
插图目录	28
表格目录	29

1 利率政策进入混沌期，短期金价或震荡偏强

1.1 美国经济短期韧性，不改中期走弱趋势

消费信心指数低位，超额储蓄支撑力度边际减弱。从消费方面来看，美国密歇根大学消费者信心指数自 2023 年年初以来整体步入下滑趋势，虽然期间偶有波动反弹，但整体已处于历史低位，居民未来消费信心低迷。

从信贷和储蓄方面来看，消费信贷方面，受美联储快速加息以及经济衰退预期的影响，美国商业银行逐步收紧消费信贷规模，美国消费者信贷增速也呈现下行趋势。此外，疫情后美国财政部对居民进行了大额的财政补贴，消费者积累了大量的超额储蓄，随着财政补贴的退坡，居民动用储蓄进行消费，当前美国消费者储蓄率为 4.10%，位于平均储蓄率以下，美国居民超额储蓄规模呈现快速下降趋势，截至 2023 年 4 月，美国居民超额储蓄剩余规模由 2021 年 10 月高位的 2.3 万亿美元下降 51.31%，至 2023 年 4 月的 1.1 万亿美元，后续对消费的支撑力度不足。

图1：消费信心指数呈现持续下降趋势



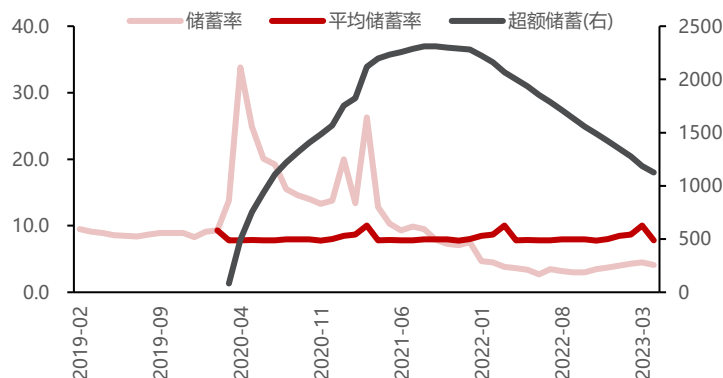
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：美国消费信贷或继续走弱（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：美国超额储蓄回落（左：% ，右：十亿美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

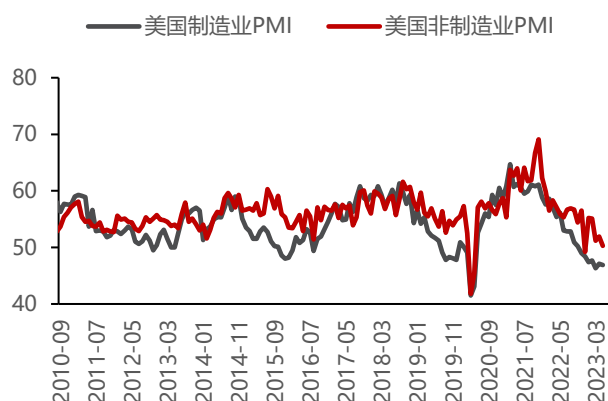
PMI 持续低于荣枯线，制造业和非制造业均走弱。从 2021 年下半年开始，美国制造业 PMI 便进入下跌趋势，2023 年 5 月美国制造业 PMI 录得 46.9，已经

连续 7 个月在荣枯线以下。美国非制造业的状况同样不容乐观，在经历了 2023 年初短暂的反弹后，非制造业 PMI 重新开始下行，在 5 月份录得 50.3，非制造业 PMI 也已经跌至荣枯线附近，生产端来看景气度下行趋势明显，本轮美联储的大幅加息对美国制造业企业的冲击不容忽视。

经济衰退的前瞻指标-期限利差，倒挂持续。根据我们前期的研究，美债收益率曲线倒挂对经济衰退有比较好的领先作用。美国利率的传导体系为联邦基金利率—短端利率—长端利率，短端利率与联邦基金利率相关性高，而长端利率还反映市场对经济前景的预期，当对未来经济衰退预期较强时，便会导致期限利差倒挂。此外，随着收益率曲线倒挂持续，意味着商业银行“借短贷长”模式盈利下降，从而减少信贷投放，将压制经济增长。

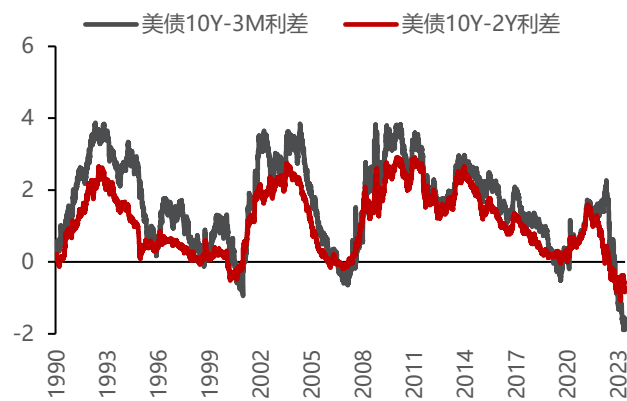
本轮美联储加息（2022 年 7 月）后，期间利差持续处于倒挂状态，且 5 月份以来呈现进一步走阔迹象，暗示经济衰退预期不断强化。

图4：美国 PMI 情况（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

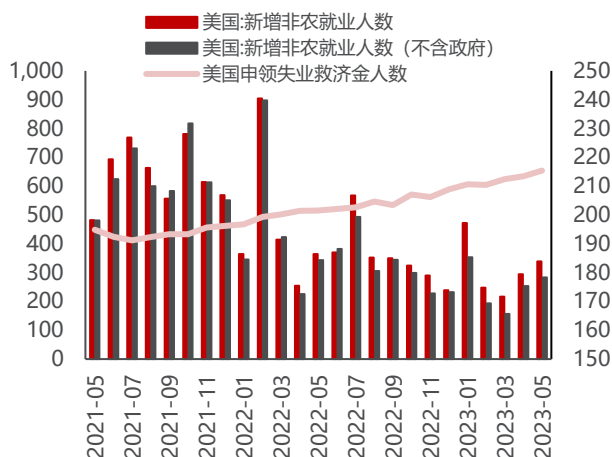
图5：美国收益率曲线目前倒挂严重（单位：%）



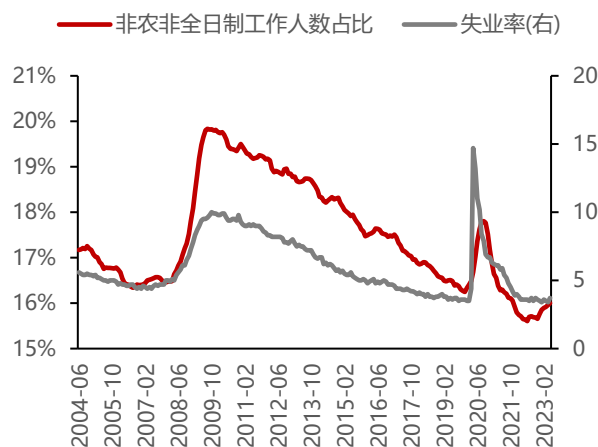
资料来源：wind，民生证券研究院

就业人数数据较好，但失业率已出现上升迹象。美国新增非农就业已经连续两个月环比上行，5 月份录得 33.9 万人，大幅超越市场预期的 19.5 万，反映出就业市场仍在支撑美国经济的韧性。

然而美国失业率和申领失业救济金的人数已经出现回升迹象，根据民生证券宏观团队的研究，自 2022 年下半年以来，美国非全日制工作人数占比触底回升，非全日制工作人数的上升也解释近期非农就业和失业人数背离的现象，即一个人从事多份兼职，将被非农就业调查计算次，但在家庭调查（失业率相关）中只被计算一次，若不考虑重复调查的影响，美国就业市场热度可能已开始降温。

图6：美国就业仍然火热（单位：千人）


资料来源：wind，民生证券研究院

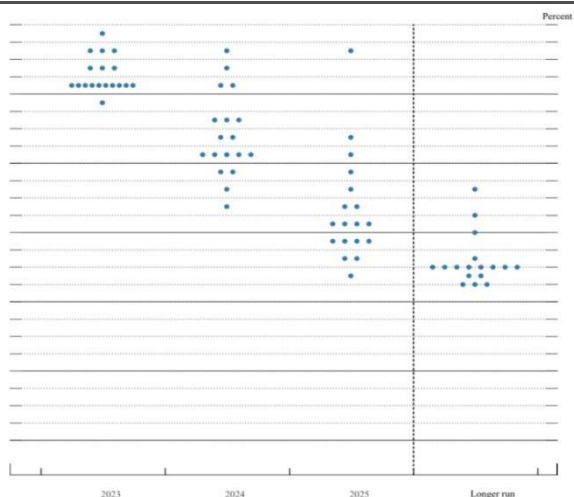
图7：美前瞻指标显示美国失业率或将上升（右：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

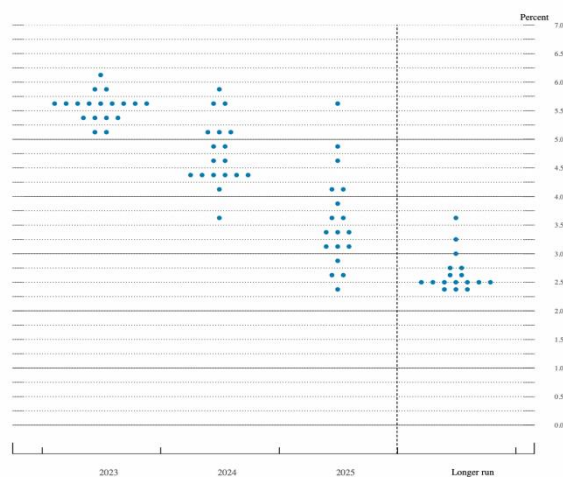
1.2 利率政策进入混沌期，未来金价仍乐观

近期加息预期边际抬升，但明确加息进入尾声。6月议息会议上美联储维持利率不变，符合市场预期，但最新点阵图显示2023年加息峰值将要从5.1%上修至5.6%，超出市场预期，此前市场预期美联储年内仅将有一次25BP加息。

此次美联储直接上修至5.6%指向年内还有两次25BP幅度的加息。我们认为，尽管美国经济至今仍表现出一定的韧性，但目前来看这种韧性却也很难支撑经济向上反弹，而只是减缓经济向下衰退的速度，且6月份暂停加息，也表明当前利率政策已展现出限制性，美联储加息确已接近尾声。

图8：美联储点阵图（2023年3月）


资料来源：美联储官网，民生证券研究院

图9：美联储点阵图（2023年6月）


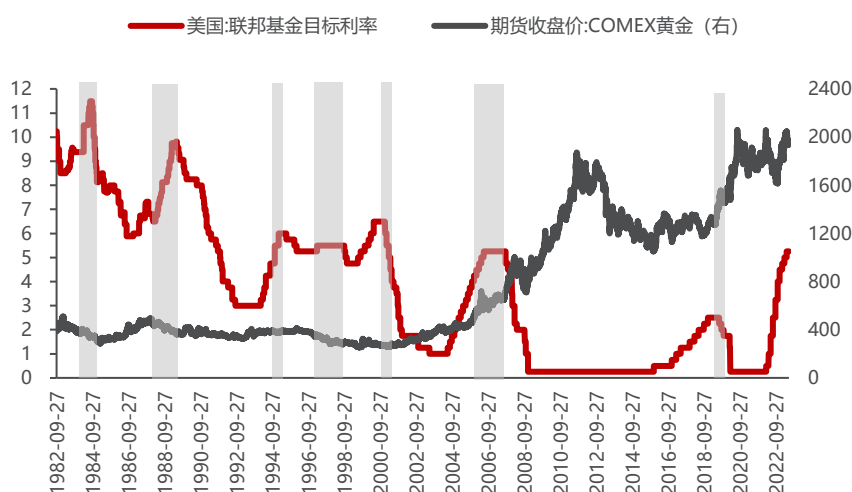
资料来源：美联储官网，民生证券研究院

利率政策过渡期，金价震荡乐观。我们预计美国经济正渐入衰退周期，复盘美国经济周期历史，衰退周期中利率政策受经济下行节奏影响，随着衰退信号逐步明确，美联储便会考虑降息。

自 1984 年以来,美联储前后经历了 7 次完整的加息周期,整体来看,除 2015 年 12 月美联储为开启货币政策正常化进程而加息外,历次加息的宏观背景基本可以概括由经济过热与通胀高企所引致,高利率下经济下行、通胀降温,加息末期往往伴随经济危机、债务危机等风险事件的发生,复盘几轮加息周期,从加息停止到降息平均的时间间隔为 7.79 个月。

在利率政策的过渡期中,随着加息停止、美元指数有望见顶回落,在正常经济衰退的过程中,由于利率和通胀同时回落,实际利率的走势具有不确定性,对应金价在不同历史阶段的过渡期内走势也呈现分化。但随着美国衰退进入末期,降息预期逐步增强,金价或开启提前上涨。

图10: 美联储加息结束至首次降息, 黄金进入震荡区间 (左: %, 右: 美元/盎司)



资料来源: wind, 民生证券研究院

1984 年以来美联储加息结束至首次降息间隔时间最长为 17.84 个月, 最短为 0.65 个月, 平均时间间隔为 7.80 个月, 涨跌幅区间在 -2.97% - +22.05%, 表明过渡期金价整体都表现稳健, 下方下跌空间有限, 考虑到本轮的类滞胀周期特征、叠加期限利差倒挂暗示的较强衰退预期, 预计过渡期间金价震荡偏强。

表1：美联储加息结束至首次降息时间间隔与金价涨跌幅

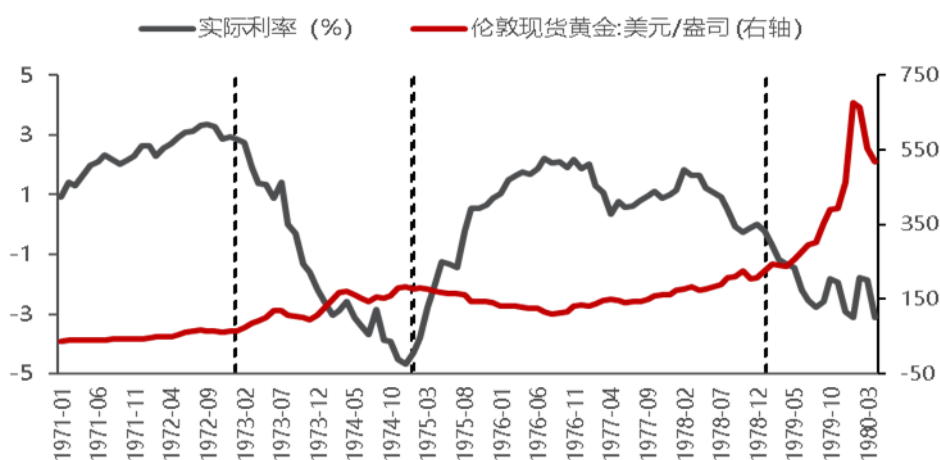
加息结束	首次降息	时间间隔（月）	金价涨跌幅
1984.8.9	1984.9.20	1.35	-1.78%
1989.5.17	1989.6.6	0.65	+1.60%
1995.2.1	1995.7.6	5.17	+2.26%
1997.3.25	1998.9.29	17.84	-15.51%
2000.5.16	2001.1.3	7.48	-2.97%
2006.6.29	2007.9.18	14.87	+22.05%
2018.12.20	2019.8.1	7.23	+14.55%
平均值		7.80	+2.89%

资料来源：wind，民生证券研究院

2 通胀韧性不可忽视，滞胀中金价易涨难跌

复盘美国 70-80s 滞胀，金价持续强势。一方面来自于过度宽松的货币政策对通胀的深度传导，另一方面来自于产能在各类负面冲击之下无法满足需求的增长。从实际利率角度，由于 CPI 较高，加息持续，高利率、高通胀下经济下行压力大，利率下行动能大于通胀下行动能，实际利率大多时间处于负区间。滞胀期间，加息对经济的拖累强于对通胀的压制，滞胀的本质为货币购买力下降的确认，对应的为黄金等实物资产价格的抬升。

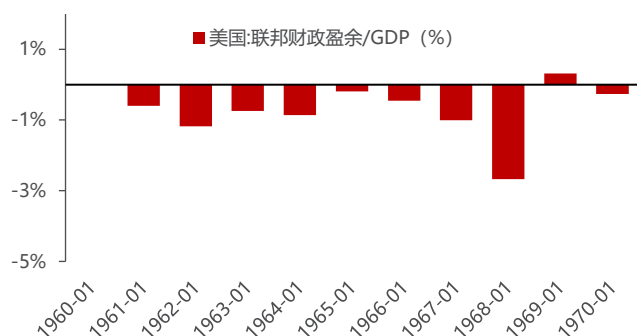
图11：金价 70-80 年间涨幅达 1400% (左：%，右：美元/盎司)



资料来源：Wind，Bloomberg，民生证券研究院

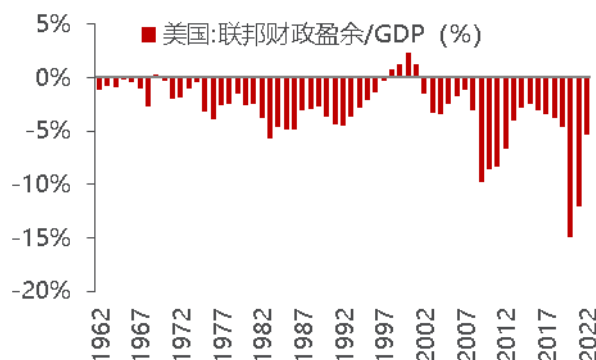
历史性的宽松货币、财政政策，导致流动性大幅泛滥。当国内经济内生增长动能不足或发生经济危机时，美联储通常采取加大财政支出的方式来应对，扩张性的财政政策通常与货币的超发相伴而生。60-70s 年代，美国通过不断增加财政支出刺激经济发展而忽视通胀，前期持续的宽松为 70-80s 时期物价的上涨奠定了基础。与 70s-80s 阶段相似，2020 年 3 月份新冠疫情后美联储通过降准、购买国债进而实现纸币的印发和流通，大幅增加社会福利支出刺激疫后经济的复苏，财政赤字水平大幅走高，为通胀逐步埋下隐患。

图12：1960-70S 财政赤字开始逐步放大（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2020 年美国财政赤字调升并达到历史顶峰（单位：%）

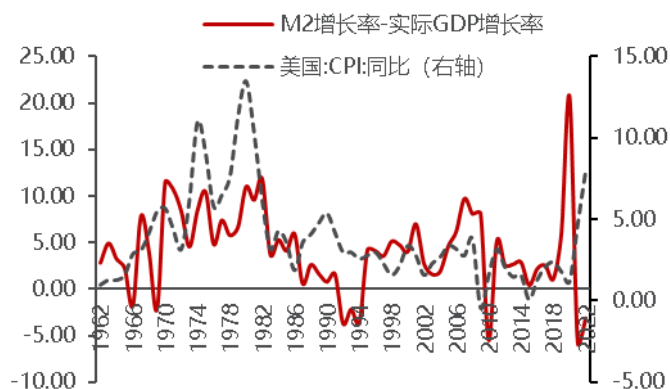


资料来源：wind，民生证券研究院

货币超发传导至需求端，核心 CPI 居高不下。我们用 M2 的增速与 GDP 增速之差来衡量货币的超发，疫后该指标达到历史极值，表明美国 M2 的供应量与 GDP 的增速出现较大的不匹配，成为通胀的底层原因。

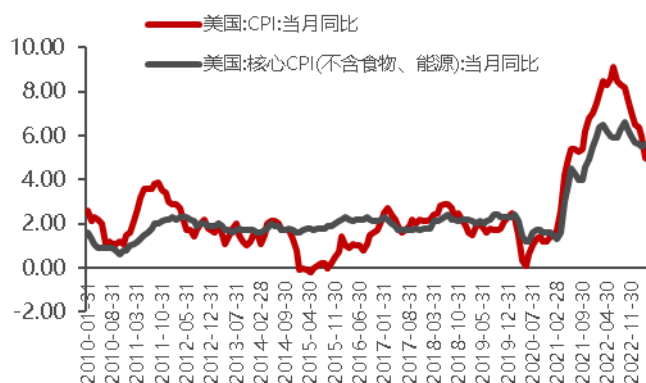
超发的流动性通过居民消费，企业投资、政府投资等方式逐步传导到需求端，而以劳动力为代表的供应端出现掣肘，导致通胀的上升。随着美联储开启强加息，22 年 6 月份美国 CPI 由 9% 逐步下行至 23 年 5 月的 4%，但仍处于历史高位，同时，核心通胀仍然处于高位，同期仅由 6.6% 下行至 5.3%，下行较为缓慢，表明美国内生需求对通胀的抬升动力仍然较强，通胀下行之路难言乐观。

图14：货币供应量增速远超 GDP 增速（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：核心通胀难以回落（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

能源资本开支下滑，能源价格中枢或将抬升。通胀的回落通胀需要新增供给来抵消需求增长带来的价格上涨。在本轮通胀周期中，全球正经历“碳中和”转型期，即便在能源价格中枢大幅上行的背景之下，传统能源的资本开支仍然维持低迷。基础能源如煤炭、石油和天然气的资本开支不足，供给增量有限，同时新能源发电不够稳定、短期替代作用有限，导致能源供给短期较为刚性，长周期维度来看，作为

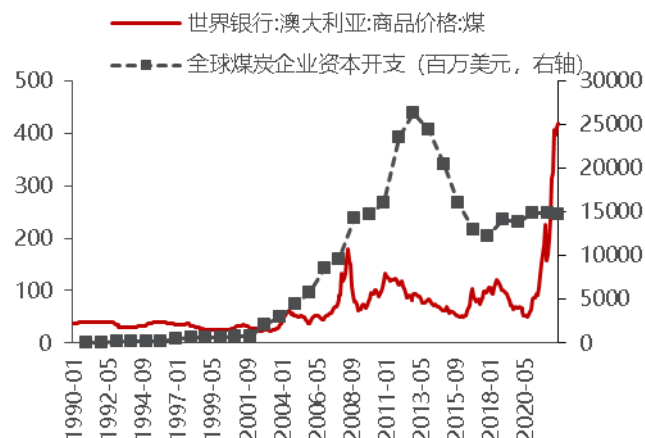
商品价格的重要驱动力，能源价格中枢或将抬升。

图16：石油天然气资本开支（单位：百万美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：煤炭资本开支（单位：百万美元）



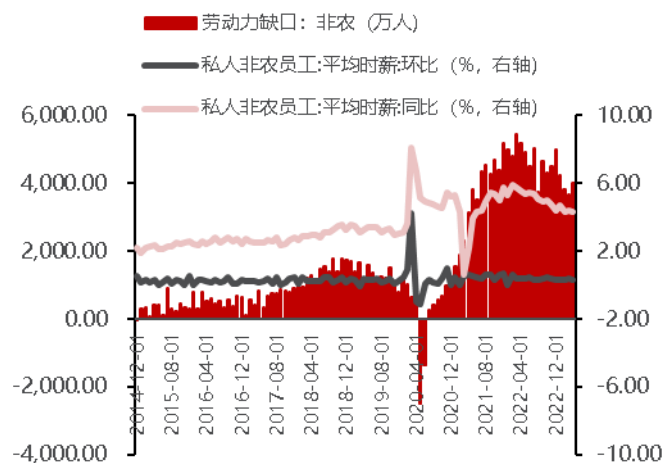
资料来源：wind，民生证券研究院

劳动力供应不足难以解决，支撑通胀韧性。受疫情对劳动者健康的影响、人口老龄化、居民劳动意愿降低、居民补贴增长、移民数量减少等原因，2020年美国劳动力总人口数量大幅下降，较2019年底下降146万人，劳动参与率持续处于低位，根据最新数据显示，2022年12月美国劳动参与率为62.2%，比2019年12月仍低0.9%。

2023年5月，美国劳动力缺口高达3988万人，供需严重失衡，劳动供给和需求错配给予了工人更多的议价权，企业通过提高价格而将成本转嫁给消费者，工资水平的提高又反过来形成了“工资-物价”螺旋式通胀。工资增速居高不下，2023年5月，美国总体私人非农员工平均时薪环比上升4.39%，同比抬升0.33%，仍处于历史高位。考虑到美联储抗通胀的目标，未来或不得不通过压制需求来使劳动力市场重新平衡，但这又会进一步加剧经济下行风险

图18: 劳动力人口和劳动参与率(左: 百万人, 右: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 工资增速与劳动力缺口 (左: 百万人, 右: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

滞胀时期金价表现强势, 若后续通胀顽固, 滞胀持续, 金价或易涨难跌。滞胀时以贵金属为代表的实物资产和大宗商品由于受到供需影响和保值需求带动, 价格持续强势, 美元指数在美元超发和经济增长停滞的影响下持续下行。

从大类资产的表现来看, 整体实物资产大幅跑赢金融资产, 黄金作为天然货币, 在滞胀环境中始终强势, 即便美联储继续加息, 在通胀的支撑下, 金价下方压力也较为有限。我们预计后续美国在劳动力供应不足, 上游资本开支增速缓慢的大背景下, 或难以摆脱类滞胀状态, 将持续为金价提供支撑。

表2: 滞胀时期大类资产涨跌幅

时间区间	黄金 (%)	铜 (%)	原油 (%)	标普 (%)	道琼斯 (%)	美元指数 (%)
1969-1972	51.09%	-18.41%	47.24%	15.80%	9.39%	-
1973-1974	182.13%	15.19%	395.19%	-43.74%	-42.71%	-10.47%
1975-1978	17.92%	26.57%	39.16%	33.82%	23.36%	-8.10%
1979-1980	136.83%	13.26%	127.79%	30.72%	9.58%	5.16%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

3 央行购金持续，支撑金价中枢上行

3.1 央行购金量与金价呈现正相关

历史复盘来看，黄金储备与金价之间整体呈正向联动关系。1971 到 2008 年，布雷顿森林体系的瓦解、《牙买加协议》的签订不断削弱黄金的货币属性，各国央行持续减持黄金，金价维持低迷状态；2008 年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有的外债资产风险性，央行进入净购买黄金的时代。此外，全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨。随着疫后经济的复苏，2022 年央行购金量创历史新高，对黄金的价格起到强有力的支撑。

图20：世界各国黄金储备与金价呈正相关（左：吨，右：美元/盎司）

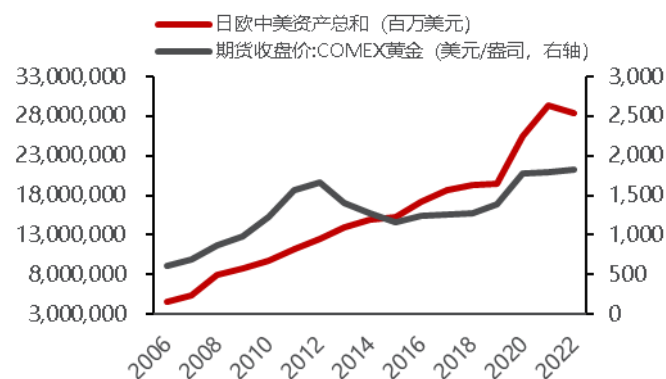


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 货币超发，央行持续增储黄金

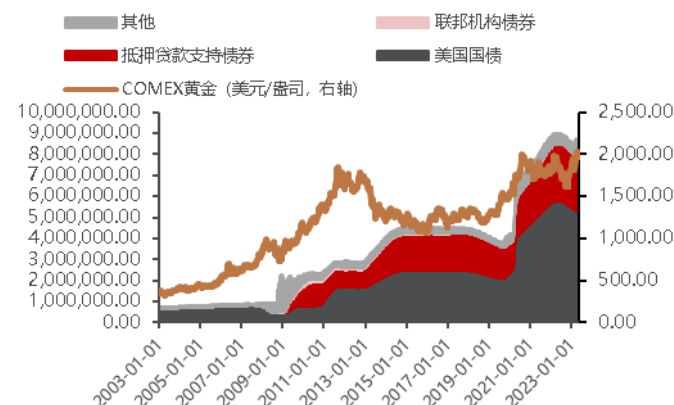
疫情后全球大幅扩表，货币信用泛滥。2020 年以来，为刺激疫后经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2020 年 1 月-2022 年 3 月，美联储总资产增加了 4.76 万亿美元，扩大了 112.86%，实现翻倍以上增长。日本央行和欧洲央行总资产分别增加 162.6 万亿日元和 4.05 万亿欧元，扩大了 28.36% 和 86.76%。美元、欧元等货币资产的超发反映的是全球主流货币信用的泛滥，货币资产的安全性和稳定性受到冲击。

图21：疫情以来主要国家货币大幅超发（左：百万美元，右：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：美国资产负债表规模疫后翻倍增长（左：百万美元，右：美元/盎司）

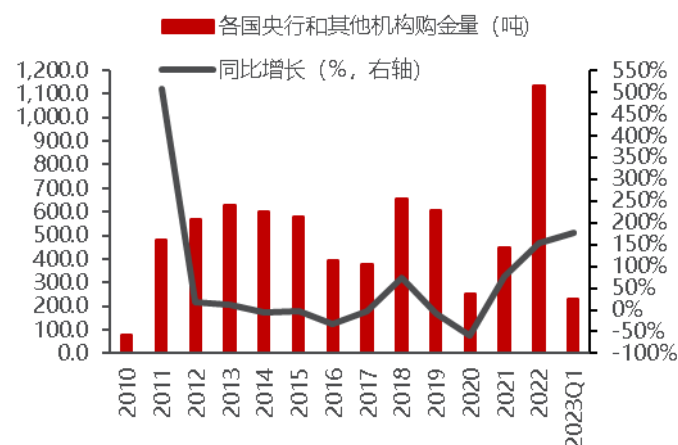


资料来源：wind，民生证券研究院

央行购金行为持续，增补货币信用。随着美联储进入加息周期，各国持有的美债资产不断贬值，2022年全球央行开始不断减持美债，转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定。2021-2022年央行购金数量上升，2022年购金量达到1135.69吨，创历史新高。此外，根据最新数据显示，2023年Q1全球央行黄金储备净增加228.39吨，同比2022年Q1大幅增长176%，央行购金持续进行，热度不减。

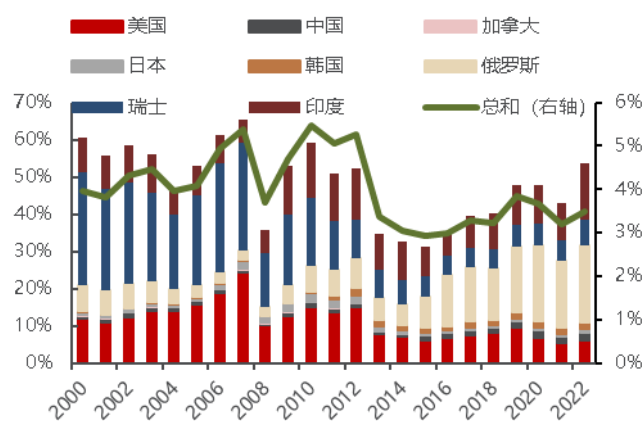
历史来看，每一轮央行大幅扩表后对应的黄金储备占比会在短期内较快速度下降，原因在于黄金的购买量没有跟上货币超发的速度。2021年全球主要经济体央行黄金资产占比受2020年以来大规模扩表的影响下降迅速。2022年全球各央行购金大幅增加，但黄金资产占比仍处于历史低位，未来各国央行黄金储备仍有上升空间。

图23：2010-2023Q1 央行黄金购买量明显增加（左：吨，右：%）



资料来源：WGC，民生证券研究院

图24：各国央行黄金数量占外汇资产比例（单位：%）



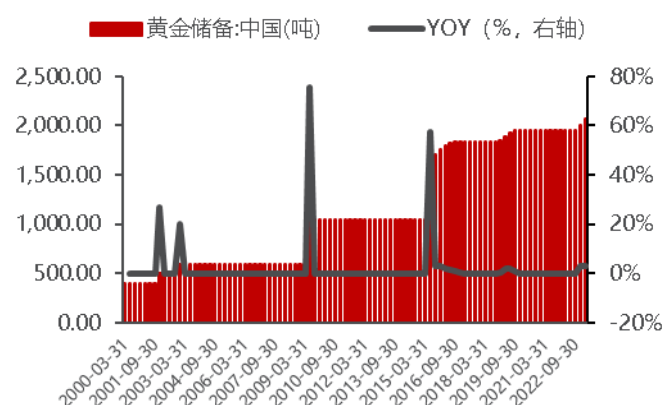
资料来源：wind，民生证券研究院

自 2000 年以来, 中国央行进行过五次黄金储备增加的操作。其中前三次发生在 2001 年 12 月、2002 年 12 月和 2009 年 4 月, 主要是为了扩张储备规模和提高财富安全性, 后两次发生在 2015 年 7 月至 2016 年 10 月, 以及 2018 年 12 月至 2019 年第三季度, 主要是为了多元化储备结构和提高国际影响力。

2022 年第四季度, 中国的黄金储备增加 62.2 吨至 2010.51 吨, 这是继 2019 年第三季度之后中国央行再次增加黄金储备。在此之前, 中国央行黄金储备已经连续 12 个季度保持在 1948.31 吨。2023 年, 我国央行继续增加黄金储备, 截至 5 月底, 中国的黄金储备已增加 81.82 吨至 2092.33 吨, 连续七个月保持上升。

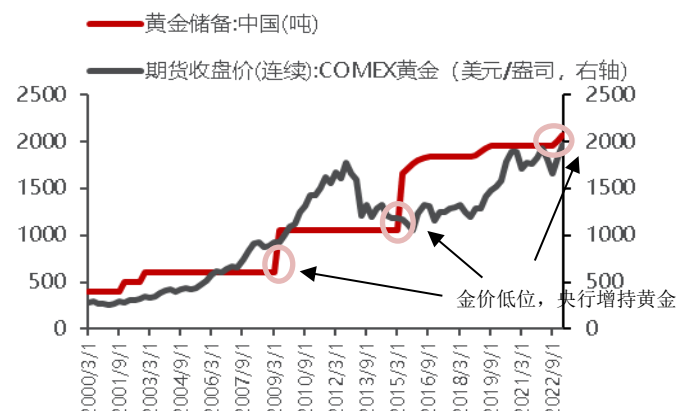
复盘中国央行购金和金价走势的关系, 可以发现中国央行大幅购金时点均对应为金价的阶段性低点, 央行持续增持黄金也彰显了对未来金价的信心。

图25: 中国央行黄金储备量及同比增速 (左: 吨, 右: %)



资料来源: 中国黄金网, 民生证券研究院

图26: 我国央行黄金储备与金价 (左: 吨, 右: 美元/盎司)



资料来源: wind, 民生证券研究院

央行增储或成为黄金需求最大变量。根据世界黄金协会, 供应端受限于全球金矿资源开发成熟和建设周期较长, 黄金供应量整体稳定。需求端, 2016-2019 年全球黄金需求整体平稳, 2020 年受新冠感染冲击由于全球消费市场受到冲击, 黄金饰品需求大幅收缩 30%, 2022 年全球黄金需求同比增长约 18%, 各国央行持续购金的需求大幅增加 152.31%, 逐渐成为影响黄金需求的重要变量。在央行购金量快速增长的势头下, 黄金资源供需逐步趋紧, 对金价形成支撑。

表3：2015-2022 年黄金供需平衡表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
供应量 (吨)								
金矿产量	3361.31	3509.56	3573.14	3655.28	3594.53	3472.40	3568.92	3611.90
生产商净套保	12.89	37.63	-25.52	-11.64	6.16	-39.07	-22.65	-1.50
回收金	1067.07	1232.14	1112.39	1131.70	1275.66	1293.06	1136.16	1144.11
总供应量	4441.28	4779.34	4660.01	4775.34	4876.34	4726.38	4682.43	4754.51
需求量 (吨)								
金饰	2442.44	2191.69	2226.55	2210.42	2101.36	1472.01	2064.84	1982.58
科技以及电子总需求量	593.81	578.61	598.17	603.16	588.22	552.09	602.27	560.22
其他行业	50.97	49.75	50.66	51.16	49.78	41.57	46.76	46.55
牙科	18.56	17.63	16.34	15.27	13.93	11.86	11.35	10.28
投资	966.98	1614.22	1315.01	1164.00	1271.06	1796.26	1001.88	1106.75
金条和金币总需求量	1090.72	1072.88	1044.06	1090.45	870.87	903.83	1190.88	1217.12
黄金 ETFs 及类似产品	-123.74	541.34	270.95	73.55	400.19	892.43	-189.01	-110.36
各国央行	579.55	394.86	378.56	656.23	605.41	254.94	450.11	1135.69
黄金需求	4357.45	4350.85	4283.62	4445.04	4354.51	3677.93	4012.82	4740.73
过剩+/缺口-	83.83	428.49	376.39	330.30	521.83	1048.45	669.61	13.78
总需求	4441.28	4779.34	4660.01	4775.34	4876.34	4726.38	4682.43	4754.51

资料来源：WGC，民生证券研究院

4 白银：光伏用银带来需求弹性，关注金银比

4.1 PMI 回暖为金银比收敛的前瞻信号

白银兼具金融属性和工业属性，关注金银比的回落。白银作为贵金属的一种，与黄金在金融属性方面具有相似性，黄金上涨后，白银通常具备补涨需求，但由于白银的工业需求占比达到 50% 以上，决定了其金融属性弱于黄金。

金银比为观察白银价格走势的重要指标，根据历史数据显示，1980 年至今，金银比中枢大部分区间在 40-80 之间波动运行，当前金银比约为 83，仍然接近区间的上限，历史上金银比回落的区间，对应白银价格的牛市。

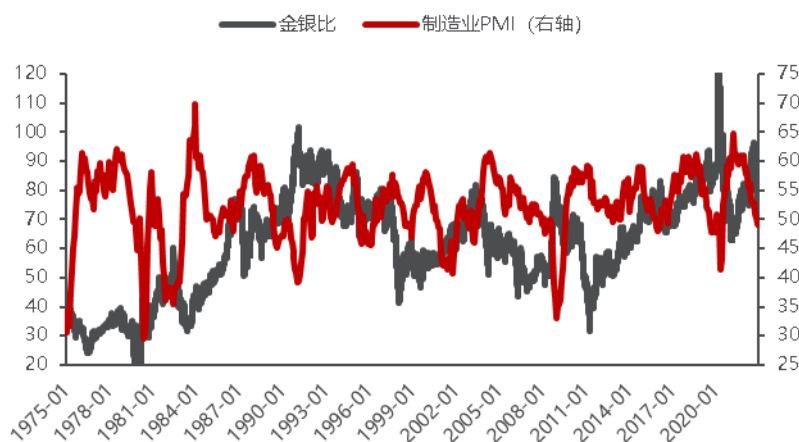
图27：1980 年至今，金银比价中枢围绕 40-80 运行（右：美元/盎司）



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：左轴为金银比，右轴为期货收盘价（连续）：COMEX 银

在经济衰退或地缘政治不确定性风险较大的时期，金价涨幅比银价更大，金银比攀升，在经济复苏回暖过程中，由于白银工业需求边际上升更为明显，白银的价格涨幅更大，金银比回落。我们采用 PMI 作为衡量经济景气度的前瞻指标，历史数据显示美国国内 PMI 的上升区间通常对应金银比的下降区间，PMI 可以作为判断金银比走势的一个有效指标。目前美国制造业 PMI 仍处于下行期，后续应密切美国制造业 PMI 的企稳回升。

图28：金银比与 PMI 整体呈反向变动趋势


资料来源：wind，民生证券研究院

表4：金银比下降的区间对应 PMI 的上升区间

时间阶段	黄金白银比	PMI
2011.5-2020.3	上升	下降
2008.10-2011.4	下降	上升
2008.3-2008.9	上升	下降
2003.5-2007.8	下降	上升
1999.7-2003.4	上升	下降
1991.2-1998.1	下降	上升
1983.4-1991.1	上升	下降
1982.7-1983.3	下降	上升
1980.2-1982.6	上升	下降

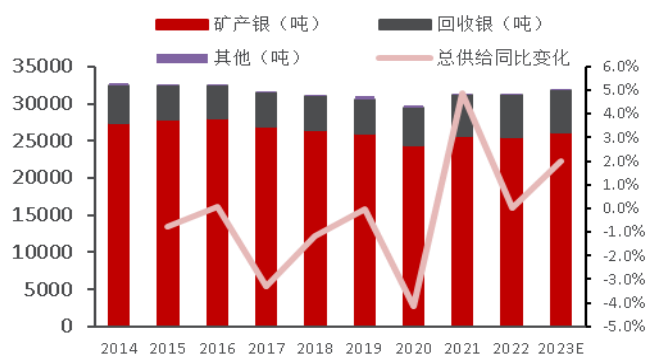
资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 白银大幅增长，白银供需或正被逆转

全球白银供给有限，疫情后逐步恢复。全球白银供给量主要由矿产银、回收银组成，受疫情影响，2020 年全球白银产量大幅下滑，2021 年全球白银产量恢复增长，2022 年较 2021 年持平，从历史趋势来看 2020 年之前白银产量呈现下滑态势，2021 年后整体供应增长较为缓慢，根据世界白银协会预测，2023 年全球白银供给增长约 2%，供应释放缓慢。

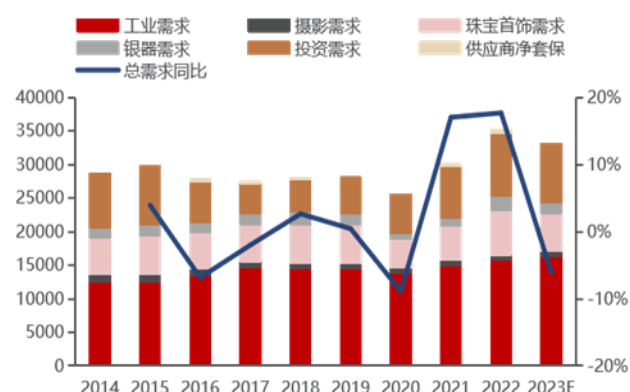
工业需求占比约 50%，其次为投资和珠宝首饰需求。根据中国黄金协会，白银需求主要由工业需求、投资需求、珠宝首饰需求、银器需求和供应商净套保需求构成。其中工业需求、投资需求和珠宝首饰需求占比最多，工业需求（含摄影用银）占总需求接近 50%，实物投资性需求（银币银条等）占比约为 27%，珠宝首饰银器类需求约占 19%。

图29：2014 到 2023E 全球白银供给情况（左：吨，右：%）



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

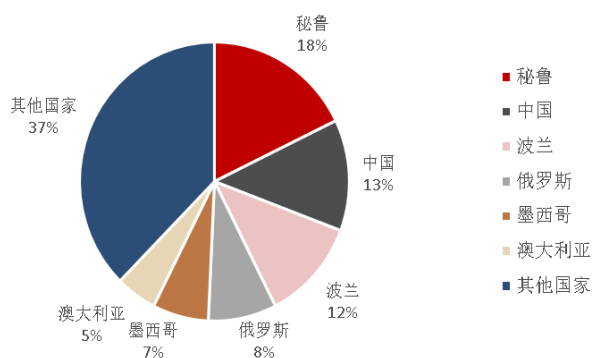
图30：2014年到2023E全球白银需求及同比变化(左：吨，右：%）



资料来源：自然资源部，民生证券研究院

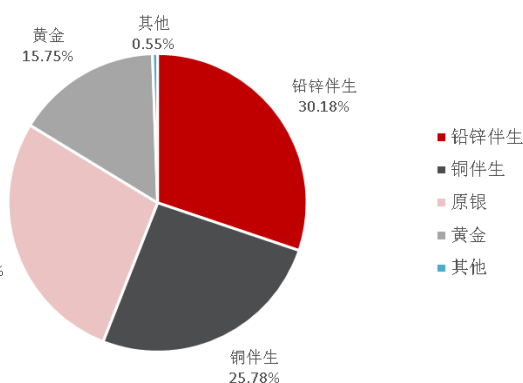
银矿分布分散，伴生矿为主。2022 年全球白银资源储量约 55 万吨，主要分布在秘鲁、波兰、澳大利亚、中国、墨西哥等国家。2022 年秘鲁白银储量占全球总资源量的 18%，中国，波兰各占 13%、12%，我国内蒙古储量最多。银矿的产出大多以与有色金属和贵金属如铅、锌、铜矿床的共、伴生为主。2022 年全球矿产银中，铅锌伴生占比达到 30%，铜伴生占比 26%，黄金占比 16%，白银的供应还收到其他品种矿山扩产规划的影响。

图31：2022 年白银储量分布



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

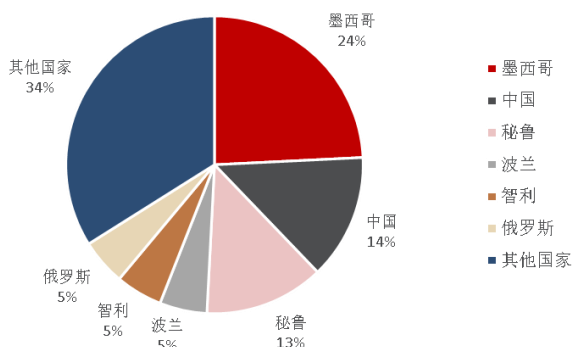
图32：2022 年白银来源分布



资料来源：自然资源部，民生证券研究院

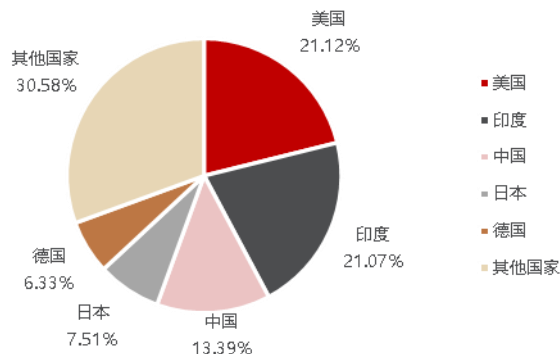
产量集中在北美、南美和中国，消费分布较为分散。根据世界白银协会，2022 年全球白银矿产排名前三的国家分别是墨西哥占比 24%、中国 14%、秘鲁 13%。白银区别于铜铝等工业金属，消费市场主要在国内，白银消费分布较为分散，主要国家有美国、印度、中国、日本等。2022 年，美国和印度对白银的需求分别占全球需求的 21.12%，21.07%，分别位列第一和第二，中国占比接近 14%，位列第三。

图33：2022 年全球白银产量分布



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

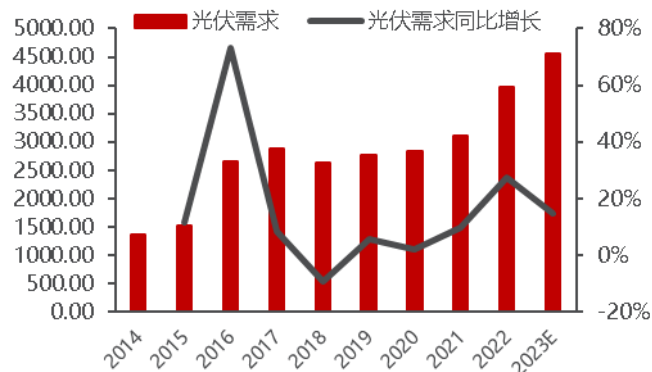
图34：2022 年全球白银需求分布



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

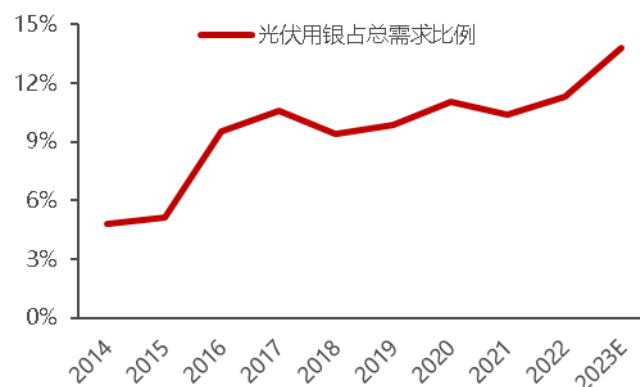
光伏需求增速较快，需求占比有上升趋势。白银是光伏电池片结构中核心电极材料，世界白银协会数据，在工业需求中，光伏用银需求提升迅速，2014 年光伏用银需求约 1507 吨，2022 年光伏用银需求已提升至 4365 吨，在白银总需求中占比超过 11%，在 2023 年硅料价格下行背景下，光伏装机有望超预期，拉动光伏用银需求量快速提升。在乐观预测条件下，我们预计 2023 年光伏用银需求同比增长或约 36%达到 5951 吨，2023 年白银供需缺口将达 5360 吨；在保守预测条件下，我们预计 2023 年光伏用银需求同比增长或约 16%达到 5049 吨，2023 年白银供需缺口将达 4458 吨。

图35：2014-2023E 光伏用银需求及同比增速 (左: 吨, 右: %)



资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

图36：光伏用银需求占比提升 (单位: %)



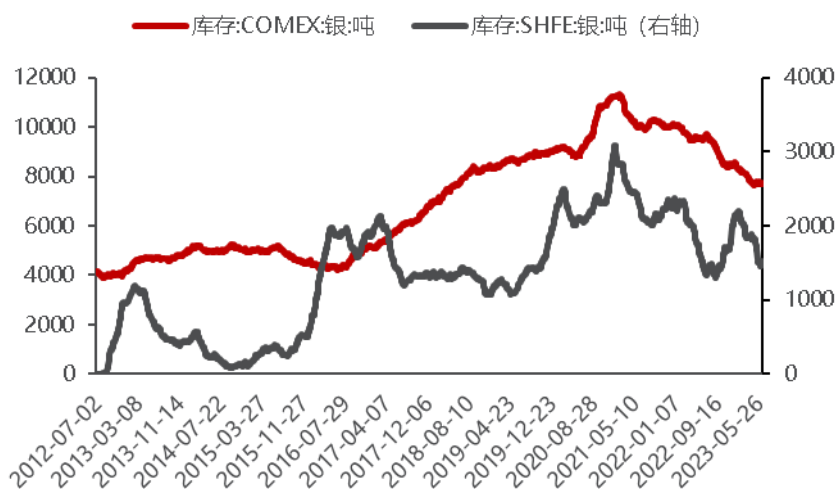
资料来源：世界白银协会，民生证券研究院

白银供需缺口持续走阔，库存下降后，未来价格弹性扩大。根据世界白银协会数据显示，2014-2020 年期间，除了 2015 年，白银需求均低于白银供给，整体处于供过于求状态。但 2021 年全球白银供给缺口达到 1591 吨，2022 年这一缺口进一步扩大至 7393 吨。此外，国内外白银库存均持续下降，2022 年 COMEX 白银累计库存量较 2020 年下降 5.91%，SHFE 白银累计库存 2022 年较 2020 年下降 7.95%。

表5：全球白银供需平衡（单位：吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
供给量										
银矿产量	27,433	27,894	27,987	26,861	26,447	26,020	24,329	25,741	25,578	26,193
回收量	4,988	4,568	4,573	4,573	4,620	4,604	5,164	5,453	5,618	5,633
生产商净套保	332	67	-	-	-	434	264	-	-	-
官方部门销售净额	36	33	33	33	37	32	37	48	54	53
总供给	32,789	32,563	32,548	31,466	31,104	31,089	29,794	31,242	31,250	31,879
需求量										
工业需求	13,714	13,791	14,850	16,026	15,900	15,853	15,201	16,427	17,309	17,929
其中：光伏需求	1,507	1,684	2,915	3,166	2,877	3,043	3,109	3,423	4,365	5,951 (乐观) 5,049 (保守)
摄影需求	1,276	1,188	1,080	1,009	977	956	836	862	855	822
珠宝首饰需求	6,018	6,300	5,883	6,103	6,316	6,263	4,680	5,645	7,280	6,204
银器需求	1,663	1,813	1,664	1,848	2,086	1,905	969	1,267	2,286	1,731
投资需求	8,803	9,621	6,621	4,844	5,149	5,816	6,368	8,522	10,356	9,612
供应商净套保	-	-	374	35	230	-	-	110	557	-
总需求	31,474	32,713	30,472	29,865	30,658	30,793	28,054	32,833	38,643	37,237 (乐观) 36,336 (保守)
供需平衡	1,315	-150	2,076	1,601	446	295	1,741	-1,591	-7,393	-5,360 (乐观) -4,458 (保守)

资料来源：世界白银协会，CPIA，民生证券研究院测算

图37：国内外白银库存持续下降（单位：吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

5 投资建议

5.1 行业投资建议

美联储加息进入尾声，加息到降息的过渡期内金价或将强势震荡，本轮经济周期中的货币政策与滞胀时期存在相似性，因此以贵金属为代表的实物资产价格强势，看好贵金属行业，各国央行购金需求的增加更是助推金价上涨。2023年对贵金属行业维持“推荐”评级。

表6：贵金属行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600547.SH	山东黄金	23.77	0.28	0.55	0.71	85	43	33	推荐
000975.SZ	银泰黄金	11.75	0.40	0.58	0.72	29	20	16	推荐
1818.HK	招金矿业	9.65	0.12	0.25	0.35	79	38	28	推荐
600489.SH	中金黄金	10.51	0.44	0.60	0.69	24	18	15	推荐
000603.SZ	盛达资源	12.28	0.53	0.64	0.82	23	19	15	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 6 月 27 日收盘价；汇率：1 港币=0.9243 人民币)

5.2 重点公司

山东黄金：“十四五”期间集团矿产金产能规划翻倍

大型黄金龙头企业，优质资源赋予成长性。公司为山东省国资委控股的黄金龙头公司，现拥有 13 座国内矿山和 2 座海外矿山，截至 2022 年底，公司黄金资源量达到 1431.40 吨。

“十四五”规划战略清晰，内生外延助力完成目标。根据山东黄金集团的“十四五”规划目标，预计 2025 年集团口径矿产金产量达到 80 吨，达到产能翻倍增长。目前公司的待投产项目主要有非洲卡蒂诺金矿开发和焦家金矿再开发项目，预计投产后可进一步贡献产量，考虑到公司未来将进一步整合、挖潜莱州“三山岛”、“新城”等矿区资源，集团内部矿山原有产能和未来的金矿并购预期，公司完成“十四五”规划目标可期。

收购银泰黄金，控股国内最优质资源。公司收购银泰投资和沈国军合计持有的银泰黄金 5.8 亿股份，转让对价 127.6 亿元，约占银泰黄金总股本的 21%，此外，公司近期公告又进一步增持银泰黄金 1.1% 股份，有利于进一步增强控股权。银泰黄金 2022 年全年黄金产量 7.06 吨，矿产金成本位于国内黄金企业左侧。收购银泰黄金对公司主业扩张将产生良好的协同作用，公司行业龙头地位进一步凸显。

竞得大桥金矿采矿权，打造陇南黄金资源开发新基地。5 月 24 日，山东黄金以 8.66 亿元成功竞得甘肃省陇南市西和县大桥镇鱼洞村大桥金矿采矿权。截至目

前，矿区生产规模为 49.50 万吨/年，保有资源量金金属量约 42 吨，伴生银金属量约 116 吨，且周边分布多个优质矿权。大桥金矿采矿权的成功获取，将成为山东黄金在西秦岭地区矿产资源整合开发的切入点，加强资源储备，进一步增强山东黄金整体实力和影响力。

黄金产量行业领先，主力矿山有望复产。2022 公司矿产金产量约为 39 吨，稳居行业领先，其中焦家金矿黄金产量突破 10 吨，成为全国第一家年产黄金超过 10 吨的单体矿山企业。受山东省新一轮生态保护红线划定影响，2022 年蓬莱金矿、玲珑金矿的生产受到扰动，蓬莱矿业于 2022 年 4 月底复产，东风矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿及安全生产许可证，2023 年 1 月已经复产，玲珑矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证，也有望逐步复产。

投资建议：公司加速国内外资源布局，产能增长潜力明显。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 24.66/31.74/38.50 亿元，按照 6 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 43、33、28 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格下行、复产进度不达预期、安全事故风险等。

表7：山东黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	50,306	57,343	63,596	66,022
增长率（%）	48.2	14.0	10.9	3.8
归属母公司股东净利润（百万元）	1,246	2,466	3,174	3,850
增长率（%）	743.2	98.0	28.7	21.3
每股收益（元）	0.28	0.55	0.71	0.86
PE	85	43	33	28
PB	3.2	3.0	2.8	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 6 月 27 日收盘价）

招金矿业：昂首迈入发展新阶段

国企背景，金矿资源禀赋优良。公司为中国领先黄金生产商和中国最大的黄金冶炼企业之一，控股股东为招远市国资委。公司主营业务聚焦黄金，截至 2022 年底，公司保有黄金资源量为 1190.81 吨，且拥有亚洲最大的单体矿山海域金矿，资源体量位于行业第一梯队。

重点项目稳步推进，海域金矿正式开工。公司聚焦山东省内优质资源的开发，逐步将资源优势转化为产能优势，重点推进大尹各庄和早子沟金矿深部开拓，金亭岭矿业、草沟头等重点项目进度，埠内产能将进一步扩大。

海域金矿项目 2022 年 11 月正式开工建设，预计 2025 年建成投产，该项目达产后克金成本预计为 120 元/克，经济效益显著，矿山开发早期开采高品位矿体将获得更高利润，项目满产后年产黄金约 15-20 吨。

紫金入主，强强联手，优势互补。2022 年紫金矿业通过受让招金矿业 20% 股份，成为招金第二大股东，同时收购海域金矿 30% 股权，与招金矿业实现深度合作。紫金矿业是中国控制金属矿产资源最多的企业之一，在资源综合回收利用、大规模工程化开发以及能耗指标等方面居行业领先地位，拥有丰富的矿山运营管理

经验，紫金入主有望使公司经营和管理水平再上台阶。

投资建议：考虑到公司重点项目海域金矿进入全面建设期，紫金矿业的参股带来的协同效应发力，公司的矿产金成长性有望提升，经营管理质量有望进一步提升，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 8.23/11.45/19.90 亿元，按照 6 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 38/28/16 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：黄金价格波动风险、矿山投产不及预期、安全事故及环保风险等。

表8：招金矿业盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7987	8777	8929	11489
增长率 (%)	15%	10%	2%	29%
归属母公司股东净利润 (百万元)	402	823	1145	1990
增长率 (%)	1093%	105%	39%	74%
每股收益 (元)	0.12	0.25	0.35	0.61
PE	79	38	28	16
PB	1.57	1.51	1.42	1.28

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 6 月 27 日收盘价；汇率为 1 港币=0.9243 人民币）

中金黄金：唯一黄金央企平台

央企上市平台，资源量、产量位于行业第一梯队。公司为中国黄金集团旗下的央企黄金企业，截至 2022 年底，公司保有资源储量金金属量 507.3 吨，铜金属量 226 万吨，钼金属量 46.96 万吨。

大力发展探矿增储，集团内优质资产静待注入。公司矿山多处于国内重点成矿带，探矿潜力较好，近年来持续投入勘探增储，2017-2022 年历年黄金增储量均超过 20 吨，可保证消耗生产和增储的平衡。随着集团的持续孵化培育和证照办理手续的推进，集团公司旗下的国内优质资产也预期将注入公司。

内蒙古矿业、中原冶炼厂增厚业绩。1) 内蒙古矿业：主要产品为铜精粉和钼精粉，截止 2022 年底保有量铜资源量 190.98 万吨、钼 46.96 万吨。2022 年铜产量 6.2 万吨，钼产量 6156 吨。2) 中原冶炼厂：中金黄金下属的重要黄金冶炼企业，主营业务为黄金、铜、白银等有色金属的冶炼和销售，二期工程投达产后，预计年产金 33.82 吨、银 360 吨、高纯阴极铜 34.93 万吨，其他金属和冶炼副产品的产量也将有所提升。内蒙古矿业和中原冶炼厂的铜矿业务和冶炼业务成为公司主营业务的重要补充。

纱岭金矿注入，未来单体产量有望做到 10 吨。6 月 15 日，公司以总价款 486,032.06 万元人民币收购控股股东中国黄金集团有限公司持有的莱州中金黄金矿业有限公司 100% 股权和中国黄金集团对莱州中金的债权。其中，莱州中金 100% 股权交易价格为 614.42 万元，中国黄金集团对莱州中金的债权交易价格为 485417.64 万元。莱州中金持有莱州汇金矿业投资有限公司 44% 股权，莱州汇金持有纱岭金矿采矿权。纱岭金矿矿区面积为 6.621 平方千米，项目设计基建期 4 年。2022 年 5 月，纱岭金矿项目主井掘砌工程落成，以 1551.8 米的深度成功打造亚洲最深矿井。项目建成后，其年处理矿石量可达 400 万吨，年黄金产量可达

10 吨，未来将为我国产金领域提供支柱力量。

国企改革提质增效，股权激励锁定长期发展利益。未落实国企改革三年行动计划方针，2020 年以来中金黄金积极落实母公司的政策决策，推行中高层干部的内部公开竞聘和社会化招聘，且实施了一系列新的薪酬激励机制，同时 2020 年公司完成股权激励，对公司管理层和核心技术人员授予期权数量 0.33 亿股，占公司总股本的 1%，行权价格为 9.37 元/股，国企改革和股权激励可激发公司管理层的积极性，有利于公司的长远发展，股权激励价格也彰显了对企业发展的信心。

投资建议：美联储加息周期临近末端，随着美国经济逐步衰退，美国货币政策将逐步进入降息周期，叠加本轮全球各国央行购金不断抬升金价中枢，黄金价格有望继续上行。公司资产注入预期强烈，黄金储量和产量有望进一步增加。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.88/33.28/35.06 亿元，按照 6 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 18/15/15 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：贵金属价格下跌、扩建项目进度不及预期、政策性风险等。

表9：中金黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	57,151	62,063	63,852	63,852
增长率（%）	1.9	8.6	2.9	0.0
归属母公司股东净利润（百万元）	2,117	2,888	3,328	3,506
增长率（%）	24.7	36.4	15.2	5.4
每股收益（元）	0.44	0.60	0.69	0.72
PE（现价）	24	18	15	15
PB	2.0	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 6 月 27 日收盘价）

银泰黄金：在产矿山增储扩产，芒市金矿带来新增长点

坐拥国内高品位金矿，扩产增储前景广阔。截至 2022 年末，公司共拥有 5 个矿山企业，华盛金矿目前处于停产待恢复状态，其余 4 个为在产矿山。黑河银泰、吉林板庙子金矿、青海大柴旦矿区主产金矿，玉龙矿业为锌银铅多金属矿矿山。截至 2022 年末，各矿山合计保有资源量金金属量 173.9 吨，银金属量 6921.2 吨，铅+锌金属量达 166.71 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨。

各矿山增储技改狠抓落实：1) 黑河银泰：选厂改造完成，产能从 750 吨/日提升至 1250 吨/日，供矿量的上升带来产金量的增长；2) 青海大柴旦：目前细晶沟采矿项目和青龙沟金矿（扩建）采矿项目“探转采”工作正在积极推进中，预计“探转采”完成后，细晶沟金矿、青龙沟金矿的产能可实现产量大幅提升；3) 华盛金矿：复产工作积极推进，目前正在申请证载 120 万吨产能，2023 年 1 月，评审机构组织专家及第三方机构完成了野外核查，目前评审备案工作正在有序推进，预计 2023 年可具备复产条件。

玉龙矿业盈利能力强，产能扩张顺利。2021 年开始，公司推进玉龙矿业 2000 吨/日的选矿厂保温技术改造工作，同时推进原有 1400 吨/日的选矿厂改扩建工程，生产能力提升至 3000 吨/日，随着采选系统升级完成，目前玉龙矿业具备 5000 吨

/天的生产能力。2022 年一、二季度受冬奥会环保要求和设备调试影响，矿山未能正常生产，预计 2023 年新产能投产将带来产出量的进一步提升。

投资建议：公司掌握国内优质金矿、银矿资源，业绩将充分受益于贵金属价格的上行，考虑到公司在产矿山增产潜力，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.07/20.04/23.49 亿元，同比增速分别为 42.9%/24.7%/17.2%，按照 6 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 20、16、14 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：黄金、铜等主要产品价格下跌；矿山项目进度不及预期等。

表10：银泰黄金盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,382	10,407	11,483	12,518
增长率（%）	-7.3	24.2	10.3	9.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1,124	1,607	2,004	2,349
增长率（%）	-11.7	42.9	24.7	17.2
每股收益（元）	0.40	0.58	0.72	0.85
PE（现价）	29	20	16	14
PB	3.0	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 6 月 27 日收盘价）

盛达资源：银业龙头成长可期

国内银业龙头，白银储能优势突出。公司目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业等 6 座高品质矿山，其中前四个为在产矿山，主要产品为银锭（国标 1#、2#）、黄金以及含银铅精粉、锌精粉等稀贵金属，其中生产铅精粉（含银）35,928.51 吨，锌精粉（含银）55,754.98 吨。

矿产资源丰富。截至 2022 年底，公司保有矿石量 4717.4 万吨，银金属量 9501.41 吨，其中银都矿业、东晟矿业、金山矿业、金都矿业银金属平均品位 253.39 克/吨、284.90 克/吨、208.36 克/吨、位 265.12 克/吨。

产能扩张+并购资源，公司成长性良好。1) 银都矿业新增持有的拜仁达坝是盛达资源的主力矿山，目前已取得 1.43 平方公里拜仁达坝银多金属矿普查的探矿权证，未来将积极有序推动银都矿业相关探转采工作。2) 金山矿业年产规模正由 48 万吨改扩建至 90 万吨，近两年银的收入占比近 60%。金山矿业额仁陶勒盖矿区 III-IX 矿段银矿采矿许可证证载开采矿种增加了金金属，生产规模为 48 万吨/年，开采方式为地下开采，矿区面积由 5.5143 平方公里增加至 10.0304 平方公里，开采深度由 701 米至 221 米标高变更为由 701 米至-118 米标高。3) 东晟矿业：取得巴彦乌拉银多金属矿的采矿许可证，生产规模为 25 万吨/年，目前正在开展矿山建设前的准备工作，该矿区建成后将作为银都矿业的分采区，直接为银都矿业供矿，具体要待正式开采时，视东晟矿业的地质及矿山环境，来计算所需时间周期。4) 德运矿业目前正在办理 60 万吨探转采的相关手续。

预计上述项目建成后，白银年产量将从目前的 220 吨左右增长到 300 吨以上，产能扩张后可进一步巩固龙头地位。

根据公司 2023-2027 年的战略规划，确立“做大做强贵金属、加速新能源布

局”的目标。公司在“原生矿产资源+城市矿山资源”战略基调上，确立以“做大做强贵金属、加速新能源布局”的目标，加速锂、铜、镍、锰、钴、铂族元素等新能源矿产资源并购及高纯硫酸锰新材料加工上线，以可持续发展的镍、铜、锂等固废危回收生产为公司业务第二极。根据公司“一年内推动产业结构升级，三年内完善产业布局，五年内达成目标和格局”的规划，未来力争做到一年内完成“贵金属/新能源金属/能源材料”的初步升级，三年内将新储备的贵金属/新能源金属/新能源材料项目投产，五年内做到行业内“新（能源金属）贵（金属）”一族。

投资建议：公司白银资源储备稳居行业前列，且未来子公司金山、东晟和德运等将陆续扩产或投产，考虑到银价上行后公司业绩弹性较大，我们预计公司2023-2025年分别实现归母净利润4.43/5.63/7.06亿元，对应2023年6月27日收盘价的PE分别为19/15/12倍，维持“推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下行;公司产能释放不及预期等。

表11：盛达资源盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,879	1,879	1,798	2,062
增长率（%）	14.7	0.0	-4.3	14.7
归属母公司股东净利润（百万元）	365	443	563	706
增长率（%）	-13.5	21.6	27.0	25.3
每股收益（元）	0.53	0.64	0.82	1.02
PE（现价）	23	19	15	12
PB	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月27日收盘价）

6 风险提示

1) 海外地缘政治风险。俄乌冲突加剧以及南美政策均影响供应，同时地缘冲突风险也影响市场避险情绪，影响未来金属需求。

2) 美国通胀失控风险。若美国中长期通胀预期失控，美联储紧缩步伐还将超预期加快，这将引起资本市场动荡。

3) 央行购金需求不及预期的风险。若全球央行对黄金的配置意愿不及预期，购金需求没有明显增长，或将导致金价上行幅度不及预期。

插图目录

图 1: 消费信心指数呈现持续下降趋势.....	3
图 2: 美国消费信贷或继续走弱 (单位: %)	3
图 3: 美国超额储蓄回落 (左: %, 右: 十亿美元)	3
图 4: 美国 PMI 情况 (单位: %)	4
图 5: 美国收益率曲线目前倒挂严重 (单位: %)	4
图 6: 美国就业仍然火热 (单位: 千人)	5
图 7: 美前瞻指标显示美国失业率或将上升 (右: %)	5
图 8: 美联储点阵图 (2023 年 3 月)	5
图 9: 美联储点阵图 (2023 年 6 月)	5
图 10: 美联储加息结束至首次降息, 黄金进入震荡区间 (左: %, 右: 美元/盎司)	6
图 11: 金价 70-80 年间涨幅达 1400% (左: %, 右: 美元/盎司)	8
图 12: 1960-70S 财政赤字开始逐步放大 (单位: %)	9
图 13: 2020 年美国财政赤字调升并达到历史顶峰 (单位: %)	9
图 14: 货币供应量增速远超 GDP 增速 (单位: %)	9
图 15: 核心通胀难以回落 (单位: %)	9
图 16: 石油天然气资本开支 (单位: 百万美元)	10
图 17: 煤炭资本开支 (单位: 百万美元)	10
图 18: 劳动力人口和劳动参与率 (左: 百万人, 右: %)	11
图 19: 工资增速与劳动力缺口 (左: 百万人, 右: %)	11
图 20: 世界各国黄金储备与金价呈正相关 (左: 吨, 右: 美元/盎司)	12
图 21: 疫情以来主要国家货币大幅超发 (左: 百万美元, 右: 美元/盎司)	13
图 22: 美国资产负债表规模疫后翻倍增长 (左: 百万美元, 右: 美元/盎司)	13
图 23: 2010-2023Q1 央行黄金购买量明显增加 (左: 吨, 右: %)	13
图 24: 各国央行黄金数量占外汇资产比例 (单位: %)	13
图 25: 中国央行黄金储备量及同比增速 (左: 吨, 右: %)	14
图 26: 我国央行黄金储备与金价 (左: 吨, 右: 美元/盎司)	14
图 27: 1980 年至今, 金银比价中枢围绕 40-80 运行 (右: 美元/盎司)	16
图 28: 金银比与 PMI 整体呈反向变动趋势	17
图 29: 2014 到 2023E 全球白银供给情况 (左: 吨, 右: %)	18
图 30: 2014 年到 2023E 全球白银需求及同比变化 (左: 吨, 右: %)	18
图 31: 2022 年白银储量分布	18
图 32: 2022 年白银来源分布	18
图 33: 2022 年全球白银产量分布	19
图 34: 2022 年全球白银需求分布	19
图 35: 2014-2023E 光伏用银需求及同比增速 (左: 吨, 右: %)	19
图 36: 光伏用银需求占比提升 (单位: %)	19
图 37: 国内外白银库存持续下降 (单位: 吨)	20

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 美联储加息结束至首次降息时间间隔与金价涨跌幅	7
表 2: 滞胀时期大类资产涨跌幅	11
表 3: 2015-2022 年黄金供需平衡表	15
表 4: 金银比下降的区间对应 PMI 的上升区间	17
表 5: 全球白银供需平衡 (单位: 吨)	20
表 6: 贵金属行业重点关注个股	21
表 7: 山东黄金盈利预测与财务指标	22
表 8: 招金矿业盈利预测与财务指标	23
表 9: 中金黄金盈利预测与财务指标	24
表 10: 银泰黄金盈利预测与财务指标	25
表 11: 盛达资源盈利预测与财务指标	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026