

四川黄金（001337）\有色金属

黄金新贵初长成

投资要点：

公司是四川首家黄金上市公司，坐拥优质金矿资源，主要产品是金精矿与合质金，盈利能力突出。公司股东背景强大，拥有专家型管理团队，未来有实控人体系内优质矿产资源注入预期。公司发行募资主要用于资源勘查以及选厂技改工程，以提高保有资源储量，扩大生产规模，提升公司核心竞争力。此外，黄金价格或步入新一轮上升期，从而驱动公司逐步成长为区域黄金龙头。

➤ 坐拥优质资源，增储增产可期

公司依托梭罗沟金矿生产金精矿与合质金，平均品位3.37克/吨，截至2021年11月底保有金金属量33.23吨。所辖矿山位于川西高原贵金属成矿带，勘探前景广阔。金精矿平均成本约150元/克，毛利率近50%，处于行业领先水平。公司发行募资后，实现增储增产，提升盈利能力。四川作为矿产资源大省，未来公司有望整合省地勘体系内的其它金矿资源，从而加速成长。

➤ 金价有望上涨，盈利空间打开

实际利率是影响黄金价格的关键因素，二者高度负相关。伴随着通胀回落以及经济放缓压力加大，将制约政策紧缩空间，名义利率上行受限。由于租金和服务价格存在较强黏性，预计通胀下半年有望明显回落，但仍超出美联储2%政策目标。实际利率预计向下修复，有望提振金价。此外，后疫情时代全球央行成为购金主力，中国已连续4个月、累计增持超100吨黄金储备，在全球政治和经济不确定性上升的背景下预计该趋势有望延续。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计2023-25年公司营收分别为6.09/6.27/6.17亿元，对应增速分别为28.81%/2.99%/-1.50%，3年CAGR为9.3%；归母净利润分别为2.32/2.38/2.37亿元，对应增速分别为16.61%/2.69%/-0.39%，3年CAGR为6.0%；EPS分别为0.55/0.57/0.56元。2023年可比公司平均PE为25.7倍。考虑到公司未来成长潜力，给予2023年40倍PE，目标价22元。首次覆盖，给予增持评级。

风险提示：黄金价格波动风险、单一矿山经营风险、矿山资源储备风险、矿权无法续期风险、安全与环保风险。

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

贵金属

增持/（首次评级）

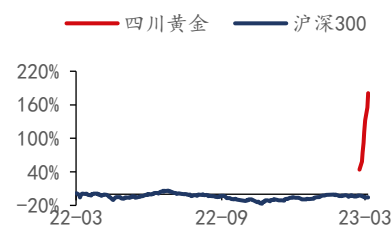
19.91元

22.00元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	420/60
流通A股市值（百万元）	1,194.6
每股净资产（元）	2.33
资产负债率（%）	38.13
一年内最高/最低（元）	8.51/19.91

股价相对走势



分析师：骆可桂

执业证书编号：S0590522110001

邮箱：luokg@glsc.com.cn

联系人：胡章胜

邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

相关报告

1. 《2023年度有色金属行业投资策略报告—加息放缓与复苏预期下有色金属景气有望回升》 2023.1.15
2. 《黄金行业迎来“黄金投资周期”》 2022.12.12

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	526	472	609	627	617
增长率（%）	-3.12%	-10.16%	28.81%	2.99%	-1.50%
EBITDA（百万元）	255	248	388	430	470
归母净利润（百万元）	153	199	232	238	237
增长率（%）	-24.12%	29.53%	16.61%	2.69%	-0.39%
EPS（元/股）	0.37	0.47	0.55	0.57	0.56
市盈率（P/E）	54.5	42.1	36.1	35.1	35.3
市净率（P/B）	13.0	10.0	7.8	6.4	5.4
EV/EBITDA	32.4	32.6	20.2	17.5	15.3

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年3月14日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司主要从事金矿的采选及销售，主要产品为金精矿和合质金。所辖矿山资源品位高，盈利能力突出。公司发行募资主要用于资源勘查以及选厂技改工程，以提高保有资源储量，扩大生产规模，未来有实控人体系内优质矿产资源注入预期。美联储加息渐入尾声，核心通胀仍在相对高位，实际利率有望向下修复，提振金价。

创新之处

报告对公司资源禀赋、盈利能力和发行募资用途等进行梳理分析，并结合当前宏观背景，认为金价有望进入上升期以及增产增储前景可期，有望驱动公司成长为区域黄金龙头。

核心假设

- **产量方面：**由于公司目前依托单一矿山梭罗沟金矿生产金精矿和合质金，募资进行的资源勘查和选厂技改项目存在项目实施周期，预计未来2-3年产量整体较为稳定。假设2023-25年金精矿和合质金产量分别为1.68/1.72/1.74吨以及0.04/0.03/0吨，合计产量1.72/1.75/1.74吨。
- **价格方面：**我们认为，美联储进一步加息空间或有限，通胀短期内难以回到政策目标。后疫情时代，央行成为购金主力。实际利率向下修复，推动黄金价格重心不断上移，有望再次测试前期高点。

盈利预测、估值与评级

我们预计2023-25年公司营收分别为6.09/6.27/6.17亿元，对应增速分别为28.81%/2.99%/-1.50%，3年CAGR为9.3%；归母净利润分别为2.32/2.38/2.37亿元，对应增速分别为16.61%/2.69%/-0.39%，3年CAGR为6.0%；EPS分别为0.55/0.57/0.56元。2023年可比公司平均PE为25.7倍。考虑到未来成长潜力，给予公司2023年40倍PE，目标价22.00元。首次覆盖，给予增持评级。

投资看点

- **短期来看：**美联储加息渐入尾声，黄金价格有望触底反弹，推升股价。
- **中期来看：**选厂技改升级完成，生产规模扩大，产量增加，盈利状况改善。
- **长期来看：**公司持续探矿增储，提升资源获取能力，产量稳步增长。同时加强价格研判，运用金融衍生工具管控产品价格波动风险。

正文目录

1.	区域黄金龙头初现雏形	5
1.1	四川首家黄金上市公司.....	5
1.2	股东行业背景深厚.....	5
1.3	管理团队业务精湛.....	6
1.4	金矿资源禀赋优异.....	7
1.5	内外联动增加资源储备.....	8
2.	公司未来具备成长潜力	8
2.1	主营产品产量稳成本低.....	8
2.2	综合盈利能力突出.....	9
2.3	发行募资助力公司成长.....	11
3.	加息渐入尾声有望推动金价步入上升期	12
3.1	实际利率是影响黄金价格的关键因素.....	13
3.2	美联储大幅加息抑制通胀.....	13
3.3	通胀与就业改善触发美联储放慢加息步伐.....	14
3.4	本轮加息周期或渐入尾声.....	15
3.5	黄金价格有望步入上升期.....	16
4.	盈利预测、估值与投资建议	18
4.1	盈利预测.....	18
4.2	估值与投资建议.....	19
5.	风险提示	19

图表目录

图表 1:	公司发展历程.....	5
图表 2:	公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 3 日).....	6
图表 3:	主要管理层工作经历丰富.....	6
图表 4:	采矿权范围内资源储量 (截至 2016 年 3 月 31 日).....	7
图表 5:	挖金沟矿段查明资源储量.....	7
图表 6:	甘孜-理塘构造带勘探前景广阔.....	8
图表 7:	四川金矿储量丰富.....	8
图表 8:	主营产品产量稳定.....	9
图表 9:	产能利用率持续上升.....	9
图表 10:	主营产品销售成本.....	9
图表 11:	主营产品销售单价.....	9
图表 12:	公司营收稳步增长.....	10
图表 13:	金精矿贡献主要营收.....	10
图表 14:	公司整体毛利率处于较高水平.....	10
图表 15:	金精矿毛利率高.....	10
图表 16:	归母净利润不断增加.....	11
图表 17:	扣非后归母净利润持续上升.....	11
图表 18:	管理费用率有优化空间.....	11
图表 19:	资产负债率处于同行较低 (截至 2022H1).....	11

图表 20: 募集资金用途.....	11
图表 21: 国内外黄金价格走势基本一致.....	12
图表 22: 俄乌冲突初期黄金与美元指数同涨.....	13
图表 23: 黄金价格与实际利率高度负相关.....	13
图表 24: 疫情后美联储总资产翻倍.....	14
图表 25: 疫情后金融条件转向快速宽松.....	14
图表 26: 2022 年美国通胀创下近 40 年来新高.....	14
图表 27: 本轮货币政策紧缩路径最为陡峭.....	14
图表 28: 能源价格下跌带动通胀下行.....	15
图表 29: 供应链压力缓解压低通胀.....	15
图表 30: 就业市场紧张状况有所缓解.....	15
图表 31: 近三次加息幅度逐渐降低.....	15
图表 32: 房价下跌传导至租金支出存在时滞.....	16
图表 33: 劳动力成本指数下降.....	16
图表 34: 美国经济活动进入收缩区间.....	16
图表 35: 市场预期美国经济衰退概率为 20 年来最高.....	16
图表 36: IMF 进一步下调 2023/24 年美国经济增长.....	17
图表 37: 美国周度经济指数持续回落.....	17
图表 38: 粘性通胀指标仍在高位.....	17
图表 39: 美联储预计 2025 年通胀回落至政策目标.....	17
图表 40: 全球央行大幅增储黄金储备.....	18
图表 41: 中国持续减持美债增加黄金储备.....	18
图表 42: 公司营收测算汇总 (百万元).....	18
图表 43: 可比公司估值对比.....	19

1. 区域黄金龙头初现雏形

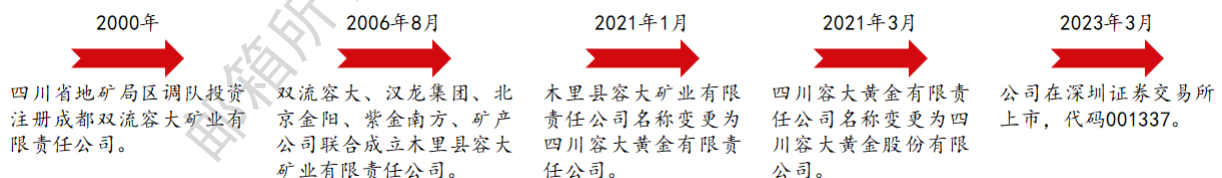
四川容大黄金股份有限公司（以下简称“四川黄金”或“公司”）由四川省容大矿业集团有限公司、北京金阳矿业投资有限责任公司、木里县国有投资发展有限责任公司、紫金矿业集团南方投资有限公司等十三家股东发起设立，主要从事金矿的采选及销售，主要产品为金精矿和合质金。经过多年发展，公司已成为国内主要金矿采选企业之一。系中国黄金协会理事单位，被评为国家级绿色矿山企业、四川省重点黄金生产企业。公司地理位置优越，坐拥优质金矿资源，股东背景强大，拥有专业化管理团队，并得到省政府以及实控人政策和资源支持，有望逐步成长为区域黄金龙头。

1.1 四川首家黄金上市公司

公司具有多年金矿勘查与开发历史。上世纪80年代，四川省地矿局区域地质调查队勘查发现梭罗沟金矿；2000年，区调队投资注册双流容大，负责实施梭罗沟金矿勘查、开发一体化工作；2006年8月，公司前身木里容大成立，负责开发梭罗沟金矿；2021年1月，木里容大更名为容大有限；2021年3月，容大有限整体变更设立股份公司，并更名为四川黄金；2023年3月，公司在深圳证券交易所上市。

获得四川省政府大力支持。四川省作为矿产资源大省，省内尚未有以黄金生产为主营业务的上市企业。公司上市后，成为省属国资体系第一家金矿类上市公司。未来有望陆续整合四川省地勘单位体系内的其它金矿资源，进一步增加公司资源储备。四川省政府表示积极支持公司上市，全力支持公司可持续稳定发展。

图表 1: 公司发展历程



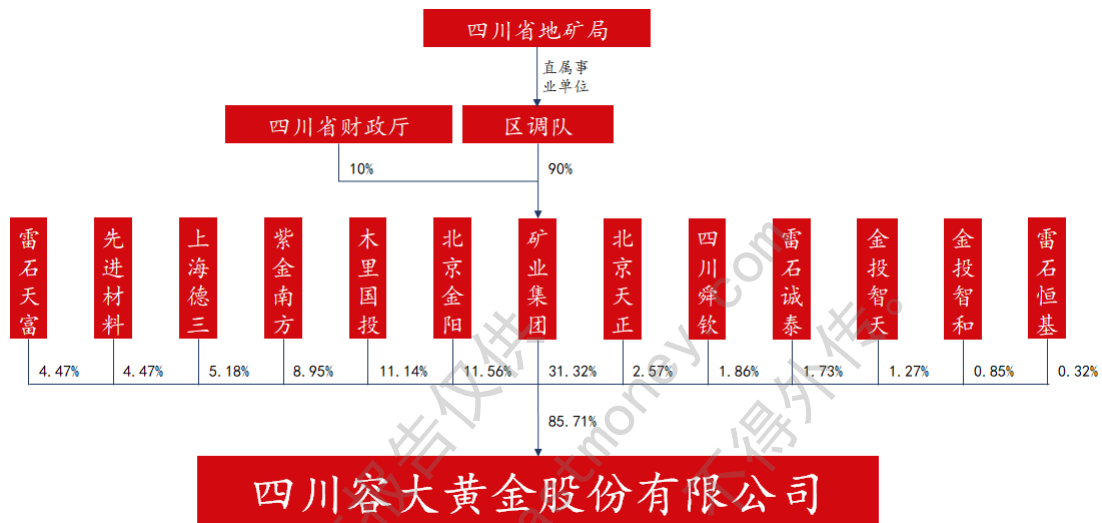
来源：公司招股书，国联证券研究所

1.2 股东行业背景深厚

控股股东矿业集团，间接控股股东区调队，实控人四川省地矿局。矿业集团为公司发起人及控股股东，持有公司31.32%的股权。区调队持有矿业集团90%的股权，为公司间接控股股东。四川省地矿局作为区调队的举办和主管单位，为公司实控人。

其它持股5%以上股东均具备矿产资源行业背景。其中：**北京金阳**是一家以黄金及金属矿产资源勘查和开发为主、金融投资为辅的民营企业集团；**木里国投**实控人是木里县人民政府，从事资产经营管理和股权运营管理、矿产资源开采及利用等；**紫金南方**是紫金矿业全资子公司，负责矿山、水电、交通基础设施投资等；**上海德三**从事黄金制品、金银饰品、珠宝首饰的销售等。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 3 日)



来源: 公司招股书, 国联证券研究所

1.3 管理团队业务精湛

管理层产业经验丰富。董事长杨学军先生为区调队队长, 副董事长王晋定先生曾长期在中国黄金集团任职, 总经理姜峰先生拥有多年矿山运营与管理经验, 副总经理刘立辉先生曾在多家矿企担任总工程师, 副总经理魏永峰曾长期在区调队任职。属于典型的专家型管理团队, 为公司进一步发展壮大打下坚实基础。

图表 3: 主要管理层工作经历丰富

姓名	职位	工作经历
杨学军	董事长	历任区调队生态所副所长, 区调所副所长、常务副所长, 区调所所长、区调队副队长; 2017 年 6 月至今, 担任区调队队长兼党委副书记; 2013 年 6 月至 2021 年 3 月, 历任容大有限常务副总经理、董事长、党委书记; 2021 年 3 月至今, 担任公司董事长、党委书记。
王晋定	副董事长	历任国家黄金管理局助理会计师; 中国黄金集团党委委员、总经理助理、副总经理; 中金黄金董事、总经理、党委书记; 赤峰黄金董事、联席总经理; 2020 年 4 月至 2021 年 3 月, 担任容大有限副董事长; 2021 年 3 月至今, 担任公司副董事长。
姜峰	总经理	历任陕西太白金矿副矿长、总工程师; 贵州金兴黄金总经理兼党委书记; 紫金矿业紫金山金铜矿副矿长; 伊春泰安矿业总经理; 莱州汇金矿业副总经理; 西藏华钰矿业常务副总经理; 2020 年 2 月至 2021 年 3 月, 担任容大有限总经理; 2021 年 3 月至今, 担任公司总经理。
刘立辉	副总经理 总工程师	历任贵州紫金矿业采掘管理员、采掘车间主任、采矿厂厂长、采矿副总工程师; 陕西安康紫金金峰矿业采矿厂厂长兼总工程师; 西藏华钰矿业竖井项目组组长; 2018 年 8 月至 2021 年 3 月, 担任容大有限总工程师; 2021 年 3 月至今, 担任公司副总经理兼总工程师。
魏永峰	副总经理	历任区调队项目负责人、区调所副所长。 2019 年 3 月至 2021 年 3 月, 担任容大有限副总经理; 2021 年 3 月至今, 担任公司副总经理。

来源: 公司招股书, 国联证券研究所 (姜峰、刘立辉、魏永峰为公司 3 名核心技术人员)

1.4 金矿资源禀赋优异

坐拥梭罗沟金矿优质资源。拥有梭罗沟金矿采矿权1宗（矿区面积2.1646平方公里）和梭罗-挖金沟详查金矿探矿权1宗（勘查面积28.02平方公里），所辖矿区梭罗-挖金沟金矿矿区位于矿产资源丰富的甘孜-理塘构造带南段。根据国土资源部备案证明，截至2016年3月31日，梭罗沟金矿区金矿采矿许可证范围内金矿保有矿石资源储量1331.2万吨，金金属量44862千克，平均品位3.37克/吨。根据原四川省国土资源厅备案证明，梭罗沟金矿区挖金沟矿段查明矿石资源储量66.8万吨，金金属量1332千克，平均品位1.99克/吨。

根据2021年度梭罗沟金矿矿山储量年报，截止2021年11月30日，梭罗沟矿区金矿采矿许可证范围内保有资源储量1046万吨，其中金金属量33230千克。按照年开采矿石量60万吨计算，矿山剩余开采年限18年。

图表4：采矿权范围内资源储量（截至2016年3月31日）

矿产名称	矿石类型	资源储量类型	矿石量(万吨)	金金属量(千克)	平均品位(克/吨)
金矿	氧化矿	控制	5.3	209	3.94
		推断	4.2	245	5.83
		合计	9.5	454	4.78
	原生矿	探明	204.7	8,934	4.36
		控制	687.9	22,694	3.3
		推断	429.1	12,780	2.98
		合计	1,321.7	44,408	3.36
	氧化矿+原生矿	探明	204.7	8,934	4.36
		控制	693.2	22,903	3.3
		推断	433.3	13,025	3
		合计	1,331.2	44,862	3.37

来源：公司招股书，国联证券研究所

图表5：挖金沟矿段查明资源储量

矿产名称	矿石类型	资源储量类型	矿石量(万吨)	金金属量(千克)	平均品位(克/吨)
金矿	氧化矿	控制	14.7	204	1.39
		推断	1.9	23	1.21
		合计	16.6	227	1.36
	原生矿	控制	33.6	743	2.21
		推断	16.6	362	2.18
		合计	50.2	1,105	2.2
	氧化矿+原生矿	控制	48.3	947	1.96
		推断	18.5	385	2.08
		合计	66.8	1,332	1.99

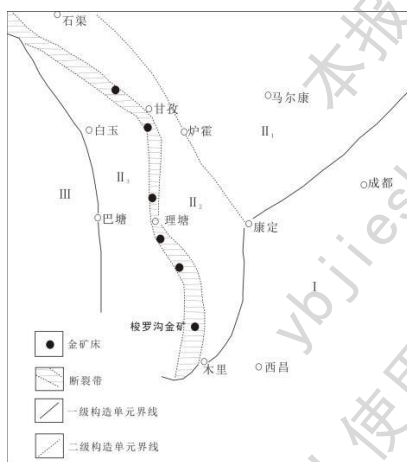
来源：公司招股书，国联证券研究所

1.5 内外联动增加资源储备

持续探矿增储。甘孜-理塘构造带是川西高原一个重要的贵金属成矿带，近十年来该构造带陆续发现多个金矿床。截至 2022 年 10 月，梭罗沟金矿提交各类勘查工作报告 8 次，在 2016 年 3 月 31 日基础上新增金金属量 15688 千克。

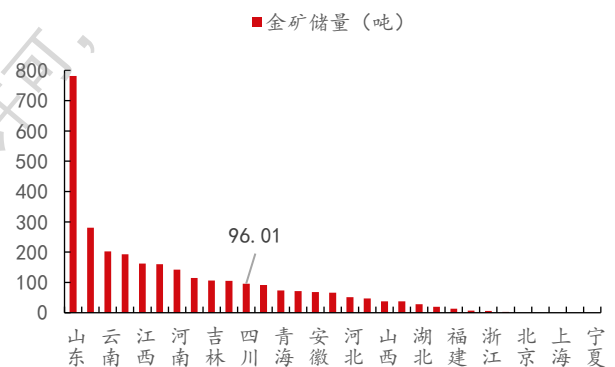
实控人体系金矿资源注入预期。地矿局、区调队、矿业集团已出具关于避免同业竞争的承诺，实际控制人体系范围内涉及黄金类的矿产资源将优先注入四川黄金及其控制的下属企业。地矿局、区调队还将在四川省境内加大资源勘探力度，将资源条件好且具有可开发价值的金矿资源注入四川黄金，提升公司持续经营能力。

图表 6: 甘孜-理塘构造带勘探前景广阔



来源：成都地质矿产研究所，国联证券研究所

图表 7: 四川金矿储量丰富



来源：自然资源部《2021 年全国矿产资源储量统计表》，国联证券研究所

2. 公司未来具备成长潜力

2.1 主营产品产量稳成本低

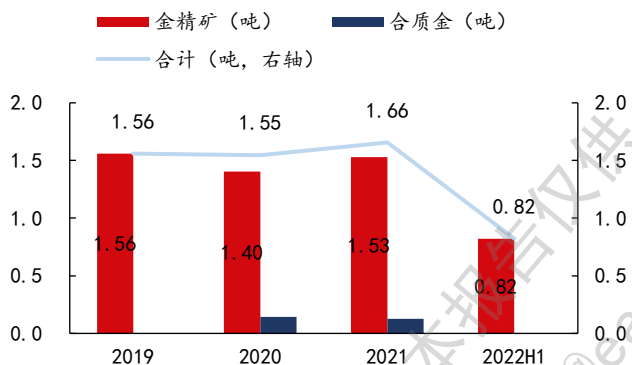
公司主要从事金矿采选，主要产品为金精矿和合质金。2019-2022H1 年主要产品产量分别为 1.56/1.55/1.66/0.82 吨。其中：金精矿产品分别为 1.56/1.40/1.53/0.82 吨，占主要比例。因公司 2019 年完成低品位氧化矿资源利用项目建设，从 2020 年开始通过使用环保型提金剂，在保证安全的前提下利用喷淋浸出工艺回收黄金资源生产合质金，因而产量较少。从产能利用率来看，近几年来超过 100%且持续攀升，2022H1 达到 116.67%。

金精矿与合质金销售模式各异。对于金精矿的销售，公司与客户签订每批次《金精矿购销合同》。产品结算价格根据点价当日上海金所 Au99.95 加权平均价乘以折价系数确定，折价系数根据金精矿品位不同而有差异。对于合质金的销售，公司与客户签订年度框架性协议。公司将合质金销售给下游精炼企业，当上海金所金价行情达到公司预期，公司按照上海金所黄金市场价格点价，产品结算价格根据公司点价价格扣减加工交易等费用后确定。

主要产品金精矿销售成本低。从销售成本来看，2019-2022H1 金精矿成本有所上

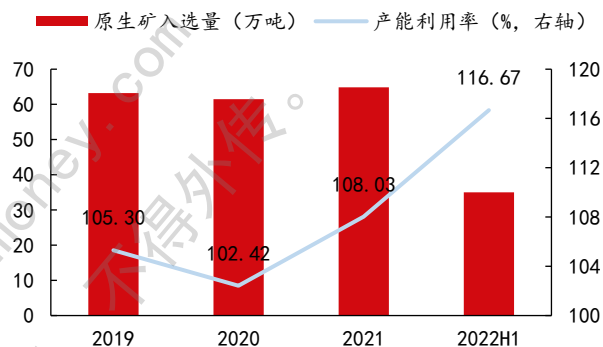
升，但仍低于行业平均水平。合质金销售成本远高于金精矿，因其为低品位氧化矿资源利用，加之公司新增矿业权收益金摊销致使氧化矿生产成本逐年增加。

图表 8: 主营产品产量稳定



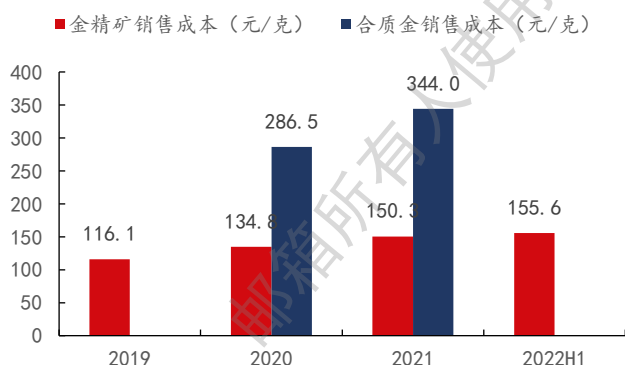
来源: 公司招股书, 国联证券研究所

图表 9: 产能利用率持续上升



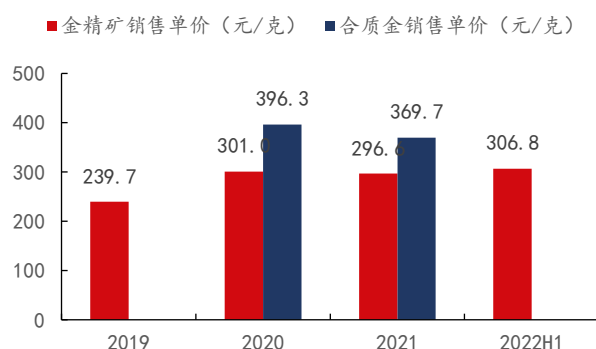
来源: 公司招股书, 国联证券研究所

图表 10: 主营产品销售成本



来源: 公司招股书, 国联证券研究所

图表 11: 主营产品销售单价



来源: 公司招股书, 国联证券研究所

2.2 综合盈利能力突出

营业收入稳步增长。2022 年公司经审阅的营业收入为 4.72 亿元，2018-2022 年复合增长率 7.6%。2022 年同比减少 10.16%，主要是由于 2022 年末销售合质金。从主要产品来看，2021 年金精矿营收占比超过 90%。经公司初步预计，2023 年 1-3 月营收 14000-16000 万元，同比增长 26.08-44.10%，主要系金精矿销售收入增长。

毛利率稳中有升。2022 年公司毛利为 2.42 亿元，2018-2022 年公司复合增长率为 4.5%。毛利率 51.31%，主要系 2022 年公司未销售合质金。而 2021 年销售的合质金毛利率低，致使 2022 年综合毛利率与 2021 年相比较为高。从主要产品来看，金精矿毛利率高于合质金。

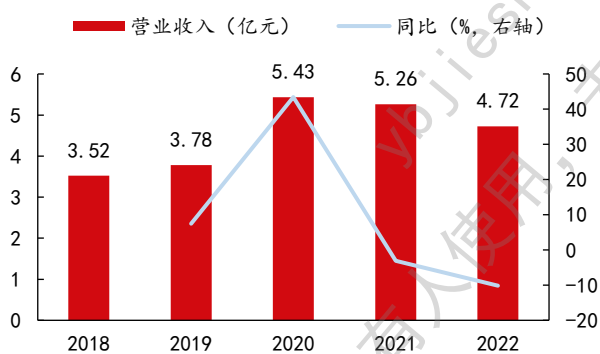
业绩弹性良好。2022 年公司实现归母净利润 1.99 亿元，同比增长 29.53%。2018-

2022 年复合增长率为 12.8%。扣非后归母净利润 1.39 亿元，同比增长 7.04%，2018-2022 年复合增长率为 3.3%。经公司初步预计，2023 年 1-3 月归母净利润为 5300-6700 万元，同比增长 28.20-62.07%，主要系营业收入增长所致；预计扣非后归母净利润为 5200-6600 万元，同比增长 82.76-131.96%。

费用管控仍有优化空间。从费用结构来看，管理费用占比最高。一方面是梭罗沟金矿处于高海拔地区，气候条件较为恶劣，矿山地质构造复杂、金矿采选、运输难度大，对员工专业性要求高，薪酬支出增加。另一方面是 2021 年新增停工损失，主要系梭罗沟金矿地下开采项目在建工程进行方案优化设计导致阶段性停工，期间基建机器设备折旧以及监理费等费用计入管理费用。随着公司生产运营步入正轨，预计未来仍有进一步下降的空间。

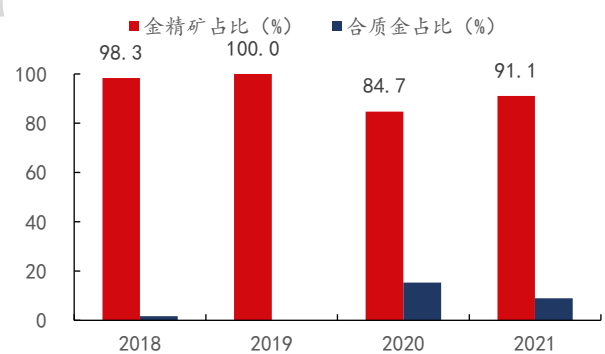
资本结构稳健。资产负债率不断降低，长期偿债能力较强。一方面彰显公司稳健的资本结构，另一方面也凸显公司未来具备较强的融资能力。

图表 12: 公司营收稳步增长



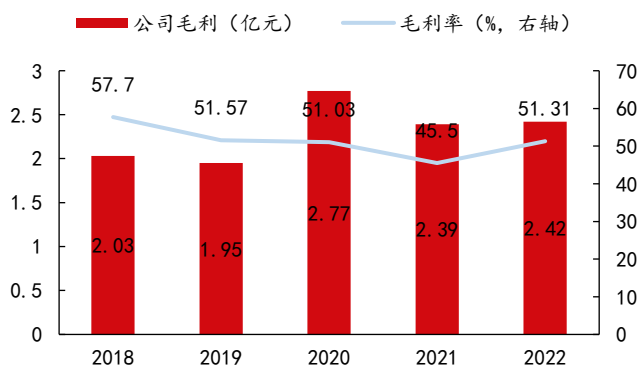
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 金精矿贡献主要营收



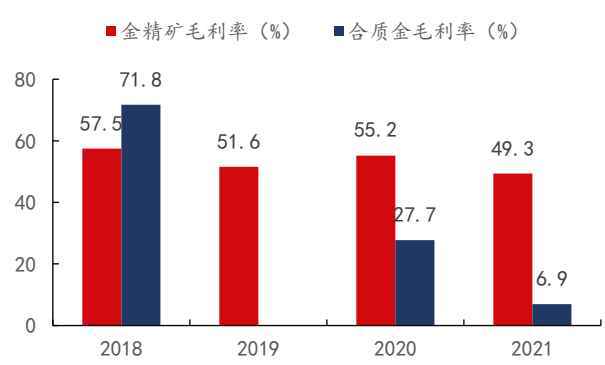
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 公司整体毛利率处于较高水平



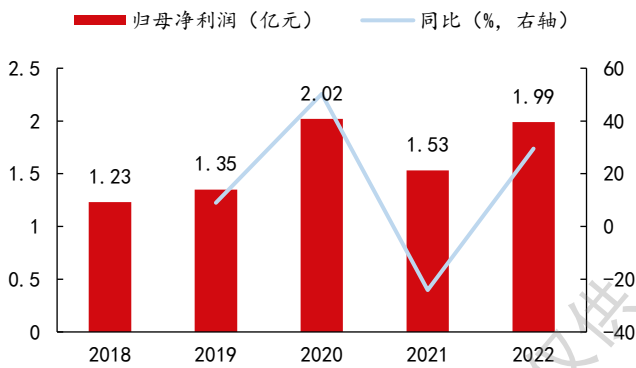
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 金精矿毛利率高



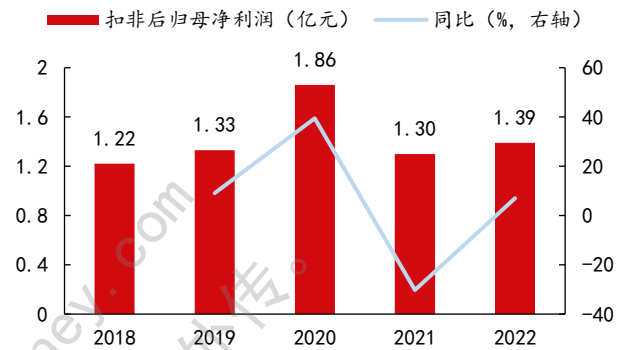
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 归母净利润不断增加



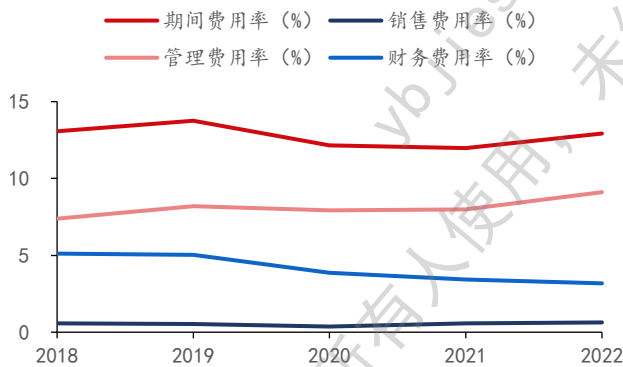
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 扣非后归母净利润持续上升



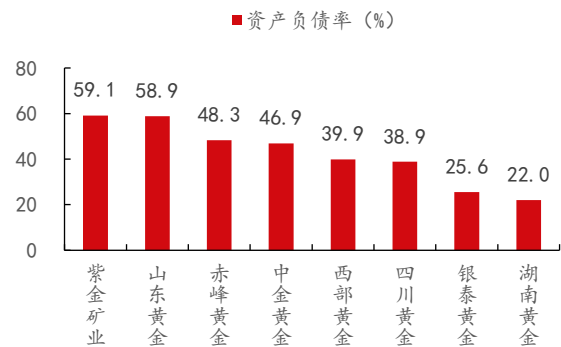
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 管理费用率有优化空间



来源: 公司招股书, 国联证券研究所

图表 19: 资产负债率处于同行较低 (截至 2022H1)



来源: 公司招股书, 国联证券研究所

2.3 发行募资助力公司成长

本次发行股份数量为 6000 万股, 发行价格为 7.09 元/股, 募集资金总额为 42540 万元, 扣除发行费用后净额为 39022.71 万元。

图表 20: 募集资金用途

序号	投资项目	投资预算 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	梭罗沟金矿矿区资源勘查	24,552.54	16,751.28
2	梭罗沟金矿 2000 吨/天选厂技改工程建设	6,388.00	3,281.77
3	梭罗沟金矿绿色矿山建设	10,037.48	6,848.20
4	梭罗沟金矿智慧化矿山建设	7,604.28	5,188.12
5	偿还银行贷款及补充流动资金项目	10,000.00	6,953.34
合计		58,582.30	39,022.71

来源: 公司招股书, 国联证券研究所

募集资金均投资于公司主营业务。用于梭罗沟金矿矿区资源勘查项目、梭罗沟金矿 2000 吨/天选厂技改工程建设项目、绿色矿山建设等。具体来看：

梭罗沟金矿矿区资源勘查：为进一步查明梭罗沟金矿的成矿潜力及规模，公司拟投入 24552.54 万元，通过地形测量、地质测量、钻探等方法，对已知矿体进行探边摸底增储，为公司提供更充足的资源储备。从而提高资源利用效率，延长矿山服务年限。项目实施周期为 7 年。本项目钻探支出 14047.56 万元，占比 57.21%。

梭罗沟金矿 2000 吨/天选厂技改工程建设：为优化选矿技术，提高浮选回收作业率，公司拟投资 6388.00 万元，对梭罗沟金矿选厂进行技术改造。项目计划建设期为 24 个月，项目实施后年均销售收入较不实施本项目情况下增加 810.31 万元。本项目建设投资 5567.21 万元，占比 87.15%。

梭罗沟金矿绿色矿山建设：为进一步落实绿色矿山建设各项要求，公司拟投资 10037.48 万元，用于矿区环境与绿色资源开发建设等。本项目为非盈利性项目，项目计划建设周期为 3 年。本项目矿山地质环境与矿区环境治理投资 6403.70 万元，占比 63.80%。

3. 加息渐入尾声有望推动金价步入上升期

公司产品金精矿和合质金销售结算根据上金所黄金市场价格进行，销售价格高低在很大程度上决定公司盈利状况。国内以人民币计价的黄金价格跟国际黄金价格高度一致，我们认为，随着美联储加息渐入尾声以及经济放缓担忧升温，黄金价格将步入上升期，有望增厚公司盈利水平。

图表 21：国内外黄金价格走势基本一致



来源：Wind，国联证券研究所

3.1 实际利率是影响黄金价格的关键因素

黄金具备货币、金融与商品三重属性。首先，黄金在历史上很长一段时期内作为法定货币，尽管已退出流通市场，但还保留了部分货币属性。其次，黄金市场作为金融市场的重要组成部分，与股票和债券一样，黄金已成为重要投资品种。最后，黄金作为普通商品，在特定情形下还会受供求关系影响。

黄金以金融属性为主。货币属性方面，黄金价格主要受美元指数表现以及避险情绪影响。由于黄金以美元计价，美元指数上涨，往往体现为黄金价格下跌。从实证角度看，黄金与美元脱钩以来，二者之间的相关系数为-0.35，为低度负相关。金融属性方面，黄金价格主要受实际利率与通胀水平影响。由于持有黄金不能生息，当实际利率（剔除通胀后的真实回报率）上升时，持有股票和债券等资产收益更高，黄金价格表现为下跌。我们可以把实际利率理解成持有黄金的机会成本。实际中，我们通常用美国通胀保护债券（TIPS）收益率来表征实际利率水平。从实证角度看，实际利率与黄金价格之间的相关系数为-0.88，为高度负相关。商品属性方面，由于黄金供需较为稳定，黄金价格与供需状况并无显著相关性。但2022年来，全球央行大幅增持黄金储备，央行储备需求或成为重要需求增量部分，为黄金价格提供支撑。

图表 22: 俄乌冲突初期黄金与美元指数同涨



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 黄金价格与实际利率高度负相关



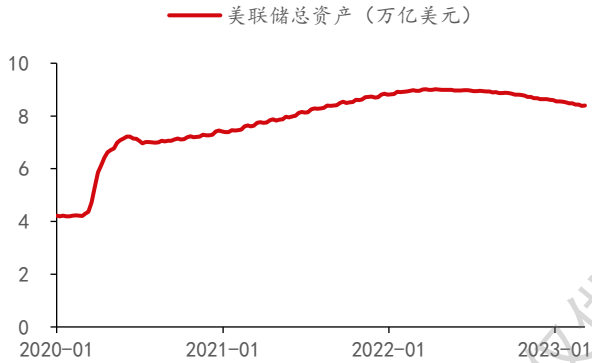
来源: Wind, 国联证券研究所

3.2 美联储大幅加息抑制通胀

多因素共振推升美国通胀创下40年来新高。2020年新冠疫情之后，美联储紧急将联邦基金利率目标区间自1.5-1.75%下调至0-0.25%，同时启动无上限量化宽松操作，金融条件快速转向宽松。疫情引发居民就业意愿不足，薪资水平大幅上涨，催生通胀压力。此外，全球供应链不畅及俄乌冲突引发大宗商品价格上涨等多重因素叠加共振，2022年美国名义CPI同比增长8%，创下1982年来新高。

美联储实施近四十年来最陡峭加息路径。为应对持续攀升的通胀压力，美联储大幅加息。与上世纪八十年代以来的前六次加息周期相比，本轮加息节奏最快。2022年3月至今已连续8次加息，合计450个基点，基准利率区间上移至4.5-4.75%。除加息外，美联储还于2022年6月开始缩减资产负债表，目前为每月缩减950亿美元。

图表 24: 疫情后美联储总资产翻倍



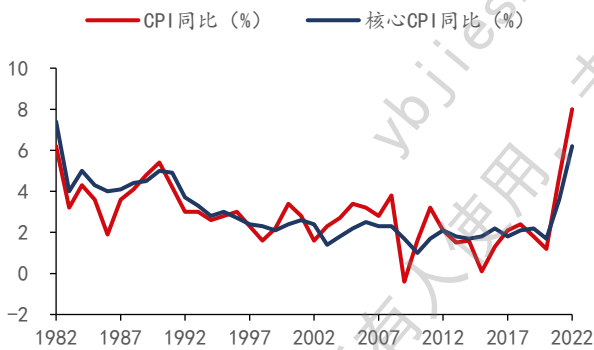
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 25: 疫情后金融条件转向快速宽松



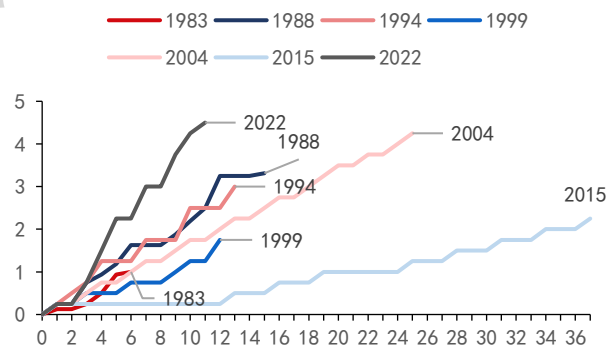
来源: 圣路易斯联储官网, 国联证券研究所 (零轴上方紧缩, 下方宽松)

图表 26: 2022 年美国通胀创下近 40 年来新高



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 27: 本轮货币政策紧缩路径最为陡峭



来源: Wind, 国联证券研究所 (横轴: 加息持续月数; 纵轴: 累计幅度 (%))

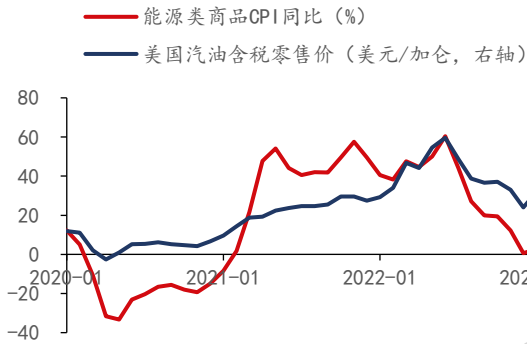
3.3 通胀与就业改善触发美联储放慢加息步伐

能源及部分耐用品价格下跌驱动广义通胀回落。2022 年中以来, 美国通胀持续回落。截至 2023 年 2 月, 名义 CPI 同比增速自 9.1% 高点回落至 6.0%, 核心 CPI 同比增速自 6.6% 高点回落至 5.5%。分析原因, 本轮通胀上行关键因素之一是能源价格大幅上涨, 随着经济放缓预期不断强化, 能源价格下跌带动通胀下行。而随着疫情影响逐渐消退, 全球供应链恢复, 带动相关商品如二手车价格明显回落, 抑制通胀。

就业紧张状况缓解。疫后美国就业市场缺口持续扩大, 疫情造成的居民就业意愿不足与企业用工需求增加推动薪资增速不断攀升, 向通胀传导。近期以来, 我们观察到劳动力参与率已接近恢复至疫情前水平, 薪资增速也开始放缓, 缓和通胀压力。

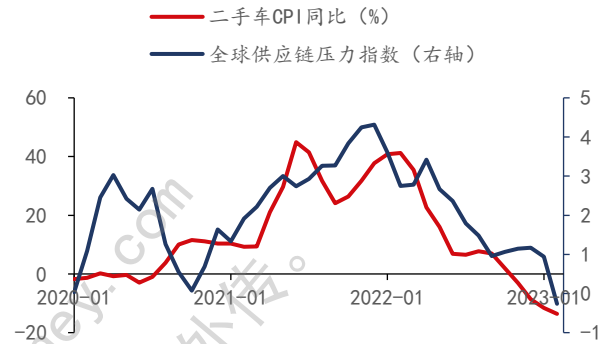
美联储放缓加息步伐。2022 年四季度以来, 受通胀回落推动, 美联储加息步伐显著放缓。2023 年 2 月, 美联储加息 25 个基点, 结束了此前连续四次单次加息 75 个基点。美联储在会议声明中表示, 通胀有所缓解, 但仍居高不下, 预计继续上调目标区间将是适当的, 以便使货币政策立场具有足够的限制性, 令通胀随着时间的推移回归至 2% 政策目标。

图表 28: 能源价格下跌带动通胀下行



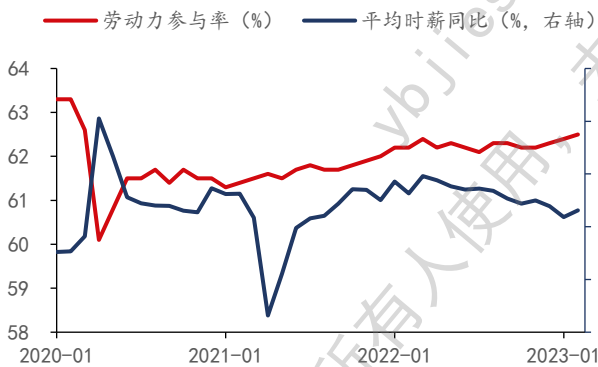
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 供应链压力缓解压低通胀



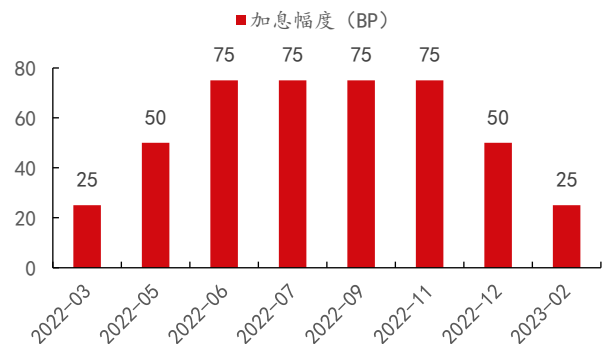
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 就业市场紧张状况有所缓解



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 31: 近三次加息幅度逐渐降低



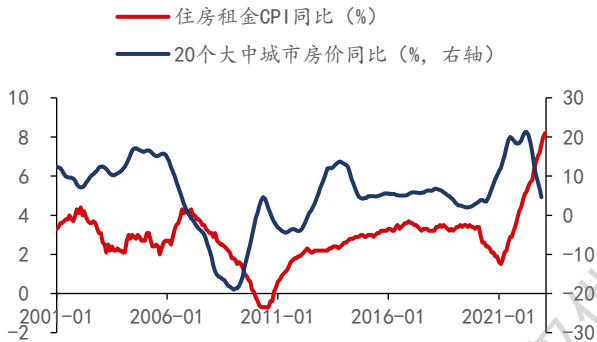
来源: Wind, 国联证券研究所

3.4 本轮加息周期或渐入尾声

美联储进一步加息的空间或有限。尽管名义通胀回落，但美联储关注的核心通胀仍在高位，主要来自于租金和就业市场韧性。从租金来看，房价同比持续回落，已接近疫情之前水平，其传导至租金存在大约一年左右的时滞。从就业市场来看，2022 年劳动成本指数环比持续下降，表明就业紧张有所缓解。我们认为，尽管核心通胀存在较强韧性，但下半年回落的可能性依然较大。综合考虑加息对经济、通胀和金融发展的影响存在部分滞后，我们认为美联储进一步加息的空间或已有限。

经济前景不乐观成为加息空间有限的另一重要原因。美联储大幅加息使得经济活动降温，融资成本上升打压企业投资，高通胀抑制居民消费支出，越来越多的经济数据提示美国经济未来可能面临放缓甚至衰退的风险。衡量经济景气程度的制造业 PMI 指数已连续 4 个月低于 50，经济活动进入收缩区间。从金融交易结果来看，市场预期美国经济衰退概率已超过疫情初期，创下 2000 年来新高。

图表 32: 房价下跌传导至租金支出存在时滞



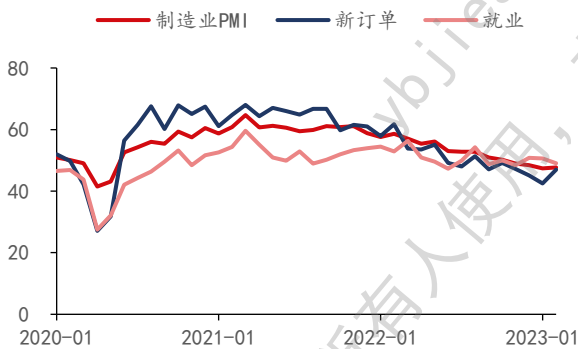
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 33: 劳动力成本指数下降



来源: 圣路易斯联储官网, 国联证券研究所

图表 34: 美国经济活动进入收缩区间



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 35: 市场预期美国经济衰退概率为 20 年来最高



来源: 纽约联储官网, 国联证券研究所

3.5 黄金价格有望步入上升期

由于美债实际利率与黄金价格高度负相关,我们分别从名义利率与通胀两个维度展开分析。

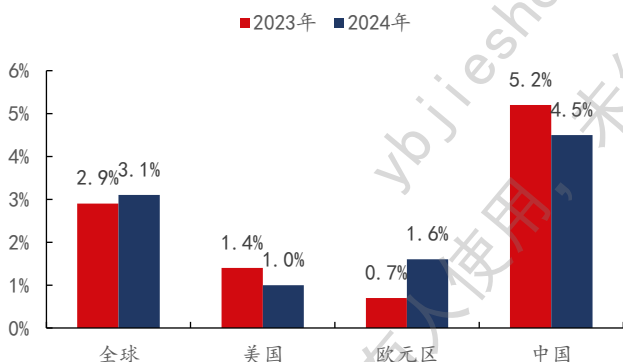
美国经济放缓压力限制名义利率上升空间。短期由于就业强劲,居民部门资产负债表健康,杠杆率并未明显上升,经济具备较强韧性。但中长期看,我们认为,美国经济放缓或难以避免。因持续加息进一步侵蚀居民购买力,抑制企业投资,经济活动持续降温。国际货币基金组织(IMF)在最新一期《全球经济展望》报告中,已将美国2023年、2024年经济增速调整为1.4%、1%,低于过去10年美国经济增长率的趋势性水平。纽约联储公布的美国周度经济指数(WEI)自2021年中见顶后也呈现持续下行,接近收缩区间。我们认为,名义利率上升空间已经有限。

通胀回落至美联储政策目标仍需时日。当前核心通胀主要来源于租金支出以及服务价格,后续回落速度存在较大不确定性,而商品价格由于中国经济在疫情防控措施优化带来的快速复苏预期推动下或呈现易涨难跌格局。分阶段看,我们预计,2023年一、二季度通胀下行幅度可能有限,三、四季度有望明显回落,但预计也难以回到美

联储 2% 目标水平。美联储在 2022 年 12 月议息会议发布的经济展望中预计 2025 年或回落至 2% 政策目标。我们认为，实际利率有望向下修复，提振金价。

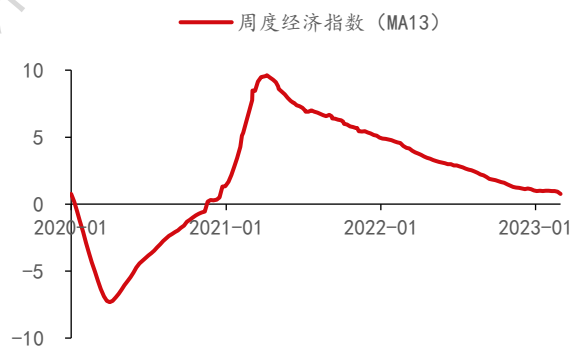
后疫情时代央行成为购金主力。2020 年新冠疫情之后，发达经济体宽松的经济货币政策催生通胀，造成资产价格泡沫。特别是美联储，货币政策大开大合，削弱了美元信用。同时，紧缩负面效应严重外溢，全球金融市场动荡和风险加剧。新兴市场国家货币大幅贬值，发达国家如英国养老金危机、日元兑美元大幅贬值以及近期美国硅谷银行宣布破产等。全球央行特别是发展中国家，均选择抛售美元资产，增加黄金储备以抵御风险。根据世界黄金协会统计数据，全球央行 2022 年新增黄金储备 1135 吨，同比增长 152%。中国持续抛售美债增加黄金储备。截至 2023 年 2 月，中国央行连续 4 个月、累计增持 102 吨黄金储备，最新储备达 2050.34 吨。我们预计，后疫情时代，在全球经济与地缘政治不确定性风险上升的背景之下，央行有望成为购金主力，为黄金价格提供支撑。

图表 36: IMF 进一步下调 2023/24 年美国经济增长



来源: IMF 官网, 国联证券研究所

图表 37: 美国周度经济指数持续回落



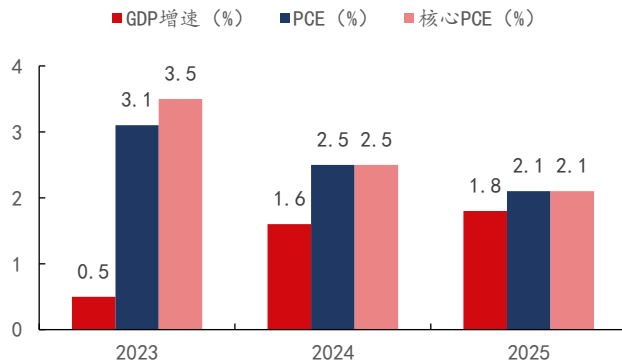
来源: 纽约联储官网, 国联证券研究所

图表 38: 粘性通胀指标仍在高位



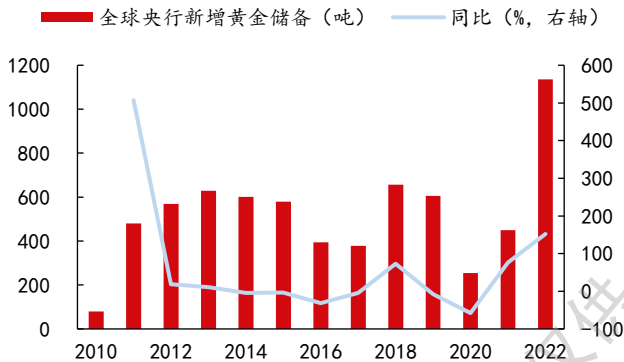
来源: 圣路易斯联储, 国联证券研究所

图表 39: 美联储预计 2025 年通胀回落至政策目标



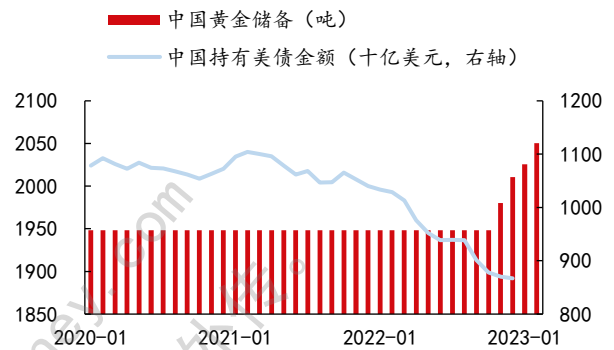
来源: 美联储官网, 国联证券研究所

图表 40: 全球央行大幅增储黄金储备



来源: 世界黄金协会, 国联证券研究所

图表 41: 中国持续减持美债增加黄金储备



来源: Wind, 国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设:

1. 金精矿业务: 由于公司依托单一矿山梭罗沟金矿生产金精矿, 募资进行的资源勘查和选厂技改项目存在项目实施周期, 我们预计未来 2-3 年金精矿产量整体较为稳定。根据公司生产规划, 2023 年至 2024 年矿山同时进行露天与地下开采, 2025 年全面转入地下开采。假设 2023-25 年金精矿产量分别为 1.68/1.72/1.74 吨, 业务营收增速分别为 25.5%/3.7%/0.4%, 对应毛利率分别为 48%/47.5%/47%。

2. 合质金业务: 由于公司生产的合质金为低品位氧化矿资源再利用, 因此产量较低。假设 2023-25 年合质金产量分别为 0.04/0.03/0.00 吨, 业务营收增速分别为 -1/-24.04%/-100%, 对应毛利率分别为 10%/10%/0%。

图表 42: 公司营收测算汇总 (百万元)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	525.86	472.46	608.58	626.76	617.34
YOY	-3.12%	-10.16%	28.81%	2.99%	-1.50%
毛利率	45.50%	51.31%	47.02%	46.79%	47.00%
金精矿					
收入	478.55	472.46	592.94	614.88	617.34
YOY	4.06%	-1.27%	25.50%	3.70%	0.40%
毛利率	49.32%	49.00%	48.00%	47.50%	47.00%
合质金					
收入	47.31	0.00	15.64	11.88	0.00
YOY	-42.95%	-100%	——	-24.04%	-100%
毛利率	6.93%	0.00%	10.00%	10.00%	0.00%

来源: iFinD, 国联证券研究所预测

基于以上核心假设，我们预计，2023-25 年公司营收分别为 6.09/6.27/6.17 亿元，对应增速分别为 28.81%/2.99%/-1.50%，3 年 CAGR 为 9.3%；归母净利润分别为 2.32/2.38/2.37 亿元，对应增速分别为 16.61%/2.69%/-0.39%；3 年 CAGR 为 6.0%；EPS 分别为 0.55/0.57/0.56 元。

4.2 估值与投资建议

选取与四川黄金主营业务类似的中金黄金、山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、湖南黄金，采用 PE 估值法，2023 年可比公司 PE 均值为 25.7 倍。考虑到公司未来成长潜力，给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价为 22.00 元。

图表 43: 可比公司估值对比

股票代码	证券简称	市值 (亿元)	股价 (元)	PE (X)		
				2022E	2023E	2024E
600489	中金黄金	429.29	9.84	22.88	21.08	16.13
600547	山东黄金	751.80	20.80	74.02	39.62	31.28
600988	赤峰黄金	325.63	19.57	37.28	21.99	16.40
000975	银泰黄金	319.23	13.05	27.26	19.94	16.24
002155	湖南黄金	195.19	16.24	36.74	25.86	16.57
平均值				39.6	25.7	19.3
001337	四川黄金	11.95	19.91	36.1	35.1	35.3

来源: iFinD, 国联证券研究所 (股价为 2023 年 3 月 14 日收盘价, 可比公司 PE 为 iFinD 一致预期)

5. 风险提示

- 1) 黄金价格波动风险。**公司主要产品是金精矿，价格大幅波动影响经营业绩。
- 2) 单一矿山经营风险。**公司单一依托梭罗沟金矿生产金精矿，若发生影响生产经营的不利事件，导致金矿采选业务暂停，将对公司生产经营产生较大影响。
- 3) 矿山资源储备风险。**若未来梭罗沟矿区金矿资源逐渐枯竭，且无法寻找其它矿山作为储备资源，将对公司持续经营产生影响。
- 4) 矿权无法续期风险。**若在矿权许可期届满后，无法办理延期，将对公司生产经营带来重大不利影响。
- 5) 安全与环保风险。**安全事故与环境破坏导致公司减产甚至停产，还会影响新矿权获批，资源获取受限。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695