



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货

金价和黄金矿业股的相关性探讨

研究咨询部

2024年03月08日

周智诚

F3082617/Z0016177

本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn



本次研究的目的和意义

- 通常情况下，如果某只黄金矿业股紧密围绕黄金开采和黄金产业链各业务，销售收入来自本公司矿产黄金，那么该公司股价应该和金价紧密联动，甚至股价具备“金价权证”的特性；但事实上，黄金矿业公司为避免因产品过于单一、股价过度受金价波动影响，大都采取了多产品发展策略，在开采黄金的同时，也积极进入稀有金属、小金属和具有强周期特性的铜等工业金属的开采、选冶和销售，因此股价和金价产生了一些特殊的联动关系；
- 本文一共选出了目前A股市场较有代表性的6只黄金矿业股，通过探讨其股价与国际金价在短期（2022年10月以后）、中长期（该股上市以来）与金价的相关关系，初步判断和评价其适合怎样期限的投资和怎样类型的投资者，这将对市场中的各类投资者在配置黄金矿业股时，产生积极的指导意义。

山东黄金（600547）

伦敦现货金价/山东黄金（600547）股价（右轴）
(2004.1--2024.3.7)



伦敦现货金价/山东黄金（600547）股价（右轴）
(2022.10.1--2024.3.7)



- 山东黄金自股票上市以来截止2024年3月7日，股价与金价的相关性0.8771，判定系数（R Square）=0.7693，即伦敦金价变化可以解释山东黄金股价变化的76.93%；
- 加息后半程（2022.10.1）金价自低点反弹以来，伦敦金价和山东黄金股价相关性为0.6298；比长期相关性更弱。

赤峰黄金（600988）



- 赤峰黄金自股票上市以来截止2024年3月7日，股价与金价的相关性0.7500，判定系数（R Square）=0.5625，即伦敦金价变化可以解释赤峰黄金股价变化的56.25%；
- 加息后半程（2022.10.1）金价自低点反弹以来，伦敦金价和赤峰黄金股价相关性为-0.6631；短期相关性直接从较强正相关转为中等强度负相关。

湖南黄金（002155）



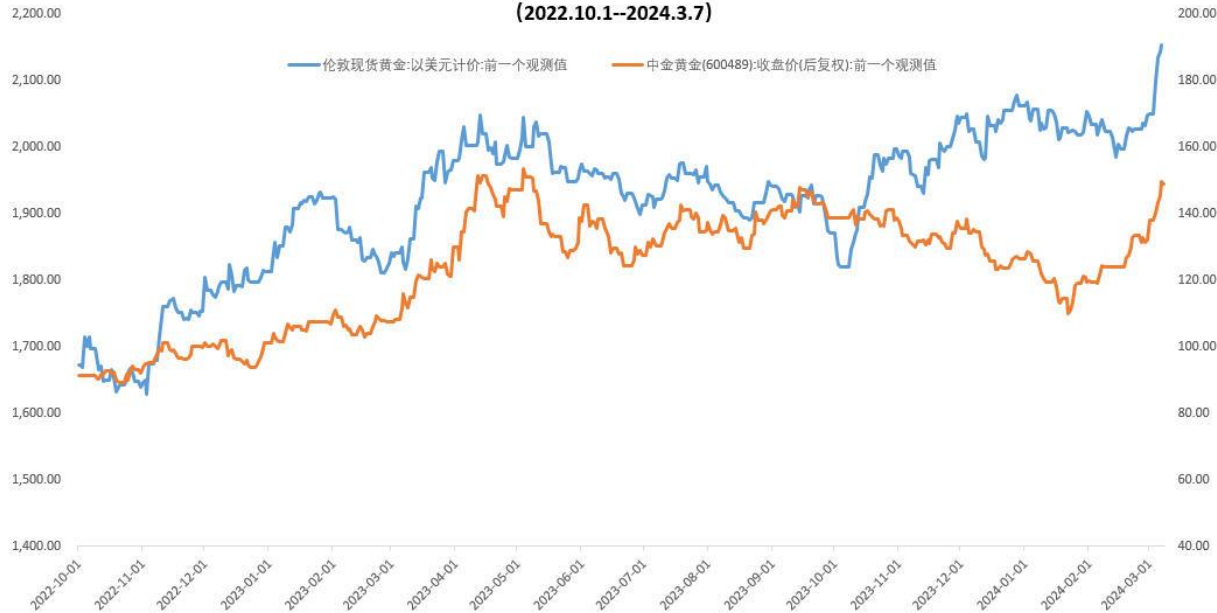
- 湖南黄金自股票上市以来截止2024年3月7日，股价与金价的相关性0.3050，判定系数（R Square）=0.0930，即伦敦金价变化可以解释湖南黄金股价变化的9.3%；
- 加息后半程（2022.10.1）金价自低点反弹以来，伦敦金价和湖南黄金股价相关性为-0.3267；短期相关性直接从长期的弱正相关转为弱负相关。

中金黄金（600489）

伦敦现货金价/中金黄金（600489）股价
(2004.1.1--2024.3.7)



伦敦现货金价/中金黄金（600489）股价
(2022.10.1--2024.3.7)



- 中金黄金自股票上市以来截止2024年3月7日，股价与金价的相关性0.6123，判定系数（R Square）=0.3749，即伦敦金价变化可以解释中金黄金股价变化的37.49%；
- 加息后半程（2022.10.1）金价自低点反弹以来，伦敦金价和中金黄金股价相关性为0.7389；短期处于较强正相关，比长期中等强度正相关性更强。

西部黄金（601069）

伦敦现货金价/西部黄金（601069）股价
(2015.2.1--2024.3.7)



伦敦现货金价/西部黄金（601069）股价
(2022.10.1--2024.3.7)



- 西部黄金自股票上市以来截止2024年3月7日，股价与金价的相关性-0.6425，判定系数（R Square）=0.4128，即伦敦金价变化可以解释西部黄金股价变化的41.28%；
- 加息后半程（2022.10.1）金价自低点反弹以来，伦敦金价和西部黄金股价相关性为0.0190；短期相关性为极弱正向相关（或称之为基本不相关），比长期中等强度负相关明显发生巨大变化。

恒邦股份（002237）

伦敦现货金价/恒邦股份（002237）股价
(2008.6.1--2024.3.7)



伦敦现货金价/恒邦股份（002237）股价
(2022.10.1--2024.3.7)



- 恒邦股份自股票上市以来截止2024年3月7日，股价与金价的相关性0.4373，判定系数（R Square）=0.1912，即伦敦金价变化可以解释恒邦股份股价变化的19.12%；
- 加息后半程（2022.10.1）金价自低点反弹以来，伦敦金价和恒邦股份股价相关性为0.2873；短期相关性转为弱正相关；长期相关性是中等强度正相关，短期正相关更弱。

长期相关性从强到弱列表

股票名称	长期相关性（自股票上市以来）	短期相关性（2022.10.1——目前）
山东黄金	0.8771	0.6298
赤峰黄金	0.7500	-0.6631
中金黄金	0.6123	0.7389
恒邦股份	0.4373	0.2873
湖南黄金	0.3050	-0.3267
西部黄金	-0.6425	0.0190

短期相关性从强到弱列表

股票名称	长期相关性（自股票上市以来）	短期相关性（2022.10.1——目前）
中金黄金	0.6140	0.7389
山东黄金	0.8773	0.6298
恒邦股份	0.4486	0.2873
西部黄金	-0.6323	0.0190
湖南黄金	0.3056	-0.3267
赤峰黄金	0.7474	-0.6631

短期负相关最严重：赤峰黄金；湖南黄金

- （申万宏源证券）赤峰黄金确立“以矿为主、专注黄金矿山业务”发展战略，业务聚焦黄金。2020年公司出售雄风环保，且老挝万象矿业由主要生产电解铜转向黄金，分行业看，2017-2021H1公司采矿业营收占比由22%增至95%，**分产品看，2017-2021H1黄金业务占比提升由29%提升至84%。**
- 受业务结构调整影响，营收及利润有所波动。2020年公司生产矿产金4588.55公斤（+122.1%），电解铜3.97万吨（-44.8%），主要系2020年国内黄金矿山企业黄金产量增加及老挝万象矿业转向主要生产黄金所致，2021年实现营业收入45.58亿元，同比下降24.9%，2021年前三季度公司营业收入为26.68亿元，同比下降23.5%，主要系出售全资子公司雄风环保100%股权，其财务数据合并至2020年7月。利润上，2020年实现归母净利润7.8亿元，同比增长317.0%，2021年前三季度实现归母净利润5.5亿元，同比增长8.7%。
- 海外业务成为主要收入来源。2018年公司收购老挝万象矿业，**2017-2021年上半年海外营收占比由0%提升至67%，**万象矿山为公司主力矿山，海外业务成本公司主要收入来源，2022年公司完成金星资源收购后，海外营收占比将进一步提升。

赤峰黄金2022年业绩下滑，2023年持续爬坡

- （民生证券）：赤峰黄金2022年成本上升，利润下滑。2022 年公司实现营业收入 62.67 亿元，同比增长 65.67%；实现归母净利润为4.51亿元，同比下滑22.57%；扣非净利润为4.01亿元，同比下滑24.9%。其中，1-4季度分别实现归母净利润 1.74/2.37/-0.15/0.55 亿元。矿产金生产成本上升、金星资源纳入合并范围后所得税有效税负率上升以及并购过程中形成的评估增值摊销金额较大，导致公司利润下滑。
- 据公开财报显示，赤峰黄金2023年三季报显示，2023年Q1-Q3公司实现营收50.62亿元，同比+13.10%，归母净利润5.20亿元，同比+31.24%，扣非归母净利润5.63亿元，同比+33.49%；Q3单季度实现营收16.91亿元，同比+18.25%，环比-5.29%，实现归母净利润2.08亿元，同比+1507.89%，环比-12.17%，扣非归母净利润1.91亿元，同比+1580.00%，环比-20.55%。
- 国内矿山/海外万象矿业/金星矿业全维持成本分别为211.71元/克、1385.06美元/盎司、1213.92美元/盎司，但相较于H1的211.51元/克、1331.78美元/盎司、1164.59美元/盎司，国内矿山成本稳步下降，海外万象矿业和金星矿业的成本有所上升。Q3海外矿山产量下降和成本上升的原因在于7-8月境外矿山雨季遭遇大规模降雨而产生洪水灾害，对采矿产生影响，采选品位、黄金产量略低于计划，但目前洪水影响已经消除。

湖南黄金：金锑双轮（利润来源相当一部分不是黄金）

- （国金证券）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%，贡献公司主要利润来源。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。
- 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，预计23-25年公司自产金产量分别为4/4.7/5.76吨；（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%，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。
- 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。



综合结论

- 如果退休基金、社保基金或其他非常希望获得中长期配置收益的投资方希望购买目前市场上的黄金矿业股，那么长期、短期金价股价相关性都比较显著的山东黄金、中金黄金将是很好的配置标的，因为二者业务收益紧密围绕“黄金采选，黄金销售”，股价可以很好的体现金价的中长期收益；
- 如果对冲基金、嗅觉灵敏的个人、或是其他主要谋求中短期收益的投资方希望购入目前市场上的黄金矿业股，那么目前正处于股价低位的赤峰黄金将是良好投资标的，因为其股价中长期和金价高度正相关，目前的股价低位仅仅是经营决策造成的临时性问题，属于典型的“个股风险”；类似湖南黄金的混合矿业股无论短期和中长期股价和金价联动都非常不紧密，暂时不建议投资者配置。



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢