

冠通期货研究咨询部
2023 年 12 月 15 日

国内黄金矿业股股价和国际金价在不同 时间长度下的相关性探讨

分析师

周智诚

期货从业资格证书编号：

F3082617

Z0016177

电话：

010-85356610

Email: [zhouzhicheng](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

[@gtfutures.com.cn](mailto:zhouzhicheng@gtfutures.com.cn)

公司网址：

<http://www.gtfutures.com.cn/>

摘 要

□ 摘要

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。

风险点：

- 1、美联储再次进入降息阶段，黄金矿业股和金价的相关性可能快速升高，令目前的相关性出现失真；
- 2、黄金矿业企业的多样化发展策略进展迅速，令黄金矿业股股价和国际金价的关系进一步复杂化，甚至无法产生较明显的正向联动。

一、现阶段 A 股市场中具有代表性的黄金矿业股和国际金价的相关性

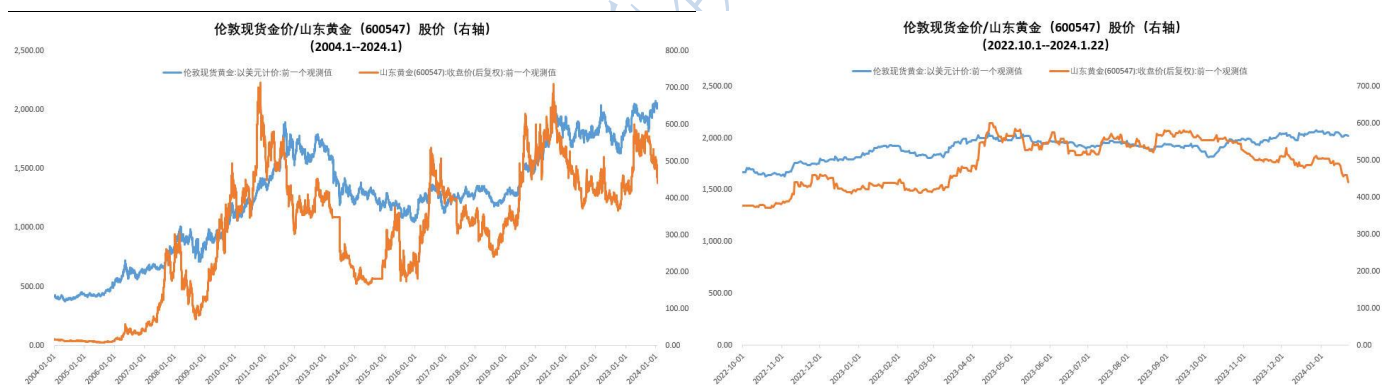
初步选取目前 A 股市场上具有代表性的 6 只黄金矿业股，尤其是国内产金大省山东省的上市黄金矿业企业，首先探讨两个时期的相关性：

- 1、该股票自上市以来与国际金价的相关关系，这一时间长度一般在 10 年以上，最长可达约 20 年左右；
- 2、第二个时间区间从 2022 年 10 月初开始，此时美联储进入最近数十年以来激进加息阶段的后半程，加息仍在持续，但金价从阶段低点 1614 美元/盎司一路反弹，直至 2023 年 12 月初抵达 2145 美元/盎司的历史最高点，其中美联储加息进程在 2023 年 7 月终止，但金价的高位反弹和震荡一直持续，验证 2022 年 10 月初至 2024 年 1 月底的黄金矿业股股价/国际金价的阶段性相关关系，可以较明确的看出该股票与金价互动的内在联系，对判断该股票是否具有中长期配置或短期投机价值具有重要的参考意义。

各股票的长期、短期相关性初步判断如下：

(1) 山东黄金（600547）

图：山东黄金与国际金价长期相关性（2004.1-2024.1）；二者中短期相关性变化情况（2022.10-2024.1）



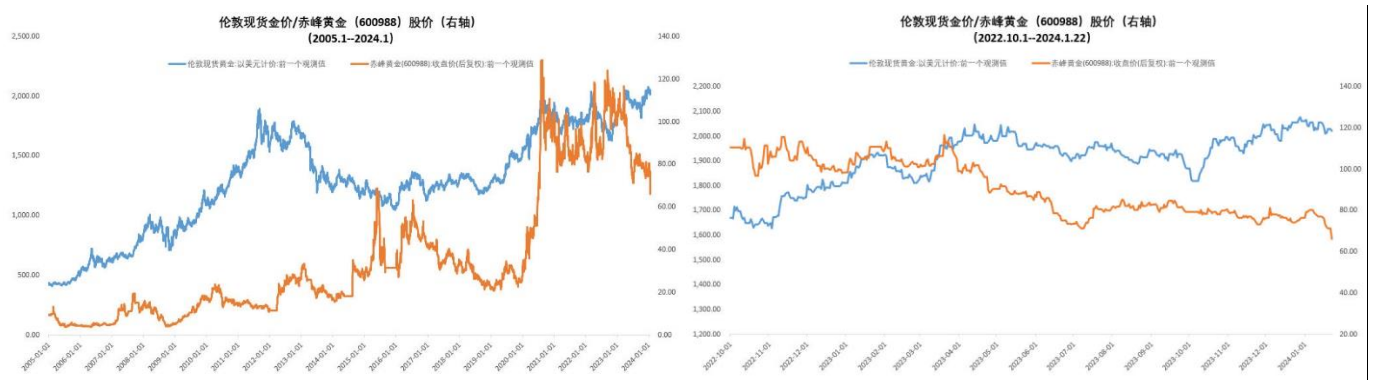
数据来源：WIND，冠通研究

山东黄金自股票 2004 年上市以来，股价与金价的相关性 0.8773，判定系数(R Square)=0.7696，即伦敦金价变化可以解释山东黄金股价变化的 76.96%；

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 0.6940；比长期相关性更弱。

(2) 赤峰黄金 (600988)

图：赤峰黄金与国际金价长期相关性 (2005.1-2024.1)；二者中短期相关性变化情况 (2022.10-2024.1)



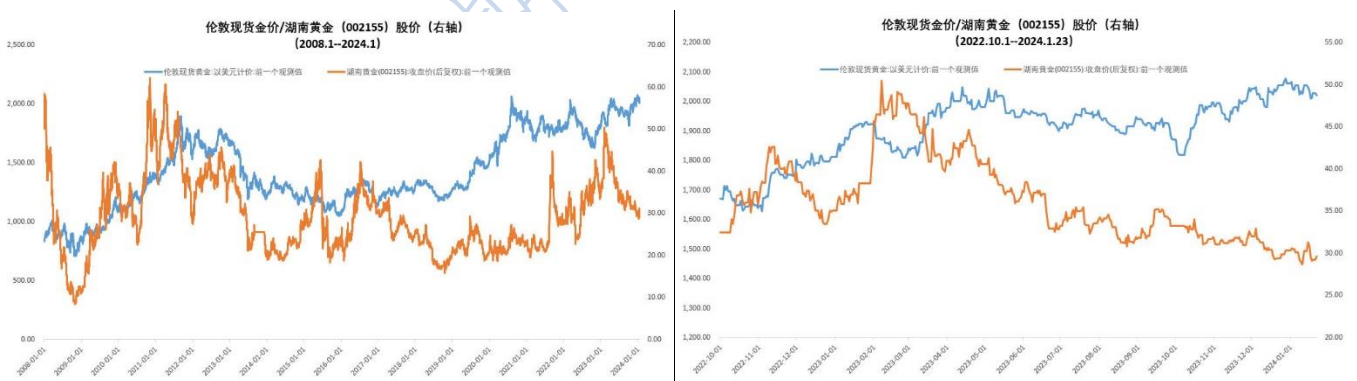
数据来源：WIND，冠通研究

赤峰黄金自 2005 年股票上市以来，股价与金价的相关性 0.7474，判定系数 (R Square)=0.5586，即伦敦金价变化可以解释赤峰黄金股价变化的 55.86%；

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-0.6207；短期相关性直接从较强正相关转为中等强度负相关。

(3) 湖南黄金 (002155)

图：湖南黄金与国际金价长期相关性 (2008.1-2024.1)；二者中短期相关性变化情况 (2022.10-2024.1)



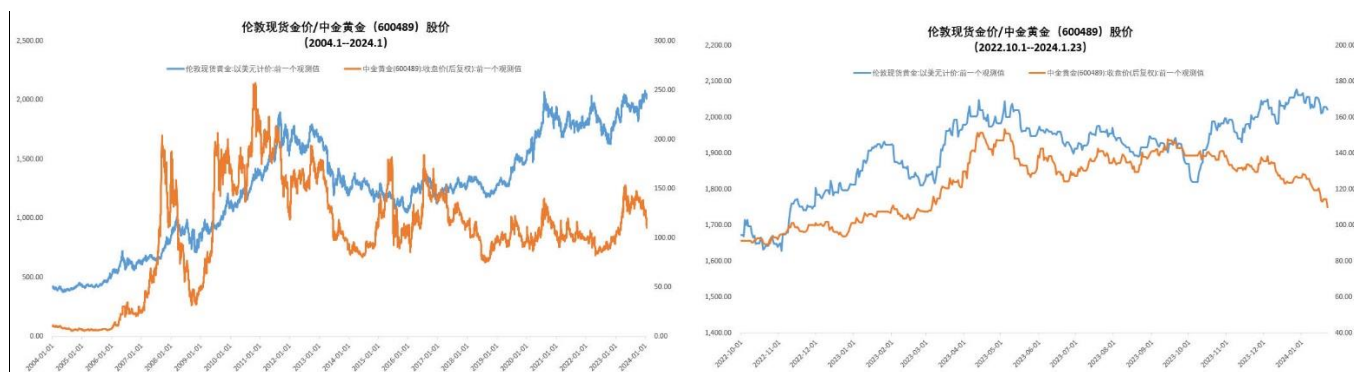
数据来源：WIND，冠通研究

湖南黄金自 2008 年股票上市以来，股价与金价的相关性 0.3056，判定系数 (R Square)=0.0933，即伦敦金价变化可以解释湖南黄金股价变化的 9.33%；

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-0.2697；短期相关性直接从长期的弱正相关转为弱负相关。

(4) 中金黄金 (600489)

图：中金黄金与国际金价长期相关性 (2004.1-2024.1)；二者中短期相关性变化情况 (2022.10-2024.1)



数据来源：WIND，冠通研究

中金黄金自股票上市以来，股价与金价的相关性 0.6140，判定系数 (R Square) =0.3769，即伦敦金价变化可以解释中金黄金股价变化的 37.69%；

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 0.7646；短期处于较强正相关，比长期中等强度正相关性更强。

(5) 西部黄金 (601069)

图：西部黄金与国际金价长期相关性 (2015.1-2024.1)；二者中短期相关性变化情况 (2022.10-2024.1)



数据来源：WIND，冠通研究

西部黄金自 2015 年股票上市以来，股价与金价的相关性 -0.6323，判定系数 (R Square) =0.3998，即伦敦金价变化可以解释西部黄金股价变化的 39.98%；

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 0.2945；短期相关性为弱正向相关，比长期中等强度负相关明显发生变化。

(6) 恒邦股份 (002237)

图： 西部黄金与国际金价长期相关性 (2008.6-2024.1)；二者中短期相关性变化情况 (2022.10-2024.1)



数据来源：WIND，冠通研究

恒邦股份自 2008 年 6 月股票上市以来，股价与金价的相关性 0.4486，判定系数 (R Square) =0.2012，即伦敦金价变化可以解释恒邦股份股价变化的 20.12%；

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 0.5495；短期相关性和长期相关性都是中等强度正相关，短期正相关更强。

二、黄金矿业股和国际金价长周期、短周期相关性列表

(一) 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 | 0.8773 | 0.6940 |
| 赤峰黄金 | 0.7474 | -0.6207 |
| 中金黄金 | 0.6140 | 0.7646 |
| 恒邦股份 | 0.4486 | 0.5495 |
| 湖南黄金 | 0.3056 | -0.2697 |
| 西部黄金 | -0.6323 | 0.2945 |

只看长期相关性，山东黄金和赤峰黄金居前两位，但需要注意赤峰黄金和金价的短期相关性竟然为负值；如果严格考察黄金矿业股和金价长期、短期相关性都比较高、且相关关系都为正值，那么山东黄金和中金黄金才是“表里如一”的最佳代表。这从侧面证明，山东黄金和中金黄金的矿业主业是真正、紧密围绕黄金开采进行的，股价波动无论美联储降息和升息周期，无论金价自然涨跌周期都是紧密跟随金价的，金价的中长期上涨也较好的体现在山东黄金和中金黄金的股价变动上。

（二）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 | 0.7646 |
| 山东黄金 | 0.8773 | 0.6940 |
| 恒邦股份 | 0.4486 | 0.5495 |
| 西部黄金 | -0.6323 | 0.2945 |
| 湖南黄金 | 0.3056 | -0.2697 |
| 赤峰黄金 | 0.7474 | -0.6207 |

从金价股价短周期相关性可以看到，2022 年 10 月美联储加息后半程、同时也是金价大幅上涨（1614—2145 美元/盎司）以来，金价与股价“劈叉最严重”的是赤峰黄金和湖南黄金，这两只股票在金价明确上涨的一个周期，股价竟然是整体下跌的，其中赤峰黄金竟然“不可思议”的出现中等强度负相关，即金价持续上涨一年多而股价持续下降一年多，让人怀疑赤峰黄金在这个期间是在开采黄金、销售黄金吗？事实上，这两只股票都是典型的存在自身问题的股票。

三、赤峰黄金、湖南黄金短周期与金价负相关，是典型的“个股风险”

（1）赤峰黄金的个股风险：

（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至 29%提升至 84%。（上述事实为典型的疫情前状况）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。

通过查阅赤峰黄金相关财报可知，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。

通过查阅赤峰黄金相关财报可知，赤峰黄金 2023 年三季报显示，2023 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 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 单季度实现营业收入 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。

以上表述可以看出，2020-2023 期间赤峰黄金效益下滑，主要是在这期间大量收购境外黄金矿山资产，产生大量现金流流出，收益下降；而境外矿山在此期间生产遭遇不顺，没有能及时开采出足够的黄金覆盖采购黄金矿山的成本，导致收益严重下滑，股价萎靡不振；如果未来境外矿山顺利达产，同时金价继续维持高位甚至继续上涨，那么赤峰黄金的收益将非常可观，股价不排除大涨。整体看，赤峰黄金目前股价适合介入，短期或中期持有都是合适的。

（2）湖南黄金的个股风险

金铋双轮（利润来源相当一部分不是黄金！）

（国金证券）湖南黄金全产业链布局，金铋价格上涨驱动业绩。公司布局金、铋和钨全产业链，是国内铋矿开发龙头。1H23 黄金和铋业务营收分别为 119.68/8.73 亿元，营收占比分别为 92%/7%，同期黄金和铋业务毛利分别为 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 公司自产黄金及铋品受停产及品位影响，产量有所下降，但金铋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。

以上表述可以看出，湖南黄金从一开始就不是“纯粹的”黄金矿业公司，而是一家黄金矿业和特殊稀有金属的“混合”矿业公司，稀有金属占公司毛利高达41%，这赋予了湖南黄金强烈的工业金属公司的特性，稀有金属很有可能受到经济周期较强的影响，而黄金业务受美联储“降息一升息”周期和市场避险情绪的强烈影响，混合矿业公司的特性决定了湖南黄金的股价和金价无论长期、短期都不是很强。

（3）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。

风险提示

- 1、美联储再次进入降息阶段，黄金矿业股和金价的相关性可能快速升高，令目前的相关性出现失真；
- 2、黄金矿业企业的多样化发展策略进展迅速，令黄金矿业股股价和国际金价的关系进一步复杂化，甚至无法产生较明显的正向联动。

分析师 周智诚

冠通期货研究咨询部

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356596

Email: zhouzhicheng@gtfutures.com.cn

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。