

贵金属资源注入，老牌铅锌央企焕新出发

——株冶集团首次覆盖

核心观点

- **国内铅锌冶炼龙头。**公司实控人为五矿集团，株冶集团保有国内最大的铅锌生产规模，锌产量一直居行业的首位，占全国锌产能的 10%左右，为中国最大的单体锌冶炼企业。公司主要产品有锌锭、热镀锌合金、铸造锌合金，铅锭、铅基合金、黄金、白银等，副产品为硫酸、氧化锌、锑白粉等，矿产品有铅精矿、锌精矿、金精矿、铜精矿等，以及小产品镉锭、铟锭。
- **冶炼转贵金属资源型企业，盈利能力获质变。**23 年公司注入五矿集团旗下水口山有限，正式从铅锌冶炼企业转为资源型企业，公司盈利能力获得大幅提升的关键在于冶炼企业毛利率远低于资源型企业毛利率。从净利率角度看，2019-2022 年公司销售净利率分别为 0.84%、1.41%、1.46%、0.66%，23 年收购水口山有限后，公司 23Q1-3 净利率上升至 3.64%。后续随着公司技改项目持续推进，铅精矿自给率提升，自产金及锌精矿毛利率有望继续上行。
- **传统业务锌冶炼市占率高，冶炼能耗处于行业先进水平。**锌产品行业下游中基建和建筑行业合计占比超 56%。我们认为，行业方面，24 年随着宏观经济逐步复苏，基建投资韧性犹存，叠加美联储 24 年的降息预期，锌冶炼行业需求受房地产下行的影响有限。公司方面，公司为国内最大单体锌冶炼企业，锌产品均为冶炼产品，产能为 68 万吨，22 年公司锌合金销量全国市占率近 10%，稳居行业前列。且从成本端来看，公司在锌冶炼行业单位能耗 893.61 kgce/t，处于行业领跑水平。
- **潜在注入预期。**公司收购水口山有限事件有效解决株冶集团与水口山有限可能存在的潜在同业竞争问题，以此次收购为例，我们认为，未来公司或通过相同方式解决同业竞争问题。如若未来黄沙坪矿业、锡矿山等五矿下属子公司注入上市公司，这类资源型企业拥有的贵金属等矿产资源有望提升公司盈利能力。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2023-2025 年每股净收益分别为 0.60、0.77、0.87 元，参考可比公司估值，给予公司 24 年 19x 市盈率，对应目标价为 14.63 元，首次给予买入评级。

风险提示

宏观经济波动风险、原材料价格上涨风险、下游行业市场波动风险、美国二次通胀风险、后续新矿产资源注入不及预期的风险

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,472	15,677	22,038	23,275	25,143
同比增长(%)	11.6%	-4.8%	40.6%	5.6%	8.0%
营业利润(百万元)	323	142	833	1,060	1,201
同比增长(%)	10.4%	-56.2%	487.9%	27.2%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	164	56	648	823	933
同比增长(%)	3.2%	-65.7%	1052.1%	27.1%	13.3%
每股收益(元)	0.15	0.05	0.60	0.77	0.87
毛利率(%)	4.7%	4.2%	8.2%	8.8%	9.0%
净利率(%)	1.0%	0.4%	2.9%	3.5%	3.7%
净资产收益率(%)	88.3%	25.1%	25.5%	15.6%	15.2%
市盈率	70.5	205.6	17.8	14.0	12.4
市净率	50.2	53.0	2.4	2.0	1.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2024年03月26日)	10.94 元
目标价格	14.63 元
52 周最高价/最低价	11.75/7.25 元
总股本/流通 A 股 (万股)	107,287/75,181
A 股市值 (百万元)	11,737
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2024 年 03 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.6	11.29	39.19	25.16
相对表现%	4.55	8.67	32.6	37.16
沪深 300%	-0.95	2.62	6.59	-12



证券分析师

刘洋	021-63325888*6084 liuyang3@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520010002 香港证监会牌照: BTB487
李一冉	liyiran@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860523040001

联系人

李柔璇	lirouxuan@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

目录

一、公司介绍：国内铅锌冶炼龙头	5
1.1 公司介绍：国内铅锌冶炼龙头	5
1.2 股权结构：实控人为五矿集团	7
1.3 历史沿革：60 年发展历史，2010 年成为央企	7
二、冶炼转贵金属资源型企业，盈利能力获质变	9
2.1 24 年降息预期升温为主旋律，金价有望维持高位	9
2.2 23 年收购水口山，转型资源型企业	12
三、传统业务锌冶炼市占率高，冶炼能耗处于行业先进水平	16
3.1 基建投资韧性犹存，锌冶炼行业需求受影响有限	16
3.2 国内最大单体锌冶炼企业，冶炼能耗处于行业先进水平	17
四、新矿产资源后续有望再注入	19
盈利预测与投资建议	20
盈利预测	20
投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图 1: 株冶集团营业收入变化 (单位: 亿元)	6
图 2: 株冶集团归母净利润变化 (单位: 亿元)	6
图 3: 2022 年公司锌及锌合金营收占比占 80%.....	6
图 4: 2023H1 公司锌及锌合金营收占比下降至 56%.....	6
图 5: 公司 23H1 股权结构图.....	7
图 6: 公司历史沿革.....	7
图 7: 沪金 23 年走势强劲	9
图 8: 23 年 4 月-11 月人民币出现较大幅度贬值.....	9
图 9: 美国 PCE、核心 PCE、CPI、核心 CPI 当月同比 (%)	10
图 10: 美国制造业与服务业 PMI (%)	10
图 11: 24 年 2 月 美国劳工统计局下修 23 年 12 月与 24 年 1 月非农就业人数.....	10
图 12: 近半年美国薪资增速明显放缓.....	10
图 13: 美元指数 24 年初出现反弹.....	10
图 14: 美国 10 年期国债收益率 24 年初出现反弹 (%)	10
图 15: 全球制造业 PMI 小幅回暖 (%)	11
图 16: 央行连续第 16 个月增加黄金储备 (万盎司)	11
图 17: CME 预期年内将有 5 次降息, 累计幅度或达 100 个基点, 且首次降息将在 6 月	11
图 18: 本轮加息以来, 黄金权益超额收益累计涨跌幅显著高于黄金商品价格累计涨跌幅 (2022.3.22-2024.2.21)	12
图 19: 2015.12-2018.12 加息周期中, 黄金权益超额收益累计涨跌幅低于黄金商品价格累计涨跌幅 (2015.12.16 -2018.12.28)	12
图 20: 水口山有限 2020-2022 年 8 月营业收入与净利润 (单位: 亿元)	12
图 21: 水口山有限黄金自产量 (单位: 吨)	13
图 22: 水口山有限白银自产量 (单位: 吨)	13
图 23: 株冶集团 23 年并入水口山有限后, 销售净利率及毛利率均出现显著上升	15
图 24: 可比公司 22 年铅锌冶炼产品自给率与毛利率	15
图 25: 锌冶炼流程图.....	16
图 26: 我国锌产品初端消费应用情况.....	16
图 27: 我国锌产品行业消费结构.....	16
图 28: 地产投资下行, 基建投资托底.....	17
图 29: 预计 2024 年乘用车销量同比增速为 2%.....	17
图 30: 锌锭.....	17
图 31: 热镀锌合金	17
图 32: 公司锌锭销量占比近全国总量 10%左右 (单位: 吨)	18
图 33: 近两年公司锌冶炼单吨毛利受成本上行下滑 (单位: 元/吨)	18

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1: 公司主要产品及主要用途.....	5
表 2: 水口山有色金属有限责任公司 23 年上半年净利率达 9.01%	6
表 3: 水口山有限与可比公司黄金毛利率	14
表 4: 水口山有限与同行业可比公司锌精矿毛利率	14
表 5: 《锌冶炼企业单位产品能源消耗限额》(GB21249-2014) 标准对锌冶炼企业单位产品综合能耗限定值、准入制和先进值要求 (单位: 千克标准煤/吨)	18
表 6: 株冶有色锌冶炼项目能耗情况 (单位: 千克标准煤/吨)	18
表 7: 中国五矿 (含下属公司) 与上市公司存在类同业务的主体情况.....	19
表 8: 可比公司估值表 (PE)	22

一、公司介绍：国内铅锌冶炼龙头

1.1 公司介绍：国内铅锌冶炼龙头

株冶集团保有国内最大的铅锌生产规模，锌产量一直居行业的首位，占全国锌产能的 10%左右，为中国最大的单体锌冶炼企业。

公司主要产品有锌锭、热镀锌合金、铸造锌合金，铅锭、铅基合金、黄金、白银等，副产品为硫酸、氧化锌、锑白粉等，矿产品有铅精矿、锌精矿、金精矿、铜精矿等，以及小产品镉锭、铟锭。2023 H1 公司生产锌及锌合金 32 万吨，铅及铅合金 5 万吨，黄金 1.45 吨，白银 145 吨。

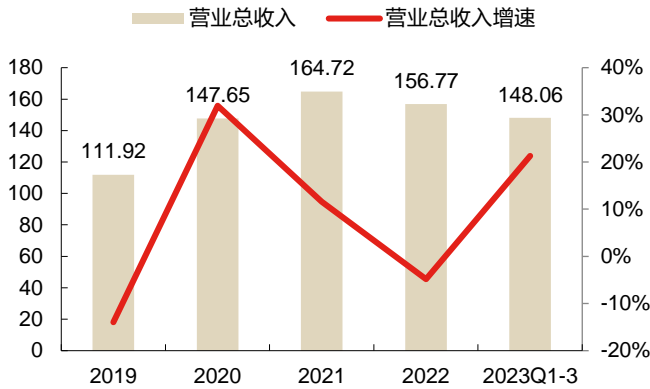
表 1：公司主要产品及主要用途

产品名称	主要用途
锌锭	金属锌具有良好的压延性、耐磨性、抗腐蚀性、铸造性，有较好常温机械性，能与多种金属制成性能优良的合金。主要以镀锌、锌基合金、氧化锌形式广泛应用于汽车、建筑、家用电器、船舶、轻工、机械、电池等行业。
热镀锌合金	热镀锌合金广泛用于板带、结构件批量镀锌，应用于汽车板、建筑材料板、家用电器 GA/GI 板带连续镀锌以及高速公路护栏、电力铁塔、镀管等结构件镀锌行业。
铸造锌合金	铸造锌合金广泛用于卫浴、锁具、门窗五金、服饰配件、标牌、玩具等锌铸造件行业。
铅锭	主要应用在制造蓄电池、涂料、弹头、焊接材料、化学品铅盐、电缆护套、轴承材料、嵌缝材料、巴氏合金和 X 射线的防护材料等。
铅基合金	主要应用于蓄电池、电缆护套、电解铜、电解锌、放射性工作的防护材料等行业。
硫酸	铅锌冶炼副产品，主要消费领域是化肥(主要是磷肥、硫酸钾)、钛白粉、氢氟酸、粘结纤维、饲钙、造纸等行业。下游消费领域主要有镍镉电池，颜料和荧光粉，塑料稳定剂，以及电镀、焊料，钢件镀层防腐，合金等。
铟锭	主要用于生产 ITO 靶材(生产液晶显示器和平板屏幕)，电子半导体，焊料和合金，涂层以及研究行业使用等。
黄金	不仅用于储备和投资的特殊通货，同时又是首饰业、电子业、现代通讯、航天航空业等部门的重要材料。
白银	主要应用于电子电器中电接触材料、复合材料和焊接材料、感光材料(摄影胶卷、相纸、X-光胶片、荧光信息记录片、电子显微镜照相软片和印刷胶片)、化学化工(主要是银催化剂、电子电镀工业制剂)、工艺饰品。
氧化锌	有色冶炼及化工原材料
铅精矿	有色冶炼原材料
锌精矿	有色冶炼原材料
金精矿	有色冶炼原材料
铜精矿	有色冶炼原材料

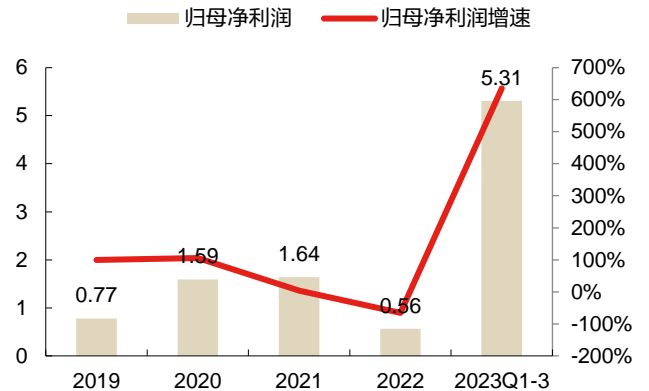
数据来源：公司公告、东方证券研究所

最新业绩预告显示，预计 2023 年年度实现归属于母公司所有者的净利润 6 亿元到 7.2 亿元，与上年同期（法定披露数据）相比，将同比增加 5.44 亿元到 6.64 亿元，同比增长 967.41%到 1180.89%；根据《企业会计准则》的相关规定，公司按照同一控制下的企业合并原则对上年同期数进行了追溯调整，与上年同期（重述后的财务数据）相比预计增长约 22.95%-47.54%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

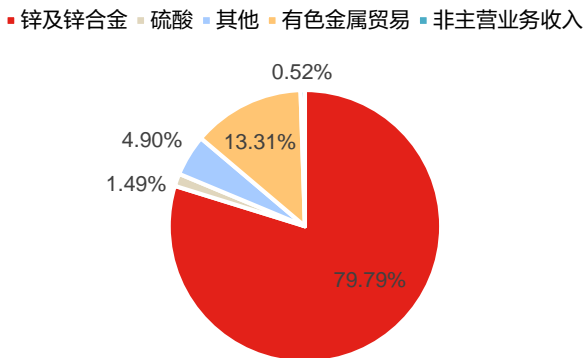
图 1：株冶集团营业收入变化（单位：亿元）


数据来源：wind、东方证券研究所
备注：增速为同比，2023Q1-3 增速为同比 22 年末追溯水口山调整后数据

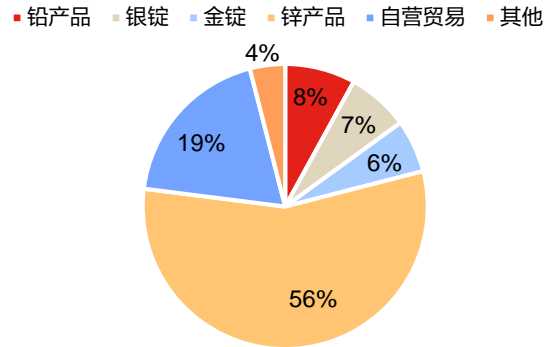
图 2：株冶集团归母净利润变化（单位：亿元）


数据来源：wind、东方证券研究所 备注：2023Q1-3 水口山有限已并表，2023Q1-3 增速为同比 22 年末追溯水口山调整后数据

23H1 资源端开始贡献利润，水口山有限 23H1 提供净利润 2.6 亿。 22 年锌及锌合金占公司营收 79.79%，有色金属贸易占 13.31%，硫酸占 1.5%，而 23 年半年报显示，锌产品营收占比已下降至 56%，贸易占比提升至 19%，铅产品占比为 8%，银锭占比达 7%，金锭占比达 6%。锌合金产品占比明显下滑，取而代之金银锭占比提升至 13%。

图 3：2022 年公司锌及锌合金营收占比占 80%


数据来源：wind、东方证券研究所

图 4：2023H1 公司锌及锌合金营收占比下降至 56%


数据来源：wind、东方证券研究所

公司重要参股子公司有湖南株冶有色，湖南株冶火炬新材料，水口山有限，其中我们将参股子公司 23H1 营收与净利润加总，可得公司 23H1 参股子公司总营收为 107.33 亿元（上海金火炬金属有限责任公司权益占比 85%，湖南株冶火炬新材料有限公司权益占比 45%）；23H1 参股公司净利润为 3.77 亿元（上海金火炬金属有限责任公司权益占比 85%，湖南株冶火炬新材料有限公司权益占比 45%），其中水口山有限营收占比为 26.82%，净利润占比为 68.91%（备注：水口山营收占比=水口山有限 23H1 营收/公司 23 半年报披露主要控股参股公司加总营业收入；水口山净利润占比=水口山有限 23H1 净利润/公司 23 半年报披露主要控股参股公司加总净利润。）

表 2：水口山有色金属有限责任公司 23 年上半年净利率达 9.01%

重要参股子公司	营收 (万元)	净利润 (万元)	净利率
湖南株冶有色金属有限公司	338,920.93	8,315.93	2.45%
湖南株冶火炬新材料有限公司	271,230.78	743.75	0.27%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

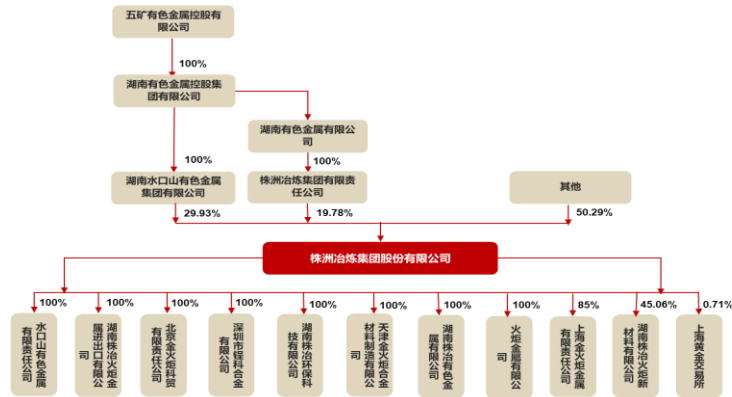
水口山有色金属有限责任公司	287,841.99	25,945.10	9.01%
---------------	------------	-----------	-------

数据来源：公司 23 年半年报、东方证券研究所

1.2 股权结构：实控人为五矿集团

湖南水口山有色金属集团有限公司为株洲冶炼集团股份有限公司（以下简称“株冶集团”）第一大股东，实际控制人为中国五矿集团有限公司。

图 5：公司 23H1 股权结构图



数据来源：公司公告、东方证券研究所

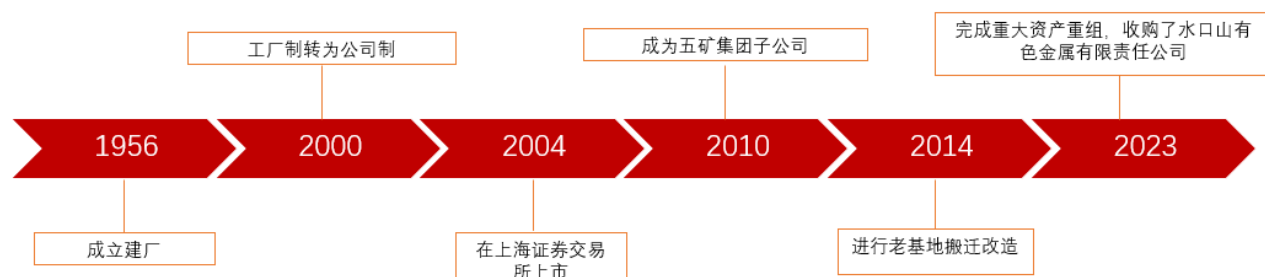
1.3 历史沿革：60 年发展历史，2010 年成为央企

株洲冶炼集团股份有限公司源于 1956 年始建的株洲冶炼厂，是国家“一五”期间建设的重点企业。2000 年开始，企业由工厂制转为公司制、股份制。2004 年公司在上海证券交易所上市，股票代码 600961。2010 年中国五矿通过增资扩股战略重组湖南有色金属控股集团有限公司，成为株冶最终控制人。公司主要生产锌及其合金，综合回收银、铜等稀贵金属和硫酸；锌产品年产能 68 万吨，综合回收硫酸 60 万吨、铜 60 吨。公司“火炬”牌锌锭在伦敦金属交易所和上海期货交易所认证注册，“火炬”牌商标为“中国驰名商标”，多次荣获“全国用户满意企业”称号。

2014 年以来，公司深入践行习近平生态文明思想，积极响应国家老工业基地搬迁改造，“十三五”期间在湖南省衡阳市常宁完成 30 万吨锌产能绿色转移项目建设，在株洲市渌口区南洲工业园完成 30 万吨锌基材料项目建设。公司现有四大生产基地，分别在衡阳、株洲、深圳和天津，公司转移转型项目建设和达产达标创造多项新记录，先后被新华社、中央电视台焦点访谈誉为“央企绿色发展的典范”。

2023 年株冶集团完成重大资产重组，收购了水口山有色金属有限责任公司 100% 股权，至此公司正式拥有了独立的铅锌矿山资源，成为一家集铅锌等有色金属的采选、冶炼、销售为一体的综合性公司，进一步丰富了产业链和产品种类。

图 6：公司历史沿革



数据来源：公司官网、东方证券研究所

二、冶炼转贵金属资源型企业，盈利能力获质变

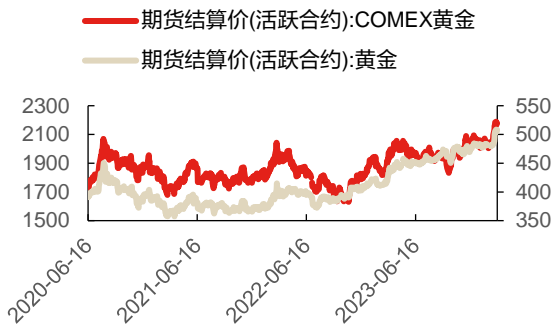
23 年美联储加息已至尾声，在降息预期不断升温的背景下，金价有望上行；水口山有限被注入株冶集团后，公司最具看点的贵金属业务有望在 24 年实现量价齐升。接下来我们将从行业与公司边际变化两方面详细介绍。

2.1 24 年降息预期升温为主旋律，金价有望维持高位

2.1.1 美国通胀与就业市场具韧性，24 年降息预期或震荡升温

23 年黄金整体走势强劲，下半年海内外黄金走势出现分化。23 年受到人民币较大幅度贬值影响，沪金全年表现优于 comex 黄金。23 年全年沪金全年累计收益率达 17.14%，而 comex 黄金全年累计收益率为 12.23%。

图 7：沪金 23 年走势强劲



数据来源：wind、东方证券研究所

注：左轴为 comex 黄金，盎司/美元；右轴为沪金，元/克

图 8：23 年 4 月-11 月人民币出现较大幅度贬值



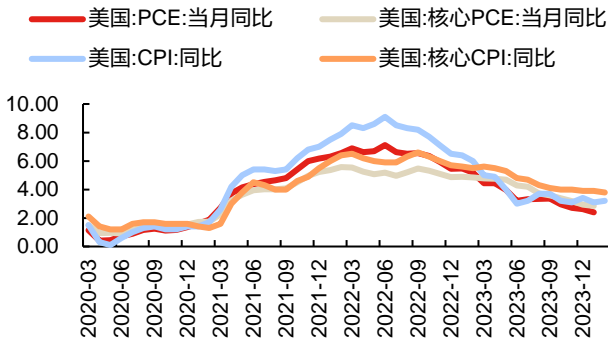
数据来源：wind、东方证券研究所

美国通胀仍具韧性，24 年降息预期或震荡中升温。悲观情况下，美国或出现二次通胀，但是在全球经济不确定叠加国内黄金需求上行背景下，金价有望维持高位，乐观情况下，美国通胀短期反弹后继续降温，黄金有望迎来较大幅度上涨。

从通胀角度看，23-24 年初通胀下降遇瓶颈。美国通胀在 23 年下半年持续放缓后，通胀开始出现反弹，美国 2 月核心 CPI 连续第二个月高于预期，3 月 12 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 2 月 CPI 同比增 3.2%，高于预期的 3.1%，前值为 3.1%。美国 2 月 CPI 环比增 0.4%，符合预期，但高出前值 0.3%。美联储更为关注剔除食品和能源成本的核心通胀，美国 2 月核心 CPI 同比增 3.8%，高于预期的 3.7%，较前值 3.9% 进一步回落，仍为 2021 年 5 月以来的最低水平。2 月核心 CPI 环比增 0.4%，为八个月最大升幅，高于预期的 0.3%，与前值持平。

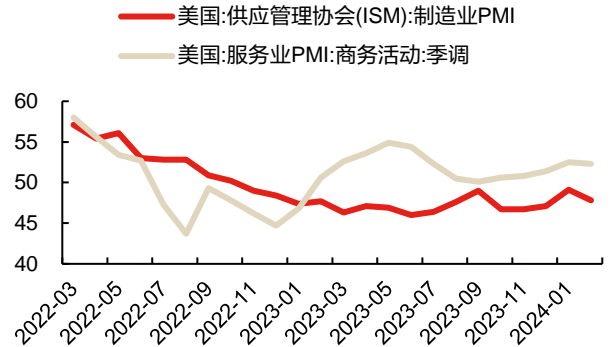
从经济基本面角度看，2023 年下半年美国经济增速开始放缓，美国 2 月 ISM 制造业指数意外降至 47.8%，不及预期的 49.5%，1 月前值为 49.1%。其中，新订单、就业等分项指标均陷入萎缩。其中，新订单指数 49.2%，前值 52.5%，单月下降 3.3 个点，新订单指数在 1 月时创下三年多以来的最大月度涨幅，于 2 月回撤；生产指数 48.4%，单月下滑 2 个点，创去年 7 月以来最低，生产指数在 1 月时出现四个月来首次扩大，接着 2 月下滑；就业指数 45.9%，创去年 7 月以来最低，前值 47.1%，单月回落 1.2 个点。近几个月来，就业分项指数整体处于低迷态势。

图 9：美国 PCE、核心 PCE、CPI、核心 CPI 当月同比 (%)



数据来源：wind、东方证券研究所

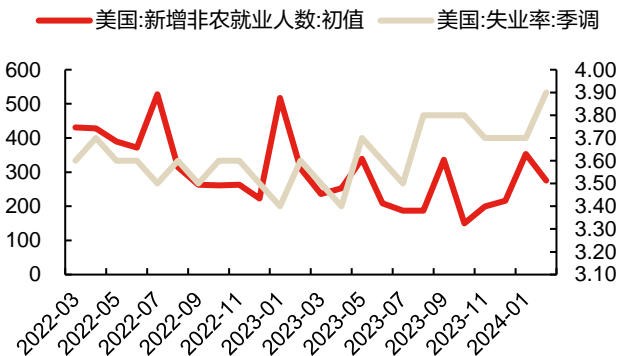
图 10：美国制造业与服务业 PMI (%)



数据来源：wind、东方证券研究所

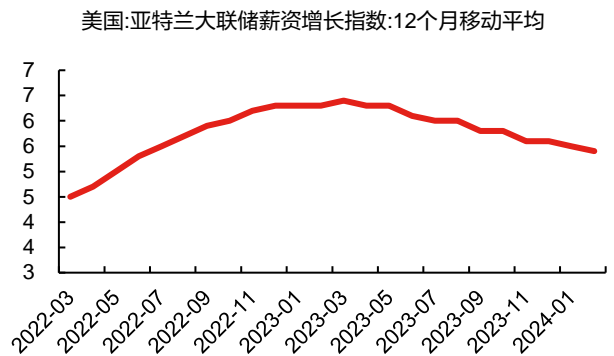
就业市场缓慢降温，美国 2 月份季调后非农就业人口增加 27.5 万人，高于市场预期的 20 万人，但是劳工统计局将 2023 年 12 月份的数据从 33.3 万人下修至 29 万人；1 月份数据从 35.3 万人下修至 22.9 万人。经过这些修正后，12 月和 1 月新增就业人数合计较修正前减少 16.7 万人。美国 2 月失业率意外升至 3.9%，为 2022 年 1 月来新高，市场预期在 3.7%。

图 11：24 年 2 月 美国劳工统计局下修 23 年 12 月与 24 年 1 月非农就业人数



数据来源：wind、东方证券研究所 备注：左轴为新增非农就业人数 千人，右轴为失业率 %

图 12：近半年美国薪资增速明显放缓



数据来源：wind、东方证券研究所

24 年 2 月美国通胀与就业数据均较符合预期，美元指数与美国 10 年期国债呈现下行趋势。

图 13：美元指数 24 年初出现反弹

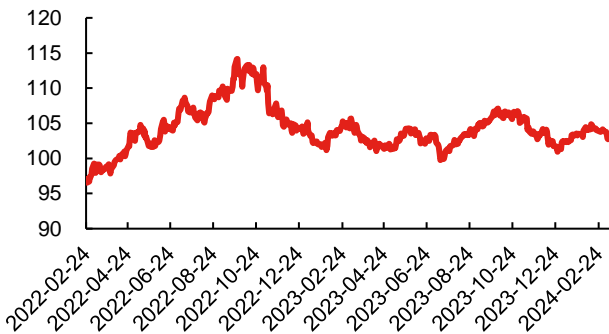
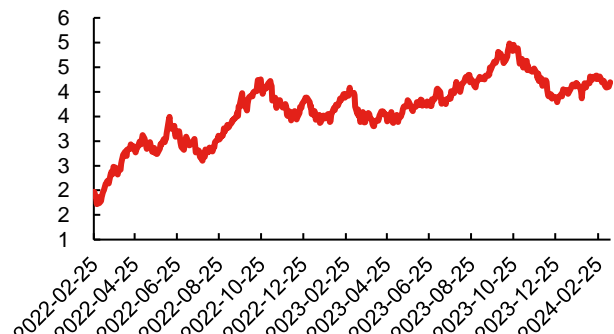


图 14：美国 10 年期国债收益率 24 年初出现反弹 (%)



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

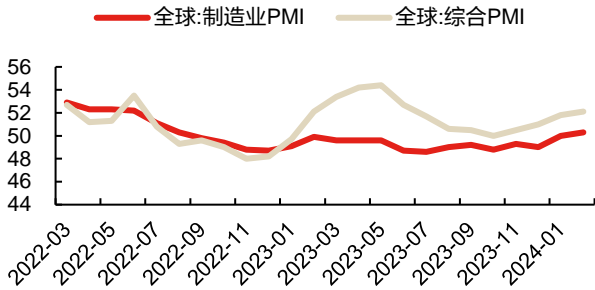
数据来源：wind、东方证券研究所

数据来源：wind、东方证券研究所

全球经济不稳定叠加国内央行持续增持黄金，我们判断黄金价难以出现大幅下跌。2024年2月份全球制造业 PMI 为 50.3%，连续 2 个月稳定在 49% 之上，且突破荣枯线 50%，全球经济正在回暖过程中，但是目前上行趋势难以确定长期可持续，叠加下半年美国总统大选，候选人不同的执政策略与风格或给中国乃至全球带来较大不确定性。

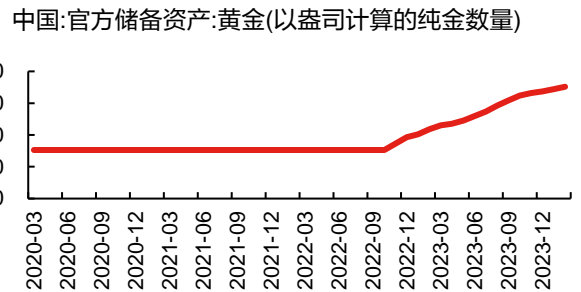
黄金需求持续提升，截至 24 年 2 月我国央行已连续 16 个月增加黄金储备。截至 2024 年 2 月末，我国央行黄金储备报 7258 万盎司，环比上升 39 万盎司。自 2022 年 11 月份以来，我国央行开启本轮黄金储备增持，至 2024 年 2 月份，已实现连续 16 个月增加。在全球政治经济具有高度不确定性的背景下，增持黄金可提升官方储备的稳定性，增强外围风险抵御能力。

图 15: 全球制造业 PMI 小幅回暖 (%)



数据来源：wind、东方证券研究所

图 16: 央行连续第 16 个月增加黄金储备 (万盎司)



数据来源：wind、东方证券研究所

降息预期短期或回调，全年逐步升温仍为主旋律。CME “美联储观察”最新数据显示，美联储 3 月维持利率在 5.25%-5.50% 区间的概率为 99%，降息 25 个基点的概率为 1%，到 5 月维持利率不变的概率为 91.1%，累计降息 25 个基点的概率为 8.8%，市场预期 6 月降息 25 个基点的概率为 50.4%。

图 17: CME 预期年内将有 5 次降息，累计幅度或达 100 个基点，且首次降息将在 6 月

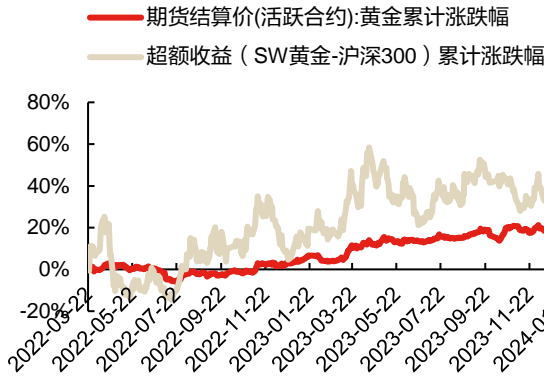
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.8%	91.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	50.4%	45.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	25.4%	48.0%	24.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	19.3%	42.1%	30.7%	6.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	9.8%	29.9%	36.8%	19.3%	3.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	6.8%	23.3%	34.5%	25.0%	8.6%	1.1%
2025/1/29	0.0%	0.3%	3.9%	15.6%	29.3%	29.5%	16.3%	4.6%	0.5%
2025/3/19	0.1%	2.2%	10.0%	22.8%	29.4%	22.6%	10.2%	2.5%	0.2%

数据来源：CME、东方证券研究所

2.1.2 市场风险偏好低时，黄金权益超额收益累计涨跌幅显著高于黄金商品价格累计涨跌幅

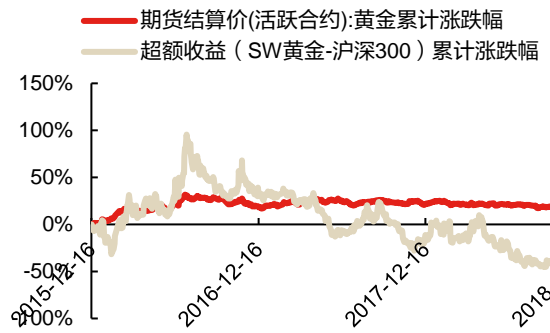
市场风险偏好低时，黄金权益相较于沪深 300 的超额收益累计涨跌幅显著高于黄金商品价格累计涨跌幅；市场风险偏好高时，黄金权益超额收益累计涨跌幅显著低于黄金商品价格累计涨跌幅。我们对比本轮加息与上一轮加息，同是加息背景下，本轮加息黄金权益超额收益累计涨跌幅显著高于黄金商品价格累计涨跌幅，我们认为 22 年至今，整体权益市场表现不佳，市场风险偏好较低，在权益市场中，更多资金流入黄金权益，从而黄金权益超额收益累计涨跌幅显著高于黄金商品价格累计涨跌幅；而在上一轮加息中，黄金权益超额收益累计涨跌幅显著低于黄金商品价格累计涨跌幅，我们认为 2015 年年中至 2018 年，整体权益市场表现较好，市场风险偏好较高，在权益市场，相较于黄金权益，更多资金进入成长等其他赛道，故黄金权益超额收益累计涨跌幅低于黄金商品价格累计涨跌幅。

图 18：本轮加息以来，黄金权益超额收益累计涨跌幅显著高于黄金商品价格累计涨跌幅（2022.3.22-2024.2.21）



数据来源：wind、东方证券研究所备注：以 2022 年 3 月 22 日为基数

图 19：2015.12-2018.12 加息周期中，黄金权益超额收益累计涨跌幅低于黄金商品价格累计涨跌幅（2015.12.16 - 2018.12.28）



数据来源：wind、东方证券研究所备注：以 2015 年 12 月 16 日为基数

2.2 23 年收购水口山，转型资源型企业

通过收购水口山有限，公司主营业务在交易前的锌冶炼及加工的基础上新增铅锌等矿石的采选、铅冶炼、铅加工及销售业务。23 年 1 月，公司通过发行股份及支付现金方式以为 33.16 亿元的交易作价购买水口山集团持有的水口山有限 100% 股权，其中现金支付比例为交易作价的 15.00%、股份支付比例为交易作价的 85.00%。本次交易完成后，公司将直接持有水口山有限 100.00% 股权。

根据公司公告显示，水口山有限 2020、2021、2022 1-8 月实现营业收入 45.8、50.7、36.1 亿元，净利润 4.3、4.0、3.0 亿元。同时，水口山铅锌矿采矿权资产向上市公司作出相应业绩承诺，2023-2025 年水口山铅锌矿采矿权资产累计实现的扣除非经常性损益后的净利润数不得低于人民币合计 8.34 亿元。

图 20：水口山有限 2020-2022 年 8 月营业收入与净利润（单位：亿元）

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/696215055154010105>