

# 中金黄金 (600489)

## 低估的黄金央企

### 买入 (首次)

2023年04月20日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

证券分析师 王钦扬

执业证书: S0600523030004

wangqy@dwzq.com.cn

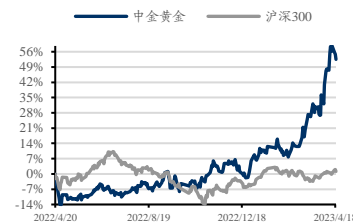
| 盈利预测与估值           | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)       | 56,102 | 56,000 | 62,000 | 66,000 |
| 同比                | 17%    | -0.18% | 11%    | 6%     |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 1,698  | 2,156  | 3,056  | 3,638  |
| 同比                | 9%     | 27%    | 42%    | 19%    |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.35   | 0.44   | 0.63   | 0.75   |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 33.66  | 26.51  | 18.70  | 15.71  |

关键词: #产品价格上涨 #稀缺资产

#### 投资要点

- **黄金唯一上市央企。**中金黄金是国内黄金矿业唯一一家央企控股的矿业上市公司, 2021年公司整体毛利率11.49%, 黄金产品毛利率6.8%, 矿山铜毛利率55.95%。
- **加息尾声渐进, 金价趋势上行:** 2023年3月, 美国经济数据低于预期, 显示美国劳动力市场有所降温; 各国央行加大购金力度, 俄罗斯和澳大利亚主权基金亦加大黄金投资。在紧缩带来银行风险事件的影响下、美国加息步入尾声已成定局。美债长短收益率倒挂并非长久, 短端收益率下降来修正收益率曲线为必然之势; 实际利率作为黄金价格的反向锚, 中枢下移, 黄金价格看涨。
- **吨金市值低, 亟待价值重估。**从产量/储量吨市值角度出发, 中金黄金的单位指标均处于较低水平; 而公司2022-2024PE水平亦低于行业。公司作为唯一央企理应享有更高估值水平。
- **优质黄金储量迭增, 集团资源静待注入:** 通过重组交易与资产注入, 公司获得丰硕的黄金资源, 并增资中原冶炼厂, 顺势拓张; 购股内蒙古矿业, 实现铜、金双线拉动; 集团注资承诺催化资产提质和盈利增长, 公司在多方业务条线和资源储备都极具优势; 在多方增资拓量利好加持下, 公司储量产能稳步增长。
- **铜钼业务: 收购内蒙古矿业增厚利润空间。**公司收购内蒙古矿业后, 为公司显著增厚利润空间: 2021年公司矿山铜产品产量逐步提高, 收益能力强, 毛利率维持在50%左右。公司产钼矿山主要为中国黄金集团内蒙古矿业有限公司, 2021年年产量达到5860吨。
- **国企改革提高经济效益, 股权激励提振信心:** 在稳定前进中追求卓越、深化改革, 效果显著; 股权激励顺利实施, 反响优异; 改革有效助益管理与财务费用优化, 极大提升了盈利质量。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2022-2024年收入为560/620/660亿元, 同比增速为0%/11%/6%; 归母净利润分别为22/31/36亿元, 同比增速分别为27%/42%/19%。对应PE分别为27/19/16x。此处我们选取山东黄金、湖南黄金、银泰黄金为可比公司, 得出2023-2024年PE均值为28/21x; 公司估值低于可比公司均值。考虑黄金价格持续上行, 公司业绩弹性较大且估值较低, 故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 项目推进不及预期; 黄金价格波动; 资产注入不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 11.79      |
| 一年最低/最高价      | 6.72/12.51 |
| 市净率(倍)        | 2.25       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 51,435.78  |
| 总市值(百万元)      | 57,149.82  |

#### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 5.24     |
| 资产负债率(% ,LF) | 43.65    |
| 总股本(百万股)     | 4,847.31 |
| 流通 A 股(百万股)  | 4,362.66 |

#### 相关研究

## 内容目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1. 黄金唯一上市央企</b> .....            | <b>4</b>  |
| 1.1. 央企控股，行业唯一 .....                | 4         |
| 1.2. 背靠中国黄金集团，国资委实控 .....           | 4         |
| 1.3. 黄金业务为主，产业布局合理 .....            | 4         |
| <b>2. 加息尾声渐进，金价趋势上行</b> .....       | <b>6</b>  |
| <b>3. 吨金市值低，亟待价值重估</b> .....        | <b>7</b>  |
| 3.1. 吨金市值：市值-产量/储量比均处较低水平 .....     | 7         |
| 3.2. 综合 PE 表现亦低于行业 .....            | 7         |
| <b>4. 优质黄金储量迭增，集团资源静待注入</b> .....   | <b>8</b>  |
| 4.1. 优异黄金资源丰硕 .....                 | 8         |
| 4.2. 增资中原冶炼厂，顺势拓张 .....             | 10        |
| 4.3. 购股内蒙古矿业，实现铜、金双线拉动 .....        | 12        |
| 4.4. 集团注资承诺催化资产提质和盈利增长 .....        | 13        |
| 4.5. 注资加持下黄金产量稳增 .....              | 15        |
| <b>5. 铜钼业务：收购内蒙古矿业增厚利润空间</b> .....  | <b>15</b> |
| 5.1. 铜业务：与黄金业务互为补充，两翼驱动 .....       | 15        |
| 5.2. 钼业务：从无到有，受益钼价中枢抬升 .....        | 18        |
| <b>6. 国企改革提高经济效益，股权激励提振信心</b> ..... | <b>19</b> |
| 6.1. 股权激励顺利实施，反响优异 .....            | 19        |
| 6.2. 改革有效助益管理与财务费用优化 .....          | 20        |
| <b>7. 盈利预测、估值与投资建议</b> .....        | <b>20</b> |
| <b>8. 风险提示</b> .....                | <b>22</b> |

## 图表目录

|       |                                     |    |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图 1:  | 公司实控人为国资委 (截止 2021 年年报)             | 4  |
| 图 2:  | 公司金产品产量 (单位: 吨)                     | 5  |
| 图 3:  | 2021 年公司主营业务收入结构                    | 5  |
| 图 4:  | 公司黄金业务营业收入及毛利率                      | 6  |
| 图 5:  | 公司铜业务营业收入及毛利率                       | 6  |
| 图 6:  | ADP 增加值显著低于预期                       | 6  |
| 图 7:  | 美国 PMI 下行显著                         | 6  |
| 图 8:  | 美债持续倒挂                              | 7  |
| 图 9:  | 黄金价格走势与美国实际利率趋势相反                   | 7  |
| 图 10: | 2022 年度拟开展的矿山地质环境治理与土地复垦区域的位置及措施    | 9  |
| 图 11: | 中原冶炼厂生产工艺流程图                        | 11 |
| 图 12: | 莱州金矿                                | 14 |
| 图 13: | 公司铜产量呈上升趋势                          | 15 |
| 图 14: | 黄金和铜业务毛利润对比 (单位: 亿元)                | 16 |
| 图 15: | 公司产铜矿山年产量比例图 (2021 年)               | 17 |
| 图 16: | 矿山铜年产量及毛利率                          | 17 |
| 图 17: | 电解铜年产量                              | 18 |
| 图 18: | 中国黄金集团内蒙古矿业有限公司钼矿年产量 (单位: 吨)        | 19 |
| 图 19: | 利润表部分费用变化                           | 20 |
|       |                                     |    |
| 表 1:  | 公司 2021 年主要产品及产量                    | 5  |
| 表 2:  | 公司储量/产量单位市值分析 (2023 年 4 月 11 日)     | 7  |
| 表 3:  | 黄金股 PE (2023 年 4 月 11 日)            | 8  |
| 表 4:  | 集团计划注入中金黄金的企业情况 (截至 2023.4.11)      | 9  |
| 表 5:  | 中原冶炼厂产能情况 (2021.12.31)              | 12 |
| 表 6:  | 公司矿产金产量 (单位: 吨)                     | 15 |
| 表 7:  | 公司产铜矿山品位及年产量 (截止 2021 年年报)          | 16 |
| 表 8:  | 中国黄金集团内蒙古矿业有限公司钼矿基本情况 (截止 2021 年年报) | 18 |
| 表 9:  | 激励对象名单授予情况                          | 19 |
| 表 10: | 公司分业务营收毛利拆分                         | 21 |
| 表 11: | 可比公司估值 (2023 年 4 月 20 日)            | 22 |

## 1. 黄金唯一上市央企

中金黄金股份有限公司（以下简称为中金黄金），是国内黄金行业首家上市公司，被业界誉为“中国黄金第一股”。目前公司以黄金业务为主体，实现黄金等有色金属从勘探、开采、冶炼，到生产、加工、销售的完整产业链，不断提高核心竞争力，打造中国黄金第一品牌。

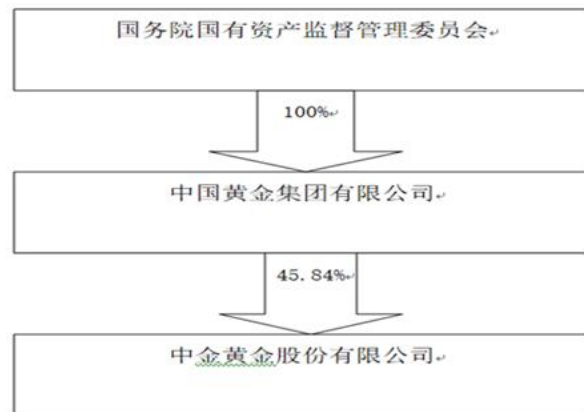
### 1.1. 央企控股，行业唯一

中金黄金股份有限公司成立于2000年6月23日，由中国黄金集团有限公司的前身中国黄金总公司作为主发起人，联合其它6家企业共同发起设立，是国内黄金矿业目前唯一一家央企控股的矿业上市公司，是中国黄金协会副会长单位。

### 1.2. 背靠中国黄金集团，国资委实控

截至2023年4月17日，中金黄金股份大股东为中国黄金集团有限公司，持股比例45.84%；中国黄金集团有限公司由国务院国有资产监督管理委员会100%持股，国资委为中金黄金股份的实际控制人。

图1：公司实控人为国资委（截止2021年年报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 黄金业务为主，产业布局合理

公司主要从事黄金、有色金属的地质勘查、采选、冶炼的投资与管理；黄金生产的副产品加工、销售；黄金生产所需原材料、燃料、设备的仓储、销售；黄金生产技术的研究开发、咨询服务；高纯度黄金制品的生产、加工、批发；进出口业务；商品展销等。公司的核心产品为黄金，其中黄金系列产品包括金精矿、合质金和标准金等。其他产品

主要包括铜、白银和硫酸等。

表1: 公司 2021 年主要产品及产量

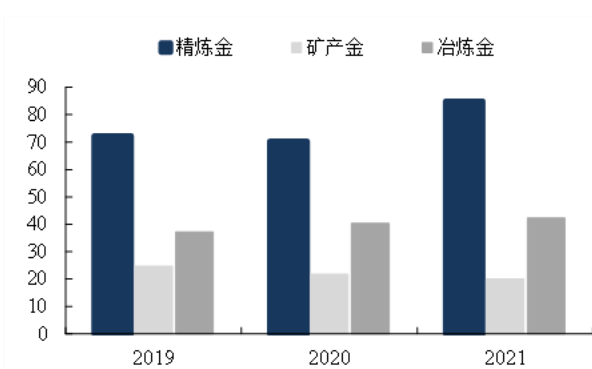
| 产品名称 | 年产量      | 年产量比上年增减 |
|------|----------|----------|
| 精炼金  | 84.98 吨  | 14.58 吨  |
| 矿产金  | 20 吨     | -1.74 吨  |
| 冶炼金  | 42.25 吨  | 1.96 吨   |
| 矿山铜  | 8.13 万吨  | 69.32 吨  |
| 电解铜  | 40.17 万吨 | 6.48 万吨  |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司旗下有 32 家主要控股参股公司, 负责金矿采选、铜钼矿采选、金铜冶炼等多个环节, 拥有完整的产业链和合理的产业布局。在不断完善和扩大黄金业务的同时, 公司也逐步发展铜钼业务, 提高多元化, 丰富产业结构。

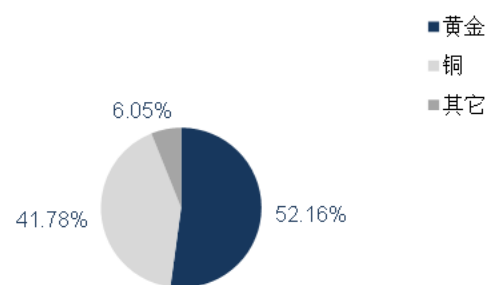
公司产品结构丰富, 产量稳中向好。2021 年, 公司全年生产精炼金 84.98 吨, 比 2020 年增加 14.58 吨; 矿产金 20 吨, 比 2020 年减少 1.74 吨; 冶炼金 42.25 吨, 比 2020 年增加 1.96 吨; 矿山铜 8.13 万吨, 比 2020 年增加 69.32 吨; 电解铜 40.17 万吨, 比 2020 年增加 6.48 万吨。

图2: 公司金产品产量 (单位: 吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 2021 年公司主营业务收入结构

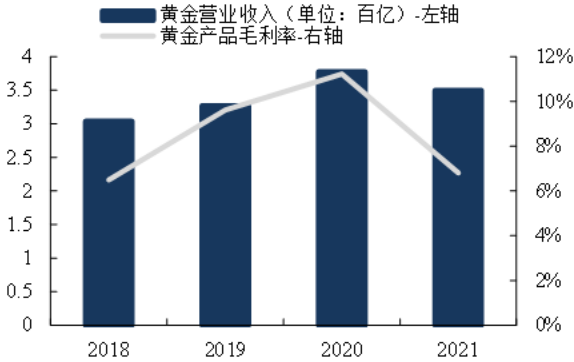


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

收入结构来看, 公司以黄金业务收入为主, 铜业务收入为辅。2021 年, 黄金营业收入占主营业务收入五成以上, 铜营业收入也达到四成以上。黄金业务的营业收入整体呈上升趋势, 2021 年略有下降, 对应的毛利率变化趋势类似。铜业务的营业收入保持增长,

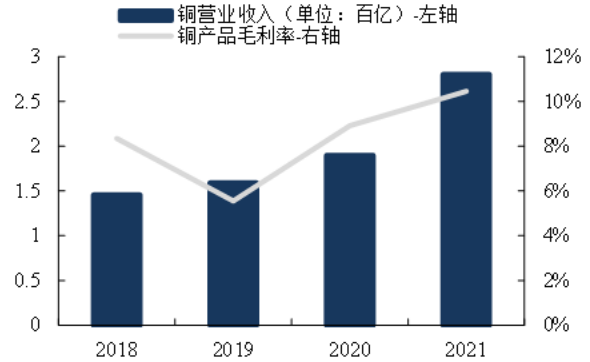
2021 年的营业收入比上年增长达到 47.71%，毛利率整体也保持上升趋势。

图4：公司黄金业务营业收入及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司铜业务营业收入及毛利率

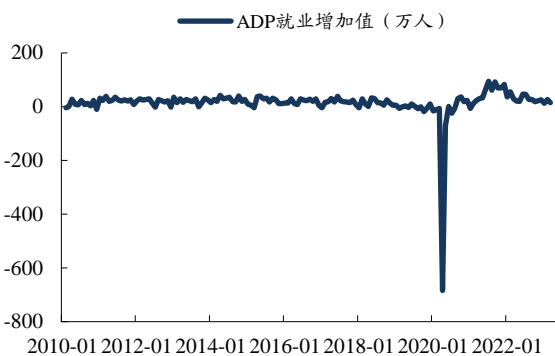


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 加息尾声渐进，金价趋势上行

加息尾声，金价看涨。2023 年 3 月，美国的 ADP 就业人数增加约 14.5 万人，这一数字低于经济学家普遍预期(预期为 21 万人), 低于 2023 年 2 月份经调整后上修的 26.1 万人。2023 年 3 月，美国 ISM 非制造业指数及 2 月份的职位空缺数均显著低于预期，显示美国劳动力市场有所降温；尽管失业率降低且时薪上涨超预期，系美国劳动市场韧性较强，此前超强加息周期作用还仍需时间。

图6：ADP 增加值显著低于预期



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：美国 PMI 下行显著



数据来源：wind，东吴证券研究所



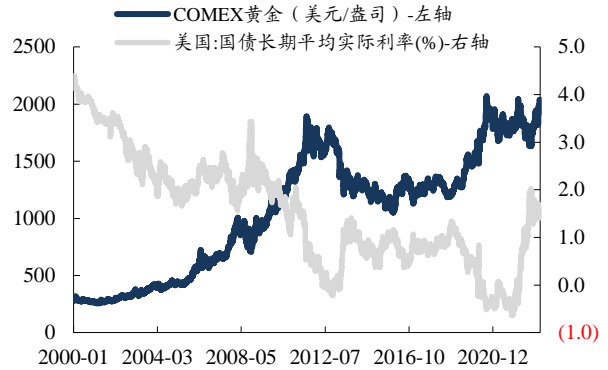
虽然市场预期美国 5 月加息 25BP 概率有所上升，但在紧缩带来银行风险事件的影响下、加息步入尾声已成定局。美债长短收益率倒挂并非长久，短端收益率下降来修正收益率曲线为必然之势；实际利率作为黄金价格的反向锚，中枢下移，黄金价格看涨。

图8：美债持续倒挂



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：黄金价格走势与美国实际利率趋势相反



数据来源：wind，东吴证券研究所

### 3. 吨金市值低，亟待价值重估

#### 3.1. 吨金市值：市值-产量/储量比均处较低水平

从产量/储量吨市值角度出发，测算可得：1) 产量-吨市值较低的为招金矿业和赤峰黄金；2) 储量-吨市值较低的公司为赤峰黄金、招金矿业、湖南黄金和中金黄金。

表2：公司储量/产量单位市值分析（2023 年 4 月 11 日）

| 股票简称 | 市值（亿元） | 产量-吨市值（亿元） |       | 储量-吨市值（亿元） |
|------|--------|------------|-------|------------|
|      |        | 2022A      | 2023E |            |
| 赤峰黄金 | 308    | 23         | 21    | 0.7        |
| 银泰黄金 | 397    | 56         | 51    | 3.0        |
| 紫金矿业 | 3536   | 63         | 49    | 4.5        |
| 招金矿业 | 424    | 22         | 21    | 1.1        |
| 山东黄金 | 1064   | 27         | 26    | 2.1        |
| 湖南黄金 | 191    | 38         | 28    | 1.3        |
| 中金黄金 | 582    | 30         | 28    | 1.5        |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

#### 3.2. 综合 PE 表现亦低于行业

根据我们测算和 wind 一致预期，刨除铜业务占比高于黄金的紫金矿业，2023-2024

年估值水平整体较低的公司有中金黄金；而估值水平下降速度最快的，有招金矿业和山东黄金。

表3: 黄金股 PE (2023 年 4 月 11 日)

| PE          | 2021A     | 2022A     | 2023E     | 2024E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>赤峰黄金</b> | <b>53</b> | <b>68</b> | <b>22</b> | <b>16</b> |
| 银泰黄金        | 31        | 35        | 22        | 18        |
| 紫金矿业        | 23        | 18        | 14        | 12        |
| 招金矿业        | 1258      | 105       | 49        | 36        |
| 山东黄金        | /         | 85        | 49        | 36        |
| 湖南黄金        | 53        | 44        | 26        | 19        |
| 中金黄金        | 34        | 26        | 19        | 17        |

数据来源: wind (非加粗部分来自 wind 一致预期), 东吴证券研究所

## 4. 优质黄金储量迭增，集团资源静待注入

### 4.1. 优异黄金资源丰硕

贵金属黄金可作为货币储备、首饰及装饰品制造、医疗及工业领域，具有高昂的价值，而黄金业务更是中金的核心业务，包括对黄金的地质勘查、采选、冶炼；用黄金生产的副产品的加工、销售；黄金生产所需原材料、燃料、设备仓储、销售；黄金生产技术研究开发、咨询服务；国际贸易，保税仓储，商品展销；高纯度黄金制品的生产、加工、批发；用自有资金兴办企业和投资项目等。主营业务黄金的地质勘查、采选和冶炼中，中原冶炼厂从事金精矿等外金的冶炼和精炼，主产品黄金，副产品有白银、电解铜和硫酸；东桐峪金矿和峪耳崖金矿从事黄金地质勘查、黄金矿石的采选，生产合质金及金精矿。

中金战略发展以资源为生命线，不断优化拓展。其一，控股股东中国黄金 2011 年《中国黄金集团公司关于进一步解决与中国黄金股份有限公司同业竞争相关事宜的承诺》中,承诺用 5 年左右时间促使现有正常生产的黄金矿业企业规范完善矿权、土地、房产等资产权属并转让给中金黄金，并且逐步消除同业竞争。2014 年，黄金集团确定了拟注入中金黄金的 6 家主要目标企业:内蒙古金陶股份有限公司、凌源日兴矿业有限公司、吉林省吉顺矿产投资有限公司、贺州市金琪矿业有限责任公司、成县二郎黄金开发有限公司、中国黄金集团西和矿业有限公司。截至 2023 年 4 月，6 家企业保有黄金资源储量合计 70 吨左右，截止目前，凌源日兴矿业有限公司已完成资产注入，为公司新增 8.9 吨的黄金储量，集团将继续积极协调推动其余 5 家企业的注入进程，持续将优质资源注入公司。



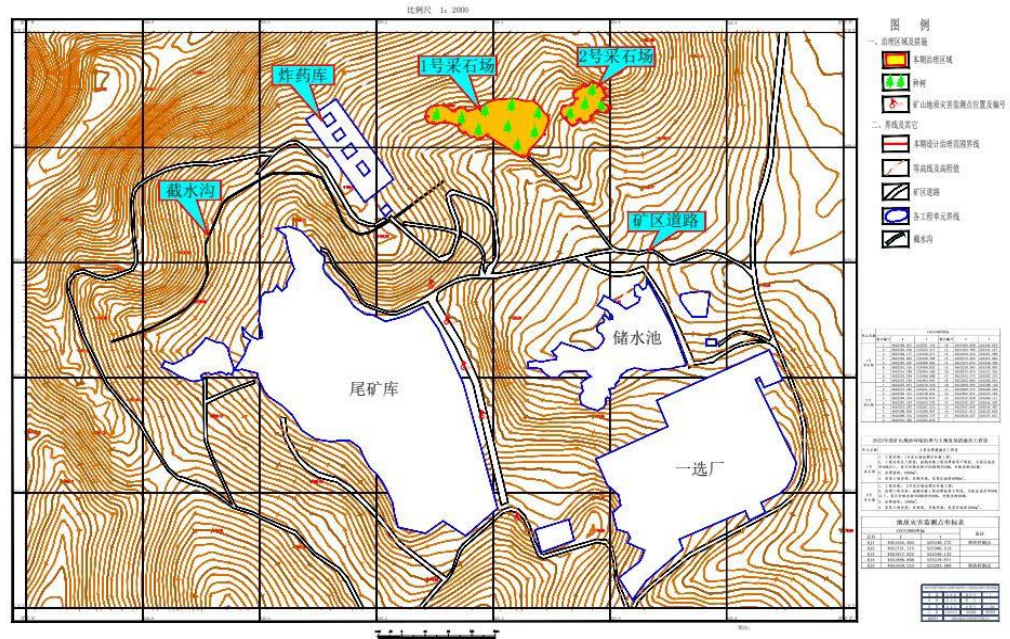
表4: 集团计划注入中金黄金的企业情况 (截至 2023.4.11)

| 企业名称           | 是否完成注入 | 集团持股比例 | 生产状态 |
|----------------|--------|--------|------|
| 内蒙古金陶股份有限公司    | 否      | 49.34% | 在产   |
| 凌源日兴矿业有限公司     | 是      | 100%   | 在产   |
| 吉林省吉顺矿产投资有限公司  | 否      | 100%   | 在建   |
| 贺州市金琪矿业有限责任公司  | 否      | 100%   | 在产   |
| 成县二郎黄金开发有限公司   | 否      | 80%    | 探矿   |
| 中国黄金集团西和矿业有限公司 | 否      | 90%    | 探矿   |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

其二, 公司致力于可持续发展, 不断推进通过市场并购黄金资源、现有矿区深部及周边的探矿增储和国内的矿权整合工作等。公司 2021 年年报显示现有矿山 32 座, 在产矿山 27 座, 保有资源储量金金属量 510.5 吨。2022 年年报暂未披露。可见, 公司的矿山资源优异非常, 且黄金矿山中辽宁二道沟、陕西鑫元、河北峪耳崖、潼关中金等黄金矿山品位较高, 同时有八座矿山年产能超 1 吨, 分别是辽宁排山楼、苏尼特金曦、包头鑫达、嵩县金牛、陕西太白、湖北三鑫、中国黄金集团江西金山矿业, 这其中中国黄金集团江西金山矿业年产能最高, 为 1830.26 千克/年; 其外的湖北三鑫、湖北鸡笼山、安徽太平是金铜伴生矿。而黄金矿采选主要由辽宁排山楼黄金矿业、苏尼特金曦黄金矿业、内蒙古包头鑫达黄金矿业、江西金山矿业等 33 家子公司组成。铜钼矿采选主要是由内蒙古矿业负责。金铜冶炼则主要由河南中原黄金冶炼厂进行生产。截至 2023 年 4 月, 中国黄金集团还持有内蒙古金陶 49.34% 的股权, 为在产黄金矿山。内蒙古金陶旗下金厂沟梁金矿和二道沟金矿均为在产矿山。根据《内蒙古金陶股份有限公司金厂沟梁金矿绿色矿山建设核查评估报告》, 2018 年内蒙古金陶年产黄金 1.8 吨左右。

图10: 2022 年度拟开展的矿山地质环境治理与土地复垦区域的位置及措施



数据来源:《内蒙古金淘股份有限公司金厂沟梁金矿 2022 年度矿山地质环境治理与土地复垦计划工程部署图》，东吴证券研究所

营收方面，主业黄金产品造血强劲。2021 年公司黄金业务实现营收 349.78 亿元，营收占比约 62%，黄金产品营收较 2020 年同比降低约 16%。此外，铜产品业务实现营收 280.19 亿元，营收占比约 50%，铜产品营收较 2020 年同比上升约 10%（21 年存在内部抵销，使得比例总和大于 100%）。2021 年铜产品毛利润超过黄金。

2021 年公司黄金产品实现毛利润 23.79 亿元，同比减少 43%，毛利率 6.8%，同比减少 4.43pct；而铜产品实现毛利润 29.28 亿元，较 2020 年大幅增长 73%，毛利率 10.45%，较 2020 年上升 1.53pct，超越黄金。

#### 4.2. 增资中原冶炼厂，顺势拓张

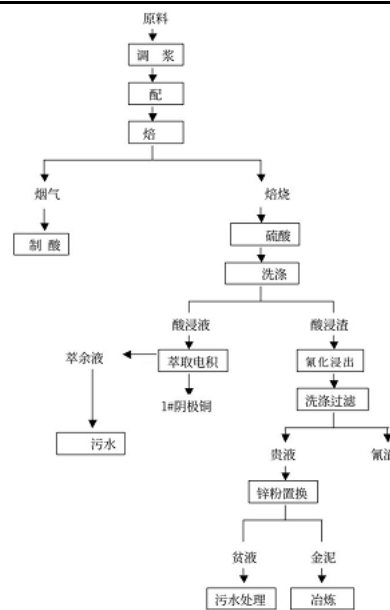
中金黄金曾因历史问题负债率较高导致经营表现不佳，在国家大力推进“供给侧结构性改革”和“三去一降一补”、鼓励并购重组以优化资源配置的背景下，公司于是在 2018 年 11 月顺势决定实施重组及配套募资计划，预期向不超过 10 名投资者非公开发行股票募集配套资金，募集总额不超过 20 亿元，发行股份数量不超过本次发行前总股本的 20%，也就是 6.9 亿股。日前公司已成功增发非公开发行股票，并募集配套资金约 20.0 亿元，公司以 9.77 元/股发行 2.05 亿股，在扣除承销费用后，募集资金净额为 19.92 亿元。

中原冶炼厂即河南中原黄金冶炼厂有限责任公司，是中金黄金全资子公司和骨干企业，是国内知名的金铜冶炼、黄金精炼加工企业，是河南省和三门峡市政府确定的重点企业，公司于 1987 年成立，注册资本 1334 万元，位于河南省三门峡市区南侧，现有员工 1126 人，主要管理层有厂长寇文胜等，经营范围包括黄金等有色金属冶炼；黄金生产的

副产品加工、销售；黄金生产技术的研发、咨询服务等。主要产品黄金，副产品白银、硫酸、电解铜等，日处理金精矿能力 340 吨，选冶总回收率在 95%以上，已通过了 ISO9001 质量体系认证，主要生产设备有焙烧炉、电收尘、浸出槽、浓密机、压滤机、萃取箱、电解槽、填料塔、电除雾、热交换器、转化塔、吸收塔等。

中原冶炼厂通过硫酸化焙烧将原料中铜锌的硫化物转化为易硫酸浸出的氧化物和硫酸盐，并脱除硫元素使其转化为二氧化硫气体来制酸。焙烧后的矿粉用硫酸浸出铜锌，经洗涤浓缩再氰化浸金，产出金泥送冶炼工序冶炼浇铸金锭、银锭；酸浸后的溶液经萃取—电积生成国标 1 号电解铜。其工艺原则流程图如下：

图11：中原冶炼厂生产工艺流程图



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

中原冶炼厂使用的主要原料是金精矿，主要材料有氰化钠、纯碱、烧碱、石灰、萃取剂等，能源供应水、电；中原冶炼厂的生产锅炉、压力容器是高危险设备，液体氰化钠是较大污染的物品，生产中有制酸二氧化硫尾气及含氰污水和酸性污水产生。对此，该厂制定了严格的安全管理措施，确保锅炉、压力容器的安全管理，并对液体氰化钠的采购运输、入库保管和投入使用制定了严格的制度规定，同时采取先进工艺使二氧化硫尾气达标排放，并使生产废水达到在厂内全部循环使用，不外排。该厂环保监测、考核到位，保证了环保设施的完好率和开车率，做到了废气、废水达标排放；同时引进了孟莫克高浓度二氧化硫转化、低温热能回收以及离子液脱硫等国际先进的环保工艺和设备。

该厂产品由建厂之初的金、银、铜、硫酸 4 种产品逐渐发展到如今的金、银、铜、硫酸、镍、硒、碲、铂、钯、铍、铌等 20 余个。2021 年，中原冶炼厂营业收入首次突

破 400 亿大关，全年实现利润总额 6.11 亿元，主要工艺技术指标及经济效益均创历史最好水平。2021 年底，中原冶炼厂处理矿量达到 160 万吨以上，冶炼金产量 27.3 吨，冶炼银产量 292.5 吨，阴极铜产量 39.8 万吨，并对稀散金属进行了全部回收，冶炼金、冶炼银、阴极铜产量均创历史新高。该厂还采用我国自主研发的具有世界先进水平的“富氧底吹造钼捕金”集成旋浮吹炼技术，具有原料适应能力强、金属回收率高、能耗低、自动化装备水平高等突出特点。

**表5：中原冶炼厂产能情况（2021.12.31）**

| 生产项目   | 设计产能   |          |
|--------|--------|----------|
| 铜金精矿处理 | 150 万吨 |          |
| 铜冶炼    | 35 万吨  |          |
| 产品     | A 级铜   | 34.93 万吨 |
|        | 金锭     | 33.82 吨  |
|        | 银锭     | 360 吨    |
|        | 硫酸     | 129 万吨   |
|        | 粗硫酸镍   | 962.31 吨 |
|        | 精硒     | 80.26 吨  |
|        | 白烟尘    | 2.52 万吨  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020 年关于中原冶炼厂的两期工程，一期设计规模为年处理混合精矿 150 万吨，目前基本满产；二期投达产后，预计理论年产黄金 33.82 吨、银锭 360 吨、高纯铜 34.93 万吨（其中 A 级国标铜 34.32 万吨、国标铜 0.61 万吨）、粗硫酸镍（含镍 18%）962.31 吨、精硒（含硒 99.99%）80.26 吨、白烟尘 2.52 万吨、硫酸 129 万吨。

在公司重组前，中金黄金拟引入特定投资者对中原冶炼厂进行增资，降低其资产负债率；到增资完成后，中金黄金拟向战略投资者国新资产、国新央企基金、中鑫基金、东富国创和农银投资发行股份购买其持有的中原冶炼厂合计 60.98% 股权。取得该股权共计需要支付对价 47.07 亿元，及通过以 6.66 元/股的价格增发 7.07 亿股，且已于 2020 年 4 月 3 日完成过户，也正是本次交易使得中原冶炼厂成为中金黄金全资子公司。

#### 4.3. 购股内蒙古矿业，实现铜、金双线拉动

内蒙古矿业主要从事有色金属矿探、采选和矿产资源投资等业务，产成品主要包括铜精粉、钼精粉等，2020 年 3 月 30 日被中金黄金收购了 90% 的股权。铜钼资源为公司赋能，符合公司以金为主，同时多金属开发的战略。内蒙古矿业核心资产为新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿采矿权，主营产品即铜精粉和钼精粉。截至 2021 年底，内蒙古矿



业拥有铜资源量 201.05 万吨，储量 43.94 万吨，平均品位 0.26%；钼资源量 48.69 万吨，储量 6.64 万吨，平均品位 0.04%。

内蒙古新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿探矿权所属矿址位于内蒙古自治区新巴尔虎右旗达来东乡、满洲里市西南方向 22 公里，勘查区面积 27.93 平方公里。内蒙古矿业铜钼矿采矿权的设计原矿处理产能为 2475 万吨/年，开采方式为露天开采。2021 年铜产量 6.50 万吨，与 2020 年持平，钼产量 0.59 万吨，同比减少 16.02%，实现净利润 11.70 亿元，同比增长 63.5%，受益于铜价上涨；其中，权益净利润为 10.53 亿元，贡献了公司净利润的 62.04%，与黄金业务同为业绩增长主力军。

中金黄金拟向中国黄金集团发行股份并支付现金购买其持有的内蒙古矿业 90.00% 股权支付对价 37.97 亿元，其中支付现金 5.70 亿元，并通过以 6.66 元/股的价格增发 4.85 亿股，于 2020 年 3 月 30 日完成股权变更。公司原以黄金为主业，金矿为主要利润来源，在 2020 年收购内蒙古矿业后公司转为金矿和铜矿双轮驱动，业绩更为稳定，在所属金矿伴生铜矿、铁矿的情况下也开展铜矿与铁矿的采选以及铜冶炼业务。

#### 4.4. 集团注资承诺催化资产提质和盈利增长

控股股东中国黄金 2011 年出具《关于进一步解决与中国黄金同业竞争相关事宜的承诺》，承诺集团将中国黄金作为今后境内黄金资源开发业务整合和发展的唯一平台。根据非竞争承诺，为解决中国黄金集团下属企业与中国黄金之间的同业竞争和关联交易问题，中国黄金集团会将境内黄金资源逐步注入中国黄金，并将资源优、盈利强的 6 家黄金公司注入公司。

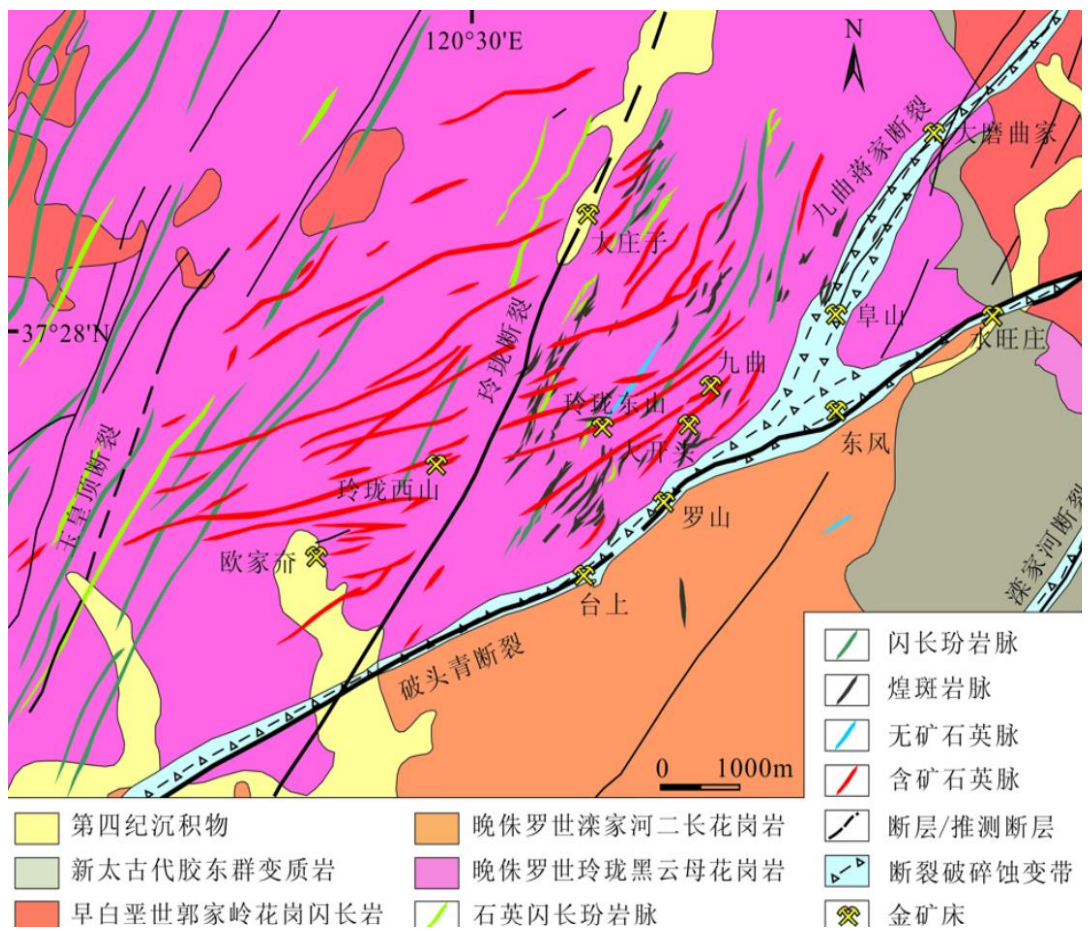
截止目前，待注入金矿企业主要有两类：一类为中国黄金集团拟注入中国黄金的企业，这类企业资源前景较好、盈利能力较强、权证相对规范，目前有 6 家；第二类为集团正孵化培育的企业，待条件成熟后注入公司。通过持续孵化培育投入以及外延式资源扩张，中国黄金拟孵化注入的企业新增贵州锦丰矿业有限公司、河北大白阳金矿有限公司、莱州中金黄金矿业有限公司等潜在优质企业，截至 2021 年底，黄金集团已按计划分期分批通过各种形式向公司注入企业 27 家，依托黄金集团培育孵化，未来还将持续注入 19 家潜在优质企业。其中莱州中金矿业持有的纱岭金矿资源量超 300 吨，目前处于探矿建设阶段；贵州锦丰和河北大白阳已处于生产状态，注入后将为公司带来 5 吨的产量增加；现已有 10 家企业进入生产状态，待该类企业的净资产收益率或内部收益率达到标准并权证规范后，集团将在 12 个月内启动注入公司。

此外，针对资源前景较差，盈利能力较弱的企业，集团将通过转让给第三方等方式，尽快剥离退出。积极推进集团母公司持续注入优质矿产资产、并使得不良资产退出，可以切实提升公司资产质量和盈利能力，增强中国黄金的资源控制量及未来增长潜力，提升公司的成长性。

莱州中金矿业持有的纱岭金矿位于主要成矿带焦家断裂带上，黄金资源储量超 300

吨。纱岭超大型金矿床地处莱州市东北部，属于世界第三大金矿区胶东金矿集区胶西北成矿小区焦家金矿田的组成部分，是国内平均勘查深度最大的矿床，矿物以金为主，其次为银，铁含量较少，一般在 1%~4.5% 之间，铜、锌等含量极少，少于 1%。2015 年，纱岭金矿累计探获金矿石资源量 13444.82 万吨，金金属量高达 373.06 吨，金平均品位 0.28%。其中，工业金矿矿石量 9021.22 万吨，金金属量 309.93 吨，金平均品位 0.34%。待莱州中金矿业注入公司，将进一步提升公司的资源优势。纱岭金矿目前处于基建期，已建成亚洲最深矿井。纱岭金矿矿区面积为 6.621 平方千米，项目设计基建期 4 年，将 -1400 米中段以上作为首采矿段，生产规模 12000 吨/天，服务年限 15 年；-1400 米标高以下的生产规模为 6000 吨/年，服务年限 12 年，总服务年限 27 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。

图12: 莱州金矿



数据来源：百度，东吴证券研究所

根据 2022 年三季报，公司前三季度矿产金产量为 14.9 吨，同比减少 0.6%，矿产金



销量为 14.45 吨,同比增长 0.28%;冶炼金产量为 28.53 吨,同比减少 10.47%,销量为 28.88 吨,同比减少 12.43%,冶炼金产销量减少的主要原因是河南中原黄金冶炼厂有限责任公司例行设备检修约 40 天。总体看,公司前三季度矿产金产销量较为稳定,冶炼金产销量有所下滑,但得益于金价的上升和公司的降本增效的有效实行,公司黄金业务盈利能力显著增强,尽管公司前三季度的营收出现小幅度的减少,归母净利仍然实现了 23.77% 增长。

#### 4.5. 注资加持下黄金产量稳增

在多方增资拓量利好加持下,公司储量产能稳步增长。根据公司年报,公司 21 年生产精炼金 84.98 吨,比 2020 年增加 14.58 吨;矿产金 20 吨,比 2020 年减少 1.74 吨;冶炼金 42.25 吨,比 2020 年增加 1.96 吨。我们预计公司 2022-2024 年实现矿产金产量 20.5 吨、21.5 吨、22 吨,增速分别为 2.5%/4.9%/2.3%。

表6: 公司矿产金产量(单位:吨)

|      | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 总产量  | 20.5  | 21.5  | 22    | 22.6  |
| YOY  | 2.5%  | 4.9%  | 2.3%  | 2.7%  |
| 权益产量 | 18    | 18.9  | 19.4  | 19.9  |
| YOY  | 2.3%  | 5%    | 2.6%  | 2.6%  |

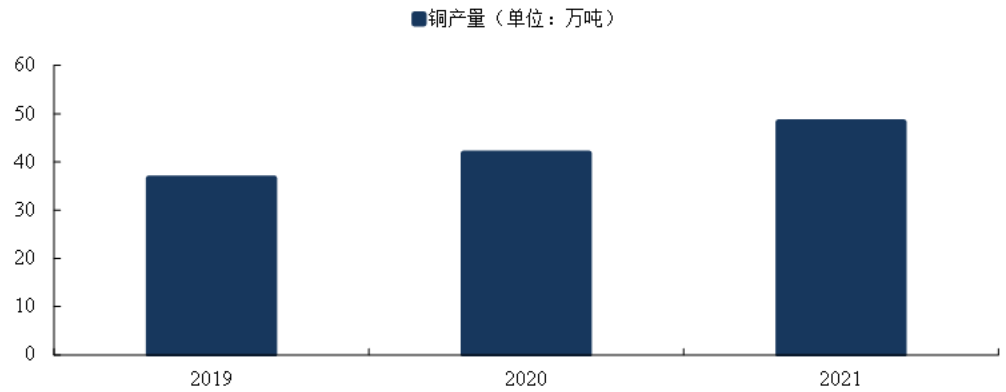
数据来源:公司公告,东吴证券研究所测算

## 5. 铜钼业务: 收购内蒙古矿业增厚利润空间

### 5.1. 铜业务: 与黄金业务互为补充, 两翼驱动

近年来,公司铜业务迅速成长,与黄金业务并驱,赋能企业发展。公司铜产品主要为矿山铜和电解铜。2021 年,公司全年生产矿山铜 8.13 万吨,比 2020 年增加 1.96 吨;电解铜 40.17 万吨,比 2020 年增加 6.48 万吨。2021 年,公司铜业务营业收入超过 280 亿元,毛利率达到 10.45%,同比增长 10%和 73pct; 其中的矿山铜产品营业收入近 36 亿元,毛利率达到 55.95%,同比增长 13.42%和 10.01pct。

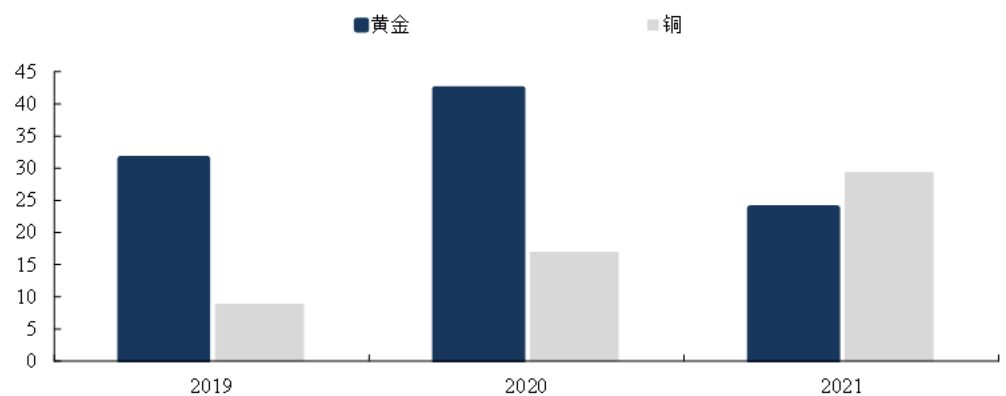
图13: 公司铜产量呈上升趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司铜业务毛利润增长迅速，增加企业盈利。近年来，铜业务毛利润大幅增长，发展势头良好。2021 年公司铜业务毛利润达到 29 亿元，超过同期黄金业务毛利润，成为公司盈利主要来源；同时铜业务毛利率达到 10.45%，实现高生产高回报的良性模式。

图14：黄金和铜业务毛利润对比（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司旗下自有产铜矿山主要有 4 座，分别为湖北三鑫金铜有限公司、湖北鸡笼山黄金矿业有限公司、安徽太平矿业有限公司、中国黄金集团内蒙古矿业有限公司。

表7：公司产铜矿山品位及年产量（截止 2021 年年报）

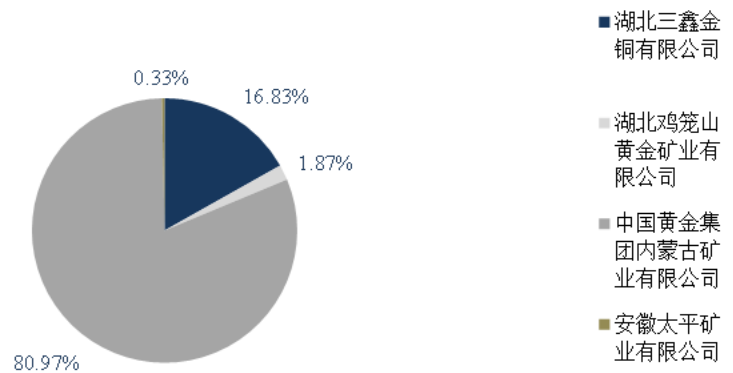
| 矿山名称          | 品位    | 年产量     |
|---------------|-------|---------|
| 湖北三鑫金铜有限公司    | 1.77% | 13511 吨 |
| 湖北鸡笼山黄金矿业有限公司 | 0.74% | 1500 吨  |

|                 |       |         |
|-----------------|-------|---------|
| 安徽太平矿业有限集团      | 0.58% | 267 吨   |
| 中国黄金集团内蒙古矿业有限公司 | 0.26% | 65008 吨 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主要产铜矿山为中国黄金集团内蒙古矿业有限公司，公司于 2019 年收购其 90% 股份。中国黄金集团内蒙古矿业有限公司位于内蒙古呼伦贝尔市新巴尔虎右旗境内，重点开发建设乌努格吐山铜钼矿项目。根据公司 2021 年年报，中国黄金集团内蒙古矿业有限公司年产量达到 65008 吨，品位为 0.26%，资源量为 2010526 吨，储量达到 4393710 吨，达到公司矿山铜年产量的八成。

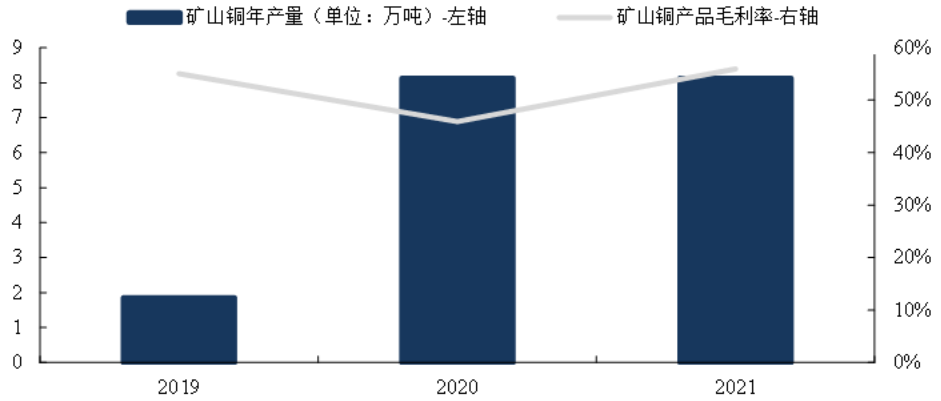
图15：公司产铜矿山年产量比例图（2021 年）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

矿山铜作为公司重要铜产品，年产量在 2020 年迎来飞跃，达到 8 万吨；同时，矿山铜产品毛利率也保持在较高水平，维持在 50% 左右，发展态势良好，大力推动公司盈利。

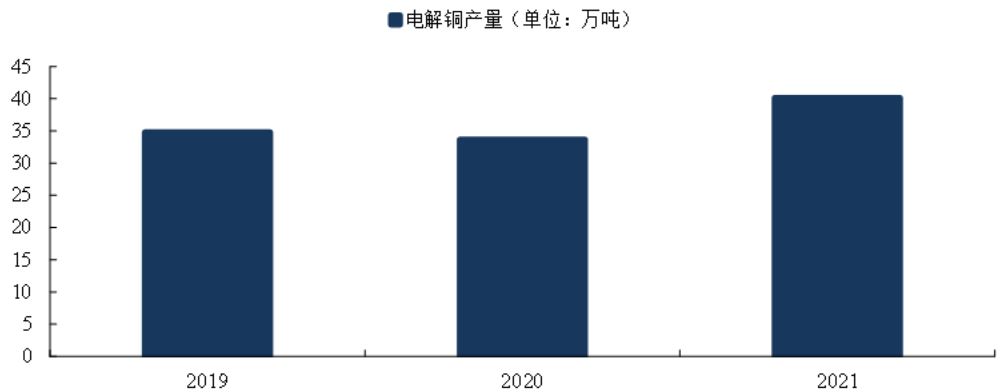
图16：矿山铜年产量及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电解铜作为公司最主要的铜产品，占铜产品年产量八成以上。公司 2021 年生产电解铜 40.17 万吨，同比增加 6.48 万吨，电解铜产量整体呈上升趋势。

图17: 电解铜年产量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5.2. 钼业务：从无到有，受益钼价中枢抬升

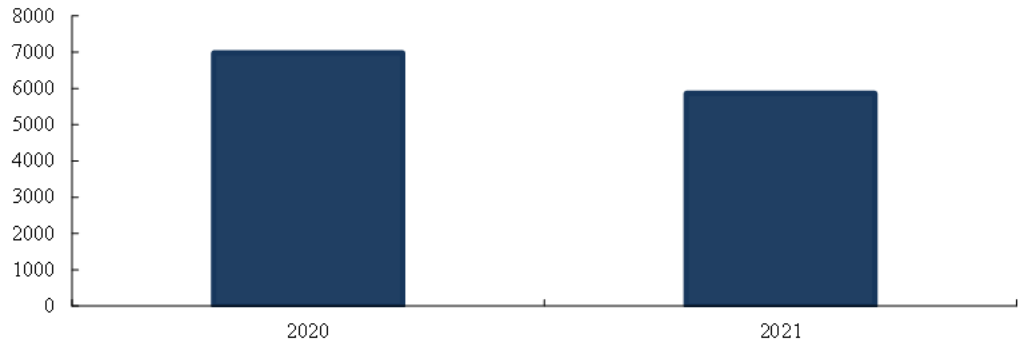
根据公司 2021 年年报，目前公司自有产钼矿山为中国黄金集团内蒙古矿业矿业有限公司。2021 年，中国黄金集团内蒙古矿业有限公司钼的年产量为 5860 吨，相比上年的 6970 吨有所下降。

表8: 中国黄金集团内蒙古矿业有限公司钼矿基本情况（截止 2021 年年报）

| 资源量      | 储量      | 品位    |
|----------|---------|-------|
| 486858 吨 | 66445 吨 | 0.04% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：中国黄金集团内蒙古矿业有限公司钼矿年产量（单位：吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 6. 国企改革提高经济效益，股权激励提振信心

### 6.1. 股权激励顺利实施，反响优异

公司积极按照国资委要求进行国企改革，出台市场化机制考核与核心人才中长期激励。2019年11月，国资委出台《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》，进一步细化了激励对象、激励方式、权益授予数量、授予价格、股权激励收益等方面的规定。同年12月，中金黄金响应国资委号召，发布《第一期股票期权激励计划（草案）》，计划授予激励对象 3,450.99 万份期权，对应标的股票数量为 3,450.99 万股，激励对象为近 250 名公司核心骨干人才，行权价格为 9.37 元/股。激励对象共计 248 人，包括公司的高级管理人员、公司部门正副职人员、公司下属企业正副职人员、核心技术人员、骨干技术人员等。

表9：激励对象名单授予情况

| 序号 | 姓名  | 职务           | 获授额度（万份） | 获授额度占首期授予总量的百分比 | 获授额度占总股本的百分比 |
|----|-----|--------------|----------|-----------------|--------------|
| 1  | 李跃清 | 常务副总经理，董事会秘书 | 36       | 1.08%           | 0.01%        |
| 2  | 梁中扬 | 副总经理         | 36       | 1.08%           | 0.01%        |
| 3  | 高世贤 | 副总经理         | 36       | 1.08%           | 0.01%        |
| 4  | 高延龙 | 副总经理         | 36       | 1.08%           | 0.01%        |
| 5  | 李宏斌 | 总会计师         | 36       | 1.08%           | 0.01%        |

|                              |     |      |           |        |       |
|------------------------------|-----|------|-----------|--------|-------|
| 6                            | 王瑞祥 | 副总经理 | 36        | 1.08%  | 0.01% |
| 7                            | 屈伟华 | 副总经理 | 36        | 1.08%  | 0.01% |
| 合计                           |     |      | 252       | 7.57%  | 0.07% |
| 部门/下属公司正副职人员、核心技术人员、骨干技术人员合计 |     |      | 3075.5568 | 92.43% | 0.89% |
| 首期激励对象合计                     |     |      | 3327.5568 | 100%   | 0.96% |

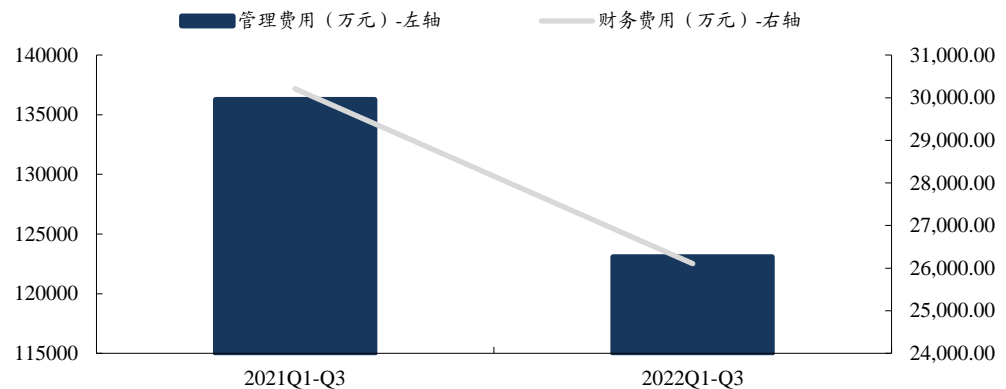
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

本激励计划授予激励对象 3,450.99 万份期权,对应的标的股票数量为 3,450.99 万股,不超过公司总股本 345,113.72 万股的 1.00%。其中,拟首次授予 3,358.84 万份,占本次拟授予期权总额的 97.33%;预留期权 92.15 万份,预留期权占本次拟授予期权总额的 2.67%。授予的股票期权行权的业绩条件:其一,年度公司 ROE 不低于 2.30%,且不低于对标企业 75 分位;其二,2022/2021/2020 年度公司营业利润相对于 2020/2019/2018 年度营业利润复合增长率不低于 8%,且不低于对标企业 75 分位;其三,年度公司  $\Delta$  EVA>0。

## 6.2. 改革有效助益管理与财务费用优化

公司通过近三年的国企改革提质增量,不断优化管理方式与管理效率,2022 年前三季度管理费用 123,086 万元比 2021 年前三季度管理费用 136,272 万元大幅减少,同期财务费用由 2021 年前三季度的 30,208 万元降至 2022 年前三季度的 26,104 万元,有效优化了成本费用类支出,提升了盈利质量。

图19: 利润表部分费用变化



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

## 7. 盈利预测、估值与投资建议



我们盈利预测基于以下假设:

1) 黄金业务是公司主要业务和营收来源, 公司 21 年生产精炼金 84.98 吨、矿产金 20 吨、冶炼金 42.25 吨, 随着黄金集团持续注入资源, 公司黄金储量和产量将稳步上升。此外, 美联储加息进一步放缓, 且加息周期停止, 市场降息预期升温, 各国央行增持黄金, 有望助推金价继续上涨, 助益公司黄金产品量价齐升, 使得公司营收大幅提升。

2) 公司铜业务近年来迅速增长, 是公司业务增量的另一重要组成部分。公司 21 年矿山铜产量 8.13 万吨, 毛利率维持在 50% 左右的较高水平; 电解铜产量 40.17 万吨, 产能规模较大。结合公司产能优势, 又考虑到铜价的上涨, 我们预计铜业务毛利率将稳定在 11% 左右。

3) 受益于公司国企改革赋能与股权激励政策, 通过提量增效与科学管控叠加金价看涨, 预计公司 23 年可实现业绩的大幅提升 (21 年存在内部抵销, 使得比例总和大于 100%); 钼等其他产品后期也将为公司持续带来收益。

表10: 公司分业务营收毛利拆分

|      |          | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 黄金产品 | 收入 (百万元) | 34978 | 36960 | 42160 | 44220 |
|      | YOY      | -16%  | 6%    | 14%   | 5%    |
|      | 毛利率      | 7%    | 10%   | 11%   | 12%   |
|      | 毛利 (百万元) | 2379  | 3551  | 4542  | 5105  |
|      | YOY      | -43%  | 49%   | 28%   | 12%   |
| 铜产品  | 收入 (百万元) | 28019 | 19040 | 19840 | 21120 |
|      | YOY      | 10%   | -32%  | 4%    | 6%    |
|      | 毛利率      | 10%   | 10%   | 11%   | 12%   |
|      | 毛利 (百万元) | 2928  | 1829  | 2138  | 2438  |
|      | YOY      | 73%   | -38%  | 17%   | 14%   |
| 合计   | 收入 (百万元) | 56102 | 56000 | 62000 | 66000 |
|      | YOY      | 17%   | 0%    | 11%   | 6%    |
|      | 毛利率      | 11%   | 10%   | 11%   | 12%   |
|      | 毛利 (百万元) | 6445  | 5380  | 6680  | 7620  |
|      | YOY      | 4%    | -17%  | 24%   | 14%   |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

因此, 考虑到公司储量与产能稳步提升, 叠加多重因素助推金价持续上涨, 我们预计公司 2022-2024 年收入为 560/620/660 亿元, 同比增速为 0%/11%/6%; 归母净利润分

别为 22/31/36 亿元，同比增速分别为 27%/42%/19%。对应 PE 分别为 27/19/16x。山东黄金、湖南黄金、银泰黄金均注重黄金业务，此处我们选取该四家为可比公司，得出 2023-2024 年 PE 均值为 33/25x；公司估值低于可比公司均值。考虑加息边际放缓有望推动黄金价格持续上行，公司业绩弹性较大且估值较低，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

表11: 可比公司估值 (2023 年 4 月 20 日)

| 证券简称 | 股票代码      | 股价 (元/股) | PE    |       | EPS (元/股) |       |
|------|-----------|----------|-------|-------|-----------|-------|
|      |           |          | 2023E | 2024E | 2023E     | 2024E |
| 山东黄金 | 600547.SH | 26.48    | 53    | 40    | 0.50      | 0.66  |
| 湖南黄金 | 002155.SZ | 16.17    | 26    | 20    | 0.63      | 0.81  |
| 银泰黄金 | 000975.SZ | 12.51    | 20    | 16    | 0.64      | 0.78  |
| 均值   |           |          | 33    | 25    |           |       |
| 中金黄金 | 600489.SH | 11.47    | 19    | 16    | 0.63      | 0.75  |

数据来源: 未加粗估值来自 Wind 一致预期, 其他由东吴证券研究所测算

## 8. 风险提示

### 1) 公司产能建设不及预期风险。

全球疫情反复风险及其他非可控因素将会影响公司项目建设, 如果产能建设, 产能释放不及预期, 将对公司经营收入产生较大影响;

### 2) 黄金价格波动超预期风险。

公司的主要产品黄金属于贵金属, 公司的盈利与商品价格密切相关。在全球供需、通货膨胀、利率、汇率、全球经济状况等因素的综合作用下, 国际大宗商品市场供求及价格会产生较大波动, 由于上述因素具有不可控性, 其变化可能对公司的经营构成不利影响;

### 3) 公司资产注入不及预期风险。

预期的公司资产注入如果发生较大变化和波动可能带来一定影响。

## 中金黄金三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |               |               | 利润表 (百万元)       |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |                 | 2021A         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>20,997</b> | <b>22,070</b> | <b>23,809</b> | <b>25,143</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>56,102</b> | <b>56,000</b> | <b>62,000</b> | <b>66,000</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 7,528         | 6,800         | 7,500         | 8,000         | 营业成本(含金融类)      | 49,657        | 50,620        | 55,320        | 58,380        |
| 经营性应收款项          | 740           | 947           | 1,012         | 1,047         | 税金及附加           | 620           | 504           | 620           | 792           |
| 存货               | 12,046        | 13,655        | 14,571        | 15,298        | 销售费用            | 79            | 73            | 93            | 92            |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 2,010         | 1,568         | 1,773         | 1,881         |
| 其他流动资产           | 683           | 667           | 727           | 797           | 研发费用            | 631           | 442           | 446           | 436           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>26,634</b> | <b>31,271</b> | <b>33,281</b> | <b>35,246</b> | 财务费用            | 452           | 333           | 375           | 343           |
| 长期股权投资           | 872           | 872           | 891           | 910           | 加:其他收益          | 73            | 168           | 186           | 198           |
| 固定资产及使用权资产       | 15,481        | 19,102        | 20,459        | 21,714        | 投资净收益           | 72            | 56            | 103           | 87            |
| 在建工程             | 1,372         | 1,422         | 1,502         | 1,602         | 公允价值变动          | 19            | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 4,705         | 5,596         | 6,149         | 6,721         | 减值损失            | -93           | -182          | -119          | -132          |
| 商誉               | 716           | 804           | 817           | 851           | 资产处置收益          | 1             | 10            | 17            | 10            |
| 长期待摊费用           | 1,501         | 1,511         | 1,526         | 1,538         | <b>营业利润</b>     | <b>2,724</b>  | <b>2,512</b>  | <b>3,559</b>  | <b>4,238</b>  |
| 其他非流动资产          | 1,988         | 1,964         | 1,937         | 1,910         | 营业外净收支          | -191          | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>47,631</b> | <b>53,341</b> | <b>57,090</b> | <b>60,389</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,533</b>  | <b>2,511</b>  | <b>3,559</b>  | <b>4,238</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>15,384</b> | <b>18,432</b> | <b>19,126</b> | <b>18,783</b> | 减:所得税           | 574           | 377           | 534           | 636           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 10,367        | 12,368        | 12,474        | 11,677        | <b>净利润</b>      | <b>1,959</b>  | <b>2,135</b>  | <b>3,025</b>  | <b>3,602</b>  |
| 经营性应付款项          | 2,917         | 3,583         | 3,782         | 3,945         | 减:少数股东损益        | 261           | -21           | -30           | -36           |
| 合同负债             | 332           | 318           | 378           | 387           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,698</b>  | <b>2,156</b>  | <b>3,056</b>  | <b>3,638</b>  |
| 其他流动负债           | 1,767         | 2,164         | 2,492         | 2,774         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.35          | 0.44          | 0.63          | 0.75          |
| 非流动负债            | 5,325         | 5,345         | 5,375         | 5,415         | EBIT            | 3,173         | 2,793         | 3,747         | 4,419         |
| 长期借款             | 3,994         | 4,014         | 4,044         | 4,084         | EBITDA          | 5,493         | 6,309         | 7,567         | 8,358         |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 11.49         | 9.61          | 10.77         | 11.55         |
| 租赁负债             | 9             | 9             | 9             | 9             | 归母净利率(%)        | 3.03          | 3.85          | 4.93          | 5.51          |
| 其他非流动负债          | 1,322         | 1,322         | 1,322         | 1,322         | 收入增长率(%)        | 16.89         | -0.18         | 10.71         | 6.45          |
| <b>负债合计</b>      | <b>20,709</b> | <b>23,778</b> | <b>24,502</b> | <b>24,198</b> | 归母净利润增长率(%)     | 9.21          | 26.99         | 41.71         | 19.07         |
| 归属母公司股东权益        | 24,844        | 27,506        | 30,562        | 34,200        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 2,078         | 2,057         | 2,026         | 1,990         |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>26,922</b> | <b>29,563</b> | <b>32,588</b> | <b>36,191</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>47,631</b> | <b>53,341</b> | <b>57,090</b> | <b>60,389</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表 (百万元) |        |        |        |        | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|-------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |                | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流     | 4,389  | 5,583  | 7,003  | 7,797  | 每股净资产(元)       | 5.13  | 5.62  | 6.25  | 6.99  |
| 投资活动现金流     | -1,715 | -8,269 | -5,829 | -5,940 | 最新发行在外股份(百万股)  | 4,847 | 4,847 | 4,847 | 4,847 |
| 筹资活动现金流     | -769   | 1,958  | -475   | -1,357 | ROIC(%)        | 6.11  | 5.44  | 6.70  | 7.43  |
| 现金净增加额      | 1,860  | -728   | 700    | 500    | ROE-摊薄(%)      | 6.83  | 7.84  | 10.00 | 10.64 |
| 折旧和摊销       | 2,321  | 3,516  | 3,819  | 3,939  | 资产负债率(%)       | 43.48 | 44.58 | 42.92 | 40.07 |
| 资本开支        | -1,274 | -8,312 | -5,897 | -5,995 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 33.66 | 26.51 | 18.70 | 15.71 |
| 营运资本变动      | -548   | -1,166 | -721   | -590   | P/B(现价)        | 2.30  | 2.10  | 1.89  | 1.69  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

