

2018年12月28日

证券研究报告·动态跟踪报告

中金黄金(600489) 有色金属

增持(首次)

当前价: 8.58元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

拟收购优质资产，增资中原冶炼厂，公司基本面大幅优化

投资要点

- **事件:** 2018年12月27日，公司发布了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》的修订稿。
- 本次重组前中金黄金引入国新资产、国新央企基金、中鑫基金、东富国创和农银投资等合计合计出资46亿元，以现金及债权方式向中原冶炼厂进行增资，优化资产负债结构，降低资产负债率。
- **增资中原冶炼厂，债转股完成有望大幅降低资产负债率。** 中原冶炼厂增资后，初步估算上市公司负债率有望由目前的58%下降至50%，显著降低公司财务成本。本次增资完成后，中金黄金拟向国新资产、国新央企基金、中鑫基金、东富国创和农银投资等发行股份购买其持有的中原冶炼厂60.98%股权。
- **内蒙古矿业注入提升公司业绩。** 中金黄金拟向中国黄金发行股份及支付现金购买其持有的内蒙古矿业90%股权，内蒙古矿业铜金属储量300万吨，钼金属储量60万吨，年产铜金属年8万吨，钼金属6000-7000吨，合并完成后将显著增厚公司业绩。
- **大股东优质黄金资产注入预期。** 大股东中国黄金集团旗下可注入黄金资源储量有900吨，一些优质黄金资产比如贵州锦丰，内蒙金陶，山东资源类项目等，未来有望陆续注入到上市公司，公司目前矿产金产量维持在23-24吨左右，未来公司黄金储量、产量有望得到大幅提升。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.09元、0.10元、0.13元，对应PE分别为96倍、83倍和65倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 黄金价格大幅波动风险，资产注入无法完成风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	32928.25	34856.64	36146.10	37359.74
增长率	-15.41%	5.86%	3.70%	3.36%
归属母公司净利润(百万元)	291.27	307.06	355.95	456.45
增长率	-19.62%	5.42%	15.92%	28.23%
每股收益EPS(元)	0.08	0.09	0.10	0.13
净资产收益率ROE	3.47%	3.55%	3.96%	4.86%
PE	101	96	83	65
PB	1.89	1.83	1.77	1.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗

执业证号: S1250517100001

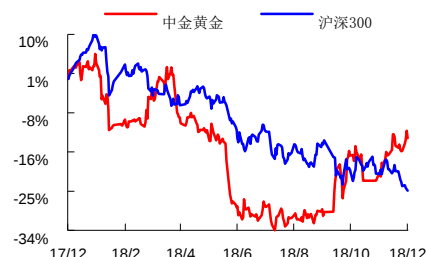
电话: 010-57631191

邮箱: lg@swsc.com.cn

联系人: 刘孟尧

邮箱: lml@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	34.51
流通A股(亿股)	34.51
52周内股价区间(元)	6.42-10.27
总市值(亿元)	296.11
总资产(亿元)	386.86
每股净资产(元)	3.85

相关研究

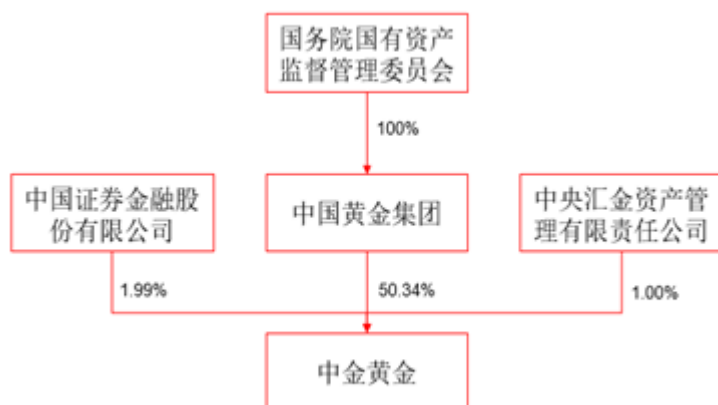
1 公司概况：中国黄金集团旗下的大型黄金企业

公司是一家拥有黄金采、选、冶、加工综合配套能力的大型黄金企业。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，其他产品包括铜、白银等。

公司成立于 2000 年，上市于 2003 年，为国内最早上市的黄金企业。公司第一大股东为中国黄金集团有限公司，持股比例为 50.34%。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，其他主要股东有中国证券金融股份有限公司（1.99%），中央汇金资产管理有限责任公司（1.00%）。“中国黄金”作为公司第一大股东，承诺持续注入优质资产，为公司可持续发展提供资源保障。另外，公司控股股东“中国黄金”通过整合内部资源组建了中金资源、中金建设、中金珠宝、中金贸易等板块，为公司的探矿增储、资源占有、项目建设、产业链延伸、集约采购、降低成本等方面提供有力支撑。

截至 2018 年 11 月，公司保有资源储量金金属量 495 吨，铜金属量 38 万吨，拥有矿权 124 个，矿权面积达到 682.74 平方公里。公司现有各级子公司 56 家，矿山企业 30 家，冶炼企业 5 家，另有探矿企业和服务企业。

图 1：公司主要股东结构图

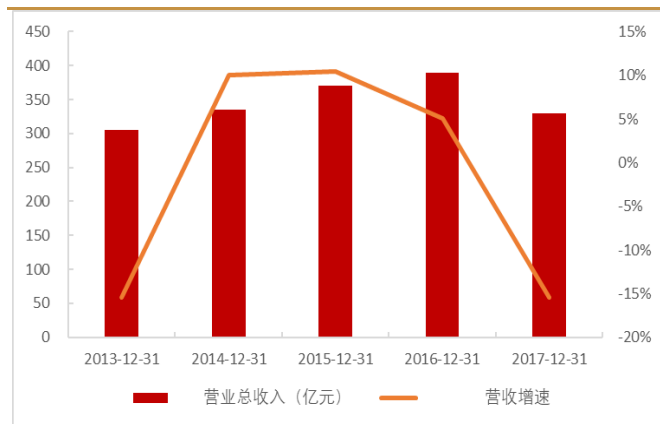


数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司业绩：铜产能提升，显著提升公司业绩

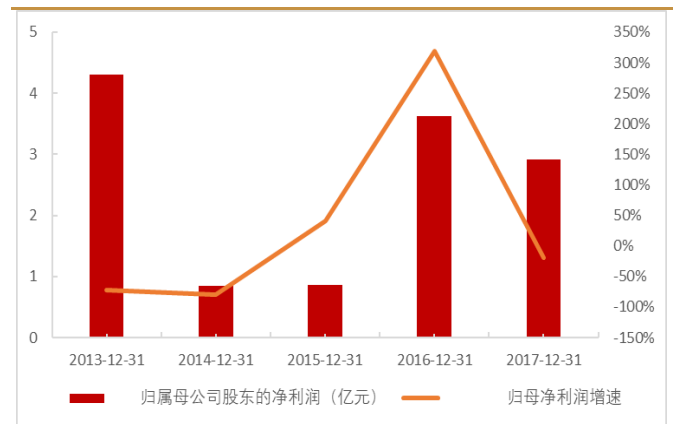
公司 2013-2016 年公司营业收入稳步增长，2017 年营业收入下滑 15%。2013 年公司净利润为近五年最高；2014 年净利润大幅下滑 80%；2016 年净利润暴涨 320%，净利润额略低于 2013 年净利润峰值水平；2017 年净利润下调 20%。2017 年营收、净利润下滑的主要原因是电解铜销量减少所致。2016 年净利润暴涨的原因有：1) 黄金价格上涨导致利润增加；2) 部分冶炼企业扭亏为盈；3) 公司全过程成本管控工作取得成效，降低“五费”合计增效 1.6 亿元。

图 2：公司 2013-2017 年营收情况



数据来源：WIND，西南证券整理

图 3：公司 2013-2017 归母净利润情况

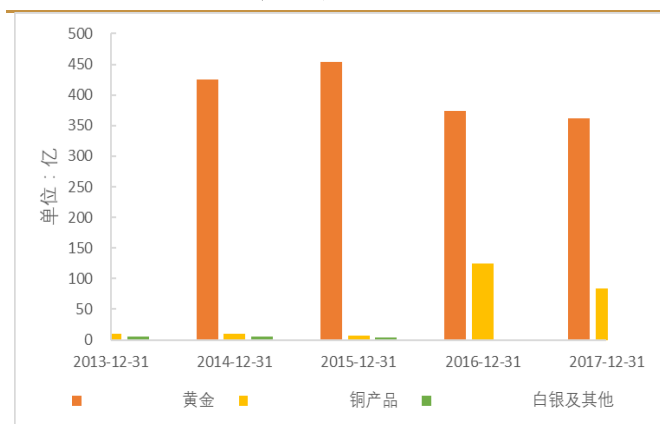


数据来源：WIND，西南证券整理

公司主营产品有黄金、铜产品。黄金产品收入总体较稳定，但 2016 年开始收入小幅下滑。铜产品自 2016 年开始对公司业绩的贡献显著提升，主要是中原冶炼厂新厂建成，铜产能大幅提高所致。另外，自 2016 年开始，公司终止了业绩贡献小的白银产品的销售。

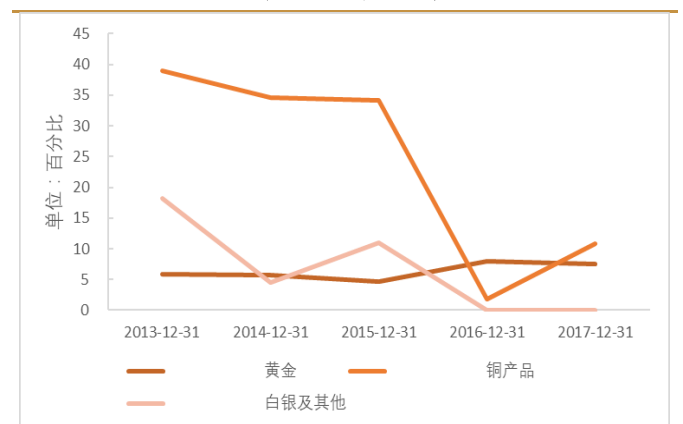
黄金毛利率总体平稳，铜毛利率于 2016 年锐减。2016 年黄金毛利率为 7.95%，同比下降 3.29%。2016 年铜产品毛利率为 1.83%，同比下降 32.36%，毛利率下降主要是中原冶炼厂的电解铜只赚取加工利润，且销量占比剧增导致。2017 年，黄金毛利率为 7.47%，同比减少 0.48%，铜毛利率为 10.82%，同比增加 8.99%，主要由营业成本的减少所致。

图 4：公司 2013-2017 年主营产品收入



数据来源：WIND，西南证券整理

图 5：公司 2013-2017 年主营业务毛利率



数据来源：WIND，西南证券整理

3 前三季度业绩分析：优质资产注入将改善公司基本面

2018 年前三季度公司实现营业收入 250.2 亿元，同比减少 1.14%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.92 亿元，同比减少 36.94%，主要由于公司净利润率较低，叠加营收小幅减少，营业成本上浮，净利润减少幅度大。

公司计划 2018 年生产标准金 80 吨，冶炼金 43 吨，矿产金 24 吨；生产矿山铜 1.8 万吨，电解铜 30.8 万吨。2018 年上半年，公司主要产品产量保持平稳，已生产标准金 37 吨、冶炼金 21 吨、矿产金 12 吨、矿山铜 0.9 万吨、电解铜 14.2 万吨，与上年同期比较分别增加了-13.4%、-6.9%、-6.3%、-5.8%、48.5%。2018 年上半年公司营业收入为 161.03 亿元，同比上升 0.95%，归母净利润 1.25 亿元，同比下降 41.37%，毛利率为 16.04%，同比下降 2.24%。

2018 年上半年，公司开展新项目可研 3 项，累计完成建设投资 1.92 亿元。中原冶炼厂整体搬迁升级改造二期项目提前达标，并拟于 2018 年 3 季度竣工。江西金山 3000t/d 扩建工程实现了单体试车，项目完成后可增加公司黄金产能。

2018 年 11 月 23 日，公司审议通过了《公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》及相关议案。该重组方案分为发行股份及支付现金购买资产和非公开发行股份募集配套资金两部分。第一部分，本次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，降低资产负债率。增资完成后，中金黄金拟分别向中国黄金、特定投资者等交易对方发行股份及支付现金购买资产。其中，向中国黄金发行股份及支付现金购买其持有的内蒙古矿业 90%股权；向特定投资者发行股份购买其持有的中原冶炼厂股权。本次重组标的公司之一内蒙古矿业 100%股权预估值为 50 亿元左右。本次发行股份的价格为 6.68 元/股。第二部分，上市公司拟向不超过 10 名投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过 200,000 万元，未超过本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格的 100%。

截至 2018 年 12 月 25 日，特定投资者名单已基本确定，且拟与各家投资者签署附生效条件的投资协议等相关文件。若项目正常推进，明年初可完成中原冶炼厂增资所需资金筹集，预期子公司中原冶炼厂负债率明年可由 90%降至 60%，上市公司负债率由 58%下降至 50%，显著降低公司财务成本。内蒙古矿业项目顺利推进中，目前正在进行矿权的审批备案，若项目按计划进行，明年可完成并表。内蒙古矿业的注入，将增加公司铜金属储量 300 万吨，增加铜金属年产能 8 万吨。

集团公司承诺为公司注入优质资产，为公司可持续发展提供资源保障。预期未来优质黄金资产：贵州锦丰、内蒙古金陶、沙岭项目等，有望注入公司。

4 盈利预测与估值

关键假设：

暂不考虑收购资产对公司业绩的影响

假设 1：公司 2018-2020 年矿产金产量维持在 23-24 吨；

假设 2：公司 2018-2020 年精炼金产量维持在 80 吨；

假设 3：公司 2018-2020 年矿产铜产量维持在 1.8 万吨左右，电解铜产量维持在 30 万吨左右。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
黄金	收入	36236.30	34968.03	36017.1	37097.6
	增速	-3.10%	-3.50%	3%	3%
	毛利率	7.50%	7.20%	7.50%	8.00%
铜	收入	8405.30	12187.69	12797.07	13436.92
	增速	-32.50%	45.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	10.80%	10.60%	11.00%	11.00%
其他及抵消	收入	11713.40	12299.1	12668.0	13174.8
	增速	-	-	-	-
	毛利率	-	-	-	-
合计	收入	32928.20	34856.6	36146.1	37359.7
	增速	-15.40%	5.90%	3.7%	-1.60%
	毛利率	11.40%	10.60%	11.10%	11.7%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 348.57 亿元、361.46 亿元和 373.6 亿元，归母净利润分别为 3.07 亿元、3.56 亿元和 4.56 亿元，EPS 分别为 0.09 元、0.10 元、0.13 元，对应 PE 分别为 96 倍、83 倍和 65 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600547.SH	山东黄金	29.86	0.52	0.71	0.89	57	42	34
002237.SZ	恒邦股份	8.26	0.55	0.73	0.87	15	11	9
000975.SZ	银泰资源	9.93	0.35	0.47	0.59	28	21	17
平均值						34	25	20
600489.SH	中金黄金	8.4	0.09	0.10	0.13	96	83	65

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	32928.25	34856.64	36146.10	37359.74	净利润	543.00	572.45	663.59	850.94
营业成本	29166.65	31170.04	32125.82	32979.75	折旧与摊销	1705.77	1634.63	1634.63	1634.63
营业税金及附加	289.29	306.24	317.57	328.23	财务费用	629.53	597.47	766.39	775.55
销售费用	90.55	95.86	99.40	102.74	资产减值损失	325.55	0.00	0.00	0.00
管理费用	1754.62	1857.38	1926.09	1990.76	经营营运资本变动	-2749.47	865.32	-510.82	-119.56
财务费用	629.53	597.47	766.39	775.55	其他	175.85	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	325.55	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	630.23	3669.86	2553.78	3141.56
投资收益	98.78	0.00	0.00	0.00	资本支出	238.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-76.97	0.00	0.00	0.00	其他	-1369.30	144.69	-0.32	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1130.46	144.69	-0.32	0.16
营业利润	695.33	829.66	910.84	1182.72	短期借款	1234.20	-146.21	-1596.72	-2173.61
其他非经营损益	-2.06	-26.11	-23.47	-17.21	长期借款	-1680.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	693.27	803.55	887.37	1165.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	150.27	231.10	223.78	314.56	支付股利	-120.79	-58.25	-61.41	-71.19
净利润	543.00	572.45	663.59	850.94	其他	1345.30	-3407.20	-766.39	-775.55
少数股东损益	251.73	265.39	307.64	394.50	筹资活动现金流净额	778.67	-3611.66	-2424.51	-3020.35
归属母公司股东净利润	291.27	307.06	355.95	456.45	现金流量净额	277.42	202.89	128.95	121.36
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3282.78	3485.66	3614.61	3735.97	成长能力				
应收和预付款项	1897.15	2167.70	2169.20	2238.23	销售收入增长率	-15.41%	5.86%	3.70%	3.36%
存货	10016.25	9937.42	10506.75	10696.27	营业利润增长率	-3.80%	19.32%	9.78%	29.85%
其他流动资产	141.26	170.67	172.18	176.67	净利润增长率	14.00%	5.42%	15.92%	28.23%
长期股权投资	792.79	792.79	792.79	792.79	EBITDA 增长率	0.17%	1.03%	8.17%	8.49%
投资性房地产	32.12	32.09	32.41	32.25	获利能力				
固定资产和在建工程	14765.67	13861.32	12956.97	12052.62	毛利率	11.42%	10.58%	11.12%	11.72%
无形资产和开发支出	4656.14	4107.30	3558.46	3009.63	三费率	7.52%	7.32%	7.72%	7.68%
其他非流动资产	2931.68	2605.58	2424.14	2242.70	净利率	1.65%	1.64%	1.84%	2.28%
资产总计	38515.83	37160.53	36227.52	34977.14	ROE	3.47%	3.55%	3.96%	4.86%
短期借款	7336.12	7189.92	5593.20	3419.59	ROA	1.41%	1.54%	1.83%	2.43%
应付和预收款项	3612.83	3921.16	4015.88	4129.21	ROIC	3.60%	3.56%	4.64%	5.49%
长期借款	5752.48	5752.48	5752.48	5752.48	EBITDA/销售收入	9.20%	8.78%	9.16%	9.62%
其他负债	6171.48	4161.96	4128.75	4158.91	营运能力				
负债合计	22872.92	21025.52	19490.32	17460.19	总资产周转率	0.85	0.92	0.99	1.05
股本	3451.14	3451.14	3451.14	3451.14	固定资产周转率	2.62	2.92	3.28	3.69
资本公积	4132.77	4132.77	4132.77	4132.77	应收账款周转率	133.94	132.76	135.94	134.16
留存收益	5849.91	6098.72	6393.26	6778.52	存货周转率	2.97	3.12	3.14	3.10
归属母公司股东权益	13455.91	13682.63	13977.17	14362.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.73%	—	—	—
少数股东权益	2187.00	2452.38	2760.02	3154.52	资本结构				
股东权益合计	15642.91	16135.02	16737.20	17516.95	资产负债率	59.39%	56.58%	53.80%	49.92%
负债和股东权益合计	38515.83	37160.53	36227.52	34977.14	带息债务/总负债	57.22%	61.56%	58.21%	52.53%
					流动比率	0.96	1.12	1.31	1.60
					速动比率	0.33	0.41	0.48	0.59
					股利支付率	41.47%	18.97%	17.25%	15.60%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	3030.64	3061.76	3311.85	3592.89	每股收益	0.08	0.09	0.10	0.13
PE	101.43	96.21	82.99	64.72	每股净资产	4.53	4.68	4.85	5.08
PB	1.89	1.83	1.77	1.69	每股经营现金	0.18	1.06	0.74	0.91
PS	0.90	0.85	0.82	0.79	每股股利	0.04	0.02	0.02	0.02
EV/EBITDA	13.50	12.39	10.93	9.44					
股息率	0.41%	0.20%	0.21%	0.24%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn