



中金黄金(600489): 资源增厚叠加资产注入, 金价上行业绩可期

——中金黄金(600489) 2019 中报点评

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2019 年半年报。公司 2019 上半年实现营业收入 167.07 亿元, 同比增长 3.75%; 实现归母净利润 0.73 亿元, 同比下降 41.08%, 扣非归母净利润 0.61 亿元, 同比降 43.9%; 公司基本每股收益降 50%至 0.02 元。
- **黄金储量趋势性增加, 资源增厚预期强:** 报告期内, 公司金金属资源储量已达 509 吨, 为全国黄金保有储量第三的上市企业。其中 2018 年及 2019H1 公司金金属储量分别增加 24.6 吨(+5%)及 12.6 吨(+2.5%), 资源储量增长的持续性已有显现。此外, 公司作为中国黄金集团唯一黄金资源类业务平台, 获得中国黄金的非竞争承诺。中国黄金集团拥有共计约 1907 吨黄金资源储量及 1022 万吨铜金属储量, 将对公司后续资源增厚提供持续性保障。
- **主营黄金产品产量下降, 铜产量略有增长:** 公司上半年主营黄金产品产量全面下滑, 其中矿产金、精炼金及冶炼金产量分别-4.53%、-10.65%及-13.66%至 11.18 吨、33.10 吨及 7.90 吨。但铜产量略有增长, 公司矿产铜及电解铜各+7.12%及+1.62%至 0.938 万吨与 14.4 万吨。黄金产量下降与公司响应环保政策进行矿山整改有关, 铜产量增加则受益于中原冶炼厂二期改造竣工。
- **H1 中原冶炼厂债转股导致公司归母净利润回落:** 中原冶炼厂是公司重要的利润来源, 2018 年其对公司净利润贡献 3.55 亿元(仅次于三鑫金铜 3.9 亿利润规模), 占公司净利润总额的 94.2%(3.76 亿元); 2019H1 实现净利 1.95 亿, 但归属公司权益降至 0.76 亿。中原冶炼厂的高负债率(87%)导致公司对其进行了债转股操作并由此提升少数股东权益至 60.98%(公司持股比例降至 39.02%)。若剔除该因素, 公司上半年实现净利润约 2.66 亿元, 同比+2.31%。
- **多资产注入将提振公司业绩:** 公司拟通过增发和现金支付方式购买中原冶炼厂 60.98%股权和内蒙古矿业 90%股权。中原冶炼厂已具备年产金 33.8 吨、银 360 吨及铜 35 万吨的产能, 2019 年其净利润或将逼近 4 亿元。内蒙古矿业拥有 2475 万吨的年生产规模及 17.6 年服务期, 其核实铜金属量 233.4 万吨@0.144%, 钼金属量 55.1 万吨@0.034%, 并有 1572 吨伴生银。按铜 88%、钼 74%回收率测算, 该矿年产铜约 5 万吨, 年产钼 0.564 吨, 年产银近 33.2 吨, 可满足 2019 年 7.46 亿净利的业绩承诺。
- **黄金仍上行周期, 公司估值有提升空间:** 国内基础金价均价已由 H1 的 287.7 元/克(+5.9%)增长至 297.3 元/克(+9.5%), 考虑到黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的持续及央行购金行为的一致性及持续性, 黄金价格仍处上行周期, 年内金价上破 1600 美元可待。公司作为上游黄金生产企业, 矿产金储量及产量的实质性提升将推动公司估值空间的打开。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 368 亿元、389.5 亿、397.7 亿元; EPS 分别为 0.11 元、0.13 元和 0.19 元, 对应 PE 分别为 90、72.5 和 50.6。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 金价及铜价大幅下跌, 公司黄金产量不及预期, 增发及收购风险。

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,928.2	34,452.3	36,816.6	38,950.5	39,767.3
增长率(%)	-15.41%	4.63%	6.86%	5.80%	2.10%
净利润(百万元)	543.00	376.37	369.46	458.62	657.41
增长率(%)	14.00%	-30.69%	-1.84%	24.13%	43.35%
净资产收益率(%)	2.16%	1.44%	2.97%	4.17%	7.36%
每股收益(元)	0.08	0.06	0.11	0.13	0.19
PE	120.50	160.67	90.05	72.54	50.61
PB	2.47	2.44	2.67	3.02	3.72

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

2019 年 08 月 26 日

推荐/首次

中金黄金

公司报告

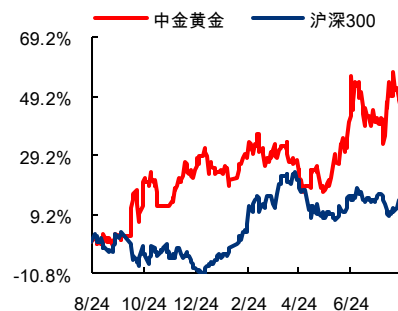
公司简介:

公司是集黄金采、选、冶、加工综合配套能力的大型黄金企业, 生产有高纯金、标准金、电解银、电解铜和硫酸等多种产品。经营范围包括黄金、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; 黄金生产技术的研发、咨询服务; 高纯度黄金制品的生产、加工、批发等。

交易数据

52 周股价区间(元)	10.75-6.53
总市值(亿元)	340
流通市值(亿元)	340
总股本/流通 A 股(万股)	345114/345114
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.27

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师:

郑岗钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080001

研究助理: 张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号:

S1480118100014

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	15337	15146	15817	16053	15818	营业收入	32928	34452	36817	38951	39767
货币资金	3283	3641	3891	4116	4202	营业成本	29167	30868	33971	35751	36451
应收账款	269	78	202	235	261	营业税金及附加	289	303	324	342	350
其他应收款	346	589	629	666	680	营业费用	91	139	147	160	167
预付款项	1249	781	267	-275	-827	管理费用	1755	1638	1749	1948	1988
存货	10016	9705	10680	11240	11460	财务费用	630	710	201	203	184
其他流动资产	141	79	-17	-104	-137	资产减值损失	325.55	48.89	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	23178	22907	21564	20224	18904	公允价值变动收益	-76.97	-82.01	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	793	808	787	787	787	投资净收益	98.78	112.57	120.00	130.00	140.00
固定资产	12380	12846	12819	12281	11500	营业利润	695	568	545	677	767
无形资产	3935	3832	3449	3104	2794	营业外收入	105.97	153.56	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	462	462	462	462	462	营业外支出	108.03	166.10	0.00	0.00	0.00
资产总计	38516	38053	37380	36276	34723	利润总额	693	555	545	677	767
流动负债合计	15910	14554	15029	15373	15894	所得税	150	179	176	218	110
短期借款	7336	6763	8782	8977	9415	净利润	543	376	369	459	657
应付账款	2656	1652	1794	1888	1925	少数股东损益	252	180	0	0	0
预收款项	204	308	345	384	423	归属母公司净利润	291	196	369	459	657
一年内到期的	2788	1251	1251	1251	1251	EBITDA	2514	2466	2070	2220	2270
非流动负债合计	6963	4173	4192	4192	4192	EPS (元)	0.08	0.06	0.11	0.13	0.19
长期借款	5752	3070	3070	3070	3070	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	22873	18727	19221	19565	20086	成长能力					
少数股东权益	2187	5703	5703	5703	5703	营业收入增长	-15.41%	4.63%	6.86%	5.80%	2.10%
实收资本(或股	3451	3451	3451	3451	3451	营业利润增长	-3.80%	-18.33%	-4.00%	24.13%	13.36%
资本公积	4133	4199	4199	4199	4199	归属于母公司净利	88.55%	24.13%	88.55%	24.13%	43.35%
未分配利润	5149	5196	2880	6	-4115	获利能力					
归属母公司股	13456	13622	12456	11009	8934	毛利率(%)	11.42%	10.40%	7.73%	8.21%	8.34%
负债和所有者	38516	38053	37380	36276	34723	净利率(%)	1.65%	1.09%	1.00%	1.18%	1.65%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	0.76%	0.51%	0.99%	1.26%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	2.16%	1.44%	2.97%	4.17%	7.36%
经营活动现金	630	2418	2658	3110	3530	偿债能力					
净利润	543	376	369	459	657	资产负债率(%)	59%	49%	51%	54%	58%
折旧摊销	1190	1188	1324	1340	1319	流动比率					
财务费用	630	710	201	203	184	速动比率					
应收账款减少	0	191	-124	-33	-27	营运能力					
预收账款增加	0	104	37	39	40	总资产周转率	0.85	0.90	0.98	1.06	1.12
投资活动现金	-1130	-1039	-1100	-900	-700	应收账款周转率	134	199	263	178	160
公允价值变动	-77	-82	-80	-80	-80	应付账款周转率	11.24	15.99	21.37	21.16	20.86
长期股权投资	0	-14	19	0	0	每股指标(元)					
投资收益	99	113	120	130	140	每股收益(最新摊	0.08	0.06	0.11	0.13	0.19
筹资活动现金	779	-1130	-1748	-1914	-2478	每股净现金流(最	0.08	0.07	0.07	0.07	0.03
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.90	3.95	3.61	3.19	2.59
长期借款增加	0	-2682	-1937	-2021	-2100	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	120.50	160.67	90.05	72.54	50.61
资本公积增加	0	67	0	0	0	P/B	2.47	2.44	2.67	3.02	3.72
现金净增加额	278	248	-190	296	352	EV/EBITDA	18.24	16.51	20.53	19.12	18.85

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

报告类型	标题	日期
行业	有色金属行业深度报告：黄金黎明已至，巴塞尔协议 III 提升黄金资本属性	2019-06-25
行业	超级周再袭，黄金避险溢价或回归	2019-04-30
行业	有色行业 Q2 配置工业金属，Q3 加配贵金属	2019-04-12
行业	贵金属大底已现，黄金暗黑已过黎明将至	2019-03-28

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验，2019 年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。