

债转股及资产注入后盈利能力有望进一步提升

投资要点

- **事件:** 2020年1月8日公司发布《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报告书》,公司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%的股权,向国新资产等发行股份购买其持有的中原冶炼厂 60.98%的股权,同时募集配套资金不超过 20 亿元用于支付现金收购标的资产的对价、补充上市公司和标的公司流动资金、偿还债务。
- **内蒙古矿业收购完成后有望增厚公司业绩。**公司拟以 6.66 元/股向控股股东中国黄金集团有限公司发行 4.85 亿股以及支付 5.7 亿元现金用于收购内蒙古矿业 90%的股权,其中内蒙古矿业承诺 2019-2021 年实现扣非净利润分别为 7.46、7.34 和 6.91 亿元,收购完成后将显著增厚公司业绩。
- **中原冶炼厂市场化债转股有望提升公司盈利能力。**公司拟以 6.66 元/股向 5 家金融机构共发行 7.07 亿股用于收购它们持有的中原冶炼厂累计 60.98%的股权,中原冶炼厂 60.98%的股权交易作价 47 亿元。我们认为此次交易完成有望进一步降低公司资产负债率,降低财务费用,提升公司盈利能力。
- **集团优质资产注入预期强,公司黄金资源增储潜力大。**未来集团优质黄金资产有望注入:贵州锦丰、内蒙古金陶、沙岭等项目。另外公司 2019 年上半年继续推进探矿增储,新增金金属储量 12.6 吨,公司拥有的生产矿山大都分布于全国重点成矿区带,位置好,未来增储潜力大。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 359 亿元、374 亿元和 391 亿元,归母净利润分别为 2.1 亿元、2.6 亿元和 3 亿元,对应 PE 分别为 133 倍、107 倍和 92 倍,首次覆盖,给予“持有”评级。
- **风险提示:** 黄金价格大幅波动风险、公司黄金产量低于预期风险、资产注入低于预期风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34452.38	35923.21	37433.58	39102.35
增长率	4.63%	4.27%	4.20%	4.46%
归属母公司净利润(百万元)	195.95	210.75	261.88	303.26
增长率	-32.73%	7.55%	24.26%	15.80%
每股收益 EPS(元)	0.06	0.06	0.08	0.09
净资产收益率 ROE	1.95%	2.06%	2.50%	2.82%
PE	143	133	107	92
PB	2.05	2.03	2.00	1.97

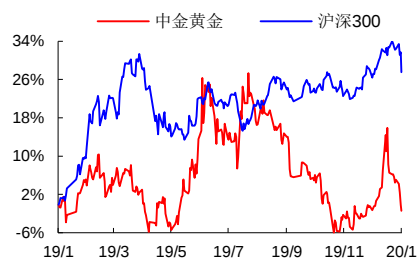
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘孟峦
 执业证号: S1250519060005
 电话: 010-58251916
 邮箱: lml@swsc.com.cn

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-58251918
 邮箱: lg@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)	7.74-10.45
总市值(亿元)	279.89
总资产(亿元)	410.19
每股净资产(元)	3.97

相关研究

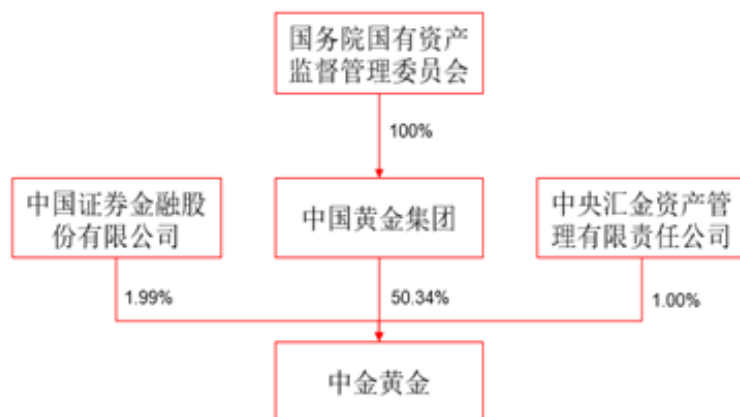
1 公司概况：中国黄金集团旗下的大型黄金企业

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、白银和硫酸等。

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 年底，公司保有资源储量金金属量 496.4 吨，铜金属量 37 万吨，拥有矿权 124 个，矿权面积达到 645.12 平方公里。2018 年，公司全年生产精炼金 72.98 吨，矿产金 24.36 吨，冶炼金 38.3 吨，矿山铜 17953.96 吨，电解铜 320771.77 吨，较上年同期分别增加 -17.64%、-4.06%、-11.65%、-5.46%、71.45%。

图 1：公司主要股东结构图



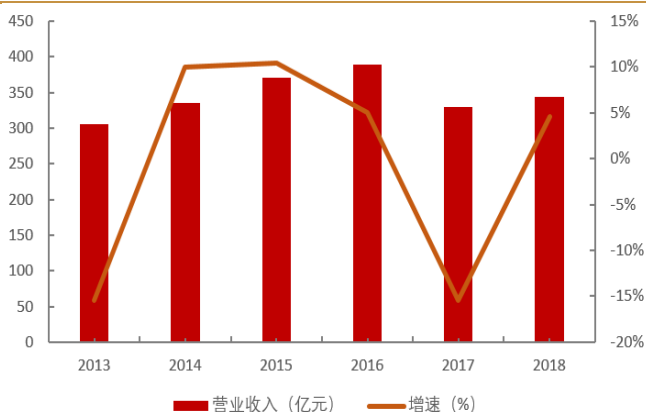
数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司业绩情况

2019 年前三季度公司实现营业收入 266.9 亿元，同比增加 6.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.3 亿元，同比减少 32%，公司前三季度业绩下降主要是由于公司黄金产量下降，少数股东权益占比提升以及销售费用和营业外支出增加所致。

2019 年上半公司生产矿产金 11.18 吨、精炼金 33.1 吨、冶炼金 17.9 吨，与上年同期相比分别减少了 4.53%、10.65%、13.66%；生产矿山铜 9380 吨、电解铜 143984 吨，与上年同期相比分别增加了 7.12%、1.62%。

图 2：公司 2013-2018 年营收及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

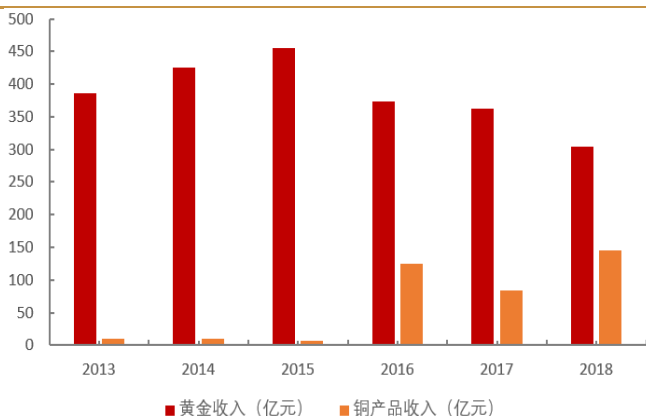
图 3：公司 2013-2018 年归母净利润及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

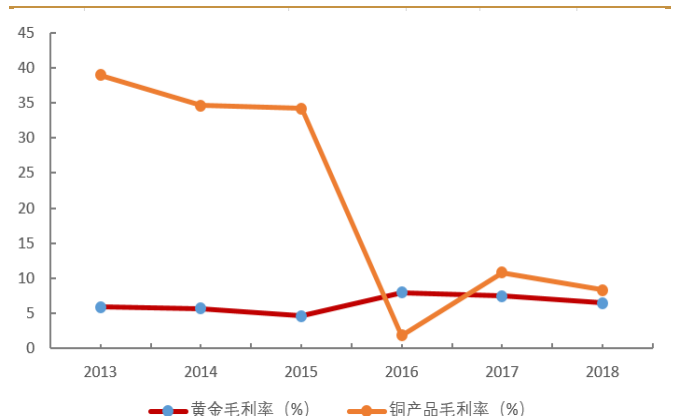
黄金毛利率总体平稳，铜毛利率于 2016 年锐减。2018 年黄金和铜产品的毛利率分别为 6.49% 和 8.35%。2016 年黄金毛利率为 7.95%，同比下降 3.29%。2016 年铜产品毛利率为 1.83%，同比下降 32.36%，毛利率下降主要是中原冶炼厂的电解铜只赚取加工利润，且销量占比剧增导致。2017 年，黄金毛利率为 7.47%，同比减少 0.48%，铜毛利率为 10.82%，同比增加 8.99%，主要由营业成本的减少所致。

图 4：公司 2013-2018 年主营产品收入



数据来源：WIND，西南证券整理

图 5：公司 2013-2018 年主营产品毛利率



数据来源：WIND，西南证券整理

3 债转股及资产注入后盈利能力有望进一步提升

内蒙古矿业收购完成后有望增厚公司业绩。公司拟以 6.66 元/股向控股股东中国黄金集团有限公司发行 4.85 亿股以及支付 5.7 亿元现金用于收购内蒙古矿业 90% 的股权，其中内蒙古矿业承诺 2019-2021 年实现扣非净利润分别为 7.46、7.34 和 6.91 亿元，收购完成后增厚公司业绩。

中原冶炼厂市场化债转股有望提升公司盈利能力。公司拟以 6.66 元/股向 5 家金融机构共发行 7.07 亿股用于收购它们持有的中原冶炼厂累计 60.98% 的股权，中原冶炼厂 60.98% 的股权交易作价 47 亿元。我们认为此次交易完成有望进一步降低资产负债率，降低财务费同时提升公司盈利能力。

集团优质资产注入预期强，公司黄金资源增储潜力大。未来集团优质黄金资产有望注入：贵州锦丰、内蒙古金陶、沙岭等项目。另外公司 2019 年上半年继续推进探矿增储，新增金属储量 12.6 吨，公司拥有的生产矿山大都分布于全国重点成矿区带，位置好，为例增储潜力大。

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 2019-2021 年矿产金产量维持在 23.5 吨；

假设 2：公司 2019-2021 年精炼金产量维持在 70 吨；

假设 3：公司 2019-2021 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 2019-2021 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		2018A	2019E	2020E	2021E
黄金	收入	30369.3	31280.3	32218.7	33185.3
	增速	-16.2%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	6.5%	7.0%	7.0%	7.0%
铜	收入	14575.3	15449.8	16454.0	17605.8
	增速	73.4%	6.0%	6.5%	7.0%
	毛利率	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%
其他及抵消	收入	-10492.2	-10806.9	-11239.2	-11688.8
合计	收入	34452.4	35923.2	37433.6	39102.4
	增速	4.6%	4.3%	4.2%	4.5%
	毛利率	10.4%	9.5%	9.6%	9.6%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 359 亿元、374 亿元和 391 亿元，归母净利润分别为 2.1 亿元、2.6 亿元和 3 亿元，EPS 分别为 0.06 元、0.08 元、0.09 元，对应 PE 分别为 133 倍、107 倍和 92 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600547.SH	山东黄金	32.47	0.4	0.54	0.82	76	60	40
002237.SZ	恒邦股份	13.59	0.45	0.45	0.53	19	30	26
000975.SZ	银泰黄金	12.39	0.33	0.51	0.61	31	24	20
平均值						42	38	29
600489.SH	中金黄金	8.11	0.06	0.06	0.08	143	133	107

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)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	34452.38	35923.21	37433.58	39102.35	净利润	376.37	404.79	503.01	582.50
营业成本	30868.34	32496.00	33835.87	35341.33	折旧与摊销	1718.72	1695.74	1695.74	1695.74
营业税金及附加	302.84	315.71	329.00	343.66	财务费用	710.39	607.13	545.59	488.76
销售费用	139.33	145.28	151.39	158.14	资产减值损失	48.89	0.00	0.00	0.00
管理费用	1637.80	1721.47	1807.18	1897.38	经营营运资本变动	1427.01	175.22	-232.63	-307.51
财务费用	710.39	607.13	545.59	488.76	其他	-1863.39	5.58	-14.54	6.34
资产减值损失	48.89	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2417.98	2888.45	2497.17	2465.82
投资收益	112.57	0.00	0.00	0.00	资本支出	-41.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-82.01	0.00	0.00	0.00	其他	-998.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1039.44	0.00	0.00	0.00
营业利润	567.88	637.61	764.55	873.09	短期借款	-573.27	-1011.45	-1758.39	-1757.81
其他非经营损益	-12.55	-52.33	-46.75	-42.92	长期借款	-2682.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	555.34	585.28	717.79	830.17	股权融资	66.71	0.00	0.00	0.00
所得税	178.97	180.49	214.79	247.67	支付股利	-103.53	-39.19	-42.15	-52.38
净利润	376.37	404.79	503.01	582.50	其他	2161.99	-1886.21	-545.59	-488.76
少数股东损益	180.42	194.05	241.13	279.23	筹资活动现金流净额	-1130.21	-2936.85	-2346.13	-2298.95
归属母公司股东净利润	195.95	210.75	261.88	303.26	现金流量净额	240.35	-48.39	151.04	166.88
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3640.72	3592.32	3743.36	3910.24	成长能力				
应收和预付款项	1720.86	1986.33	2001.76	2115.58	销售收入增长率	4.63%	4.27%	4.20%	4.46%
存货	9705.03	10211.77	10648.04	11115.55	营业利润增长率	-18.33%	12.28%	19.91%	14.20%
其他流动资产	79.27	82.65	86.13	89.97	净利润增长率	-30.69%	7.55%	24.26%	15.80%
长期股权投资	808.32	808.32	808.32	808.32	EBITDA 增长率	-1.11%	-1.89%	2.22%	1.72%
投资性房地产	30.27	30.27	30.27	30.27	获利能力				
固定资产和在建工程	14752.72	13778.79	12804.85	11830.92	毛利率	10.40%	9.54%	9.61%	9.62%
无形资产和开发支出	4553.23	4001.59	3449.95	2898.30	三费率	7.22%	6.89%	6.69%	6.51%
其他非流动资产	2762.13	2591.96	2421.80	2251.63	净利率	1.09%	1.13%	1.34%	1.49%
资产总计	38052.54	37084.00	35994.48	35050.78	ROE	1.95%	2.06%	2.50%	2.82%
短期借款	6762.85	5751.40	3993.01	2235.20	ROA	0.99%	1.09%	1.40%	1.66%
应付和预收款项	2710.56	3465.01	3506.80	3604.02	ROIC	2.99%	3.13%	3.51%	3.81%
长期借款	3070.37	3070.37	3070.37	3070.37	EBITDA/销售收入	8.70%	8.19%	8.03%	7.82%
其他负债	6183.66	5134.34	5300.57	5487.34	营运能力				
负债合计	18727.44	17421.13	15870.75	14396.93	总资产周转率	0.90	0.96	1.02	1.10
股本	3451.14	3451.14	3451.14	3451.14	固定资产周转率	2.73	2.91	3.29	3.76
资本公积	4199.49	4199.49	4199.49	4199.49	应收账款周转率	198.75	286.89	219.12	233.65
留存收益	5943.86	6115.41	6335.14	6586.03	存货周转率	3.13	3.26	3.24	3.25
归属母公司股东权益	13622.32	13766.04	13985.77	14236.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.46%	—	—	—
少数股东权益	5702.78	5896.83	6137.96	6417.19	资本结构				
股东权益合计	19325.10	19662.87	20123.73	20653.85	资产负债率	49.21%	46.98%	44.09%	41.07%
负债和股东权益合计	38052.54	37084.00	35994.48	35050.78	带息债务/总负债	52.51%	50.64%	44.51%	36.85%
					流动比率	1.04	1.20	1.41	1.69
					速动比率	0.37	0.43	0.50	0.60
					股利支付率	52.84%	18.60%	16.09%	17.27%
					每股指标				
					每股收益	0.06	0.06	0.08	0.09
					每股净资产	3.95	3.99	4.05	4.13
					每股经营现金	0.70	0.84	0.72	0.71
					每股股利	0.03	0.01	0.01	0.02
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2996.99	2940.48	3005.88	3057.59					
PE	142.84	132.81	106.88	92.29					
PB	2.05	2.03	2.00	1.97					
PS	0.81	0.78	0.75	0.72					
EV/EBITDA	11.44	10.91	10.03	9.23					
股息率	0.37%	0.14%	0.15%	0.19%					

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
持有：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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn