

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	8.34
总股本/流通股本(亿股)	48.47 / 43.63
总市值/流通市值(亿元)	404 / 364
52 周内最高/最低价	9.00 / 6.86
资产负债率(%)	43.5%
市盈率	23.83
第一大股东	中国黄金集团有限公司
持股比例(%)	45.8%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 张亚桐
SAC 登记编号: S1340122080030
Email: zhangyotong@cnpsec.com

中金黄金(600489)

黄金迎来新机遇，老牌央企乘风而上

● 唯一央企控股黄金公司

公司是业内唯一一家的央企控股矿产金公司，资源保有量及产量稳居第一梯队。2021 年，公司实现矿产金产量 20 吨，占比全国矿产金产量的 7.7%，排名全国第四。截止目前，公司拥有 32 座黄金矿山，其中 27 座在产；截至 2021 年底，公司保有资源储量金属量 510.5 吨，铜金属量 237 万吨，矿权面积达到 639 平方公里；2022 年上半年，新增金金属量 10.2 吨，铜金属量 1127 吨。

● 收购优质资产，铜与黄金并驾齐驱

1) 收购内蒙古矿业 90% 的股权，截至 2021 年底，内蒙古矿业拥有铜/钼资源量 201.05 万吨/48.69 万吨，处理产能 2475 万吨/年，2021 年实现净利润 11.70 亿元，同比增长 63.48%，其中 10.53 亿元的净利润归属于公司，贡献了公司 62.0% 的净利润，大幅超过业绩承诺。2) 收购中原冶炼厂 60.98% 的股权，2021 年底，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，采用世界先进水平的“富氧底吹造钼捕金工艺”。

● 集团承诺注入优质资产

截至目前，黄金集团已经按计划分期分批通过各种形式向公司注入 27 家企业，承诺注入的 6 家公司中还有 5 家公司尚未完成注入。其中莱州汇金矿业的纱岭金矿资源量超 300 吨，目前处于探矿建设阶段；内蒙古金陶、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。

● 看好黄金，金价有望继续上涨

一系列经济数据均显示美国经济趋缓，并伴有更强的衰退预期。1 月 6 日晚，美国 12 月非农数据非农就业人口增加 22.30 万，高于预期 20 万，低于前值 25.6 万，显著趋缓；同时，美国 12 月 ISM 非制造业暴跌荣枯线，仅为 49.6，创 2020 年 5 月来新低，不及预期。诸多经济数据表明美国经济趋于放缓，通胀将进一步抑制，因而，尽管美联储在最新的纪要中释放了偏“鹰”态度，黄金价格依然有力上涨，创下近期新高，COMEX 黄金接近 1900 美元/盎司。

另外，央行增持黄金创新高，加之美联储加息已经末尾阶段等，黄金避险保值属性凸显，金价有望进一步上涨。

● 盈利预测与估值

预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入 577.85/652.97/718.27 亿元，分别同比增长 3.0%/13.0%/10.0%；归母净利润分别为 21.38/25.27/29.43 亿元，分别同比增长 25.9%/18.2%/16.5%，对应 EPS 分别为 0.44/0.52/0.61 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

黄金价格波动超预期；美国经济政策变动；产量不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	56102	57785	65297	71827
增长率(%)	16.9%	3.0%	13.0%	10.0%
EBITDA（百万元）	5493	3853	4401	4927
归属母公司净利润（百万元）	1698	2138	2527	2943
增长率(%)	9.2%	25.9%	18.2%	16.5%
EPS(元/股)	0.35	0.44	0.52	0.61
市盈率（P/E）	24.01	19.07	16.13	13.85
市净率（P/B）	5.13	5.34	5.86	6.47
EV/EBITDA	8.51	11.44	9.85	7.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 中国黄金第一股.....	5
1.1 以黄金采选为主业.....	5
1.2 探矿增储，贯彻“资源生命线”战略	5
1.3 业绩增长，黄金和铜为主要驱动力	7
2 收购+集团承诺注入资产，赋能公司业务	9
2.1 中原冶炼厂：拥有世界领先工艺的冶炼大厂	9
2.2 内蒙古矿业：铜钼优质资产，多金属开发并举	10
2.3 资产注入，增厚黄金业务盈利	11
3 黄金行业：加息末期伴随流动性改善，看好金价进一步上行.....	12
4 投资建议.....	13
4.1 收入预测.....	13
4.2 可比估值.....	14
5 风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 股权结构图.....	5
图表 2: 公司自有矿山资源量&产量.....	6
图表 3: 新增金资源储量(吨).....	6
图表 4: 新增铜资源储量(万吨).....	6
图表 5: 营业收入(亿元).....	7
图表 6: 扣非及归母净利润(亿元).....	7
图表 7: 毛利润(亿元).....	7
图表 8: 主要产品毛利率(%).....	7
图表 9: 三费情况(亿元, %).....	8
图表 10: 研发收入(亿元, %).....	8
图表 11: 黄金产销情况.....	8
图表 12: 铜产销情况.....	8
图表 13: 本次重组交易情况.....	9
图表 14: 冶炼厂原设计产能.....	10
图表 15: 股权结构.....	11
图表 16: 内蒙古矿业净利润.....	11
图表 17: 集团承诺注入优质资产.....	11
图表 18: 莱州金矿.....	12
图表 19: 非农就业新增人数(千人).....	13
图表 20: 美国 CPI 变动情况(%).....	13
图表 21: 收入预测.....	13
图表 22: 可比估值(一致预测, 2023/1/9).....	14

1 中国黄金第一股

1.1 以黄金采选为主业

公司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。中金黄金成立于 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。2003 年 8 月 14 日，公司在全国黄金行业率先上市，被业界誉为“中国黄金第一股”，股票简称“中金黄金”，股票代码“600489”。

公司主要从事黄金、铜等有色金属的地质勘查、采选、冶炼，以及投资与管理等。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。黄金资源禀赋优异，当前保有黄金资源量 510.5 吨，居国内第四位；2021 年，公司实现矿产金产量 20 吨，占比全国矿产金产量的 7.7%，排名全国第四。

图表1：股权结构图



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司控股股东是中国黄金集团有限公司，直接持有公司股权 45.84%，实际控制人为国务院国资委。公司业务主要通过下属子公司展开，共有中国黄金江西、河南中原等 54 家子公司，其中 32 家拥有矿山的子公司。

集团资源为公司赋能。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，分别负责集团公司的地质勘查、工程设计和建设、产品延伸和销售及设备和大宗物资的采购，这将为公司的探矿增储、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强有力的支撑。

1.2 探矿增储，贯彻“资源生命线”战略

公司资源禀赋优异，规模化生产打造低成本优势。截止目前，公司拥有 32 座黄金矿山，其中 27 座在产。矿山资源禀赋优异，陕西鑫元、辽宁二道沟、潼关中金等黄金矿山品位较高，最高至 15.26 克/吨；另外，湖北三鑫、湖北鸡笼山、安徽太平为金铜伴生矿，具备明显的成本优势。中国黄金江西、辽宁排头、包头鑫达、湖北三鑫等公司产能较大，年产量超 1 吨，贡献总产量的 57.0%，规模化生产降低生产成本。

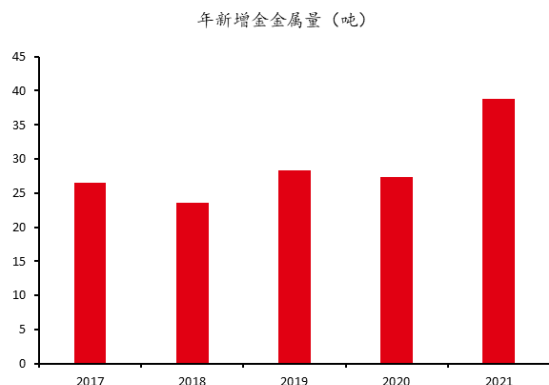
图2：公司自有矿山资源量&产量

矿山名称	主要品种	资源量 (千克)	储量 (千克)	品位 (克/吨)	年产量 (千克)	资源剩余可开采年限
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	37268.6	9805.51	3.81	1830.26	5.82年
辽宁排山楼黄金矿业有限公司	金	25053.79	673.67	1.4	1716.87	12年
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限公司	金	28188.75	5423.01	2.05	1577.36	15.15年
湖北三鑫金铜股份有限公司	金	37081.45	13506.26	1.81	1512.42	15.65年
陕西太白黄金矿业有限公司	金	26411.22	2670.24	2.25	1203.52	2.82年
河南金源黄金矿业有限公司	金	41770.21	9610.41	2.55	1193.17	26.89年
苏尼特金曦黄金矿业有限公司	金	33990.86	1401.41	6.32	1134.83	6.46年
嵩县金牛矿业有限公司	金	60207.08	10646.44	2.05	1066.39	26.68年
河北金厂峪矿业有限公司	金	13758.19	6763.96	2.41	950.51	11.43年
中国黄金集团大庆沟矿业有限公司	金	8511.01	2375.58	6.34	872.14	5.45年
甘肃省天水李子金矿有限公司	金	4850.23	93.42	7.66	784.19	9.78年
河北峪耳崖黄金矿业有限公司	金	16925.35	5312.48	9.3	756.46	28.89年
辽宁二道沟黄金矿业有限公司	金	2645.76	1090.22	11.82	683.04	4.64年
凌源日兴矿业有限公司	金	8919.93	3221.54	2.49	574.59	5.60年
中国黄金集团石湖矿业有限公司	金	8614.11	3403.55	4.08	546.35	22.82年
陕西鑫元科工贸股份有限公司	金	8810.15		15.26	520.3	采矿证过期
河北东梁黄金矿业有限公司	金	5167.75	1193.26	1.88	503.28	15.55年
河南金果黄金股份有限公司	金	6221.51	2428.81	8.6	402.38	4.58年
嵩县前河矿业有限公司	金	5123	2151.15	3.28	360.15	11.35年
甘肃中金黄金矿业有限公司	金	13978.01	1267.88	2.56	320.03	26.34年
山东烟台鑫泰黄金矿业有限公司	金	13872.24	2749	3.05	319.93	7.18年
陕西略阳锦厂沟金矿	金	6909.72	405.51	5.46	195.2	24.36年
潼关中金黄金矿业有限公司	金	614.92		8.12	184.52	0.13年
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限公司	金	3923		4.76	151.2	停产
湖北鸡冠山黄金矿业有限公司	金	1060.72	953.7	0.81	150.86	5.64年
河南泰岭黄金矿业有限公司	金	4602.7	802.76	3.75	148.41	6.91年
安徽太平矿业有限公司	金	8263.53	77.07	0.58	66.65	47.99年
宜昌万子湖矿业有限公司	金	1175		7.45		探矿企业
吉林乃金源矿业有限公司	金	1461.05		2.11		探矿企业
陕西久盛矿业投资管理有限公司	金	43896.63		3.59		停产
广西凤山天承黄金矿业有限公司	金	30148.27		3.48		停产
托里县金福黄金矿业有限公司	金	4031.25		2.82		停产

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

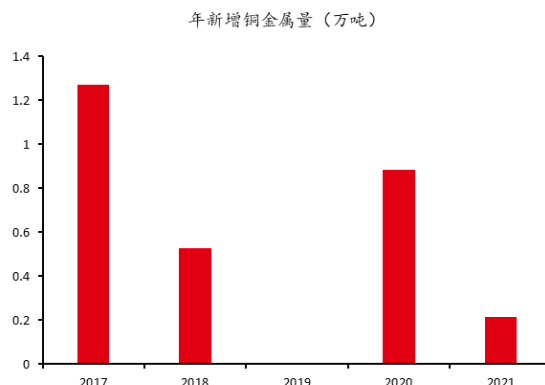
加大探矿增储投入力度，资源拓展有新进展。截至2021年底，公司保有资源储量金金属量510.5吨，铜金属量237万吨，矿权面积达到639平方公里；2022年上半年，新增金金属量10.2吨，铜金属量1127吨。同时，资源拓展有新进展，2022年上半年延续19宗矿业权，延续面积达73.88平方公里；地质探矿累计投入9590万元，完成坑探3.8万米、钻探工程7.2万米。2017-2020年，公司分别投入2.1/2.2/2.8/2.8亿元用于地质探矿，年新增黄金资源储量26.57/23.6/28.3/27.4吨、铜资源储量1.27/0.53/0/0.88万吨。

图3：新增金资源储量（吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图4：新增铜资源储量（万吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

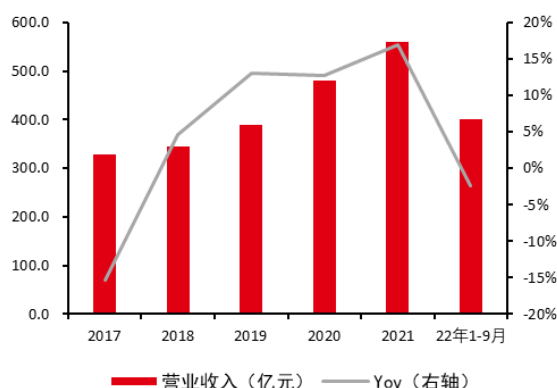
2021 年，公司大力推进项目建设，重点项目进展顺利。辽宁新都整体搬迁改造项目 9 月份按期完成项目建设、实现达产达标，新增冶炼金 3.44 吨。

公司大力推进“资源生命线”战略，实现优质资源占有新突破。拥有的生产矿山大都分布于全国重点成矿区带，位置好，潜力大，有进一步获取资源的优势。公司控股股东承诺的优质资产注入、公司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，都将为公司可持续发展提供资源保障。

1.3 业绩增长，黄金和铜为主要驱动力

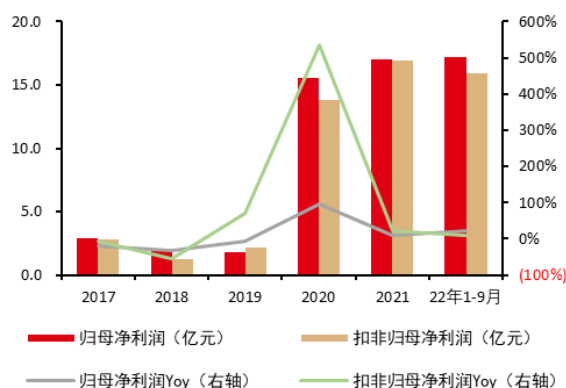
黄金量价齐升，驱动业绩增长。2021 年及 2022 年 1-9 月，公司实现营业收入 561.02 亿元和 400.36 亿元，分别同比增长 16.89% 和同比下滑 2.43%；实现归母净利润 16.98 亿元和 17.16 亿元，分别同比增长 9.21% 和 23.77%；实现扣非归母净利润 16.89 亿元和 15.94 亿元，分别增加 22.44% 和 9.39%。

图表5：营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

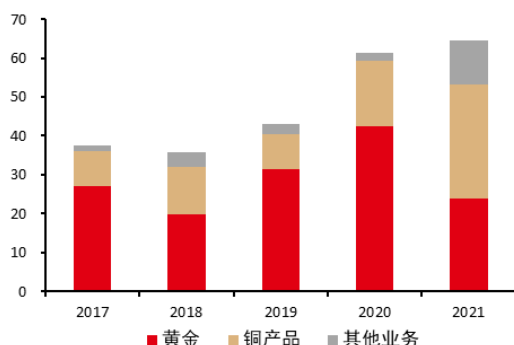
图表6：扣非及归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

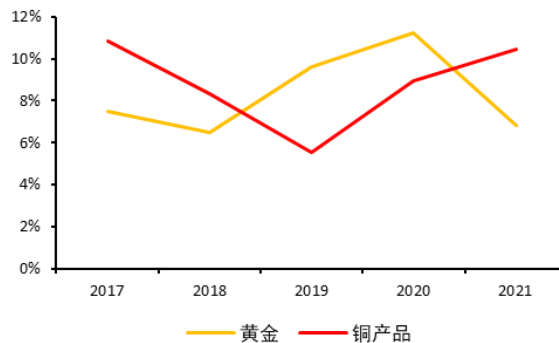
营收结构方面，黄金产品为主业；铜产品发力，其营收占比逐年扩大。2021 年公司黄金业务实现营收 349.78 亿元，营收占比约 62%，较去年降低约 16pct；铜产品业务实现营收 280.19 亿元，营收占比约 50%，较去年上升约 10pct（营收为年报按产品披露，包含内部抵消部分，故直接相加金额大于实际总营收）。

图表7：毛利润（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

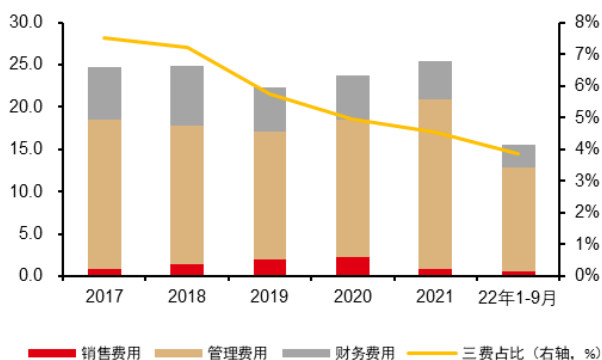
图表8：主要产品毛利率（%）



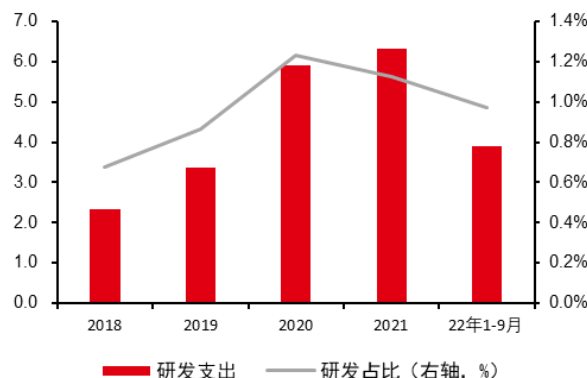
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

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，较去年减少 43.8%，毛利率 6.8%，较去年同比减少 4.43pct；公司铜产品实现毛利润 29.28 亿元，较去年大幅增长 73%，毛利率 10.45%，较去年上升 1.53pct，铜产品毛利超越黄金产品。

图表9：三费情况（亿元，%）



图表10：研发收入（亿元，%）



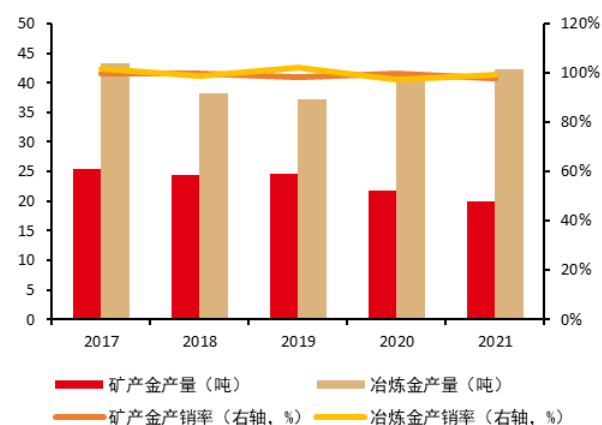
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

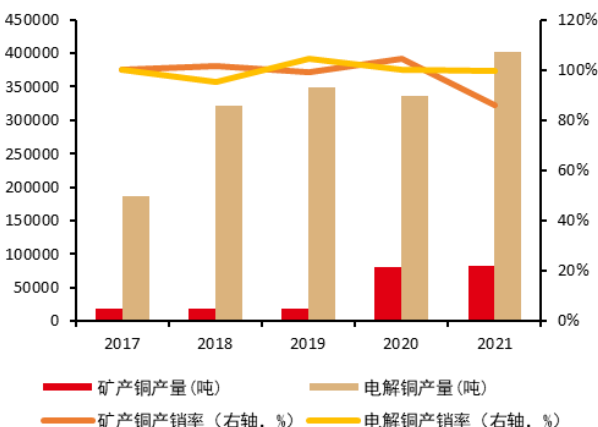
公司降本增效成果显著，费用率连年降低。2022 年前三季度，公司销售费用/管理费用/财务费用分别为 0.6/12.3/2.6 亿元，费用合计 15.5 亿元，同比下降 9.8%；三费费用率为 3.88%，同比下降 0.32pct，尤其较 2017 年 7.52% 的费用率已几近减半，控费成果显著。2021 年，成本管控向纵深推进，公司累计实现降本增效 2.03 亿元。大力推进扭亏控亏，完成国资委挂牌督导重点亏损企业三年减亏 50% 的治理目标。

公司坚持创新驱动，持续加大研发投入力度。结合生产经营实际需要，积极推广和引用“新技术、新工艺、新设备和新材料”，2021 年公司研发经费投入 6.31 亿元，增长 6.66%，获得省部级以上科技奖励 17 项，获得授权专利 66 项，其中授权发明专利 7 项；公司拥有高新技术企业 22 家，企业创新能力不断增强。

图表11：黄金产销情况



图表12：铜产销情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

矿山金产量近年来同比有所下降，预期未来有所好转。1) 2021 年矿山金产量为 20 吨，同比减少 8%，占国内矿产金总产量的 7.7%。21 年减产主要是受到矿山安全整顿、环保督查、自然灾害等影响而减产。2) 2021 年冶炼金产量为 42.25 吨，同比增长 4.86%，销量为 41.89 吨，同比增长 6.59%；产销率 99.1%。

矿产铜和电解铜产销率不断攀升。1) 2021 年矿产铜产量为 8.13 万吨，同比增长 0.09%，销量为 6.98 万吨，同比下降 17.9%；矿山铜产量小幅增长主要是因为湖北三鑫金铜矿产量增长。2) 2021 年电解铜产量为 40.17 吨，同比增长 19.23%，销量为 40.03 吨，同比增长 18.76%，产销率 99.7%。

2 收购+集团承诺注入资产，赋能公司业务

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；中金黄金曾因历史问题，负债率较高，一度拖累公司的经营表现。在这种背景下，公司于 2018 年 11 月决定实施重组及配套募资计划，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 20 亿元；本次募集配套资金发行股份的数量不超过本次发行前总股本的 20%，即 6.9 亿股。

截止目前，公司已成功增发非公开发行股票，募集配套资金约 20.0 亿元，公司以 9.77 元/股发行 2.05 亿股。扣除承销费用后的募集资金净额 19.92 亿元。

图表13：本次重组交易情况（万元）

序号	交易对方	标的资产	股份对价（万元）	现金对价（万元）
1	中国黄金	内蒙古矿业 90.00% 股权	322,777.80	56,960.79
2	国新资产	中原冶炼厂 13.26% 股权	102,334.63	-
3	国新央企基金	中原冶炼厂 13.26% 股权	102,334.63	-
4	中鑫基金	中原冶炼厂 21.21% 股权	163,735.40	-
5	东富国创	中原冶炼厂 6.63% 股权	51,167.31	-
6	农银投资	中原冶炼厂 6.63% 股权	51,167.31	-
合计			793,517.08	56,960.79

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

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；增资完成后，中金黄金拟分别向中国黄金集团、特定投资者等交易方发行股份及支付现金购买资产：（1）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；（2）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 60.98% 股权。

- ✓ 取得中原冶炼厂 60.98% 支付对价 47.07 亿元，通过以 6.66 元/股的价格增发 7.07 亿股，于 2020 年 4 月 3 日完成过户。本次交易后，中原冶炼厂成为中金黄金全资子公司。
- ✓ 取得内蒙古矿业 90% 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。

2.1 中原冶炼厂：拥有世界领先工艺的冶炼大厂

中原冶炼厂（河南中原黄金冶炼厂有限责任公司）系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。产品由建厂之初的金、银、铜、硫酸 4 种产品发展到如今的金、银、铜、硫酸、镍、硒、碲、铂、钯、铑、铽等 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。中原冶炼厂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。中原冶炼厂引进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，清洁生产水平处于行业领先地位。

2020 年，中原冶炼厂分为两期工程，一期工程设计规模为年处理混合精矿 150 万吨，目前基本满产；二期工程投达产后，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。

图表14：冶炼厂原设计产能

产品		设计产能
黄金		33.82吨
银锭		360吨
高纯铜	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（99.99%）		80.26吨
白烟尘		2.52万吨
硫酸		129万吨

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

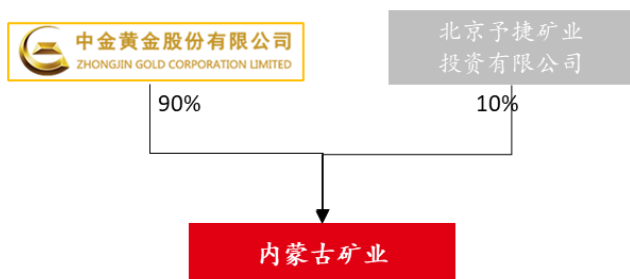
2.2 内蒙古矿业：铜钼优质资产，多金属开发并举

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，2020 年 3 月 30 日被中金黄金收购 90% 的股权。

铜钼资源为公司赋能，符合“以金为主，多金属开发并举”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，主营产品包括铜精粉、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”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。

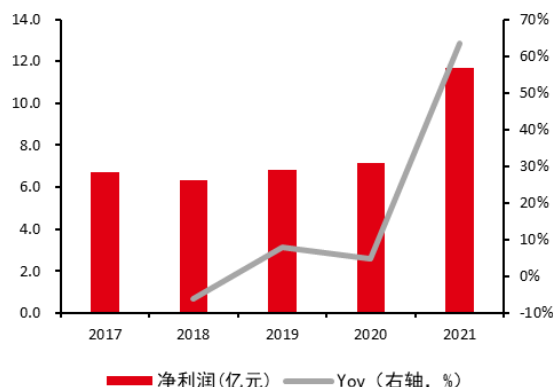
内蒙古矿业铜钼矿采矿权的设计原矿处理产能为 2475 万吨/年，开采方式为露天开采。2021 年铜产量 6.50 万吨，与 2020 年持平，钼产量 0.59 万吨，同比减少 16.02%，实现净利润 11.70 亿元，同比增长 63.5%，受益于铜价上涨；其中，权益净利润为 10.53 亿元，贡献了公司净利润的 62.04%，与黄金业务并驾齐驱。

图表15：股权结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表16：内蒙古矿业净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 资产注入，增厚黄金业务盈利

集团承诺注入优质资产，增厚公司盈利。控股股东中国黄金承诺，将资源优秀、盈利能力较强的6家黄金公司注入公司。截止目前，承诺注入的6家公司分别是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；其中，凌源日兴已经顺利注入到公司，还有5家公司尚未完成注入。6家企业保有黄金资源储量70吨左右。

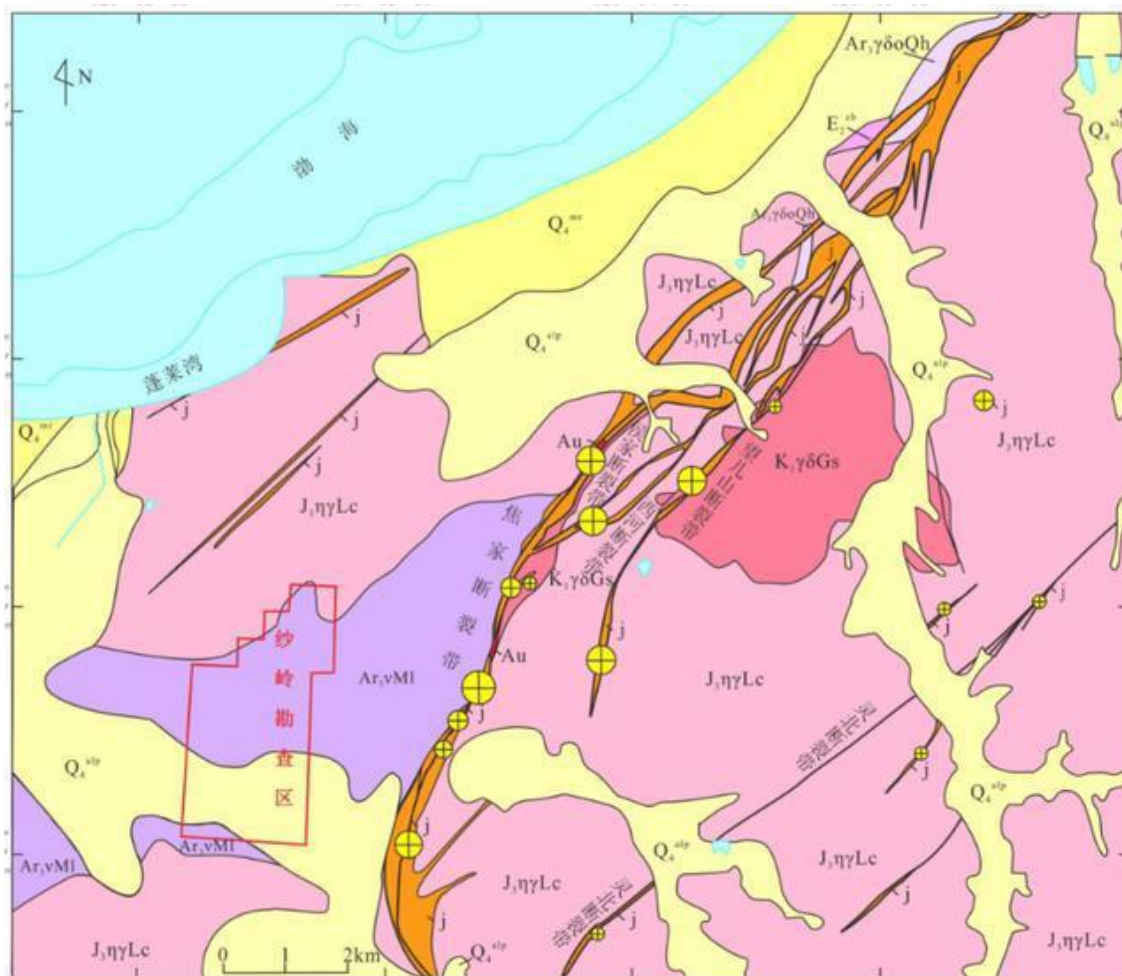
图表17：集团承诺注入优质资产

序号	企业名称	所处阶段	是否已注入中金黄金
1	内蒙古金陶股份有限公司	生产	否
2	凌源日兴矿业有限公司	生产	是
3	吉林省吉顺矿产投资有限公司	矿山基建期	否
4	贺州市金琪矿业有限责任公司	生产	否
5	成县二郎黄金开发有限公司	探矿	否
6	中国黄金集团西和矿业有限公司	探矿	否

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

集团孵化培育企业，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。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。

图表18：莱州金矿



资料来源：百度，中邮证券研究所

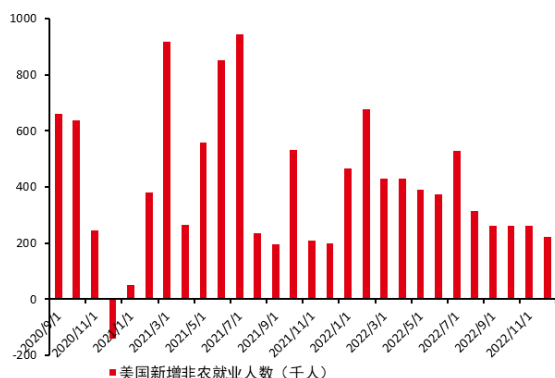
3 黄金行业：加息末期伴随流动性改善，看好金价进一步上行

2022年12月14日，美联储加息50bp，符合预期，这是美联储连续四次加息75bp后，首次放缓加息幅度。但随后的会议纪要表示联储官员愿意放慢货币政策紧缩的步伐，以更好地衡量其措施对美国经济的影响，但对于加息仍然是坚定的，更多的加息可能还在路上，其态度出乎市场预期的“鹰”派。

然而随后公布的一系列经济数据均显示美国经济趋缓，并伴有更强的衰退预期，因而金价随后上涨。2023年1月6日晚，美国12月非农数据非农就业人口增加22.30万，高于预期20万，低于前值25.6万，显著趋缓；同时，美国12月ISM非制造业暴跌荣枯线，仅为49.6，创2020年5月以来新低，不及预期。诸多经济数据表明美国经济趋于放缓，通胀将进一步抑制，因而，尽管美联储在最新的纪要中释放了偏“鹰”态度，黄金价格依然有力上涨，创下近期新高，COMEX黄金接近1900美元/盎司。

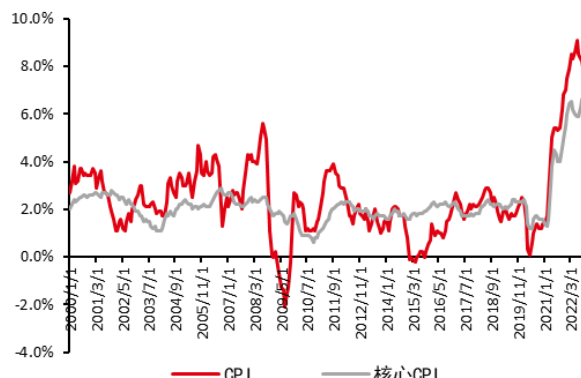
自2022年11月3日以来，黄金价格从1618.3美元大幅上涨突破1870美元左右，涨幅约15.6%，增长势头良好。

图表19：非农就业新增人数（千人）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表20：美国 CPI 变动情况（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

除此之外，央行增持黄金情况也是金价上涨的风向标之一。据国家外汇管理局数据显示，我国连续两月增持黄金，2022 年 11 月和 12 月分别增持了 97 万盎司和 103 万盎司，这也是继 2019 年 9 月来我国外汇储备首次增持黄金。同时，根据世界黄金协会发布的报告显示，2022 年第三季度，全球央行购金量猛增至 399.3 吨，环比增长 115%，创下 2000 年以来央行单季购金量最高纪录；2022 年初至第三季度末，全球央行购金总量提升至 673 吨，高于 1967 年以来任何一年的全年总量。

央行此举向市场透露了重要信号，欧美等国家的经济衰退预期增强，且难以扭转局势。加之美联储加息已经进入末尾阶段，以及加息效果传导至实体经济有滞后性，经济数据等各项指标均显示当下衰退可能性变大、金融市场风险累积；再加上地缘政治的冲击，黄金避险保值属性凸显，金价有望进一步上涨。

4 投资建议

4.1 收入预测

公司是国内中大型黄金矿产企业之一，稳步推进探矿增储；铜为公司业务赋能，增厚公司利润。与此同时，公司降本增效，提升效率。展望 2023 年，市场对欧美等国家经济衰退预期增强，美联储进一步放缓加息并停止加息周期，各国央行增持黄金，金价有望再创新高。

图表21：收入预测

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
矿产金	单价（元/克）	388.13	373.66	411.03	452.13	465.69
	矿产金销量（吨）	21.74	20.00	20.00	22.00	24.00
矿产铜	单价（万元/吨）	5.50	6.60	6.75	6.80	6.85
	矿产铜销量（万吨）	8.13	8.13	8.13	8.54	8.97
合计	营业收入（亿元）	479.95	561.02	577.85	652.97	718.27
	营业成本（亿元）	417.99	496.57	502.73	568.08	624.89
	毛利润（亿元）	61.96	64.45	75.12	84.89	93.37
	归母净利润（亿元）	15.55	16.98	21.38	25.27	29.43

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

对此，我们假设：(1) 矿产金：产销量稳步提升，2023/2024 年销量分别为 22/24 吨；(2) 矿产铜：产销量整体稳定，2023/2024 年销量分别为 8.54/8.97 万吨。

预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入 577.85/652.97 /718.27 亿元，分别同比增长 3.0%/13.0%/10.0%；归母净利润分别为 21.38/25.27/29.43 亿元，分别同比增长 25.9%/18.2%/16.5%，对应 EPS 分别为 0.44/0.52/0.61 元。

4.2 可比估值

以 2023 年 1 月 9 日收盘价 8.41 元为基准，2022-2024E 对应 PE 分别为 19.06/16.13/13.85 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表22：可比估值(一致预测，2023/1/9)

证券代码	证券简称	1月9日收盘价(元)	2022E PE	2023E PE	2024E PE	2023E PB	2023E EPS
600988	赤峰黄金	19.82	30.8x	19.0x	14.5x	5.6x	0.64
000975	银泰黄金	12.00	25.1x	15.5x	13.0x	2.9x	0.48
600547	山东黄金	19.96	64.5x	37.0x	29.1x	3.0x	0.31
601899	紫金矿业	11.44	13.3x	11.7x	10.5x	1.2x	0.86
002155	湖南黄金	13.84	29.1x	23.0x	15.4x	0.0x	0.48
黄金行业平均			32.6x	21.2x	16.5x	2.5x	0.55
600489	中金黄金	8.41	19.1x	16.1x	13.9x	5.9x	0.52

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

5 风险提示

黄金价格波动超预期；美国经济政策变动；产量不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	56102	57785	65297	71827	营业收入	16.9%	3.0%	13.0%	10.0%
营业成本	49657	50273	56808	62489	营业利润	8.9%	24.1%	18.2%	16.6%
税金及附加	620	693	784	862	归属于母公司净利润	9.2%	25.9%	18.2%	16.5%
销售费用	79	175	196	215	获利能力				
管理费用	2010	2126	2370	2535	毛利率	11.5%	13.0%	13.0%	13.0%
研发费用	631	664	738	797	净利率	3.0%	3.7%	3.9%	4.1%
财务费用	452	472	417	427	ROE	6.8%	8.3%	8.9%	9.4%
资产减值损失	-111	0	-52	-127	ROIC	5.9%	7.3%	7.5%	7.6%
营业利润	2724	3381	3997	4661	偿债能力				
营业外收入	62	0	0	0	资产负债率	43.5%	41.0%	40.1%	39.0%
营业外支出	254	250	250	250	流动比率	1.36	1.49	1.64	1.80
利润总额	2533	3131	3747	4411	营运能力				
所得税	574	673	843	1028	应收账款周转率	210.57	233.96	259.96	288.84
净利润	1959	2458	2904	3383	存货周转率	4.68	5.29	5.87	6.53
归母净利润	1698	2138	2527	2943	总资产周转率	1.20	1.21	1.31	1.32
每股收益(元)	0.35	0.44	0.52	0.61	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.35	0.44	0.52	0.61
货币资金	7528	10066	11572	19067	每股净资产	5.13	5.34	5.86	6.47
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	109	395	117	390	PE	24.01	19.07	16.13	13.85
预付款项	630	638	721	793	PB	1.64	1.57	1.43	1.30
存货	12046	9818	12417	9596	现金流量表				
流动资产合计	20997	21282	25527	30201	净利润	1959	2458	2904	3383
固定资产	15465	15465	15435	15355	折旧和摊销	2321	0	0	0
在建工程	1372	1372	1372	1372	营运资本变动	-548	2168	-2251	2785
无形资产	4705	4705	4683	4636	其他	658	872	855	748
非流动资产合计	26634	26634	26582	26455	经营活动现金流净额	4389	5498	1509	6916
资产总计	47631	47917	52109	56657	资本开支	-1274	-250	-250	-250
短期借款	9568	8568	9368	10568	其他	-441	0	65	287
应付票据及应付账款	2917	2799	3014	2741	投资活动现金流净额	-1715	-250	-185	37
其他流动负债	2899	2932	3206	3443	股权融资	4	0	0	0
流动负债合计	15384	14299	15587	16751	债务融资	817	0	0	0
其他	5325	5325	5325	5325	其他	-1591	-2710	182	542
非流动负债合计	5325	5325	5325	5325	筹资活动现金流净额	-769	-2710	182	542
负债合计	20709	19624	20913	22077	现金及现金等价物净增加额	1860	2538	1506	7495
股本	4847	4847	4847	4847					
资本公积金	9181	9181	9181	9181					
未分配利润	8432	9162	11310	13811					
少数股东权益	2078	2397	2775	3215					
其他	2384	2704	3083	3525					
所有者权益合计	26922	28292	31197	34580					
负债和所有者权益总计	47631	47917	52109	56657					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048