

央企黄金唯一平台，改革深化释放盈利动能

2023 年 03 月 26 日

➤ **黄金行业唯一上市央企，经营业绩持续向好。**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；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。公司控股股东是中国黄金集团有限公司，是唯一的央企黄金平台。公司旗下共有 54 家子公司，其中 32 家拥有矿山的子公司。2022 年 Q1-Q3 公司实现营收 400.36 亿元，实归母净利润 17.16 亿元。2018-2021 年营收复合增长率为 14.50%，归母净利润复合增长率为 106.56%，经营业绩优秀，2022 年 Q1-Q3 公司实现营收 400.36 亿元，归母净利润 17.16 亿元，同比增长 23.77%。

➤ **黄金+铜双线驱动，资源禀赋优势明显。**截至 2021 年，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，黄金资源量国内排名第四。公司目前拥有 32 家黄金矿山，其中 27 座在产矿山，矿山整体品位较高，平均品位在 3 克/吨以上的矿山 20 座。公司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。2021 年公司分别实现矿产金和矿山铜产量 20 吨、8.13 万吨。主要子公司内蒙古矿业 2020 年矿业权口径净利润 7.41 亿元，2021 年矿业权口径净利润 11.65 亿元，均超额完成业绩承诺；中原冶炼厂自主研发的“富氧底吹造钼捕金”处于行业领先地位，二期工程投达产后，规模效益的发挥可以带动公司业绩持续向好。

➤ **国企改革稳步推进，释放发展新动能。**在母公司集团公司的带领下，公司积极落实国企改革三年行动方案，内部推行中高层干部公开竞聘和社会化招聘，部门副总经理以上岗位均实施公开竞聘，打破岗位固化现象。公司优化收入分配制度，实现工效挂钩，工资总额与预算指标联动，有效调动员工积极性。股权激励方面，2020 年上半年，公司完成第一期股票期权激励计划授予工作，充分调动了公司核心骨干人才的积极性。

➤ **集团资产静待注入，业绩增长潜力可期。**中金黄金为中国黄金集团境内资产注入平台，集团公司目前正在对旗下资产进行梳理，目前来看可能注入的控股子公司有 6 家，上述公司资源前景良好，盈利能力较强，同时依托集团培育孵化，未来还将持续注入 19 家潜在优质企业。待注入资产中莱州纱岭金矿资源储量达到 373.06 吨，在建年处理矿石量可达 400 万吨，预计达产后黄金产量可达 10 吨/年，预计资产注入后可大幅提升公司的资源储量和盈利水平。

➤ **盈利预测：**考虑到公司资产注入预期强烈，叠加美联储加息进入末端，未来经济衰退可能开启降息周期以及央行购金持续增加支撑金价中枢上行，我们预计 2022/2023/2024 年公司将分别实现归母净利润 21.45/28.35/34.21 亿元，同比增长 26.3%/32.2%/20.7%，EPS 分别为 0.44/0.58/0.71 元/股。

➤ **风险提示：**金属价格下跌、资产注入不及预期、矿山项目进度不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	56,102	57,431	62,063	66,831
增长率 (%)	16.9	2.4	8.1	7.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,698	2,145	2,835	3,421
增长率 (%)	9.2	26.3	32.2	20.7
每股收益 (元)	0.35	0.44	0.58	0.71
PE	29	23	17	14
PB	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.04 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

1. 中金黄金 (600489.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：优质资产提升业绩，改革深化释放盈利动能-2022/04/23

目录

1 央企黄金唯一平台	3
1.1 发展历史悠久，资产质量持续改善	3
1.2 央企唯一黄金上市公司，实控人为国资委	3
1.3 黄金+铜为核心业务，驱动业绩增长	4
2 黄金+铜钼双轮驱动，业绩稳步增长	7
2.1 矿产金：产能产量稳定，内生探矿增储效果显著	7
2.2 铜钼业务：内蒙古矿业盈利能力强，业绩承诺超额完成	9
2.3 黄金冶炼：冶炼工艺领先，助力降本	10
3 国企改革稳步推进，提质增效可期	11
4 集团资产注入，带来业绩增长潜力	12
5 盈利预测与投资建议	15
5.1 估值分析	15
5.2 投资建议	15
6 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

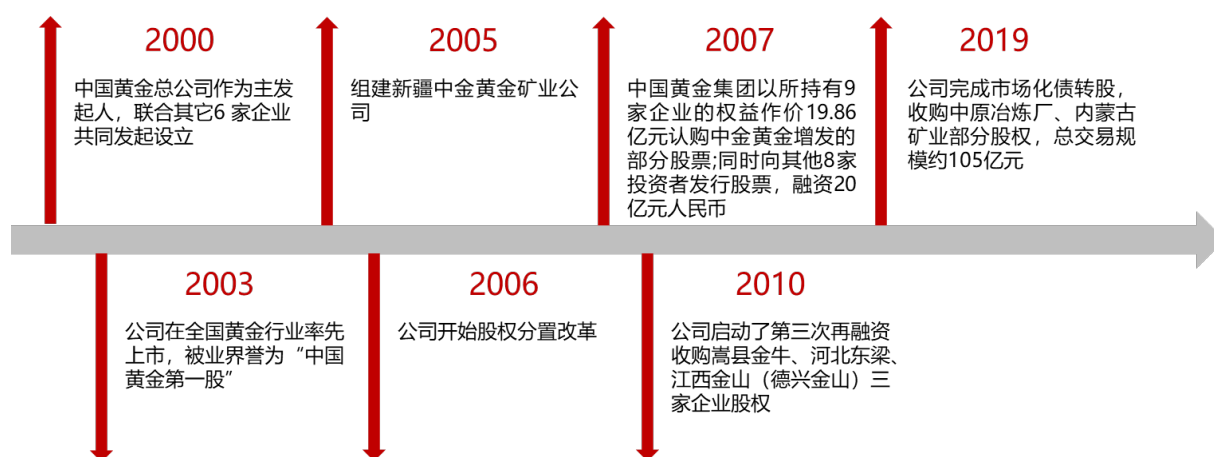
1 央企黄金唯一平台

1.1 发展历史悠久，资产质量持续改善

黄金行业唯一上市央企，中国黄金协会副会长单位。公司成立于 2000 年 6 月，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，公司在全国黄金行业中率先上市，被业界誉为“中国黄金第一股”。2005 年，公司与新疆维吾尔自治区和布克赛尔自治县委合作，组建新疆中金黄金矿业公司，2006 年，公司完成了股权分置改革。2007 年，中国黄金集团以所持有的 9 家企业权益作价 19.86 亿元认购部分增发股票，此外公司还向八家机构投资者发行股票，融资 20 亿。2010 年，公司启动了第三次再融资计划，收购了嵩县金牛等三家企业股权。2019 年公司收购了中原冶炼厂、内蒙古矿业部分股权，同时向特定投资者非公开发行股份募集近 20 亿元，总交易规模约 105 亿元。

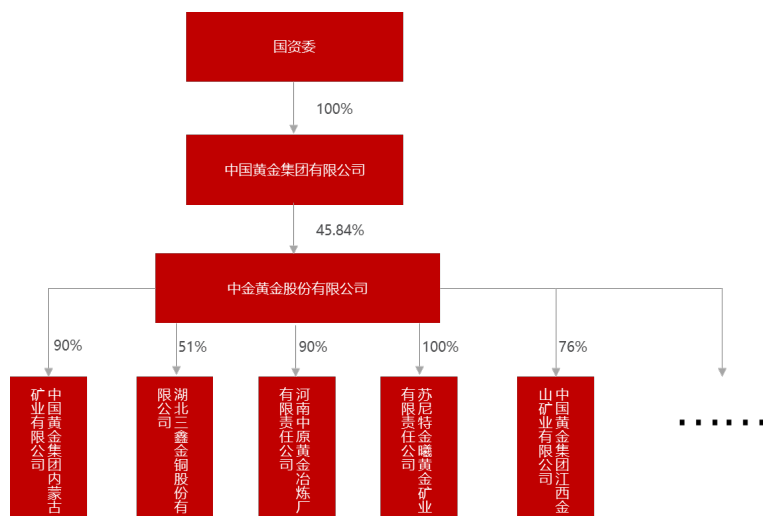
图1：公司发展历史沿革



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 央企唯一黄金上市公司，实控人为国资委

控股股东中国黄金集团有限公司，实际控制人为国务院国资委。中国黄金集团直接持有公司 45.84% 的股权，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。

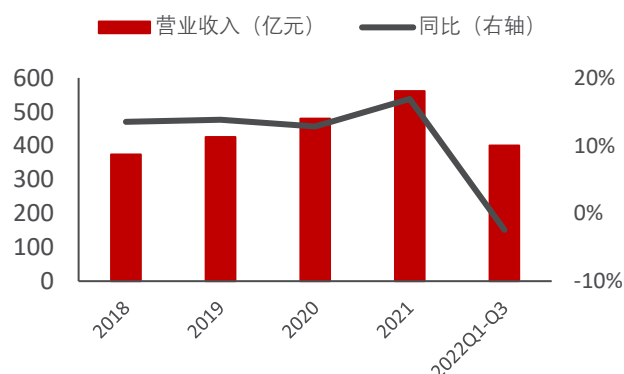
图2：公司股权结构


资料来源：公司年报，民生证券研究院

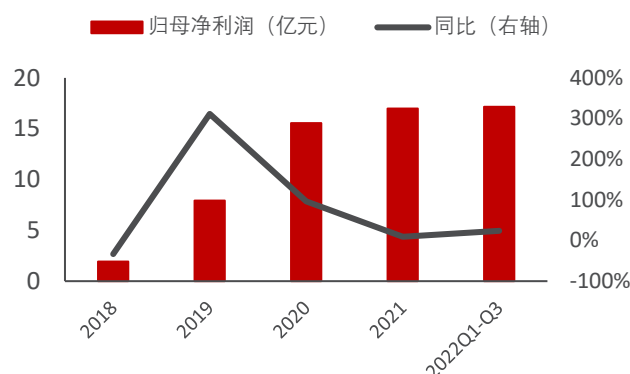
注：截止到 2022 年中报发布日，公司旗下共有 54 家子公司，此处选取 2022 三季度报利润排名前五的子公司。

1.3 黄金+铜为核心业务，驱动业绩增长

公司营收和净利润近年来呈现良好增长。2018-2021 年营收年复合增长率为 14.50%，归母净利润复合增长率为 106.56%，公司营收增长主要由金和铜产品业务驱动，归母净利润增长较快主要系金价上行、推动资产重组业务，以及公司聚焦“两利三率”考核目标，降费控本等多重因素推动。2022 年前三季度，公司抓住金铜价格上涨的有利时机，统筹生产经营，同时进一步深化降本增效，公司归母净利润同比增长 23.77%。

图3：2018-2022Q1-Q3 收入及增速


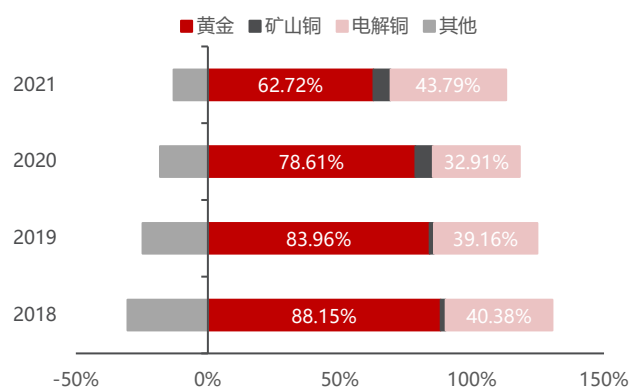
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2018-2022Q1-Q3 归母净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

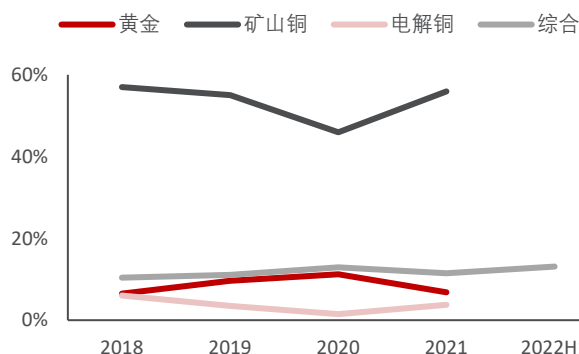
公司业绩贡献主要来自于黄金和铜。1) 黄金：2018-2021 年黄金销售收入由 303.69 亿元增长至 349.78 亿元，复合增长率 4.82%，2021 年营收占比 62.72%，毛利占比 37.55%。2) 铜：2018-2021 年铜产品销售收入由 145.75 亿元增长至

280.19 亿元, 复合增长率 24.34%, 其中 2021 年电解铜营收 244.21 亿元, 营收占比为 43.79%, 毛利占比为 14.44%, 矿山铜营收 35.99 亿元, 营收占比为 6.45% (不考虑内部抵消), 毛利占比 31.78%。

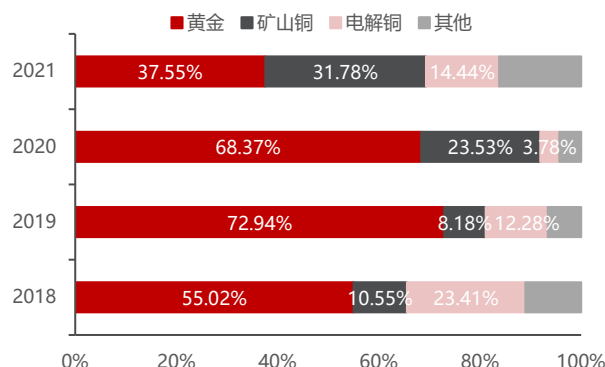
图5: 主营业务营收占比


资料来源: wind, 民生证券研究院

产品毛利率主要受产品价格波动影响。公司黄金业务主要包括矿产金和冶炼金、铜业务包括矿山铜和电解铜, 毛利率整体随着铜价、金价波动, 2022 年中报显示公司综合毛利率有所上升。

图7: 主营业务毛利率


资料来源: wind, 民生证券研究院

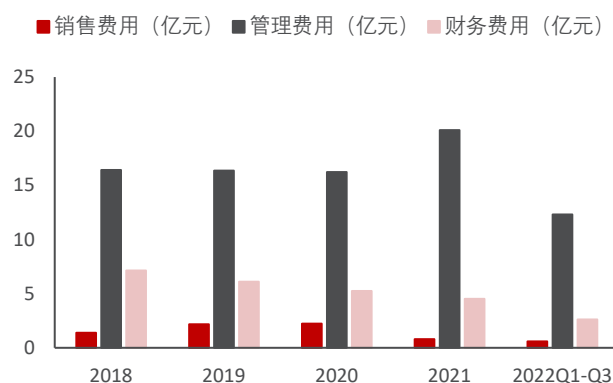
图6: 主营业务毛利贡献百分比


资料来源: wind, 民生证券研究院

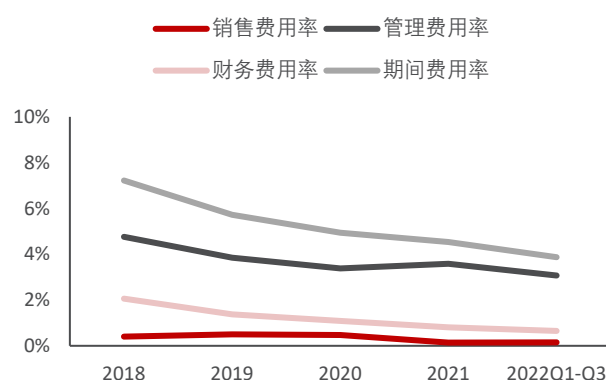
图8: 金价和铜价走势


资料来源: wind, 民生证券研究院

降本增效成果明显, 期间费用率逐年递减。公司期间费用率由 2018 年的 7.22% 降低到 2022Q1-Q3 的 3.87%。**1) 销售费用率:** 公司销售费用绝对值水平较低并有所减少, 主要系 2021 年根据新准则规定将运输费用调整到营业成本。**2) 管理费用率:** 公司管理费用率呈现逐年下降趋势, 2021 年管理费用同比上升 23.83%, 主要系部分企业职工薪酬增加 (2021 年不再执行 2020 年社保费用减免等优惠政策) 及环保治理费用增加。**3) 财务费用率:** 公司财务费用呈现明显的逐年递减趋势, 主要系偿还借款导致利息支出减少和平均融资成本下降。

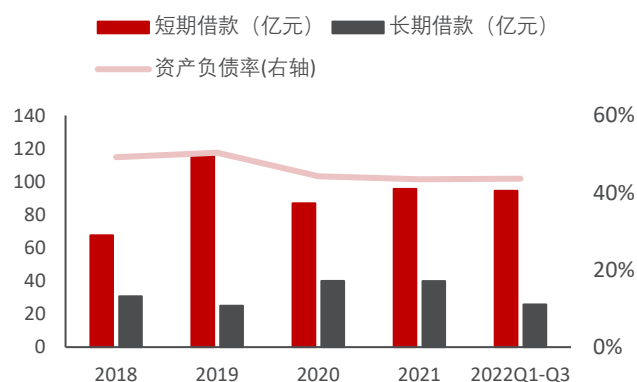
图9：公司期间费用以管理费用为主


资料来源：wind，民生证券研究院

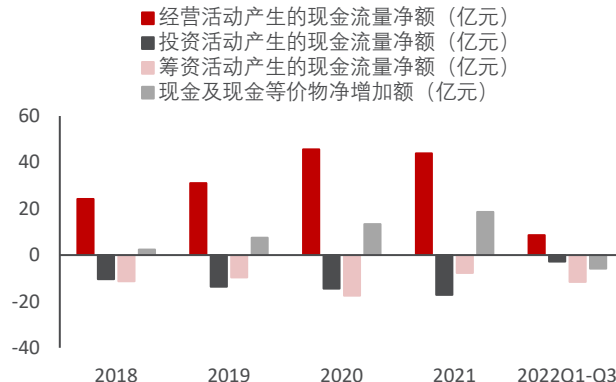
图10：公司降本成效显著，期间费用率持续降低


资料来源：wind，民生证券研究院

资产负债率稳定，现金流健康。公司贷款以短期借款为，主要用于满足子公司的经营活动需要，2020年公司非公开发行股票募集配套资金合计20亿元成功，公司资产负债率大幅降低，目前处于稳定水平。截至2021年，公司经营现金流呈现波动上升趋势，2022年Q1-Q3经营活动产生的现金流量净额大幅度减少，主要是因为销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。现金流量净额整体逐步上升，2022年Q3现金流量净额下降，主要因为偿还债务资金有所增加。

图11：公司债务结构及资产负债率


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：公司现金流量变化


资料来源：wind，民生证券研究院

2 黄金+铜钼双轮驱动，业绩稳步增长

2.1 矿产金：产能产量稳定，内生探矿增储效果显著

资源禀赋优良，分布广泛。公司旗下目前拥有 32 家黄金矿山，其中 27 座在产矿山，平均品位在 3 克/吨以上的矿山有 20 座，2021 年年产黄金量超过 1 吨矿山有 8 座，重点矿山包括湖北三鑫、湖北鸡笼山、安徽太平等。截至 2021 年，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。

表1：各矿山企业黄金资源量、储量、产量和剩余生产年限

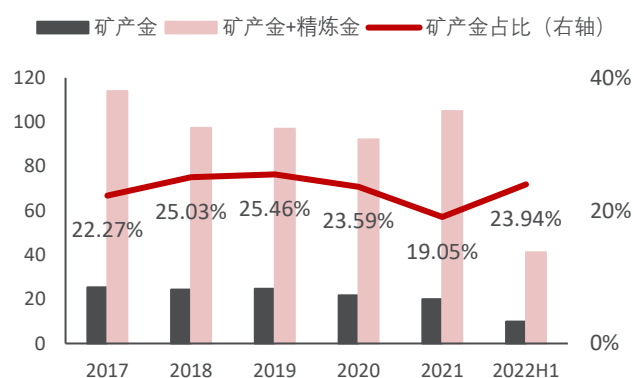
矿山名称	资源量 (千克)	储量 (千克)	品位 (克/ 吨)	产量 (千克)	剩余可开采年 限 (年)
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	8551.01	2375.58	6.34	872.14	5.45
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	25053.79	673.67	1.4	1716.87	12
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	5645.76	1090.22	11.82	683.04	4.64
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	33950.86	1401.41	6.32	1134.83	6.46
内蒙古包头鑫达黄金矿业责任有限公司	28188.75	5423.01	2.05	1577.36	15.15
中国黄金集团石湖矿业有限公司	8634.11	3403.55	4.08	546.35	22.82
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	16925.56	5312.48	9.3	756.46	28.89
河北金厂峪有限责任公司	13758.19	6763.96	2.41	950.51	11.43
河北东梁黄金矿业有限责任公司	6167.75	1193.26	1.88	503.28	15.55
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	13872.24	2749	3.05	319.93	7.18
河南金源黄金矿业责任有限公司	41770.21	9610.41	2.55	1193.17	26.89
嵩县金牛有限责任公司	60207.08	10646.44	2.05	1066.39	26.68
嵩县前河矿业有限责任公司	6123	2151.15	3.28	360.15	11.35
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	4602.7	802.76	3.75	148.41	6.91
河南金渠黄金股份有限公司	6221.51	2428.81	8.6	402.38	4.58
陕西太白黄金矿业有限责任公司	26411.22	2670.24	2.25	1203.52	2.82
陕西略阳铀厂沟金矿	6909.72	405.51	5.46	195.2	24.36
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	13978.01	1267.88	2.56	320.03	26.34
潼关中金黄金矿业有限责任公司	614.92		8.12	184.52	0.13
陕西鑫元科工贸股份有限公司	8810.15		15.26	520.3	采矿证过期
甘肃省天水李子金矿有限公司	4850.23	93.42	7.66	784.19	9.78
湖北三鑫金铜股份有限公司	37081.45	13506.26	1.81	1512.42	15.65
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	1060.72	953.7	0.81	150.86	5.64
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	37260.6	9805.51	3.81	1830.26	5.82
托里县金福黄金矿业有限责任公司	4031.25		2.82		停产
凌源日兴矿业有限公司	8919.93	3221.54	2.49	574.59	5.6
安徽太平矿业有限公司	8263.53	77.07	0.58	66.65	47.99
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	20148.27		3.48		停产

陕西久盛矿业投资管理有限公司	43896.63	3.59		停产
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	5923	4.76	151.2	停产
吉木乃金源矿业有限公司	1461.05	2.11		探矿企业
昌万子湖矿业有限公司	1175	7.45		探矿企业

资料来源：公司公告，民生证券研究院

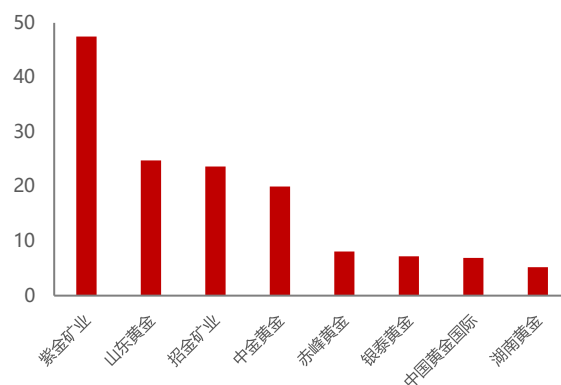
产量稳居国内第一梯队，勘探增储持续。公司 2021 年矿产金产量 20 吨，位于国内矿山第一梯队。2022 年公司计划矿产金产量为 19.51 吨，受部分地区大型活动、疫情反复和极端天气的影响，上半年矿产金产量 9.86 吨，产量同比略有下降，截至 2022 年三季度，矿产金产量 14.9 吨，与上年基本持平。

图13：2017-2022H1 矿产金产量（吨）及占比



资料来源：wind，民生证券研究院

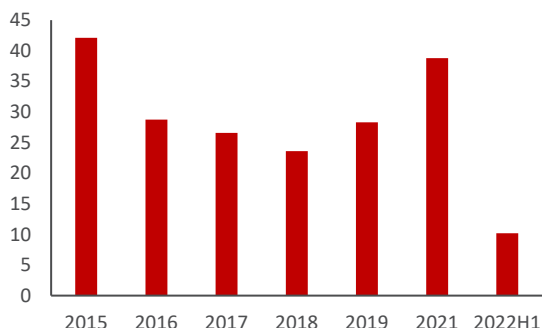
图14：2021 年国内黄金产量排名（吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

公司坚持“资源生命线”战略，持续实施探矿增储工作，公司矿山多处于国内重点成矿带，探矿潜力较好，近年来持续投入勘探费用探矿增储，2017-2021 年历年黄金增储量均超过 20 吨，可保证消耗生产和增储的平衡。公司 2022 年上半年完成坑探工程 3.8 万米、钻探工程 7.2 万米，新增金金属量 10.2 吨、铜金属量 1127 吨。

图15：2015-2022H1 新增金资源储量（吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 铜钼业务：内蒙古矿业盈利能力强，业绩承诺超额完成

内蒙古矿业，铜钼资源提升公司盈利能力。公司 2020 年 3 月 30 日完成内蒙古矿业 90% 股权的收购，其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%，2021 年内蒙古矿业实现铜产量 6.5 万吨，钼产量 0.59 万吨。

表2：内蒙古矿业矿产资源基本情况

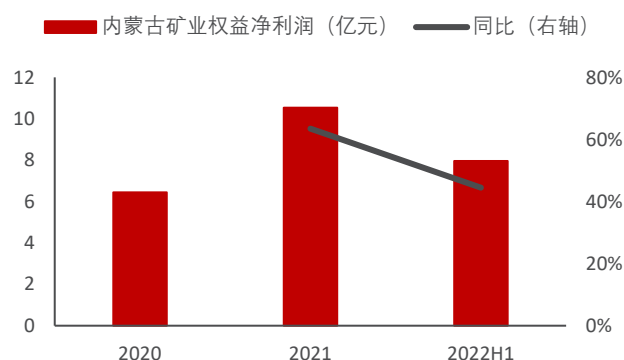
产品	项目	2021	2020	同比变化
铜	资源量 (万吨)	201.05	209.02	-3.81%
	储量 (万吨)	43.94	116.91	/
	品位	0.26%	0.24%	0.02%
	年产量 (万吨)	6.50	6.50	0.00%
钼	资源量 (万吨)	48.69	50.21	-3.03%
	储量 (万吨)	6.64	49.41	/
	品位	0.04%	0.04%	0.00%
	年产量 (万吨)	0.59	0.70	-16.02%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2021 年储量披露口径有变化。公司依据《固体矿产资源储量分类》等新标准、规范和文件要求，对保有的资源储量进行了数据转换，对符合转换条件的探明资源量及控制资源量转换为证实储量和可信储量。

根据公司与内蒙古矿业原股东中国黄金签订的业绩承诺，内蒙古矿业 2019 年度、2020 年度和 2021 年度经审计的矿业权口径净利润合计数分别不低于人民币 7.46 亿元、7.34 亿元和 6.91 亿元。由于本次交易实施实际完成时间为 2020 年，内蒙古矿业 2020 年矿业权口径净利润 7.41 亿元，2021 年矿业权口径净利润 11.65 亿元，均超额完成业绩承诺。受益于矿山铜价格上涨，根据 2022 年中报显示，内蒙古矿业净利润实现同比大幅增长 44.47%。

图16：内蒙古矿业权益净利润及同比增速



资料来源：公司年报，民生证券研究院

2.3 黄金冶炼：冶炼工艺领先，助力降本

中原冶炼厂，冶炼工艺领先，助力降本增效。公司持有中原冶炼厂 60.98% 股权，其主营业务为黄金、铜、白银等有色金属的冶炼和销售。

公司自主研发的“富氧底吹造钼捕金”先进技术，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，并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。

中原冶炼厂的一期设计规模为年处理混合精矿 150 万吨，目前基本处于满负荷生产状态。二期工程投达产后，矿石处理能力将进一步提升，预计年产金 33.82 吨、银 360 吨、高纯阴极铜 34.93 万吨，其他金属和冶炼副产品的产量也将有所提升，规模效益的发挥可以带动公司业绩持续向好。

3 国企改革稳步推进，提质增效可期

中国黄金集团深入推进国企改革三年行动方案，中金黄金积极落实母公司的政策决策。中国黄金集团近年来深度落实国家方针，为实现用人机制的市场化，中国黄金集团推行中高层干部的内部公开招聘和社会化招聘，为进一步优化收入分配制度，中金黄金集团致力于建立与绩效和贡献挂钩、短期激励与长期激励结合的薪酬激励机制。中金黄金作为子公司积极贯彻落实了中金黄金集团的政策决策。

公开招聘，市场化用人机制。中金黄金深入贯彻落实母公司的政策决策，截至 2023 年 1 月，作为子公司的中金黄金和中金香港两个主业上市公司总部的 34 名部门副总经理以上岗位已全部实施公开招聘，有效推动了公司打造一支高素质、年轻化的优秀年轻干部队伍。

聚焦生产经营，收入分配制度优化。截至 2021 年末，作为子公司的中金黄金已实现了工效挂钩，工资总额与预算指标联动，对 82 家企业工资总额跟踪管理，对 73 家企业进行契约化管理，与 52 户企业经理层成员签订经营业绩责任书。对政治站位高、增产增效业绩佳、扭亏控亏力度大、探矿增储效果好、深化改革活力强、疫情防控贡献多的企业考核激励。对超额完成任务企业实施工资总额上调，对未完成任务或亏损企业实施工资总额下调。与绩效挂钩的收入分配制度充分调动了员工工作积极性，高质高效完成任务。

股权激励已实施，彰显发展的决心和信心。2020 年上半年，公司完成第一期股票期权激励计划首次授予和预留期权授予工作，向包括公司高级管理人员、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、骨干技术人员等在内的 252 名激励对象授予了股票期权，充分调动了公司核心骨干人才的积极性、责任感和使命感，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起。

表3：股权激励计划明细

激励对象	股权激励内容	解禁条件
包括公司高级管理人员、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，共计 248 人（不含预留期权激励对象）	本激励计划授予激励对象 3450.99 万份期权，授予价格为 9.37 元/股，不超过公司总股本的 1.00%。其中，拟首次授予数量占本次拟授期权总额的 97.33%。	年度公司 ROE 不低于 2.30%，且不低于对标企业 75 分位； 2020 年度公司营业利润相对于 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； 年度公司 $\Delta EVA > 0$ 。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 集团资产注入，带来业绩增长潜力

集团作出非竞争承诺，以逐步解决下属企业与公司之间的同业竞争问题。集团于 2011 年出具《关于进一步解决与中金黄金同业竞争相关事宜的承诺》，将公司作为集团境内黄金资源开发业务整合和发展的唯一平台。2014 年起，集团结合实际情况和黄金行业近年的特点及发展趋势，根据下属企业的资源前景、盈利能力和权证规范程度三种因素，将相关黄金企业按照拟注入上市公司的企业、拟实现退出的企业和孵化注入的企业三类进行分类，分批次将黄金企业注入公司，以逐步消除同业竞争。

优质资产注入，拓宽公司业绩增量空间。集团拟注入 6 家资源前景良好，盈利能力较强的企业，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。截至 2023 年 3 月，凌源日兴矿业有限公司已完成资产注入，集团将继续积极协调推动其余 5 家企业的注入进程。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。

表4：拟注入上市公司的企业名单

序号	企业名称	持股情况	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	中国黄金持股 49.34%	生产	否
2	凌源日兴矿业有限公司	中金黄金持股 100%	生产	是
3	吉林省吉顺矿产投资有限公司	中国黄金持股 100%	矿山基建期	否
4	贺州市金琪矿业有限责任公司	中国黄金间接持股 100%	生产	否
5	成县二郎黄金开发有限公司	中国黄金持股 80%	探矿	否
6	中国黄金集团西和矿业有限公司	中国黄金持股 90%	探矿	否

资料来源：Wind，民生证券研究院

表5：拟实现退出的企业名单

序号	企业名称	控股股东	主营业务
1	河南文峪金矿	中国黄金集团有限公司	金矿采选
2	中国黄金集团甘肃金钨矿业有限责任公司	中国黄金集团有限公司	钨钼矿采选
3	东乌珠穆沁旗奥尤特矿业有限公司	中国黄金集团有限公司	金矿采选
4	东乌珠穆沁旗乌兰陶勒盖矿业有限公司	中国黄金集团有限公司	金矿采选
5	锡林浩特市兴原有色金属有限责任公司	中国黄金集团有限公司	锡矿采选
6	西乌珠穆沁旗道伦达坝铜矿开发有限公司	中国黄金集团有限公司	铜矿采选
7	建昌金泰矿业有限责任公司	中国黄金集团有限公司	金矿采选
8	建昌县红旗矿业有限责任公司	中国黄金集团有限公司	金矿采选
9	中国黄金集团阳山金矿有限公司	中国黄金集团有限公司	金矿采选
10	贵德县都秀台铜业有限公司	中国黄金集团资源有限公司	其他贵金属采选
11	桦甸市世纪三和矿业有限公司	中国黄金集团吉林有限公司	矿产品及附产品销售
12	广西田林高龙黄金矿业有限责任公司	中国黄金集团广西有限公司	金矿采选

13	西峡金泰矿业有限公司	中国黄金河南公司	金矿采选
14	灵宝双鑫矿业有限责任公司	河南文峪金矿	金矿采选

资料来源：Wind，民生证券研究院

依托黄金集团培育孵化，未来将持续注入 19 家潜在优质企业。集团第三类孵化注入的新增企业有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力企业。目前，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。

表6：孵化注入的企业名单

序号	企业名称	成立时间	注册资本 (万元)	持股比例	实际经营业务	所处状态
中国黄金集团直接控制的企业						
1	中国黄金集团中原矿业有限公司	2010 年	20000	60%	钨钼矿采选	基建期
2	凤山县宏益矿业有限责任公司	2001 年	5459.237	85.1%	金矿采选	基建期
3	黔西南金龙黄金矿业有限责任公司	2002 年	100	75%	金矿采选	生产期
4	吉林海沟黄金矿业有限责任公司	1995 年	8000	96%	金矿采选	生产期
5	莱州中金黄金矿业有限公司	2013 年	300	100%	金矿采选	基建期
中国黄金集团间接控制的企业						
1	贵州锦丰矿业有限公司	2002 年	3500.00 万美元	18%	金矿采选	生产期
2	辽宁金凤黄金矿业有限责任公司	2001 年	800	70%	金矿采选	生产期
3	河北大白阳金矿有限公司	1984 年	5000	80%	金矿采选	生产期
4	云南黄金有限责任公司	2004 年	17000	70%	金矿采选	生产期
5	会同县恒鑫矿业有限公司	2011 年	500	100%	金矿采选	探矿期
6	会同县鑫发矿业有限公司	2011 年	4050	51%	金矿采选	探矿期
7	甘肃金州矿业有限责任公司	2012 年	15000	75%	金矿采选	探矿期
8	贵港市金地矿业有限责任公司	2006 年	300	100%	金矿采选	生产期
9	金秀瑶族自治县茂源矿业开发有限公司	2013 年	300	100%	铜矿采选	探矿期
10	会同县金龙矿业有限责任公司	2011 年	6716.77	100%	金矿采选	探矿期
11	凤城市瑞锦矿业有限公司	2001 年	1000	100%	金矿采选	生产期
12	贵州金兴黄金矿业有限责任公司	2003 年	2705	64.99%	金矿采选	生产期
13	中国黄金集团湖南鑫瑞矿业有限公司	2011 年	10050	80%	金矿采选	探矿期
14	辽宁天利金业有限责任公司	2003 年	1000	70%	金冶炼	生产期

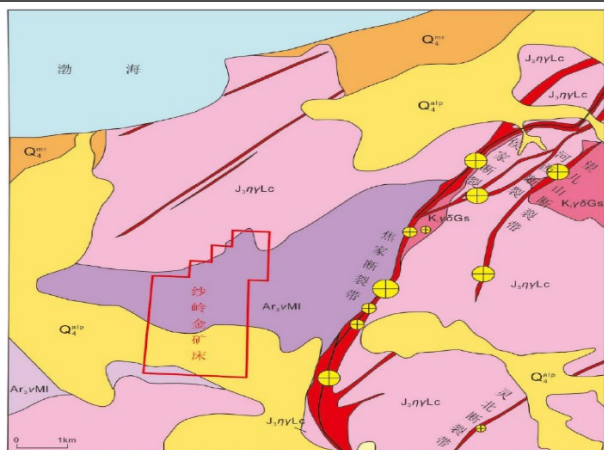
资料来源：Wind，民生证券研究院

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 2.77g/t。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 3.44g/t。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，其年处理矿石量可达 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17：纱岭金矿区域地质



资料来源：《胶东纱岭金矿床成矿机制及构造背景分析》，民生证券研究院

图18：纱岭金矿建设工程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

表7：截至 2015 年 5 月纱岭金矿资源储量情况

种类	储量级别	矿石量 (万吨)	品位 (g/t)	金属量 (吨)
金	331	540.82	4.07	21.99
	332	2383.35	3.36	80.12
	333	6097.04	3.41	207.82
	合计	9021.22	3.44	309.93
	331 (低)	119.93	1.26	1.51
	332 (低)	293.66	1.3	3.82
	333 (低)	4010.02	1.44	57.8
	合计	4423.6	1.43	63.13
银	总计	13444.82	2.77	373.06
	333	9892.11	2.35	251.82

资料来源：《纱岭金矿采矿权出让收益评估报告 2020》，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 估值分析

选取同行业上市公司赤峰黄金、银泰黄金、紫金矿业进行对比,以 2023 年 03 月 24 日的收盘价计算,同行业 3 家公司的 2021/2022/2023 年的 PE 均值为 36/32/20 倍。2021 年中金黄金的 EPS 为 0.35 元/股,我们预计公司 2022-2023 年的 EPS 分别为 0.44 元/股、0.58 元/股,以 2023 年 03 月 24 日的收盘价 10.04 元/股测算,公司 2022/2023 年的 PE 分别为 23/17 倍,均低于可比公司平均 PE,考虑到公司作为国资委旗下唯一黄金行业上市公司平台,未来资产注入预期强,因此我们认为公司当前估值并未完全反应市场对公司未来变化的预期。

表8: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600988.SH	赤峰黄金	20.33	0.35	0.44	0.88	58	46	23
000975.SZ	银泰黄金	13.11	0.46	0.40	0.58	29	33	23
601899.SH	紫金矿业	12.01	0.60	0.76	0.91	20	16	13
可比公司平均 PE						36	32	20
600489.SH	中金黄金	10.04	0.35	0.44	0.58	29	23	17

资料来源: wind, 民生证券研究院 (注: 股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价)

5.2 投资建议

俄乌冲突尚未结束、硅谷银行事件导致全球避险情绪升温,黄金需求持续上升。美联储加息周期临近末端,随着美国经济逐步衰退,美国货币政策将逐步进入降息周期,叠加本轮全球各国央行购金不断抬升金价中枢,黄金价格有望继续上行。因此我们假设 2022/2023/2024 年的金价为 400/450/500 元/克。此外公司资产注入预期强烈,黄金储量和产量有望进一步增加。我们预计 2022/2023/2024 年公司将实现归母净利润 21.45/28.35/34.21 亿元,对应 3 月 24 日收盘价的 PE 为 23X/17X/14X,维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 金属价格下跌。公司生产的产品价格透明，铜、金等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

2) 资产注入不及预期。确定由集团注入公司的企业中仍有 5 家尚有遗留问题待解决定性。此外根据黄金集团的注入计划，部分企业先委托给集团孵化，等待条件成熟后再注入，孵化企业成长存在不确定性。若集团境内资源未能成功注入，会对公司资源布局产生一定影响。

3) 矿山项目进度不及预期。公司仍有较多项目在推进中，包括安徽太平铁铜矿扩产、内蒙古矿业深部资源开采项目等，这些项目的推进仍需投入大量人力物力，可能会受环保督查、疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	56,102	57,431	62,063	66,831
营业成本	49,657	50,156	53,697	57,304
营业税金及附加	620	689	745	802
销售费用	79	86	93	100
管理费用	2,010	2,010	2,172	2,339
研发费用	631	660	714	769
EBIT	3,173	3,829	4,642	5,517
财务费用	452	378	346	321
资产减值损失	-111	-186	-28	-30
投资收益	72	115	124	118
营业利润	2,724	3,440	4,472	5,365
营业外收支	-191	-170	-150	-150
利润总额	2,533	3,270	4,322	5,215
所得税	574	654	864	1,043
净利润	1,959	2,616	3,458	4,172
归属于母公司净利润	1,698	2,145	2,835	3,421
EBITDA	5,493	6,166	7,113	8,137

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,528	7,590	9,290	11,923
应收账款及票据	109	338	349	300
预付款项	630	660	704	744
存货	12,046	12,207	13,240	14,130
其他流动资产	684	701	681	778
流动资产合计	20,997	21,497	24,265	27,874
长期股权投资	872	872	872	872
固定资产	15,465	15,792	15,862	15,894
无形资产	4,705	4,705	4,705	4,705
非流动资产合计	26,634	26,977	26,735	26,545
资产合计	47,631	48,474	51,000	54,419
短期借款	9,568	9,568	9,568	9,568
应付账款及票据	2,917	3,191	3,238	3,481
其他流动负债	2,899	3,357	3,466	3,557
流动负债合计	15,384	16,116	16,272	16,606
长期借款	3,994	2,576	2,576	2,576
其他长期负债	1,331	1,331	1,331	1,331
非流动负债合计	5,325	3,907	3,907	3,907
负债合计	20,709	20,023	20,179	20,513
股本	4,847	4,847	4,847	4,847
少数股东权益	2,078	2,549	3,171	3,922
股东权益合计	26,922	28,451	30,821	33,906
负债和股东权益合计	47,631	48,474	51,000	54,419

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.89	2.37	8.07	7.68
EBIT 增长率	2.37	20.69	21.24	18.84
净利润增长率	9.21	26.35	32.17	20.67
盈利能力 (%)				
毛利率	11.49	12.67	13.48	14.25
净利润率	3.49	4.56	5.57	6.24
总资产收益率 ROA	3.56	4.43	5.56	6.29
净资产收益率 ROE	6.83	8.28	10.25	11.41
偿债能力				
流动比率	1.36	1.33	1.49	1.68
速动比率	0.54	0.54	0.63	0.78
现金比率	0.49	0.47	0.57	0.72
资产负债率 (%)	43.48	41.31	39.57	37.69
经营效率				
应收账款周转天数	0.68	2.08	2.01	1.59
存货周转天数	88.54	90.00	90.00	90.00
总资产周转率	1.18	1.18	1.22	1.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.44	0.58	0.71
每股净资产	5.13	5.34	5.70	6.19
每股经营现金流	0.91	1.20	1.14	1.37
每股股利	0.22	0.22	0.22	0.22
估值分析				
PE	29	23	17	14
PB	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.11	8.76	7.36	6.11
股息收益率 (%)	2.23	2.23	2.19	2.19

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,959	2,616	3,458	4,172
折旧和摊销	2,321	2,337	2,471	2,620
营运资金变动	-548	134	-912	-643
经营活动现金流	4,389	5,817	5,516	6,665
资本开支	-1,274	-2,423	-2,393	-2,603
投资	-464	-600	0	0
投资活动现金流	-1,715	-2,758	-2,269	-2,485
股权募资	4	0	0	0
债务募资	817	-1,418	0	0
筹资活动现金流	-769	-2,996	-1,547	-1,547
现金净流量	1,860	63	1,700	2,632

插图目录

图 1: 公司发展历史沿革.....	3
图 2: 公司股权结构.....	4
图 3: 2018-2022Q1-Q3 收入及增速.....	4
图 4: 2018-2022Q1-Q3 归母净利润及增速.....	4
图 5: 主营业务营收占比.....	5
图 6: 主营业务毛利贡献百分比.....	5
图 7: 主营业务毛利率.....	5
图 8: 金价和铜价走势.....	5
图 9: 公司期间费用以管理费用为主.....	6
图 10: 公司降本成效显著, 期间费用率持续降低	6
图 11: 公司债务结构及资产负债率	6
图 12: 公司现金流量变化.....	6
图 13: 2017-2022H1 矿产金产量(吨)及占比	8
图 14: 2021 年国内黄金产量排名(吨)	8
图 15: 2015-2022H1 新增金资源储量(吨)	8
图 16: 内蒙古矿业权益净利润及同比增速.....	9
图 17: 纱岭金矿区域地质.....	14
图 18: 纱岭金矿建设工程.....	14

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 各矿山企业黄金资源量、储量、产量和剩余生产年限.....	7
表 2: 内蒙古矿业矿产资源基本情况.....	9
表 3: 股权激励计划明细.....	11
表 4: 拟注入上市公司的企业名单.....	12
表 5: 拟实现退出的企业名单	12
表 6: 孵化注入的企业名单	13
表 7: 截至 2015 年 5 月纱岭金矿资源储量情况	14
表 8: 可比公司 PE 数据对比.....	15
公司财务报表数据预测汇总.....	17

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026