

## 业绩大幅增长，资产注入值得期待

➤ **公司公布 2022 年年报、2023 年一季度报告：**2022 年公司实现营收 571.51 亿元，同比+1.87%，归母净利润 21.17 亿元，同比+24.70%；2022 年 Q4 公司实现营收 171.15 亿元，同比+13.67%、环比+18.68%，归母净利润 4.01 亿元，同比+20.39%、环比-21.52%；2023 年 Q1 实现营收 133.47 亿元，同比-2.07%，环比-22.01%，归母净利润 5.95 亿元，同比+20.39%，环比+48.44%。

➤ **业绩历史新高，降本增效持续。**公司全年期间费用率由 2017 年的 7.5% 降低至 2022 年的 4.13%。年度同比来看，销售费用同比+12.78%，主要是部分企业销售服务费增加；管理费用同比-8.30%，主要是因为长期待摊费用减少；由于借款本金减少，2022 年财务费用同比-4.75%。2022 年公司经营活动现金净流同比增加 9.14 亿元，筹资活动现金流量净额减少主要为借款减少；投资活动现金流量净额增加主要是部分子公司开展套期保值业务收回投资收到的现金增加。截至 2023 年 Q1，公司资产负债率为 41.64%，资产负债率持续降低。

➤ **黄金+铜钼双轮驱动，产销量平稳。**2022 年公司黄金/电解铜/矿山铜毛利分别为 27.7/2.3/23.79 亿元，毛利占比分别为 41.44%/3.43%/35.55%，矿山金/矿山铜/冶炼金/电解铜销量分别为 19.47 吨/8.07 万吨/39.77 吨/39.23 万吨，同比变化-0.26%/+15.62%/-5.06%/-2.00%。根据公司生产规划，2023 年公司计划生产精炼金 45.26 吨，矿产金 19.37 吨，冶炼金 34.22 吨，生产电解铜 39.34 万吨，矿山铜 7.64 万吨。盈利能力来看，2022 年公司黄金业务毛利率 7.45%，同比上升 0.65pct，矿山铜毛利率 57.07%，同比上升 1.12pct，电解铜毛利率 0.99%，同比下降 2.75pct。2022 年公司毛利率同比维持稳定。

➤ **勘探、扩产持续，集团资产注入可期。**截至 2022 年底，公司保有资源储量金金属量 507.3 吨，铜金属量 226 万吨，钼金属量 46.96 万吨，2022 年公司探矿新增金金属量 30.7 吨、铜金属量 6244 吨。2023 年公司计划新增金金属储量 27.9 吨，铜金属储量 8.1 万吨。此外，根据中国黄金集团的承诺，集团旗下保有的的黄金资产将陆续注入上市公司，目前部分资产正依托黄金集团培育孵化，达到相关要求后，将积极协调推动注入上市公司，其中莱州中金矿业持有的纱岭金矿黄金资源储量超 300 吨，目前已处于基建期，预计该项目建成后，年黄金产量可达 10 吨，后续优质资产注入值得期待。

➤ **盈利预测与投资建议：**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。公司资产注入预期强烈，黄金储量和产量有望进一步增加。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 23.46/29.35/35.55 亿元，对应 pe 为 25/20/17x，维持“推荐”评级。

➤ **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等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	57,151	57,431	62,063	66,831
增长率 (%)	1.9	0.5	8.1	7.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,117	2,346	2,935	3,555
增长率 (%)	24.7	10.8	25.1	21.1
每股收益 (元)	0.44	0.48	0.61	0.73
PE	28	25	20	17
PB	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**12.20 元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiu\_zuxue@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

### 相关研究

1. 中金黄金 (600489.SH) 动态报告：央企黄金唯一平台，改革深化释放盈利动能-2023/03/26

2. 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 业绩历史新高，降本增效持续 .....	3
2 黄金+铜铝双轮驱动，产销量平稳 .....	5
3 勘探、扩产持续，集团资产注入可期 .....	7
4 盈利预测与投资建议 .....	8
5 风险提示 .....	9
插图目录 .....	11
表格目录 .....	11

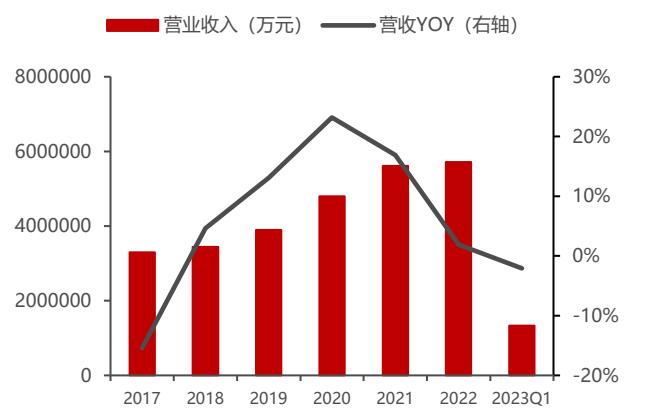
## 1 业绩历史新高，降本增效持续

**公司公布 2022 年年报：**2022 年公司实现营收 571.51 亿元，同比+1.87%，归母净利润 21.17 亿元，同比+24.70%；扣非归母净利润 19.69 亿元，同比+16.52%。2022 年公司业绩达到历史新高。

分季度来看，2022 年 Q4 公司实现营收 171.15 亿元，同比+13.57%，环比+18.68%；归母净利润 4.01 亿元，同比+28.85%，环比-21.52%；扣非归母净利润 3.75 亿元，同比+61.21%，环比-17.41%。

**公司公布 2023 年一季报：**2023Q1 实现营收 133.47 亿元，同比-2.07%，环比-22.01%，归母净利润 5.95 亿元，同比+20.39%，环比+48.44%；扣非归母净利润 5.43 亿元，同比+27.86%，环比+44.95%。

图1：2022 年，公司实现营收 571.51 亿元



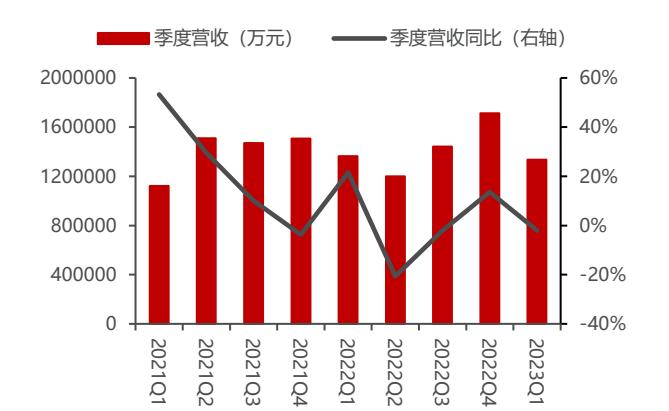
资料来源：wind, 民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现扣非归母净利润 19.69 亿元



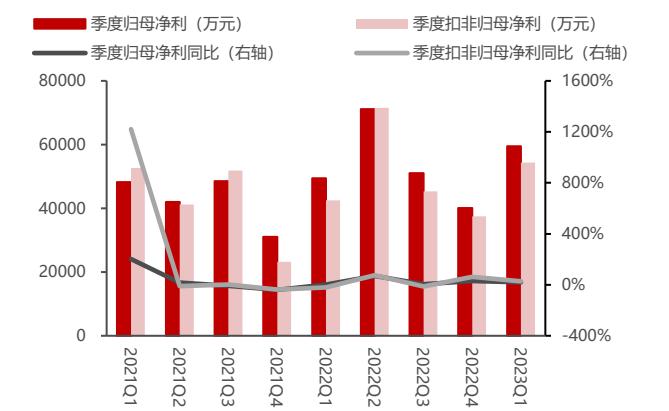
资料来源：wind, 民生证券研究院

图3：2022Q4，公司实现营收 171.15 亿元



资料来源：wind, 民生证券研究院

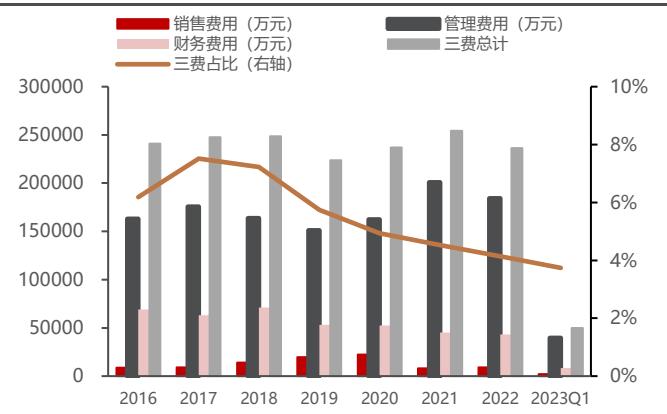
图4：2022Q4，公司实现扣非归母净利润 3.75 亿元



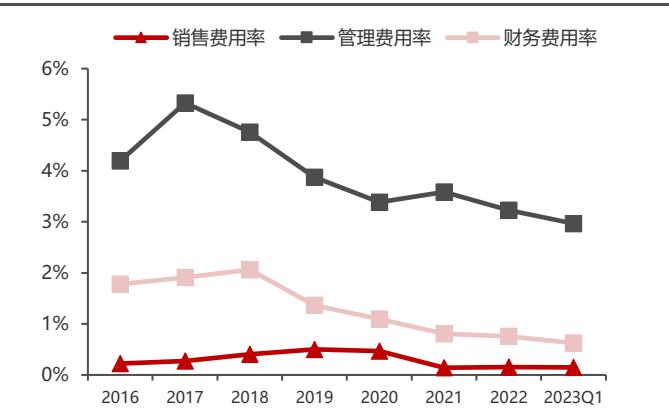
资料来源：wind, 民生证券研究院

**成本管控纵深推进，期间费用率下降。**公司聚焦“两增一控三提高”的目标，科学组织生产经营，持续推进提质增效，期间费用率（不包括研发费用）由 2017 年的 7.5% 降低至 2022 年的 4.13% 较低水平。年度同比来看，销售费用同比+12.78%，主要是部分企业销售服务费增加；管理费用同比-8.30%，主要是因为长期待摊费用减少；由于借款本金减少，2022 年财务费用同比-4.75%；由于企业

研发投入增加, 2022 年公司研发费用同比+4.61%。季度变化来看, 2022Q4, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.15/2.97/0.83/0.62%, 同比变化 -0.02/0.10/0.21/-0.10pct。

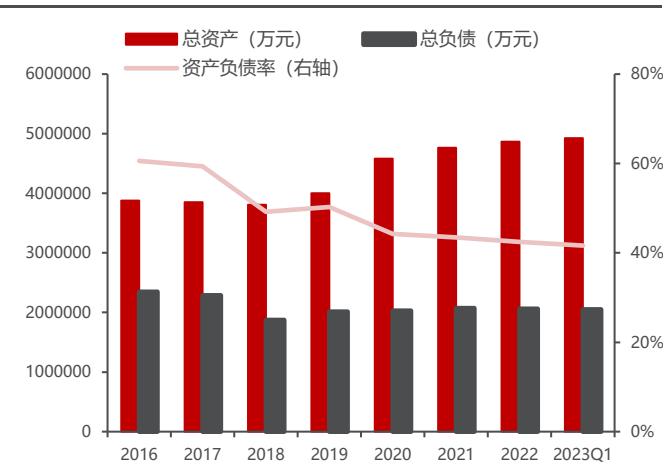
**图5: 期间费用以管理费用为主, 费用占比呈下降趋势**


资料来源: wind, 民生证券研究院

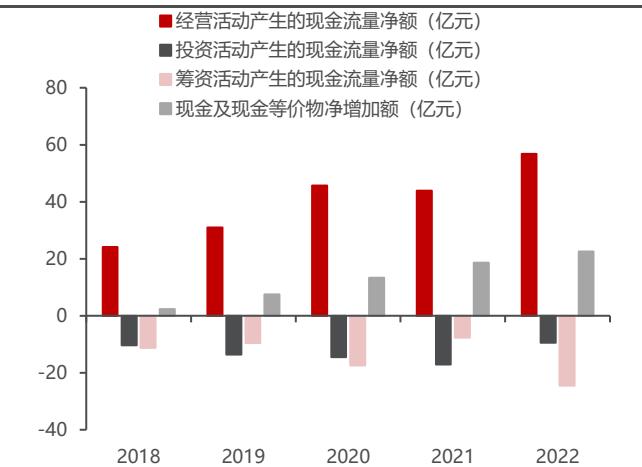
**图6: 公司降本成效显著, 管理费用率大幅降低**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**现金流量净额逐年增加, 资产负债率下降。** 2022 年公司经营活动现金净流入 56.77 亿元, 同比增加 9.14 亿元, 主要是子公司销售商品、提供劳务收到的现金增加。筹资活动现金流量净额减少主要为借款减少; 投资活动现金流量净额增加主要是部分子公司开展套期保值业务收回投资收到的现金增加。截至 2023 年 Q1, 公司资产负债率为 41.64%, 资产负债率持续降低。

**图7: 2023 年 Q1 公司资产负债率为 41.64%**


资料来源: wind, 民生证券研究院

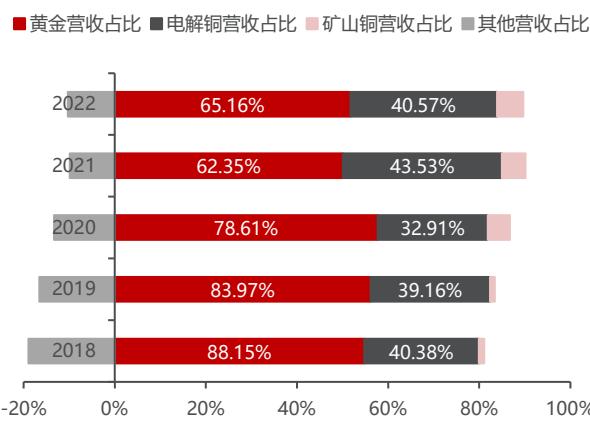
**图8: 公司经营活动净现金流**


资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2 黄金+铜钼双轮驱动，产销量平稳

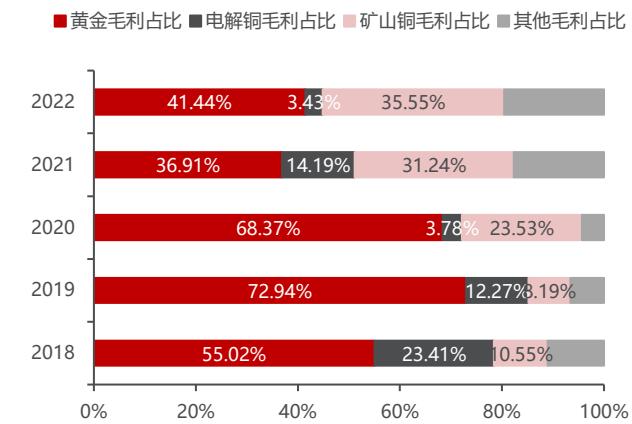
**黄金业务贡献主要毛利，矿山铜为第二毛利来源。**1) 黄金：2022 年实现营收 372.40 亿元，营收占比 65.16%，毛利 27.73 亿元，毛利占比 41.44%，2) 电解铜：2022 年实现营收 231.85 亿元，营收占比为 40.57%，毛利 2.3 亿元，毛利占比 3.43%。矿山铜：2022 年实现营收 41.68 亿元，营收占比为 7.29%，毛利 23.79 亿元，毛利占比 35.55%。

**图9：公司主要产品营收占比**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图10：公司主要产品毛利占比**



资料来源：wind，民生证券研究院

**产品销量同比基本持平，毛利率稳定。**产量来看，1) 矿山金：2022 年产量为 19.93 吨，同比减少 0.35%，基本实现 2022 年计划产量，销量 19.47 吨，同比减少 0.26%；2) 矿山铜：2022 年产量为 7.93 万吨，同比减少 2.46%，销量为 8.07 万吨，同比上升 15.62%；3) 冶炼金：2022 年产量为 40.00 吨，同比减少 5.33%，销量为 39.77 吨，同比减少 5.06%，相比 2022 年经营计划的 33.63 吨实现超额生产；4) 电解铜：2022 年产量为 39.31 万吨，同比下降 2.14%，销量为 39.23 万吨，同比下降 2.00%。

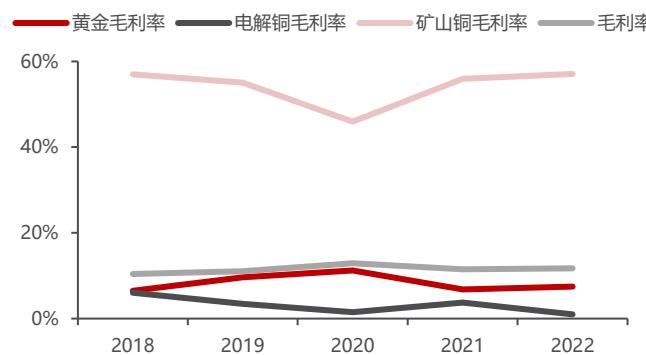
**表1：公司历年主要产品产销量**

行业分类	项目	2021	2022	同比	2023Q1
矿山金	销售量 (吨)	19.52	19.47	-0.26%	3.77
	生产量 (吨)	20.00	19.93	-0.35%	4.10
	库存量 (吨)	1.60	2.06	28.75%	2.39
冶炼金	销售量 (吨)	41.89	39.77	-5.06%	9.81
	生产量 (吨)	42.25	40.00	-5.33%	10.03
	库存量 (吨)	1.87	2.10	12.30%	2.32
矿山铜	销售量 (万吨)	6.98	8.07	15.62%	1.80
	生产量 (万吨)	8.13	7.93	-2.46%	1.99
	库存量 (万吨)	1.61	1.53	-4.97%	1.72
电解铜	销售量 (万吨)	40.03	39.23	-2.00%	9.18
	生产量 (万吨)	40.17	39.31	-2.14%	10.66
	库存量 (万吨)	0.26	0.35	34.62%	1.83

资料来源：公司公告，民生证券研究院

毛利率来看，2022年公司黄金业务毛利率7.45%，同比上升0.65pct，矿山铜毛利率57.07%，同比上升1.12pct，电解铜毛利率0.99%，同比下降2.75pct，。2022年公司整体毛利率相比去年维持稳定。

图11：公司各产品毛利率与净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 勘探、扩产持续，集团资产注入可期

**强化资源生命线战略，探矿增储成果不断。**截至 2022 年底，公司保有资源储量金属量 507.3 吨，铜金属量 226 万吨，钼金属量 46.96 万吨，2022 年公司地质探矿累计投入资金 2.2 亿，新增金属量 30.7 吨、铜金属量 6244 吨。2023 年公司计划新增金属储量 27.9 吨，铜金属储量 8.1 万吨。

**重点项目进展顺利，产能提升稳步推进。**2022 年，公司在建项目累计完成投资 1.01 亿元，三个重点项目均有进展。1)安徽太平前常铜铁矿改扩建项目有序推进；2)辽宁新都整体搬迁改造项目一期完成建设并投产；3)内蒙古矿业深部资源开采项目部分一期建设内容已投入生产使用。在建项目的顺利推进将为公司产量目标的实现和提质增效、高质量发展提供保障。根据公司生产规划，2023 年公司计划生产精炼金 45.26 吨，矿产金 19.37 吨，冶炼金 34.22 吨，生产电解铜 39.34 万吨，矿山铜 7.64 万吨。

**优质资产待注入，为公司带来成长性。**集团目前拟注入 6 家资源前景良好，盈利能力较强的企业，包括内蒙古金陶股份有限公司、凌源日兴矿业有限公司等。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，此外，依托黄金集团培育孵化，未来还将持续注入 19 家潜在优质企业，其中莱州中金矿业持有的纱岭金矿黄金资源储量超 300 吨，目前处于基建期，预计项目建成后，年黄金产量可达 10 吨，后续优质资产注入值得期待。

**表2：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
	<b>合计</b>	<b>9021.22</b>	<b>3.44</b>	<b>309.93</b>
	331 (低)	119.93	1.26	1.51
	332 (低)	293.66	1.3	3.82
	333 (低)	4010.02	1.44	57.8
	<b>合计</b>	<b>4423.6</b>	<b>1.43</b>	<b>63.13</b>
	<b>总计</b>	<b>13444.82</b>	<b>2.77</b>	<b>373.06</b>
银	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

## 4 盈利预测与投资建议

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 2023/2024/2025 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。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 23.46/29.35/35.55 亿元，对应 pe 为 25/20/17X，维持“推荐”评级。

## 5 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。**确定由集团注入企业的企业中仍有 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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	57,151	57,431	62,063	66,831	成长能力 (%)				
营业成本	50,459	50,156	53,697	57,304	营业收入增长率	1.87	0.49	8.07	7.68
营业税金及附加	771	689	745	802	EBIT 增长率	6.59	12.86	21.64	18.84
销售费用	89	86	93	100	净利润增长率	24.70	10.79	25.13	21.13
管理费用	1,843	2,010	2,172	2,339	盈利能力 (%)				
研发费用	660	673	714	769	毛利率	11.71	12.67	13.48	14.25
EBIT	3,382	3,817	4,642	5,517	净利润率	4.38	4.98	5.77	6.49
财务费用	431	227	210	178	总资产收益率 ROA	4.35	4.79	5.68	6.42
资产减值损失	-84	-19	-18	-12	净资产收益率 ROE	8.18	8.64	10.13	11.31
投资收益	166	115	128	155	偿债能力				
营业利润	3,020	3,746	4,624	5,570	流动比率	1.33	1.33	1.49	1.67
营业外收支	28	-170	-150	-150	速动比率	0.62	0.58	0.69	0.84
利润总额	3,048	3,576	4,474	5,420	现金比率	0.57	0.52	0.63	0.78
所得税	547	715	895	1,084	资产负债率 (%)	42.43	39.19	37.60	35.86
净利润	2,501	2,860	3,579	4,336	经营效率				
归属于母公司净利润	2,117	2,346	2,935	3,555	应收账款周转天数	0.38	1.44	0.83	0.88
EBITDA	5,606	6,212	7,168	8,187	存货周转天数	84.07	90.00	90.00	90.00
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	1.17	1.17	1.20	1.21
货币资金	9,862	8,937	11,077	13,998	每股指标 (元)				
应收账款及票据	61	231	145	165	每股收益	0.44	0.48	0.61	0.73
预付款项	566	625	651	684	每股净资产	5.34	5.60	5.98	6.49
存货	11,621	12,367	13,240	14,130	每股经营现金流	1.17	0.97	1.21	1.40
其他流动资产	830	818	898	925	每股股利	0.28	0.28	0.28	0.28
流动资产合计	22,940	22,978	26,012	29,902	估值分析				
长期股权投资	896	896	896	896	PE	28	25	20	17
固定资产	15,145	15,254	15,165	15,086	PB	2.3	2.2	2.0	1.9
无形资产	4,508	4,508	4,508	4,508	EV/EBITDA	11.28	10.10	8.46	7.05
非流动资产合计	25,703	25,992	25,704	25,473	股息收益率 (%)	2.30	2.30	2.30	2.30
资产合计	48,642	48,970	51,716	55,375					
短期借款	8,629	8,629	8,629	8,629					
应付账款及票据	3,071	2,912	3,101	3,298					
其他流动负债	5,552	5,684	5,749	5,962					
流动负债合计	17,253	17,225	17,479	17,889					
长期借款	2,100	681	681	681					
其他长期负债	1,287	1,287	1,287	1,287					
非流动负债合计	3,387	1,968	1,968	1,968					
负债合计	20,639	19,193	19,447	19,858					
股本	4,847	4,847	4,847	4,847					
少数股东权益	2,128	2,643	3,287	4,068					
股东权益合计	28,003	29,776	32,268	35,517					
负债和股东权益合计	48,642	48,970	51,716	55,375					

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 插图目录

图 2: 2022 年, 公司实现扣非归母净利润 19.69 亿元.....	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 171.15 亿元 .....	3
图 4: 2022Q4, 公司实现扣非归母净利润 3.75 亿元.....	3
图 5: 期间费用以管理费用为主, 费用占比呈下降趋势 .....	4
图 6: 公司降本成效显著, 管理费用率大幅降低 .....	4
图 7: 2023 年 Q1 公司资产负债率为 41.64% .....	4
图 8: 公司经营活动净现金流 .....	4
图 9: 公司主要产品营收占比 .....	5
图 10: 公司主要产品毛利占比 .....	5
图 11: 公司各产品毛利率与净利率 .....	6

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司历年主要产品产销量 .....	5
表 2: 纱岭金矿资源储量情况 .....	7
公司财务报表数据预测汇总 .....	10

## 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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。

单击或点击此处输入文字。

## 评级说明

### 投资建议评级标准

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。

	评级	说明
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