

# 中金黄金 (600489. SH)

## 经营稳健，集团资产注入赋能

买入

### 核心观点

**黄金行业优质企业。**公司业务包括矿山和冶炼，核心产品为黄金，其他产品包括铜、钼等。控股股东中国黄金集团是我国黄金行业中唯一一家中央企业。依托控股股东优质资产注入、市场并购、现有矿区探矿增储等工作，公司资源量及产量稳步增长。2022年，公司生产矿产金19.93吨，矿山铜7.93万吨，实现归属母公司股东的净利润21.17亿元，净资产收益率8.2%。

**集团资产注入助力公司成长。**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，矿山资源丰富但较为分散。2022年公司收购集团持有的西和矿业90%股权；2023年一季度收购集团内蒙古金陶39%股权；2023年5月公告拟收购集团持有的莱州中金100%股权和集团对莱州中金的债权，纱岭金矿建设项目是集团“十四五”重点项目之一，设计年产能10吨。公司黄金产量有望迎来新一轮快速增长。

**金、铜、钼、冶炼多元发展。**公司旗下子公司数量众多，近年来利润贡献主要来源于内蒙古矿业有限公司、湖北三鑫金铜股份有限公司、河南中原黄金冶炼厂有限责任公司，以及部分黄金产量超1吨的企业。内蒙古矿业资源储备丰富，铜钼产量稳定，受益铜、钼价格景气业绩持续增长。湖北三鑫主要生产金、铜，控股安徽太平生产铁矿，资源有保障。中原冶炼厂冶炼技术先进，具备规模优势。多种业务收益保证公司未来发展潜力，弱化单一产品市场波动影响，保障公司盈利稳定性。

**加息终点预期走强，看好黄金中长期走势。**上半年黄金价格走势一波三折，随着经济数据及预期变化不断调整。但美国6月非农数据意外低于预期，通胀数据加速下降，叠加零售销售环比增长不及预期，各项变化给美联储后期暂停加息提供更多的灵活性，紧缩周期或已接近尾声，目前市场普遍认为后续不会进一步加息，对黄金价格形成支撑。从中长期角度来看，地缘因素复杂，各国央行购金对金价形成向上推力。

**盈利预测与估值：**公司黄金主业经营稳健，通过收购集团资产形成黄金、铜、钼、冶炼多元发展的业务格局。未来，随着优质资产注入以及现有资源挖潜，公司矿产金产量有望提升。我们预计公司2023-2025年归属母公司净利润29.8/33.0/35.3亿元，年增速分别为40.5%/10.9%/6.9%。通过多角度估值，我们认为公司股票合理估值区间在12.4-13.9元之间，相对于公司目前股价有17%-31%溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**集团资产注入或项目建设进度不及预期；黄金、铜、钼价格大幅下降；安全和环保风险。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	56,102	57,151	59,240	60,890	61,898
(+/-%)	16.9%	1.9%	3.7%	2.8%	1.7%
净利润(百万元)	1698	2117	2975	3300	3529
(+/-%)	9.2%	24.7%	40.5%	10.9%	6.9%
每股收益(元)	0.35	0.44	0.61	0.68	0.73
EBIT Margin	5.5%	5.8%	8.0%	8.5%	8.8%
净资产收益率(ROE)	6.8%	8.2%	11.0%	11.9%	12.4%
市盈率(PE)	30.3	24.3	17.3	15.6	14.6
EV/EBITDA	14.8	14.3	10.7	9.6	9.1
市净率(PB)	2.07	1.99	1.90	1.86	1.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：冯思宇

010-88005314

fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

#### 基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

12.70 - 14.30元

收盘价

10.62元

总市值/流通市值

51478/51478百万元

52周最高价/最低价

12.77/7.02元

近3个月日均成交额

538.92百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

# 内容目录

<b>黄金行业优质企业.....</b>	<b>5</b>
注入赋能，再迎发展期.....	5
背靠中国黄金集团.....	6
金铜双轮驱动业绩增长.....	7
<b>集团资产注入助力公司成长.....</b>	<b>9</b>
矿山资源储备丰富.....	9
集团承诺资产注入.....	10
<b>金、铜、钼、冶炼多元发展.....</b>	<b>13</b>
内蒙古矿业.....	13
湖北三鑫.....	15
中原冶炼厂.....	16
<b>加息终点预期走强，看好黄金中长期走势.....</b>	<b>17</b>
黄金价格分析框架.....	17
加息末期渐行渐近.....	18
央行购金需求强劲.....	20
<b>盈利能力提升，成本管控优化.....</b>	<b>21</b>
盈利能力持续提升.....	21
债务结构不断优化.....	22
成本管控纵深推进.....	23
<b>盈利预测.....</b>	<b>24</b>
假设前提.....	24
未来3年业绩预测.....	25
盈利预测的敏感性分析.....	25
<b>估值与投资建议.....</b>	<b>26</b>
绝对估值：12.4-14.3元.....	26
相对估值：11.6-13.9元.....	28
投资建议.....	29
<b>风险提示.....</b>	<b>30</b>
<b>附表：财务预测与估值.....</b>	<b>31</b>

# 图表目录

图1: 中金黄金历史沿革.....	5
图2: 公司保有资源储量（吨，万吨）.....	6
图3: 集团及公司黄金产量（吨）.....	6
图4: 公司股权结构.....	6
图5: 集团营业收入情况（亿元）.....	6
图6: 公司营业收入及增速（亿元，%）.....	8
图7: 公司归母净利润及增速（亿元，%）.....	8
图8: 公司分产品产量（金：吨，铜：万吨）.....	8
图9: 分产品营业收入（亿元）.....	8
图10: 分产品毛利（亿元）.....	8
图11: 分行业毛利及毛利率（亿元，%）.....	8
图12: 公司年新增金金属量（吨）.....	10
图13: 部分黄金上市公司黄金资源储量比较（吨）.....	10
图14: 内蒙古矿业铜产量及电解铜市场均价（万吨，万元/吨）.....	13
图15: 内蒙古矿业钼产量及钼市场均价（吨，元/千克）.....	13
图16: 内蒙古矿业营业收入及增速（亿元，%）.....	14
图17: 内蒙古矿业净利润及增速（亿元，%）.....	14
图18: 全球铜矿山资本开支（亿美元）.....	14
图19: 预期铜的长期供需存在缺口.....	14
图20: 钼消费量（百万磅）.....	15
图21: 钼价格走势（元/千克）.....	15
图22: 湖北三鑫金铜产量（吨，万吨）.....	16
图23: 安徽太平铁产量（万吨）.....	16
图24: 湖北三鑫营业收入及增速（亿元，%）.....	16
图25: 湖北三鑫净利润及增速（亿元，%）.....	16
图26: 公司主工艺流程.....	17
图27: 中原冶炼厂净利润及增速（亿元，%）.....	17
图28: 黄金分析框架.....	18
图29: 黄金价格走势（美元/盎司）.....	18
图30: 金价与美债实际收益率（美元/盎司，%）.....	19
图31: 金价与美元指数（美元/盎司）.....	19
图32: 美国就业情况（百万人）.....	19
图33: 美国及欧元区 CPI 变化（%）.....	19
图34: PMI 变化.....	20
图35: 美国零售和食品服务销售额环比（%）.....	20
图36: 全球央行购金情况（吨）.....	21
图37: 中国官方黄金储备情况（万盎司，%）.....	21

图38: 各公司营业收入情况（亿元） .....	22
图39: 各公司归母净利润情况（亿元） .....	22
图40: 各公司ROE水平（%） .....	22
图41: 各公司采矿业务毛利率（%） .....	22
图42: 各公司资产负债率（%） .....	23
图43: 各公司流动比率（亿元） .....	23
图44: 各公司营业现金比率（%） .....	23
图45: 各公司资本支出/折旧和摊销（%） .....	23
图46: 各公司期间费用率（%） .....	24
图47: 公司期间费用率变化（%） .....	24
图48: 公司PE Band.....	29
表1: 公司自有矿山基本情况.....	9
表2: 中国黄金集团拟孵化后注入中金黄金企业名单（截至 2019 年底） .....	11
表3: 纱岭金矿资源储量及初步设计方案.....	12
表4: 公司业务假设.....	25
表5: 未来 3 年盈利预测表（百万元） .....	25
表6: 归母净利润随金价变化的敏感性分析（百万元） .....	26
表7: 归母净利润随金价变化的敏感性分析（百万元） .....	26
表8: 归母净利润随金价变化的敏感性分析（百万元） .....	26
表9: 公司盈利预测假设条件（%） .....	27
表10: 资本成本假设.....	27
表11: 公司 FCFF 估值表.....	27
表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....	28
表13: 可比公司 2022 年黄金板块业务情况.....	28
表14: 可比公司估值情况.....	29

# 黄金行业优质企业

## 注入赋能，再迎发展期

中金黄金股份有限公司成立于 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联合其他 6 家企业共同发起设立。公司于 2003 年 8 月 14 日在全国黄金行业率先上市，被业界誉为“中国黄金第一股”。

图1：中金黄金历史沿革



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

上市以来，依托控股股东承诺的优质资产注入、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，公司资源量及产量稳步发展。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，公司全年生产矿产金 19.93 吨，冶炼金 40 吨；矿山铜 7.93 万吨，电解铜 39.31 万吨。**

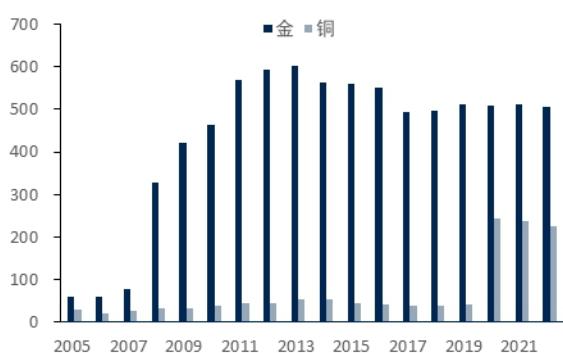
简单来看公司发展可以分为三个阶段。

**2008-2012 年：高速发展期。**公司连续收购集团优质资产，黄金产量跨越式发展，产量复合增速达 39%。2007 年公司提出突出资源占有和整合，以占领大型资源、重点成矿带建大规模基地为主，以整合成本较低、具有现成生产能力、能迅速投入经营、产生现金流的企业为主进行扩张的重点布局。2008 年公司再融资收购集团公司的 9 家企业和久盛公司，三鑫公司收购集团公司的 4 家企业，黄金资源量由 77 吨增至 327 吨，矿产金产量达到 11.6 吨。2009 年通过北京产权交易所收购集团公司夹皮沟矿业、金厂峪矿业等矿山企业 5 家。2010 年顺利实现十一五“四年翻两番”的战略目标。2011 年通过非公开发行募集资金收购集团持有的嵩县金牛、河北东梁、德兴金山股权。2012 年完成对新疆金福的收购并控股金渠股份。

**2013-2019 年：平稳发展期。**随着行业寒冬来临，公司苦练内功，降本增效，黄金产量保持在 24-28 吨间。2013 年金价大幅下跌，对行业提出较大挑战，公司业绩也出现明显下滑。2014 年，金价下跌叠加对久盛公司金龙山矿权计提减值准备，公司业绩再度大幅下滑，归母净利润由 2011 年高点的 18.17 亿元降至 2014 年的 0.84 亿元。2015 年，公司收购集团控股子公司凌源日兴，重点建设优化现有资源。

**2020 年至今：开启新征程。**2020 年是公司十三五收官之年，公司向战略投资者发行股份购买其持有的中原冶炼厂股权，向中国黄金集团发行股份及支付现金购买

内蒙古矿业 90% 股权，铜矿产量大幅提升，冶炼板块实力增强。同时，公司非公开发行股票募集配套资金合计 20 亿元成功完成，市场化债转股项目圆满收官，资本结构得到优化，为十四五发展奠定基础。随着金价大幅上涨，公司紧盯“十四五”千吨资源规划目标，集团资源孵化注入工作再度提速，2022 年公司收购集团持有的西和矿业 90% 股权，2023 年一季度收购集团内蒙古金陶 39% 股权，2023 年 5 月公告拟收购集团持有的莱州中金 100% 股权和集团对莱州中金的债权，莱州中金持有莱州汇金 44% 股权，莱州汇金持有纱岭金矿采矿权。公司黄金产量有望迎来新一轮快速增长。

**图2：公司保有资源储量（吨，万吨）**


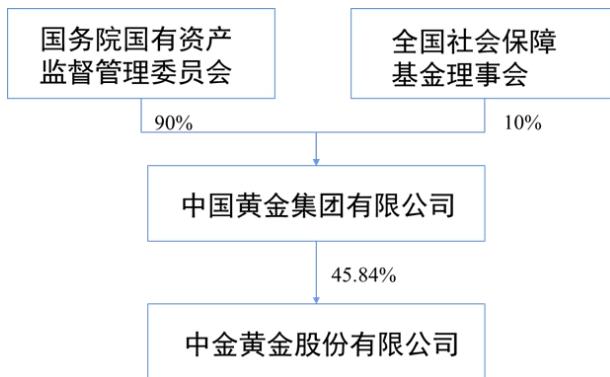
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图3：集团及公司黄金产量（吨）**

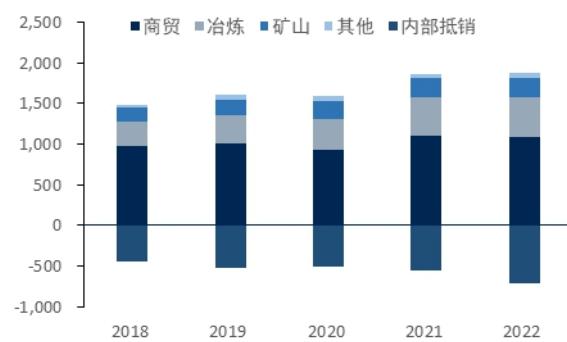

资料来源：公司公告、iFinD，国信证券经济研究所整理

## 背靠中国黄金集团

公司控股股东是中国黄金集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。中国黄金集团前身为国家黄金管理局，是我国黄金行业中唯一一家中央企业，拥有完整的上下游产业链，集地质勘探、矿山开采、选矿冶炼、产品精炼、加工销售、科研开发、工程设计与建设于一体。

**图4：公司股权结构**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图5：集团营业收入情况（亿元）**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**黄金集团经营稳定。**2022 年集团实现营业收入 1171 亿元，净利润 34 亿元。分板块来看，矿山板块收入稳定增长，是毛利核心来源；冶炼板块规模不断提升；商

贸板块是营业收入主要来源。目前集团旗下拥有 4 家上市公司，分别为中金黄金（45.84%）、在加拿大多伦多和香港两地上市的从事矿产业务的中国黄金国际（40.01%）、从事黄金珠宝行业的中国黄金（41.16%）和从事辐照消毒灭菌行业的中金辐照（54.20%）。2022 年四家上市公司归母净利润分别为 21.17 亿元、2.23 亿美元、7.65 亿元、1.08 亿元。

**集团矿产资源丰富。**截至 2022 年，集团在国内及“一带一路”沿线重要成矿区带规划了 25 个黄金及有色金属生产基地，合计拥有 154 个探矿权和 118 个采矿权，黄金资源保有量达 2100 吨，铜 1245 万吨，此外还保有钼、铅锌等多种有色金属资源。2022 年集团矿产金产量为 34.36 吨，矿山铜产量为 17.61 万吨。

**集团大力支持公司发展。**公司作为集团发展黄金矿业主业的主要平台，受到集团的大力支持。优质资产的持续注入促使公司业绩不断攀升。此外，黄金集团通过整合内部资源组建了中金资源、中金地质、中金建设、中金珠宝、中金贸易等板块，为公司的资源占有、探矿增储、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。

## 金铜双轮驱动业绩增长

公司业务包括矿山和冶炼，核心产品为黄金，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、钼、白银和硫酸等。随着对内蒙古矿业等优质企业的并购，公司金产品营业收入占比降低，由单一业务支撑转为金铜双轮驱动，多种业务收益保证公司未来发展潜力，弱化单一产品市场波动影响，保障公司盈利稳定性，整体业绩稳中向好。

近年来，公司各产品产销量较为稳定。2022 年，公司生产矿产金 19.93 吨，冶炼金 40 吨；矿山铜 7.93 万吨，电解铜 39.31 万吨。2023 年公司计划生产矿产金 19.37 吨，冶炼金 34.22 吨；生产矿山铜 7.64 万吨，电解铜 39.34 万吨。

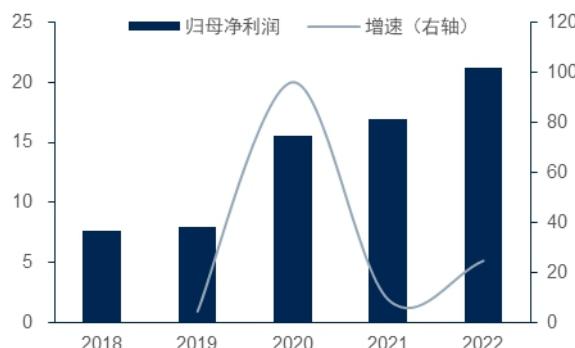
分行业来看，2022 年公司冶炼业务实现营业收入 500.96 亿元，毛利 13.70 亿元，对应毛利率 2.74%；采矿业务实现营业收入 130.94 亿元，毛利 51.41 亿元，对应毛利率 39.26%。

公司业绩受黄金、铜价格影响较大。受益内部提质增效和外部商品价格影响，2022 年公司业绩达到历史最好水平，实现营业收入 571.51 亿元，同比增加 1.87%；归属母公司股东的净利润 21.17 亿元，同比增加 24.70%。

**图6: 公司营业收入及增速(亿元, %)**

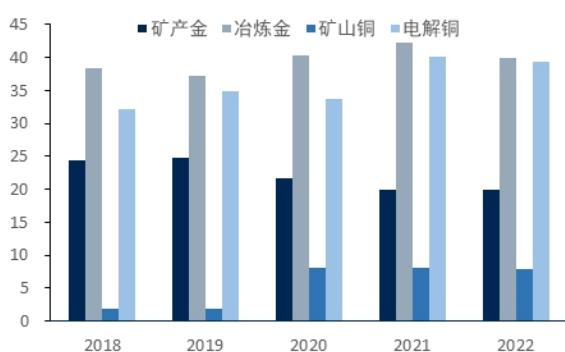

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：2018、19年数据为调整后

**图7: 公司归母净利润及增速(亿元, %)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：2018、19年数据为调整后

**图8: 公司分产品产量(金: 吨, 铜: 万吨)**


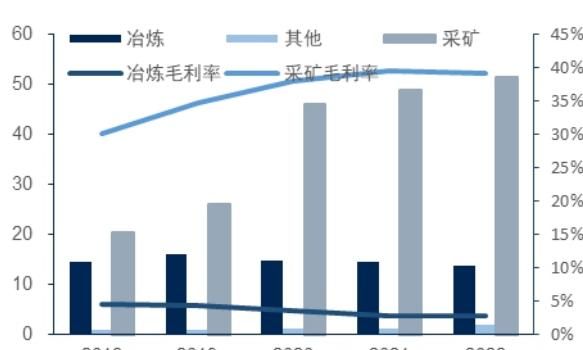
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图9: 分产品营业收入(亿元)**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图10: 分产品毛利(亿元)**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图11: 分行业毛利及毛利率(亿元, %)**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

# 集团资产注入助力公司成长

## 矿山资源储备丰富

**矿山资源丰富但较为分散。**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，矿权面积达到 640.14 平方公里。在国内有色金属类上市企业中，中金黄金的金金属资源储量位列前茅。公司矿山分布于辽宁、河北、河南、陕西、内蒙古、甘肃、湖北等全国各地，其中大部分处于全国重点成矿区带，位置好，潜力大。公司年报显示，2022 年公司自有矿山 34 座，其中 30 座金矿、1 座铜钼矿山、2 座金铜伴生矿、1 座铁矿，其中有 14 座矿山的金资源量超过 10 吨，9 座矿山年金产量超过 1 吨。

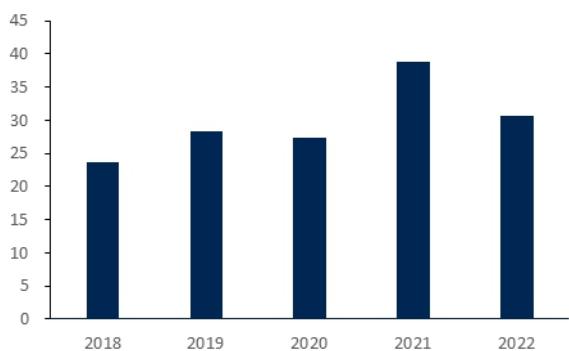
表1：公司自有矿山基本情况

矿山名称	主要品种	资源量 (千克)	储量 (千克)	品味 (克/吨)	年产量 (千克)	资源剩余 可开采年限
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	金	8320.51	1526.66	10.7	780.83	4 年
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	金	<b>24035.72</b>	<b>9522.75</b>	<b>3.91</b>	<b>1962.56</b>	<b>11 年</b>
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	金	5521.14	1261.71	9.47	759.25	5 年
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	金	<b>33193.22</b>	<b>2155.83</b>	<b>3.27</b>	<b>1024.77</b>	<b>5 年</b>
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	金	<b>23642.85</b>	<b>5348.01</b>	<b>2.28</b>	<b>1501.17</b>	<b>10 年</b>
中国黄金集团石湖矿业有限公司	金	8849.13	3138.55	4.44	311.60	20 年
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	金	17212.96	4518.03	7.69	536.40	22 年
河北金厂峪矿业有限责任公司	金	16343.93	4690.35	2.2	309.08	10 年
河北东梁黄金矿业有限责任公司	金	5419.62	880.23	1.86	511.04	14 年
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	金	14768.24	2633.15	3.14	470.40	5 年
河南金源黄金矿业有限责任公司	金	<b>44664.33</b>	<b>8570.07</b>	<b>2.56</b>	<b>1173.79</b>	<b>25 年</b>
<b>嵩县金牛有限责任公司</b>	<b>金</b>	<b>61170.03</b>	<b>10599.66</b>	<b>1.83</b>	<b>1235.01</b>	<b>21 年</b>
嵩县前河矿业有限责任公司	金	6483.50	2470.97	3.37	430.01	10 年
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	金	3454.49	453.02	3.69	569.66	2 年
河南金渠黄金股份有限公司	金	5569.96	1003.98	7.16	466.79	3 年
陕西太白黄金矿业有限责任公司	金	<b>25430.41</b>	<b>2190.33</b>	<b>4.03</b>	<b>1210.23</b>	<b>3 年</b>
陕西略阳铧厂沟金矿	金	5778.58	57.68	13.06	141.00	20 年
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	金	14674.82	6480.7	2.52	320.02	17 年
潼关中金黄金矿业有限责任公司	金	486.29		8.12	106.43	停产
陕西鑫元科工贸股份有限公司	金	8369.77		15.26	551.15	采矿证过期
甘肃省天水李子金矿有限公司	金	<b>5634.45</b>	<b>26.82</b>	<b>7.66</b>	<b>1101.61</b>	<b>10 年</b>
<b>湖北三鑫金铜股份有限公司</b>	<b>金</b>	<b>34967.46</b>	<b>12627.12</b>	<b>1.79</b>	<b>1516.51</b>	<b>12 年</b>
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	金	992.40	845	0.82	125.50	5 年
铜	9247 吨	7536 吨	0.73%	1200 吨		
<b>中国黄金集团江西金山矿业有限公司</b>	<b>金</b>	<b>34938.11</b>	<b>8708.93</b>	<b>3.74</b>	<b>1832.72</b>	<b>5 年</b>
托里县金福黄金矿业有限责任公司	金	4031.25		2.82		停产
凌源日兴矿业有限公司	金	8774.43	3408.72	2.51	561.40	6 年
铁	27301097 吨	9421961 吨	47.50%	97323 吨		
安徽太平矿业有限公司	金	8188.03		0.86	70.84	24 年
铜	32688 吨		0.62%			
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	金	20148.27		3.48		停产
陕西久盛矿业投资管理有限公司	金	43896.63		3.59		停产
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	金	5923.00		4.76		停产
吉木乃金源矿业有限公司	金	1461.05		2.11		探矿企业
宜昌万子湖矿业有限公司	金	1175.00		7.45		探矿企业
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钼	469564 吨	60684 吨	0.04%	6156 吨	26 年
铜	1909754 吨	399279 吨	0.26%	62006 吨		
中国黄金集团西和矿业有限公司	金	4192.00		2.54		探矿企业

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

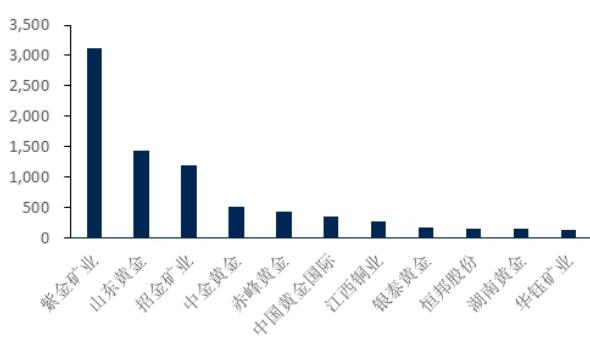
**长期注重资源保障能力。**公司扎实推进地质找矿突破战略行动，长期保持地质探矿投入，近年来新增金金属量较为稳定，年增长量在 30 吨左右，保有资源储量金金属量维持在 500 吨以上，为公司的高质量发展奠定基础。2022 年，公司地质探矿累计投入资金 2.2 亿元，完成坑探工程 7.2 万米、钻探工程 21.3 万米，新增金金属量 30.7 吨、铜金属量 6244 吨。

图12: 公司年新增金金属量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 部分黄金上市公司黄金资源储量比较（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 集团承诺资产注入

2014 年，集团与公司商议，根据下属各企业拥有的资源前景、盈利能力、权证规范程度等实际情况，将所属境内未注入上市的相关企业分成三类：

第一类为拟注入上市公司企业，该类企业资源前景较好、盈利能力较强、权证相对规范，初步确定主要 6 家，分别为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。

第二类为拟通过转让给第三方等方式退出的企业 32 家，该类企业资源已近枯竭、其经营状况不良，或权证难以规范的企业，在取得中金黄金同意后，承诺将尽快剥离退出。截至 2019 年底，已有 18 家完成处置。

第三类为委托孵化企业，包括直接控制 5 家、间接控制 12 家，该等企业资源储量尚未探明、盈利状况尚不理想或权证仍有待规范，为维护上市公司及中小股东利益，上市公司拟先委托孵化，待条件成熟后再行注入。近年来，通过持续孵化培育投入以及外延式资源扩张，第三类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。

**表2：中国黄金集团拟孵化后注入中金黄金企业名单（截至 2019 年底）**

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
<b>中国黄金集团直接控制的企业</b>					
中国黄金集团中原矿业有限公司	2010 年	20000	60. 00%	钨钼矿采选	基建期
凤山县宏益矿业有限责任公司	2001 年	5459	85. 10%	金矿采选	基建期
黔西南金龙黄金矿业有限责任公司	2002 年	100	75. 00%	金矿采选	生产期
吉林海沟黄金矿业有限责任公司	1995 年	8000	96. 00%	金矿采选	生产期
莱州中金黄金矿业有限公司	2013 年	300	100. 00%	金矿采选	基建期
<b>中国黄金集团间接控制的企业</b>					
贵州锦丰矿业有限公司	2002 年	3500. 00 万美元	18. 00%	金矿采选	生产期
辽宁金凤黄金矿业有限责任公司	2001 年	800	70. 00%	金矿采选	生产期
河北大白阳金矿有限公司	1984 年	5000	80. 00%	金矿采选	生产期
云南黄金有限责任公司	2004 年	17000	70. 00%	金矿采选	生产期
会同县恒鑫矿业有限公司	2011 年	500	100. 00%	金矿采选	探矿期
会同县鑫发矿业有限公司	2011 年	4050	51. 00%	金矿采选	探矿期
甘肃金州矿业有限责任公司	2012 年	15000	75. 00%	金矿采选	探矿期
贵港市金地矿业有限责任公司	2006 年	300	100. 00%	金矿采选	生产期
金秀瑶族自治县茂源矿业开发有限公司	2013 年	300	100. 00%	铜矿采选	探矿期
会同县金龙矿业有限责任公司	2011 年	6717	100. 00%	金矿采选	探矿期
凤城市瑞锦矿业有限公司	2001 年	1000	100. 00%	金矿采选	生产期
贵州金兴黄金矿业有限责任公司	2003 年	2705	65. 00%	金矿采选	生产期
中国黄金集团湖南鑫瑞矿业有限公司	2011 年	10050	80. 00%	金矿采选	探矿期
辽宁天利金业有限责任公司	2003 年	1000	70. 00%	金冶炼	生产期

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

近年来，公司及控股股东中国黄金集团积极贯彻“解决同业竞争、减少关联交易”的要求。随着集团孵化，公司先后收购凌源日兴、内蒙古矿业、西和矿业、内蒙古金陶股权，积极履行解决同业竞争问题的承诺。未来，优质资产的注入有望助力公司黄金资源储量及产量不断增长。

### 纱岭金矿潜力巨大

2023 年 5 月，公司公告拟收购控股股东黄金集团持有的莱州中金 100% 股权和黄金集团对莱州中金的债权，交易总价款为 48.60 亿元人民币。莱州中金持有莱州汇金 44% 股权，莱州汇金持有纱岭金矿采矿权。交易完成后，莱州中金将成为公司全资子公司。

纱岭金矿处于胶东地区主要成矿带焦家断裂带，金矿矿体呈大脉状，具分支复合、膨胀夹缩、波状起伏等特点。矿区范围内矿体由南向北、由浅部向深部，厚度总体上呈减小趋势。焦家带是我国最重要的金成矿区，近年来相继发现多个大及超大型金矿床。2020 年 11 月，山东省自然资源厅颁发持有采矿许可证，主矿产金保有资源量矿石量 13411.35 万吨，金金属量 372.06 吨，平均品位 2.77 克/吨；其中，工业资源量矿石量 8997.08 万吨，金金属量 309.06 吨，平均品位 3.44 克/吨。

纱岭金矿建设项目是集团公司“十四五”重点项目之一，项目设计年产能 10 吨，采用了深部资源开发利用技术，是集团近年来建设规模最大的金矿项目。项目计划总投资 44.93 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 11.97 亿元。项目建成后，公司

黄金产量将大幅提升。

表3：纱岭金矿资源储量及初步设计方案

保有资源储量	工业矿			低品位矿			合计	
	矿石量 (万吨)	金金属量 (千克)	平均品位 (克/吨)	矿石量 (万吨)	金金属量 (千克)	平均品位 (克/吨)	矿石量 (万吨)	金金属量 (千克)
	8997.0803	309061	3.44	4414.2709	62999	1.43	13411.3512	372060
可采储量			首期			后期		合计
			矿石量 (万吨)	金金属量 (千克)	平均品位 (克/吨)	矿石量 (万吨)	金金属量 (千克)	平均品位 (克/吨)
生产规模	5438.08			183377.9	3.37	2375.25	63429.5	2.67
矿山服务年限	15.93年			8.69年			/	

资料来源：《莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿采矿权评估报告书》（2022），国信证券经济研究所整理

### 贵州锦丰具备国际先进技术

贵州锦丰金矿位于贵州省黔西南州贞丰县，是1978年发现的一座世界级特大型金矿，当时探明黄金储量高达120吨，但属于典型的低品位、难选冶类型金矿。2007年，澳大利亚澳华黄金公司占股82%的贵州锦丰矿业有限公司成立。当年，贵州锦丰金矿投产运营，成为外商在华投资的最大黄金矿业开采企业。两年后，澳大利亚澳华黄金公司被在多伦多和纽约上市的加拿大埃尔拉多黄金公司全面收购，贵州锦丰金矿转交加拿大埃尔拉多黄金公司运营。作为外商投资项目，贵州锦丰金矿采用世界先进的管理理念、工艺技术和环保、安全、社区标准，拥有一批熟悉国际矿业市场、精通矿业经营管理的国际化矿山管理团队。

《中国黄金集团有限公司2023年度第三期中期票据(科创票据)募集说明书》显示，2016年，中国黄金集团完成对埃尔拉多黄金公司贵州锦丰金矿82%股份项目交割，该笔交易是公司坚持“以金为主”，践行国家“一带一路”战略的良好展现。该金矿探明储量高达110吨，年产金约4吨左右。截至2022年末，贵州锦丰储量金金属量50.2吨，品位3.68克/吨。

### 大白阳金矿完成采矿证变更

大白阳金矿位于河北省宣化县燕山山脉之中段，具工业价值的含金石英脉三条。始建于1985年，为乡办企业，1988年改为县属国有企业，2014年改制为国有独资公司。2015年，中国黄金集团河北有限公司以现金出资的方式收购河北省宣化县大白阳金矿有限公司80%股权。

截止2021年底，大白阳韩家沟矿采矿权范围内保有金矿工业矿矿石量181.9万吨，金金属量9.46吨，银金属量19.57吨，平均品位Au5.20g/t, Ag10.75g/t；保有低品位矿石量28.7万吨，金金属量0.58吨，银金属量1.33吨，平均品位Au2.03g/t, Ag4.64g/t。上半年，河北大白阳完成韩家沟矿区采矿许可证延续及生产规模变更，采矿权生产规模由7.5万吨/年变更为20万吨/年。

## 金、铜、钼、冶炼多元发展

公司资源丰富，旗下子公司数量众多，近年来利润贡献主要来源于内蒙古矿业有限公司、湖北三鑫金铜股份有限公司、河南中原黄金冶炼厂有限责任公司，以及部分黄金产量超1吨的企业。

### 内蒙古矿业

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，主要产品包括铜精粉、钼精粉。2005年，中金地质有限公司、北京予捷矿业投资有限公司联合中标“内蒙古新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿探矿权”，2007年在增资、股权转让后，中国黄金集团直接持有其90%股权，予捷矿业持有10%股权。2020年，公司向中国黄金集团发行股份32.28亿元及支付现金5.70亿元购买内蒙古矿业90%股权，铜矿产量大幅提升，带动业绩大幅上涨。

**资源储备丰富。**公司旗下采矿权有效期限自2016年06月06日至2028年09月05日，矿区面积为9.84平方公里，产能为2931万吨/年。截至2021年末，矿山资源储量矿石量14.36亿吨，铜金属量201.05万吨，品位0.14%；钼金属量48.69万吨，品位0.034%。

**铜钼产量稳定。**内蒙古矿业采用特大型露天开采模式，技术工艺和技术装备先进，两化融合程度高。近年来铜钼产量稳定，2022年铜产量为6.20万吨，占到公司矿产铜产量的78%；钼产量为6156吨。目前，公司还在推进深部资源开采项目，计划投资7.52亿元，截至2022年底完成投入2.02亿元。

图14: 内蒙古矿业铜产量及电解铜市场均价（万吨，万元/吨）

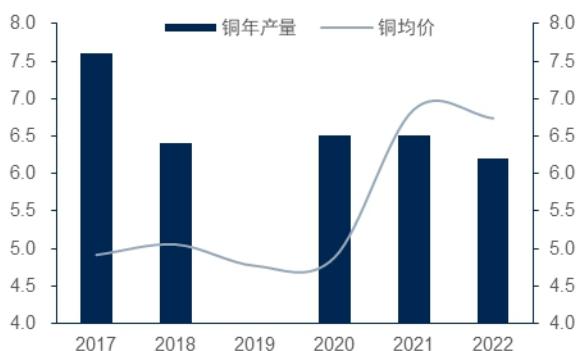
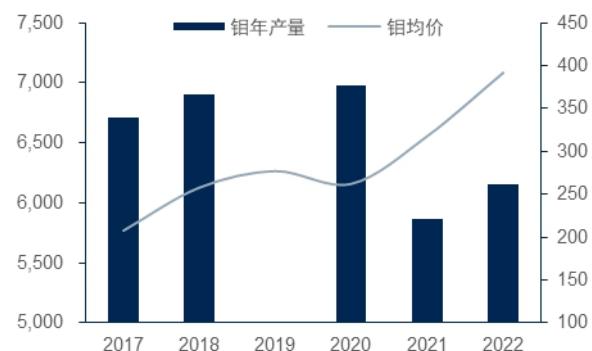
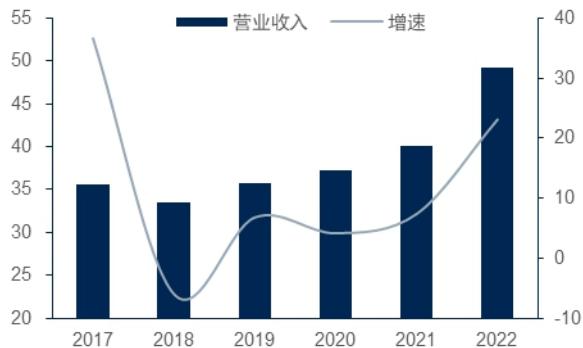


图15: 内蒙古矿业钼产量及钼市场均价（吨，元/千克）

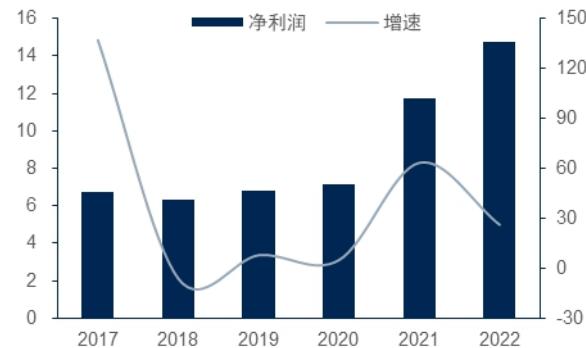


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图16: 内蒙古矿业营业收入及增速(亿元, %)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图17: 内蒙古矿业净利润及增速(亿元, %)**


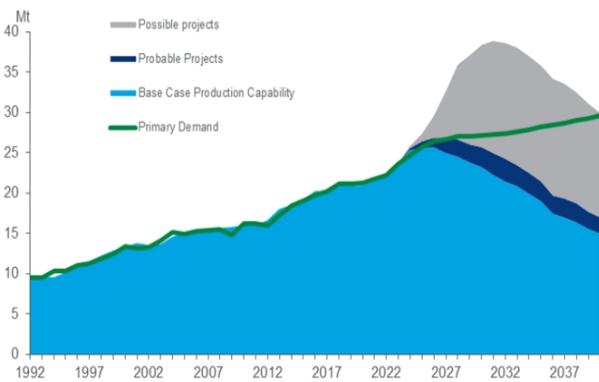
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**受益铜、钼价格景气。**近年来，内蒙古矿业业绩持续上涨，2022年实现49.27亿元，同比增长23.10%，净利润14.76亿元，同比增长26.14%。

**铜远期短缺矛盾持续。**全球铜矿山上一轮资本开支高峰是在2012年前后，随后迎来持续4年的大宗商品牛市。近年来，尤其是2021-2022年铜价超过上一轮周期高点，但铜矿山资本开支却没有显著增加。资本开支长期不足导致长期缺乏大的找探矿成果，矿山老化、品位下滑明显。根据彭博数据，现在运行的大型铜矿山，大部分是2010年之前发现的，而铜矿产量的增长主要依靠确定性比较高的大型矿山。根据Wood Mackenzie数据，铜在2025年后大概率出现供需缺口。而且随着矿山品位下滑，以及其他成本的增加，全球铜矿山成本重心长周期呈现上移趋势。从短期来看，加息尾声和降息周期，铜价也不一定大跌，决定铜价运行重心的仍然是供需基本面。2022年7月美国通胀高企引发市场恐慌时铜价跌至7000美元/吨，降息期间如果不发生大的风险事件，铜价很难深跌。

**图18: 全球铜矿山资本开支(亿美元)**


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

**图19: 预期铜的长期供需存在缺口**


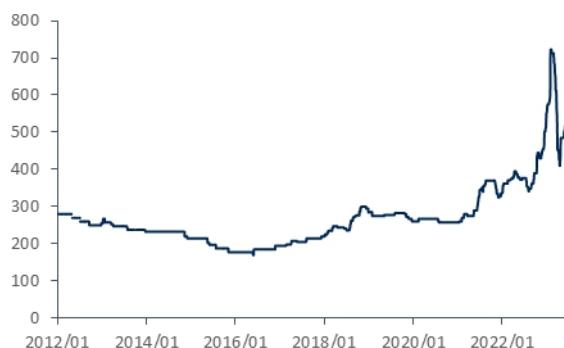
资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

**产业升级钼需求景气。**钼通常用于生产不锈钢、合金钢和铸铁、超级合金、钼金属和合金以及钼化学品等。添加钼可提高钢和铸铁的强度、韧性、淬透性和焊接性；增强不锈钢和超级合金的耐腐蚀性能和高温性能。我国是全球最大的钼生产国也是最大的消费国，2022年钼产量为11.28万吨，占到全球的43.04%；消费量为12.20万吨，占到全球42.59%。但吨钢钼消耗量只有0.12kg，低于除中国外的0.19kg。随着产业升级，国内特钢需求有望保持较快增长，带动钼需求提升。供

供给侧，钼存在于多种矿物中，但只有辉钼矿适用于钼产品的工业化生产，辉钼矿可以是一个单独矿体中唯一的矿化物，但通常与其他金属特别是铜的硫化矿物共生，近年来产量较为稳定。供需偏紧运行背景下，钼价格景气运行。

**图20：钼消费量（百万磅）**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图21：钼价格走势（元/千克）**


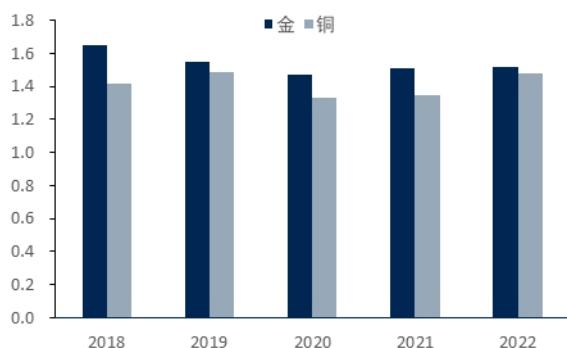
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 湖北三鑫

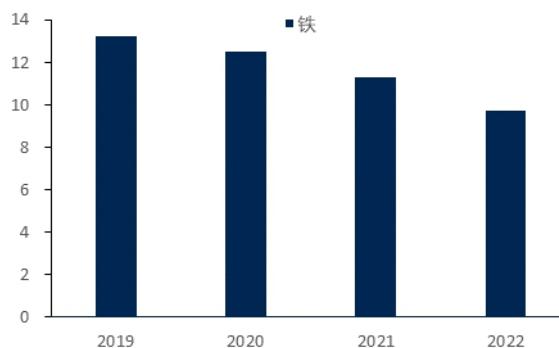
湖北三鑫是公司控股子公司，公司持股 51%，另外黄石市国有资产经营有限公司占 23.01%，湖北省鄂东南基础工程公司占 10.78%，大冶市冶金工业总公司占 10.21%，中国冶金地质总局中南局占 5%。公司历史可以追溯至 1968 年，1993 年同中国黄金总公司联营，1999 年通过资产重组，组建湖北三鑫金铜股份有限公司。目前，旗下控股安徽太平矿业有限公司、四川通用投资有限公司、黄石金达矿业有限公司。

截至 2022 年底，湖北三鑫拥有三个采矿权一个探矿权，具备金资源量 34.97 吨、储量 12.63 吨、品位 1.79 克/吨，铜资源量 30.53 万吨、储量 12.44 万吨、品位 1.76%。安徽太平拥有一个采矿权，具备铁资源量 2730.11 万吨、储量 942.20 万吨、品位 47.50%，金资源量 8.19 吨、品位 0.86 克/吨，铜资源量 3.27 万吨、品位 0.62%。

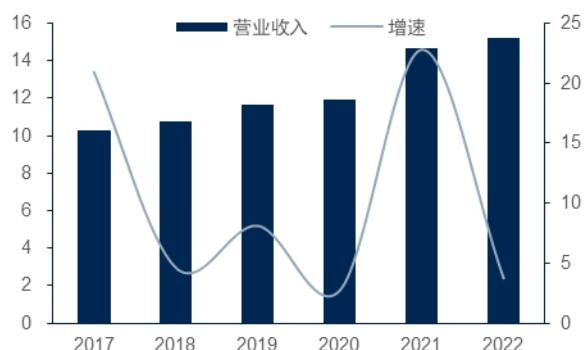
受益商品价格上涨，业绩持续提升。2022 年湖北三鑫金产量为 1.52 吨，铜产量为 1.48 万吨，安徽太平铁产量为 9.73 万吨。湖北三鑫实现营业收入 15.20 亿元，同比增长 3.74%，实现净利润 5.72 亿元，同比增长 12.28%。2023 年，公司结合生产实际情况，发挥采掘作业计划统领作用，以月保季，层层分解落实指标任务，1-6 月公司完成处理量、矿山金、矿山铜分别为 54.55%、51.53%、57.18%，实现时间过半、任务过半。

**图22: 湖北三鑫金铜产量 (吨, 万吨)**


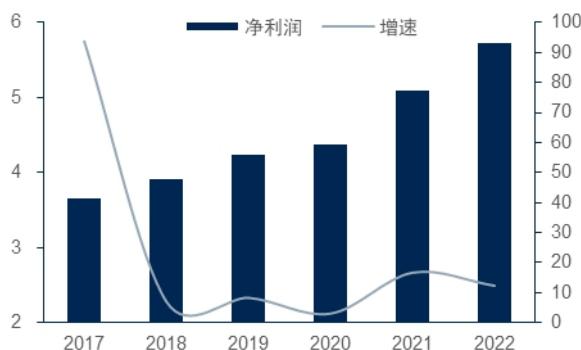
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图23: 安徽太平铁产量 (万吨)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图24: 湖北三鑫营业收入及增速 (%)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图25: 湖北三鑫净利润及增速 (%)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 中原冶炼厂

中原黄金冶炼厂位于河南省三门峡高新技术产业开发区，是公司全资子公司，可年处理金铜精矿 150 万吨，综合回收金、银、铜、硫、镍、硒、碲、铼、铂、钯等有价金属，年产冶炼黄金 30 吨，白银 350 吨，电解铜 35 万吨，硫酸 130 万吨。

**债转股项目顺利完成，资产负债率大幅下降。**中原冶炼厂于 1983 年经河南省黄金管理局批准成立筹建处，1989 年成立中原黄金冶炼厂，隶属中国黄金总公司；2008 年改制为有限责任公司，中金黄金持股 94%，三门峡市人民政府国有资产监督管理委员占 6%；2012 年中金黄金与三门峡金渠集团有限公司进行股权置换，持股比例降至 70%；2018 年中金黄金与其他股东签订股权转让协议，100%控股；2018 年底，公司与国新资产、国新央企基金、中鑫基金、东富国创和农银投资签订协议，5 家实施机构共出资 46 亿元用于中原冶炼厂市场化债转股项目，所获现金用于偿还债务。2019 年，中金黄金向 5 家实施机构发行股份购买中原冶炼厂 60.98% 股权，总体作价 47.07 亿元，中原冶炼厂再次成为全资子公司。2017、2018 年公司资产负债率分别为 87%、56%。

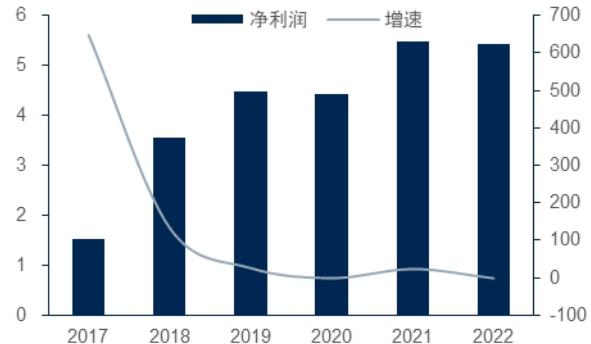
**冶炼技术先进，具备规模优势。**中原冶炼厂是国内知名的专业化黄金冶炼、精炼加工企业，采用我国自主研发的具有世界先进水平的“富氧底吹造锍捕金”集成旋浮吹炼技术，具有原料适应能力强、金属回收率高、能耗低、自动化装备水平高等突出特点。公司引进了孟莫克高浓度二氧化硫转化、低温热能回收以及离子液脱硫等国际先进的环保工艺和设备，清洁生产水平处于行业领先地位。通过技术革新，实现了多种有价金属的回收，冶炼业务收益得到提高，2018年净利率为1.44%。2022年实现净利润5.44亿元。

图26: 公司主工艺流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: 中原冶炼厂净利润及增速(亿元，%)



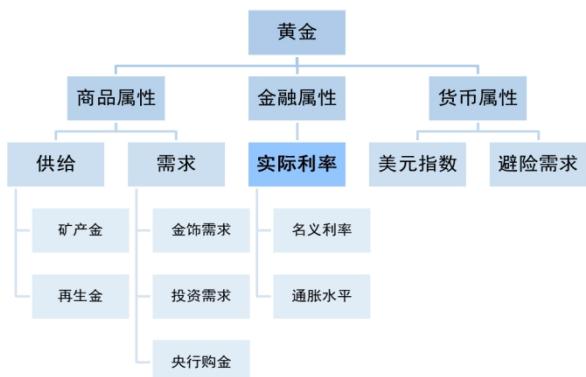
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 加息终点预期走强，看好黄金中长期走势

### 黄金价格分析框架

黄金拥有商品属性、金融属性及货币属性，兼具抗通胀功能和避险功能，在大类资产配置中还可提供分散化价值。自布雷顿森林体系瓦解以后，黄金价格不再与美元直接挂钩，不同于大宗商品价格主要受供需影响，其走势在商品属性之外，还受到货币政策、通胀水平、避险需求等多种因素综合影响，在不同时期主导黄金价格走势的因素各不相同。

自20世纪70年代初，布雷顿森林货币体系瓦解后，贵金属价格经历了三轮大涨。20世纪70年代，经济滞涨背景下，黄金迎来了长达十年的牛市，价格从1970年8月的35美元/盎司升至1980年1月最高850美元/盎司，价格上涨2329%。21世纪初，流动性泛滥，黄金再度迎来十年牛市，价格从2001年4月的256美元/盎司升至最高2011年9月的1895美元/盎司，价格上涨640%。2016年来，贵金属价格企稳上升，随着2018年底美国经济见顶以及随后因新冠疫情全球流动性宽松后，价格加速上涨，当前贵金属价格处于历史较高水平。

**图28: 黄金分析框架**


资料来源：国信证券经济研究所整理

**图29: 黄金价格走势（美元/盎司）**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**黄金价格与实际利率呈现负相关关系。**区别于大宗商品，黄金本质上来说是金属货币，价格波动不单纯受供需关系影响。在美元与黄金脱钩后，黄金已不再直接发挥货币职能，但仍具有强烈的货币属性，其涨跌体现出与信用货币的地位博弈。从黄金的金融属性出发，其定价逻辑可简化理解为名义利率与通胀的相对运行节奏变化。在美元为主导的国际货币体系下，黄金不生息，而美国国债有息，美债收益率下跌会提升黄金吸引力。同时黄金是抗通胀的，而美元会随通胀贬值，高通胀预期会提升黄金吸引力。实际利率=名义利率-通胀预期，从历史数据来看，黄金价格也通常呈现出与美元实际利率的负相关关系。

**黄金价格与美元指数成负相关。**国际市场上黄金价格是以美元标价的，金价分析往往也是以美元金价为基础的，因此美元升值会促使黄金价格下跌，美元贬值会推动黄金价格上涨。此外，美元坚挺一般代表美国国内经济形势良好，美国国内股票和债券将得到投资者竞相追捧，黄金作为价值贮藏手段的功能受到削弱。而美元汇率下降则往往与通货膨胀、股市低迷等有关，黄金的保值功能又再次体现。从历史情况来看，大多数情况下金价与美元走势呈现负相关关系，美元触顶对黄金较为有利。

## 加息末期渐行渐近

上半年黄金价格走势一波三折，随着经济数据及预期变化不断调整。期间，受海外银行风险事件催化，4月13日，伦敦现货黄金最高升至2048.5美元/盎司，创历史新高。高利率环境对市场的负面影响显现，考虑到加息对实体经济的滞后影响，市场担忧情绪升温，一度认为6月大概率停止加息，7月开启降息。但随着美国各项经济数据公布，CPI回落但粘性较强，服务业保持景气，就业数据不断超预期，市场信心回暖，叠加美联储鹰派讲话，降息节奏预期放缓，美元走强，伦金价格回落。截至6月29日，伦敦现货黄金价格跌至1899.6美元/盎司。

但美国6月非农数据意外低于预期，新增就业20.9万人，预期22.5万人，前值30.6万人。随后发布的通胀数据加速下降，6月CPI同比3%，预期3.1%，前值4.0%，连续12个月下降，核心CPI同比4.8%，预期5.0%，前值5.3%。美国6月零售销售环比增长0.2%，预期0.5%，前值0.3%（修正0.5%）。7月美联储如期加息25BP，会议声明就未来加息路径保持灵活性。虽然美国二季度实际GDP年化季环比增长2.4%，大幅超过预期的1.8%，显示美国经济韧性较强，美元指数也

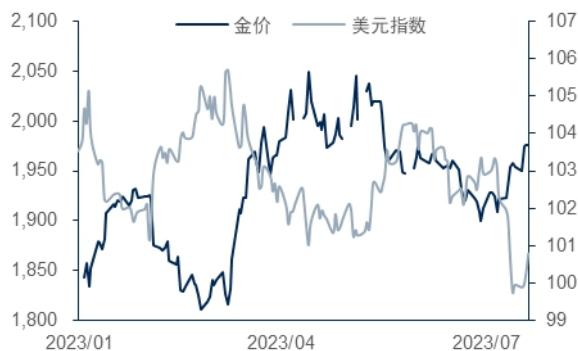
随之升高，但目前市场仍普遍认为后续不会进一步加息。短期仍需紧密跟踪数据变化，但目前基本面数据变化为美联储后期暂停加息提供更多的灵活性，紧缩周期或已接近尾声，美元疲软走势对黄金价格形成支撑。

图30：金价与美债实际收益率（美元/盎司，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图31：金价与美元指数（美元/盎司）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图32：美国就业情况（百万人）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图33：美国及欧元区 CPI 变化 (%)



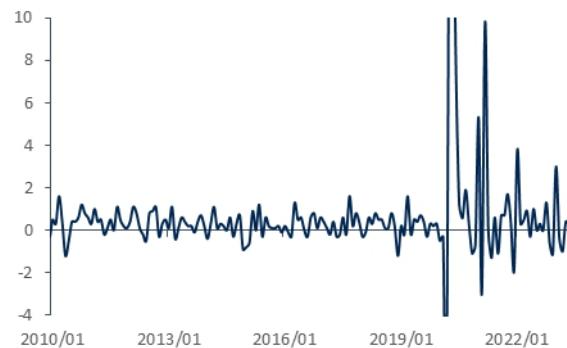
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图34: PMI 变化



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图35: 美国零售和食品服务销售额环比 (%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

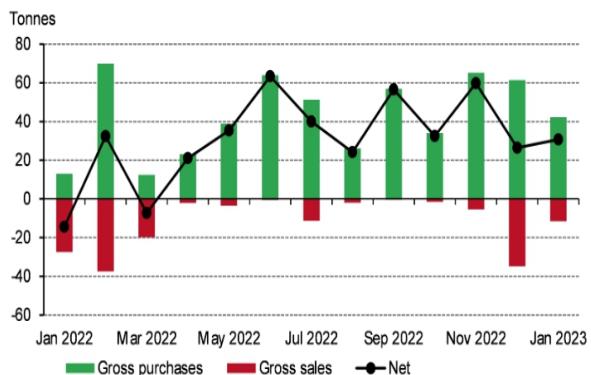
近两轮末次加息到降息期间，黄金价格景气。随着加息终点临近，名义利率对黄金价格的压制持续减弱。回溯历史，黄金在加息末期修复明显。2004-2006，美联储 17 次加息，2006 年 6 月最后一次加息至 5.25%。在 2007 年 9 月迎来降息期间，黄金价格上涨 21%，其后的一轮大衰退从 2007 年 12 月持续到 2009 年 6 月，黄金价格大幅上涨。2015-2018，美联储加息 9 次，2018 年 12 月最后一次加息至 2.5%。在 2019 年 7 月降息前黄金价格上涨 13%。

## 央行购金需求强劲

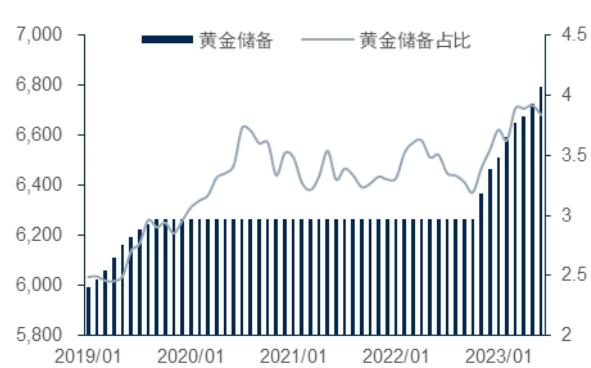
黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平，作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际信誉等方面有着特殊作用。同时，在黄金各类需求中，投资需求和央行购金波动较大，反映出黄金的金融属性，对黄金价格的影响也相对显著。

从历史情况来看，全球黄金储备的变化对黄金价格有正向作用。20世纪 90 年代，各国中央银行日渐独立以及日益市场化，更加强调储备资产组合的收益，在这种背景下，没有利息收入的黄金地位有所下降，部分中央银行减少了黄金储备 1999 年比 1980 年的黄金储备量减少了 10%，主要国家抛售黄金导致黄金价格长期处于低迷状态。

央行购金大幅提升。世界黄金协会数据显示，2010 年来，全球央行购金保持净流入，2022 年大幅提升，2022 年三、四季度全球央行购金量分别达 459、379 吨，全年量达 1079 吨，2023 年一季度达 228 吨，成为最强大的需求增长点。2019 年欧洲各国为主的签署国重申黄金仍是货币储备的重要组成部分；另一边新兴市场的黄金配置需求在持续提升。2023 年“央行黄金储备（CBGR）调查”显示，24% 的受访央行打算在未来 12 个月内增加黄金储备。截至 2023 年 6 月，中国人民银行宣布再次增储黄金，连续 8 个月增储黄金。截至 6 月底，中国黄金储备已达到 2113 吨，较去年 11 月已增加 165 吨。从中长期角度来看，地缘因素复杂，各国央行购金对金价形成向上推力。

**图36: 全球央行购金情况 (吨)**


资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

**图37: 中国官方黄金储备情况 (万盎司, %)**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 盈利能力提升，成本管控优化

公司主营业务为黄金、有色金属的采选和冶炼，核心产品为黄金，我们选取紫金矿业、山东黄金、湖南黄金、赤峰黄金 4 家企业作为可比公司。

紫金矿业（601899.SH）在全球范围内从事铜、金、锌等基本金属矿产资源和新能源矿产资源勘查与开发，适度延伸冶炼加工及贸易金融等业务。截至 2022 年底，公司拥有铜资源量 7372 万吨，金资源量 3117 吨，锌（铅）资源量 1118 万吨，碳酸锂当量 1215 万吨。2022 年，公司矿产金产量 56.4 吨，矿产铜产量 87.7 万吨；2023 年矿产金产量目标 72 吨，矿产铜产量目标 95 万吨。

山东黄金（600547.SH）主营业务为黄金开采、选冶，业务高度集中于黄金。截至 2022 年底，公司保有保有黄金资源量 1431.40 吨。2022 年，公司生产矿产金 38.67 吨。2023 年，公司黄金产量目标为不低于 39.64 吨。

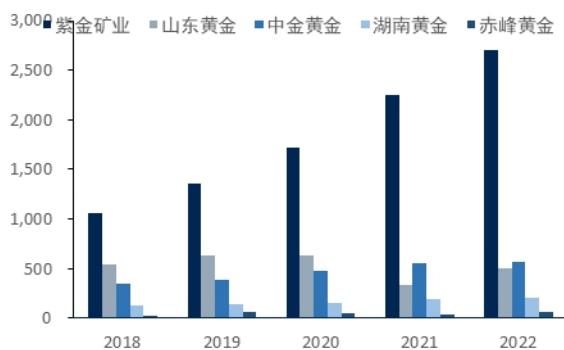
湖南黄金（002155.SZ）主要从事黄金及锑、钨等有色金属矿山的开采、选矿，金锑钨等有色金属的冶炼及加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等。2022 年底保有资源储量金金属量 144.90 吨，锑 30.43 万吨，钨 9.97 万吨。2022 年自产黄金 4.61 吨，锑 1.86 万吨，钨精矿 1604 标吨。

赤峰黄金（600988.SH）主要业务为黄金、有色金属采选，近年来大力推进国际战略布局。截至 2022 年底，公司保有资源储量金金属量 424 吨，全相稀土资源 3.2 万吨。2022 年，公司生产矿产金 13.57 吨，电解铜 0.64 万吨。2023 年公司重点关注降本控费，矿产金产量计划不低于 14.6 吨。

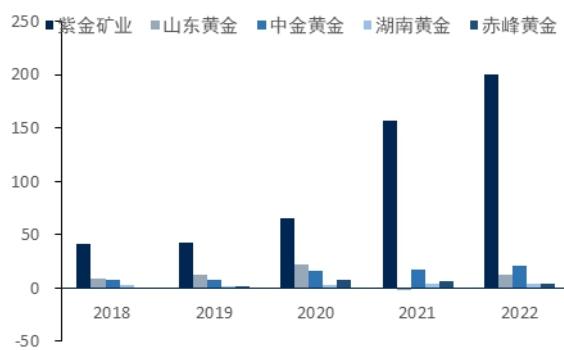
## 盈利能力持续提升

**公司营收和净利润呈现增长趋势。**2018–2022 年公司营业收入及归母净利润持续增长，在 2022 年分别达到 571.51 亿元、21.17 亿元。其中 2020 年受核心业务增长及收购内蒙古矿业等因素影响，增幅突出。相较于同行业可比公司，中金黄金的营收与净利润相对稳定，一方面多业务驱动使其受单一产品价格波动影响较小；另一方面公司矿山分布较为分散可弱化某一区域政策等因素影响。

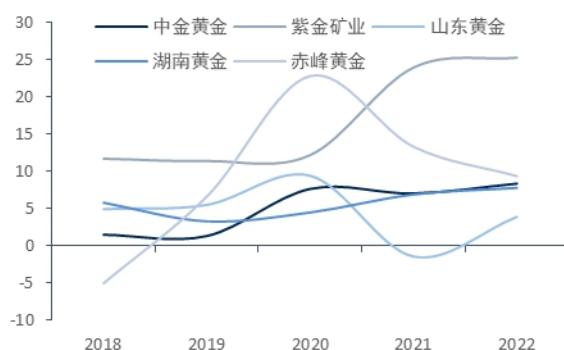
**更加注重投入产出效率。**近年来公司盈利能力持续提升，2022年采矿业务毛利率39.26%，销售净利率4.38%，净资产收益率8.35%。在同行业中处于中等水平，受到业务结构以及矿产资源禀赋影响。2023年国资委考核所用的中央企业高质量发展指标体系从“两利四率”优化为“一利五率”。一个重要的变化是用净资产收益率替换了净利润指标。净资产收益率能够衡量企业权益资本的投入产出效率，反映企业为股东创造价值的能力。在这一改革的引导下，预计公司将会更加注重投入产出效率，加大亏损企业治理力度，加快“两非”“两资”剥离处置，盘活存量资产，提高资产使用效率，提升净资产创利能力和收益水平。

**图38：各公司营业收入情况（亿元）**


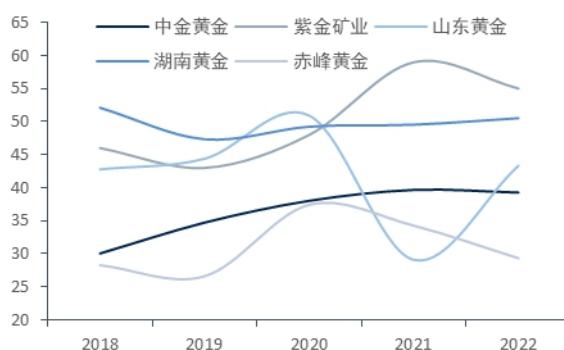
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图39：各公司归母净利润情况（亿元）**


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图40：各公司ROE水平（%）**


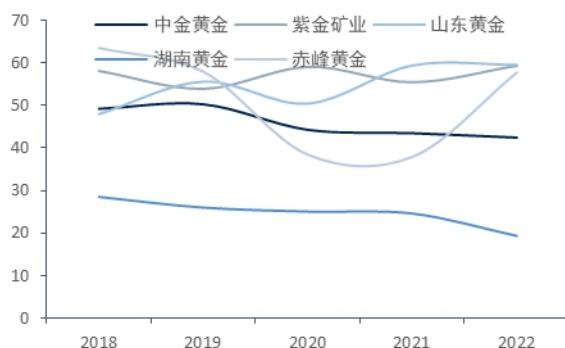
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

**图41：各公司采矿业务毛利率（%）**


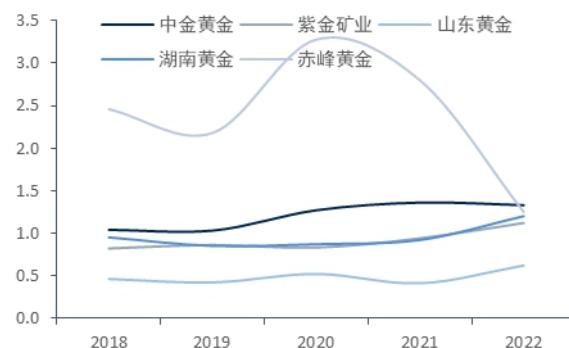
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 债务结构不断优化

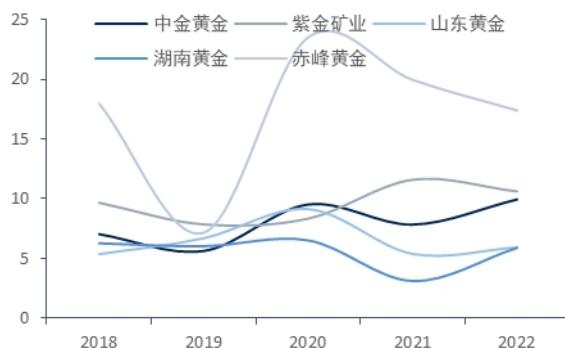
公司作为国资委直属企业上市平台，股东实力强，融资渠道畅通。近年来资产负债率呈下降趋势，截至2023Q1降至41.64%，较2016Q1高点下降27.02%，在同行业可比公司中处于优势地位。公司偿债能力强，2022年流动比率上涨至1.22，速动比率0.60，在可比公司内处于较高水平。公司具备较强的经营获现能力，2022年营业现金比率为9.93，总体呈现现金流稳定充足、财务状况良好状态。

**图42: 各公司资产负债率 (%)**


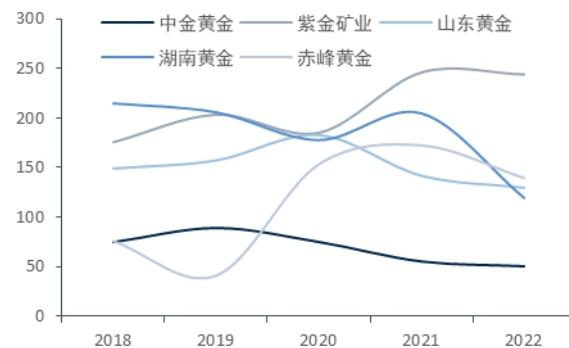
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

**图43: 各公司流动比率 (亿元)**


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

**图44: 各公司营业现金比率 (%)**


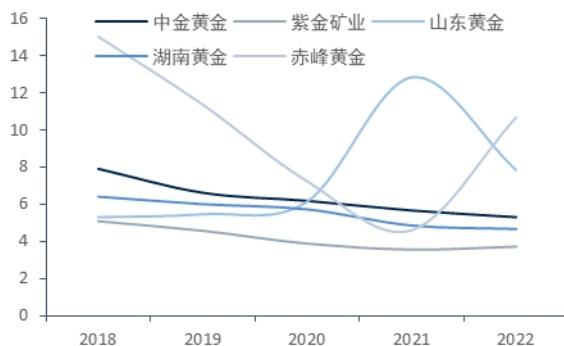
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

**图45: 各公司资本支出/折旧和摊销 (%)**


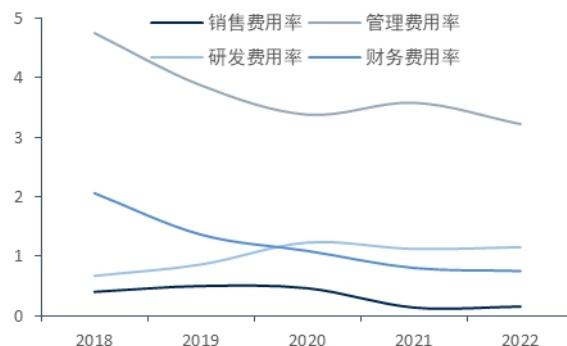
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 成本管控纵深推进

公司长期坚持成本领先战略，持续深化全过程成本管控，从管理决策、工艺工序、科技创新、管控措施上深挖降本潜力，稳步做好成本压降。近年来，公司期间费用率持续下降，向行业内成本管控高水平企业靠拢，2022年为5.29%，销售费用、管理费用、研发费用、财务费用占比分别为0.16%、3.22%、1.16%、0.75%。

**图46: 各公司期间费用率 (%)**


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

**图47: 公司期间费用率变化 (%)**


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

销量:

近年来, 公司黄金主业经营稳健, 通过收购集团资产形成黄金、铜、钼、冶炼多元发展的业务格局。随着集团优质资产的注入以及现有资源的挖潜, 公司矿产金产量有望小幅提升。远期若纱岭金矿顺利收购并投产, 公司矿产金产量有望大幅提升。我们假设 2023/24/25 年, 公司矿产金销量有望达到 20/21/22 吨。矿山铜产量保持 8 万吨, 钼产量保持 0.6 万吨。

价格:

**金:** 从短期来看, 虽然通胀水平较美联储目标仍有距离, 美联储连续发布鹰派讲话, 黄金价格仍有压制。但制造业 PMI 持续处于荣枯线下, 非农新增就业低于预期, 叠加 CPI 回落超预期, 紧缩周期或已接近尾声, 美元疲软走势对黄金价格形成支撑, 预期金价偏强震荡。从中长期角度来看, 地缘因素复杂, 全球经济存在不确定性, 高利率环境增加市场对未来经济展望的担忧, 利率下行趋势确定性较强, 叠加各国央行购金需求强劲, 预计金价上行。我们假设 2023/24/25 年, 黄金价格为 430/450/459 元/克水平运行。

**铜:** 资本开支长期不足导致长期缺乏大的找探矿成果, 矿山老化、品位下滑明显, 铜在 2025 年后大概率出现供需缺口, 而且全球铜矿山成本重心长周期呈现上移趋势。从短期来看, 加息尾声和降息周期, 铜价也不一定大跌, 决定铜价运行重心的仍然是供需基本面。我们假设 2023/24/25 年, 矿山铜均价保持在 5.2 万元/吨水平运行。

**钼:** 随着产业升级, 国内特钢需求有望保持较快增长, 带动钼需求提升。供给侧, 钼近年来产量较为稳定。供需偏紧运行背景下, 钼价格景气运行。我们假设 2023/24/25 年, 钼金属均价保持在 40 万元/吨水平运行。

**表4: 公司业务假设**

单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>矿产销量</b>					
金	吨	19.5	19.5	20	21
铜	万吨	7.0	8.0	8	8
钼	吨	5869	6156	6200	6200
<b>冶炼销量</b>					
金	吨	40	40	40	40
铜	万吨	40	40	40	40
<b>价格</b>					
金	元/克	375	392	430	450
铜	万元/吨	5.2	5.2	5.2	5.2
钼	万元/吨	28	33	40	40

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

#### 期间费用：

近年来公司经营稳健，我们假设未来几年期间费用比例维持现状，对应销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 2.90%/1.15%/0.15%。

### 未来 3 年业绩预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年营业收入分别为 592.4/608.9/619.0 亿元，同比增长 3.7%/2.8%/1.7%；归属母公司净利润 29.8/33.0/35.3 亿元，年增速分别为 40.5%/10.9%/6.9%。每股收益分别为 0.61/0.68/0.73 元。

**表5: 未来 3 年盈利预测表（百万元）**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	57151	59240	60890	61898
<b>营业成本</b>	50459	51056	52156	52816
<b>销售费用</b>	89	89	91	93
<b>管理费用</b>	1843	1898	1946	1975
<b>研发费用</b>	660	681	700	712
<b>财务费用</b>	431	421	411	374
<b>营业利润</b>	3020	4317	4785	5115
<b>利润总额</b>	3048	4287	4755	5085
<b>归属于母公司净利润</b>	2117	2975	3300	3529
<b>EPS</b>	0.44	0.61	0.68	0.73
<b>ROE</b>	8.2%	11.0%	11.9%	12.4%

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

### 盈利预测的敏感性分析

盈利随黄金价格变化敏感。

悲观假设下，2023/24/25 年，黄金价格为 400/400/400 元/克。

**表6: 归母净利润随金价变化的敏感性分析 (百万元)**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	57151	58640	57840	58240
<b>利润总额</b>	3048	3718	3872	3989
<b>归属于母公司净利润</b>	2117	2580	2687	2768

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

中性假设下, 2023/24/25 年, 黄金价格为 430/450/459 元/克。

**表7: 归母净利润随金价变化的敏感性分析 (百万元)**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	57151	59240	60890	61898
<b>利润总额</b>	3048	4287	4755	5085
<b>归属于母公司净利润</b>	2117	2975	3300	3529

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

乐观假设下, 2023/24/25 年, 黄金价格为 450/470/480 元/克。

**表8: 归母净利润随金价变化的敏感性分析 (百万元)**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	57151	59640	62110	63200
<b>利润总额</b>	3048	4666	5109	5476
<b>归属于母公司净利润</b>	2117	3238	3545	3800

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值: 12.4-14.3 元

公司金、铜、钼、冶炼多元发展, 业绩持续提升。未来随着集团资产注入, 黄金产量有望持续提升, 带动公司业绩增长。

估值假设条件见下表:

**表9: 公司盈利预测假设条件 (%)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入增长率</b>	16.89%	1.87%	3.66%	2.79%	1.66%	3.19%	4.69%	1.50%
<b>营业成本/营业收入</b>	88.51%	88.29%	86.19%	85.66%	85.33%	84.60%	83.46%	83.40%
<b>管理费用/营业收入</b>	3.23%	2.93%	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%
<b>研发费用/营业收入</b>	1.13%	1.16%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%
<b>销售费用/销售收入</b>	0.14%	0.16%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
<b>营业税及附加/营业收入</b>	1.10%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%
<b>所得税税率</b>	22.67%	17.94%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>股利分配比率</b>	89.86%	89.47%	60.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所预测

**表10: 资本成本假设**

<b>无杠杆 Beta</b>	0.94	<b>T</b>	18.00%
<b>无风险利率</b>	2.60%	<b>Ka</b>	8.90%
<b>股票风险溢价</b>	6.70%	<b>有杠杆 Beta</b>	1.12
<b>公司股价(元)</b>	10.62	<b>Ke</b>	10.11%
<b>发行在外股数(百万)</b>	4847	<b>E/(D+E)</b>	80.97%
<b>股票市值(E, 百万元)</b>	51478	<b>D/(D+E)</b>	19.03%
<b>债务总额(D, 百万元)</b>	12100	<b>WACC</b>	9.01%
<b>Kd</b>	5.30%	<b>永续增长率(10年后)</b>	0.5%

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 12.4–14.3 元。

**表11: 公司 FCFF 估值表**

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
<b>EBIT</b>	4,715.9	5,174.3	5,466.3	6,113.3	7,168.8	7,319.4	7,431.9	7,546.1	
<b>所得税税率</b>	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	
<b>EBIT*(1-所得税税率)</b>	3,867.0	4,242.9	4,482.4	5,012.9	5,878.4	6,001.9	6,094.2	6,187.8	
<b>折旧与摊销</b>	1,889.6	2,143.9	2,254.7	2,335.2	2,409.3	2,482.0	2,554.4	2,626.6	
<b>营运资金的净变动</b>	(281.5)	(143.9)	(93.0)	(196.3)	(297.4)	(118.0)	(125.7)	(128.2)	
<b>资本性投资</b>	(6,000.0)	(1,100.0)	(1,100.0)	(1,100.0)	(1,100.0)	(1,100.0)	(1,100.0)	(1,100.0)	
<b>FCFF</b>	(524.8)	5,143.0	5,544.1	6,051.8	6,890.4	7,265.9	7,422.9	7,586.3	93,446.9
<b>PV(FCFF)</b>	(481.4)	4,327.6	4,279.3	4,285.0	4,475.3	4,329.0	4,056.8	3,803.2	39,420.4
<b>核心企业价值</b>	75,399.4								
<b>减: 净债务</b>	11,082.7								
<b>股票价值</b>	64,316.7								
<b>每股价值</b>	13.27								

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

**表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		8. 4%	8. 7%	9. 0%	9. 3%	9. 6%
永续 增长 率变 化	1. 1%	15. 44	14. 66	13. 94	13. 27	12. 65
	0. 8%	15. 02	14. 28	13. 59	12. 95	12. 36
	0. 5%	14. 63	13. 92	13. 27	12. 66	12. 09
	0. 2%	14. 26	13. 59	12. 97	12. 39	11. 84
	-0. 1%	13. 92	13. 28	12. 69	12. 13	11. 61

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所分析

## 相对估值: 11. 6–13. 9 元

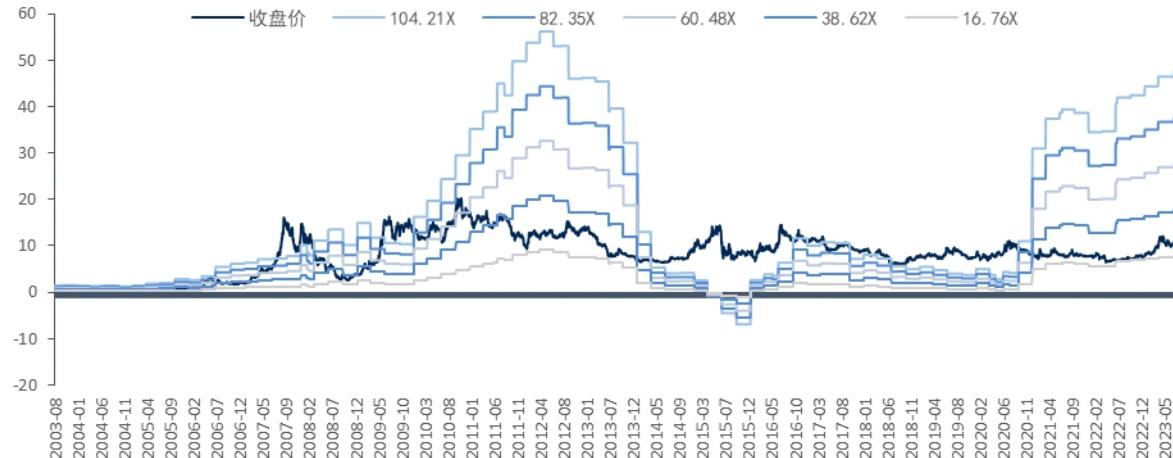
我们选择主营业务为黄金以及其他有色金属的采选和冶炼的紫金矿业、山东黄金、湖南黄金、赤峰黄金 4 家黄金企业作为可比公司。可比公司详细情况请见“盈利能力提升, 成本管控优化”一节。综合 4 家可比企业情况, 行业平均 PE 在 26 倍。可以看到因为黄金具备金融属性及货币属性, 兼具抗通胀功能和避险功能, 价格相对其他金属价格稳定性更高, 黄金业务相对估值高于其他业务, 黄金业务毛利占比越高的公司相对估值越高。黄金业务毛利贡献超过 90% 的山东黄金目前 PE 超过 40 倍, 以铜业务为主的紫金矿业目前 PE 为 14 倍, 黄金业务毛利占比与公司相近的湖南黄金目前 PE 为 19 倍。

公司是黄金行业 A 股唯一央企, 历史业绩稳健, 集团资产注入提升远期黄金产量。考虑公司黄金业务毛利占比、行业平均估值以及公司历史估值区间, 按照分部估值。预计 2023 年公司黄金板块利润为 12. 35 亿元, 给予 30–35 倍估值, 铜、钼及其他业务利润为 17. 39 亿元, 给予 11–14 倍, 则对应市值区间为 562–676 亿, 折算 2023 年综合 PE 19–23 倍, 对应股价区间 11. 6–13. 9 元。

**表13: 可比公司 2022 年黄金板块业务情况**

公司	资源量, 吨	矿产金产量, 吨	黄金业务营收占比	黄金业务毛利占比
中金黄金	507	19. 9	65. 2%	41. 4%
紫金矿业	3117	56. 4	45. 6%	26. 6%
山东黄金	1431	38. 7	92. 9%	95. 6%
湖南黄金	145	4. 6	88. 7%	46. 5%
赤峰黄金	424	13. 6	84. 7%	81. 7%

资料来源: 公司公告、iFinD, 国信证券经济研究所整理

**图48: 公司 PE Band**


资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

**表14: 可比公司估值情况**

代码	简称	股价	总市值	EPS (元)				PE				PB	投资评级	
				20230728	亿元	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
600489.SH	中金黄金	10.62	514.78	0.44	0.44	0.61	0.68	0.73	24.32	17.30	15.60	14.59	2.05	买入
同类公司：														
601899.SH	紫金矿业	12.79	3,313.21	0.76	0.76	0.91	1.10	1.45	16.83	14.05	11.63	8.82	3.67	买入
600547.SH	山东黄金	24.88	1,021.16	0.28	0.28	0.61	0.73	1.06	88.86	40.79	34.08	23.47	4.85	买入
002155.SZ	湖南黄金	12.30	147.85	0.36	0.36	0.64	0.83	1.01	34.17	19.22	14.82	12.18	2.54	无评级
600988.SH	赤峰黄金	14.64	243.60	0.27	0.27	0.47	0.6	0.72	54.22	31.15	24.40	20.33	4.68	买入
可比公司均值									48.52	26.30	21.23	16.20	3.94	

资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理和预测

备注: 湖南黄金盈利预测采用 iFinD180 天一致预测

## 投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 12.4-13.9 元之间,2023 年动态市盈率 20.2-22.7 倍,相对于公司目前股价有 17%-31%溢价值空间。考虑公司资产优势,黄金价格中长期趋势乐观,首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在12.4-13.9元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.6%、风险溢价6.7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为0.5%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的紫金矿业、山东黄金、湖南黄金、赤峰黄金的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2023年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的股东背景和业务结构，按照分部估值给予公司23年19-23倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置加入了很多个人的判断。我们预计随着集团资产注入以及相关项目的建设，公司黄金产量有所提升，铜、钼产量稳定，若实际进展不及预期，或生产成本提升，存在未来3年业绩预期高估的风险。公司盈利受商品价格影响大，我们预计未来3年公司黄金价格为430/450/459元/克，矿山铜价格保持5.2万元/吨，钼价格为40万元/吨，若由于形势变化，相关价格大大低于我们的预期，则存在高估未来3年业绩的风险。

### 安全和环保风险

矿山生产环境复杂，造成安全环保事故的因素具有不可预见性。近年来国内安全环保政策也在不断加严，公司也始终坚持安全绿色发展，从健全制度体系、强化教育培训、提升装备水平、严格奖惩考核等方面精准发力、夯实安全生产基础，但仍存在安全和环保风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7528	9862	5111	6881	8866	营业收入	56102	57151	59240	60890	61898
应收款项	721	612	649	667	678	营业成本	49657	50459	51056	52156	52816
存货净额	12046	11621	11953	12160	12294	营业税金及附加	620	771	800	822	836
其他流动资产	703	844	889	913	928	销售费用	79	89	89	91	93
<b>流动资产合计</b>	<b>20997</b>	<b>22940</b>	<b>18602</b>	<b>20621</b>	<b>22767</b>	管理费用	2010	1843	1898	1946	1975
固定资产	16838	15946	20116	19152	18083	研发费用	631	660	681	700	712
无形资产及其他	4705	4508	4328	4147	3967	财务费用	452	431	421	411	374
投资性房地产	4220	4353	4353	4353	4353	投资收益	72	166	122	122	122
长期股权投资	872	896	906	916	926	资产减值及公允价值变动	(93)	(120)	(100)	(100)	(100)
<b>资产总计</b>	<b>47631</b>	<b>48642</b>	<b>48304</b>	<b>49190</b>	<b>50096</b>	其他收入	92	75	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	10367	11855	10000	10000	10000	营业利润	2724	3020	4317	4785	5115
应付款项	2917	3071	3160	3215	3250	营业外净收支	(191)	28	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	2100	2326	2338	2379	2406	<b>利润总额</b>	<b>2533</b>	<b>3048</b>	<b>4287</b>	<b>4755</b>	<b>5085</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>15384</b>	<b>17253</b>	<b>15498</b>	<b>15594</b>	<b>15656</b>	所得税费用	574	547	772	856	915
长期借款及应付债券	3994	2100	2100	2100	2100	少数股东损益	261	384	540	599	641
其他长期负债	1331	1287	1297	1307	1317	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1698</b>	<b>2117</b>	<b>2975</b>	<b>3300</b>	<b>3529</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5325</b>	<b>3387</b>	<b>3397</b>	<b>3407</b>	<b>3417</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>20709</b>	<b>20639</b>	<b>18894</b>	<b>19000</b>	<b>19073</b>	<b>净利润</b>	<b>1698</b>	<b>2117</b>	<b>2975</b>	<b>3300</b>	<b>3529</b>
少数股东权益	2078	2128	2344	2464	2592	资产减值准备	(180)	(28)	21	(0)	(5)
股东权益	24844	25875	27065	27725	28431	折旧摊销	1768	1719	1890	2144	2255
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>47631</b>	<b>48642</b>	<b>48304</b>	<b>49190</b>	<b>50096</b>	公允价值变动损失	93	120	100	100	100
						财务费用	452	431	421	411	374
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(1215)	567	(281)	(144)	(93)
每股收益	0.35	0.44	0.61	0.68	0.73	其它	206	68	195	120	133
每股红利	0.31	0.39	0.37	0.54	0.58	<b>经营活动现金流</b>	<b>2371</b>	<b>4563</b>	<b>4900</b>	<b>5520</b>	<b>5918</b>
每股净资产	5.13	5.34	5.58	5.72	5.87	资本开支	0	(511)	(6000)	(1100)	(1100)
ROIC	5.61%	6.18%	9%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	6.83%	8.2%	11.0%	11.9%	12.4%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(56)</b>	<b>(535)</b>	<b>(6010)</b>	<b>(1110)</b>	<b>(1110)</b>
毛利率	11%	12%	14%	14%	15%	权益性融资	(45)	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	8%	8%	9%	负债净变化	(5)	(1895)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(1526)	(1894)	(1785)	(2640)	(2823)
收入增长	17%	2%	4%	3%	2%	其它融资现金流	2704	5883	(1855)	0	0
净利润增长率	9%	25%	41%	11%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(402)</b>	<b>(1695)</b>	<b>(3640)</b>	<b>(2640)</b>	<b>(2823)</b>
资产负债率	48%	47%	44%	44%	43%	<b>现金净变动</b>	<b>1913</b>	<b>2334</b>	<b>(4751)</b>	<b>1770</b>	<b>1986</b>
股息率	3.0%	3.7%	3.5%	5.1%	5.5%	货币资金的期初余额	5615	7528	9862	5111	6881
P/E	30.3	24.3	17.3	15.6	14.6	货币资金的期末余额	7528	9862	5111	6881	8866
P/B	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8	企业自由现金流	0	4507	(525)	5143	5544
EV/EBITDA	14.8	14.3	10.7	9.6	9.1	权益自由现金流	0	8495	(2725)	4806	5238

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032