

中金黄金（600489.SH）—2023 年三季报点评

莱州中金并表，业绩同比增长

买入

核心观点

商品价格景气，业绩同比增长。前三季度，公司积极组织生产经营，把握金铜铝价格景气周期，实现营业收入 455.6 亿元，同比上涨 13.8%；归母净利润 20.7 亿元，同比上涨 32.5%。三季度单季，公司实现营业收入 160.4 亿元，同比增长 11.2%；归属于上市公司股东的净利润 7.0 亿元，同比增长 51.7%。

矿产金产量下降，矿产铜增加。前三季度，公司生产矿产金 13.9 吨，同比下降 6.6%；生产矿山铜 6.1 万吨，同比上涨 1.5%；矿产金销量 13.3 吨，同比下降 7.8%；矿山铜销量 6.8 万吨，同比上涨 22.6%。三季度单季，公司完成矿产金销量 4.7 吨，环比二季度下降 4.1%；矿产铜销量 2.6 万吨，环比增长 6.1%。

莱州中金并表，增长潜力巨大。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；2023 年 7 月股权交割完毕，实现并表。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。纱岭金矿处于胶东地区主要成矿带焦家断裂带，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。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，项目建成后，公司黄金产量将大幅提升。

借款增加，财务费用增长。公司认真贯彻落实新一轮国企改革深化提升行动，开展对标价值创造行动，全力提升核心竞争力，提升成本管控，抓实扭亏控亏。期间费用方面，前三季度，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.14%、2.68%、0.77%，较去年同期分别下降 0.01、0.40、上涨 0.12 个百分点。因公司借款出现较大幅度上升，三季度单季发生利息费用 2.25 亿元，较二季度提升 1.33 亿元。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金、铜、铝价格大幅下降；安全和环保风险。

投资建议：公司经营稳健，通过收购集团资产形成金、铜、铝、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。我们维持原业绩预测，预计公司 2023-2025 年营业收入 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%；摊薄 EPS 为 0.61/0.68/0.73 元，当前股价对应 PE 为 18.2/16.4/15.3x，维持“买入”评级。

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)	31.8	25.5	18.2	16.4	15.3
EV/EBITDA	15.3	14.8	11.0	10.0	9.5
市净率 (PB)	2.18	2.09	2.00	1.95	1.90

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·财报点评

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(维持)
合理估值	
收盘价	11.15 元
总市值/流通市值	54048/54048 百万元
52 周最高价/最低价	12.77/7.35 元
近 3 个月日均成交额	438.68 百万元

市场走势



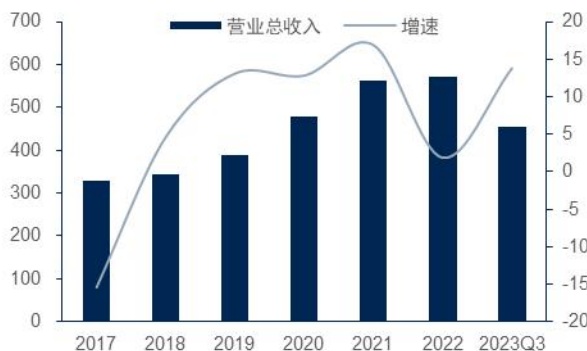
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中金黄金（600489.SH）—2023 年中报点评—金铜铝冶炼多元发展，单季业绩创历史新高》——2023-08-29
《中金黄金（600489.SH）—经营稳健，集团资产注入赋能》——2023-08-01

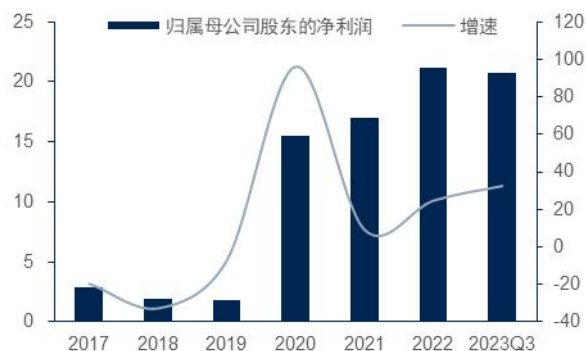
商品价格景气，业绩同比增长。前三季度，公司积极组织生产经营，把握金铜铝价格景气周期，实现营业收入 455.6 亿元，同比上涨 13.8%；归母净利润 20.7 亿元，同比上涨 32.5%。三季度单季，公司实现营业收入 160.4 亿元，同比增长 11.2%；归属于上市公司股东的净利润 7.0 亿元，同比增长 51.7%。

图1：公司营业收入情况（亿元，%）



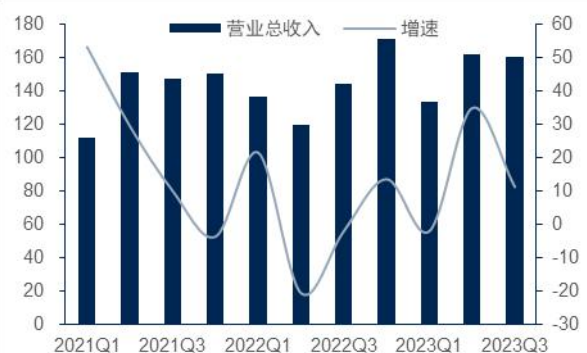
资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图2：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3：公司单季营业收入（亿元，%）



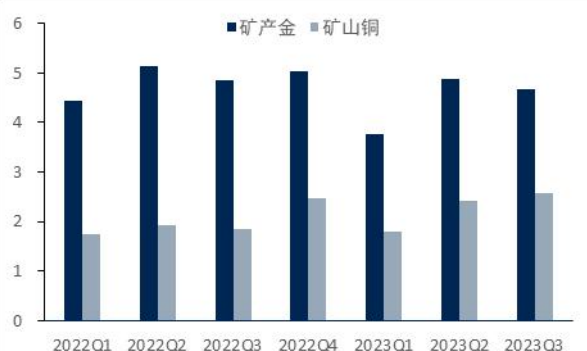
资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润（亿元，%）



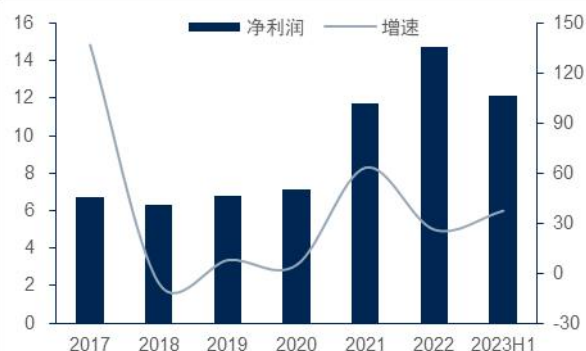
资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图5：公司矿产金、矿山铜销量（吨，万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：内蒙古矿业净利润情况（亿元，%）



资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

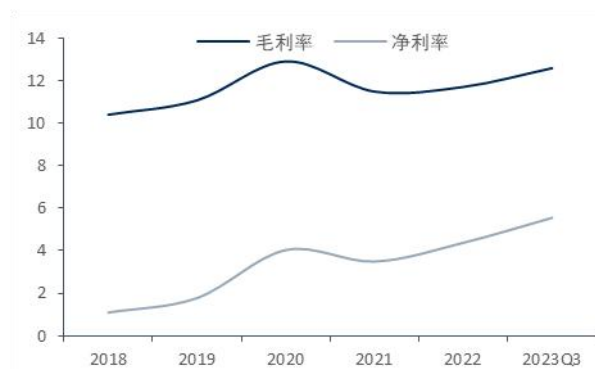
矿产金产量下降，矿产铜增加。前三季度，公司生产矿产金 13.9 吨，同比下降

6.6%；生产矿山铜 6.1 万吨，同比上涨 1.5%；矿产金销量 13.3 吨，同比下降 7.8%；矿山铜销量 6.8 万吨，同比上涨 22.6%。三季度单季，公司完成矿产金销量 4.7 吨，环比二季度下降 4.1%；矿产铜销量 2.6 万吨，环比增长 6.1%。

莱州中金并表，增长潜力巨大。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；2023 年 7 月股权交割完毕，实现并表。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。纱岭金矿处于胶东地区主要成矿带焦家断裂带，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。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，项目建成后，公司黄金产量将大幅提升。

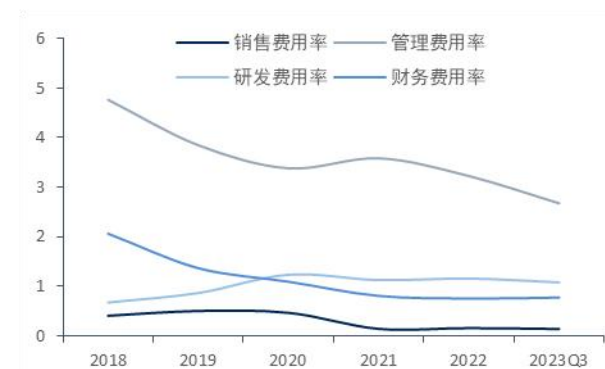
借款增加，财务费用增长。公司认真贯彻落实新一轮国企改革深化提升行动，开展对标价值创造行动，全力提升核心竞争力，提升成本管控，抓实扭亏控亏。期间费用方面，前三季度，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.14%、2.68%、0.77%，较去年同期分别下降 0.01、0.40、上涨 0.12 个百分点。因公司借款出现较大幅度上升，三季度单季发生利息费用 2.25 亿元，较二季度提升 1.33 亿元。

图7：公司毛利率和净利率变化（%）



资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

图8：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

投资建议：公司黄金主业经营稳健，通过收购集团资产形成黄金、铜、铝、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。我们维持原业绩预测，预计公司 2023-2025 年营业收入 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%；摊薄 EPS 为 0.61/0.68/0.73 元，当前股价对应 PE 为 18.2/16.4/15.3x，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PB (LF)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600489.SH	中金黄金	11.15	540.48	0.44	0.61	0.68	0.73	25.53	18.17	16.38	15.32	7.04	2.17	买入
600547.SH	山东黄金	24.70	1,012.29	0.28	0.46	0.60	0.89	88.69	53.13	40.88	27.90	4.01	4.65	买入
600988.SH	赤峰黄金	14.68	244.26	0.27	0.47	0.60	0.72	54.15	30.91	24.51	20.41	9.20	4.33	买入

资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

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
流动资产合计	20997	22940	18602	20621	22767	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)
资产总计	47631	48642	48304	49190	50096	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	利润总额	2533	3048	4287	4755	5085
流动负债合计	15384	17253	15498	15594	15656	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	归属于母公司净利润	1698	2117	2975	3300	3529
长期负债合计	5325	3387	3397	3407	3417	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	20709	20639	18894	19000	19073	净利润	1698	2117	2975	3300	3529
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
负债和股东权益总计	47631	48642	48304	49190	50096	公允价值变动损失	93	120	100	100	100
						财务费用	452	431	421	411	374
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	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	经营活动现金流	2371	4563	4900	5520	5918
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%	投资活动现金流	(56)	(535)	(6010)	(1110)	(1110)
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%	融资活动现金流	(402)	(1695)	(3640)	(2640)	(2823)
资产负债率	48%	47%	44%	44%	43%	现金净变动	1913	2334	(4751)	1770	1986
股息率	2.8%	3.5%	3.3%	4.9%	5.2%	货币资金的期初余额	5615	7528	9862	5111	6881
P/E	31.8	25.5	18.2	16.4	15.3	货币资金的期末余额	7528	9862	5111	6881	8866
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.9	企业自由现金流	0	4507	(525)	5143	5544
EV/EBITDA	15.3	14.8	11.0	10.0	9.5	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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。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所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