

## 中金黄金 (600489.SH) 金、铜双轮驱动，集团资产注入打开成长空间

2024年01月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

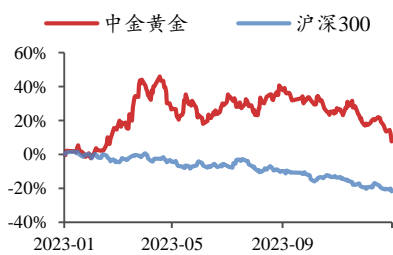
李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

日期	2024/1/17
当前股价(元)	8.94
一年最高最低(元)	12.77/8.26
总市值(亿元)	433.35
流通市值(亿元)	433.35
总股本(亿股)	48.47
流通股本(亿股)	48.47
近3个月换手率(%)	51.2

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 黄金产储量得到提升，集团注资潜力较大

公司收购纱岭金矿带来黄金储量和产量的提升，金、铜双业务驱动业绩更加稳定，探矿增储及集团注资潜力较大，2022年公司产金量19.93吨，我们预计2025年产金量达24吨左右。我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为29.03、33.19、35.10亿元，EPS分别为0.60、0.68、0.72元；对应2024年1月17日收盘价的PE分别为14.9、13.1、12.3倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● “中国黄金第一股”，金、铜双轮驱动业绩

中金黄金成立于2000年6月，是黄金行业唯一上市央企，产品以金、铜为主。公司经营业绩持续向好，2018-2022年归母净利润年复合增长率81.3%，金铜双轮驱动增加业务稳定性；公司费用管控行业领先，股利支付率、股息率稳定提升，持续分红凸显价值。

### ● 黄金：储量丰富，探矿增储+集团注资，未来可期

公司保有黄金资源储量891吨，矿山品位较高，且持续探矿增储，近5年年均增储黄金将近30吨。中国黄金集团注资潜力较大，2023年集团注入的莱州纱岭金矿资源储量达到372.06吨，达产后首期预计年产金11吨，权益产金4.84吨。待注入资产内蒙古金陶、贵州锦丰矿业、云南黄金、河北大白阳矿业年产金量分别达1.4吨、4吨、1.5吨、0.6吨，合计7.5吨左右。预计公司2023-2025年产金量分别达到20.0、21.0、24.0吨。

### ● 铜钼：内蒙古矿业盈利强劲，增厚公司利润

截至2022年底，公司拥有4座铜矿山，1座钼矿山，合计持有铜资源量225.7万吨，钼资源量47.0万吨。2022年，公司矿山铜、电解铜产量分别为7.93万吨、39.31万吨，分别实现毛利23.79亿元、2.3亿元。子公司内蒙古矿业贡献86%的铜资源量和100%的钼资源量，盈利强劲，超额完成业绩承诺。内蒙古矿业深部资源开采技改项目进展顺利，建成投产后预计将带来12.9亿元收益。

● 风险提示：探矿增储不及预期；产品价格波动风险；美联储货币政策波动风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	56,102	57,151	58,657	62,931	65,978
YOY(%)	16.9	1.9	2.6	7.3	4.8
归母净利润(百万元)	1,698	2,117	2,903	3,319	3,510
YOY(%)	9.2	24.7	37.1	14.4	5.7
毛利率(%)	11.5	11.7	13.4	13.7	13.6
净利率(%)	3.0	3.7	4.9	5.3	5.3
ROE(%)	7.3	8.9	11.4	11.9	11.6
EPS(摊薄/元)	0.35	0.44	0.60	0.68	0.72
P/E(倍)	25.5	20.5	14.9	13.1	12.3
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、“中国黄金第一股”，金铜双轮驱动业绩	4
1.1、黄金行业唯一上市央企，控股股东为国资委	4
1.2、金铜业务双轮驱动，经营业绩持续向好	5
2、黄金储量丰富，探矿增储+集团注资，未来可期	8
2.1、黄金储量丰富，矿产金产量稳定	8
2.2、探矿增储效果显著，集团注资未来可期	10
2.2.1、集团注资纱岭金矿，满产金首期 11 吨左右	12
2.2.2、内蒙古金陶矿业 2023 年预计产金 1.4 吨左右	13
2.2.3、贵州锦丰矿业有限公司年产金 4 吨左右	13
2.2.4、云南黄金有限责任公司年产金 1.5 吨左右	13
2.2.5、河北大白阳金矿有限公司年产金量 0.6 吨左右	14
2.3、公司冶炼产能盈利贡献能力优异	14
3、铜钼业务增厚利润，内蒙古矿业盈利贡献能力强劲	14
4、国企改革进行时，释放经济发展新活力	16
5、盈利预测、估值与投资建议	17
5.1、盈利预测与业务拆分	17
5.2、估值分析与投资建议	18
6、风险提示	18
附：财务预测摘要	19

## 图表目录

图 1：公司实控人为国务院国资委	5
图 2：2023Q1-3 公司营业收入同比增长 13.78%	6
图 3：2023Q1-3 公司归母净利润同比增长 32.50%	6
图 4：公司铜产品营收增长较为稳定（单位：亿元）	6
图 5：2022 年黄金贡献主要毛利	6
图 6：三费率持续降低	7
图 7：公司在同行业中费用管控精细	7
图 8：2019-2022 年资产负债率持续下降	7
图 9：2022 年经营性现金流净额增加	7
图 10：股利支付率稳定提升	8
图 11：股息率 2020-2022 年增加明显	8
图 12：矿产金量位于行业前列（2022 年数据）	9
图 13：2018-2022 年公司矿产金产量维持在 20 吨左右	9
图 14：2018-2022 年年均增储黄金 30 吨	10
图 15：2022 年，公司矿山铜产量 7.93 万吨，电解铜产量 39.31 万吨	15
图 16：2019-2022 年，公司矿山铜毛利占比稳步提升	15
表 1：公司不断进行资源版图的扩张	4
表 2：公司主要黄金矿山 2022 年资源及产量情况	8
表 3：集团拟注入的企业（截至 2020 年 1 月）	10
表 4：集团孵化的企业（截至 2020 年 1 月）	11

---

表 5: 集团拟退出的企业 (截至 2020 年 1 月) .....	11
表 6: 纱岭金矿金属资源储量 .....	12
表 7: 内蒙古金陶股份下属矿山 .....	13
表 8: 中原冶炼厂设计产能 .....	14
表 9: 公司下属铜、钼矿山 2022 年资源及产量情况 .....	15
表 10: 2022 年铜矿工程建设项目 .....	16
表 11: 分业务收入预测 .....	17
表 12: 可比公司估值分析 .....	18

## 1、“中国黄金第一股”，金铜双轮驱动业绩

### 1.1、黄金行业唯一上市央企，控股股东为国资委

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作为主发起人，联合其它6家企业共同发起设立。2003年8月在A股上市，被业界誉为“中国黄金第一股”。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。

2004-2019年，公司不断进行资源版图的扩张，收购多家黄金企业。2022年收购中国黄金集团西和矿业有限公司100%股权；2023年，公司收购莱州中金黄金矿业有限公司100%股权。截至到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。2023H1公司收购莱州中金后黄金储量得到大幅提升，根据2023年中报，公司保有金金属量891吨。

**表1：公司不断进行资源版图的扩张**

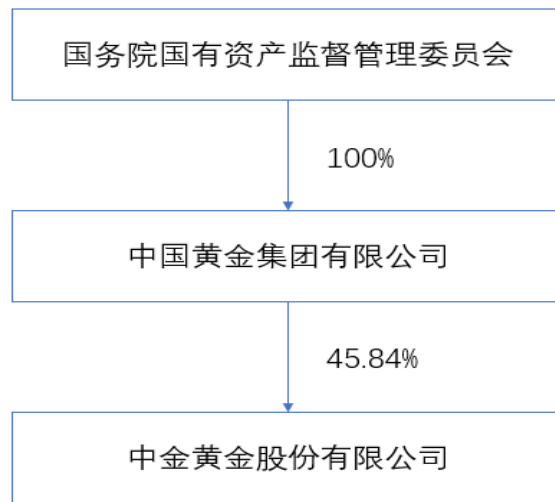
年份	资产名称	资源扩充过程
2004年	三鑫金铜、鑫泰黄金矿业、苏尼特金曦黄金矿业、天水李子金矿	公司出资1.6亿元，收购中国黄金集团公司转让的湖北三鑫金铜股份有限公司、山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司和苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司。 公司与天水三星有限公司合作重组甘肃省天水李子金矿有限公司。
2005年	新疆中金黄金矿业	公司与新疆维吾尔自治区和布克赛尔自治县委合作，组建新疆中金黄金矿业公司。
2007年	乌拉嘎金矿、五龙金矿、二道沟金矿、辽宁黄金、凤山天承、包头鑫达、陕西太白、河南金源、湖北鸡笼山金矿	获得中国黄金集团以所持有的乌拉嘎金矿、五龙金矿、二道沟金矿、辽宁黄金、凤山天承、包头鑫达、陕西太白、河南金源、湖北鸡笼山等9家独资或控股企业的权益。
2008年	西藏中金、平武中金、通用投资、安徽太平矿业	公司的子公司湖北三鑫受让西藏中金100%股权、平武中金90%股权、通用投资85%股权以及安徽太平矿业70%股权。
2009年	河北黄金、夹皮沟矿业、前河矿业、镇安县黄金矿业、秦岭矿业、金厂峪矿业	公司受让河北黄金整体产权；夹皮沟矿业100%股权；前河矿业60%股权。 公司现金收购李富宇持有的镇安县黄金矿业有限责任公司100%股权。 公司受让中国黄金集团公司所属秦岭矿业100%股权、金厂峪矿业100%股权。
2010年	嵩县金牛、河北东梁、江西金山（德兴金山）	收购嵩县金牛、河北东梁、江西金山（德兴金山）三家企业股权
2011年	陕西鑫元科工贸、金顶山矿业	公司全资子公司陕西久盛矿业投资管理有限公司收购控股股东中国黄金集团公司持有的陕西鑫元科工贸股份有限公司69.09%的股权。 公司控股子公司河北金厂峪矿业有限责任公司拟以1.45亿元收购迁西县金顶山矿业有限公司的采矿权和采区固定资产。
2012年	金渠股份、金福黄金矿业	公司以持有的中原冶炼厂24%的股份，与金渠集团所持有的金渠股份51%的股份进行置换。 公司收购自然人刘新民持有的托里县金福黄金矿业有限责任公司51%股权。
2013年	托里金福、鑫达矿业	公司受让乌鲁木齐浩瀚精诚矿业有限公司持有的托里金福44%股权；托里金福受让刘新民、乌鲁木齐浩瀚精诚矿业有限公司界外资源；托里金福收购托里县鑫达矿业有限责任公司100%股权。
2015年	凌源日兴矿业	中金黄金股份有限公司拟以协议转让方式，收购中国黄金集团公司和中国黄金集团辽宁有限公司持有的凌源日兴矿业有限公司100%的股权。
2019年	新民金矿	收购阜新新民金矿有限责任公司100%股权。

年份	资产名称	资源扩充过程
2020年	内蒙古矿业、中原黄金冶炼厂	收购内蒙古矿业有限公司90%股权、河南中原黄金冶炼厂60.98%股权。
2022年	西和矿业	收购中国黄金集团西和矿业有限公司90%股权。
2023年	纱岭金矿	收购莱州中金黄金矿业有限公司100%股权，间接持有纱岭金矿44%股权

资料来源：公司官网、公司年报、开源证券研究所

公司控股股东为中国黄金集团，实控人为国资委。截至2023Q3，公司控股股东为中国黄金集团有限公司，直接持有公司45.84%的股份，股权集中、稳定，实控人为国务院国资委。截至2023H1，公司拥有31家控股子公司，其中27家矿业采选企业，4家冶炼企业。

图1：公司实控人为国务院国资委



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至2023Q3）

## 1.2、金铜业务双轮驱动，经营业绩持续向好

2022年公司实现营业收入571.51亿元，同比增长1.87%；实现归母净利润21.17亿元，同比增长24.7%。2018-2022年营收年复合增长率13.5%，归母净利润年复合增长率81.3%，经营业绩持续向好。2023Q1-3实现归母净利润20.72亿元，同比增长32.50%，主要原因在于上半年金价上涨、公司成本费用控制以及冶炼金、矿山铜、电解铜产量的同比上涨。

图2：2023Q1-3 公司营业收入同比增长 13.78%

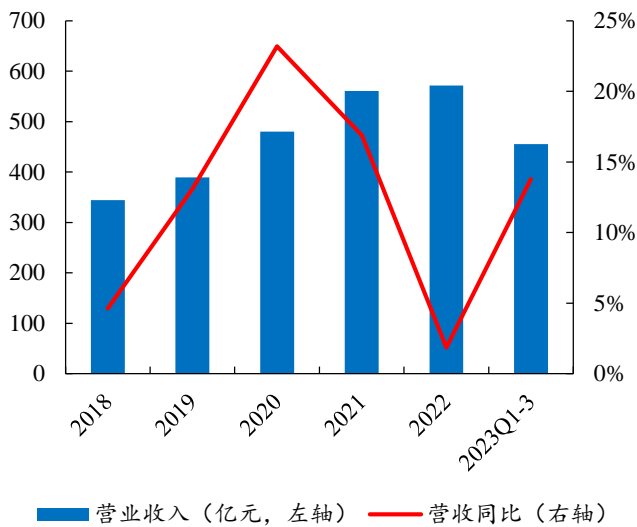
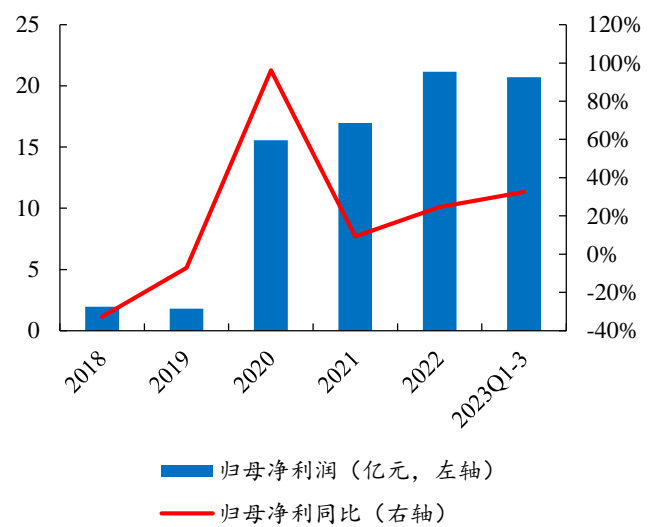


图3：2023Q1-3 公司归母净利润同比增长 32.50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**金、铜业务贡献主要利润，业绩更加稳定。**公司主要产品有矿产金、冶炼金、矿山铜、电解铜，2016 年之前，公司由黄金业务贡献主要营收和利润，2016 年之后，随着收购内蒙古矿业，铜产品业务营收和毛利占比逐渐增大。2022 年，公司黄金、铜产品业务分别贡献营收的 65.16%、47.86%(存在内部抵消导致两者总和大于 100%)，分别贡献毛利润的 41.44%、38.98%，公司业绩金、铜双驱，业绩实现能力更加稳定。

图4：公司铜产品营收增长较为稳定（单位：亿元）

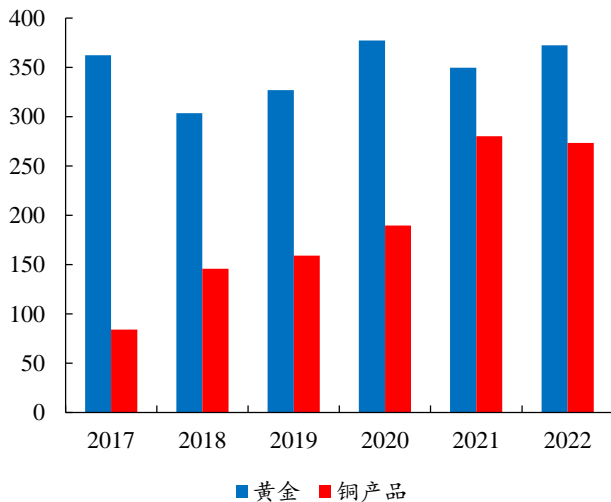
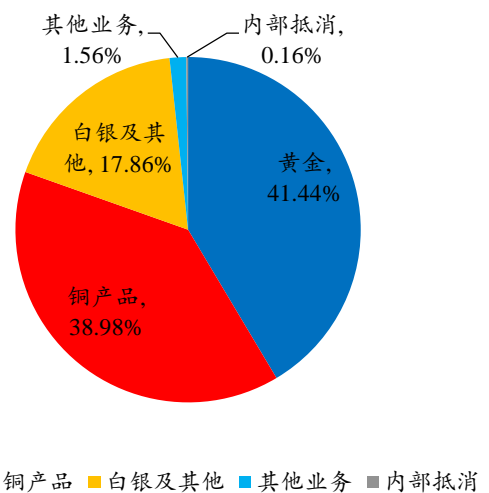


图5：2022 年黄金贡献主要毛利



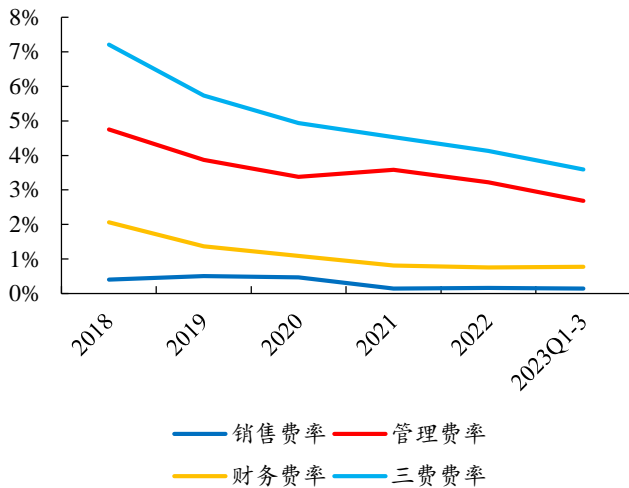
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**降本增效效果显著，三费率显著下降。**公司将成本管控作为一项长期的重点任务，努力优化“五率”、降低“五费”，大力推行提质增效。2022 年公司销售费率 0.16%，同比增加 0.02pct，主要是部分企业销售服务费增加；管理费率为 3.22%、同比下降 0.36pct，财务费率 0.75%，同比下降 0.06pct；三费率 4.13%，同比下降 0.40pct。近年三费率持续下降，2023Q1-3 公司三费率维持下降趋势，同行业相比，费用管控精细。

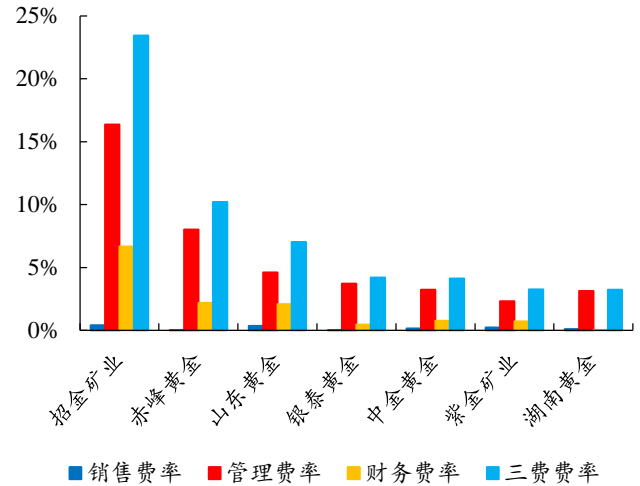


图6：三费率持续降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

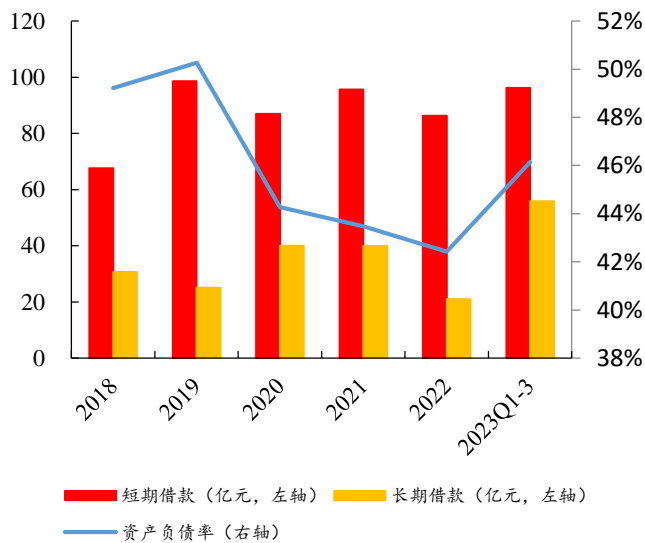
图7：公司在同行业中费用管控精细



数据来源：Wind、开源证券研究所（2022年数据）

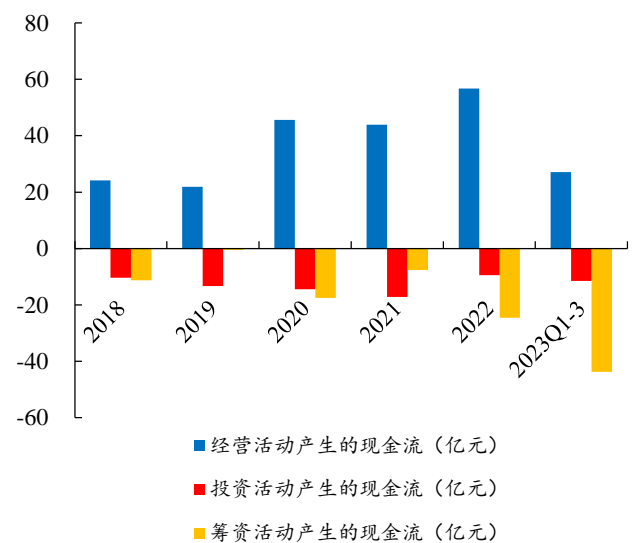
**公司资本结构稳健，资产负债率逐年下降。**公司贷款以短期借款为主，2020年公司非公开发行股票募集配套资金20亿元，资产负债率大幅降低，近年由于经营性现金流的增加，贷款总额有所减少，截至2022年，公司资产负债率持续下降，2022年资产负债率为42.43%，同比下降1.05pct，公司资本结构稳健。

图8：2019-2022年资产负债率持续下降



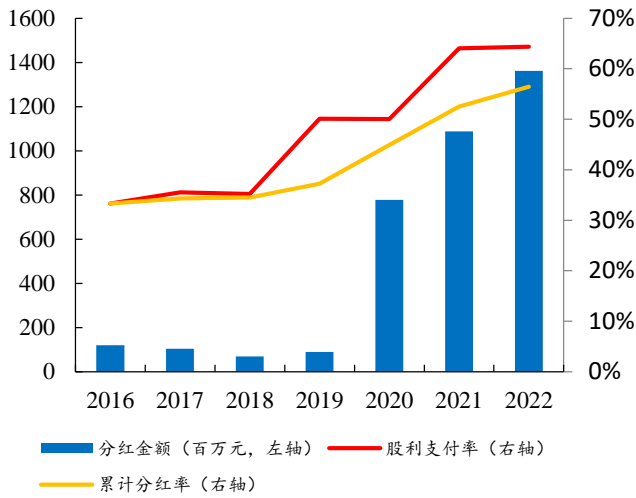
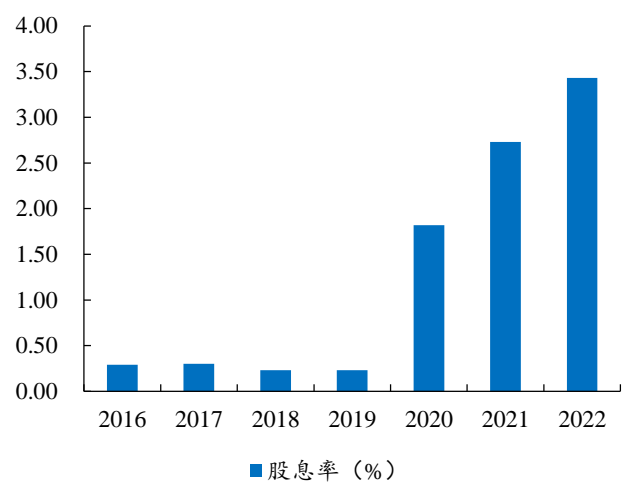
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2022年经营性现金流净额增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司股息率持续提升，凸显公司中长期投资价值。**公司自2010年开始分红回馈股东，除2015年因当年的经营活动现金流量净额低于归属于公司普通股股东的净利润无分红外，其余年份持续稳定分红，且股利支付率逐年提高。2020-2022年股利支付率分别为50.01%、64.04%、64.34%；2016年以来累计分红率56%；2020-2022年股息率达1.82%、2.73%、3.43%。

**图10：股利支付率稳定提升**

**图11：股息率 2020-2022 年增加明显**


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：累计分红率为 2016 年以来）

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、黄金储量丰富，探矿增储+集团注资，未来可期

### 2.1、黄金储量丰富，矿产金产量稳定

**黄金储量丰富，矿山品位较高。**根据 2022 年年报，公司下属有 30 座产金矿山，在产矿山 24 座，地理位置分布较为广泛；年产金量 1 吨以上的矿山有 9 座，品位在 3.0 克/吨以上的矿山有 19 座，矿山品位较高；2023H1 公司收购莱州中金，资源储量得到大幅提升，共计保有金金属量 891 吨，资源储量在同行业中位于前列。

**表2：公司主要黄金矿山 2022 年资源及产量情况**

矿山名称	资源量 (吨)	储量 (吨)	品位 (克/吨)	年产量 (吨)	资源剩余可开采年限 (年)
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	8.32	1.53	10.7	0.78	4
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	24.04	9.52	3.91	1.96	11
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	5.52	1.26	9.47	0.76	5
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	33.19	2.16	3.27	1.02	5
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	23.64	5.35	2.28	1.50	10
中国黄金集团石湖矿业有限公司	8.49	3.14	4.44	0.31	20
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	17.21	4.52	7.69	0.54	22
河北金厂峪矿业有限责任公司	16.34	4.69	2.2	0.31	10
河北东梁黄金矿业有限责任公司	5.42	0.88	1.86	0.51	14
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	14.77	2.63	3.14	0.47	5
河南金源黄金矿业有限责任公司	44.66	8.57	2.56	1.17	25
嵩县金牛有限责任公司	61.17	10.60	1.83	1.24	21
嵩县前河矿业有限责任公司	6.48	2.47	3.37	0.43	10
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	3.45	0.45	3.69	0.57	2
河南金渠黄金股份有限公司	5.57	1.00	7.16	0.47	3
陕西太白黄金矿业有限责任公司	25.43	2.19	4.03	1.21	3
陕西略阳铀厂金矿	5.78	0.06	13.06	0.14	20



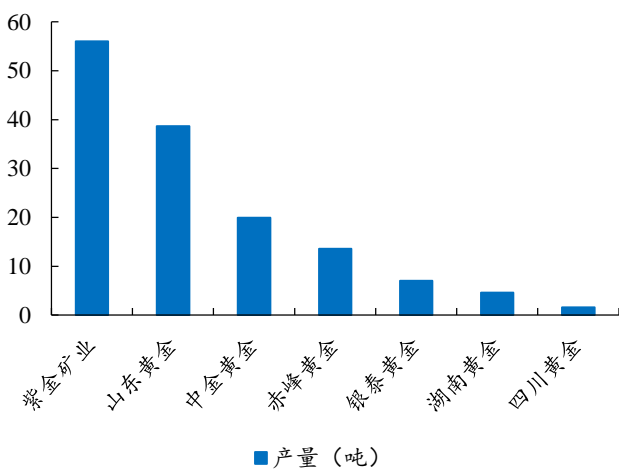
矿山名称	资源量(吨)	储量(吨)	品位(克/吨)	年产量(吨)	资源剩余可采年限(年)
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	14.67	6.48	2.52	0.32	17
潼关中金黄金矿业有限责任公司	0.49		8.12	0.11	停产
陕西鑫元科工贸股份有限公司	8.37		15.26	0.55	采矿证过期
甘肃省天水李子金矿有限公司	5.63	0.03	7.66	1.10	10
湖北三鑫金铜股份有限公司	34.97	12.63	1.79	1.52	12
湖北鸡笼山黄金矿业有限责任公司	0.99	0.85	0.82	0.13	5
中国黄金集团江西金山矿业有限责任公司	34.94	8.71	3.74	1.83	5
托里县金福黄金矿业有限责任公司	4.03		2.82		停产
凌源日兴矿业有限责任公司	8.77	3.41	2.51	0.56	6
安徽太平矿业有限责任公司	8.19		0.86	0.07	24
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	20.15		3.48		停产
陕西久盛矿业投资管理有限公司	43.90		3.59		停产
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	5.92		4.76		停产
吉木乃金源矿业有限责任公司	1.46		2.11		探矿企业
宜昌万子湖矿业有限责任公司	1.18		7.45		探矿企业
中国黄金集团西和矿业有限责任公司	4.19		2.54		探矿企业
<b>总计</b>	<b>507.35</b>	<b>93.12</b>		<b>19.58</b>	

数据来源：公司年报、开源证券研究所

注：表格所列矿山为主要矿山，2022年公司总产金量为19.93吨。

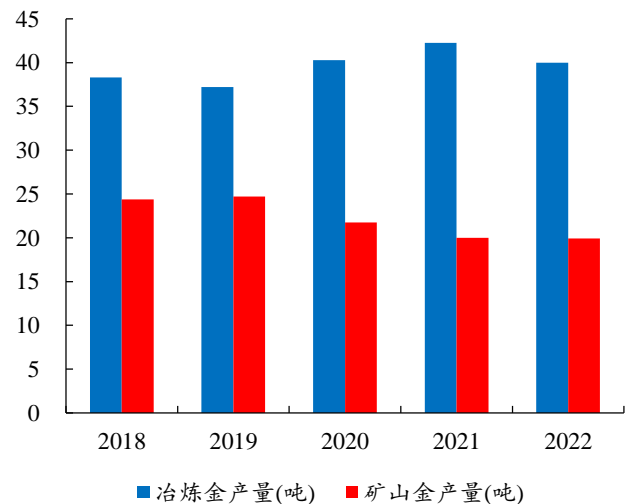
**黄金产量稳定，位于行业前列。**2022年公司矿产金产量19.93吨。受区域性政策限制和预算矿石品位影响，2018-2022年公司矿产金产量小幅下滑，近年维持在20吨左右。2022年冶炼金产量40吨，公司下设最主要冶炼厂为河南中原黄金冶炼厂，金锭年设计产能达30吨以上。2023年公司计划矿产金19.37吨，冶炼金34.22吨，精炼金45.26吨。2023H1，公司生产矿产金9.16吨、冶炼金20.50吨、精炼金32.19吨，我们预计2023年矿产金将完成全年生产计划，冶炼金和精炼金或将小幅超出计划。

图12：矿产金量位于行业前列（2022年数据）



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

图13：2018-2022年公司矿产金产量维持在20吨左右

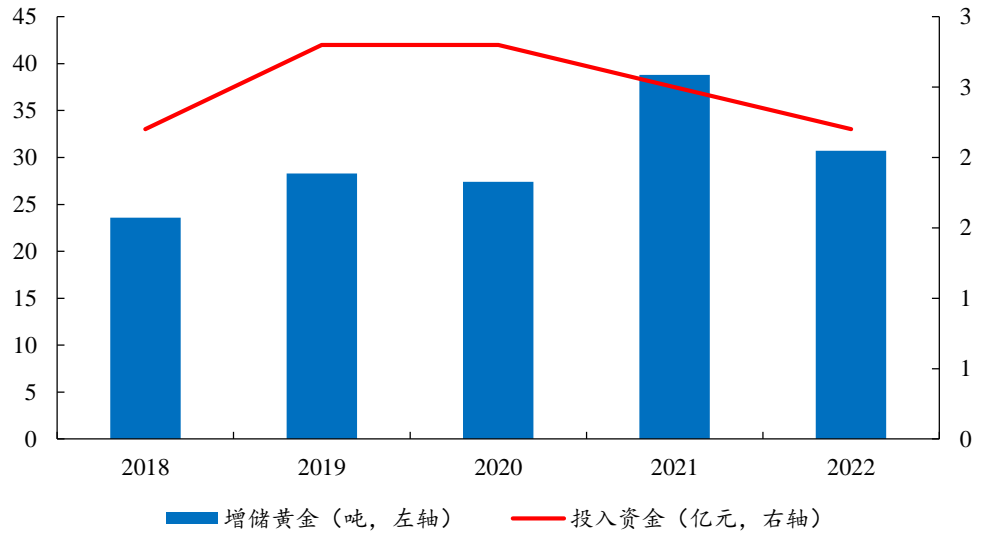


数据来源：公司年报、开源证券研究所

## 2.2、探矿增储效果显著，集团注资未来可期

探矿增储效果显著，资源保障能力持续增强。公司强化资源生命线战略，企业探矿增储成果显著，2022年地质探矿累计投入资金2.2亿元，完成坑探工程7.2千米、钻探工程21.3千米，新增金金属量30.7吨、铜金属量6244吨，**2018-2022年年均投入资金2.5亿元，年均增储黄金将近30吨**。2022年完成矿业权延续25宗，新立探矿权1宗，截至2022年底公司拥有34宗探矿权，67宗采矿权，总计涉及矿权面积97.42平方公里。

图14：2018-2022年年均增储黄金30吨



数据来源：公司年报、开源证券研究所

**集团承诺资产注入，公司持续成长可期。**公司控股股东中国黄金集团承诺，将中金黄金作为今后境内黄金资源开发业务整合和发展的唯一平台，并逐步将境内黄金资源逐步注入中金黄金。截至2022年，黄金集团遵照有关承诺，已按计划分期分批向公司注入企业28家。通过资产收购，增强了中金黄金的资源控制量及未来发展潜力，减少了与黄金集团之间的同业竞争和关联交易。2014年6月，中国黄金集团提出同业竞争解决方案：

**集团待注入企业主要有两类：第一类为资源前景较好、盈利能力较强、权证相对规范的企业**，初步确定有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。其中凌源日兴矿业有限公司、中国黄金集团西和矿业有限公司2家已完成注入。2023H1收购了内蒙古金陶股份有限公司39%股权。集团与公司秉承“逐个完善、分步实施”的原则，在资源探明、权证规范的基础之上，成熟一家注入一家。

表3：集团拟注入的企业（截至2020年1月）

序号	企业名称	中金集团持股比例	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	49.34%	生产	否
2	凌源日兴矿业有限公司	100%	生产	是
3	吉林省吉顺矿产投资有限公司	100%	矿山基建期	否

序号	企业名称	中金集团持股比例	所处阶段	是否已注入中金黄金
4	贺州市金琪矿业有限责任公司	100%	生产	否
5	成县二郎黄金开发有限公司	80%	探矿	否
6	中国黄金集团西和矿业有限责任公司	90%	探矿	是

资料来源：公司公告、开源证券研究所

第二类为公司委托黄金集团孵化，待条件成熟后再行注入的企业。该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，待满足一定条件（在产企业净资产收益率不低于中金黄金上年水平、或非在产企业财务内部收益率不低于10%）并权证规范后12个月内启动注入公司，此类公司有19家（莱州中金于2023年完成资产注入），截至2020年1月已有10家进入生产期。

表4：集团孵化的企业（截至2020年1月）

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
<b>中国黄金集团直接控制的企业</b>						
1	中国黄金集团中原矿业有限责任公司	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	85.10%	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责任公司	2013年	300	100%	金矿采选	基建期
<b>中国黄金集团间接控制的企业</b>						
1	贵州锦丰矿业有限责任公司	2002年	3500万美元	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	河北大太阳金矿有限公司	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责任公司	2011年	500	100%	金矿采选	探矿期
6	会同县鑫发矿业有限责任公司	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	6717	100%	金矿采选	探矿期
11	凤城市瑞锦矿业有限责任公司	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责任公司	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：公司公告、开源证券研究所（注：莱州中金于2023年完成资产注入）

此外为避免同业竞争，对于资源已近枯竭、经营状况不良或权证难以规范的企业，在取得公司同意后，黄金集团将尽快剥离退出，此类企业有14家。

表5：集团拟退出的企业（截至2020年1月）

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责任公司	中国黄金集团有限公司	金矿采选

序号	企业名称	控股股东	主营业务
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	西峡金泰矿业有限责任公司	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：公司公告、开源证券研究所

### 2.2.1、集团注资纱岭金矿，满产金首期 11 吨左右

**集团注资纱岭金矿，资源储量得到提升。**公司出资 48.6 亿元收购集团下属莱州中金矿业，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。纱岭金矿矿区位于焦家断裂带的中段西部，矿区范围 6.621 平方千米。根据 2017 年《山东省莱州市纱岭矿区金矿资源储量核实报告》，**纱岭金矿查明金金属量 372.06 吨，平均品位 2.77 克/吨。**其中，工业金矿矿石量 8997.08 万吨，金金属量 309.06 吨，平均品位 3.44 克/吨；另有低品位矿石量 4414.27 万吨，金金属量 63 吨，平均品位 1.43 克/吨。

根据《莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿建设工程初步设计说明书》，矿山建设期为 4.5 年，自 2019 年 7 月开工，**预计 2025 年 6 月完工。**矿山生产分为首期和后期，首期生产开采-1400m 以上，可采矿石储量 5438.08 万吨，金金属量 183.38 吨，平均品位 3.37 克/吨，生产规模为 396 万吨/年；后期开采-1400m 以下，可采矿石储量 2375.25 万吨，金金属量 63.43 吨，平均品位 2.67 克/吨，生产规模为 297 万吨/年；矿山设计试产期 2 年，第一年产能为 25%，第二年产能为 75%，矿山服务年限 24.62 年，**全部达产后首期年产量预计 11 吨左右。**2022 年 5 月，纱岭金矿主井落底成井，创下亚洲竖井一次性掘砌成井最深纪录。截至 2023 年 6 月 15 日，收购议案已通过股东大会表决。

**表6：纱岭金矿金属资源储量**

	分类编码	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	平均品位 (克/吨)
工业矿	111b	540.83	22.00	4.07
	122b	2383.15	80.10	3.36
	333	6073.10	206.96	3.41
小计	-	8997.08	309.06	3.44
低品位矿	331	119.93	1.51	1.26
	332	293.60	3.82	1.30
	333	4000.73	57.67	1.44
小计	-	4414.27	63.00	1.43
合计		13411.35	372.06	2.77
伴生矿	银		232.02	

分类编码	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	平均品位 (克/吨)
硫		42201	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.2.2、内蒙古金陶矿业 2023 年预计产金 1.4 吨左右

内蒙古金陶股份有限公司成立于 1997 年，位于内蒙古自治区赤峰敖汉旗，2023 年一季度公司收购内蒙古金陶股份有限公司 39% 股权，此外中金集团持有 49.34% 股权，后续时机成熟或将收购集团股权。

内蒙古金陶股份下属有两座金矿，分别为金厂沟梁金矿和二道沟金矿，均为在产矿山，共计剩余资源储量 171.4 万吨，剩余金金属量 15.2 吨，设计采选产能 43.5 万吨/年，2023 年计划产金量 1.4 吨左右。

表7：内蒙古金陶股份下属矿山

	剩余资源储量矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	设计采选产能 (万吨/年)	2023 年计划产金量 (吨)	剩余服务年限
金厂沟梁金矿	94.9	11.2	27.0	1.09	4 年
二道沟金矿	76.5	4	16.5	0.34	5 年
合计	171.4	15.2	43.5	1.43	-

数据来源：内蒙古金陶矿山建设计划、开源证券研究所

### 2.2.3、贵州锦丰矿业有限公司年产金 4 吨左右

贵州锦丰矿业有限公司成立于 2002 年 7 月，位于贵州省黔西南布依族苗族自治州，拥有锦丰金矿采矿权。中国黄金集团持有 9.65% 股权。

锦丰金矿设计处理矿石量为 120 万吨/年，采用浮选、生物预氧化及炭浸工艺选矿，日处理金精矿 790 吨，年产合质金 4 吨左右。矿山设计开采工艺为露天+井工，露天开采阶段已结束，原矿开采全部转入井工开采。根据中金集团 2023 年债券跟踪评级报告，截至 2022 年底，矿山保有金金属资源量约 50.20 吨。

### 2.2.4、云南黄金有限责任公司年产金 1.5 吨左右

云南黄金有限责任公司成立于 2004 年，位于云南省普洱市，中国黄金集团间接持有 35% 股权，为控股股东，后续注入公司概率较大。下属共有镇沅和新平两个分公司。拥有采矿权 2 个，采矿权面积分别为 3.25 平方公里和 0.97 平方公里；探矿权 1 个：新平县联合地区探矿权面积为 4.71 平方公里。

**镇沅金矿采矿权：**截至 2020 年 12 月 31 日，矿区保有资源储量（工业矿+低品位矿）矿石量 1191.24 万吨，金金属量 44381.00 千克，金品位 3.73 克/吨；333 可信度系数 0.7；采矿回采率为露天 95%、地下 85.16%，矿石贫化率为露天 5%、地下 15.81%，选矿回收率为 79.97%；评估基准日剩余可采储量 860.67 万吨，金金属量 40347.95 千克，平均金品位 4.01 克/吨；生产规模 66 万吨/年；年产金量 1.5 吨左右。

**新平县库独木金矿采矿权：**截至 2020 年 12 月 31 日，矿区保有资源储量（工业矿+低品位矿）131.30 万吨，金金属量 2862.00 千克，平均金品位 2.18 克/吨。（333）类资源量可信度系数 0.7，采矿回采率：露天 95%、地下 85.50%，矿石贫化率：露天 5%、地下 11.60%。评估利用可采储量矿石量 61 万吨，金金属量 1466.99 千克，平均品位 2.41g/t；生产规模 3.0 万吨/年，年产金量 0.04 吨左右。



### 2.2.5、河北大白阳金矿有限公司年产金量 0.6 吨左右

河北大白阳金矿有限公司成立于 1984 年，位于河北省张家口市宣化区，拥有韩家沟采矿权，矿区面积 8.6304 平方公里，中国黄金集团间接控股 80%，后续注入公司概率较大。

截至 2021 年 12 月 31 日，采矿权范围内保有金矿工业矿矿石量 181.9 万吨，金金属量 9464 千克，银金属量 19565 千克，平均品位 Au 5.20g/t, Ag 10.75g/t; 保有低品位矿石量 28.7 万吨，金金属量 583 千克，银金属量 1333 千克，平均品位 Au 2.03g/t, Ag 4.64g/t。生产规模 20 万吨/年；地下开采；回采率 85%，废石混入率 25%，金选冶回收率 86.79%，银选冶回收率 40%，年产金量 0.6 吨左右。

### 2.3、公司冶炼产能盈利贡献能力优异

2020 年 5 月，中金黄金完成发行 7.07 亿股股份购买资产，支付对价 47.07 亿元向其他股东购买其所持中原冶炼厂 60.98% 股权，中原冶炼厂自此重新成为中金黄金全资子公司。公司大部分黄金精炼业务由中原冶炼厂统一冶炼。**2022 年实现 5.4 亿元净利润，2020-2022 年复合增长率 10.7%。**

**科技创新促发展。**中原冶炼厂拥有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。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，2022 年中原冶炼厂完成了大型 MES 系统建设，Lims 实验室信息管理系统也已投入使用。

**表8：中原冶炼厂设计产能**

项目	设计产能
铜金精矿处理	150 万吨
A 级铜	34.93 万吨
金锭	33.82 吨
银锭	360 吨
硫酸	129 万吨
粗硫酸镍	962.31 吨
精硒	80.26 吨
白烟尘	2.52 万吨

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 3、铜钼业务增厚利润，内蒙古矿业盈利贡献能力强劲

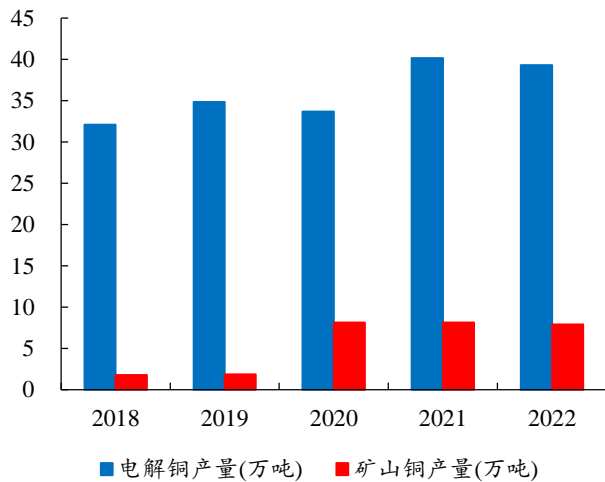
**铜产量和毛利稳定增长，钼精矿增厚利润。**截至到 2022 年底，公司拥有 4 座铜矿山，1 座钼矿山，合计持有铜资源量 225.7 万吨，储量 53.1 万吨，钼资源量 47.0 万吨，储量 6.1 万吨，内蒙古矿业下属矿山贡献 86% 的铜资源量和 75% 的铜储量。公司铜产品包括矿山铜和电解铜，2022 年，公司矿山铜产量 7.93 万吨，电解铜产量 39.31 万吨，分别贡献毛利 23.79 亿元、2.3 亿元，矿山铜产量和毛利稳定增长。2022 年公司生产钼精矿 6156 吨，在钼价上行周期，增厚公司利润。



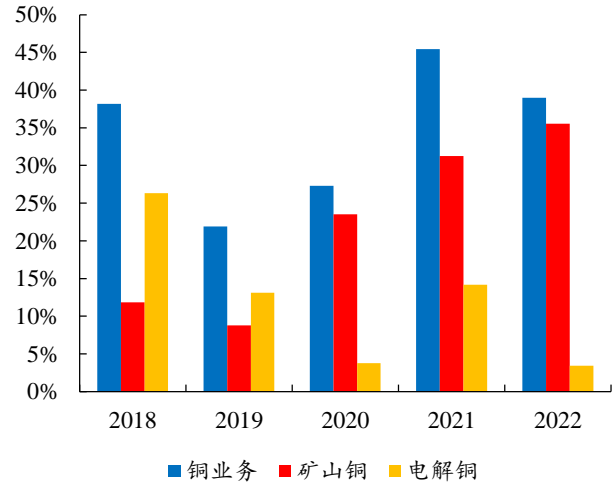
**表9：公司下属铜、钼矿山 2022 年资源及产量情况**

矿山名称	主要品种	资源量 (万吨)	储量 (万吨)	品位 (克/吨)	年产量 (吨)	资源剩余可开采年限
湖北三鑫金铜股份有限公司	铜	30.53	12.44	1.76%	14808	12
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	铜	0.92	0.75	0.73%	1200	5
安徽太平矿业有限公司	铁	2730.11	942.20	47.50%	97323	24
	铜	3.27		0.62%		
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钼	46.96	6.07	0.04%	6156	26
	铜	190.98	39.93	0.26%	62006	
合计	铜	225.70	53.12		78014	
	钼	46.96	6.07		6156	
	铁	2730.11	942.20		97323	

数据来源：公司年报、开源证券研究所

**图15：2022 年，公司矿山铜产量 7.93 万吨，电解铜产量 39.31 万吨**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图16：2019-2022 年，公司矿山铜毛利占比稳步提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**内蒙古矿业盈利强劲，工程项目增加产能。**公司 2020 年收购内蒙古矿业有限公司 90% 股权，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。**2022 年内蒙古矿业矿山铜产量 6.2 万吨，占公司矿山铜产量 78.2%，钼产量 6156 吨，超额完成矿业权口径净利润、技术性无形资产组收入的业绩承诺，分别实现 14.7 亿元、0.4 亿元，净利润同比增长 26.08%，**2020-2022 年复合增长率 43.57%。**

公司开展两大重要工程建设项目，安徽太平前常铜铁矿改扩建项目预计 2023 年年底投产，带来 99 万吨/年的采选产能，其中铁精矿 57 万吨/年，铜精矿 0.5 万吨/年；内蒙古矿业公司深部资源开采技改项目，运输方式由汽车运输改为胶带运输，目前胶带运输系统运行良好，达到预期效果。

**表10：2022年铜矿工程建设项目**

项目名称	项目金额 (亿元)	资金来源	项目进度	本年度投入 金额 (亿元)	累计实际 投入金额 (亿元)	预计收益 (亿元)	项目收益 情况 (亿 元)	未达到计划 进度和收益 的原因
安徽太平前常 铜铁矿改扩建 项目	7.5	自有资金为 30%，贷款 70%。	已完成回风井延深工 程掘支、-480 米中段 主运输巷工程、措施井 工程； 2 号主井程、 -840 米中段排水系统 工程接近收尾，盲罐笼 井工程进度过半。	0.4	8.1	1.8	0	项目正在建 设中，尚未产 生收益
内蒙古矿业公 司深部资源开 采项目	7.5	企业自筹	完成粗碎站建安工程、 皮带廊、转运站等项目 一期建设内容，并已投 入生产使用；项目新建 排土场正在有序推进 中。	0.2	2	12.9	0.2	目前收益为 项目一期年 度收益；项目 设计服务年 限 24 年，其 他工程正按 计划实施。

资料来源：公司年报、开源证券研究所

#### 4、国企改革进行时，释放经济发展新活力

**建立市场化选人用人机制。**公司全面落实国有企业改革三年行动总体要求，建立市场化选人用人机制，按照“总体水平看业绩、个人收入看贡献、突出业绩有奖励”的核心导向，全面实行经理层成员任期制和契约化管理。2021年中国黄金集团总部11个职能部门22名副总经理以上岗位全部实行公开竞聘和社会招聘，2022年6月深化集团总部7个部门副总经理以上岗位和36个处级岗位的公开竞聘。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竞聘。

**改变传统薪酬分配机制，实施股权激励。**公司逐步完善市场化分配机制，建立起与绩效和贡献挂钩、短期激励与长期激励结合的薪酬激励机制。2019年12月发布了《第一期股票期权激励计划（草案）》，后续经过调整，计划授予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245名激励对象3327.56万份股票期权，充分调动各类人员积极性和创造性，推动企业实现高质量发展。

##### 授予的股票期权行权的业绩条件：

- (1) 年度公司 ROE 不低于 2.30%，且不低于对标企业 75 分位；
- (2) 2022/2021/2020 年度公司营业利润相对于 2020/2019/2018 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；
- (3) 年度公司  $\Delta EVA > 0$ 。

## 5、盈利预测、估值与投资建议

### 5.1、盈利预测与业务拆分

公司盈利预测基于以下几点关键假设：

**(1) 黄金业务。价格：**2024年美国有望开启降息周期，黄金价格有望实现进一步上涨。我们假设2023-2025年黄金平均价格分别为452、497、497元/克。**产量：**考虑到2023年上半年河北片区部分矿山停产对产量造成影响，2024-2025集团有望将内蒙古金陶有限责任公司、贵州锦丰矿业有限公司、云南黄金有限责任公司、河北大白阳金矿有限公司下属矿山资产注入公司，公司产金量或将有所增长。我们假设2023-2025年公司年产金量分别为20.0、21.0、24.0吨左右，冶炼金维持在34.0吨，精炼金维持在45.0吨左右。

**(2) 铜业务。价格：**铜行业下游新需求增长强劲，叠加供给侧收紧，支撑铜价进一步上涨。我们假设2023-2025年铜平均价格分别为68850、71604、78764元/吨。**产量：**我们假设公司2023-2025年年产铜矿分别为8.0、8.1、8.2万吨，电解铜产量维持在40万吨左右。

**(3) 钼业务。价格：**钼格有望震荡运行。我们假设2023-2025年钼平均价格分别为19.0、21.0、22.0万元/吨。**产量：**我们假设公司2023-2025年年产钼精矿均为0.65万吨。

表11：分业务收入预测

单位：百万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
黄金	收入	34978.22	37239.70	39119.52	42464.86	43732.72
	成本	32599.34	34466.37	34208.55	38808.52	40584.78
	毛利	2378.88	2773.34	4910.97	3656.34	3147.94
	毛利率	6.8%	7.4%	12.6%	8.6%	7.2%
矿山铜	收入	3598.56	4168.19	4681.8	5033.4	5656.4
	成本	1585.17	1789.24	1839.9	1914.0	1991.2
	毛利	2013.39	2378.95	2841.9	3119.4	3665.3
	毛利率	55.9%	57.1%	60.7%	62.0%	64.8%
电解铜	收入	23949.56	22496.87	22823.65	24918.05	28002.17
	成本	23505.73	22955.13	22364.47	22708.54	24082.41
	毛利	914.84	229.85	459.2	2209.5	3919.8
	毛利率	3.8%	1.0%	2.0%	8.9%	14.0%
其他业务及其他主营业务	收入	4864.47	5350.59	5892.20	6145.25	6353.58
	成本	3255.24	3363.18	4340.45	4465.75	4550.45
	毛利	1609.23	1987.41	1551.75	1679.50	1803.14
	毛利率	33%	37%	26%	27%	28%
内部抵消	收入	-11288.31	-12104.40	-13860.38	-15630.96	-17766.91
	成本	-11288.31	-12115.19	-11972.99	-13582.98	-14204.67
	毛利	-	-	-	-	-
	毛利率	-	-	-	-	-
合计	收入	56102.5	57150.95	58656.8	62930.7	65978.0

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成本	49657.17	50458.73	50780.3	54313.8	57004.1
毛利	6445.33	6692.22	7876.4	8616.8	8973.9
毛利率	11%	12%	13%	14%	14%

数据来源：Wind、开源证券研究所

综上所述我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 586.57、629.31、659.78 亿元，同比增速分别为 2.6%、7.3%、4.8%；归母净利润分别为 29.03、33.19、35.10 亿元，同比增速分别为 37.1%、14.4%、5.7%。

## 5.2、估值分析与投资建议

我们选取主营业务同样为黄金开采和冶炼的山东黄金、紫金矿业、银泰黄金、赤峰黄金四家 A 股上市公司作为可比公司，以 2024 年 1 月 17 日股价为基准，同业可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 27.9、20.8、17.2 倍，中金黄金 PE 为 14.9、13.1、12.3 倍，公司估值低于可比公司均值。

综上，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 29.03、33.19、35.10 亿元，EPS 分别为 0.60、0.68、0.72 元；对应 2024 年 1 月 17 日收盘价的 PE 分别为 14.9、13.1、12.3 倍，考虑到公司收购纱岭金矿带来黄金储量和产量的提升，金铜双业务驱动业绩更加稳定，探矿增储及集团注资潜力较大，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：可比公司估值分析

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600547.SH	山东黄金	21.10	0.20	0.47	0.64	0.86	105.5	45.1	33.0	24.6
601899.SH	紫金矿业	11.70	0.76	0.87	1.05	1.29	15.4	13.4	11.1	9.1
000975.SZ	银泰黄金	13.91	0.41	0.55	0.68	0.72	34.3	25.5	20.6	19.2
600988.SH	赤峰黄金	13.40	0.27	0.49	0.73	0.85	49.6	27.3	18.4	15.8
可比公司平均 PE							51.2	27.9	20.8	17.2
600489.SH	中金黄金	8.94	0.44	0.60	0.68	0.72	20.5	14.9	13.1	12.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至时间：2024 年 1 月 17 日）

注：山东黄金、银泰黄金盈利数据来自于开源证券研究所预测，其他可比公司盈利数据来自于 Wind 一致预期

## 6、风险提示

(1) 探矿增储不及预期。公司每年会投入大量资金用于探矿增储，若结果不及预期则会对可持续发展产生影响。

(2) 集团资产注入不及预期。中国黄金集团有较多金矿资源，若因为权属等问题使得资产注入不及预期，将会影响公司黄金产销量。

(3) 美联储货币政策波动风险。美联储货币政策间接影响金价，如美联储降息预期延后，将会影响金价上行，对公司利润产生影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	20997	22940	23901	25710	26552
现金	7528	9862	10122	10859	11385
应收票据及应收账款	109	61	0	0	0
其他应收款	612	551	643	638	705
预付账款	630	566	662	655	726
存货	12046	11621	12196	13279	13458
其他流动资产	72	278	278	278	278
<b>非流动资产</b>	26634	25703	24533	24226	23168
长期投资	872	896	974	1053	1135
固定资产	15465	15145	14491	14595	14152
无形资产	4705	4508	4442	4401	4207
其他非流动资产	5592	5154	4626	4177	3675
<b>资产总计</b>	47631	48642	48434	49936	49720
<b>流动负债</b>	15384	17253	15559	14796	12236
短期借款	9568	8629	12777	11888	9330
应付票据及应付账款	2917	3071	0	0	0
其他流动负债	2899	5552	2782	2908	2906
<b>非流动负债</b>	5325	3387	2803	2334	1760
长期借款	3994	2100	1516	1047	473
其他非流动负债	1331	1287	1287	1287	1287
<b>负债合计</b>	20709	20639	18362	17130	13996
少数股东权益	2078	2128	2656	3244	3874
股本	4847	4847	4847	4847	4847
资本公积	9181	9175	9175	9175	9175
留存收益	9909	10939	12768	14476	16222
<b>归属母公司股东权益</b>	24844	25875	27415	29562	31850
<b>负债和股东权益</b>	47631	48642	48434	49936	49720

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	4389	5677	1900	5243	6093
净利润	1959	2501	3431	3907	4140
折旧摊销	2316	2219	1907	2006	2117
财务费用	452	431	405	392	267
投资损失	-72	-166	-88	-114	-110
营运资金变动	-548	496	-3705	-904	-281
其他经营现金流	282	197	-49	-44	-40
<b>投资活动现金流</b>	-1715	-947	-632	-1582	-947
资本支出	1283	1122	659	1619	978
长期投资	-464	103	-78	-79	-81
其他投资现金流	31	72	105	117	112
<b>筹资活动现金流</b>	-769	-2454	-5156	-2035	-2063
短期借款	872	-939	4148	-889	-2558
长期借款	-5	-1895	-583	-470	-574
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	-6	0	0	0
其他筹资现金流	-1640	386	-8721	-676	1069
<b>现金净增加额</b>	1860	2260	-3888	1627	3084

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	56102	57151	58657	62931	65978
营业成本	49657	50459	50780	54314	57004
营业税金及附加	620	771	701	749	798
营业费用	79	89	87	94	99
管理费用	2010	1843	1760	1888	1979
研发费用	631	660	669	722	755
财务费用	452	431	405	392	267
资产减值损失	-111	-84	0	0	0
其他收益	73	86	54	63	69
公允价值变动收益	19	-36	9	-8	-4
投资净收益	72	166	88	114	110
资产处置收益	1	5	8	11	6
<b>营业利润</b>	2724	3020	4445	4992	5294
营业外收入	62	135	116	103	104
营业外支出	254	107	225	194	195
<b>利润总额</b>	2533	3048	4337	4900	5204
所得税	574	547	906	993	1064
<b>净利润</b>	1959	2501	3431	3907	4140
少数股东损益	261	384	528	588	630
<b>归属母公司净利润</b>	1698	2117	2903	3319	3510
EBITDA	5467	5632	6655	7385	7659
EPS(元)	0.35	0.44	0.60	0.68	0.72

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.9	1.9	2.6	7.3	4.8
营业利润(%)	8.9	10.8	47.2	12.3	6.1
归属于母公司净利润(%)	9.2	24.7	37.1	14.4	5.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.5	11.7	13.4	13.7	13.6
净利率(%)	3.0	3.7	4.9	5.3	5.3
ROE(%)	7.3	8.9	11.4	11.9	11.6
ROIC(%)	6.2	7.0	8.8	9.9	10.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	43.5	42.4	37.9	34.3	28.1
净负债比率(%)	26.8	15.9	16.4	8.7	-2.3
流动比率	1.4	1.3	1.5	1.7	2.2
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	210.6	699.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	16.8	17.7	34.2	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.44	0.60	0.68	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.17	0.39	1.08	1.26
每股净资产(最新摊薄)	5.13	5.34	5.66	6.10	6.57
<b>估值比率</b>					
P/E	25.5	20.5	14.9	13.1	12.3
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.6	8.9	7.7	6.7	6.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn