

# 中金黄金 (600489.SH)

## 买入(首次评级)

当前价格: 8.75 元  
 目标价格: 12.3 元

### 老牌黄金企业业绩高增，资源注入仍有潜力

#### 投资要点:

➤ **背靠央企黄金集团，资源增长有潜力。** 优质黄金资源不断注入，公司旗下主要控股参股公司保有资源储量金金属量 891吨（权益量547吨），位列国内黄金企业第三位，另有铜金属量 226 万吨，钼金属量 46.96 万吨；公司为中国黄金集团境内黄金资源业务的唯一上市平台，根据集团作出的非竞争承诺，黄金资源有望持续注入，资源增长远景仍可期。

➤ **黄金产业链完备，资源和产能持续扩张。** 截止2022年，公司在产黄金矿山有24座，其中9座矿山年金产量超过1吨，矿产金产量常年在20吨以上。2023年完成纱岭金矿44%股权收购，规划黄金产能11吨/年；同时，收购内蒙古金陶39%股权，与集团公司合计持有88.34%，内蒙古金陶为在产矿山，年产量接近2吨/年。

➤ **黄金价格有支撑，低估黄金标的拥有业绩弹性。** 美联储加息尾声叠加避险需求，黄金长线趋势不改，价格仍有支撑。公司黄金产量及资源储量位列国内第三和第四位，市值产量比和市值资源量比处于上市公司相对低位，黄金低估个股，在价格上行周期中业绩弹性更高。

➤ **产品多元发展，铜钼助力业绩腾飞。** 2022年公司矿山铜产量 7.93万吨、电解铜39.31万吨，钼6,156吨，铜钼价格上行赋能公司业绩增长；内蒙古矿业为公司主要铜钼资产，产量和成本稳定，2022年实现净利润14.76亿元，同比增长26.1%，以90%权益测算贡献公司归母净利润占比62.7%，2023H1实现净利润12.16亿元，同比继续增加37.5%，公司利润连创新高。

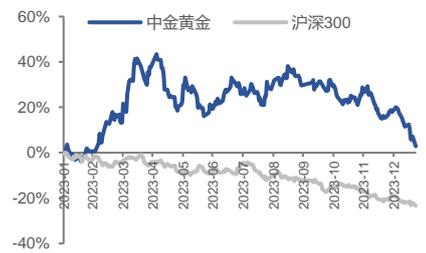
➤ **盈利预测与投资建议：** 预计公司2023-2025年归母净利润为28.5/34.5/37.0亿元，对应当前股本EPS为0.59/0.71/0.76元/股，对应1月23日收盘价PE为15/12/12倍，低于行业平均水平，2024年给予公司行业平均17XPE估值，对应目标价格12.3元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：** 金属价格不及预期；资产注入不及预期的风险；矿产资源开发存在不确定性的风险

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4847/4847
总市值/流通市值 (百万元)	42414/42414
每股净资产 (元)	5.14
资产负债率 (%)	46.15
一年内最高/最低 (元)	12.11/8.12

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 王保庆  
 执业证书编号: S0210522090001  
 邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万)	56,102	57,151	60,688	63,520	65,264
增长率	17%	2%	6%	5%	3%
净利润 (百万元)	1,698	2,117	2,847	3,447	3,698
增长率	9%	25%	34%	21%	7%
EPS (元/股)	0.35	0.44	0.59	0.71	0.76
市盈率 (P/E)	25.0	20.0	14.9	12.3	11.5
市净率 (P/B)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键假设

**量：**纱岭金矿预计 2025 年 6 月建设完成，假设 2023-2025 年公司矿产金产量 18.9/20/22.5 吨；内蒙古矿业、湖南三鑫生产相对稳定，假设 2023-2025 年公司矿山铜产量 7.6/7.6/7.6 万吨，钼精矿产量维持 0.6 万吨水平。

**价：**衰退预期和央行购金避险需求支撑黄金价格，假设 2023-2025 年国内黄金价格分别为 450/480/480 元/克；国内铜价格分别为 6.8/7.0/7.5 万元/吨。

**利：**黄金产业链利润主要集中矿端，假设冶炼和精炼环节毛利相对稳定，2023-2025 年黄金板块毛利率为 7.7%/9.0%/9.7%；铜板块毛利率 9.4%/10.2%/10.9%。

### 我们区别于市场的观点

**公司矿山分散，市场担忧黄金盈利不足。**我们认为，1) 中金黄金是国内唯一一家央企控股上市黄金企业，背靠中国黄金集团资源和产量提升有较大潜力，作为为数不多黄金有增量的企业可以弥补利润担忧；2) 2023 年公司完成莱州中金 100%股权收购间接持有纱岭金矿 44%股权，纱岭金矿是大型黄金矿山，首期规划产能 11 吨/年，将部分改善公司黄金集中度，提高盈利能力；3) 铜钼价格上涨弥补公司利润，2020 年内蒙古矿业并表后带动公司业绩连创新高，2023 上半年内蒙古矿业净利润维持涨势，90%的权益贡献了公司 74.4%的利润。

### 股价上涨的催化因素

黄金/铜/钼等金属价格大涨；在建项目进展加速。

### 估值与目标

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 28.5/34.5/37.0 亿元，对应当前股本 EPS 为 0.59/0.71/0.76 元/股，对应 1 月 23 日收盘价 PE 为 15/12/12 倍。

选取黄金龙头山东黄金、标准黄金个股招金矿业、银泰资源、金铜钼资源龙头紫金矿业以及铜钼洛阳钼业、金钼股份做可比公司标的，2023-2025 年平均估值 23/17/13X，2024 年给予公司行业平均 17XPE 估值，对应目标价格 12.3 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

金属价格不及预期；资产注入不及预期的风险；矿产资源开发存在不确定性的风险

## 正文目录

1	老牌黄金龙头，业绩再创新高	5
1.1	中国黄金第一股，背靠黄金央企集团	5
1.2	资源储量丰富，产品涵盖金/铜/钨	6
1.3	量价齐升驱动业绩高增长	8
1.4	股权激励未满足行权条件，督促公司提升 ROE	10
2	黄金：低估黄金个股，资源储量有保障	10
2.1	美联储加息尾声叠加避险需求，黄金价格有支撑	10
2.2	国内黄金行业领先企业，低估黄金标的	12
2.3	完成莱州中金收购，资产注入仍有潜力	13
2.4	增资中原冶炼厂，提升冶炼能力	16
3	铜：受益价格上行，铜钨板块助力腾飞	17
3.1	供需紧平衡，铜价有支撑	17
3.2	湖北三鑫/内蒙古矿业为核心铜资产，贡献主要净利润	19
4	盈利预测	21
4.1	核心假设	21
4.2	盈利预测	21
4.3	估值及投资建议	22
5	风险提示	22

## 图表目录

图表 1:	中国黄金集团持有 45.84%	5
图表 2:	公司发展历程	5
图表 3:	公司矿产金产量/吨	6
图表 4:	公司矿产铜产量/万吨	6
图表 5:	公司精炼金产量/吨	6
图表 6:	公司电解铜产量/万吨	6
图表 7:	公司资源储量丰富但矿山分散/(金/kg、铜/t、钨/t)	7
图表 8:	公司营收持续增长/亿元	8
图表 9:	2022 年净利润创历史新高/亿元	8
图表 10:	公司分业务毛利/亿元	8
图表 11:	公司及各业务板块毛利率	8
图表 12:	三费率整体呈现下行趋势	9
图表 13:	资产负债率	9
图表 14:	2023H1 控股或参股公司净利润/亿元	9
图表 15:	计划授予的股票期权和预留期权行权的业绩条件	10
图表 16:	美债收益率与黄金价格/(%,美元/盎司)	10
图表 17:	核心 CPI 持续回落	11
图表 18:	美联储点阵图显示加息进入尾声	11
图表 19:	长短美债仍倒挂/%	12
图表 20:	消费者信心指数仍处低位	12
图表 21:	央行购金量/吨	12
图表 24:	市值产量比/(吨,亿元/吨)	13
图表 25:	市值资源量比/(吨,亿元/吨)	13
图表 26:	公司主力黄金矿山 2022 年产量/吨	13
图表 27:	纱岭金矿矿山情况	14

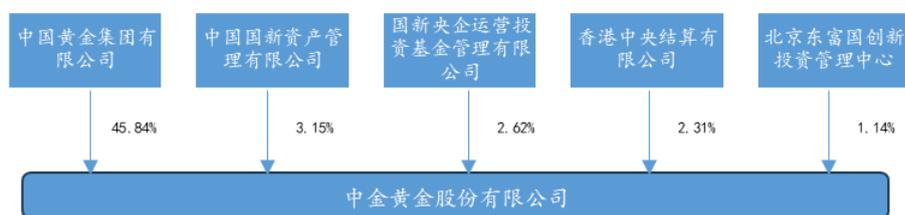
图表 28: 内蒙古金陶主力矿山 .....	15
图表 29: 拟注入上市公司企业 .....	15
图表 30: 承诺解决同业竞争注入企业 (截止 2019 年) .....	15
图表 31: 生产工艺流程图 .....	16
图表 32: 中原冶炼厂设计产能 .....	17
图表 33: 中原冶炼厂净利润/(亿元, %) .....	17
图表 34: 全球铜矿新扩建项目/万吨 .....	17
图表 35: 全球精炼铜供需平衡/万吨 .....	18
图表 36: 铜/钼精矿价格/(万元/吨, 元/吨) .....	19
图表 37: 矿山铜毛利率/(万元/吨, %) .....	19
图表 38: 内蒙古矿业产量/(万吨, 吨) .....	20
图表 39: 内蒙古矿业净利润/亿元 .....	20
图表 40: 湖北三鑫产量/(万吨, 吨) .....	20
图表 41: 湖北三鑫净利润/亿元 .....	20
图表 42: 盈利预测 .....	21
图表 43: 可比公司估值 .....	22
图表 45: 弹性测算模型 .....	23
图表 46: 财务预测摘要 .....	24

## 1 老牌黄金龙头，业绩再创新高

### 1.1 中国黄金第一股，背靠黄金央企集团

中国黄金第一股，国内唯一一家央企控股的黄金矿业上市公司。中金黄金成立于2000年6月23日，由中国黄金集团作为主发起人，联合其它6家企业共同发起设立。2003年8月14日，公司在全国黄金行业率先上市成为“中国黄金第一股”。截止2023年6月，中国黄金集团持有公司45.84%股权，中金黄金也是国内唯一一家央企控股的黄金矿业上市企业。

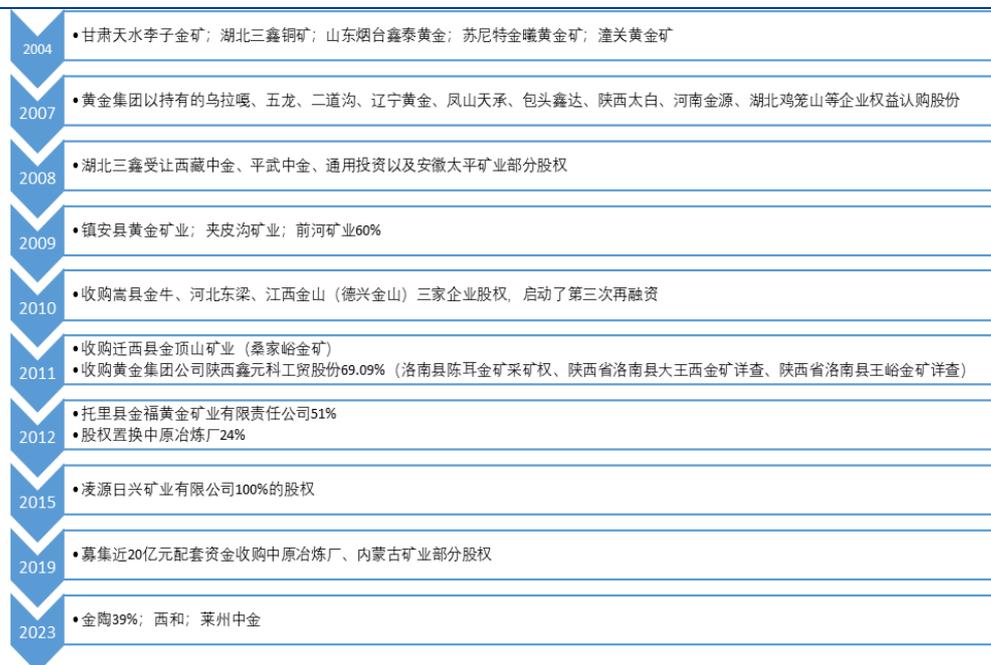
图表 1：中国黄金集团持有 45.84%



注：数据截止 2023 年中报  
数据来源：公司公告、华福证券研究所

背靠中国黄金集团，优质黄金资源不断注入。控股母公司中国黄金集团前身为国家黄金管理局、中国黄金总公司，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，中金黄金作为黄金集团重要的矿业平台，先后注入了夹皮沟、二道沟、李子金矿等优质黄金资源，2019 年收购内蒙古矿业和中原冶炼厂部分股权，铜矿产量和冶炼板块实力明显增强。

图表 2：公司发展历程



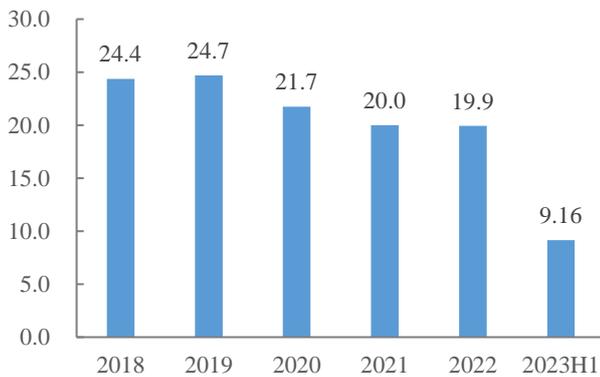
数据来源：公司官网、公司公告、华福证券研究所

## 1.2 资源储量丰富，产品涵盖金/铜/钨

公司拥有完整的产业链和合理的产业布局，核心产品为金精矿、合质金和标准金，其他产品主要包括铜、白银和硫酸等。2022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，钨 6,156 吨。

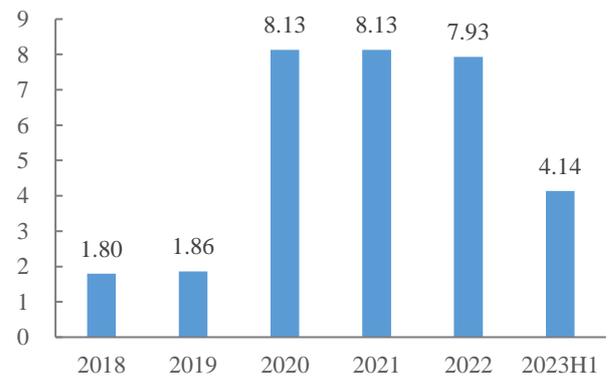
受部分地区安全事故影响部分企业政策性停产，2023H1 矿产金产量有所下降，产量同比下降 7.10%至 9.16 吨，冶炼金和精炼金同比增加 16.35%、2.78%至 20.5 吨、32.19 吨；矿山铜产量继续增加，同比增加 3.48%至 4.14 万吨，电解铜同比增加 23.96%至 21.27 万吨。

图表 3：公司矿产金产量/吨



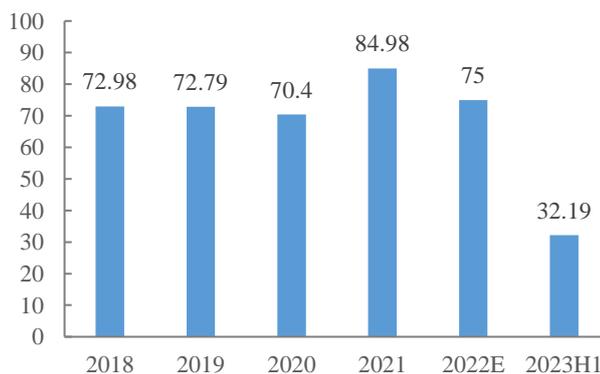
数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 4：公司矿产铜产量/万吨



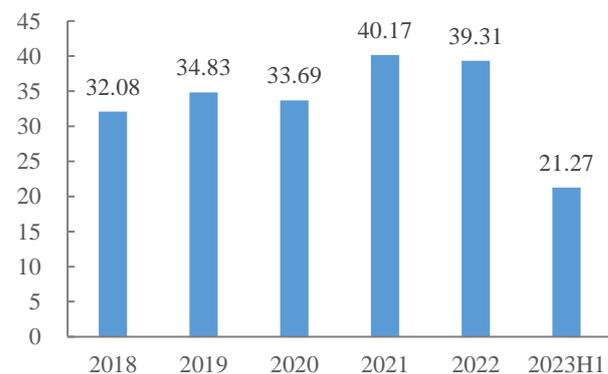
数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 5：公司精炼金产量/吨



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 6：公司电解铜产量/万吨



数据来源：公司公告、华福证券研究所

内增外拓提高资源量，黄金增至 891 吨。公司旗下多家主要控股参股公司，负责金矿采选、铜钨矿采选、金铜冶炼等多个环节，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，钨金属量 46.96 万吨，矿权面积达到 640.14 平方公里。公司加大探矿投资力度，矿权拓展持续推进，2023 年上半年探

矿新增金金属量 10 吨，通过莱州汇金收购后公司金金属储量增加至 891 吨。

图表 7：公司资源储量丰富但矿山分散/（金/kg、铜/t、钼/t）

名称	主要品种	资源量	储量	品位	年产量	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	10.70 克/吨	780.83	4 年
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	金	24035.72	9522.75	3.91 克/吨	1962.56	11 年
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	金	5521.14	1261.71	9.47 克/吨	759.25	5 年
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	金	33193.22	2155.83	3.27 克/吨	1024.77	5 年
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	金	23642.85	5348.01	2.28 克/吨	1501.17	10 年
中国黄金集团石湖矿业有限公司	金	8489.13	3138.55	4.44 克/吨	311.6	20 年
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	金	17212.96	4518.03	7.69 克/吨	536.4	22 年
河北金厂峪矿业有限责任公司	金	16343.93	4690.35	2.20 克/吨	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 克/吨	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 克/吨	470.4	5 年
河南金源黄金矿业有限责任公司	金	44664.33	8570.07	2.56 克/吨	1173.79	25 年
嵩县金牛有限责任公司	金	61170.03	10599.66	1.83 克/吨	1235.01	21 年
嵩县前河矿业有限责任公司	金	6483.5	2470.97	3.37 克/吨	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 克/吨	569.66	2 年
河南金渠黄金股份有限公司	金	5569.96	1003.98	7.16 克/吨	466.79	3 年
陕西太白黄金矿业有限责任公司	金	25430.41	2190.33	4.03 克/吨	1210.23	3 年
陕西略阳铀厂沟金矿	金	5778.58	57.68	13.06 克/吨	141	20 年
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	金	14674.82	6480.7	2.52 克/吨	320.02	17 年
潼关中金黄金矿业有限责任公司	金	486.29		8.12 克/吨	106.43	停产
陕西鑫元科工贸股份有限公司	金	8369.77		15.26 克/吨	551.15	采矿证过期
甘肃省天水李子金矿有限公司	金	5634.45	26.82	7.66 克/吨	1101.61	10 年
湖北三鑫金铜股份有限公司	金	34967.46	12627.12	1.79 克/吨	1516.51	12 年
	铜	305321	124418	1.76%	14808	
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	金	992.4	845	0.82 克/吨	125.5	5 年
	铜	9247	7536	0.73%	1200	
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	34938.11	8708.93	3.74 克/吨	1832.72	5 年
托里县金福黄金矿业有限责任公司	金	4031.25		2.82 克/吨		停产
凌源日兴矿业有限公司	金	8774.43	3408.72	2.51 克/吨	561.4	6 年
安徽太平矿业有限公司	铁	27301097	9421961	47.50%	97323	24 年
	金	8188.03		0.86 克/吨	70.84	
	铜	32688		0.62%		
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	金	20148.27		3.48 克/吨		停产
陕西久盛矿业投资管理有限公司	金	43896.63		3.59 克/吨		停产
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	金	5923		4.76 克/吨		停产
吉林乃金源矿业有限公司	金	1461.05		2.11 克/吨		探矿企业
宜昌万子湖矿业有限公司	金	1175		7.45 克/吨		探矿企业
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钼	469564	60684	0.04%	6156	26 年
	铜	1909754	399279	0.26%	62006	
中国黄金集团西和矿业有限公司	金	4192		2.54 克/吨		探矿企业
莱州中金	金	372060				

注：各矿山储量截止 2022 年底

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 1.3 量价齐升驱动业绩高增长

量价齐升助力公司业绩创历史新高。2019年以来公司业绩增长显著，2020年完成内蒙古矿业和中原冶炼厂的收购，公司铜产量明显增加，叠加金、铜价格上行，2022年公司业绩营收和利润达到历史较高水平。2022年公司实现营收571.5亿元，同比+1.9%，实现归母净利润21.17亿元，同比+24.7%。2023前三季度公司营收和利润继续维持增长，实现营收455.5亿元，同比+13.8%，实现归母净利润20.7亿元，同比+20.7%。

图表 8：公司营收持续增长/亿元



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 9：2022 年净利润创历史新高/亿元



数据来源：Wind、华福证券研究所

金/铜贡献主要营收和毛利，公司毛利率处于历史较高水平。完成内蒙古矿业的收购后，公司铜业务占比持续攀升，抵消调整后 2022 年公司铜业务营收占比达到 33.5%，毛利占比 39.0%；黄金业务营收占比 51.3%，毛利占比 41.4%。毛利率方面，2020-2022 年金铜钨价格走高带动公司毛利率水平处于相对高位，2022 年公司实现毛利率 11.7%，同比提高 0.22pct。其中，抵消调整后黄金毛利率 9.5%、铜产品毛利率 11.3%、其他主营业务毛利率 27.7%，2023H1 公司毛利率高达 12.7%。

图表 10：公司分业务毛利/亿元



图表 11：公司及各业务板块毛利率

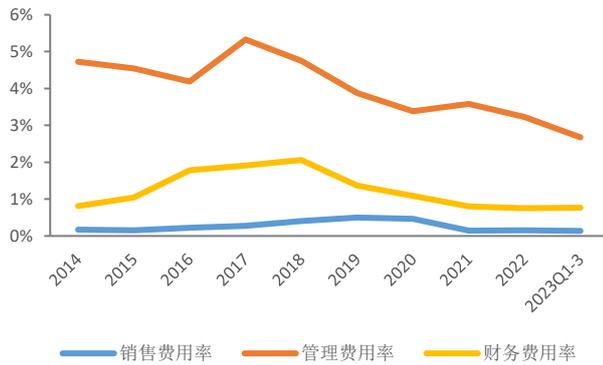


数据来源: Wind、华福证券研究所

数据来源: Wind、华福证券研究所

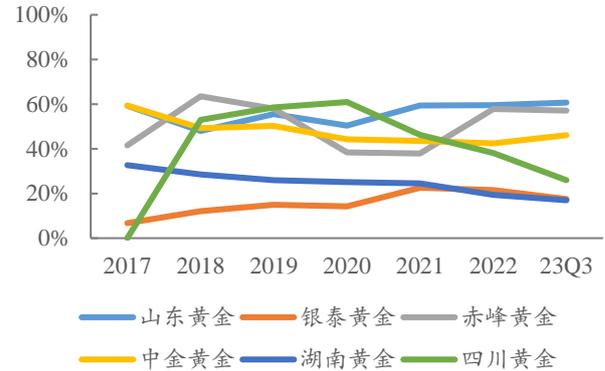
聚焦“一利五率”业绩导向，期间费用率下降明显。公司采用加强生产组织管理、推进技术进步、加大探矿增储、推动优质资产注入和不良资产退出等方式实现降本增效，近三年降本增效成果显著，2022年销售费率、管理费率 and 财务费率分别降至 0.12%、2.72% 和 0.49%。资产负债率持续下降，从 2017 年的 59.39% 降至 2023H1 的 42.71%，资本结构优化奠定控制财务费用基础。

图表 12: 三费率整体呈现下行趋势



数据来源: Wind、华福证券研究所

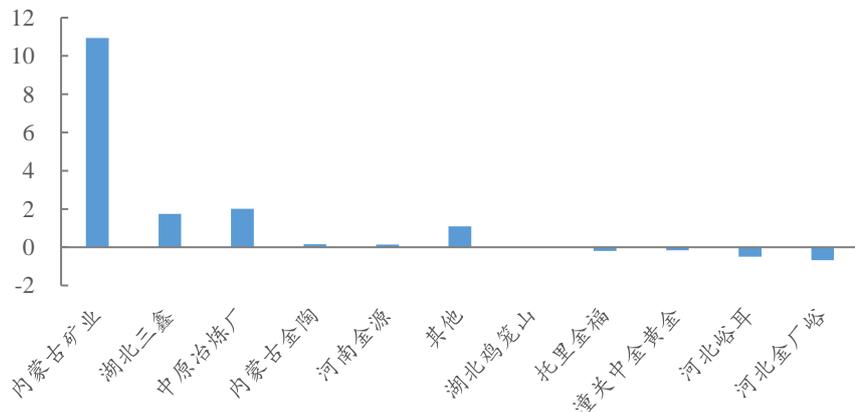
图表 13: 资产负债率



数据来源: Wind、华福证券研究所

内蒙古矿业、湖北三鑫和中原冶炼厂为公司主要盈利核心资产。2020-2022 年内蒙古矿业在公司主要参股和控股企业中净利润连续排名第一，2023H1 实现净利润 12.16 亿元，以 90% 权益测算占公司归母净利润 74.4%；湖北三鑫 2023H1 实现净利润 3.41 亿元，以 51% 权益测算占公司归母净利润 11.8%；中原冶炼厂 2023H1 实现净利润 2.01 亿元，100% 权益净利润占公司归母净利润 13.7%。河北峪耳崖和河北金厂峪 2023H1 分别亏损 0.50 和 0.68 亿元。

图表 14: 2023H1 控股或参股公司净利润/亿元



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

#### 1.4 股权激励未满足行权条件，督促公司提升 ROE

公司积极按照国资委要求进行国企改革，出台市场化机制考核与核心人才中长期激励。2019 年 12 月，公司发布《第一期股票期权激励计划（草案）》，计划授予激励对象 3,450.99 万份期权，对应标的股票数量为 3,450.99 万股，激励对象为近 250 名公司核心骨干人才，行权价格为 9.37 元/股。激励对象包括公司的高级管理人员、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。但因公司 2020 和 2021 年度 ROE 低于对标企业 75 分位，公司前两个行权期未完全达到行权标准，对相应的股票期权进行注销，公司未来仍将致力于 ROE 提升。

图表 15：计划授予的股票期权和预留期权行权的业绩条件

行权期	业绩考核指标
第一个行权期	a.2020 年度公司 ROE 不低于 2.30%，且不低于对标企业 75 分位； b.2020 年度公司营业利润相对于 2018 年度营业利润复合增长率不低于 8%，且不低于对标企业 75 分位； c.2020 年度公司 $\Delta EVA > 0$ 。
第二个行权期	a.2021 年度公司 ROE 不低于 2.30%，且不低于对标企业 75 分位； b.2021 年度公司营业利润相对于 2018 年度营业利润复合增长率不低于 8%，且不低于对标企业 75 分位； c.2021 年度公司 $\Delta EVA > 0$
第三个行权期	a.2022 年度公司 ROE 不低于 2.30%，且不低于对标企业 75 分位； b.2022 年度公司营业利润相对于 2018 年度营业利润复合增长率不低于 8%，且不低于对标企业 75 分位； c.2022 年度公司 $\Delta EVA > 0$

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 2 黄金：低估黄金个股，资源储量有保障

### 2.1 美联储加息尾声叠加避险需求，黄金价格有支撑

黄金与美债收益率高度负相关，避险属性主导因素走强。黄金金融属性核心影响因素是作为贵金属的避险需求，以及与长期美债实际利率和美元指数的负相关性，因避险需求通常较难预测，长期美债实际利率和美元指数走势则成为分析黄金价格的核心因素。2018-2021 年间，美债收益率的每一次上升都伴随着金价的下跌，展现出高度负相关性；2022-2023 年出现阶段性钝化，黄金避险属性主导，也出现了与美债收益率齐上涨的情形。

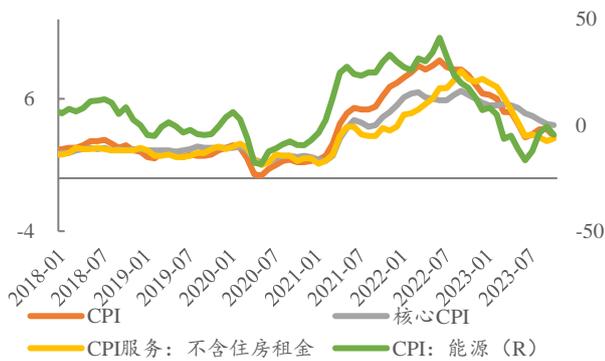
图表 16：美债收益率与黄金价格/(%,美元/盎司)



数据来源：wind、华福证券研究所

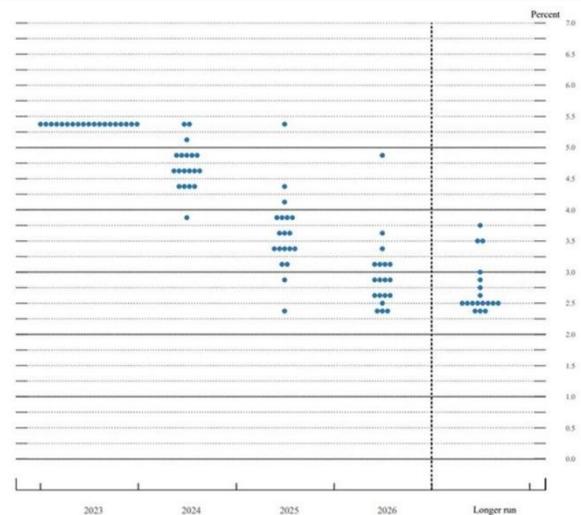
**美联储加息尾声，2024年或有三次降息。**核心CPI持续回落，通胀放缓，美联储最新利率决议连续三次决定按兵不动，当地时间12月13日美联储决议声明中新增美国经济增势放缓和通胀缓解的评价，同时对降息进行讨论，点阵图显示2024年政策利率中位预期为4.6%，预示着2024年或有三次降息。

图表 17: 核心 CPI 持续回落



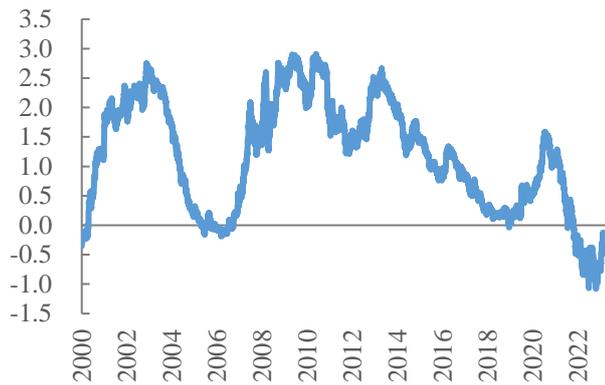
数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 18: 美联储点阵图显示加息进入尾声



数据来源：CME、华福证券研究所

**长短期美债收益率继续倒挂，经济下行担忧仍存。**短期国债收益率超过长期国债收益率的情况，常被视为衰退即将来临的危险信号：投资者预计紧缩政策将导致经济衰退并降低通胀率，提振了对较长期债券的需求，且令短期债券需求承压。另外，消费者信心指数快速回落显示人们对未来的信心匮乏，也预示着衰退的来临，衰退预期不减将继续提振黄金投资需求。美国经济增长趋弱方向未变，但衰退兑现时点或延后。

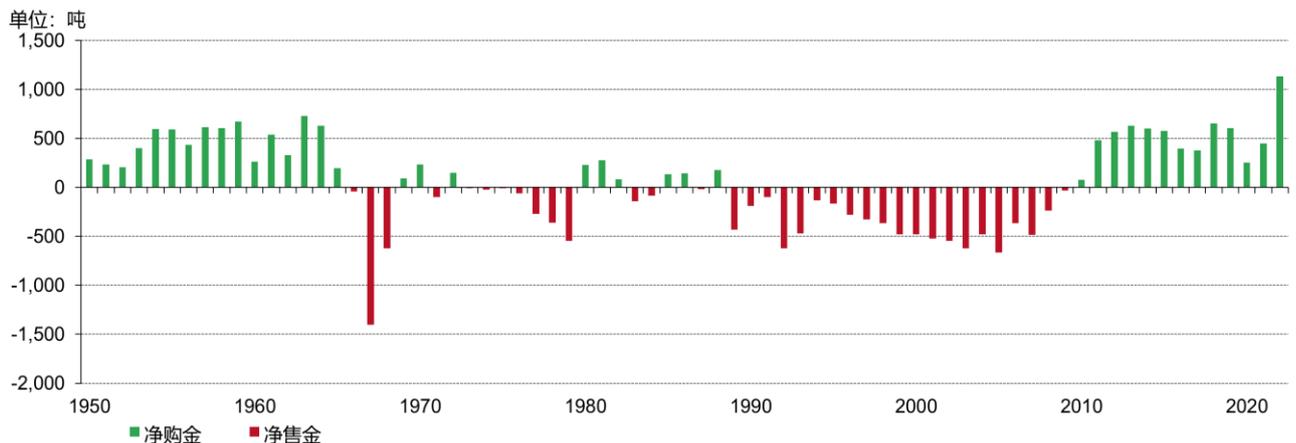
**图表 19：长短美债仍倒挂/%**


数据来源：Wind、华福证券研究所

**图表 20：消费者信心指数仍处低位**


数据来源：Wind、华福证券研究所

**央行购金量创 55 年新高，央行购金避险。**黄金兼具财富保值作用和通胀对冲属性，2008 年全球金融危机前后黄金投资需求规模形成了鲜明对比；1990-2008 年，全球央行黄金为净售金，2008 年全球金融危机爆发，随后主权债务危机席卷全球，更加突出了黄金等资产的地位，随着真正的危机出现，全球央行开始大规模购入黄金。2022 年，全球央行年度购金需求达到 1136 吨，较上年的 450 吨翻一番，创下 55 年来的新高，海外衰退预期将进一步提振海外央行购金行为以抵御风险，金价高位仍有支撑。

**图表 21：央行购金量/吨**


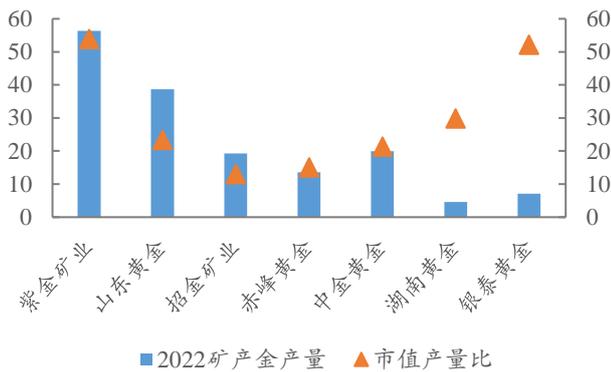
数据来源：金属聚焦、Refinitiv GMPS、世界黄金协会、华福证券研究所

## 2.2 国内黄金行业领先企业，低估黄金标的

**国内黄金行业领先企业，黄金产量及资源储量位列国内第三和第四位。**公司矿产金产量维持在 20 吨左右的较高水平，稳居国内黄金企业第三位，仅次于紫金矿业与山东黄金；2023 年公司收购莱州中金，公司黄金资源储量达到 891 吨，仅次于紫金矿业、山东黄金和招金矿业，位列国内黄金企业第四位。

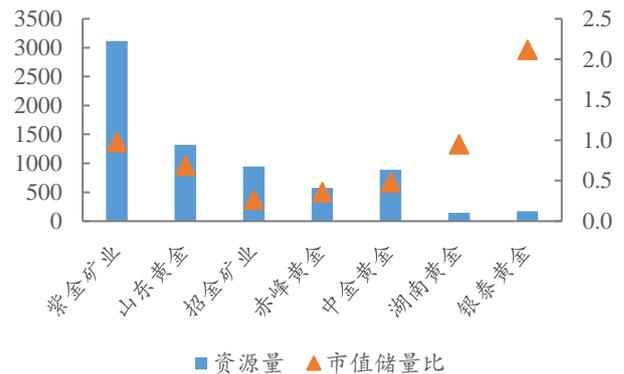
低估黄金标的，市值资源量比、市值产量比均处于相对低位。市值产量比可以衡量公司业绩价格弹性，金价上涨周期中，比值相对较小则拥有更高的弹性，根据2024年1月23日市值计算，招金矿业、赤峰黄金和中金黄金具有更小的市值产量比，分别对应13.0/15.0/21.3亿元/吨；单以单位黄金市值资源量比计算，以上三家企业黄金资源量同样处于相对低估状态，市值储量比分别为0.27/0.35/0.48亿元/吨。

图表 22：市值产量比/(吨,亿元/吨)



注：数据更新至2024年1月23日  
数据来源：Wind、公司公告、洲际矿山、华福证券研究所

图表 23：市值资源量比/(吨,亿元/吨)



注：数据更新至2024年1月23日  
数据来源：Wind、公司公告、洲际矿山、华福证券研究所

### 2.3 完成莱州中金收购，资产注入仍有潜力

公司在产黄金矿山24座，其中9座年产量在1吨以上。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，大部分处于全国重点成矿区带，位置好，潜力大。截止2022年末，公司在产黄金矿山有24座，其中9座矿山年金产量超过1吨。

图表 24：公司主力黄金矿山2022年产量/吨



数据来源：公司公告、华福证券研究所

收购莱州黄金，公司拥有金金属储量增加至891吨，权益量达549吨。为推进

履行黄金集团关于解决同业竞争问题的承诺，进一步增强公司的独立性和持续盈利能力，公司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，交易价款总额为 48.6 亿元，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，主产矿拥有金金属量 372.1 吨，平均品位 2.77 克/吨，矿山收购价格折算 2,968 万元/吨黄金。

**纱岭金矿设计产能首期 396 万吨/年，折金金属量 11.08 吨。**纱岭金矿工业资源量矿石量 8,997.08 万吨，金金属量 309.1 吨，平均品位 3.44 克/吨；另有低品位金矿石量 4,414.27 万吨，金金属量 63.0 吨，平均品位 1.43 克/吨。伴生银金属量 232.0 吨，平均品位 2.60 克/吨。2020 年 11 月 16 日首次取得由山东省自然资源厅颁发的纱岭矿区采矿许可证，设计生产规模首期 396 万吨/年、后期 297 万吨/年，正常年份年产黄金 11.08 吨和 6.58 吨，目前仍在基建期，根据矿权评估报告计划完成时间 2025 年 6 月。

**图表 25：纱岭金矿矿山情况**

项目	参数
主产矿	金矿，工业矿：矿石量 8997.08 万吨，金金属量 309.06 吨，平均品位 3.44 克/吨；低品位金矿石量 4414.27 万吨，金金属量 63.0 吨，平均品位 1.43 克/吨
伴生矿	伴生银：推断资源量矿石量 8925.68 万吨，银金属量 232 吨，平均品位 2.6 克/吨
	伴生硫：推断资源量矿石量 155.07 万吨，纯硫量 4.22 万吨，平均品位 2.71%，折标硫 12.1 万吨
采矿回采率	90%
矿石贫化率	8%
可采储量	矿石 7813.33 万吨，金金属量 246.8 吨，平均品位 3.16 克/吨
采矿规模	首期 396 万吨/年，后期 297 万吨/年
矿山服务年限	首期 15.93 年，后期 8.69 年

数据来源：公司公告、华福证券研究所

**收购集团内蒙古金陶 39%股权，与集团公司合计持有 88.34%。**内蒙古金陶旗下金厂沟梁金矿和二道沟金矿均为在产矿山，预估年产量约 2 吨。其中，金厂沟梁金矿查明资源储量矿石量 488.1 万吨、金金属量 61.4 吨，剩余资源储量矿石量 94.89 万吨、金金属量 11.2 吨，矿山设计产能与实际产能均为 28.5 万吨，选矿处理能力 27 万吨，年产量约 1.8 吨；二道沟矿山查明资源储量矿石量 132.6 万吨、金金属量 10.9 吨，剩余资源储量矿石量 76.5 万吨、金金属量 4.0 吨，设计产能 16.5 万吨，实际产能 9.69 万吨，选矿处理能力 16.5 万吨/年，测算年产能约 0.4 吨。中金黄金完成 39%股权收购后与母公司黄金集团合计持有 88.34%股权，待集团股权注入后将实现控股。

**图表 26：内蒙古金陶主力矿山**

	剩余资源储量/kg	平均品位计算/(克/吨)	设计产能/(万吨/年)	实际产能/(万吨/年)	选矿处理能力/(万吨/年)
金厂沟梁金矿	11236.05	11.84	28.50	28.50	27.00
二道沟金矿	3970.10	5.19	16.50	9.69	16.50
	回采率	贫化率	选矿回收率	产能测算/t	2022 年实际产量/t
金厂沟梁金矿	96.23%	21.97%	94.10%	2.3	1.8
二道沟金矿	95.48%	17.37%	94.04%	0.4	-

数据来源：敖汉旗政府官网、《内蒙古金陶股份有限公司二道沟金矿 2022 年绿色矿山建设情况和 2023 年建设计划》、华福证券研究所

资产注入仍有潜力，老牌黄金企业保持活力。黄金集团将本公司所属境内未注入上市的相关企业分成三类，并提出相应的同业竞争解决方案：

第一类为本公司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、凌源日兴矿业、吉林省吉顺矿产投资、贺州市金琪矿业、成县二郎黄金开发、中国黄金集团西和矿业。其中，凌源日兴和西和矿业已经完成 100% 股权注入。

**图表 27：拟注入上市公司企业**

企业名称	持股情况	所处阶段	是否已注入
内蒙古金陶股份有限公司	中国黄金持股 49.34%、中金黄金持股 39%	生产	否
凌源日兴矿业有限公司	中金黄金持股 100%	生产	是
吉林省吉顺矿产投资有限公司	中国黄金持股 100%	矿山基建	否
贺州市金琪矿业有限责任公司	中国黄金间接持股 100%	生产	否
成县二郎黄金开发有限公司	中国黄金持股 80%	探矿	否
中国黄金集团西和矿业有限公司	中金黄金持股 100%	探矿	是

数据来源：公司公告、华福证券研究所

第二类为本公司拟通过转让给第三方等方式退出的企业；

第三类为委托孵化企业，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，集团先孵化，待条件成熟后再行注入：1) 在产企业净资产收益率不低于上市公司上年水平；2) 或非在产企业财务内部收益率不低于 10%。

**图表 28：承诺解决同业竞争注入企业（截止 2019 年）**

企业名称	成立时间	注册资本	经营业务	所处状态	持股比例
<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	20000	钨钼矿采选	基建期	60.00%
凤山县宏益矿业有限责任公司	2001	5459	金矿采选	基建期	85.10%
黔西南金龙黄金矿业有限责任公司	2002	100	金矿采选	生产期	75.00%
吉林海沟黄金矿业有限责任公司	1995	8000	金矿采选	生产期	96.00%
<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	3500 万美元	金矿采选	生产期	18.00%
辽宁金凤黄金矿业有限责任公司	2001	800	金矿采选	生产期	70.00%

河北大阳金矿有限公司	1984	5000	金矿采选	生产期	80.00%
云南黄金有限责任公司	2004	17000	金矿采选	生产期	70.00%
会同县恒鑫矿业有限公司	2011	500	金矿采选	探矿期	100.00%
会同县鑫发矿业有限公司	2011	4050	金矿采选	探矿期	51.00%
甘肃金州矿业有限责任公司	2012	15000	金矿采选	探矿期	75.00%
贵港市金地矿业有限责任公司	2006	300	金矿采选	生产期	100.00%
金秀瑶族自治县茂源矿业开发有限公司	2013	300	铜矿采选	探矿期	100.00%
会同县金龙矿业有限责任公司	2011	6717	金矿采选	探矿期	100.00%
凤城市瑞锦矿业有限公司	2001	1000	金矿采选	生产期	100.00%
贵州金兴黄金矿业有限责任公司	2003	2705	金矿采选	生产期	64.99%
中国黄金集团湖南鑫瑞矿业有限公司	2011	10050	金矿采选	探矿期	80.00%
辽宁天利金业有限责任公司	2003	1000	金冶炼	生产期	70.00%

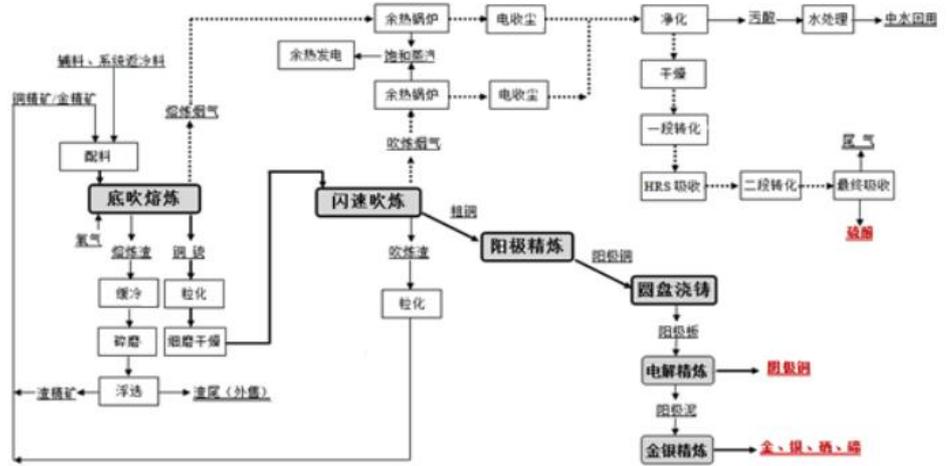
注：年度产能根据公司公告 2023Q4 产能折算，实际随矿石品位变化  
 数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 2.4 增资中原冶炼厂，提升冶炼能力

中原冶炼厂主要从事黄金、铜、白银等有色金属的冶炼及销售。公司黄金冶炼业务主要由中原冶炼厂、潼关中金冶炼、辽宁新都、江西三和和中金嵩县嵩原冶炼厂运行；电解铜的冶炼生产主要在中原冶炼厂进行，潼关冶炼、辽宁新都、嵩原冶炼也设有铜冶炼工艺。公司于 2018 年发布重组及配套募资计划， 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。

工艺技术先进，拥有黄金冶炼产能 33.8 吨。中原冶炼厂采用我国自主研发的具有世界先进水平的“富氧底吹造钽捕金工艺”，主工艺流程为：富氧底吹熔池熔炼—旋浮吹炼—回转式阳极炉精炼—永久不锈钢阴极电解—熔炼渣选矿，冶炼烟气两转两吸制酸，阳极泥精炼提金银。理论年产 1#金锭 33,820 千克、1#银锭 360 吨、高纯阴极铜 34.93 万吨、粗硫酸镍（含镍 18%）962.31 吨、精硒 80.26 吨、白烟尘 2.52 万吨、硫酸 129 万吨。

图表 29：生产工艺流程图



数据来源：公司公告、华福证券研究所

**中原冶炼厂盈利能力提升，稳定贡献利润。**中原冶炼厂冶炼原材料包括中金黄金下属矿山自产和外购的金精粉、铜精粉和合质金，由于中原冶炼厂的行业地位，采购价格通常可在报价基础上下浮一定比例，盈利能力相对稳定。2018年二期投产后公司盈利能力持续攀升，2022年实现净利润5.44亿元，占公司归母净利润13.7%。

图表 30：中原冶炼厂设计产能

产品	设计生产规模
黄金	33.82 吨
白银	360 吨
高纯阴极铜	34.93 万吨
粗制硫酸镍	962.31 吨
精硒	80.26 吨
硫酸	129 万吨
白烟尘	2.52 万吨

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 31：中原冶炼厂净利润/(亿元，%)



数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 3 铜：受益价格上行，铜钼板块助力腾飞

#### 3.1 供需紧平衡，铜价有支撑

**铜矿新增产能或在 2023 年达到峰值。**铜矿床勘查周期较长，根据 S&P Global Market Intelligence 数据显示，全球最大的 35 个矿山从发现到投产的平均所需时间为 16.9 年，因此铜矿产能释放或大幅滞后于铜矿资本开支。未来铜矿新扩建项目的陆续投产是全球铜矿供应的重要增量，根据我们不完全统计，2023-2025 年全球铜精矿新投产增量分别为 100/84/58 万吨，但释放或低于预期。

图表 32：全球铜矿新扩建项目/万吨

铜矿	所属企业	国家	2023	2024	2025
Kamola-Kakula 铜矿	紫金矿业	刚果（金）	9	4	13
丘卡卢-佩吉铜（金）矿	紫金矿业	塞尔维亚	0.9	0	0
巨龙铜矿	紫金矿业	中国	3.7	0	8
博尔铜矿	紫金矿业	塞尔维亚	2.7	0	0
TFM	洛阳钼业	刚果（金）	10	10	0
KFM	洛阳钼业	刚果（金）	8	1	0
米拉多铜矿	铜陵有色	厄瓜多尔	1	0	3
迈蒙矿	中金岭南	多米尼加	0	0	2
Kinsevere	五矿资源	刚果（金）	0	1.1	2.5
Dikulushi 铜矿	金诚信	刚果（金）	0.4	0.2	0
Lonshi 铜矿	金诚信	刚果（金）	0.5	2	1.5
Grasberg	自由港	印度尼西亚	10	5	4
Oyu Tolgoi	力拓	蒙古	4	8	10
Quebrada Blanca	泰克资源	智利	10	25.5	0
Cobre Panama	第一量子	巴拿马	2	0	0
Salobo	淡水河谷	巴西	3	1	0
Quellaveco	英美资源	秘鲁	23	2	0
Buenavista del Cobre	南方铜业	墨西哥	1	1	0
Pilares	南方铜业	墨西哥	3	0	0
El Pilar	南方铜业	墨西哥	0	1	2.6
Salvador	智利铜业	智利	0	7	2
Los Pelambres	安托法加斯塔	智利	0	5	4
Chuquicamata	智利铜业	智利	5	2	0
Pampa Norte Spence	必和必拓	智利	0.9	0.2	0.2
Udokan	USM	俄罗斯	2	8	5
<b>合计</b>			<b>100.1</b>	<b>84.0</b>	<b>57.8</b>

数据来源：公司公告，长江有色网，Mysteel，矿业汇，矿天下，铝云汇，华福证券研究所

伴随 23-25 年全球铜精矿新扩建项目的陆续投产以及铜矿生产干扰边际的减轻，预计精炼铜供给或分别为 2,661/2,715/2,782 万吨。需求端，作为全球铜消费最大的国家，中国传统行业消费将迎来复苏，同时考虑到新能源汽车、储能、光伏发电、风力发电等新能源产业对铜消费增量的边际拉动，预计 2023-2025 年全球精铜消费分别为 2,653/2,710/2,794 万吨，2024 年全球铜供需小幅过剩，但供给增量或低于预期。

图表 33：全球精炼铜供需平衡/万吨

	2022	2023E	2024E	2025E
原生精炼铜产量（万吨）	2,124.2	2,223.6	2,265.1	2,318.2
再生精炼铜产量（万吨）	415.3	437.0	450.1	463.6
<b>总供给</b>	<b>2,539.5</b>	<b>2,660.6</b>	<b>2,715.2</b>	<b>2,781.9</b>
YOY	1.8%	4.8%	2.7%	1.9%

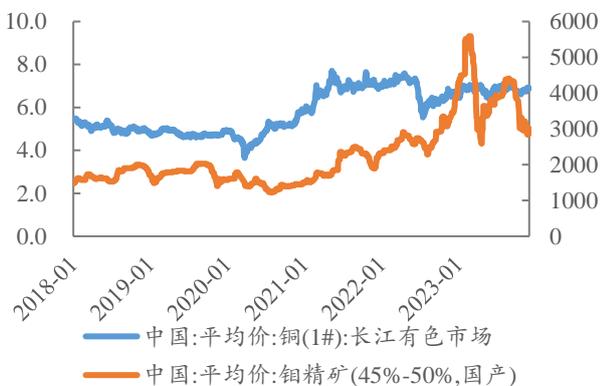
新能源汽车	78.0	101.9	123.2	148.8
新能源发电	126.6	195.1	237.4	293.7
储能	5.5	10.0	15.4	22.5
建筑	671.7	660.4	646.0	631.9
其他	1,701.8	1,588.6	1,619.0	1,607.9
<b>总需求</b>	<b>2,583.5</b>	<b>2,653.0</b>	<b>2,710.2</b>	<b>2,793.9</b>
YOY	2.5%	2.7%	2.2%	3.1%
<b>供需平衡</b>	<b>-44.0</b>	<b>7.6</b>	<b>5.0</b>	<b>-12.0</b>

数据来源：ICSG，华福证券研究所

### 3.2 湖北三鑫/内蒙古矿业为核心铜资产，贡献主要净利润

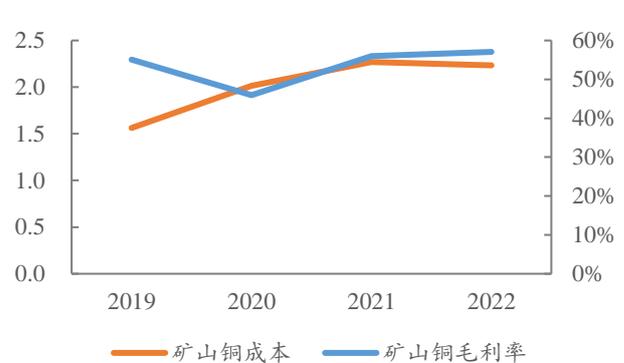
铜价上行，矿山铜毛利率达 57.1%。2020 年铜价受全球货币宽松政策以及需求增加带动，价格持续上行，公司矿山铜毛利率维持高位，根据测算 2022 年公司矿山铜成本 2.23 万元/吨，毛利率达 57.1%，铜钼价格上行赋能公司业绩增长，盈利能力提升。

图表 34：铜/钼精矿价格/（万元/吨，元/吨）



数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

图表 35：矿山铜毛利率/（万元/吨，%）



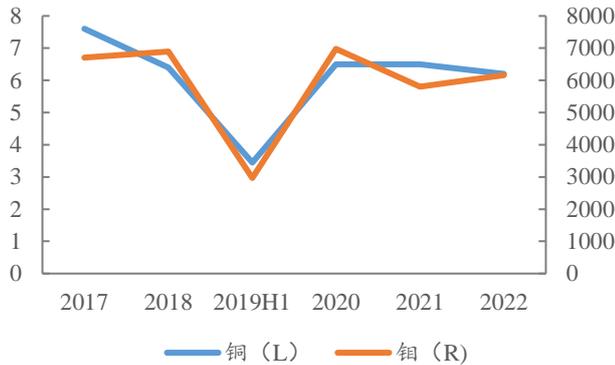
数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

内蒙古矿业优质铜钼资产，生产成本稳定。内蒙古矿业主要产品包括铜精粉、钼精粉，重点开发的乌努格吐山铜钼矿项目，保有矿石资源铜金属量 191.0 万吨、平均品位 0.26%；钼金属量 47.0 万吨、平均品位 0.04%；拥有露天开采规模 2,475 万吨/年，2022 年实现钼精矿产量 6156 金属吨、铜产量 6.2 万吨。内蒙古矿业目前处于深部资源开采阶段，目前看未来 1-3 年开采成本等方面比较稳定。

净利润连创新高，内蒙古矿业供应公司主要净利润。公司钼精矿采用长单+短单销售：1) 长单，每年 12 月份采取市场调研和企业走访选定在行业内实力雄厚、信誉度高的企业进行签订长单，合同有效期为一年，并收取一定金额的保证金。2)

短单，在价格上涨时进行销售，价格下行时不出货。随铜钨价格上行，内蒙古矿业业绩持续上涨，2022年实现净利润14.76亿元，同比增长26.1%，以90%权益测算贡献公司归母净利润占比62.7%，2023H1实现净利润12.16亿元，同比继续增加37.5%，公司利润连创新高。

图表 36: 内蒙古矿业产量/(万吨, 吨)



数据来源: Wind、公司公告、华福证券研究所

图表 37: 内蒙古矿业净利润/亿元



数据来源: Wind、公司公告、华福证券研究所

湖北三鑫旗下控股安徽太平矿业、四川通用投资、黄石金达矿业，产品覆盖金、铜、铁。中金黄金持有公司51%股权，黄石市国有资产经营有限公司持有23.01%，湖北省鄂东南基础工程公司持有10.78%，大冶市冶金工业总公司持有10.21%，中国冶金地质总局中南局持有5%。湖北三鑫具备金资源量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%。

受益于金铜价格上涨，净利润攀升至高位。湖北三鑫2022年铜产量1649吨、金产量1.52吨，2022年实现净利润5.72亿元，同比增加12.1%，以51%权益测算贡献公司归母净利润占比13.8%。2023H1实现净利润3.41亿元，同比下降8.6%。

图表 38: 湖北三鑫产量/(万吨, 吨)



图表 39: 湖北三鑫净利润/亿元



数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

## 4 盈利预测

### 4.1 核心假设

**量：**纱岭金矿预计 2025 年 6 月建设完成，假设 2023-2025 年公司矿产金产量 18.9/20/22.5 吨；内蒙古矿业、湖南三鑫生产相对稳定，假设 2023-2025 年公司矿山铜产量 7.6/7.6/7.6 万吨，钼精矿产量维持 0.6 万吨水平。

**价：**衰退预期和央行购金避险需求支撑黄金价格，假设 2023-2025 年国内黄金价格分别为 450/480/480 元/克；国内铜价格分别为 6.8/7.0/7.5 万元/吨。

**利：**黄金产业链利润主要集中矿端，假设冶炼和精炼环节毛利相对稳定，2023-2025 年黄金板块毛利率为 7.7%/9.0%/9.7%；铜板块毛利率 9.4%/10.2%/10.9%。

### 4.2 盈利预测

根据产量和价格假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 607/635/653 亿元；毛利 76.2/86.9/94.2 亿元，对应毛利率分别为 12.6%/13.7%/14.4%。

图表 40：盈利预测

名称		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
黄金	收入/亿元	349.78	372.40	406.38	433.01	433.01
	成本/亿元	325.99	344.66	375.14	393.90	390.90
	毛利/亿元	23.79	27.74	31.24	39.11	42.11
	毛利率	6.8%	7.4%	7.7%	9.0%	9.7%
	其中：矿产金产量/吨	20	19.93	18.87	20	22.5
铜	收入/亿元	280.19	273.53	276.55	284.49	305.10
	成本/亿元	250.91	247.44	250.63	255.60	271.97
	毛利/亿元	29.28	26.09	25.91	28.89	33.13
	毛利率	10.5%	9.5%	9.4%	10.2%	10.9%
	其中：矿产铜产量/万吨	8.13	7.93	7.64	7.64	7.64
其他主营	收入/亿元	40.59	43.11	50.91	51.59	51.59
	成本/亿元	30.32	31.16	32.93	33.70	33.70
	毛利/亿元	10.27	11.95	17.98	17.88	17.88
	毛利率	25.3%	27.7%	35.3%	34.7%	34.7%
其他	收入/亿元	3.34	3.51	3.51	3.51	3.51
	成本/亿元	2.24	2.47	2.47	2.47	2.47
	毛利/亿元	1.10	1.04	1.04	1.04	1.04
	毛利率	32.9%	29.6%	29.6%	29.6%	29.6%
内部抵消	收入/亿元	-112.88	-121.04	-130.46	-137.39	-140.57
	成本/亿元	-112.88	-121.15	-130.46	-137.39	-140.57
总计	收入/亿元	561.02	571.51	606.88	635.20	652.64

	成本/亿元	496.58	504.58	530.71	548.28	558.47
	毛利/亿元	64.44	66.93	76.17	86.92	94.17
	毛利率	11.5%	11.7%	12.6%	13.7%	14.4%

数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

公司三费整体呈现下行趋势，销售费用率整体平稳，预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 0.2%/0.2%/0.2%；管理费用率分别为 3.2%/3.1%/3.0%；研发费用率分别为 1.2%/1.2%/1.2%。

#### 4.3 估值及投资建议

基于以上假设，基于以上假设，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 28.5/34.5/37.0 亿元，对应当前股本 EPS 为 0.59/0.71/0.76 元/股，对应 1 月 23 日收盘价 PE 为 15/12/12 倍。

选取黄金龙头山东黄金、标准黄金个股招金矿业、银泰资源、金铜钼资源龙头紫金矿业以及铜钼洛阳钼业、金钼股份做可比公司标的，2023-2025 年平均估值 23/17/13X，2024 年给予公司行业平均 17XPE 估值，对应目标价格 12.3 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 41：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				最新股价
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600547.SH	山东黄金	901	0.20	0.49	0.65	0.86	100.7	41.0	31.1	23.5	20.1
1818.HK	招金矿业	250	0.07	0.22	0.34	0.55	109.1	34.0	22.8	14.0	7.6
000975.SZ	银泰黄金	368	0.41	0.56	0.65	0.76	32.7	23.7	20.3	17.4	13.3
601899.SH	紫金矿业	3038	0.76	0.87	1.05	1.29	15.2	13.3	10.9	8.9	11.5
603993.SH	洛阳钼业	1099	0.28	0.35	0.49	0.55	18.2	14.6	10.5	9.3	5.1
601958.SH	金钼股份	289	0.41	0.96	1.09	1.10	21.8	9.3	8.2	8.2	9.0
平均		-	-	-	-	-	<b>49.6</b>	<b>22.6</b>	<b>17.3</b>	<b>13.6</b>	-
600489.SH	中金黄金	424	0.44	0.59	0.71	0.76	20.0	14.9	12.3	11.5	8.8

注：其他公司数据来自 wind 一致预期；数据更新至 2024 年 1 月 23 日  
数据来源：Wind、华福证券研究所

## 5 风险提示

### 金属价格变化不及预期

金属价格波动因素较多，不囿于基本面变化，贵金属价格又与全球宏观经济相关性大，价格不及预期将拖累公司业绩。

基于黄金价格对公司利润影响较为明显，我们对公司盈利进行弹性测试，分别假设 2024-2025 年平均金价为 440/460/480/500 元/克，对应公司利润和估值如下表所示：

**图表 42：弹性测算模型**

2024-2025 金价/(元/克)	归母净利润/亿元			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>440</b>	28.5	29.4	31.1	14.9	14.4	13.6
<b>460</b>	28.5	31.9	34.1	14.9	13.3	12.5
<b>480</b>	28.5	34.5	37.0	14.9	12.3	11.5
<b>500</b>	28.5	37.0	39.9	14.9	11.5	10.6

注：数据更新至 2024 年 1 月 19 日  
 数据来源：Wind、华福证券研究所

#### 资产注入不及预期的风险

公司作为唯一一家黄金上市央企，背靠中国黄金集团，优质资产持续注入，目前仍有承诺但未注入矿山，进展不及预期将对公司的估值产生不利影响。

#### 矿产资源开发存在不确定性的风险

若由于不可预见的地质变化等原因，未来矿石资源实际储量、品位及可采量低于预期水平，或者因开采过程中的技术问题和自然灾害等原因导致矿产开采不具备经济可行性，均可能对上市公司业绩造成不利影响。

**图表 43：财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,862	10,472	10,961	11,262	营业收入	57,151	60,688	63,520	65,264
应收票据及账款	61	74	78	77	营业成本	50,459	53,071	54,828	55,847
预付账款	566	595	615	626	税金及附加	771	659	739	767
存货	11,621	14,383	18,570	15,112	销售费用	89	95	99	102
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,843	1,957	1,969	1,958
其他流动资产	830	889	930	956	研发费用	660	701	734	754
流动资产合计	22,940	26,413	31,154	28,033	财务费用	431	265	350	334
长期股权投资	896	896	896	896	信用减值损失	-16	-15	-15	-15
固定资产	15,145	15,640	15,903	16,783	资产减值损失	-84	-84	-84	-84
在建工程	776	1,076	1,526	1,026	公允价值变动收益	-36	-14	-10	-20
无形资产	4,508	4,389	4,116	3,861	投资收益	166	153	153	153
商誉	714	714	714	714	其他收益	86	86	86	86
其他非流动资产	3,663	3,772	3,881	3,993	<b>营业利润</b>	3,020	4,071	4,935	5,625
非流动资产合计	25,703	26,488	27,036	27,273	营业外收入	135	135	135	135
<b>资产合计</b>	<b>48,642</b>	<b>52,901</b>	<b>58,190</b>	<b>55,306</b>	营业外支出	107	107	107	107
短期借款	8,629	9,994	11,862	5,219	<b>利润总额</b>	3,048	4,099	4,963	5,654
应付票据及账款	3,071	3,515	3,459	3,525	所得税	547	735	890	1,014
预收款项	2	2	2	2	<b>净利润</b>	2,501	3,364	4,073	4,640
合同负债	646	302	379	468	少数股东损益	384	517	625	941
其他应付款	1,109	1,109	1,109	1,109	<b>归属母公司净利润</b>	2,117	2,847	3,447	3,698
其他流动负债	3,795	3,809	3,812	3,812	EPS (按最新股本摊薄)	0.44	0.59	0.71	0.76
流动负债合计	17,253	18,731	20,623	14,134					
长期借款	2,100	2,830	3,330	3,830	<b>主要财务比率</b>				
应付债券	0	0	0	0		<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他非流动负债	1,287	1,287	1,287	1,287	<b>成长能力</b>				
非流动负债合计	3,387	4,117	4,617	5,117	营业收入增长率	1.9%	6.2%	4.7%	2.7%
<b>负债合计</b>	<b>20,639</b>	<b>22,847</b>	<b>25,240</b>	<b>19,251</b>	EBIT 增长率	16.5%	25.5%	21.8%	12.7%
归属母公司所有者权益	25,875	27,409	29,680	31,843	归母公司净利润增长率	24.7%	34.5%	21.1%	7.3%
少数股东权益	2,128	2,645	3,270	4,212	<b>获利能力</b>				
<b>所有者权益合计</b>	<b>28,003</b>	<b>30,054</b>	<b>32,950</b>	<b>36,055</b>	毛利率	11.7%	12.6%	13.7%	14.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>48,642</b>	<b>52,901</b>	<b>58,190</b>	<b>55,306</b>	净利率	4.4%	5.5%	6.4%	7.1%
					ROE	7.6%	9.5%	10.5%	10.3%
					ROIC	8.8%	10.0%	10.8%	13.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	42.4%	43.2%	43.4%	34.8%
					流动比率	1.3	1.4	1.5	2.0
					速动比率	0.7	0.6	0.6	0.9
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2
					应收账款周转天数	1	0	0	0
					存货周转天数	84	88	108	109
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.44	0.59	0.71	0.76
					每股经营现金流	1.17	0.38	0.50	2.23
					每股净资产	5.34	5.65	6.12	6.57
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20	15	12	11
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	124	131	93	85

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,677</b>	<b>1,851</b>	<b>2,407</b>	<b>10,799</b>
现金收益	5,150	4,686	6,774	7,346
存货影响	424	-2,761	-4,188	3,458
经营性应收影响	196	41	60	73
经营性应付影响	142	443	-56	66
其他影响	-236	-557	-184	-144
<b>投资活动现金流</b>	<b>-947</b>	<b>-1,709</b>	<b>-2,759</b>	<b>-2,485</b>
资本支出	-1,133	-1,733	-2,790	-2,497
股权投资	-24	0	0	0
其他长期资产变化	210	24	31	11
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,454</b>	<b>468</b>	<b>841</b>	<b>-8,013</b>
借款增加	-407	2,095	2,368	-6,143
股利及利息支付	-1,894	-1,911	-2,436	-2,915
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-153	284	909	1,045

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn