

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	15.51
总股本/流通股本(亿股)	48.47 / 48.47
总市值/流通市值(亿元)	752 / 752
52周内最高/最低价	18.17 / 8.68
资产负债率(%)	41.7%
市盈率	25.43
第一大股东	中国黄金集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 杨丰源  
SAC 登记编号: S1340124050015  
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

中金黄金(600489)

行稳致远的央企黄金平台

● 投资要点

公司是国内唯一一家央企控股的黄金矿业上市公司，国务院国资委为实际控制人。公司主要从事黄金、有色金属的地质勘查、采选、冶炼的投资与管理；内蒙古矿业从事铜钼矿石的开采。2023 年公司营业收入达 612.64 亿元，同比增长 7.2%，实现归母净利润 29.78 亿元，同比增长 40.67%。截止 2023 年底，公司保有资源储量金属量 891.7 吨，铜金属量 216.2 万吨，钼金属量 45 万吨，矿权面积达 636.96 平方公里。

背靠黄金集团，持续收购优质资产，资源保有量持续提升。公司大力推进“资源生命线”战略，于 2019 年购买中原冶炼厂、内蒙古矿业部分股权。2023 年 5 月，公司收购黄金集团莱州中金 100% 股权和集团对莱州中金的债权，由于莱州汇金保有黄金资源储量 372 吨，该股权收购大大提升了公司资源储量。截止目前，黄金集团承诺注入的 6 家公司中，凌源日兴、西和矿业已经完成注入。另一类委托黄金集团孵化的 19 家企业，若后续满足条件将完成注入。

公司黄金业务稳健，纱岭金矿增量。截至 2023 年，公司自有矿山 34 座，共有 28 座黄金矿山。2023 年全年生产矿产金 18.89 吨，相比于 2022 年减少 1.04 吨，同比下降 5.22%。公司于 2023 年收购莱州中金，旗下主要资产为纱岭金矿，金资源储量 372 吨，为在建矿山，目前四条千米竖井已全部实现落底，地表工程顺利开工，预计 2025 年底投产。纱岭金矿不但给公司带来显著的黄金产量增速，其较高的品位和较大的规模也有望降低黄金生产成本，促进公司业绩的进一步释放。

铜钼业务持续贡献稳定利润。公司主要铜矿山为内蒙古矿业和湖北三鑫。公司于 2020 年收购内蒙古矿业，铜资源储量实现飞跃。截止 2023 年底，内蒙古矿业铜资源量 182.03 万吨，储量 34.85 万吨；湖北三鑫铜资源储量 29.74 万吨，储量 11.83 万吨。内蒙古矿业为公司旗下唯一持有的钼矿山，2023 年伴生钼产量 6330 吨。2023 年，内蒙古矿业净利润达 22.86 亿元，同比增长 54.88%，同时内蒙古矿业正在推进低铜废石综合利用项目，预计完成后每年新增 8000 吨铜产量，进一步提升盈利能力。

公司坚持分红，资产负债水平保持良好，不断回报股东，彰显投资价值。公司自上市以来坚持分红，在 2020 年完成中原冶炼厂增资和内蒙古矿业并购之后，公司利润迎来快速上涨，改善公司资产负债表，负债率一路下行，2023 年末降低到 41.66%，同时公司在利润释放之后也逐步提升分红水平，回报投资者，2023 年公司归母净利润实现 29.78 亿元，分红 19.49 亿元，分红率超过 65%。预计随着铜金价格持续高位，公司高分红特性有望持续强化。

**铜价有望高位盘整，提供充分现金流。**铜受困于资源禀赋以及资本开支的下降，产量增速本就处于下行的区间，同时伴随着资源民族主义的抬头，铜的产量在最近两年内常常不及市场预期，未来的供需结构有望持续好转。尽管历史上，铜价在美联储降息的过程中，随着通胀预期的下行难有较为可观的表现，但是我们认为铜相对健康的供需平衡表有望使得铜价维持在较高的位置，从而支撑铜矿股估值趋于稳定。

**黄金大时代来临，上行趋势可能延续。**2024年黄金虽然已经录得较大的涨幅，但是我们认为本轮的上涨还未结束，影响黄金价格的本质是美国政府的赤字率，随着美国经济的逐渐转弱，以及全球地缘政治局面的紧张，我们认为美国赤字率的上行趋势可能带动黄金的继续上涨。详细行业观点见我们之前发布的《贵金属八问八答：黄金牛市或还将继续》。

**盈利预测和财务指标：**我们预计2024-2026年，随着金铜价格持续强势，纱岭金矿逐渐投产爬坡释放利润，预计中金黄金营业收入为672.30/692.27/718.90亿元，YOY为9.74%/2.97%/3.85%，归母净利润为37.20/41.62/47.52亿元，YOY 24.91%/11.88%/14.19%，对应PE为20.21/18.07/15.82，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

公司项目进度不及预期，公司生产成本超预期上行，铜金价格大幅下跌等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	61264	67230	69227	71890
增长率(%)	7.20	9.74	2.97	3.85
EBITDA(百万元)	6982.38	7207.34	8098.36	9258.55
归属母公司净利润(百万元)	2977.86	3719.68	4161.64	4752.18
增长率(%)	57.11	24.91	11.88	14.19
EPS(元/股)	0.61	0.77	0.86	0.98
市盈率(P/E)	25.25	20.21	18.07	15.82
市净率(P/B)	2.90	2.74	2.58	2.41
EV/EBITDA	7.92	11.50	9.98	8.44

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 中国唯一央企控股的黄金上市公司，业绩稳步提升.....	6
1.1 中国黄金第一股，多次并购实现飞跃.....	6
1.2 唯一央企控股上市公司.....	7
1.3 业绩稳定增长，金、铜贡献主要利润.....	7
1.4 三费水平控制良好，分红率较为稳定.....	8
2 矿产+冶炼两翼齐飞，纱岭金矿是重要增量.....	10
2.1 背靠黄金集团，注入承诺提供丰厚资源增量.....	10
2.2 黄金业务：矿山资源丰富，收购莱州汇金实现飞跃.....	11
2.3 铜钼业务：内蒙古矿业贡献主要利润.....	14
2.4 中原冶炼厂：技术业内领先，稳定贡献利润.....	16
3 铜金大时代来临，价格持续高位有望稳定估值.....	17
3.1 铜：资源壁垒造就中枢价格逐渐提升.....	17
3.2 金：上行趋势不改，黄金大时代来临.....	20
4 盈利预测与投资建议.....	24
5 风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构.....	7
图表 3: 营业收入及增速.....	7
图表 4: 归母净利润及其增速 (利润调整前数据) .....	7
图表 5: 分产品营业收入 (单位: 亿元) .....	8
图表 6: 分产品毛利润 (单位: 亿元) .....	8
图表 7: 分行业营业收入 (单位: 亿元) .....	8
图表 8: 分行业毛利润 (单位: 亿元) .....	8
图表 9: 销售费用率、管理费用率、财务费用率变化情况 .....	9
图表 10: 研发费用及同比增速.....	9
图表 11: 2023 年分红率达到 65%以上.....	9
图表 12: 股息率逐步提升, 彰显投资价值.....	9
图表 13: 拟注入上市公司企业名单.....	10
图表 14: 委托集团孵化企业名单.....	10
图表 15: 公司自有黄金矿山情况.....	11
图表 16: 公司新增金金属量 (单位: 吨) .....	12
图表 17: 公司矿产金产量 (单位: 吨) .....	12
图表 18: 内蒙金陶主要矿山情况.....	13
图表 19: 莱州汇金矿山情况.....	13
图表 20: 公司自有铜、钼矿山情况.....	14
图表 21: 新增铜储量.....	14
图表 22: 矿山铜产量.....	14
图表 23: 内蒙古矿业铜、钼产量.....	15
图表 24: 内蒙古矿业净利润及增速.....	15
图表 25: 湖北三鑫金、铜产量.....	15
图表 26: 湖北三鑫净利润及其增速.....	15
图表 27: 中原冶炼厂净利润及同比增速.....	16
图表 28: 铜矿从发现到投产平均经历 16 年以上.....	17
图表 29: 资源禀赋下滑, 新发现铜矿数量大幅下降.....	17
图表 30: 铜资本开支在 2015 年以后没有明显提升.....	18
图表 31: 铜企业勘探资本开始有所提高, 但短期内效果有限.....	18
图表 32: 国内铜需求结构, 建筑占比 15%左右.....	19
图表 33: 新能源汽车中铜用量提升较大.....	19
图表 34: 铜供需情况.....	19
图表 35: 中国央行黄金储备占比相对依然较低 (数据更新时间为 2024 年 4 月) .....	20

图表 36: 央行停止购金后, 伦敦金价格存在不同程度的走高 .....	20
图表 37: 央行停止购金后, 伦敦金价格存在不同程度的走高 .....	21
图表 38: 60 年代末的高赤字率击溃了布雷顿森林体系 .....	21
图表 39: 黄金与赤字率长期的同向关系 .....	21
图表 40: 美国财政支出预算估计 (单位: 十亿美元) .....	22
图表 41: 央行购金持续 .....	22
图表 42: 美元指数在高位, 但是美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平 .....	22
图表 43: 本轮上涨交易资金未入局, 降息后或加速涨势 .....	23
图表 44: 长期来看交易盘会在降息开始后入场 .....	23
图表 45: 非农服务业临时工就业同比连续为负, 或隐含经济在衰退 .....	23

# 1 中国唯一央企控股的黄金上市公司，业绩稳步提升

## 1.1 中国黄金第一股，多次并购实现飞跃

国内黄金矿业目前唯一一家央企控股的矿业上市公司，是中国黄金协会副会长单位。公司成立于2000年6月，由中国黄金集团的前身中国黄金总公司联合其他6家企业共同发起设立，2003年8月成功上市，被誉为“中国黄金第一股”。2005年，公司与新疆维吾尔自治区和布克赛尔自治县合作，以阔尔真阔腊项目为起点，组建新疆中金矿业。2007年完成再融资，以9家企业权益认购增发部分股票，2009年收购多家矿业100%股权，2019年公司购买中原冶炼厂、内蒙古矿业部分股权。2023年5月，中金黄金收购黄金集团莱州中金100%股权和集团对莱州中金的债权，由于莱州汇金保有黄金资源储量372吨，该股权收购大大提升了公司资源储量。截止2023年底，公司保有资源储量金金属量891.7吨，铜金属量216.2万吨，钼金属量45万吨，矿权面积达636.96平方公里。

图表1：公司发展历程

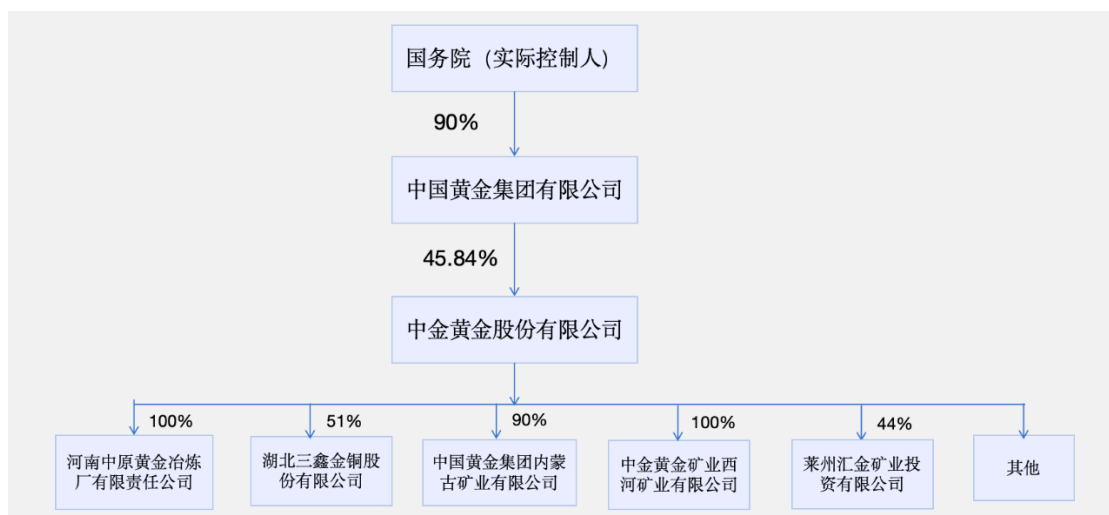


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 唯一央企控股上市公司

公司是国内唯一一家由央企控股的黄金上市公司，国务院国资委为实际控制人。中国黄金集团持有公司 45.84% 的股权，是公司的实际控制人。国务院持有中国黄金集团 90% 的股份，是中金黄金实际控制人。公司业务主要通过下属子公司展开，共有河南中原等 54 家子公司。

图表2：公司股权结构

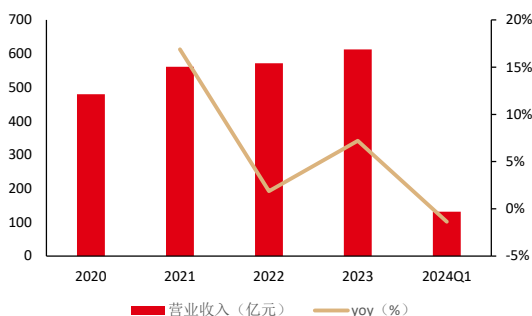


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

## 1.3 业绩稳定增长，金、铜贡献主要利润

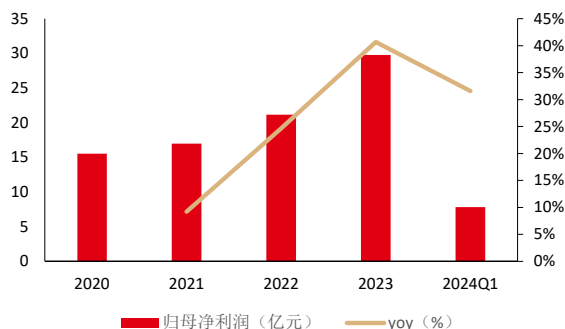
营收稳定增加，归母净利润自 2020 年收购内蒙古矿业后实现飞跃。2018-2023 年间，公司营业收入年度复合增长率为 12.20%，保持稳定增长态势。2018-2019 年黄金消费疲软，公司归母净利润水平较低，2020 年公司完成内蒙古矿业公司 90% 股权的收购及购买中原冶炼厂 61% 的股权，公司归母净利润实现大幅度飞跃，达到 15.55 亿，此后一直保持较快增长趋势。2023 年金价稳定上行，铜价保持稳健，公司实现营收 612.64 亿元，同比增长 7.2%，实现归母净利润 29.78 亿元，同比增长 40.67%（利润调整前数据）。

图表3：营业收入及增速



资料来源：IFNID，中邮证券研究所

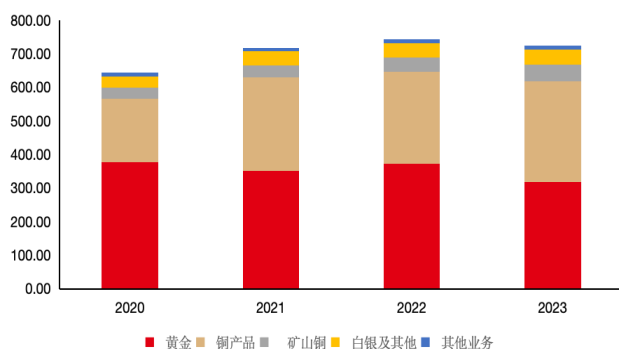
图表4：归母净利润及其增速（利润调整前数据）



资料来源：IFNID，中邮证券研究所

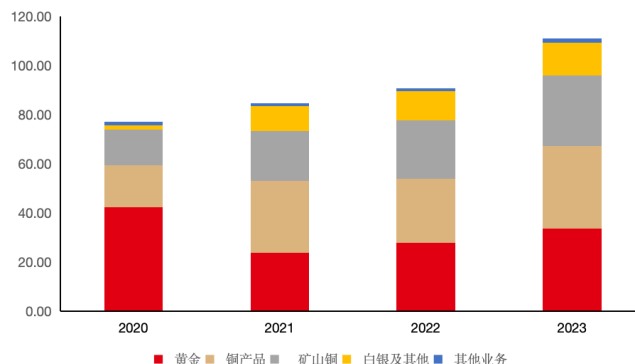
公司黄金产品和铜产品为公司主要营收和毛利来源。2023 年公司黄金产品营业收入为 318.36 亿元，毛利 33.48 亿元，毛利率 10.52%；公司铜产品营业收入为 298.89 亿元，毛利 33.83 亿元，毛利率 11.32%，其中矿山铜贡献的毛利为 28.57 亿元，毛利率为 57%。公司自 2020 年收购内蒙古矿业后公司铜业务占比持续提高，2023 年铜产品毛利同比上升 29.66%。

图表5：分产品营业收入（单位：亿元）



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

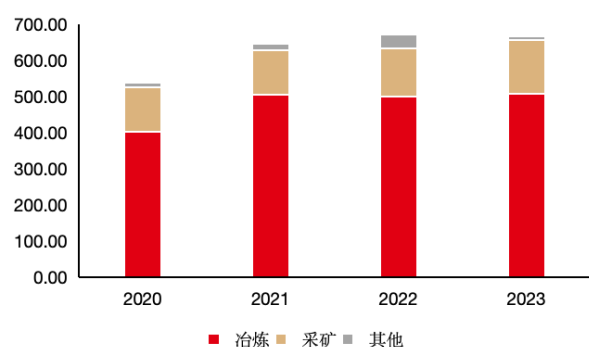
图表6：分产品毛利润（单位：亿元）



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

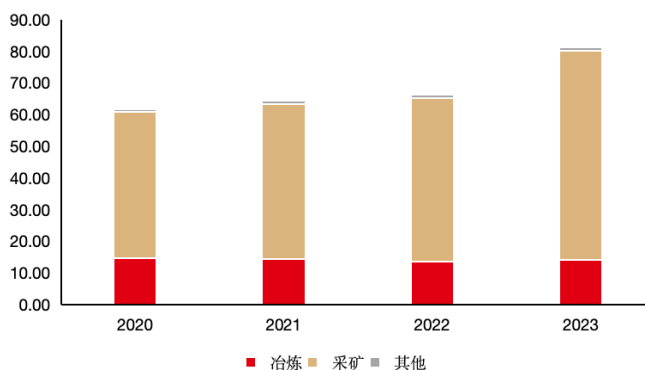
公司营业收入主要来源为冶炼业务，毛利主要来源为采矿业务。2023 年公司冶炼业务营业收入 507.41 亿元，不考虑抵消部分，占全年营业收入的 82.82%，贡献主要营收，毛利润为 14.15 亿元，毛利率 2.79%。采矿业务 2023 年营业收入 148.71 亿元，毛利润 65.92 亿元，毛利率 44.33%，毛利水平较高，且在 2018-2023 年间保持持续增长态势。

图表7：分行业营业收入（单位：亿元）



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

图表8：分行业毛利润（单位：亿元）



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

#### 1.4 三费水平控制良好，分红率较为稳定

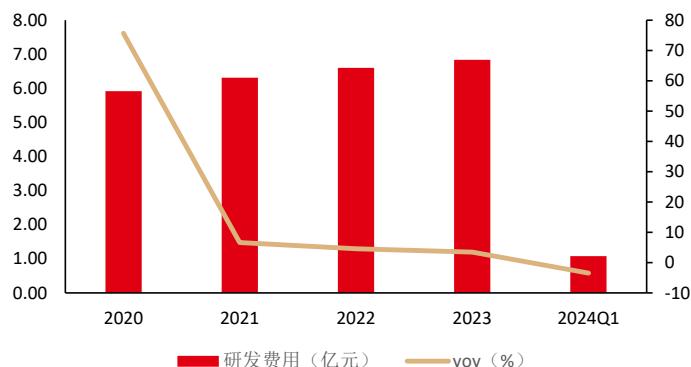
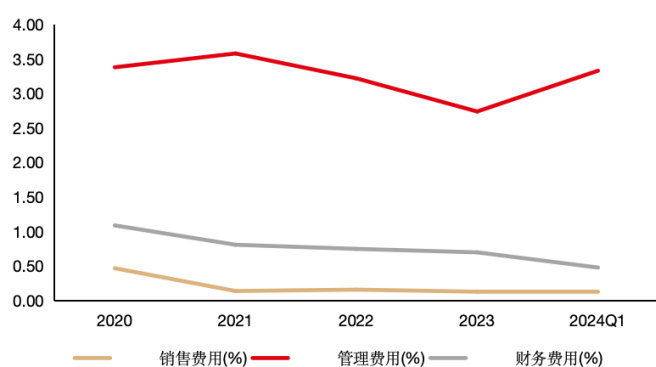
公司费用率管理水平持续提升，三费水平显著降低。2023 年公司管理费用为 16.76 亿元，同比下降 9.55%，主要系长期待摊费用减少，公司优化管理流程和提高运营效率，有效控制



各项管理成本。2023年销售费用为0.83亿元，同比下降7.54%，主要由于部分企业销售服务费减少，公司调整销售策略，优化销售结构，有效降低了销售成本。同时由于借款本金减少，公司2023年财务费用为4.39亿元，同比下降33.58%。

**公司持续加大研发投入，创新能力不断增强。**2018-2023年间公司研发投入持续增加，年复合增长率为19.75%。2023年公司研发费用为6.84亿元，同比增长3.49%。截至2023年底，7家企业通过两化融合贯标，3家企业完成数字化矿山建设，获得省部级或行业协会奖15项，获得授权专利137项，其中授权发明专利11项，保持科技创新优势。

**图表9：销售费用率、管理费用率、财务费用率变化情况**      **图表10：研发费用及同比增速**



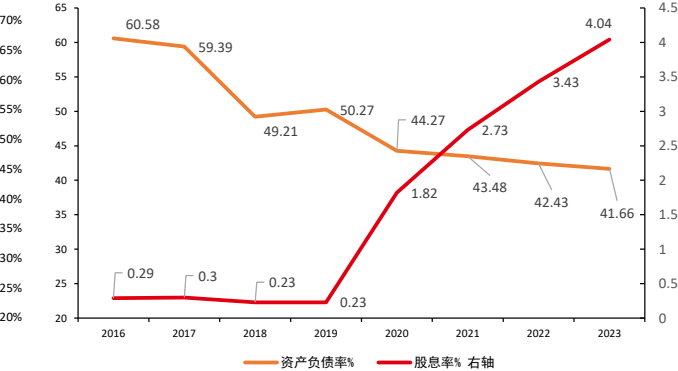
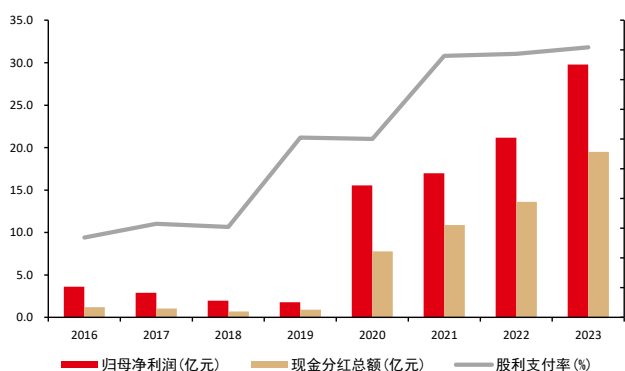
资料来源：IFIND，中邮证券研究所

资料来源：IFIND，中邮证券研究所

**公司坚持分红，资产负债水平保持良好，不断回报股东，彰显投资价值。**公司自上市以来坚持分红，在2020年完成中原冶炼厂增资和内蒙古矿业并购之后，公司利润迎来快速上涨，改善公司资产负债表，负债率一路下行，2023年末达到41.66%，同时公司在利润释放之后也逐步提升分红水平，回报投资者，2023年公司归母净利润实现29.78亿元，分红19.49亿元，分红率超过65%。

**图表11：2023年分红率达到65%以上**

**图表12：股息率逐步提升，彰显投资价值**



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 2 矿产+冶炼两翼齐飞，纱岭金矿是重要增量

### 2.1 背靠黄金集团，注入承诺提供丰厚资源增量

中金黄金背靠中国黄金集团，注入承诺提供丰厚资源增量。为解决黄金集团所属企业与中国黄金之间的同业竞争和关联交易问题，中国黄金集团承诺将下属企业黄金资源逐步注入中金黄金，黄金集团将下属企业分为三类：

**第一类为黄金集团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。凌源日兴、西和矿业已经完成注入，内蒙古金陶尚未完成全部注入。

**图表13：拟注入上市公司企业名单**

公司名称	持股比例	阶段	是否已注入中金黄金
内蒙古金陶股份有限公司	49.34%	生产	否
凌源日兴矿业有限公司	100%	生产	是
中国黄金集团西和矿业有限公司	100%	探矿	是

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**第二类为黄金集团拟通过转让等方式退出的企业，**该类企业资源枯竭、经营状况不良、权证难以规范。

**第三类为委托黄金集团孵化企业。**该类企业资源储量尚未探明、盈利状况尚不理想或权证有待规范，公司先委托黄金集团孵化，待条件成熟后再行注入。注入需满足：1、在产企业净资产收益率不低于本公司去年水平。2、在产企业财务内部收益率不低于 10%。若孵化企业一定时间内仍未达到注入标准，则不再注入中金黄金；黄金集团若将该企业转给中金黄金以外的第三方时，需征得中金黄金同意；如该企业后期达到注入标准，则中金黄金仍可要求黄金集团将其注入，黄金集团承诺将予以配合。

**图表14：委托集团孵化企业名单**

企业名称	成立时间	注册资本(万元)	经营业务	持股比例	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	钨钼矿采选	60.00%	基建期
凤山县宏益矿业有限责任公司	2001年	5459.237	金矿采选	85.10%	基建期
黔西南金龙黄金矿业有限责任公司	2002年	100	金矿采选	75.00%	生产期
吉林海沟黄金矿业有限责任公司	1995年	8000	金矿采选	96.00%	生产期
莱州中金黄金矿业有限公司	2013年	300	金矿采选	100.00%	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 万美元	金矿采选	18.00%	生产期
辽宁金凤黄金矿业有限责任公司	2001年	800	金矿采选	70.00%	生产期
河北大太阳金矿有限公司	1984年	5000	金矿采选	80.00%	生产期
云南黄金有限责任公司	2004年	17000	金矿采选	70.00%	生产期
会同县恒鑫矿业有限公司	2011年	500	金矿采选	100.00%	探矿期
会同县鑫发矿业有限公司	2011年	4050	金矿采选	51.00%	探矿期

甘肃金州矿业有限责任公司	2012年	15000	金矿采选	75.00%	探矿期
贵港市金地矿业有限责任公司	2006年	300	金矿采选	100.00%	生产期
金秀瑶族自治县茂源矿业开发有限公司	2013年	300	铜矿采选	100.00%	探矿期
会同县金龙矿业有限责任公司	2011年	6716.77	金矿采选	100.00%	探矿期
凤城市瑞锦矿业有限责任公司	2001年	1000	金矿采选	100.00%	生产期
贵州金兴黄金矿业有限责任公司	2003年	2705	金矿采选	64.99%	生产期
中国黄金集团湖南鑫瑞矿业有限责任公司	2011年	10050	金矿采选	80.00%	探矿期
辽宁天利金业有限责任公司	2003年	1000	金冶炼	70.00%	生产期

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.2 黄金业务：矿山资源丰富，收购莱州汇金实现飞跃

公司资源储量丰厚，截至2023年，公司自有矿山34座，共有28座黄金矿山。除了西和矿业和莱州汇金正在基建，陕西鑫元科工贸股份有限公司正在探矿转采矿，其余金矿均在产。2023年5月公司并购莱州中金，增储金金属量372吨，远超其余所有矿山资源量总和。其中，陕西鑫元科品位最高，为13.09克/吨。2023年江西金山矿业年产量最高，达1800.74千克，其次为辽宁排山楼，为1603.23千克，此外，内蒙古包头鑫达黄金矿业、河南金源黄金矿业、湖北三鑫金铜股份有限公司年产量均超过1200千克。

公司充分发挥资源优势，积极探矿增储，大力推进“资源生命线”战略。2023年，公司地质探矿累计投入资金2.12亿元，完成坑探工程6.5万米，钻探工程19.7万米，新增金金属量30.66吨、铜金属量13.35万吨。2023年全年公司完成矿业权延续25宗，新立探矿权1宗，整合采矿权3宗，共涉及矿权147.44平方公里。截止2023年底，公司保有资源储量金金属量891.7吨，铜金属量216.2万吨，钼金属量45万吨，矿权面积达636.96平方公里。

图表15：公司自有黄金矿山情况

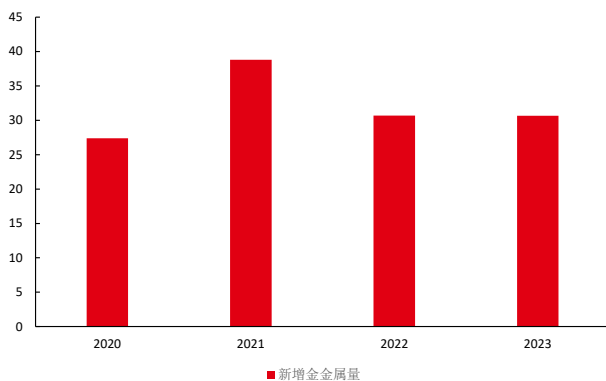
矿山名称	主要品种	资源量 (kg)	储量 (kg)	品位 (克/吨)	年产量 (kg)	剩余可开采年限
中国黄金集团夹皮沟矿业有限责任公司	金	8622	1384	8.31	760.66	4年
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	金	24147	13013	1.81	1603.23	13年
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	金	5433	986	5.91	750.18	15年
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	金	35706	2014	3.79	920.63	22年
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	金	24744	5368	2.37	1252.08	5年
中国黄金集团石湖矿业有限责任公司	金	7044	3670	4.75	402.43	15年
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	金	16948	4599	3.07	495.35	6年
河北金厂峪黄金矿业有限责任公司	金	16729	5943	2.34	309.76	18年
河北东梁黄金矿业有限责任公司	金	5285	1054	0.80	307.50	7年
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	金	16321	2292	3.30	630.15	6年
河南金源黄金矿业有限责任公司	金	48413	8419	1.53	1205.13	9年
嵩县金牛有限责任公司	金	62570	12553	1.45	1136.65	13年
嵩县前河矿业有限责任公司	金	6418	2226	2.64	401.01	13年
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	金	4239	722	3.71	898.21	5年
河南金渠黄金股份有限公司	金	6567	1967	5.61	491.40	5年
陕西太白黄金矿业有限责任公司	金	24186	2538	1.38	1107.60	20年

陕西略阳铀厂沟金矿	金	5085	227	2.58	93.42	8年
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	金	15366	6700	2.26	300.18	23年
陕西鑫元科工贸股份有限公司	金	6692	540	13.09	390.82	副产矿石，正在探转采
甘肃省天水李子金矿有限公司	金	7817	3198	5.90	903.39	8年
湖北三鑫金铜股份有限公司	金	33962	12008	1.98	1573.10	17年
湖北鸡笼山黄金矿业有限责任公司	金	1112	959	0.85	97.28	6年
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	35171	8514	2.52	1800.74	15年
凌源日兴矿业有限公司	金	9908	3110	3.71	526.10	6年
安徽太平矿业有限公司	金	8193	61	0.86	100.74	27年
中国黄金集团西和矿业有限公司	金	4192		2.54		正在基建
莱州汇金矿业投资有限公司	金	372060		2.77		正在基建

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

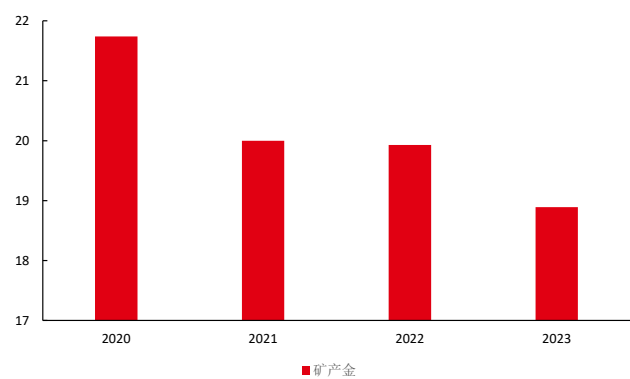
增储水平较为稳定，矿产金产量有所下降。公司2023年新增金金属量为30.66吨，同时通过并购莱州中金，新增金属量372吨。2023年全年生产矿产金18.89吨，相比于2022年减少1.04吨，同比下降5.22%。

图表16：公司新增金金属量（单位：吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表17：公司矿产金产量（单位：吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司于2023年一季度以4.75亿元收购内蒙金陶股份有限公司39%的股权。目前公司持有内蒙古金陶39%的股份，暂未并表；母公司中国黄金集团持有49.34%的股份。

内蒙古金陶旗下的金厂沟梁金矿和二道沟金矿均为在产矿山，稳定释放利润。

金厂沟梁金矿已查明矿石量488万吨，黄金金属量61.39吨；剩余资源矿石量86万吨，金金属量10.09吨。金矿于2018年5月获得采矿许可证，设计生产能力28.5万吨/年，实际生产能力为28.5万吨/年，选矿处理能力为27万吨/年。

二道沟金矿于2021年11月获得采矿许可证，矿区面积1.83平方公里，已探明矿石量133万吨，金金属量10.93吨；剩余矿石储量74万吨，黄金金属量3.72吨。矿山设计生产能力、实际生产能力和选矿处理能力均为16.5万吨/年。2024年预计黄金入选品位为2.95g/t。

矿区持续发力生态环境建设，充分利用资源。矿区产生的废石100%用于井下采矿空区充填，近三年来废石利用率达63.54%以上；卡滚去投资1281万元建立308米截渗坝，实现尾矿

库水 100%利用。矿厂 2024 年将持续开展地质环境治理和土地复垦工作，预计投入资金 11.38 万元，计划采矿量 13 万吨，选厂处理矿石量 13 万吨。设计回采率 92%，矿石贫化率 49%，产品方案为重选精矿和浮选精矿。

图表18：内蒙金陶主要矿山情况

矿山名称	实际产能（万吨/年）	开采回采率	矿石贫化率	选矿回收率	剩余年限
金厂沟梁金矿	28.5	96.18%	22.88%	97.00%	5.05 年
二道沟金矿	16.5	95.34%	19.80%	94.46%	7.53 年

资料来源：敖汉旗自然资源局，中邮证券研究所

收购纱岭金矿，产量有望快速释放。公司 2023 年 5 月收购莱州中金 100%股权，大幅提升公司黄金资源储备。为进一步推进黄金集团为解决同业竞争的承诺，公司收购控股股东中国黄金集团持有的莱州中金黄金 100%的股权和黄金集团对莱州中金的债权，交易总额为 48.6 亿元。其中，莱州中金 100%股权交易价格为 614.42 万元，黄金集团对莱州中金的债权交易价格为 48.54 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。纱岭金矿金资源量为 372 吨，生产规模设计 396 万吨/年。矿区位于莱州市北东部，与莱州市区直线距离约 27km。区域地层简单，断裂构造发育，岩浆岩广布，矿产以岩金为主，已探明的特大型金矿床 8 处，大型金矿床 5 处，中小型金矿床 25 处。纱岭金矿设计生产能力首采区 396 万吨/年，后期采区 198 万吨/年。2020 年 11 月，山东省首次向矿区颁发采矿许可证（有效期为 2020 年 11 月 16 日至 2035 年 11 月 16 日）。

纱岭金矿资源储量丰富，预计 2025 年底投产。莱州汇金保有资源量矿石量 13411.35 万吨，金金属量 372 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；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；伴生银金属量 232 吨，平均品位 2.60 克/吨。莱州汇金为在建矿山，目前四条千米竖井已全部实现落底，地表工程顺利开工，预计 2025 年底投产。纱岭金矿不但给公司带来显著的黄金产量增速，其较高的品位置和较大的规模也有望降低黄金生产成本，促进公司业绩的进一步释放。

图表19：莱州汇金矿山情况

资源种类	矿石量（万吨）	金属量（kg）	平均品位（克/吨）
主矿产金	13411.35	372060	2.77
工业资源量	8997.08	309061	3.44
低品位金	4414.27	62999	1.43
伴生银	8925.68	232021	2.60
伴生硫	155.07	12100	2.71%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.3 铜钼业务：内蒙古矿业贡献主要利润

内蒙古矿业和湖北三鑫贡献主要矿山铜产量。截至 2023 年，公司保有 4 座铜矿山，1 座钼矿山。其中，内蒙古矿业资源量、储量、年产量均最多，2023 年产量为 62000 吨。其次为湖北三鑫，年产量达 15537 吨，两座矿山贡献主要矿山铜产量。内蒙古矿业为铜钼矿山，2023 年伴生钼产量为 6330 吨。

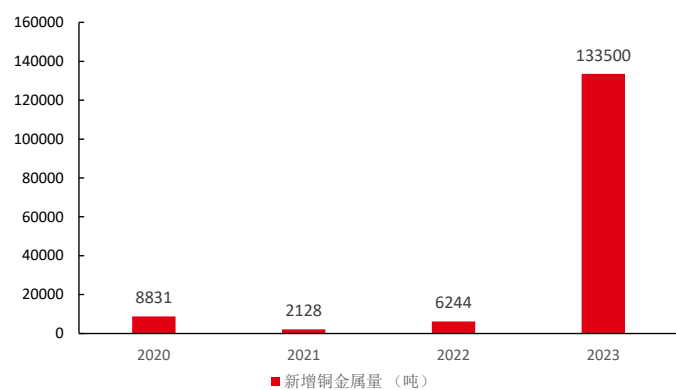
图表20：公司自有铜、钼矿山情况

矿山名称	主要品种	资源量 (吨)	储量 (吨)	品位	年产量 (吨)	剩余可开采年限
湖北三鑫金铜股份有限公司	铜	297434	118262	1.74%	15537	17 年
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	铜	9847	8269	0.72%	1017	6 年
安徽太平矿业有限公司	铜	32714	455	0.63%	430	27 年
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	铜	1820335	348547	0.14%	62000	34 年
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钼	451239	53360	0.03%	6330	34 年

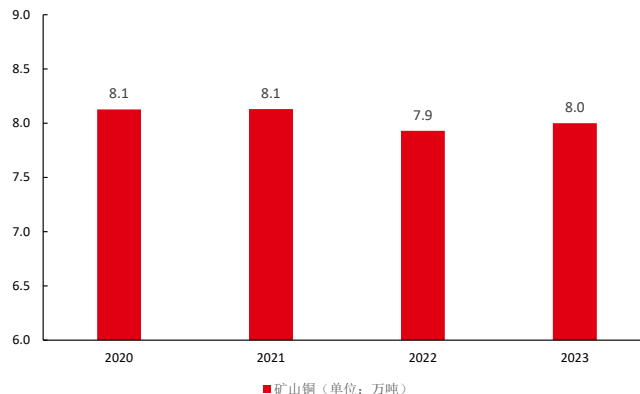
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2023 年公司矿产铜产量略有上升，铜储量略有提升。公司 2023 年矿山铜产量为 8 万吨，保持了相对稳定；同时 2023 年公司积极增储，新增铜储量 13.35 万吨。

图表21：新增铜储量



图表22：矿山铜产量

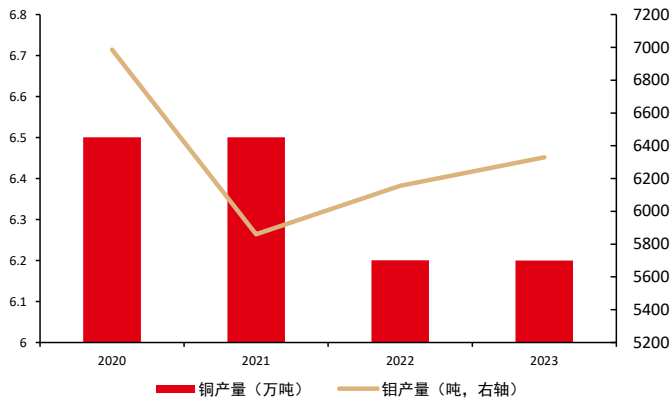


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

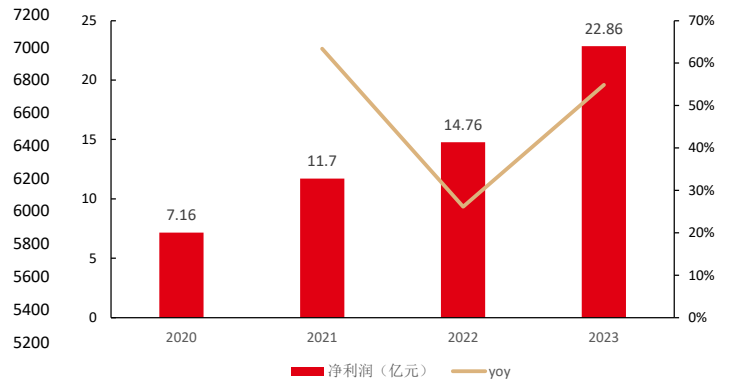
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司持有内蒙古矿业 90% 股权，2023 年贡献 22.86 亿净利润。内蒙古矿业主要从事有色金属矿探、采选、矿产资源投资等业务，产品主要包括铜精粉、钼精粉等，重点开发建设乌努格吐山铜钼矿项目。矿区距离满洲里市中心 22 公里，矿区范围 27.93 公里，乌努格吐山铜钼矿为我国第四大铜钼伴生矿床。截至 2023 年底，内蒙古矿业铜资源量 182.03 万吨，储量 34.85 万吨，平均品位 0.14%；钼资源量 45.12 万吨，储量 5.34 万吨，平均品位 0.03%。

2023 年内蒙古矿业净利润表现良好，在建废石项目可进一步提升铜产量。2023 年铜产量 6.2 万吨，钼产量 0.63 万吨，内蒙古矿业净利润达 22.86 亿元，同比增长 54.88%。公司正在实施和计划项目投资建设与技术改造工程，推进低铜废石综合利用项目，预计完成后每年新增 8000 吨铜产量。

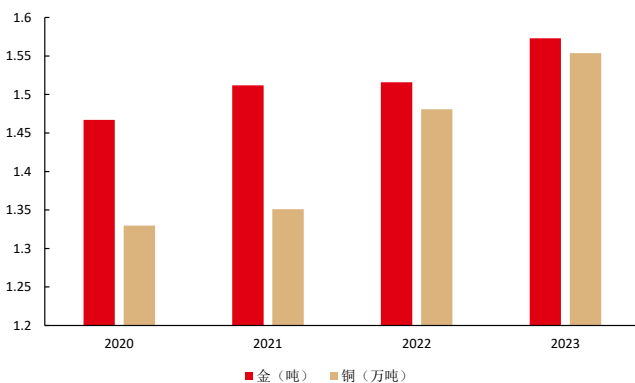
**图表23：内蒙古矿业铜、钼产量**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

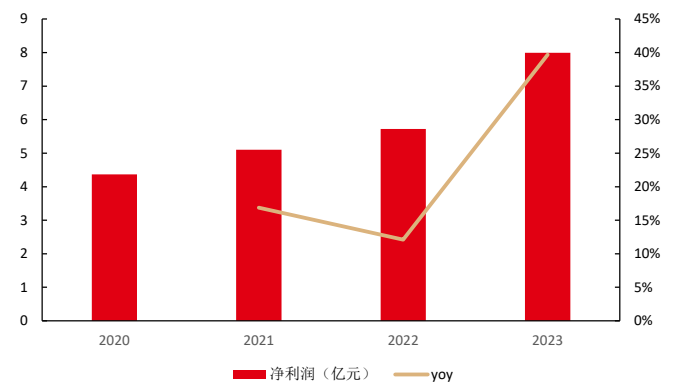
**图表24：内蒙古矿业净利润及增速**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司持有湖北三鑫51%的股权。湖北三鑫以采选金铜矿为主业，开采方式为竖井延伸开拓，主要产品有金铜精矿、铁精矿等。截至2023年底，公司有铜资源储量29.74万吨，储量11.83万吨，平均品位1.74%。2023年铜产量1.55万吨，金产量1.57吨，净利润7.993亿元，同比增速39.69%。

**图表25：湖北三鑫金、铜产量**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表26：湖北三鑫净利润及其增速**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

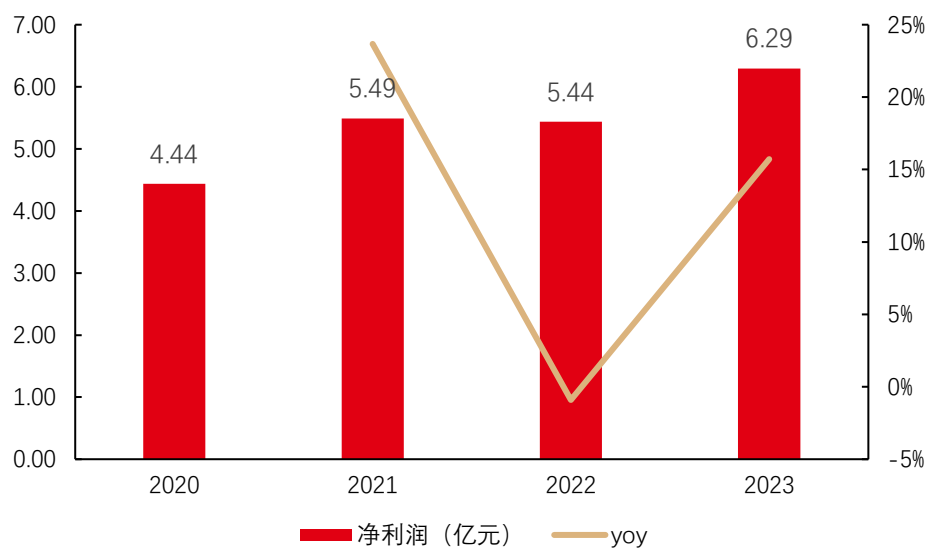
## 2.4 中原冶炼厂：技术业内领先，稳定贡献利润

中原冶炼厂是中金黄金全资子公司，也是国内先进的金铜冶炼、黄金精炼加工企业。2018年，中金黄金引入国新资产、国新央企基金、中鑫基金、东富国创和农银投资等以现金及债权方式向中原冶炼厂进行增资（共计46亿元），优化了资产负债结构。

中原冶炼厂区位于三门峡高新技术产业开发区（三门峡城乡一体化示范区），占地2000余亩，总投资103亿元，年处理金铜精矿150万吨，综合回收金、银、铜、硫、镍、硒、碲、铼、铂、钯等有色金属，年产冶炼黄金30吨，白银350吨，电解铜35万吨，硫酸130万吨。

中原冶炼厂不断加大创新投入，冶炼工艺先进。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”集成旋浮吹炼技术，拥有世界最大的底吹熔炼炉，国内最大的制酸装置，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优势。冶炼厂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。中原冶炼厂净利润平稳上升，2023年净利润达到6.3亿元，同比增长15.73%。

图表27：中原冶炼厂净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所



### 3 铜金大时代来临，价格持续高位有望稳定估值

在铜金价格稳定上行的大时代下，中金黄金有望凭借其优质的资源储备、强大的股东背景以及优异的运营能力脱颖而出。

#### 3.1 铜：资源壁垒造就中枢价格逐渐提升

铜受困于资源禀赋以及资本开支的下降，产量增速本就处于下行的区间，同时伴随着资源民族主义的抬头，铜的产量在最近两年内常常不及市场预期，未来的供需结构有望持续好转。尽管历史上，铜价在美联储降息的过程中，随着通胀预期的下行难有较为可观的表现，但是我们认为铜相对健康的供需平衡表有望使得铜价维持在较高的位置，从而支撑铜矿股估值趋于稳定。

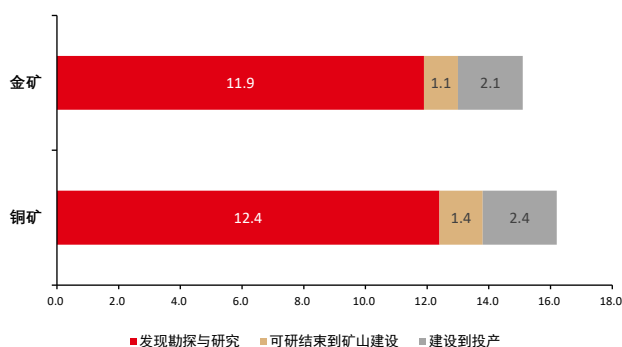
##### 1、长期的资本开支不足、资源禀赋下滑以及资源民族主义使得铜供给边际放缓

矿山开采周期较长，根据 S&P Global Market Intelligence，铜矿从发现到投产需要 16 年以上的周期，其中勘探平均需要 12.4 年、可研到建设需要 1.4 年，建设到投产需要 2.4 年，总体周期相较于金矿更长。短期内即使铜价提升，供应端依然存在一定刚性，铜矿短期内难以有较为可观的释放量。

铜企业的资本开支来看，2021 年的铜牛阶段并未出现明显的提升，对应 2.4 年的建设投产时间，目前的产量增速可能已经位于高位。从铜企业的勘探资本来看，尽管 2020 年开始见底，2023 年提升至 3.12 亿美金，但是由于勘探到投产的长达 16 年的周期，资源禀赋下降使得未来的铜矿勘探难度增大，从 2017 年开始，全球没有新发现大规模的铜矿资源，体现出资源禀赋的制约已经开始逐渐显现。虽然短期内的影响较为有限，但是长期来看，铜的供给增速下滑的逻辑确定性在不断增强。

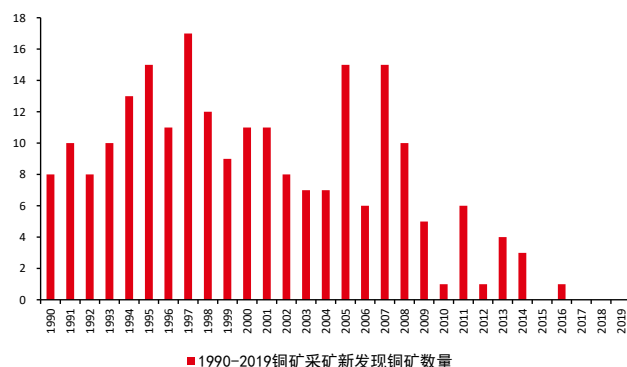
世界大变局，资源民族主义抬头。2023 年 11 月第一量子旗下的巴拿马 Cobre Panama 铜矿因为违宪而停产（该矿年产量达 35 万吨，占全球铜产量的 1.5% 左右）。截至目前仍未复产。

图表28：铜矿从发现到投产平均经历 16 年以上

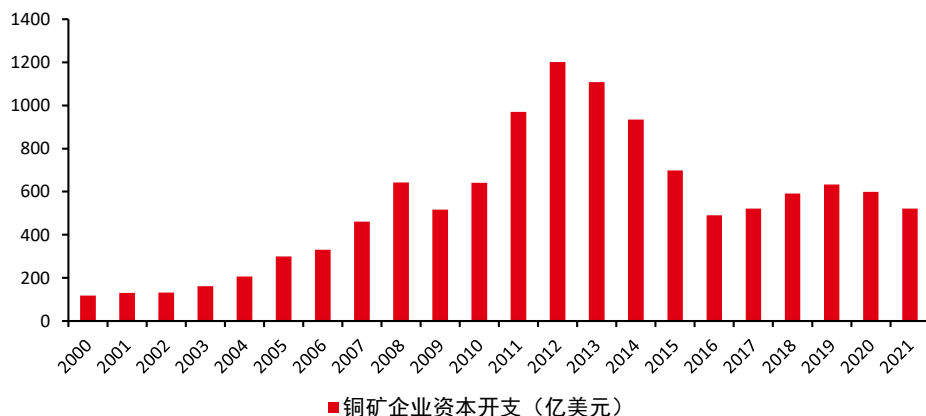


资料来源：S&P Global，中邮证券研究所

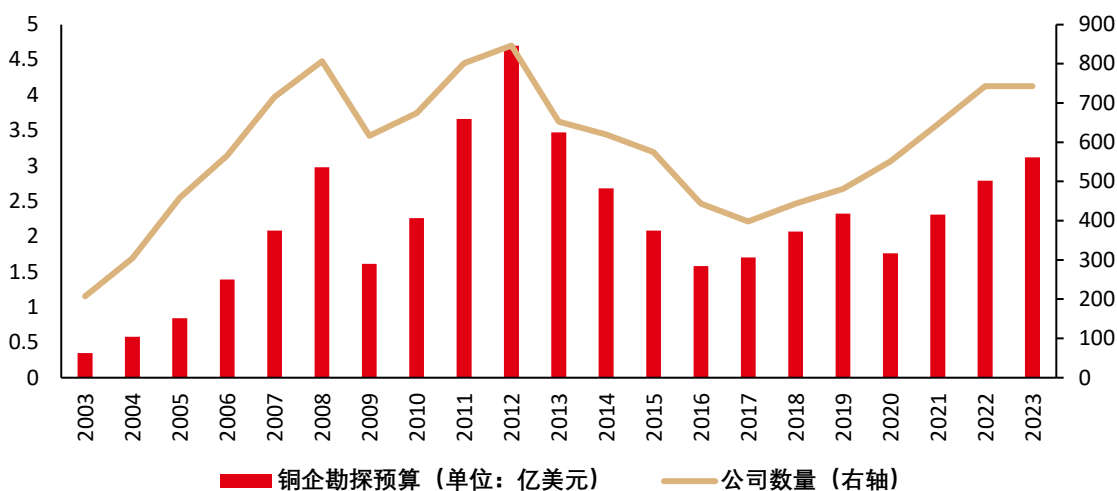
图表29：资源禀赋下滑，新发现铜矿数量大幅下降



资料来源：S&P Global，中邮证券研究所

**图表30：铜资本开支在 2015 年以后没有明显提升**


资料来源：彭博，中邮证券研究所

**图表31：铜企业勘探资本开始有所提高，但短期内效果有限**


资料来源：S&P Global，中邮证券研究所

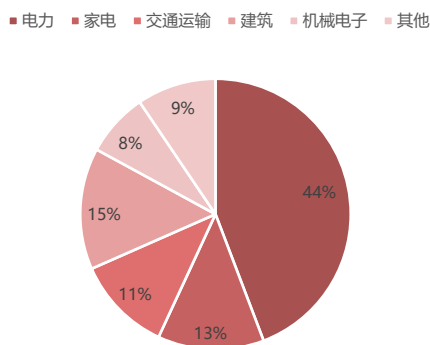
## 2、供需情况转好，2024 年后铜供给增速下行

铜的需求结构中，中国占比超过 60%，同时房地产占比相对较小，中国需求中的建筑占比仅有 15%，相关性相对较小，而与电力以及制造业的相关性更大，因此无需担忧地产下行压力给铜价带来过大的影响。

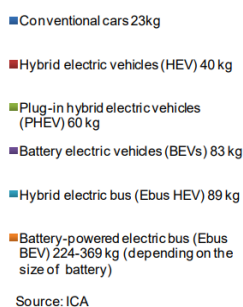
铜供给受到第一量子旗下矿山违宪影响，截至目前仍未复产。2023 年 11 月第一量子旗下的巴拿马 Cobre Panama 铜矿因为违宪而停产（该矿年产量达 35 万吨，占全球铜产量的 1.5% 左右）。

需求方面，随着新能源大趋势下铜用量大增，预计 2024 年-2026 年铜都会保持相对的紧平衡状态。铜价高位得到了充分的基本面支撑。

铜的需求结构中，中国占比超过 60%，同时房地产占比相对较小，中国需求中的建筑占比仅有 15%，相关性相对较小，而与电力以及制造业的相关性更大，因此无需担忧地产下行压力给铜价带来过大的影响。

**图表32：国内铜需求结构，建筑占比 15%左右**


资料来源：SMM，中邮证券研究所

**图表33：新能源汽车中铜用量提升较大**
**Copper Use in EVs**


Source: ICA

资料来源：ICSG，中邮证券研究所

**图表34：铜供需情况**

	单位	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E
中国需求	万吨	1476	1568	1591	1668	1696	1738	1772	1808
中国YoY	%		6.27%	1.43%	4.89%	1.63%	2.50%	1.96%	2.04%
中国占比	%	59.15%	62.20%	61.58%	62.70%	62.62%	62.66%	62.59%	62.53%
海外需求	万吨	1019.1	952.9	992.4	992.4	1012.2	1035.5	1059.3	1083.7
海外YOY	%		-6.50%	4.15%	0.00%	2.00%	2.30%	2.30%	2.30%
全球需求	万吨	2495	2521	2583	2661	2708	2774	2831	2892
全球YOY	%		1.05%	2.46%	3.01%	1.77%	2.42%	2.09%	2.14%
全球原生铜供给	万吨	2081	2079	2115	2192	2236	2280	2324	2368
全球原生铜YOY	%		-0.12%	1.76%	3.64%	2.01%	1.97%	1.93%	1.89%
全球再生铜供给	万吨	384	415	415	449	470	480	490	500
全球再生铜YOY	%		7.96%	0.10%	8.09%	4.70%	2.13%	2.08%	2.04%
总供给	万吨	2466	2494	2531	2641	2706	2760	2814	2868
总供给YoY	%		1.14%	1.48%	4.37%	2.46%	2.00%	1.96%	1.92%
供需平衡	万吨	-29	-28	-52	-20	-2	-13	-17	-24

资料来源：SMM，ICSG，Wind，中邮证券研究所

### 3.2 金：上行趋势不改，黄金大时代来临

黄金大时代来临，上行趋势可能延续。2024 年黄金虽然已经录得较大的涨幅，但是我们认为本轮的上涨还未结束，影响黄金价格的本质是美国政府的赤字率，随着美国经济的逐渐转弱，以及全球地缘政治局面的紧张，我们认为美国赤字率的上行趋势可能带动黄金的继续上涨。详细行业观点见我们之前发布的《贵金属八问八答：黄金牛市或还将继续》。

#### 1、央行购金预计长期持续，中国央行暂停购金为暂时扰动

2024 年 5 月和 6 月，中国央行停止购金引发了黄金市场的波动，我们认为该因素为短期扰动。

从长期来看，中国目前的外汇储备中，黄金占比为 5%左右，相比美国、德国以及其他欧洲国家依然有较大的差距，未来继续购入黄金的空间依然较大。

图表35：中国央行黄金储备占比相对依然较低（数据更新时间为 2024 年 4 月）

国家	黄金储备（吨）	外汇储备占比
美国	8,133.5	72.3%
德国	3,351.9	71.6%
IMF	2,814.0	-
意大利	2,451.8	68.6%
法国	2,437.0	69.8%
俄罗斯	2,335.9	29.1%
中国大陆	2,264.3	4.9%
瑞士	1,040.0	8.7%
日本	846.0	4.9%
印度	827.7	9.5%

资料来源：世界黄金协会，中邮证券研究所

图表36：央行停止购金后，伦敦金价格存在不同程度的走高



资料来源：Wind，中邮证券研究所

历史上来看，中国央行停止购金后往往伴随黄金价格的趋势性上涨，而并非市场担忧的行情转向。从历史上来看，中国央行对于黄金的择时胜率非常高，在2002年、2009年、2019年以及2022年，在中国央行停止增持黄金之后，金价都有不同程度的趋势性上涨行情，因此可以在一定程度上把中国央行的增持黄金看作是“抄底”。

央行暂停购金的原因在于价格敏感性。央行在购入黄金时在一定程度上会考虑黄金的价格，2024年黄金价格上涨幅度较大，创出历史新高。在金价连创新高后，买盘会存在一定的价格敏感性，从而央行购金出现了阶段性的减弱。

图表37：央行停止购金后，伦敦金价格存在不同程度的走高

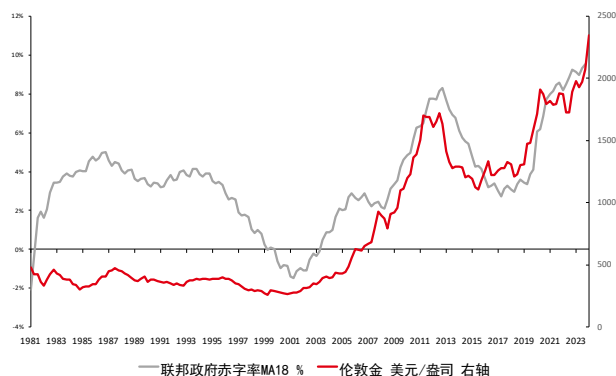
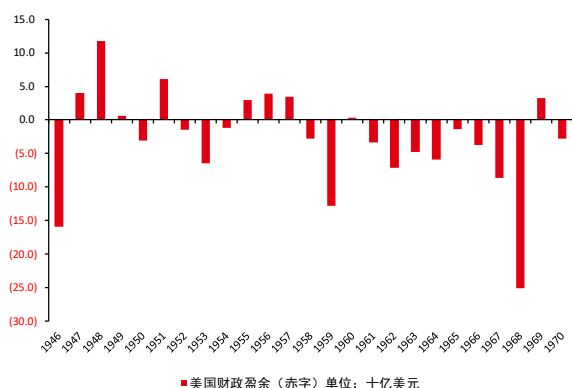
央行停止购金月	本次累计购金量(吨)	停止购金后六个月伦敦金价格涨跌幅
2019-10	106	16.76%
2016-11	788	9.51%
2009-05	454	19.68%
2003-01	100	0.22%
2002-01	106	4.99%
<b>2024-05</b>	<b>316</b>	<b>?</b>

资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 2、美国信用货币体系式微，赤字率上行

黄金从长期来看，与美国的赤字率强相关。尽管黄金早已不作为法币存在，但是其特有的货币属性可以认为是信用货币的一面“照妖镜”，信用货币背后的支撑即为政府信用，政府信用的可视形式即为赤字率。赤字率越高隐含其信用越弱，例如60年代美国在越南战争和“伟大社会”的进程下赤字率飙升，1968年美国联邦政府赤字达到了251亿美元，较1年前上涨了2倍，引发了各国开始挤兑黄金，而尼克松总统于1971年单方面宣布放弃金本位，不予兑换黄金，最终布雷顿森林体系崩溃。现如今虽然已不再是布雷顿森林体系，但是各国在储备资产方面依然考虑信用因素，抬升的美国赤字率会使得央行减少美元资产储备，转而使得黄金需求提升，最终造成黄金和赤字率同向关系。黄金和赤字率的关系较为稳固，在实际利率大幅下行的80和90年代，黄金的下跌可以用赤字率的下行来解释，而实际利率的传统框架似乎曾经就不存在。

图表38：60年代末的高赤字率击溃了布雷顿森林体系 图表39：黄金与赤字率长期的同向关系

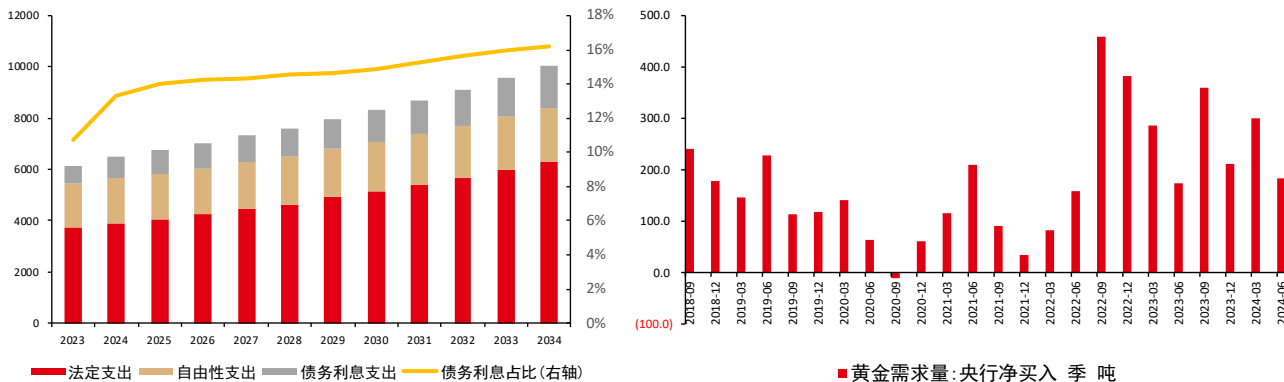


资料来源：美国财政部，中邮证券研究所

资料来源：IFIND，中邮证券研究所

诚然，目前巴以冲突为黄金带来了避险属性端的利好，但从更深远的层次来说，美国在中东控制力的减弱削弱了美国信用货币体系。近年来，随着俄乌战争、巴以冲突等事件的影响，以及美国长期高赤字和逆全球化的倒行逆施，美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平。而这也解释了为何各国央行持续不断的购入黄金。

图表40：美国财政支出预算估计（单位：十亿美元） 图表41：央行购金持续

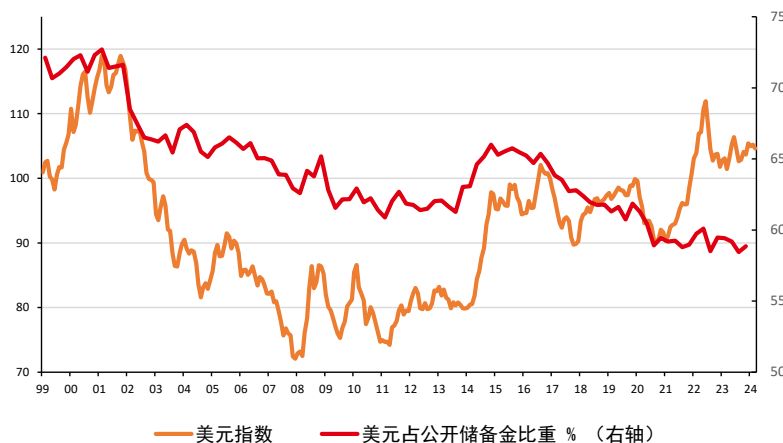


资料来源：CBO, 中邮证券研究所

资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

而目前美元资产的吸引力逐渐降低，对应美元占全球外汇储备的比重降低，这意味着美国财政部必须依靠更高的利率从而吸引国际投资者。而高利率无疑是一把双刃剑，一方面较高的利率可以加大美债的吸引力，从而帮助其获得外部融资，但是另一方面高成本的国债也无疑加大了财政支出的压力，从而造成赤字率的不断提升，最终侵蚀美债和美元资产的信用。根据美国财政预算办公室的预测，美国财政中债务利息占比在未来十年会不断提升，预计 2034 年超过总体预算支出的 16%，如果考虑美国由于二次通胀的担忧从而使得降息节奏低于预期，这一比重可能还会继续提升，在法定支出刚性，自由性支出（国防支出为主）由于地缘政治不稳而难以下行的局面下，我们预计美国整体的赤字率水平会高于预期。

图表42：美元指数在高位，但是美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平



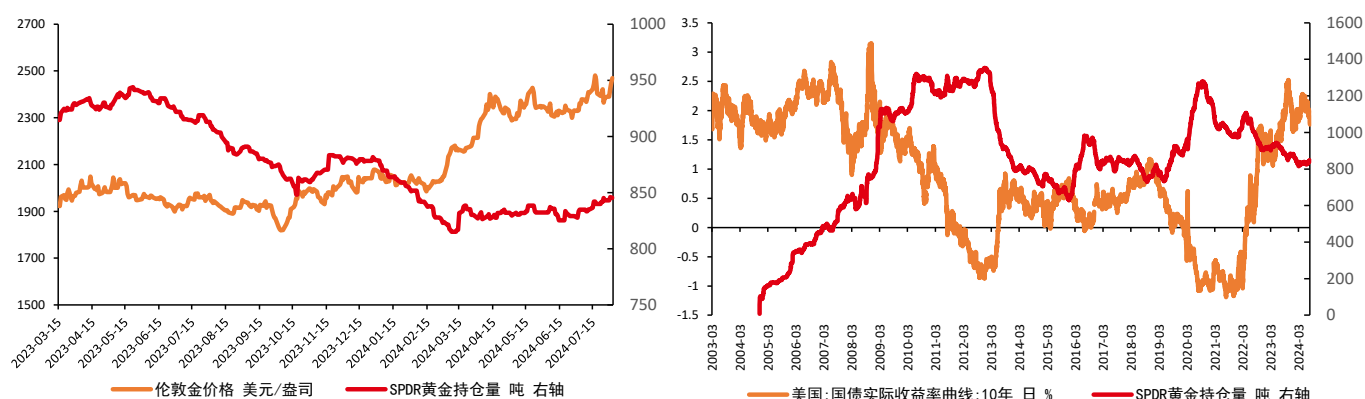
资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

### 3、降息周期有望开启，交易盘入场有望加速黄金涨势

美国经济的复苏程度难以确认，根据美国非农临时工这一数据来看（由于裁员先裁临时工，这一数据在过去以较为敏感的捕捉美国经济的下行趋势），临时工就业同比目前连续十九个月为负，且绝对数值也在不断下降，2024年6月为266.65万人，是2020年12月以来的最低值，因此我们认为美国经济的风险可能在酝酿，美国实质性降息的行为出现可能会使得交易资金快速入场，从而加速黄金涨幅。

交易盘入场实际需要等待降息的确认，目前对实际利率敏感的交易型资金还未入场，甚至为负贡献。24年黄金大涨的局面下，全球最大的黄金ETF基金——SPDR的持仓量并未有上涨的情况发生，反而相比2024年初（大涨前）的持仓量却有所下降，说明利率敏感型资金在本轮黄金上涨中参与和贡献为负。从历史上看，SPDR的入场一般在实际利率出现确定性下移之后，因此我们认为若后续美国货币政策出现转向，SPDR为代表的交易盘入场，可能会加速本轮黄金的上涨势能。

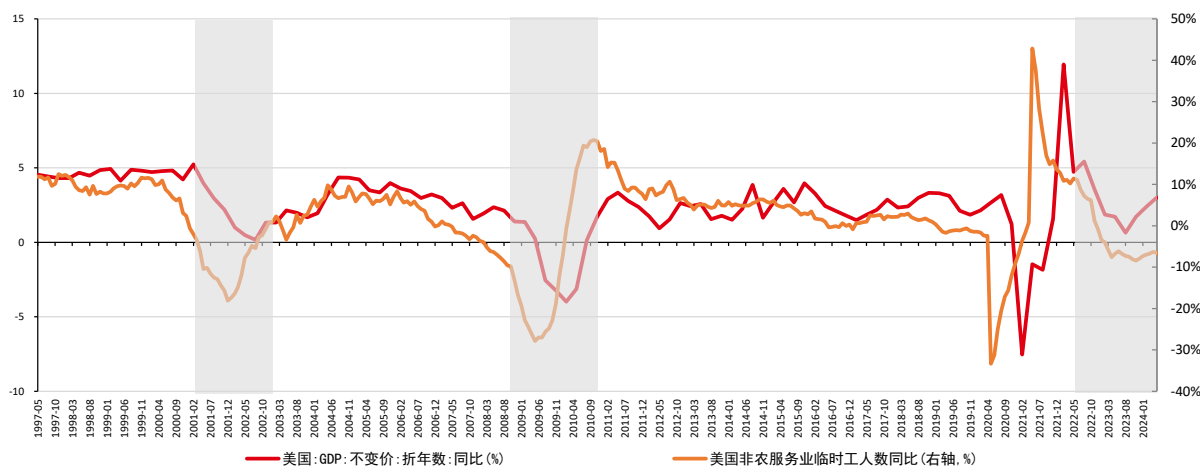
图表43：本轮上涨交易资金未入局，降息后或加速涨势      图表44：长期来看交易盘会在降息开始后入场



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

图表45：非农服务业临时工就业同比连续为负，或隐含经济在衰退



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

我们预计 2024-2026 年，随着金铜价格持续强势，纱岭金矿逐渐投产爬坡释放利润，预计中金黄金营业收入为 672.30/692.27/718.90 亿元，YOY 为 9.74%/2.97%/3.85%，归母净利润为 37.20/41.62/47.52 亿元，YOY 24.91%/11.88%/14.19%，对应 PE 为 20.21/18.07/15.82，维持“买入”评级。

## 5 风险提示

公司项目进度不及预期，公司生产成本超预期上行，铜金价格大幅下跌等。



**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	61264	67230	69227	71890	营业收入	7.2%	9.7%	3.0%	3.8%
营业成本	53131	57983	59019	60419	营业利润	57.4%	22.3%	14.8%	17.2%
税金及附加	932	1029	1059	1100	归属于母公司净利润	57.1%	24.9%	11.9%	14.2%
销售费用	83	87	90	93	<b>获利能力</b>				
管理费用	1676	1681	1731	1797	毛利率	13.3%	13.8%	14.7%	16.0%
研发费用	684	740	761	791	净利率	4.9%	5.5%	6.0%	6.6%
财务费用	429	368	393	414	ROE	11.5%	13.6%	14.3%	15.3%
资产减值损失	-258	-250	-300	-350	ROIC	8.8%	9.4%	9.5%	9.9%
<b>营业利润</b>	<b>4399</b>	<b>5380</b>	<b>6174</b>	<b>7239</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	28	200	200	200	资产负债率	41.7%	43.6%	44.7%	45.4%
营业外支出	122	180	180	180	流动比率	1.37	1.64	1.94	2.26
<b>利润总额</b>	<b>4305</b>	<b>5400</b>	<b>6194</b>	<b>7259</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	688	864	1053	1234	应收账款周转率	1004.30	1003.98	961.23	965.25
<b>净利润</b>	<b>3617</b>	<b>4536</b>	<b>5141</b>	<b>6025</b>	存货周转率	5.32	5.93	6.09	6.19
归母净利润	2978	3720	4162	4752	总资产周转率	1.13	1.21	1.12	1.06
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.61</b>	<b>0.77</b>	<b>0.86</b>	<b>0.98</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.61	0.77	0.86	0.98
货币资金	8320	13552	18936	24901	每股净资产	5.34	5.65	6.01	6.42
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	65	73	75	78	PE	25.25	20.21	18.07	15.82
预付款项	603	754	767	785	PB	2.90	2.74	2.58	2.41
存货	11399	11274	11476	11748	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>20831</b>	<b>26137</b>	<b>31767</b>	<b>38057</b>	净利润	3617	4536	5141	6025
固定资产	14239	14437	14636	14818	折旧和摊销	2140	1439	1512	1585
在建工程	2187	2550	2840	3072	营运资本变动	134	386	-115	-156
无形资产	10132	10132	10132	10132	其他	532	554	734	903
<b>非流动资产合计</b>	<b>31849</b>	<b>32416</b>	<b>32934</b>	<b>33379</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6423</b>	<b>6915</b>	<b>7271</b>	<b>8357</b>
<b>资产总计</b>	<b>52680</b>	<b>58553</b>	<b>64702</b>	<b>71436</b>	资本开支	-1574	-1960	-1960	-1960
短期借款	8505	8805	9105	9405	其他	-114	147	160	170
应付票据及应付账款	3153	3382	3443	3524	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1688</b>	<b>-1813</b>	<b>-1800</b>	<b>-1790</b>
其他流动负债	3598	3751	3821	3908	股权融资	490	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>15256</b>	<b>15938</b>	<b>16369</b>	<b>16838</b>	债务融资	-4366	3159	3300	3300
其他	6688	9565	12565	15565	其他	-2232	-3028	-3387	-3902
<b>非流动负债合计</b>	<b>6688</b>	<b>9565</b>	<b>12565</b>	<b>15565</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-6108</b>	<b>131</b>	<b>-87</b>	<b>-602</b>
<b>负债合计</b>	<b>21944</b>	<b>25503</b>	<b>28934</b>	<b>32403</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-1471</b>	<b>5233</b>	<b>5384</b>	<b>5965</b>
股本	4847	4847	4847	4847					
资本公积金	9301	9301	9301	9301					
未分配利润	9038	10016	11130	12410					
少数股东权益	4827	5643	6623	7896					
其他	2722	3243	3867	4580					
<b>所有者权益合计</b>	<b>30736</b>	<b>33050</b>	<b>35768</b>	<b>39034</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>52680</b>	<b>58553</b>	<b>64702</b>	<b>71436</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048