

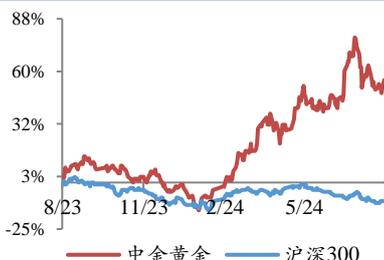
依托黄金央企，金铜双翼齐飞

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-08-20

收盘价 (元)	15.46
近 12 个月最高/最低 (元)	18.65/8.52
总股本 (百万股)	4,847
流通股本 (百万股)	4,847
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	749
流通市值 (亿元)	749

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 央企控股、资源禀赋优质的黄金领军企业

中金黄金由央企中国黄金集团发起设立，是集团公司发展黄金矿业主业的主要平台，目前已形成黄金科研、开采、冶炼、加工、消费流通等完整的产业链。2019 年公司收购内蒙古矿业，增储优质铜钼矿，盈利加持铜钼业赛道，截至 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。公司 2023 年营业收入/归母净利润分别为 612.64/29.78 亿元，同比分别+7.2%/+40.67%，2024 年金铜价持续上行，24Q1 公司归母净利润同比+31.62%，且受益于金属价格上行业绩有望持续抬升。

● 降息预期加持需求回暖，铜金价格上行空间可期

金价：美国通胀情况缓和，加息已然迎来尾声，市场降息预期领跑金价。2023 年巴以冲突加剧紧张局势，国际地缘政治冲突延续，避险情绪高涨，后续国内央行增持黄金仍有空间，有望推动金价中枢持续抬升。

铜价：第一量子巴拿马矿业停产影响，今年铜矿供应端扰动延续。**需求方面，**光伏电网及新能源汽车增长带动用铜消费，政策推动家电业保持向好形势，需求整体回弹。

● 持续注入优质铜金资源，科技助力降本增效

2023 年公司矿产金和冶炼金产量分别为 18.89/40.87 吨，在同行业中保持优势。公司同时开展项目增储增质：收购莱州中金纱岭金矿，查明资源量矿石量 13,444.82 万吨，矿区矿产量达 396 万吨/年，预计将成为公司增质增储的强力优势矿区；完成收购内蒙古矿业 90% 的股权，获得乌努格吐山铜钼矿，年产量达 2475 万吨/年，成为公司铜钼矿主要来源，铜金优质矿区注入盈利双收。公司研发专有火法冶炼脱砷技术，开展数字化矿山建设，先进技术在公司的应用促进装备与技术水平的提高和产业转型升级，降本增效持续推进。

● 投资建议

公司是央企注资的黄金领军企业，自身完整的产业链及探矿增储优势逐渐显现，受益于金铜价上行趋势，下半年需求向好有望带动金铜双盈利齐飞。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别 36.39/43.13/49.65 亿元，对应 PE 分别为 20.6/17.4/15.1 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

金铜价格波动；政策及环保问题；保有资源储备存在风险；铜金需求不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	61264	65471	69121	71856
收入同比 (%)	7.2%	6.9%	5.6%	4.0%
归属母公司净利润	2978	3639	4313	4965
净利润同比 (%)	57.1%	22.2%	18.5%	15.1%
毛利率 (%)	13.3%	14.0%	14.8%	15.4%
ROE (%)	11.5%	12.3%	12.8%	12.8%
每股收益 (元)	0.61	0.75	0.89	1.02
P/E	16.33	20.60	17.38	15.09
P/B	1.86	2.54	2.22	1.93
EV/EBITDA	7.92	10.79	8.92	7.46

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 央企控股、资源禀赋优质的黄金领军企业	5
1.1 优质资源打通成长空间，金铜双赛道齐放利	5
1.2 央企控股、管理结构稳定	6
1.3 净利率增速显著，周转效率领跑同业	7
2 降息预期+供需两旺，铜金价格上行空间可期	9
2.1 抗通胀叠加避险情绪，降息预期下金价易涨难跌	9
2.2 需求复苏拐点已现，铜价有望回升	11
3 持续注入优质铜金资源，增储保质双花齐放	14
3.1 背靠央企黄金集团，打造一体化产业优势	14
3.2 铜矿业务开启第二增长曲线	15
4 盈利预测和估值探讨	16
风险提示:	18
财务报表与盈利预测	19

图表目录

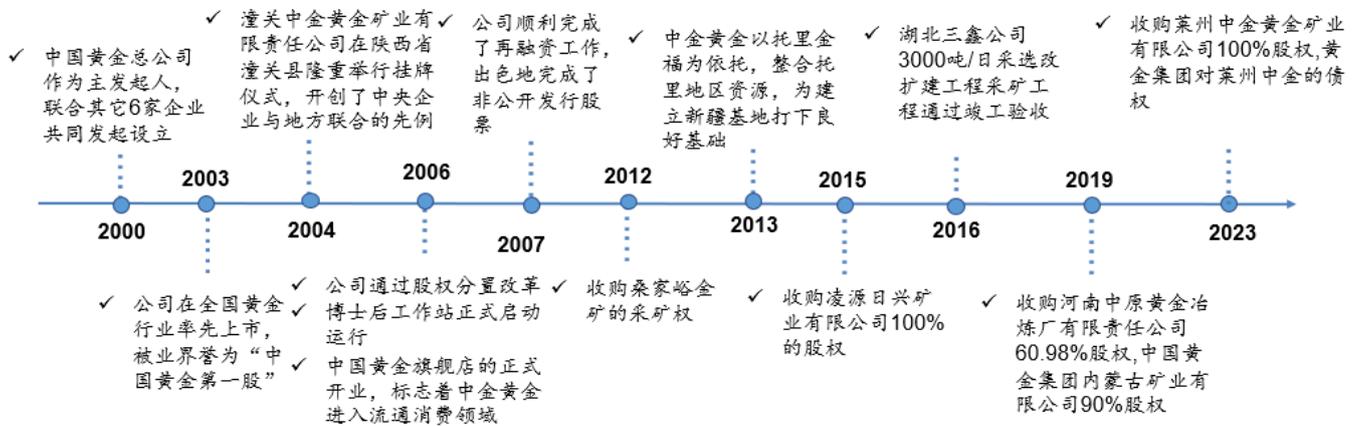
图表 1 中金黄金发展历程	5
图表 2 公司营收及增速	6
图表 3 公司归母净利润及增速	6
图表 4 公司分业务营收占比	6
图表 5 公司主要业务毛利率	6
图表 6 中金黄金股权结构	7
图表 7 公司核心高管	7
图表 8 公司 2018-2024Q1 杜邦分析	8
图表 9 可比公司杜邦分析	8
图表 10 可比公司销售净利率	8
图表 11 可比公司销售毛利率	8
图表 12 可比公司销售费用率	9
图表 13 可比公司财务费用率	9
图表 14 可比公司管理费用率	9
图表 15 可比公司研发费用率	9
图表 16 美国 2020 年以来 CPI 指数 (%)	10
图表 17 美国核心 PCE 物价指数 (当月同比, %)	10
图表 18 美国 2 年/10 年期国债收益率 (%)	10
图表 19 VIX 及金价对比	10
图表 20 CME 降息预期	11
图表 21 美国财政赤字预期走高	11
图表 22 人民银行黄金净买入及占比	11
图表 23 各国央行黄金占外汇储备比重	11
图表 24 全球铜精矿产能利用率 (%)	12
图表 25 铜精矿进口价格及数量	12
图表 26 电网工程投资完成额及同比	12
图表 27 光伏新增装机容量累计值及同比	12
图表 28 主要家电产量当月同比 (%)	13
图表 29 新能源汽车产量及同比	13
图表 30 新能源汽车销量及同比	13
图表 31 中国制造业 PMI 指数 (%)	14
图表 32 欧美 CPI 指数变动 (%)	14
图表 33 公司黄金资源储量 (吨)	15
图表 34 公司矿产金及冶炼金产量	15
图表 35 同业公司黄金产量对比 (吨)	15
图表 36 公司铜金属资源量 (万吨)	16
图表 37 公司矿产铜及电解铜产量	16
图表 38 公司矿山产金&铜收入预测	17
图表 39 公司近三年 PE-TTM	17
图表 40 可比公司估值	18

1 央企控股、资源禀赋优质的黄金领军企业

1.1 优质资源打通成长空间，金铜双赛道齐放利

背靠黄金央企，持续增质增储的黄金领军企业。中金黄金股份有限公司 2000 年由中国黄金集团联合其它 6 家企业共同发起设立，是国内黄金矿业目前唯一一家央企控股的上市公司。公司主要从事黄金等金属的地质勘查、采选、冶炼以及黄金副产品的加工、销售业务，具备优质黄金资源和完善的黄金产业链。2003 年公司在全国黄金行业率先上市，2006 年通过股权分置改革并形成了黄金科研、开采、冶炼、加工、消费流通等完整的产业链；2013 年整合托里地区资源，开拓新疆新矿区；2019 年公司收购内蒙古矿业，增储优质铜钼矿，盈利加持铜钼业赛道。

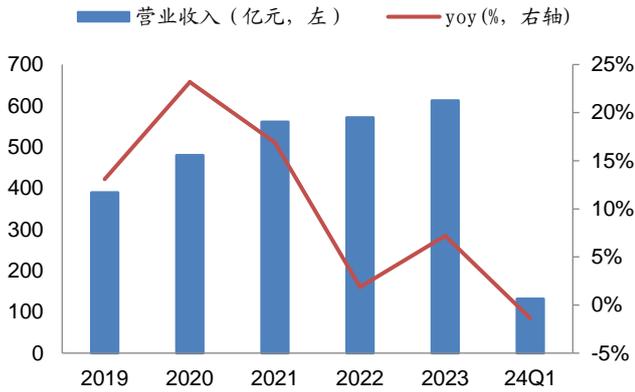
图表 1 中金黄金发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

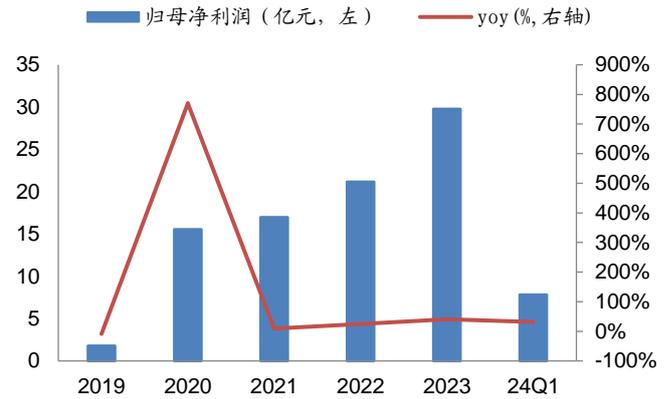
金铜双驱量价齐增，盈利稳步增长。2023 年公司实现营收/归母净利润分别为 612.64/29.78 亿元，同比增长 7.2%/40.67%；24Q1 实现营收/归母净利润分别为 131.64/7.83 亿元，较上年同期分别-1.37%/+31.62%，利润增长得益于铜金价格上行单吨利润抬升。公司黄金产能持续释放，目前在建产金项目两个，共计金矿资源量 376.25 吨，预计投产后将进一步扩大公司盈利空间。收购内蒙古矿业后公司铜矿储量增长，并成为公司盈利的第二赛道，2023 年公司铜产品营收占比为 48.79%，同比增加 0.93%。总体来看，铜金价格的抬升与储量的增长表明公司盈利能力稳步提升，并对后续利润的持续扩大释放积极信号。

图表 2 公司营收及增速



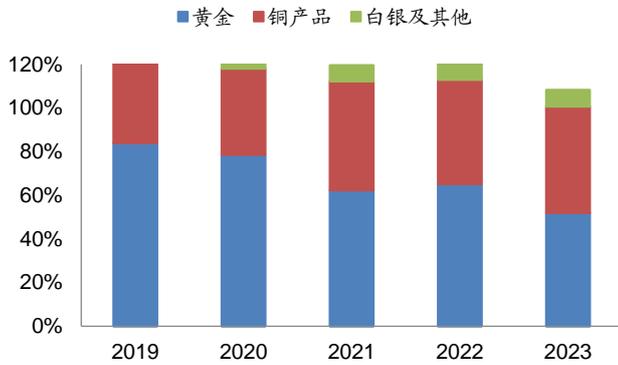
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 3 公司归母净利润及增速



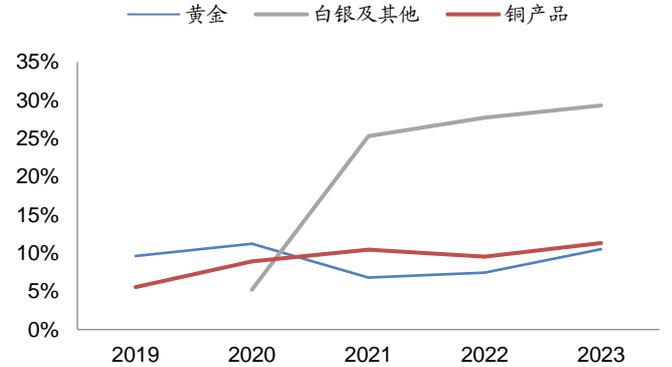
资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 4 公司分业务营收占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所; 注: 未计入内部抵消

图表 5 公司主要业务毛利率

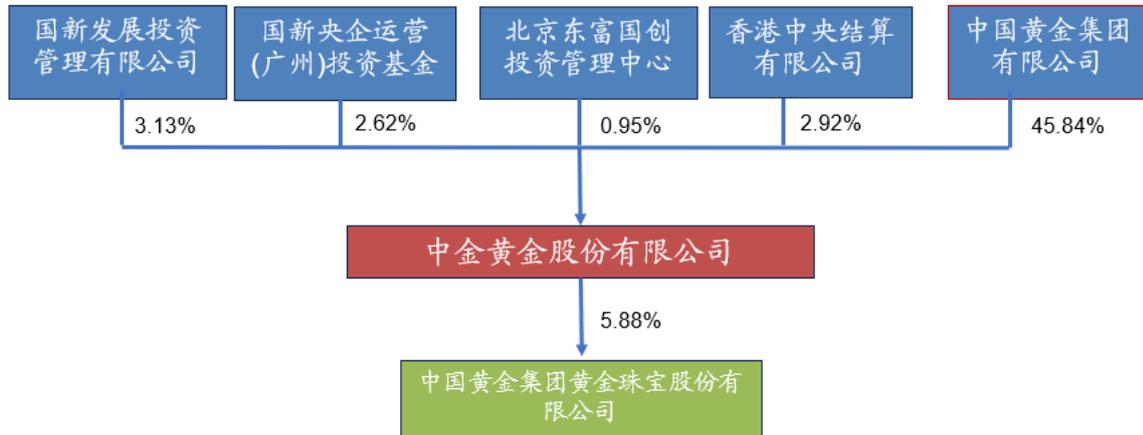


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

1.2 央企控股、管理结构稳定

股权结构清晰，管理架构稳定。公司是由中国黄金集团联合其它 6 家企业共同发起设立，其中中国黄金集团占公司 45.84% 的股权。中国黄金集团有限公司作为中国黄金行业唯一一家中央企业，是中国黄金协会会长单位、世界黄金协会中国首家董事会成员单位。

图表 6 中金黄金股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 7 公司核心高管

姓名	职务	主要工作经历
贺小庆	党委书记、副董事长、总经理。	正高级工程师。曾任陕西太白黄金矿业有限责任公司党委书记、董事长、总经理、总工程师，陕西太白金矿董事长、矿长，陕西略阳铍厂沟金矿董事长，中国黄金集团有限公司生产运营部总经理；
苏志远	常务副总经理	本科学历，高级工程师。曾任中国黄金集团有限公司企业管理部经理、企业管理部（信息化管理部）总经理。
高延龙	副总经理	硕士研究生，正高级工程师，高级黄金投资分析师。曾任内蒙古金陶股份有限公司董事长、总经理、党委书记。
李跃清	董事会秘书	硕士研究生，正高级经济师。曾任中金黄金股份有限公司党委副书记、常务副总经理，中土矿业投资（北京）有限公司董事长。
李宏斌	总会计师	硕士研究生，正高级会计师，高级黄金投资分析师。曾任陕西太白黄金矿业有限责任公司党委书记、董事长，陕西太白金矿董事长、矿长；现任中金黄金股份有限公司总会计师。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 净利率增速显著，周转效率领跑同业

ROE 持续优化，周转效率领跑同业。我们选取了 SW 黄金板块市值前四的山东黄金、赤峰黄金和山金国际作为可比公司，均从事黄金矿业开发和产品销售，业务上具备可比性。中金黄金 2023 年 ROE 为 11.50%，纵向保持高速增长，拆分来看，公司净利率稳步提高，盈利能力持续优化，24Q1 净利率达到 7.25%；同时公司周转能力领跑同业，2023 年公司总资产周转率为 1.21，基本保持稳定增长，展现公司高效稳固的运营能力。

图表 8 公司 2018-2024Q1 杜邦分析

中金黄金	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
2018	1.45%	1.09%	0.90	2.83
2019	1.31%	1.78%	1.00	2.86
2020	8.37%	4.03%	1.12	2.31
2021	7.04%	3.49%	1.20	1.94
2022	8.35%	4.38%	1.19	1.90
2023	11.50%	5.90%	1.21	1.96
24Q1	2.98%	7.25%	0.24	2.05

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

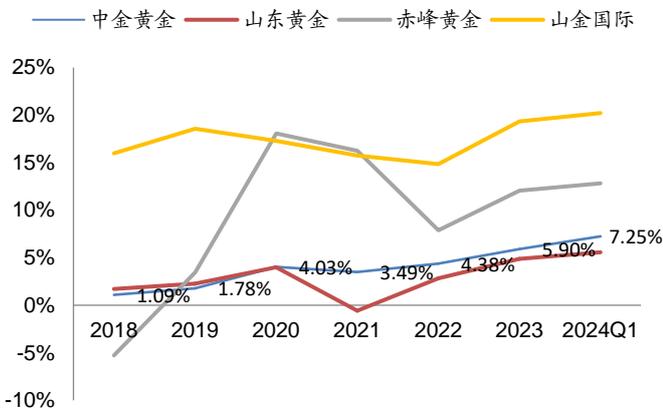
图表 9 可比公司杜邦分析

2023年	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
中金黄金	11.50%	5.90%	1.21	1.96
山东黄金	7.06%	4.88%	0.53	3.42
赤峰黄金	14.18%	12.06%	0.40	3.20
山金国际	12.68%	19.35%	0.50	1.44
24Q1	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
中金黄金	2.98%	7.25%	0.24	2.05
山东黄金	2.09%	5.57%	0.14	4.15
赤峰黄金	3.21%	12.81%	0.10	3.00
山金国际	4.26%	20.21%	0.17	1.39

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

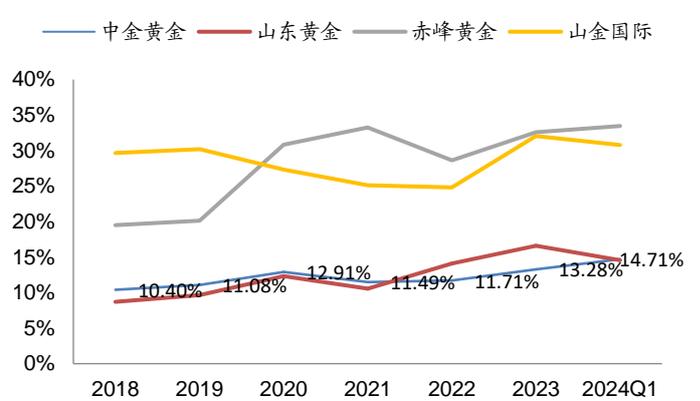
定位金铜双驱动，净利率增速显著。公司 2019 年以来持续布局金铜双赛道，整合优质资源提升盈利能力，毛利率整体保持稳定增长。2022 年以来受美联储加息及国际地缘政治形势影响，金铜价一直处于波动上行趋势，受此影响公司 2023 年毛利率为 13.28%，进一步释放盈利潜质，创 2018 年以来历史新高，受益于铜、金价格上行，2024 年 Q1 公司实现毛利率 14.71%，预计 2024 年双驱动优势持续显现，利润率有望持续增长。

图表 10 可比公司销售净利率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 11 可比公司销售毛利率

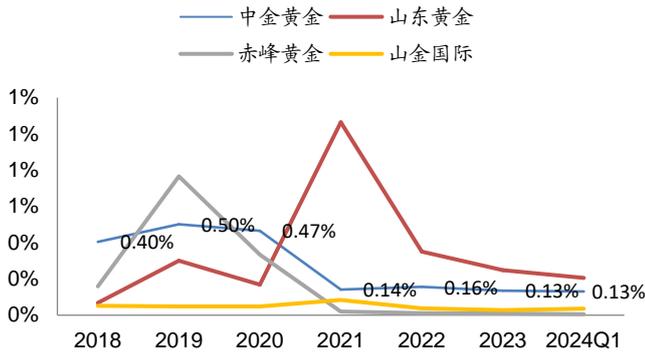


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

销售费用率：公司 2023 年和 24Q1 销售费用率均为 0.13%，接近行业平均水平。

财务费用率：公司 2023 年和 24Q1 财务费用率分别为 0.7%和 0.48%，财务费用波动主要受汇兑收益影响。

图表 12 可比公司销售费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 13 可比公司财务费用率

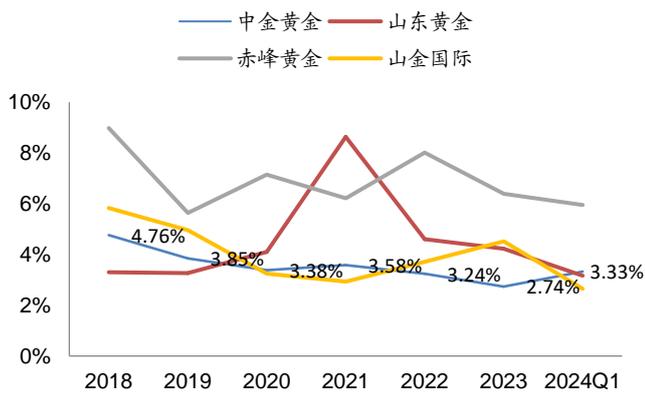


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

管理费用率：公司 2023 年和 24Q1 管理费用率分别为 2.74%和 3.33%，低于行业平均水平，公司运营效率持优。

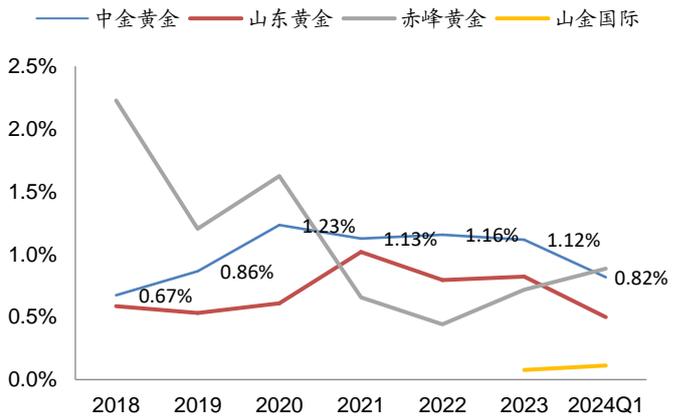
研发费用率：公司 2023 年和 24Q1 研发费用率分别为 1.12%和 0.82%，通过科研投入促进装备与技术水平的提高和产业转型升级。

图表 14 可比公司管理费用率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 15 可比公司研发费用率



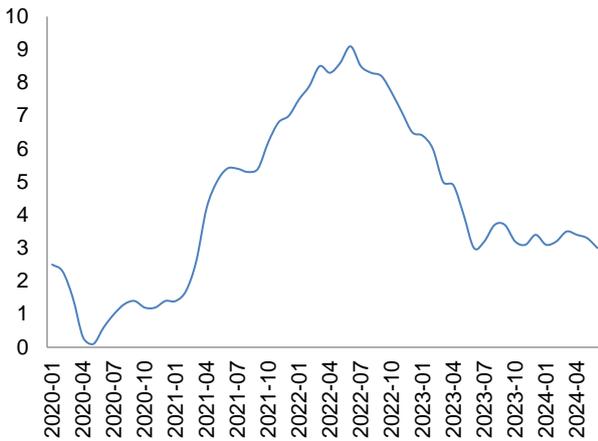
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

2 降息预期+供需两旺，铜金价格上行空间可期

2.1 抗通胀叠加避险情绪，降息预期下金价易涨难跌

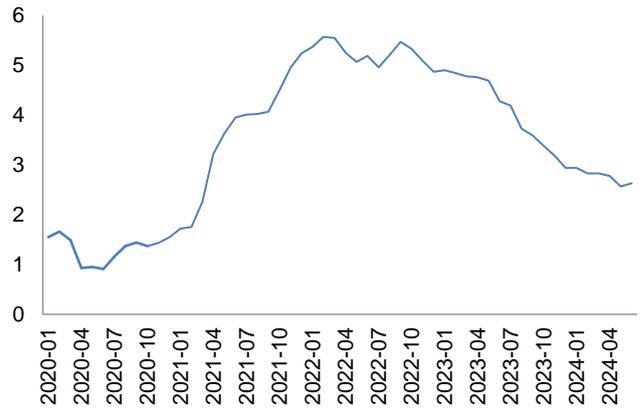
通胀高位回落，美联储有望开启降息通道。自 2023 年美联储持续加息以来，美国通胀持续降温，CPI 指数从 2022 年 6 月的 9.1%震荡下行至 2024 年 6 月的 3%，创 2022 年以来最低；美国核心 PCE 物价指数走低，截至 2024 年 6 月为 2.63%，有望恢复到 2020 年前价格水平。基于通胀降温超过预期的近况，美联储年中释出“鸽”派信号，提出考虑停止加息的声明，后续经济社会的不确定性，预计带动金价上行。

图表 16 美国 2020 年以来 CPI 指数 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

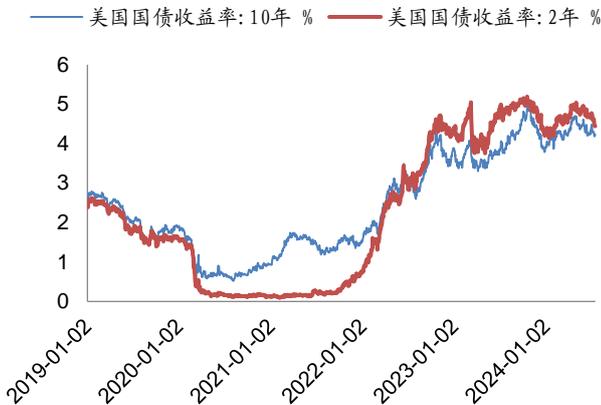
图表 17 美国核心 PCE 物价指数 (当月同比, %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

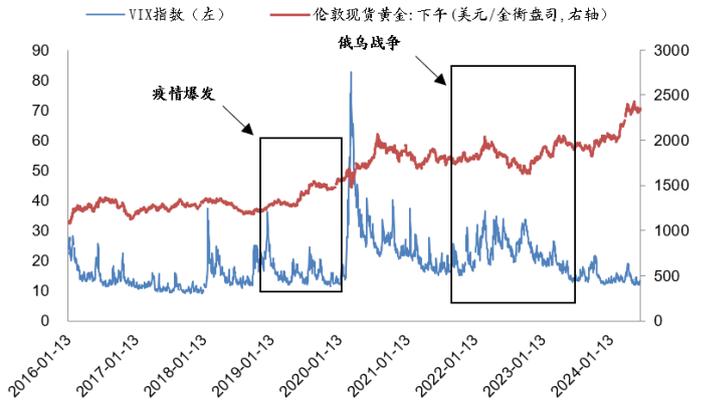
美债利息倒挂显危机, 地缘政治加剧避险情绪。美国 10 年/2 年期国债收益率自 2022 年以来持续倒挂, 24 年倒挂形势好转, 长短期利率逐渐收拢趋平, 但仍存在经济衰退风险, 受此影响美债出现信任危机。同时地缘政治形势持续发酵, 自 2022 年俄乌战争爆发、2023 年巴以冲突加剧紧张局势, 未来地缘政治形势不确定性加剧世界避险情绪, 黄金价格持续上涨。

图表 18 美国 2 年/10 年期国债收益率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 19 VIX 及金价对比



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

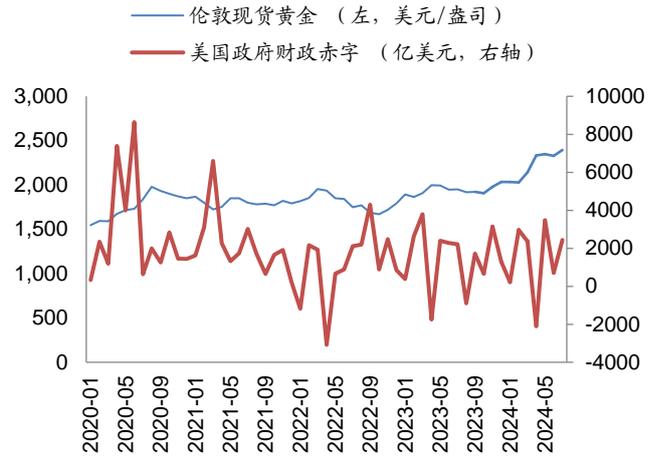
降息预期持续升温, 金价抢跑有望持续增长。市场对美联储降息预期升温, 根据 CME 预期显示, 今年 9 月份降息已是大概率事件, 市场抢跑情绪高企。考虑到未来政治形势, 即将于 11 月举行的美国大选或对通胀形势产生影响, 选举过程的不确定性将会推动黄金成为稳定有效的避险工具。同时美国政府不断提高资本开支以保持经济高增长, 而历史经验表明, 黄金价格与美国财政赤字之间存在良好的同步性, 11 月份大选会增加资本开支, 故预计后市金价仍存上涨空间。

图表 20 CME 降息预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
7/31/2024				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
9/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	59.5%	34.1%
11/7/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	26.2%	50.0%	21.4%
12/18/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	20.7%	44.6%	28.0%	4.9%
1/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	13.1%	35.0%	34.6%	14.2%	2.0%
3/19/2025	0.0%	0.0%	0.7%	9.0%	27.4%	34.8%	21.3%	6.2%	0.7%
4/30/2025	0.0%	0.3%	4.5%	17.4%	30.8%	28.6%	14.4%	3.7%	0.4%
6/18/2025	0.2%	2.9%	12.4%	25.6%	29.4%	19.9%	7.8%	1.6%	0.1%
7/30/2025	1.2%	6.5%	17.5%	27.1%	25.8%	15.2%	5.4%	1.1%	0.1%

资料来源: CME Fed Watch, 华安证券研究所

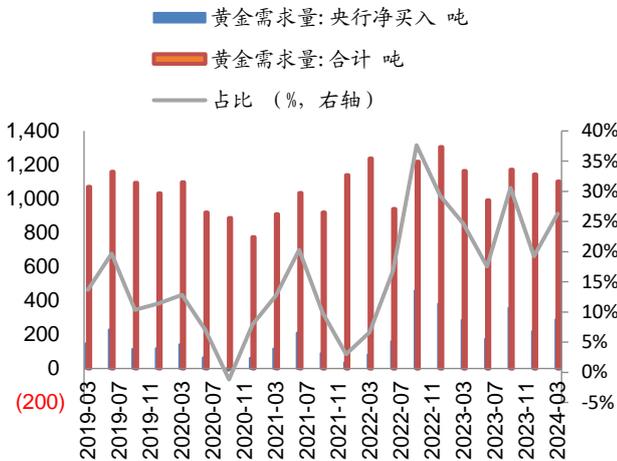
图表 21 美国财政赤字预期走高



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

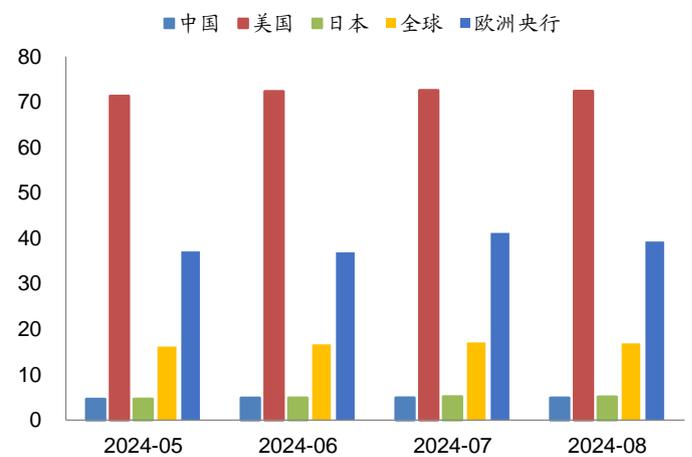
央行购金仍有空间, 影响黄金价格波动。受美元货币信任度下降影响, 央行持续购金增储, “去美元化”铺开。2022 年以来央行购金占总需求比重持续增加, 截至 2024 年 3 月全球央行净买入占总需求的 26.29%, 较上年增长 1.7%。持续增持 18 个月后尽管人民银行或因成本考量暂停增持, 但国内央行黄金占外汇储备比重较欧美仍有空间, 增持行为有望推动金价中枢持续抬升。

图表 22 人民银行黄金净买入及占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 23 各国央行黄金占外汇储备比重

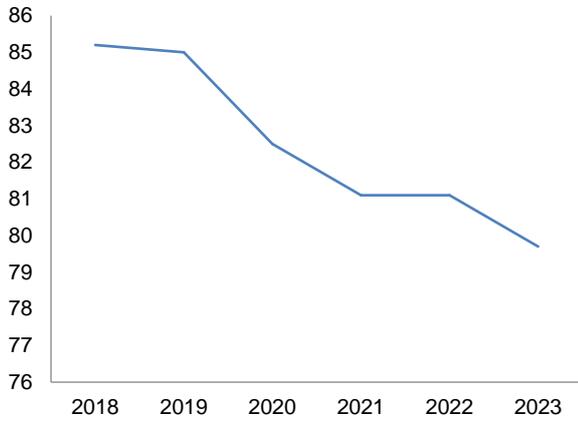


资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

2.2 需求复苏拐点已现, 铜价有望回升

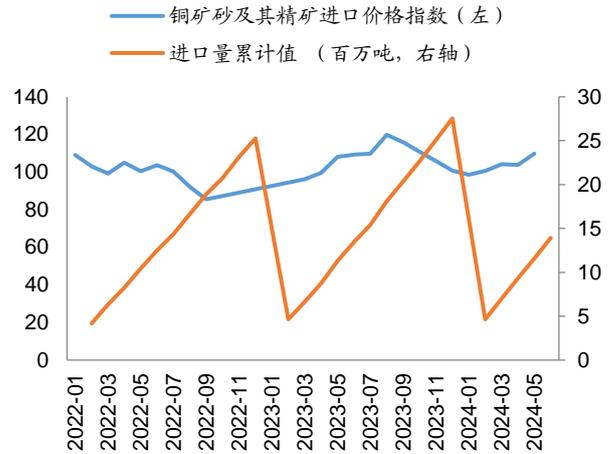
供应端: 近年矿山扰动影响铜价波动。近年来海外矿山扰动影响铜矿供应, 如第一量子巴拿马铜矿停产, 铜矿减产达 35 万吨, 受此影响 2023 年全球铜精矿产能利用率占 79%, 较上年减少 1.4pct。2025 年巨龙二期、俄罗斯 Malmyzhskoye 等铜矿投产, 卡莫阿三期等项目爬产, 但具体投产进度仍存不确定性。总体来看, 铜精矿进口数量保持稳定增长, 供应紧张情绪缓解, 进口铜价基本保持稳定, 在正常区间波动。

图表 24 全球铜精矿产能利用率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

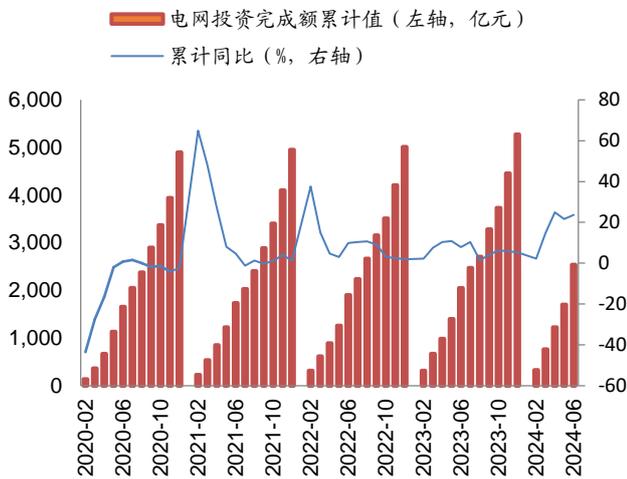
图表 25 铜精矿进口价格及数量



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

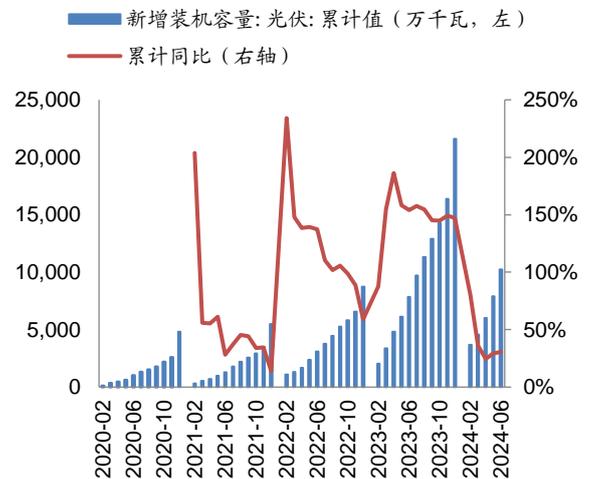
光伏电网行业持续拉动铜消费。随着用电需求增加,电网行业投资增长,2024H1 电网工程投资完成额同比增长 23.7%,高速增长进一步带动用铜需求。光伏装机使用的铜合金线缆作为终端产品,受光伏行业发展持续增产。2023 年累计新增光伏装机容量 21602 万千瓦,创历史新高;24H1 累计新增光伏装机容量 10248 万千瓦,同比增长 30.68%,预计下半年光伏电网延续增长,持续带动铜消费。

图表 26 电网工程投资完成额及同比



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

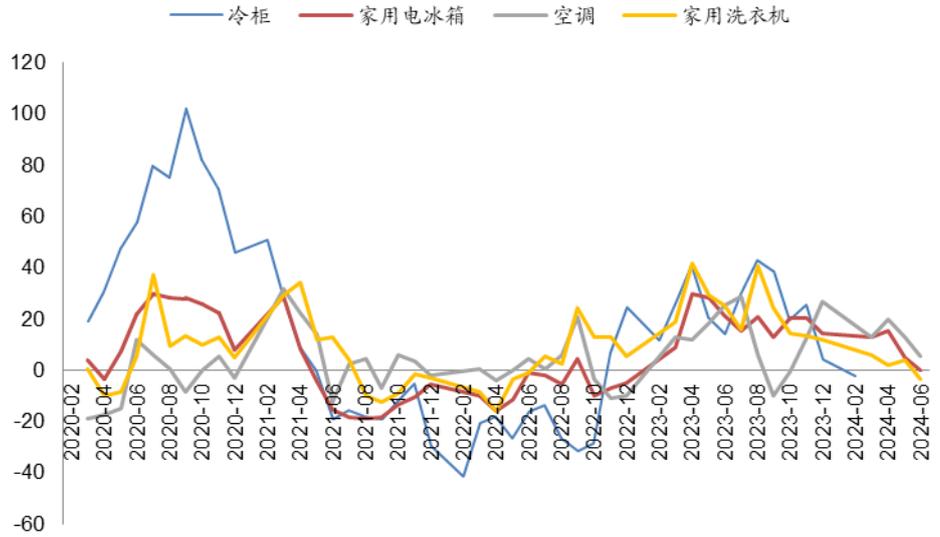
图表 27 光伏新增装机容量累计值及同比



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

新政策提振消费,家电业稳定向好。家电需求 2024 前半期稍显疲软,但处于波动范围内,整体来看基本保持稳定。新政策有望刺激消费,2024 年 3 月,国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》,指出到 2027 年废旧家电回收量增长 30%;支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动;该政策有望提振家电市场消费增长,进而促进家电领域用铜量增长。

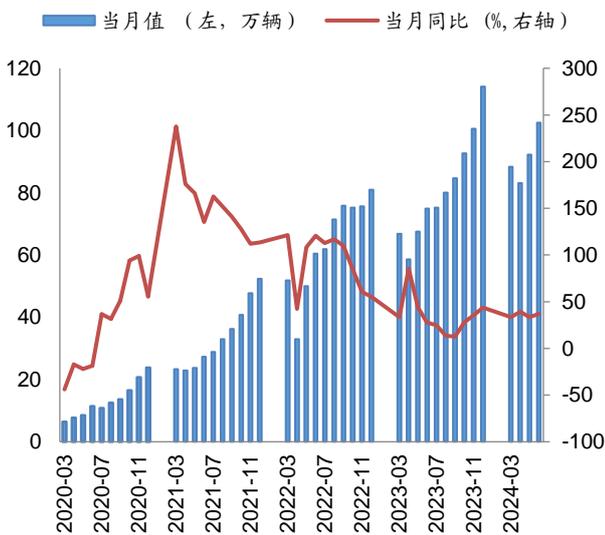
图表 28 主要家电产量当月同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

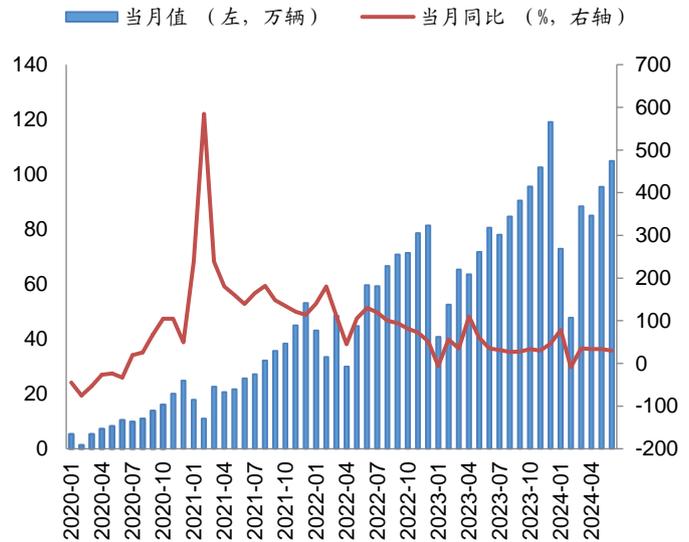
新能源汽车产销增长，贡献用铜需求增量。电动汽车以运用电能为主，用铜增量主要来自动力电池、高压线束、电机等电气系统及充电桩。据中汽协数据，2024年1-5月国内新能源汽车产销分别完成392.6万辆和389.5万辆，同比分别增长30.7%和32.5%，市场占有率达到33.9%，预计购车旺季到来，将进一步带动汽车产销量，用铜需求持续增长。

图表 29 新能源汽车产量及同比



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 30 新能源汽车销量及同比

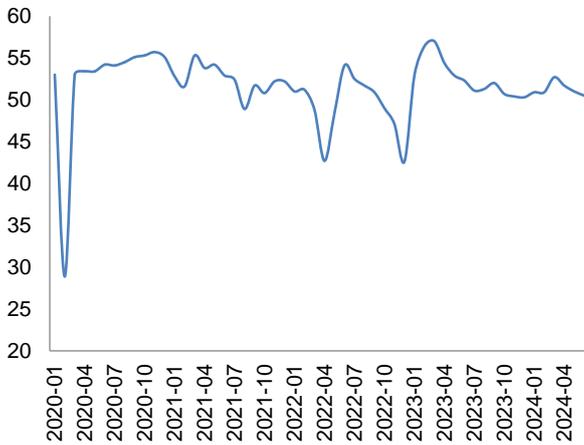


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

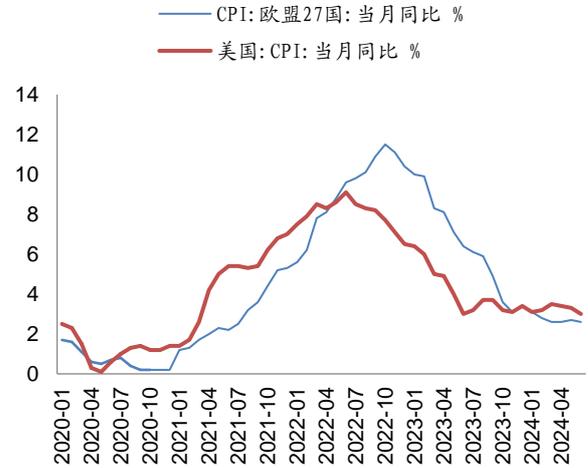
降息预期有望支撑铜价走强。2024年以来国内PMI指数处于历史高位，基本保持在50%左右，行业向好有望提振铜的工业生产需求。同时，欧美降息预期增强，美国CPI指数持续下调，通胀降温牵动市场对美联储降息预期，有利于提振依赖经

经济增长的工业金属铜。美国劳动力市场失业数据也为美联储降息预期提供支撑，美元走跌，叠加国内宏观政策偏好，铜价有望继续走高。

图表 31 中国制造业 PMI 指数 (%)



图表 32 欧美 CPI 指数变动 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

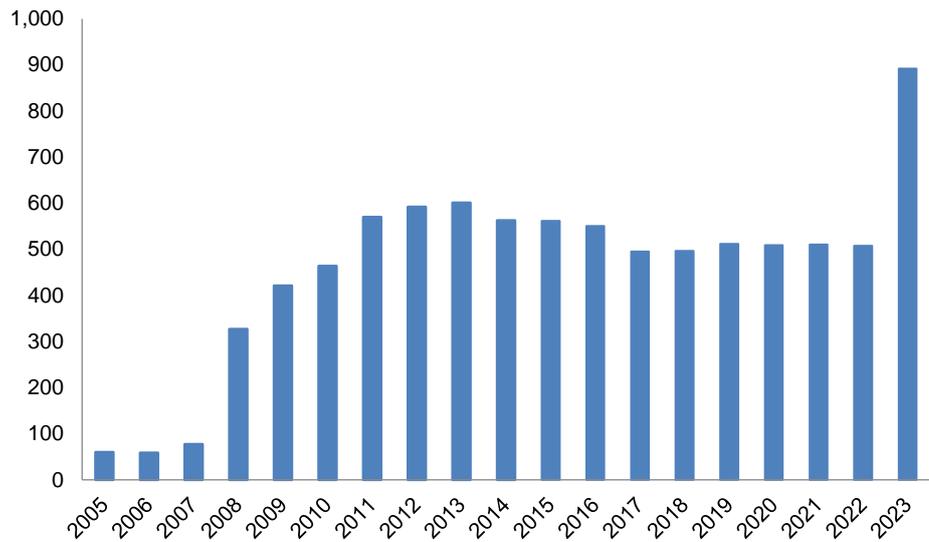
3 持续注入优质铜金资源，增储保质双花齐放

3.1 背靠央企黄金集团，打造一体化产业优势

携手集团公司，打造一体化平台。公司控股股东中国黄金集团通过整合内部资源组建了中金资源、中金地质、中金建设、中金珠宝、中金贸易等板块，分别负责集团公司的资源孵化、地质勘查、工程设计和建设、产品延伸和销售及设备大宗物资的采购，这为公司的资源占有、探矿增储、项目建设、产业链延伸、集约采购、降低成本等方面提供强有力的支撑。

挖掘优质资源，布局“资源生命线”。公司大力推进“资源生命线”战略，实现优质资源占有新突破，截至 2023 年末，公司黄金保有资源量已达 891.7 吨。公司拥有的生产矿山大都分布于全国重点成矿区带如内蒙古，河北，辽宁等地，具备进一步获取资源的优势。公司控股股东承诺的优质资产孵化注入、公司通过市场并购黄金资源、现有矿区深部及周边的探矿增储和国内的矿权整合工作，都将为公司可持续发展提供资源保障。

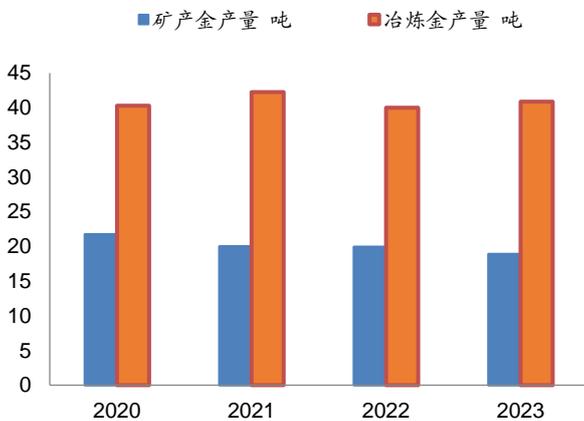
图表 33 公司黄金资源储量 (吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

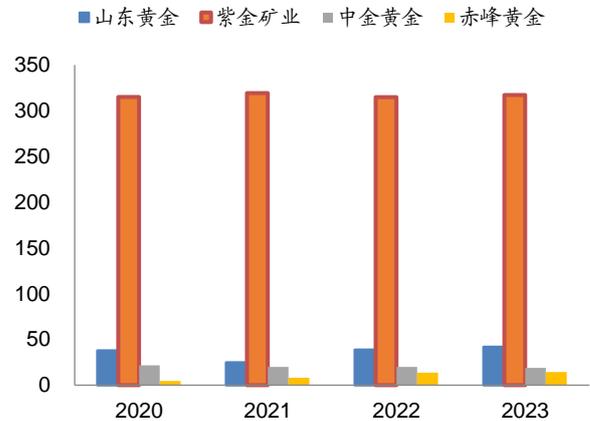
公司金金属产量总体基本保持稳定增长, 在同业中显现竞争优势。2023 年公司矿产金和冶炼金产量分别为 18.89/40.87 吨, 矿产金受到矿山环境保护政策影响较 2022 年有所下降, 后续产量有望回升。与同行业公司相比, 公司仅低于紫金矿业及山东黄金的年黄金产量, 高于其他同行业公司, 整体来看具有很强的竞争优势及发展潜力。

图表 34 公司矿产金及冶炼金产量



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 35 同行业公司黄金产量对比 (吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

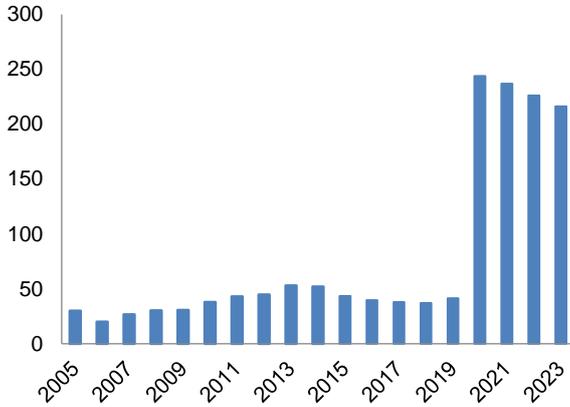
收购莱州中金, 纱岭金矿彰显增储潜力。2023 年公司发布公告收购莱州中金纱岭金矿矿权, 纱岭矿区查明资源量矿石量 13,444.82 万吨, 金金属量 373,057 千克, 平均品位 2.77 克/吨, 预计矿产量达 396 万吨/年, 预计将成为公司增质增储的强力优势矿区, 也将为公司一体化产业链提供优质资源。

3.2 铜矿业务开启第二增长曲线

公司做强铜矿业务, 盈利稳步增长。2019 年以来公司铜储量持续增长, 截至 2023

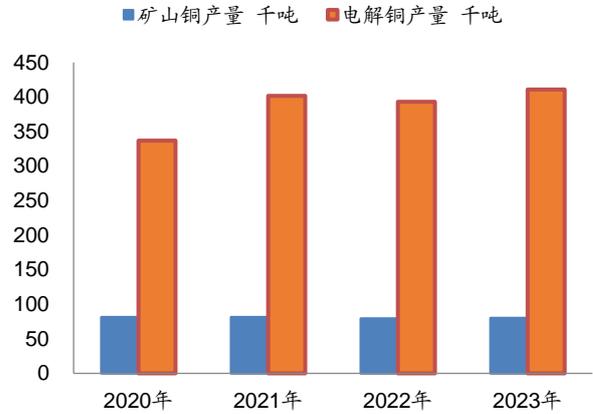
年末公司保有铜资源储量为 216.2 万吨，由于矿山环境政策收紧较上年略有下降，但仍处于高位。公司丰富的铜储量保证公司铜产品稳定供应及盈利，电解铜和矿山铜产量均保持增长趋势，2023 年产量分别达 41.09/8 万吨，保持历史高位。

图表 36 公司铜金属资源量 (万吨)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 37 公司矿产铜及电解铜产量



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

收购内蒙古矿业，多项目提升铜产量。公司完成收购内蒙古矿业 90%的股权，获得乌努格吐山铜钼矿采矿权，成为公司铜钼矿的主要来源，截至 2023 年报，内蒙古矿业共有铜资源量 182.03 万吨。另外公司同时拥有湖北三鑫、湖北鸡笼山、安徽太平矿业的铜矿项目，多项目确保公司拥有多方优质铜矿资源，保证产量供应，进而巩固盈利增收优势。

4 盈利预测和估值探讨

主营业务收入预测及假设：

矿山金：量：公司 2023 年矿山金的销量为 18.27 吨。公司规划 24 年矿山金产量为 18.63 吨。考虑到公司纱岭金矿在 2025 年 6 月建成投产，我们预计 2024-2026 年矿山金销量分别为 19/21/24 吨。**价：**2023 年矿山金的销售价格约为 540 元/克，目前市场降息预期，避险情绪持续升温，国内外差价进一步扩大，金价预计上行。参考同业矿山金销售价格，我们预计 2024-2026 年矿山金价格为 550/560/560 元/克。**利：**基于金价上行预期，我们预计公司 2024-2026 年矿山金毛利率分别为 39%/40%/40%。

矿山铜：量：公司 2023 年矿山铜销量为 9.16 万吨，公司规划 2024 年产量为 7.61 万吨。目前内蒙古矿业深度改建第一期建成，预计后续产销持续提升，我们预计 2024-2026 年矿山铜销量分别为 9/9.1/9.1 万吨。**价：**市场降息预期，供应紧张情况缓解，需求逐步回暖，刺激铜价持续上行。我们预计 2024-2026 年矿山铜销售价格分别为 5.75/6.05/6.05 万元/吨。**利：**公司降本情况显著，成本随价格小幅波动，我们预计 2024-2026 年矿山铜毛利率分别为 57%/58%/58%。

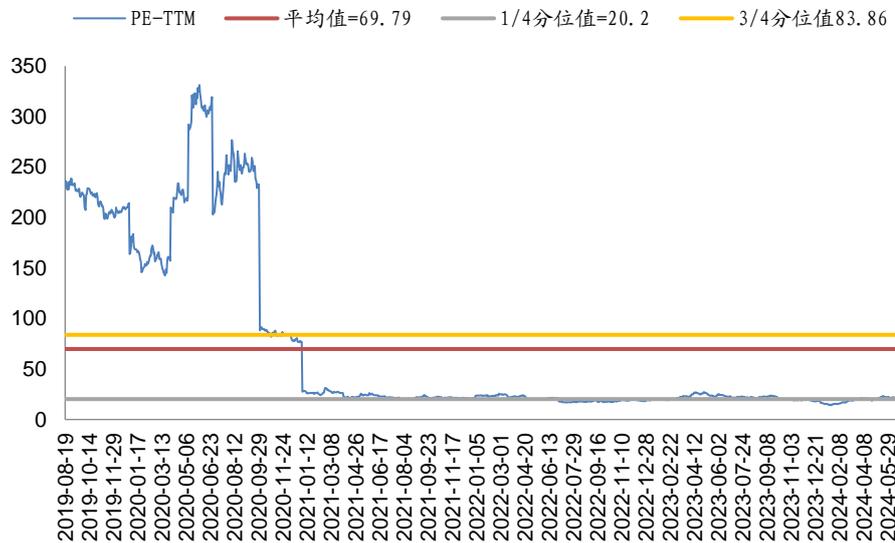
图表 38 公司矿山产金&铜收入预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
矿产金收入 (亿元)	90	87	89	99	105	118	134
yoy		-2.85%	2.47%	10.44%	6.00%	12.54%	14.29%
毛利率	35%	33%	31%	38%	39%	40%	40%
销量 (吨)	22	20	19	18	19	21	24
单价 (元/克)	413	446	458	540	550	560	560
矿产铜收入 (亿元)	317	360	417	501	518	550	550
yoy		13.42%	15.83%	20.27%	3.23%	6.37%	0.00%
毛利率	46%	56%	57%	57%	57%	58%	58%
销量 (千吨)	85	70	80	92	90	91	91
销售单价 (万元/吨)	3.73	5.15	5.20	5.47	5.75	6.05	6.05

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

投资建议: 截至 2024 年 8 月 19 日收盘, 公司 PE-TTM 为 23.3, 保持在历史较好水平。公司是央企控股的黄金领军企业, 自身完整的产业链及探矿增储优势逐渐显现, 受益于金铜价上行趋势, 下半年需求回暖有望带动金铜盈利双增。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 36.39/43.13/49.65 亿元, 对应 PE 分别为 20.6/17.4/15.1 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 39 公司近三年 PE-TTM



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

图表 40 可比公司估值

公司	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
中金黄金	15.46	749.39	0.61	0.75	0.89	1.02	16.33	20.60	17.38	15.09
山东黄金	29.46	1187.91	0.52	0.87	1.19	1.47	43.95	33.92	24.67	20.03
山金国际	17.54	487.04	0.51	0.72	0.90	1.06	29.24	24.35	19.58	16.49
赤峰黄金	18.41	306.33	0.48	0.85	1.09	1.26	29.00	21.79	16.91	14.66

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所；注：股价截至 2024/8/19 收盘，中金黄金为模型预测值，其余为一致预期均值

风险提示：

金铜价格波动：公司的主营业务铜金的开采、加工与销售，因而金铜价格水平直接决定公司的业绩情况，若金铜价格出现大幅波动，或对公司业绩造成不利影响。

政策及环保问题：国家对环保问题较为重视，特别是矿山对环境的影响，国家政策变化可能对公司业绩造成不利影响。

保有资源储备存在风险：资源分布不平衡及品位变化存在风险，或对公司生产成本和业绩造成影响。

需求不及预期：铜需求触底回暖，可能存在动力不足，需求不足预期的情况，或对公司业绩造成不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20831	25771	31182	37360	营业收入	61264	65471	69121	71856
现金	8320	11698	16650	22420	营业成本	53131	56323	58912	60777
应收账款	63	76	76	80	营业税金及附加	932	913	988	1030
其他应收款	281	508	500	500	销售费用	83	94	99	102
预付账款	603	679	704	722	管理费用	1676	1994	2056	2126
存货	11399	12643	13087	13471	财务费用	429	355	242	83
其他流动资产	166	167	166	167	资产减值损失	-258	-65	-64	-64
非流动资产	31849	31545	31289	30975	公允价值变动收益	36	0	0	0
长期投资	1415	1691	2006	2342	投资净收益	172	170	188	193
固定资产	14239	13724	13136	12497	营业利润	4399	5269	6287	7185
无形资产	10132	10144	10158	10160	营业外收入	28	28	60	60
其他非流动资产	6063	5986	5989	5976	营业外支出	122	100	120	100
资产总计	52680	57316	62471	68335	利润总额	4305	5197	6227	7145
流动负债	15256	15687	15645	15527	所得税	688	832	1030	1163
短期借款	8505	8275	7963	7709	净利润	3617	4366	5197	5982
应付账款	2988	3253	3407	3497	少数股东损益	639	727	884	1017
其他流动负债	3763	4159	4276	4321	归属母公司净利润	2978	3639	4313	4965
非流动负债	6688	6565	6565	6565	EBITDA	6982	7253	8192	8982
长期借款	5366	5366	5366	5366	EPS (元)	0.61	0.75	0.89	1.02
其他非流动负债	1322	1199	1199	1199					
负债合计	21944	22252	22210	22092					
少数股东权益	4827	5554	6438	7456					
股本	4847	4847	4847	4847					
资本公积	9301	9301	9301	9301					
留存收益	11760	15362	19674	24639					
归属母公司股东权	25909	29510	33823	38788					
负债和股东权益	52680	57316	62471	68335					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6423	5783	7234	7929
净利润	3617	4366	5197	5982
折旧摊销	2140	1701	1722	1755
财务费用	562	604	593	582
投资损失	-172	-170	-188	-193
营运资金变动	134	-823	-188	-273
其他经营现金流	3626	5293	5483	6330
投资活动现金流	-1688	-1370	-1376	-1322
资本支出	-1574	-1260	-1249	-1180
长期投资	-201	-277	-315	-336
其他投资现金流	87	166	188	193
筹资活动现金流	-6108	-1035	-906	-836
短期借款	-124	-230	-313	-254
长期借款	-2274	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	33	0	0	0
其他筹资现金流	-3743	-805	-593	-582
现金净增加额	-1471	3379	4951	5770

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	7.2%	6.9%	5.6%	4.0%
营业利润	57.4%	19.8%	19.3%	14.3%
归属于母公司净利	57.1%	22.2%	18.5%	15.1%
获利能力				
毛利率 (%)	13.3%	14.0%	14.8%	15.4%
净利率 (%)	4.9%	5.6%	6.2%	6.9%
ROE (%)	11.5%	12.3%	12.8%	12.8%
ROIC (%)	8.8%	9.3%	9.8%	10.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.7%	38.8%	35.6%	32.3%
净负债比率 (%)	71.4%	63.5%	55.2%	47.8%
流动比率	1.37	1.64	1.99	2.41
速动比率	0.57	0.78	1.10	1.48
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.19	1.15	1.10
应收账款周转率	1004.30	938.98	906.81	922.83
应付账款周转率	17.48	18.05	17.69	17.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.75	0.89	1.02
每股经营现金流	1.33	1.19	1.49	1.64
每股净资产	5.34	6.09	6.98	8.00
估值比率				
P/E	16.33	20.60	17.38	15.09
P/B	1.86	2.54	2.22	1.93
EV/EBITDA	7.92	10.79	8.92	7.46

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。