

## 中金黄金 (600489.SH)

强烈推荐 (维持)

### 深化改革成效显著，资产注入赋能成长

公司作为国内黄金行业唯一央企控股上市公司持续推进改革，费用率和资产负债显著下降。集团资产注入稳步推进，保障公司长期发展。维持“强烈推荐”投资评级。

- 公司矿山资源较为分散，以金、铜、钼为主。截至2022年底，公司拥有33座黄金矿山（其中三座为铜金伴生矿）和一座铜钼矿山，年产量超过1吨的矿山共有9座，其中年产量最大的是辽宁排山楼1.96吨。公司保有资源储量金金属量507.4吨，平均品位2.8g/t，铜金属量225.7万吨，平均品位0.3%，钼金属量46.96万吨，平均品位0.04%。
- 2020年后矿山金、铜、钼产量基本稳定，黄金与铜业务占比分别约4成。2022年公司矿产金产销量分别为19.9和19.5吨，同比基本持平，矿产铜产量7.9万吨，同比-0.2万吨。毛利润结构方面，黄金与铜为主，占比基本相当，2022年公司毛利润66.9亿元，黄金和铜分别贡献27.7和26.1亿元，占比分别为41.4%和39.0%。
- 国企改革成效显著，费用率和资产负债下降明显。公司持续改善公司治理，开展全过程成本管控，不断优化采选工艺指标，降低生产消耗和控制成本费用，2017年以来费用率下降明显，管理费用率和财务费用率分别由2017年的5.3%和1.9%降至2023Q1的3.0%和0.6%。公司加快“降杠杆，减负债”，公司资产负债率自2015年的67.7%持续降至2023Q1的41.6%。
- 集团资产注入稳步推进，保障长期发展。集团公司2021年在中金黄金和中国黄金国际之外的黄金和铜资源储量分别为1335吨和360万吨，2021年集团矿山金产量为35.65吨，矿山铜量为18.03万吨，上市公司体外分别约8.1吨和1.3万吨。2022年完成西和矿业现金收购，莱州中金黄金矿业和贵州锦丰矿业等企业未来条件成熟也有望注入上市公司。
- 维持“强烈推荐”投资评级。预计2023-2025年公司归母净利润分别为29.6/31.2/32.0亿元，对应PE分别为17.6/16.7/16.3倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：金属价格下行、资源变化风险、政策性风险、安全事故风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	56102	57151	57946	58206	58206
同比增长	17%	2%	1%	0%	0%
营业利润(百万元)	2724	3020	4254	4479	4593
同比增长	9%	11%	41%	5%	3%
归母净利润(百万元)	1698	2117	2964	3118	3196
同比增长	9%	25%	40%	5%	3%
每股收益(元)	0.35	0.44	0.61	0.64	0.66
PE	30.7	24.7	17.6	16.7	16.3
PB	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

周期/金属及材料

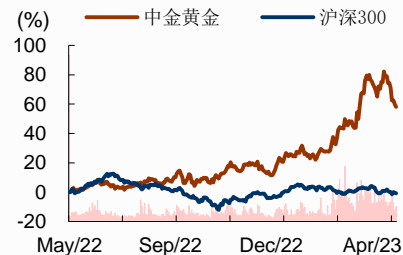
当前股价：10.77元

#### 基础数据

总股本(万股)	484731
已上市流通股(万股)	484731
总市值(亿元)	522
流通市值(亿元)	522
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	8.4
资产负债率	41.6%
主要股东	中国黄金集团有限公司
主要股东持股比例	45.84%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	36	59
相对表现	-7	33	58



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《中金黄金(600489)：矿产量总体稳定，业绩创历史新高》2023-04-27
- 《中金黄金(600489)-2021年报和2022一季报点评：产销小幅下滑，铜板块显著增厚公司利润》2022-04-21
- 《中金黄金(600489)——地缘政治与稳增长政策利好，黄金与铜价看高一线》2022-03-07

刘文平 S1090517030002  
 liuwenping@cmschina.com.cn  
 赖如川 研究助理  
 lairuchuan@cmschina.com.cn  
 刘伟洁 S1090519040002  
 liuweijie@cmschina.com.cn  
 贾宏坤 S1090522090001  
 jiahongkun@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、 公司基本情况.....	4
1、 历史沿革.....	4
2、 股权结构.....	4
3、 主营业务.....	5
4、 资源情况.....	6
5、 国企改革成效显著.....	8
二、 集团承诺注资，保障长期发展.....	9
1、 集团资产注入持续推进.....	9
2、 莱州汇金矿业纱岭金矿.....	10
3、 内蒙古金陶&贵州锦丰矿业.....	11
三、 铜钼业务：内蒙古矿业贡献超 6 成利润.....	13
四、 投资建议.....	15
五、 风险提示.....	16

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：中金黄金股权结构.....	5
图 3：公司 2018-2023Q1 营业收入（亿元）及增速.....	6
图 4：公司 2018-2023Q1 净利润（亿元）及增速.....	6
图 5：公司矿产金（吨）和矿产铜（万吨）产量.....	6
图 6：公司各产品毛利润占比.....	6
图 7：2006-2022 年公司黄金资源量（吨）.....	6
图 8：截至 2022 年底公司金、铜、钼资源量.....	6
图 9：公司探矿投入和新增金资源量.....	7
图 10：公司三费率下降明显.....	8
图 11：公司各年降本增效（亿元）.....	8
图 12：公司资产负债率（%）.....	8
图 13：2021 年末中国黄金集团铜和黄金资源量情况.....	9
图 14：集团公司矿山金产量情况（吨）.....	9

图 15: 集团公司矿山铜产量情况 (万吨)	9
图 16: 纱岭项目股权结构图	10
图 17: 内蒙古金陶项目股权结构图	11
图 18: 锦丰项目股权结构图	12
图 19: 公司矿山铜和钼产量 (万吨)	13
图 20: 内蒙古矿业贡献全公司超 6 成归母净利润	13
图 21: 2012 年以来钼精矿价格走势 (元/吨度)	13
图 22: 内蒙古矿业收购时间线	14
图 23: 中金黄金历史 PE Band	16
图 24: 中金黄金历史 PB Band	16
表 1: 公司直接持股股东	5
表 2: 公司黄金资源量情况	7
表 3: 公司铜金属资源量情况	8
表 4: 集团旗下企业注入进展	10
表 5: 纱岭金矿黄金资源量情况	11
表 6: 截至 2022 年纱岭金矿项目建设情况 (亿元)	11
表 7: 内蒙古矿业资源储量 (截至 2022 年底)	14
表 8: 2022 年中金黄金和金钼股份钼资源对比 (钼金属量)	14
表 9: 公司主要经营数据预测	15
附: 财务预测表	17

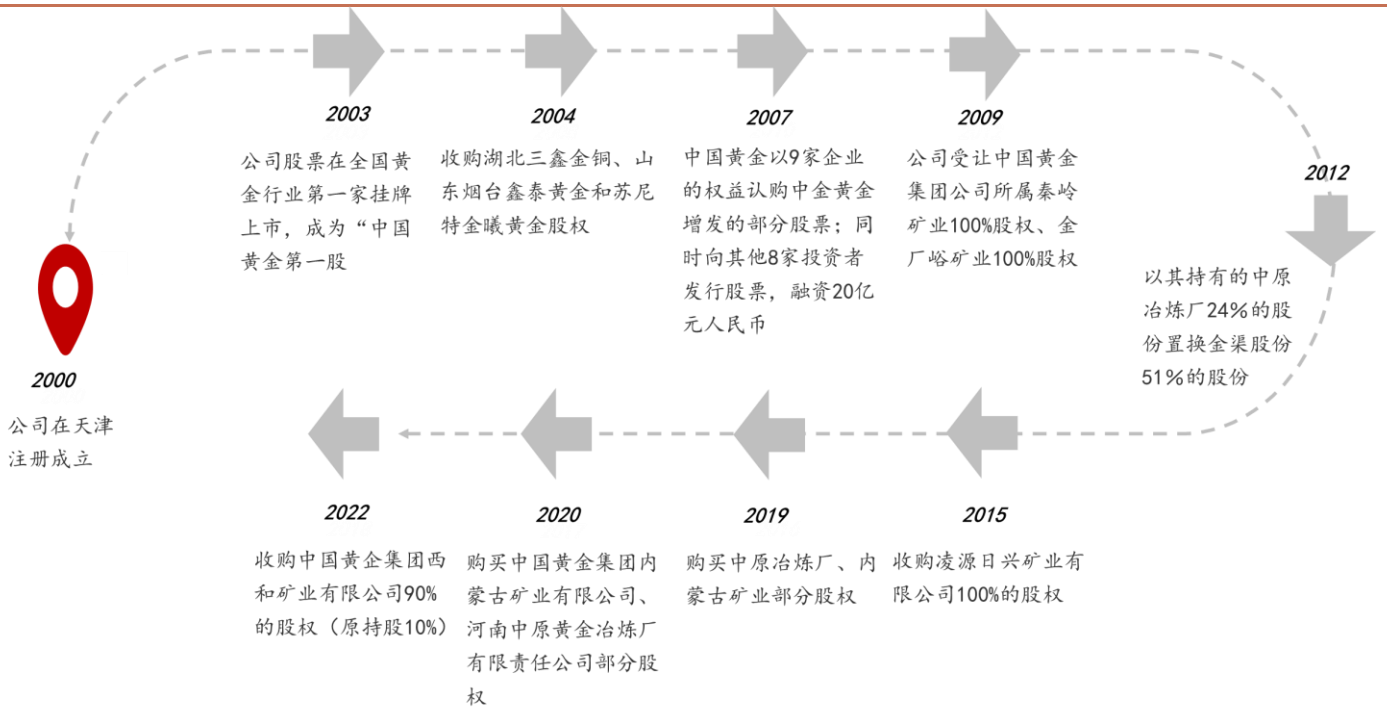
## 一、公司基本情况

### 1、历史沿革

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，联合中信国安黄金有限责任公司、河南豫光金铅集团有限责任公司、西藏自治区矿业开发总公司、天津天保控股有限公司、山东莱州黄金（集团）有限责任公司和天津市宝银号贵金属有限公司 6 家公司共同发起。

2003 年 8 月 14 日，公司在上交所主板 A 股上市。2004 年，中金黄金收购湖北三鑫金铜、山东烟台鑫泰黄金和苏尼特金曦黄金股权。2006 年公司公布了股权分置改革方案，正式开始进行“股改”。2007 年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，经评估审计后作价 19.86 亿元认购中金黄金本次增发的部分股票；同时向其他 8 家投资者发行股票，融资 20 亿元人民币。2009 年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 年公司收购嵩县金牛、河北东梁、江西金山三家企业股权，启动了第三次再融资。2011 年收购迁西县金顶山矿业的采矿权和采区固定资产，收购陕西鑫元科工贸 69.09% 的股权。2012 年公司以其持有的中原冶炼厂 24% 的股份置换金渠股份 51% 的股份。2015 年公司收购凌源日兴矿业有限公司 100% 的股权。2019 年购买中原冶炼厂、内蒙古矿业部分股权。2020 年购买中国黄金集团内蒙古矿业有限公司、河南中原黄金冶炼厂有限责任公司部分股权。2022 年收购西和矿业 90% 股权（原持股 10%）。

图 1：公司发展历程

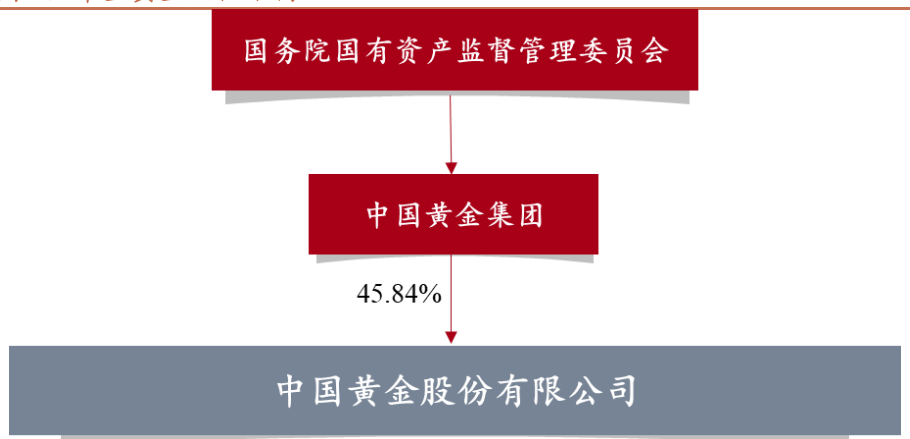


资料来源：公司公告、招商证券

### 2、股权结构

公司控股股东为中金黄金集团有限公司，持股比例为 45.84%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，是国内黄金矿业目前唯一一家央企控股的矿业上市公司。其余股份较为分散，前十大股东合计持股约 59.15%。

图 2: 中金黄金股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 公司直接持股股东

序号	股东名称	持股数	占总股本比例
1	中国黄金集团有限公司	22.22 亿股	45.84%
2	中国国新资产管理有限公司	1.54 亿股	3.17%
3	国新央企运营(广州)投资基金(有限合伙)	1.54 亿股	3.17%
4	华泰柏瑞富利灵活配置混合型证券投资基金	7292 万股	1.50%
5	北京东富国创投资管理中心(有限合伙)	6788 万股	1.40%
6	河南中鑫债转股私募股权投资基金(有限合伙)	5999 万股	1.24%
7	中国证券金融股份有限公司	3805 万股	0.78%
8	华泰柏瑞多策略灵活配置混合型证券投资基金	3432 万股	0.71%
9	中央企业乡村产业投资基金股份有限公司	3273 万股	0.68%
10	香港中央结算有限公司	3188 万股	0.66%
	合计	28.67 亿股	59.15%

资料来源: 公司公告、招商证券

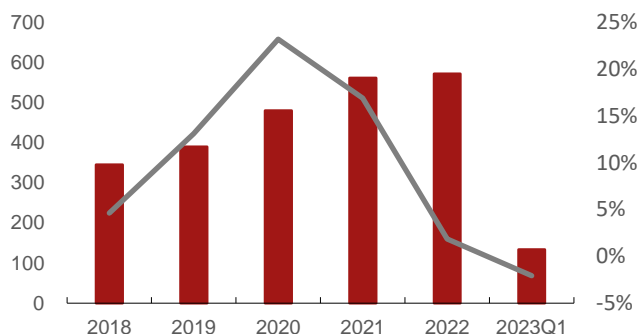
### 3、主营业务

公司主要从事黄金、有色金属的地质勘查、采选、冶炼的投资与管理等业务, 核心产品为黄金, 其中黄金系列产品包括金精矿、合质金和标准金等, 其他产品主要包括铜、白银和硫酸等。

**2020 年后黄金与铜矿产量基本稳定, 价格上涨驱动利润增长。**2020 年由于收购中国黄金集团内蒙古矿业有限公司、河南中原黄金冶炼厂有限责任公司部分股权, 叠加铜价上升, 公司黄金及矿山铜业务收入显著增加。2022 年公司实现营业收入 571.5 亿元, 同比+1.9%, 实现归母净利润 21.2 亿元, 同比+24.7%, 实现扣非归母净利润 19.7 亿元, 同比+16.5%。2023Q1 实现营业收入 133.5 亿元, 同比/环比分别-2.1%和-22.0%, 实现归母净利润 5.9 亿元, 同比/环比分别+20.4%和+48.4%, 实现扣非归母净利润 5.4 亿元, 同比/环比分别+27.9%和+45.0%, 主要受益于铜金价格的上涨。

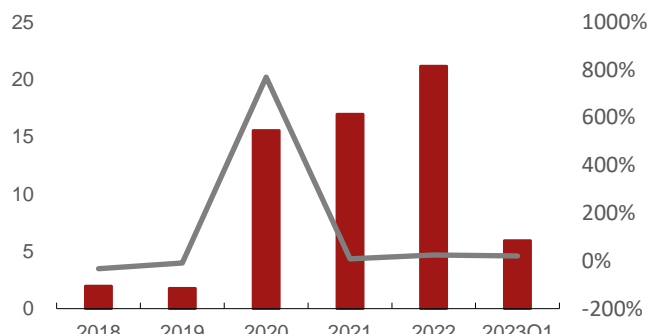
毛利润结构方面，黄金与铜为主，占比基本相当。2022 年公司矿产金产销量分别为 19.9 和 19.5 吨，同比基本持平，冶炼金产销量分别为 40 和 39.8 吨，矿产铜产量 7.9 万吨，同比-0.2 万吨，电解铜产量 39.3 万吨，同比-0.9 万吨。2022 年公司毛利润 66.9 亿元，其中黄金和铜分别贡献 27.7 和 26.1 亿元，占比分别为 41.4%和 39.0%。

图 3: 公司 2018-2023Q1 营业收入 (亿元) 及增速



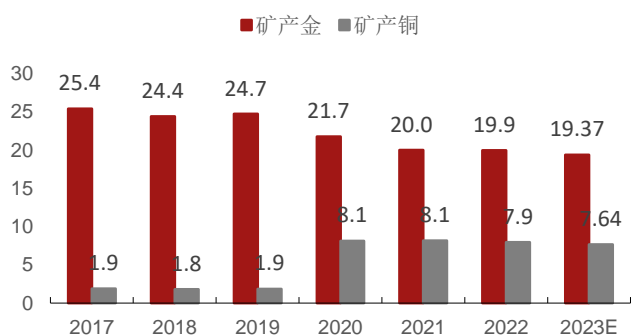
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司 2018-2023Q1 净利润 (亿元) 及增速



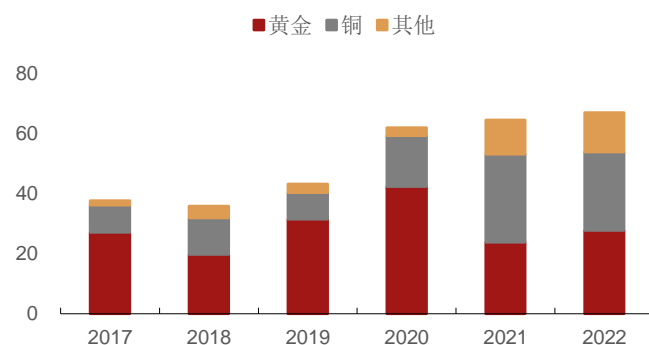
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司矿产金 (吨) 和矿产铜 (万吨) 产量



资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司各产品毛利润占比

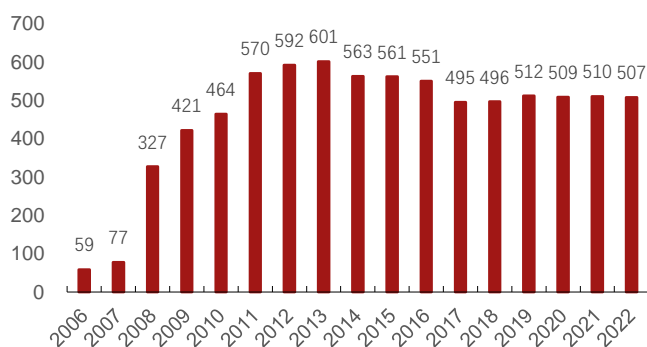


资料来源: 公司公告、招商证券

## 4、资源情况

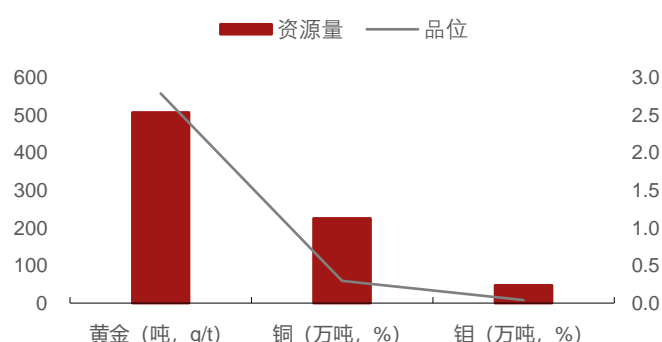
公司矿山资源较为分散，以金、铜、钼为主。截至 2022 年底，公司拥有 33 座黄金矿山（其中三座为铜金伴生矿）和一座铜钼矿山，年产量超过 1 吨的矿山共有 9 座，其中年产量最大的是辽宁排山楼 1.96 吨。公司矿权面积达到 640 平方公里，保有资源储量金金属量 507.4 吨，平均品位 2.8g/t，铜金属量 225.7 万吨，平均品位 0.3%，钼金属量 46.96 万吨，平均品位 0.04%。公司每年投入约 2-3 亿元进行探矿增储，每年新增金资源量约 30 吨，近年保持公司总黄金资源量维持在 500 吨以上。

图 7: 2006-2022 年公司黄金资源量 (吨)



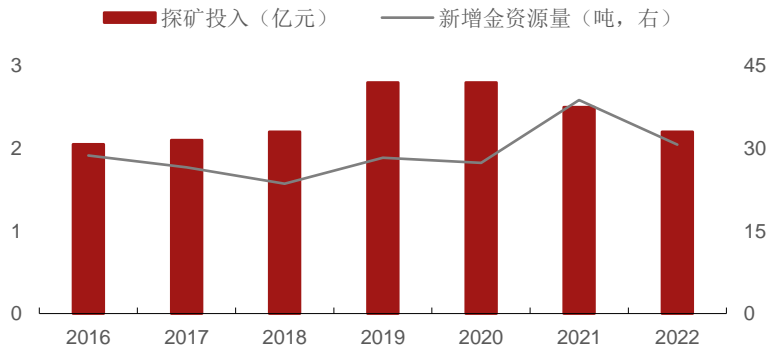
资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 截至 2022 年底公司金、铜、钼资源量



资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 公司探矿投入和新增金资源量



资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司黄金资源量情况

矿山名称	资源量 (吨)	储量 (吨)	品位 (g/t)	年产量 (吨)	资源剩余可开采年限
辽宁排山楼	24.0	9.5	3.9	1.96	11年
江西金山	34.9	8.7	3.7	1.83	5年
湖北三鑫金铜	35.0	12.6	1.8	1.52	12年
内蒙古包头鑫达	23.6	5.3	2.3	1.50	10年
嵩县金牛	61.2	10.6	1.8	1.24	21年
陕西太白	25.4	2.2	4.0	1.21	3年
河南金源	44.7	8.6	2.6	1.17	25年
甘肃省天水李子	5.6	0.03	7.7	1.10	10年
苏尼特金曦	33.2	2.2	3.3	1.02	5年
夹皮沟矿业	8.3	1.5	10.7	0.78	4年
辽宁二道沟	5.5	1.3	9.5	0.76	5年
河南秦岭	3.5	0.5	3.7	0.57	2年
凌源日兴	8.8	3.4	2.5	0.56	6年
陕西鑫元科工贸	8.4		15.3	0.55	采矿证过期
河北峪耳崖	17.2	4.5	7.7	0.54	22年
河北东梁	5.4	0.9	1.9	0.51	14年
山东烟台鑫泰	14.8	2.6	3.1	0.47	5年
河南金渠	5.6	1.0	7.2	0.47	3年
嵩县前河	6.5	2.5	3.4	0.43	10年
甘肃中金	14.7	6.5	2.5	0.32	17年
石湖矿业	8.5	3.1	4.4	0.31	20年
河北金厂峪	16.3	4.7	2.2	0.31	10年
陕西略阳铍厂沟	5.8	0.1	13.1	0.14	20年
湖北鸡笼山	1.0	0.8	0.8	0.13	5年
潼关中金	0.5		8.1	0.11	停产
安徽太平	8.2		0.9	0.07	24年
托里县金福	4.0		2.8		停产
广西凤山天承	20.1		3.5		停产
陕西久盛	43.9		3.6		停产
黑龙江乌拉嘎	5.9		4.8		停产
吉木乃金源	1.5		2.1		探矿企业
宜昌万子湖	1.2		7.5		探矿企业
西和矿业	4.2		2.5		探矿企业

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 公司铜金属资源量情况

矿山名称	资源量 (万吨)	储量 (万吨)	品位	年产量 (万吨)	资源剩余可开采年限
内蒙古矿业	191.0	39.9	0.26%	6.2	26
湖北三鑫金铜	30.5	12.4	1.76%	1.5	12
湖北鸡笼山	0.9	0.8	0.73%	0.1	5
安徽太平	3.3		0.62%		24

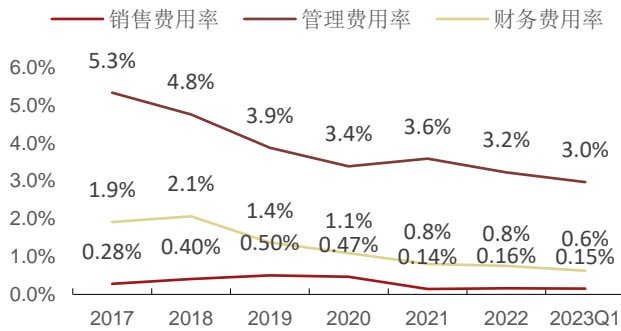
资料来源: 公司公告、招商证券

## 5、国企改革成效显著

公司持续改善公司治理, 开展全过程成本管控, 不断优化采选工艺指标, 降低生产消耗和控制成本费用, 2017 年以来费用率下降明显, 管理费用率由 2017 年的 5.3% 降至 2023Q1 的 3.0%, 财务费用率由 2017 年的 1.9% 降至 2023Q1 的 0.6%, 销售费用率由 2017 年的 0.28% 降至 2023Q1 的 0.15%, 2022 年累计实现降本增效 1.54 亿元。

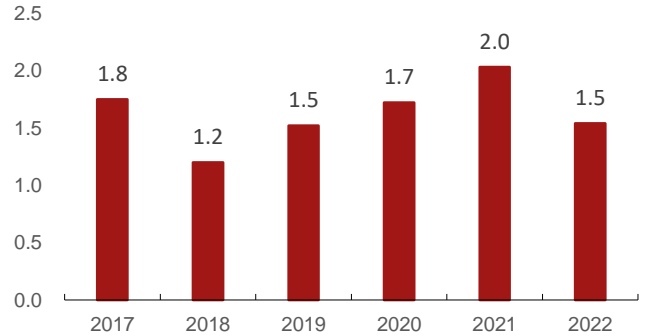
公司加快“降杠杆, 减负债”, 公司资产负债率自 2015 年的 67.7% 持续降至 2023Q1 的 41.6%。

图 10: 公司三费率下降明显



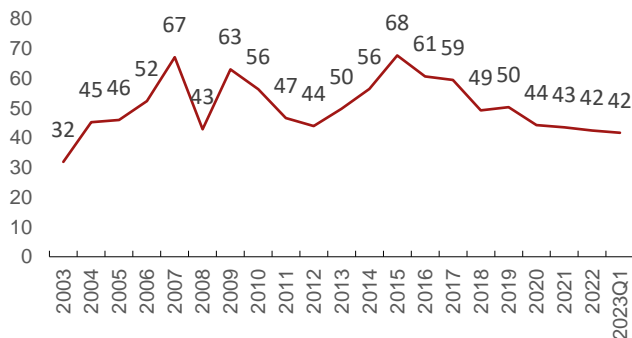
资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 公司各年降本增效 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 公司资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

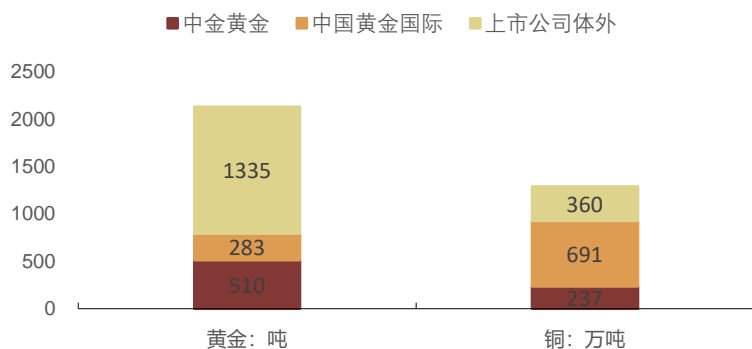


## 二、集团承诺注资，保障长期发展

### 1、集团资产注入持续推进

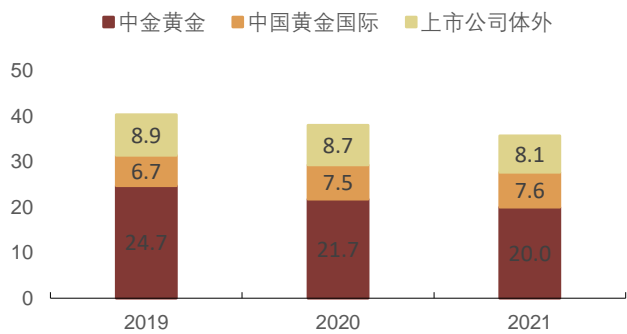
集团在上市公司体外资源储量约有 1335 吨黄金和 360 万吨铜。截至 2021 年底，中金黄金集团约有 48 家矿山企业，其中 42 家以黄金生产为主，2 家为铁矿生产企业、4 家为铜矿生产企业，产金规模在 3 吨以上的矿山有 2 家，产金规模在 1 吨以上的有 13 家。截至 2021 年底集团黄金和铜资源储量分别为 2127 吨和 1288 万吨，中金黄金和中国黄金国际两个上市公司体外的黄金和铜资源储量分别为 1335 吨和 360 万吨，2021 年集团矿山金产量为 35.65 吨，矿山铜量为 18.03 万吨，上市公司体外分别约 8.1 吨和 1.3 万吨。

图 13：2021 年末中国黄金集团铜和黄金资源量情况



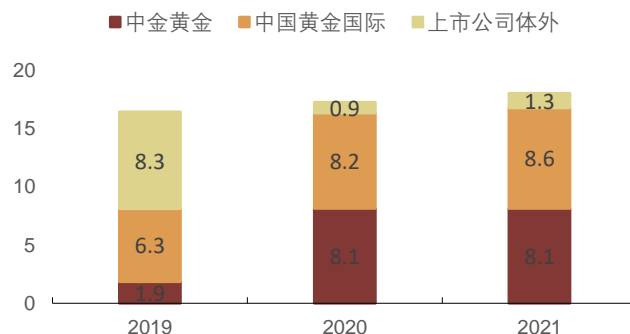
资料来源：公司公告、招商证券

图 14：集团公司矿山金产量情况（吨）



资料来源：公司公告、招商证券

图 15：集团公司矿山铜产量情况（万吨）



资料来源：公司公告、招商证券

中国黄金集团向中金黄金作出非竞争承诺。2014 年起，集团结合实际情况和黄金行业近年的特点及发展趋势，根据下属企业的资源前景、盈利能力和权证规范程度三种因素，将相关黄金企业按照拟注入上市公司的企业、拟实现退出的企业和孵化注入的企业三类进行分类，分批次将黄金企业注入公司，以逐步消除同业竞争。

资产注入持续推进，2022 年完成西和矿业现金收购。根据 2014 年公司公告，集团公司确认了 6 家拟注入中金黄金的企业，分别是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，6 家企业保有黄金资源储量约 70 吨，截至目前已完成凌源日兴和西和矿业的注入。2022 年 9 月 15 日，中金黄金收购了母公司持有的中国黄金集团西和矿业有限公司 90% 的股权（原持股 10%），共计 1.33 亿元，2023 年 2 月股权交割完毕，西和矿业成为公司全资子公司，西和矿业目前处于探矿阶段，资源量 4.2 吨，平均品位 2.5g/t。此外莱州中金黄金矿业和贵州锦丰矿业等企业未来条件成熟也有望注入上市公司。

表 4: 集团旗下企业注入进展

企业名称	集团公司股权比例	所处阶段	是否已注入中金黄金	注入日期
内蒙古金陶股份有限公司	49.34%	生产	否	
吉林省吉顺矿产投资有限公司	100%	矿山基建期	否	
贺州市金琪矿业有限责任公司	100%	生产	否	
成县二邮黄金开发有限公司	80%	探矿	否	
凌源日兴矿业有限公司	--	生产	是	2015年7月27日
中国黄金集团西和矿业有限公司	--	探矿	是	2022年9月15日
莱州中金黄金矿业有限公司	44%	矿山基建期	否	
贵州锦丰矿业有限公司	92%	在产	否	

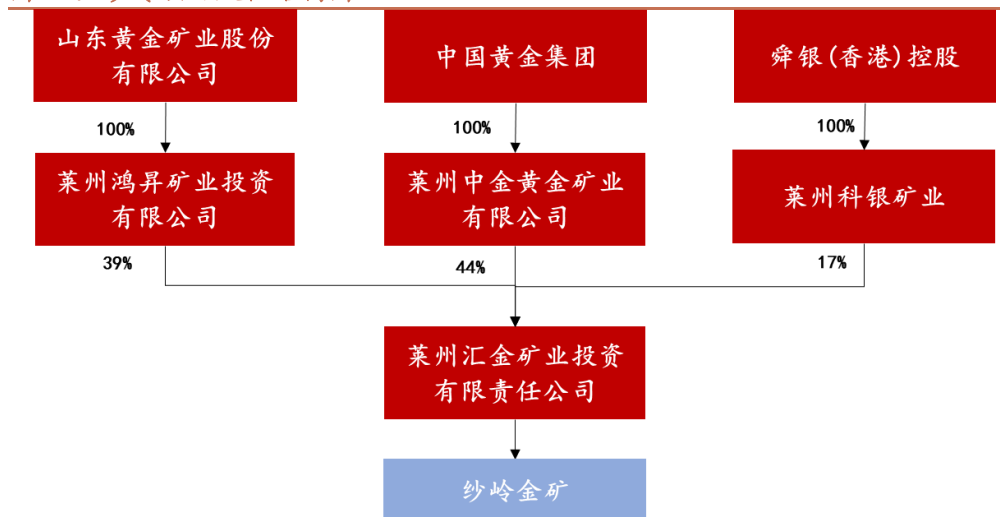
资料来源: 公司公告、招商证券

## 2、莱州汇金矿业纱岭金矿

**纱岭金矿:** 矿区位于莱州市北东部, 距离莱州市区直线距离约 27km, 处于胶东地区主要成矿带焦家断裂带, 采矿权生产规模为 396 万吨/年, 开采方式为地下开采, 开采深度为-526 米至-2030 米标高, 矿区面积为 6.621 平方公里, 有效期限自 2020 年 11 月 16 日至 2035 年 11 月 16 日。

**股权结构:** 莱州汇金矿业投资有限公司拥有纱岭金矿采矿权, 中国黄金集团通过全资持股莱州中金黄金矿业有限公司间接持有莱州汇金矿业投资有限责任公司 44% 股权, 山东黄金通过全资持股莱州鸿昇矿业投资有限公司间接持有莱州汇金矿业投资有限责任公司 39% 股权。

图 16: 纱岭项目股权结构图



资料来源: wind、招商证券

**资源情况:** 根据山东黄金 2021 年 8 月发布的《莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿采矿权评估报告书》, 截至 2021 年 5 月 31 日, 纱岭金矿保有资源储量金金属量 372.1 吨, 平均品位 2.77g/t, 其中探明、控制、推断资源量分别 23.5、83.9、264.6 吨, 银金属量(推断) 232 吨, 平均平稳 2.6g/t; 评估利用资源储量金金属量 262.4 吨, 平均品位 3.04g/t, 银金属量 224.3 吨, 平均平稳 2.6g/t, 其中首采区(一期)金金属量 189.4 吨, 平均品位 3.27g/t, 银金属量 150.7 吨, 后期采区(二期)金金属量 73.0 吨, 平均品位 2.58g/t, 银金属量 73.6 吨。

表 5: 纱岭金矿黄金资源量情况

	黄金						白银	
	矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	平均品位 (g/t)	探明 (吨)	控制 (吨)	推断 (吨)	银金属量 (推断, 吨)	平均品位 (g/t)
保有资源 储量	主矿产	8997.1	309.1	3.44	22.0	80.1	207.0	
	伴生矿							232.0
	低品位矿	4414.3	63.0	1.43	1.5	3.8	57.7	2.6
	合计	13411.4	372.1	2.77	23.5	83.9	264.6	
评估利用 资源储量	首采区 (一期)	5796.0	189.4	3.27				150.7
	后期采区 (二期)	2831.4	73.0	2.58				73.6
	合计	8627.4	262.4	3.04				224.3

资料来源: 山东黄金公告、招商证券

**建设情况:** 纱岭金矿建设工程项目预计建设期 4.5 年, 预计 2024 年底建成, 项目计划投资约 45 亿元, 截至 2022 年 3 月末已投入 8.86 亿元, 项目采选生产规模设计为 12000 吨/日, 项目建成后预计年产金 10 吨。

表 6: 截至 2022 年纱岭金矿项目建设情况 (亿元)

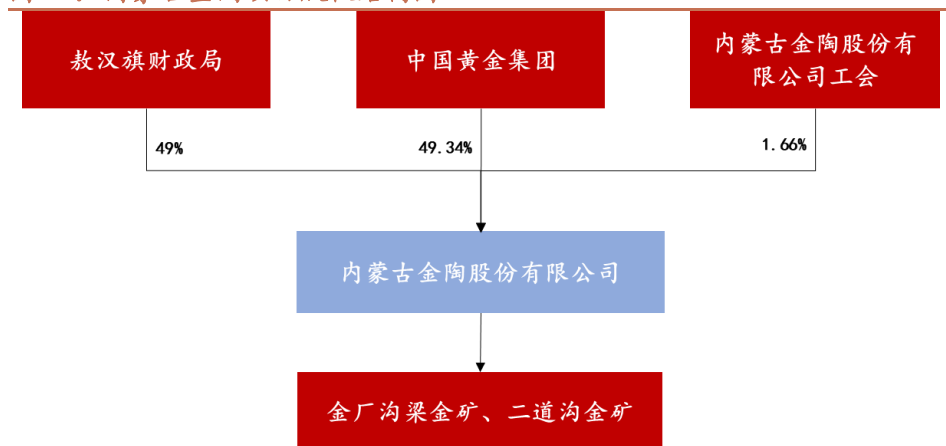
项目名称	项目建设期	规划年产量 (吨)	项目总投资	截至 2022 年 3 月末已投	2022 年 4-12 月	2023	2024
纱岭金矿建设工程	2019.5-2023.12	10	44.93	8.86	4.36	13	11

资料来源: 《中国黄金集团有限公司 2022 年度主体信用评级报告》、招商证券

### 3、内蒙古金陶&贵州锦丰矿业

内蒙古金陶主要资产为金厂沟梁金矿和二道沟金矿, 分别位于赤峰市敖汉旗南金厂沟梁镇和辽宁省北票市龙潭乡。根据内蒙古金陶股份有限公司金厂沟梁金矿、二道沟金矿《2021 年度绿色矿山建设情况 2022 年度建设计划》, 截至 2022 年, 金厂沟梁金矿查明资源储量矿石量 488.09 万吨、金金属量 61.39 吨, 剩余资源储量矿石量 94.89 万吨、金金属量 11.24 吨, 年生产能力 28.5 万吨; 二道沟金矿查明资源储量矿石量 132.65 万吨、金金属量 10.93 吨, 剩余资源储量矿石量 76.5 万吨、金金属量 3.97 吨, 年生产能力 9.69 万吨。

图 17: 内蒙古金陶项目股权结构图

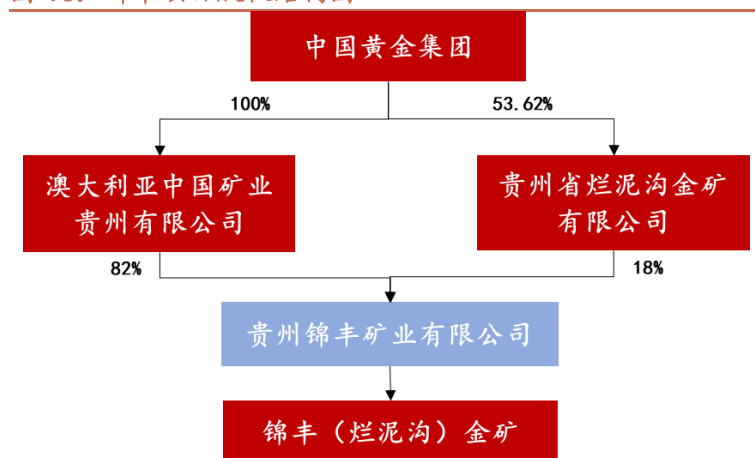


资料来源: wind、招商证券

锦丰矿业主要资产为锦丰 (烂泥沟) 金矿。2016 年 4 月 26 日中国黄金集团全资子公司中金香港与加拿大埃尔拉多黄金公司正式签署了贵州锦丰矿业有限公司 82% 股权购买协议, 目前集团直接和间接持有贵州锦丰矿业 92.2% 股权。

据《中国黄金集团有限公司 2022-2024 年度债务融资工具募集说明书》，截至 2021 年底，锦丰金矿的矿石量为 1517.16 万吨，金金属量为 55.18 吨，平均品位为 3.64g/t。项目设计生产规模为 130 万吨/年，为在产矿山，目前年产金约 4 吨。

图 18：锦丰项目股权结构图

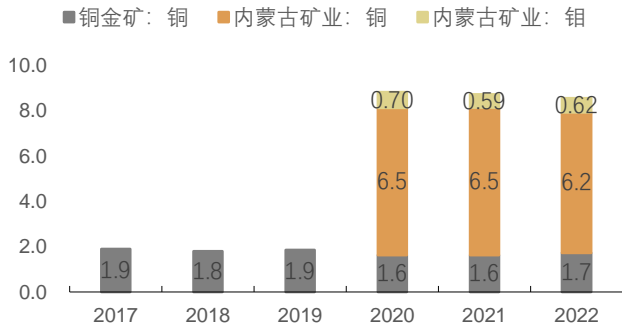


资料来源：wind、招商证券

### 三、铜钼业务：内蒙古矿业贡献超 6 成利润

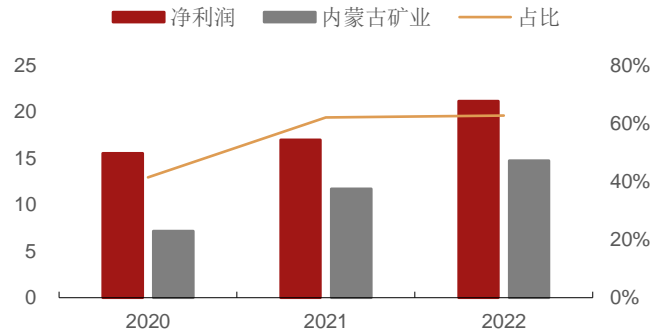
内蒙古矿业贡献了公司绝大部分矿山铜产量和全部钼精矿产量。2022 年公司钼产量 6156 吨, 矿山铜产量 7.93 万吨, 其中内蒙古矿业贡献 6.20 万吨, 另外部分矿山铜来自湖北三鑫金铜和湖北鸡笼山等铜金矿, 分别贡献 1.48 万吨和 0.12 万吨。2020-2022 年内蒙古矿业净利润分别 7.2、11.7 和 14.8 亿元 (90% 股权), 分别贡献全公司归母净利润 41%、62% 和 63%。

图 19: 公司矿山铜和钼产量 (万吨)



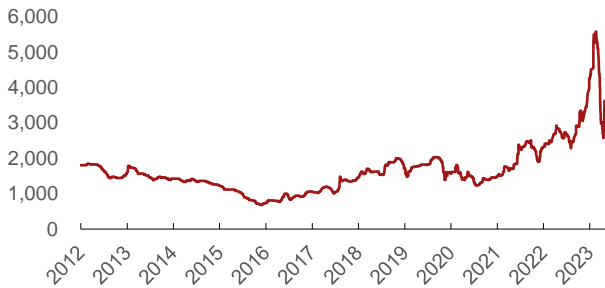
资料来源: 公司公告、招商证券

图 20: 内蒙古矿业贡献全公司超 6 成归母净利润



资料来源: 公司公告、招商证券

图 21: 2012 年以来钼精矿价格走势 (元/吨度)



资料来源: 公司公告、招商证券

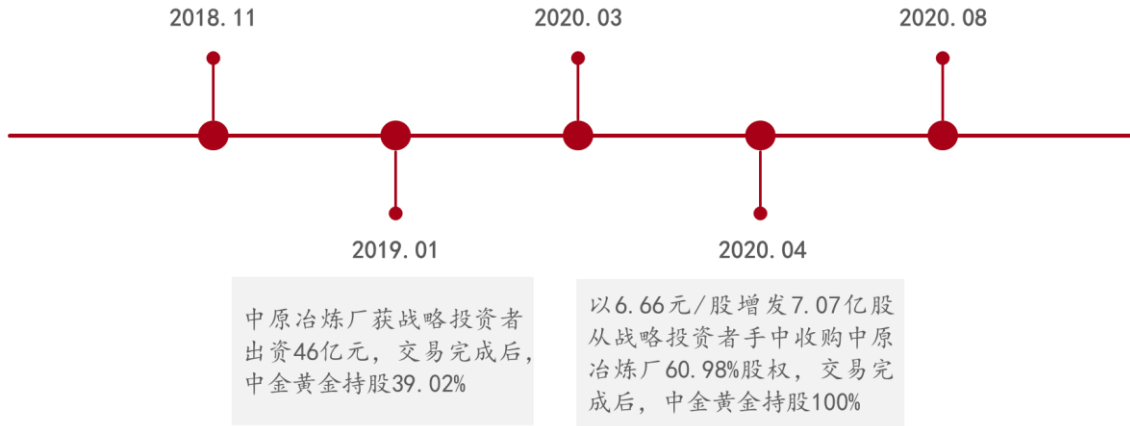
2020 年 3 月公司以 6.66 元/股向中国黄金集团增发 4.85 亿股并支付 5.70 亿元现金完成内蒙古矿业 90% 股权收购。2020 年 8 月, 公司募集配套资金所非公开发行的新增 2.04 亿股股份完成登记, 扣除相关费用后合计募资 19.92 亿元, 本次重组及募资完成。交易完成后, 公司持有内蒙古矿业 90% 股权和中原冶炼厂 100% 股权, 内蒙古矿业纳入公司合并报表。内蒙古矿业主营产品包括铜精粉、钼精粉, 核心资源为内蒙古自治区新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿采矿权。

图 22: 内蒙古矿业收购时间线

公司发布公告称拟向中国黄金发行股份及支付现金购买内蒙古矿业90%股权，向特定投资者发行股份购买其持有的中原冶炼厂股权。

以6.66元/股增发4.85亿股及现金支付5.70亿元收购内蒙古矿业90%股权

以9.77元/股非公开发行2.05亿股，募集配套资金20亿元



资料来源: wind、招商证券

截至 2022 年底，内蒙古矿业资源量铜金属量 191 万吨，品位 0.26%，2022 年产量 6.2 万吨，钼金属量 47 万吨，品位 0.04%，2022 年产量 6156 吨。与钼资源龙头公司金钼股份对比，公司权益资源量和权益产量约为后者 56%和 31%。

表 7: 内蒙古矿业资源储量 (截至 2022 年底)

主要品种	资源量 (万吨)	可采储量 (万吨)	品位	年产量 (万吨)	资源剩余可开采年限
铜	191.0	39.9	0.26%	6.2	26 年
钼	47.0	6.1	0.04%	0.6156	

资料来源: 公司公告、招商证券

表 8: 2022 年中金黄金和金钼股份钼资源对比 (钼金属量)

公司	矿山	资源量 (万吨)	储量 (万吨)	产量 (万吨)	品位	持股比例	权益资源量 (万吨)	权益产量 (万吨)
中金黄金	内蒙古矿业	47	6	0.62	0.04%	90%	42	0.55
	金堆城钼矿	39	27	1.13	0.08%	100%	39	1.13
金钼股份	东沟钼矿	57	33	1.03	0.12%	65%	37	0.67
	合计	95	60	2.15	0.10%	83%	75	1.79

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 金钼股份各矿山的数据以矿石量未口径, 按照公告平均品位进行金属量换算。

## 四、投资建议

**矿山金：**暂不考虑集团资产注入，假设 2023-2025 年公司矿山金产量分别为 19.4、20.0、20.0 吨，金价均假设为 430 元/克。

**矿山铜：**假设 2023-2025 年公司矿山铜产量稳定在 7.64 万吨，铜价假设为 6.8 万元/吨。

**钼精矿：**假设 2023-2025 年公司钼精矿产量稳定在 6100 吨，钼精矿价格假设为 3300 元/吨度。

预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 29.6/31.2/32.0 亿元，对应 PE 分别为 17.6/16.7/16.3 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

表 9：公司主要经营数据预测

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>矿山金</b>						
产量（吨）	21.7	20.0	19.9	19.4	20.0	20.0
金价（元/克）	390	376	393	430	430	430
<b>矿山铜</b>						
产量（万吨）	8.13	8.13	7.93	7.64	7.64	7.64
铜价（万元/吨）	4.9	6.8	6.7	6.8	6.8	6.8
<b>钼精矿</b>						
产量（万吨）	0.70	0.59	0.62	0.61	0.61	0.61
钼精矿价格（万元/吨度）	0.15	0.20	0.28	0.33	0.33	0.33
营业收入	480	561	572	579	582	582
营业成本	418	497	505	501	502	501
毛利率	12.9%	11.5%	11.7%	13.6%	13.8%	14.0%

资料来源：公司公告、招商证券

## 五、风险提示

### 1、金属价格下行

公司主营产品为黄金、铜和钼，金属价格将大幅影响公司利润。若美联储超预期加息，将对黄金、铜等金属价格形成较大压力，从而对公司盈利造成较大负面影响。

### 2、资源变化风险

由于资源分布不平衡，品位变化等不确定原因，公司保有资源储量存在变化风险。行业资源整合并购竞争激烈，勘探开发加快向复杂和困难地区延伸，都将直接影响公司成本水平。

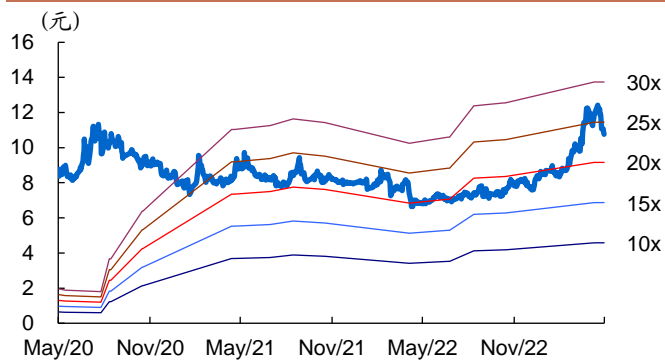
### 3、政策性风险

国家资源和环境等政策变化，将有可能加大公司的成本压力，带来降低企业盈利水平的风险。

### 4、安全事故风险

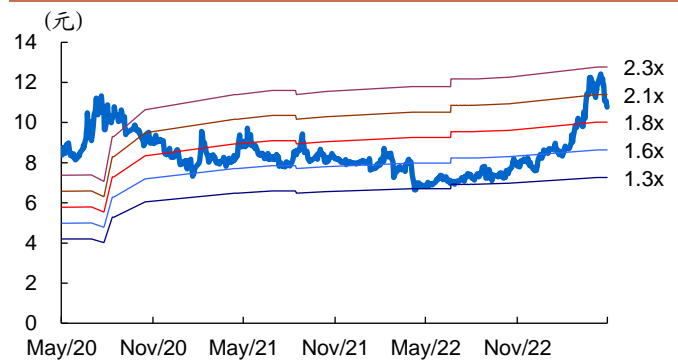
作为矿产资源开发上游企业，企业性质决定了存在安全性事故风险。若发生安全生产事故，将会对公司生产、经营及公司声誉造成较大影响。此外历史上也屡有发生某些企业发生安全事故，致使当地所有同类企业停业检查的风险事件，同样值得关注。

图 23: 中金黄金历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 24: 中金黄金历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

### 参考报告:

- 1、《中金黄金（600489）：矿产量总体稳定，业绩创历史新高》2023-04-27
- 2、《中金黄金（600489）-2021 年报和 2022 一季报点评：产销小幅下滑，铜板块显著增厚公司利润》2022-04-21
- 3、《中金黄金（600489）—地缘政治与稳增长政策利好，黄金与铜价看高一线》2022-03-07



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	20997	22940	22059	24088	25548
现金	7528	9862	9080	11083	12567
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	2	2	2	2
应收款项	104	59	45	45	45
其它应收款	612	551	559	562	562
存货	12046	11621	11529	11551	11528
其他	703	844	844	846	845
<b>非流动资产</b>	26634	25703	24841	24595	24898
长期股权投资	872	896	896	896	896
固定资产	15465	15145	15112	15581	16502
无形资产商誉	5421	5222	4700	4230	3807
其他	4876	4439	4133	3888	3693
<b>资产总计</b>	<b>47631</b>	<b>48642</b>	<b>46900</b>	<b>48683</b>	<b>50446</b>
<b>流动负债</b>	15384	17253	13370	13377	13370
短期借款	9568	8629	8000	8000	8000
应付账款	2917	3071	3049	3055	3049
预收账款	333	648	643	644	643
其他	2566	4905	1678	1679	1678
<b>长期负债</b>	5325	3387	3387	3387	3387
长期借款	3994	2100	2100	2100	2100
其他	1331	1287	1287	1287	1287
<b>负债合计</b>	<b>20709</b>	<b>20639</b>	<b>16757</b>	<b>16764</b>	<b>16756</b>
股本	4847	4847	4847	4847	4847
资本公积金	9181	9175	9175	9175	9175
留存收益	10815	11852	13454	14665	15855
少数股东权益	2078	2128	2666	3232	3812
归属于母公司所有者权益	24844	25875	27477	28688	29878
<b>负债及权益合计</b>	<b>47631</b>	<b>48642</b>	<b>46900</b>	<b>48683</b>	<b>50446</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	4389	5677	6028	5931	5997
净利润	1959	2501	3501	3684	3776
折旧摊销	2316	2219	2362	2245	2197
财务费用	522	505	345	273	259
投资收益	(72)	(166)	(252)	(252)	(252)
营运资金变动	(398)	641	77	(19)	17
其它	62	(23)	(5)	1	1
<b>投资活动现金流</b>	(1715)	(947)	(1248)	(1748)	(2248)
资本支出	(1283)	(1122)	(1500)	(2000)	(2500)
其他投资	(432)	175	252	252	252
<b>筹资活动现金流</b>	(769)	(2454)	(5562)	(2180)	(2265)
借款变动	531	(886)	(3855)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	(6)	0	0	0
股利分配	(778)	(1087)	(1362)	(1907)	(2006)
其他	(526)	(475)	(345)	(273)	(259)
<b>现金净增加额</b>	<b>1905</b>	<b>2276</b>	<b>(782)</b>	<b>2003</b>	<b>1484</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	56102	57151	57946	58206	58206
营业成本	49657	50459	50094	50186	50086
营业税金及附加	620	771	781	785	785
营业费用	79	89	91	91	91
管理费用	2010	1843	1869	1877	1877
研发费用	631	660	670	673	673
财务费用	452	431	345	273	259
资产减值损失	(93)	(94)	(94)	(94)	(94)
公允价值变动收益	19	(36)	0	0	0
其他收益	73	86	86	86	86
投资收益	72	166	166	166	166
<b>营业利润</b>	2724	3020	4254	4479	4593
营业外收入	62	135	135	135	135
营业外支出	254	107	107	107	107
<b>利润总额</b>	2533	3048	4282	4507	4621
所得税	574	547	781	824	845
少数股东损益	261	384	538	566	580
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1698</b>	<b>2117</b>	<b>2964</b>	<b>3118</b>	<b>3196</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	17%	2%	1%	0%	0%
营业利润	9%	11%	41%	5%	3%
归母净利润	9%	25%	40%	5%	3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.5%	11.7%	13.6%	13.8%	14.0%
净利率	3.0%	3.7%	5.1%	5.4%	5.5%
ROE	7.0%	8.3%	11.1%	11.1%	10.9%
ROIC	6.1%	6.7%	9.1%	9.4%	9.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.5%	42.4%	35.7%	34.4%	33.2%
净负债比率	30.2%	28.7%	21.5%	20.7%	20.0%
流动比率	1.4	1.3	1.6	1.8	1.9
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	4.1	4.3	4.3	4.3	4.3
应收账款周转率	206.0	674.0	1082.0	1251.0	1248.0
应付账款周转率	15.8	16.9	16.4	16.4	16.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.35	0.44	0.61	0.64	0.66
每股经营净现金	0.91	1.17	1.24	1.22	1.24
每股净资产	5.13	5.34	5.67	5.92	6.16
每股股利	0.22	0.28	0.39	0.41	0.42
<b>估值比率</b>					
PE	30.7	24.7	17.6	16.7	16.3
PB	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.2	12.5	9.0	8.9	8.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

**赖如川：**招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

**贾宏坤：**招商证券有色研究员。同济大学硕士，CFA，FRM，曾就职于天风证券。2021年加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。