

金属, 采矿, 制品/原材料

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.71

当前价格: 9.00

2019.06.21

中金黄金 (600489)

优质铜钼资产注入, 业绩将大幅增厚

--中金黄金首次覆盖报告

	刘华峰 (分析师)	朱敏 (研究助理)	汤龔 (分析师)
	0755-23976751	021-38031657	0755-23976656
	liuhuafeng@gtjas.com	zhumin020830@gtjas.com	tangyan@gtjas.com
证书编号	S0880515060003	S0880118080078	S0880519010001

本报告导读:

公司拟定增收内蒙古矿业 90% 股权, 完成后归母净利润将大幅增厚。美国或将步入降息周期, 金价上涨为公司带来业绩弹性。

投资要点:

首次覆盖增持评级。综合 PB 和 FCFE 估值法, 考虑到母公司中国黄金集团承诺将继续注入黄金资产, 且本次内蒙古矿业注入后业绩将大幅增厚, 债转股完成后财务费用下降, 首次覆盖给予目标价值 10.71 元, 预测公司 2019-2021 年净利润 3.60/3.82/4.25 亿元, 对应 EPS 0.10/0.11/0.12 元; 考虑内蒙古矿业并表, 备考净利润为 10.35/10.38/10.47 亿元 (参考业绩承诺口径)。收购前业绩对应 2019-2021 年 PE 107.4/97.6/89.5 倍估值, 对应空间 19%, 增持评级。

降息周期渐行渐近, 金价有望绽放。假设美国经济发生实质性衰退, 随着降息周期的开始金价将有较好表现。展望 2019 年下半年及之后可能发生的降息周期, 我们认为此轮降息将肇始于美经济见顶回落, 实质性衰退, 且近期数据已有所展现, 故判断金价具备走强基础。按公司矿产量 23.51 吨计算, 金价每上涨 10 元/克, 公司业绩增厚 1.19 亿元 (主力矿山少数股东权益较大), 受益于金价上涨。

增发收购内蒙古矿业, 未来仍有资产注入预期。公司拟向中国黄金集团以 6.68 元/股以股份加现金购买内蒙古矿业 90% 股权, 作价 37.97 亿元, 2019 年业绩承诺约 7.5 亿元。同时, 公司实施债转股及募集配套资金 20 亿, 财务费用大幅下降。公司保有金/铜金属量 496 吨/37 万吨, 年产矿金/矿铜 23.51 吨/1.8 万吨, 定增完成后, 公司矿铜年产量将增加 6.9 万吨。母公司方面, 黄金集团公司目前保有黄金金属量约 1,908 吨, 铜金属量 1,022 万吨, 承诺仍将继续向中金黄金注入境内优质资源。

催化剂: 定增收购完成, 金价上涨

核心风险: 资源外延进度不及预期; 铜价下跌; 定增进度不及预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,928	34,452	42,296	42,413	42,458
(+/-)%	-15%	5%	23%	0%	0%
经营利润 (EBIT)	1,600	1,257	1,331	1,333	1,345
(+/-)%	24%	-21%	6%	0%	1%
净利润 (归母)	291	196	360	382	425
(+/-)%	-20%	-33%	84%	6%	11%
每股净收益 (元)	0.08	0.06	0.10	0.11	0.12
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	4.9%	3.6%	3.1%	3.1%	3.2%
净资产收益率 (%)	2.2%	1.4%	2.6%	2.7%	2.9%
投入资本回报率 (%)	4.5%	3.2%	3.9%	4.0%	4.1%
EV/EBITDA	13.3	13.6	13.5	13.3	12.5
市盈率	103.8	154.3	84.0	79.2	71.2
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

交易数据

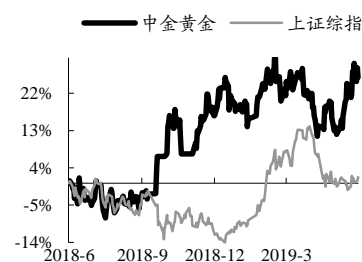
52 周内股价区间 (元)	6.36-9.20
总市值 (百万元)	31,060
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,451/3,451
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	40.96
日均成交值 (百万元)	349.07

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	13,715
每股净资产	3.97
市净率	2.3
净负债率	67.20%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.02	0.01
Q2	0.02	0.03
Q3	0.02	0.03
Q4	0.00	0.03
全年	0.06	0.10

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	7%	29%
相对指数	10%	10%	25%

模型更新时间: 2019.06.21

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

中金黄金 (600489)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.71

当前价格: 9.00

2019.06.21

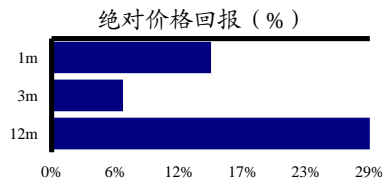
公司网址

www.zjgold.com

公司简介

公司是集黄金采、选、冶、加工综合配套能力的大型黄金企业, 生产有高纯金、标准金、电解银、电解铜和硫酸等多种产品。

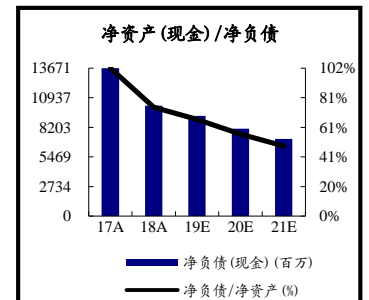
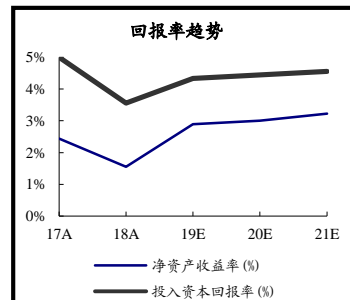
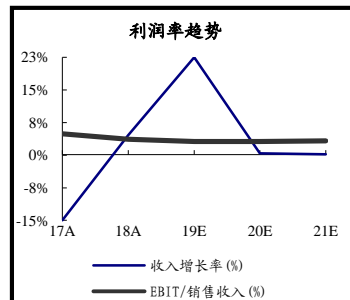
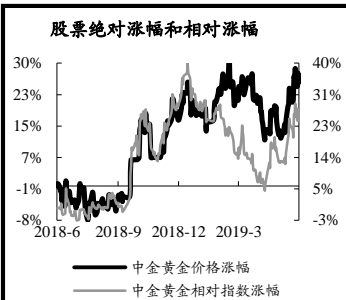
经营范围包括黄金、有色金属的地质勘查、采选、冶炼的投资与管理; 黄金生产的副产品加工、销售; 黄金生产技术的研究开发、咨询服务; 高纯度黄金制品的生产、加工、批发; 进出口业务; 商品展销。



52 周价格范围: 6.36-9.20
市值 (百万): 31,060

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	32,928	34,452	42,296	42,413	42,458
营业成本	29,167	30,868	38,859	38,957	38,994
税金及附加	289	303	353	363	362
销售费用	91	139	153	159	157
管理费用	1,563	1,638	1,600	1,600	1,600
EBIT	1,600	1,257	1,331	1,333	1,345
公允价值变动收益	-77	-82	0	0	0
投资收益	99	113	10	10	10
财务费用	630	710	545	511	462
营业利润	695	568	796	832	893
所得税	150	179	199	208	223
少数股东损益	252	180	237	242	245
净利润	291	196	360	382	425
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,283	3,641	3,000	3,500	4,000
其他流动资产	141	79	0	0	0
长期投资	970	983	983	983	983
固定资产合计	14,809	14,767	14,022	13,089	13,049
无形及其他资产	6,933	6,717	5,893	5,726	5,558
资产合计	38,516	38,060	37,594	37,633	37,773
流动负债	15,910	14,554	14,201	13,116	12,086
非流动负债	6,963	4,252	3,570	4,070	4,570
股东权益	13,456	13,622	13,954	14,336	14,761
投入资本(IC)	27,963	26,463	25,411	24,851	24,568
现金流量表					
NOPLAT	1,253	852	999	1,000	1,009
折旧与摊销	1,706	1,719	1,589	1,544	1,652
流动资金增量	-926	-424	-47	-539	74
资本支出	-1,378	-1,283	-21	-444	-1,443
自由现金流	654	863	2,520	1,560	1,292
经营现金流	630	2,418	2,146	2,194	2,922
投资现金流	-1,130	-1,039	-11	-434	-1,433
融资现金流	779	-1,130	-2,776	-1,261	-990
现金流净增加额	278	248	-641	500	500
财务指标					
成长性					
收入增长率	-15.4%	4.6%	22.8%	0.3%	0.1%
EBIT 增长率	23.8%	-21.4%	5.9%	0.1%	0.9%
净利润增长率	-19.6%	-32.7%	83.7%	6.1%	11.2%
利润率					
毛利率	11.4%	10.4%	8.1%	8.1%	8.2%
EBIT 率	4.9%	3.6%	3.1%	3.1%	3.2%
净利润率	0.9%	0.6%	0.9%	0.9%	1.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	2.2%	1.4%	2.6%	2.7%	2.9%
总资产收益率(ROA)	0.8%	0.5%	1.0%	1.0%	1.1%
投入资本回报率(ROIC)	4.5%	3.2%	3.9%	4.0%	4.1%
运营能力					
存货周转天数	123	117	107	113	112
应收账款周转天数	3	2	2	2	2
总资产周转天数	428	406	326	324	324
净利润现金含量	2.16	12.34	5.96	5.75	6.88
资本支出/收入	4%	4%	0%	1%	3%
偿债能力					
资产负债率	59.4%	49.3%	47.2%	45.6%	44.0%
净负债率	101.6%	74.8%	66.3%	56.3%	48.2%
估值比率					
PE	103.8	154.3	84.0	79.2	71.2
PB	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	13.3	13.6	13.5	13.3	12.5
P/S	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目录

1. 公司为中国黄金旗下上市平台	4
2. 优质资产仍待注入，成长潜力值得期待	5
2.1. 公司不断通过收购提升储量和产量	5
2.2. 期待母公司中国黄金集团资产注入	8
3. 拟低价收购内蒙古矿业，业绩将大幅增厚	10
3.1. 中原冶炼厂债转股顺利完成	11
3.2. 内蒙古矿业将增厚公司盈利能力	12
4. 盈利预测：黄金价格上涨增厚公司业绩	13
4.1. 估值：结合 PB 法和绝对估值法给予公司目标价 10.71 元	14
4.1.1. PB 估值法	14
4.1.2. FCFF 估值法	14
5. 风险提示	15

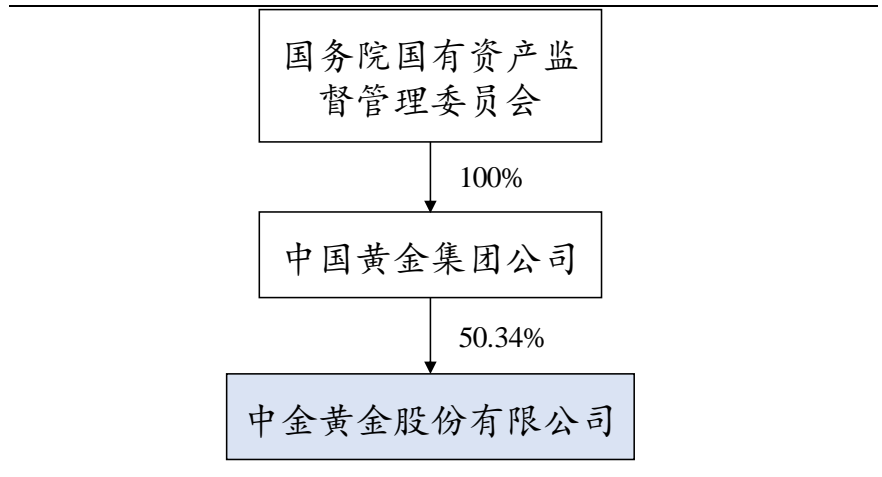
图表目录

图 1: 背靠中国黄金集团	4
图 2: 公司收入情况	4
图 3: 黄金业务贡献了大部分毛利	4
图 4: 公司营收受金价影响较大	5
图 5: 2017-2018 年矿金产量下降，盈利增速下滑	5
图 6: 上市后集团资源不断注入	5
图 7: 公司资源扩张于 2012 年达到顶峰	6
图 8: 近年探矿权面积转化较快	6
图 9: 公司近年来探矿增量有所下滑	7
图 10: 公司 2018 年矿金完全成本在 220 元/克 (测算值)	8
表 1: 母公司资产注入及外延并购情况	6
表 2: 公司主要矿山储量	7
表 3: 公司主要业务产量	7
表 4: 公司目前在建工程情况 (亿元)	8
表 5: 黄金集团金保有金属量达 1907.59 吨	9
表 6: 上市公司体外重要资源	9
表 7: 集团层面产品产销	9
表 8: 集团层面将继续投资扩产	10
表 9: 本次融资方案明细	10
表 10: 本次购买内蒙古矿业及中原冶炼厂支付方案明细	11
表 11: 重组前后中金黄金股权变化	11
表 12: 完成增资后中原冶炼厂股权结构	11
表 13: 中原冶炼厂负债率顺利下降 (万元)	12
表 14: 中原冶炼厂产量预测	12
表 15: 内蒙古矿业股权结构	12
表 16: 内蒙古矿业盈利能力强 (万元)	12
表 17: 内蒙古矿业铜储量约 233.4 万吨	13
表 18: 核心假设：黄金价格上涨，铜价下滑，中原冶炼厂业务按计划放量	14
表 19: 可比公司估值	14

1. 公司为中国黄金旗下上市平台

公司为中国黄金旗下上市平台。2000年6月，中金黄金股份有限公司由中国黄金总公司作为主发起人，六家其他发起人共同发起设立。2003年8月，中金黄金开始在上海证券交易所挂牌交易。公司主要从事黄金、铜等产品的勘探、采矿、选矿、冶炼和销售，其中黄金冶炼原材料来源包括自产金精矿及外购原料，2018年公司矿金自给率约为40%，矿产金产量24.36吨。

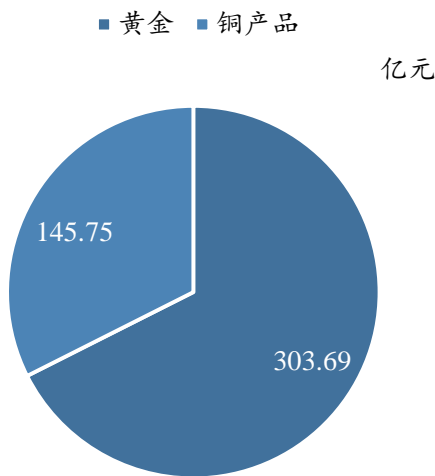
图 1: 背靠中国黄金集团



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

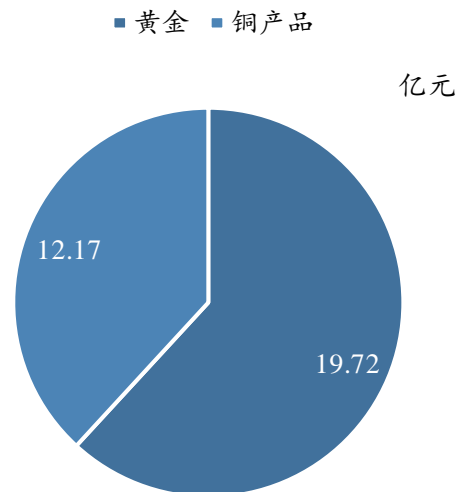
黄金业务为公司主要利润来源。公司主要收入来源为黄金冶炼及开采，2018年该业务收入303.69亿元，占总收入比重67.57%（内部抵消前）。利润角度来看，公司黄金业务于2018年贡献了19.72亿元毛利，占公司毛利比重61.84%。

图 2: 公司收入情况



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 黄金业务贡献了大部分毛利

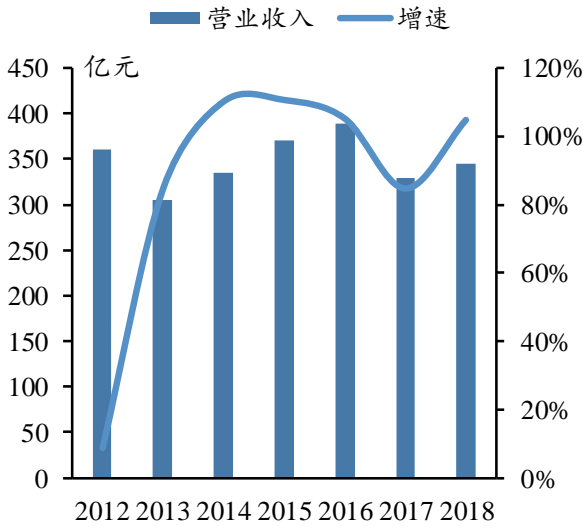


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

金价波动及资产注入速度影响公司利润。2018年实现收入344.52亿元，

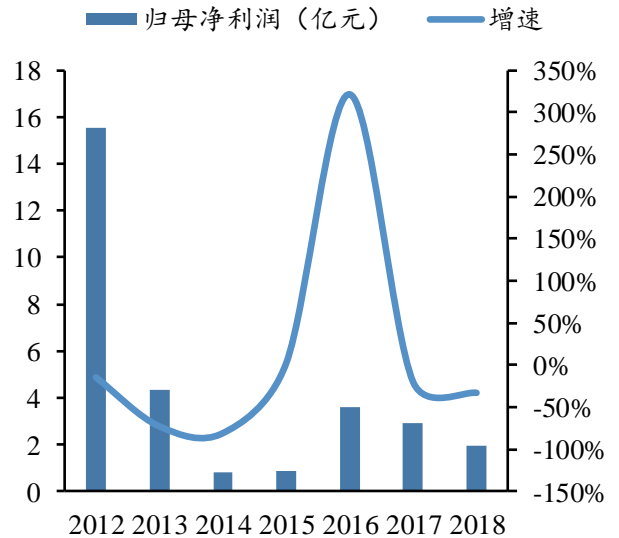
同比+4.63%；实现归母净利润 1.96 亿元，同比-32.73%。2013-2015 年受宏观环境影响，国内黄金均价下滑 16%，公司业绩也受到影响。同时公司资产注入速度在 2012 年后放缓，导致公司利润大幅下滑。

图 4: 公司营收受金价影响较大



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5: 2017-2018 年矿金产量下降，盈利增速下滑



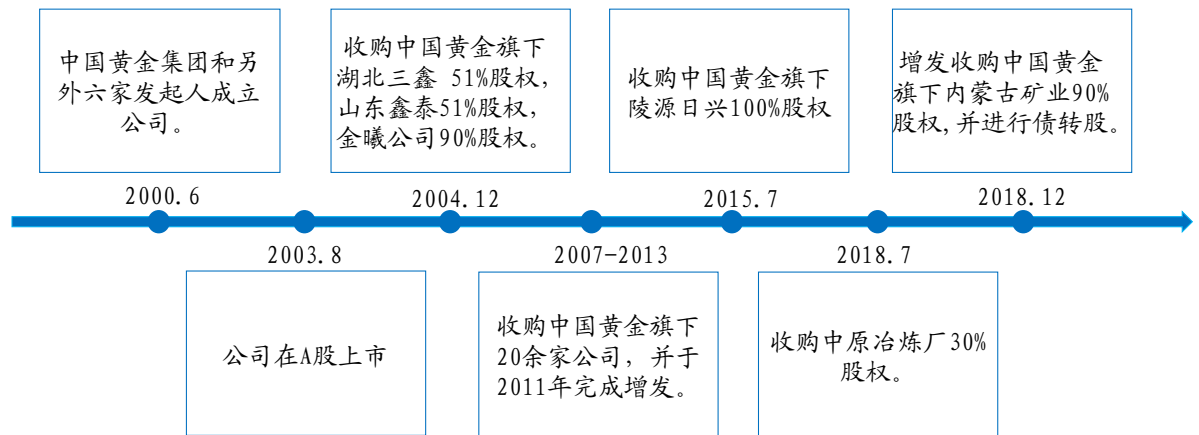
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 优质资产仍待注入，成长潜力值得期待

2.1. 公司不断通过收购提升储量和产量

上市后大股东优质境内资产不断注入。2004 年以来，大股东中国黄金将湖北三鑫金铜、山东烟台鑫泰、苏尼特金曦黄金矿业、中国黄金集团二道沟金矿、辽宁省黄金公司等优质黄金资产不断注入上市公司体内。根据公司公告，大股东承诺继续向公司注入境内优质资产，完成黄金集团的整体上市。

图 6: 上市后集团资源不断注入



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司成立以来外延增储达 595.06 吨，未来将进一步增厚。通过市场资源

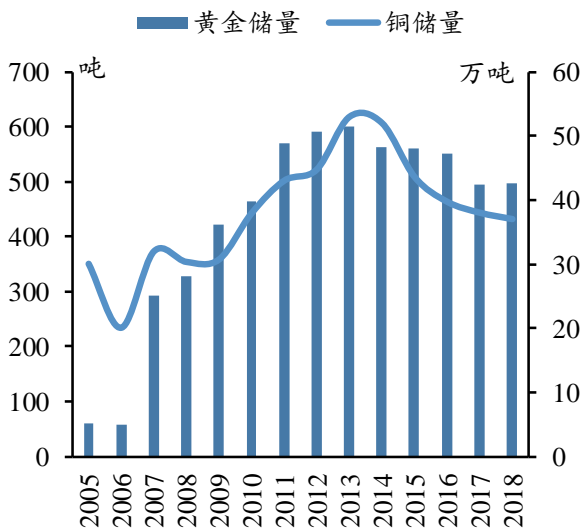
并购和控股股东持续注入优质黄金资源，子公司中矿山企业已达三十余家，增储约 595.06 吨。未来公司控股股东承诺的优质资产注入、通过市场并购黄金资源和现有矿区深部及周边的探矿增储和国内的矿权整合工作，将进一步提高公司对资源的控制能力。

表 1: 母公司资产注入及外延并购情况

时间	集团注入及外延并购	增储 (吨)
2004	以自有资金收购湖北三鑫、山东新泰和苏尼特金曦	28.35
2008	定向增发收购陕西太白、内蒙古鑫达、河南金源、湖北鸡笼山、广西凤山天承、辽宁五龙金矿、辽宁黄金公司、二道沟金矿和黑龙江乌拉嘎金矿等金矿	260.09
2009	自有资金收购河北金厂峪和河南秦岭黄金矿业，河北黄金、夹皮沟矿业和嵩县前河矿业	86.92
2011	定向增发收购嵩县金牛、河北东梁和德兴金山，自有资金收购陈耳金矿、大王西金矿、王峪金矿	111.56
2012	收购新疆金福矿业并积极推进了周边矿权整合，采用置换股权成功控股金渠股份	93.79
2013	收购了托里金福的外围资源和托里周边的鑫达公司	4.74
2015	收购凌源日兴矿业有限公司 100% 股权	9.61
2018	拟定增收购内蒙古矿业 90% 股权	铜钼精矿
总计		595.06

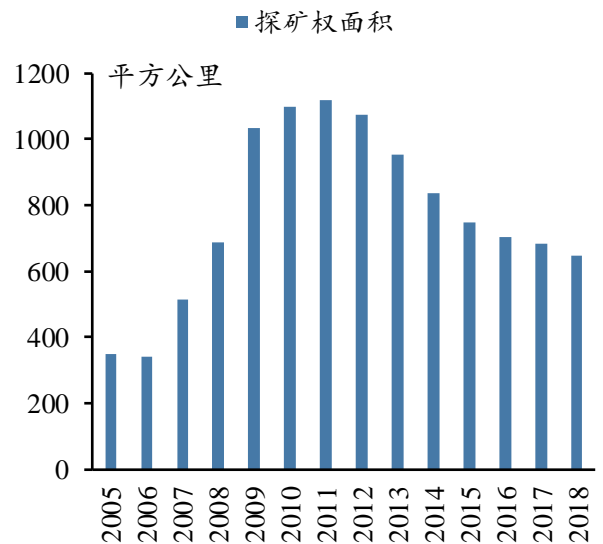
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 7: 公司资源扩张于 2012 年达到顶峰



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 8: 近年探矿权面积转化较快



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

目前公司资源量 496.4 吨，并通过内部挖潜积极探储。公司通过强化新并购项目的储量升级，实施新区与老矿山深部探矿、周边扩展相结合的方针，通过矿山探矿增储等方式提升现有矿山储量。自 2006 年以来，公司内部探矿增储累计 487.84 吨。截至 2018 年底，公司保有资源储量金金属量 496.4 吨，铜金属量 37 万吨，拥有矿权 124 个，矿权面积达到 645.12 平方公里。目前公司仍在推进夹皮沟、山东鑫泰、凌源日兴等

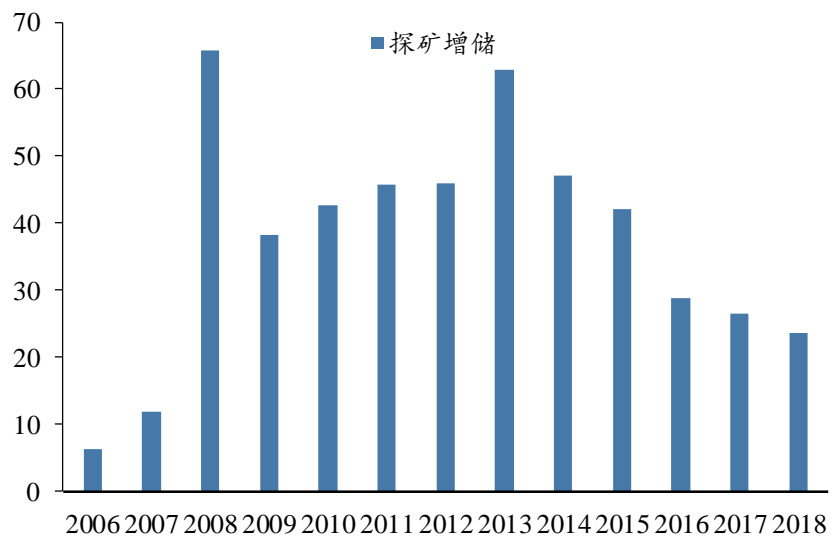
16 户企业矿业权的拓展，未来储量有望进一步提升。

表 2: 公司主要矿山储量

主要矿山	资源品种	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)	品位 (克/吨)	持股比例
湖北三鑫金铜股份有限公司	金 铜	1818.07	40.59 327998.00	2.23 1.80%	51.0%
嵩县金牛有限责任公司	金	4647.74	59.99	1.66	60.0%
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	金	1870.34	44.42	2.37	82.0%
陕西久盛矿业投资管理有限公司	金	897.51	43.18	4.97	100.0%
河南金源黄金矿业有限责任公司	金	2101.91	34.02	1.62	51.0%
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	1154.65	32.67	3.86	76.0%
陕西太白黄金矿业有限责任公司	金	2137.92	31.70	1.48	66.8%
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	金	578.91	20.14	3.48	57.8%
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	金	1061.38	18.18	1.71	100.0%
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	金	506.58	16.67	3.29	90.0%
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	金	6455.28	14.78	0.23	100.0%
河北东梁黄金矿业有限责任公司	金	754.00	9.60	1.27	100.0%
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	金	69.08	3.94	5.70	100.0%
主要矿山黄金权益量合计 (吨)			272.80		

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究, 备注 (湖北三鑫, 嵩县金牛, 陕西久省, 河南金源, 陕西矿业, 江西太白根据 2018 年集团公司公告更新, 截止 2017.12, 其余截止 2016.6)

图 9: 公司近年来探矿增量有所下滑



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

矿金产量保持稳定。公司 2018 年年产矿金 24.36 吨, 2019 年经营计划为 23.51 吨, 下降主要原因在于矿山贫化率的提升。为了应对矿山品位的下降, 公司对于存量矿山积极技改, 目前投入 4 亿元扩建江西金山矿业产能, 预计未来矿产金产量仍将保持平稳。同时, 随着中原冶炼厂搬迁的完成, 公司 2018 年电解铜产量大幅提升至 32.07 万吨。

表 3: 公司主要业务产量

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
产量							

黄金(吨)	109.84	122.59	158.60	163.10	109.87	88.61	62.66
矿产金(吨)	24.47	25.59	26.30	27.03	27.47	25.39	24.36
黄金自给率	22.28%	20.87%	16.58%	16.57%	25.00%	28.65%	38.88%
电解铜(吨)				4754.00	340979.14	187090.20	320771.77
矿山铜(吨)	17283.84	17102.19	17405.37	17175.03	19024.97	18990.86	17953.96

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

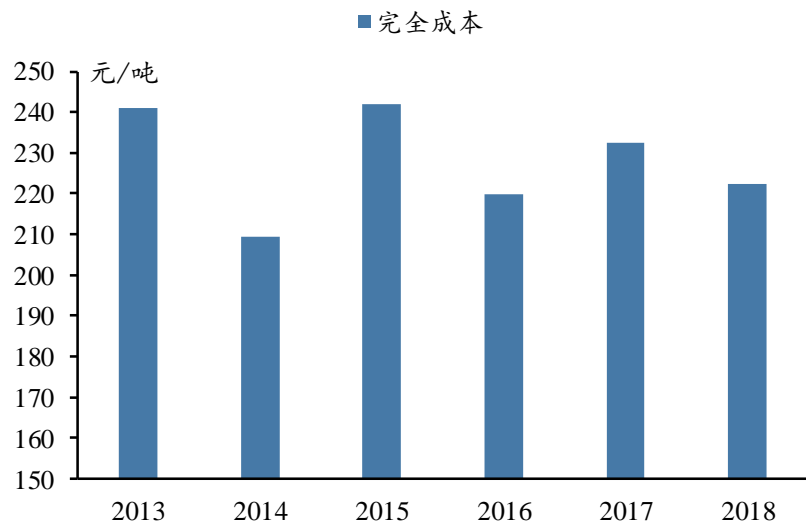
表 4: 公司目前在建工程情况 (亿元)

项目名称	预算数	期初余额	本期增加	转固金额	期末余额	进程(%)
前常铜铁矿采选改扩建工程	6.97	3.43	0.42	0.00	3.85	55.13
3000 吨扩建工程	4.00	0.60	1.16	0.00	1.76	43.95
深部探建联合项目	1.57	1.37	0.14	0.00	1.51	96.57
正北沟竖井工程	0.65	0.50	0.10	0.00	0.61	93.20
五道沟尾矿库工程	1.87	0.01	0.49	0.00	0.50	26.78
石门沟尾矿库	0.92	0.36	0.18	0.00	0.54	58.58
4 号盲竖井	0.56	0.51	0.08	0.00	0.59	97.51
白音哈尔矿区技改项目	1.40	1.22	0.11	1.19	0.10	94.66
冶炼厂搬迁项目	51.03	6.70	1.32	8.02	0.00	100.00
合计	68.96	14.71	3.99	9.21	9.44	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

成本偏高，公司将进一步降本增效。由于公司单体矿山产量不高，故整个开采成本偏高。根据我们的测算，公司目前完全成本在 220 元/克。近年来有所增加。推测原因在于公司矿山贫化率的提升（公司未公布近三年开采数据）。随着未来集团优质资产的进一步注入，公司矿金成本或将下降。

图 10: 公司 2018 年矿金完全成本在 220 元/克 (测算值)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2. 期待母公司中国黄金集团资产注入

黄金行业航空母舰。公司矿权面积大、分布区域广、远景资源丰富，后备资源潜力较大。公司的国内矿山资源主要分布于辽宁、河北、河南、陕西、广西、内蒙古、四川、贵州等地。截至 2017 年底，公司拥有探矿权 148 个，面积 2157.94 平方公里；采矿权 114 个，面积 439.93 平方

公里。截至 2018 年 3 月底, 公司保有黄金金属量约 1,908 吨, 铜金属量 1,022 万吨, 钼金属量 208 万吨, 铁矿石量 7,320 万吨。公司矿产金生产企业, 基本形成 15 个大型生产基地的战略布局, 约有 45 户矿山企业, 主要分布在甘肃、江西、河南、陕西、内蒙古、西藏、湖北、山东、河北地区。

表 5: 黄金集团金保有金属量达 1907.59 吨

矿种/资源储量类别	保有矿石量 (单位: 万吨)	品位 (金、银为克/吨, 其他金属为%)	保有金属量 (单位: 金、银为吨, 其他金属为万吨)
金	133589.00	1.43	1907.59
铜	327998.00	0.31	1021.92
钼	399660.00	0.05	207.76
银	111713.00	9.83	10989.06
中国黄金集团 有限公司总计	7781.00	1.53	118.93
铅	132876.00	0.06	80.43
锌	69595.00	0.06	38.81
钨	374.00	0.42	1.58
锡	84.00	2.96	2.49
铁	7320.00	37.85	

数据来源: 黄金集团公司公告, 国泰君安证券研究

母公司在上市公司体外仍持有大量优质境内资产, 未来资产注入预期强。中国黄金在上市公司体外持有包括汇金矿业、锦丰矿业等大量优质境内矿产资源公司, 并于 2011 年《中国黄金集团公司关于进一步解决与中国黄金股份有限公司同业竞争相关事宜的承诺》中, 承诺促使现有正常生产的黄金矿业企业规范完善矿权、土地、房产等资产权属并转让给中金黄金, 以逐步消除同业竞争。为公司可持续发展提供资源保障。

表 6: 上市公司体外重要资源

类别	保有矿石量 (万吨)	品位 (金、银为克/吨, 其他金属为%)	保有金属量 (吨)
莱州汇金矿业投资有限公司	13444.81	2.78	373.06
西藏华泰龙矿业开发有限公司	50136.47	0.33	169.53
内蒙古太平矿业有限公司	26277.86	0.60	165.04
贵州锦丰矿业有限公司	2236.49	3.26	79.64
中国黄金集团湖南矿业有限公司	5514.10	0.80	43.12
凤山县宏益矿业有限责任公司	1589.00	2.63	42.42

数据来源: 黄金集团公司公告, 国泰君安证券研究

集团层面 2017 年产矿金约 42.4 吨, 矿铜 14.6 万吨。中国黄金的国内采矿业主要运营主体为内蒙古太平矿业、苏尼特金曦黄金、辽宁排山楼黄金、江西金山、内蒙古矿业。国内矿山资源主要分布于辽宁、河北、河南、陕西、广西、内蒙古、四川、贵州等地, 目前公司已成为全国最大的矿产金生产企业, 基本形成 15 个大型生产基地的战略布局。

表 7: 集团层面产品产销

产品	项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017
黄金	产量 (吨)	182.78	122.59	132.30	164.80	110.98	88.61

	销量 (吨)	109.63	105.04	155.70	207.30	168.12	170.21
	单价 (元/克)	339.98	284.44	252.13	236.02	267.80	276.81
矿产金	产量 (吨)	35.60	39.43	40.16	41.53	42.08	42.42
黄金自给率		19.48%	32.16%	30.36%	25.20%	37.92%	47.87%
矿山铜	产量 (万吨)	7.76	10.22	11.09	11.87	12.07	14.62
电解铜	产量 (吨)	9894.75	7979.50	6558.06	4754.00	184900.00	222942.12

数据来源: 黄金集团公司公告, 国泰君安证券研究

三年内集团层面将继续投资 33 亿元用于扩产。为进一步增加产量, 开发矿山潜能, 集团层面仍将在 2018-2020 年投资约 33 亿元进行产能建设, 其中对于黄金矿山项目投资 22 亿元, 预计集团未来产能仍将稳中有升,

表 8: 集团层面将继续投资扩产

序号	项目	规模 (吨/日)	性质	投资计划 (亿元)			投资合计 (亿元)
				2018	2019	2020	
一、黄金项目投资							
(一)	矿山项目						
1	江西金山	3000.00	扩建	2.85	0.00	0.00	2.85
2	甘肃西和 (成县)	450.00	改扩建	0.48	0.36	0.00	0.84
3	山东莱州汇金	10000.00	新建	2.64	6.00	10.00	18.64
	黄金冶炼及加工项目						
4	辽宁新都搬迁项目	450.00	新建	1.56	2.40	1.30	5.26
二、其他金属项目投资							
5	内蒙古矿业深部资源 开采	--	新建	0.49	0.49	0.49	1.47
三、其他项目投资							
6	中金辐照项目	--	新建	1.20	1.10	0.70	3.00
7	中金建设重工有限公司项目	--	迁建	0.50	0.30	0.20	1.00
合计				9.72	10.65	12.69	33.06

数据来源: 黄金集团公司公告, 国泰君安证券研究

3. 拟低价收购内蒙古矿业, 业绩将大幅增厚

事件: 公司于 2018 年 11 月 23 日发布交易预案拟 (1) 国新资产、国新央企基金、中鑫基金、东富国创和农银投资本次合计出资 46 亿元, 以现金及债权方式向中原冶炼厂进行增资。中金黄金再向其以 6.68 元/股价格发行股份购买中原冶炼厂股权, 整体 60.98% 股权作价为 47.07 亿元。(2) 向中国黄金集团以 6.68 元/股价格发行股份及支付现金购买内蒙古矿业 90% 股权, 作价 37.98 亿元; (3) 向不超过 10 名特定投资者, 以 7.04 元/股价格, 发行不超过 6.9 亿股, 定增募集 20 亿元以内的配套资金。

表 9: 本次融资方案明细

定增收购方案	明细	配套募集方案	明细
金额	79.35 亿元	金额	不超过 20 亿元
发行价格	6.68 元/股	发行价格	7.04 元/股
发行数量 (万股)	118789.98	发行数量 (万股)	不超过 69022.74

发行前股本 (万股)	345113.70	发行前股本	345113.70
股份稀释	34.42%	最大股份稀释	20.00%
发行对象	中金黄金集团及特定投资者	发行对象	10名特定投资者
控股股东	黄金集团增持48320万股, 完成后持股比例为47.86%	控股股东	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 10: 本次购买内蒙古矿业及中原冶炼厂支付方案明细

重组交易对方	对应标的资产	股份支付 (亿元)	发行股份 (万股)	现金支付 (亿元)
中国黄金	内蒙古矿业 90.00% 股权	32.28	48320.03	5.70
国新资产	中原冶炼厂 13.26% 股权	10.23	15319.56	-
国新央企基金	中原冶炼厂 13.26% 股权	10.23	15319.56	-
中鑫基金	中原冶炼厂 21.21% 股权	16.37	24511.29	-
东富国创	中原冶炼厂 6.63% 股权	5.12	7659.78	-
农银投资	中原冶炼厂 6.63% 股权	5.12	7659.78	-
合计		79.35	118789.98	5.70

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

整体重组计划完成后, 中国黄金对公司的持股比例由 50.34% 下降至 47.86%, 国新资产、国新央企基金等五家本次重组的交易对手将持有公司 15.18% 股权。

表 11: 重组前后中金黄金股权变化

股东名称	本次重组前		本次重组后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
中国黄金	173716.54	50.34%	222036.57	47.86%
国新资产	-	-	15319.56	3.30%
国新央企基金	-	-	15319.56	3.30%
中鑫基金	-	-	24511.29	5.28%
东富国创	-	-	7659.78	1.65%
农银投资	-	-	7659.78	1.65%
其他 A 股公众股东	171397.18	49.66%	171397.18	36.95%
合计	345113.72	100.00%	463903.70	100.00%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3.1. 中原冶炼厂债转股顺利完成

中原冶炼厂增资后公司财务费用大幅改善。在五家交易本次增资后, 中原冶炼厂负债率顺利降至 59%, 总负债顺利降至 98.57 亿元, 削减约 37 亿元, 公司财务负担大幅减轻。

表 12: 完成增资后中原冶炼厂股权结构

序号	股东名称	认缴出资额 (万元)	持股比例
1	中金黄金	194000	39.02%
2	国新资产	65900.41	13.26%
3	国新央企基金	65900.41	13.26%
4	中鑫基金	105440.65	21.21%
5	东富国创	32950.2	6.63%
6	农银投资	32950.2	6.63%
合计		497141.87	100.00%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 13: 中原冶炼厂负债率顺利下降 (万元)

资产负债表项目	2016	2017	2018	2019-1-31
总资产	1594710.14	1554527.26	1543916.05	1669481.69
总负债	1416881.02	1356128.36	864620.64	985667.03
净资产	177829.12	198398.9	679295.41	683814.65
归属于母公司的所有者权益	177829.12	198398.9	679295.41	683814.65
资产负债率	88.85%	87.24%	56.00%	59.04%
利润表项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019-1-31
营业收入	2808485.53	2168137.39	2467847.49	176837.15
利润总额	3685.3	20705.22	40807.78	3417.61
净利润	2006.73	15180.59	35468.72	2982.85

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

中原冶炼厂主要业务为黄金、铜、白银等有色金属冶炼, 一期规模为年处理精矿 150 吨, 年产金 36 吨、银 222 吨、铜 21.5 万吨、硫酸 127 万吨; 二期工程投达产后, 预计理论年产金锭 33.82 吨, 银锭 360 吨, 阴极铜 34.93 万吨, 粗硫酸镍 (18%) 962.31 吨, 精硒 (99.99%) 80.26 吨, 硫酸 129 万吨, 白烟尘 2.52 万吨。

表 14: 中原冶炼厂产量预测

产品名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
黄金 (吨)	46.81	35.24	15.01	25.37	23.67	27.06	29.76
阴极铜 (万吨)	21.98	31.82	32.37	34.20	35.28	36.00	36.00
白银 (吨)	218.09	283.80	316.80	343.22	343.22	343.22	343.22
硫酸 (万吨)	97.79	133.31	109.89	129.33	129.33	129.33	129.33

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3.2. 内蒙古矿业将增厚公司盈利能力

拟注入资产内蒙古矿业为大股东旗下重要铜钼资产。内蒙古矿业大股东为中国黄金集团, 持股比例约 90%。该公司主要资产为乌努格吐山铜钼矿项目, 该项目是中国黄金集团公司实施“以金为主, 多金属开发并举”战略项目, 产品以铜精粉、钼精粉为主。

表 15: 内蒙古矿业股权结构

序号	股东名称	认缴出资额 (万元)	持股比例
1	中国黄金	36000.00	90.00%
2	北京予捷矿业投资有限公司	4000.00	10.00%
合计		40000.00	100.00%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注入估值低。内蒙古矿业 100% 股权本次预估值为 42.19 亿元左右, 根据公司公告披露, 内蒙古矿业 2018 年全年净利润为 6.32 亿元, 以 2018 年业绩为估值基础, 本次交易估值为 6.7 倍 PE。同时, 公司拟与中国黄金签订《盈利补偿协议》, 内蒙古矿业于 2019/2020/2021 年度经扣非后净利润合计数分别不低于 7.46/7.34/6.91 亿元。

表 16: 内蒙古矿业盈利能力强 (万元)

资产负债表项目	2017 年度	2018 年度	2019 年 1 月
---------	---------	---------	------------

总资产	531772.69	496910.01	507158.12
总负债	331120.99	278240.77	348620.77
净资产	200651.70	218669.25	158537.35
资产负债率	62%	56%	69%
利润表项目	2017 年度	2018 年度	2019 年 1 月
营业收入	356205.75	334951.89	50039.30
利润总额	82781.13	74021.76	11160.14
净利润	67296.91	63177.90	9389.65
现金流量表项目	2017 年度	2018 年度	2019 年 1 月
经营活动产生的现金流量净额	158706.61	88259.92	19013.92
投资活动产生的现金流量净额	(2007.05)	(1913.35)	(601.27)
筹资活动产生的现金流量净额	(155205.43)	(91414.16)	(1343.55)
现金及现金等价物净增加额	1492.99	(5074.15)	17070.10

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

据公司公告，内蒙古矿业旗下矿石量共计 161,782.73 万吨，铜金属量 233.4 万吨、平均品位 0.144%，钼金属量 55 万吨、平均品位 0.034%。目前矿山生产规模为 2475 万吨/年，预计年产精矿含铜量 6.93 万吨，含钼量 1.04 万吨，含银 584 吨。

表 17: 内蒙古矿业铜储量约 233.4 万吨

储量类型	储量核实基准日保有资源储量					
	矿石量(万吨)	铜(Cu)金属量(吨)	铜(Cu)平均品位(%)	钼(Mo)金属量(吨)	钼(Mo)平均品位(%)	
工业铜	111b	10420.02	340320.00	0.33%	25054.00	0.02%
	122b	5587.20	191015.00	0.34%	12486.00	0.02%
	331.00	2423.36	74720.00	0.31%	5593.00	0.02%
	332.00	1630.51	47621.00	0.29%	3669.00	0.02%
	333.00	1288.02	40962.00	0.32%	2374.00	0.02%
低品位铜	331.00	8187.14	183156.00	0.22%	12400.00	0.02%
	332.00	4916.75	111351.00	0.23%	6244.00	0.01%
	333.00	2304.41	52261.00	0.23%	2197.00	0.01%
工业钼	111b	7500.95	137895.00	0.18%	46226.00	0.06%
	122b	3463.79	66929.00	0.19%	22489.00	0.07%
	331.00	3714.86	56801.00	0.15%	24033.00	0.07%
	332.00	2910.87	41177.00	0.14%	19000.00	0.07%
	333.00	1082.74	17564.00	0.16%	6620.00	0.06%
低品位钼	331.00	62915.83	613107.00	0.10%	210287.00	0.03%
	332.00	34595.43	287483.00	0.08%	123198.00	0.04%
	333.00	8840.85	71846.00	0.08%	28591.00	0.03%
合计	161782.73	2334208.00	0.14%	550461.00	0.03%	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 盈利预测：黄金价格上涨增厚公司业绩

我们认为公司通过技改对冲品位下降，矿金产量未来将保持稳定，同时大股东仍有资产注入预期。此次增发后内蒙古矿业的并表将大幅增厚公司业绩，同时公司受益于金价上涨，业绩弹性将增厚。按公司矿金产量

23.51 吨计算，金价每上涨 10 元/克，公司业绩增厚 1.19 亿元。

核心假设包括:

- 假设美国经济发生实质性衰退，随着降息周期的开始金价将有较好表现。展望 2019 年下半年及之后可能发生的降息周期，我们认为此轮降息将肇始于美经济见顶回落，实质性衰退，且近期数据已有所展现，故判断金价具备走强基础。2019-2021 年假设黄金价上涨且维持高位，为 310/310/310 元/克；铜价格保持稳定。据此测算，公司 2019-2021 年净利润为 3.60/3.82/4.25 亿元。
- 中原冶炼厂顺利投产；暂时不考虑内蒙古矿业并表。

表 18: 核心假设：黄金价格上涨，铜价下滑，中原冶炼厂业务按计划放量

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
铜现货价格(元/吨)	49195.	50655	48000	48000	48000
金现货价格(元/克)	275.42	267	310	310	310
矿产金产量(吨)	25.39	24.36	23.51	23.51	23.51
冶炼铜产量(吨)	187090	320771	32370	34200	35280
矿产铜产量(吨)	18990	17953	18000	18000	18000

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.1. 估值：结合 PB 法和绝对估值法给予公司目标价 10.71 元

4.1.1. PB 估值法

PB 估值法对应每股合理估值 10.71 元。参考盈利预测和可比黄金上市公司的 PB 均值 4.14 倍，预测公司 2019 年每股净资产 3.98 元，考虑到上市黄金公司中净资产质量不一，不全为矿山及冶炼资源，给予公司 2.7 倍 PB 估值（折价 65%），对应每股合理估值 10.71 元。

表 19: 可比公司估值

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	PE/TTM	EPS		PB	评级
				2019E	2020E		
002155.SZ	湖南黄金	9.13	41.21	0.29	0.29	2.26	增持
600547.SH	山东黄金(A)	37.26	92.20	0.59	0.97	3.77	增持
600311.Sh	荣华实业	5.11	-28.48	0.21	0.24	4.79	未评级
601069.SH	西部黄金	14.92	948.63	0.89	0.99	5.73	未评级
	均值					4.14	
600489.SH	中金黄金	9.00	182.02	0.10	0.11	2.16	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究，交易日期截止至 2019 年 06 月 20 日，未评级公司盈利预测取自 Wind 一致预期

4.1.2. FCFE 估值法

绝对估值法合理估值每股 11.37 元。使用 FCFE 模型进行估值，参考我们对利润表和资产负债表的预测，预计 2019-2020 年自由现金流为 25.2、15.6/12.9 亿元。假设未来自由现金流永续增长率为 2%，参考 SW 黄金行业 beta 0.94，中国五年期国债收益率 3.27%，沪深 300 指数五年年化收益率 11.7%，计算得到公司 Wacc 为 6.57%，在此假设下，公司合理估值每股 11.37 元。

首次覆盖增持评级。综合 PB 和 FCFE 估值法，考虑到未来母公司中国黄金集团将继续注入黄金资产，且本次内蒙古矿业注入后业绩将大幅增厚，债转股完成后财务费用下降，首次覆盖给予目标价值 10.71 元，预测公司 2019-2021 年净利润 3.60/3.82/4.25 亿元，对应 EPS 0.10/0.11/0.12 元；考虑内蒙古矿业并表，备考净利润为 10.35/10.38/10.47 亿元（参考业绩承诺口径）。收购前业绩对应 2019-2021 年 PE107.4/97.6/89.5 倍估值，对应空间 19%，增持评级。

5. 风险提示

公司金矿资源外延进度不及预期。目前公司母公司的资产注入及公司外延收购具有不确定性，若公司矿山品位下滑，将会影响矿金产量。

铜价下跌影响业绩弹性。目前美国经济有见顶趋势，若全球经济随美国经济下行，铜价下跌将会影响内蒙古矿业及公司矿铜部分业绩。

定增事项取消风险。由于公司定增收购内蒙古矿业及中原冶炼厂股权仍在预案阶段，有一定取消风险，将影响公司未来预计预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		