

中金黄金（600489）深度研究报告

黄金行业的央企，矿产金产量和盈利能力增长潜力大

- ❖ **唯一央企控股黄金矿业上市公司。**公司被业内誉为“中国黄金行业第一股”，是中国黄金协会会长单位，产品以金、铜为主。截至2022年前三季度，公司财务状况整体稳健，降本增效成效显著，公司实现营业收入400.36亿元，成本管控向纵深推进，2018年至2022年前三季度期间费用率逐年降低，盈利能力稳中有升，实现归母净利润达到17.16亿元，同比增长23.77%。
- ❖ **公司矿山资源丰富，探矿增储持续推进。**截至2021年底，公司拥有32座黄金矿山，其中27座在产，目前有14座矿山资源量超过10吨，保有资源储量金金属量510.5吨，铜金属量237万吨，矿权面积达到639平方公里。2020年，公司通过全资控股中原冶炼厂和收购内蒙古矿业90%股权，进一步巩固资源优势，目前，公司安徽太平前常铁矿、辽宁新都、内蒙古矿业等建设项目持续推进，地质探矿增储持续进行。
- ❖ **资本注入和国企改革稳步推进，有望释放公司发展新动能。**公司控股集团承诺将资源优质的6家黄金注入公司，目前凌源日兴已于2015年顺利完成注入，未来中国黄金集团拟将旗下19家企业孵化后注入中金黄金。对内，公司旗下内蒙古金陶矿产金产量1.5吨，纱岭金矿项目建成后年产含量金10吨，公司产量增量潜力大，伴随着公司国企改革稳步推进，有望通过建立市场化用人机制和中长期激励，释放公司发展新动能。
- ❖ **黄金处于中长期配置窗口期。**公司探矿增储持续推进中，截至2022年上半年公司新增金金属量10.2吨，大力推进冶炼金项目改造，截至2022年Q3共有5家冶炼厂，精炼金31.32吨，矿产金15吨，冶炼金29吨。黄金兼具商品属性和金融属性，当前，在商品属性上，受全球黄金供需小幅震荡，央行购金支撑长周期金价走强，在金融属性上，预计海外衰退概率大，金价中长期有望受益，当前正处于中长期的黄金标的配置窗口期。
- ❖ **铜行业需求持续强劲，库存处于低位有望支撑铜价上涨。**公司2021年铜产品营收占比上升，毛利率连续三年增长，通过收购内蒙古矿业90%股权，助力公司业绩发展，铜业务正逐步发力成为业绩重要增长点。当前铜行业供应有望提速，第三方预计2023年矿山铜产量的增量在116.5-133.9万吨，增速在5.3%-6.1%；需求预计持续强劲，新能源助力铜需求增长，电网仍有望保持较高增速，预计2023年全球精炼铜消费增速在1.4%左右。当前在经济复苏、需求旺盛的推动下，全球铜库存水平已经低于历史平均水平，有望支撑铜价上涨。
- ❖ **投资建议：**公司作为国内唯一的央企控股的黄金矿业上市公司，随着集团黄金资产的陆续注入以及公司持续的降本增效行动，公司未来盈利质量和矿产金储量、产量有望持续增长，我们预计公司2022-2024年归母净利润22.2/30.4/34.8亿元。选取山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、恒邦股份、湖南黄金、紫金矿业、金钼股份为公司黄金、铜和钼业务可比公司，根据可比公司PE估值均值，给予公司2023年24倍市盈率，目标价15.12元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**美联储加息超预期，金属价格大幅波动的风险，集团资产注入不及预期的风险。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万)	56,102	57,858	59,392	60,242
同比增速(%)	16.9%	3.1%	2.7%	1.4%
归母净利润(百万)	1,698	2,223	3,039	3,477
同比增速(%)	9.2%	31.0%	36.6%	14.5%
每股盈利(元)	0.35	0.46	0.63	0.72
市盈率(倍)	34	26	19	17
市净率(倍)	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月13日收盘价

强推（首次）

目标价：15.12元

当前价：12.07元

华创证券研究所

证券分析师：马金龙

邮箱：majinlong@hcyjs.com

执业编号：S0360522120003

证券分析师：刘岗

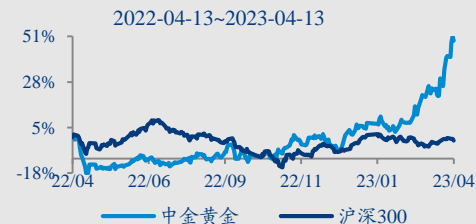
邮箱：liugang@hcyjs.com

执业编号：S0360522120002

公司基本数据

总股本(万股)	484,731.26
已上市流通股(万股)	436,266.12
总市值(亿元)	585.07
流通市值(亿元)	526.57
资产负债率(%)	43.65
每股净资产(元)	5.24
12个月内最高/最低价	12.24/6.86

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

重点梳理公司内部资本注入和国企改革现状，结合黄金、铜市场分析公司未来发展前景。

投资逻辑

一、国内唯一央企控股黄金矿业上市公司，中国黄金协会副会长单位。1.公司被誉为“中国黄金行业第一股”，是中国黄金协会副会长单位，以黄金和铜为核心产品。2.公司财务状况整体稳定，盈利能力持续提升。3.资本运作叠加扩矿增储，有望进一步巩固资源优势。

二、扩矿增储助力业务增长。公司当前黄金业务扩产进行时，在资源端，在产矿山资源优势明显，公司探矿增储持续推进，在冶炼端，金产品产销量总体稳定，大力推进冶炼金项目改造。受海外衰退加持央行购金，我们认为黄金行业中长期向好，有望带动公司业绩增长。

三、铜业务成为公司业绩重要增长点。公司铜业务正逐步发力，矿山铜、电解铜产销量波动上升，收购内蒙古矿业90%股权，进一步助力公司业绩发展。当前铜行业供应有望提速，需求持续强劲，有望支撑铜价上行。

四、资本注入和国企改革稳步推进，有望释放公司发展新动能。公司控股集团承诺将资源优质的6家黄金注入公司，目前凌源日兴已于2015年顺利完成注入，未来中国黄金集团拟将旗下19家企业孵化后注入中金黄金。对内，公司旗下内蒙古金陶矿产金产量1.5吨，纱岭金矿项目建成后年产含量金10吨，公司产量增量潜力大，伴随着公司国企改革稳步推进，有望通过建立市场化用人机制和中长期激励，释放公司发展新动能。

关键假设、估值与盈利预测

（1）假设黄金价格2022-2024年分别为390、430、450元/克，2022-2024年公司矿产金产量分别为19.5、20、21吨；

（2）假设铜价2022-2024年分别为6.75、6.85、6.85万元/吨，2022-2024年公司矿产铜产量分别为7.6、8、8万吨；

（3）假设钼价2022-2024年分别为27、31、31万元/吨，2022-2024年公司钼金属产量维持在6300吨。

盈利预测与投资建议。公司作为国内唯一央企控股的黄金矿业上市公司，随着集团黄金资产的陆续注入以及公司持续的降本增效行动，公司未来盈利质量和矿产金储量、产量有望持续增长，我们预计公司2022-2024年归母净利润22/30/35亿元。选取山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、恒邦股份、湖南黄金、紫金矿业、金钼股份为公司黄金、铜和钼业务可比公司，根据可比公司PE估值均值，给予公司2023年24倍市盈率，目标价15.12元，首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、唯一央企控股黄金矿业上市公司，中国黄金协会副会长单位	6
（一）被誉为“中国黄金第一股”，中国黄金协会副会长单位.....	6
（二）财务状况整体稳健，盈利能力持续提升.....	7
（三）公司矿山资源丰富，探矿增储持续推进.....	9
二、扩矿增储助力业务增长	11
（一）黄金业务扩产进行时.....	11
1、资源端：在产矿山资源优势明显，公司探矿增储持续推进.....	11
2、冶炼端：金产品产销量总体稳定，大力推进冶炼金项目改造.....	12
（二）海外衰退加持央行购金，黄金行业中长期向好.....	13
1、商品属性：全球黄金供需小幅振荡，央行购金支撑长周期金价走强.....	13
2、金融属性：海外衰退概率大，金价中长期有望受益.....	14
三、铜钼业务成为公司业绩重要增长点	17
（一）公司铜钼业务逐步发力.....	17
（二）铜行业需求持续强劲，库存处于低位有望支撑铜价上涨。.....	18
四、资本注入和国企改革稳步推进，释放公司发展新动能	20
（一）集团资本注入进行时，有望提升公司增长潜力.....	20
（二）国企改革稳步推进，释放发展新动能.....	23
五、盈利预测及投资建议	23
六、风险提示	24

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司股权结构图	6
图表 3	矿产金、冶炼金产量情况（吨）	7
图表 4	矿产铜、电解铜产量情况（万吨）	7
图表 5	2018-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速情况	7
图表 6	2021 年各业务营业收入占比	8
图表 7	2021 年各业务毛利占比	8
图表 8	公司 2020-2022Q1-Q3 归母净利润及同比增长	8
图表 9	2020-2022H1 内蒙古矿业净利润	8
图表 10	2018-2022Q1-Q3 销售、财务、管理费用总额	9
图表 11	2018-2022Q3 公司销售净利率、ROE 情况	9
图表 12	公司资产负债率、有息债务率情况	9
图表 13	公司期末现金余额情况	9
图表 14	截至 2021 年底公司自有矿山基本情况	10
图表 15	截至 2021 年公司重大的非股权投资（万元）	11
图表 16	2017-2021 年新增金资源储量	12
图表 17	2018-2022Q1-Q3 矿山金产销量情况	12
图表 18	2018-2022Q3 冶炼金产销量情况	12
图表 19	2017-2021 年黄金收入及同比增长情况	12
图表 20	截至 2022 年上半年公司黄金业务改造扩建项目（万元）	13
图表 21	全球黄金供需平衡（吨）	13
图表 22	央行购金（吨）与金价的关系	14
图表 23	2015 年以来金价与 TIPS 走势图	14
图表 24	央行购金占总需求的比例	14
图表 25	2022 年全球黄金需求占比	14
图表 26	金价与市场对美联储加息预期的变动关系	15
图表 27	美国平均时薪及同比增速	15
图表 28	美国失业率与职位空缺率	15
图表 29	美国 CPI 住房分项和房价指数	16
图表 30	美国通胀的来源区分	16
图表 31	美国国债收益率之差	16
图表 32	衰退周期、利差倒挂与金价走势的关系	16
图表 33	矿山铜产销量（万吨）	17

图表 34	电解铜产销量（万吨）	17
图表 35	铜业务营业收入及占比	18
图表 36	铜业务与黄金业务毛利率比较	18
图表 37	2017-2021 内蒙古矿业铜、钼年产量情况	18
图表 38	内蒙古矿业净利润（亿元）	18
图表 39	铜价与全球铜矿产能增长的关系	19
图表 40	全球矿山铜产量（千吨）	19
图表 41	新能源对铜需求的拉动测算	19
图表 42	电网、电源基本建设投资完成额同比（%）	20
图表 43	房地产开发投资、新开工、施工、竣工销售面积同比增速（%）	20
图表 44	全球显性库存总计（万吨）	20
图表 45	SHFE 铜库存（万吨）	20
图表 46	中国黄金集团拟注入及已注入上市公司的黄金矿业企业名单（截至 2021 年底）	20
图表 47	集团拟孵化注入公司的企业	21
图表 48	内蒙古金陶项目图	22
图表 49	内蒙古金陶金厂沟梁金矿分布图	22
图表 50	纱岭金矿情况	22
图表 51	公司第一期股权激励计划内容	23
图表 52	可比公司估值分析	24

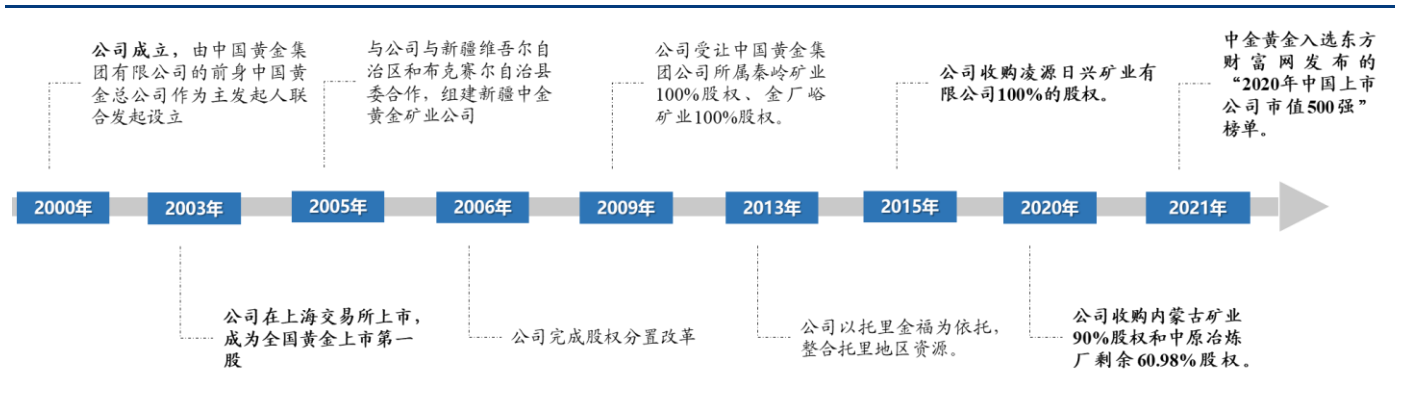
一、唯一央企控股黄金矿业上市公司，中国黄金协会副会长单位

（一）被誉为“中国黄金第一股”，中国黄金协会副会长单位

中金黄金是中国黄金行业唯一一家央企控股的矿业上市公司，是中国黄金协会会长单位，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。

公司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发起设立，成立于2000年。2003年，公司在中国黄金行业率先上市。2005年，公司与新疆维吾尔自治区和布克赛尔自治县委合作，组建新疆中金黄金矿业公司。2006年，公司完成股权分置改革。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。2013年，公司以托里金福为依托，整合托里地区资源。2015年，公司收购凌源日兴矿业有限公司100%的股权。2020年，公司收购中原冶炼厂60.98%股权和内蒙古矿业90%股权。2021年，中金黄金入选东方财富网发布的“2020年中国上市公司市值500强”榜单。

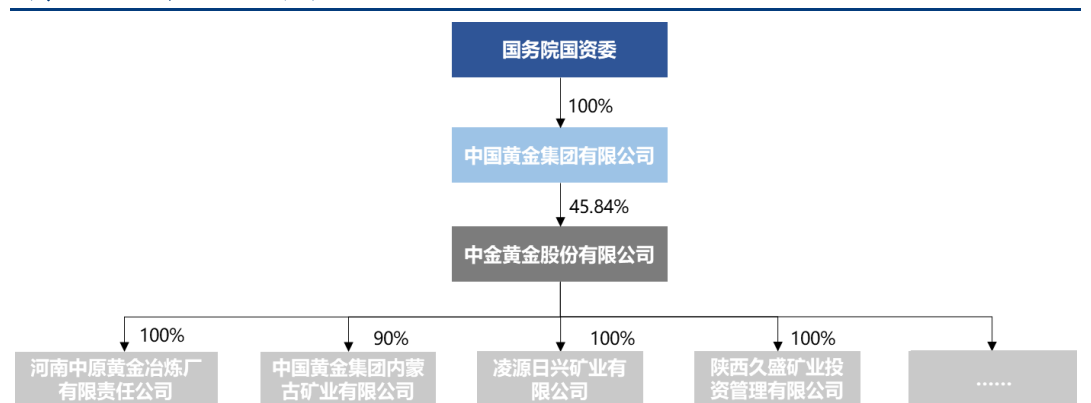
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

国务院国资委是公司实际控制人。中国黄金集团有限公司是公司最大股东，持有公司股权比例45.84%，其实际控制人为国务院国资委。根据2022年公司半年报披露，目前公司参股控股子公司达36家。其中全资子公司15家，主要从事于黄金矿业的开采和冶炼业务。

图表 2 公司股权结构图

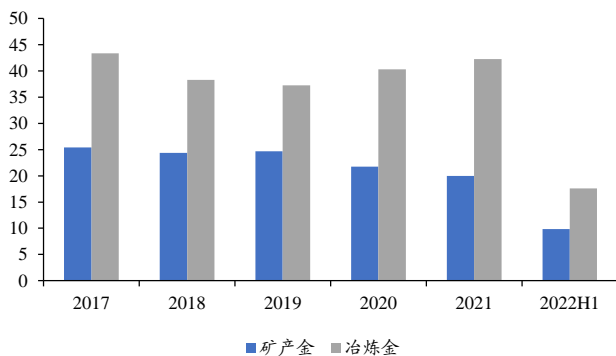


资料来源：Wind，华创证券

黄金和铜为公司最核心的产品。其中黄金系列产品包括金精矿、合质金和标准金，铜产品包括矿山铜和电解铜等，除此外公司还包括白银、硫酸、钼等产品。截至 2021 年底，公司在产矿山金矿年产量 19 吨，铜年产量 8.03 万吨，钼年产量 5860 吨。

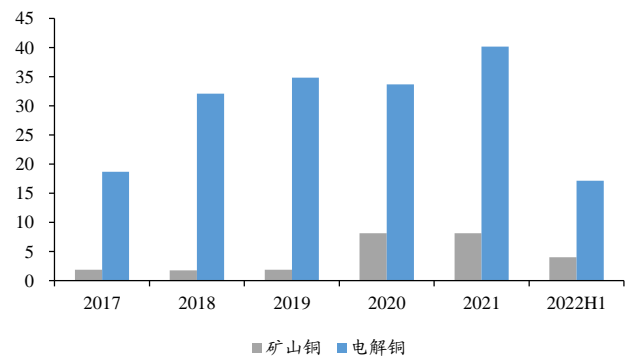
近年公司矿产金产量总体有所下降，矿山铜、电解铜产量总体为上升趋势。截至 2021 年，公司矿山金产量 20 吨，同比减少 8%，主要是受到矿山安全整顿、环保督查、自然灾害等因素影响，环保督查和自然灾害不会持续对其造成影响，经整改后矿山金产量预计将会提升。2021 年矿山铜产量 8.1 万吨，小幅增长主要是湖北三鑫金铜矿产量增加；电解铜产量 40.17 万吨，较上年增加 19.23%，主要原因系 2021 年公司旗下冶炼企业的处理量同比大幅提升。

图表 3 矿产金、冶炼金产量情况（吨）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 矿产铜、电解铜产量情况（万吨）

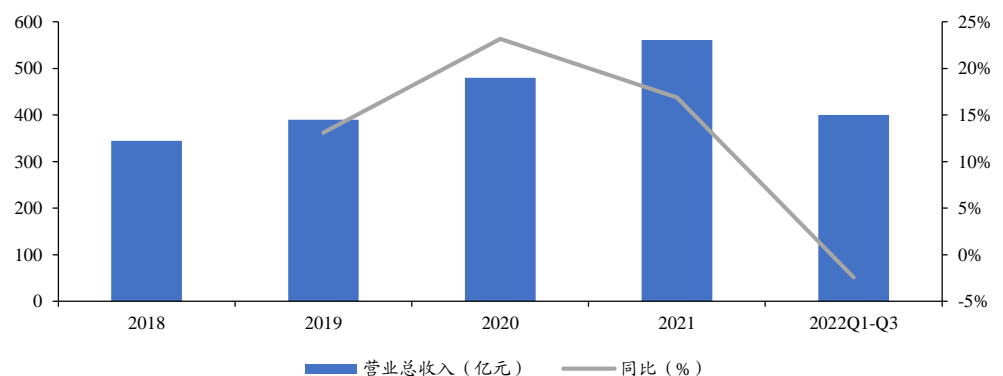


资料来源：公司公告，华创证券

（二）财务状况整体稳健，盈利能力持续提升

受子公司设备检修影响，2022 前三季度公司营业收入略有承压，但整体保持稳定。截至 2022 年前三季度，公司实现营业收入 400.36 亿元，同比减少 2.43%，主要受子公司河南中原黄金冶炼厂有限责任公司的例行设备检修影响公司冶炼金和电解铜的产销量。

图表 5 2018-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速情况

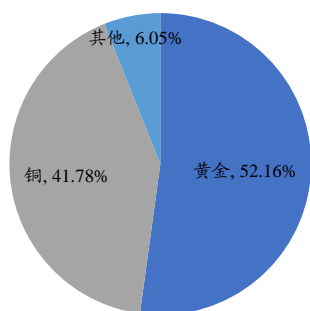


资料来源：Wind，华创证券

黄金产品营收占比最大，铜产品毛利超过黄金。根据公司 2021 年数据，2021 年黄金实现营业收入 349.78 亿元，较去年降低 7.29%，占比 52.16%；铜产品实现营收 280.19 亿元，占比约 41.78%。2021 公司黄金产品毛利润达到 23.79 亿元，铜产品毛利润达到 29.28 亿

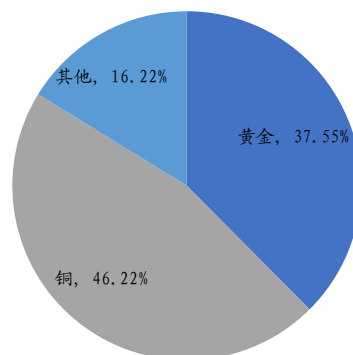
元，铜产品毛利润超过黄金产品，主要是由于受到铜价上升的影响。

图表 6 2021 年各业务营业收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

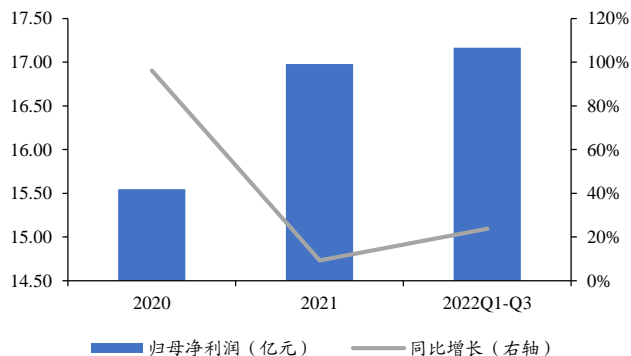
图表 7 2021 年各业务毛利占比



资料来源：公司公告，华创证券

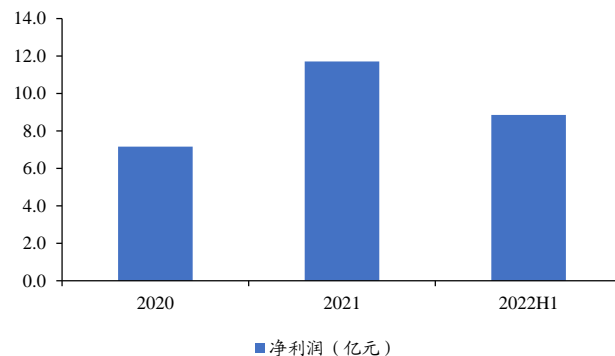
公司 2021 年、2022 年归母净利润持续增长。公司于 2020 年 3 月 30 日收购内蒙古矿业 90% 的股权。截至 2021 年底，内蒙古矿业分别拥有铜、钼资源量 201.05 万吨、48.69 万吨，处理产能 2475 万吨/年。2021 年内蒙古矿业实现净利润 11.70 亿元，同比增长 63.48%，其中 10.53 亿元的净利润归属于公司，占公司 2021 年归母净利润的 62%，使得公司业绩大幅提升。2022 年前三季度，公司归母净利润达到 17.16 亿元，同比增长 23.77%，主要原因系公司抓住金铜价格上涨的有利时机，统筹生产经营，同时进一步深化降本增效。

图表 8 公司 2020-2022Q1-Q3 归母净利润及同比增长



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 2020-2022H1 内蒙古矿业净利润

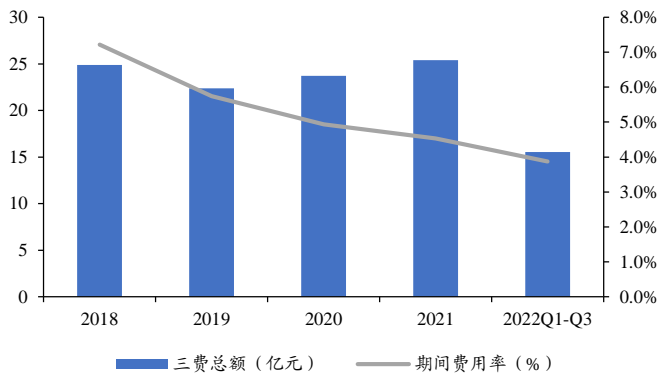


资料来源：公司公告，华创证券

成本管控向纵深推进，2018 年至 2022 年前三季度期间费用率逐年降低。2018-2022 年前三季度，公司销售、管理、财务费用三费总额占比持续下降。2021 年公司三费总额为 25.41 亿元，期间费用率为 4.5%。2022 年，公司深入推进降本增效，通过偿还借款、调整会计准则将运输费用计入营业成本等，期间费用率进一步下降，截至 2022 年前三季度，公司销售费用、管理费用、财务费用三费总额为 15.52 亿元，期间费用率仅为 3.9%。

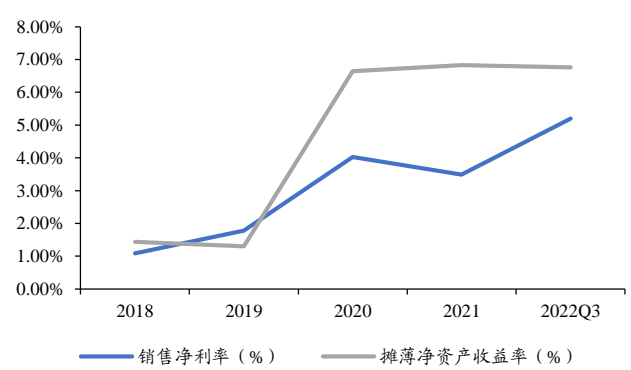
受益金铜价格上涨和成本管控，公司盈利能力稳中有升。截至 2022 年前三季度，公司销售净利率为 5.2%，同比提升 1.17 个百分点，摊薄净资产收益率为 6.76%，同比提升 1.14 个百分点。未来，伴随公司降本增效持续进行和黄金价格上涨，公司盈利能力有望进一步提升。

图表 10 2018-2022Q1-Q3 销售、财务、管理费用总额



资料来源：Wind，华创证券

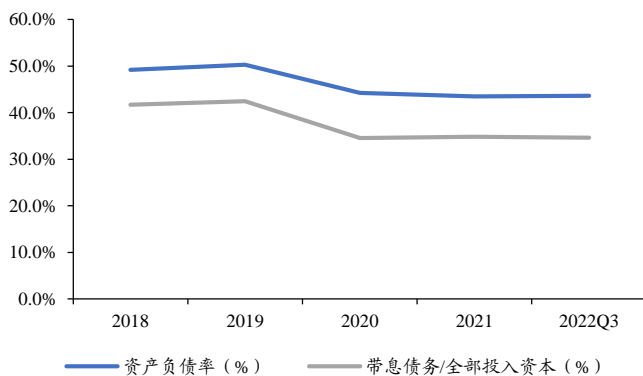
图表 11 2018-2022Q3 公司销售净利率、ROE 情况



资料来源：Wind，华创证券

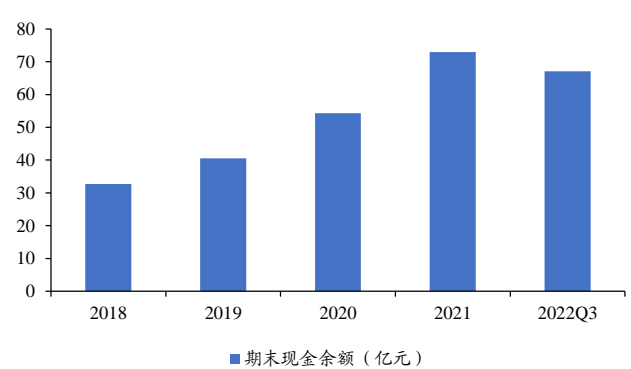
偿债能力整体稳定，期末现金流整体充盈。2018 年以来，公司资产负债率和有息债务率（带息债务/全部投入资本）整体呈下滑趋势，截至 2022 年三季度，公司资产负债率为 43.7%，同比下降 3.7 个百分点，有息债务率为 34.6%，同比下滑 4.2 个百分点，偿债能力整体稳定。在现金能力方面，2018 年以来公司期末现金余额整体持续增长，2021 年公司期末现金余额为 72.9 亿元，同比增长 34.25%，2022 年前三季度公司期末现金余额达到 67.06 亿元，公司现金流整体充裕，财务状况良好。

图表 12 公司资产负债率、有息债务率情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 13 公司期末现金余额情况



资料来源：Wind，华创证券

（三）公司矿山资源丰富，探矿增储持续推进

截至 2021 年底，公司拥有 32 座黄金矿山，其中 27 座在产，目前有 14 座矿山资源量超过十吨，且拥有的生产矿山大都分布于全国重点成矿区带，位置好，潜力大，有进一步获取资源的优势。公司自有矿山金金属合计资源量 501.66 吨，储量 88 吨，年产量 19 吨，铜金属资源量 236.82 万吨。由于资源量大，公司可规模化生产，为其带来了成本优势。另外，湖北三鑫、湖北鸡笼山、安徽太平为金铜伴生矿，也具备明显的成本优势。截至 2021 年底，公司保有资源储量金金属量 510.5 吨，铜金属量 237 万吨，矿权面积达到 639 平方公里。

公司通过两大资本运作进一步巩固资源优势。1) 收购中原冶炼厂 60.98% 股权，完成全资控股中原冶炼厂，截至 2021 年底，中原冶炼厂营业收入首次突破 400 亿元大关，处理矿量达到 160 万吨以上，冶炼金产量 27.3 吨，冶炼银产量 292.5 吨，阴极铜产量 39.8 万

吨。2) 收购内蒙古矿业 90% 股权，目前内蒙古矿业保有铜金属量约 201 万吨，钼金属量约 49 万吨。优质资产注入后，公司的资源储量、产能产量和盈利能力均大幅提升。

图表 14 截至 2021 年底公司自有矿山基本情况

矿山名称	品种	资源量	储量	品味	年产量	资源剩余可 开采年限
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	金	8551.01 千克	2375.58 千克	6.34 克/吨	872.14 千克	5.45 年
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	金	25053.79 千克	673.67 千克	1.40 克/吨	1716.87 千克	12 年
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	金	5645.76 千克	1090.22 千克	11.82 克/吨	683.04 千克	4.64 年
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	金	33950.86 千克	1401.41 千克	6.32 克/吨	1134.83 千克	6.46 年
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	金	28188.75 千克	5423.01 千克	2.05 克/吨	1577.36 千克	15.15 年
中国黄金集团石湖矿业有限公司	金	8634.11 千克	3403.55 千克	4.08 克/吨	546.35 千克	22.82 年
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	金	16925.56 千克	5312.48 千克	9.30 克/吨	756.46 千克	28.89 年
河北金厂峪矿业有限责任公司	金	13758.19 千克	6763.96 千克	2.41 克/吨	950.51 千克	11.43 年
河北东梁黄金矿业有限责任公司	金	6167.75 千克	1193.26 千克	1.88 克/吨	503.28 千克	15.55 年
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	金	13872.24 千克	2749 千克	3.05 克/吨	319.93 千克	7.18 年
河南金源黄金矿业有限责任公司	金	41770.21 千克	9610.41 千克	2.55 克/吨	1193.17 千克	26.89 年
嵩县金牛有限责任公司	金	60207.08 千克	10646.44 千克	2.05 克/吨	1066.39 千克	26.68
嵩县前河矿业有限责任公司	金	6123.00 千克	2151.15 千克	3.28 克/吨	360.15 千克	11.35 年
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	金	4602.70 千克	802.76 千克	3.75 克/吨	148.41 千克	6.91 年
河南金渠黄金股份有限公司	金	6221.51 千克	2428.81 千克	8.6 克/吨	402.38 千克	4.58 年
陕西太白黄金矿业有限责任公司	金	26411.22 千克	2670.24 千克	2.25 克/吨	1203.52 千克	2.82 年
陕西略阳铍厂沟金矿	金	6909.72 千克	405.51 千克	5.46 克/吨	195.20 千克	24.36 年
甘肃中金黄金矿业有限责任公司	金	13978.01 千克	1267.88 千克	2.56 克/吨	320.03 千克	26.34 年
潼关中金黄金矿业有限责任公司	金	614.92 千克		8.12 克/吨	184.52 千克	0.13 年
甘肃省天水李子金矿有限公司	金	4850.23 千克	93.42 千克	7.66 克/吨	784.19 千克	9.78 年
湖北三鑫金铜股份有限公司	金	37081.45 千克	13506.26 千克	1.81 克/吨	1512.42 千克	15.65 年
	铜	315435 吨	131741 吨	1.77%	13511 吨	
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	金	1060.72 千克	953.7 千克	0.81 克/吨	150.86 千克	5.64 年
	铜	9501 吨	7774 吨	0.74%	1500 吨	铜
中国黄金集团江西金山矿业有限公司	金	37260.60 千克	9805.51 千克	3.81 克/吨	1830.26 千克	5.82 年
托里县金福黄金矿业有限责任公司	金	4031.25 千克		2.82 克/吨		停产
凌源日兴矿业有限公司	金	8919.93 千克	3221.54 千克	2.49 克/吨	574.59 千克	5.60 年
安徽太平矿业有限公司	铁	27565399 吨	9401647 吨	47.53%	112973 吨	47.99 年
	金	8263.53 千克	77.07 千克	0.58 克/吨	66.65 千克	
	铜	32695 吨	13750 吨	0.58%	267 吨	
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	金	20148.27 千克		3.48 克/吨		停产
陕西久盛矿业投资管理有限公司	金	43896.63 千克		3.59 克/吨		停产
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	金	5923.00 千克		4.76 克/吨	151.20 千克	停产
吉木乃金源矿业有限公司	金	1461.05 千克		2.11 克/吨		探矿企业

宜昌万子湖矿业有限公司	金	1175.00 千克		7.45 克/吨		探矿企业
中国黄金集团内蒙古矿业有限公司	钼	486858 吨	66445 吨	0.04%	5860 吨	50.78 年
	铜	2010526 吨	439371 吨	0.26%	65008 吨	

资料来源：公司公告，华创证券

多个重点建设项目顺利持续推进。公司在安徽太平前常铁矿、江西金山、辽宁新都、内蒙古矿业的项目持续推进中，截至 2021 年底，安徽太平前常铜铁矿改扩建项目、内蒙古矿业深部资源开采项目均取得新进展，江西金山改扩建项目建成投产。

地质探矿增储持续进行。截至 2021 年，公司地质探矿累计投入资金 2.5 亿元，完成坑探工程 8.3 万米、钻探工程 24.2 万米，新增金金属量 38.8 吨、铜金属量 2,128 吨，通过加大国家矿业政策研究力度，资源拓展持续推进，嵩县金牛、河南金源、嵩县前河 3 家企业新立探矿权 5 宗，合计新增矿权面积 25.9 平方公里，其他企业探转采和矿权延续工作有序开展，矿业权管理依法合规再上新台阶。苏尼特金曦狠抓地质科研不放松，持续推进综合找矿工作，新增金金属量 10.3 吨。

图表 15 截至 2021 年公司重大的非股权投资（万元）

项目名称	项目金额	资金来源	项目进度	本年度投入金额	累计实际投入金额	预计收益
安徽太平前常铁矿改扩建项目	75,300	自有资金为 30%，贷款 70%。	回风井延深工程掘支、-480m 中段主运输巷工程施工已完成；2 号主井工程接近收尾、盲罐笼井工程进度过半。	3,884.93	76,494.77	18,027
江西金山 3000t/d 扩建工程	39,931	自有资金为 30%，贷款 70%。	项目已投产达产，并通过竣工验收。	0	36,520.24	14,853
辽宁新都整体搬迁改造工程	53,994	自有资金为 30%，贷款 70%	项目工程基本建设完毕，现处于试生产阶段。	15,379	48,111	4,932
内蒙古矿业公司深部资源开采项目	75,203	全部企业自筹	本工程 705m 平台两个粗碎站、两个系列皮带廊、转运站及 35KV 变电站等已基本完工，现已投入生产使用	4,982.41	18,117.38	128,781
合计	244,427			24,246	179,243	166,593

资料来源：公司公告，华创证券

二、扩矿增储助力业务增长

（一）黄金业务扩产进行时

1、资源端：在产矿山资源优势明显，公司探矿增储持续推进

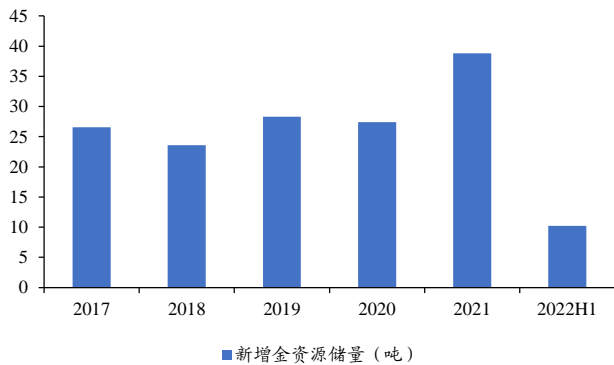
公司金矿资源丰富。目前公司拥有 32 座黄金矿山的有其中 27 座在产，其中以河南金源黄金矿业有限责任公司、陕西久盛矿业投资管理有限公司、嵩县金牛有限责任公司金矿资源量最为丰富。目前有 14 座矿山资源量超过十吨，且拥有的生产矿山大都分布于全国重点成矿区带，位置好，潜力大，有进一步获取资源的优势。

矿山金资源拓展持续推进。公司近年来持续实施探矿增储工作，新增金资源储量不断增加，2021 年达到 38.8 吨。根据公司 2022 年半年报，地质探矿累计投入资金 9590 万元，

完成坑探工程 3.8 万米、钻探工程 7.2 万米，新增金金属量 10.2 吨。

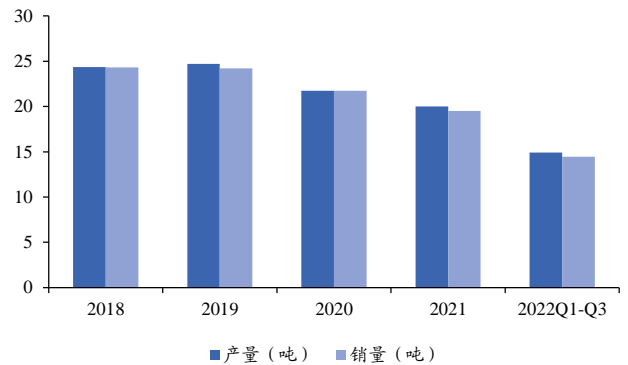
矿产金产销量有所承压。受到矿山安全整顿、环保督查、自然灾害等因素影响，矿产金产销量近几年有所承压，但环保督查和自然灾害不会持续对其造成影响，经整改后矿山金产量预计将会提升。截至 2022 年 Q3，矿产金产量为 14.90 吨，销量为 14.45 吨。

图表 16 2017-2021 年新增金资源储量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 2018-2022Q1-Q3 矿山金产销量情况



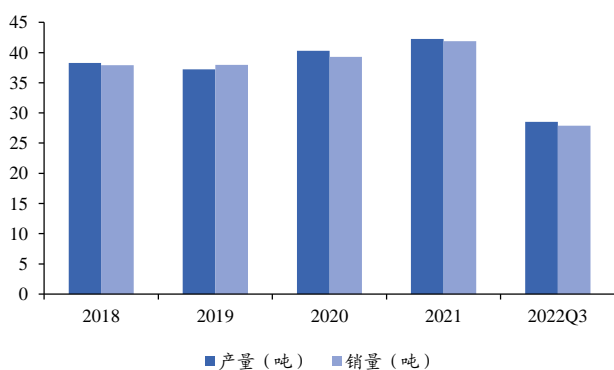
资料来源：Wind，华创证券

2、冶炼端：金产品产销量总体稳定，大力推进冶炼金项目改造

公司共有 5 家冶炼厂，2022 年 Q1-3 精炼金 31.32 吨，矿产金 15 吨，冶炼金 29 吨。公司冶炼厂有河南中原黄金冶炼厂、中金嵩县高原黄金冶炼、潼关中金冶炼、辽宁金都—三级子公司、江西三河—三级子公司。其中只有中原冶炼厂生产精炼金，其余冶炼厂均生产冶炼金。

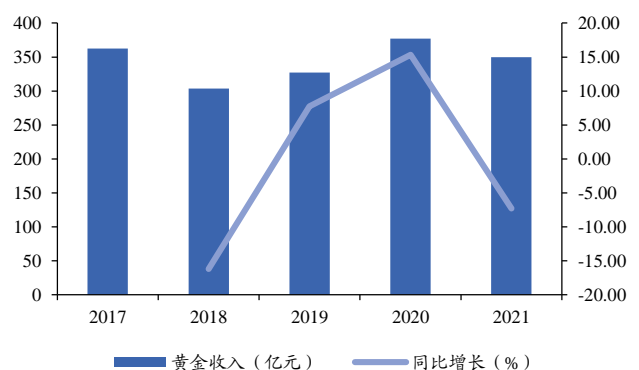
冶炼金产销量小幅增长，黄金收入总体稳定。冶炼金产销量差距不大，2021 年产销量分别为 42.25 吨、41.89 吨，同比增长 4.86%、6.59%。2022 年 Q3 产销量为 28.53 吨和 27.88 吨。2018 年以来黄金收入持续增长，但 2021 年受黄金价格下降影响，黄金收入 349.78 亿元，同比下降 7.29%，但相较于 2019 年仍有上升空间，总体而言仍较稳定。

图表 18 2018-2022Q3 冶炼金产销量情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 19 2017-2021 年黄金收入及同比增长情况



资料来源：Wind，华创证券

公司大力推进项目建设，冶炼金项目进展顺利。辽宁新都整体搬迁改造项目 2021 年 9 月份按期完成项目建设、实现达产达标，新增冶炼金 3.44 吨。江西金山改扩建项目 2021 年产量 1.83 吨，扩建收益 7001.02 万元。安徽天平扩建项目是个体量较小的铁金铜矿，

但金铜较少，预计 2023 年可投产，克金预计可达 300 千克。

图表 20 截至 2022 年上半年公司黄金业务改造扩建项目（万元）

项目名称	项目金额	资金来源	项目进度	累计投入	预计收益	收益情况
内蒙古矿业公司深部资源开采项目	75203	全部企业自筹	目前一期项目基本建设完毕，正有序推进项目竣工验收准备工作	18,117	128,781	106,052
辽宁新都整体搬迁改造工程	53994	自有资金为 30%，贷款 70%	项目工程已建设完毕，正有序推进项目竣工验收准备工作	49,660	4,932	1,324
安徽太平前常铁矿改扩建项目	75300	自有资金为 30%，贷款 70%。	回风井延深工程掘支、-480m 中段主运输巷工程施工已完成；2 号主井工程接近收尾、盲罐笼井工程进度过半	78,281.13	18,027	-

资料来源：公司公告，华创证券

（二）海外衰退加持央行购金，黄金行业中长期向好

1、商品属性：全球黄金供需小幅振荡，央行购金支撑长周期金价走强

全球黄金供需平衡从 2015 年至今小幅波动，矿产和珠宝首饰占供需主体。黄金矿产供给较为稳定，需求端央行购金大幅增长，2022 年达到 1136 吨，同比增长 152%，场外交易承压严重，2022 年降至 14 吨，同比下降 97.94%。

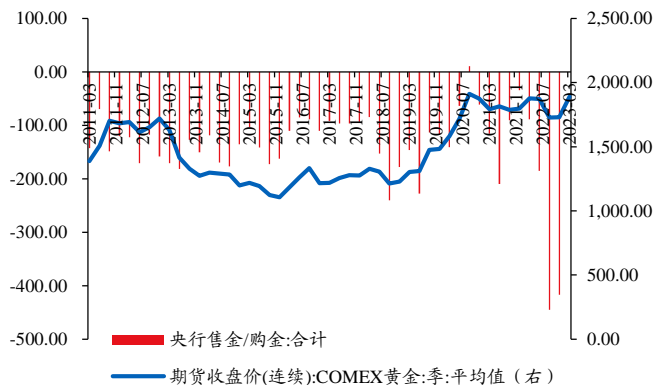
图表 21 全球黄金供需平衡（吨）

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2020 年	2021 年	2022 年
供给	合计	4,441.27	4,779.33	4,660.02	4,775.33	4,726.37	4,682.44	4,754.51
	矿产	3,361.31	3,509.57	3,573.14	3,655.28	3,472.39	3,568.92	3,611.89
	生产商对冲	12.88	37.64	-25.53	-11.64	-39.07	-22.66	-1.51
	再生	1,067.07	1,232.14	1,112.40	1,131.70	1,293.05	1,136.16	1,144.12
需求	合计	4,441.27	4,779.33	4,660.02	4,775.33	4,726.37	4,682.44	4,754.51
	投资	966.97	1,614.22	1,315.01	1,163.99	1,796.26	1,001.89	1,106.75
	工业	331.68	322.99	332.59	334.79	302.75	330.20	308.53
	珠宝首饰	2,479.23	2,018.77	2,257.47	2,290.01	1,323.96	2,230.64	2,189.76
	央行购金	579.56	394.86	378.55	656.24	254.95	450.11	1,135.69
	场外交易	83.83	428.49	376.40	330.31	1,048.44	669.61	13.79

资料来源：Wind，华创证券

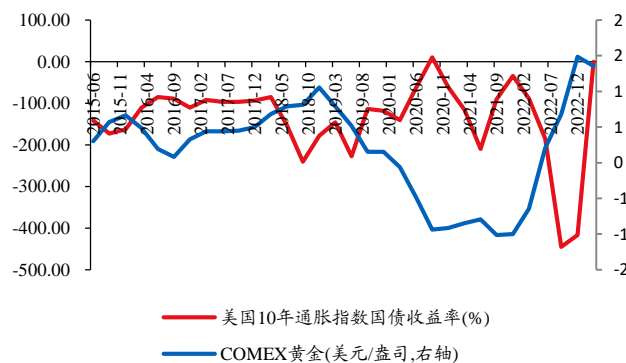
黄金作为一种特殊的大宗金属，具有一定的商品属性。当供需出现失衡之时，会导致黄金出现趋势性的上涨和下跌。2022 年俄乌冲突以及较高的通胀导致各国央行大幅增加黄金储备。

图表 22 央行购金（吨）与金价的关系



资料来源：Wind，华创证券

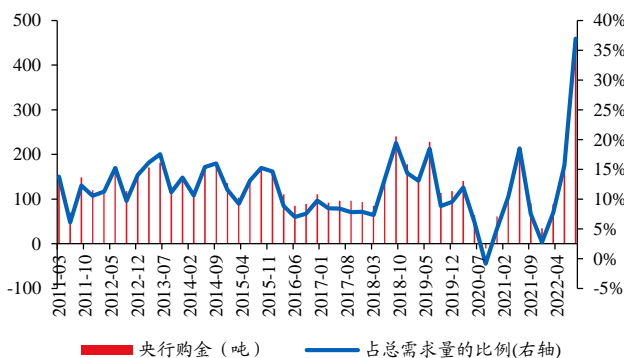
图表 23 2015 年以来金价与 TIPS 走势图



资料来源：Wind，华创证券

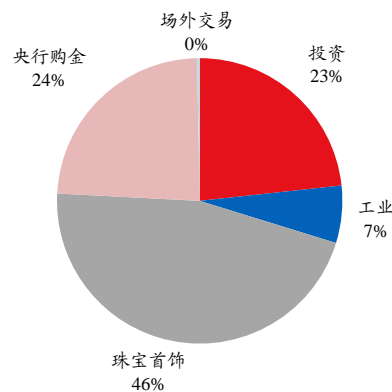
2022 年 Q3 央行购金占总需求量的比例达到 37%，快速提升的购金规模对黄金需求产生较为明显的影响。根据世界黄金协会，2022 年 Q3 央行购金达到 445 吨，全球总需求量为 1205 吨，占比达到 37%，是近十年以来的最高。央行购金对金价基本构成了直接的支撑。

图表 24 央行购金占总需求的比例



资料来源：Wind，华创证券

图表 25 2022 年全球黄金需求占比

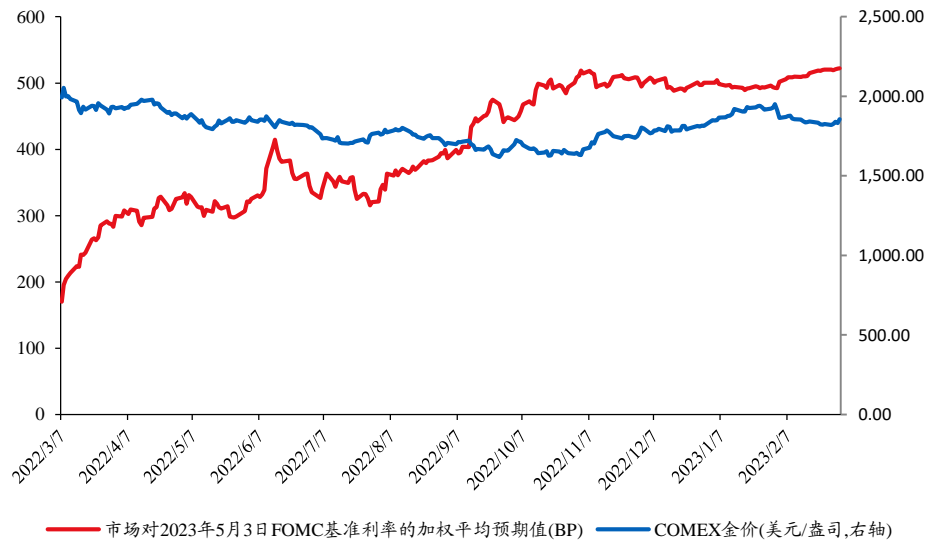


资料来源：Wind，华创证券

2、金融属性：海外衰退概率大，金价中长期有望受益

11 月以来的金价上涨，主要驱动力是美联储加息放缓，但是走到当前阶段已经没有明显的预期差。近期金价大幅拉升，已自 11 月初上涨 11% 左右。但是本阶段金价上涨的动力来自于市场对美联储加息预期的走平。从 CME 数据可以看到，市场对 2023 年 2 月 1 日 FOMC 会议的联邦基金目标利率的加权平均预期值为 482Bp，该值自 10 月中旬开始维持高位，打破了市场对加息预期持续提升的趋势，因此本轮行情实质是交易联邦基金目标利率的二阶导（即加息斜率放缓）。到目前为止，该交易已经基本结束，市场已经 price in 了联邦基金目标利率的走平。

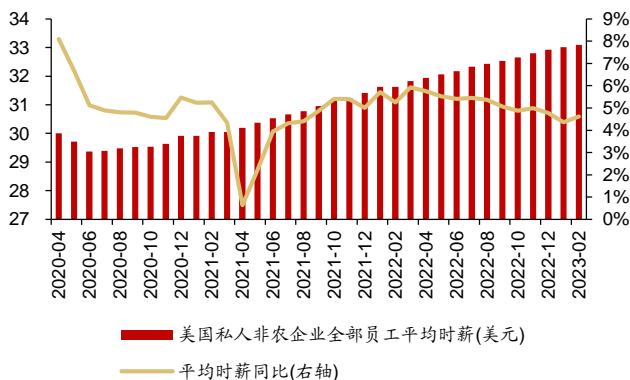
图表 26 金价与市场对美联储加息预期的变动关系



资料来源：CME，Wind，华创证券

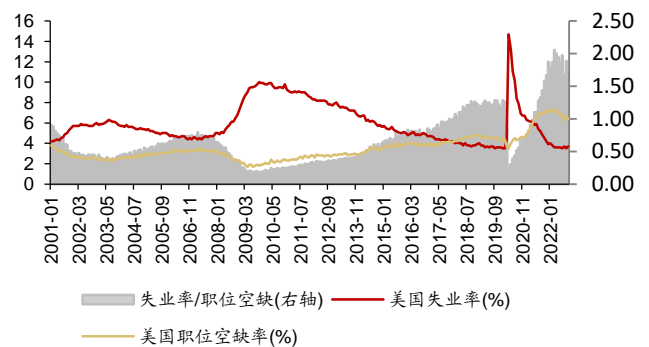
虽然美国通胀大概率已见顶，但我们认为持续性可能超预期。美国 CPI 高点出现在 9 月，为 9.1%，10 月 CPI 同比已降为 7.7%，CPI 回落背后因素包括了基数效应、供给约束缓解、需求走弱。观察 CPI 中的分项，对 CPI 降幅贡献最明显的是能源，主要来源于油价下跌。但在服务业方面，我们仍然可以看到失业率/职位空缺仍然在高位以及时薪的继续高速增长（例如仓储服务业时薪 2022 年 11 月同比增长 8.8%），这些现象显示了当前制约劳动力价格的原因在供给而不是在需求。而住房方面，加息带动美国 S&P/CS 房价指数同比增速从 4 月的 21.3% 降到 9 月的 10.4%，通常美国 CPI 中的住房分项会滞后 1-1.5 年。因此虽然我们认为美国通胀大概率已见顶，但持续性可能超预期。

图表 27 美国平均时薪及同比增速



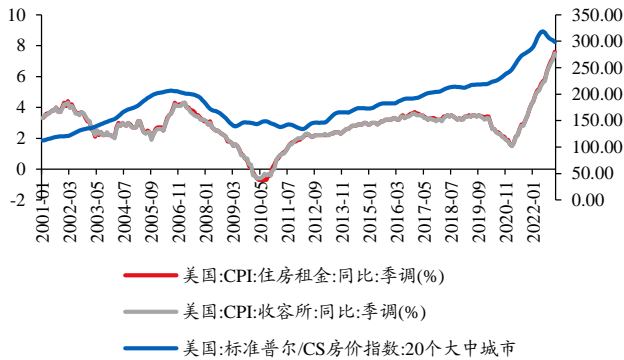
资料来源：Wind，华创证券

图表 28 美国失业率与职位空缺率



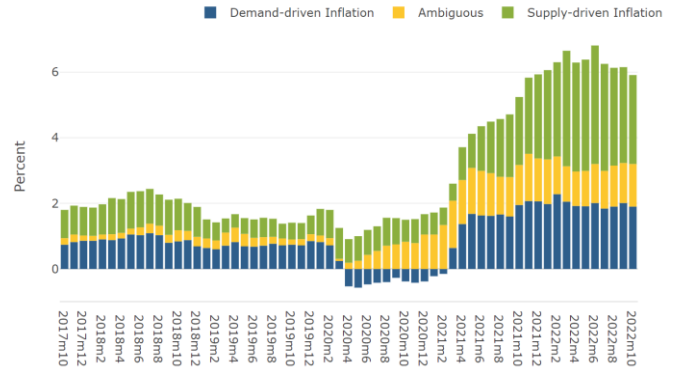
资料来源：Wind，华创证券

图表 29 美国 CPI 住房分项和房价指数



资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 美国通胀的来源区分

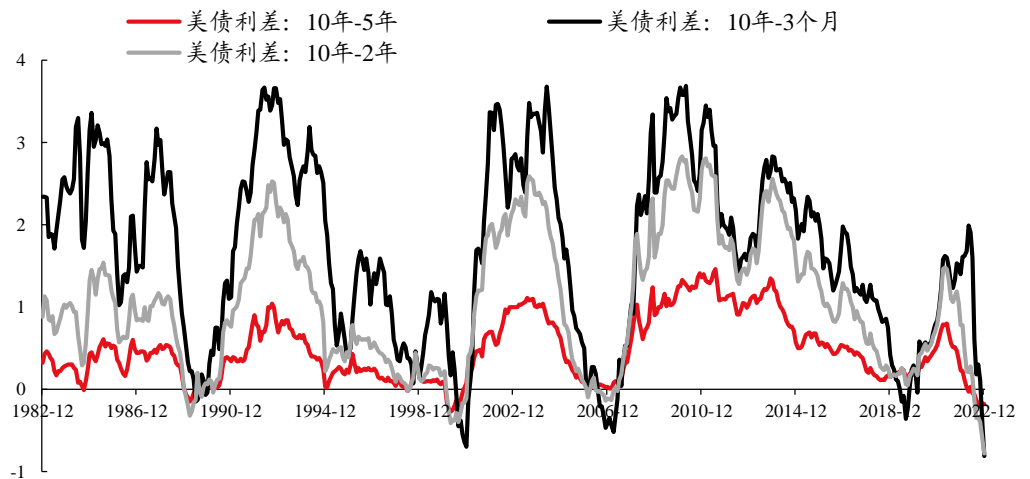


资料来源: Federal Reserve Bank of San Francisco

美国就业市场仍然紧张，目标利率在中期维度将维持高位。如前所述，服务业方面仍然可以看到失业率/职位空缺仍然在高位以及时薪的继续高速增长，而住房方面，美国 CPI 中的住房分项会滞后 1-1.5 年。鲍威尔的发言中明确指出“美联储尚未看到在减缓通胀方面取得明显进展”，其紧盯通胀的决策路径决定了目标利率可能在中期都维持高位。

美债收益率曲线倒挂，美国衰退的风险进一步增强。我们统计了美债收益率曲线，10 年期美债收益率与 5 年期美债收益率从 4 月份正式形成倒挂，与 2 年期美债收益率于 7 月形成倒挂，与 3 个月的美债收益率从 11 月形成倒挂。当前市场对美国经济衰退的预期增强，并且回顾历史我们可以发现，每次的收益率曲线全面倒挂都将迎来一次衰退。

图表 31 美国国债收益率之差



资料来源: Wind, 华创证券

图表 32 衰退周期、利差倒挂与金价走势的关系

衰退开始	衰退结束	10年-3个月利差倒挂时间(月)	10年-2年利差倒挂时间(月)	10年-5年利差倒挂时间(月)	金价涨跌幅(%)	衰退期间最大涨幅(%)
1990年7月	1991年3月	13	18	18	0.12	8.28
2001年3月	2001年11月	8	13	13	5.20	8.35
2007年12月	2009年6月	16	22	0	17.17	19.28
2020年2月	2020年4月	1	0	0	6.86	6.86

当前状态	-	2	6	7	-	-
------	---	---	---	---	---	---

资料来源：Wind，华创证券

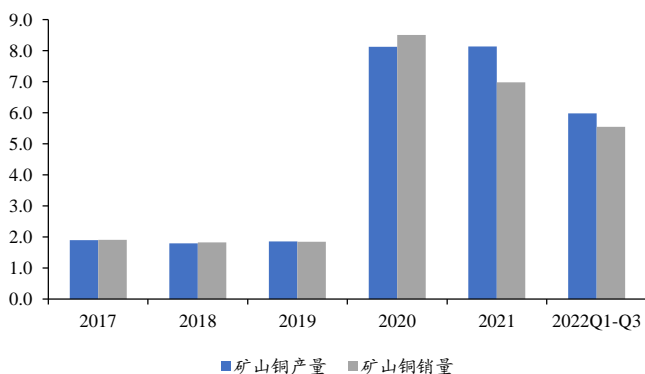
目标利率对经济实体的影响有一定滞后，预计明年美国经济衰退的风险进一步增强。若希望美国经济软着陆，就要使贝弗里奇曲线以“职位空缺率下降、但是失业率不变”的方式回归到疫情前的区域。但当前美国劳动参与率偏低，就业结构问题突出，长期高利率不一定能将职位空缺率-失业率拉回疫情前的贝弗里奇曲线，但是大概率将错杀需求，使职位空缺率-失业率沿疫情后的曲线运动，从而使得明年通胀更难以回落。综合来说，美国经济衰退的风险进一步增强，通胀回落程度仍不确定，当前正处于中长期的黄金标的配置窗口期。

三、铜钼业务成为公司业绩重要增长点

（一）公司铜钼业务逐步发力

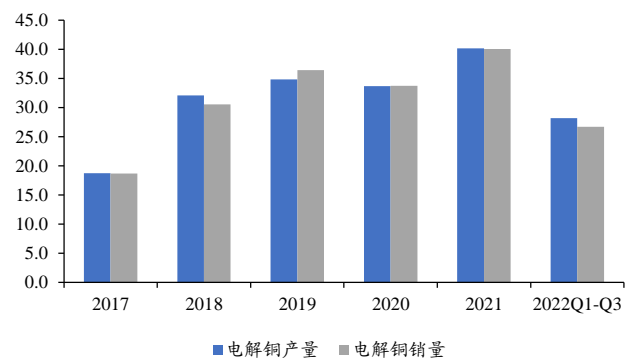
矿山铜、电解铜产销量波动上升。2021年，矿山铜产量8.1万吨，同比增长0.9%，销量7.0万吨，受疫情影响同比下降17.90%；电解铜产量40.2万吨，同比增长19.23%；销量40.0万吨，同比增长18.76%。

图表 33 矿山铜产销量（万吨）



资料来源：公司公告，华创证券

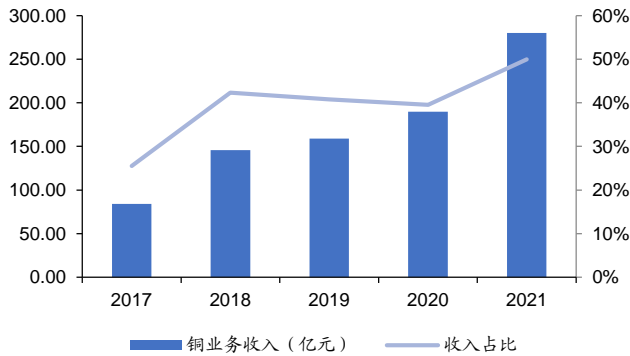
图表 34 电解铜产销量（万吨）



资料来源：公司公告，华创证券

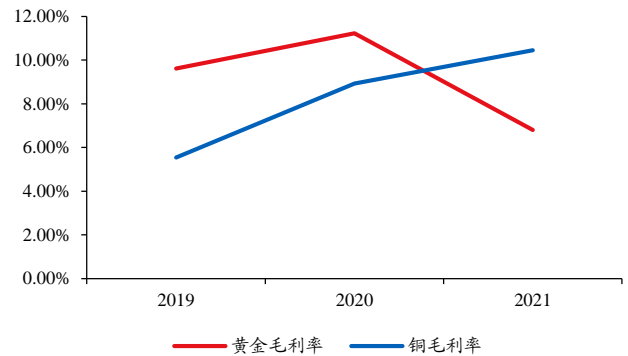
公司 2021 年铜产品营收占比上升，毛利率连续三年增长。2021 年，公司铜产品实现营业收入 280.19 亿元，同比增长 47.71%，占比为 49.94%，同比增加 10.42%。2021 年受铜价上涨影响，公司铜业务实现毛利润 29.28 亿元，同比增长 73.15%，毛利率为 10.45%，黄金产品毛利率为 6.80%。

图表 35 铜业务营业收入及占比



资料来源: choice, 华创证券

图表 36 铜业务与黄金业务毛利率比较

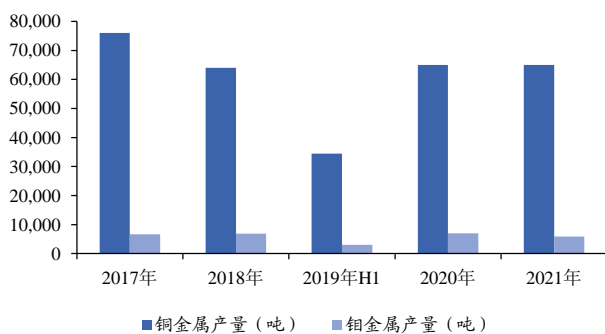


资料来源: choice, 华创证券

收购内蒙古矿业 90% 股权，助力公司业绩发展。2020 年 3 月，公司完成收购内蒙古矿业 90% 的股权。内蒙古矿业是中国黄金集团旗下优质资产，拥有丰富的铜钼资源，旗下乌努格吐山铜钼矿是国内在产大型铜钼矿之一，截至 2021 年，内蒙古矿业矿区面积 9.84 平方公里，拥有铜资源量 201.05 万吨，储量 43.94 万吨，品位 0.26%，年产量 6.5 万吨，拥有钼资源量 48.69 万吨，储量 6.64 万吨，品位 0.04%，年产量 5860 吨，公司合计处理产能 2475 万吨/年。

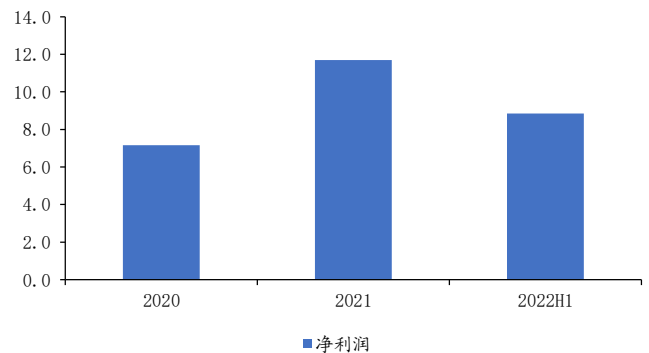
优质铜钼注入助力公司业绩增长。2021 年内蒙古矿业实现净利润 11.70 亿元，同比增长 63.48%，其中 10.53 亿元的净利润归属于公司，占公司 2021 年归母净利润的 62%，使得公司业绩大幅提升。2022 年上半年，受益于矿山铜价格上涨，内蒙古矿业实现净利润 8.84 亿元，同比增长 44.47%。

图表 37 2017-2021 年内蒙古矿业铜、钼年产量情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 38 内蒙古矿业净利润 (亿元)

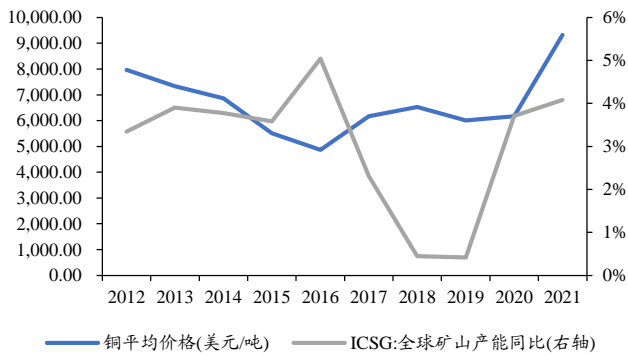


资料来源: 公司公告, 华创证券

(二) 铜行业需求持续强劲，库存处于低位有望支撑铜价上涨。

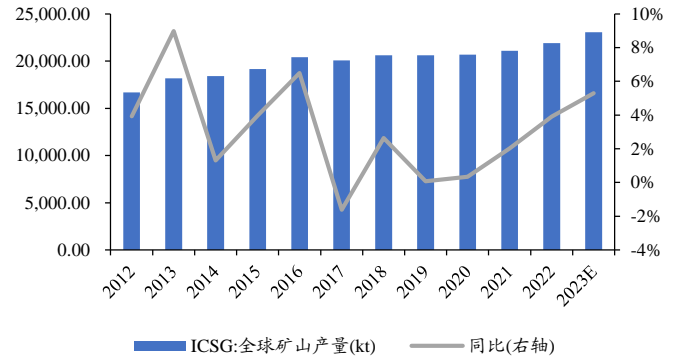
2023 年矿山端建成投产高峰已过，但进入产能释放的大年。回顾历史，铜矿产能扩张周期一般滞后铜价上涨周期大约 5 年，上一轮 2017-2018 年铜价的上涨周期带来了 2022-2023 年铜矿山投产的高峰，并且 2020 年以来价格持续高位，产业内扩建、新建积极性高，推进速度经常快于预期。根据 ICSG 和 Wood Mackenzie 测算，2023 年矿山铜产量的增量在 116.5-133.9 万吨，增速在 5.3%-6.1%。

图表 39 铜价与全球铜矿产能增长的关系



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 全球矿山铜产量(千吨)



资料来源: ICSG, 华创证券

新能源助力铜需求增长，电网仍有望保持较高增速。根据 ICSG 预测，2023 年全球精炼铜消费增速在 1.4% 左右。新能源需求将继续贡献主要增量，预计拉动 2023 年全球铜需求量 42.4 万吨。自从 2020 年新能源需求爆发，其已经成为拉动铜需求的重要领域，尤其是在 2022-2023 年全球宏观经济面临下行压力下，新能源需求对铜需求的托底作用更加关键。受益于新能源领域爆发，近年来增长最快的是电源建设，尤其是光伏、风电、储能等项目的规模化建设。

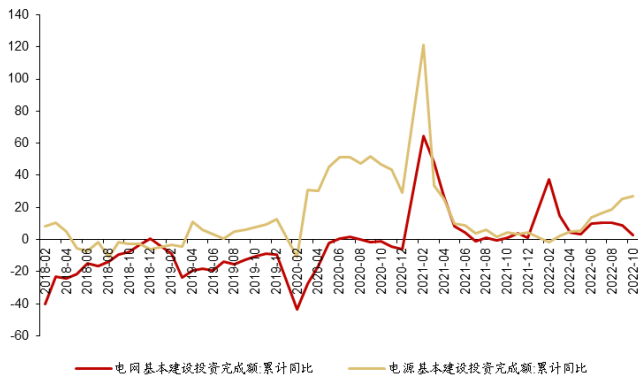
地产政策调整密集出台，政策底或已现。2022 年 11 月以来，针对地产行业的信贷、债券融资、股权融资的“三支箭”陆续出台，这预示着地产行业流动性困境有望得到缓解，地产公司因为流动性困难而不断失血的状况或即将得到改变。房贷利率持续下调，部分城市首套房利率已经低于 4%，部分限购、限售政策也得到了相应调整。预计 2023 年下半年房地产行业有望回暖，且地产竣工端、地产后周期需求有望拉动下游需求增长。

图表 41 新能源对铜需求的拉动测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球风电新增装机 (GW)	93.6	98	115	125	140
风电用铜(万吨)	72.1	75.5	88.6	96.3	107.8
全球光伏新增装机 (GW)	170	240	275	300	330
光伏用铜(万吨)	42.5	60.0	68.8	75.0	82.5
新能源汽车产销 (万辆)	635	1118	1530	2030	2750
新能源车用铜(万吨)	31.8	55.9	76.5	101.5	137.5
新能源用铜需求合计(万吨)	146.3	191.4	233.8	272.8	327.8
新能源行业拉动铜需求增量(万吨)	30	45.0	42.4	39.0	55.1

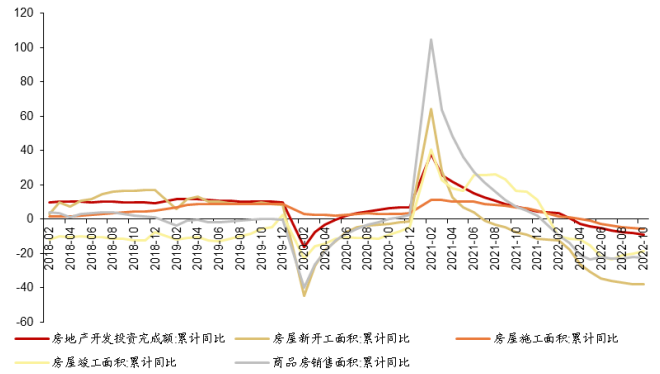
资料来源: IRENA, SolarPower Europe, GWEC, GGII, SNE Research, 中汽协, 华创证券预测

图表 42 电网、电源基本建设投资完成额同比（%）



资料来源：Wind，华创证券

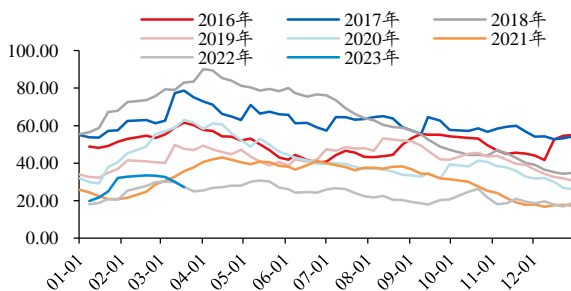
图表 43 房地产开发投资、新开工、施工、竣工销售面积同比增速（%）



资料来源：Wind，华创证券

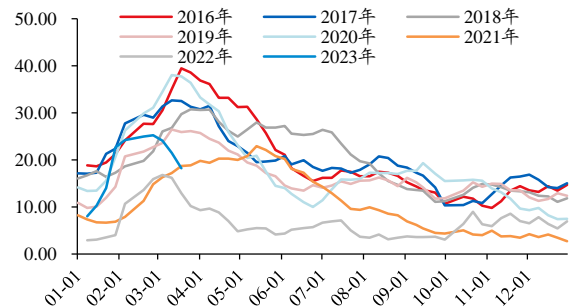
库存低位，铜价有望上涨。在经济复苏、需求旺盛的推动下，全球铜库存出现了明显下降。截至 2023 年 3 月底，上海期货交易所（SHFE）铜库存 15.66 万吨，月度环比下降 38.0%。目前全球铜库存水平已经低于历史平均水平，预计未来几个月可能将继续下降。这意味着铜市场的紧张程度或将进一步加剧，为铜价提供更多支撑。

图表 44 全球显性库存总计（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 45 SHFE 铜库存（万吨）



资料来源：Wind，华创证券

四、资本注入和国企改革稳步推进，释放公司发展新动能

（一）集团资本注入进行时，有望提升公司增长潜力

为进一步增加公司盈利能力，公司控股集团承诺将资源优质、盈利能力较强的 6 家黄金公司注入公司。其中，凌源日兴已经顺利注入到公司，剩余 5 家未注入的分别是内蒙古金陶、吉顺矿产、金琪矿业、成县二郎黄金、西和矿业，这 6 家企业保有黄金资源储量总计约为 70 吨。

图表 46 中国黄金集团拟注入及已注入上市公司的黄金矿业企业名单（截至 2021 年底）

序号	企业名称	中国黄金集团持股情况	所处阶段	注入公司情况
1	内蒙古金陶股份有限公司	持股 49.34%	生产	尚未注入
2	凌源日兴矿业有限公司	持股 100%	生产	2015 年注入

3	吉林省吉顺矿产投资有限公司	持股 100%	矿山基建期	尚未注入
4	贺州市金琪矿业有限责任公司	间接持股 100%	生产	尚未注入
5	成县二郎黄金开发有限公司	持股 80%	探矿	尚未注入
6	中国黄金集团西和矿业有限公司	持股 90%	探矿	尚未注入

资料来源：公司公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》（2020.1），华创证券

中国黄金集团拟将旗下 19 家企业孵化后注入中金黄金。对于企业资源储量尚未探明、盈利状况尚不理想或权证仍有待规范的企业，中金黄金委托集团孵化，待条件成熟后再行注入，集团承诺对其进行培育孵化，待其满足条件后 12 个月内启动注入中金黄金。中金黄金购买内蒙古矿业 90% 股权的交易行为即属于为履行将孵化成熟企业注入上市公司的承诺的重要体现。此外，公司通过持续孵化培育投入以及外延式资源扩张，中国黄金孵化拟注入的企业新增贵州锦丰矿业有限公司、河北大白阳金矿有限公司、莱州中金黄金矿业有限公司等潜在优质企业。

图表 47 集团拟孵化注入公司的企业

序号	企业名称	成立时间	注册资本 (万元)	持股比例	实际经营业务	所处状态
1	中国黄金集团中原矿业有限公司	2010 年	20,000.00	60.00%	钨钼矿采选	基建期
2	凤山县宏益矿业有限责任公司	2001 年	5459.237	85.10%	金矿采选	基建期
3	黔西南金龙黄金矿业有限责任公司	2002 年	100	75.00%	金矿采选	生产期
4	吉林海沟黄金矿业有限责任公司	1995 年	8,000.00	96.00%	金矿采选	生产期
5	莱州中金黄金矿业有限公司	2013 年	300	100.00%	金矿采选	基建期
6	贵州锦丰矿业有限公司	2002 年	3500.00 万美元	18.00%	金矿采选	生产期
7	辽宁金凤黄金矿业有限责任公司	2001 年	800	70.00%	金矿采选	生产期
8	河北大白阳金矿有限公司	1984 年	5,000.00	80.00%	金矿采选	生产期
9	云南黄金有限责任公司	2004 年	17,000.00	70.00%	金矿采选	生产期
10	会同县恒鑫矿业有限公司	2011 年	500	100.00%	金矿采选	探矿期
11	会同县鑫发矿业有限公司	2011 年	4,050.00	51.00%	金矿采选	探矿期
12	甘肃金州矿业有限责任公司	2012 年	15,000.00	75.00%	金矿采选	探矿期
13	贵港市金地矿业有限责任公司	2006 年	300	100.00%	金矿采选	生产期
14	金秀瑶族自治县茂源矿业开发有限公司	2013 年	300	100.00%	铜矿采选	探矿期
15	会同县金龙矿业有限责任公司	2011 年	6,716.77	100.00%	金矿采选	探矿期
16	凤城市瑞锦矿业有限公司	2001 年	1,000.00	100.00%	金矿采选	生产期
17	贵州金兴黄金矿业有限责任公司	2003 年	2,705.00	64.99%	金矿采选	生产期
18	中国黄金集团湖南鑫瑞矿业有限公司	2011 年	10,050.00	80.00%	金矿采选	探矿期
19	辽宁天利金业有限责任公司	2003 年	1,000.00	70.00%	金冶炼	生产期

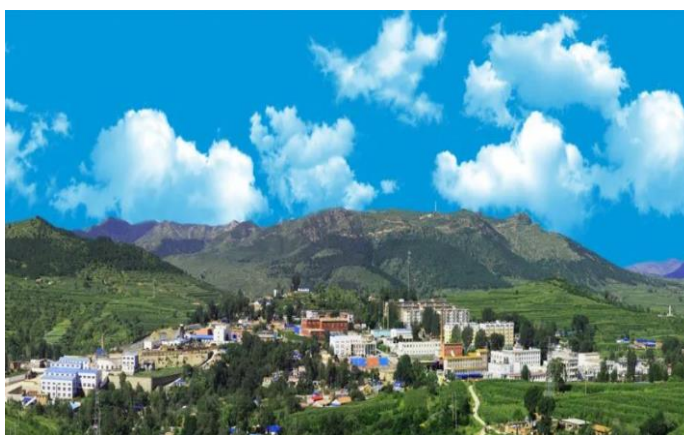
资料来源：公司公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》（2020.1），华创证券

中国黄金集团持有内蒙古金陶股份有限公司 49.34% 股权。内蒙古金陶股份有限公司旗下矿区位于华北地台北缘努鲁尔虎山成矿带，为国家级大型金矿床，旗下金厂沟梁金矿和二道沟金矿均为在产矿山。**其中：**1) 二道沟金矿设计生产规模 16.5 万吨/年，实际生产规模 9.69 万吨/年，查明资源储量矿石量 132.6 万吨，金金属量 10.9 吨，剩余资源储量矿石量 108.3 万吨，金金属量 5.4 吨；2) 金厂沟梁金矿设计生产能力 28.5 万吨/年，实际生

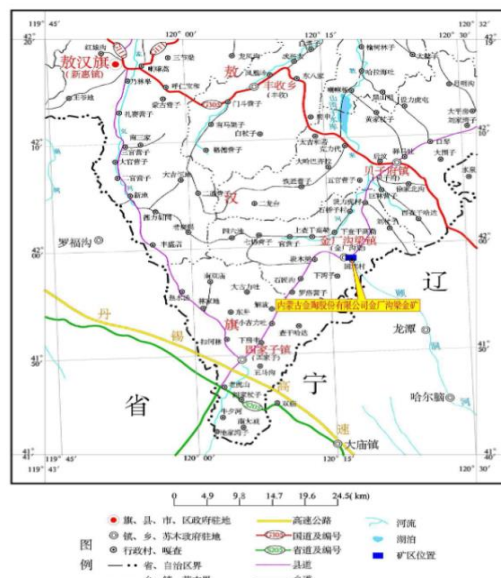
产能力 28.5 万吨/年，选矿处理能力 27 万吨/年，查明资源储量矿石量 488 万吨，金金属量 61 吨，剩余资源储量矿石量 294.5 万吨，铜金属量 19.7 吨。

内蒙古金陶矿产金产量 1.5 吨，实现了现代化矿山新发展。其中 2015 年至 2019 年，金陶公司 5 年累计消耗金金属量 7440.63 公斤，开采回采率为 93.83%，实际生产金金属量 5255.70 公斤，选矿回收率 93.7%，采选综合回收率 87.92%，资源利用率达到国内同行业先进水平。

图表 48 内蒙古金陶项目图



图表 49 内蒙古金陶金厂沟梁金矿分布图



资料来源：中国黄金报社《这几年，金陶变了》

资料来源：教汉旗自然资源局《内蒙古金陶股份有限公司金厂沟梁金矿 2022 年度矿山地质环境治理与土地复垦计划》

中国黄金集团持有纱岭金矿 44% 股权。山东纱岭金矿床所在胶西北地区为中国最大金矿集区之一，矿山由莱州汇金矿业投资有限公司所有，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。

纱岭金矿矿石生产规模近 600 万吨/年，项目建成后预计年产含量金 10 吨。纱岭金矿评估利用资源储量矿石量 8627.39 万吨，金金属量 262363.07kg，银金属量 224312.22kg，金平均品位 3.04g/t，银平均品位 2.60g/t。目前，纱岭金矿建设工程等正在有序开展建设，项目采选生产规模设计为 12000 吨/日，项目建成后年产含量金 10 吨。

图表 50 纱岭金矿情况

序号	首采区	后期采区
评估利用资源量	矿石量 5795.96 万吨，金金属量 189355.95kg，银金属量 150694.96kg，金平均品位 3.27g/t，银平均品位 2.60g/t。	矿石量 2831.43 万吨，金金属量 73007.12kg，银金属量 73617.18kg，金平均品位 2.58g/t，银平均品位 2.60g/t。
可采开采量	开采可采储量矿石量 5100.44 万吨，金金属量 166633.24kg，银金属量 132611.56kg	开采可采储量矿石量 2491.66 万吨，金金属量 64246.27kg，银金属量 64783.12kg；
生产规模	生产规模为 396 万吨/年，生产服务年限为 14.50 年	生产规模为 198 万吨/年，生产服务年限为 13.68 年
采矿回采率	采矿回采率均为 88%，矿石贫化率均为 8%；设计金选矿回收率，一期 95%，二期 94%，设计银选矿回收率 35%；设计返金率 97.2%，返银率为 0	

资料来源：中国矿业权评估师协会《莱州汇金矿业投资有限公司纱岭金矿采矿权评估报告书》，华创证券

（二）国企改革稳步推进，释放发展新动能

公司积极落实集团有关国企改革三年行动方案政策决策，聚焦重点攻坚，建立市场化用人机制和中长期激励。通过落实董事会职权，全面推行经理层成员任期制和契约化管理，建立权责明确、权责利对等、刚性激励约束的市场化机制，同时加快推行职业经理人制度，有序推进关键岗位核心人才激励，灵活开展多种方式中长期激励，充分调动企业干事创业的积极性和主动性。2021年，公司所在集团总部11个职能部门22名副总经理以上岗位全部实行公开竞聘和社会招聘，110户企业经理层任期制与契约化基本实现全覆盖，同时对经评估具备开展中长期激励条件的7户子企业全面启动中长期激励工作。

2019年12月，公司董事会薪酬与考核委员会2019年度第一次会议拟定了《中金黄金股份有限公司第一期股票期权激励计划(草案)》，向公司近248名激励对象授予股票期权，经过多次修订调整。2020年3月，公告称拟首次授予3,358.84万份，占本次拟授予期权总额的97.33%，预留期权92.15万份，预留期权占本次拟授予期权总额的2.67%，授予的股票期权的行权价格为9.37元/股。2020年4月，公司股票期权激励计划授予期权数量由3,450.9912万份调整为3,419.7033万份，其中，首次授予的激励对象由248人调整为245人（主要为核心骨干人才），对应首次实际授予的股票期权数量由3,358.8447万份调整为3,327.5568万份。2021年4月，公司决定激励股票期权总数由3,419.7033万份调整为3,634.7354万份，行权价格由9.37元/股调整为8.82元/股。

图表 51 公司第一期股权激励计划内容

时间	激励对象	股权激励内容
2019年12月	授予对象人数共248人，包括公司高级管理人员、公司部门正副职人员、公司下属企业正副职人员、核心技术人员、骨干技术人员等	授予激励对象3,450.99万份期权，对应的标的股票数量为3,450.99万股，不超过公司总股本345,113.72万股的1.00%，其中拟首次授予3,358.56万份，占本次拟授予期权总额的97.32%，预留期权92.43万份，预留期权占本次拟授予期权总额的2.68%，授予的股票期权的行权价格为9.39元
2020年03月	--	拟首次授予3,358.84万份，占本次拟授予期权总额的97.33%，预留期权92.15万份，预留期权占本次拟授予期权总额的2.67%。本计划下授予的股票期权的行权价格为9.37元/股。
2020年04月	授予对象人数由248人调整为245人	对应首次实际授予的股票期权数量由3,358.8447万份调整为3,327.5568万份。
2021年04月	--	激励股票期权总数由3,419.7033万份调整为3,634.7354万份，行权价格由9.37元/股调整为8.82元/股。

资料来源：公司公告，华创证券

五、盈利预测及投资建议

关键假设。公司盈利预测基于以下几点关键假设：

基于目前美国的非农数据及就业率数据，美国加息周期有望提前结束，金价中枢23年有望高位维持，随着美国加息周期结束，金价中枢有望逐步走高；铜行业需求持续强劲，库存处于低位有望支撑铜价上涨；钼2023-2024供应端依然紧张，价格有望维持高位。

（1）假设黄金价格2022-2024年分别为390、430、450元/克，2022-2024年公司矿产金产量分别为19.5、20、21吨；

（2）假设铜价2022-2024年分别为6.75、6.85、6.85万元/吨，2022-2024年公司矿产铜产量分别为7.6、8、8万吨；

（3）假设钼价 2022-2024 年分别为 27、31、31 万元/吨，2022-2024 年公司钼金属产量维持在 6300 吨。

盈利预测与投资建议。公司作为国内唯一的央企控股的黄金矿业上市公司，随着集团黄金资产的陆续注入以及公司持续的降本增效行动，公司未来盈利质量和矿产金储量、产量有望持续增长，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 22/30/35 亿元。选取山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、恒邦股份、湖南黄金、紫金矿业、金钼股份为公司黄金、铜和钼业务可比公司，根据可比公司 PE 估值均值，给予公司 2023 年 24 倍市盈率，目标价 15.12 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 52 可比公司估值分析

代码	公司名称	最新股价 (4月13日)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600988.SH	赤峰黄金	18.56	0.27	0.68	0.94	0.89	66.58	27.32	19.73	20.78
000975.SZ	银泰黄金	13.83	0.41	0.64	0.78	0.91	27.26	21.7	17.63	15.27
600547.SH	山东黄金	26.39	0.28	0.49	0.65	0.83	68.8	53.72	40.39	31.87
601899.SH	紫金矿业	13.4	0.76	0.95	1.12	1.41	13.14	14.05	11.95	9.51
002155.SZ	湖南黄金	15.71	0.36	0.62	0.81	0.97	35.59	25.44	19.33	16.17
002237.SZ	恒邦股份	12.76	0.43	0.57	0.71	0.85	24.24	22.43	18.1	15.04
601958.SH	金钼股份	10.73	--	0.82	0.98	--	26.81	13.03	10.93	--
平均值							37.49	25.38	19.72	18.11

资料来源：Wind，华创证券 注：金钼股份 2022 年年报未出，EPS 预测参考 Wind 一致预期

六、风险提示

美联储加息超预期：黄金的价格与美国实际利率呈现负相关，如果美国非农、就业率等数据向好，超出预期导致美联储加息超预期，会对黄金价格上涨产生很大的抑制，从而对公司业绩造成影响。

金属价格大幅波动的风险：除黄金商品外，公司主营的主要产品还包括铜和钼，如果铜、钼等商品价格大幅波动，将会对公司业绩造成影响。

集团资产注入不及预期的风险：公司未来规划的矿产金产量和储量的增长主要依赖集团黄金资产的注入，如果纱岭金矿等资产注入进展不及预期，将会对公司业绩的长期增长产生影响。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,528	5,676	10,981	19,344
应收票据	4	11	12	9
应收账款	104	239	274	295
预付账款	630	2,292	1,091	1,188
存货	12,046	12,599	12,628	12,688
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	685	865	821	781
流动资产合计	20,997	21,682	25,807	34,305
其他长期投资	25	25	25	25
长期股权投资	872	872	872	872
固定资产	15,465	14,121	13,108	12,236
在建工程	1,345	1,745	2,070	2,170
无形资产	4,705	4,234	3,811	3,430
其他非流动资产	4,222	9,993	9,728	6,772
非流动资产合计	26,634	30,990	29,614	25,505
资产合计	47,631	52,672	55,421	59,810
短期借款	9,568	9,578	9,588	9,598
应付票据	174	443	465	327
应付账款	2,743	3,080	3,184	3,264
预收款项	1	1	0	0
合同负债	332	1,157	1,188	1,205
其他应付款	1,123	1,123	1,123	1,123
一年内到期的非流动负债	799	2,600	1,395	1,598
其他流动负债	644	688	873	970
流动负债合计	15,384	18,670	17,816	18,085
长期借款	3,994	3,989	3,985	3,980
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,331	1,349	1,348	1,348
非流动负债合计	5,325	5,338	5,333	5,328
负债合计	20,709	24,008	23,149	23,413
归属母公司所有者权益	24,844	26,162	29,200	32,678
少数股东权益	2,078	2,502	3,072	3,719
所有者权益合计	26,922	28,664	32,272	36,397
负债和股东权益	47,631	52,672	55,421	59,810

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,389	4,451	7,596	6,352
现金收益	4,727	5,394	6,122	6,436
存货影响	-96	-553	-29	-61
经营性应收影响	370	-1,593	1,325	-16
经营性应付影响	-659	607	124	-58
其他影响	46	596	53	50
投资活动现金流	-1,715	-600	-725	-540
资本支出	-1,630	-914	-976	-741
股权投资	-56	0	0	0
其他长期资产变化	-29	314	251	201
融资活动现金流	-769	-5,703	-1,566	2,551
借款增加	879	1,806	-1,199	208
股利及利息支付	-1,526	-500	-500	-500
股东融资	4	4	4	4
其他影响	-126	-7,013	129	2,839

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	56,102	57,858	59,392	60,242
营业成本	49,657	50,924	51,159	51,389
税金及附加	620	639	656	666
销售费用	79	82	84	85
管理费用	2,010	1,736	1,841	1,868
研发费用	631	532	546	554
财务费用	452	417	427	416
信用减值损失	18	18	18	18
资产减值损失	-111	-210	-160	-100
公允价值变动收益	19	19	19	19
投资收益	72	72	72	72
其他收益	73	73	73	73
营业利润	2,724	3,500	4,702	5,348
营业外收入	63	63	63	62
营业外支出	254	254	254	254
利润总额	2,533	3,309	4,511	5,156
所得税	574	662	902	1,031
净利润	1,959	2,647	3,609	4,125
少数股东损益	261	424	570	648
归属母公司净利润	1,698	2,223	3,039	3,477
NOPLAT	2,309	2,981	3,950	4,458
EPS(摊薄) (元)	0.35	0.46	0.63	0.72

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	16.9%	3.1%	2.7%	1.4%
EBIT 增长率	1.9%	24.8%	32.5%	12.9%
归母净利润增长率	9.2%	31.0%	36.6%	14.5%
获利能力				
毛利率	11.5%	12.0%	13.9%	14.7%
净利率	3.5%	4.6%	6.1%	6.8%
ROE	6.3%	7.8%	9.4%	9.6%
ROIC	7.6%	10.0%	12.3%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	43.5%	45.6%	41.8%	39.1%
债务权益比	58.3%	61.1%	50.6%	45.4%
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.9
速动比率	0.6	0.5	0.7	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.0
应收账款周转天数	2	1	2	2
应付账款周转天数	21	21	22	23
存货周转天数	87	87	89	89
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.46	0.63	0.72
每股经营现金流	0.91	0.92	1.57	1.31
每股净资产	5.13	5.40	6.02	6.74
估值比率				
P/E	34	26	19	17
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	17	15	13	12

金属行业组团队介绍

组长、首席分析师：马金龙

东北大学材料加工专业硕士。多年央企和工信部原材料司工作经验，拥有丰富材料行业管理经验，熟悉政策及产业发展规律，供给侧改革核心参与人之一；6年卖方研究经验，2次新财富金属和金属新材料第二名、2021上证报最佳材料分析师第二名、连续两年金麒麟冶金行业新锐分析师第一名、2021金麒麟有色金属行业新锐分析师第二名、2021水晶球钢铁行业第三名、2022年新浪财经金麒麟新能源金属（有色）行业最佳分析师第二名。2022年加入华创证券研究所。

高级研究员：刘岗

中南大学材料学硕士。多年有色金属实业经历，参与过多项国内外大型有色矿企的工程项目。7年卖方研究经验，多次获得水晶球、金牛、金麒麟、Wind等最佳分析师奖项，2022年加入华创证券研究所。

高级研究员：马野

美国东北大学金融学硕士。曾任职于天风证券研究所、浙商证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

研究员：巩学鹏

南京大学地质工程硕士，曾任职于紫金矿业，参与过多项矿山收并购尽职调查，2年卖方研究经验，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：李梦娇

对外经济贸易大学人口、资源与环境经济学硕士，2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522