

成长性良好

——中金黄金（600489）投资分析报告

投资要点：

一、主营构成

中金黄金主营业务以黄金的采选冶炼为主，以铜的采选冶炼为辅。08年黄金销售收入占比92.8%，铜销售收入4.6%。

二、明确的资产注入预期

去年，公司的大股东中国黄金集团对外界披露其金保有金属量达到1046.32吨，银保有金属量达到816.66吨，铜保有金属量达到374.79万吨，钼保有资源量59.82万吨。在公司2007年度和2008年度报告中披露了集团公司承诺将把其所属的黄金矿业资产整体上市。08年公司保有的黄金储量/资源量326.98吨，较2007年的77.3吨增加323%，铜储量30.30万吨，铁矿石量924.72万吨。

公司未来矿产金的主要来源于内部挖潜和外部的集团资产注入。09年以内部挖潜为主，陕西久盛5000吨采选项目、河南金源3000吨采选项目、苏尼特金曦3000吨采选项目等。预计在2009年底可能贡献矿产金产量2吨左右，2010年通过收购集团公司7家矿山可能贡献矿产金产量5吨左右，预计2010年黄金产量将达18吨，明年公司业绩将有大幅提高。资产注入的预期明确但是时间有不确定性。

四、金价暂做调整，中期必将受益通胀

黄金的避险属性已渐渐消退，各国刚刚从大幅减息过渡到数量型放松的货币政策，通胀预期明确，但是通缩的困扰未退，经济还未见到企稳迹象。通胀预期的明确，金价必然相对纸币升值，价格的继续攀升可以期待。

五、年、季报简评及未来展望

1、优势：矿产金的量、价齐涨。而且此优势在09年与10中还可以继续保持。2、不足：克金生产成本居高不下，2008年克金成本137元/克，公司的克金成本一直处于行业的最高。3、公司未来两年最大看点在于矿产金的量价齐涨的优势可以继续保持，成本有望下降。

六、盈利预测和评级

综合考虑黄金价格，公司矿产金产量，及公司的克金生产成本，我们认为公司的盈利预期是比较明确的，我们预测公司2009年至2010年每股盈利为1.53元和1.93元，对应5月21日收盘价，市盈率为48.1和38.1。我们维持中金黄金（600489）增持的投资评级。

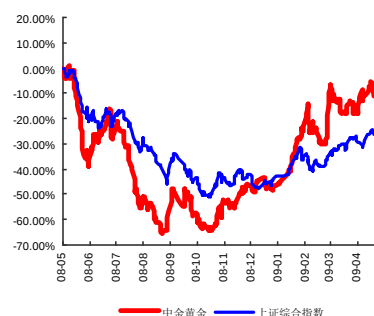
七、投资风险

金价降低； 成本控制不力； 生产计划的执行风险。

上次评级：增持

本次评级：增持

52周股价表现：



资料来源：wind 资讯

研究员：赵彦辉

电话：0411-39673302

网址：www.daton.com.cn

邮箱：zhaoyanhui@daton.com.cn

总股本：35936.64 万股

流通股本：17107.55 万股

近 12 个月最高价：73.57 元

近 12 个月最低价：34.5 元

近 1 个月内涨幅：28.1%

近 6 个月内涨幅：135.9%

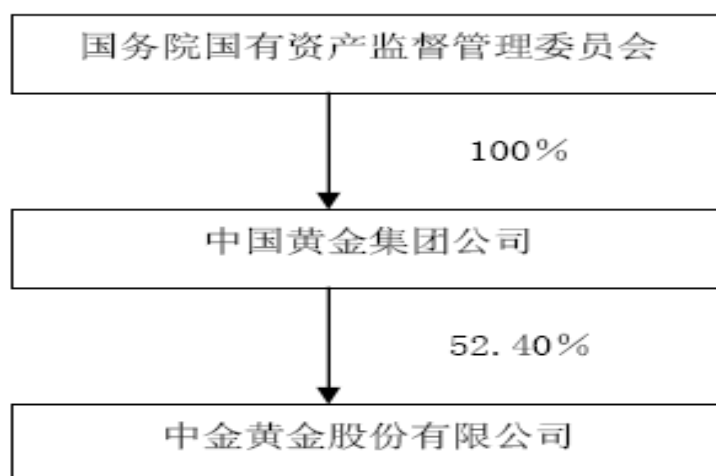
一、公司股本结构及主营

（一）股本结构

中金黄金股份有限公司成立于2000年6月23日，主发起人是中国黄金集团公司。2003年8月公司经中国证监会核准向社会公众发行人民币普通股10,000万股，于2003年8月14日在上海证券交易所挂牌交易。2008年2月完成非公开发行新股76,274,675股后，公司总股本为359,366,350股。中国黄金集团公司持有公司188,290,840股，持股比例为52.40%。

限售股解禁情况：集团是有限售条件唯一股东。集团持有的188,290,840股，可上市流通时间为2011年2月15日。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



（二）主营业务构成

中金黄金主营业务以黄金的采选冶炼为主，以铜的采选冶炼为附。其08年收入占比与毛利占比如表：

表2：08年收入、毛利构成

黄金销售收入占比	92.8%
铜销售收入占比	4.6%
银、硫酸等其他销售收入占比	2.6%
黄金毛利占比	68.8%
铜毛利占比	16.3%
银、硫酸等业务毛利占比	14.9%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

二、明确的资产注入预期

（一）集团资源实力雄厚、资产注入预期明确

去年，公司的大股东中国黄金集团对外界披露其金保有金属量达到1046.32吨，银保有金属量达到816.66吨，铜保有金属量达到374.79万吨，钼保有资源量59.82万吨。在公司2007年度和2008年度报告中披露了集团公司承诺将把其所属的黄金矿业资产整体上市，这主要是出于为解决、避免集团与中金黄金之间的同业竞争的考虑。目前集团已经制定了资源注入总体计划，中国黄金集团所属黄金板块的企业，凡具备条件的，都将分批分期地注入中金黄金，实现黄金主业整体上市。2009年，公司将通过竞购股权方式收购中金集团所持秦岭金矿和金厂峪金矿全部股权，公司拟受让中金集团持有的夹皮沟矿业有限公司、石湖矿业有限公司、新疆金滩矿业有限公司、嵩县金牛矿业有限公司、嵩县前河矿业有限公司5家企业全部股权，目前正在做收购前期准备工作，这7家企业保有黄金资源储量114.80吨；年产黄金5.439吨。

（二）公司受益大股东资产注入

2008年公司在资源开发上取得了显著的成绩，一方面来自于集团公司的资产注入，另一方面通过在原有矿山周边和深部探矿增储，这使得公司资源储量实现快速增长，未来竞争力大大增强。公司通过在股票市场上再融资，收购集团公司企业增加黄金储量128.19吨；湖北三鑫公司收购集团公司4家企业增加黄金储量7.79吨，铁矿石量924.72万吨；收购陕西久盛矿业投资管理有限公司90%的股权，增加黄金储量81.05吨；原有矿山探矿增储增加黄金储量65.80吨，其中苏尼特金曦公司地质探矿工作实现重大突破，增加黄金储量24.14吨，将成为

公司新的生产基地；08年公司保有的黄金储量/资源量326.98 吨，较2007 年的77.3 吨增加323%，铜储量30.30 万吨，铁矿石量924.72 万吨。公司保有储量的大幅增加为企业的快速发展打下坚实的基础，有利于企业的发展后劲和经营业绩的不断提升。

表3：中金黄金资源储量、矿产金产量

	2005	2006	2007	2008
资源储量	60	58.69	77	326.98
矿产金产量	5.1	4.63	4.68	11.63

资料来源：公司公告 大通证券研发中心

（三）在建工程

2008 年的重点工作之一是“规划大项目，建设大基地”，现已初见成效。2008年全年公司投入建设资金91299 万元，规划和建设了以陕西久盛矿业投资管理有限公司等为中心的陕西镇安和以河南金源黄金矿业有限责任公司为中心的河南嵩县两个年产黄金5 吨的基地，规划了陕西太白黄金矿业有限责任公司和苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司两个年产黄金3 吨的基地，规划和建设了中原黄金冶炼厂为中心的冶炼基地；在1-2 年内，公司将有几个年生产3-5 吨黄金的基地建成投产，将大大提升公司的矿山产能，实现公司的规模化和集约化经营和低成本发展，在未来的市场竞争中提高公司的整体竞争能力。

公司今年将建设的大规模矿山企业有：陕西久盛5000吨采选项目、河南金源3000吨采选项目、苏尼特金曦3000吨采选项目等。预计在2009年底可能贡献矿产金产量2吨左右，2010年通过收购集团公司7家矿山可能贡献矿产金产量5吨左右，预计2010年黄金产量将达18吨，明年公司业绩将有大幅提高。

三、金价中期必将受益通胀

黄金的需求共分为三种，一种是工业需求，一种是首饰等的消费需求，三是投资需求。在黄金价格的决定机制中投资需求占黄金价格现在的主导地位，体现为黄金货币属性。金本位制度退出历史舞台后，黄金的世界货币地位被美元取代。美元取代的黄金作为一种世界货币的历史进步是无可厚非的，但是这也带来了永久性的特里芬难题，从布雷顿森林体系到牙买加体系，这一难题不仅没有被

解决，反而更加加深了。世界货币体系不可能返回到金本位，但是从本轮金融危机的引发的最根本根源上来看，其根本就是现有世界货币体系存在的先天不足，重新建立一种符合全球利益的世界货币体系是一种历史的要求。而在建立的过程中，黄金的价值必然要得到体现。

全球数量型放松货币政策必然导致全球的通胀。随着 08 年下半年金融危机的深化，为了应对这场危机所造成的金融体系的动荡和经济增速大幅下滑。发达经济体纷纷大幅调低利率，目前，美国、英国以及日本的利率都已经在接近于零，欧洲利率也已经下调至 1.25，主要经济体利率水平已是百年低位。在利率政策对经济转暖作用不佳的情况下，美国、日本、英国等国家央行开始实施数量型的放松货币政策。

本次全球各国的央行采取的政策与前两次世界货币体系发生变革的时期非常相似，前两次分别是上世纪 30 年代世界主要国家脱离金本位制度和上世纪 70 年代战后建立的布雷顿森林体系解体。目前的牙买加体系也面临着一种变革需要。

回顾一下历史，30 年代大萧条先是持续的通缩，全球脱离金本位制度后走出通缩，迈向复苏，最终导致高通胀。1931-1936 年世界主要国家相继脱离金本位制度，而在此之后其货币对黄金大幅贬值。如最早脱离金本位制度的英国，英镑与黄金的平价在金本位制度下是 4.25 英镑每盎司黄金，而 1940 年达到的 8.4 左右。

70 年代布雷顿森林体系解体后，先是高通胀，最终演化为持续滞胀。从 1971 年 8 月 15 日到 1980 年 9 月，金价上涨持续了近九年，各国货币对黄金大幅贬值。

而现在全球各国所采取的货币政策也为了应对通缩，这一阶段也应该会出现上两次类似的通胀问题，也会导致纸币对黄金的贬值和黄金价格的上涨。本轮金价的上涨当始于 2001 年初，截至 2009 年 2 月底，金价已由低点 255.95 美元/盎司，达到了 1000 美元/盎司的水平。本轮金价的上涨直接诱因是 2001 年的大幅减息。我们最关心的是在累计涨幅已经可观的情况下，黄金是否可以沿续涨势？我们认为可以沿续，原因是各国刚刚从大幅减息过渡到数量型放松的货币政策，通胀预期已有，但是通缩的困扰未退，经济还未见到企稳迹象。通胀预期的明确，金价必然相对纸币升值，价格的继续攀升可以期待。

四、年、1季报简评及未来展望

（一）2008年报简评

公司年报显示：公司年报显示，2008 年公司实现主营业务收入145 亿元，比去年同期增长15.8%；归属于上市公司股东的净利润为4.8 亿元，同比上升了14.8%。公司08 年度每股收益1.33 元，每10 股转12 股派2 元红利。

公司业绩大幅增长的原因有二。一是矿产金产量的大幅增加。08年公司生产（加工）标准金78.63吨，较上年同期增长28.9%；生产矿产金11.63吨（权益9.3吨），较上年同期增长148.5%；此外，电解铜、白银、硫酸等产品的产量有不同程度的增加。二是黄金价格的大幅上涨。2008 年国内黄金价格为195元/克，同比增长15%。

影响公司08年业绩原因主要是克金生产成本继续提高（公司的克金成本一直处于行业的领先地位），2008年克金成本137元/克，2006年、2007年的克金成本分别为119.25元/克，120.21元/克，这使其矿产金毛利明显低于山东黄金。山东黄金的矿产金毛利为53.8%，而中金黄金的矿产金毛利为48.03%。

（二）2009年1季报简评

公司2009 年一季度实现销售收入31.87 亿元，同比下降31.55%，实现归属于上市公司股东净利润5764 万元，同比下降63.57%，实现每股收益0.16 元。

环比业绩增长同比下降的原因：由于公司产品的价格和销售量双双下滑造成。

表4：黄金季度均价

08 年 1 季度	08 年 4 季度	09 年 1 季度	环比	同比
213	177	200	13%	-6%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

（三）未来展望

公司未来两年最大看点是矿产金的产量内生与外延两种方式增长，而且明确的资产预期预期所大带来的产生了增加比较明显，黄金价格中期看好。另外，

2009 年深入开展“成本管理年”活动，实现全方位的降本增效，努力使成本下降5%以上。其实现的主要途径是一是加强管理和考核。二是依靠科技进步实现降本增效。三是通过推动基础管理达标，提高成本管理水平。

六、盈利预测和评级

综合考虑黄金价格，公司矿产金产量，及公司的克金生产成本，我们认为公司的盈利预期是比较明确的，成长性良好。我们预测公司2009年至2010年每股盈利为1.53元和1.93元，对应5月21日收盘价，市盈率为48.1和38.1。我们维持中金黄金（600489）增持的投资评级。

（一）产量假设

我们的产量假设是建立在以下基础上：陕西久盛5000吨采选项目、河南金源3000吨采选项目、苏尼特金曦3000吨采选项目等，预计四季度可投产，可使09年矿产金产量较08 年增长2 吨左右。我们预计09 年集团有可能继续注入夹皮沟等7 家矿山，2010年黄金产量将达18吨左右。

（二）价格假设：

我们的价格假设是建立在以下基础之上：金价受通胀因素影响，在黄金的避险属性消退之后，金价虽有调整但是不会大幅走低，并且中期来看，价格走高。

表 5：金价假设

	09E	10E
金价	200 元/g	200 元/g

表 6：中金黄金盈利预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	540,977.6	1,124,956.7	1,450,289.8	1,622,222.2	1,642,105.2
	7	2	6	2	6
增长率		107.95%	28.92%	11.86%	1.23%
营业成本	468,036.9	1,030,946.3	1,283,899.9	1,427,555.5	1,420,421.0
	0	1	8	6	5
毛利率	13.48%	8.36%	11.47%	12.00%	13.50%
营业税金及附加	1,100.69	1,704.50	3,371.74	3771.46	3817.69
销售费用	2,878.06	3,493.53	4,760.27	4866.67	4926.32
销售费用率	0.53%	0.31%	0.33%	0.30%	0.30%
管理费用	24,804.93	27,254.61	64,762.76	73,000.00	73,894.74
管理费用率	4.59%	2.42%	4.47%	4.50%	4.50%
财务费用	1,655.92	1,446.51	6,668.16	8111.11	6568.42
财务费用率	0.31%	0.13%	0.46%	0.50%	0.40%
资产减值损失	733.95	309.05	1,245.61	1393.277494	1410.354436
投资净收益	-175.56	2,268.69	31.22	0.00	0.00
营业利润	41,591.63	62,070.86	85,612.53	103,524.15	131,066.70
增长率		49.24%	37.93%	20.92%	26.60%
营业利润率	7.69%	5.52%	5.90%	6.38%	7.98%
营业外收入	389.43	991.00	9,040.95	0.00	0.00
营业外支出	967.05	1,012.16	5,979.59	0.00	0.00
利润总额	41,014.02	62,049.70	88,673.90	103,524.15	131,066.70
所得税	13,370.85	20,286.74	20,236.05	25,881.04	32,766.67
所得税率	32.60%	32.69%	22.82%	25.00%	25.00%
净利润	27,643.17	41,762.96	68,437.84	77,643.11	98,300.02
少数股东损益	11,466.15	16,109.47	20,542.12	23,305.15	29,505.47
归属于母公司所有者的净利润	16,177.01	25,653.48	47,895.72	54,337.96	68,794.55
增长率		58.58%	86.70%	13.45%	26.60%
净利润率	2.99%	2.28%	3.30%	3.35%	4.19%
每股收益：	0.58	0.92	1.35	1.52	1.93

资料来源：wind 大通证券研发中心

七、投资风险

金价降低； 成本控制不力； 生产计划的执行风险； 资产注入时间的不确定性。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。在任何情况下, 本公司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。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。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 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。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司