



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 27 日

有色金属

研究部

卢杨

分析师

luyang@cicc.com.cn

罗炜

分析师

luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

中金黄金(600489.CH)

中报业绩符合预期

主要财务信息

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	5,385	12,524	14,503	15,976	17,777
(+/-%)	21%	133%	16%	10%	11%
主营业务利润	712	1,573	1,630	1,432	1,857
(+/-%)	46%	121%	4%	-12%	30%
净利润	148	417	479	340	501
(+/-%)	120%	182%	15%	-29%	47%
每股收益(元)	0.19	0.53	0.61	0.43	0.63
(+/-%)	120%	182%	15%	-29%	47%
每股经营现金流(元)	0.68	1.34	0.13	1.49	1.45
市盈率(倍)	271.0	96.1	83.7	117.8	80.0
市净率(倍)	45.8	23.4	10.2	9.7	9.0
股价/经营现金流	74.0	37.7	377.0	34.1	35.0
EV/EBITDA(倍)	69.6	32.8	33.7	36.1	27.5
净资产收益率(%)	16.9%	24.3%	12.2%	8.2%	11.3%
投入资本回报率(%)	31.6%	26.6%	14.9%	11.2%	14.3%
股息收益率(%)	0.2%	0.4%	0.5%	0.3%	0.5%

股票信息

	中金黄金
股票代码	600489.CH
当前股价(元)	50.71
日成交量(百万股)	12.01
52周最高价/最低价	70.79/10.364
发行股数(百万股)	790.6
其中：流通股(百万股)	376.4
主要股东(持股比例)	中国黄金集团公司(52.4%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
[600489.CH]	2.4	(19.0)	58.9	199.6
[上证A指]	6.5	(12.0)	14.6	62.9
[中金有色金属指数]	(1.0)	(13.6)	18.0	156.9

过去一年股价表现



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

8/27/2009 09 年上半年业绩报告

上半年业绩符合预期：

中金黄金公布的中报显示，上半年实现营业收入 69.19 亿元，同比下降 20.6%；归属母公司净利润 1.63 亿元，折合每股收益 0.21 元，同比下降 46.2%，与我们之前的预期基本吻合。

正面：

- **资产收购进展顺利：**今年以来，公司成功收购了秦岭、金厂峪、陕西镇安等三家公司的资源收购，新增黄金资源储量 63.7 吨，累计资源储量达到 391 吨。
- **成本控制效果明显：**成本呈现逐月下降的趋势，吨矿成本较上年同期下降了 17.7%。

负面：

- **矿产金产量略低于预期：**上半年公司矿产金 5.48 吨，较原计划低 0.5 吨，主要是由于辽宁五龙公司因尾矿库闭库等原因停产以及河北峪耳崖金矿低品位项目和乌拉嘎金矿受到季节性影响所致。

发展趋势：

黄金方面，公司的成本控制在下半年还将对盈利继续产生积极影响；铜价涨幅超出预期，使得铜板块净利润环比继续好转。由于下半年公司一般会计提较多的管理费用，因此综合起来，我们预计下半年公司业绩只会略好于上半年，预计每股收益为 0.22 元。

公司将继续加快资产收购的速度，积极有效的推进黄金主业整体上市的进程。下半年将力争完成夹皮沟等 5 家企业收购工作，预计可增加资源储量近 100 吨左右，年内资源储量有望达到 500 吨。

盈利预测调整： 我们维持先前的盈利预测。

估值与建议：

公司明确的资产注入时间表以及顺利的实施进度使公司享有 A 股上市的三大黄金公司中最高的估值水平，目前股价对应 09 年的动态 PE 为 105 倍。如果采用资源估值的方法，以 09 年末预计储量计算的每克黄金企业价值仅 84 元，处于 A 股中的低端，我们维持对公司“审慎推荐”的评级。

图表 1：中金黄金 2009 年中期业绩分析

利润表 (单位：百万元)	季度数据								半年度数据			中金点评
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	QoQ%	YoY%	1H08	1H09	YoY%	
营业收入	4,657	4,058	3,256	2,532	3,187	3,731	17.1%	-8.1%	8,715	6,919	-20.6%	副产品铜、铁、硫价格大幅下降
营业成本	4,189	3,594	2,787	2,269	2,928	3,324	13.5%	-7.5%	7,783	6,253	-19.7%	
毛利润	468	465	469	263	259	407	56.9%	-12.5%	933	666	-28.6%	
营业税金及附加	6	9	8	10	4	6	35.9%	-36.3%	16	11	-33.0%	
营业费用	11	13	9	15	16	18	14.2%	42.8%	23	34	46.3%	
管理费用	133	143	161	210	134	140	4.8%	-2.1%	277	274	-0.9%	
财务费用	14	15	18	20	9	23	154.0%	55.4%	29	31	9.4%	
资产减值损失	(0)	7	44	(39)	(0)	(0)	n.a.	-101.1%	7	(1)	-108.1%	
其他经营收益	1	1	(2)	1	3	1	-73.4%	-13.2%	2	4	105.9%	
营业利润	304	279	226	47	100	221	121.5%	-20.8%	583	320	-45.1%	
营业外收支净额	4	(8)	(35)	70	(4)	(6)	n.a.	n.a.	(5)	(10)	n.a.	
利润总额	308	270	191	117	96	215	124.9%	-20.5%	578	311	-46.3%	
净利润	240	205	142	98	65	156	139.3%	-23.7%	444	221	-50.2%	
少数股东损益	82	61	48	15	8	51	571.2%	-15.8%	142	59	-58.7%	
归属母公司净利润	158	144	93	83	58	105	82.2%	-27.0%	302	163	-46.2%	
每股收益 (元)	0.200	0.182	0.118	0.105	0.073	0.133	82.2%	-27.0%	0.382	0.206	-46.2%	
毛利率	10.0%	11.5%	14.4%	10.4%	8.1%	10.9%	2.8%	-0.6%	10.7%	9.6%	-1.1%	
营业利润率	6.5%	6.9%	7.0%	1.9%	3.1%	5.9%	2.8%	-1.0%	6.7%	4.6%	-2.1%	
净利润率	5.1%	5.0%	4.4%	3.9%	2.0%	4.2%	2.1%	-0.9%	5.1%	3.2%	-1.9%	
营业费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.2%	
管理费用率	2.9%	3.5%	4.9%	8.3%	4.2%	3.8%	-0.4%	0.2%	3.2%	4.0%	0.8%	
财务费用率	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%	0.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.1%	
有效税率	22.1%	24.3%	26.0%	16.1%	31.7%	27.4%	-4.4%	3.1%	23.1%	28.7%	5.6%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：中金黄金 2009 年中期业绩按产品拆分

分行业/产品	营业收入			营业成本			毛利润			毛利率		
单位:百万元	1H08	1H09	YoY%	1H08	1H09	YoY%	1H08	1H09	YoY%	1H08	1H09	YoY%
黄金	7,937.54	6,541.37	-17.6%	7,433.62	5,951.83	-19.9%	503.92	589.54	17.0%	6.3%	9.0%	2.7%
铜产品	539.62	269.19	-50.1%	291.05	225.28	-22.6%	248.57	43.91	-82.3%	46.1%	16.3%	-29.8%
硫产品	128.85	21.80	-83.1%	26.94	23.23	-13.7%	101.91	-1.43	-101.4%	79.1%	-6.6%	-85.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：主要产品产量对比

产品产量	1H08	1H09	YoY%
矿产金 (千克)	5,510	5,480	-0.5%
冶炼金 (千克)	6,480	6,408	-1.1%
精炼金 (千克)	41,700	46,830	12.3%
矿产铜 (吨)	6,583	6,623	0.6%
精炼铜 (吨)	4,446	4,673	5.1%
硫酸 (吨)	100,900	99,600	-1.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比黄金公司资源估值比较

股票代码	公司名称	总股本 (万股)	8/26收盘价 (元)	总市值 (百万元)	企业价值 (百万元)	09年资源储量 (吨)	09年矿产产量 (吨)	EV/黄金储量 (元/克)	EV/黄金储量 (美元/盎司)
601899.CH	紫金矿业	1,454,130.9	8.78	127,673	120,160	700.0	31.2	81.84	374.37
600489.CH	中金黄金	79,060.6	50.71	40,092	42,383	500.0	12.5	84.77	387.77
600547.CH	山东黄金	71,153.6	49.72	35,378	36,754	304.0	17.5	120.90	553.07
002155.CH	辰州矿业	54,740.0	21.34	11,682	11,972	62.1	1.7	183.87	841.11
002237.CH	恒邦股份	19,160.0	44.81	8,586	9,166	25.0	1.8	366.62	1,677.14
246.HK	瑞金矿业	66,000.0	5.90	3,897	3,871	18.3	1.5	211.29	966.58

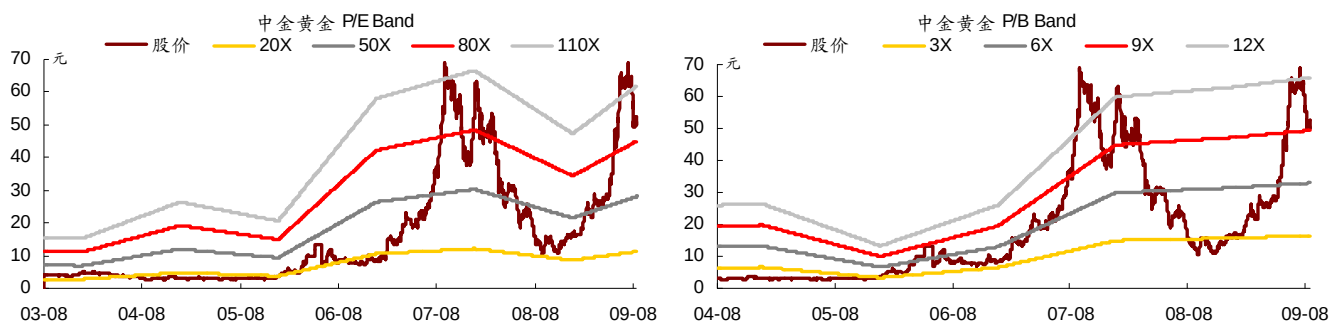
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部, 注: 紫金矿业 EV 中已经扣除了铜、铅锌矿的资源价值部分; 辰州矿业 EV 中已经扣除了铋、钨矿的资源价值。

图表 5: 可比公司估值

公司名称	股票代码	货币单位	市值 (百万美元)	股价 09-8-26	市盈率	EV/EBITDA	市净率	股息收益率	Net debt/ Equity
					2008 2009E 2010E	2008 2009E 2010E	2008 2009E 2010E	2008 2009E 2010E	
中国市场									
紫金矿业	601899 CH	人民币	17,042	8.78	41.6 34.4 30.5	21.5 18.2 15.6	7.9 7.1 7.0	1.1% 1.5% 1.6%	-7.8%
中金黄金	600489 CH	人民币	5,868	50.71	83.7 117.9 80.1	34.5 37.0 28.2	10.2 9.7 9.0	0.5% 0.3% 0.5%	14.7%
山东黄金	600547 CH	人民币	5,178	49.72	55.6 40.4 31.9	29.0 23.0 18.7	15.6 15.6 11.9	0.6% 0.5% 0.6%	28.5%
平均值					60.3 64.3 47.5	28.4 26.1 20.9	11.2 10.8 9.3	0.7% 0.8% 0.9%	11.8%
中值					55.6 40.4 31.9	29.0 23.0 18.7	10.2 9.7 9.0	0.6% 0.5% 0.6%	14.7%
中国香港市场									
紫金矿业	2899 HK	港币	17,042	6.78	28.3 23.4 20.7	21.5 18.2 15.6	5.4 4.8 4.8	1.7% 2.1% 2.4%	-7.8%
招金矿业	1818 HK	港币	2,151	11.44	27.5 21.7 18.1	15.5 12.3 10.5	3.3 3.1 2.8	1.6% 1.8% 2.2%	-8.4%
澳华黄金	1862 HK	港币	1,460	38.00	n.a. 26.5 18.4	39.7 13.8 10.3	2.2 2.1 1.8	0.0% 0.0% 0.0%	22.3%
瑞金矿业	246 HK	港币	570	6.70	12.5 13.5 9.3	20.3 6.5 4.8	5.3 2.9 2.1	0.0% 0.0% 0.0%	-8.3%
灵宝黄金	3330 HK	港币	273	2.74	17.2 8.5 8.0	8.5 6.6 5.8	1.1 1.0 0.9	0.0% 4.0% 3.8%	69.2%
平均值					21.4 18.7 14.9	21.1 11.5 9.4	3.5 2.8 2.5	0.7% 1.6% 1.7%	13.4%
中值					22.4 21.7 18.1	20.3 12.3 10.3	3.3 2.9 2.1	0.0% 1.8% 2.2%	-7.8%
国际公司									
Barrick Gold	ABX US	美元	30,142	34.51	38.3 18.8 16.1	10.7 9.9 8.8	1.9 1.8 1.6	1.2% 1.2% 1.2%	20.2%
Goldcorp	GG US	美元	26,355	35.88	19.1 16.9 13.2	10.5 8.6 7.3	1.9 1.9 1.7	1.1% 1.1% 1.1%	-1.8%
Newmont Mining	NEM US	美元	19,747	40.30	21.4 21.5 16.0	9.6 12.8 10.9	2.6 5.2 4.4	1.0% 0.8% 2.0%	36.5%
Kinross Gold	KGC US	美元	13,589	19.56	9.4 29.1 19.8	13.1 11.4 8.9	0.9 0.9 0.9	0.9% 0.9% 0.9%	8.8%
AngloGold Ashanti	AU US	美元	13,494	38.09	n.a. 51.8 17.1	34.8 51.8 18.4	5.5 2.3 2.0	0.3% 0.5% 0.4%	20.5%
Newcrest	NCM AU	澳元	11,722	29.01	n.a. 50.5 38.5	21.6 12.6 11.7	3.7 3.5 3.2	0.3% 0.3% 0.3%	1.9%
Agnico-Eagle	AEM US	美元	8,958	57.44	108.4 46.9 39.7	8.0 9.4 7.2	6.4 5.4 4.8	0.3% 0.2% 0.3%	2.4%
IAM Gold	IAG US	美元	4,310	11.75	n.a. 26.4 22.1	11.9 10.5 10.0	2.1 1.8 1.7	0.5% 0.5% 0.5%	-2.2%
平均值					39.3 32.7 22.8	15.0 15.9 10.4	3.1 2.8 2.5	0.7% 0.7% 0.8%	10.8%
中值					21.4 27.7 18.4	11.3 11.0 9.4	2.3 2.1 1.8	0.7% 0.7% 0.7%	5.6%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。