



金属, 采矿, 制品/原材料

中金黄金 (600489)

储量与产量齐升, 股价共金价一色

	桑永亮	康凯
	021-38676052	0755-23976023
	sangyongliang@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880109054282	S0880209030388

本报告导读:

预测公司 2010-2012 年矿产金产量依次为 20.73、23.56、28.31 吨, EPS 依次为 1.29、1.62、2.29 元。给予谨慎增持评级, 目标价 60.0 元。

投资要点:

中金黄金为拥有黄金采、选、冶、加工综合配套能力的大型黄金企业。下辖 26 家二级子公司, 位置遍及全国十大产金基地, 为公司未来的进一步拓展奠定了良好的格局。

公司资源储量稳健增长。过去三年, 公司储量从 77 吨上升到 421 吨。储量增加的三个渠道包括 (1) 依托大股东优势, 通过股东资产注入增加储量; (2) 寻找机会收购外部黄金矿; (3) 在现有采矿权、探矿权基础上进一步勘探。

公司产量增长前景看好。2009 年, 公司 5 个黄金生产基地陆续建成, 设计达产产能为 15 吨/年, 2010 年产量提升的效果将初现。我们预测公司 2010-2012 年矿产金产量依次为 20.73、23.56、28.31 吨, 其中权益产量依次为 16.48、18.82、23.11 吨。

矿产资质致克金成本偏高。随近些年金价不断上涨, 公司可以开始开采低品位、小储量矿山, 导致成本不断上升。预计未来随金价继续上升, 公司成本会继续上升。

黄金延续十年牛市的根基仍然存在。整个纸币系统的信用危机及贬值问题使金价保持上涨趋势, 在这种大背景下, 官方、矿产商、民间对黄金的投资热情高涨。我们认为将推升黄金继续上升。

给予公司“谨慎增持”的评级。金价的超预期上涨或收购注入顺利进行都将成为刺激公司股价上涨的直接因素, 但风险方面, 在国家调控、流动性收紧的大背景下, A 股整体估值重心下移, 而中金黄金的股价及估值又处于历史较高水平。综合以上因素, 给予谨慎增持评级, 目标价 60.0 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	14,503	18,712	23,271	26,079	29,793
(+/-)%	29%	29%	24%	12%	14%
经营利润 (EBIT)	935	1,151	2,154	2,722	3,775
(+/-)%	52%	23%	87%	26%	39%
净利润	479	521	1,020	1,277	1,814
(+/-)%	87%	9%	96%	25%	42%
每股净收益 (元)	1.33	0.66	1.29	1.62	2.29
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	6.4%	6.2%	9.3%	10.4%	12.7%
净资产收益率 (%)	12.2%	13.4%	20.7%	20.6%	22.6%
投入资本回报率 (%)	12.9%	9.8%	14.1%	14.8%	17.8%
EV/EBITDA	18.4	31.5	19.4	15.4	11.2
市盈率	45.5	92.0	47.0	37.6	26.4
股息率 (%)	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **60.00**

上次预测: 21.00

当前价格: 57.38

2010.06.07

交易数据

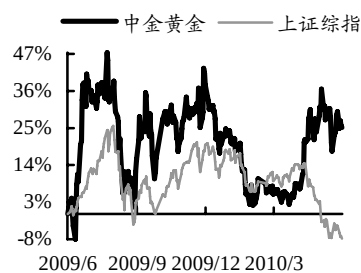
52 周内股价区间 (元)	42.30-70.79
总市值 (百万元)	45,365
总股本/流通 A 股 (百万股)	791/376
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	48%
日均成交量 (百万股)	11
日均成交值 (百万元)	647

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,106
每股净资产	5.19
市净率	11.0
净负债率	119%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.07	0.24
Q2	0.13	0.36
Q3	0.12	0.35
Q4	0.33	0.36
全年	0.66	1.29

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	16%	23%
相对指数	5%	32%	31%

相关报告

《中金黄金公司 2010-04-30 调研提纲》	2010.04.27
《业绩低于预期》	2008.11.02
《四季度业绩有望回升》	2006.11.01

模型更新时间: 2010.06.07

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

中金黄金 (600489)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 60.00

上次预测: 21.00

当前价格: 57.38

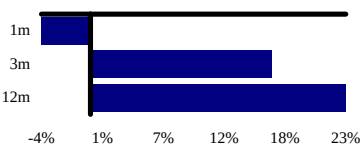
公司网址

www.zjgold.com

公司简介

公司是中国第一家专业从事黄金生产的上市公司, 为控股股东为中国黄金集团公司旗下唯一上市公司, 目前拥有 9 个职能部门、2 个分公司、8 个子公司。公司主要从事金矿的采选、黄金及黄金产品的冶炼、制作和销售, 公司金矿储量现为 73 吨, 占中国黄金集团黄金储量的 1/3, 待中国黄金集团公司资产注入后, 金矿储量将达 201 吨, 远景资源量将达 1000 吨。公司先后通过 ISO-9001 和中国实验室国家认可委员会 (CNAL) 认证, 且在全国黄金行业第一个通过伦敦金银市场协会 (LBMA) 产品认证。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

42.30-70.79

市值 (百万)

45,365

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

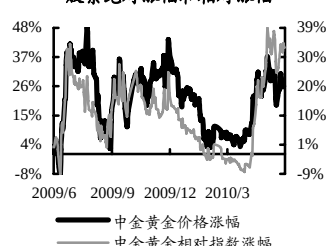
EV/EBITDA

P/S

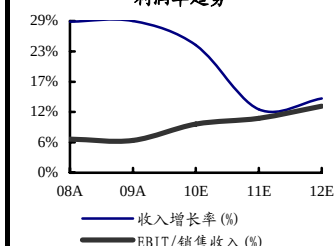
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	14,503	18,712	23,271	26,079	29,793
营业成本	12,839	16,690	20,034	22,144	24,632
税金及附加	34	31	38	43	49
销售费用	48	63	78	87	100
管理费用	648	777	967	1,083	1,238
EBIT	935	1,151	2,154	2,722	3,775
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	9	9	9	9
财务费用	67	102	144	204	199
营业利润	856	1,035	2,019	2,527	3,585
所得税	202	280	548	686	974
少数股东损益	205	227	445	557	791
净利润	479	521	1,020	1,277	1,814
货币资金、交易性金融资产	921	1,949	967	967	967
其他流动资产	4	4	0	0	0
长期投资	85	97	97	97	97
固定资产合计	2,734	4,473	5,599	6,572	7,361
无形及其他资产	2,346	3,845	5,036	6,227	7,416
资产合计	8,076	12,553	14,173	16,518	18,912
流动负债	2,822	4,238	5,159	5,668	5,454
非流动负债	643	3,663	2,898	2,900	2,903
股东权益	3,942	3,898	4,918	6,195	8,009
投入资本(IC)	5,573	8,554	11,151	13,384	15,430
NOPLAT	722	838	1,567	1,981	2,747
折旧与摊销	288	481	579	763	947
流动资金增量	-844	151	25	-70	-67
资本支出	-850	-1,493	-2,902	-2,932	-2,932
自由现金流	-685	-23	-731	-258	695
经营现金流	106	811	1,549	2,749	3,701
投资现金流	-2,534	-3,102	-2,893	-2,923	-2,923
融资现金流	1,836	3,204	363	174	-778
现金流净增加额	-592	913	-982	0	0
收入增长率	28.9%	29.0%	24.4%	12.1%	14.2%
EBIT 增长率	51.9%	23.1%	87.1%	26.4%	38.7%
净利润增长率	86.7%	8.9%	95.6%	25.2%	42.0%
利润率					
毛利率	11.5%	10.8%	13.9%	15.1%	17.3%
EBIT 率	6.4%	6.2%	9.3%	10.4%	12.7%
净利率	3.3%	2.8%	4.4%	4.9%	6.1%
净资产收益率(ROE)	12.2%	13.4%	20.7%	20.6%	22.6%
总资产收益率(ROA)	5.9%	4.2%	7.2%	7.7%	9.6%
投入资本回报率(ROIC)	12.9%	9.8%	14.1%	14.8%	17.8%
存货周转天数	31	30	30	30	30
应收账款周转天数	4	2	2	2	2
总资产周转天数	149	201	210	16	15
净利润现金含量	0.22	1.56	1.52	2.15	2.04
资本支出/收入	6%	8%	12%	11%	10%
资产负债率	42.9%	62.9%	56.8%	51.9%	44.2%
净负债率	17.2%	88.2%	104.6%	89.5%	62.2%
PE	45.5	92.0	47.0	37.6	26.4
PB	5.5	12.3	9.8	7.7	6.0
EV/EBITDA	18.4	31.5	19.4	15.4	11.2
P/S	1.5	2.6	2.1	1.8	1.6
股息率	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

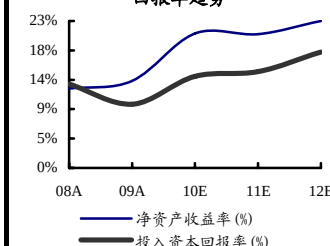
股票绝对涨幅和相对涨幅



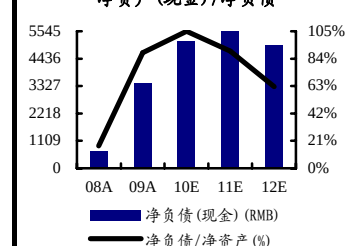
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 资源潜力大、矿产分布广的黄金业央企.....	4
2. 集团注入+向外收购+持续勘探：资源储量不断增长.....	5
2.1. 集团资产注入预期明确.....	6
2.2. 对外收购与自身勘探两措并举.....	7
3. 产量增长前景看好.....	8
3.1. 五块生产基地建成，2010 年进一步贡献产量.....	8
3.2. 部分矿区存在储采比偏低的问题.....	8
3.3. 产量预测——预计 2010 矿产金 20.73 吨.....	8
4. 矿产资质致克金成本偏高.....	9
5. 黄金延续十年牛市的根基仍然存在.....	10
5.1. 纸币信用危机保证黄金相对纸币的持续上涨.....	10
5.2. 官方、矿产商、民间对黄金的投资热情高涨.....	12
6. 盈利预测与估值.....	14
图 1 中金黄金矿区分布遍及国内十大黄金生产基地.....	4
图 2 中金黄金储量变化.....	6
图 3 中金黄金储量/市值与其它矿业公司的对比.....	6
图 4 中金黄金成本变化.....	10
图 5 中金黄金成本与别的公司的对比.....	10
图 6 中金黄金矿储量偏小.....	10
图 7 中金黄金矿产量偏小.....	10
图 8 黄金相对纸币保持了 10 年上涨.....	11
图 9 美国国债数量增长迅速.....	11
图 10 美国基础货币增长迅速.....	11
图 11 欧洲各国债务风险较大.....	12
图 12 欧洲减持黄金量逐年减少.....	12
图 13 全球矿产商套保逐渐减少.....	13
图 14 SPDR 持仓量高启.....	13
表 1 中金黄金目前资源情况.....	4
表 2 集团公司近期可能注入的矿产情况.....	7
表 3 集团公司部分优质矿产情况.....	7
表 4 2009 年公司对外收购情况.....	7
表 5 公司五块生产基地基本建成.....	8
表 6 储采比偏低的矿区有可能影响产量.....	8
表 7 公司黄金产量预测.....	8
表 8 中国外汇管理局首次持有黄金.....	12
表 9 利润表预测.....	14

1. 资源潜力大、矿产分布广的黄金业央企

中金黄金股份有限公司成立于 2000 年 6 月 23 日, 经过十年的发展, 公司已成为生产高纯金、标准金、电解银、电解铜和硫酸等多种产品, 拥有黄金采、选、冶、加工综合配套能力的大型黄金企业。截止 2009 年底, 公司黄金储量 421.18 吨。2009 年全年公司生产矿产金 17 吨。

中国黄金集团公司是公司唯一的控股大股东。集团公司黄金储量达到 1200 吨, 约占全国探明储量的 25%。目前拥有 65 座矿山, 占全国已建成的规模以上重点矿山 (330 家) 的 20%。

通过不断的收购兼并, 中金黄金股份有限公司已拥有 26 家二级子公司, 遍及全国十大产金基地, 在国内五大金企中最为广泛, 为未来的进一步发展奠定了良好的格局。

图 1 中金黄金矿区分布遍及国内十大黄金生产基地

资料来源: 公司公告、国泰君安证券

注: 我国目前已形成十大产金基地, 他们分别是: 胶东(山东)、小秦岭(河南)、长白辽吉(辽宁吉林)、燕山太青山(内蒙辽宁)、黑龙江、承德赤峰(河北内蒙)、嘉陵江上游(四川)、滇黔贵(云南贵州)、豫赣皖(河南江西安徽)和天山阿尔泰(新疆)。

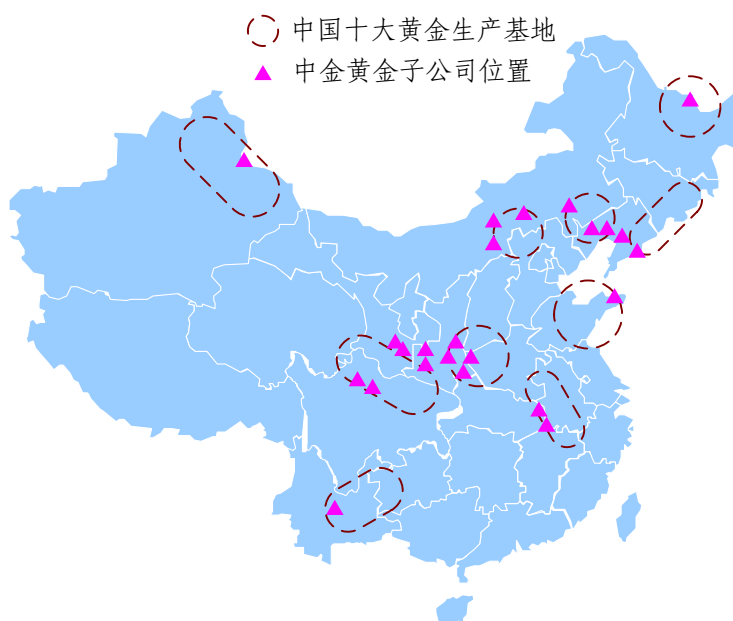


表 1 中金黄金目前资源情况

单位名称	股份比例	2009 黄金产量 (千克)	黄金资源量及储量 (千克)	品位 (克/吨)	储采比
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	100	1209.13	26212	3.7	21.7
潼关中金黄金矿业有限责任公司	51	1355.84	16200	5.6	11.9
湖北三鑫金铜股份有限公司	51	1141.85	25000	3.5	21.9
四川平武中金矿业有限责任公司	90	102.26	3651.1	3.7	35.7
四川通用投资有限公司	85	65.00	4142.8	4.3	63.7
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	90	261.28	25000	3.6	95.7
甘肃省天水李子金矿有限公司	88.4	310.45	50000	7.9	161.1
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	51	325.16	3100	4.6	9.5

辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	100	416.07	1541.95	3.4	3.7
辽宁中金黄金有限责任公司	100			3.2	
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	100	1395.11	25880	3.2	18.6
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	100	1040.00	10540	3.7	10.1
陕西太白黄金矿业有限责任公司	66.83	1388.64	29780	3.2	21.4
陕西略阳铼厂沟金矿	70	213.25	10000	4.8	46.9
河南金源黄金矿业有限责任公司	51	1081.03	9020	4.3	8.3
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	82	1001.07	20290	3.1	20.3
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	55	500.59	7400	4.6	14.8
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	100	117.00	20770	3.4	177.5
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	100	755.26	5156	4.2	6.8
河北金厂峪矿业有限责任公司	100	650.43	8555	3.5	13.2
嵩县前河矿业有限责任公司	60	511.65	4827.73	2.0	9.4
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	100	1953.08	4570.6	8.1	2.3
桦甸市金汇尾矿开发有限公司	51	350.99	-	-	-
河北中金黄金有限公司	100	-	15700	-	-
中国黄金集团石湖矿业有限公司	60	495.00	9221.54	-	18.6
中国黄金集团新疆金滩矿业有限公司	55	401.31	15703.12	2.6	39.1
陕西久盛矿业投资管理有限公司	100	-	81000	4.7	-

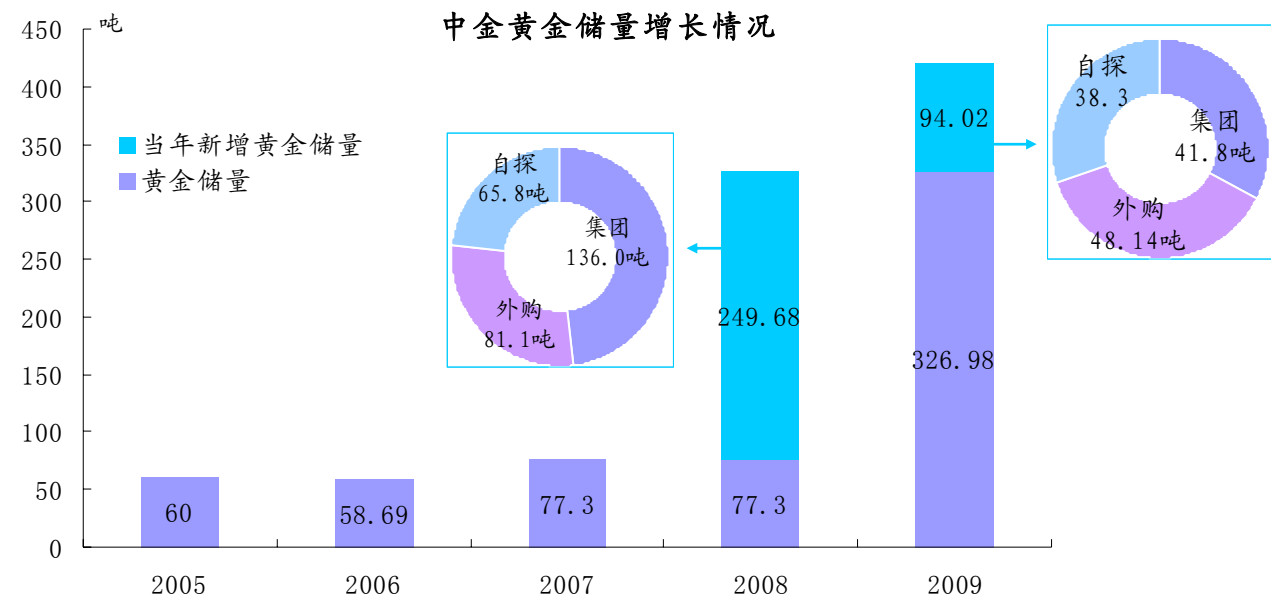
资料来源：国泰君安证券

2. 集团注入+向外收购+持续勘探: 资源储量不断增长

资源是黄金企业的立足之本。从过去三年看，中金黄金通过三种渠道实现了资源储量在 2008、2009 年大幅扩张：

- 依托大股东优势，通过股东资产注入增加储量。2009 年中金黄金注入集团公司夹皮沟矿业有限公司、金厂峪矿业有限公司等 5 家企业，增加黄金资源量/储量 41.83 吨；
- 寻找机会收购外部黄金矿。2009 年公司收购了北京久益投资有限公司所持有的镇安黄金 100% 的股权，增加黄金资源量/储量 48.14 吨。
- 在现有采矿权、探矿权基础上进一步勘探。2009 年公司勘探增加黄金储量 38.3 吨。

图 2 中金黄金储量变化

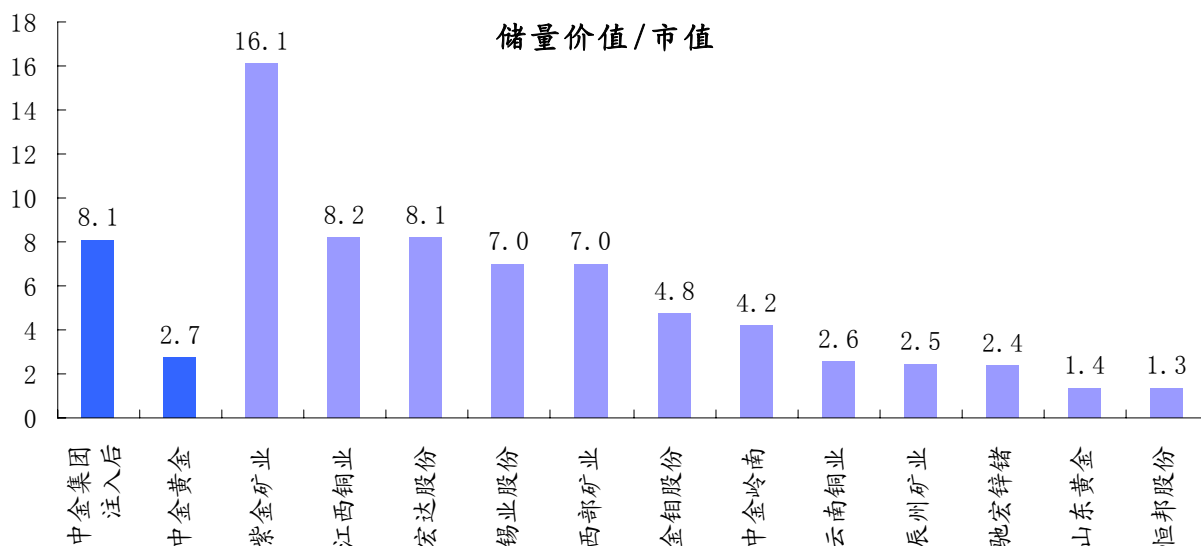


资料来源：公司年报，国泰君安证券

2.1. 集团资产注入预期明确

依据集团的承诺，集团黄金矿产是公司最稳定的资源来源。目前除上市公司外，集团还有黄金储量 800 吨。根据集团与上市公司的协议，这部分储量将逐步注入上市公司，注入的条件是标的矿产建设成熟，可实现稳定生产。待注入完成后，中金黄金储量价值/市值将与江西铜业、宏达股份处于同一水平。

图 3 中金黄金储量/市值与其它矿业公司的对比



资料来源：国泰君安证券

近期来看，注入最有可能的是江西金山金矿、嵩县金牛公司及东梁矿业。如果注入顺利，中金黄金将会增加储量 148 吨，产量 2233 千克。

表 2 集团公司近期可能注入的矿产情况

	产量 (千克/年)	储量 (吨)	品位
江西金山金矿	1300	115	6.1%
嵩县金牛有限责任公司	870	16.51	1.6
宽城满族自治县东梁矿业有限公司	63 (未来可能扩产到 1 吨)	16.54	-

资料来源: 国泰君安证券

远期看, 集团可注入的优质资产也很多。如阳山金矿安坝里南矿段, 已探明储量 162 吨, 未来建成后年产黄金 10 吨以上。

表 3 集团公司部分优质矿产情况

	产量	储量
阳山金矿	规划建设阶段	162
宁夏太平矿业有限公司	3600 (规划)	60
吉林海沟黄金矿业有限责任公司	500	
河南秦岭金矿	-	100
河南文峪金矿	1500	
嵩县前河矿业有限责任公司	1000	保有储量 3.8 吨, 远景储量 10 吨
黔西南金龙黄金矿业有限责任公司	200	
凤山县宏益矿业有限责任公司	-	30
高州市石龙金矿有限公司	150	
辽宁金凤黄金矿业有限责任公司	750	

资料来源: 国泰君安证券

2.2. 对外收购与自身勘探两措并举

除了依托集团注入, 对外收购和自身勘探也是公司增加储量的重要手段

- 中金黄金积极加紧对外收购, 2008、2009、2010 年分别收购黄金储量 81.05、65.55、17.70 吨。未来收购的步伐也不会停止。
- 鉴于中金黄金矿区分散, 有些老矿储采比较低, 公司对探矿非常重视。如陕西太白等就是从资源接近枯竭的金矿通过勘探再次成为储量近 30 吨的大型金矿。考虑到子公司分布在国家主要产金基地, 我们认为中金黄金未来勘探的前景灿烂。

表 4 2009 年公司对外收购情况

	权益	金储量 (千克)	品味 (克/吨)	评估价值 (万元)
2008-03 久盛公司陕西镇安县东沟金矿	90% 探矿权	81048		111321.97
2009-07 镇安县黄金矿业有限责任公司	100% 采矿权	1934	5.33	79800
	探矿权	46208	6.33	
2010-04 甘肃省两当县龙王沟金矿探矿权	100%	17697.77		8804.45

资料来源: 国泰君安证券

3. 产量增长前景看好

3.1. 五块生产基地建成，2010 年进一步贡献产量

中金黄金基地化建设加快，2010 年产量提升的效果将初现。2009 年，5 个生产基地的陆续建成，设计达产黄金产能为 15 吨/年，而目前这 5 个矿产金量不足 1.5 吨/年。

表 5 公司五块生产基地基本建成

	矿山	资源储量(吨)	工程内容	建成期	建设规模(吨/天)	预计达产(千克/年)
陕西镇安	东沟金矿	81.05	探建结合工程，选厂建设	2009 年底	5000	5159.66
	金龙山矿区	48.14	探建结合工程			
内蒙古苏尼特		25	主厂房基础工程混凝土施工，露天矿剥离工程	2009.10	3000	2894.98
陕西太白		29	年产 3 吨黄金生产基地			3000
河南嵩县	金源、金牛、前河		第一期改扩建工程项目	2009.11	3000	3000
广西凤山				2009.4	800	985

资料来源：国泰君安证券

3.2. 部分矿区存在储采比偏低的问题

中金黄金存在部分矿区储采比偏低的问题。初步统计，目前储采比低于 10 年的有 5 个矿区，2009 年产量为 4.7 吨，占整个公司产量的 27.6%。这些矿区如果不能及时在探出新矿，可能将面临产量下降、成本抬高的问题。

表 6 储采比偏低的矿区有可能影响产量

单位名称	2009 黄金产量(千克)	黄金资源量及储量(千克)	储采比
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	416.07	1541.95	3.7
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	1953.08	4570.6	2.3
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	755.26	5156	6.8

资料来源：国泰君安证券

3.3. 产量预测——预计 2010 矿产金 20.73 吨

综合考虑公司可能的增产及减产情况，我们判断公司 2010-2012 年矿产金产量依次为 20.73、23.56、28.31 吨。其中权益产量依次为 16.48、18.82、23.11 吨。

表 7 公司黄金产量预测

单位名称	权益%	黄金产量				
		2008	2009	2010E	2011E	2012E
河北峪耳崖黄金矿业有限责任公司	100	1101	1209.13	1210	1220	1230

潼关中金黄金矿业有限责任公司	51	1261	1355.84	1300	1300	1300
湖北三鑫金铜股份有限公司	51	1281	1141.85	1200	1200	1200
四川平武中金矿业有限公司	90	—	102.26	110	110	110
四川通用投资有限公司	85	—	65.00	70	80	90
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	90	212	261.28	1500	2000	2500
甘肃省天水李子金矿有限公司	88.4	303	310.45	310	320	330
山东烟台鑫泰黄金矿业有限责任公司	51	302	325.16	320	320	320
辽宁二道沟黄金矿业有限责任公司	100	351	416.07	400	350	300
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	100	490	—			
辽宁中金黄金有限责任公司	100	—	—			
辽宁排山楼黄金矿业有限责任公司	100	1403	1395.11	1400	1400	1400
黑龙江乌拉嘎黄金矿业有限责任公司	100	1012	1040.00	1000	1000	1000
陕西太白黄金矿业有限责任公司	66.83	1193	1388.64	2000	2500	3000
陕西略阳铀厂沟金矿	70	204	213.25	210	210	210
河南金源黄金矿业有限责任公司	51	959	1081.03	1500	2000	2500
内蒙古包头鑫达黄金矿业有限责任公司	82	921	1001.07	1000	1000	1000
湖北鸡笼山黄金矿业有限公司	55	310	500.59	600	650	650
广西凤山天承黄金矿业有限责任公司	100	322	117.00	1000	1500	2000
河南秦岭黄金矿业有限责任公司	100	—	755.26	700	700	600
河北金厂峪矿业有限责任公司	100	—	650.43	650	650	650
嵩县前河矿业有限责任公司	60	—	511.65	500	500	500
中国黄金集团夹皮沟矿业有限公司	100	—	1953.08	1500	1300	1000
桦甸市金汇尾矿开发有限公司	51	—	350.99	350	350	350
河北中金黄金有限公司	100		—			
中国黄金集团石湖矿业有限公司	60	—	495.00	500	500	500
中国黄金集团新疆金滩矿业有限公司	55	—	401.31	400	400	400
久盛公司陕西镇安县东沟金矿	90	—	—	1000	2000	2500
镇安县黄金矿业有限责任公司	100	—	—			
江西金山金矿	100	—	—			1300
嵩县金牛有限责任公司	100	—	—			870
宽城满族自治县东梁矿业有限公司	100	—	—			500
产量 (吨)		11.63	17.04	20.73	23.56	28.31
权益产量 (吨)		8.94	13.36	16.48	18.82	23.11

资料来源：国泰君安证券

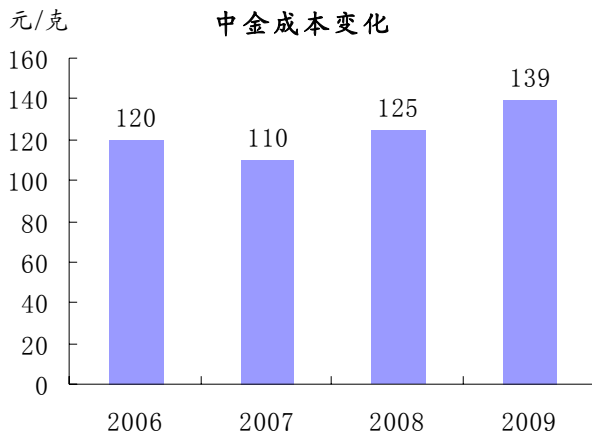
4. 矿产资质致克金成本偏高

中金黄金通过强化成本管理和费用控制，在企业稳产高产、新建项目投产迅速的同时，实现了开源节流、降本增效。2009年起吨矿成本开始显著下降，但在克金成本方面亦然有所上升，因为：

公司开始开采低品位矿山。随近年金价不断上涨，公司可以开始开采低品位、小储量矿山，导致成本不断上升。预计未来随金价继续上升，公司成本还会继续上升。

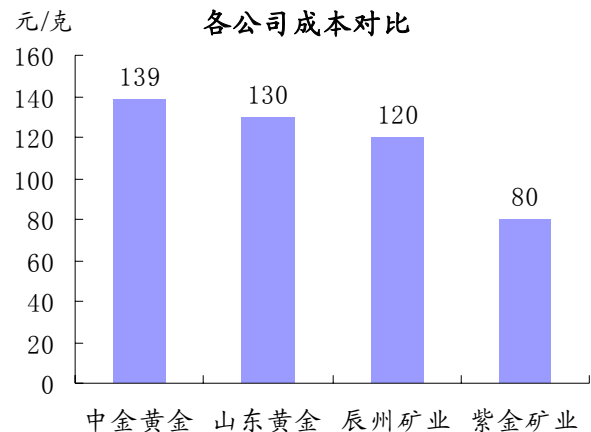
矿产资质略差导致公司在黄金上市公司中成本最高。中金黄金存在着矿山分布广泛、储量偏小、部分矿区开采年限久远的问题，因此相对于其他黄金企业成本偏高。

图 4 中金黄金成本变化



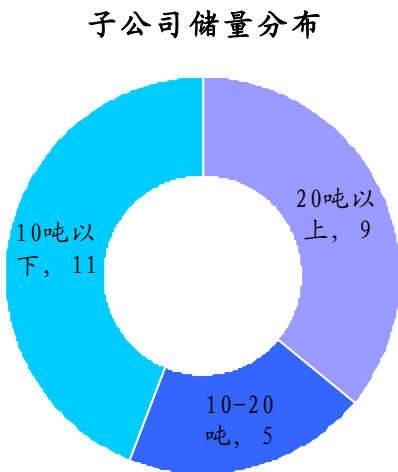
资料来源：国泰君安证券

图 5 中金黄金成本与别的公司的对比



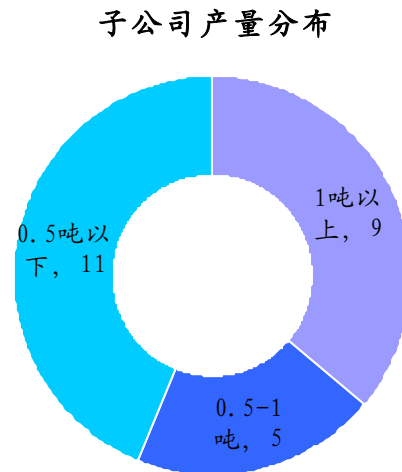
资料来源：国泰君安证券

图 6 中金黄金矿储量偏小



资料来源：国泰君安证券

图 7 中金黄金矿产量偏小



资料来源：国泰君安证券

5. 黄金延续十年牛市的根基仍然存在

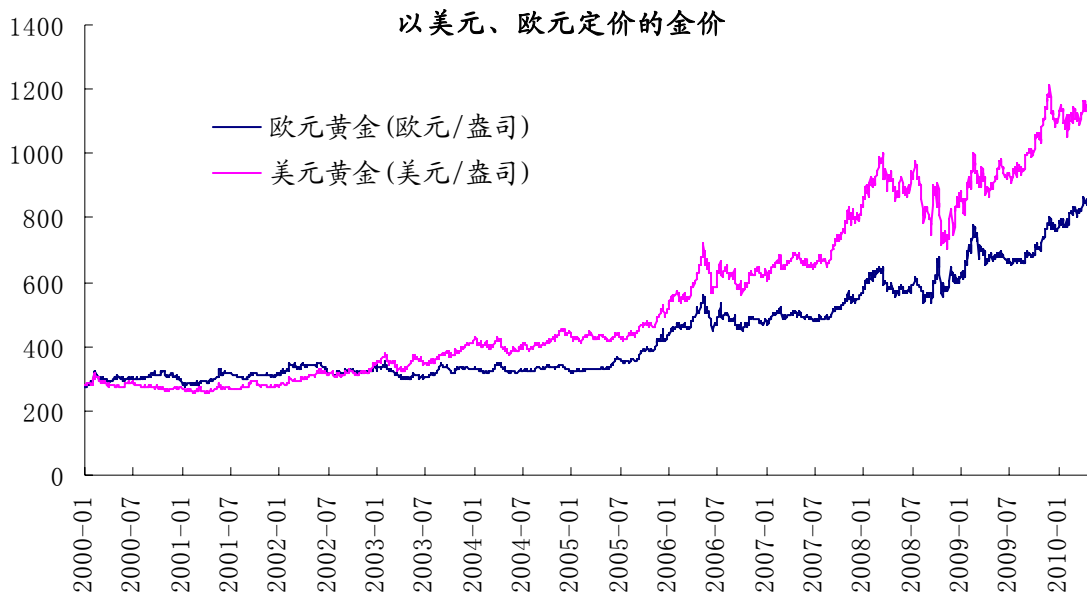
5.1. 纸币信用危机保证黄金相对纸币的持续上涨

从美联储大幅购买国债到欧洲债务危机，纸币的信用受到越来越多的质疑。而反观黄金，尽管对其实际效用及最后的支付手段等方面存在很大争议，但不可否认的是黄金作为使用年限久远的货币，其安全性可靠性已深入人心，最直接的证明就是黄金是大资金做资产配置时必不可少的组成部分。

我们认为短期内纸币的信用危机无法得到有效缓解，黄金将保持对纸币中长期的上涨趋势。下面我们将对全球最重要的两种货币——美元和欧元的风险逐一阐述。

需要注意的是，我们这里指的是整个纸币系统的信用危机及贬值问题。纸币间此消彼长的相对关系（如美元指数等）的重要性其实已经退居次席。

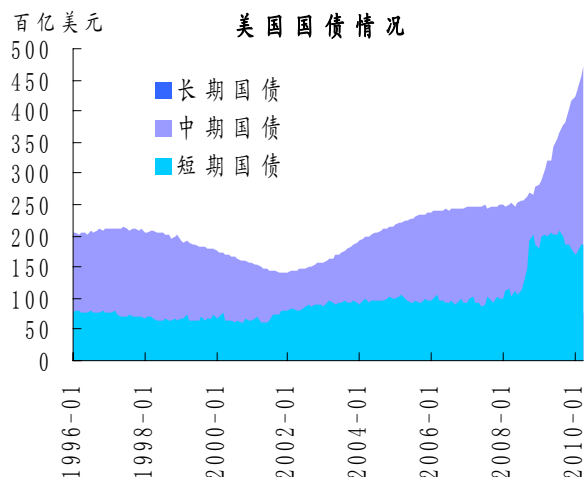
图 8 黄金相对纸币保持了 10 年上涨



资料来源: Bloomberg, 国泰君安证券

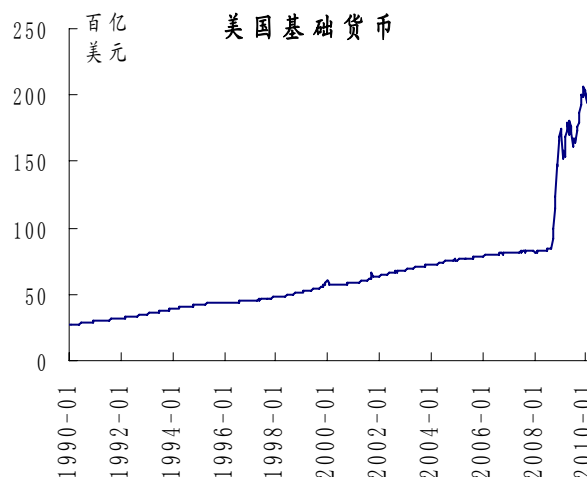
美元长期贬值的风险难以消除。贬值的趋势是由于全球贸易失衡和美国扩张性的货币政策所致。2009 年美国财政赤字 1.42 万亿美元, 为 GDP 的 9.9%; 国债数量超 12 万亿美元 (30% 为国外持有), 为 GDP 的 84%。由于贸易失衡的问题短期看不到解决希望, 而美国国内人口老龄化、社保医保支出增长快于 GDP 增长, 在这种背景下, 美元作为全球实质上的本位货币, 美国政府有通过贬值缓解债务压力的动力。

图 9 美国国债数量增长迅速



资料来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 10 美国基础货币增长迅速



资料来源: Bloomberg, 国泰君安证券

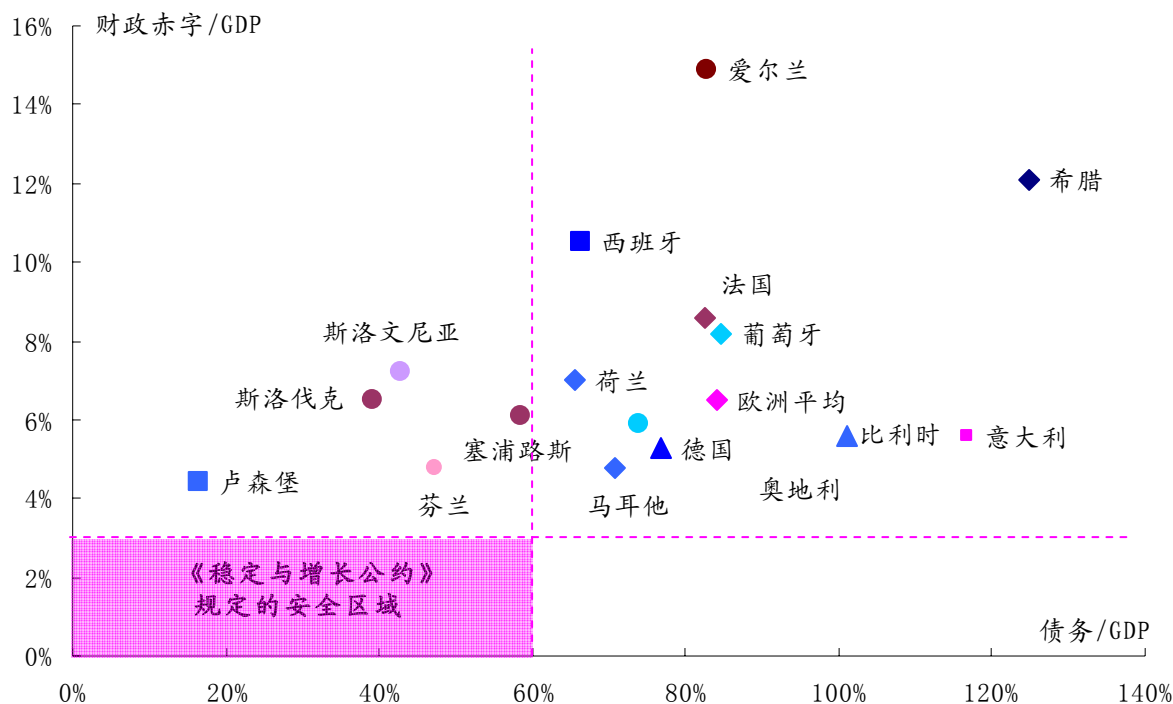
欧元以及欧洲经济的风险很大。

- 从图 11 可以看出, 欧洲各国的债务和财政赤字占 GDP 的比例均超过《稳定与增长公约》规定的红线, 其中又以希腊、爱尔兰、西班牙、意大利、葡萄牙最为严重。更重要的是这些国家的债务和赤字还在继续增长, 财务风险随时会由于外界经济形势的变化而被暴露并酿成新的危机。
- 欧元制度存在着天生的缺陷。统一了货币却没有统一财政的欧元区,

各国间经济发展水平和状况参差不齐。当危机出现时，各国无法采取针对本国最有效的货币政策，救助也难以迅速达成统一，可能延误救治。

- 欧洲各国之前相互持债，如希腊债权人主要为法国和德国，葡萄牙债权人主要是西班牙和法国，债务危机容易在各国间蔓延。

图 11 欧洲各国债务风险较大

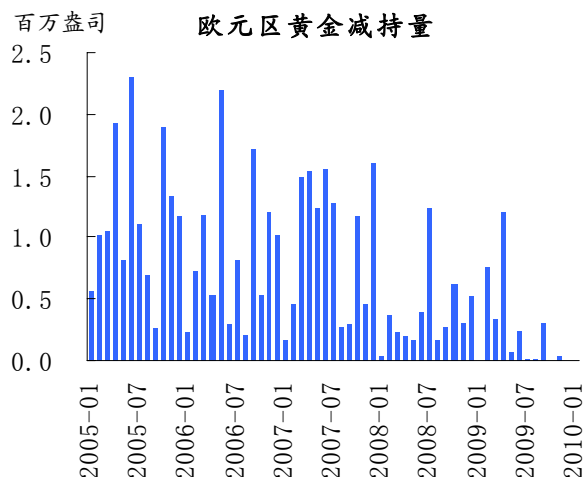


资料来源：Bloomberg，国泰君安证券

5.2. 官方、矿产商、民间对黄金的投资热情高涨

在以上情况下，官方首先开始表示出对黄金的重视。欧元区央行出售黄金的量逐年减少，而新兴国家中，中国、印度、俄罗斯央行开始收储黄金。

图 12 欧洲减持黄金量逐年减少



资料来源：国泰君安证券

表 8 中国外汇管理局首次持有黄金

中国人民银行-国家外汇管理局-国际收支平衡表
(亿美元)

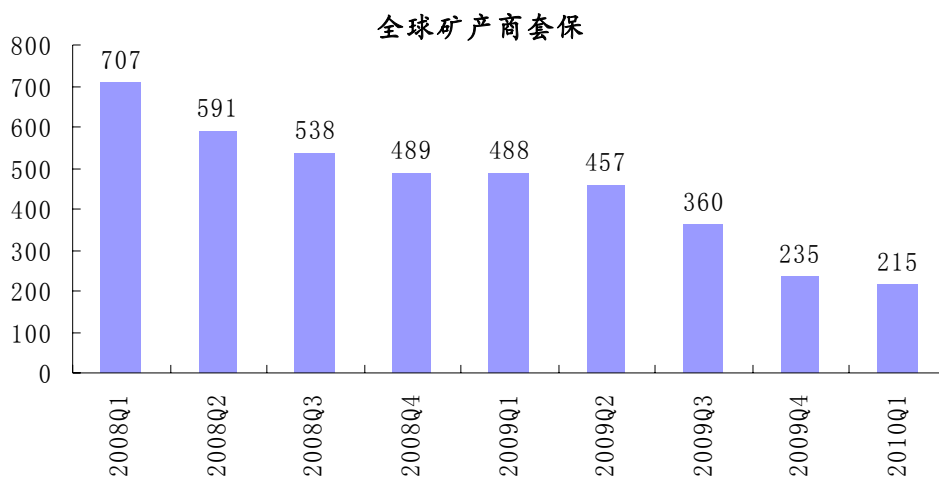
	2009. 12	2009 06	2008 12	2008. 06
三、储备资产	3984	1859	419	281
3.1 货币黄金	49	0	0	0
3.2 特别提款权	111	0	0	0
3.3 在基金组织的储备头寸	4	3	1	0
3.4 外汇	3821	1856	418	281
3.5 其他债券	0	0	0	0

资料来源：中国外汇管理局

矿产商对金价上涨也越来越达成共识,“去套保化”成为矿产商的大趋势。从 2001 年 3 季度开始的黄金牛市就伴随着套保数量的逐步回落。2001 年 3 季度矿产商套保黄金为 3203 吨,到 2010 年 1 季度末已大幅下降到 215 吨。

就主要矿产商情况来看,2009 年 9 月,全球最大黄金矿产商 Barrick 公司增发股票募集 30 亿美元资金来轧平套保头寸。另一个全球主要黄金矿产商 AngloGold Ashanti 也宣布了将其套保头寸消减至 410 万盎司的计划。

图 13 全球矿产商套保逐渐减少



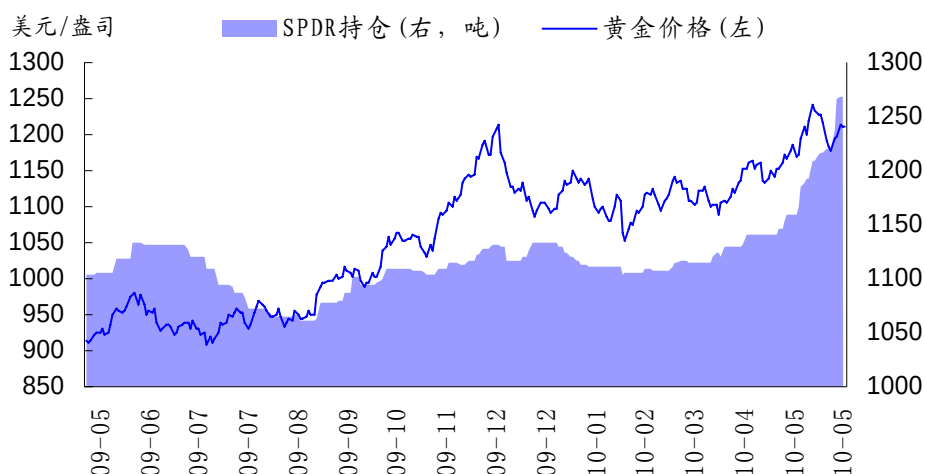
资料来源: 国泰君安证券

民间资金对黄金的投资热情也越来越高涨。

国内来看,房地产、股市流出的资金部分已经进入黄金板块,黄金现货销量大增。目前国内炒蒜、炒豆、炒棉花玉米等游资,在国家打压下,预计部分也会流入黄金市场。我们初步估算这块可能增加黄金投资需求 700 吨以上,相当于中国两年多的黄金产量。

做为被动投资基金的全球最大黄金 ETF—SPDR,其持仓的大幅增加表明国外黄金投资热情同样高涨。

图 14 SPDR 持仓量高启



资料来源: SPDR, 国泰君安证券

6. 盈利预测与估值

我们假设 2010-2012 年均金价分别为 255、275、300 元/克，中金黄金矿产金成本分别为 140、145、150 元/克。在此假设下，按照表 7 的预测，我们认为公司未来三年盈利情况如表

表 9 利润表预测

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	14,503	18,712	23,271	26,079	29,793
主营业务成本	-12,839	-16,690	-20,034	-22,144	-24,632
主营业务税金及附加	-34	-31	-38	-43	-49
营业费用	-48	-63	-78	-87	-100
管理费用	-648	-777	-967	-1,083	-1,238
财务费用	-67	-102	-144	-210	-215
营业利润	856	1,035	2,019	2,521	3,569
营业外收入支	0	31	-6	-6	-6
利润总额	887	1,029	2,013	2,515	3,563
所得税	-202	-280	-548	-686	-974
少数股东损益	205	227	445	557	791
归属于母公司净利润	479	521	1,020	1,277	1,814
每股收益 (EPS)	1.33	0.66	1.29	1.62	2.29

资料来源：国泰君安证券

目前中金黄金股价 57.38 元，对应 2010-2012 年 PE 估值为 44.5、35.4、25.1。就估值水平来看，目前股价似乎提前反映了未来的业绩，不过股价还存在以下一些利好及利空因素。

- 金价与矿产金产量决定了公司业绩，而产量除取决于扩建项目外，更重要的是公司收购及注入矿山的情况。因此金价的超预期上涨或收购、注入顺利进行，都将成为刺激公司股价上涨的直接因素。
- 风险方面，在国家调控、流动性收紧的大背景下，A 股整体估值重心在下移，而中金黄金的股价及估值又处于历史较高水平。

在以上两个因素共同作用下，我们认为公司股价在长期向好的大趋势下又隐藏着短期回调的风险，我们给予公司“谨慎增持”的评级，目标价 60 元。

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为作出投资决策的惟一参考因素，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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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

	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		