



金属, 采矿, 制品/原材料

中金黄金 (600489)

业绩稳步增长, 估值渐入低位

	桑永亮	蔡鼎尧
	021-38676052	021-38674743
	sangyongliang@gtjas.com	caidingyao008733@gtjas.com
	S0880210100006	S0880110090104

本报告导读:

预计公司 2010 年四季度 EPS 为 0.29 元, 2011 年 EPS 为 1.3 元, 给 40 倍的动态市盈率, 目标价位 52.0 元。对应 2010-2012 年市盈率为 62、40、32 倍 PE, 增持。

投资要点:

十二五期间公司矿产金产量将实现稳步增长:

1. 公司五大年生产 3-5 吨黄金的黄金基地逐步建成投产, 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。
2. 公司资源收购稳步进行。除集团的资源在运作成熟后逐步注入外, 公司还不断从外部收购。依托央企的地位, 我们认为中金黄金在全国范围内找矿收矿相比其他黄金企业占有一定优势。

预计公司 2010 年四季度 EPS 为 0.29 元, 2011 年 EPS 为 1.3 元, 我们给 40 倍的动态市盈率, 未来 12 个月目标价位 52.0 元。对应 2010-2012 年市盈率为 62、40、32 倍 PE。

对于为何给中金黄金 40 倍动态市盈率, 我们的理由是:

1. 公司历史上动态 PE 一般都在 50 倍甚至更高, 故 40 倍并不激进。
2. 黄金与工业金属不同, 其工业需求可以忽略, 因此不必担心价格受实体经济需求的拖累, 理论上讲黄金价格可以无限上涨。所以, 同样在价格高位, 由于担心价格向上空间有限, 铜类股票的估值仅有 20-30 倍, 但黄金股可以给的很高。
3. 2011 年金价维持在高位因素依然存在。如欧债问题吉凶难料, 美国贸易逆差难以消除导致的美元下跌大趋势不变。但随全球经济温和复苏, 我们判断金价将回到低斜率上升的阶段。
4. 注入预期明确。根据历史规律判断, 中金黄金 2011 年可能还会有 2-3 次注入, 对股价会有正向刺激。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	14,503	18,712	23,740	29,912	35,895
(+/-)%	29%	29%	27%	26%	20%
经营利润 (EBIT)	935	1,151	2,622	4,022	4,898
(+/-)%	52%	23%	128%	53%	22%
净利润	479	521	1,194	1,856	2,276
(+/-)%	87%	9%	129%	55%	23%
每股净收益 (元)	1.33	0.66	0.84	1.30	1.60
每股股利 (元)	0.20	0.15	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%	11.0%	13.4%	13.6%
净资产收益率 (%)	12.2%	13.4%	20.9%	24.5%	23.1%
投入资本回报率 (%)	12.9%	9.8%	17.1%	21.5%	23.0%
EV/EBITDA	12.4	21.6	19.2	12.8	10.3
市盈率	30.2	61.0	48.0	30.9	25.2
股息率 (%)	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 52.00

上次预测: 33.33

当前价格: 38.59

2010.12.28

交易数据

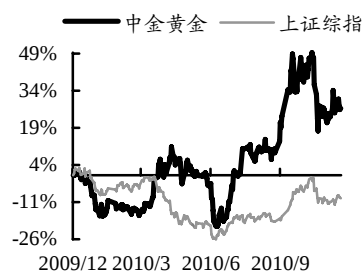
52 周内股价区间 (元)	25.35-64.65
总市值 (百万元)	57,279
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,423/677
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	48%
日均成交量 (百万股)	32
日均成交值 (百万元)	1,344

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,620
每股净资产	3.25
市净率	12.4
净负债率	108%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.07	0.13
Q2	0.13	0.21
Q3	0.12	0.21
Q4	0.33	0.29
全年	0.66	0.84

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	16%	28%
相对指数	6%	5%	35%

相关报告

《中金黄金公司 2010-12-22 调研提纲》	2010.12.21
《储量与产量齐升, 股价共金价一色》	2010.06.05
《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: 2010.12.25

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

中金黄金 (600489)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **52.00**

上次预测: 33.33

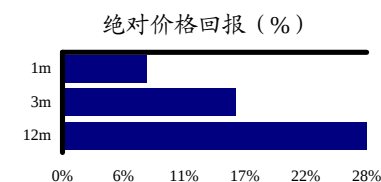
当前价格: 40.25

公司网址

www.zjgold.com

公司简介

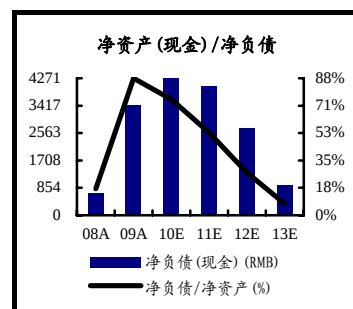
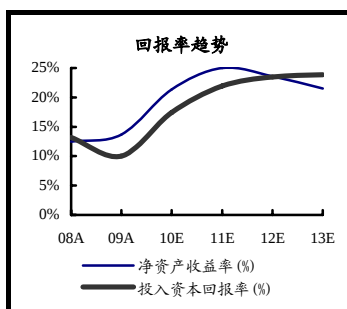
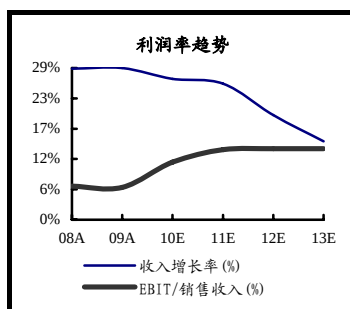
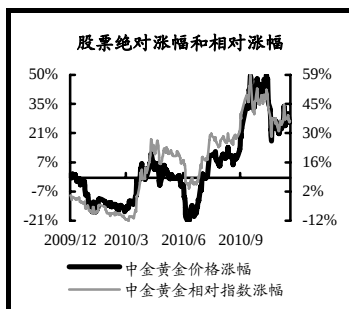
公司是中国第一家专业从事黄金生产的上市公司,其控股股东为中国黄金集团公司旗下唯一上市公司。公司主要从事金矿的采选、黄金及黄金产品的冶炼、制作和销售。公司先后通过 ISO-9001 和中国实验室国家认可委员会 (CNAL) 认证,且在全国黄金行业第一个通过伦敦金银市场协会 (LBMA) 产品认证。公司 2010 年 8 月 16 日公告了定向增发方案,欲收购控股股东中国黄金集团公司持有的嵩县金牛 60%、河北东梁 100% 的股权以及中国黄金集团公司所持江西金山的



52 周价格范围 25.35-64.65
市值 (百万) 57,279

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业总收入	14,503	18,712	23,740	29,912	35,895	41,279
营业成本	12,839	16,690	20,013	24,498	29,326	33,725
税金及附加	34	31	39	49	59	68
销售费用	48	63	80	100	120	138
管理费用	648	777	986	1,243	1,491	1,715
EBIT	935	1,151	2,622	4,022	4,898	5,633
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	9	9	9	9	9
财务费用	67	102	269	362	410	434
营业利润	856	1,035	2,362	3,669	4,498	5,208
所得税	202	280	641	997	1,223	1,416
少数股东损益	205	227	521	810	993	1,150
净利润	479	521	1,194	1,856	2,276	2,636
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	921	1,949	2,070	3,824	5,627	8,227
其他流动资产	4	4	0	0	0	0
长期投资	85	97	97	97	97	97
固定资产合计	2,734	4,473	5,599	6,572	7,361	7,968
无形资产及其他资产	2,346	3,845	5,036	6,227	7,416	8,604
资产合计	8,076	12,553	15,286	19,903	24,115	29,121
流动负债	2,822	4,238	5,389	7,339	8,279	9,495
非流动负债	643	3,663	2,898	2,900	2,903	2,907
股东权益	3,942	3,898	5,725	7,581	9,857	12,493
投入资本(IC)	5,573	8,554	11,156	13,589	15,527	17,550
现金流量表						
NOPLAT	722	838	1,909	2,927	3,565	4,100
折旧与摊销	288	481	579	763	947	1,131
流动资金增量	-844	151	20	-270	40	-228
资本支出	-850	-1,493	-2,902	-2,932	-2,932	-2,932
自由现金流	-685	-23	-394	488	1,620	2,071
经营现金流	106	811	1,919	3,550	4,712	5,188
投资现金流	-2,534	-3,102	-2,893	-2,923	-2,923	-2,923
融资现金流	1,836	3,204	1,095	1,128	14	335
现金流净增加额	-592	913	121	1,754	1,803	2,600
财务指标						
成长性						
收入增长率	28.9%	29.0%	26.9%	26.0%	20.0%	15.0%
EBIT 增长率	51.9%	23.1%	127.8%	53.4%	21.8%	15.0%
净利润增长率	86.7%	8.9%	129.0%	55.5%	22.6%	15.8%
利润率						
毛利率	11.5%	10.8%	15.7%	18.1%	18.3%	18.3%
EBIT 率	6.4%	6.2%	11.0%	13.4%	13.6%	13.6%
净利润率	3.3%	2.8%	5.0%	6.2%	6.3%	6.4%
收益率						
净资产收益率(ROE)	12.2%	13.4%	20.9%	24.5%	23.1%	21.1%
总资产收益率(ROA)	5.9%	4.2%	7.8%	9.3%	9.4%	9.1%
投入资本回报率(ROIC)	12.9%	9.8%	17.1%	21.5%	23.0%	23.4%
运营能力						
存货周转天数	31	30	30	30	30	30
应收账款周转天数	4	2	2	2	2	2
总资产周转天数	149	201	214	28	21	22
净利润现金含量	0.22	1.56	1.61	1.91	2.07	1.97
资本支出/收入	6%	8%	12%	10%	8%	7%
偿债能力						
资产负债率	42.9%	62.9%	54.2%	51.4%	46.4%	42.6%
净负债率	17.2%	88.2%	74.6%	53.2%	27.4%	7.5%
估值比率						
PE	30.2	61.0	48.0	30.9	25.2	21.7
PB	3.7	8.2	10.0	7.6	5.8	4.6
EV/EBITDA	12.4	21.6	19.2	12.8	10.3	8.6
P/S	1.0	1.7	2.4	1.9	1.6	1.4
股息率	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



1. 原矿扩建+新矿收购：公司矿产金产量稳步增长

十二五期间公司矿产金产量将实现稳步增长：

- 公司五大年生产 3-5 吨黄金的黄金基地逐步建成投产，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。
- 公司资源收购稳步进行。除集团的资源在运作成熟后逐步注入外，公司还会不断从外部收购。我们认为中金黄金依托央企的地位，从全国范围内找矿会较有优势。

表 1：中金黄金各矿产量

单位名称	权益%	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	70	80	90
苏尼特金曦黄金矿业有限责任公司	90	212	261.28	1500	2000	3000
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	1000	1000	1000
陕西太白黄金矿业有限责任公司	66.83	1193	1388.64	2000	2000	2500
陕西略阳铋厂沟金矿	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	1200	1500	1500
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	800	1200	1500
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	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	100	-	-	1000	1000	1500
江西金山金矿	76	-	-	-	650	1300
嵩县金牛有限责任公司	60	-	-	-	440	870
宽城满族自治县东梁矿业有限公司	100	-	-	-	250	500
产量总计 (吨)		11.63	17.04	20.23	22.60	25.81
权益产量 (吨)		8.94	13.36	16.12	17.94	20.55

资料来源：国泰君安证券 单位：千克

2. 预测 2010 四季度 EPS 为 0.29 元, 2011 年 EPS 为 1.30 元, 未来 12 个月目标价 52.0 元

经过测算 (表 2), 中金黄金 2010 年四季度 EPS 为 0.29 元, 2011 年 EPS 为 1.3 元, 我给 40 倍的动态市盈率, 未来 12 个月目标价位 52.0 元。对应 2010-2012 年市盈率为 62、40、32 倍 PE。

对于为何给中金黄金 40 倍动态市盈率, 我们的理由是:

1. 公司历史上动态 PE 一般都在 50 倍甚至更高, 故 40 倍并不激进。
2. 黄金与工业金属不同, 其工业需求可以忽略, 因此不必担心价格受实体经济需求的拖累, 理论上讲黄金价格可以无限上涨。所以, 同样在价格高位, 由于担心价格向上空间有限, 铜类股票的估值仅有 20-30 倍, 但黄金股可以给的很高。
3. 2011 年金价维持在高位的因素依然存在。如欧债问题吉凶难料, 美国贸易逆差难以消除导致的美元下跌大趋势不变。但随全球经济温和复苏, 我们判断金价将回到低斜率上升的阶段。
4. 注入预期明确。根据历史规律判断, 中金黄金 2011 年可能还会有 2-3 次注入, 对股价会有正向刺激。

表 2: 中金黄金业绩测算

	成本	价格	产量	权益产量	毛利润 (亿)
权益自产金	144 元/克	267 元/克	20.23 万吨	16.12 吨	19.83
矿山铜	2 万元/吨	4 万元/吨	1.7 万吨	1.36 万吨	2.72
白银	2.5 元/克	3.87 元/克	45 吨	36 吨	0.49
硫酸	200 元/吨	540 元/吨	19 万吨	15.2 万吨	0.52
铁精矿	600 元/吨	1200 元/吨	9.44 万吨	7.55 万吨	0.45
总计	-	-	-	-	24.01
三费	-	-	-	-	10
权益三费	-	-	-	-	8
资产减值损失	-	-	-	-	0.15
利润	-	-	-	-	11.90
股本	-	-	-	-	14.23
EPS (元)	-	-	-	-	0.84
	成本	价格	产量	权益产量	毛利润 (亿)
自产金	150 元/克	300 元/克	22.60 万吨	17.94 吨	26.91
矿山铜	2 万元/吨	4.7 万元/吨	2 万吨	1.6 万吨	4.32
白银	2.5 元/克	5.5 元/克	48 吨	38.4 吨	1.15
硫酸	200 元/吨	540 元/吨	20 万吨	16 万吨	0.54
铁精矿	600 元/吨	1200 元/吨	9.44 万吨	7.55 万吨	0.45
总计	-	-	-	-	33.38
三费	-	-	-	-	11
权益三费	-	-	-	-	8.8
利润	-	-	-	-	18.43
股本	-	-	-	-	14.23
EPS (元)	-	-	-	-	1.30

	成本	价格	产量	权益产量	毛利润（亿）	
2012	自产金	155 元/克	320 元/克	25.81 万吨	20.55 吨	33.91
	矿山铜	2 万元/吨	4.7 万元/吨	2.1 万吨	1.68 万吨	4.54
	白银	2.5 元/克	6 元/克	50 吨	40 吨	1.4
	硫酸	200 元/吨	540 元/吨	20 万吨	16 万吨	0.54
	铁精矿	600 元/吨	1200 元/吨	9.44 万吨	7.55 万吨	0.45
	总计	-	-	-	-	40.84
	三费	-	-	-	-	13
	权益三费	-	-	-	-	10.4
	利润	-	-	-	-	22.83
	股本	-	-	-	-	14.23
	EPS（元）	-	-	-	-	1.60

资料来源：国泰君安证券

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，需在允许的范围内使用，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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		