



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月26日

金属与采掘

研究部

蔡宏宇¹ CFA, CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010051
caihy@cicc.com.cn

审慎推荐

中金黄金 (600489.SH)

中报符合预期, 内生与外延增长并重

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	12,524	14,503	18,712	21,647	27,768	32,018
(+/-%)	133%	16%	29%	16%	28%	15%
主营业务利润	1,573	1,630	1,991	3,180	4,436	4,963
(+/-%)	121%	4%	22%	60%	39%	12%
净利润	417	479	521	1,125	1,736	1,980
(+/-%)	182%	15%	9%	116%	54%	14%
每股收益(元)	0.21	0.24	0.27	0.57	0.88	1.01
(+/-%)	182%	15%	9%	116%	54%	14%
每股经营现金流(元)	0.54	0.05	1.03	1.00	1.59	1.57
市盈率(倍)	130.9	114.0	104.7	48.5	31.4	27.6
市净率(倍)	31.8	13.8	14.0	11.1	8.7	7.1
股价/经营现金	51.3	513.3	27.1	27.9	17.5	17.8
EV/EBITDA(倍)	46.4	47.6	47.2	21.0	15.3	13.7
净资产收益率(%)	24.3%	12.2%	13.3%	22.8%	27.8%	25.6%
已动资本回报率(%)	26.6%	14.9%	11.3%	22.2%	28.8%	26.2%
股息收益率(%)	0.3%	0.1%	0.5%	0.8%	0.8%	0.9%

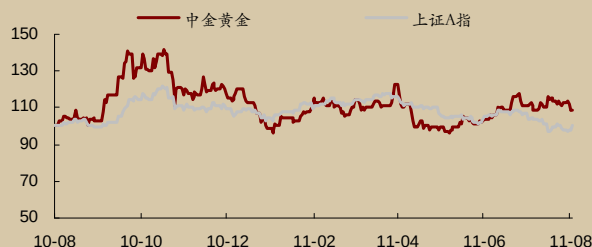
股票信息

	中金黄金
股票代码	600489.CH
当前股价(元)	27.82
日成交量(百万股)	18.78
52周最高价/最低价	38.231/23.923
发行股数(百万股)	1962.2
其中: 流通股(百万股)	112.1
主要股东(持股比例)	中国黄金集团公司(49.4%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
[600489.CH]	(2.93)	(2.32)	8.09	(10.35)
[上证A指]	2.19	(2.72)	(4.59)	(6.83)

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

中报业绩符合预期:

中金黄金上半年实现收入 127 亿元, 同比增长 11.2%; 归属母公司净利润 7.96 亿元, 同比增长 63.3%, 折合稀释后每股收益 0.41 元; 其中二季度实现每股收益 0.25 元, 同比与环比分别增长 19.5% 与 57.0%, 与我们及市场的预期一致。

正面: 1) 矿产金与矿产铜毛利率有所提高。公司上半年矿产金与矿产铜综合毛利率提高 4 个百分点至 58.3%, 主要得益于上半年金铜价格同比上升 20% 与 24%。**2) 营业与管理费用率显著下降,** 二季度营业与管理费用率下降 3.6 个百分点至 3.0%。

负面: 矿产金单位生产成本有所上升。上半年公司矿产金单位生产成本平均约为 136.5 元/克, 同比上升约 9%, 主要由开采低品位矿比例增加以及原材料成本上升所致。

发展趋势:

黄金价格仍将得到支撑。短期来看, 海外经济复苏放缓、欧债集中到期有望强化黄金的避险特征。中长期看, 全球货币体系紊乱和通胀威胁加剧将使黄金的货币和抗通胀属性日益彰显, 而人民币国际化以及中国零售投资需求也将扮演日益重要的角色。

内生增长与收购矿山保证未来产量增长。公司重点建设的苏尼特项目于今年达产, 陕西久盛金岭金矿项目设计年产 3 吨黄金, 也将在今明两年逐步贡献产量。另外, 公司非公开发行成功募集资金, 收购母公司三个金矿, 将于年底前完成, 届时预计增加矿产金产量约 3 吨。因此公司近两年矿产金产量增幅较可观。

集团资产注入仍有空间。集团公司现有黄金储量约为 1200 吨(包括中金黄金), 目前公司黄金储量为 463.82 吨, 未注入中金黄金的黄金储量约有 700 吨左右, 因此集团黄金资产的注入仍然值得期待, 公司黄金储量有望继续增长。

估值与建议:

我们维持公司 2011/2012 年每股收益至 0.88/1.01 元, 对应市盈率为 31.4/27.6 倍。中金黄金产量增长较确定, 未来黄金资产注入仍有较大空间, 而黄金价格仍能得到支撑, 中长期结构性机会依然存在, 因此维持审慎推荐。

风险: 项目建设慢于预期, 金价大幅下跌。

¹报告贡献人: 邓贺斐 (denghf@cicc.com.cn)

图表1：历史季度财务数据

(单位：百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YOY	QOQ	1H2010	1H2011	HoH
营业收入	4952	6476	5153	5066	3828	8878	37%	132%	11,429	12,706	11%
营业成本	4352	5605	4262	4203	3000	7708	38%	157%	9,957	10,708	8%
毛利润	600	872	891	863	827	1171	34%	41%	1,472	1,998	36%
营业税金及附加	9	11	15	11	13	19	77%	48%	19	31	61%
营业费用	9	15	12	14	12	13	-9%	14%	24	25	5%
管理费用	182	217	224	336	213	250	15%	17%	400	462	16%
财务费用	40	39	37	64	42	49	26%	16%	79	91	15%
资产减值损失	1	-2	0	28	0	1	-138%	-1470%	-2	1	-151%
其他经营收益	8	6	-3	0	13	41	585%	221%	14	54	281%
营业利润	367	599	601	442	561	881	47%	57%	966	1,442	49%
营业外收支净额	2	-12	-3	157	13	7	-156%	-47%	-10	19	-289%
利润总额	369	587	598	599	574	887	51%	55%	956	1,461	53%
所得税	81	163	156	145	142	221	35%	55%	244	363	49%
净利润	288	424	441	454	432	667	57%	54%	712	1,099	54%
少数股东损益	96	129	147	111	122	180	40%	48%	225	303	35%
归属母公司净利润	192	295	294	343	310	486	65%	57%	487	796	63%
每股收益(元)	0.10	0.21	0.15	0.12	0.16	0.25	20%	57%	0.31	0.41	33%
毛利率	12.1%	13.5%	17.3%	17.0%	21.6%	13.2%	-0.3%	-8.4%	12.9%	15.7%	3%
营业利润率	7.4%	9.3%	11.7%	8.7%	14.7%	9.9%	0.7%	-4.7%	8.5%	11.4%	3%
净利润率	5.8%	6.6%	8.6%	9.0%	11.3%	7.5%	1.0%	-3.8%	6.2%	8.6%	2%
营业费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.2%	0.2%	0.2%	0%
管理费用率	3.7%	3.4%	4.3%	6.6%	5.6%	2.8%	-0.5%	-2.7%	3.5%	3.6%	0%
财务费用率	0.8%	0.6%	0.7%	1.3%	1.1%	0.5%	0.0%	-0.5%	0.7%	0.7%	0%
有效税率	21.9%	27.7%	26.2%	24.2%	24.8%	24.9%	-2.9%	0.1%	25.5%	24.8%	-1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

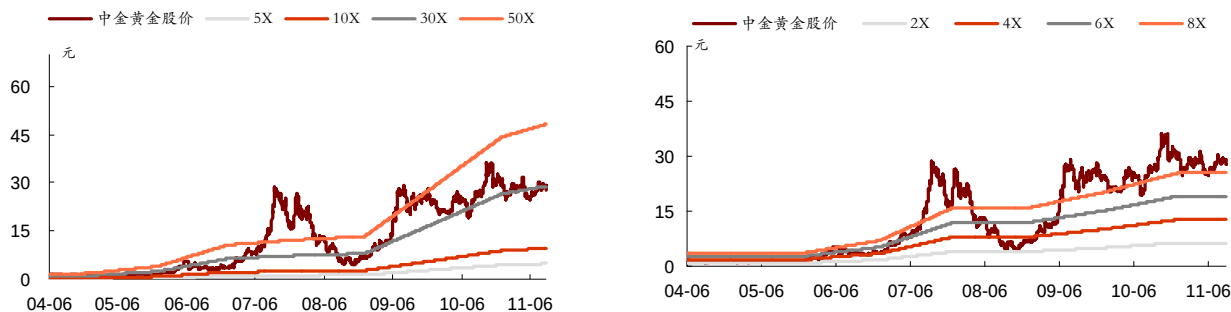
图表2：中金覆盖金属类公司估值与历史中值比较（自2000年或上市以来）

	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土	格林美	鲁丰股份	西部材料	宝钛股份	西藏矿业
中值+1倍标准差	125.9	39.4	28.0	41.5	54.6	62.8	54.7	74.4	71.1	96.7	107.5	87.0	125.7
中值	85.6	21.3	21.2	30.7	33.6	30.9	32.5	34.3	59.6	86.8	93.4	40.1	79.1
中值-1倍标准差	45.2	3.2	14.5	19.9	12.6	n.a	10.2	n.a	48.0	76.9	79.4	n.a	32.5
目前水平	69.1	14.1	18.4	31.9	31.4	25.0	28.4	17.6	51.5	63.6	578.3	139.9	238.1
相对中值	-19%	-34%	-13%	4%	-6%	-19%	-13%	-49%	-14%	-27%	519%	249%	201%

	东方钽业	展州矿业	招金矿业	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H	洛阳钼业	金钼股份	云南锗业	驰宏锌锗	贵研铜业	东阳光铝	新疆众和
中值+1倍标准差	97.8	78.9	27.5	46.8	14.4	23.7	30.4	81.6	110.7	41.5	67.6	109.4	58.9
中值	61.9	45.0	18.8	7.2	8.8	14.5	24.2	61.5	92.8	32.4	55.9	75.2	35.4
中值-1倍标准差	26.1	11.1	10.1	n.a	3.2	5.4	18.0	41.4	74.8	23.5	44.3	41.1	12.0
目前水平	41.1	29.6	22.9	32.8	7.3	10.1	14.0	58.2	86.3	63.6	49.1	30.4	31.2
相对中值	-34%	-34%	22%	356%	-17%	-31%	-42%	-5%	-7%	96%	-12%	-60%	-12%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表4：国际可比公司估值

公司名称	股票代码	货币单位	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			ROE		
			2011-8-25	(百万美元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
国际综合公司																
CVRD	VALE5 BZ	雷亚尔	38.77	138,226	6.8	4.7	4.8	1.6	1.4	1.4	5.3	3.8	3.8	32.0	27.9	24.3
BHP Billiton	BHP AU	澳元	38.61	200,263	9.0	7.9	8.0	3.8	2.7	2.2	5.7	4.5	4.5	44.9	40.4	37.6
Rio Tinto	RIO LN	英镑	35.95	117,638	8.0	6.2	5.9	1.8	1.6	1.3	5.9	4.3	4.2	28.0	29.2	23.7
Xstrata plc	XTA LN	英镑	10.02	48,209	10.1	7.1	5.9	1.1	1.0	0.9	5.7	4.5	3.9	12.7	20.0	18.0
Anglo American PLC	AAL LN	英镑	23.73	50,945	7.1	6.7	5.7	1.4	1.2	1.0	6.0	4.1	3.7	21.7	22.2	21.4
Vedanta Resources	VED LN	英镑	12.87	5,550	7.4	3.8	3.0	1.1	1.0	0.8	4.5	2.7	2.2	14.9	18.5	34.9
平均					8.1	6.1	5.6	1.8	1.5	1.3	5.5	4.0	3.7	25.7	26.4	26.6
铝（国际）																
Alcoa	AA US	美元	11.94	12,706	n.a.	9.4	7.8	0.8	0.8	0.8	9.1	5.9	5.3	1.9	9.9	9.9
National Aluminum	NACL IN	印度卢比	63.40	3,654	15.3	10.7	11.6	1.5	n.a.	n.a.	7.9	5.5	6.0	9.9	n.a.	n.a.
Hindalco Industries	HNDL IN	印度卢比	143.30	6,134	11.2	7.7	6.9	0.9	n.a.	n.a.	6.8	5.9	5.2	9.7	13.7	14.6
Century Aluminum	CENX US	美元	11.16	1,040	n.a.	11.2	7.0	0.9	0.9	0.7	n.a.	5.1	3.7	5.4	10.4	13.6
Alumina LTD	AWC AU	澳元	1.74	4,461	n.a.	22.8	16.1	1.3	1.3	1.3	n.a.	35.5	26.0	1.2	7.8	10.1
平均					13.2	12.4	9.9	1.1	1.0	0.9	8.0	11.6	9.2	5.6	10.4	12.0
铜（国际）																
Antofagasta PLC	ANTO LN	英镑	12.25	19,599	18.6	11.0	8.7	3.4	3.4	2.8	7.1	4.5	3.8	18.3	31.7	27.7
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	墨西哥比索	39.84	26,049	14.8	9.6	8.0	3.2	3.6	2.9	6.8	5.0	4.3	24.0	44.1	42.4
Southern Copper	SCCO US	美元	31.76	26,851	17.4	10.7	9.1	6.7	5.7	4.9	9.5	6.4	5.4	40.0	64.0	73.0
Sterlite Industries	STLT IN	印度卢比	124.75	9,375	8.3	6.2	5.3	1.0	0.9	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	12.9	11.6	15.7
Freeport Mcmoran C&G	FCX US	美元	44.14	41,839	9.5	7.4	7.1	2.9	2.7	2.0	4.3	3.7	3.5	45.6	36.1	31.2
FIRST QUANTUM	FM CN	加元	20.90	10,159	-67.9	11.8	8.3	3.0	2.5	2.0	8.2	5.9	4.1	-4.8	32.2	31.4
平均					0.1	9.4	7.7	3.4	3.1	2.6	7.2	5.1	4.2	22.7	36.6	36.9
黄金（国际）																
北美																
Barrick Gold	ABX CN	加元	47.53	48,478	14.3	10.0	9.1	2.2	2.0	1.7	10.5	7.0	6.0	19.2	18.5	17.6
Kinross Gold	K CN	加元	16.55	19,187	17.6	20.0	14.3	1.3	1.2	1.2	13.5	8.7	7.1	8.1	5.9	7.9
Agnico-Eagle	AEM CN	加元	64.38	11,112	31.4	26.6	16.7	2.8	2.8	2.6	19.2	12.7	8.8	10.4	13.0	13.5
Goldcorp	GG US	美元	48.76	39,723	22.8	22.1	17.3	1.9	1.8	1.7	18.8	12.3	9.4	8.8	8.1	9.4
IAMGold	IMG CN	加元	19.40	7,427	25.9	15.2	15.6	2.2	2.1	1.9	12.7	7.4	7.5	10.8	15.0	13.4
Eldorado Gold	ELD CN	加元	17.96	10,064	47.3	28.7	18.7	3.2	3.0	2.6	23.5	15.5	10.6	7.3	10.5	12.8
Royal Gold	RGLD US	美元	67.40	3,676	52.2	38.4	31.9	2.5	2.4	2.3	20.5	15.9	14.1	5.0	4.7	7.6
Newmont Mining	NEM US	美元	58.91	29,118	12.7	12.5	10.7	2.0	1.9	1.6	6.7	6.2	5.4	18.9	14.7	14.7
Buenaventura	BVN US	美元	44.64	12,304	n.a.	11.9	11.2	n.a.	3.4	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	28.4	31.7	26.3
Yamana Gold Inc	AUY US	美元	14.69	10,952	n.a.	14.5	12.4	n.a.	1.4	1.3	12.5	7.9	6.8	6.5	8.0	9.5
平均					28.0	20.0	15.8	2.3	2.2	2.0	15.3	10.4	8.4	12.3	13.0	13.3
南非																
AngloGold Ashanti	ANG SJ	南非兰特	310.25	17,551	n.a.	13.9	10.7	3.8	3.2	2.5	13.5	6.2	5.1	2.7	31.4	26.4
Gold Fields	GFI SJ	南非兰特	111.75	11,834	35.3	12.9	10.4	1.9	1.9	1.6	n.a.	5.3	4.8	5.4	12.5	13.5
Harmony Gold	HAR SJ	南非兰特	89.35	5,646	62.0	13.8	11.1	1.3	1.2	1.1	22.6	6.3	5.1	2.1	3.7	7.1
平均					48.7	13.6	10.7	2.3	2.1	1.8	18.1	5.9	5.0	3.4	15.9	15.7
镍																
MMC Norilsk Nickel	GMKN RU	美元	230.50	43,940	12.3	0.3	0.3	2.5	0.1	0.1	5.7	0.2	0.2	21.2	30.0	29.1
PT Inco Indonesia	INCO IJ	印尼卢比	3500.00	4,082	9.3	8.9	8.7	2.3	2.1	1.9	5.7	5.5	5.3	26.8	23.4	23.3
平均					10.8	4.6	4.5	2.4	1.1	1.0	5.7	2.8	2.8	24.0	26.7	26.2
铂																
Thompson Creek	TC US	美元	7.97	1,338	n.a.	9.1	12.4	n.a.	0.7	0.7	n.a.	4.0	4.7	9.4	14.9	29.7
平均					n.a.	9.1	12.4	n.a.	0.7	0.7	n.a.	4.0	4.7	9.4	14.9	29.7

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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