

中金黄金(600489)调研报告

内外兼修 持续增长

原材料/黄金

推荐

首次评级

发布时间: 2012 年 3 月 27 日

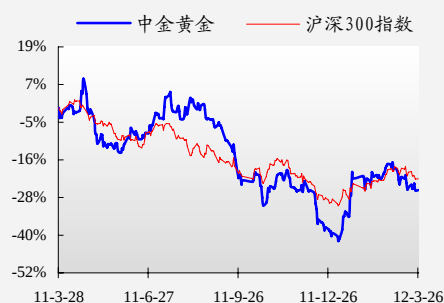
投资要点:

- 中金黄金是国内黄金行业龙头企业,核心业务为黄金采选与冶炼,公司利润主要来源于矿产金和矿产铜。旗下拥有 20 多个企业,在我国主要的黄金矿脉上都有布局。
- 黄金储量约 580 吨,十二五有望翻番。储量增长来源于控股公司中国黄金集团凭借的资产注入;公司自身资源挖潜,探矿增储;对外并购也有潜力。
- 基地建设初显成效,2011 矿产金估计为 22 吨,2012 矿产金产量增长约 10%。矿产金产量增长来源于河北东梁,陕西久盛的项目逐步达产,及河北石湖、辽宁中金排山楼等技改项目完工投产。
- 金价在 2012 年仍将走高,预估均价为 1850 美元。2012 年对金价形成支撑的因素主要包括地缘政治风险增强非信用货币吸引力,超宽松货币政策压低真实利率,推高黄金投资;发展中国家贵金属需求旺盛势头不减;黄金在国际储备中的地位提升,央行仍将净买入;欧债阴云渐散,美元汇率中期定位于 77-81 之间;预计 2012 金价仍将走高,均价约为 1850 美元。
- 盈利预测与估值。预计,公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.97 元、1.26 元和 1.41 元。对应当前股价的动态 PE 水平分别为 22、17 和 15 倍。考虑到公司在未来的资产注入空间和业绩增长水平,给予公司推荐评级。
- 风险提示:金价波动风险,储量、安全生产等公司经营风险,资产注入不如预期风险,原材料与人力成本上升风险。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司净 利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	2,164,739	15.69	112,483	115.72	0.79	27.09
2011E	3,132,603	44.71	190,944	69.75	0.97	22.06
2012E	3,648,580	16.47	247,724	29.74	1.26	16.98
2013E	3,791,538	3.92	276,079	11.45	1.41	15.18

走势图



市场数据

2012/3/26

收盘价:	21.40 元
52 周最高价:	31.69 元
52 周最低价:	16.42 元
平均持仓成本:	23.04 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	196,215
流通 A 股 (万股):	196,215
每股收益 (元):	0.72
每股净资产 (元):	4.34
每股经营现金流 (元):	0.85
市净率:	4.93

分析师: 陈炳辉

执业证书编号: S0550511070002

TEL: (8621)20361131

FAX: (8621)20361159

Email: chenbh@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

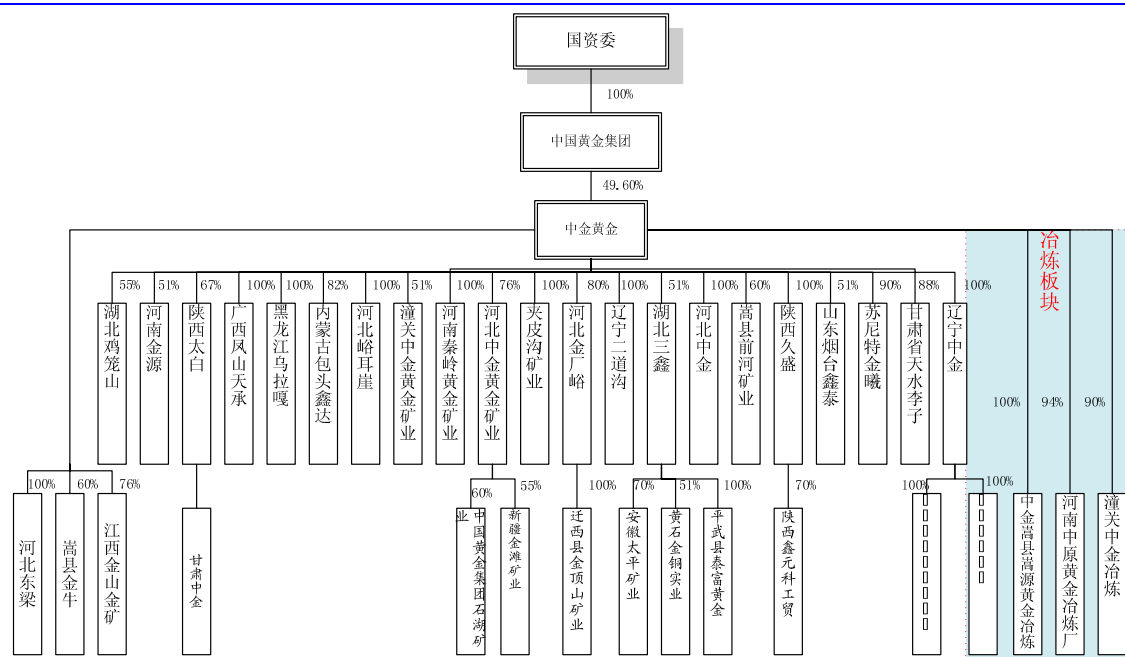
邮 编: 200135

一、中金黄金：国内黄金行业唯一央企的上市平台

中金黄金背靠央企。中金黄金是中国黄金集团公司控股的从事黄金采矿、冶炼的有色金属企业。中国黄金集团是国内黄金行业唯一一家央企。中金黄金自 2003 年登陆证券市场以来，业务迅速发展，目前，已经成长为国内黄金行业的龙头企业。2010 年公司实现销售收入 216.47 亿元，利润总额 21.53 亿元，归属于母公司净利润 11.25 亿元，生产（加工）标准金 85.82 吨，矿产金 19.70 吨，黄金储量达 463.8 吨。

目前，公司旗下拥有控股子公司 20 多家，主要包括两个板块，在黄金采矿板块的企业较多，代表性的矿山有 2011 年增发并购的江西金山、嵩县金牛、河北东梁，及陕西太折、河南金源、夹皮沟矿业、陕西久盛、苏尼特金曦等，在冶炼板块主要有河南中原黄金冶炼厂、潼关中金冶炼、中金嵩县嵩源和辽宁新都黄金等。

图 1 公司的组织结构图

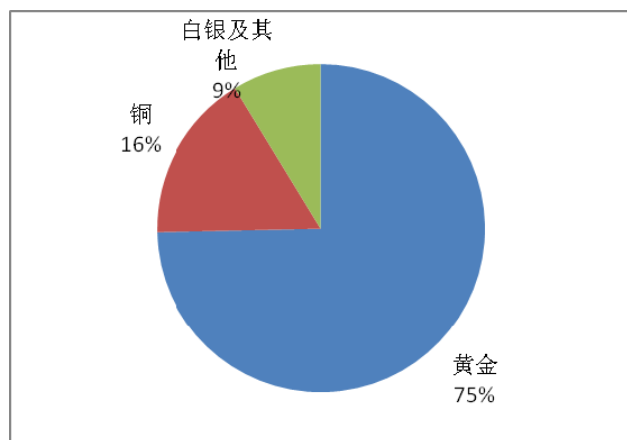


资料来源：公司公告，东北证券。

矿产金是公司利润的主要来源，铜等业务贡献的利润比例提升。在公司当前的收入与利润的产品结构当中，公司收入和利润的主要来源都是黄金业务，近来随着公司控制子公司湖北三鑫扩大了矿产铜产量，而铜价也走高，铜产品的利润贡献也提升至 15% 左右；按业务的性质分类，公司冶炼业务对销售收入的贡献大，但在利润结构当中，采矿是利润的关键来源。

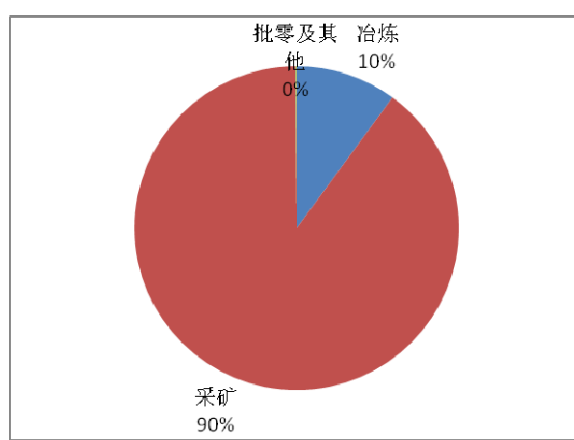
根据中国黄金集团公司“十二五”规划，到 2015 年，公司总资产、销售收入将分别达到 1,000 亿元，利润达到 75 亿元（中国黄金集团公司中期票据募集说明书）。这也预示，中金黄金公司将延续快速发展的势头，再度迎来发展高潮。

图 2 按产品分公司利润的主要来源为黄金（2011H1）



资料来源：WIND，东北证券。

图 3 按业务性质分，采矿是公司利润的源泉（2011H1）

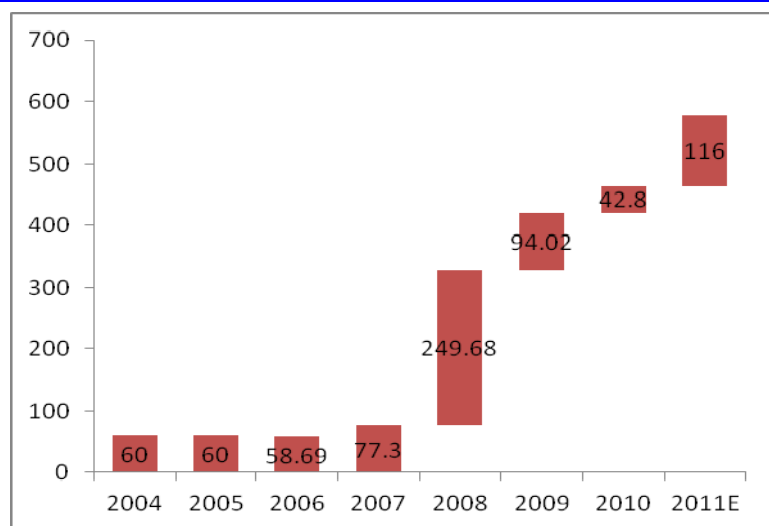


资料来源：WIND，东北证券。

二、资产注入、探矿增储，公司储量十二五有望翻番

中金黄金自 2003 年上市以来，公司储量稳步增长，特别是自 2007 年以来，通过并购与资产注入，公司储量增长的步伐加快。到 2010 年末，公司保有黄金资源储量金金属量 463.82 吨，铜金属量 37.93 万吨，铁矿石 1039 万吨，拥有矿权 128 个，矿权面积达到了 1098 平方公里。

图 4 中金黄金资源储量阶梯式增长历程



资料来源：公司公告，东北证券。

从前两年的储量变化的来源结构来看，中国黄金集团资产注入是公司储量增长的主要来源，从 2008 年到 2011 年，集团注入的黄金储量达到了 289.83（这还低估了集团注

入对储量的贡献，因为部分矿山是在注入到公司后实现了探矿增储，但这种增储划到了探矿增储。排第二位的则是对外进行的矿权收购，它贡献了 150 吨的储量增长。对原有矿权的探矿，对公司储量的增长也贡献较大。未来，中金黄金公司储量增长的来源仍将延续上述几条路径：

表 1 近两年公司储量变化的结构

	2008	2009	2010	2011E	小计
集团注入	135.79	41.83	-	112.21	289.83
对外收购	81.05	48.14	17.7	3.34	150.23
原矿权储量净增	44.47	21.03	44.80	-	110.293
其中：探矿增储	65.80	38.31	42.64	24	170.75
减 矿产金产量	11.63	16.98	19.70	22	70.30
合计	249.68	94.02	42.8	116	

注：受矿产金回收率及其变动的影响，上述各项的加总与合计项值存在差异。
 资料来源：公司公告，东北证券。

（一）集团公司资源注入

中国黄金集团拥有大量的黄金资源，增储前景良好。自 2007 年以来，中国黄金集团公司采取新区探矿会战、老矿山深部找矿、现有企业周边资源整合和项目并购四种方式，实施了资源增储战略。经过 5 年的努力，中国黄金集团公司在国内 16 条重点成矿区带的重要位置都拥有前景良好的探矿项目。2011 年以来，中国黄金集团公司全年新增黄金资源储量 215 吨、铜 37 万吨、钼 58 万吨。公司黄金保有资源总量已达 1384 吨，占全国已探明黄金资源量的 1/5，稳居全国第一。

中国黄金集团承诺避免同业竞争，中金黄金是中国黄金集团国内黄金资源开发业务整合和发展的唯一平台。中国黄金集团公司在 2007 年 8 月签订了《关于解决和避免同业竞争的承诺》，对中国黄金集团公司旗下，与中金黄金构成同业竞争的多家企业的资产注入进行了规划。2011 年 4 月，中国黄金集团又向中金黄金发出了《中国黄金集团公司关于进一步解决与中金黄金股份有限公司同业竞争相关事宜的承诺》，表示：黄金集团将继续恪守不竞争承诺，继续支持中金黄金黄金业务的发展，**将中金黄金股份作为今后境内黄金资源开发业务整合和发展的唯一平台**。黄金集团承诺用 5 年左右时间促使现有正常生产的黄金矿业企业规范完善矿权、土地、房产等资产权属并转让给中金黄金，以逐步消除同业竞争，实现黄金主业的整体上市；黄金集团保证不与中金黄金竞购第三方欲转让的矿产资源或企业。

表 2 中国黄金集团的黄金资源与产量分布

	黄金储量（2011）	黄金产量（2010）
中国黄金集团	1384	32.2
中金黄金	584	19.69
中金国际	282.60	3.42
剩余	517.40	9.09
其中：阳山金矿	118	在建

资料来源：公司公告，中金国际网站，东北证券。

中国黄金集团对中金黄金的资产注入空间仍非常大。依据中国黄金集团做出的承诺，我们预计，集团公司目前在境内的黄金资源（扣除中金国际的 282.6 吨黄金储量）中，仍有 500 多吨的黄金储量还在中金黄金之外，这些黄金储量按黄金集团的承诺都将在 5 年内注入到上市公司，可见，中金黄金公司仅这一块黄金储量的增长空间就非常大，相当于再造一个中金黄金的量。

黄金集团待注入资产中不乏优质资产。例如，黄金集团持股 60% 的阳山金矿，就是一项非常优质的资产。阳山金矿区位于川、甘、陕金三角地带，地处甘肃省文县境内，截至目前，阳山金矿区累计探获的金资源量超过 308 吨，远景储量有望超过 500 吨。根据黄金集团已获得矿权区的普查报告，开采范围内设计利用的资源 / 储量矿石量为 2,816 万吨，金金属量 117.76 吨，平均品位 4.18 克 / 吨。目前，项目开发前期的各项工作已全面启动。

黄金集团在矿业权市场上具有得天独厚的优势。黄金集团是国内黄金行业当中的唯一一家央企，在黄金行业的生产与经营中有深厚的积累和悠久的历史，黄金集团在全国主要的黄金矿脉均有布局，在黄金行业及主要黄金产地地方政府的沟通与地质资料等信息储备上，以及在黄金勘探开发与冶炼等生产技术与人才储备上，国内黄金行业同行都难以匹敌。

黄金集团的储量增长提升中金黄金增储空间。按黄金集团的十二五规划，到十二五末，黄金集团保有的黄金储量将增至 1800 吨，如果黄金集团储量增长的主要来源是收购集团外的国内资源，这些资源也将按避免同业竞争承诺注入到中金黄金（或转让），进一步增厚中金黄金发展的资源基础。

（二）公司自身资源挖潜

探矿增储也是中金黄金储量增长的重要来源。对原有矿山的探矿挖潜是有色金属矿山，信息不对称性小，风险较小，但增储效果非常明显的一种手段。自 2007 年以来，公司按照“统一规划，加快勘查”的总体思路，摸索总结新区风险探矿方法，强化新并购项目的储量升级，实施新区与老矿山深部探矿、周边扩展相结合的方针，对重点潜力矿山的挖潜工作取得显著成效，实现增储 170 多吨。例如，2010 年，山东鑫泰公司深部、湖北三鑫公司等企业本区的地质探矿工作都有了新的突破，分别新增资源储量金金属量 11.17 吨和 8.43 吨。2011 年上半年公司累计投入探矿资金 3500 万元，探矿工程 71500 米，新增黄金资源储量 16.5 吨，湖北三鑫、山东鑫泰、天水李子、陕西铔厂沟等企业本区和深部探矿均取得了明显效果，资源储量显著增加。

未来，公司将继续深化探矿，特别是对于一些资源前景好的企业入手，进一步探矿，技改。2010 年，公司拥有矿权 128 个，矿权面积达到了 1098 平方公里。在这些矿权当中，公司探矿增储还有不小的空间。

（三）自主开展对外收购

中金黄金也对外收购（集团外的）资产，但由于集团外资产，存在着较高的信息不

对称，对资源的品位储量等信息的把握存在着较高的风险。近两年，公司的对外收购，主要是在 2009 年对陕西久盛及 2010 年对镇安矿业的收购。近日，公司发布公告，收购托里县金福黄金矿业有限责任公司 51% 股权，控制矿石储量 614.04 万吨，金金属量 9,677.47 千克，平均品位 1.58 克/吨。

三、采矿：矿产金增长步伐稳健，生产成本有待控制

中金黄金矿产金产量增长稳健。在黄金集团公司资产不断注入、公司基地建设的推动之下，公司的矿产金产量近来稳步增长，矿产金产量由 2004 年的 1.67 吨，增长到 2010 年的 19.70 吨，复合增长率达到了 50%。预计 2011 年，矿产金产量将进一步提升至 22 吨。

中国黄金集团十二五规划，主要产品的产量目标为：黄金 230 吨（其中矿产金产量 75 吨）。预计，黄金集团对矿产金的规划目标需要依靠中金黄金产量的增长来实现，预示，中金黄金将进入矿产金产量增长的又一高潮期。未来公司将沿着推进基地建设，控制生产成本的思路，扩大矿产金的产量。

表 3 公司矿产金逐年提升，自给率也有所改善

	2007	2008	2009	2010	2011H1
标准金产量（千克）	69816	78634	82308.1	85,821.61	58690
矿产金（千克）	4675	11626	16982.1	19,695.38	9370
自给率	6.70%	14.78%	20.63%	22.95%	15.97%

资料来源：公司公告，东北证券。

（一）基地建设成果显著

中金黄金在资源储备的基础上，推进大基地规划和建设，取得了显著成果。目前已经建成湖北三鑫、内蒙苏尼特、陕西太白、河南嵩县金源和河南三门峡黄金冶炼五大基地。2010 年，公司黄金产量达到或超过一吨的矿山企业达到 10 家，10 家公司的产量占到公司矿产金总产量的 75%，实现利润占到公司总利润的 76.22 %。预计，在 2011 年，黄金产量大于 1 吨的矿山企业数量还将增加，集中度进一步提高。如 2011 年上半年，湖北三鑫、苏尼特等大型企业均实现利润 3 亿元以上。河南金源、陕西太白、包头鑫达、夹皮沟等骨干企业实现利润均超过 5000 万元。

未来公司将推进大基地规划和建设，继续加快项目建设和资源开发；按照新的标准确定标杆型矿山基地，加大基地的辐射带动作用，强化区域管理，优化资源配置，形成规模化优势。

（二）矿产金产量稳步增长

预计，2012 年，公司现有矿山的矿产金产量将继续增长 10% 左右。增长的主要来源于陕西久盛项目、河北东梁 3000T/D 采矿在 2012 年逐步达产以及河北石湖、峪耳崖等技

改项目在 2012 年贡献产量。如河北东梁 1500T/D 采矿项目于 2011 年试产，2012 年将逐步达产。

表 4 中金黄金主要的矿山扩建项目

公司	项目/扩建规模	预算	预算完成比率	备注
黑龙江乌拉嘎	竖井工程项目	6180	40%	
河北峪耳崖	盲竖井下掘工程项目	3660	45%	
包头鑫达	技改			
河北东梁	3000T/D2011 年投产			
河北石湖	300T/D 扩建至 500T/D	4387	50%	2#竖井技改正在推进
陕西久盛 金岭金矿	供矿能力 2000T/D	81681	60%	
辽宁中金排山 楼	新副井工程技改	4000	45%	
苏尼特金曦	毕力赫矿区 2 号带露采项目	48796	100%	
甘肃中金	扩建前期准备			
山东鑫泰	2011 开始 1500T/D 扩建	33689	5%	施工周期为 3 年
嵩县金牛	正在建设 3000T/D 扩建项目（原规模 1200T/D）			达产后，年产量 1.6 吨

资料来源：公司公告，东北证券。

同时，公司几个大型扩建项目也正在积极推进。如公司于 2011 年开展的山东烟台鑫泰扩建项目，采矿产能将扩建至 1500T/D，到时可产黄金 1.5T/A。嵩县金牛的 3000T/D 扩建项目也正在推进。陕西太白旗下甘肃中金的扩建工作也开始做前期准备。这些项目将为未来矿产金的长期增长奠定基础。

（三）资源分散，入选品位较低，成本较高

目前公司的克金成本约为 150 元/克，吨原矿的总成本费用在 300 元以上。成本较高，主要的原因在于：

资源规模较小、分散的特点限制采矿的规模化运作。公司金矿资源分布于 20 多个子公司当中，散布于全国各地，平均下来各矿的储量规模不大，资源的集中度还不够高。在储量较为分散的情况下，除少数企业之外，不少生产基地的生产规模都不大，最大的矿山，单矿供矿能力也不超过 5000T/D。

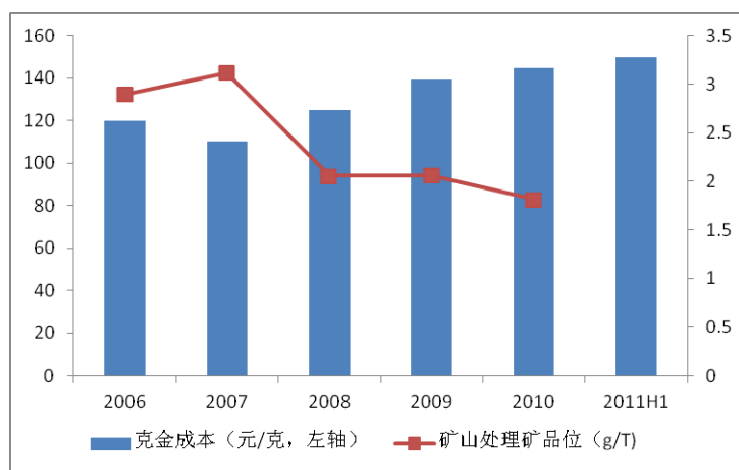
矿点、子公司众多增加管理和成本控制难度。公司的生产基地和矿山分布于全国各地，资源储量、矿山品位、开采条件、冶炼技术都参差不齐，增加了公司的管理和成本控制难度。

开采低品位金，降低了入选品位。随着黄金价格的走高和高品位资源的消耗，公司近年来增加了对低品位金的开采力度，这降低了公司矿石的入选品位。目前，公司综合

入选品位已经下降至 2 克/吨左右。

随着人力成本、通货膨胀和原辅料成本价格上涨，公司克金成本有继续上涨的趋势。

图 5 公司处理矿石的入选品位降低，克金成本有所提升



资料来源：公司公告，东北证券。

多举措积极应对成本上升。在原材料和用工成本普遍上涨，一些矿山入选品位下降较大的情况下，公司采取了多种举措来控制成本。一是依靠提产降耗，二是针对低品位矿石采取湿法堆浸技术提金，降低生产成本（例如，峪耳崖和河北东梁采取堆浸技术提金带来了丰厚了效益）。截至 2010 年，内蒙古苏尼特、河北峪耳崖、湖北三鑫公司、辽宁二道沟、陕西太白等多家企业的吨矿成本有较大幅度降低，效益有较大幅度的提升。

（四）伴生铜银，增厚业绩

矿山伴生的铜银等矿产，对公司业绩的贡献有所提升。近年来随着，铜价和银价的走高，以及公司扩大了湖北三鑫等主要伴生铜、银公司的产能（2009 年，湖北三鑫通过技术改造增加产能约 25%），铜和银业务对公司营业利润的贡献有所提升，到 2011 年上半年，铜和银的利润贡献已经达到了 16%和 9%，

目前，湖北三鑫是矿山铜的主要来源。2010 年，中金黄金拥有 38 万吨铜储量，矿山铜产量达 1.6 万吨。其中，湖北三鑫的铜储量就在 30 多万吨，并贡献了大部分矿山铜。湖北三鑫的铜产品为铜精矿，出售给江铜等企业。售价约为 85-86%的电解铜价格。由于湖北三鑫是金铜伴生的，而且两者的品位都不低，这使公司的矿山铜生产成本较低。

表 5 矿山铜的产量也有所增加

	2007	2008	2009	2010	2011H1
矿山铜 (吨)	14619	12572	12662	16128.1	8812
矿山银 (千克)		14188	18340.4	14023.64	

资料来源：公司公告，东北证券。

（五）安徽太平矿业积极推进

安徽太平矿业扩建项目是公司增发募投的主要投向之一。安徽太平铁矿是湖北三鑫控股 70% 的子公司。2010 年产铜 96.2 吨，铁精粉 12.73 万吨。募投项目将建设 99 万吨/年的采矿能力，目前，太平矿业一期选厂已经建成，选矿能力 2000T/D，供矿能力为 1500T/D。

太平矿业铁矿储量增长至约 4000 万吨。2011 年公司通过招拍挂，以 8020 万元，收购了储量 3000 多万吨铁矿石矿权。

随着，公司募投项目的进展和产能的释放，这一项目也将为公司贡献利润。

四、冶炼：业务规模不断壮大，但利润贡献有限

自公司上市以来，公司的黄金冶炼产能迅速扩张。2009 年，中原黄金冶炼厂两个募集资金项目已经基本完成，此后潼关中金冶炼也在 2011 年 9 月成功进行难处理金精矿冶炼系统的试产。

表 6 公司冶炼产能的分布

公司	股权	产能	备注
河南中原黄金冶炼厂有限责任公司	100	650T/D	
潼关中金冶炼有限责任公司	90	450T/D	250t/d 为含砷等难处理金精矿冶炼系统
中金嵩县嵩源黄金冶炼有限责任公司	100	200 T/D	
辽宁中金辽宁新都黄金有限责任公司	100	200T/D	
江西金山三和冶炼	60	100T/D	

资料来源：公司公告，东北证券。

目前公司的黄金冶炼产能包括中原冶炼厂、潼关中金冶炼等。其中，中原冶炼厂是上海黄金交易所指定的全国 10 家可提供标准金的企业之一，是公司主要的黄金与铜冶炼的企业。目前，该厂生产能力为合质金 8 吨、标准金 80 吨、白银 15 吨、优质电解铜 8 万吨、工业硫酸 13 万吨。潼关中金是公司第二大冶炼厂，也有黄金和电解铜生产系统，目前，公司金精矿的处理能力为 450T/D，其有两套冶炼系统，其中一套为 250T/D 的处理含砷等难处理精矿系统。含砷矿难冶炼，采购成本要略低些，以潼关冶炼的收购价折算，目前冶炼一吨难处理金精矿要便宜 800 到 1000 元。

表 6 公司冶炼产品业务贡献了大部分标准金

	2007	2008	2009	2010	2011H1
标准金产量（千克）	69816	78634	82308.1	85,821.61	58690
矿产金	4675	11626	16982.1	19,695.38	9370
冶炼金	10912	12652	13647	14,654.90	9992
精炼金	54229	54356	51678.9	51471.33	39328
电解铜（吨）	4347	8561	8863.6	8,903	
精炼银（千克）	26866	25471	24968.6	34973.12	

注：1）以金精矿（30-50g/T）为原料，冶炼形成的标准金，称之为冶炼金。

2）以合质金（含量 90-99%）为原料，精炼而成的标准金，称之为精炼金。

3）矿产金，是指公司矿山生产的黄金。

资料来源：公司公告，东北证券。

在冶炼产能的保障下，公司的黄金冶炼量迅速增长。公司冶炼处理的矿石量从 2007 年的 27 万吨，增长到 2010 年的 38 万吨，同期，标准金的产量由 70 吨增加到 86 吨。

黄金冶炼利润率低。目前黄金冶炼的利润率不高，其中冶炼金的毛利率约在 3%。精炼金加工费为几毛-2 元/克。

电解铜是黄金冶炼的副产品，有一定的利润音响效果。在电解铜方面，公司目前不对自有铜矿山开采的铜矿进行冶炼，生产的电解铜均为生产黄金的副产品，公司主要通过金冶炼工艺的基础上加设铜冶炼工艺获得电解铜产品。其工艺为湿法炼铜工艺，即焙烧-萃取反萃-电积工艺。因公司黄金冶炼业务相对集中，铜产品的生产也主要在中原冶炼厂进行，潼关中金冶炼公司也设有铜冶炼工艺。金精矿中含的铜，通常品位低于 3-5% 时是不计价的，这些铜经过冶炼系统之后得到回收，由此提升了电解铜的毛利率。

五、金价展望：多方利好，金价 2012 无忧

我们仍然较为看好金价在 2012 年的表现，支撑金价在 2012 年延续强势的原因有以下一些，即地缘政治风险、超宽松的货币政策、发展中国家及央行储备的需求等方面，分别简述如下

（一）地缘政治风险增强非信用货币吸引力

中东地缘政治前景难料，黄金魅力不减。中东政治局势自去年以来发生了翻天覆地的变化。在网络的武装之下，无序的个人，组织起来对集权的政权发起了冲击，蓄积已久的矛盾爆发，在阿拉伯之春的运动当中，面对群众呼声的埃及、突尼斯、也门等国政府改换门庭，但留给其人民的是更为混乱的争权夺利的斗争和党派冲突。而有的国家甚至演变为军事冲突。利比亚战争刚结束，但部族与党派冲突又显苗头；叙利亚，问题恶化升级；伊朗强势军演与核危机再现。地缘政治风险的事件表仍在延续。可以说，2012 年，中东局势要快速地恢复到此前的稳定状态难度非常大，而中东又事关全球能源生产基地与运输命脉，中东局势稍有变动，都可能刺激各方神经，影响世界政治与经济运行。

黄金的避险魅力，有助于提升需求。地缘政治风险，可能引致黄金避险需求增加。例如，频频被制裁的那些政府，对于黄金的战略价值有着更高的认识，黄金是独立于现货金融体系之外的实物资产，不用担心冻结，禁运，并且必要时也能发挥货币支付功能。同时，无法用美元交易石油等商品的各国政府，也可能转而救助于黄金这一交易媒介。再如，面临变革的各国臣民，在动荡之中，信用货币的价值已经丧失（发行货币的这个政府，下一天还会存在吗？），黄金与美元才具有保值、避险的价值。

（二）超宽松货币政策压低真实利率，推高黄金投资

2012，是否会见证人类的毁灭，还无法确认，但可以相信的是，2012 正在见证，世界信用货币的泛滥。为应对自 2007 年始的金融危机，各国政府在利率调无可调之际，就

诉之于量化宽松，拼命印刷着货币。在 2012，量化宽松政策已经演进到了人类历史的极致。美国经济虽有改善，但 QE3 仍若隐若现；欧洲央行，在欧债危机的一次次打击之下，第一期长期借款协议（2011 年 12 月份），向银行放出了近 5000 亿欧元，而第二期 LTRO 规模达 5000 多亿；英国量宽规模再度扩大 500 亿英镑至 3250 亿英镑（甚至有人支持要增加 750 亿）；日本央行在 20 万亿日元的资产购买专项资金的基础上再增加 10 万亿日元。

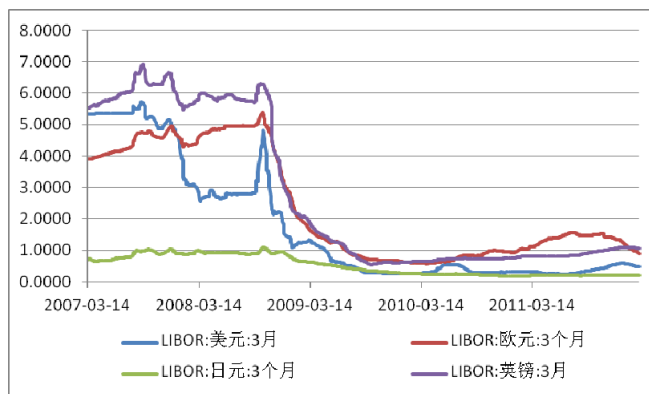
在发达国家央行，争先恐后向金融市场里注入流动性的趋使下，各国货币的市场利率已经重新回到底部，超低的市场利率得到维持。在美国等国家，经济的真实利率（10 年期 TIPS 收益率）一再走低。

图 6 真实利率走低，有利于黄金投资，支撑金价



资料来源：Bloomberg, 东北证券。

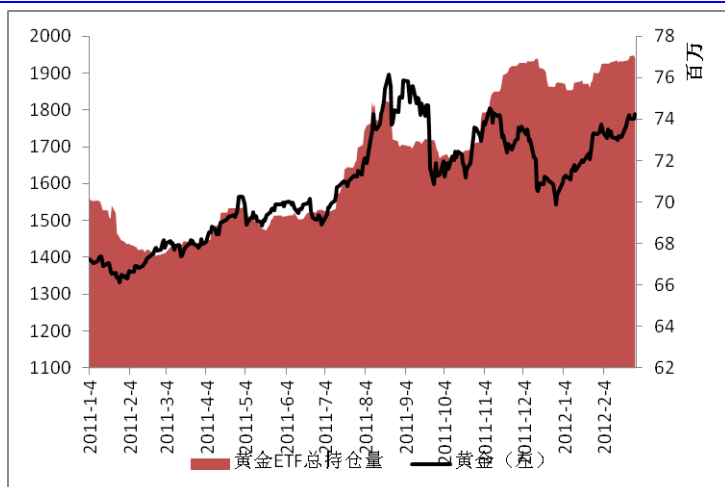
图 7 世界各国流动性宽松史无前例，市场利率走低



资料来源：WIND, 东北证券。

在真实利率为负的背景下，黄金等实物资产的吸引力大增（与之相反的是，美国的房地产市场，仍然面临重重困难，价格还在底部徘徊，没能吸引资金）。而随着美联储承诺将低利率政策维持到 2014 年，低利率的市场环境仍将沿续很长时间，而黄金投资面临的风险与机会成本非常小。

图 8 黄金投资受追捧，ETF 持仓量居高不下

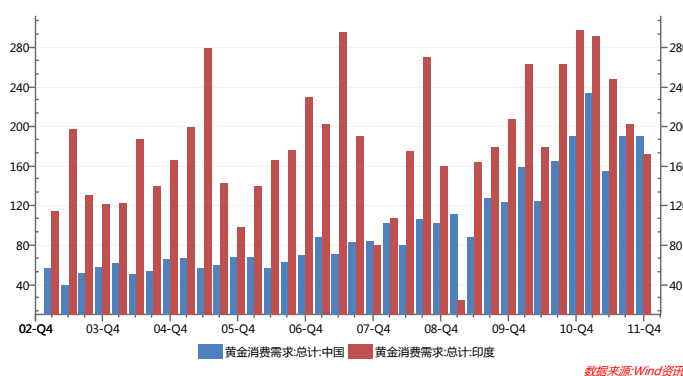


资料来源：Bloomberg, 东北证券。

（三）发展中国家贵金属需求旺盛势头不减

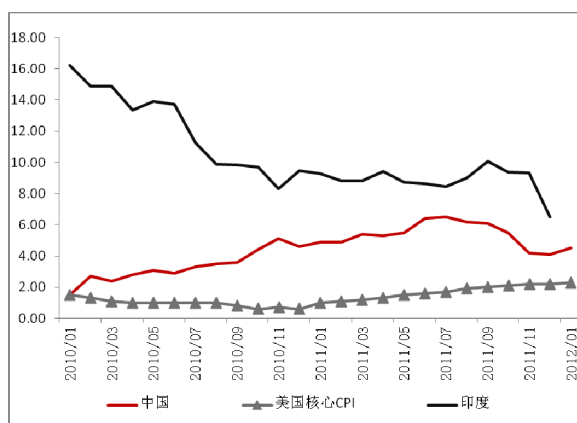
发展中国家人民生活水平改善，贵金属需求旺盛。以中国和印度为代表的发展中国家，在经历了数十年的经济飞速发展之后，收入和生活水平显著提升的人民群众，对于黄金的需求逐步释放。特别是在我国，一方面，人民对黄金的需求提升，另一方面，国家从2002年以来也逐步放开了对黄金市场的管制，黄金成为居民消费与投资的一个重要领域。这都刺激了黄金需求的增长，在2000年，我国黄金需求还只有100吨左右，到2011年，全国黄金消费量761.05吨，比上年增加189.54吨，同比增长33.2%。已经超过印度，成为全球最大的黄金消费国。作为投资黄金的代表，去年我国金条的消费量为213.85吨，同比增长50.7%，金币消费量20.80吨，同比增长25.2%。

图 9 中印两国黄金消费需求爆发



资料来源：WIND，东北证券。

图 10 中印通货膨胀仍在高位

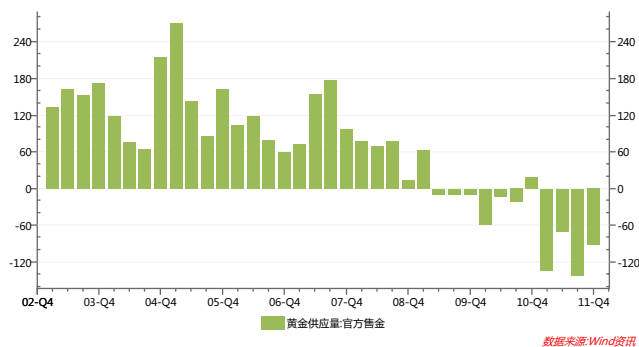


资料来源：WIND，东北证券。

未来，发展中国家特别是中国和印度的黄金需求，仍然会受到经济增长和居民收入提高，通货膨胀水平提升导致的保值和投资需求增长的支撑。

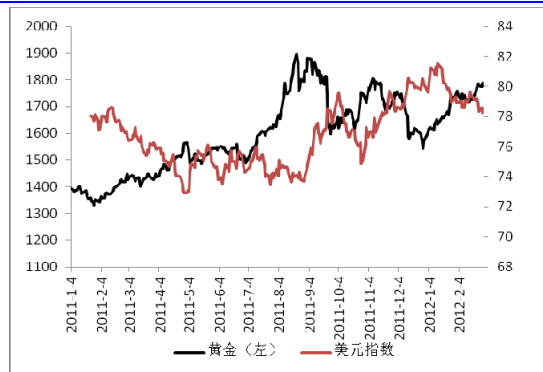
（四）黄金在国际储备中的地位提升，央行仍将净买入

图 11 黄金储备地位提升，央行净买入黄金



资料来源：WIND，东北证券。

图 12 2011 年四季度，美元指数上攻，打压金价



资料来源：WIND，东北证券。

在各储备货币发行国，如美国、欧洲央行、日本和英国纷纷向市场注入流动性，各

国货币竞争性贬值的背景下，黄金作为实物资产的价值得到了体现，在信用货币对实物资产整体的贬值过程中，黄金价格的变动与储备货币的币值形成对冲，这提升了黄金在国际储备中的地位和吸引力。因此，就连各国央行也恋上了黄金，成为黄金市场上的净买入方。

在各储备货币发行国仍然延续超宽松的货币政策之下，信用货币的贬值仍是趋势，黄金作为唯一的国际储备实物资产，受到各国央行的喜爱，将有增无减。

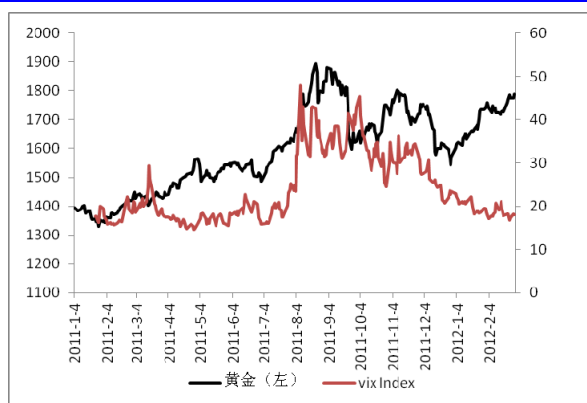
（五）欧债阴云渐散，美元汇率中期定位于 77-80 之间

在 2011 年 9 月份以来，欧债危机的恶化，特别以法国、意大利、西班牙为代表的欧元区大国国债收益率的上升，导致了市场对欧元区存续的信任危机，美元指数大涨，而 VIX 指数也飙升，酝酿中的欧洲金融体系系统性风险，令市场流动性枯竭。黄金成为融资标的，承受了巨大压力。

12 月份以来，欧元区对症下药，危机渐解。从 12 月份末开始，欧元区各国齐心展开了救助，先是在 12 月末出台了长期借款协议，向金融系统贷出了近 5000 亿欧元的三年期低息贷款（利率为 1%）。同时欧盟峰会也通过了财政约束机制。此后，围绕希腊的第二轮救助，进行了艰苦的谈判，最终，希腊同意继续削减赤字，并与私人债权人达成了债务减计协议。意大利、西班牙等其他债务国的国债收益率也显著下降，债券拍卖的收益率回落。扩大救助基金规模的谈判也在有续推进，德国反对态度软化，预期乐观。

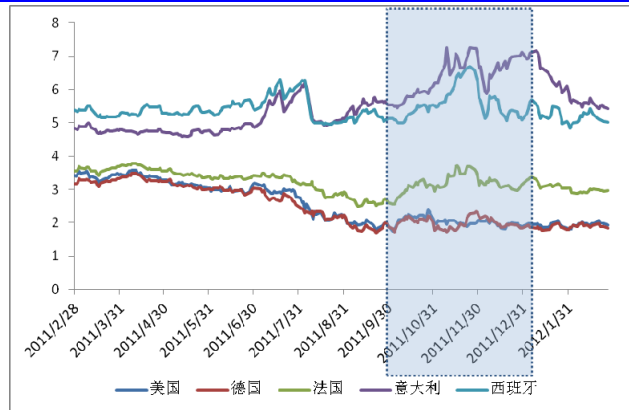
综合上述情况，欧债危机最为艰苦的时期已经过去，欧债危机逐步缓解的趋势已经确立，市场避险的情况显著回落。未来，欧洲还要就救助机制及其规模、IMF 注资等进行进一步的协商，会导致市场情绪的一些变化，但预计不会导致风险情绪的逆转。

图 13 黄金避险功能褪色



资料来源：Bloomberg, 东北证券。

图 14 2011 年 9 月，欧元区国家国债收益率遭遇危机



资料来源：Bloomberg, 东北证券。

美元指数中期波动区间 77-81，甚至于突破下方边界。美元指数经历了前期的快速上涨之后，已经有小幅的回落。在市场避险情绪有所缓解的情形下，对美元指数形成支撑的是美国强劲的经济数据，以及未来美国有可能会进入到升息周期。从中期来看，美国进入升息周期还需要一段时间对经济状况进行确认，从美联储对利率的展望来看，这一

时间至少要在 2014 年，因此，利率前景对美元指数的积极作用需要到 2014 年才有所体现。而仅依靠经济数据的强劲推动美元指数的上升，是值得怀疑的。目前，美国的经济仍然还处于刚确认复苏的阶段，美元指数的继续上涨对美国制造业、出口等方面都会形成一定的打击，这并不是美国政府所喜闻乐见的。因此，若非，欧洲出现债务危机的再度恶化、经济状况持续衰退，美元指数的波动区间维持在 77-81 之间，甚至于突破下方边界是较为可能的。

（六）2012 金价仍将走高，预估均价为 1850 美元

因此，我们预计，在 2012 年，黄金价格仍然具有成长空间，今年的黄金均价有可能达到 1850 美元。金价能否进一步的大幅上扬，这需要取决于地缘政治风险的进展及美国超宽松货币政策持续的时间。

六、盈利预测与估值

根据前述对公司运营情况的判断，我们对未来公司的运营情况做出如下假设：

1) 在产量方面，预计公司 2012 年的矿产金将增加 10%左右，此后各年将保持稳步上升的势头。

2) 矿产金成本预计也将小幅提升。

3) 黄金均价将在 2012 与 2013 年达到 380 元/克的高位

根据上述对公司运营的假设，我们预计，公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.97 元、1.26 元和 1.41 元。对应当前股价的动态 PE 水平分别为 22、17 和 15 倍。

考虑到公司在未来的资产注入空间和业绩增长水平，我们给予公司推荐评级。

七、风险提示

（一）金价波动风险。黄金价格由国际市场决定，其影响因素非常多，且作用机制复杂，世界政治、经济形势的变化，都可能对金价产生一些冲击，有可能会出现金价超预期波动的风险。

（二）公司经营风险。黄金矿业企业，在生产经营过程中会遭遇多种风险，如储量风险，即勘探储量与实际开采获得的产量之间存在着差异的可能；矿山开采风险，如在生产过程中出现的安全生产风险，环境污染风险。

（三）资产注入不如预期风险。

（四）原材料与人力成本上升风险。

表 7 预测假设条件表

		2011	2012	2013	2014
价格假设	金价(元/克)	330	380	380	360
	铜价(元/吨)	54700.85	52991.45	58119.66	58974.36
	银价(元/公斤)	6495.73	6837.61	7008.55	7350.43
	硫酸(元/吨)	341.88	341.88	341.88	341.88
产量假设	矿产金(公斤)	22242	24270	26500	29000
	冶炼金(公斤)	16000	17500	18500	19000
	精炼金(公斤)	50000	50000	50000	50000
	铜精矿(吨)	18000	19000	20000	21000
	电解铜(吨)	9000	9500	9500	9500
	矿山银(吨)	15000	16000	16500	16500
	精炼银(公斤)	21500	22500	23000	25000
	硫酸(吨)	230000	240000	240000	240000
成本假设	矿产金成本(元/克)	153.45	159.6	163.4	165.6

资料来源：东北证券。

表 8 盈利预测表

(单位: 万元)	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3,132,603	3,648,580	3,791,538
营业收入	3,132,603	3,648,580	3,791,538
二、营业总成本	2,794,147	3,205,216	3,302,999
营业成本	2,636,577	3,027,165	3,117,972
营业税金及附加	7,518	8,757	9,100
销售费用	5,639	6,567	6,825
管理费用	121,858	136,822	142,183
财务费用	21,615	24,810	25,782
资产减值损失	940	1,095	1,137
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6,800	5,600	5,400
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	345,256	448,964	493,940
加: 营业外收入	6,000	6,000	6,000
减: 营业外支出	2,500	2,500	2,500
五、利润总额	348,756	452,464	497,440
减: 所得税	87,189	113,116	124,360
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00
六、净利润	261,567	339,348	373,080
减: 少数股东损益	70,623	91,624	97,001
归属于母公司所有者的净利润	190,944	247,724	276,079
七、每股收益:			
基本每股收益(元)	0.97	1.26	1.41

资料来源：东北证券。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。