湖南黄金(002155.SZ)

【联讯有色公司点评】锑资源龙头、锑价回暖助 2017 年业绩增长

2017 年 03 月 25 日

买入(首次评级)

当前价： 12.13 元

目标价： 13.5 元

有色金属行业研究组

分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001

电话：

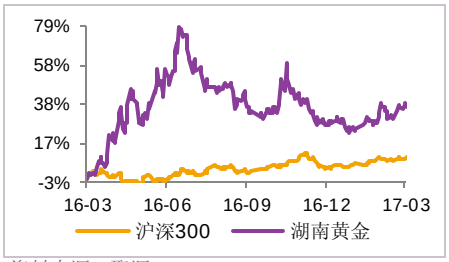
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：王保庆

电话：010-64408440

邮箱：wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,781	7,086	7,336	7,418
（+/-）	17%	4%	4%	1%
净利润	125	376	489	519
（+/-）	2%	5%	7%	7%
EPS(元)	0.12	0.31	0.41	0.43
P/E	113	43	33	31

资料来源：联讯证券研究院

投资要点

✧ 事件

2 月 14 日，公司发布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 67.81 亿元，同比增长 17.07%；归属上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增长 482.3%。

✧ 点评

金价上涨及降本增效致公司 2016 年业绩大增。金：2016 年 SGE99.5 金年均价为 256.67 元/克，同比涨 33.26 元/克。公司自产 4.8 吨黄金，带动黄金业务毛利增加 1.70 亿元，是公司业绩增长的主要原因。锑：2016 年虽锑品价格下跌，但公司采取降成本措施，锑业务板块成本下降 1.01 亿元，毛利增加 1.24 亿元。

国内第二大锑生产商、A 股唯一锑资源标的。截止至 2016 年底，公司保有资源矿石储量 6,418.8 万吨，金/锑/钨金属储量分别为 126.7 吨/23.54 万吨/10.11 万吨。2016 年，金/锑/钨产量分别为 4.8 吨/3.02 万吨/0.2 万吨，其中自产金/锑分别为 4.8 吨/1.8 万吨。锑矿：主要为辰州矿业、新龙矿业和渣滓溪矿业，均为国内大型锑矿，生产稳定，预计 2017 年锑矿产量仍有望维持在 1.8 万吨的水平。金矿：主要为黄金洞矿业、辰州矿业、新龙矿业。其中，黄金洞矿业为 2014 年大股东作价 14.9 亿注入，大股东承诺标的资产在 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年累计扣除非后净利润之和不低于 35,538 万元，2017 年需完成 15,607 万元。冶炼：公司具备完整的锑产业链，拥有锑锭/锑白/乙二醇锑产能分别 2.5 万吨/1.7 万吨/0.2 万吨，仲钨酸铵产能 0.2 万吨。黄金冶炼产能 25 吨。

2016 年募集 8 亿扩建、黄金产量增加可期。2016 年公司募集资金 8 亿元用于黄金洞矿业和大万矿业采选 1,600t/d 和 1,400t/d 提质扩能工程、沃溪坑口技术改造工程和矿浆电解新工艺制备精锑项目等。黄金洞矿业和大万矿业预计 2019 年达产，达产后将新增金产量 1.5 吨/年。

环保督查致锑原料供应偏紧、锑品价格大涨

截止至最新 2#锑锭市场价 5.7 万元/吨，较去年均价上涨 1.65 万吨，涨幅高达 40.7%；较年初上涨 1 万元/吨，涨幅为 20.8%。近期锑价上涨主要因国外客户入市采购，2017 年中央环保督查组进驻湖南导致锑原料供应偏紧，最终导致价格上涨。我们认为，全球锑市场供需基本平衡，需求端平稳，影响锑锭价格的主要为供给，湖南占全国锑产量的三分之一以上，环保督查可能会进一步影响锑市场，锑锭仍存在短期上涨行情。但我们认为，全年锑原料供应仍不会受到很大影响，锑市场仍处于供求平衡状态。5.7 万元/吨的价格已经处于合理水平，继续大涨缺乏有力支撑，维持全年均价 5-5.5 万元/吨的判断。

✧ 盈利预测及估值：投资评级“买入”、目标价“13.5 元/股”

合理假设：基于 2017 年金/锑年均价 273 元/克和 5.2 万元/吨；自产金/锑 5.3 吨/1.8 万吨的假设。2017 年归属净利润为 375.54 百万元，EPS 为 0.31 元，给予公司 43 倍 PE，目标价格为 13.5 元/股。

当前假设：基于 2017 年金/锑年均价为 278 元/克和 5.7 万元/吨。自产金/锑为 5.5 吨/1.8 万吨（2017 年公司计划量）。2017 年归属净利润有望达 497.23 百万元，EPS 为 0.41 元，对应 13.5 元/股目标价，PE（TTM）为 33 倍。

✧ 风险提示

金价不及预期、锑价不及预期、产量不及预期、锑锭历史库存流出。

图表1： 公司业绩价格弹性

栏目	指标	单位	2015A	2016A	2017E1	2017E2	2018E	2019E	产品价格变化				
									-20%	-10%	0%	10%	20%
价格													
SGEAu99.95	年均价	元/克	235	268	273	278	275	275	222	250	278	306	334
SMM2#锑锭	年均价	万元/吨	4.3	4.1	5.0	5.7	5.3	5.3	4.6	5.1	5.7	6.3	6.8
产销量													
自产黄金	产销量	吨	5.0	4.8	5.3	5.5	6.0	6.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
自产锑矿	产销量	万吨	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
自产黄金	单位成本	元/克	126	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125
合计													
合计	收入	百万元	5,792	6,781	7,086	7,276	7,336	7,418	6,750	6,985	7,220	7,455	7,691
合计	成本	百万元	5,018	5,712	5,774	5,799	5,862	5,899	5,774	5,774	5,774	5,774	5,774
合计	毛利	百万元	775	1,069	1,312	1,477	1,474	1,519	976	1,211	1,446	1,681	1,916
权益	净利润	百万元	144	376	497	489	519	126	302	477	652	828	144
EPS	稀释后	元	0.12	0.31	0.41	0.41	0.43	0.10	0.25	0.40	0.54	0.69	0.12
PE	TTM	倍	113	43	33	33	31	129	54	34	25	20	113
总市值	目标	医院	162	163	163	163	163	163	163	163	163	163	162

资料来源：联讯证券

备注：

1、2017E1 为基于合理价格及产量假设，假设 2017 年全年金价位 270 元/克，锑锭均价 5 万元/吨；自产黄金 5.3 吨，自产锑矿 1.8 万吨；自产金成本 125 元/克。

2、2017E2 为基于当前市场价格及公司 2017 年计划产量假设，全年黄金均价 280 元/克，锑锭均价 5.7 万元/吨；自产黄金 5.5 吨，自产锑矿 1.8 万吨，自产金成本 125 元/克。

3、假设其他业务（仲钨酸铵等）无弹性。

4、产品价格变化基础价格为 2017 年 3 月 24 日最新价。

5、产品价格变化对应的净利润为简单估计

6、市值按照 13.5 元/股目标价进行计算

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,970.01	1,829.55	2,009.56	2,478.86
现金	298.05	164.95	312.55	781.85
应收账款	178.85	177.16	183.39	183.39
其它应收款	215.67	211.73	216.71	216.71
预付账款	94.81	100.00	100.00	100.00
存货	609.24	602.33	623.52	623.52
其他	573.39	573.39	573.39	573.39
非流动资产	4,519.42	5,062.43	5,362.43	5,412.43
长期投资	24.84	24.84	24.84	24.84
固定资产	2,785.53	3,185.53	3,485.53	3,485.53
无形资产	507.80	550.00	500.00	500.00
其他	1,201.25	1,302.06	1,352.06	1,402.06
资产总计	6,489.43	6,891.98	7,371.99	7,891.29
流动负债	1,221.20	1,247.54	1,238.55	1,238.55
短期借款	78.69	50.00	50.00	50.00
应付账款	270.25	250.00	200.00	200.00
其他	872.26	947.54	988.55	988.55
非流动负债	901.44	901.44	901.44	901.44
长期借款	797.82	797.82	797.82	797.82
其他	103.62	103.62	103.62	103.62
负债合计	2,122.63	2,148.98	2,139.99	2,139.99
少数股东权益	47.62	47.62	47.62	47.62
归属母公司股东权益	4,319.17	4,695.38	5,184.38	5,703.68
负债和股东权益	4,366.79	4,743.00	5,232.00	5,751.30

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,781.14	7,086.26	7,335.51	7,418.01
营业成本	5,712.38	5,774.49	5,861.78	5,899.19
营业税金及附加	41.83	28.35	29.34	29.67
营业费用	35.70	37.56	38.88	39.32
管理费用	698.34	734.06	760.23	768.89
财务费用	53.34	40.00	40.00	40.00
资产减值损失	76.29	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	-0.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-10.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	152.88	441.82	575.28	610.94
营业外收入	8.48	0.00	0.00	0.00
营业外支出	6.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	154.52	441.82	575.28	610.94
所得税	29.93	66.27	86.29	91.64
净利润	124.58	375.54	488.99	519.30
少数股东损益	-18.92	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	143.50	375.54	488.99	519.30
EBITDA	527.41	780.43	948.89	1,009.55
EPS（元）	0.12	0.31	0.41	0.43

现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	460.39	719.94	822.63	937.91
净利润	124.58	375.54	488.99	519.30
资产减值准备	76.29	20.00	20.00	20.00
折旧摊销	250.25	288.61	323.61	348.61
财务费用	52.96	40.00	40.00	40.00
投资损失	10.22	10.00	10.00	10.00
营运资金变动	116.62	-21.12	-38.78	0.00
其它	-170.53	6.91	-21.19	0.00
投资活动现金流	-730.15	-542.00	-350.00	-50.00
资本支出	458.03	542.00	350.00	50.00
长期投资	280.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.88	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	382.32	-311.04	-325.03	-418.61
短期借款	78.69	50.00	50.00	50.00
应付债券	797.82	797.82	797.82	797.82
其他	-494.19	-1,158.86	-1,172.85	-1,266.43
现金净增加额	112.56	-133.10	147.60	469.30

主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	17%	4%	4%	1%
营业利润	-	189%	30%	6%
归属母公司净利润	482%	162%	30%	6%
获利能力				
毛利率	16%	19%	20%	20%
净利率	2%	5%	7%	7%
ROE	3%	8%	9%	9%
偿债能力				
资产负债率	33%	31%	29%	27%
流动比率	1.61	1.47	1.62	2.00
速动比率	1.11	0.98	1.12	1.50
营运能力				
总资产周转率	1.11	1.06	1.03	0.96
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.31	0.41	0.43
每股经营现金	0.25	0.14	0.26	0.65
每股净资产	3.59	3.91	4.31	4.74
估值比率				
P/E	113	43	33	31
P/B	3.76	3.46	3.13	2.85
EV/EBITDA	3.74	2.73	2.08	1.49

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院

分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

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。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com