

分析师: 唐月

执业证书编号: S0730512030001

tangyue@ccnew.com 021-50588666-8020

业绩略有下降, 产能释放或将增厚收益

——湖南黄金(002155)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

市场数据(2019-03-26)

发布日期: 2019年03月27日

收盘价(元)	8.81
一年内最高/最低(元)	10.37/5.91
沪深300指数	3700.44
市净率(倍)	2.19
流通市值(亿元)	105.89

事件: 3月25日晚, 公司发布2018年报。

基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	4.02
每股经营现金流(元)	0.65
毛利率(%)	9.87
净资产收益率-摊薄(%)	5.60
资产负债率(%)	28.49
总股本/流通股(万股)	120203.95/120192.77
B股/H股(万股)	0/0

投资要点:

- **公司营收大幅增长, 净利略有下降。**2018年公司实现营收124.61亿元, 同比增长20.68%; 利润总额3.52亿元, 同比减少2.37%; 归属于母公司股东的净利润2.7亿元, 同比减少10.53%; 扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润2.67亿元, 同比下降16.17%; 实现每股收益0.22元, 同比下降12%。收入增长的主要原因是外购非标金业务增长和钨品价格的上升; 但总毛利率减少了2.37个百分点, 主要原因是产品金、铋价格下降及毛利微薄的外购非标金业务比重增加。
- **黄金产量增幅较大, 自产金、铋钨产量略降。**2018年公司共生产黄金39,533千克, 同比增长24.44%, 其中生产标准金37,229千克, 含量金2,304千克; 黄金自产产量4,860千克, 同比下降2.16%; 生产铋品31,836吨, 同比下降4.61%, 其中精铋10,227吨, 氧化铋17,203吨, 含量铋2,305吨, 乙二醇铋2,101吨; 生产钨品(全部为仲钨酸铵)2,290标吨, 同比下降1.04%。
- **募投项目建设积极推进, 2019年产量或有较大增长。**(1)辰州矿业沃溪坑口技术改造募投项目主体工程2#明竖井于2018年12月26日竣工投产, 已进入调试运行和配套完善阶段; (2)黄金洞矿业采选1600t/d提质扩能工程募投项目主要工程已开始投入运行, 年选矿处理规模已达50万吨, 后期主要进行采选系统的完善; (3)大万矿业采选1400t/d提质扩能工程募投项目主要提升系统投入运行, 年选矿处理规模已达25万吨, 达到设计产能的60%; (4)新邵辰州铋业替代原火法冶炼矿浆电解新工艺制备精铋募投项目积极加强与政府的协调, 克服了前期工程的诸多外部矛盾, 积极推进主体工程建设招标工作。根据公司生产计划, 预计2019年黄金产量53,105千克, 较2018年增长34.33%; 铋品产量39,300吨, 较2018年增长23.45%; 钨品产量2,500标吨, 较2018年增长9.17%。
- **国内黄金生产集中度提升, 公司在行业中具备较强竞争优势。**2018年国内黄金产量为401.12吨, 同比下降5.87%。在全国矿产金产量下降的情况下, 大型黄金集团产量呈增长态势, 全国十二家大型黄金企业团黄金产量占全国产量(含进口料)的比重由52.42%提高至55.08%, 矿产金产量占全国的比重由40.65%提高至44.55%。公司母公司是全国第六大黄金集团, 具备较强竞争优势。公司黄金产量4.8吨, 位居前列; 铋产量3.2万吨, 位居全国第二。公司资源储量丰富, 矿石保有总量6314.6万吨, 其中金属量分别为: 金138.6吨, 铋256,941吨, 钨109,116吨。同时,

个股相对沪深300指数表现

资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

公司拥有 50 吨/年黄金生产线、3 万吨/年精锑冶炼生产线、3.2 万吨/年多品种氧化锑生产线、3000 吨/年仲钨酸铵生产线。

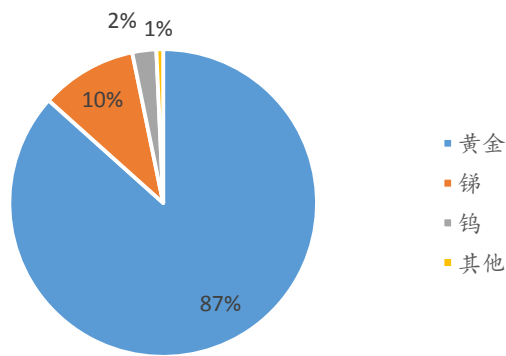
- **盈利预测与估值：**预计公司 2019-2021 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.3 元、0.4 元和 0.52 元，按 3 月 26 日收盘价 8.81 元计算，对应的 PE 分别是 29.1 倍、22.2 倍和 17.1 倍。考虑公司募投项目产能或将陆续释放，黄金和锑钨价格相对坚挺，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：（1）黄金、锑、钨金属价格下跌；（2）募投项目建设进展不及预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10325.8	12460.9	14953.1	16448.4	18093.2
增长比率	52.3%	20.7%	20.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	302.2	270.4	364.4	477.0	619.3
增长比率	110.6%	-10.5%	34.8%	30.9%	29.8%
每股收益(元)	0.25	0.22	0.30	0.40	0.52
市盈率(倍)	35.0	39.2	29.1	22.2	17.1

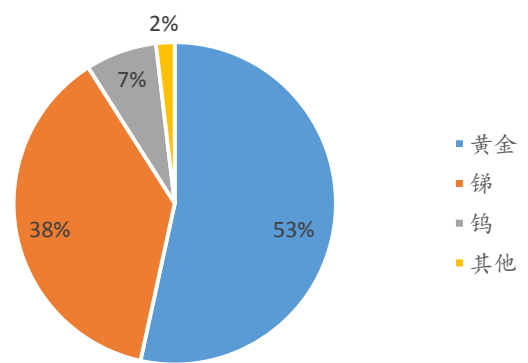
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司各产品营收占比 (2018A)



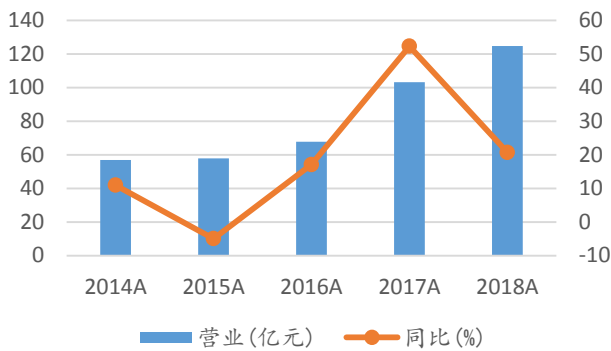
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司各产品毛利占比 (2018A)



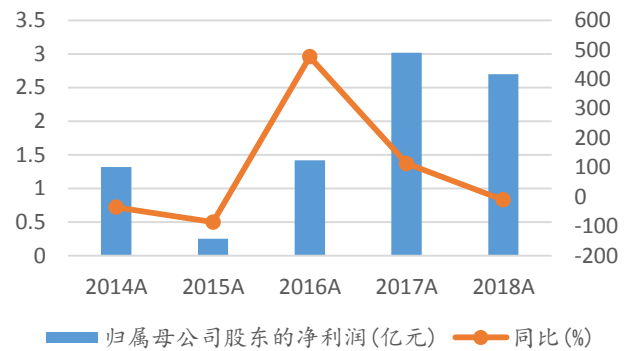
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 公司归属母公司股东净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

表 1: 公司主要产品产量及同比增速

行业分类	项目	单位	2018 年	2017 年	同比增减
黄金	销售量	千克	40,389	31,583	27.88%
	生产量	千克	39,533	31,770	24.44%
	库存量	千克	267	1,123	-76.19%
锑产品	销售量	吨	31,223	34,152	-8.58%
	生产量	吨	31,836	33,376	-4.61%
	库存量	吨	2,123	1,510	40.59%
钨产品	销售量	标吨	2,174	2,219	-2.03%
	生产量	标吨	2,290	2,314	-1.04%
	库存量	标吨	214	98	118.37%

资料来源: 公司 2018 年报, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10325.8	12460.9	14953.1	16448.4	18093.2	成长性					
减: 营业成本	9,061.2	11,230.5	13,158.7	14,577.6	16,088.1	营业收入增长率	52.3%	20.7%	20.0%	10.0%	10.0%
营业税费	51.8	64.0	81.3	85.5	95.1	营业利润增长率	146.4%	-5.3%	28.5%	34.2%	28.2%
销售费用	33.1	36.4	56.7	54.4	60.4	净利润增长率	110.6%	-10.5%	34.8%	30.9%	29.8%
管理费用	682.7	474.1	1,032.5	949.7	994.2	EBITDA 增长率	61.6%	31.2%	-4.2%	16.0%	5.9%
财务费用	44.5	47.3	152.1	124.3	5.8	EBIT 增长率	111.1%	45.2%	-3.4%	21.1%	7.5%
资产减值损失	72.4	31.6	60.1	54.7	48.8	NOPLAT 增长率	106.3%	-13.1%	53.8%	21.1%	7.5%
加: 公允价值变动收益	-	-1.0	43.9	5.5	-18.3	投资资本增长率	1.6%	3.4%	16.9%	-18.3%	15.8%
投资和汇兑收益	10.7	8.9	3.1	7.6	6.5	净资产增长率	6.2%	6.2%	5.5%	8.3%	9.7%
营业利润	376.7	356.8	458.6	615.3	789.0	利润率					
加: 营业外净收支	-16.5	-5.2	-6.7	-9.5	-7.1	毛利率	12.2%	9.9%	12.0%	11.4%	11.1%
利润总额	360.1	351.6	451.9	605.9	781.9	营业利润率	3.6%	2.9%	3.1%	3.7%	4.4%
减: 所得税	66.9	92.4	113.0	151.5	195.5	净利润率	2.9%	2.2%	2.4%	2.9%	3.4%
净利润	302.2	270.4	364.4	477.0	619.3	EBITDA/营业收入	6.2%	6.7%	5.4%	5.7%	5.5%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	4.2%	5.1%	4.1%	4.5%	4.4%
货币资金	427.3	407.3	1,196.2	1,338.0	1,447.5	运营效率					
交易性金融资产	27.4	15.5	31.9	24.9	24.1	固定资产周转天数	83	78	68	58	49
应收帐款	238.6	144.7	568.1	111.0	611.0	流动营业资本周转天数	14	8	15	16	16
应收票据	281.9	197.5	398.1	268.0	448.5	流动资产周转天数	70	54	70	75	73
预付帐款	133.5	153.6	257.3	141.1	310.0	应收帐款周转天数	8	6	9	7	7
存货	629.8	584.9	1,297.0	588.0	1,452.4	存货周转天数	22	18	23	21	20
其他流动资产	323.0	190.0	344.5	285.8	273.4	总资产周转天数	233	199	192	180	163
可供出售金融资产	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	投资资本周转天数	132	112	103	92	81
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	24.4	17.2	17.2	17.2	17.2	ROE	6.6%	5.6%	7.1%	8.5%	10.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	3.8%	3.8%	6.1%	6.6%
固定资产	2,493.8	2,888.6	2,723.8	2,559.0	2,394.2	ROIC	9.1%	7.8%	11.6%	12.0%	15.8%
在建工程	364.2	314.9	314.9	314.9	314.9	费用率					
无形资产	626.9	605.9	576.0	546.1	516.3	销售费用率	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	1,314.6	1,366.3	1,301.4	1,218.1	1,138.1	管理费用率	6.6%	3.8%	6.9%	5.8%	5.5%
资产总额	6,886.3	6,887.4	9,027.5	7,413.2	8,948.7	财务费用率	0.4%	0.4%	1.0%	0.8%	0.0%
短期债务	83.2	255.0	733.5	-	87.9	三费/营业收入	7.4%	4.5%	8.3%	6.9%	5.9%
应付帐款	352.4	160.5	890.7	115.1	928.2	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	32.7%	28.5%	42.4%	24.1%	31.0%
其他流动负债	1,223.4	1,375.4	1,194.5	1,230.1	1,334.9	负债权益比	48.5%	39.8%	73.7%	31.7%	44.9%
长期借款	-	-	457.8	-	31.7	流动比率	1.24	0.95	1.45	2.05	1.94
其他非流动负债	591.1	171.5	554.7	439.1	388.4	速动比率	0.86	0.62	0.99	1.61	1.32
负债总额	2,250.0	1,962.4	3,831.2	1,784.3	2,771.1	利息保障倍数	9.78	13.37	4.02	5.95	136.39
少数股东权益	75.4	92.7	68.5	46.3	14.2	分红指标					
股本	1,202.0	1,202.0	1,202.0	1,202.0	1,202.0	DPS(元)	-	-	0.04	0.02	0.03
留存收益	3,341.8	3,612.2	3,925.8	4,380.5	4,961.4	分红比率	0.0%	0.0%	14.0%	4.7%	6.2%
股东权益	4,636.3	4,925.0	5,196.3	5,628.9	6,177.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.2%	0.4%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	293.3	259.2	364.4	477.0	619.3	EPS(元)	0.25	0.22	0.30	0.40	0.52
加: 折旧和摊销	253.9	284.3	194.6	194.6	194.6	BVPS(元)	3.79	4.02	4.27	4.64	5.13
资产减值准备	72.4	31.6	-	-	-	PE(X)	35.0	39.2	29.1	22.2	17.1
公允价值变动损失	-	1.0	43.9	5.5	-18.3	PB(X)	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7
财务费用	41.3	51.8	152.1	124.3	5.8	P/FCF	42.9	761.0	12.7	110.6	106.7
投资收益	-10.7	-8.9	-3.1	-7.6	-6.5	P/S	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	-9.0	-11.2	-25.5	-22.6	-32.8	EV/EBITDA	15.4	11.5	12.5	9.4	8.9
营运资金的变动	32.3	421.1	-823.3	719.3	-692.4	CAGR(%)	15.7%	31.3%	39.6%	15.7%	31.3%
经营活动产生现金流量	478.7	779.1	-96.9	1,490.6	69.7	PEG	2.2	1.3	0.7	1.4	0.5
投资活动产生现金流量	-449.3	-467.4	-29.7	21.5	8.1	ROIC/WACC	0.8	0.7	1.0	1.1	1.4
融资活动产生现金流量	99.2	-334.8	915.6	-1,370.4	31.7	REP	3.2	3.6	2.2	2.2	1.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。