



2017年04月05日

## 增持(首次评级)

当前价: 21.43 元  
目标价: 25.2 元

### 有色金属行业研究组

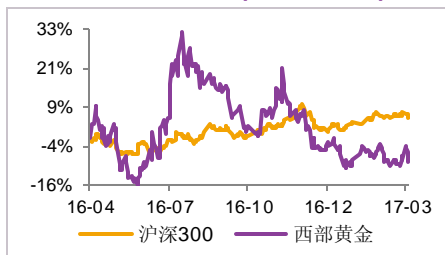
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
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	1,113	1,182	1,182	1,161
(+/-)	10%	6%	0%	-2%
净利润	127	235	242	230
(+/-)	108%	86%	3%	-5%
EPS(元)	0.20	0.37	0.38	0.36
P/E	127	68	66	70

资料来源: 联讯证券研究院

## 西部黄金(601069.SH)

# 【联讯有色公司点评】西部黄金(601069): 新疆区域黄金采选冶龙头、未来业绩增长仍可期

### 投资要点

#### ◇ 事件

3月28日,公司发布2016年年度报告,报告期间,公司实现营业收入11.13亿元,同比增长9.74%;归属于上市公司股东净利润1.27亿元,同比增长107.84%;每股收益0.199元/股,同比增长104.52%。

#### ◇ 点评

**金价回暖致2016年业绩爆发。**2016年SGE99.95金年均价为268元/克,同比上涨33元/克。公司标准金产量/销量分别为4.26吨/3.96吨,带动黄金业务收入同比增长14.11%,毛利增加1.33亿元,是公司业绩增长的主要原因。

**新疆区域黄金采选冶龙头、金金属保有储量60.76吨。**公司拥有10宗采矿权及13宗探矿权,横贯天山成矿带。坐拥哈图金矿、阿希金矿和哈密金矿等国内大型金矿,生产稳定。所辖主要矿区保有黄金矿石总量1,597.37万吨,金金属量57.66吨;低品位矿内蕴矿石量209.59万吨,金金属量3.1吨。2014A/2015A/2016A标准金产量为3.58吨/4.09吨/4.26吨,占新疆黄金产量25%左右,为目前西北地区最大的现代化黄金采选冶企业。同时,公司积极落实勘探项目,增厚黄金资源储备。2016年12月,子公司哈密公司以3500万元竞得新疆哈密市野马泉西金矿探矿权,增加公司金金属储量。

**募投项目相继完工投产、黄金产量增加可期。**截止至2016年期末,公司各募投项目投入进度均达到100%。阿希金矿复杂金精矿综合开发利用项目一期已于2013年9月投入试生产;哈图公司深部采矿项目达产后金矿石年产量可达到12万吨,平均品位5.22克/吨;480吨/日选矿技改项目选矿规模可达到15.84万吨/年,预计年产金金属量329.56千克。公司始终坚持做大做强主营业务,利用现有资源储量增加黄金产量。

#### ◇ 盈利预测及估值: 投资评级“增持”、目标价“25.2元/股”

基于2017E/2018E/2019E黄金年均价分别为275元/克、275元/克和270元/克,标准金年产销量按照公司生产计划分别为4.076吨/4.076吨/4.076吨的假设,我们预计公司2017E/2018E/2019E的归属净利润将分别为235百万元/242百万元/230百万元,对应的EPS分别为0.37元/0.38元/0.36元。给予公司2017E/2018E/2019E的PE分别为68倍/66倍/70倍。对应2017年68倍PE,目标价格为25.2元/股,投资评级“增持”。

#### ◇ 风险提示

金价上涨不及预期、产销量不及预期、项目投产不及预期。



图表1： 公司业绩价格弹性

栏目	单位	指标	2016A	2017E	2018E	2019E	产品价格变化				
							-10%	-5%	0%	5%	10%
价格											
SGEAu9995	元/克	收盘价	268	275	275	270	248	261	275	289	303
黄金	元/克	单位售价	265	275	275	270	248	261	275	289	303
产销量											
标准金	千克	销售量	3,962	4,076	4,076	4,076	4,076	4,076	4,076	4,076	4,076
标准金	千克	生产量	4,261	4,076	4,076	4,076	4,076	4,076	4,076	4,076	4,076
黄金	百万元	收入	1,052	1,121	1,121	1,101	1,009	1,065	1,121	1,177	1,233
黄金	百万元	成本	633	571	571	571	571	571	571	571	571
黄金	元/克	单位成本	149	140	140	140	140	140	140	140	140
黄金	百万元	毛利	419	550	550	530	438	494	550	606	662
合计	亿元	收入	1,091	1,161	1,161	1,140	1,048	1,104	1,161	1,217	1,273
合计	亿元	成本	677	615	615	615	615	615	615	615	615
合计	亿元	毛利	414	545	545	525	433	489	545	601	657
权益	百万元	净利润	127	235	242	230	151	193	235	277	319
完全成本	元/克	单位成本	234	217	216	214	210	214	217	221	224
EPS	元/股	基本	0.20	0.37	0.38	0.36	0.24	0.30	0.37	0.44	0.50
PE	倍	目标	127	68	66	70	106	83	68	58	50
总市值	亿元	目标	160	160	160	160	160	160	160	160	160

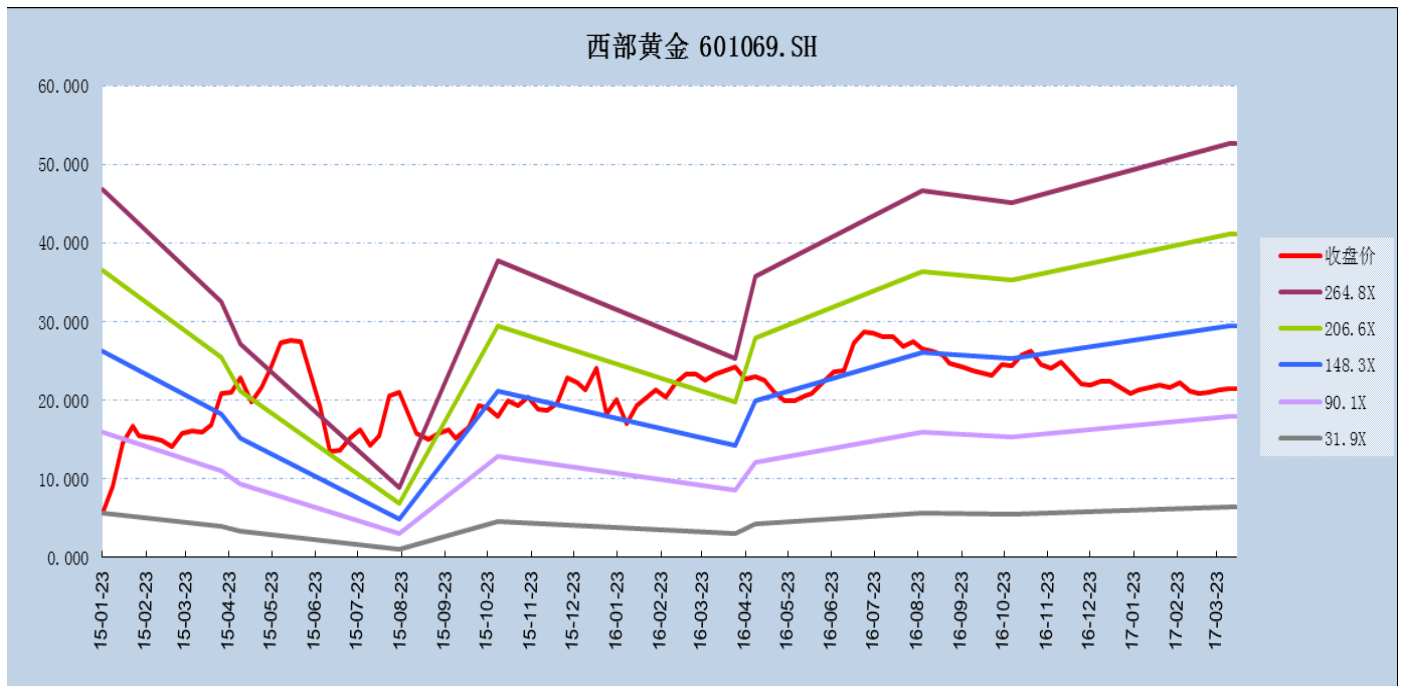
资料来源：联讯证券

备注：

- 1、 假设其他业务均无弹性；
- 2、 假设 2017E/2018E/2019E 标准金产销量相等；
- 3、 假设公司不进行套期保值操作，销售价格与上海黄金交易所 2#金价收盘价格持平。

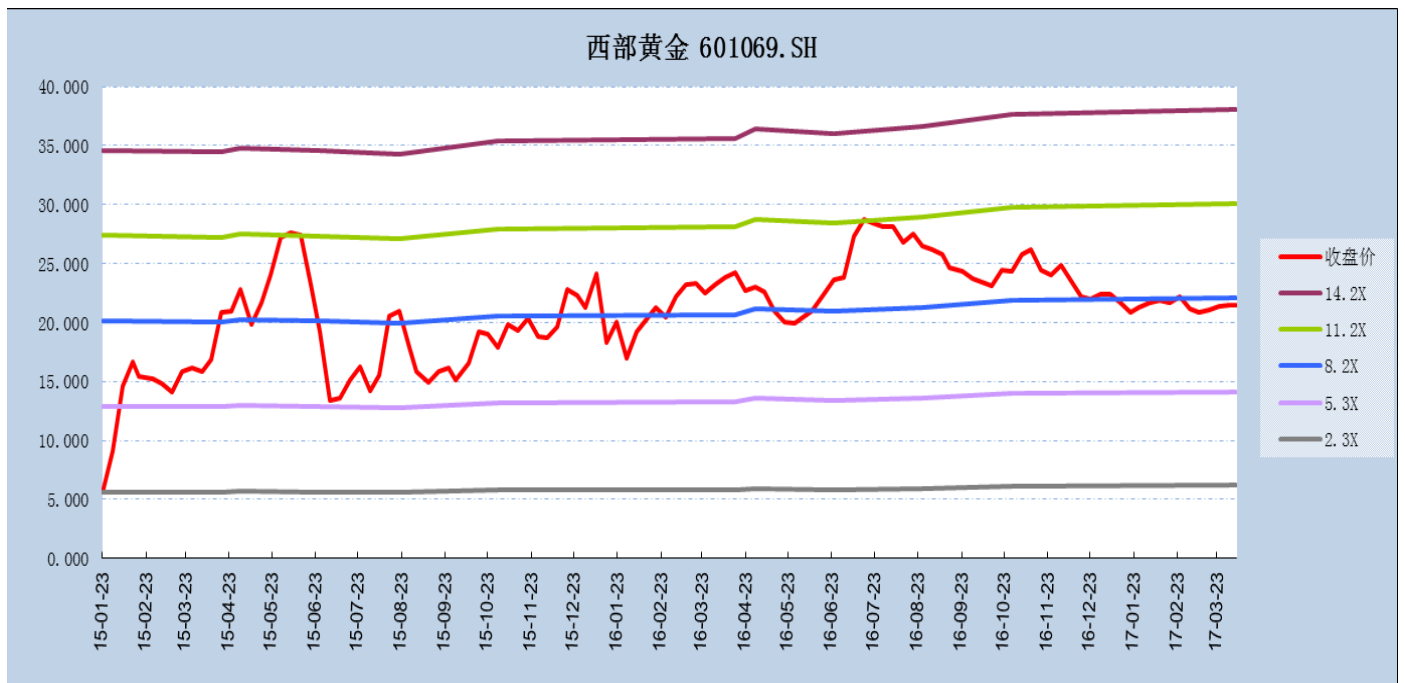


图表2: 公司 PE-Bands 图



资料来源: wind 联讯证券

图表3: 公司 PB-Bands 图



资料来源: wind 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	744.39	738.25	889.73	1,028.30	经营活动现金流	255.32	425.13	406.10	402.83
现金	307.98	366.19	509.68	641.20	净利润	126.55	234.95	242.48	229.57
应收账款	22.80	23.65	24.83	25.56	折旧摊销	128.29	138.21	154.11	163.31
其它应收款	1.15	1.50	2.00	2.00	财务费用	19.63	20	20	20
预付账款	18.67	20.00	20.00	20.00	资产减值准备	3.02	2.00	2.00	2.00
存货	375.55	321.92	328.23	334.54	营运资金变动	-33.43	-18.65	-1.18	-0.73
其他	18.24	5.00	5.00	5.00	其它	11.26	48.62	-11.31	-11.32
非流动资产	1,944.02	1,902.10	2,002.10	2,102.10	投资活动现金流	-211.01	-215.84	-132.61	-141.31
固定资产	1,120.12	1,220.12	1,393.10	1,493.10	长期投资	105.72	172.98	100.00	105.72
在建工程	272.98	172.98	100.00	100.00	其他	-110.12	40.37	-41.31	-110.12
无形资产	174.28	180.00	180.00	180.00	筹资活动现金流	19.15	-130.00	-130.00	-130.00
其他	376.65	329.00	329.00	329.00	短期借款	300.00	300.00	300.00	300.00
资产总计	2,688.41	2,640.35	2,891.83	3,130.40	其他	-280.85	-430.00	-430.00	-430.00
流动负债	820.32	537.61	537.61	537.61	现金净增加额	63.46	79.30	143.49	131.52
短期借款	300.00	300.00	300.00	300.00					
应付账款	180.97	164.11	164.11	164.11					
其他	339.34	73.50	73.50	73.50					
非流动负债	163.62	155.00	155.00	155.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期应付款	4.85	5.00	5.00	5.00	成长能力				
其他	158.77	150.00	150.00	150.00	营业收入	10%	6%	0%	-2%
负债合计	983.94	692.61	692.61	692.61	营业利润	112%	83%	3%	-5%
归母股东权益	1,704.48	1,947.74	2,199.22	2,437.79	归属母公司净利	108%	86%	3%	-5%
所有者权益合计	1,704.48	1,947.74	2,199.22	2,437.79	获利能力				
负债和股东权益	2,688.41	2,640.35	2,891.83	3,130.40	毛利率	38%	47%	47%	46%
					净利率	11%	20%	21%	20%
<b>利润表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROE	7%	12%	11%	9%
营业收入	1,113.26	1,182.31	1,182.31	1,161.93	偿债能力				
营业成本	694.92	631.21	631.21	631.21	资产负债率	37%	26%	24%	22%
营业税金及附加	23.66	23.65	23.65	23.24	流动比率	0.91	1.37	1.65	1.91
营业费用	2.28	2.42	2.42	2.38	速动比率	0.43	0.74	1.01	1.25
管理费用	187.28	198.90	189.17	185.91	营运能力				
财务费用	21.62	20.00	20.00	20.00	总资产周转率	0.57	0.62	0.59	0.55
资产减值损失	3.02	2.00	2.00	2.00	应收账款周转率	48.83	50.00	47.62	45.45
公允价值变动收	3.35	0.00	0.00	0.00	存货周转率	1.85	1.96	1.92	1.89
投资净收益	-17.55	0.02	0.02	0.02	每股指标(元)				
营业利润	166.28	304.16	313.88	297.21	每股收益	0.20	0.37	0.38	0.36
营业外收入	5.61	5.00	5.00	5.00	每股经营现金	0.40	0.67	0.64	0.63
营业外支出	8.62	6.00	6.00	6.00	每股净资产	2.68	3.06	3.46	3.83
利润总额	163.27	303.16	312.88	296.21	估值比率				
所得税	36.72	68.21	70.40	66.65	P/E	127	68	66	70
净利润	126.55	234.95	242.48	229.57	P/B	9.40	8.23	7.29	6.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	259	95	87	93
归属母公司净利	126.55	234.95	242.48	229.57					
EBITDA	313	461	487	480					
EPS（元）	0.20	0.37	0.38	0.36					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：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 20 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。

## 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，旨在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](http://www.lxsec.com)