

产销量下滑, 金价助力净利润改善

投资要点

- **事件:** 公司发布2020年半年报。公司2020H1实现营收75.41亿元, 同比下降9.96%, 实现归母净利润0.92亿元, 同比上升9.20%, 实现扣非后归母净利润0.91亿元, 同比上升8.42%, 经营活动产生的净现金流4.29亿元, 同比上升199.56%。其中Q2实现营收37.84亿元, 同比下降0.78%, 环比增加0.72%, 实现归母净利润1.30亿元, 同比上升250.24%, 环比上升440.01%, 实现扣非后归母净利润1.29亿元, 同比上升265.94%, 环比上升442.41%。
- **产销量全线下滑+铋、钨的价格下跌, 营收不及预期。** 2020上半年公司营收同比下降9.96%, 主要系公司各类产品销量下滑所致: 黄金产量19096千克, 同比下降29.36%, 其中标准金18043千克, 含量金1053千克; 铋品产量17100吨, 同比下降12.43%, 其中铋锭6,994吨, 氧化铋7,234吨, 含量铋1428吨, 乙二醇铋1365吨, 塑料母粒79吨; 钨品产量1139标吨, 同比下降3.88%。公司自产产品中, 黄金自产2,196千克, 同比下降4.06%; 铋自产9754吨, 同比下降2.9%; 钨精矿自产1137标吨, 同比增长19.77%。此外铋、钨的价格下跌也是拖累营收的一大原因: 2020年上半年国内市场铋锭均价为3.83万元/吨, 同比下降16.49%, 公司铋品销售均价为2.78万元/吨, 同比下降5.24%; 国内市场黑钨精矿均价为8.14万元/吨, 同比下降12.31%, 公司钨品销售均价为10.61万元/吨, 同比下降12.44%。
- **金价上涨+自产黄金比重提高, 净利润明显改善。** 尽管上半年销量有所下滑, 但是金价的暴涨以及公司自产黄金比重提高, Q2扣非后归母净利润同比提升265.94%: 2020上半年国际金价均价为1645.42美元/盎司, 较上年同期上涨25.9%, 国内市场黄金平均价格为370.0元/克, 同比上升28.5%, 公司黄金销售均价为361.9元/克, 同比上升28.7%; 再加上自产黄金量占比由去年同期的8.5%提高到今年的11.5%, 黄金毛利率提高1.19个百分点, 总毛利率提高0.55个百分点, 助力Q2净利润飙升, 上半年净利润明显改善。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2020-2022年的营业收入分别为153.2亿元、186.5亿元和217.6亿元, 归母净利润分别为2.1、3.7、4.1亿元; EPS分别为0.17、0.31、0.34元, 对应PE为55X、31X、28X。首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、产量不及预期、黄金储量低的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13829.22	15317.30	18645.30	21755.80
增长率	10.98%	10.76%	21.73%	16.68%
归属母公司净利润(百万元)	159.79	208.03	369.44	409.48
增长率	-40.91%	30.19%	77.59%	10.84%
每股收益EPS(元)	0.13	0.17	0.31	0.34
净资产收益率ROE	3.09%	3.88%	6.50%	6.82%
PE	71	55	31	28
PB	2.27	2.20	2.08	1.96

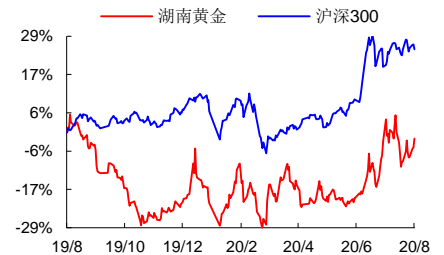
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邱培宇
执业证号: S1250520070001
电话: 021-58351893
邮箱: qiupy@swsc.com.cn

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-58251918
邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.02
流通A股(亿股)	12.02
52周内股价区间(元)	6.94-10.23
总市值(亿元)	114.19
总资产(亿元)	69.98
每股净资产(元)	4.17

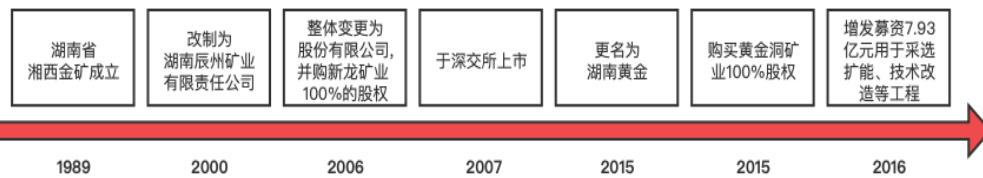
相关研究

1 黄金业务稳定增长，铋、钨价格下跌拖累净利润

湖南黄金股份有限公司（曾用名“湖南辰州矿业股份有限公司”，以下简称“湖南黄金”或“公司”）成立于 2006 年，前身为湖南省湘西金矿，湖南黄金集团为控股股东。公司于 2007 年在深交所上市，公司主要从事黄金、铋、钨等有色金属矿山的开采、选矿、冶炼加工以及贸易业务，拥有完整的产业链和产供销体系，并拥有铋钨制品出口供货资格。

公司拥有规模化的生产线：拥有 50 吨/年黄金生产线、3 万吨/年精铋冶炼生产线、3.2 万吨/年多品种氧化铋生产线、3000 吨/年仲钨酸铵生产线。**募投项目有效推进：**黄金洞矿业采选 1,600t/d 提质扩能工程井下各大系统完善，出矿能力已达到 1,600t/d。大万矿业采选 1,400t/d 提质扩能工程出矿能力、选厂日处理能力也已达到 1,400t/d。

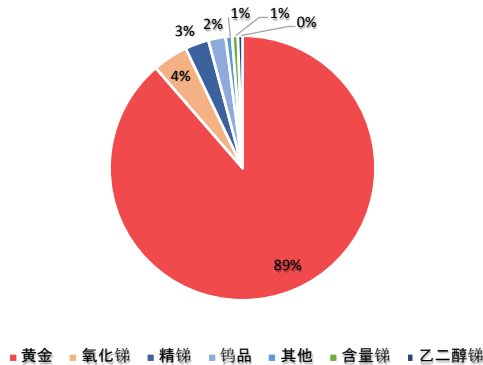
图 1：公司历史变革：2006 年成立，2007 年上市



数据来源：公司公告，西南证券整理

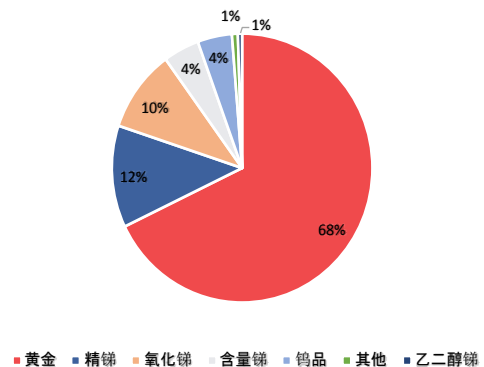
主营业务结构未发生明显变化。公司主营产品包括黄金、氧化铋、精铋、含量铋、乙二醇铋以及钨品等，营收构成与去年同期变化不大：收入端，2019 年黄金占比达 89%，其次为氧化铋（4%），精铋（3%）与钨品（2%）。毛利润端，2019 年黄金占比达 68%，其次为精铋（12%），氧化铋（10%），铋产品附加值较高。

图 2：2019 年营收占比：黄金 89%，氧化铋 4%



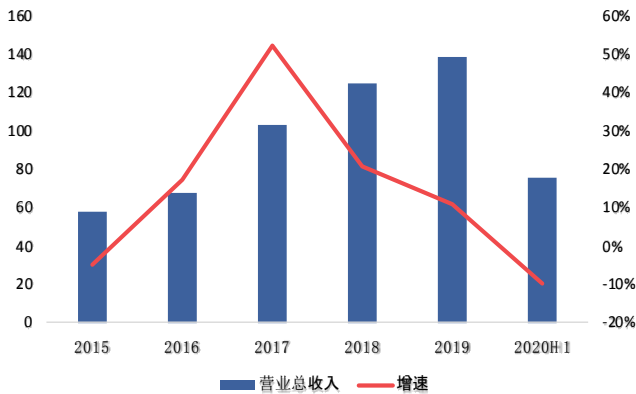
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2019 年毛利润占比：黄金 68%，精铋 12%

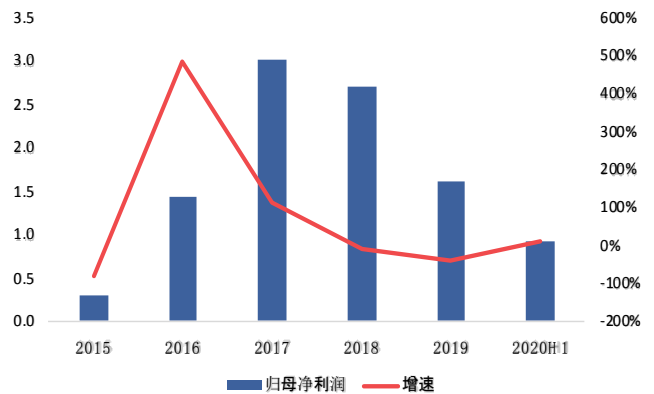


数据来源：Wind，西南证券整理

营收稳定增长，归母净利润有待改善。2019 年公司实现营业收入 138.29 亿元，同比增长 10.98%，主要原因是外购非标金业务增长和黄金价格上涨；实现归母净利润 1.60 亿元，同比下降 40.91%，主要原因是产品铋、钨价格下降。2020H1 公司实现营业收入 75.41 亿元，同比下降 9.96%，主要原因是外购非标金业务同比减少以及产品铋、钨量价齐跌；实现归母净利润 0.92 亿元，同比上升 9.20%，主要原因是金价上涨及外购非标金减少、自产金比重增加带来的黄金毛利提升。

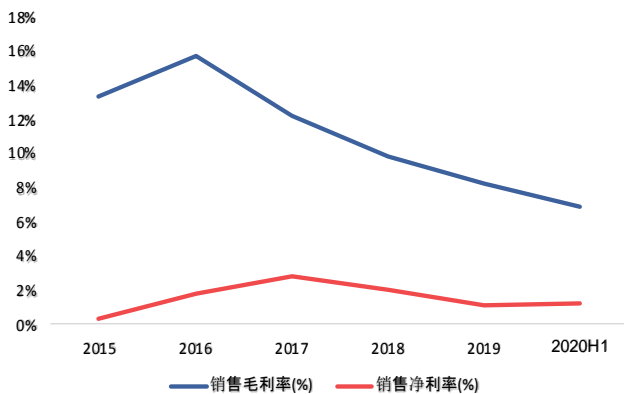
图 4：公司 2020H1 营收达 75.41 亿元


数据来源：Wind，西南证券整理

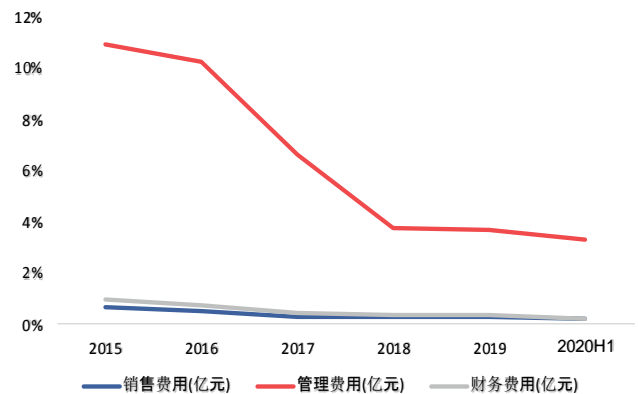
图 5：公司 2020H1 归母净利润达 0.92 亿元


数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率持续下滑，期间费用率显著改善。2015-2019 年，公司销售毛利率自 13.37% 下跌至 8.31%，系毛利率极低的外购非标金业务增加导致。2019 年黄金价格上涨，导致黄金毛利率提高 0.27 个百分点，镱、钨价格下降导致精镱、含量镱、氧化镱毛利率比上年分别减少 8.5、6.89、14.19 个百分点，乙二醇镱毛利率增加 7.92 个百分点，钨品毛利率减少 11.26 个百分点。2015-2019 年公司期间费用率由 12.59% 下降至 4.33%，其中管理费用率由 10.93% 下降至 3.67%，主要系公司营收大幅增加所致。2020H1 公司销售毛利率为 6.86%，同比提高 0.55 个百分点，销售净利率为 1.24，同比提高 0.25 个百分点，销售净利率上升主要系三费加研发费用在营收中占比下降所致。

图 6：公司 2015-2020H1 毛利率与净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2015-2020H1 期间费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

公司产品可划分成：黄金、铋品、钨品及其他四部分进行分别测算。

假设 1：依据公司 2020 年的经营目标及 2020 上半年产量情况，未来三年黄金的销量分别为 40.3 吨、50 吨、50 吨，铋品的销量分别为 32950 吨、39000 吨、39000 吨，钨品的销量分别为 2450 标吨、2500 标吨、2500 标吨；

假设 2：未来三年黄金的销售单价分别为 380 元/克、430 元/克、480 元/克，铋品的销售单价分别为 2.8 万元/吨、3.0 万元/吨、3.3 万元/吨，钨品的销售单价分别为 10.6 万元/吨、11.5 万元/吨、12.0 万元/吨；

假设 3：未来三年黄金的毛利率分别为 6.5%、6.5%、6.5%，铋品的毛利率分别为 23%、26%、26%，钨品的毛利率分别为 15%、17%、19%；

假设 4：其他产品维持 2019 年的收入、成本不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
黄金	收入	12262.1	14060.0	17200.0	20160.0
	增速	13.6%	14.7%	22.3%	17.2%
	毛利率	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
铋品	收入	1167.4	889.6	1050.0	1188.0
	增速	-7.6%	-23.8%	18.0%	13.1%
	毛利率	26.7%	23.0%	26.0%	26.0%
钨品	收入	291.8	259.9	287.5	300.0
	增速	-7.2%	-10.9%	10.6%	4.3%
	毛利率	16.8%	15.0%	17.0%	19.0%
其他	收入	107.8	107.8	107.8	107.8
	增速	21.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
合计	收入	13829.2	15317.3	18645.3	21755.8
	增速	11.0%	10.8%	21.7%	16.7%
	毛利率	8.3%	7.6%	7.8%	7.7%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 153.2 亿元、186.5 亿元和 217.6 亿元，归母净利润分别为 2.1、3.7、4.1 亿元，EPS 分别为 0.17、0.31、0.34 元，对应 P/E 为 55X、31X、28X，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值比较

公司名称	现价	EPS (元)				PE (倍)			
	(元)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
赤峰黄金	19.32	0.12	0.30	0.64	1.12	41.61	64.39	30.05	17.22
中金黄金	10.50	0.05	0.24	0.28	0.34	163.71	42.99	36.91	31.20
恒邦股份	15.15	0.34	0.53	0.67	0.85	41.83	27.68	21.83	17.24

数据来源：Wind，西南证券整理。注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.8.26 日收盘价。

3 风险提示

原材料价格波动、产量不及预期、黄金储量低的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13829.22	15317.30	18645.30	21755.80	净利润	155.65	201.30	357.15	396.98
营业成本	12680.54	14151.50	17197.00	20071.10	折旧与摊销	301.24	433.82	433.82	433.82
营业税金及附加	61.78	79.62	92.36	107.45	财务费用	53.84	58.51	82.12	103.00
销售费用	37.64	42.69	51.56	60.32	资产减值损失	-67.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	506.54	718.88	755.83	899.95	经营营运资本变动	599.23	184.40	119.01	109.12
财务费用	53.84	58.51	82.12	103.00	其他	-211.73	0.27	2.13	4.04
资产减值损失	-67.46	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	830.77	878.30	994.23	1046.97
投资收益	-1.30	0.00	0.00	0.00	资本支出	-284.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-4.66	-2.66	-3.05	-3.19	其他	-332.73	-2.66	-3.05	-3.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-617.12	-2.66	-3.05	-3.19
营业利润	197.87	263.45	463.39	510.79	短期借款	0.00	397.49	-534.66	-117.83
其他非经营损益	-3.09	-5.70	-5.35	-4.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	194.78	257.75	458.04	506.75	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	39.13	56.45	100.89	109.77	支付股利	-48.08	-31.96	-41.61	-73.89
净利润	155.65	201.30	357.15	396.98	其他	-238.36	-79.28	-82.12	-103.00
少数股东损益	-4.14	-6.73	-12.29	-12.50	筹资活动现金流净额	-286.44	286.25	-658.38	-294.72
归属母公司股东净利润	159.79	208.03	369.44	409.48	现金流量净额	-69.41	1161.89	332.80	749.06
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	369.84	1531.73	1864.53	2613.59	成长能力				
应收和预付款项	243.57	357.31	402.78	474.03	销售收入增长率	10.98%	10.76%	21.73%	16.68%
存货	466.93	524.09	638.42	744.60	营业利润增长率	-44.54%	33.14%	75.89%	10.23%
其他流动资产	263.95	151.17	176.32	199.82	净利润增长率	-39.95%	29.33%	77.42%	11.15%
长期股权投资	17.15	17.15	17.15	17.15	EBITDA 增长率	-19.67%	36.68%	29.58%	6.97%
投资性房地产	13.97	13.97	13.97	13.97	获利能力				
固定资产和在建工程	3501.09	3278.69	3056.30	2833.90	毛利率	8.31%	7.61%	7.77%	7.74%
无形资产和开发支出	603.27	515.49	427.71	339.94	三费率	4.32%	5.35%	4.77%	4.89%
其他非流动资产	1319.87	1196.22	1072.58	948.93	净利率	1.13%	1.31%	1.92%	1.82%
资产总计	6799.64	7585.83	7669.76	8185.93	ROE	3.09%	3.88%	6.50%	6.82%
短期借款	255.00	652.49	117.83	0.00	ROA	2.29%	2.65%	4.66%	4.85%
应付和预收款项	482.60	625.20	726.33	846.68	ROIC	3.21%	4.20%	7.38%	8.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.00%	4.93%	5.25%	4.82%
其他负债	1028.26	1125.79	1327.71	1518.27	营运能力				
负债合计	1765.87	2403.48	2171.88	2364.96	总资产周转率	2.02	2.13	2.44	2.74
股本	1202.04	1202.04	1202.04	1202.04	固定资产周转率	4.53	4.94	6.47	8.18
资本公积	1291.07	1291.07	1291.07	1291.07	应收账款周转率	93.97	90.46	91.52	91.69
留存收益	2431.55	2607.62	2935.45	3271.05	存货周转率	23.97	28.32	29.46	28.92
归属母公司股东权益	4945.43	5100.73	5428.56	5764.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.20%	—	—	—
少数股东权益	88.35	81.61	69.32	56.82	资本结构				
股东权益合计	5033.77	5182.34	5497.88	5820.98	资产负债率	25.97%	31.68%	28.32%	28.89%
负债和股东权益合计	6799.64	7585.83	7669.76	8185.93	带息债务/总负债	14.44%	27.15%	5.43%	0.00%
					流动比率	0.85	1.16	1.55	1.85
					速动比率	0.56	0.92	1.23	1.51
					股利支付率	30.09%	15.36%	11.26%	18.04%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	552.95	755.78	979.32	1047.62	每股收益	0.13	0.17	0.31	0.34
PE	71.47	54.89	30.91	27.89	每股净资产	4.19	4.31	4.57	4.84
PB	2.27	2.20	2.08	1.96	每股经营现金	0.69	0.73	0.83	0.87
PS	0.83	0.75	0.61	0.52	每股股利	0.04	0.03	0.03	0.06
EV/EBITDA	20.15	13.73	9.71	8.25					
股息率	0.42%	0.28%	0.36%	0.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn