

湖南黄金（002155）深度研究报告

金铋龙头，双轮驱动未来增长可期

- ❖ 公司聚焦金铋双主业，布局矿山开采、选矿、冶炼及深加工全产业链。截至2023年，公司拥有100吨/年黄金生产线、2.5万吨/年精铋冶炼生产线、4万吨/年多品种铋产品生产线、3000吨/年仲钨酸铵生产线，全年实现自产铋17,543吨，自产金3947千克，自产铋552标吨，实现营业收入233亿元，归母净利润4.89亿元。2024年上半年，公司自产金产量1,962千克，自产铋产量8,173吨，自产铋精矿产量410标吨。根据公司“十四五”规划，公司目标自产金产量10吨。
- ❖ 公司作为金铋龙头，铋业稳定，黄金远期规划可观。公司目前是国内十大黄金矿山开发企业之一，也是国内重要的铋矿和钨矿开发公司。截至2023年，公司拥有和控制矿业权34个，其中探矿权21个、采矿权13个，保有资源储量矿石量6,800万吨，其中金金属量141.76吨，铋30.73万吨，钨9.96万吨。当前甘肃加鑫已经完成以地南铜金矿和下看木仓金矿的探转采，计划在建产能50万吨/年采选规模；隆回金杏完成采矿证深部资源接替，计划将矿山开采规模及选厂生产规模由450t/d增至800t/d（24万吨/年），预计年生产含金55克/吨，含砷22%的金精矿6127.33吨。公司“十四五”目标为自产金产量10吨。
- ❖ 集团资源整合待落地，未来增长空间大。2021年，公司与控股股东湖南黄金集团此前签订《行业培育协议书》，由湖南黄金集团代为培育平江县万古矿区金矿资源，待项目成熟后，集团承诺将在整合完成后，上市公司具备优先认购权，目前公司控股股东湖南黄金集团将收购的7个采矿权和7个探矿权全部完成转让变更，目前正在开展相关矿权整合、扩界及延续等工作，公司未来若对万古矿区整合，有望推动公司矿产品产量增长。考虑2024年湖南省地质院在万古矿区地下2000米以上深度地层发现超过40条金矿脉，金品位最高达138克/吨，以前年度科研深孔见矿情况结合上部探明的资源分布状况推测的远景资源量（含探矿核心区累计探获黄金资源量300.2吨）超1000吨，并且预测地下3000米以上远景黄金储量丰富。该矿田包括湖南黄金洞矿业拥有的1个采矿权和3个探矿权、湖南黄金天岳矿业拥有的5个采矿权和7个探矿权，以及由其他民营主体拥有的周边探矿权及未划定矿区范围的空白区，预计未来长期前景可期。
- ❖ 投资建议：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为8.5/21.1/23.7亿元，分别同比+73.0%、+148.9%、+12.4%。选取华锡有色、赤峰黄金、山金国际为可比公司，可比公司2025年PE估值均值16倍，我们给予公司2025年17倍市盈率，目标价29.79元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ 风险提示：金铋价格大幅波动风险；宏观经济周期波动风险；矿山事故导致停产风险

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	23,303	27,899	35,827	36,413
同比增速(%)	10.8%	19.7%	28.4%	1.6%
归母净利润(百万)	489	846	2,107	2,368
同比增速(%)	11.8%	73.0%	148.9%	12.4%
每股盈利(元)	0.41	0.70	1.75	1.97
市盈率(倍)	55	32	13	11
市净率(倍)	4.3	3.9	3.1	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2025年4月2日收盘价

推荐（首次）

目标价：29.79元

当前价：22.06元

华创证券研究所

证券分析师：马金龙

邮箱：majinlong@hcyjs.com

执业编号：S0360522120003

证券分析师：刘岗

邮箱：liugang@hcyjs.com

执业编号：S0360522120002

联系人：李梦娇

邮箱：limengjiao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	120,203.95
已上市流通股(万股)	120,191.78
总市值(亿元)	265.17
流通市值(亿元)	265.14
资产负债率(%)	15.87
每股净资产(元)	5.59
12个月内最高/最低价	24.56/13.56

市场表现对比图(近12个月)



## 投资主题

### 投资逻辑

我们认为公司作为金锑龙头，黄金业务稳健发展，内部整合叠加集团资源注入，长期成长空间巨大。公司目前是国内十大黄金矿山开发企业之一，也是国内重要的锑矿和钨矿开发公司，布局矿山开采、选矿、冶炼及深加工全产业链，拥有100吨/年黄金生产线、2.5万吨/年精锑冶炼生产线、4万吨/年多品种锑产品生产线、3000吨/年仲钨酸铵生产线，公司目前产品增长主要依托于内部甘肃加鑫的扩产以及外部平江万古资源的整合。**内部看**，当前甘肃加鑫已经完成以地南铜金矿和下看木仓金矿的探转采，计划在建产能50万吨/年采选规模；隆回金杏完成采矿证深部资源接替，计划将矿山开采规模及选厂生产规模由450t/d增至800t/d（24万吨/年）。**外部方面**，公司与控股股东湖南黄金集团此前签订《行业培育协议书》，由湖南黄金集团代为培育平江县万古矿区金矿资源，待项目成熟后，集团承诺将在整合完成后，上市公司具备优先认购权，目前公司控股股东湖南黄金集团将收购的7个采矿权和7个探矿权全部完成转让变更，目前正在开展相关矿权整合、扩界及延续等工作，而万古矿区最新探到的资源储量丰富，长期看未来的成长空间巨大。

### 关键假设、估值与盈利预测

我们基于以下假设对公司业绩进行预测：1）价格方面，考虑金、锑、仲钨酸铵价格走势，假设24-26年金、锑、仲钨酸铵市场均价分别为557/680/700元/克、13/22/22万元/吨，20.21/21.21/21.21万元/吨，考虑公司产品销售存在折价，且锑产品包括三氧化二锑、精锑等产品，预计24-26年金锑钨销售均价分别为549/670/690元/克、9.0/15.3/15.3万元/吨、16.2/17/17万元/吨；2）产量方面，考虑公司2024年产量计划以及甘肃加鑫项目建设等情况，我们预计公司24-26年自产金产量3.8/4.5/5吨，自产锑分别为1.55/1.65/1.75万吨，自产钨均为820吨，产销率为100%；3）成本方面，考虑公司24年上半年成本变化，假设2024-2026年黄金、锑、仲钨酸铵单位成本分别同比增加25%/21%/0%、增加20%/52%/0%，增加13%/0%/0%。

假设其他业务保持2024年上半年情况运行，预计2024-2026年营业收入为279/358.3/364.1亿元，分别同比+19.7%、+28.4%、+1.6%，归母净利润分别为8.5/21.1/23.7亿元，分别同比+73.0%、+148.9%、+12.4%。

选取华锡有色、赤峰黄金、山金国际为可比公司，可比公司2025年PE估值均值16倍，我们给予公司2025年17倍市盈率，目标价29.79元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

# 目 录

<b>一、公司聚焦金锑双主业，业绩稳中向好</b> .....	<b>5</b>
（一）公司基本介绍和发展历程.....	5
（二）金锑双业驱动，业绩稳中向好.....	5
<b>二、公司为锑矿开发龙头，黄金远期规划可观</b> .....	<b>8</b>
（一）湖南辰州矿业：锑钨趋于稳定，金矿有增长空间.....	9
1、沅陵沃溪金锑钨矿：探矿增储持续推进.....	10
2、甘肃辰州：公司重要金锑矿山，3万吨/年扩展为9万吨/年.....	10
3、甘肃加鑫：完成两个金矿探转采，在建50万吨/年项目.....	11
4、安化渣滓溪：国内锑老牌矿山，年产精锑约6000吨.....	11
5、湘安钨业：公司重要钨矿山.....	12
（二）黄金洞矿业：年产黄金1.5吨，未来探矿潜力大.....	13
（三）新龙矿业：金矿产能提升空间大，锑矿产量或维持稳定.....	14
1、本部龙山金锑矿完成深部扩界.....	14
2、隆回金杏：深部资源接替，金矿产能有望翻倍增至24万吨/年.....	15
3、新邵辰州锑业：金锑冶炼，计划年产能锑金属1万吨，金精矿2.6万吨.....	16
<b>三、集团资源整合待落地，未来增长空间大</b> .....	<b>16</b>
<b>四、盈利预测及估值分析</b> .....	<b>17</b>
<b>五、风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1	湖南省国资委为公司实际控制人（截止 2025 年 3 月）	5
图表 2	湖南黄金锑产品产销量	6
图表 3	湖南黄金黄金和钨产品产销量	6
图表 4	公司营业收入和归母净利润情况	7
图表 5	公司 2024 上半年毛利结构情况	7
图表 6	公司毛利率基本平稳，净利率总体稳步提升	7
图表 7	公司 24 年前三季度 ROE（摊薄）提升至 10%	7
图表 8	公司资产负债率持续下行	8
图表 9	公司期末现金余额总体稳步提升	8
图表 10	湖南黄金旗下核心矿山情况	8
图表 11	湖南黄金自产金产量情况	9
图表 12	湖南黄金自产锑产量情况	9
图表 13	湖南辰州矿业旗下公司情况	9
图表 14	江南造山带地质构造及金属矿床分布简图	9
图表 15	湖南辰州矿业营业收入情况	10
图表 16	湖南辰州矿业净利润情况	10
图表 17	甘肃辰州矿业营业收入情况	11
图表 18	甘肃辰州矿业净利润情况	11
图表 19	安化渣滓溪营业收入情况	12
图表 20	安化渣滓溪净利润情况	12
图表 21	湘安钨业营业收入情况	13
图表 22	湘安钨业净利润情况	13
图表 23	黄金洞矿业营业收入情况	14
图表 24	黄金洞矿业净利润情况	14
图表 25	新龙矿业营业收入情况	15
图表 26	新龙矿业净利润情况	15
图表 27	杏枫山金矿 2018-2022 年采矿量情况	15
图表 28	隆回金杏营业收入和净利润情况	15
图表 29	新邵辰州锑业营业收入情况	16
图表 30	新邵辰州锑业净利润情况	16
图表 31	湖南黄金业绩预测	17
图表 32	可比公司估值分析	18

## 一、公司聚焦金锑双主业，业绩稳中向好

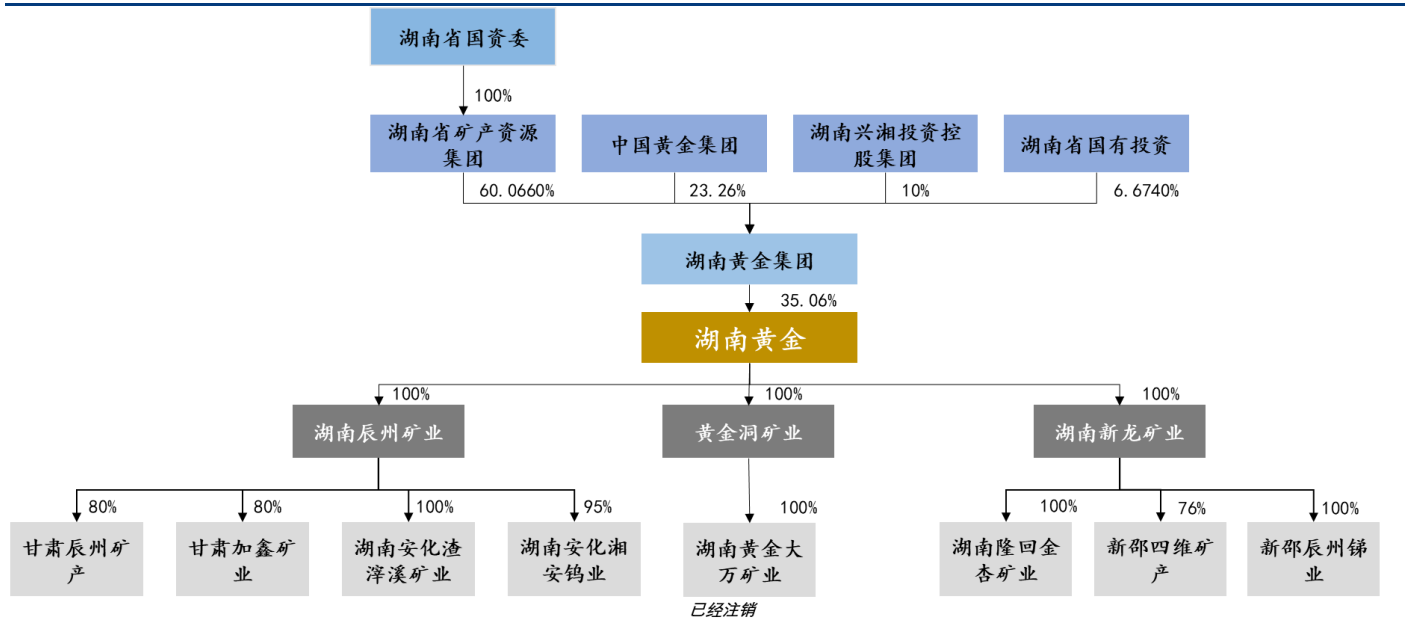
### （一）公司基本介绍和发展历程

湖南黄金主要从事黄金及锑等有色金属矿山的开采、选矿，金锑钨等有色金属的冶炼及加工，黄金、精锑的深加工及有色金属矿产品的进出口业务等。截止 2023 年，公司拥有 100 吨/年黄金生产线、2.5 万吨/年精锑冶炼生产线、4 万吨/年多品种锑产品生产线、3000 吨/年仲钨酸铵生产线。

**公司发展历程。**公司的前身是湖南湘西金矿，拥有超过 140 多年的黄金开采历史，见证了中国黄金开采的发展和变迁。2000 年 12 月，经湖南省人民政府批准，正式成立湖南辰州矿业有限责任公司。随着企业的发展，在 2006 年整体变更为湖南辰州矿业股份有限公司，并于次年成功在深圳证券交易所上市（股票简称“辰州矿业”，代码为“002155”），2015 年股票全称更名为湖南黄金股份有限公司（股票简称“湖南黄金”）。

湖南省国资委为公司实际控制人，湖南黄金有色产业投资集团为公司最大股东。22 年控股股东湖南省国资委将持有的湖南黄金集团的 60.0660% 股份无偿划转至湖南有色产业投资集团（现已更名为湖南省矿产资源集团有限责任公司），湖南省国资委由直接控股变为间接控股。湖南有色是湖南省国资委的全资企业，由湖南黄金集团与湖南有色环保研究院合并组建而成。目前看湖南省国资委仍为实际控制人，湖南黄金有色产业投资集团成为第一大股东。截至 24 年 H1，公司拥有 21 家参股控股公司。

图表 1 湖南省国资委为公司实际控制人（截止 2025 年 3 月）



资料来源：公司公告，华创证券

注：湖南省矿产资源集团有限责任公司曾用名湖南有色产业投资集团

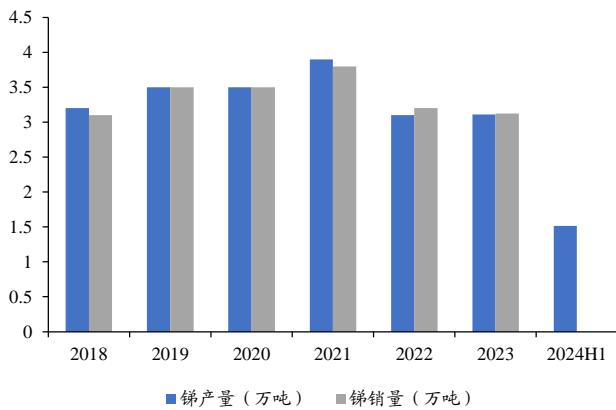
### （二）金锑双业驱动，业绩稳中向好

全球锑矿开发龙头企业，锑资源储量丰富，锑产销量整体平稳。截至 2023 年，公司拥有和控制矿业权 34 个，其中探矿权 21 个、采矿权 13 个，保有资源储量矿石量 6,800 万吨，其中金金属量 141.76 吨，锑 30.73 万吨，钨 9.96 万吨，全年生产锑品 31,124 吨，同比增加 1.33%，其中精锑 6,328 吨，氧化锑 15,213 吨，含量锑 6,544 吨，乙二醇锑 2,635 吨，

氧化铈母粒 404 吨，其中铈自产 17,543 吨，同比减少 5.77%。此外，公司还生产黄金 47,696 千克，同比减少 0.75%，自产 3,947 千克，同比减少 14.38%，生产钨品 941 标吨，同比减少 53.71%，钨精矿自产 552 标吨，同比减少 65.59%。

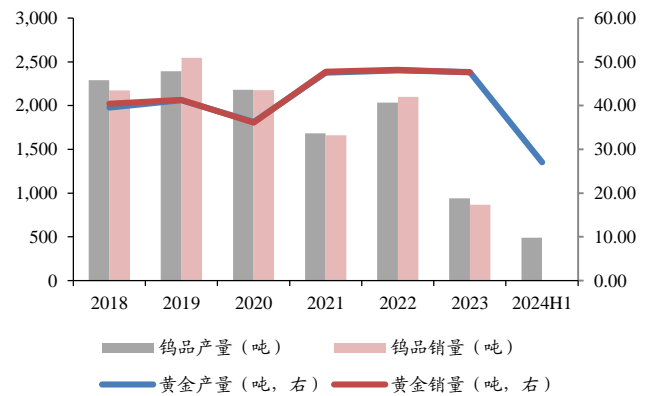
2024 年上半年，公司共生产黄金 27,067 千克，同比减少 2.89%；生产铈品 15,147 吨，同比增加 5.95%，其中铈锭 3,644 吨，氧化铈 7,293 吨，含量铈 2,903 吨，乙二醇铈 1,168 吨，氧化铈母粒 139 吨；生产钨品 490 标吨，同比减少 21.3%。其中，黄金自产 1,962 千克，同比减少 13.49%；铈品自产 8,173 吨，同比减少 7.95%；钨精矿自产 410 标吨，同比增加 67.18%。

图表 2 湖南黄金铈产品产销量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 湖南黄金黄金和钨产品产销量

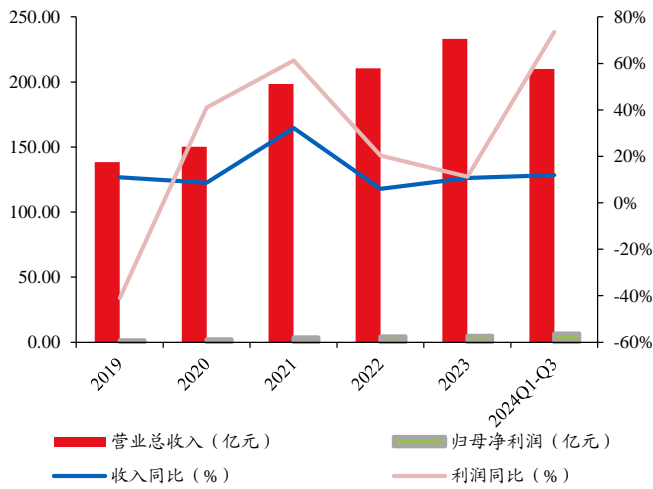


资料来源：公司公告，华创证券

公司盈利能力稳中向好。受金铈钨产品价格上涨，2023 年公司实现营业收入 233 亿元，同比增加 10.75%，其中铈产品实现营业收入 19.79 亿元，同比减少 1.59%，黄金营业收入 21.1 亿元，同比增长 13.25%，主要受产品价格上涨及外购非标金业务同比增加所致，钨品营业收入 1.32 亿元，同比减少 58.10%，主要受湘安钨业停产导致的销量减少影响，公司最终实现归母净利润 4.89 亿元，同比增长 11.2%。

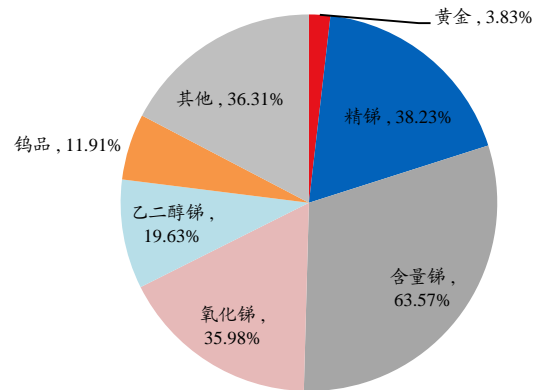
2024 上半年公司实现营业收入 151 亿元，同比增加 16.61%，其中铈产品实现营业收入 11.3 亿元，同比增加 29.15%，主要受铈销量增加、销价上涨所致，黄金营业收入 138.9 亿元，同比增长 16.06%，主要受金价上涨所致，钨产品营业收入 0.6 亿元，同比减少 38.96%，主要受钨销量下降所致，公司最终实现归母净利润 4.38 亿元，同比增长 56.71%。2024 年前三季度，受益于金铈价格上行，公司实现营业总收入 209.89 亿元，同比+11.93%，归母净利润 6.67 亿元，同比+73.56%。

图表 4 公司营业收入和归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

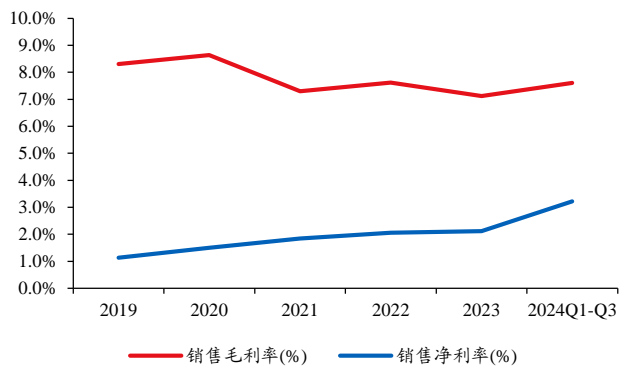
图表 5 公司 2024 上半年毛利结构情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

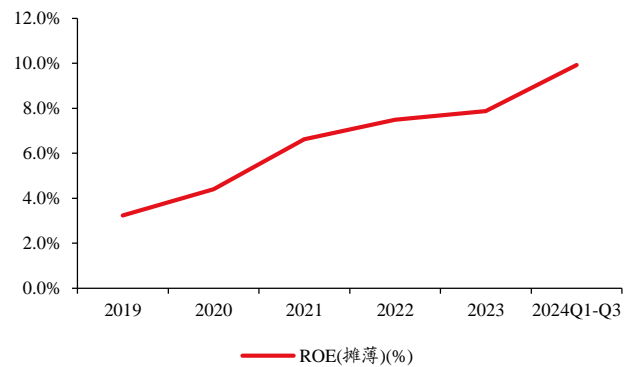
**公司盈利能力整体稳健增长。**公司始终坚持打造国内领先矿业企业的战略定位, 并依托完整的产业链和产供销体系, 持续提升其盈利能力。2019 年-2024 前三季度, 公司总营业收入从 138.29 亿增加至 209.89 亿, 增速平均超过 13%。净利率从 2019 年的 1.13% 增长至 2024 年前三季度的 3.22%, 毛利率略有下滑但总体维持在 7% 以上, ROE (摊薄) 从 2019 年的 3.2% 提升至 2024 年前三季度的 10%。

图表 6 公司毛利率基本平稳, 净利率总体稳步提升



资料来源: 公司公告, 华创证券

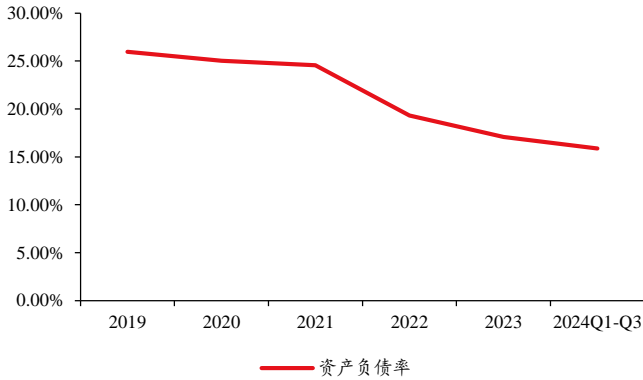
图表 7 公司 24 年前三季度 ROE (摊薄) 提升至 10%



资料来源: 公司公告, 华创证券

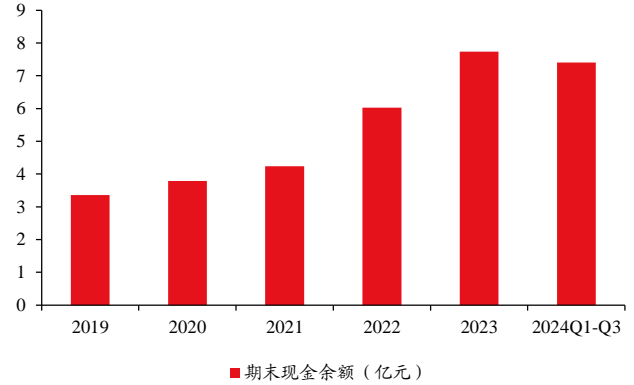
**公司持续优化债务结构, 期末现金余额总体稳步提升。**随着公司经营的稳健增长和总资产的不断雄厚, 企业的资产负债率从 2019 年的 25.97% 下降至 2024 年第三季度的 15.87%。截止至 2024 年 9 月, 公司总负债 12.83 亿元, 其中 82.22% 约为流动性负债, 相较于 2019 年的 17.66 亿的总债务水平, 公司在控制债务规模和优化负债结构展现显著成效, 其降幅约为 27.35%。公司通过战略性的资本管理, 构建了与业务规模适配的动态负债体系, 不断优化现金流, 增强资金周转效率, 在 2024 年的第三季度, 公司的资产负债率进一步下降为 15.87%。现金流方面, 受益于主业经营稳定, 公司期末现金余额总体稳步提升, 2024 年三季度末为 7.4 亿元。

图表 8 公司资产负债率持续下行



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 公司期末现金余额总体稳步提升



资料来源：公司公告，华创证券

## 二、公司为锑矿开发龙头，黄金远期规划可观

公司目前是国内十大黄金矿山开发企业之一，也是国内重要的锑矿和钨矿开发公司。截至 2023 年底，公司拥有和控制矿业权 34 个，其中探矿权 21 个、采矿权 13 个，公司保有资源储量矿石量 6,800 万吨，金属量：金 141,756 千克，锑 307,324 吨，钨 99,568 吨。目前公司主要黄金矿山包括沅陵沃溪金锑钨矿、录斗艘金矿、以地南铜金矿、下看木仓金矿、黄金洞金矿、龙山金锑矿、杏枫山金矿等，主要的锑矿山包括沅陵沃溪金锑钨矿、安化县渣滓溪锑（钨）矿区、龙山金锑矿等。

图表 10 湖南黄金旗下核心矿山情况

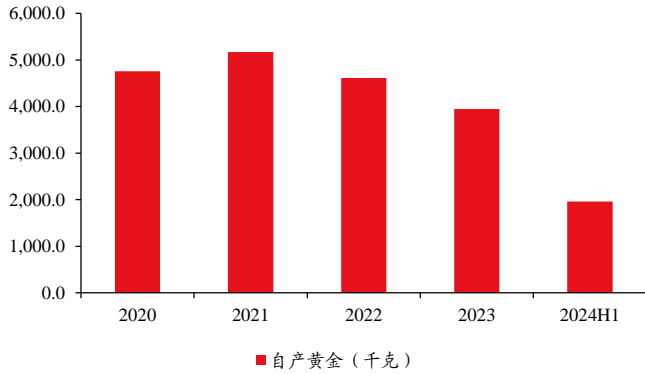
公司名称	穿透持股 (%)	旗下矿山	涉及矿山资源量情况
湖南辰州矿业	100	沅陵沃溪金锑钨矿	金金属量 13,954 千克，锑金属量 49788 吨，三氧化钨金属量 4197 吨
甘肃加鑫矿业	80	以地南铜金矿、下看木仓金矿	以地南铜金矿金金属量 28569 千克；下看木仓金矿金金属量 6507 千克，伴生锑金属量 1016 吨
甘肃辰州矿产开发	80	录斗艘金矿	金金属资源量 4986kg
湖南安化渣滓溪矿业	100	安化渣滓溪	锑金属资源量近 10 万吨
湖南安化湘安钨业	95	大溶溪白钨矿	
湖南黄金洞矿业	100	黄金洞金矿、万古金矿	万古金矿保有金金属量 18597 千克，黄金洞金矿保有金金属量为 24879 千克
湖南新龙矿业	100	龙山金锑矿	金金属资源量 4,125 千克，锑金属资源量 26,610 吨。
湖南隆回金杏矿业	100	杏枫山金矿	金金属资源量 7972 千克

资料来源：公司公告，公司官网，各采矿权评估报告、环评报告，湖南地质公众号，湖南省自然资源厅，证券时报，华创证券 注：资源量数据时间：沅陵沃溪金锑钨矿截至 2020 年 9 月、以地南铜金矿截至 2017 年 4 月、下看木仓金矿截至 2018 年 7 月、录斗艘金矿截至 2020 年 9 月、安化渣滓溪为官网数据、黄金洞金矿截至 2017 年 11 月、万古金矿截至 2023 年底、龙山金锑矿截至 2022 年 10 月、杏枫山金矿截至 2022 年 8 月

近年来，公司自产金产量呈小幅下滑趋势，自产锑产量小幅波动。2020 年以来，公司自产金产量基本在 4-5 吨上下波动，产量变化主要受部分矿山因环保或事故等原因导致的停产，自产锑产量基本在 1.75-2 万吨上下波动，产量变化相对自产金更稳定。考虑到公

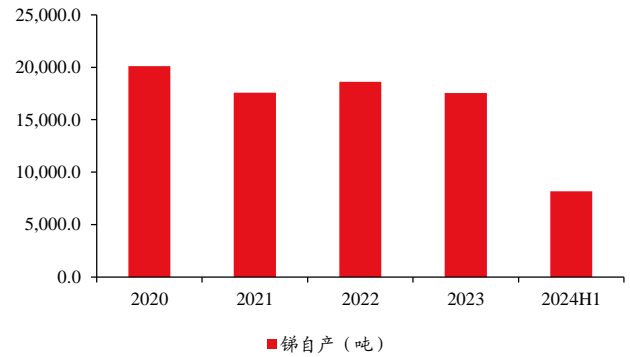
司内部的甘肃加鑫以地南铜金矿和下看木仓金矿的建设项目以及隆回金杏的深部资源及产能接替，预计未来自产金产量将逐步恢复，远期增长可观。

图表 11 湖南黄金自产金产量情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 12 湖南黄金自产锑产量情况

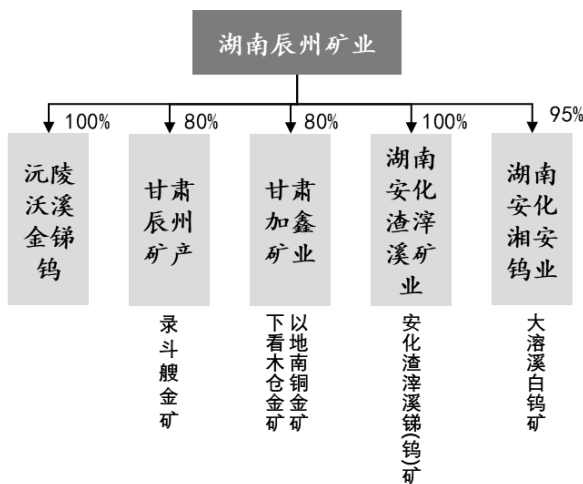


资料来源：公司公告，华创证券

**（一）湖南辰州矿业：锑钨趋于稳定，金矿有增长空间**

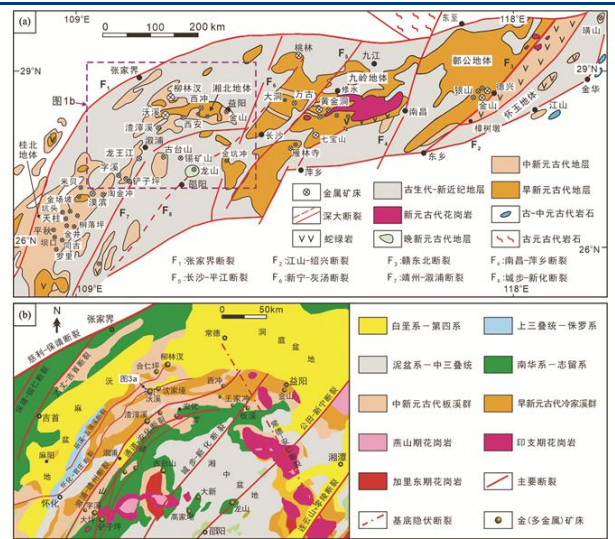
湖南辰州矿业位于湖南省沅陵县境内，具有 140 年的黄金开采历史。企业建矿于 1950 年 5 月 1 日，始称沅湘管理处，后变更为湘西钨矿、冶金工业部湘西金矿、湖南省湘西金矿；2000 年 12 月，经湖南省人民政府批准改制成为湖南辰州矿业有限责任公司；2006 年 6 月 1 日整体变更为湖南辰州矿业股份有限公司；2007 年 8 月 16 日，公司完成首次公开发行股票后在深圳交易所挂牌上市，股票简称“辰州矿业”；2015 年 5 月 7 日，上市公司更名为湖南黄金股份有限公司，迁址长沙；2015 年 5 月 8 日，公司登记成立为湖南黄金股份有限公司全资子公司——湖南辰州矿业有限责任公司。目前，湖南辰州矿业主要包括沅陵沃溪金锑钨矿、甘肃辰州矿业、甘肃加鑫矿业、安化渣滓溪以及湘安钨业等核心资产。

图表 13 湖南辰州矿业旗下公司情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 14 江南造山带地质构造及金属矿床分布简图



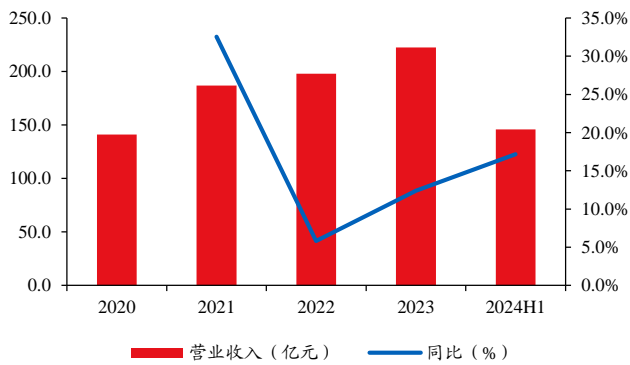
资料来源：许德如等《湘西沃溪金锑钨矿床燕山期幕式成矿作用：来自原位白钨矿 U-Pb 定年与黄铁矿元素-同位素的约束》

### 1、沅陵沃溪金锑钨矿：探矿增储持续推进

公司的本部沃溪矿区属我国早期主要的黄金生产基地之一，目前由湖南辰州矿业直接持有 100% 权益。辰州矿业沃溪矿区金锑钨矿位于湖南省沅陵县官庄镇境内，矿山为 1895 年发现，从 1958 年开始，交由冶金 237 队进行普查勘探，到 1990 年底，矿山探明锑矿 6 万多吨，黄金达到 20 吨，至此锑矿总量达 15.26 万吨，黄金近 40 吨，钨矿 5.5 万吨。在 1981 年—1991 年之间，矿山产精锑达到 2000 吨，黄金 20000 两，白钨 1000 吨。使矿山的锑矿上升为大型锑矿床，黄金矿山成为全省最大的岩金矿山，黄金产量居全省之冠。

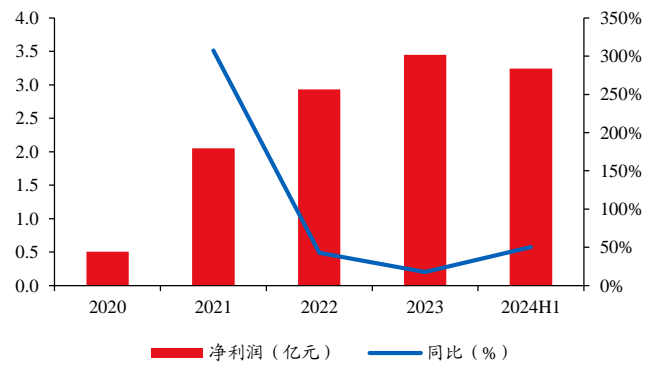
**矿山金锑资源丰富，探矿增储持续推进。**截止 2019 年，根据中宝信资产评估的资料显示，沅陵县沃溪矿区面积为 8.086 平方千米，保有资源储量矿石量为 149.20 万吨，其中金金属储量为 11,629 千克。2021 年，公司计划对沃溪矿区金锑钨矿采矿权进行扩界，扩界后矿区面积调整为 9.437 平方公里，保有资源储量矿石量达到 149.43 万吨，金金属含量为 13,954 千克，锑金属量 49788 吨，三氧化钨金属量 4197 吨；经初步估算，扩界范围内新增资源采矿权出让收益评估值约为 8,307.52 万元。2024 年，公司竞得沃溪矿区北部金锑钨探矿权，该矿区面积 9 平方公里，此举将进一步丰富公司矿产资源储备，并有望综合提升公司收益。

图表 15 湖南辰州矿业营业收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 湖南辰州矿业净利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

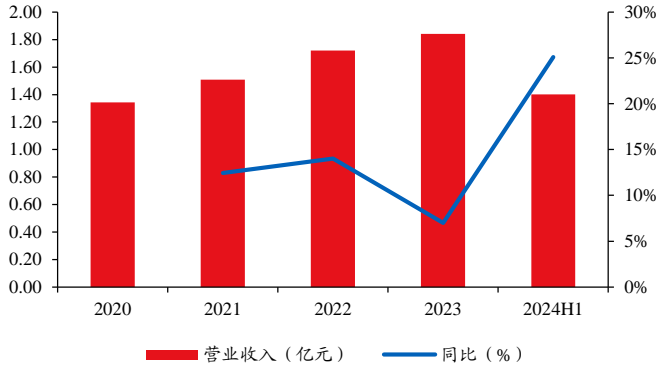
### 2、甘肃辰州：公司重要金锑矿山，3 万吨/年扩展为 9 万吨/年

甘肃辰州是公司重要的金锑矿山之一，公司通过湖南辰州间接持有 80% 权益，剩余 20% 权益由合作市矿产资源管理站持有，其核心矿山为录斗艘金矿。该金矿于 1976 年发现，1995 年由甘肃省有色地质勘查局三队取得探矿权后开始进行探矿工作，随后经历盗采和甘南黄金公司进行露天开采。2007 年 9 月探矿权由甘肃省有色地质勘查局三队转让于甘肃辰州矿业公司。2013 年 9 月，甘肃辰州矿业公司取得采矿证后，开采方式转为地下开采，并建立了选厂，采用浮选工艺进行选矿生产。截止 2021 年 9 月 30 日，金矿采矿权平面范围内保有资源矿石量 149.6 万吨，金金属量 4986kg，平均品位 3.33g/t。

2023 年 9 月 27 日，因甘肃辰州拥有的录斗艘金矿采矿许可证延期尚未办理完毕，甘肃辰州临时停产。2023 年 10 月，甘肃辰州获得新的采矿许可证，矿山名称为甘肃辰州矿产开发有限责任公司合作市录斗艘金矿，开采矿种金矿，开采方式地下开采，矿区面积：2.1077 平方公里。根据公司公告，2022 年甘肃辰州自产含量金 550 千克，含量锑 170 吨，2023 年上半年，甘肃辰州自产含量金 333 千克，含量锑 92 吨。2023 年公司推进了录斗艘金矿从 3 万吨/年生产规模扩张为采选 9 万吨/年的工作。

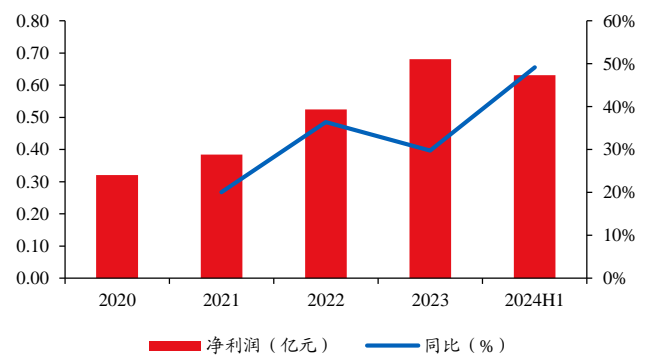
2023年，甘肃辰州矿业实现营业收入1.84亿元，同比增加7%，净利润0.68亿元，同比增加30%；2024年上半年，公司实现营业收入1.40亿元，同比增加25%，净利润0.63亿元，同比增加49%。

图表 17 甘肃辰州矿业营业收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 甘肃辰州矿业净利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

### 3、甘肃加鑫：完成两个金矿探转采，在建50万吨/年项目

甘肃加鑫是公司重要的黄金资源基地之一，公司通过湖南辰州间接持有80%权益，剩余20%股权归属于合作市矿产资源管理站。自2009年公司收购甘肃加鑫以来，甘肃加鑫一直在进行探矿和基础建设工作，2023年11月，甘肃加鑫取得以地南铜金矿和下看木仓金矿采矿许可证，两个矿山总计金金属资源量为35.07吨。

其中：1) 以地南铜金矿生产规模为50万吨/年，根据矿区面积为5.21平方公里，采矿权证有效期限为2023年11月2日~2040年11月1日。截至评审基准日2017年4月该金矿保有资源量（探明+控制+推断）矿石量为860.91万吨，金金属量28.569吨；2) 下看木仓金矿生产规模为9万吨/年，矿区面积0.99平方公里，有效期限为2023年11月2日~2036年11月2日。截至评审基准日2018年7月该金矿保有资源量（控制+推断）矿石量128.77万吨，金金属量6.507吨。

目前，甘肃加鑫拟计划投资不超过5.88亿元建设甘肃加鑫以地南矿区矿产资源利用项目。项目基本建设期预计2年，采选设计规模为50万吨/年，产品为金精矿。项目达产后，预计可实现年平均销售收入3.19亿元，年平均利润总额9,213.56万元，年平均税后净利润5,642.81万元。预估所得税后投资财务内部收益率为10.57%，所得税后投资回收期（含建设期）为9.08年。该项目建设有助于公司将资源资产转为经济效益，提升公司黄金产品的生产规模，增强核心竞争力。

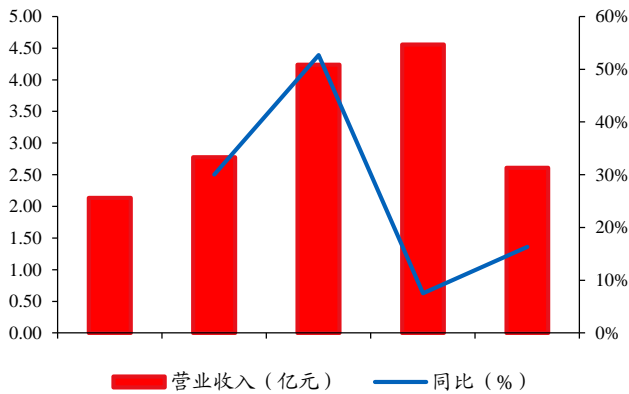
### 4、安化渣滓溪：国内铋老牌矿山，年产精铋约6000吨

安化渣滓溪为老牌铋矿山，成立于1989年，主要从事金、铋、钨业务，矿山于2009年7月被湖南辰州矿业承债式兼并重组改制成为全资子公司。经过多年发展，安化渣滓溪已成为一个采、选、炼为一体的总和的国有中型企业，旗下核心矿山为湖南省安化县渣滓溪铋（钨）矿区，该矿山为全国典型的细脉型铋矿床，铋矿床规模达大型、钨达中型，根据湖南地质2024年7月发布，最新成果显示其深部探矿权内已初步圈定铋矿石量近200万吨，金属量近10万吨。

矿山精锑年产量 6000 吨上下，总体趋于平稳。2009 年至 2019 年，公司锑累计产量达 47746 吨，生产规模增加到年产锑 6500 吨。2020 年，安化渣滓溪自产精锑 6,310 吨，2021 年，安化渣滓溪自产精锑 5,015 吨，2022 年 1-6 月，安化渣滓溪自产精锑 3,204 吨。根据安化县老科学技术工作者协会公众号，2024 年，公司生产精锑 6250 吨，2025 年计划生产精锑 6500 吨。

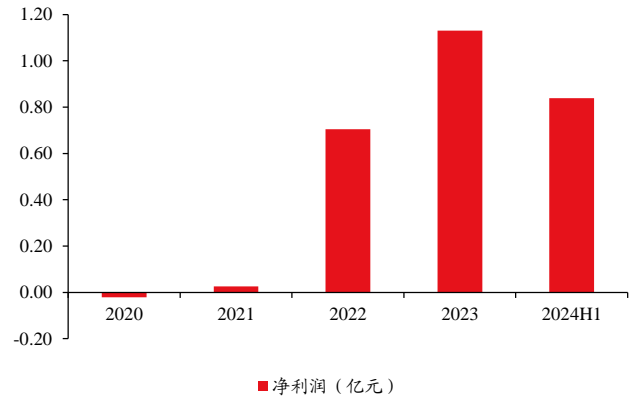
公司业绩受益于锑价大幅提升，未来有望持续增长。2023 年，安化渣滓溪实现营业收入 4.56 亿元，同比增加 7.53%，净利润 1.13 亿元，同比增加 60.62%，主要受产品锑销量增加及价格上涨所致。2024 年上半年，实现营业收入 2.61 亿元，同比上升 16.34%，净利润 0.84 亿元，同比上升 23.44%。2024 年，渣滓溪矿业完成了数字化智能化矿山建设技改项目，根据安化县老科学技术工作者协会公众号，2024 年公司年产值 6.48 亿元，实现利润 2.48 亿元，上交税费 1.2 亿元，2025 年计划实现产值 10 亿元。

图表 19 安化渣滓溪营业收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 20 安化渣滓溪净利润情况

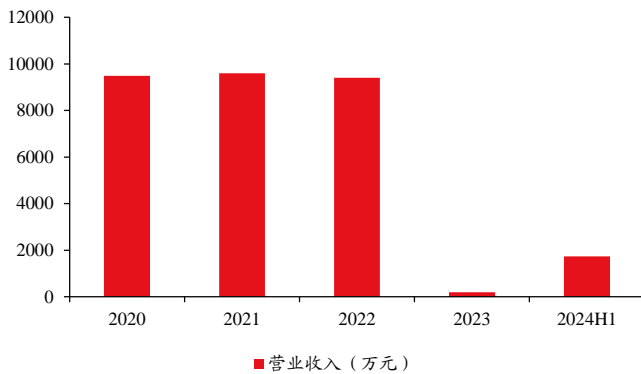


资料来源：公司公告，华创证券

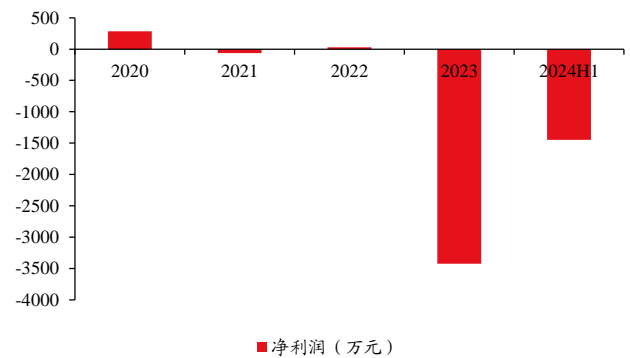
### 5、湘安钨业：公司重要钨矿山

湘安钨业成立于 1997 年 01 月 16 日，主要从事钨、金矿采选、加工、销售，湖南黄金通过湖南辰州持股 95%，剩余 5% 权益由安化县柘溪渔业开发有限公司持有。公司核心资产为大溶溪白钨矿，根据湖南省矿产资源集团辰州矿业统计，自 1998 年至 2020 年 4 月，湘安钨业累计生产白钨精矿 2.98 万标吨，年产最高达 2000 标吨，实现工业产值 24.28 亿元，累计上缴税费超 5 亿元。

受湘安钨业于 2022 年 9 月 17 日停产，2023 年 11 月 3 日复工开展采空区治理影响，2023 年湘安钨业的钨品产量、销量减少有所减少，全年实现营业收入 187 万元，净利润-3427 万元。2024 年上半年，湘安钨业实现营业收入 1726 万元，净利润-1447 万元。

**图表 21 湘安钨业营业收入情况**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 22 湘安钨业净利润情况**


资料来源：公司公告，华创证券

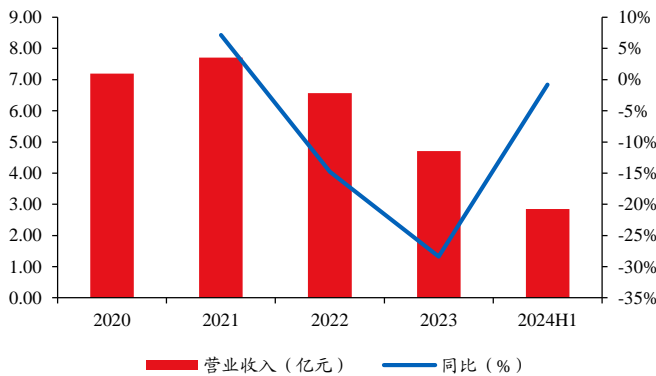
## （二）黄金洞矿业：年产黄金 1.5 吨，未来探矿潜力大

湖南黄金洞矿业为老牌矿企，该矿山正式成立于 1960 年，公司持股 100%。年产黄金 1.5 吨，年利润 5000 万元，年产值约 6 亿元，具备 3000 吨/日的采选综合生产能力，是湖南重点黄金矿山上市企业，湖南省三大黄金矿山生产企业之一。黄金洞金矿原有金枚矿段、金福矿段、金塘矿段、杨山庄矿段，现主要开采矿段有金塘矿段及杨山庄矿段。截至 2017 年 11 月底，黄金洞金矿保有资源量金金属量为 24879 千克，品位 3.91g/t。根据公司官网，黄金洞矿业现有矿权面积近 100 平方公里，已经探明并提交自然资源部备案黄金储量 59.611 吨，远景储量预计超过 200 吨。目前看黄金洞矿业的 1 个采矿权和 3 个探矿权位于湖南平江县万古金矿田，未来资源潜力大。

根据公司公告，2020 年，黄金洞矿业（本部）生产含金量 1213 千克；2021 年上半年生产含金量 614 千克；2022 年，黄金洞矿业（合并）生产含金量 1,927 千克（其中杨山庄金矿生产含金量 231 千克）；2023 年 1-6 月，黄金洞矿业（合并）生产含金量 774 千克（其中杨山庄金矿生产含金量 102 千克）。受 2023 年停产影响，2023 年，黄金洞矿业实现营业收入 4.70 亿元，同比下降 28.39%，净利润 54.14 万元，同比下降 98%；2024 年上半年，黄金洞矿业实现营业收入 2.85 亿元，同比下降 0.81%，净利润 0.4 亿元，同比上升 210%。

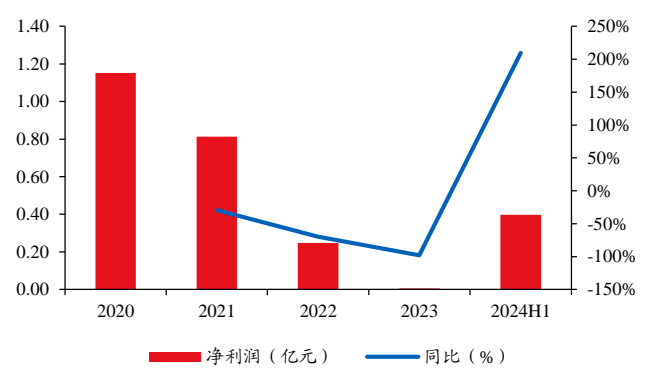
2024 年，湖南黄金洞旗下全资子公司大万矿业注销，并将旗下万古金矿转让给黄金洞矿业，该矿业公司拥有摇钱坡金矿、白荆金矿两个生产矿区，主要从事金矿采选等业务，截至 2023 年 12 月底，万古金矿保有资源储量金矿石量 355.1 万吨，金金属量 18597 千克。2020 年度，大万矿业生产含金量 900 千克，2021 年 H1 生产含金量 419 千克，2022 年生产含金量 1,093.53 千克，2023 年一季度生产含金量 206.75 千克。

图表 23 黄金洞矿业营业收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 黄金洞矿业净利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

### （三）新龙矿业：金矿产能提升空间大，锑矿产量或维持稳定

#### 1、本部龙山金锑矿完成深部扩界

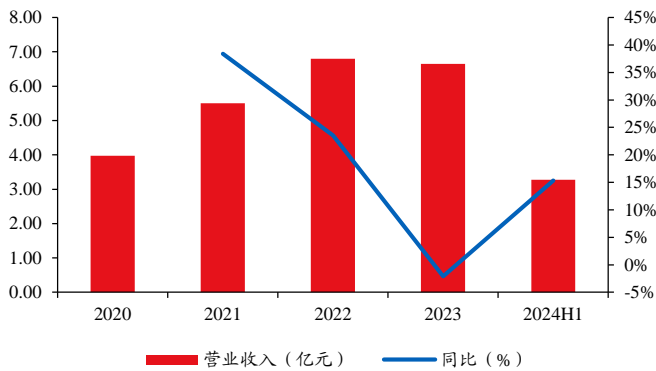
新龙矿业于 2003 年 11 月 29 日经湖南省人民政府批准，由原湖南省龙山金锑矿整体改制而成，矿山有着一百多年的开采史，现已发展成为集金、锑等矿产的探、采、选、加工及销售为一体的国有矿业企业，主要产品为金和锑。

**新龙矿业完成采矿许可证变更，矿山保有金金属量 4,125 千克，锑金属量 26,610 吨。**2023 年 6 月 14 日，新龙矿业完成龙山金锑矿采矿许可证变更登记工作，并获得湖南省自然资源厅颁发的《采矿许可证》。截至评审基准日 2022 年 10 月 31 日，保有资源量(控制+推断)：矿石量 130.3 万吨，金金属量 4,125 千克，锑金属量 26,610 吨。本次采矿许可证变更以原龙山金锑矿采矿权为主体整合深部龙山矿区+310 标高以下锑金矿详查探矿权。变更前：开采深度由 1200 米至 310 米标高，共由 22 个拐点圈定；变更后开采深度由 1200 米至-50 米标高，共由 26 个拐点圈定。开采矿种：金矿、锑，开采方式为地下开采，生产规模为 24 万吨/年，矿区面积达 3.0796 平方公里。龙山金锑矿深部扩界完成后，有望保证锑矿资源接续，维持产量稳定。

**新龙矿业近年来自产金产量波动较大，锑金属产量在 6000 吨上下。**2020 年度，新龙矿业本部自产含量金 628.97 千克，含量锑 6,501.97 吨。2021 年度，新龙矿业受停产检修影响，本部自产含量金 851 千克，含量锑 6,502 吨。2022 年度，新龙矿业本部自产含量金 493 千克，含量锑 6,050 吨。2023 年度，新龙矿业本部自产含量金 801 千克，自产含量锑 6060 吨。

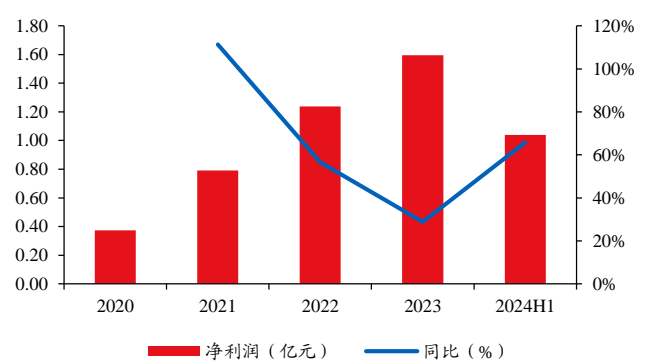
**矿山生产和盈利受事故停产等影响。**2023 年，新龙矿业实现营业收入 6.65 亿元，同比下降 2%，净利润 1.60 亿元，同比上升 29%。2024 年上半年，实现营业收入 3.27 亿元，同比上升 15%，净利润 1.04 亿元，同比上升 66%。

图表 25 新龙矿业营业收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 26 新龙矿业净利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

## 2、隆回金杏：深部资源接替，金矿产能有望翻倍增至 24 万吨/年

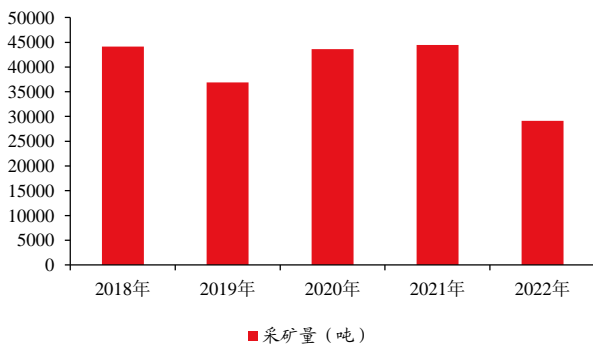
隆回金杏成立于 2008 年，公司通过新龙矿业持有其 100% 权益，主要从事黄金及其他有色金属的开采、矿产品收购、销售等业务。公司旗下拥有杏枫山矿区杏枫山金矿采矿权，截至 2022 年 8 月底，矿山保有控制+推断金金属量 7972 千克、伴生砷金属量 22089 吨。

杏枫山金矿 2018-2022 年均采矿 3.97 万吨。矿山主要在 700m 中段、740m 中段采矿，另外在各中段回采少量以往开采所留设的矿柱，开采回采率 90%、贫化率 10%，精矿中含金 55g/t、含砷 22%，金选矿回收率 90%，矿山实际回采率 82.95%。2018 年至 2022 年共采出矿石约 19.83 万吨，年均采出约 3.97 万吨。

2021 年度，隆回金杏自产含量金 215.6 千克。2022 年 1-6 月，隆回金杏自产含量金 111 千克。2023 年，公司全年新增矿石量 22 万余吨，设备运转率达 95% 以上，选矿回收率突破 90%，生产经营成效显著。

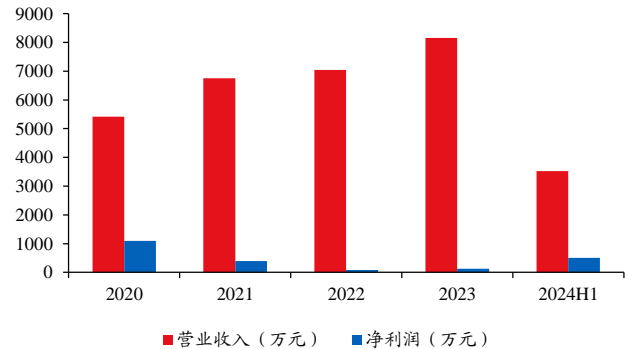
2023 年，公司实现营业收入 0.82 亿元，同比上升 15.88%，净利润 0.01 亿元，同比上升 55.60%。2024 年上半年，实现营业收入 0.35 亿元，同比下降 8.54%，净利润 0.05 亿元，同比下降 24.12%。

图表 27 杏枫山金矿 2018-2022 年采矿量情况



资料来源：《湖南隆回金杏矿业有限责任公司隆回杏枫山金矿 24 万吨年扩建工程项目环境影响报告书（报批稿）》，华创证券

图表 28 隆回金杏营业收入和净利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

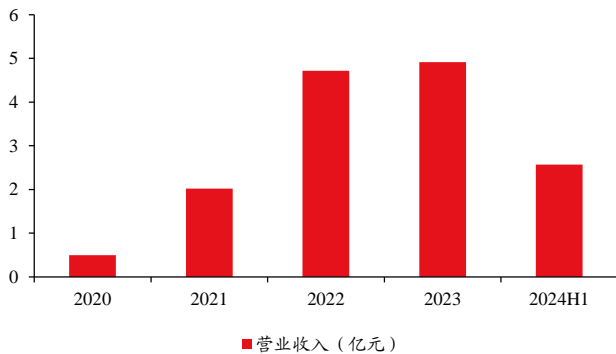
公司推动深部资源接替，未来选厂规模或从 450t/d 增至 800t/d（24 万吨/年）。公司注重提质增效，2024 年 5 月 8 日，公司已取得深部扩界的采矿权证，拟将矿山开采规模及选厂生产规模由 450t/d 增至 800t/d（24 万吨/年），产品方案为含砷金精矿，计划投资 1376 万元，预计年生产含金 55 克/吨，含砷 22% 的金精矿 6127.33 吨。

### 3、新邵辰州铋业：金铋冶炼，计划年产能铋金属 1 万吨，金精矿 2.6 万吨

新邵辰州铋业成立于 2004 年 04 月 15 日，主要从事铋、金等金属的冶炼。2019 年以来，公司逐步推动新邵辰州铋业替代原火法冶炼矿浆电解新工艺制备精铋项目建设，项目总投资 3.6 亿元，占地面积 17 万平方米，设计规模为年处理 4 万吨高砷铋金精矿，年产铋金属 1 万吨，年产金精矿 26000 吨，总体项目分两期建设，一期投资 2.5 亿元，可年产铋 5000 吨；二期投资 1.1 亿元，年产铋共 10000 吨。2020 年，公司替代原火法冶炼矿浆电解新工艺制备精铋项目处于试验阶段，全年生产阴极铋含量铋 279 吨，含量金 45 千克。2021 年 2 月，该项目竣工投产，2021 年上半年，公司生产阴极铋含量铋 978 吨，含量金 78 千克，2021 年，公司生产阴极铋含量铋 2,681 吨，含量金 147 千克。

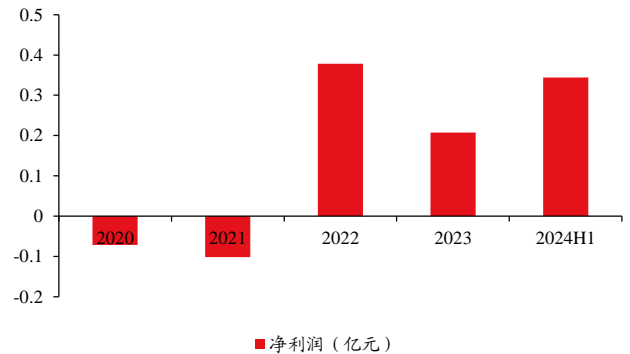
2023 年，公司实现营业收入 4.91 亿元，同比上升 4.24%，净利润 0.21 亿元，同比下降 45.23%。2024 年上半年，实现营业收入 2.57 亿元，同比增长 20%，净利润 0.34 亿元，同比增长 100%。

图表 29 新邵辰州铋业营业收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 30 新邵辰州铋业净利润情况



资料来源：公司公告，华创证券

### 三、集团资源整合待落地，未来增长空间大

扩矿增储叠加集团资源整合，公司矿产总量增长可期。公司“十四五”目标自产金产量 10 吨，目标达成主要是依靠甘肃加鑫的扩产以及平江万古资源的整合。2021 年，公司与控股股东湖南黄金集团此前签订《行业培育协议书》，由湖南黄金集团代为培育平江县万古矿区金矿资源，待项目成熟后，集团承诺将在整合完成后，上市公司有优先认购权，目前公司控股股东湖南黄金集团将收购的 7 个采矿权和 7 个探矿权全部完成转让变更，目前正在开展相关矿权整合、扩界及延续等工作，公司未来若对万古矿区整合，有望推动公司产品产量增长。

根据媒体报道，2024 年 11 月 21 日，湖南省地质院宣布，在万古矿区地下 2000 米以上深度地层发现超过 40 条金矿脉，金品位最高达 138 克/吨，以前年度科研深孔见矿情况结合上部探明的资源分布状况推测的远景资源量（含探矿核心区累计探获黄金资源量 300.2

吨)超 1000 吨, 并且预测地下 3000 米以上远景黄金储量丰富。据了解, 矿区部分黄金资源已被开采消耗, 剩余的黄金资源量尚需完成万古矿区“一体化勘查”工作后经湖南省自然资源厅评审备案后确定。目前看, “湖南平江县万古金矿田”包括湖南黄金子公司湖南黄金洞矿业拥有的 1 个采矿权和 3 个探矿权、控股股东湖南黄金集团控股子公司湖南黄金天岳矿业拥有的 5 个采矿权和 7 个探矿权, 以及由其他民营主体拥有的周边探矿权及未划定矿区范围的空白区, 预计未来长期前景仍可期。

#### 四、盈利预测及估值分析

我们基于以下假设对公司业绩进行预测: **1) 价格方面**, 考虑金、锑、仲钨酸铵价格走势, 假设 24-26 年金、锑、仲钨酸铵市场均价分别为 557/680/700 元/克、13/22/22 万元/吨, 20.21/21.21/21.21 万元/吨, 考虑公司产品销售存在折价, 且锑产品包括三氧化二锑、精锑等产品, 预计 24-26 年金锑钨销售均价分别为 549/670/690 元/克、9.0/15.3/15.3 万元/吨、16.2/17/17 万元/吨; **2) 产量方面**, 考虑公司 2024 年产量计划以及甘肃加鑫项目建设等情况, 我们预计公司 24-26 年自产金产量 3.8/4.5/5 吨, 自产锑分别为 1.55/1.65/1.75 万吨, 自产钨均为 820 吨, 产销率为 100%; **3) 成本方面**, 考虑公司 24 年上半年成本变化, 假设 2024-2026 年黄金、锑、仲钨酸铵单位成本分别同比增加 25%/21%/0%、增加 20%/52%/0%, 增加 13%/0%/0%。

假设其他业务保持 2024 年上半年情况运行, 预计 2024-2026 年营业收入为 279/358.3/364.1 亿元, 分别同比+19.7%、+28.4%、+1.6%, 归母净利润分别为 8.5/21.1/23.7 亿元, 分别同比+73.0%、+148.9%、+12.4%。

图表 31 湖南黄金业绩预测

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售均价	黄金 (元/克)	387	444	549	670	690
	锑产品 (元/吨)	62,125	63,316	89,932	152,559	152,559
黄金	产量 (千克)	48,058	47,696	45,920	46,620	47,120
	其中: 自产金产量 (千克)	4,610	3,947	3,800	4,500	5,000
	营业收入(亿元)	186.5	211.2	251.1	311.2	315.6
	营业成本 (亿元)	179.1	202.4	243.7	298.6	300.6
	毛利 (亿元)	7.5	8.8	7.4	12.6	15.0
	毛利率 (%)	4.0%	4.2%	3.0%	4.1%	4.8%
锑产品	产量 (吨)	30,715	31,124	28,000	29,000	30,000
	其中: 自产锑 (吨)	18,618	17,543	15,500	16,500	17,500
	营业收入(亿元)	20.1	19.8	25.2	44.2	45.8
	营业成本 (亿元)	13.1	12.2	13.1	20.7	21.4
	毛利 (亿元)	7.04	7.61	12.04	23.55	24.36
	毛利率 (%)	35.0%	38.5%	47.8%	53.2%	53.2%
仲钨酸铵	产量 (吨)	2,033	941	980	980	980
	其中: 自产钨 (吨)	1,604	552	820	820	820
	营业收入(亿元)	3.2	1.3	1.6	1.7	1.7

	营业成本（亿元）	2.41	1.01	1.29	1.29	1.29
	毛利（亿元）	0.75	0.32	0.30	0.38	0.38
	毛利率（%）	23.7%	23.8%	19.1%	22.9%	22.9%
总计	营业收入（亿元）	210.4	233.0	279.0	358.3	364.1
	营业成本（亿元）	194.4	216.4	258.8	321.3	324.0
	毛利（亿元）	16.0	16.6	20.2	37.0	40.2
	毛利率（%）	7.6%	7.1%	7.2%	10.3%	11.0%
	归母净利润（亿元）	4.4	4.9	8.5	21.1	23.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

**盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.5/21.1/23.7 亿元，分别同比+73.0%、+148.9%、+12.4%。选取华锡有色、赤峰黄金、山金国际为可比公司，可比公司 2025 年 PE 估值均值 16 倍，我们给予公司 2025 年 17 倍市盈率，目标价 29.79 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 32 可比公司估值分析

公司名称	公司代码	收盘价 (4月2日)	EPS				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
华锡有色	600301	22.72	0.5	1.2	1.5	1.9	45.8x	19.0x	14.7x	12.0x
赤峰黄金	600988	21.90	0.5	1.1	1.3	1.5	50.9x	23.2x	16.3x	14.2x
山金国际	000975	18.45	0.5	0.8	1.1	1.3	36.0x	23.6x	17.0x	14.2x
行业平均		21.0	0.5	1.0	1.3	1.6	44.2x	21.9x	16.0x	13.5x

资料来源：Wind，华创证券 注：EPS 预测参考 Wind 机构一致预测

## 五、风险提示

**金铋价格大幅波动风险。**受国内外宏观经济、近年来金铋价格波动较大。根据我们粗略计算，2025 年按照 1.65 万吨的自产铋、4.5 吨黄金的产销量，铋市场价 22 万元/吨、黄金市场价 680 元/克，铋价上涨 1 万元/吨，公司整体归母净利润约增加 0.7-0.8 亿元，相比 2025 年预测归母净利润或上涨 3.7% 左右；金价上涨 10 元/克，公司整体归母净利润约增加 0.2-0.3 亿元，相比 2025 年预测归母净利润或上涨 1.2% 左右。若金铋价格发生较大幅度波动，可能会对公司业绩造成影响。

**宏观经济周期波动风险。**铋行业是顺周期行业，与宏观经济周期紧密相关，传统阻燃剂行业、光伏等行业的景气程度，对铋产品的需求量有着直接影响，铋产品价格容易受到经济周期波动的影响。

**矿山事故导致停产风险。**2024 年公司的子公司新龙矿业因安全事故发生过 2 次停产，2023 年黄金洞矿业的本部杨山庄金矿也因安全事故进行停产整顿。当前公司对矿山的运行管理运行朝向更加规范化发展，但若发生事故，或可能造成矿山暂时停产，或对公司产量造成影响，从而影响到业绩。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	817	1,237	3,292	5,088
应收票据	0	0	0	0
应收账款	78	125	148	143
预付账款	119	142	140	148
存货	341	575	638	597
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	351	416	515	524
流动资产合计	1,706	2,494	4,734	6,500
其他长期投资	9	9	9	9
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	3,732	3,731	3,779	3,823
在建工程	56	71	86	101
无形资产	754	800	812	831
其他非流动资产	1,314	1,142	1,001	885
非流动资产合计	5,879	5,767	5,699	5,662
<b>资产合计</b>	<b>7,585</b>	<b>8,261</b>	<b>10,433</b>	<b>12,162</b>
短期借款	84	44	44	44
应付票据	0	0	0	0
应付账款	243	233	322	307
预收款项	0	0	0	0
合同负债	195	195	251	255
其他应付款	111	111	111	111
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	459	454	624	647
流动负债合计	1,092	1,037	1,352	1,364
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	202	230	230	230
非流动负债合计	202	230	230	230
<b>负债合计</b>	<b>1,294</b>	<b>1,267</b>	<b>1,582</b>	<b>1,593</b>
归属母公司所有者权益	6,211	6,906	8,743	10,438
少数股东权益	80	87	108	131
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,291</b>	<b>6,994</b>	<b>8,851</b>	<b>10,569</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,585</b>	<b>8,261</b>	<b>10,433</b>	<b>12,162</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>997</b>	<b>1,088</b>	<b>2,815</b>	<b>2,974</b>
现金收益	860	1,438	2,682	2,921
存货影响	-34	-234	-63	41
经营性应收影响	-2	-138	-131	-7
经营性应付影响	106	-17	317	11
其他影响	65	38	9	8
<b>投资活动现金流</b>	<b>-466</b>	<b>-470</b>	<b>-477</b>	<b>-496</b>
资本支出	-424	-638	-622	-603
股权投资	3	0	0	0
其他长期资产变化	-45	168	145	107
<b>融资活动现金流</b>	<b>-361</b>	<b>-198</b>	<b>-282</b>	<b>-683</b>
借款增加	-235	-40	0	0
股利及利息支付	-126	-278	-685	-770
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	120	403	87

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>23,303</b>	<b>27,899</b>	<b>35,827</b>	<b>36,413</b>
营业成本	21,644	25,884	32,130	32,396
税金及附加	99	109	140	142
销售费用	23	27	35	35
管理费用	587	558	699	710
研发费用	346	307	374	381
财务费用	1	5	4	2
信用减值损失	2	-10	-10	-10
资产减值损失	-8	-30	-10	-10
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	-13	-8	-8	-8
其他收益	10	20	20	20
<b>营业利润</b>	<b>597</b>	<b>984</b>	<b>2,440</b>	<b>2,742</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	11	8	8	8
<b>利润总额</b>	<b>587</b>	<b>977</b>	<b>2,433</b>	<b>2,735</b>
所得税	92	122	303	340
<b>净利润</b>	<b>495</b>	<b>856</b>	<b>2,130</b>	<b>2,394</b>
少数股东损益	5	9	23	26
<b>归属母公司净利润</b>	<b>489</b>	<b>846</b>	<b>2,107</b>	<b>2,368</b>
NOPLAT	495	860	2,134	2,396
EPS(摊薄) (元)	0.41	0.70	1.75	1.97

**主要财务比率**

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	10.8%	19.7%	28.4%	1.6%
EBIT 增长率	20.0%	67.0%	148.2%	12.3%
归母净利润增长率	11.8%	73.0%	148.9%	12.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	7.1%	7.2%	10.3%	11.0%
净利率	2.1%	3.1%	5.9%	6.6%
ROE	7.9%	12.3%	24.1%	22.7%
ROIC	9.5%	14.1%	27.6%	26.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.1%	15.3%	15.2%	13.1%
债务权益比	4.5%	3.9%	3.1%	2.6%
流动比率	1.6	2.4	3.5	4.8
速动比率	1.2	1.8	3.0	4.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	3.1	3.4	3.4	3.0
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	3	3	3	3
存货周转天数	5	6	7	7
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.41	0.70	1.75	1.97
每股经营现金流	0.83	0.90	2.34	2.47
每股净资产	5.17	5.75	7.27	8.68
<b>估值比率</b>				
P/E	55	32	13	11
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	28	17	9	8

## 金属行业组团队介绍

### 组长、首席分析师：马金龙

东北大学材料加工专业硕士。多年央企和工信部原材料司工作经验，拥有丰富材料行业管理经验，熟悉政策及产业发展规律，供给侧改革核心参与人之一；6年卖方研究经验，2次新财富金属和金属新材料第二名、2021上证报最佳材料分析师第二名、连续两年金麒麟冶金行业新锐分析师第一名、2021金麒麟有色金属行业新锐分析师第二名、2021水晶球钢铁行业第三名、2022年新浪财经金麒麟新能源金属（有色）行业最佳分析师第二名。2022年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：刘岗

中南大学材料学硕士。多年有色金属实业经历，参与过多项国内外大型有色矿企的工程项目。7年卖方研究经验，多次获得水晶球、金牛、金麒麟、Wind等最佳分析师奖项，2022年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：马野

美国东北大学金融学硕士。曾任职于天风证券研究所、浙商证券研究所。2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李梦娇

对外经济贸易大学人口、资源与环境经济学硕士，2023年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明：

A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明：

强推：预期未来6个月内超越基准指数20%以上；  
推荐：预期未来6个月内超越基准指数10% - 20%；  
中性：预期未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；  
回避：预期未来6个月内相对基准指数跌幅在10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明：

推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；  
中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；  
回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街26号 恒奥中心C座3A	地址：深圳市福田区香梅路1061号中投国际商务中心A座19楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路33号 花旗大厦12层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522