

## 自产矿下降明显，金价支持业绩平稳增长

➤ 2023年上半年公司实现营收 129.79 亿元,同比+17.77%,归母净利润 2.80 亿元,同比+4.82%,扣非归母净利润为 2.80 亿元,同比+6.95%。Q2 单季度实现营收 73.07 亿,同比+40.82%,环比+28.87%,归母净利润 1.73 亿,同比+0.04%,环比 63.21%。

➤ **黄金营收大幅增长，锑品平均毛利率上升。**上半年公司黄金/锑品/钨品营收分别同比+28.39%/-39.60%/-45.24%。其中黄金营收增长主要由外购非标金业务量增加、销价上涨所致,而锑、钨营收减少主要由销量的减少导致。价格来看,上半年公司产品均价大多上涨,其中黄金加权平均价格同比+10.91%,锑锭(99.65%)均价同比+2%,APT 均价同比+1.78%。毛利率来看,上半年黄金/精锑/含量锑/氧化锑/乙二醇锑/钨品的毛利率分别为 3.84%/40.81%/56.06%/35.02%/16.03%/12.39%,同比分别变化-0.06/+6.23/-3.28/13.12/21.09/-7.64pct,锑品平均毛利率上升,整体毛利率同比-1.55pct。

➤ **冶炼金产量增长，锑钨产量下降。**公司业务分为外购原料冶炼和自有矿山生产两种模式,2023年上半年黄金/锑品/钨产量分别为 27.87 吨/1.43 万吨/623 吨,同比分别变动+15.2%/-20.62%/-51.55%,其中自产金 2.27 吨,同比-7.97%,自产锑 8880 吨,同比-19.46%,自产钨 245 吨,同比-76.49%。上半年外购非标准金业务增长,受黄金洞矿业,湘安钨业等旗下矿山上半年停产的影响,自有矿产品产量均有下滑,其中钨产量减少较明显。

➤ **期间费用率稳定，经营活动现金流减少。**上半年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.07%/2.44%/0.01%/0.96%,同比-0.03/-0.06/-0.10/-0.34pct,期间费用率维持稳定。上半年经营活动现金流量净额 2.58 亿,同比-50.10%,投资活动现金流量净额-1.54 亿元,同比增加 28.15%,筹资活动现金流量净额-3.44 亿元,同比-8.76%,经营性活动现金流减少主要因存货增加所致。

➤ **积极推进采矿证照办理，助力公司达成远期产量目标。**截至 2022 年末公司保有资源储量金金属量 144.9 吨,锑金属量 30.43 万吨,钨金属量 9.97 万吨。公司持续加大探矿增储力度,推进老矿山深边部找矿行动,延长矿山服务年限,确保资源持续供应。此外,公司重点推进甘肃加鑫矿区探转采工作,报告期内已完成龙山金锑矿深部扩界并取得变更后的采矿许可证,省内积极整合平江县万古矿区资源,为矿产金产量增长打下基础,预计上述项目逐步落地后将进一步助力公司实现十四五产量达到 10 吨的目标。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司掌握国内优质金矿、锑矿资源,业绩将充分受益于贵金属价格的上行和工业需求复苏,预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.68/7.88/9.08 亿元,维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品价格波动风险、资源储量风险、对外投资风险

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21,041	23,750	24,855	25,286
增长率 (%)	6.0	12.9	4.7	1.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	437	568	788	908
增长率 (%)	20.4	30.0	38.6	15.3
每股收益 (元)	0.36	0.47	0.66	0.76
PE	32	25	18	15
PB	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 8 月 22 日收盘价)

**推荐**

维持评级

当前价格:

11.68 元



**分析师 邱祖学**

执业证书: S0100521120001  
邮箱: qiu.zuxue@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书: S0100522080006  
邮箱: zhangjianye@mszq.com

### 相关研究

1.湖南黄金 (002155.SZ) 2022 年年报点评:  
金锑价格助推业绩增长,“十四五”目标稳步推进-2023/03/31

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>21,041</b>	<b>23,750</b>	<b>24,855</b>	<b>25,286</b>
营业成本	19,438	21,906	22,713	23,006
营业税金及附加	109	119	124	121
销售费用	20	21	17	18
管理费用	657	712	746	759
研发费用	302	356	373	379
EBIT	527	635	883	1,003
财务费用	1	6	4	0
资产减值损失	-30	0	0	0
投资收益	-9	-7	-8	-3
<b>营业利润</b>	<b>497</b>	<b>648</b>	<b>898</b>	<b>1,035</b>
营业外收支	-7	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>489</b>	<b>648</b>	<b>898</b>	<b>1,035</b>
所得税	56	78	108	124
净利润	433	570	790	911
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>437</b>	<b>568</b>	<b>788</b>	<b>908</b>
EBITDA	931	1,048	1,317	1,458

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	636	1,096	1,753	2,573
应收账款及票据	79	85	89	90
预付款项	57	66	68	69
存货	308	360	373	378
其他流动资产	389	379	394	400
<b>流动资产合计</b>	<b>1,468</b>	<b>1,985</b>	<b>2,677</b>	<b>3,511</b>
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	3,767	3,793	3,797	3,777
无形资产	674	699	719	739
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,849</b>	<b>5,886</b>	<b>5,902</b>	<b>5,895</b>
<b>资产合计</b>	<b>7,316</b>	<b>7,872</b>	<b>8,579</b>	<b>9,406</b>
短期借款	319	359	359	359
应付账款及票据	148	180	187	189
其他流动负债	754	787	817	852
<b>流动负债合计</b>	<b>1,221</b>	<b>1,326</b>	<b>1,363</b>	<b>1,399</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	192	192	192	192
<b>非流动负债合计</b>	<b>192</b>	<b>192</b>	<b>192</b>	<b>192</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,413</b>	<b>1,518</b>	<b>1,555</b>	<b>1,591</b>
股本	1,202	1,202	1,202	1,202
少数股东权益	67	68	71	73
<b>股东权益合计</b>	<b>5,904</b>	<b>6,354</b>	<b>7,024</b>	<b>7,815</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7,316</b>	<b>7,872</b>	<b>8,579</b>	<b>9,406</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	6.02	12.88	4.65	1.73
EBIT 增长率	17.96	20.67	38.92	13.64
净利润增长率	20.38	29.98	38.58	15.26
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	7.62	7.77	8.62	9.02
净利润率	2.06	2.40	3.18	3.60
总资产收益率 ROA	5.98	7.22	9.18	9.65
净资产收益率 ROE	7.49	9.04	11.33	11.73
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.20	1.50	1.96	2.51
速动比率	0.90	1.18	1.64	2.19
现金比率	0.52	0.83	1.29	1.84
资产负债率 (%)	19.31	19.28	18.12	16.92
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.37	1.30	1.30	1.30
存货周转天数	5.78	6.00	6.00	6.00
总资产周转率	2.88	3.02	2.90	2.69
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.36	0.47	0.66	0.76
每股净资产	4.86	5.23	5.78	6.44
每股经营现金流	1.03	0.84	1.03	1.16
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	32	25	18	15
PB	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	14.74	12.70	9.60	8.11
股息收益率 (%)	0.86	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	433	570	790	911
折旧和摊销	404	412	434	454
营运资金变动	337	8	3	23
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,236</b>	<b>1,005</b>	<b>1,242</b>	<b>1,397</b>
资本开支	-476	-448	-447	-444
投资	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-476</b>	<b>-455</b>	<b>-454</b>	<b>-446</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	76	40	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-585</b>	<b>-90</b>	<b>-131</b>	<b>-131</b>
<b>现金净流量</b>	<b>180</b>	<b>460</b>	<b>657</b>	<b>820</b>

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026