

湖南黄金（002155）2023年报&2024年一季度点评

金铋价格攀升，价值中枢提升

2024年05月24日

【投资要点】

- ◆ 公司发布2023年年报和2024年一季度报，业绩实现高增。2023年营收233亿元，同比+11%，归母净利润4.9亿元，同比+11%。24Q1营收78亿元，同比+38%；归母净利润1.62亿元，同比+53%。
- ◆ 黄金和铋价创新高，铋价同比+41%。根据长江有色金属网和上海黄金交易所的数据，截止5月20日，金、铋吨价分别为5.73亿元、11.7万元，同比+28%、+41%，创历史新高。
- ◆ 光伏玻璃对铋需求占铋产量比重33%，2024年占比提升至约四成。
- ◆ 1) 铋主要应用于阻燃剂和光伏玻璃澄清剂等领域。澄清剂在光伏玻璃中的作用是鼓泡和澄清，提高光伏特种玻璃透明度等光学性能。焦铋酸钠是当前主流澄清剂，可在较低温度下快速排除气泡，澄清效果优异。
- ◆ 2) 2023年光伏玻璃对铋需求约2.7万吨/年，占铋产量的33%。据USGS数据，2023年全球铋储量200万吨，产量8.3万吨。根据信义光能和福莱特样本数据，以及卓创资讯光伏玻璃产能数据，2023年末光伏玻璃产能约10万吨/天，每1000t/d光伏玻璃产线年消耗铋平均约268吨（焦铋酸钠折算后）。
- ◆ 3) 2024年光伏玻璃产能高增。2024年1-4月光伏玻璃净新增产能7030吨/天，信义光能、福莱特、旗滨等一线企业待投产产能合计16000吨/天（各4000、8400、3600吨/天），全年新增产能有望超2.3万吨/天，对应铋新增需求约0.6万吨/年。2024年光伏玻璃对铋需求占23年铋产量的约四成。
- ◆ 铋占光伏玻璃营业成本5%，提价接受程度大。根据亚玛顿公告数据，23Q4焦铋酸钠成本占材料成本和营业成本分别为10%和5%，对成本影响占比较低，光伏玻璃企业对提价接受程度大。
- ◆ 铋环保问题长期难解，供给或长期受限。国内新一轮环保督察启动，国内供给边际收紧。据湖南日报数据，铋行业砷、铋污染问题经久不治，始终是世界性难题。据USGS数据，2023年中国铋产量4万吨，占全球产量近一半。据生态环境部5月7日数据，第三轮第二批中央生态环境保护督察全面启动，已进驻湖南等省份。我们预计国内环保督察启动，或将约束铋产量释放。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

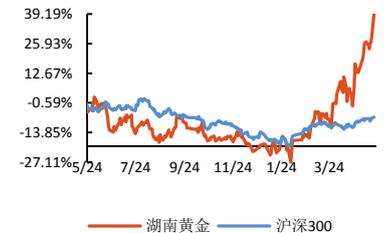
证书编号：S1160521050001

证券分析师：朱晋潇

证书编号：S1160522070001

电话：021-23586740

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	21768.93
流通市值（百万元）	21766.65
52周最高/最低（元）	19.48/9.77
52周最高/最低（PE）	42.45/25.71
52周最高/最低（PB）	3.73/1.95
52周涨幅（%）	32.97
52周换手率（%）	621.73

相关研究

【投资建议】

- ◆ **湖南黄金：黄金为支柱、锑为特色国内领先矿业企业，资源和规模优势明显。** 1) **资源优势：**截至 2023 年末，公司保有资源储量矿石量 6800 万吨，金属量：金 141756 千克，锑 307324 吨，钨 99568 吨。矿产资源是公司发展的基础，公司为增加储量，公司在加大现有矿区探矿力度的同时，积极关注可并购矿权。2) **规模优势：**公司拥有规模化的生产线，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。3) **技术优势：**公司长期专注于黄金、锑和钨三种金属的矿山开采和深加工，形成了独特的生产技术和丰富的管理经验。4) **产品优势：**公司产品的多样性和独特的金锑钨产品组合，增强了公司抵御单一产品价格波动风险的能力。
- ◆ 我们预计 2024-26 年公司归母净利润 13/19/22 亿元，对应当前股价 PE 17/11/9 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	23302.87	29475.75	29962.46	31021.17
增长率(%)	10.75%	26.49%	1.65%	3.53%
EBITDA（百万元）	981.43	2466.38	3181.92	3589.26
归属母公司净利润（百万元）	489.10	1262.53	1881.97	2227.76
增长率(%)	11.20%	158.13%	49.06%	18.37%
EPS(元/股)	0.41	1.05	1.57	1.85
市盈率 (P/E)	27.17	16.56	11.11	9.38
市净率 (P/B)	2.16	2.96	2.96	2.56
EV/EBITDA	12.90	7.59	5.68	4.60

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 黄金、锑价格大幅波动；
- ◆ 环保督察力度不及预期；
- ◆ 政策变化，行业竞争加剧等。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1706.40	3472.91	4097.36	5689.44
货币资金	817.07	2259.63	2880.97	4440.25
应收及预付	196.48	224.47	225.51	232.27
存货	341.36	508.03	503.66	515.69
其他流动资产	351.49	480.78	487.22	501.23
非流动资产	5878.97	5157.45	4519.71	4072.12
长期股权投资	13.73	10.46	25.46	35.46
固定资产	3732.44	3212.72	2686.88	2181.77
在建工程	57.49	56.87	49.96	97.48
无形资产	753.56	553.56	433.56	433.56
其他长期资产	1321.75	1323.84	1323.84	1323.84
资产总计	7585.36	8630.36	8617.07	9761.56
流动负债	1092.39	1274.79	1260.37	1281.46
短期借款	83.99	73.99	63.99	53.99
应付及预收	242.76	276.56	274.18	280.73
其他流动负债	765.64	924.24	922.20	946.74
非流动负债	201.87	217.25	217.25	217.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	201.87	217.25	217.25	217.25
负债合计	1294.26	1492.05	1477.63	1498.71
实收资本	1202.04	1202.04	1202.04	1202.04
资本公积	1289.32	1289.32	1289.32	1289.32
留存收益	3699.11	4557.63	4557.63	5671.50
归属母公司股东权益	6211.07	7056.67	7056.67	8170.55
少数股东权益	80.03	81.64	82.77	92.30
负债和股东权益	7585.36	8630.36	8617.07	9761.56

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23302.87	29475.75	29962.46	31021.17
营业成本	21644.49	26653.58	26424.51	27055.43
税金及附加	98.63	140.12	141.65	141.81
销售费用	22.54	27.80	28.43	29.57
管理费用	586.61	862.93	855.86	858.40
研发费用	345.61	431.62	437.57	455.79
财务费用	1.10	-13.97	-43.12	-55.85
资产减值损失	-8.15	27.45	27.45	27.45
公允价值变动收益	0.80	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-12.67	-16.02	-16.29	-16.86
资产处置收益	1.23	1.56	3.87	2.43
其他收益	9.63	22.87	20.34	19.32
营业利润	596.80	1409.53	2152.95	2568.37
营业外收入	0.94	1.07	1.09	1.03
营业外支出	10.79	8.03	9.20	9.34
利润总额	586.95	1402.57	2144.85	2560.06
所得税	92.45	138.43	261.75	322.78
净利润	494.50	1264.13	1883.10	2237.28
少数股东损益	5.39	1.61	1.13	9.53
归属母公司净利润	489.10	1262.53	1881.97	2227.76
EBITDA	981.43	2466.38	3181.92	3589.26

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	996.59	2204.57	2950.89	3317.67
净利润	494.50	1264.13	1883.10	2237.28
折旧摊销	364.75	1077.79	1080.19	1085.04
营运资金变动	96.48	-131.54	-7.53	-1.72
其它	40.87	-5.82	-4.86	-2.94
投资活动现金流	-466.13	-348.29	-435.52	-632.74
资本支出	-444.80	-335.40	-404.23	-605.88
投资变动	-21.37	3.27	-15.00	-10.00
其他	0.04	-16.15	-16.29	-16.86
筹资活动现金流	-360.64	-413.72	-1894.04	-1125.65
银行借款	2308.35	-10.00	-10.00	-10.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-2668.99	-403.72	-1884.04	-1115.65
现金净增加额	170.61	1442.56	621.34	1559.28
期初现金余额	603.10	773.71	2216.27	2837.61
期末现金余额	773.71	2216.27	2837.61	4396.89

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	10.75%	26.49%	1.65%	3.53%
营业利润增长	20.19%	136.18%	52.74%	19.30%
归属母公司净利润增长	11.20%	158.13%	49.06%	18.37%
获利能力 (%)				
毛利率	7.12%	9.57%	11.81%	12.78%
净利率	2.12%	4.29%	6.28%	7.21%
ROE	7.87%	17.89%	26.67%	27.27%
ROIC	8.15%	17.35%	25.62%	26.31%
偿债能力				
资产负债率 (%)	17.06%	17.29%	17.15%	15.35%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.56	2.72	3.25	4.44
速动比率	1.06	2.17	2.70	3.88
营运能力				
总资产周转率	3.12	3.64	3.47	3.38
应收账款周转率	297.30	300.59	251.31	253.59
存货周转率	66.71	62.76	52.24	53.08
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	1.05	1.57	1.85
每股经营现金流	0.83	1.83	2.45	2.76
每股净资产	5.17	5.87	5.87	6.80
估值比率				
P/E	27.17	16.56	11.11	9.38
P/B	2.16	2.96	2.96	2.56
EV/EBITDA	12.90	7.59	5.68	4.60

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。