



# 湖南黄金 (002155.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 价格环比下跌拖累业绩，关注锑价再次上涨

### 事件

4月10日公司发布2024年报，2024年实现收入278.39亿元，同比+19.46%；归母净利润8.47亿元，同比+73.08%。4Q24收入为68.49亿元，环比+16.98%，同比+50.53%；归母净利润为1.80亿元，环比-21.43%，同比+71.32%。

### 点评

价、量环比下滑拖累4Q24业绩表现。4Q24锑、金均价分别环比-8.98%、+7.94%至14.69万元/吨、614元/克，2024年公司销售黄金、锑品同比分别减少2.58%、14.72%；出口管制或为销量下降的重要原因。4Q24公司毛利率环比/同比分别-1.38pct/-0.75pct至8.61%，2024年公司自产金和自产锑品分别同比-6.13%/-13.2%，综合考虑公司业务结构、成本和价格波动，我们认为4Q24自产量环比下滑或为毛利率下降主要原因。

计提大额研发费用，资本结构良好。4Q24公司期间费用、期间费率分别环比+19.28%、+0.08pct至2.97亿元、4.34%，主要原因系研发费用显著增加，4Q24公司研发费用环比+200%至1.29亿元；公司4Q24末资产负债率为14.93%，环比、同比分别-0.94pct/-2.13pct，持续降至低位。

有望进一步享受海外高溢价。公司子公司中南锑钨是从事锑和钨进出口，2024年该公司实现业绩增长原因为锑品出口业务毛利增加所致。随着海外锑价进一步上涨，高溢价有望增厚公司业绩。

2025年经营计划目标高增长，分红增厚投资价值。公司计划2025年生产黄金、锑品72.48吨、3.95万吨，同比2024年实际产量分别+56%/+35%，彰显公司高增长信心。2024年公司拟每10股派发现金红利2.30元(含税)，分红比例33%；同时以资本公积金转增股本，向全体股东每10股转增3股，不送红股。

关注锑价第三次上涨。近期国内价格有所回调，系同为阻燃剂协效剂成本的溴素因短期物流原因上涨、市场预期会挤压锑涨价空间；由于溴素涨价系短期供应扰动，且缅甸发生地震或对该地区锑矿开采、发运造成较大影响；需求端据SMM光伏玻璃价格有所上涨，或进一步提升锑价顺价空间，我们坚定看好内盘锑价上涨；出口量虽有所恢复，但海外战略性备库持续，实现锑价内外同涨局面。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司25-27年营收分别为386/408/436亿元，归母净利润分别为24/27/31亿元，EPS分别为1.98/2.22/2.56元，对应PE分别为11/10/9倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

产品价格波动风险，项目建设不及预期，安全环保管理风险。

金属材料组

分析师：王钦扬 (执业S1130523120001)

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价(人民币)：21.87元

相关报告：

- 《湖南黄金公司点评：销量环比下滑拖累业绩，关注锑价二轮上涨》，2024.10.29
- 《湖南黄金公司点评：锑、金业绩弹性兑现，复产进度超预期》，2024.8.27
- 《湖南黄金公司点评：金锑双轮驱动Q1业绩提升》，2024.4.28



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23,303	27,839	38,641	40,778	43,582
营业收入增长率	10.75%	19.46%	38.80%	5.53%	6.88%
归母净利润(百万元)	489	847	2,375	2,664	3,072
归母净利润增长率	11.83%	73.08%	180.53%	12.16%	15.32%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.70	1.98	2.22	2.56
每股经营性现金流净额	0.83	0.74	2.09	2.25	3.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.87%	12.26%	26.19%	23.18%	21.54%
P/E	53.75	31.05	11.07	9.87	8.56
P/B	4.23	3.81	2.90	2.29	1.84

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>主营业务收入</b>	<b>21,041</b>	<b>23,303</b>	<b>27,839</b>	<b>38,641</b>	<b>40,778</b>	<b>43,582</b>	货币资金	636	817	1,140	2,628	4,546	7,567	
增长率	10.8%	19.5%	38.8%	5.5%	6.9%		应收款项	401	339	478	626	661	706	
<b>主营业务成本</b>	<b>-19,438</b>	<b>-21,644</b>	<b>-25,650</b>	<b>-33,998</b>	<b>-35,676</b>	<b>-37,898</b>	存货	308	341	576	559	586	623	
%销售收入	92.4%	92.9%	92.1%	88.0%	87.5%	87.0%	其他流动资产	123	209	221	1,336	1,843	1,852	
<b>毛利</b>	<b>1,603</b>	<b>1,658</b>	<b>2,188</b>	<b>4,643</b>	<b>5,102</b>	<b>5,684</b>	流动资产	1,468	1,706	2,415	5,149	7,636	10,748	
%销售收入	7.6%	7.1%	7.9%	12.0%	12.5%	13.0%	%总资产	20.1%	22.5%	29.5%	46.4%	55.8%	63.6%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-109</b>	<b>-99</b>	<b>-137</b>	<b>-193</b>	<b>-204</b>	<b>-218</b>	长期投资	27	23	14	14	14	14	
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3,810	3,790	3,695	3,806	3,846	3,855	
<b>销售费用</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-14</b>	<b>-39</b>	<b>-41</b>	<b>-44</b>	%总资产	52.1%	50.0%	45.1%	34.3%	28.1%	22.8%	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	1,911	1,983	1,976	2,042	2,110	2,181	
<b>管理费用</b>	<b>-657</b>	<b>-587</b>	<b>-638</b>	<b>-966</b>	<b>-1,019</b>	<b>-1,090</b>	非流动资产	5,849	5,879	5,784	5,950	6,059	6,139	
%销售收入	3.1%	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	79.9%	77.5%	70.5%	53.6%	44.2%	36.4%	
<b>研发费用</b>	<b>-302</b>	<b>-346</b>	<b>-324</b>	<b>-560</b>	<b>-571</b>	<b>-610</b>	<b>资产总计</b>	<b>7,316</b>	<b>7,585</b>	<b>8,199</b>	<b>11,099</b>	<b>13,695</b>	<b>16,887</b>	
%销售收入	1.4%	1.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.4%	短期借款	319	84	33	0	0	200	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>515</b>	<b>605</b>	<b>1,076</b>	<b>2,885</b>	<b>3,267</b>	<b>3,723</b>	应付款项	278	354	321	504	529	562	
%销售收入	2.4%	2.6%	3.9%	7.5%	8.0%	8.5%	其他流动负债	624	654	650	1,151	1,227	1,328	
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>31</b>	<b>67</b>	<b>118</b>	流动负债	1,221	1,092	1,003	1,655	1,755	2,090	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-36</b>	<b>-6</b>	<b>-46</b>	<b>-30</b>	<b>-80</b>	<b>-90</b>	其他长期负债	192	202	221	269	281	298	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	负债	1,413	1,294	1,224	1,924	2,036	2,387	
<b>投资收益</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,837</b>	<b>6,211</b>	<b>6,905</b>	<b>9,066</b>	<b>11,489</b>	<b>14,260</b>	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	1,202	1,202	1,202	1,202	1,202	1,202	
<b>营业利润</b>	<b>497</b>	<b>597</b>	<b>1,041</b>	<b>2,885</b>	<b>3,252</b>	<b>3,750</b>	未分配利润	3,048	3,408	4,083	6,265	8,689	11,460	
营业利润率	2.4%	2.6%	3.7%	7.5%	8.0%	8.6%	少数股东权益	67	80	70	110	170	240	
<b>营业外收支</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-36</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,316</b>	<b>7,585</b>	<b>8,199</b>	<b>11,099</b>	<b>13,695</b>	<b>16,887</b>	
<b>税前利润</b>	<b>489</b>	<b>587</b>	<b>1,005</b>	<b>2,875</b>	<b>3,242</b>	<b>3,740</b>	<b>比率分析</b>		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	2.3%	2.5%	3.6%	7.4%	8.0%	8.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-56</b>	<b>-92</b>	<b>-147</b>	<b>-460</b>	<b>-519</b>	<b>-598</b>	每股收益	0.364	0.407	0.704	1.976	2.216	2.555	
所得税率	11.5%	15.8%	14.6%	16.0%	16.0%	16.0%	每股净资产	4.856	5.167	5.745	7.542	9.558	11.863	
<b>净利润</b>	<b>433</b>	<b>494</b>	<b>858</b>	<b>2,415</b>	<b>2,724</b>	<b>3,142</b>	每股经营现金净流	1.028	0.829	0.739	2.093	2.247	3.052	
少数股东损益	-5	5	11	40	60	70	每股股利	0.060	0.100	0.130	0.160	0.200	0.250	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>437</b>	<b>489</b>	<b>847</b>	<b>2,375</b>	<b>2,664</b>	<b>3,072</b>	<b>回报率</b>							
净利率	2.1%	2.1%	3.0%	6.1%	6.5%	7.0%	净资产收益率	7.49%	7.87%	12.26%	26.19%	23.18%	21.54%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	5.98%	6.45%	10.33%	21.40%	19.45%	18.19%	
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	7.32%	7.98%	13.09%	26.39%	23.52%	21.26%	
<b>净利润</b>	<b>433</b>	<b>494</b>	<b>858</b>	<b>2,415</b>	<b>2,724</b>	<b>3,142</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	-5	5	11	40	60	70	主营业务收入增长率	6.02%	10.75%	19.46%	38.80%	5.53%	6.88%	
<b>非现金支出</b>	<b>441</b>	<b>371</b>	<b>469</b>	<b>349</b>	<b>422</b>	<b>455</b>	EBIT增长率	23.29%	17.48%	77.81%	168.21%	13.22%	13.97%	
非经营收益	25	35	38	16	12	12	净利润增长率	20.38%	11.83%	73.08%	180.53%	12.16%	15.32%	
<b>营运资金变动</b>	<b>337</b>	<b>96</b>	<b>-477</b>	<b>-263</b>	<b>-456</b>	<b>60</b>	总资产增长率	-0.55%	3.68%	8.09%	35.37%	23.39%	23.31%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,236</b>	<b>997</b>	<b>889</b>	<b>2,516</b>	<b>2,701</b>	<b>3,668</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-476</b>	<b>-445</b>	<b>-369</b>	<b>-531</b>	<b>-540</b>	<b>-545</b>	应收账款周转天数	1.5	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	
投资	0	-21	29	-195	5	5	存货周转天数	7.3	5.5	6.5	6.0	6.0	6.0	
其他	0	0	0	-6	-6	-6	应付账款周转天数	3.5	3.3	3.2	3.5	3.5	3.5	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-476</b>	<b>-466</b>	<b>-340</b>	<b>-731</b>	<b>-542</b>	<b>-547</b>	固定资产周转天数	65.4	58.5	47.5	34.5	32.9	30.7	
股权募资	0	0	1	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	76	-235	-54	-81	0	200	净负债/股东权益	-5.38%	-11.65%	-15.87%	-28.64%	-39.00%	-50.81%	
其他	-661	-126	-183	-215	-241	-301	EBIT利息保障倍数	506.3	551.4	835.6	-92.9	-48.7	-31.5	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-585</b>	<b>-361</b>	<b>-236</b>	<b>-296</b>	<b>-241</b>	<b>-101</b>	资产负债率	19.31%	17.06%	14.93%	17.33%	14.87%	14.14%	
<b>现金净流量</b>	<b>180</b>	<b>171</b>	<b>313</b>	<b>1,489</b>	<b>1,919</b>	<b>3,021</b>								

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	4
增持	0	1	1	1	5
中性	0	0	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>2.25</b>	<b>2.40</b>	<b>2.07</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究