

湖南黄金 (002155.SZ)

受益金铋价格上行，业绩同比高增

公司发布 2024 年报和 2025 年一季报：

2024 年实现营业收入 278.4 亿元，同比+19.5%，实现归母净利润 8.5 亿元，同比+73.1%，实现扣非归母净利润 8.7 亿元，同比+76.4%。24Q4 实现营业收入 68.5 亿元，同比/环比分别+50.5%/+17.0%，实现归母净利润 1.8 亿元，同比/环比分别+71.3%/-21.4%，实现扣非归母净利润 2.0 亿元，同比/环比分别+86.5%/-13.5%。

25Q1 实现营业收入 131.2 亿元，同比/环比分别+67.8%/+91.6%，实现归母净利润 3.3 亿元，同比/环比分别+104.6%/+84.9%，实现扣非归母净利润 3.3 亿元，同比/环比分别+104.6%/+62.8%。

□ 受新龙矿业停产影响，金铋自产量有所下滑。2024 年公司黄金产销 46.3/46.4 吨，同比-2.87%/-2.58%，其中黄金自产 3.7 吨，同比-6.13%，其中生产标准金 44.0 吨，含量金 2.3 吨；铋品产销 2.92/2.67 万吨，同比-6.15%/-14.7%，其中铋自产 1.52 万吨，同比-13.2%，其中精铋 0.87 万吨，氧化铋 1.3 万吨，含量铋 0.47 万吨，乙二醇铋 0.23 万吨，氧化铋母粒 0.02 万吨；钨品产销 1,008/1,038 标吨，同比+7.12%/+19.59%，其中钨精矿自产 879 标吨，同+59.24%。2025 年公司经营计划产品产量为：黄金 72.5 吨，铋品 3.95 万吨，钨品 1,100 标吨。

□ 受益金铋价格上涨，公司毛利率同比上升。2024 年公司黄金产品单位收入 543 元/克，同比+22.3%，铋产品单位收入 9.3 万元/吨，同比+46.8%。公司总毛利率增加 0.74pct，其中黄金毛利率增加 0.21pct，精铋毛利率增加 4.13pct，含量铋毛利率增加 10.41pct，氧化铋毛利率增加 6.40pct，乙二醇铋毛利率减少 5.90pct。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到金铋价中枢抬升，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 21/23/25 亿元，对应市盈率分别为 13/12/11 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：矿山安全事故性风险、投产项目进度不达预期、金铋价格下跌、美联储降息不及预期、铋需求不及预期、铋矿供给超预期、政策风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	23303	27839	49561	49878	50198
同比增长	11%	19%	78%	1%	1%
营业利润(百万元)	597	1041	2511	2736	3036
同比增长	20%	74%	141%	9%	11%
归母净利润(百万元)	489	847	2087	2276	2530
同比增长	12%	73%	147%	9%	11%
每股收益(元)	0.41	0.70	1.74	1.89	2.10
PE	55.0	31.8	12.9	11.8	10.6
PB	4.3	3.9	3.1	2.6	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

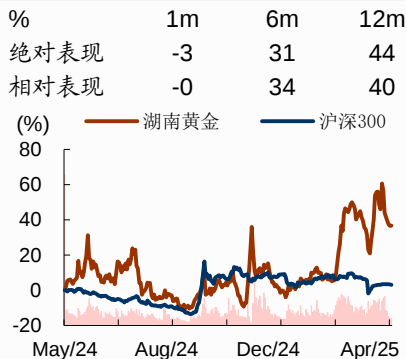
周期/金属及材料

当前股价：22.38 元

基础数据

总股本 (百万股)	1202
已上市流通股 (百万股)	1202
总市值 (十亿元)	26.9
流通市值 (十亿元)	26.9
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	14.2
资产负债率	14.4%
主要股东	湖南黄金集团有限责任公司
主要股东持股比例	35.06%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《湖南黄金 (002155)：金铋共振，老牌国企顺风而上》2024-09-03

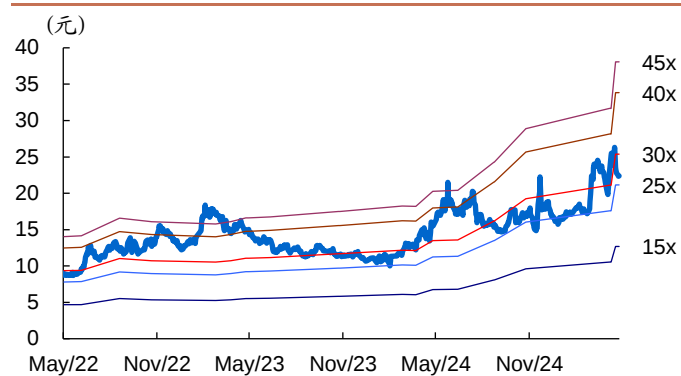
刘伟洁 S1090519040002

✉ liuweijie@cmschina.com.cn

赖如川 S1090523060003

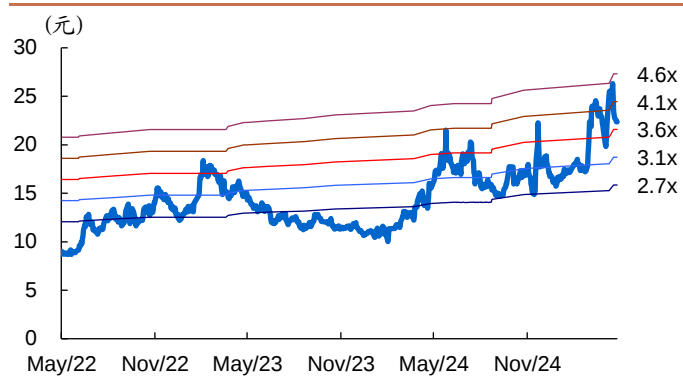
✉ lairuchuan@cmschina.com.cn

图 1: 湖南黄金历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 湖南黄金历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1706	2415	4988	7020	9199
现金	817	1140	2720	4743	6914
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	78	134	239	241	242
其它应收款	47	84	150	151	152
存货	341	576	1025	1027	1028
其他	423	479	853	858	863
非流动资产	5879	5784	5373	5023	4726
长期股权投资	14	6	6	6	6
固定资产	3732	3619	3522	3432	3350
无形资产商誉	781	810	729	656	590
其他	1352	1349	1116	929	780
资产总计	7585	8199	10361	12043	13925
流动负债	1092	1003	1327	1328	1328
短期借款	84	30	100	100	100
应付账款	243	202	359	359	360
预收账款	195	119	212	212	212
其他	570	653	656	656	656
长期负债	202	221	221	221	221
长期借款	0	0	0	0	0
其他	202	221	221	221	221
负债合计	1294	1224	1547	1548	1549
股本	1202	1202	1202	1202	1202
资本公积金	1289	1289	1289	1289	1289
留存收益	3720	4414	6225	7875	9722
少数股东权益	80	70	98	129	163
归属于母公司所有者权益	6211	6905	8716	10366	12213
负债及权益合计	7585	8199	10361	12043	13925

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	997	889	1966	2812	3001
净利润	494	858	2115	2307	2564
折旧摊销	365	421	614	551	499
财务费用	(2)	7	(11)	(24)	(41)
投资收益	13	8	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(20)	(372)	(750)	(8)	(7)
其它	147	(34)	10	(2)	(2)
投资活动现金流	(466)	(340)	(187)	(187)	(187)
资本支出	(447)	(369)	(200)	(200)	(200)
其他投资	(19)	29	13	13	13
筹资活动现金流	(361)	(236)	(198)	(602)	(642)
借款变动	(240)	(97)	67	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(120)	(156)	(276)	(626)	(683)
其他	(1)	17	11	24	41
现金净增加额	170	312	1581	2022	2171

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23303	27839	49561	49878	50198
营业成本	21644	25650	45616	45712	45738
营业税金及附加	99	137	198	200	201
营业费用	23	14	25	25	25
管理费用	587	638	793	798	803
研发费用	346	324	396	399	402
财务费用	1	1	(11)	(24)	(41)
资产减值损失	(5)	(46)	(46)	(46)	(46)
公允价值变动收益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	10	21	21	21	21
投资收益	(13)	(8)	(8)	(8)	(8)
营业利润	597	1041	2511	2736	3036
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	11	37	37	37	37
利润总额	587	1005	2475	2699	3000
所得税	92	147	360	392	436
少数股东损益	5	11	28	31	34
归属于母公司净利润	489	847	2087	2276	2530

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	11%	19%	78%	1%	1%
营业利润	20%	74%	141%	9%	11%
归母净利润	12%	73%	147%	9%	11%
获利能力					
毛利率	7.1%	7.9%	8.0%	8.4%	8.9%
净利率	2.1%	3.0%	4.2%	4.6%	5.0%
ROE	8.1%	12.9%	26.7%	23.9%	22.4%
ROIC	8.0%	13.3%	26.9%	23.8%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	17.1%	14.9%	14.9%	12.9%	11.1%
净负债比率	1.1%	0.4%	1.0%	0.8%	0.7%
流动比率	1.6	2.4	3.8	5.3	6.9
速动比率	1.2	1.8	3.0	4.5	6.2
营运能力					
总资产周转率	3.1	3.5	5.3	4.5	3.9
存货周转率	66.7	55.9	57.0	44.5	44.5
应收账款周转率	297.0	262.0	265.0	208.0	208.0
应付账款周转率	110.8	115.4	162.9	127.4	127.3
每股资料(元)					
EPS	0.41	0.70	1.74	1.89	2.10
每股经营净现金	0.83	0.74	1.64	2.34	2.50
每股净资产	5.17	5.74	7.25	8.62	10.16
每股股利	0.13	0.23	0.52	0.57	0.63
估值比率					
PE	55.0	31.8	12.9	11.8	10.6
PB	4.3	3.9	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	30.0	19.1	8.3	7.9	7.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。