

湖南黄金（002155.SZ）

优于大市

金钨价格上行抵消产量下滑影响，26H1 归母增长 46.3%

核心观点

公司2026H1 归母净利同比上升46.0%。2026H1 实现营收 320 亿元(+12.6%)，归母净利 9.6 亿元(+46.0%)，扣非归母净利润 9.6 亿元(+46.3%)，经营活动产生的现金流量净额-1.1 亿元，系存货有所增加。单季度 2026Q2 归母净利 3.6 亿元，同比+11.9%，环比-39.3%。2026 上半年净利受益于金价、钨价同比显著上行；但自产品销量有所下降。

子公司情况：公司集团共 3 家全资子公司（辰州、黄金洞、新龙），1 家控股子公司（中南锑钨）。辰州矿业主营黄金、锑、钨的勘探、采选冶。黄金洞主营金矿采选。新龙矿业开采黄金、锑、绢云母及其他有色金属、矿产品收购、销售。中南锑钨主营商品和技术的进出口业务和国内贸易。2026H1 公司实现归母净利 9.6 亿元，同比+46.0%，系金钨价格上涨。其中持有矿山资源的辰州矿业为盈利主力单位，2026H1 实现净利润 7.7 亿元，旗下包含沅陵沃溪金锑钨矿、安化渣滓溪锑矿以及甘肃加鑫等矿山；另外，主营矿山采选等业务的黄金洞矿业和新龙矿业 2026H1 分别实现净利润 1.0 亿元，0.8 亿元。后续集团万古金矿注入有望助力公司黄金产量达到 10 吨，形成公司新的增长来源。

同比 2025H1，**增利因素：**2026H1 上海金交所黄金均价 1038 元/克，同比增 316 元/克(+43.7%)，增厚毛利 5.1 亿元；钨精矿均价 68.6 万元/吨，同比增 53.4 万元/吨(+352.8%)，增厚毛利 2.1 亿元；**经测算，矿山端受益于涨价因素，增厚毛利约 7.2 亿元。****减利因素：**2026H1 公司黄金自产 1616 千克，同比减少 6.16%，减少毛利约 0.4 亿元；锑品自产 5782 吨，同比减少 25.03%，减少毛利约 1.5 亿元；钨精矿自产 453 标吨，同比减少 10.22%。**经测算，矿山产量下滑减少毛利约 2 亿元。**2026H1 公司实现毛利 18.1 亿元，同比 2025H1 的 13.6 亿元增加 32.7%。费用方面，2026H1 期间费用合计 4.7 亿元，较 2025H1 的 4.9 亿元小幅下降。

风险提示：国内外锑矿集中超预期投产，锑价下行风险；万古金矿注入或建设进度不及预期；环保标准趋严/矿山生产事故影响矿山生产等。

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年的营收分别为 647/663/677 亿元，同比增速 29%/2%/2%；归母净利润分别为 16.6/18.3/20.2 亿元，同比增速 12%/10%/10%；EPS 分别为 1.06/1.17/1.29 元，当前股价对应 PE 分别为 23.1x/21.0x/19.0x。公司稳健经营，万古金矿在 2030 年前有大规模放量预期，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	27,839	50,181	64,736	66,274	67,707
(+/-%)	19.5%	80.3%	29.0%	2.4%	2.2%
归母净利润(百万元)	847	1488	1659	1827	2019
(+/-%)	73.1%	75.8%	11.5%	10.1%	10.5%
每股收益(元)	0.70	0.95	1.06	1.17	1.29
EBIT Margin	3.9%	3.6%	3.1%	3.2%	3.5%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	18.3%	17.6%	16.8%	16.1%
市盈率 (PE)	34.9	25.8	23.1	21.0	19.0
EV/EBITDA	21.4	18.3	17.3	16.3	15.1
市净率 (PB)	4.28	4.73	4.06	3.52	3.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

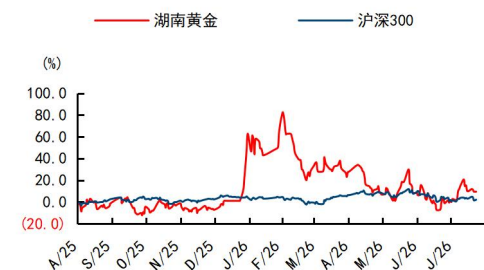
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：谷瑜
021-61761033
guyu@guosen.com.cn
S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.56 元
总市值/流通市值	38379/38375 百万元
52 周最高价/最低价	43.67/19.71 元
近 3 个月日均成交额	1327.34 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

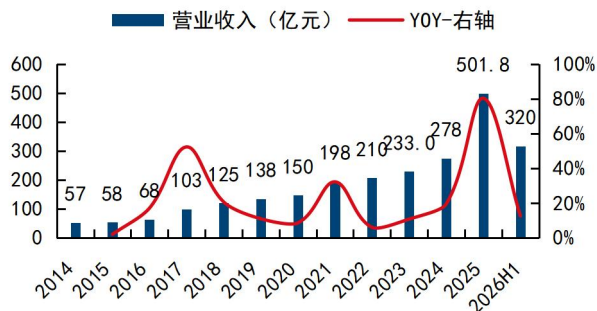
《湖南黄金（002155.SZ）-金锑龙头，万古金矿待放量》—— 2026-04-20

公司 2026H1 归母净利同比上升 46.0%。2026H1 实现营收 320 亿元（+12.6%），归母净利 9.6 亿元（+46.0%），扣非归母净利润 9.6 亿元（+46.3%），经营活动产生的现金流量净额-1.1 亿元，系存货有所增加。单季度 2026Q2 归母净利 3.6 亿元，同比+11.9%，环比-39.3%。2026 上半年净利受益于金价、钨价同比显著上行；但自产品销量有所下降。

子公司情况：公司集团共 3 家全资子公司（辰州、黄金洞、新龙），1 家控股子公司（中南锑钨）。辰州矿业主营黄金、锑、钨的勘探、采选冶。黄金洞主营金矿采选。新龙矿业开采黄金、锑、绢云母及其他有色金属、矿产品收购、销售。中南锑钨主营商品和技术的进出口业务和国内贸易。2026H1 公司实现归母净利 9.6 亿元，同比+46.0%，系金钨价格上涨。其中持有矿山资源的辰州矿业为盈利主力单位，2026H1 实现净利润 7.7 亿元，旗下包含沅陵沃溪金锑钨矿、安化渣滓溪锑矿以及甘肃加鑫等矿山；另外，主营矿山采选等业务的黄金洞矿业和新龙矿业 2026H1 分别实现净利润 1.0 亿元，0.8 亿元。后续集团万古金矿注入有望助力公司黄金产量达到 10 吨，形成公司新的增长来源。

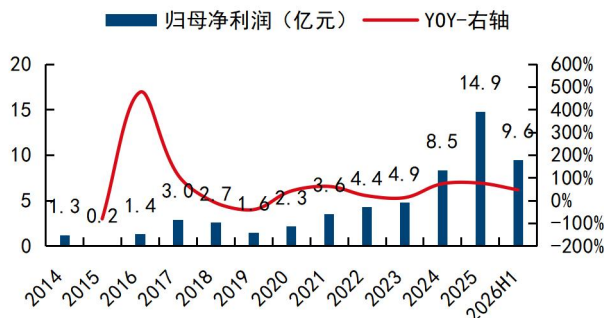
同比 2025H1，**增利因素：**2026H1 上海金交所黄金均价 1038 元/克，同比增 316 元/克（+43.7%），增厚毛利 5.1 亿元；钨精矿均价 68.6 万元/吨，同比增 53.4 万元/吨（+352.8%），增厚毛利 2.1 亿元；**经测算，矿山端受益于涨价因素，增厚毛利约 7.2 亿元。****减利因素：**2026H1 公司黄金自产 1616 千克，同比减少 6.16%，减少毛利约 0.4 亿元；锑品自产 5782 吨，同比减少 25.03%，减少毛利约 1.5 亿元；钨精矿自产 453 标吨，同比减少 10.22%。**经测算，矿山产量下滑减少毛利约 2 亿元。**2026H1 公司实现毛利 18.1 亿元，同比 2025H1 的 13.6 亿元增加 32.7%。费用方面，公司 2026H1 期间费用合计 4.7 亿元，较 2025H1 的 4.9 亿元小幅下降。

图1: 营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



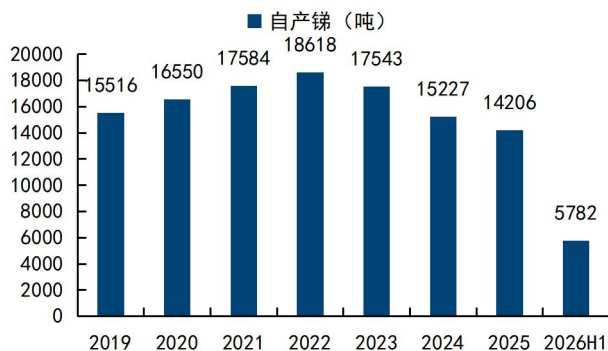
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 自产金



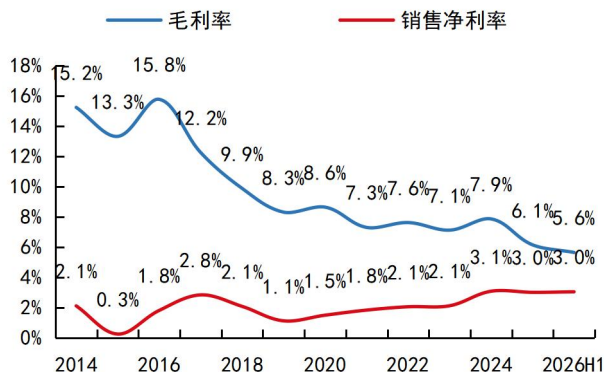
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 自产锡



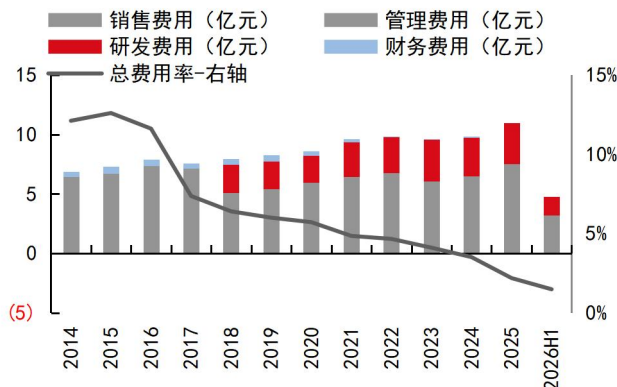
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理, 包含水口山数据

图5: 毛利率与净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- **价格：**2026 年至今黄金均价为 1006 元/克，现货价格为 984 元/克；往后看黄金仍受到降息周期、美元下降、央行购金等因素维持中长期强势。假设 2026-2028 年黄金均价为 1000 元/克。2026 年至今锑均价为 14.4 万元/吨，现货价格为 9.9 万元/吨，我们假设 2026-2028 年锑均价为 12 万元/吨。
- **产量：**2025 年公司自产金金属产量为 3.4 吨，自产锑 1.4 万吨。2025 年新龙矿山经营事故导致产量偏低，预期今年有所恢复。假设公司 2026-2028 年锑金属产量分别为 1.4 万吨/1.5 万吨/1.8 万吨，金金属产量受益于新龙矿山恢复正常经营以及万古有序注入，分别为 3.4/3.8/4.3 吨。

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年的营收分别为 647/663/677 亿元，同比增速 29%/2%/2%；归母净利润分别为 16.6/18.3/20.2 亿元，同比增速 12%/10%/10%；EPS 分别为 1.06/1.17/1.29 元，当前股价对应 PE 分别为 23.1x/21.0x/19.0x。公司稳健经营，万古金矿在 2030 年前有大规模放量预期，维持“优于大市”评级。

风险提示：国内外锑矿集中超预期投产，锑价下行风险；万古金矿注入或建设进度不及预期；环保标准趋严/矿山生产事故影响矿山生产等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1140	2007	3925	4042	7678	营业收入	27839	50181	64736	66274	67707
应收款项	219	142	532	2179	556	营业成本	25650	47097	61199	62557	63741
存货净额	576	969	1672	1709	1742	营业税金及附加	137	160	194	199	203
其他流动资产	479	513	647	663	677	销售费用	14	27	32	33	34
流动资产合计	2415	3630	6776	8593	10653	管理费用	638	726	872	892	911
固定资产	3695	3688	3505	3277	2955	研发费用	324	345	453	464	474
无形资产及其他	782	760	729	699	669	财务费用	1	(2)	(52)	(98)	(101)
投资性房地产	1301	1352	1352	1352	1352	投资收益	(8)	(14)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	6	6	7	7	8	资产减值及公允价值变动	(42)	(7)	(20)	(10)	0
资产总计	8199	9436	12369	13928	15636	其他收入	(307)	(328)	(453)	(464)	(474)
短期借款及交易性金融负债	33	3	100	100	100	营业利润	1041	1823	2011	2211	2439
应付款项	202	261	669	684	697	营业外净收支	(36)	(41)	(40)	(40)	(40)
其他流动负债	769	795	1857	1898	1935	利润总额	1005	1783	1971	2171	2399
流动负债合计	1003	1060	2626	2682	2731	所得税费用	147	272	288	317	350
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	11	22	24	27	30
其他长期负债	221	211	231	251	271	归属于母公司净利润	847	1488	1659	1827	2019
长期负债合计	221	211	231	251	271	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	1224	1271	2857	2933	3002	净利润	847	1488	1659	1827	2019
少数股东权益	70	48	68	89	113	资产减值准备	40	(42)	(0)	(0)	(0)
股东权益	6905	8117	9444	10906	12521	折旧摊销	362	342	396	400	405
负债和股东权益总计	8199	9436	12369	13928	15636	公允价值变动损失	42	7	20	10	0
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	1	(2)	(52)	(98)	(101)
每股收益	0.70	0.95	1.06	1.17	1.29	营运资本变动	(365)	(364)	260	(1624)	1644
每股红利	0.15	0.19	0.21	0.23	0.26	其它	(31)	59	20	22	24
每股净资产	5.74	5.19	6.04	6.98	8.01	经营活动现金流	894	1490	2355	636	4092
ROIC	14.39%	20.88%	24%	26%	30%	资本开支	(215)	(249)	(202)	(152)	(52)
ROE	12.26%	18.33%	18%	17%	16%	其它投资现金流	21	0	0	0	0
毛利率	8%	6%	5%	6%	6%	投资活动现金流	(186)	(249)	(203)	(153)	(53)
EBIT Margin	4%	4%	3%	3%	3%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	4%	4%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	19%	80%	29%	2%	2%	支付股利、利息	(181)	(303)	(332)	(365)	(404)
净利润增长率	73%	76%	12%	10%	10%	其它融资现金流	(23)	231	97	0	0
资产负债率	16%	14%	24%	22%	20%	融资活动现金流	(385)	(375)	(235)	(365)	(404)
股息率	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	现金净变动	323	867	1918	118	3636
P/E	34.9	25.8	23.1	21.0	19.0	货币资金的期初余额	817	1140	2007	3925	4042
P/B	4.3	4.7	4.1	3.5	3.1	货币资金的期末余额	1140	2007	3925	4042	7678
EV/EBITDA	21.4	18.3	17.3	16.3	15.1	企业自由现金流	700	1276	2150	443	3999
						权益自由现金流	681	1514	2292	527	4085

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032