

老牌国企金锑龙头，双轮驱动未来可期

——湖南黄金（002155）公司首次覆盖报告

报告要点：

● 国资背景的金锑资源龙头，“金+锑”双轮驱动保障公司持续发展

公司主要从事黄金和锑、钨等有色金属的开采、选矿、冶炼及加工，以及黄金、精锑的深加工和有色金属矿产品的进出口业务。公司主要生产矿山为安化渣滓溪锑矿、沅陵沃溪金锑钨矿、平江黄金洞金矿、平江万古金矿、新邵龙山金锑矿等，截至 2024 年底，公司拥有和控制矿业权 30 个，其中探矿权 18 个、采矿权 12 个。2025Q1-Q3，受益黄金等金属价格持续走高，公司营业收入和净利润均保持高速增长，2025Q1-Q3 实现营业收入 411.94 亿元，同比增长 96.26%；实现归母净利润 10.29 亿元，同比增长 54.28%。

● 老牌国企黄金资源充足，建设项目落地及注入预期保障公司未来发展

截至 2024 年末，公司保有资源储量矿石量金属金 137,856 千克。2024 年，公司共生产黄金 46,328 千克，同比减少 2.87%，其中生产标准金 44,012 千克，含量金 2,316 千克。甘肃加鑫以地南矿区项目落地，基本建设期预计 2 年，采选设计规模为 50 万吨/年，未来自产金增量可期。除此之外，由控股股东代为培育的万古矿区，未来计划注入上市公司，项目成熟后公司享有优先购买权，为公司未来发展提供保障。

● 全球锑矿开发龙头，充分受益价格上涨

截至 2024 年末，公司锑保有资源储备量 323,060 吨。2024 年，公司生产锑品 29,209 吨，同比减少 6.15%，其中精锑 8,686 吨，氧化锑 13,258 吨，含量锑 4,721 吨，乙二醇锑 2,331 吨，氧化锑母粒 213 吨；生产钨品 1,008 标吨，同比增加 7.12%，公司作为全球锑矿龙头之一，充分受益本轮锑价上涨，为公司业绩带来新增量。

● 投资建议与盈利预测

公司目前是已形成“金+锑”双轮驱动的资源型领军企业，其中锑作为国内的第一大生产企业，稀缺性较高；在金属金方面，未来随着甘肃加鑫以地南矿区的建设完成，为提供金属金的开采提供更多增量，并且金锑价格持续上行，未来业绩有望充分兑现。预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 489.25/580.70/638.51 亿元，归母净利润分别为 18.12/25.19/27.87 亿元。EPS 为 1.16/1.61/1.78 元/股，对应 PE 为 20.09/14.46/13.06 倍，给予公司“增持”评级。

● 风险提示

矿山建设不及预期风险、主营产品价格波动的风险、需求不及预期的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23302.87	27838.54	48924.79	58070.01	63850.55
收入同比(%)	10.75	19.46	75.74	18.69	9.95
归母净利润(百万元)	489.10	846.54	1812.37	2518.51	2786.78
归母净利润同比(%)	11.20	73.08	114.09	38.96	10.65
ROE(%)	7.87	12.26	21.10	23.88	22.23
每股收益(元)	0.31	0.54	1.16	1.61	1.78
市盈率(P/E)	74.44	43.01	20.09	14.46	13.06

资料来源：Wind, 国元证券研究所

增持|首次评级

当前价 22.57 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：26.31 / 14.87

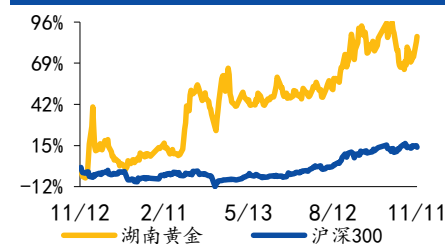
A 股流通股（百万股）：1562.51

A 股总股本（百万股）：1562.65

流通市值（百万元）：35265.86

总市值（百万元）：35269.04

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

分析师 石昆仑

执业证书编号 S0020525100001

电话 021-51097188

邮箱 shikunlun@gyzq.com.cn

目 录

1. 国资背景的金锑资源龙头，“金+锑”双轮驱动保障公司持续发展	4
1.1 全球锑矿开发龙头，深耕黄金开采历史悠久	4
1.2 经营业绩稳步提升，充分受益金锑价格上行	6
1.3 在投项目：甘肃加鑫以地南矿区矿产资源利用项目进展顺利	9
2. 主要子公司情况：子公司运行良好，资源整合产能释放未来可期	9
2.1 辰州矿业：沅陵县沃溪金锑钨矿	11
2.2 甘肃辰洲：录斗艘金矿和下看木仓金矿	12
2.3 黄金洞矿业：黄金洞金矿和万古金矿	12
2.4 新龙矿业：龙山金、锑矿和高家坳金矿	13
3. 盈利预测与估值	14
3.1 可比公司估值	14
3.2 盈利预测	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1：公司主要销售产品	4
图 2：湖南黄金发展历程	5
图 3：公司股权结构图	5
图 4：近 5 年营业收入情况	7
图 5：近 5 年归母净利润情况	7
图 6：2020 年-2024 年各业务收入占比（亿元）	7
图 7：2024 年各业务毛利润占比	7
图 8：公司近 5 年毛利率与净利率	8
图 9：2024 年公司分产品毛利率	8
图 10：近 5 年期间费用率情况	8
图 11：近 5 年研发投入情况	8
图 12：近 5 年公司资产端情况	9
图 13：近 5 年公司短期和长期借款情况（亿元）	9
图 14：公司历年黄金储量	10
图 15：公司历年锑保资源量	10
表 1：公司 2024 年主要子公司情况	6
表 2：甘肃加鑫以地南矿区矿产资源利用项目投资项目	9
表 3：沅陵县沃溪金锑钨矿情况	11
表 4：安化渣滓溪锑钨矿况	12
表 5：录斗艘金矿和下看木仓金矿情况	12
表 6：新龙矿业情况	13
表 7：可比公司情况对比	14

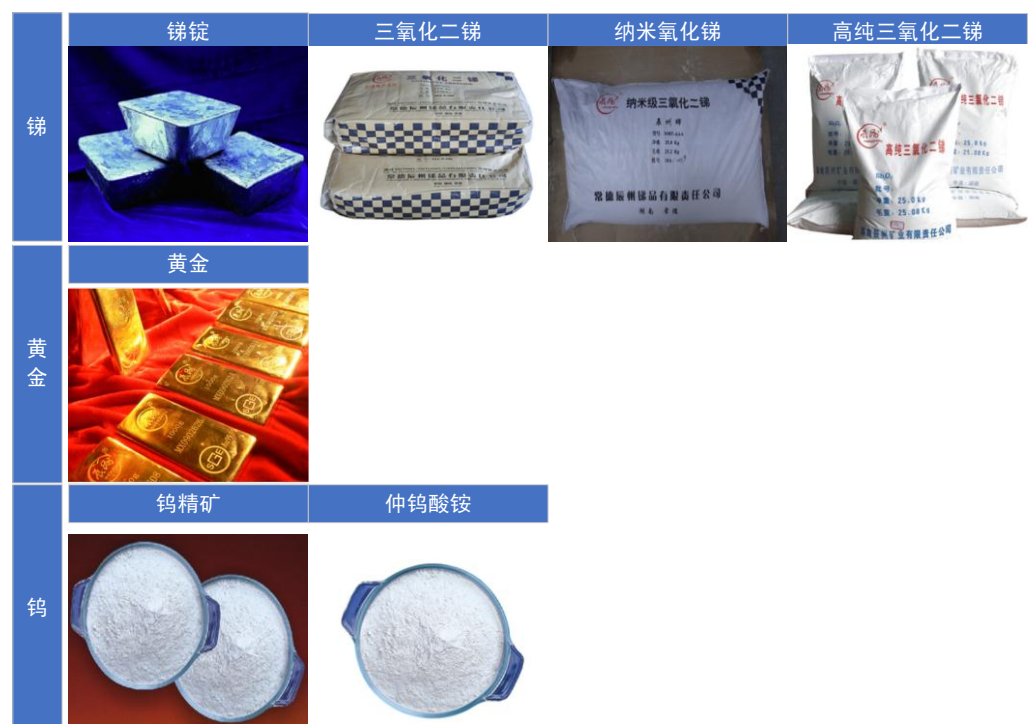
表 8：公司分产品预测表.....	14
-------------------	----

1. 国资背景的金锑资源龙头，“金+锑”双轮驱动保障公司持续发展

1.1 全球锑矿开发龙头，深耕黄金开采历史悠久

湖南黄金是全国十大产金企业之一，全球锑矿开发龙头。公司主要从事黄金和锑、钨等有色金属的开采、选矿、冶炼及加工，以及黄金、精锑的深加工和有色金属矿产品的进出口业务。公司拥有完整的产业链，包括矿山勘探、开采、选矿、冶炼、精炼、深加工及销售，是全国十大产金企业之一，全球锑矿开发的龙头企业，也是国内重要的钨矿企业。公司以推动高质量发展为主题，坚持瞄准世界一流、打造省内矿业核心平台，黄金为支柱、锑为特色国内一流矿业企业的战略定位。

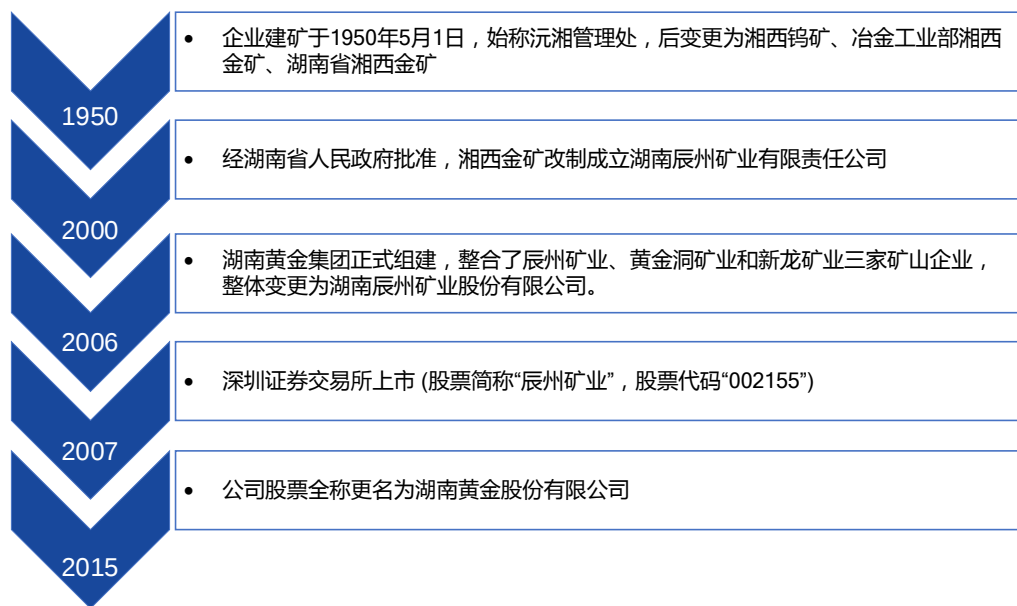
图 1：公司主要销售产品



资料来源：公司官网，国元证券研究所

湖南黄金前身是湖南省湘西金矿，黄金开采历史悠久。湖南辰州矿业有限责任公司位于湖南省沅陵县境内，具有140年的黄金开采历史。企业建矿于1950年5月1日，始称沅湘管理处，后变更为湘西钨矿、冶金工业部湘西金矿、湖南省湘西金矿；2000年12月25日，经湖南省人民政府批准，湘西金矿改制成立湖南辰州矿业有限责任公司；2006年，湖南黄金集团正式组建，整合了辰州矿业、黄金洞矿业和新龙矿业三家矿山企业，整体变更为湖南辰州矿业股份有限公司。2007年在深圳证券交易所上市(股票简称“辰州矿业”，股票代码“002155”)，2015年5月18日，公司股票全称更名为湖南黄金股份有限公司。

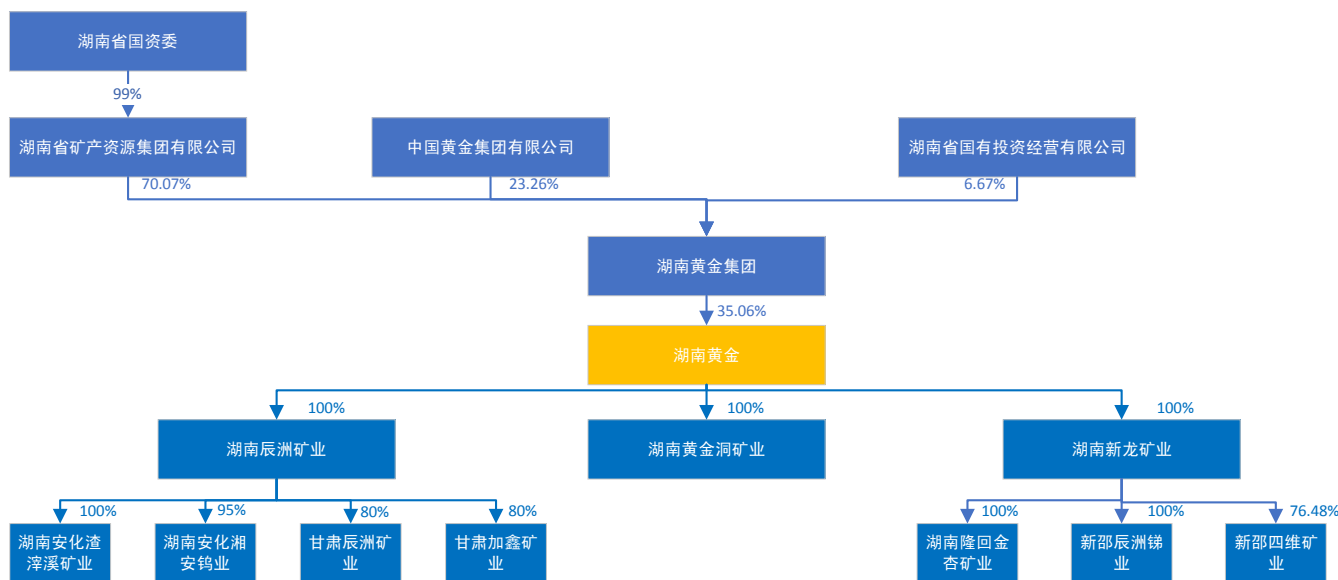
图 2：湖南黄金发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

湖南国资委是公司实际控制人，湖南矿产资源集团为公司最大股东。湖南矿产资源集团是湖南国资委子公司，持股湖南黄金集团有限责任公司 70.07%，是湖南黄金集团的最大股东，湖南国资委间接控股 69.37%，为公司的实际控制人。

图 3：公司股权结构图



资料来源：Wind，国元证券研究所（截止 2025 三季报）

截至 2024 年底，公司拥有和控制矿业权 30 个，其中探矿权 18 个、采矿权 12 个。公司保有资源储量矿石量 6,729 万吨，金属量：金 137,856 千克，锑 323,060 吨，钨 97,005 吨。截至 2024 年末，公司共生产黄金 46,328 千克，同比减少 2.87%，其中生产标准金

44,012 千克, 含量金 2,316 千克。生产锑品 29,209 吨, 同比减少 6.15%, 其中精锑 8,686 吨, 氧化锑 13,258 吨, 含量锑 4,721 吨, 乙二醇锑 2,331 吨, 氧化锑母粒 213 吨; 生产钨品 1,008 标吨, 同比增加 7.12%

表 1: 公司 2024 年主要子公司情况

公司名称	公司类型	主要业务	总资产 (元)	净资产 (元)	营业收入 (元)	净利润 (元)
辰州矿业	子公司	黄金、锑、钨的勘探、开采、选冶; 金锭、锑及锑制品、钨及钨制品的生产、销售	4,843,518,386.85	4,013,278,357.81	26,651,330,519.76	603,223,133.71
安化渣滓溪	子公司	金、锑、钨的勘探、开采、选冶; 锑及锑制品、钨及钨制品、碎石的生产、销售	753,836,899.30	567,837,078.02	647,938,280.73	241,674,795.92
中南锑钨	子公司	商品和技术的进出口业务和国内贸易	203,715,502.63	122,901,680.00	730,316,913.67	13,154,563.48
湘安钨业	子公司	钨、金有色金属精矿采选、收购、加工、销售	200,510,282.22	-122,869,769.97	38,259,081.12	-83,129,349.45
常德锑品	子公司	锑品系列产品的生产、销售、收购、出口	173,230,151.06	121,893,639.80	1,180,380,589.32	15,632,504.78
甘肃加鑫	子公司	探矿权区域内金矿资源的详查、有色金属矿产的收购、加工和贸易	749,818,533.90	-154,131,652.69	0	-70,387,819.76
甘肃辰州	子公司	金矿勘察、有色金属、贵重金属的选冶加工、矿产品原料的收购、销售	429,332,219.74	349,125,797.17	289,191,701.91	143,158,275.99
黄金洞矿业	子公司	金矿采选; 其他矿产品脱砷; 黄金、白银、铜、砷、硫的冶炼、加工; 矿山采、选、冶工艺工程的设计、施工、技术推广和科技交流服务	1,804,452,737.43	1,259,722,661.06	626,988,840.25	72,105,612.02
新龙矿业	子公司	开采黄金、锑、钨云母及其他有色金属、矿产品收购、销售	1,335,593,102.46	986,920,099.17	680,117,964.56	189,618,009.83
新邵辰州	子公司	锑、金、银、铅、锌、砷收购、加工、销售	358,205,287.03	163,708,870.93	513,972,642.52	25,436,132.46

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

1.2 经营业绩稳步提升，充分受益金锑价格上行

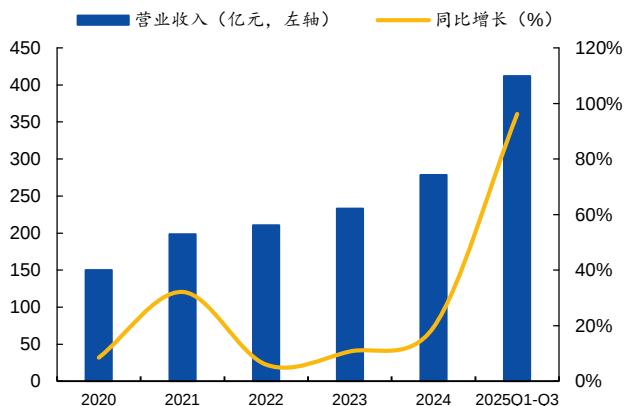
收入端：

营业收入实现稳步增长，利润端持续高增。2020 年-2024 年，公司营业收入和归母净利润持续稳步增长，公司营业收入近 5 年年均复合增长率为 16.69%，在归母净利润方面，公司 2024 年高速增长，实现归母净利润 8.47 亿元，同比增长 73.08%；2025Q1-Q3，受益黄金等金属价格持续走高，公司营业收入和净利润均保持高速增长，2025Q1-Q3 实现营业收入 411.94 亿元，同比增长 96.26%；实现归母净利润

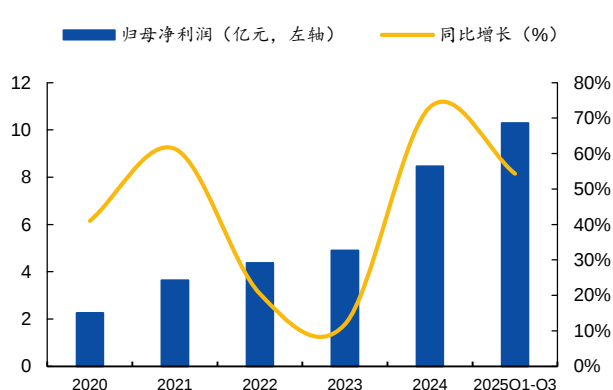
10.29 亿元，同比增长 54.28%。

图 4：近 5 年营业收入情况

图 5：近 5 年归母净利润情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

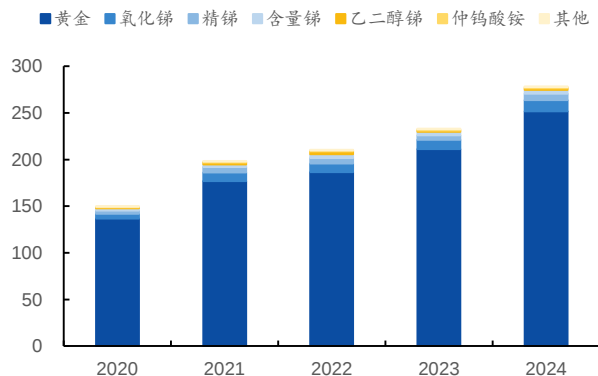


资料来源：Wind，国元证券研究所

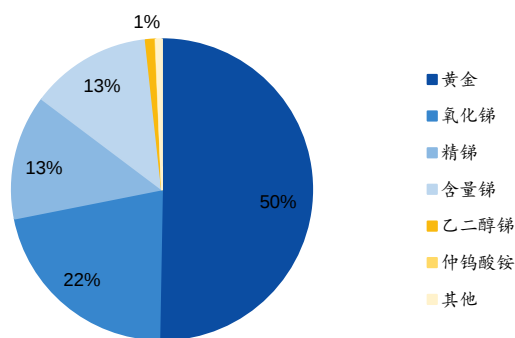
黄金贡献公司主要收入，铋系列产品贡献公司近一半的毛利。2024 年黄金收入为 251.72 亿，占总收入 90.42%；氧化铋收入为 11.84 亿元，占总收入的 4.25%；精铋收入为 7.14 亿元，占总收入的 2.56%；在毛利润方面，黄金毛利为 11.02 亿元，占毛利润总和的 50%；氧化铋 4.73 亿元，占总毛利总和的 22%；精铋和含量铋分别贡献 2.93 亿和 2.84 亿，占总毛利 13%/13%。

图 6：2020 年-2024 年各业务收入占比（亿元）

图 7：2024 年各业务毛利润占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

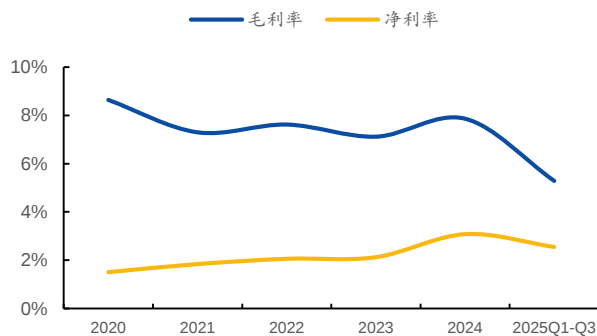


资料来源：Wind，国元证券研究所

盈利端：

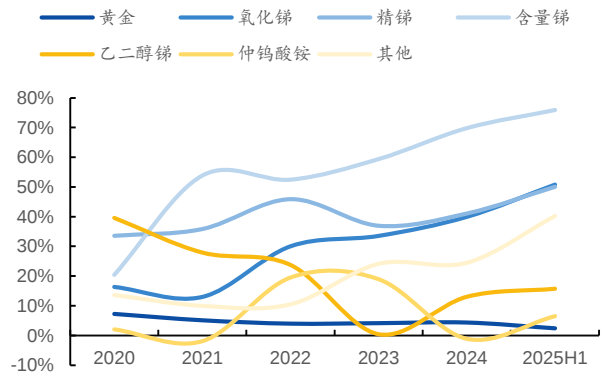
公司毛利率整体保持平稳，铋类产品毛利率提升明显。总和来看，公司近 5 年毛利率保持在 8% 左右浮动；净利率持续提升，2020 年-2024 年，净利率从 1.50% 提升至 3.08%；分产品来看，近 5 年黄金毛利率持续降低，2024 年有所回转，毛利率为 4.38%；铋类产品毛利率从 2022 年，基本保持稳步提升，尤其是 2024 年底，实现较高增幅的提升，2025H1 受铋金属价格的持续走高，铋类产品毛利率普遍上升近 10 个百分点，但 2025H1 黄金毛利率有所下降，主要由于外购非标金业务比重增加。

图 8：公司近 5 年毛利率与净利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

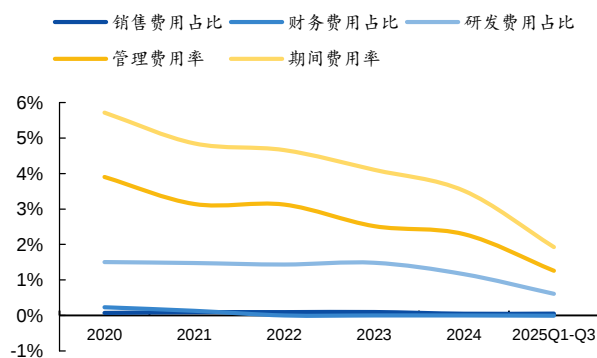
图 9：2024 年公司分产品毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

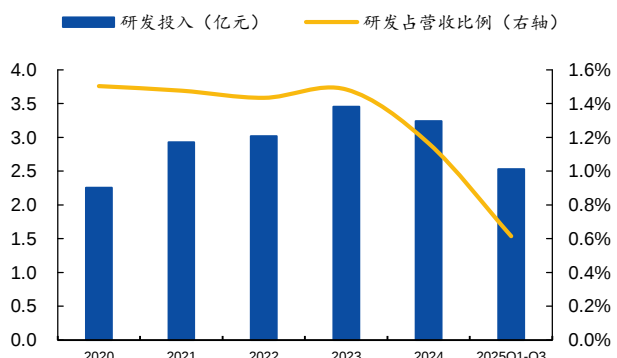
期间费用率持续下滑，研发投入保持稳定。期间费用率方面，2020-2024 年，公司期间费用率管控良好，从 5.71% 下降到 3.51%。其中，2020-2024 年管理费用率从 3.90% 下降到 2.29%；财务费用从 2022-2024 年维持在 0.01 亿元；销售费用维持在 0.2 亿左右。在研发投入方面，2024 年公司研发投入 3.24 亿元，占营业收入的 1.16%，近 5 年公司研发投入基本维持在 3 亿元左右，保障公司研发进度的稳步推进。

图 10：近 5 年期间费用率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：近 5 年研发投入情况

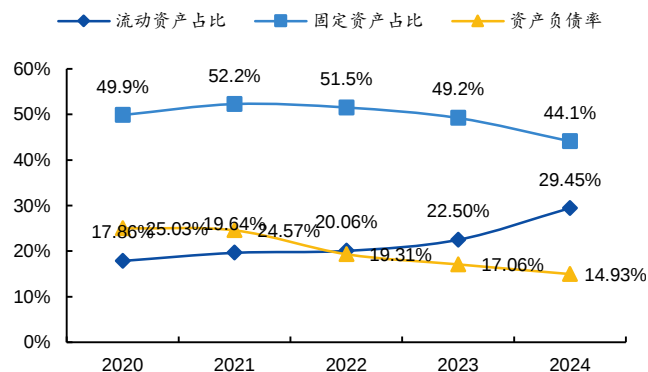


资料来源：Wind，国元证券研究所

资产端：

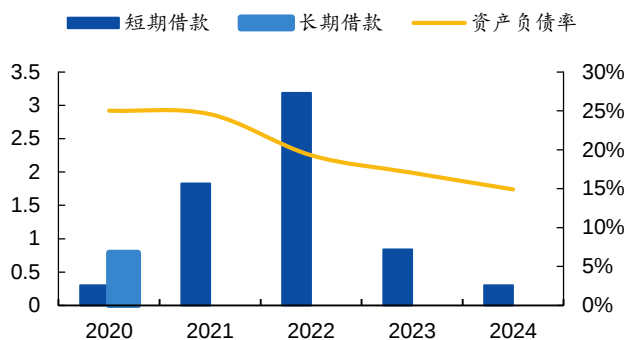
公司资产端优化效果明显。公司资产负债率从 2020 年的 25.03% 下降到 2024 年的 14.93%；固定资产占比从 2020 年 49.9% 下降到 2024 年 44.1%，借款方面也不断优化，目前暂无长期借款，短期借款不断下降。近几年公司资产端的变化，进一步降低了财务风险，提升偿债能力，也反映出公司近几年运营治理良好，货币现金充足，保障公司未来的快速发展。

图 12：近 5 年公司资产端情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：近 5 年公司短期和长期借款情况（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.3 在投项目：甘肃加鑫以地南矿区矿产资源利用项目进展顺利

2024 年 5 月，公司发布公告，为满足控股子公司甘肃加鑫矿业有限公司发展需要，进一步提升湖南黄金股份有限公司黄金产品的生产规模，增强公司核心竞争力，甘肃加鑫拟计划投资不超过 5.89 亿元建设甘肃加鑫以地南矿区矿产资源利用项目。投资建设甘肃加鑫以地南矿区矿产资源利用项目，项目达产后，预计可实现年平均销售收入 3.19 亿元，年平均利润总额 9,213.56 万元，年平均税后净利润 5,642.81 万元。预估所得税后投资财务内部收益率为 10.57%，所得税后投资回收期（含建设期）为 9.08 年。

表 2：甘肃加鑫以地南矿区矿产资源利用项目投资项目

项目名称	投资方	是否为固定资	投资项目涉	截至报告期末累计实际投入金额	资金来源	项目进度	截至报告期末累计实现	未达到计划进度
	式	产投资	及行业	(元)			的收益	和预计收益的原
								因
甘肃加鑫以地南矿区矿产资源利用项目	自建	是	有色金属采选业	4,047,112.57	自筹	0.69%		
合计	--	--	--	4,047,112.57	--	--	--	--

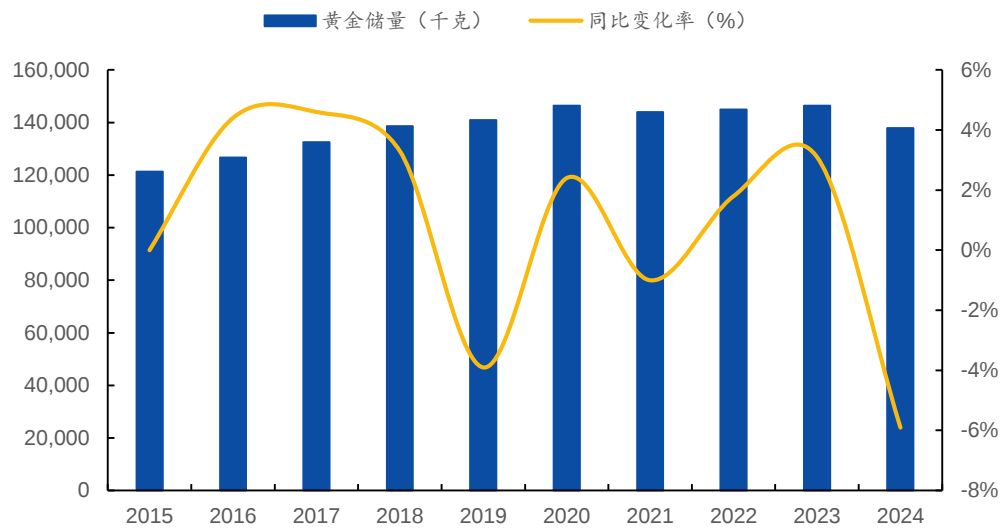
资料来源：公司公告，国元证券研究所（截至 2025 年 6 月 30 日）

2. 主要子公司情况：子公司运行良好，资源整合产能释放未来可期

截至 2024 年底，公司拥有和控制矿业权 30 个，其中探矿权 18 个、采矿权 12 个，公司主要生产矿山为安化渣滓溪锑矿、沅陵沃溪金锑钨矿、平江黄金洞金矿、平江万金矿、新邵龙山金锑矿等。截至 2024 年底，公司保有资源储量矿石量 6,729 万吨，金属量：金 137,856 千克，锑 323,060 吨，钨 97,005 吨。2024 年公司共生产黄金 46,328 千克，同比减少 2.87%，其中生产标准金 44,012 千克，含量金 2,316 千克。其中，黄金自产 3,705 千克，同比减少 6.13%；锑自产 15,227 吨，同比减少 13.2%；

钨精矿自产 879 标吨，同比增加 59.24%。

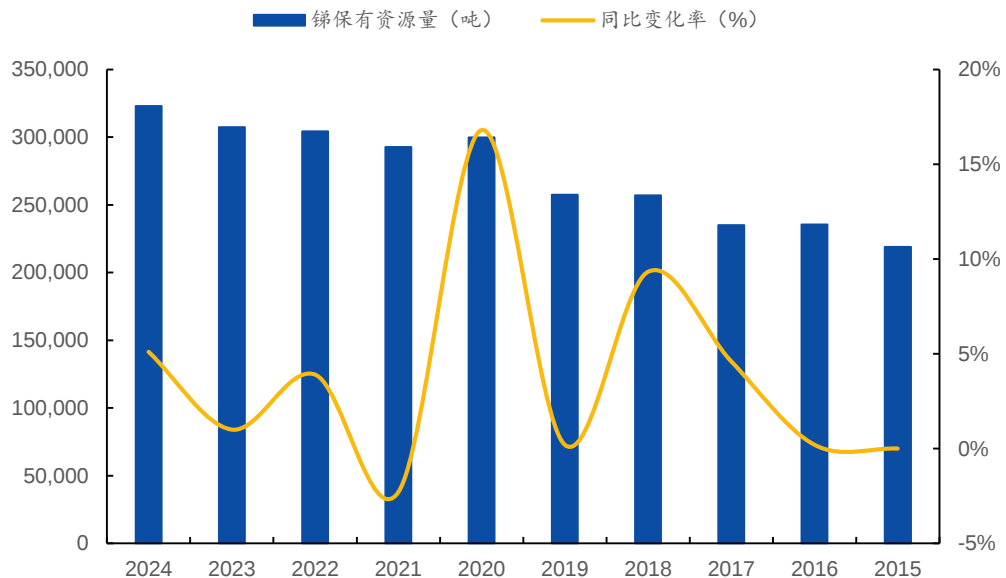
图 14：公司历年黄金储量



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2024 年，生产锑品 29,209 吨，同比减少 6.15%，其中精锑 8,686 吨，氧化锑 13,258 吨，含量锑 4,721 吨，乙二醇锑 2,331 吨，氧化锑母粒 213 吨。其中，锑自产 15,227 吨，同比减少 13.2%；钨精矿自产 879 标吨，同比增加 59.24%。

图 15：公司历年锑保有资源量



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.1 辰州矿业：沅陵县沃溪金锑钨矿

湖南辰州矿业有限责任公司位于湖南省沅陵县境内，具有 140 年的黄金开采历史。企业建矿于 1950 年 5 月 1 日，始称沅湘管理处，后变更为湘西钨矿、冶金工业部湘西金矿、湖南省湘西金矿；2000 年 12 月 25 日，经湖南省人民政府批准改制成为湖南辰州矿业有限责任公司；2006 年 6 月 1 日整体变更为湖南辰州矿业股份有限公司；2007 年 8 月 16 日，公司完成首次公开发行股票后在深圳交易所挂牌上市，股票简称“辰州矿业”，证券代码“002155”；2015 年 5 月 7 日，上市公司更名为湖南黄金股份有限公司，迁址长沙；2015 年 5 月 8 日，登记成立为湖南辰州矿业有限责任公司，为湖南黄金股份有限公司全资子公司。

公司是国内十大黄金矿山之一、全球第二大锑矿和国内主要钨矿开发企业。公司具备地质勘探、测量、采矿、选矿、冶炼、精炼、深加工、运输、机械修造、矿山开发设计、环保治理等矿山开发配套体系和完整的黄金、锑品、钨品产业链，拥有 100 吨黄金提纯、2 吨黄金深加工、2.5 万吨精锑冶炼、3.2 万吨多品种氧化锑、3000 吨乙二醇锑、1000 吨塑料母粒、3000 吨仲钨酸铵等产品年生产加工能力。

沅陵县沃溪金锑钨矿

该矿田位于沅陵县城东 50 公里处。本矿田以唐浒坪金矿和沃溪金矿为中心，面积约 160 平方公里。矿田内主要地层是元古界板溪群马底驿组，其岩性主要为紫红色云母板岩，夹以含钙质结核的绢云母板岩。地质构造主要有呈东西走向的断裂，长达数十公里以上。金矿类型主要有层间破碎带石英脉和网状石英脉型。如沃溪金矿，即为层间破碎带型，地表浅部矿体东西长仅 200 多米，而顺着层间构造，矿脉向深部斜向延伸长达 1100 米，使矿床成为 40 吨级的大型金矿。

根据湖南自然资源局官网披露，沃溪金矿共计获得了黄金工业远景储量为 40.746 吨，平均品位为 3.49-8.05 克/吨；锑矿储量 15.69 万吨；钨 5.5 万吨。金矿为湖南最大的金矿，锑矿是湖南居第三位的大锑矿。

表 3：沅陵县沃溪金锑钨矿情况

矿源名称	黄金储量 (吨)	平均品位 (克/吨)	锑矿储量 (万吨)	钨矿储量 (万吨)	地位
沅陵县沃溪金锑钨矿	40.746 吨	3.49-8.05	15.69	5.5	湖南最大的金矿， 锑矿是湖南居第三位的大锑矿

资料来源：湖南自然资源厅，国元证券研究所

安化渣滓溪锑钨矿

根据自然资源部《关于〈湖南省安化县渣滓溪锑钨矿资源储量核实报告〉矿产资源储量评审备案证明》，截至 2012 年 3 月，矿区内锑矿矿石量 106.6 万吨，锑金属量 97011 吨，平均品位 9.1%。其中：控制的经济基础储量 15.3 万吨，锑金属量 17738 吨，平均品位 11.66%；推断的内蕴经济资源量矿石量 91.3 万吨，锑金属量 79273 吨，平均品位 8.68%。

表 4：安化渣滓溪锑钨矿况

矿源名称	矿石量 (万吨)	锑金属量 (吨)	平均品位
安化渣滓溪锑钨矿	106.6	97011	9.10%
其中：			
控制的经济基础储量	15.3	17738	11.66%
推断的内蕴经济资源量	91.3	79273	8.68%

资料来源：湖南省自然资源厅，国元证券研究所

2.2 甘肃辰洲：录斗艘金矿和下看木仓金矿

录斗艘金矿采矿权属于甘肃辰州矿产开发有限责任公司，下看木仓金矿采矿权属于甘肃加鑫矿业有限公司，两个采矿权相距 15m。甘肃加鑫矿业有限公司与甘肃辰州矿产开发有限责任公司法人代表为同一人，同为湖南辰州矿业有限公司的子公司。为了整合并高效开发矿产资源，甘肃辰州矿业有限公司与甘肃加鑫矿业有限公司决定将录斗艘金矿和下看木仓金矿两个采矿权合并为一个采矿权，合并后矿山名称为录斗艘金矿。

录斗艘金矿位于甘肃省甘南藏族自治州合作市北东方向约 18km 处，行政区划隶属合作市卡加道乡管辖。地理坐标为：东经 102°59'15"~103°00'00"，北纬 35°05'00"~35°06'00"。矿区交通方便，由兰州市经兰郎高速公路 276km 可直达合作市，合作市至卡加道乡柏油路从矿区西侧通过，有简易公路相通。下看木仓金矿位于甘南藏族自治州州府合作市北东直距 13km，行政区划属合作市卡加道乡管辖。其地理坐标为：东经 102°59'57"~103°01'02"，北纬 35°05'20"~35°05'50"。甘川公路（213 国道）、兰海高速均直接连通兰州—合作市区，里程分别为 290km、220km。合作市至卡加道乡公路于从矿区西侧通过，德乌鲁至下看木仓乡村公路从矿区东侧通过。

根据《甘肃省合作市录斗艘金矿 2023 年储量年度报告》，截止评审基准日（2023 年 12 月 31 日），甘肃省合作市录斗艘金矿采矿权范围内保有金资源量 141.5 万 t，金金属量 4736kg，平均品位 3.35g/t。

截止评审基准日 2018 年 7 月 31 日，下看木仓金矿采矿权范围内保有金资源量 114.3 万 t，金金属量 6233kg，平均品位 5.45g/t。

表 5：录斗艘金矿和下看木仓金矿情况

矿源名称	保有金资源量 (万吨)	金属量 (kg)	平均品位 (克/吨)
录斗艘金矿	141.5	4736	3.35
下看木仓金矿	114.3	6233	5.45

资料来源：甘肃省自然资源厅，国元证券研究所

2.3 黄金洞矿业：黄金洞金矿和万古金矿

湖南黄金洞矿业有限责任公司地处湖南省平江县长寿镇，前身是湖南省黄金洞金矿，是一个具有数百年开采历史的老矿，是省属国有的重点黄金矿山上市企业，是湖南省三大黄金生产企业之一，目前拥有 3000 吨/日的采选综合生产能力，自产黄金产量位居湖南省首位。公司在高砷高硫难选冶金矿处理领域具有领先的技术优势，是目前国内最大的高砷高硫难选冶金矿生产企业之一。

公司资源储量丰富，共有采矿权和探矿权面积近 100 平方公里，其中采矿权 3 个，探矿权 5 个，当前探明并在自然资源部备案资源储量金属量 69.55 吨，根据地质资源调查情况来看，公司矿权范围内的远景资源储量至少达到金金属量 200 吨以上，而且区域内发现有较丰富的伴生钨、锑等有色金属矿种。因此，公司是一个极具发展潜力、成长性良好的资源优势企业，目前也是湖南省境内最好的黄金资源生产基地。根据湖南黄金集团提出的“黄金为主、多金属并举、深度延伸”的发展战略，公司将在“十四·五”期间借助上市平台，立足于高砷高硫难处理金矿领域，积极整合国内同类型金矿资源，实施规模扩张战略，推进提质扩能项目，至“十四·五”期末，公司采选规模达到 165 万吨/年，矿产黄金年产量达到 5.0 吨以上，产值超过 15 亿元，利润达到 2.5 亿元以上，打造一家湘东北地区核心竞争力强、规模效益优、品牌形象好的区域性大型黄金矿山企业。

平江县黄金洞金矿：矿区位于平江县城以东 42 公里处。本金矿是元古界冷家溪群板岩中的、受断裂带控制的脉状金矿。已探明的储量 16 吨，为单一型独立金矿，是独立金矿中的最大金矿，也是省内的主要产金矿山之一。

黄金洞金矿自新中国成立以来，已经有数十年的历史，已造成了一个具有采选冶于一体的现代矿山，有日选 250 吨的浮选厂一座，有日处理精金矿 17 吨的回转炉 1 座以及脱砷的设施，有日处理 15 吨的沸腾炉和氰化提金生产线一条，年处理矿石可达 10 万多吨，日采选能力已达 400 吨，平均年产金可达数百公斤，白砷 1000 吨。总产值达到数千万元。

平江万古金矿：位于平江县城以南 9 公里处，1989 年由 402 队发现，后经普查和详查，共有矿脉 13 条，品位 3.5—7 克/吨。为近东西走向的断裂带中的脉状金矿，查明工业远景储量 8.2 吨，其中 1 号脉详查储量为 5 吨，平江县已组织开采。

2.4 新龙矿业：龙山金、锑矿和高家坳金矿

湖南新龙矿业有限责任公司于 2003 年 11 月 29 日经湖南省人民政府批准，由原湖南省龙山金锑矿整体改制而成，矿山有着一百多年的开采史，现已发展成为集金、锑等矿产的探、采、选、加工及销售为一体的国有矿业企业，主要产品为金和锑。公司是邵阳市的骨干企业之一，是新邵县域经济的龙头企业。

新邵县龙山金、锑矿：矿区是以金矿为主的金、锑共生矿。产于震旦系地层中的断裂带内，为脉状矿床，目前四条矿脉已探明的黄金储量达到 10.32 吨，锑矿储量 7.68 万吨。

新邵县高家坳金矿：金矿主要赋存于破碎带中和微细粒砂岩中，为中低温微细浸染型。探明储量为 14.99 吨，平均品位 2.76 克/吨，中型规模。

表 6：新龙矿业情况

矿源名称	已探明黄金储量（吨）	品位（克/吨）	锑矿储量（万吨）
新邵县龙山金、锑矿	10.32		7.68
新邵县高家坳金矿	14.99	2.76	

资料来源：湖南省自然资源厅，国元证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1 可比公司估值

我们选择同样从事黄金开采业务的赤峰黄金、山金国际，锑矿开采对标公司华锡有色作为可比公司，三家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 19.46 倍。与公司 2025 年 PE 基本持平，考虑到公司甘肃加鑫建设+平江县黄金矿产资源注入预期共同驱动下自产量有望快速提升，并且金和锑金属价格持续上行，公司未来业绩有望充分受益。

表 7：可比公司情况对比

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600988.SH	赤峰黄金	29.09	1.06	1.66	2.11	14.72	18.51	14.54
000975.SZ	山金国际	21.92	0.78	1.24	1.49	19.64	16.84	14.03
600301.SH	华锡有色	29.31	1.04	1.46	1.74	16.36	23.02	19.25
	平均数					16.91	19.46	15.94
002155.SZ	湖南黄金	22.91	0.54	1.16	1.61	43.01	20.09	14.46

资料来源：Wind，国元证券研究所（截至 2025.11.12 来源于 Wind 一致预期）

3.2 盈利预测

公司目前是已形成“金+锑”双轮驱动的资源型领军企业，其中锑作为国内的第一大生产企业，稀缺性较高；在金属金方面，未来随着甘肃加鑫以地南矿区的建设完成，为提供金属金的开采提供更多增量，并且金锑价格持续上行，未来业绩有望充分兑现。预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 489.25/580.70/638.51 亿元，归母净利润分别为 18.12/25.19/27.87 亿元。EPS 为 1.16/1.61/1.78 元/股，对应 PE 为 20.09/14.46/13.06 倍，给予公司“增持”评级。

表 8：公司分产品预测表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
自产金	1801.75	2272.85	3995.35	4981.01	5491.56
YoY		26.15%	75.79%	24.67%	10.25%
毛利润	870.67	1094.93	2624.91	3542.05	3980.66
毛利率	48.32%	48.17%	65.70%	71.11%	72.49%
外购非标金	19322.08	22899.00	39953.49	49810.09	54915.63
YoY		18.51%	74.48%	24.67%	10.25%
毛利润	9.66	6.87	19.98	24.91	27.46
毛利率	0.05%	0.03%	0.05%	0.05%	0.05%
锑品	1979.30	2478.90	2941.56	3088.64	3243.07
YoY		25.24%	18.66%	5.00%	5.00%
毛利润	761.26	1073.67	1711.19	1822.59	1940.31
毛利率	38.46%	43.31%	58.17%	59.01%	59.83%
钨品及其他	199.72	187.78	182.99	190.28	200.30

YoY		-5.98%	-2.55%	3.98%	5.27%
毛利润	16.78	12.66	13.54	13.70	14.22
毛利率	8.40%	6.74%	7.40%	7.20%	7.10%

资料来源：Wind，国元证券研究所

4. 风险提示

矿山建设不及预期风险：矿山投资周期长，建设时间不确定大，风险较高，可能会对公司未来的盈利能力造成影响

主营产品价格波动的风险：公司黄金、锑价格波动较大，公司盈利与产品价格相关性较高。

需求不及预期的风险：当前锑价已经创历史新高，锑下游主要为阻燃剂、光伏等领域，下游需求受宏观经济、产业政策等影响，需求不及预期或对锑价走势造成不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1706.40	2414.59	4247.15	6241.25	8573.57
现金	817.07	1139.87	2536.03	4233.59	6385.41
应收账款	77.87	134.47	203.72	247.09	275.65
其他应收款	46.94	84.31	114.12	148.55	162.06
预付账款	118.61	90.16	182.02	217.05	231.78
存货	341.36	576.47	854.72	1036.16	1155.54
其他流动资产	304.55	389.31	356.55	358.80	363.14
非流动资产	5878.97	5784.31	5920.04	5962.18	5684.90
长期投资	13.73	6.21	6.21	6.21	6.21
固定资产	3732.44	3619.26	3446.02	3831.94	3538.13
无形资产	753.56	782.21	832.01	879.76	925.00
其他非流动资产	1379.24	1376.63	1635.79	1244.28	1215.55
资产总计	7585.36	8198.90	10167.19	12203.43	14258.47
流动负债	1092.39	1003.45	1299.80	1349.96	1386.79
短期借款	83.99	30.07	96.12	72.08	73.09
应付账款	242.76	201.62	399.51	471.82	507.61
其他流动负债	765.64	771.76	804.18	806.06	806.09
非流动负债	201.87	220.57	191.88	193.49	194.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	201.87	220.57	191.88	193.49	194.45
负债合计	1294.26	1224.02	1491.68	1543.45	1581.24
少数股东权益	80.03	69.54	85.00	111.74	140.75
股本	1202.04	1202.04	1561.90	1561.90	1561.90
资本公积	1289.32	1289.32	1069.31	1069.31	1069.31
留存收益	3699.11	4389.39	5925.29	7888.39	9875.51
归属母公司股东权益	6211.07	6905.34	8590.51	10548.24	12536.48
负债和股东权益	7585.36	8198.90	10167.19	12203.43	14258.47

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	996.59	888.76	1877.55	2704.70	3078.65
净利润	494.50	858.03	1827.83	2545.25	2815.79
折旧摊销	364.75	420.74	359.18	379.65	402.58
财务费用	1.10	1.29	-10.31	-20.39	-33.33
投资损失	12.67	8.39	8.25	5.17	6.73
营运资金变动	96.48	-476.77	-267.71	-217.22	-126.62
其他经营现金流	27.10	77.08	-39.68	12.24	13.50
投资活动现金流	-466.13	-339.84	-465.26	-451.63	-158.74
资本支出	447.21	369.28	291.00	291.00	0.00
长期投资	21.37	-29.22	0.33	-0.11	0.04
其他投资现金流	2.45	0.22	-173.93	-160.74	-158.70
筹资活动现金流	-360.64	-236.46	-16.13	-555.50	-768.10
短期借款	-234.52	-53.92	66.05	-24.04	1.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	359.86	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	-220.01	0.00	0.00
其他筹资现金流	-126.11	-182.54	-222.04	-531.47	-769.11
现金净增加额	170.61	313.08	1396.16	1697.57	2151.81

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23302.87	27838.54	48924.79	58070.01	63850.55
营业成本	21644.49	25650.41	44695.27	52666.77	57887.91
营业税金及附加	98.63	136.76	231.57	273.49	303.37
营业费用	22.54	13.87	35.86	35.75	43.05
管理费用	586.61	637.72	1157.71	1359.49	1500.18
研发费用	345.61	324.04	621.52	717.11	796.04
财务费用	1.10	1.29	-10.31	-20.39	-33.33
资产减值损失	-8.15	-41.55	-37.66	-34.04	-36.50
公允价值变动收益	0.80	-0.18	0.85	0.50	0.50
投资净收益	-12.67	-8.39	-8.25	-5.17	-6.73
营业利润	596.80	1041.10	2162.34	3013.74	3325.46
营业外收入	0.94	0.84	0.94	0.91	0.91
营业外支出	10.79	37.20	28.40	31.33	30.35
利润总额	586.95	1004.74	2134.89	2983.32	3296.02
所得税	92.45	146.71	307.06	438.07	480.23
净利润	494.50	858.03	1827.83	2545.25	2815.79
少数股东损益	5.39	11.49	15.46	26.74	29.01
归属母公司净利润	489.10	846.54	1812.37	2518.51	2786.78
EBITDA	962.65	1463.13	2511.20	3373.00	3694.71
EPS (元)	0.41	0.70	1.16	1.61	1.78

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.75	19.46	75.74	18.69	9.95
营业利润(%)	20.19	74.45	107.70	39.37	10.34
归属母公司净利润(%)	11.20	73.08	114.09	38.96	10.65
获利能力					
毛利率(%)	7.12	7.86	8.64	9.30	9.34
净利率(%)	2.10	3.04	3.70	4.34	4.36
ROE(%)	7.87	12.26	21.10	23.88	22.23
ROIC(%)	7.93	13.38	25.94	34.78	39.16
偿债能力					
资产负债率(%)	17.06	14.93	14.67	12.65	11.09
净负债比率(%)	6.49	2.67	6.53	4.77	4.72
流动比率	1.56	2.41	3.27	4.62	6.18
速动比率	1.25	1.83	2.61	3.86	5.35
营运能力					
总资产周转率	3.12	3.53	5.33	5.19	4.83
应收账款周转率	267.05	238.93	264.51	235.20	223.16
应付账款周转率	110.76	115.44	148.71	120.89	118.21
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.54	1.16	1.61	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.57	1.20	1.73	1.97
每股净资产(最新摊薄)	3.98	4.42	5.50	6.75	8.03
估值比率					
P/E	74.44	43.01	20.09	14.46	13.06
P/B	5.86	5.27	4.24	3.45	2.90
EV/EBITDA	36.73	24.16	14.08	10.48	9.57

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027