

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

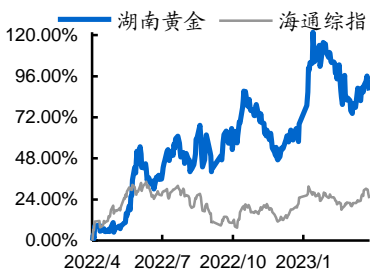
湖南黄金：金铋业务两翼齐飞

股票数据

04月25日收盘价(元)	15.19
52周股价波动(元)	8.15-18.82
总股本/流通A股(百万股)	1202/1202
总市值/流通市值(百万元)	18259/18257

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.5	-14.1	7.4
相对涨幅(%)	0.1	-11.7	12.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈先龙

Tel:02123219406

Email:cx115082@haitong.com

证书:S0850522120002

分析师:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@haitong.com

证书:S0850519090003

分析师:甘嘉尧

Tel:(021)23154394

Email:gjy11909@haitong.com

证书:S0850520010002

联系人:张恒浩

Tel:(021)23219383

Email:zh14696@haitong.com

投资要点:

- 自产金产量有望持续增长。**截至22年底,公司共拥有和控制矿业权36个,其中探矿权24个、采矿权12个,保有金金属量145吨。22年公司取得平江县曲溪矿区金矿普查探矿权,资源储备得到进一步提升。我们认为,在公司“十四五”规划以及国企改革的助推下,公司探矿成果和重点项目有望加速落地,其中重点项目主要包括甘肃加鑫探转采工程和万古矿区代培育项目,我们预计23-25年公司产量5.3/6.0/7.2吨,对应增速15%/13%/20%。
- 黄金或将在23年迎来新周期。**我们分析,在“逆全球化”背景下,全球央行对货币金融自主可控的重视程度逐渐提升,我们预计黄金“超主权”货币的属性将持续凸显,央行购金需求或保持高位。美联储加息进程已近尾声,我们持续看好后续美联储货币紧缩政策放缓以及限制性政策下货币宽松预期累积带来的黄金板块的投资机会。根据23年至今的金价表现,我们预测23-25年金价将分别达到430/450/450元/克。
- 全球铋矿开发龙头企业。**公司的铋业务贯穿采购矿石、矿山开采、冶炼加工、深加工和销售,具备完整的产业链和产供销体系,并拥有铋制品出口供货资格。公司铋资源丰富,截至22年底,公司保有铋金属量30.43万吨,较21年底有所提升。公司拥有2.5万吨/年精铋冶炼生产线和4万吨/年多品种铋产品生产线,22年公司铋自产1.86万吨。
- 供给刚性叠加需求增量,铋价或持续上行。**据安泰科,现阶段国内缺乏显著探矿进展,且在产矿山中多数服役年限已有数十年,我们预计国内矿山难有增量,供给端或存在刚性。据华经产业研究院,21年中国铋消费需求中阻燃剂占比55%,铅酸蓄电池占比15%,聚酯催化剂占比15%,玻璃陶瓷占比10%。我们预计随着中国地产需求的复苏,阻燃剂在地产端的应用有望稳步上升,此外,光伏玻璃的铋需求也有望受益于光伏装机量的提升。整体来看,我们预计铋供需缺口或在中国地产复苏和光伏装机量提升的背景下扩大,预计23-25年年均价为8.25/8.48/8.48万元/吨。
- 盈利预测与估值。**公司自产金产量增长路径明确,我们预计随着未来三年在手项目的建设投产,公司黄金业务或迎来快速增长期;此外,供给刚性叠加需求增量,铋价有望持续上行,公司作为全球铋矿开发龙头有望持续收益。我们预计公司23-25年EPS分别为0.66、0.88和1.09元/股。参考可比公司估值水平,给予2023年30-32倍PE估值,对应合理价值区间19.81-21.14元/股,首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**扩产进展不及预期;美联储超预期加息;原材料成本上升。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	19846	21041	24173	26188	27103
(+/-)YoY(%)	32.2%	6.0%	14.9%	8.3%	3.5%
净利润(百万元)	363	437	794	1062	1309
(+/-)YoY(%)	61.3%	20.4%	81.5%	33.7%	23.2%
全面摊薄EPS(元)	0.30	0.36	0.66	0.88	1.09
毛利率(%)	7.3%	7.6%	8.4%	9.2%	10.1%
净资产收益率(%)	6.6%	7.5%	12.0%	13.9%	14.8%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

一、主要产品产销量预测:

假设预测期产销比均为 100%。

自产金: 在公司“十四五”规划以及国企改革的助推下,公司探矿成果和重点项目有望加速落地,其中重点项目主要包括甘肃加鑫探转采工程和万古矿区代培育项目,我们预计 23-25 年公司产量 5.3/6.0/7.2 吨,对应增速 15%/13%/20%。

自产锑: 在趋严的环保政策下,我们预计公司作为锑业龙头,其自产锑产量保持平稳增长状态,预计 23-25 年自产锑产量分别为 1.9/2.0/2.0 万吨,对应增速 2%/5%/0%。

二、关键价格假设:

金价预测: 我们分析,在“逆全球化”背景下,全球央行对货币金融自主可控的重视程度逐渐提升,我们预计黄金“超主权”货币的属性将持续凸显,央行购金需求或保持高位。美联储加息进程已近尾声,持续看好后续美联储货币紧缩政策放缓以及限制性政策下货币宽松预期累积带来的黄金板块的投资机会。根据 23 年至今的金价表现,我们预测 23-25 年金价将分别达到 430/450/450 元/克。

锑价预测: 供给刚性叠加需求增量,锑价或持续上行。据安泰科,现阶段国内缺乏显著探矿进展,且在产矿山中多数服役年限已有数十年,我们预计国内矿山难有增量,供给端或存在刚性。据华经产业研究院,21 年中国锑消费需求中阻燃剂占比 55%,铅酸蓄电池占比 15%,聚酯催化剂占比 15%,玻璃陶瓷占比 10%。我们预计随着中国地产需求的复苏,阻燃剂在地产端的应用有望稳步上升,此外,光伏玻璃的锑需求也有望受益于光伏装机量的提升。整体来看,我们预计锑供需缺口或在中国地产复苏和光伏装机量提升的背景下扩大,预计 23-25 年均价为 8.25/8.48/8.48 万元/吨。

表 1 银泰黄金其他关键盈利假设

关键指标	2022	2023E	2024E	2025E
自产金产量(吨)	4.6	5.3	6.0	7.2
自产锑产量(万吨)	1.9	1.9	2.0	2.0
平均金价(元/克)	392	430	450	450
平均锑价(万元/吨)	7.92	8.25	8.48	8.48

资料来源:公司 22 年年报, Wind, 海通证券研究所预测

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
600547.SH	山东黄金	1045	0.28	0.50	0.66	68.8	50.9	38.6	1.8	3.5
600988.SH	赤峰黄金	270	0.27	0.68	0.94	66.6	23.9	17.3	3.5	4.2
000975.SZ	银泰黄金	323	0.41	0.64	0.78	27.3	18.2	14.8	3.1	2.6
	均值		0.32	0.61	0.79	54.2	31.0	23.5	2.8	3.4

注:收盘价为 2022 年 4 月 25 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 湖南黄金分业务盈利预测 (百万元)

业务	2022	2023E	2024E	2025E
		黄金		
收入	18652	21175	23041	23927
成本	17907	20050	21621	22188
毛利	746	1124	1420	1739
毛利率	4%	5%	6%	7%
		含铂业务		
收入	2011	2603	2732	2739
成本	1236	1792	1840	1844
毛利	776	810	892	896
毛利率	39%	31%	33%	33%
		其他		
收入	377	396	416	436
成本	296	310	326	342
毛利	81	86	90	94
毛利率	22%	22%	22%	22%

资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	21041	24173	26188	27103
每股收益	0.36	0.66	0.88	1.09	营业成本	19438	22153	23786	24373
每股净资产	4.86	5.52	6.34	7.37	毛利率%	7.6%	8.4%	9.2%	10.1%
每股经营现金流	1.03	0.71	1.12	1.16	营业税金及附加	109	121	132	137
每股股利	0.00	0.00	0.06	0.06	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	20	24	25	26
P/E	42.02	23.15	17.31	14.04	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	3.15	2.77	2.41	2.08	管理费用	657	749	812	840
P/S	0.87	0.76	0.70	0.68	管理费用率%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
EV/EBITDA	16.38	16.41	12.36	9.55	EBIT	527	835	1098	1383
股息率%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	财务费用	1	22	26	28
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	7.6%	8.4%	9.2%	10.1%	资产减值损失	-30	62	92	86
净利润率	2.1%	3.3%	4.1%	4.8%	投资收益	-9	-8	-9	-10
净资产收益率	7.5%	12.0%	13.9%	14.8%	营业利润	497	870	1160	1437
资产回报率	6.0%	9.4%	11.2%	11.9%	营业外收支	-7	0	0	0
投资回报率	7.5%	10.6%	12.1%	13.0%	利润总额	489	870	1160	1437
盈利增长 (%)					EBITDA	931	1074	1341	1631
营业收入增长率	6.0%	14.9%	8.3%	3.5%	所得税	56	80	103	135
EBIT 增长率	18.0%	58.6%	31.5%	26.0%	有效所得税率%	11.5%	9.2%	8.9%	9.4%
净利润增长率	20.4%	81.5%	33.7%	23.2%	少数股东损益	-5	-3	-5	-7
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	437	794	1062	1309
资产负债率	19.3%	20.8%	19.1%	19.1%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	1.20	1.53	2.08	2.50	货币资金	636	1199	2369	3495
速动比率	0.85	1.05	1.75	2.09	应收账款及应收票据	79	121	101	126
现金比率	0.52	0.77	1.46	1.83	存货	308	613	393	623
经营效率指标					其它流动资产	446	461	519	516
应收账款周转天数	1.51	1.49	1.53	1.51	流动资产合计	1468	2393	3381	4760
存货周转天数	7.21	7.48	7.61	7.50	长期股权投资	17	20	21	23
总资产周转率	2.87	3.07	2.92	2.64	固定资产	3767	3949	3966	4062
固定资产周转率	5.53	6.27	6.62	6.75	在建工程	43	41	39	37
					无形资产	674	695	727	760
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	非流动资产合计	5849	6059	6112	6247
净利润	437	794	1062	1309	资产总计	7316	8452	9494	11007
少数股东损益	-5	-3	-5	-7	短期借款	319	437	567	695
非现金支出	441	176	151	162	应付票据及应付账款	148	304	188	308
非经营收益	25	20	25	30	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	337	-136	109	-95	其它流动负债	754	824	868	904
经营活动现金流	1236	850	1341	1398	流动负债合计	1221	1565	1623	1907
资产	-476	-368	-186	-275	长期借款	0	0	0	0
投资	0	-15	-14	-16	其它长期负债	192	192	192	192
其他	0	-8	-9	-10	非流动负债合计	192	192	192	192
投资活动现金流	-476	-391	-209	-301	负债总计	1413	1758	1815	2100
债权募资	76	119	130	127	实收资本	1202	1202	1202	1202
股权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	5837	6631	7621	8857
其他	-661	-15	-92	-97	少数股东权益	67	63	58	51
融资活动现金流	-585	104	38	30	负债和所有者权益合计	7316	8452	9494	11007
现金净流量	180	563	1170	1127					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈先龙 有色金属行业
陈晓航 有色金属行业
甘嘉尧 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 神火股份,赤峰黄金,赣锋锂业,盛新锂能,紫金矿业,天齐锂业,华友钴业,洛阳钼业,山东黄金,西部材料,盛达资源,银泰黄金

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。