

湖南黄金 (002155.SZ)

买入(首次评级)

金、锑双轮驱动，增长仍有潜力

当前价格：16.5元
 目标价格：20.0元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1202/1202
总市值/流通市值 (百万元)	19834/19832
每股净资产 (元)	4.86
资产负债率 (%)	19.31
一年内最高/最低 (元)	18.66/8.42

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
 执业证书编号: S0210522090001
 邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

投资要点:

➤ **金/锑资源龙头，背靠集团持续增强资源优势。**公司金、锑多元化布局，截止2022年末，保有资源储量矿石量 6,874 万吨，其中，金 144.9 吨，锑 30.43 万吨，钨 9.97 万吨。且甘肃加鑫探转采工作积极推进中，2021 年还与集团公司签订平江黄金矿产资源培育协议，自产资源量有进一步提升的潜力，公司远期规划十四五末期实现黄金自产10吨目标，力争达到全国黄金行业第五、锑品行业第一。

➤ **锑供需持续偏紧，继续看好后市价格。**锑全球静态储采比常年处于有色金属低位，光伏高速发展将带动需求增长，而供应端增量相对有限，金属供需缺口难以改善。我们预计2023年国内锑矿资源缺口将持续扩大，2023 年锑价格有望继续走高，资源价值日益凸显，继续推动公司业绩。

➤ **美联储加息尾声，黄金价格高位有支撑。**根据最新美联储点阵图显示，预计2023年年底的联邦基金利率中值为5.1%，联邦基金利率已经接近终点，暂停加息预期再提振。并且，央行购金量创55年新高，衰退预期催生央行继续购金避险，全球去美元化增加黄金投资意愿，中长期看黄金价格高位有支撑。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 7.4/10.8/14.2 亿元，对应当前股本 EPS 为 0.61/0.90/1.18 元/股，对应 4月18日收盘价16.5元/股 PE 为 27.0/18.4/14.0倍。考虑公司黄金和锑两个板块业务，且锑贡献利润占比较大，故采用分部估值法。黄金板块行业平均估值水平为38XPE，考虑黄金仍有上行动力，给予公司黄金板块45 XPE，对应公司2023年黄金板块市值168.3亿元；锑/钨板块行业平均估值17.7XPE，考虑公司锑板块毛利占比高，且价格上涨确定性更强，应给予部分估值溢价，锑钨板块20 XPE对应市值72.2亿元。综合以上，对应公司目标价格20.00元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**金属价格变化不及预期；矿产资源开发存在不确定性的风险；安全生产风险

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,846	21,041	23,747	24,074	24,403
增长率	32%	6%	13%	1%	1%
净利润(百万元)	363	437	735	1,077	1,417
增长率	61%	20%	68%	47%	32%
EPS (元/股)	0.30	0.36	0.61	0.90	1.18
市盈率 (P/E)	54.6	45.3	27.0	18.4	14.0
市净率 (P/B)	3.6	3.4	3.1	2.7	2.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

关键假设

量:根据公司 2023 年公司经营计划,黄金 47.03 吨,锑品 4.14 万吨,钨品 2,000 标吨,假设公司 2023-2025 年产量维持。其中,考虑到甘肃加鑫进展、平江万古金矿培育进展以及公司 2025 年自产金规划,假设 2023-2025 年自产黄金 4.6/5.6/6.6 吨;自产锑产量分别为 1.8/1.8/1.8 万吨。

投资要件

价:假设锑因供需持续短缺而价格上涨,黄金价格维持高位。锑锭涨势暂歇,长期上涨趋势不改,假设 2023-2025 年均价分别为 9/10/11 万元/吨;避险和通胀继续支撑金价维持高位,假设公司 2023-2025 年对应黄金售价 435/435/435 元/克。

利:公司成本主要以矿山采选和采购加工费服务,假设矿山运行相对成熟,采选成本以 2022 年为基准,黄金随着自给量提升而成本下降。预计 2023-2025 年黄金板块业务对应毛利率分别为 5.0%/6.1%/7.2%;锑品对应毛利率分别为 31.4%/33.3%/34.8%。

我们区别于市场的观点

市场担忧部分矿山开采年限久,资源品位下降或导致资源自给率进一步下降,抬高成本。我们认为,原有矿山持续开发的确会存在品位下降的问题,但这是公司发展过程中出现的阶段性矛盾。公司内部不断优化现有采选工艺提高选矿回收率,另一方面积极开展老矿山勘探找矿工作,资源储量不断增加。目前,公司正积极推进甘肃加鑫探转采工作,并与集团公司签订平江黄金矿产资源培育协议,待项目成熟后,公司拥有平江县黄金矿产项目优先购买权,自产资源量有进一步提升的潜力。

股价上涨的催化因素

金/锑金属价格大涨;甘肃加鑫探转采取得超预期进展;勘探新进展。

估值与目标

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 7.4/10.8/14.2 亿元,对应当前股本 EPS 为 0.61/0.90/1.18 元/股,对应 4 月 18 日收盘价 16.5 元/股 PE 为 27.0/18.4/14.0 倍。

考虑公司黄金和锑两个板块业务,且锑贡献利润占比较大,故采用分部估值法。黄金板块估值参考主营业务为黄金的山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金和招金矿业,行业平均估值水平为 38XPE,考虑黄金仍有上行动力,给予公司黄金板块 45XPE,对应公司 2023 年黄金板块市值 168.3 亿元;锑/钨板块行业平均估值 17.7XPE,考虑公司锑板块毛利占比高,且价格上涨确定性更强,应给予部分估值溢价,锑钨板块 20 XPE 对应市值 72.2 亿元。综合以上,对应公司目标价格 20.00 元/股,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

金属价格变化不及预期;矿产资源开发存在不确定性的风险;安全生产风险

正文目录

1	金/锑资源龙头，全产业链布局	5
1.1	国内最早黄金生产基地之一，全球锑矿开发龙头	5
1.2	黄金及锑业务的多元化布局	6
1.3	黄金贡献主要营收，锑毛利占比达到 48.4%	7
2	背靠湖南有色集团大平台，自产资源仍有增长潜力	9
2.1	集团资产不断注入，增强资源优势	9
2.2	内生+外延，着力开发资源和产量潜力	10
2.3	全力推进甘肃加鑫探转采，自产黄金增量有看点	11
3	供需长期紧张，继续看好锑后市价格	12
3.1	锑储采比常年处于有色金属低位	12
3.2	全球锑矿产量持续收缩，供给难有增量	13
3.3	光伏玻璃带动锑需求，供需持续偏紧	15
4	加息渐入尾声，黄金价格高位有支撑	17
5	盈利预测	20
5.1	核心假设	20
5.2	盈利预测	21
5.3	估值及投资建议	22
6	风险提示	23

图表目录

图表 1:	公司发展历史	5
图表 2:	实控人为湖南省国资委	6
图表 3:	主要产品及用途	7
图表 4:	营业收入/(亿元, %)	7
图表 5:	扣非及归母净利润	7
图表 6:	金贡献主要营收/亿元	8
图表 7:	金/锑贡献主要毛利/亿元	8
图表 8:	各产品毛利率/%	8
图表 9:	自产黄金占比下降/%	8
图表 10:	期间费用率呈下降趋势/%	8
图表 11:	研发投入不断增强/亿元	8
图表 12:	上市初期主力矿山资源情况(截止 2006 年 6 月)	9
图表 13:	公司主要黄金矿山资源储量(截止 2021 年 3 月末)	10
图表 14:	公司主要锑矿山资源储量(截止 2021 年 3 月末)	10
图表 15:	公司积极开展探矿增储工作	10
图表 16:	2017-2022 公司黄金产量/吨	11
图表 17:	2017-2022 公司锑产品产量/万吨	11
图表 18:	各大矿区 2018-2020 年采量概况	11
图表 19:	甘肃加鑫四大探矿权	12
图表 20:	部分有色金属品种储静态采比	13
图表 21:	全球锑矿资源储量分布/%	13
图表 22:	全球锑矿产量/万吨	14
图表 23:	中国锑矿产量/万吨	14
图表 24:	中国锑矿进口连续走低/吨	14
图表 25:	国内金属锑开工率继续走低/万吨	14

图表 26: 俄罗斯锑矿出口/吨.....	14
图表 27: 极地黄金浮选精矿锑含量/%.....	14
图表 28: 全球主要在产锑矿项目.....	15
图表 29: 锑产业链.....	16
图表 30: 中国锑消费结构.....	16
图表 31: 中国锑矿进口/万吨.....	16
图表 32: 中国锑矿/锑锭供需平衡测算.....	17
图表 33: 美债实际收益率与黄金负相关/(\$/盎司,%).....	18
图表 34: 美联储点阵图显示加息进入尾声.....	18
图表 35: 美国核心 CPI 拐点已现/%.....	18
图表 36: 平均时薪继续冲高/(美元/小时).....	18
图表 37: 就业率和职位空缺率双增/(%, 万人).....	19
图表 38: 美国:当周初次申请失业金人数/万人.....	19
图表 39: 2023 年 5 月联邦加息基点概率图(截止 2023 年 3 月 31 日).....	19
图表 40: 央行购金量/吨.....	20
图表 41: 长短美债继续倒挂/%.....	20
图表 42: 消费者信心指数仍处低位.....	20
图表 43: 盈利预测.....	21
图表 44: 黄金板块可比公司估值(截止 4 月 18 日).....	22
图表 45: 锑/钨板块可比公司估值(截止 4 月 18 日).....	22
图表 46: 财务预测摘要.....	24

1 金/锑资源龙头，全产业链布局

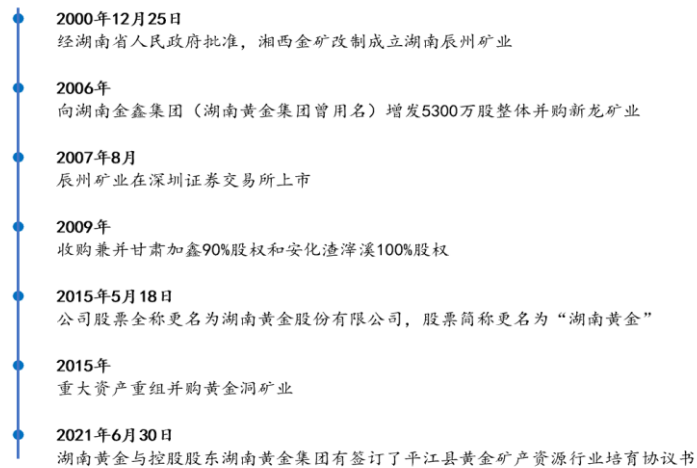
1.1 国内最早黄金生产基地之一，全球锑矿开发龙头

公司前身冶金工业部湘西金矿，是我国早期主要的黄金生产基地之一，全球锑矿开发龙头企业。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。2007年8月，辰州矿业在深圳证券交易所上市，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，股票更名为“湖南黄金”。

背靠集团公司，公司资源不断扩张。2006年公司向湖南金鑫集团（现湖南黄金集团）增发5300万股整体并购新龙矿业；2009年收购兼并甘肃加鑫90%股权和安化渣滓溪100%股权；2015年重大资产重组并购黄金洞矿业，黄金资源储量翻番。

截止2022年末，公司拥有和控制矿业权36个，其中探矿权24个、采矿权12个，保有资源储量矿石量6,874万吨，金属量：金144.9吨，锑30.43万吨，钨9.97万吨。

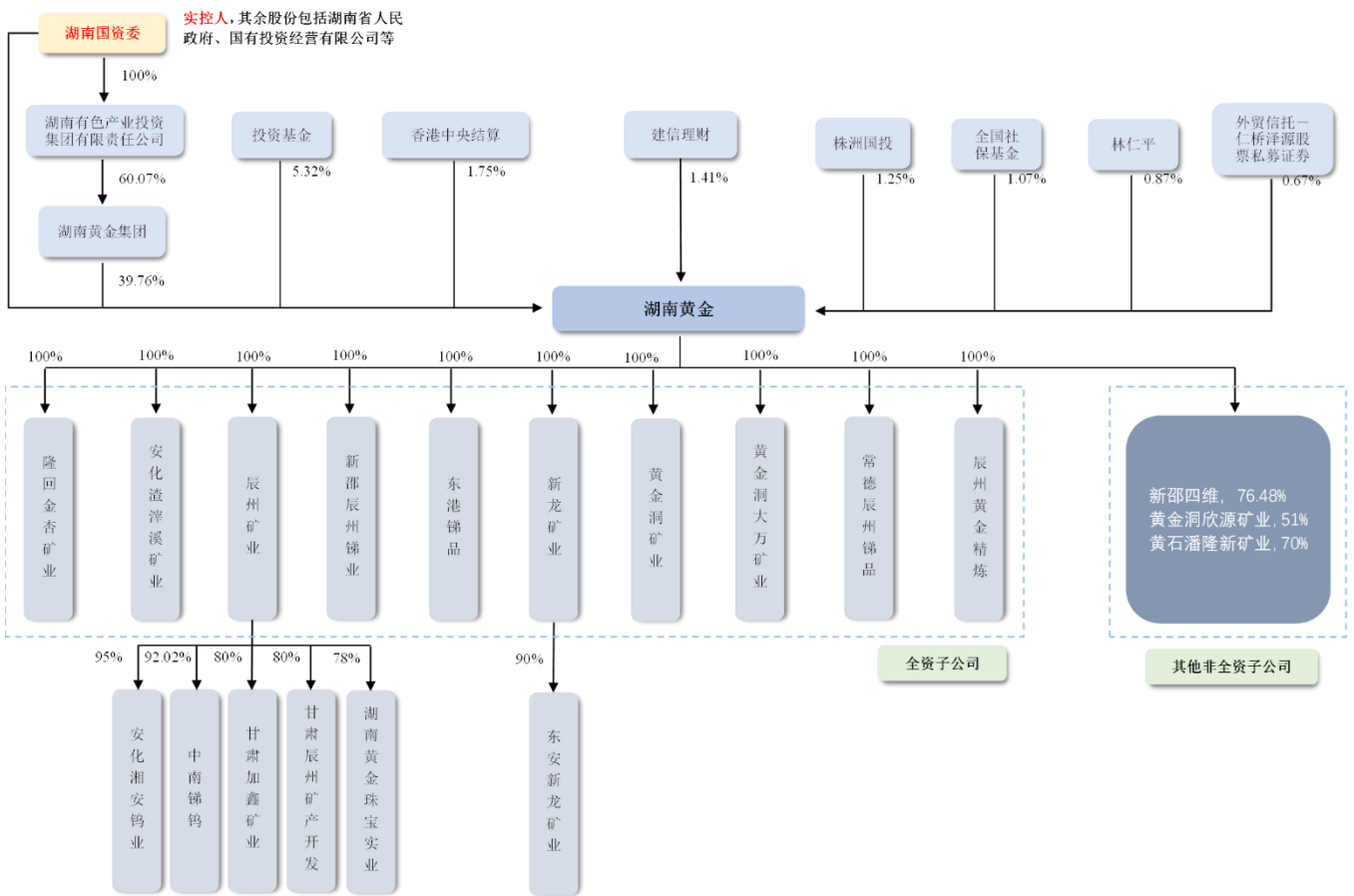
图表 1：公司发展历史



数据来源：公司公告、华福证券研究所

公司实控人为湖南省国资委，深化国企改革促进公司降本提效。2022年7月，湖南省属国有企业重组整合，将10户省属监管企业重组整合为5家。其中，由湖南黄金集团和湖南有色环保研究院合并组建湖南有色产业投资集团。为实现国有资产统一管理及保值增值，提升国有资产运营效率，湖南省国资委将其持有的黄金集团60.07%国有股权无偿划转给湖南有色，湖南有色间接控制黄金集团持有的湖南黄金39.91%的股份。

图表 2：实控人为湖南省国资委



数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.2 黄金及锑业务的多元化布局

矿山开采：开采资源主要以金锑（钨）伴生矿、金矿、锑矿、钨矿为主，采选环节的产品包括合质金、锑（金）块矿、精矿产品等。其中，合质金主要是重选分离矿石中单独游离的颗粒金，块矿是在采矿过程中得到的高品位矿石，无需选矿。

冶炼加工：金锑精矿，锑和金进行有效分离，生产出精锑和合质金，其中合质金与外购合质金通过精炼公司提纯产出标准金锭；锑精矿，产出精锑或含量锑，部分复杂含锑物料经湿法工艺处理，直接生产氧化锑；钨精矿经湿法工艺处理，产出仲钨酸铵（APT）。

深加工：黄金深加工主要是代加工模式，加工成金条、黄金饰品后直接销售；精锑除直接销售外还可以加工成氧化锑作为阻燃产品使用，乙二醇锑和塑料阻燃母粒是以氧化锑为主要原料进行生产。

截止 2022 年底，公司拥有规模化的生产线：100 吨/年黄金生产线、2.5 万吨/年精锑冶炼生产线、4 万吨/年多品种锑产品生产线、3000 吨/年仲钨酸铵生产线。

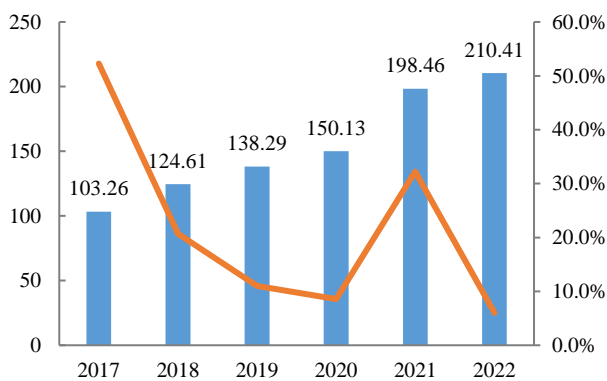
图表 3：主要产品及用途

产品	主要用途
精铋	作为合金硬化剂主要用于冶金、蓄电池及军工，也是生产氧化铋原料
氧化铋	作为阻燃剂主要用于塑料、橡胶、油漆、防止、化纤等工业，还用于玻璃、电子、陶瓷、荧光粉等行业
乙二醇铋	应用于聚酯缩聚反应的催化剂
塑料阻燃母粒	燃母料是以阻燃剂为母料核的一类改性母料,主要包括阻燃剂、热稳定剂、载体树脂和其他助剂四部分组成，是塑料及橡胶等树脂中表现最为优良的阻燃剂之一。
仲钨酸铵 APT	钨工业中间品，生产硬质合金的主要原料

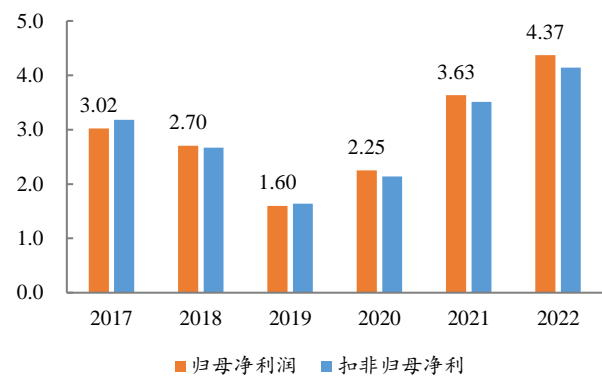
数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.3 黄金贡献主要营收，铋毛利占比达到 48.4%

黄金价格高位以及铋价上涨继续带动公司营收规模继续上行。2022 年公司实现营业收入 210.41 亿元，同比增加 6.02%；归母净利润 4.37 亿元，同比增加 20.38%；扣非归母净利润 4.14 亿元，同比增加 17.87%。分季度看，2022Q4 公司实现营业收入 48.77 亿元，同比减少 17.39%、环比减少 5.16%；归母净利润 0.87 亿元，同比增加 0.36%、环比增加 4.04%。

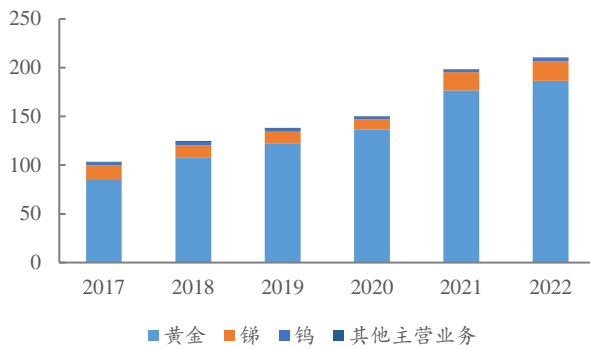
图表 4：营业收入/（亿元，%）


数据来源：公司公告、华福证券研究所

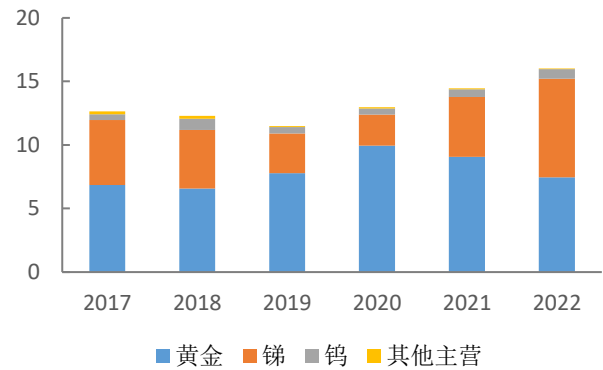
图表 5：扣非及归母净利润


数据来源：公司公告、华福证券研究所

公司营收结构主要以黄金为主，铋价格上行提高毛利贡献率。2022 年公司黄金产品营业收入同比增加 5.5%至 186.52 亿元，营收占比 88.7%，毛利同比下降 17.7%至 7.45 亿元，占比 46.5%，毛利下降主要因为公司自产黄金减少导致整体成本增加；铋产品营收同比增加 8.2%至 20.12 亿元，占比 9.6%，价格上涨带动毛利大幅增加 65.4%至 7.77 亿元，占比首次超过黄金，达到 48.5%；钨产品营收同比增加 41.7%至 3.16 亿元，占比 15.0%，毛利同比增加 21.0%至 0.75 亿元，占比 4.7%。

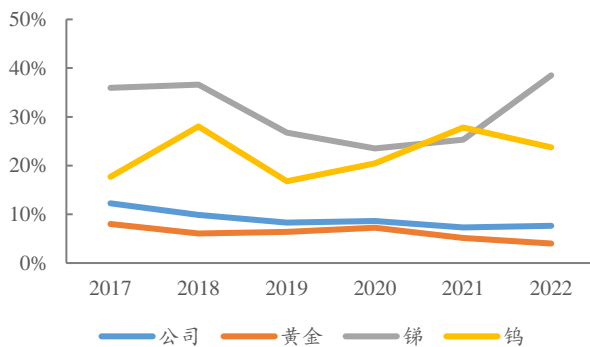
图表 6：金贡献主要营收/亿元


数据来源：公司公告、华福证券研究所

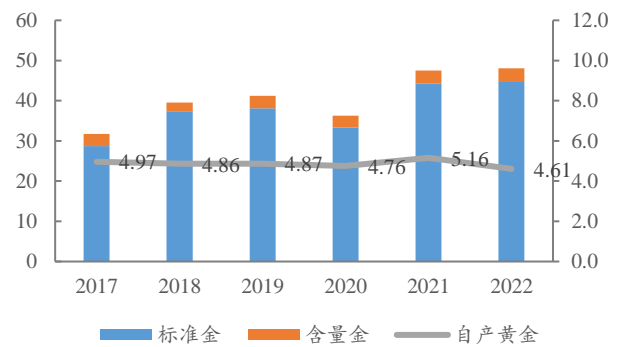
图表 7：金/锑贡献主要毛利/亿元


数据来源：公司公告、华福证券研究所

锑、钨毛利率最高，黄金精炼和加工业务拖累公司整体毛利率。2022 年公司毛利率为 7.62%，分产品来看锑毛利率最高，达到 38.6%；其次为钨产品，毛利率 23.7%；因自产黄金下降，毛利率水平降至 4.0%，同比下降 1.1pct。

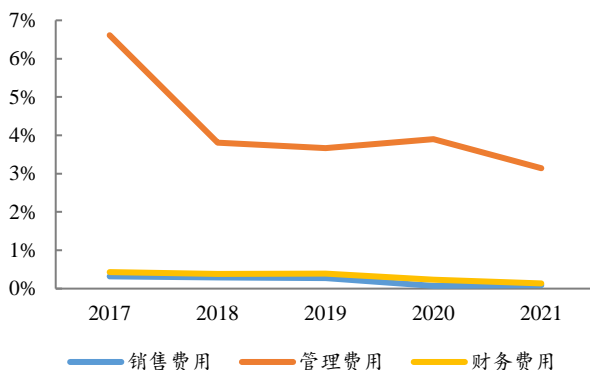
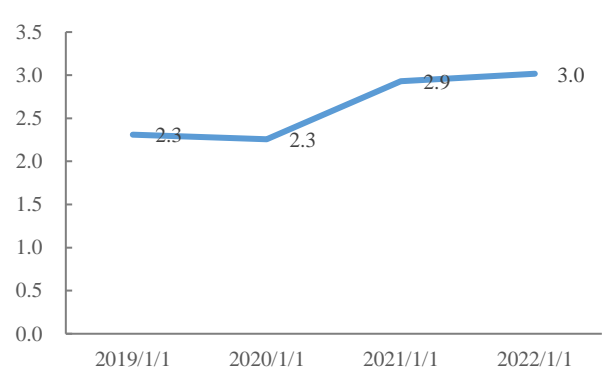
图表 8：各产品毛利率/%


数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 9：自产黄金占比下降/%


数据来源：公司公告、华福证券研究所

公司贯彻落实管理提升和成本管控年工作主线要求，多措并举降本增效效果明显，期间费用率呈下降趋势。同时，公司不断增强研发投入，建设数字化矿山。

图表 10：期间费用率呈下降趋势/%

图表 11：研发投入不断增强/亿元


数据来源：公司公告、华福证券研究所

数据来源：公司公告、华福证券研究所

2 背靠湖南有色集团大平台，自产资源仍有增长潜力

2.1 集团资产不断注入，增强资源优势

公司上市初期以辰州矿业和新龙矿业为主体，共拥有 8 个采矿权和 9 个探矿权，保有资源储量矿石量 505 万吨，其中金金属量 21.12 吨，锑金属量 12.37 万吨，钨金属量 1.71 万吨。主力矿区为本部沃溪矿区（设计产能 22.5 万吨）、湘安钨业大溶溪矿区（设计产能 15 万吨）、新龙矿业龙山矿区（设计产能 12 万吨），其中沃溪矿区黄金品位 8.01g/t。

图表 12：上市初期主力矿山资源情况（截止 2006 年 6 月）

	沃溪矿区	大溶溪矿区	响溪矿区	龙山矿区	线江冲矿区	合计
矿石量/t	2,101,800	1,749,104	458,514	587,449	150,965	5,047,832
Au/kg	16,841	-	1,553	2,721	-	21,115
金品位	8.01	-	3.39	4.63	-	-
Sb/t	76,532	-	8,077	32,456	6,668	123,733
锑品位	3.64%	-	1.76%	5.52%	4.42%	-
WO ₃ (t	10,333	6,740	-	-	-	17,073
钨品位	0.49%	0.39%	-	-	-	-

数据来源：公司公告、华福证券研究所

2009 年收购安化渣滓溪锑矿，国内锑品生产能力最大矿山之一。渣滓溪锑矿自 1906 年建矿，主要从事锑矿及白钨矿的勘探、采选，锑及锑制品的冶炼、加工与销售等，现已形成了年产精锑 5000 吨以上的采、选、冶一条龙的综合生产能力，并已成为我国锑品生产能力最大的矿山之一，所产“华峰牌”精锑属国家优质产品。锑是矿区的主要矿产，钨为异体共生，截止 2007 年年底，渣滓溪锑矿保有资源储量(122b+333)锑矿石量 28.9 万吨，金属量 18,065.3 吨，折锑品位 6.25%；钨矿石量 8.6 万吨，金属量 593 吨。

2013 年重大资产重组收购黄金洞矿业 100% 股权，公司黄金资源储量实现翻番。黄金洞矿业主要从事黄金矿产资源的采选业务，主要产品为金精粉，黄金产量居湖南省第二位，拥有子公司有大万矿业、枞冲黄金洞矿业（2021 年闭坑、注销）和欣源矿业，收购时黄金洞矿业本部整合后采矿权范围内的资源储量为：矿石量 714.70 万吨，金金属量 27.83 吨；大万矿业下属整合后的万古金矿采矿权范围内的资源储量为：矿石量 480.73 万吨，金金属量 30.59 吨。现有矿权面积近 100 平方公里，已

经探明并提交国土资源部备案黄金储量 69.55 吨，远景储量预计超过 200 吨，公司具备 3000 吨/日的采选综合生产能力，选矿回收率达到 93% 以上。

图表 13：公司主要黄金矿山资源储量（截止 2021 年 3 月末）

矿山名称	矿石量 /万吨	金金属量 /t	折合品位 / (g/t)	已开采年限 /年	剩余年限 /年
沅陵沃溪金锑钨矿	348.5	29.1	8.36	141	12.5
平江黄金洞金矿	828.6	27.1	3.27	139	14.7
新邵龙山金锑矿	179.9	7.5	4.16	124	6.8
甘肃以地南、录斗艘金矿	1,276.80	44.0	3.45	15	10.6
隆回杏枫山金矿	629.2	9.5	1.52	29.9	46.44
平江万古金矿*	623.3	24.9	3.99	12	10.9
合计	3886.3	142.2			

注：株冲矿业、洪江辰州、溆浦辰州注销未列；万古矿整合

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 14：公司主要锑矿山资源储量（截止 2021 年 3 月末）

矿山名称	矿石量 /万吨	锑金属量 /t	折合品位 / (g/t)	已开采年限 /年	剩余年限 /年
沅陵沃溪金锑钨矿	348.5	8.8	2.53%	141	12.5
新邵龙山金锑矿	179.9	5.9	3.27%	124	6.8
安化渣滓溪锑钨矿	280.7	14.0	4.99%	109	8.4
甘肃以地南、录斗艘金矿	1,276.8	0.3	0.02%	15	10.6
合计	2085.9	28.9			

注：株冲矿业、洪江辰州、溆浦辰州注销未列

数据来源：公司公告、华福证券研究所

2.2 内生+外延，着力开发资源和产量潜力

公司积极开展探矿增储工作，增储效果明显。2022 年共完成开拓进尺 35,280 米，探矿进尺 21,880 米，生探进尺 19,710 米。截止 2022 年末，公司保有资源储量矿石量 6,874 万吨，较去年同期增加 106 万吨。其中，金金属量 144.9 吨，锑金属量 30.43 万吨，分别增加 0.9 吨、1.15 万吨；钨金属量 9.97 万吨，较去年同期减少-0.3 吨。

2022 年公司还收购了湖南省平江曲溪矿区金矿普查勘探权，矿区面积 12.8km²，矿石量 364,650 吨，金金属量 1,436 千克，平均品位 4.59g/t。截止 2022 年底，公司仍有 24 个探矿权，具备增储潜力。

图表 15：公司积极开展探矿增储工作

类型	单位	2018	2019	2020	2021	2022
矿石量	万吨	6314.6	6596.6	6984.9	6768.1	6874.0
金	吨	138.6	140.9	146.5	144.0	144.9
锑	万吨	25.7	25.7	30.0	29.3	30.4
钨	万吨	10.9	10.9	10.9	10.0	10.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

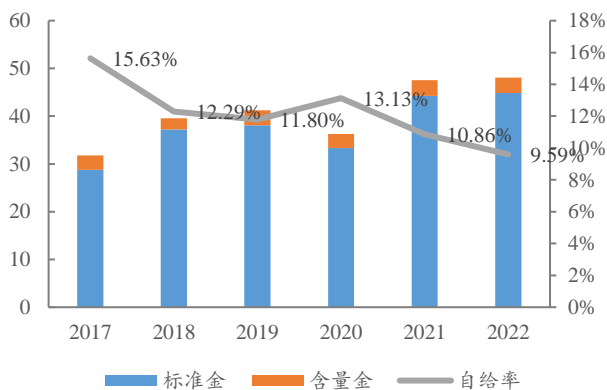
与集团公司签署培育协议，平江万古金矿有望装入。为降低公司投资风险，公司与黄金集团签订了《行业培育协议书》，平江县黄金矿产资源整合项目由湖南黄金集团代为培育，待该项目条件成熟时再由公司决定是否行使优先收购权。

2.3 全力推进甘肃加鑫探转采，自产黄金增量有看点

冶炼产能利用率提升，资源自给占比下降。公司现有冶炼产能，黄金 100 吨/年、精锑 2.5 万吨/年、多品种锑产品 4 万吨/年、仲钨酸铵 3000 吨/年。2017-2022 年，公司黄金产量逐年提高，黄金冶炼产能利用率逐年提高，但自产黄金基本维持在 5 吨左右，资源自给率下降；自产锑产量因品位下降而有所减少。

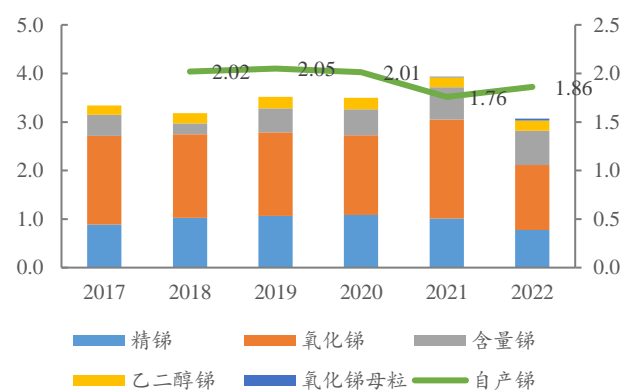
2022 年，公司共生产黄金 48.06 吨，同比增加 1.1%，其中自产 4.6 吨，同比下降 10.7%；生产锑品 3.07 万吨，同比下降 21.9%，其中自产 1.86 万吨，同比增加 5.9%；生产钨品 2,033 标吨，同比增加 20.8%，自产钨精矿 1604 标吨，同比下降 12.4%。根据 2023 年经营计划，预计黄金 47,027 千克，锑品 41,372 吨，钨品 2,000 标吨。

图表 16: 2017-2022 公司黄金产量/吨



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 17: 2017-2022 公司锑产品产量/万吨



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 18: 各大矿区 2018-2020 年采量概况

矿山名称	2018	2019	2020
辰州矿业	40	32	34
安化渣滓溪	24	19	18
洪江辰州	5	7	8
湘安钨业	28	32	38
甘肃辰州	15	15	14
黄金洞矿业	49	51	51
大万公司	32	29	26
新龙矿业	26	27	27
隆回金杏	16	13	15
合计	235	225	231

数据来源：公司公告、华福证券研究所

全力推进甘肃加鑫探转采，助力公司实现 2025 年自产黄金 10 吨目标。公司“十四五”规划，力争 2025 年达到全国黄金行业第五、锑品行业第一，自产黄金 10 吨，全力推进加鑫探转采工作进展以期实现公司战略目标。甘肃加鑫共计拥有四个探矿权，分别为下看木仓地区金矿、老虎山-阿什加地区金矿、南办-老豆村地区金矿和以地南铜金矿，2015 年取得矿产资源储量评审备案证明，目前正在积极办理探转采手续。根据公司交流纪要，截至 2022 年 9 月以地南铜金矿矿区和下看木仓金矿矿区按要求完成了“三合一”报告、安评、环评等前期工作。其中，合作市以地南铜金矿备案资源量金矿 1111.5 万吨，金金属量 37.5 吨，平均品位 3.37g/t；共生铜金属量 81 吨；伴生银金属量 153 吨。

图表 19：甘肃加鑫四大探矿权

探矿权名称	备案情况
甘肃省合作市以地南铜金矿详查	完成矿产资源储量评审备案工作
甘肃省合作市下看木仓地区金矿详查	完成矿产资源储量评审备案工作
甘肃省合作市老虎山-阿什加地区金矿详查	完成矿产资源储量评审备案工作
甘肃省合作市南办-老豆村地区金矿详查	完成矿产资源储量评审备案工作

数据来源：公司公告、华福证券研究所

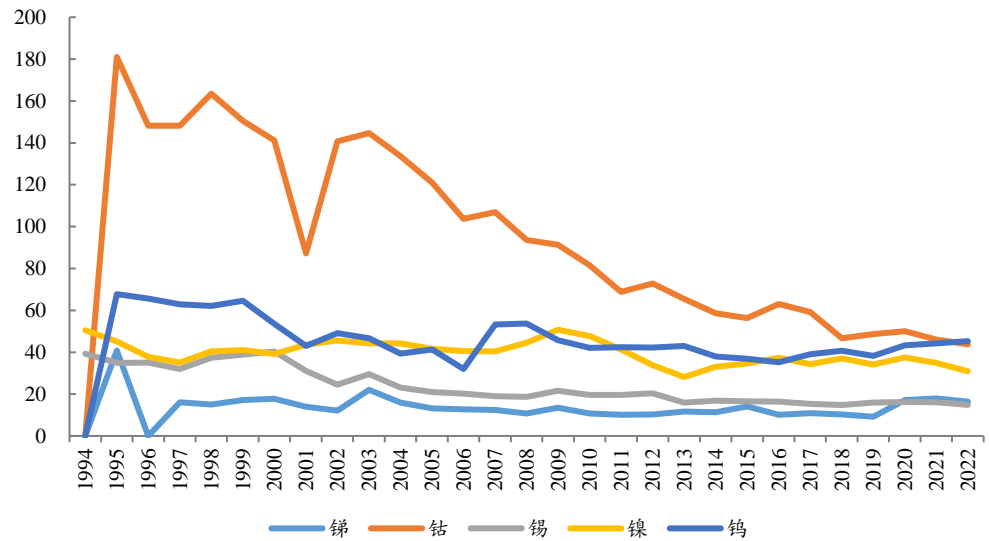
3 供需长期紧张，继续看好锑后市价格

3.1 锑储采比常年处于有色金属低位

战略小金属锑全球静态储采比常年处于有色金属低位。1991 年，中国国务院决定将钨、锡、锑、离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采的特定矿种，大幅减少了对锑矿权的审批，目前新矿权和储量探查几乎停滞；2018 年，美国将锑列入 35 种关键矿产清单，实行只勘探不开采的政策，进一步凸显资源价值。根据 USGS 数据，

全球锑储采比从 2021 年的 18: 1 降至 2022 年 16: 1。

图表 20：部分有色金属品种储静态采比

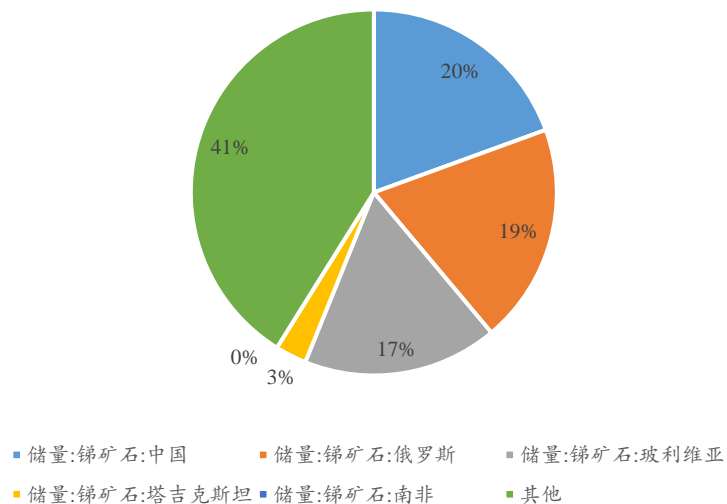


数据来源：Wind、USGS、华福证券研究所

3.2 全球锑矿产量持续收缩，供给难有增量

全球锑矿资源主要集中于中国、俄罗斯、玻利维亚、吉尔吉斯斯坦、缅甸等国。根据 USGS 数据，2022 年全球锑矿石储量 180 万吨，其中，中国和俄罗斯锑矿储量分别占比 19.4%，达到 35 万吨，全球排名居前；其次为玻利维亚锑矿储量共计 31 万吨，占全球锑矿总储量的 17.2%；吉尔吉斯斯坦锑矿储量共计 5 万吨，占全球锑矿总储量的 2.8%。

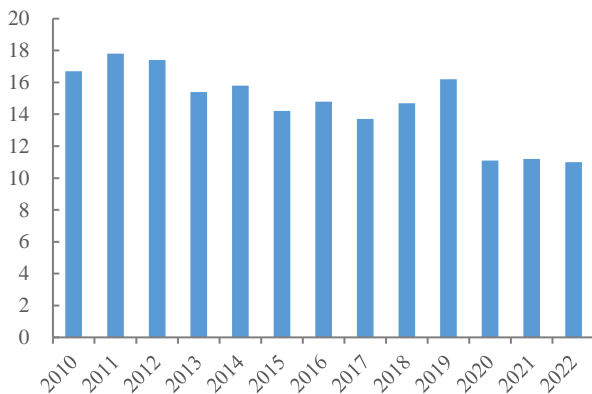
图表 21：全球锑矿资源储量分布/%



数据来源：Wind、USGS、华福证券研究所

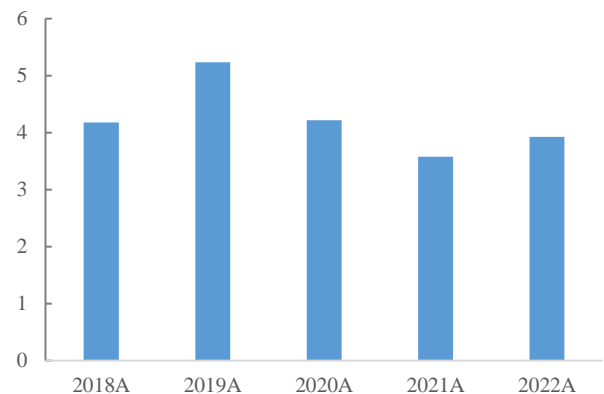
存量矿山品位下滑，全球锑矿产量持续走低。根据 USGS 数据，2020-2022 年，全球锑矿产量 11-11.2 万吨，较 2010 年 16.7 万吨有较大回落。其中，中国锑矿产量最大，其次为俄罗斯和塔吉克斯坦。中国自 2009 年开始，原国土资源部开始逐步加大对锑资源生产的监管力度，每年下达锑矿总量控制指标，管理锑产量规模，产量呈下降趋势，根据中国有色金属工业协会锑业分会统计数据，2022 年中国锑矿产量为 3.9 万吨，较 2018 年下降 6.0%。

图表 22：全球锑矿产量/万吨



数据来源：Wind、USGS、华福证券研究所

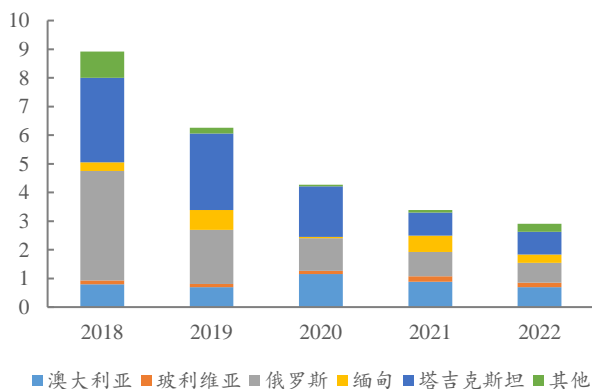
图表 23：中国锑矿产量/万吨



数据来源：中国有色金属工业协会锑业分会、华福证券研究所

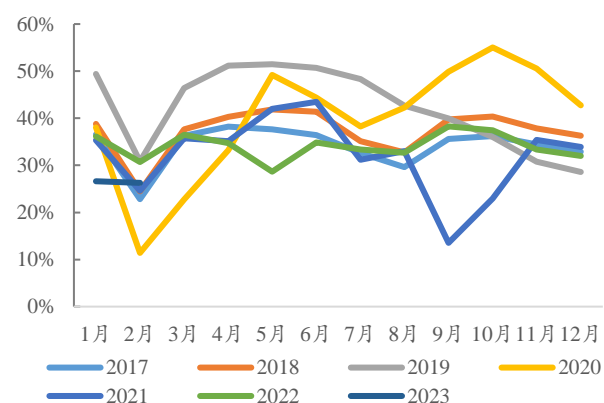
中国锑矿进口连续下降，金属锑冶炼开工率同步走低。中国进口锑矿自 2018 年开始连续下降，2022 年进口 2.91 万吨，同比下降 14.2%，较 2018 年下降 67.4%。分国家来看，俄罗斯是中国主要进口来源国，降幅最为明显，主要受双边贸易结算系统和矿山品位下降影响，以极地黄金浮选精矿为例，锑含量从 2018 年 20.27% 降至 2022 年 14.43%；塔吉克斯坦因安佐布汞锑矿冶炼能力增加，可供出口量下降。

图表 24：中国锑矿进口连续走低/吨



数据来源：中国海关数据平台、华福证券研究所

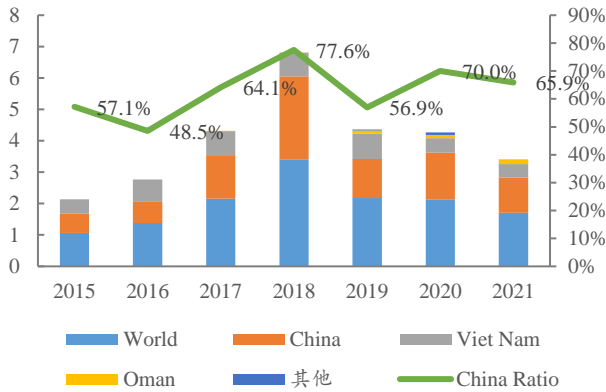
图表 25：国内金属锑开工率继续走低/万吨



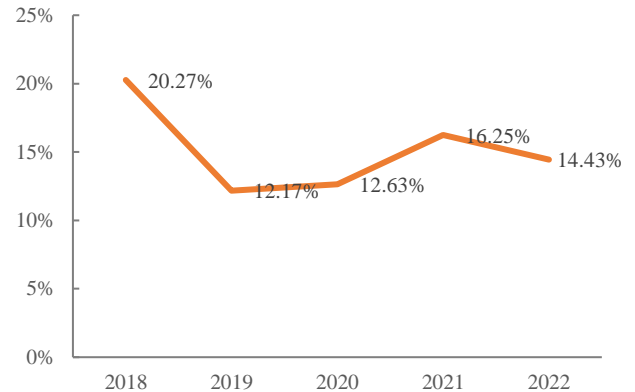
数据来源：百川、华福证券研究所

图表 26：俄罗斯锑矿出口/吨

图表 27：极地黄金浮选精矿锑含量/%



数据来源：海关数据平台、华福证券研究所



数据来源：Polyus 公告、华福证券研究所

2023 年供应增量有限，远期潜力关注康桥奇铋金矿。目前中国现有主要铋矿未有扩产计划，海外华钰矿业间接持有塔吉克斯坦的康桥奇铋金矿 50% 股权，规划产能 1.6 万吨，达产仍需时间；英国远东铋业 21 年 5 月远东铋业公司完成了对 Solonechenskoye 铋矿的收购，规划 6000 吨精矿/年生产能力；美国 Midas Gold 预计 2026 年投产。

图表 28：全球主要在产铋矿项目

国家	控股股东	矿山	储量/吨	产能/吨	开发状态
塔吉克斯坦	COMSAP	Anzob 汞铋矿		10000	在产
	华钰矿业	康桥奇铋金矿	264600	16000	在建
俄罗斯	Polyus	奥林匹亚金铋矿	120000	10958	-
	FFA	Solonechenskoye 铋矿	61000	6000	在产
	GPM	Sarylakh 和 Sentachan 金矿	180000	7200	在产
吉尔吉斯斯坦	国有	卡达姆兹哈铋矿	200000		
	国有	卡森铅铋矿	39000		
澳大利亚	Mandalay Resources	Costerfield 金铋矿	17800	5000	在产
	Red River Resources	Hillgrove 金铋矿	75000	4500	2021 年复产
加拿大	湖南有色	水獭溪铋矿	78000	6000	2019 年 3 月复产
玻利维亚	国有	奥鲁罗金铋矿	310000	2000-2700	减产
格鲁吉亚	高加索矿产	佐普希托金铋矿	28500		在产
美国	Midas Gold	Midas Gold	67443		预计 2026 年投产

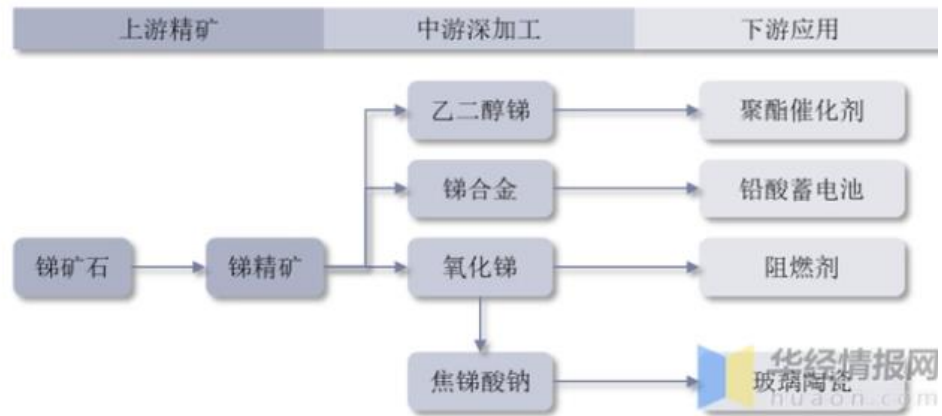
更新至 2022 年 12 月

数据来源：华经情报网、华福证券研究所

3.3 光伏玻璃带动铋需求，供需持续偏紧

锑矿经过冶炼加工得到氧化锑、乙二醇锑、锑合金等产品，氧化锑又可继续加工为焦锑酸钠等。氧化锑与卤素阻燃剂配合应用于塑料、纺织物，为锑的主要消费方向；铅锑合金主要应用于铅酸电池阳极板栅；焦锑酸钠主要应用于玻璃澄清剂；乙二醇锑是工业制备聚酯化合物的主要催化剂。

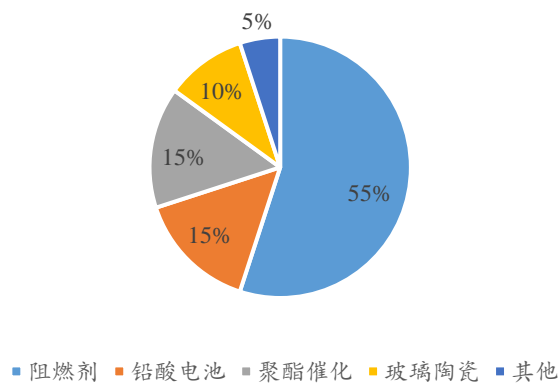
图表 29：锑产业链



数据来源：华经情报网、华福证券研究所

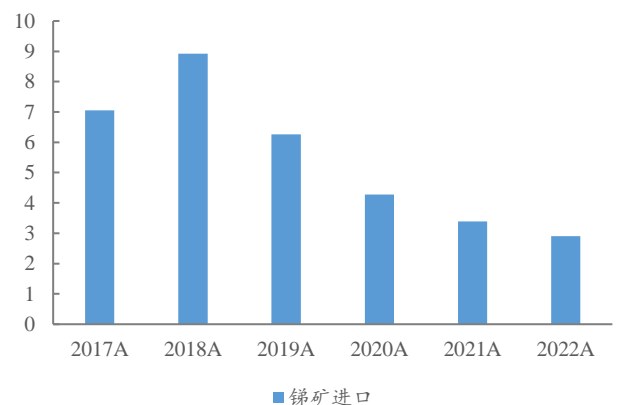
光伏玻璃打开锑市场空间，扩大供需缺口。2021 年中国消费约 8 万吨，占比 57.6%。从消费结构上看，55%用于阻燃剂生产，15%用于铅酸电池栅板，15%用于聚酯催化剂，10%用于玻璃陶瓷生产添加剂。其中，光伏玻璃将成为锑消费主要驱动力，2022 年中国光伏玻璃产量 1606 万吨，焦锑酸钠添加量 0.2-0.4%，对应锑需求达到 2.4 万吨，预计 2023 年将达到 3.5 万吨，同比增加 46%，2020-2025 年 CAGR 达 33.7%。

图表 30：中国锑消费结构



数据来源：SMM、华福证券研究所

图表 31：中国锑矿进口/万吨



数据来源：海关数据查询平台、华福证券研究所

供需缺口难解，继续看好后市锑价格。需求扩大，而国内供给增量有限，尤其 2020 年后因疫情和地缘政治冲突，锑矿产量和进口双降，库存持续消耗，锑资源供

需不足的问题日益凸显，继续看好后市锑价格。

图表 32：中国锑矿/锑锭供需平衡测算

栏目	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
锑矿							
产量（金属吨）	52,323	42,191	35,802	39,268	39,268	39,268	39,268
进口量（实物吨）	62,584	42,753	33,878	29,015	37,904	46,793	55,682
出口量（实物吨）	2,193	2,805	548	1,934	1,934	1,934	1,934
供给量（金属吨）	79,499	60,168	50,801	51,454	55,454	59,454	63,454
供给同比	-2%	-24%	-16%	1%	8%	7%	7%
需求量（金属吨）	83,079	78,145	65,661	68,769	79,811	90,843	102,887
供需差（金属吨）	-3,580	-17,977	-14,861	-17,315	-24,357	-31,389	-39,433
锑锭							
产量（金属吨）	83,079	78,145	65,661	68,769			
进口量（金属吨）	1,658	379	764	536			
出口量（金属吨）	12,704	8,105	11,284	10,979			
供给量（金属吨）	72,033	70,419	55,141	58,325			
需求量（金属吨）	79,549	80,902	90,979	82,784			
供需差（金属吨）	-7,517	-10,483	-35,838	-24,459			
三氧化二锑							
产量（实物吨）	91,482	93,037	104,626	95,202			
进口量（实物吨）	691	840	566	311			
出口量（实物吨）	42,120	37,457	47,876	40,277			
供给量（实物吨）	50,052	56,421	57,316	55,236			
核心下游							
合成纤维产量（万吨）	5,433	5,634	6,152	6,155	6,155	6,155	6,155
化学纤维产量（万吨）	5,953	6,168	6,709	6,698	6,698	6,698	6,698
合成橡胶产量（万吨）	734	740	812	823	823	823	823
塑料制品产量（万吨）	8,184	7,603	8,004	7,772	7,772	7,772	7,772
光伏玻璃产量（万吨）	850	909	1,046	1,606	2,342	3,078	3,881
光伏同比	8%	7%	15%	54%	46%	31%	26%

数据来源：Wind、中国有色金属工业协会锑业分会、海关数据查询平台、工信部、华福证券研究所

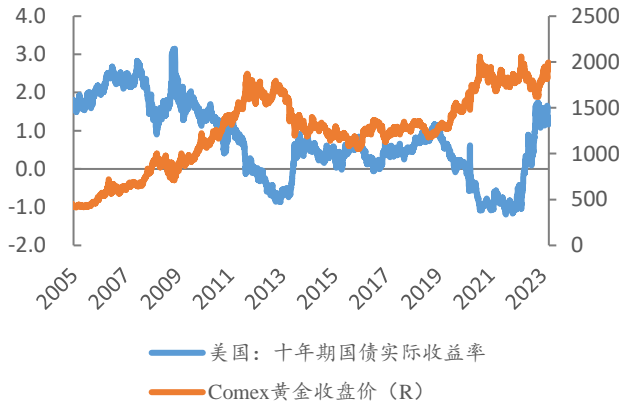
4 加息渐入尾声，黄金价格高位有支撑

黄金与美债收益率高度负相关。2018-2021 年间，美债收益率的每一次上升都伴随着金价的下跌，展现出高度负相关性；2022 年黄金避险属性主导，也出现了与美债收益率齐上涨的情形；2023 年 2 月份降息预期逐渐落空，美债收益率上行而黄金价格陷入震荡。黄金金融属性核心影响因素是作为贵金属的避险需求，以及与长期美债实际利率和美元指数的负相关性，因避险需求通常较难预测，长期美债实际利率和美元指数走势则成为分析黄金价格的核心因素。

根据美联储点阵图显示，预计 2023 年年底的联邦基金利率中值为 5.1%，意味

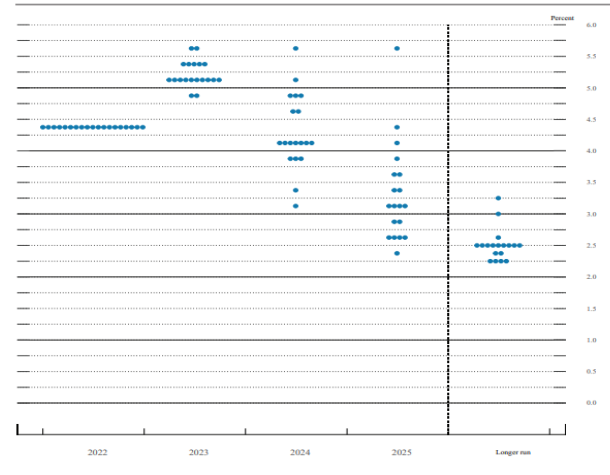
着 3 月加息之后，联邦基金利率已经接近终点，暂停加息预期再提振。长期看，2024 年年底中值为 4.3%，2025 年年底中值为 3.1%，预计长期联邦基金利率中值预期为 2.5%，美联储加息渐入尾声，支撑贵金属价格。

图表 33: 美债实际收益率与黄金负相关/(\$/盎司,%)



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 34: 美联储点阵图显示加息进入尾声

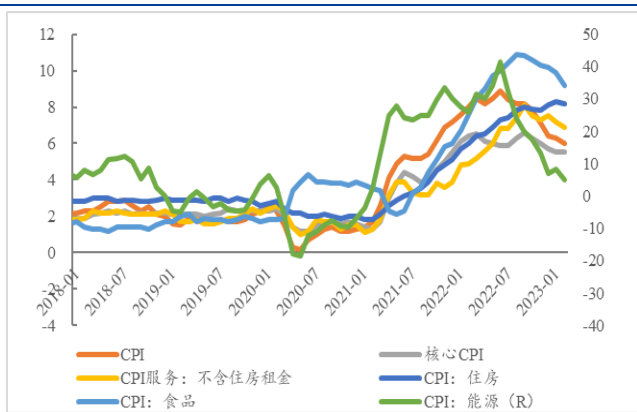


数据来源: 美联储 FOMC、华福证券研究所

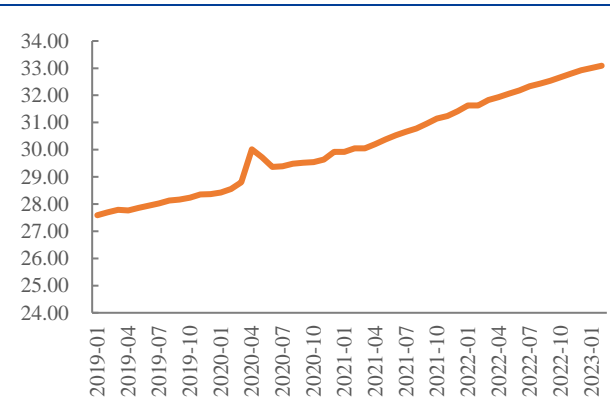
美国 CPI 连续 8 个月下降，通胀压力稍缓。2023 年 2 月美国 CPI 同比涨幅录得 6%，连续第八个月下降，也创 2021 年 9 月份以来最低值，美国通胀的上升势头得到了进一步遏制。剔除波动较大的食品和能源价格后，2 月份美国核心 CPI 同比涨幅录得 5.5%，连续第六个月下降，创 2021 年 12 月份以来新低。

时薪继续上涨，内生性矛盾致工资-通胀螺旋有韧性，就业指标影响的加息预期或将弱化。职位空缺率和就业率双增，新冠后的劳力市场存在供需缺口，主导时薪水平继续上行，工资-通胀螺旋致通胀存在一定的韧性。经济下行压力的背景下就业市场依然火热，美国当周初领失业金人数持续下行，内生性矛盾将弱化就业指标对于加息的影响。

图表 35: 美国核心 CPI 拐点已现/%

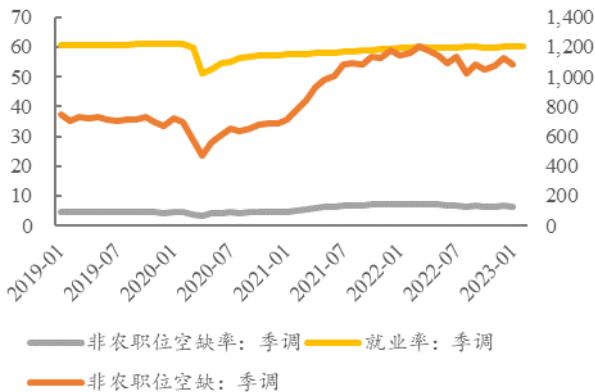


图表 36: 平均时薪继续冲高/(美元/小时)



数据来源：Wind、华福证券研究所

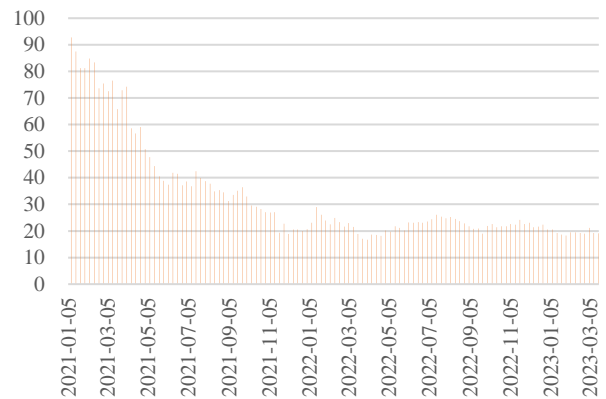
图表 37：就业率和职位空缺率双增/（%，万人）



数据来源：Wind、华福证券研究所

数据来源：Wind、华福证券研究所

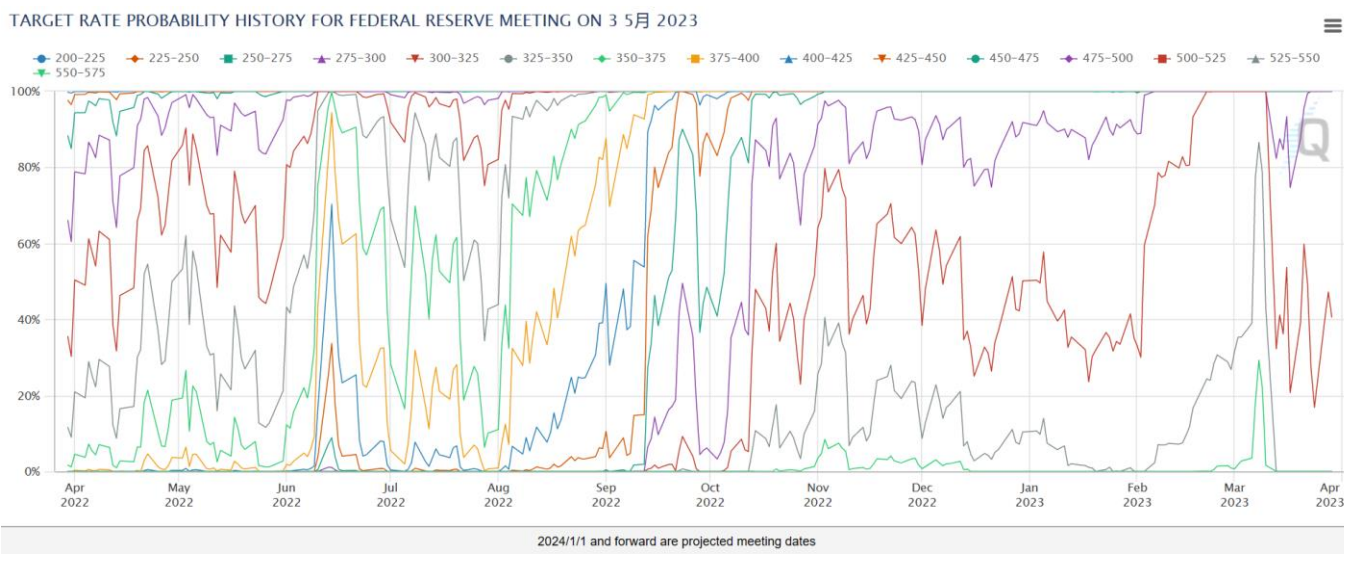
图表 38：美国:当周初次申请失业金人数/万人



数据来源：Wind、华福证券研究所

银行业危机凸显美联储激进加息风险，5月加息 50BP 的概率大幅回落。美国和欧洲的大型银行暴雷事件频发，主要原因在于美联储持续且快速的加息下，中长期债券价格大幅下降，造成资产负债表的浮亏，在遭遇流动性危机时会变成真实的损益。虽然美联储向银行体系提供流动性支持，但银行业挤兑危机仍在发酵，美联储政策目标或将调整。可以明显看出，硅谷银行事件爆发后，关于 5 月份加息基点的预测直接降至 25BP，进一步提振加息进入尾声的预期。

图表 39：2023 年 5 月联邦加息基点概率图（截止 2023 年 3 月 31 日）

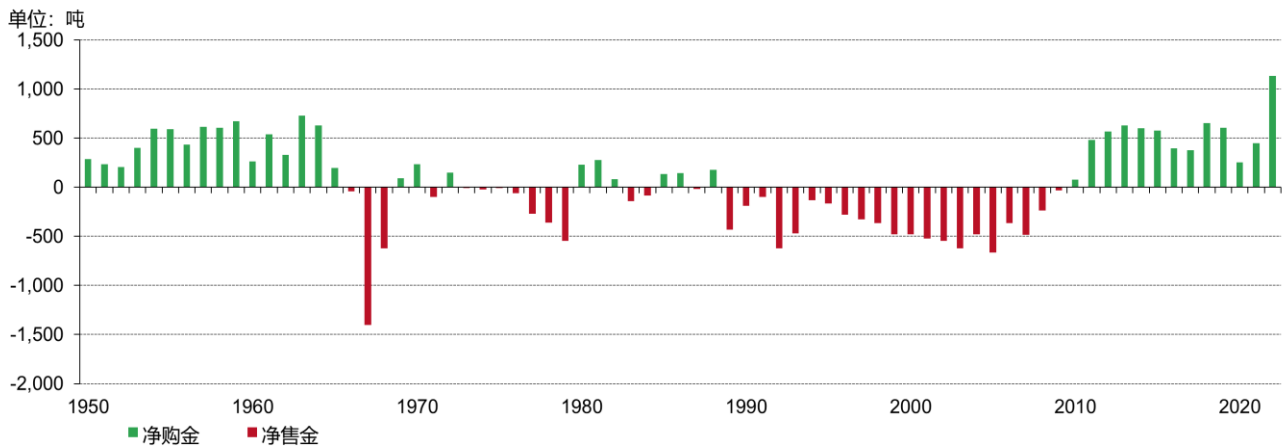


数据来源：CME、华福证券研究所

央行购金量创 55 年新高，衰退预期催生央行继续购金避险。黄金兼具财富保值作用和通胀对冲属性，2008 年全球金融危机前后黄金投资需求规模形成了鲜明对比；1990-2008 年，全球央行黄金为净售金，2008 年全球金融危机爆发，随后主权债务

危机席卷全球，更加突出了黄金等资产的地位，随着真正的危机出现，全球央行开始大规模购入黄金。2022年，全球央行年度购金需求达到1136吨，较上年的450吨翻一番，创下55年来的新高，海外衰退预期将进一步提振海外央行购金行为以抵御风险，金价高位仍有支撑。

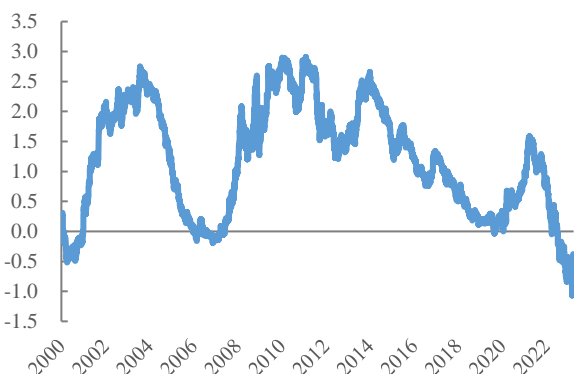
图表 40：央行购金量/吨



数据来源：金属聚焦、Refinitiv GMPS、华福证券研究所

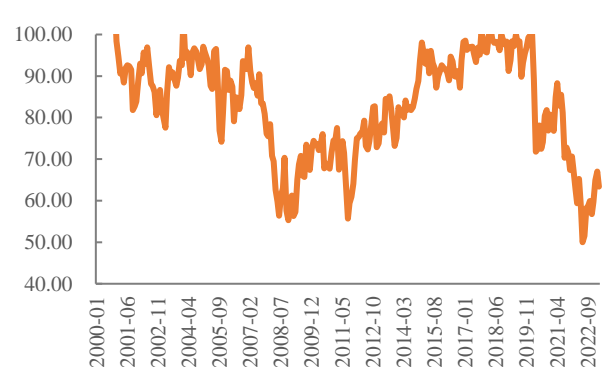
长短期美债收益率继续倒挂，衰退预期仍然偏强，黄金投资需求将维持高位。
短期国债收益率超过长期国债收益率的情况，常被视为衰退即将来临的危险信号：投资者预计紧缩政策将导致经济衰退并降低通胀率，提振了对较长期债券的需求，且令短期债券需求承压。另外，消费者信心指数快速回落显示人们对未来的信心匮乏，也预示着衰退的来临，衰退预期不减将继续提振黄金投资需求。

图表 41：长短美债继续倒挂/%



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 42：消费者信心指数仍处低位



数据来源：Wind、华福证券研究所

5 盈利预测

5.1 核心假设

量：根据公司2023年公司经营计划，黄金 47.03 吨，锑品 4.14 万吨，钨品 2,000

标吨，假设公司 2023-2025 年产量维持。其中，考虑到甘肃加鑫进展、平江万古金矿培育进展以及公司 2025 年自产金规划，假设 2023-2025 年自产黄金 4.6/5.6/6.6 吨；自产锑产量分别为 1.8/1.8/1.8 万吨。

价：假设锑因供需持续短缺而价格上涨，黄金价格维持高位。锑锭涨势暂歇，长期上涨趋势不改，假设 2023-2025 年均价分别为 9/10/11 万元/吨；避险和通胀继续支撑金价维持高位，假设公司 2023-2025 年对应黄金售价 435/435/435 元/克。

利：公司成本主要以矿山采选和采购加工费服务，假设矿山运行相对成熟，采选成本以 2022 年为基准，黄金随着自给量提升而成本下降。预计 2023-2025 年黄金板块业务对应毛利率分别为 5.0/6.1/7.2%；锑品对应毛利率分别为 31.4/33.3/34.8%。

5.2 盈利预测

根据产量和价格假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 237.5/240.8/244.0 亿元；毛利分别 20.2/24.0/27.9 亿元，毛利率分别为 8.5/10.0/11.4%。

近五年公司期间费用率连续下降，假设 2023-2025 年公司销售费用率分别为 0.09/0.09/0.09%；管理费用率分别为 3.12/3.12/3.12%；研发费用率分别为 1.43/1.43/1.43%。

图表 43：盈利预测

名称	单位	2022	2023E	2024E	2025E
黄金					
黄金产量	kg	48,058	47,027	47,027	47,027
自产	kg	4,610	4,610	5,610	6,610
收入	亿元	186.52	204.72	204.72	204.72
成本	亿元	179.07	194.46	192.26	190.06
毛利	亿元	7.45	10.26	12.46	14.66
毛利率	%	4.0%	5.0%	6.1%	7.2%
锑品					
锑产品产量	吨	30,715	41,417	41,482	41,549
自产	吨	18,618	18,618	18,618	18,618
收入	亿元	20.12	29.04	32.32	35.60
成本	亿元	12.35	19.94	21.56	23.20
毛利	亿元	7.77	9.10	10.75	12.40
毛利率	%	38.6%	31.4%	33.3%	34.8%
钨品					

钨产品产量	标吨	2,033	2,000	2,000	2,000
自产	标吨	1,604	1,604	1,604	1,604
收入	亿元	3.16	3.10	3.10	3.10
成本	亿元	2.41	2.37	2.37	2.37
毛利	亿元	0.75	0.73	0.73	0.73
毛利率	%	23.7%	23.5%	23.5%	23.5%
其他主营					
其他主营收入	亿元	0.61	0.61	0.61	0.61
其他主营成本	亿元	0.54	0.54	0.54	0.54
其他主营毛利	亿元	0.07	0.07	0.07	0.07
合计					
合计营业收入	亿元	210.41	237.47	240.75	244.03
合计营业成本	亿元	194.37	217.31	216.74	216.17
合计毛利	亿元	16.04	20.16	24.01	27.86
毛利率	%	7.62%	8.49%	9.97%	11.42%

数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

5.3 估值及投资建议

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 7.4/10.8/14.2 亿元，对应当前股本 EPS 为 0.61/0.90/1.18 元/股，对应 4 月 18 日收盘价 16.5 元/股 PE 为 27.0/18.4/14.0 倍。

考虑公司黄金和锑两个板块业务，且锑贡献利润占比较大，故采用分部估值法。黄金板块估值参考主营业务为黄金的山东黄金、银泰黄金、赤峰黄金和招金矿业，行业平均估值水平为 38XPE，考虑黄金仍有上行动力，给予公司黄金板块 45XPE，对应公司 2023 年黄金板块市值 168.3 亿元；锑/钨板块行业平均估值 17.7XPE，考虑公司锑板块毛利占比高，且价格上涨确定性更强，应给予部分估值溢价，锑钨板块 20 XPE 对应市值 72.2 亿元。综合以上，对应公司目标价格 20.00 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 44：黄金板块可比公司估值（截止 4 月 18 日）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			最新股价
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600547.SH	山东黄金	1203	0.2	0.5	0.7	134.5	54.1	40.9	26.9
000975.SZ	银泰黄金	356	0.4	0.6	0.8	31.7	20.1	16.4	12.8
600988.SH	赤峰黄金	302	0.3	0.7	0.9	67.3	26.8	19.3	18.2
1818.HK	招金矿业	439	0.1	0.3	0.4	191.7	50.9	37.5	13.4
	平均	-	-	-	-	106.3	38.0	28.5	-

数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 45：锑/钨板块可比公司估值（截止 4 月 18 日）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			最新股价
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
002378.SZ	章源钨业	80	0.2	0.4	0.5	39.4	24.6	17.9	8.7
600549.SH	厦门钨业	298	1.0	1.6	2.0	20.3	12.9	10.3	21.0
000657.SZ	中钨高新	153	0.0	0.8	1.0	-	17.8	14.0	14.3
600301.SH	南化股份	117	0.1	1.3	1.7	-	15.4	11.6	19.7
	平均	-	-	-	-	29.8	17.7	13.5	-

数据来源：Wind、华福证券研究所

6 风险提示

金属价格变化不及预期：

金属价格随宏观变化，金、锑价格变化不及预期将显著影响公司业绩。

矿产资源开发存在不确定性的风险：

若由于不可预见的地质变化等原因，未来矿石资源实际储量、品位及可采量低于预期水平，或者因开采过程中的技术问题和自然灾害等原因导致矿产开采不具备经济可行性，以及原有采矿权证到期不能续签等问题，均可能对上市公司业绩造成不利影响。

安全生产风险

公司建立了较为完善的安全生产管理体系及相关制度，但仍然可能发生因安全管理措施不到位、操作不当、设备故障、防护措施不完整、自然灾害等多种因素造成的安全生产事故。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn