

德肯投資研究報告

湖南黃金（002155.SZ）深度研究

2026年6月22日

TK Capital Group

德肯資產管理股份有限公司

摘要

截至 2026 年 6 月 22 日，湖南黃金的核心競爭力源於其獨特的金銻鎢共生資源稟賦，尤其是全球銻龍頭的地位，構築了難以復制的成本護城河。然而，公司呈現出獨特的二元結構：營收高度集中於黃金業務（2025 年佔比 93.67%），但利潤則完全依賴高毛利的自產金（毛利率 59.3%）和自產銻（毛利率 51.0%），龐大的外購金加工業務嚴重攤薄了整體盈利能力。為破解原料依賴瓶頸，公司正通過重大資產收購（注入黃金天嶽與中南冶煉）與內生項目（甘肅加鑫、新邵潭溪鎢礦）雙輪驅動，以實現向資源型礦企的戰略轉型。與同業相比，其“黃金提供營收基數，銻業務提供盈利彈性”的混合模式使其估值邏輯獨特，且財務結構穩健（2025 年末資產負債率 13.47%）。

展望 2026-2028 年，公司處於由“資產注入+內生項目+價格周期”三因素驅動的確定性增長通道。資產注入將從根本上提升資源自給率，內生項目則保障遠期產能，而金、銻、鎢三大金屬因分別受益於避險、能源轉型和高端制造需求，其價格中樞有望長期維持高位。市場預計公司歸母淨利潤將從 2025 年的 14.88 億元持續攀升，並在 2028 年實現約 38 億元的業績躍升。這一系列轉型將系統性地解決公司當前盈利與營收倒掛的核心問題，有望推動其實現從“加工巨頭”到“資源王者”的價值重估。

目錄

1. 公司概況與核心業務布局.....	4
2. 核心競爭力的量化評估.....	6
2.1 資源稟賦：儲量、品位與礦山分布.....	6
2.2 產業鏈完整性與運營效率.....	6
3. 產品結構、收入分布與毛利分析.....	7
3.1 黃金業務：收入主力與盈利結構.....	7
3.2 銻業務：高毛利與全球龍頭地位.....	8
3.3 鎢業務：小體量但高增長潛力.....	8
4. 上遊資源掌控與供應鏈分析.....	9
原料供應結構：自有資源與外部採購的失衡.....	9
核心戰略：資產收購打通產業鏈閉環.....	9
內生增長項目：遠期產能的自主基石.....	10
總結與展望.....	10
5. 核心增長點：資產收購與內生項目.....	11
核心資產注入：重構黃金主業價值鏈.....	11
內生增長項目：未來三年的產量引擎.....	11
6. 同業公司與業務模式比較.....	13
6.1 財務與估值指標橫向對比.....	14
7. 金、銻、鎢未來應用需求分析.....	15
黃金：從避險資產到信用對衝的戰略基石.....	15
銻：能源轉型下的“光伏金屬”，供需缺口持續擴大.....	15
鎢：高端制造的“工業牙齒”，供給剛性引發價格重估.....	15
8. 2026-2028 年發展狀況推演.....	17
9. 核心結論與未來展望：從“加工”到“資源”的價值重估.....	19
9.1 核心發現：獨特的二元結構是當前價值的基石與瓶頸.....	19
9.2 增長路徑：三大引擎驅動 2026-2028 年確定性轉型.....	19
9.3 未來展望與投資建議.....	19

1. 公司概況與核心業務布局

湖南黃金是一家依託獨特金銻鎢共生資源、擁有超 140 年開採歷史的綜合性礦業公司，其營收規模在 2025 年因黃金業務擴張而實現跨越式增長，但盈利結構高度依賴高毛利率的自產產品。

公司概況與核心業務布局

湖南黃金股份有限公司（以下簡稱“湖南黃金”）的前身是湖南省湘西金礦，擁有超過 140 年的金礦開採歷史，於 2007 年在深圳證券交易所上市。公司實際控制人為湖南省國資委，通過湖南黃金集團和湖南有色產業投資集團進行控股。截至 2026 年 6 月，公司管理層完成新老交接，原總經理李希山到齡退休，由具有多年一線管理經驗的董事何永森接任總經理職務，並代行董事長職責。

核心業務與產業鏈

- 業務組合**：公司專注於金、銻、鎢三種金屬的礦山開採、選礦、冶煉、精煉及深加工，形成了獨特的金銻鎢共生業務組合，這有效增強了公司抵禦單一金屬價格波動風險的能力。
- 產業鏈布局**：擁有集勘探、開採、選礦、冶煉、精煉、深加工於一體的完整產業鏈。主要產品包括標準金錠、精銻、氧化銻、乙二醇銻、塑料阻燃母粒和仲鎢酸銻（APT）。
- 核心產能**：公司擁有 100 噸/年的黃金精煉生產線、2.5 萬噸/年的精銻冶煉生產線、4 萬噸/年的多品種銻產品生產線以及 3000 噸/年的仲鎢酸銻生產線。

2025 年營收結構

2025 年，公司實現營業收入 501.81 億元，同比增長 80.26%，業績創下歷史新高。其收入結構極度集中於黃金業務，但盈利來源則主要依賴高毛利率的自產金、銻部分。

產品線	2025 年收入（億元）	佔總收入百分比	核心盈利特徵
黃金	470.06	93.67%	營收貢獻的絕對主力，但主要由毛利率極低的外購非標金加工業務驅動，真實盈利來源於自產金部分（2025 年毛利 15.73 億元）。
銻品	27.53	5.49%	公司的核心利潤引擎之一，毛利率超 50%，2025 年貢獻毛利 14.05 億元，在全球銻市場佔據龍頭地位。
鎢品	1.85	0.37%	體量雖小，但受益於鎢價大幅上漲，2025 年毛利率同比增加 36.64 個百分點，具備高增長潛力。

本章揭示了湖南黃金當前的核心特徵：一方面，作為全球銻業龍頭和國內主要黃金生產商，其獨特的金銻鎢資源組合構成了堅實的業務基礎；另一方面，其營收結構與盈利結構存在顯著差異，龐大的營收規模主要由低毛利率的黃金加工業務貢獻，而真正的利潤則高度依賴自產資源部分。這一業務模式決定了其盈利能力對自有資源稟賦和運營效率的極端敏感性，為後續分析其核心競爭力與增長路徑奠定了基礎。

2. 核心競爭力的量化評估

湖南黃金的核心競爭力源於其獨特的金銻鎢共生資源稟賦與持續優化的運營效率，構建了難以復制的成本護城河與盈利彈性。

2.1 資源稟賦：儲量、品位與礦山分布

公司的核心優勢在於金銻鎢共生礦帶來的綜合經濟效益，尤其以高品位的銻資源構築了全球領先的戰略壁壘。截至 2025 年末，公司保有黃金資源量 137.06 噸、銻金屬量 32.31 萬噸、鎢金屬量 10.99 萬噸，通過整合黃金天嶽持有的萬古礦區，黃金資源儲量預計將躍升至 400 噸以上，躋身國內第一梯隊。公司擁有和控制 28 個礦業權（17 個探礦權，11 個採礦權），為未來資源增儲提供了堅實基礎。

主力礦山資源稟賦

- **沅陵沃溪金銻鎢礦**：公司的核心利潤來源，金銻鎢共生模式典型。評估報告顯示其金平均品位高達 9.51 克/噸，銻平均品位 3.46%，遠高於行業平均水平，顯著提升了單位礦石的產出價值。
- **平江萬古金礦（黃金天嶽資產）**：待注入的核心增量資產，探礦核心區累計探獲黃金資源量 300.2 噸，遠景儲量超 1000 噸，金品位最高達 138 克/噸，將成為公司未來黃金產量和利潤的核心增長極。
- **黃金洞金礦**：為公司貢獻穩定產量的主力金礦，金品位為 3.91 克/噸。
- **新邵潭溪鎢礦**：公司鎢業務未來的重要支撐，已取得採礦權，生產規模 99 萬噸/年，保有 WO_3 資源量 70,411 噸，平均品位 0.367%。

2.2 產業鏈完整性與運營效率

公司已形成集勘探、開採、選礦、冶煉、精煉及深加工於一體的全產業鏈布局，有效平滑了單一環節的市場波動風險。關鍵產能包括 100 噸/年的黃金精煉線、2.5 萬噸/年的精銻冶煉線以及 3000 噸/年的仲鎢酸銨（APT）生產線。這一閉環模式不僅保障了產品附加值最大化，也為公司承接外購原料加工業務提供了硬件基礎。

運營效率方面，公司展現出強勁的盈利能力和精細化管理水平。**2025 年加權平均淨資產收益率達到 19.05%**，顯著高於行業平均水平。同時，期間費用率得到有效控制，2025 年降至 2.2%（同比-1.3 個百分點），並在 2026 年第一季度進一步優化至 1.2%（同比-0.4 個百分點），凸顯了公司在管理費用和銷售費用上的成本控制成效，直接增厚了淨利潤空間。

3. 產品結構、收入分布與毛利分析

公司營收規模由黃金業務主導，但核心利潤來源高度集中於高毛利率的自產銻與自產金業務，外購非標金業務雖貢獻巨額流水卻嚴重攤薄整體盈利水平。

2025 年，公司實現營業收入 501.81 億元，同比增長 80.26%。然而，營收結構呈現典型的“貿易業務驅動”特徵，黃金業務佔比高達 93.67%，其中絕大部分為低毛利的外購非標金加工業務。這直接導致公司 2025 年整體毛利率被拉低至 2.96% 左右（基於財報數據推算），並在 2026 年第一季度進一步下降至 5.24%。剔除外購料影響，公司的核心自產產品盈利能力極強，構成了利潤的絕對支柱。

2025 年核心產品毛利貢獻

- **自產金**：貢獻毛利 15.73 億元，毛利率高達 59.3%。
- **自產銻品**：貢獻毛利 14.05 億元，毛利率達 51.0%。
- **仲鎢酸銨 (APT)**：貢獻毛利 0.66 億元，毛利率為 35.6%。

3.1 黃金業務：收入主力與盈利結構

黃金業務是公司的營收壓艙石，但其內部盈利結構呈現“自產高利、外購微利”的顯著分化。

營收與產量結構：2025 年黃金業務收入 470.06 億元，佔總收入的 93.67%。全年生產黃金 61.38 噸，但其中自產金僅 3.43 噸，佔比約 5.6%，其餘均為外購非標金加工業務。這一結構決定了黃金業務的整體盈利水平被大幅稀釋。

盈利兩極分化：

- **自產金**：作為核心盈利來源，2025 年自產金業務毛利率為 59.3%。其單位成本在 2023 年為 235.76 元/克，2025 年小幅上升至 315 元/克，主要系子公司停產導致產量下滑所致。
- **外購金**：業務模式主要為賺取加工費，毛利率極低。以山東黃金為例，其 2025 年外購金業務毛利率僅為 0.80%，可作為參照。這導致湖南黃金 2025 年上半年黃金產品整體毛利率僅為 2.43%，盡管貢獻了 6.54 億元的毛利潤，但其盈利貢獻與營收規模極不匹配。

3.2 銻業務：高毛利與全球龍頭地位

銻業務是公司利潤結構中的核心引擎，憑借其全球龍頭地位和全產業鏈布局，展現出強勁且持續的高盈利能力。

產量與市場地位：2025 年銻品總產量 22,998 噸，其中自產銻 14,206 噸。公司銻資源儲量佔全球 14%，穩固的全球壟斷地位使其能充分受益於銻價上漲周期。

盈利能力：2025 年銻品業務實現收入 27.53 億元，貢獻毛利 14.05 億元，毛利率高達 51.0%。受益於銻價上漲（2025 年國內銻均價同比上漲 40.84%），各細分產品毛利率均顯著提升。其中，高附加值的氧化銻和乙二醇銻產品毛利率增幅分別達到 15.22 和 10.62 個百分點，顯示出公司產品結構優化的積極信號。

3.3 鎢業務：小體量但高增長潛力

鎢業務當前營收佔比較小，但其盈利能力在 2025 年實現爆發式增長，已成為公司業績重要的潛在增長點。

營收與產量：2025 年鎢品收入 1.85 億元，僅佔總收入的 0.37%。公司自產鎢精礦 908 標噸，同比略有提升。

價格驅動的盈利爆發：2025 年，受全球供應緊張影響，鎢價大幅上漲（65%黑鎢精礦均價同比上漲 59.25%），公司鎢品業務毛利率因此同比暴增 36.64 個百分點，達到 35.6%。進入 2026 年，鎢價上漲趨勢延續，第一季度公司鎢精礦銷售價格同比上漲 310.10%，預示著鎢業務在 2026 年的利潤貢獻有望實現倍數級增長。

本章揭示了湖南黃金當前“大營收、薄利潤”的財務結構根源在於其業務模式。然而，其核心的自產金、銻業務以及潛力巨大的鎢業務，均具備強勁的內生盈利能力。因此，公司的未來價值增長，關鍵在於提升高毛利自產業務的比重，這直接關聯到其對上游資源的掌控能力，亦是下一章的分析核心。

4. 上遊資源掌控與供應鏈分析

湖南黃金的供應鏈呈現出典型的“兩頭強、中間弱”格局：上遊自有金礦資源儲備可觀但產量貢獻有限，下遊冶煉產能強大，但中遊原料環節高度依賴外購非標金，導致營收規模與盈利能力嚴重脫鉤。當前的核心戰略正通過重大資產重組與內生項目並行，旨在從根本上扭轉這一被動局面，重塑產業鏈自主權。

原料供應結構：自有資源與外部採購的失衡

公司當前的供應鏈結構清晰地反映了其“大營收、低利潤”業務模式的根源。儘管擁有完整的金、銻、鎢產業鏈，但其黃金業務的原料來源嚴重依賴外部採購，自有礦山產量佔比較低。

- **自有礦山供應**：作為業務基石，自有礦山主要保障高毛利的自產金、銻、鎢產品供應。2025年，公司自產黃金 3.43 噸，自產銻 1.42 萬噸。這部分產品構成了公司利潤的核心來源，自產金毛利率高達 59.3%，自產銻品毛利率亦超過 50%。
- **外購非標金依賴**：公司營收的絕對主力（佔比超 80%）來自於外購非標金的加工業務。該業務模式本質上是通過公司 100 噸/年的黃金精煉線將外購原料提純為標準金錠進行銷售。由於其價值主要在於加工費，毛利率極低，2025 年上半年黃金產品整體毛利率僅為 2.43%。這種模式在 2025 年尤為突出，因外購非標金業務的大幅增長，公司營收同比激增 80.26%，但整體毛利率反而下降 1.71 個百分點，凸顯了其對盈利的稀釋效應。

核心戰略：資產收購打通產業鏈閉環

為破解原料瓶頸，公司於 2026 年 1 月啟動了重大資產重組，擬通過發行股份方式收購控股股東旗下兩家核心公司：黃金天嶽與中南冶煉。此舉旨在打通從上遊資源到中遊冶煉的全產業鏈閉環，從根本上提升原料自給率與盈利能力。

收購標的：黃金天嶽

- **核心資產**：擁有湖南省平江縣萬古金礦田的核心探礦權與採礦權，共計 12 宗礦業權。
- **資源價值**：萬古金礦田探明 2000 米以淺黃金資源量達 300.2 噸，遠景儲量預測超 1000 噸，按當時金價測算資源價值高達 6000 億元。
- **戰略意義**：此次收購是控股股東將優質黃金資源注入上市公司的關鍵一步。整合完成後，萬古礦區將與公司現有的黃金洞礦業形成一體化開發，預計未來可形成年產黃金約 4 噸的新增產能，將極大提升公司自產金規模和資源儲備。

收購標的：中南冶煉

- **業務定位**：一家專注於處理高砷、高硫等難處理金精礦的專業化黃金冶煉企業，年處理金精礦 8 萬噸，年產黃金 4 噸。
- **戰略意義**：收購中南冶煉將補強公司產業鏈的冶煉環節。交易前，公司主要向其採購非標金進行精煉，構成關聯交易。並表後，不僅可消除關聯交易，更能強化公司對高難度金礦資源的處理能力，獲取採選與冶煉全鏈條的附加值。

內生增長項目：遠期產能的自主基石

除資產收購外，公司通過推進自有重點項目建設，為遠期增長儲備內生動力，核心項目預計將在 2027-2028 年集中釋放產能。

- **甘肅加鑫項目**：該項目採選設計規模為 50 萬噸/年，產品為金精礦，已於 2026 年啟動井下施工建設，建設周期預計 2 年。項目投產後，預計每年可為公司貢獻約 1.5 噸的自產金產能，是公司中期內明確的自產金增量來源。
- **新邵潭溪鎢礦**：公司於 2025 年 11 月取得該礦採礦許可證，核定生產規模達 99 萬噸/年，WO₃ 資源量 70,411 噸。該項目的推進將顯著增強公司在鎢板塊的資源自給能力和未來產量潛力。

總結與展望

綜合來看，湖南黃金正處在一個關鍵的轉型節點。其供應鏈從高度依賴外購原料的“來料加工”模式，通過“外延收購+內生建設”雙輪驅動，正向“資源自給”模式加速轉變。對黃金天嶽和中南冶煉的收購是決定性的短期催化劑，有望快速提升資源儲備和冶煉能力；而甘肅加鑫和新邵潭溪鎢礦則是保障長

期增長的壓艙石。這一系列布局的成功實施，將直接決定公司能否在未來 2-3 年內有效降低對外購業務的依賴，從而在金屬價格高位運行的周期中，將營收規模真正轉化為可觀的盈利能力。

5. 核心增長點：資產收購與內生項目

湖南黃金在 2026-2028 年的增長確定性極高，其驅動力源於控股股東優質資產的戰略性注入與關鍵內生項目的集中投產，這將系統性解決公司長期存在的自產金佔比過低的核心痛點。

核心資產注入：重構黃金主業價值鏈

公司於 2026 年 1 月啟動重大資產重組，擬收購控股股東旗下的黃金天嶽與中南冶煉 100% 股權。此舉並非簡單的資產擴張，而是對公司黃金產業鏈的一次閉環整合與價值重估。

收購標的黃金天嶽

- **核心資產**：擁有平江縣萬古金礦田 12 宗核心礦業權，該礦區探明資源量超 300 噸，遠景儲量預測超 1000 噸，資源價值約 6000 億元。
- **戰略價值**：直接將公司置於國內頂級黃金資源企業行列。該礦區投產後，預計每年可為公司貢獻約 4 噸的自產金增量，這將使公司自產金總量實現翻倍式增長，從根本上優化盈利結構，擺脫對外購原料的利潤依賴。
- **整合進程**：此次收購是公司 2021 年戰略布局的延續，旨在解決與控股股東的同業競爭問題，預計 2026 年內完成審批與注入程序。

收購標的中南冶煉

- **核心能力**：專注於高砷、高硫等難處理金精礦的專業化冶煉，年產黃金 4 噸。
- **戰略價值**：收購前，中南冶煉是公司外購非標金的主要供應商之一。本次交易將此次關聯交易內部化，不僅能消除關聯交易，更能強化公司對“採選-冶煉”全產業鏈的控制力，提升對上游資源的利用效率和盈利能力。2025 年，中南冶煉已實現淨利潤 1.24 億元。

內生增長項目：未來三年的產量引擎

除資產注入外，公司在建的內生項目將在 2027-2028 年進入集中投產期，構成公司中長期增長的堅實基底。

甘肅加鑫以地南金礦項目

- **項目規模**：採選規模 50 萬噸/年，項目建設期為 2 年，已於 2025 年 6 月啟動。
- **產量貢獻**：預計 2027 年建成投產，達產後每年可新增自產金產量約 1.5 噸，成為公司“十四五”末至“十五五”期間重要的黃金產量增長點。

新邵潭溪鎢礦項目

- **資源儲備**：已於 2025 年 11 月取得採礦許可證，生產規模 99 萬噸/年，保有 WO_3 資源量 70,411 噸，平均品位 0.367%。
- **增長潛力**：該項目是公司在鎢產業布局的關鍵落子。在當前鎢價因供給收縮而持續上行的背景下，該項目的盈利前景極為可觀。公司正全力推進前期手續辦理，力爭盡快啟動生產建設。項目達產後，預計將成為公司除金、銻業務外的又一重要利潤支柱。

本章所揭示的資產收購與內生項目，是湖南黃金從一家依賴外購原料的加工型企業，向具備強大資源掌控力的礦業公司轉型的核心戰略步驟。這一系列布局不僅直接鎖定了公司未來三年的產量與利潤增長，也為其在下一章與同行業公司的對比中，構建了獨特的競爭優勢。

6. 同業公司與業務模式比較

湖南黃金的商業模式在同業中呈現出獨特的二元結構：一方面憑借金銻鎢共生資源組合獲得差異化優勢，另一方面則因極低的自產金佔比而盈利能力和估值顯著區別於主流黃金 peers。

湖南黃金 vs. 同業可比公司核心指標對比 (2025 年數據)

對比維度	湖南黃金 (002155.SZ)	紫金礦業 (601899.SH)	山東黃金 (600547.SH)	赤峰黃金 (600988.SH)	中金黃金 (600489.SH)
業務模式	金銻鎢共生，冶煉加工為主：獨特的銻業務提供高毛利彈性，但黃金業務以低毛利率的外購非標金加工為主導。	銅金雙核，全球化布局：以銅、金為主的多金屬礦業巨頭，通過逆周期並購和全球化運營實現規模與成本優勢。	純黃金標的，國內龍頭：業務高度聚焦黃金，依託國內核心礦區（萊州黃金帶）建立規模和資源優勢。	海外聚焦，高盈利能力：核心資產集中於海外（老撾、加納等），礦產金業務毛利率先同業。	黃金央企，資源整合：背靠中國黃金集團，承擔國內黃金資源整合平臺角色，業務涵蓋黃金與銅。
資源儲量 (金)	約 137 噸 (截至 2025 年末)	約 3,484 噸 (截至 2024 年末)	約 883 噸	約 120 噸	約 565 噸 (未計入大股東注入)
礦產金產量	3.43 噸 (2025 年自產金)	72.94 噸 (2024 年)，規劃 2028 年達 130-140 噸	48.89 噸 (2025 年)	14.51 噸 (2025 年)	約 18.35 噸
自產金佔比	極低 (約 5.6%)：2025 年總產量 61.38 噸，自產金僅 3.43 噸，營收高度依賴外購料。	高：礦產金為主要利潤來源，2025 年黃金板塊利潤佔比 45.7%。	中等：2025 年自產金收入 383.96 億元，外購金收入 431.93 億元。	極高：業務主體為自有礦山生產。	中等：業務包含自有礦山生產及冶煉加工。
綜合毛利率	偏低 (2026Q1 為 5.24%)：受低毛利外購金業務拖累，但自產金/銻毛利率超 50%。	中等 (2024 年為 20.37%)：受益於礦山端高毛利 (礦產金毛利率超 55%) 與多金屬組合。	中等 (2024 年為 16.5%)：自產金毛利率達 50.57%。	高 (礦產金毛利率 58.51%)：主因海外礦山低成本和高品位。	中等 (約 15%)：包含冶煉加工業務，拉低整體水平。
資產負債率	極低 (2025 末約 13.47%)：財務結構穩健，融資空間充裕。	中等 (2025Q1 為 54.89%)：為支撐全球並購和資本開支，槓杆水平適中。	偏高 (2024 年為 63.54%)：持續的資本開支與對外收購推升債務水平。	中等 (約 33.85%)	數據缺失

6.1 財務與估值指標橫向對比

同業對比揭示了湖南黃金在財務策略與估值邏輯上的獨特性。其極低的資產負債率與主流礦企形成鮮明反差，後者普遍採用適度槓杆加速全球資源擴張。紫金礦業 2025 年礦產金單位成本約為 275.24

元/克，其龐大的產量規模（2026 年規劃產量超 105 噸）構築了成本護城河，而山東黃金則依託國內最優質的黃金資源帶（西嶺金礦儲量超 580 噸）確立了其行業地位。

估值層面，市場對湖南黃金的定價並未完全參照黃金股邏輯。中郵證券預測其 2026 年 PE 為 17.57 倍，這一估值水平介於傳統黃金股與成長性小金屬公司之間，反映了市場對其“**黃金業務提供營收基數，銻業務提供盈利彈性**”混合商業模式的認知。其低自產金佔比導致業績對金價的直接彈性弱於同業，但全球銻供需缺口的擴大預期，使其銻業務的盈利潛力成為其估值核心變量。這種業務結構使其在金價上行周期中，股價表現可能滯後於純黃金標的，但在銻價強勢周期中，則具備更強的相對收益潛力。

7. 金、銻、鎢未來應用需求分析

核心觀點： 湖南黃金所持有的金、銻、鎢三大金屬，其未來需求已由傳統的周期性波動，同步轉向由避險、能源革命與高端制造驅動的長期結構性增長軌道，價格中樞獲得強力支撐。

黃金：從避險資產到信用對衝的戰略基石

黃金的定價邏輯已發生結構性轉變，其驅動力正從過去由實際利率主導，轉向由全球主權信用風險與央行戰略性儲備需求共同驅動的新範式。在高企的全球債務水平與地緣政治不確定性背景下，黃金作為非信用資產的戰略價值被系統性重估，這導致其與傳統資產的負相關性減弱，表現出更強的獨立資產屬性。

- **需求結構：** 全球央行已從過去的淨賣方轉變為堅定的淨買方，2026 年購金量預計維持在 755 噸的高位，為金價提供了堅實的底部支撐。這種官方層面的戰略性增持，疊加機構投資者為對衝宏觀風險而進行的結構性配置，共同構建了金價長期高位運行的新基礎。

銻：能源轉型下的“光伏金屬”，供需缺口持續擴大

銻的戰略價值因其在光伏玻璃澄清劑中的關鍵應用而被急劇放大，傳統阻燃劑需求（佔比 41%）與新興光伏需求（佔比 27%）形成雙輪驅動格局。全球銻資源的高度稀缺性（中國靜態儲探比僅 16.0）與供應端的剛性收縮（國內開採指標持續縮減），共同加劇了供需矛盾。

- **需求爆發：** 光伏玻璃成為銻需求增長的核心引擎，預計 2023-2025 年該領域用銻年復合增長率高達 30.89%。到 2027 年，全球銻消費結構中，玻璃陶瓷（主要為光伏玻璃）佔比預計將大幅提升至 30%。
- **供給瓶頸：** 國內環保政策趨嚴導致中小礦山加速退出，冶煉行業開工率長期徘徊在 30-40% 的低位區間，原料短缺成為常態。盡管頭部企業正加速技術升級，但短期內難以扭轉供給緊張的局面。
- **價格展望：** 基於供需基本面的持續失衡，預計 2025 年全球銻供需缺口將擴大至 -2.91 萬噸。資源稀缺性、供給收縮與需求爆發三大核心因素共振，構成了銻價長期上行的堅實支撐，價格中樞有望持續保持高位。

鎢：高端制造的“工業牙齒”，供給剛性引發價格重估

鎢憑借其高密度、高硬度、高熔點的獨特物理性質，在高端制造、國防軍工及新興光伏領域扮演著不可或缺的角色，其戰略地位正被市場系統性重估。國內供給端的長期剛性收縮與需求端的全場景爆發，共同推動了鎢價進入新的歷史性高位區間。

- **供給剛性收縮：** 中國作為全球最大的鎢供應國（佔比超 80%），已連續數年收緊開採總量控制指標，2026 年指標預計將進一步降至 11.0-11.5 萬噸。疊加礦山品位自然下滑（平均品位已降至 0.28%）和環保督察常態化，主產區礦山開工率已降至 35%-38%，有效供給呈剛性收縮態勢。
- **需求多維爆發：** 需求端呈現傳統與新興領域共同增長的態勢。
 - **新興領域：** 光伏鎢絲作為金剛線的替代品，因其能提升硅片切割效率和良率，正快速滲透，預計將拉動全球鎢消費量的 5% 至 8%。同時，地緣政治衝突加劇，導致穿甲彈、導彈部件等軍工領域對鎢的戰略性需求急劇攀升。
 - **傳統領域：** 硬質合金作為“工業牙齒”，在機械制造、礦山採掘等應用中需求依然穩健，每年保持 5% 至 10% 的增速。
- **供需缺口鎖定：** 預計 2026 年全球鎢供需缺口將達到 1.85 萬噸，國內缺口更是較 2025 年增長逾三倍。這種實質性的供應硬缺口，疊加產業鏈庫存處於歷史絕對低位，直接鎖定了鎢價“易漲難跌”的市場格局。

結論： 湖南黃金“金+銻+鎢”的多金屬組合，其價值已超越傳統的商品周期。黃金的避險與信用對衝屬性、銻在能源轉型中的核心地位、以及鎢在高端制造與國防領域的戰略價值，共同構成了公司未來增長的堅實需求基礎，並為其資產價值提供了強大的重估動力。

8. 2026-2028 年發展狀況推演

2026-2028 年，湖南黃金將進入由“資產注入+內生項目+價格周期”三因素驅動的確定性增長通道，盈利能力與估值體系面臨系統性重估。

業績指引與市場預期

公司 2026 年生產經營目標設定為銷售收入 518 億元，自產金 4 噸，自產銻 1.8 萬噸，自產鎢 1100 噸。這一產量目標相較於 2025 年（自產金 3.43 噸，自產銻 1.42 萬噸）已有顯著提升，顯示出管理層對現有業務穩產增產的信心。基於此及對未來金屬價格的判斷，市場主流機構對其未來三年的盈利預測高度一致，歸母淨利潤預計將持續攀升，尤其在 2028 年將出現一個顯著的業績躍升。

財務指標	2025 年 (Actual)	2026 年 (Forecast)	2027 年 (Forecast)	2028 年 (Forecast)
營業收入 (億元)	501.81	539.48 - 647.29	542.98 - 544.14	561.98 - 572.14
歸母淨利潤 (億元)	14.88	24.47 - 26.45	28.07 - 29.35	37.70 - 38.84
同比增長率 (%)	75.77%	64.43% - 77.75%	6.30% - 16.40%	34.07% - 32.30%

核心增長驅動力推演

未來三年的增長路徑清晰，主要由三大引擎驅動，且各自具備明確的時間表。

• 引擎一：萬古礦區資產注入（2026 年完成審批）

公司擬通過發行股份購買黃金天嶽（擁有萬古礦區核心資產）及中南冶煉。此事項為集團層面資源整合，預計 2026 年內完成審批程序。萬古礦區是湖南省“金腰帶”的核心部分，預測黃金儲量超 1000 噸，資源稟賦極高。該資產注入將從根本上改變湖南黃金的資源儲備格局，為其提供遠期（2028 年後）年產黃金約 4 噸的潛力，是公司實現“十四五”末自產金 10 噸目標的關鍵一步。

• 引擎二：甘肅加鑫項目（2027 年投產）

該項目於 2025 年 6 月正式啟動，整體建設期為 2 年，預計 2027 年中期投產。項目設計採選規模 50 萬噸/年，投產後預計可為公司年新增黃金產量 1.5 噸。作為公司當前最明確的內生增長項目，甘肅加鑫的順利投產將是推動 2027-2028 年自產金產量穩步提升的核心保障。

• 引擎三：新邵潭溪鎢礦達產（2027-2028 年）

公司控股子公司已於 2025 年 11 月取得該礦採礦許可證，生產規模 99 萬噸/年，WO₃ 資源量 70,411 噸。盡管礦山實際開採尚需完成徵地、環評等一系列工作，但考慮到公司較強的項目執行能力，預計 2027-2028 年有望逐步達產。根據品位估算，達產後年產鎢精礦可達 3000-4000 噸，屆時公司鎢業務將從小體量補充板塊，躍升為重要的利潤增長點，尤其是在當前鎢價進入結構性上漲周期的背景下。

關鍵變量與潛在風險

未來業績的實際表現將高度依賴於以下變量的演變。

• 金屬價格走勢

金、銻、鎢的價格是決定公司盈利彈性的核心變量。當前宏觀與產業環境對三大金屬價格均構成強力支撐。

- **黃金**：2026 年第一季度，公司黃金銷售價格同比上漲 59.50%。世界黃金理事會指出，持續的地緣政治不確定性、美元潛在走弱以及各國央行的購金需求，為金價在高位運行提供了堅實基礎，並可能在特定經濟情景下（如經濟放緩、利率下降）帶來 5%至 30% 的上漲空間。
- **銻**：作為戰略性小金屬，銻在光伏玻璃澄清劑和阻燃劑領域的應用需求持續爆發，預計 2026-2028 年需求年復合增速超 15%。同時，中國持續收緊出口管制與開採總量控制，導致全球供需缺口擴大，價格中樞有望持續上移。
- **鎢**：市場已進入結構性短缺時代。中金公司（CICC）預測，2026-2028 年全球鎢供應缺口將持續維持在 17% 左右。國內供需缺口在 2026 年預計較 2025 年增長逾三倍。供

應剛性收縮與高端制造、軍工等領域的需求增長，共同鎖定了鎢價“易漲難跌”的格局，預計價格年均漲幅可達 15%-20%。

- **運營與執行風險**

- **項目進度**：萬古礦區資產注入、甘肅加鑫及新邵鎢礦的建設進度是影響產量釋放節奏的關鍵。任何環節的延遲都將直接影響業績增長的兌現。
- **安全生產**：2026 年 4-5 月，子公司新龍礦業因安全事故停產整頓，預計將減少公司 2026 年當期淨利潤約 7500 萬元。此類偶發事件是礦業公司面臨的持續性經營風險，可能對短期產量和利潤造成衝擊。

綜合判斷，2026-2028 年，湖南黃金將處於一個確定性極高的增長軌道。資產收購與內生項目的疊加效應，將顯著提升其資源自給率和盈利能力，而金、鎢、鎢三大商品的價格周期共振，則為公司業績提供了強大的向上彈性。

9. 核心結論與未來展望：從“加工”到“資源”的價值重估

本報告基於對湖南黃金（002155.SZ）核心競爭力、產品結構、增長路徑及行業前景的系統性分析，旨在揭示其當前業務模式的內在邏輯與未來價值。截至 2026 年 6 月 22 日，綜合所有分析，我們得出以下核心結論與展望。

9.1 核心發現：獨特的二元結構是當前價值的基石與瓶頸

湖南黃金的核心特徵在於其獨特的“金銻鎢共生資源組合”與“重加工、輕自產”的二元業務結構。這一模式構成了公司當前價值的基石，同時也成為其盈利能力提升的主要瓶頸。

- **價值基石：**公司依託超 140 年的開採歷史，形成了獨特的金銻鎢共生資源稟賦，尤其在全球銻市場佔據龍頭地位。其高品位的自產金與自產銻業務，憑借超過 50% 的毛利率，構成了公司利潤的核心支柱。同時，完整的產業鏈布局和極低的資產負債率（2025 年末約 13.47%）為其提供了運營韌性和充裕的融資空間。
- **盈利瓶頸：**公司的營收結構與盈利結構嚴重背離。佔總營收超九成的黃金業務，主要由毛利率極低的外購非標金加工業務驅動。這導致公司龐大的營收規模（2025 年超 500 億元）未能有效轉化為相匹配的淨利潤，整體毛利率被顯著攤薄，使其盈利模式區別於傳統的黃金礦業公司。

9.2 增長路徑：三大引擎驅動 2026-2028 年確定性轉型

為破解當前盈利瓶頸，公司已啟動由“資產注入+內生項目”雙輪驅動的核心戰略，旨在從依賴外購原料的加工企業，向具備強大資源掌控力的礦業公司轉型。這一轉型路徑清晰，增長確定性高。

1. **資產注入重塑價值鏈：**擬收購控股股東旗下的黃金天嶽（擁有萬古礦區核心資產）與中南冶煉，是決定性的短期催化劑。此舉將系統性解決同業競爭問題，並將優質黃金資源（遠景儲量超 1000 噸）與專業冶煉能力注入上市公司，從根本上提升資源自給率和產業鏈協同效應。
2. **內生項目保障長期增長：**甘肅加鑫金礦項目（預計 2027 年投產）與新邵潭溪鎢礦項目（預計 2027-2028 年達產）是公司中長期增長的壓艙石。這兩個項目的逐步投產，將為公司帶來穩定的自產金與鎢產量增量，鎖定遠期產能。
3. **價格周期提供業績彈性：**公司所持有的金、銻、鎢三大金屬，其需求已進入由避險、能源革命與高端製造驅動的結構性增長新範式。在全球央行購金、光伏玻璃需求爆發以及軍工硬質合金需求激增的背景下，三大金屬的供需缺口持續擴大，價格中樞有望長期維持高位，為公司業績提供了強大的向上彈性。

9.3 未來展望與投資建議

綜合判斷，**湖南黃金正站在一個價值重估的起點**。隨著資產注入的完成與內生項目的投產，預計到 2028 年，公司的自產金產量將實現翻倍式增長，營收與利潤倒掛的結構性問題將得到根本性改善。屆時，公司將轉變為一個資源儲備雄厚、盈利能力強勁、兼具黃金避險屬性與銻鎢高成長性的綜合性礦業巨頭。

基於此，我們提出以下投資建議：

- **短期關注資產注入進程：**萬古礦區資產注入的審批與完成是公司價值重估的首要催化劑，其進展將直接影響市場預期。
- **中期跟蹤項目落地情況：**甘肅加鑫與新邵潭溪鎢礦的建設進度是評估公司長期產量兌現能力的關鍵，需密切關注其投產時間表。
- **長期看好轉型後的價值釋放：**一旦公司成功轉型為以自產資源為主導的模式，其被壓抑的盈利能力將在金、銻、鎢三大商品價格周期共振的背景下得到充分釋放，其估值體系有望向具備成長性的資源型礦企靠攏。

因此，湖南黃金的投資邏輯核心在於其**“確定性轉型”**與**“高彈性價格”**的疊加。未來三年，公司有望迎來業績與估值的戴維斯雙擊，實現從“加工巨頭”到“資源王者”的跨越。