

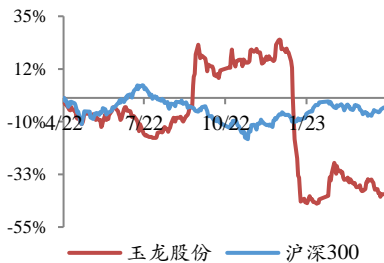
在产金矿贡献利润新增量，黄金与新能源双轮驱动

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-04-04

收盘价（元）	12.12
近 12 个月最高/最低（元）	25.81/11.28
总股本（百万股）	783
流通股本（百万股）	783
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	95
流通市值（亿元）	95

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 进军矿业开发，迈入发展新阶段

变更国企控股，整合资源开启矿业开发新篇章。国资济高控股为公司控股股东。依托集团资源进军矿业开发，以黄金矿业+新能源的新材料相关矿产“双轮驱动”：公司上市之初主营传统钢铁业务，后被并购后进军新能源领域，在现实控股股东入局后剥离传统业务及新能源资产，转型大宗商品贸易。随着控股股东对公司定位更加明确，公司开始进军矿业开发，以黄金矿业+新能源的新材料相关矿产“双轮驱动”。

主营大宗商品贸易，未来矿产放量或将成为新的增长极。营业收入略有下降，期待矿业注入新活力。贸易暂为公司唯一主业，毛利率持续走高。费用率控制得当，公司盈利能力增强。

● 国资入股开启新篇章，贸易转型矿业大有可为

收购在产矿山帕金戈金矿，迈出转型矿业第一步。公司收购帕金戈，作为在产矿山可以为公司贡献利润，矿业转型不仅是星辰大海，更是脚踏实地。帕金戈项目资源丰富，黄金资源量约为 160 万盎司。公司已派驻专业团队进行交接并优化人员设备及生产计划，帕金戈平稳运营未来可期。根据排产表，23-25 年分别可产金 3.15/3.35/3.37 吨，净利润 23-25 年预测分别为 4161/4064/4647 万澳元，根据业绩承诺，帕金戈有望在 2023、2024 年分别增厚公司利润 1.8 亿元、1.9 亿元。

黄金与新能源新材料双轮驱动，钒、石墨、锂均有布局。内部资源方面，控股股东控制巴拓金矿、催腾石墨矿等优质矿产资源，矿区面积广阔，资源勘探潜力巨大。资金方面，公司现有大宗商品业务能够稳定贡献正向现金流，资产负债率较低，间接融资空间较大。①锂电负极打开石墨需求空间，公司出资 500 万澳元入股催腾矿业布局石墨项目。安夸贝项目为世界级石墨矿，可采储量高达 2490 万吨。②钒电池产业化应用稳步推进，或将带动需求高增，公司出资 1.31 亿元并购陕西山金 67%股权取得钒矿采矿权。钒矿项目预计 2025 年试生产，达产后年产五氧化二钒 4810 吨，预计年销售额 5 亿元。③与巴拓合作开发采矿权区内富锂资源。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年分别实现营收 111 亿元、123 亿元、124 亿元，同比分别-2%、+10%、+1%；分别实现归母净利润 2.2 亿元、5.6 亿元、5.7 亿元，同比分别-41%、+160%、+2%。对应当前市值的 PE 分别为 44X、17X、17X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格不及预期风险，矿山产金不及预期，大宗商品贸易受汇率波动影响收益，国际经济政治环境变化影响贸易，矿山收购进展不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11352	11125	12274	12417
收入同比 (%)	-4.7%	-2.0%	10.3%	1.2%
归属母公司净利润	364	216	563	573
净利润同比 (%)	210.8%	-40.6%	160.3%	1.8%
毛利率 (%)	4.5%	3.0%	5.8%	5.6%
ROE (%)	14.3%	8.0%	17.2%	14.9%
每股收益 (元)	0.47	0.28	0.72	0.73
P/E	40.92	43.87	16.85	16.56
P/B	5.85	3.50	2.90	2.46
EV/EBITDA	35.61	40.97	14.02	12.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 进军矿业开发，迈入发展新阶段.....	5
1.1 变更国企控股，整合资源开启矿业开发新篇章.....	5
1.2 主营大宗商品贸易，未来矿产放量或将成为新的增长极.....	6
2 国资入股开启新篇章，贸易转型矿业大有可为.....	9
2.1 收购在产矿山帕金戈金矿，迈出转型矿业第一步.....	9
2.2 黄金与新能源新材料双轮驱动，钒、石墨、锂均有布局.....	17
3 盈利预测与投资建议.....	21
4 风险提示.....	22
财务报表与盈利预测.....	23

图表目录

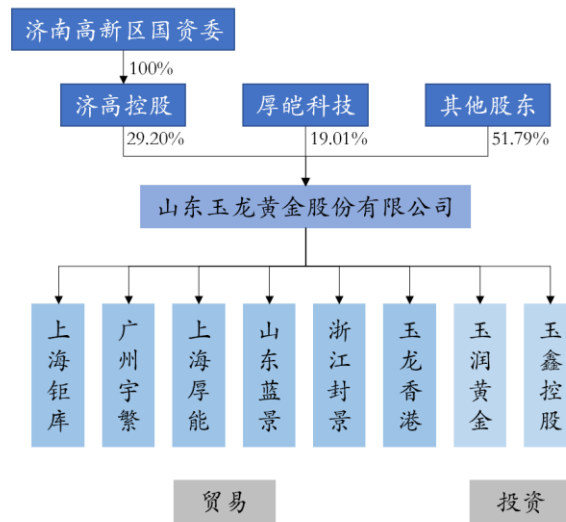
图表 1 玉龙股份股权结构	5
图表 2 玉龙股份历史沿革	6
图表 3 公司营业收入及增速 (百万元, %)	7
图表 4 公司归母净利润及增速 (百万元, %)	7
图表 5 公司营业收入分业务占比 (%)	7
图表 6 公司分业务毛利率 (%)	7
图表 7 公司期间费用率情况 (%)	8
图表 8 公司毛利率及净利率 (%)	8
图表 9 交易前相关资产股权情况	9
图表 10 交易后相关资产股权情况	9
图表 11 NQM 并购概况	9
图表 12 NQM 并购概况	10
图表 13 帕金戈项目概览图	10
图表 14 帕金戈项目介绍	11
图表 15 NQM 采矿权	12
图表 16 帕金戈近地表资源情况	12
图表 17 帕金戈深部资源情况	13
图表 18 帕金戈高品位零星矿体资源情况	14
图表 19 帕金戈项目折算后采出情况	14
图表 20 帕金戈产金规划	15
图表 21 帕金戈生产成本预测 (单位: 万澳元)	16
图表 22 帕金戈净现金流量预测 (单位: 万澳元)	16
图表 23 催腾旗下石墨项目概览图	18
图表 24 安夸贝项目分布位置和附近基础设施	19
图表 25 陕西山金矿业股权结构	19
图表 26 五氧化二钒近年来价格水平 (单位: 元/吨)	20
图表 27 盈利预测	21

1 进军矿业开发，迈入发展新阶段

1.1 变更国企控股，整合资源开启矿业开发新篇章

几经辗转，国资济高控股为公司控股股东。公司成立于 1999 年，原名江苏玉龙钢管有限公司。2011 年在上交所上市，彼时为家族企业，实控人唐氏家族合计持股高达 90.34%。2016 年知合科技受让公司 16.91% 股权，公司实控人变更为王文学先生。2019 年公司股权再度转让，厚能科技的赖郁尘先生成为公司实控人。2021 年厚能科技将 5% 公司股权转让给济高控股，至此济高控股成为公司第一大股东，济南高新区国资委成为公司实际控制人。2021-2022 年，公司通过取得澳大利亚帕金戈金矿控制权、与巴拓黄金组建锂矿项目组进行勘查等项目进军黄金矿业和新能源矿业，翻开公司业务新篇章。

图表 1 玉龙股份股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

依托集团资源进军矿业开发，以黄金矿业+新能源的新材料相关矿产“双轮驱动”。公司自成立以来，主营业务几经调整。变更为国企控股后，作为济高控股集团实业运营板块的主力军，公司多元业态同步推进，在加快整合境内外黄金矿产资源的基础上，积极探索新能源新材料矿产领域。同时，公司对董监高成员改组新建，并打造了一支在矿业探、采、选、冶及矿产贸易等方面有丰富经验的专业团队，助力公司矿产业务版图开拓与发展。公司致力于成为具备全球视野、管理先进、效益显著、文化兼容的高成长性的国际化矿业企业。

(1) 主营传统钢铁业务。1999 年-2017 年，公司主营业务为焊接钢管的生产、销售，主要产品包括螺旋埋弧焊接钢管、直缝埋弧焊接钢管、矩形焊接钢管以及直缝高频焊接钢管四大类。

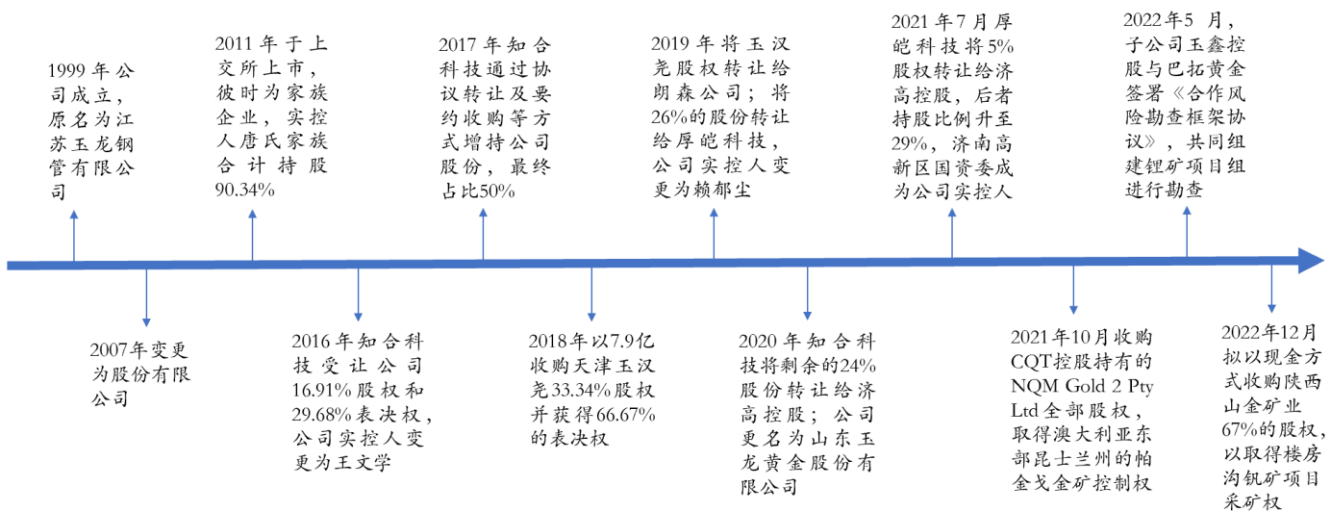
(2) 进军新能源领域。2018 年，公司以 7.9 亿收购天津玉汉尧 33.34% 股权并获得 66.67% 的表决权，进军新能源锂电领域。玉汉尧的主营业务为石墨锂电池正、负极材料的研发、制造和销售，其主要产品包括三元正极材料、改性三元正极材料

和改性复合导电浆料，主要应用于锂离子电池的生产。

(3) 剥离传统业务及新能源资产，转型大宗商品贸易。2019年，公司处置玉汉尧的新能源业务，同时因焊接钢管行业处于去产能周期而剥离钢铁业务相关资产，向大宗商品贸易转型，包括煤炭、天然橡胶、化工品等大宗商品贸易类型，当年盈利大幅改善。

(4) 进军矿业开发，以黄金矿业+新能源的新材料相关矿产“双轮驱动”。2021年，济高控股成为第一大股东，济南高新区国资委成为公司实际控制人。作为国资控股实业运营板块的主力军，公司进军矿业开发，秉持黄金矿业与新能源新材料矿产“双轮驱动”战略，兼顾非金属矿和矿产大宗贸易。2021年公司收购CQT控股持有的NQM Gold 2 Pty Ltd全部股权以获取澳大利亚东部昆士兰州的帕金戈金矿控制权；子公司玉鑫控股与巴拓黄金签署《合作风险勘查框架协议》，共同组建锂矿项目组进行勘查；拟出资500万澳元认购催腾矿业定向增发股票，实现石墨矿产业布局；2022年公司拟以现金方式收购陕西山金矿业67%的股权，取得楼房沟钒矿项目采矿权。

图表 2 玉龙股份历史沿革

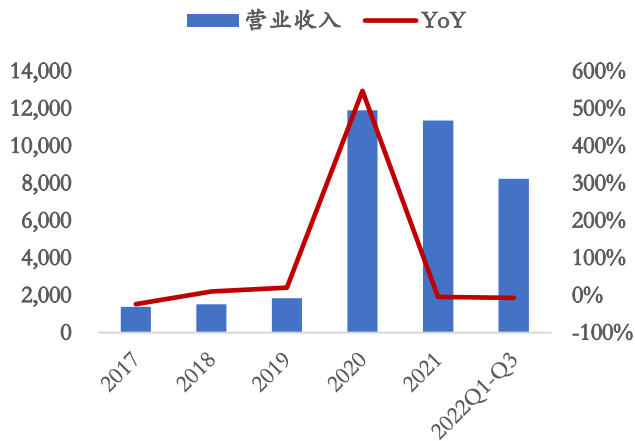


资料来源：公司公告，华安证券研究所

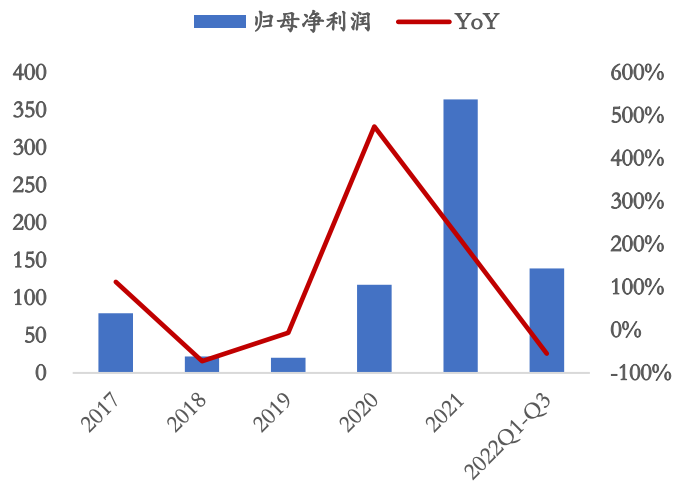
1.2 主营大宗商品贸易，未来矿产放量或将成为新的增长极

营业收入略有下降，期待矿业注入新活力。2019年，公司转型大宗商品贸易领域，营业收入为18.40亿元；2020年营业收入达到119.08亿元，同比增长547.37%；2021年营业收入略有下降，为113.52亿元；2022Q1-Q3营业收入达82.45亿元。2021年公司归母净利润达3.64亿元，同比增长210.78%。目前公司黄金矿业与新能源矿产领域业绩尚未释放，期待后续成为公司业绩增长的第二成长曲线。

图表 3 公司营业收入及增速 (百万元, %)



图表 4 公司归母净利润及增速 (百万元, %)

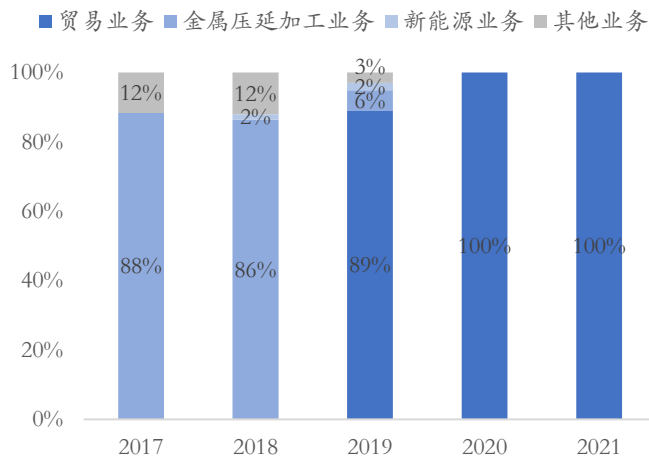


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

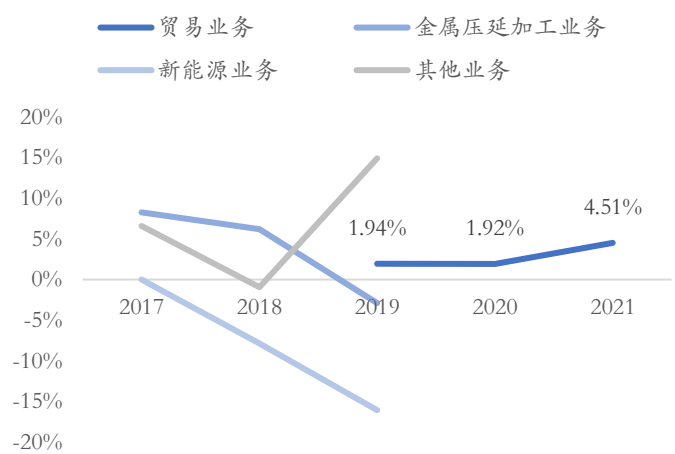
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

贸易暂为公司唯一主业, 毛利率持续走高。公司自 2019 年转型大宗商品贸易后, 贸易成为公司唯一主业, 2019 年营收占比为 89%, 2020-2021 年营收占比达 100%。贸易业务的毛利率持续攀升, 由 2019 年的 1.94% 上升至 2021 年的 4.51%。矿业开采业务的布局将与公司现有大宗商品贸易主业形成协同效应, 为公司营收、毛利再创辉煌。

图表 5 公司营业收入分业务占比 (%)



图表 6 公司分业务毛利率 (%)

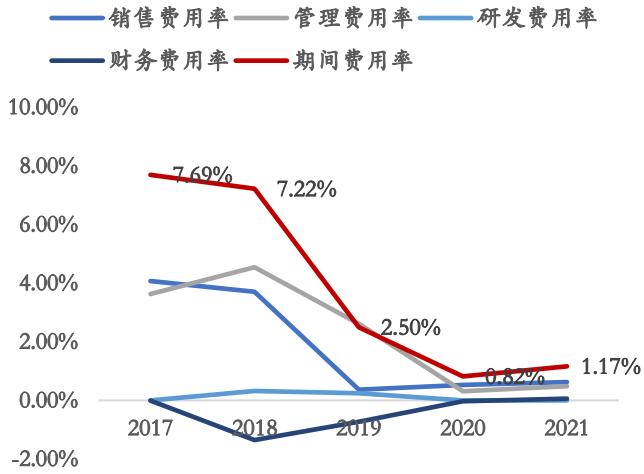


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

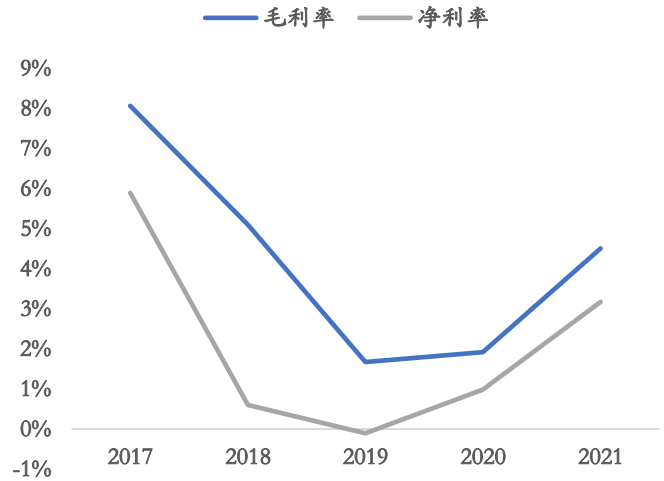
费用率控制得当, 公司盈利能力增强。公司销售、管理、研发、财务费用率持续走低, 2020 年分别为 0.53%/0.31%/0.00%/-0.03%, 期间费用率为 0.82%; 2021 年各项费用率略微上升, 期间费用率为 1.17%, 其中销售费用变动系本期公司调整大宗贸易产品结构, 仓储费及港口费较上年同期减少所致; 管理费用变动系本期咨询服务费较上年同期减少所致; 财务费用变动系本期汇兑损失较上年同期增加所致。公司毛利率及净利率有效提升, 2021 年分别达到 4.51%、3.18%。

图表 7 公司期间费用率情况 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利率及净利率 (%)



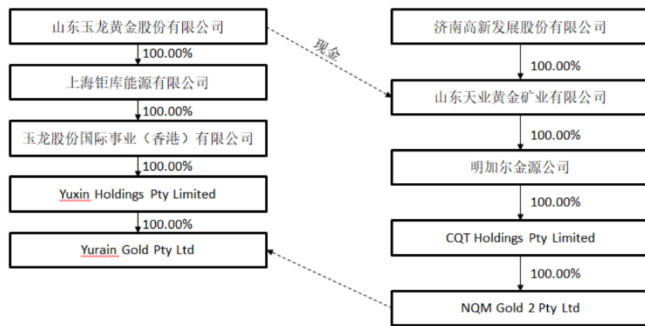
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2 国资入股开启新篇章，贸易转型矿业大有可为

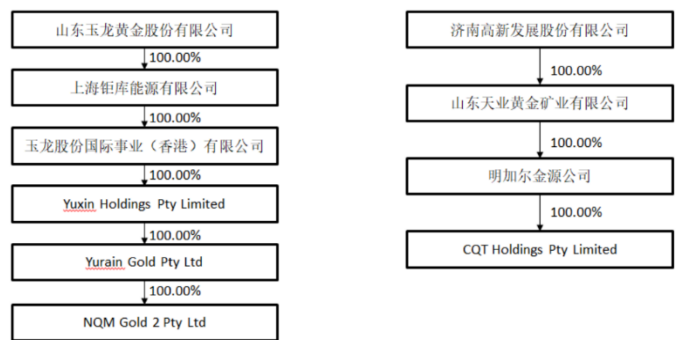
2.1 收购在产矿山帕金戈金矿，迈出转型矿业第一步

公司收购帕金戈，作为在产矿山可以为公司贡献利润，矿业转型不仅是星辰大海，更是脚踏实地。2021年10月，公司首次发布公告，全资子公司玉润黄金拟以现金方式收购CQT控股持有的NQM Gold 2 Pty Ltd全部股权，以取得位于澳大利亚东部昆士兰州的帕金戈金矿的控制权。2022年12月14日，公司发布公告，标的资产已过户登记至子公司玉润黄金名下，帕金戈金矿纳入公司合并报表范围。

图表 9 交易前相关资产股权情况



图表 10 交易后相关资产股权情况



资料来源：济南高新公告，华安证券研究所

资料来源：济南高新公告，华安证券研究所

帕金戈有望在 2023、2024 年分别增厚公司利润 1.8 亿元、1.9 亿元。根据业绩承诺，NQM 公司在 2022 年度、2023 年度和 2024 年度净利润分别不低于 3600 万澳元、不低于 3900 万澳元、不低于 4100 万澳元，三年累计净利润数 1.16 亿澳元，将显著优化上市公司营收结构，提高盈利能力。由于 NQM 已于 2022 年底进入公司合并报表，因此业绩承诺有望于 2023-2024 年显著增厚公司利润。

图表 11 NQM 并购概况

交易标的	NQM 公司 100% 股权
交易对价	9.03 亿元人民币
主营业务	持有帕金戈金矿，从事矿产金开采及金属金销售
业绩承诺	2022-2024 年累积净利润 1.16 亿澳元，三年分别为 3600/3900/4100 万澳元
财务状况	2021 年净资产 5.5 亿元，营收 7.0 亿元，归母净利润 1.4 亿元
	2020 年净资产 4.5 亿元，营收 6.7 亿元，归母净利润 0.3 亿元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

帕金戈项目资源丰富，黄金资源量约为 160 万盎司。根据前期公告的资源储量数据报告，帕金戈项目共拥有 18 个近地表黄金矿、29 个深部金矿体、3 个高品位零星金矿体，矿石量 734 吨，平均品位 6.79 克/吨，符合澳洲 JORC 标准资源量约为 160 万盎司（约 50 吨）。

图表 12 NQM 并购概况

资源量	探明	控制	推断	总计
矿石量 (万吨)	45.23	230.31	458.51	734.05
平均品位 (克/吨)	12.79	7.17	6.01	6.79
金属量 (盎司)	186,000	531,200	885,300	1,602,500
金属量 (折为吨)	5.79	16.52	27.54	49.84

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 帕金戈项目概览图



资料来源：minjar gold 官网，华安证券研究所

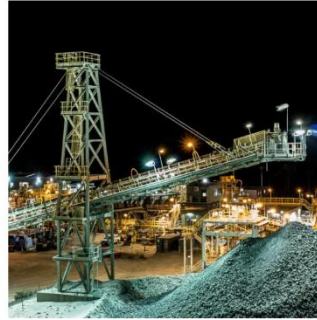
帕金戈是一座成熟的在产矿山，未来有望每年产出黄金 2.5 吨。根据明加尔黄金对帕金戈的介绍，项目位于北昆士兰，Battle Mountain Gold 在 1983 年探矿并于 1986 年在露天矿井产出黄金产品。帕金戈自 1996 年至今已生产 340 万盎司产品，预计未来年产量达到 8 万盎司（约 2.5 吨）。

图表 14 帕金戈项目介绍

The Pajingo gold operation is located in North Queensland, approximately 50kms south of Charters Towers which is 134km south-west of Townsville. This deposit was discovered by Battle Mountain Gold Company in 1983 and the first gold production commenced in 1986 from open pit mines.

Since its initial discovery, there were various ownership changes of Pajingo. Most recently, Minjar Gold acquired the Pajingo operation from Evolution Mining in August 2016.

Pajingo tenement package contains the Pajingo and Wirralie projects and covers over 1883km².



The Pajingo Operation has produced more than 3.4 million ounces since 1996 and is forecast to produce over 80,000oz per annum at present.

资料来源：minjar gold 官网，华安证券研究所

公司已派驻专业团队进行交接并优化人员设备及生产计划，帕金戈平稳运营未来可期。根据公司公告机构投资者调研纪要，上市公司在 21 年 2 月就选派专业管理团队赴澳洲进行过渡期工作交接，协助帕金戈矿区优化人员、设备和生产计划，提高人机能效。一是优化采矿设备，提高设备使用率，降低设备运营成本；二是改善采矿方式，优化作业流程，提高生产效率；三是深入一线管理，优化审批权限，提高决策效率；四是进行岗位精简，优化组织架构，降低人工成本。

本节附录

根据交易对手方母公司济南高新公告的《重大资产出售暨关联交易报告书》，对于 NQM 及帕金戈项目的一些具体情况进行了列示，我们可以通过这些资料更详细的了解相关项目的潜力，列示内容较多，在附录中将相关资料进行展示。

（一）NQM 采矿权情况

NQM 曾持有位于昆士兰州境内的帕金戈、双山和维拉利三处矿场，主要进行黄金开采活动。截至 2022 年 6 月，维拉利矿场由于开采进度原因处于停产维护状态，双山矿场已对外出售，仅有帕金戈矿场处于开采状态。下表列示 NQM 现有的 14 处采矿权。

图表 15 NQM 采矿权

序号	矿权 ID	区域	矿权有效期起始日	矿权有效期到期日	状态
帕金戈项目					
1	ML10370	2,055.69 公顷	2014 年 10 月 1 日	2034 年 9 月 30 日	有效
2	ML10246	1,255.39 公顷	2001 年 5 月 1 日	2036 年 4 月 30 日	有效
3	ML10215	230 公顷	1996 年 11 月 1 日	2036 年 10 月 31 日	有效
4	ML1575	2,716 公顷	1987 年 5 月 1 日	2036 年 4 月 30 日	有效
5	EPM26209	58 个子区块	2016 年 11 月 28 日	2026 年 11 月 27 日	有效
6	EPM25974	60 个子区块	2016 年 1 月 11 日	2026 年 1 月 10 日	有效
7	EPM19680	18 个子区块	2013 年 8 月 19 日	2023 年 8 月 18 日	有效
8	EPM11152	154 个子区块	1996 年 8 月 15 日	2026 年 8 月 14 日	有效
维拉利项目					
9	EPM27038	28 个子区块	2019 年 5 月 23 日	2024 年 5 月 22 日	有效
10	EPM26033	6 个子区块	2016 年 6 月 22 日	2026 年 6 月 21 日	有效
11	EPM25280	58 个子区块	2014 年 5 月 29 日	2024 年 5 月 28 日	有效
12	EPM25279	70 个子区块	2014 年 5 月 2 日	2024 年 5 月 1 日	有效
13	EPM25278	60 个子区块	2014 年 5 月 29 日	2024 年 5 月 28 日	有效
14	EPM15597	24 个子区块	2008 年 5 月 22 日	2024 年 5 月 21 日	有效

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(二) 帕金戈资源量情况

将矿区分为近地表、深部、高品位零星矿体，探明资源主要集中于高品位零星矿体，控制和推断资源主要集中于深部矿区。

图表 16 帕金戈近地表资源情况

矿体	探明的资源量			控制的资源量			推断的资源量		
	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz
Janine	4	3.5	0.4	19.6	3.5	2.2	30.4	4.9	4.7
Orchid	4.2	2.6	0.3	18.2	2.6	1.5	1.4	2.3	0.1
Cindy	-	-	-	10.9	4.7	1.6	5	4	0.6
Ralph Porter	-	-	-	29.9	4.5	4.4	50.9	2.8	4.5
Janet A	-	-	-	-	-	-	26.3	2.3	1.9
Scott Lode North	-	-	-	12.2	3.7	1.5	22.7	2.7	1.9
Scott Lode East	-	-	-	-	-	-	25.8	2.1	2.1
Jandam	-	-	-	4.7	10.3	1.6	7	5.8	1.3
Starlight	-	-	-	25.7	3.8	3.1	40.7	2.7	3.6
Toby North	-	-	-	28.6	3.5	3.3	31.6	4	4
Mount Ross	-	-	-	13.5	4.2	1.8	17.2	2.4	1.3
Anne	-	-	-	4.8	7.3	1.1	9.6	4.1	1.3

Nancy	-	-	-	6.8	2.5	0.5	22.7	5.4	3.9
Mole	-	-	-	-	-	-	93	2.8	8.3
Madonna	-	-	-	-	-	-	15.4	3.4	1.7
Elle	-	-	-	-	-	-	20.3	2.7	1.8
Wan Lai	-	-	-	-	-	-	44	2.6	3.7
Powerline	-	-	-	-	-	-	7	3.5	0.9
合计	8	3	1	175	4	23	471	3.1	48

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 帕金戈深部资源情况

矿体	探明的资源量			控制的资源量			推断的资源量		
	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz
Moonlight	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lynne	-	-	-	550.2	7.6	133.7	908	5.6	163.5
Steph	-	-	-	215	9.3	64	461	9.5	141
IO	-	-	-	-	-	-	195	4.9	30.8
Voyager	-	-	-	10.5	4.2	1.4	144	6.1	28.3
Janet A West	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Anne & Janet B	-	-	-	89.1	9.7	28	70.9	9.4	21
Cindy	0.5	6	0.1	10.8	6	2.1	22.1	6.1	4.3
Faith	3.4	12.6	1.4	72.6	5.6	13.1	114.7	5	18.5
Jandam-Vera South	76.2	7.9	19.5	334.4	6.8	71.3	315.6	6.2	56.9
Vera	66.4	10.6	22.6	176.9	6.3	36	123.8	6.4	25.4
Veracity	0.6	6.6	0.1	48.3	7.1	11	47.7	6.4	9.8
Zed	9.7	6	1.9	136.5	5.9	26	173.5	5.8	32.2
Nancy, NN& Bell	6.8	7	1.5	23.6	6.2	4.7	146.7	7	32.8
Camembert	40.2	7.4	10	210.2	5.5	37	267	5.3	46
Sonia Eva Oliva Rosa	3	14.5	1.4	105.2	7.3	24.7	189.3	6.4	38.8
Janine	0.7	6.3	0.1	22.3	7.7	5.5	121.5	5.5	21.5
Powerline	-	-	-	-	-	-	525	6.1	103
Starlight	-	-	-	6.4	8.3	1.7	15	6.9	3.3
Orchid	-	-	-	13.5	4.8	2.1	3.7	4.2	0.5
Ralph Porter-Anne	-	-	-	0.1	3.7	0	54.3	6.2	10.8
Janet A	-	-	-	-	-	-	11.2	5.1	1.8
Toby North	-	-	-	-	-	-	92.2	5.6	16.7
Mount Ross	-	-	-	0.9	9	0.3	1.4	6.3	0.3
Mole	-	-	-	-	-	-	4.8	4.7	0.7

Madonna	-	-	-	-	-	-	1.5	4.4	0.2
Elle	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wan Lai	-	-	-	-	-	-	57.5	4.9	9.1
Stockpile	19	3.5	2	-	-	-	-	-	-
合计	227	8.3	61	2,026	7.1	463	4,068	6.3	817

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 帕金戈高品位零星矿体资源情况

矿体	探明的资源量			控制的资源量			推断的资源量		
	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz
Jandam-Vera South	137	17.4	76.7	39.3	14.1	17.8	8.7	17.3	4.9
Vera	47.3	18.7	28.4	43	14.6	20.1	13.9	13.4	6
Nancy, NN	33.3	18.3	19.6	19.4	13	8.1	24.1	12.4	9.6
合计	218	17.8	125	102	14.1	46	47	13.6	20

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(三) 产销量预估

帕金戈矿区内主要可采矿段为 Lynne、Steph、IO、Voyager、Anne & Janet B、Faith、Jandam-Vera South、Vera、Veracity、Zed、Nancy, NN & Bell、Camembert、Sonia Eva Oliva Rosa、Janine、Powerline 等矿段，其中除 Lynne 矿段为新矿段，其他为旧矿区，旧矿区内前期采用露天开采方式开采了大量地表氧化矿，现已停止露天开采，转入地下开采，采用斜坡 104 道开拓，Lynne 矿段设计利用资源量 118.58 万吨，平均品位 6.5 克/吨。

根据矿体的赋存条件，帕金戈项目地下开采采矿方法综合损失率取 20%，贫化率为 25%。以此测算，帕金戈矿山采出矿石量 552.86 万吨，平均品位 5.5 克/吨，黄金金属量 97.16 万盎司，按照选矿回收率 93.5% 计算，最终能够形成销售的黄金金属量为 90.5 万盎司。

图表 19 帕金戈项目折算后采出情况

序号	矿段	采出情况		
		可采出矿石量 (千吨)	平均品位 (克/吨)	可采出黄金金属量 (千盎司)
1	Lynne	1,264.90	4.9	198.5
2	Steph	416	7	94
3	IO	145.6	3.7	17.2
4	Voyager	129.9	4.4	18.6
5	Anne & Janet B	149.7	7.2	34.8
6	Faith	166.7	4.1	21.9
7	Jandam-Vera South	839.4	6.7	181.9

8	Vera	465.1	6.7	99.5
9	Veracity	87.8	5.1	14.4
10	Zed	285.5	4.4	40.4
11	Nancy, NN & Bell	216.2	7.3	51
12	Camembert	473.8	4.2	64
13	Sonia Eva Oliva Rosa	307.5	5.1	50.5
14	Janine	115.3	4.5	16.5
15	Powerline	465.2	4.6	68.4
	合计:	5,528.60	5.5	971.6

资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据排产表，23-25年分别可产金3.15/3.35/3.37吨。预测期产销量根据《采选方案设计》确定的排产计划确定。排产计划是基于帕金戈金矿资源状态、企业实际生产情况制定的未来开采方案和选冶计划。原矿石主要来源于帕金戈矿区，企业将原矿石加工为金精矿，销售给当地铸币厂PerthMint。根据排产计划，年采选能力最高为60万吨原矿/年，共处理矿石量约552.86万吨，共生产金总量约90.5万盎司。

图表 20 帕金戈产金规划

年份	单位	2021年7-12月	2022年	2023年	2024年	2025年
地采矿石	万吨	36.35	60	60	60	60
地采平均品位	g/t	3.3	5.1	5.6	5.95	5.98
入选矿石量	万吨	36.35	60	60	60	60
入选平均品位	g/t	3.3	5.1	5.6	5.95	5.98
选矿回收率	%	93.50%	93.80%	93.80%	93.80%	93.80%
年产金	盎司	36,057.64	92,281.67	101,328.89	107,661.95	108,204.78
年产金	吨	1.12	2.87	3.15	3.35	3.37
年份	单位	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
地采矿石	万吨	60	60	60	56.68	39.83
地采平均品位	g/t	5.99	5.83	5.24	5.22	5.1
入选矿石量	万吨	60	60	60	56.68	39.83
入选平均品位	g/t	5.99	5.83	5.24	5.22	5.1
选矿回收率	%	93.80%	93.80%	93.80%	93.80%	93.80%
年产金	盎司	108,385.73	105,490.62	94,814.89	89,230.23	61,259.19
年产金	吨	3.37	3.28	2.95	2.78	1.91

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(四) 成本费用预测

生产成本：矿山是生产矿山，但是由于区域内矿体较多，预测期排产的矿体大多尚未开始建设，参照《采选方案》预测的单位生产成本。折旧、摊销等成本费用参照原有及新增固定资产、无形资产投资规模、折旧及摊销政策确定该等成本费用的预测水平。预计2023-2025年生产成本分别为1.45/1.56/1.51亿澳元。

图表 21 帕金戈生产成本预测 (单位: 万澳元)

年份	21 年 7-12 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
采矿生产成本	3,440.00	6,540.00	6,540.00	6,540.00	6,540.00
选矿成本	1,075.38	1,840.42	1,840.60	1,840.47	1,840.87
现场管理成本	401.36	1,107.50	1,107.50	1,107.50	1,107.50
运输和精炼费用	15.81	34.14	37.49	39.83	40.04
折旧摊销	698.22	4,626.88	5,022.61	6,091.00	5,608.17
合计	5,630.77	14,148.94	14,548.21	15,618.81	15,136.58
年份	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
采矿生产成本	6,540.00	6,540.00	6,540.00	6,178.37	4,341.44
选矿成本	1,840.96	1,840.93	1,840.84	1,783.81	1,496.17
现场管理成本	1,107.50	1,107.50	1,107.50	1,107.50	1,107.50
运输和精炼费用	40.1	39.03	35.08	33.02	22.67
折旧摊销	5,962.41	6,285.48	6,351.92	6,756.49	5,937.18
合计	15,490.98	15,812.94	15,875.35	15,859.18	12,904.95

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

营业税金及附加: 根据昆士兰州政府规定, 金矿开采销售后, 需按照销售收入的 5.05% 收取权益金。此外, 根据 2016 年 8 月, 明加尔金源公司与 Conquest Mining Pty Limited 签署的资产购买协议中约定, 部分交易对价在矿山生产后, 将以权益金 (Royalty) 形式继续支付, 支付总和不超过 1000 万澳元。本次评估扣除已支付的 302.98 万澳元权益金, 未来按照销售收入的 0.93% 额外支付第三方权益金, 支付合计为 697.02 万澳元。均包括未来在营业税金及附加中。企业所得税法定税率为 30%, 计税基础为利润总额。

财务费用预测: 根据审计报告, NQM 公司的借款仅有一笔, 为股东借款, 没有签署借款合同, 也不支付利息, 评估作为溢余处理。本次仅考虑作为补齐现金流的新增借款, 贷款利率按照澳大利亚平均水平 6% 考虑。

追加资本预测: 追加资本=营运资本增加额+资本性支出。营运资金周转情况, 参照被评估企业历史经营数据 (2019 年和 2020 年平均) 确定各项营运资金的周转率水平。同时依据被评估企业未来经营期内各年度收入与营运资金的比例 (平均为 14%), 预测得到的未来经营期各年度的营运资金。企业的资本性支出为矿山开发资本费用、选矿, 采矿及基础设施相关的可持续性资本支出、后续资源升级及勘探投资, 新增闭坑费用投资。

根据以上预测, 黄金价格参考彭博等权威机构预测 (22、23、24 及以后年份的预测价格分别为 2320/2230/2160 澳元/盎司), 最终净利润 23-25 年预测分别为 4161/4064/4647 万澳元。

图表 22 帕金戈净现金流量预测 (单位: 万澳元)

项目/年度	21 年 7-12 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入	8,834.12	21,409.35	22,596.34	23,254.98	23,372.23
营业成本	5,630.77	14,148.94	14,548.21	15,618.81	15,136.58
营业税金及附加	528.28	1,280.28	1,351.26	1,379.99	1,180.30
管理费用	249.21	416.48	416.48	416.48	416.48

财务费用	99.21	267.19	335.97	34.29	-
营业利润	2,326.65	5,296.46	5,944.42	5,805.41	6,638.87
利润总额	2,326.65	5,296.46	5,944.42	5,805.41	6,638.87
减：所得税	-	1,588.94	1,783.33	1,741.62	1,991.66
净利润	2,326.65	3,707.52	4,161.09	4,063.79	4,647.21
折旧摊销等	698.23	4,626.88	5,022.61	6,091.01	5,608.17
扣税后利息	99.21	187.03	235.18	24	-
资本性支出	3,811.37	10,053.04	4,234.26	4,713.95	3,824.70
营运资本增加额	2,520.40	493.83	156.68	86.94	15.48
净现金流量	-3,207.68	-2,025.44	5,027.94	5,377.91	6,415.20
项目/年度	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
营业收入	23,411.32	22,785.97	20,480.02	19,273.73	13,231.98
营业成本	15,490.98	15,812.94	15,875.35	15,859.18	12,904.95
营业税金及附加	1,182.27	1,150.69	1,034.24	973.32	668.22
管理费用	416.48	416.48	416.48	416.48	416.48
财务费用	-	-	-	-	-
营业利润	6,321.59	5,405.86	3,153.95	2,024.75	-757.67
利润总额	6,321.59	5,405.86	3,153.95	2,024.75	-757.67
减：所得税	1,896.48	1,621.76	946.19	607.43	-
净利润	4,425.11	3,784.10	2,207.76	1,417.32	-757.67
折旧摊销等	5,962.41	6,285.48	6,351.92	6,756.49	5,937.18
扣税后利息	-	-	-	-	-
资本性支出	4,320.82	3,581.29	3,756.17	2,976.17	2,165.91
营运资本增加额	5.16	-82.55	-304.39	-159.23	-2,544.15
净现金流量	6,061.54	6,570.84	5,107.90	5,356.87	9,502.36

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 黄金与新能源新材料双轮驱动，钒、石墨、锂均有布局

玉龙坚持黄金矿业和新能源新材料矿产“双轮驱动”战略，兼顾矿产贸易和非金属矿的发展定位，通过内部资源整合和外延式扩张并重的方式，加快获取核心矿产。

内部资源方面，公司控股股东直接或间接控制巴拓金矿、催腾石墨矿等优质矿产资源，且巴拓金矿、帕金戈金矿矿区面积广阔，资源勘探潜力巨大，公司将适时考虑采取包括但不限于自主设立勘探公司、第三方委托合作等方式加大矿区资源勘探工作。外延式并购方面，公司拥有一支专业、成熟的境内、境外投资考察团队，在境内和境外均积累储备了一批资源储量可观的黄金和新能源的新材料矿产在产项目资源。

资金方面，公司现有大宗商品业务能够稳定贡献正向现金流，资产负债率较低，间接融资空间较大。此外，公司将通过实施发行股份、发行可转债等直接融资手段，做大上市公司资本规模，优化资本结构，提高上市公司债务融资承载能力，降低融资成本。

（一）石墨矿：入股催腾矿业布局非洲石墨资源

锂电负极打开石墨需求空间，公司出资 500 万澳元入股催腾矿业布局石墨项目。锂离子电池负极材料是天然鳞片石墨目前最主要的应用领域，此外还广泛用于生产膨胀石墨等耐腐蚀、耐磨和节能材料，当前新能源大发展背景下石墨的需求空间充分打开。2022 年 9 月，公司与催腾矿业签署《配售投资意向表》，拟出资 500 万澳元认购催腾矿业定向增发股份 1.79 亿股，实现对石墨矿的产业布局。催腾矿业的第一大股东系公司控股股东的全资子公司，本次定增计划完成后，公司及控股股东预计合计持有催腾矿业近 40% 的股权。一方面，公司将积极推动催腾矿业旗下石墨矿项目的建设、投产工作，另一方面，继续加大对石墨矿产业链下游企业的交流合作。

催腾矿业持有位于非洲莫桑比克北部德尔加杜角省的安夸贝（Ancuabe Project）、巴拉马北（The Balama North Project）和巴拉马南（The Balama South Project）等石墨矿权。巴拉马北、巴拉马南石墨矿项目尚处于资源勘探阶段。目前，上述石墨矿项目均尚未投产。

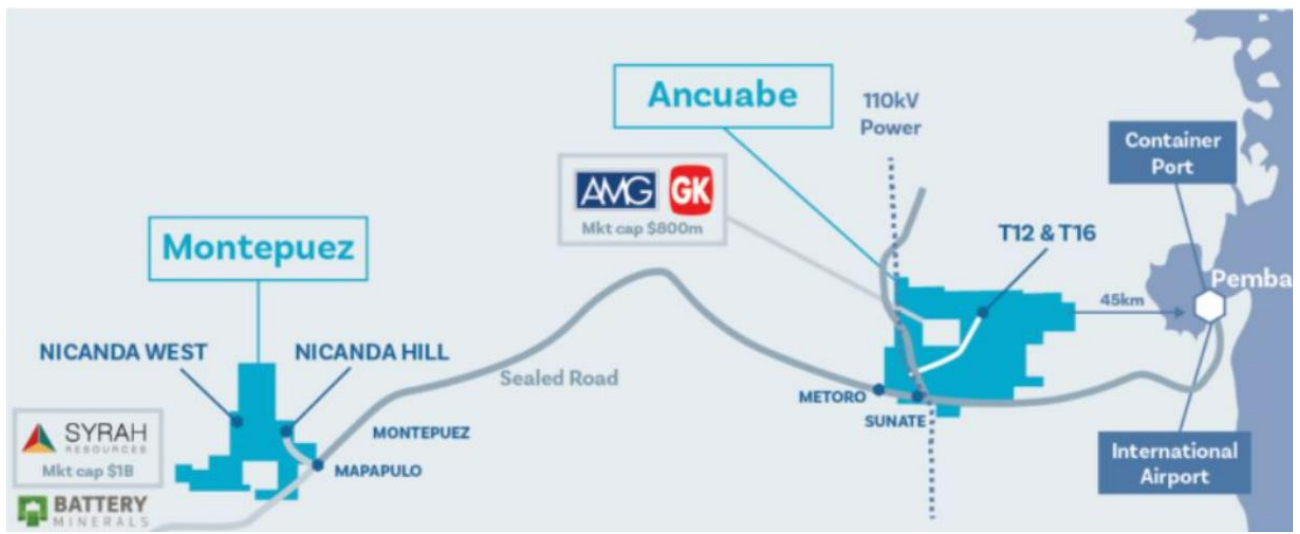
图表 23 催腾旗下石墨项目概览图



资料来源：百度百家号，华安证券研究所

安夸贝项目为世界级石墨矿，可采储量高达 2490 万吨。安夸贝石墨矿项目 (Ancuabe Project) 为大型及超大型鳞片状石墨矿藏，包括 T12 及 T16 两处资源，根据 Lycopodium Minerals Pty Limited、CSA Global Pty Limited 等机构出具的安夸贝石墨相关研究报告，该项目拥有符合 JORC 标准的石墨矿资源量约 4,610 万吨，可采储量 2,489.50 万吨，平均总石墨碳品位为 6.2%；T16 矿区可采储量 1,117.00 万吨，平均固定碳品位 7.28%；T12 矿区可采储量 1,372.50 万吨，平均固定碳品位 5.32%。安夸贝石墨项目环境许可证已经通过政府部门批准，2017 年 12 月完成项目可行性研究 (DFS)，2019 年 6 月取得采矿许可证，期限 25 年。

图表 24 安夸贝项目分布位置和附近基础设施



资料来源：石墨烯网，华安证券研究所

(二) 钒矿：收购陕西山金矿业取得楼房沟项目采矿权

1.31 亿元并购陕西山金 67% 股权取得钒矿采矿权。公司于 2022 年 12 月 27 日与交易相关方签署《股权转让协议》，拟以现金方式收购陕西山金矿业 67% 的股权，以取得楼房沟钒矿项目采矿权，交易对价为 13,065 万元人民币；2023 年 3 月 28 日，公司与吴长富、山阳县绿洲宫玉厂、陕西山金矿业有限公司就标的公司股权转让事宜签订《补充协议》；陕西省商南县楼房沟钒矿项目采矿许可证延续手续已完成，并取得了由陕西省自然资源厅颁发的《采矿许可证》；2023 年 4 月 3 日公司公告，陕西山金矿业有限公司已成为公司的控股子公司，将纳入公司合并报表范围。

图表 25 陕西山金矿业股权结构

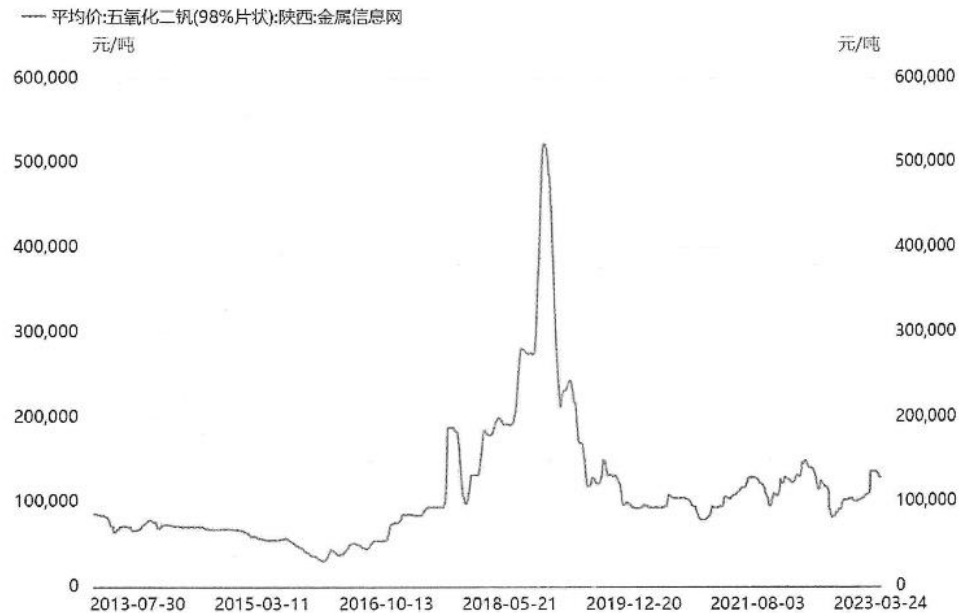
股东名称	持股比例 (%)	认缴出资额 (万元)
山东玉龙黄金股份有限公司	67	6,048.76
山阳县绿洲宫玉厂	23.6977	2,139.43
吴长富	9.3023	839.8116
合计	100	9028

资料来源：公司公告，华安证券研究所

钒矿项目预计 2025 年试生产，达产后年产五氧化二钒 4810 吨，预计年销售额 5 亿元。陕西省楼房沟钒矿项目矿区面积 2.513 平方公里，地下开采深度 1270 米至 600 米，探明资源量+控制资源量+推断资源量钒矿石量 4610.29 万吨，约合五氧化二钒资源量 49.9882 万吨，五氧化二钒平均品位 1.08%。根据第三方机构出具的可研和评估报告，楼房沟钒矿预计 2025 年试生产，进入稳产期后预计每年可加工、生产五氧化二钒 4810 吨。按照五氧化二钒评估基准日前三个年度的均价 9.77 万元/吨计算（2023 年 1 月至今，五氧化二钒（98%，片矾）的市场价格为 12.8 万元—13.6 万元/吨），预计每年可实现营业收入 5 亿元。

钒电池产业化应用稳步推进，或将带动需求高增。纵观近十年的钒价，2013-2016 年缓慢下跌，2017 年开始，由于化解钢铁产能过剩的政策施行，钢厂淘汰了穿水冷却工艺，转向合金工艺，五氧化二钒需求猛增；加之环保政策收紧，供需矛盾进一步加剧，价格开始疯涨，至 2018 年最高点突破 50 万。之后产能开始逐渐释放，价格迅速回落至 12 万，近几年价格相对稳定。五氧化二钒主要用于钢铁冶炼，而随着近两年钒电池应用逐渐走向产业化，五氧化二钒的前景向好发展。

图表 26 五氧化二钒近年来价格水平（单位：元/吨）



资料来源：同花顺，华安证券研究所

（三）锂：与巴拓合作勘探锂资源

合作勘探锂矿资源，积极布局新能源新材料新矿产领域。2022 年 5 月，经公司董事会、监事会审议通过，公司全资子公司玉鑫控股与巴拓黄金签署《合作风险勘查框架协议》，玉鑫控股与巴拓黄金共同组建锂矿项目组，对巴拓采矿权标的区域的潜在锂矿资源联合进行风险勘查，联合探矿期不超过 4 年，勘查投资总预算不超过 1300 万元人民币。巴拓采矿权标的区域总面积约 599.7 平方千米，巴拓黄金已在其中的杰克莱特、马沃洛克矿段发现含锂辉石伟晶岩和锂辉石。

3 盈利预测与投资建议

公司业务转型顺利，以目前规划情况来看，贸易板块稳定发展，矿业摆在首要位置。结合现有矿资源，三年内能有营收产生的项目主要是帕金戈金矿，而第二章已经在附录中详细展开 23-25 年帕金戈的营收、成本、利润测算，我们以此为基准进行盈利测算；贸易板块假设稳定发展。

(1) 黄金：按照公告测算：

量：根据排产表，23-25 年分别可产金 3.15/3.35/3.37 吨。22 年由于并入合并报表时间较短，我们在此谨慎假设不对报表产生影响。

价：公告测算按照 23-25 年分别为 2230、2160、2160 澳元/盎司，我们维持这个假设，实际上美联储有望今年 H2 开启降息通道，黄金长牛将至，或许金价会有更好的表现，从而贡献更多盈利。

成本费用等：预计 2023-2025 年生产成本分别为 1.45/1.56/1.51 亿澳元。

(2) 贸易：由于国际经济政治环境以及贸易本身受到汇率波动、商品价格等影响较大，因此收益较为不稳定。我们假定稳定发展，贡献一定利润。

图表 27 盈利预测

黄金				
	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)		1037.76	1068.01	1073.39
增速			3%	1%
营业成本 (百万元)		668.14	717.31	695.16
增速			7%	-3%
毛利 (百万元)		369.62	350.70	378.23
毛利率		36%	33%	35%
贸易				
	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11124.96	11236.21	11348.57	11462.06
增速	-2%	1%	1%	1%
营业成本 (百万元)	10785.80	10893.66	11002.59	11112.62
增速	-1%	1%	1%	1%
毛利 (百万元)	339.16	342.55	345.98	349.44
毛利率	3%	3%	3%	3%
合计				
	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11124.96	12273.97	12416.58	12535.45
增速	-2%	10%	1%	1%
营业成本 (百万元)	10785.80	11561.80	11719.90	11807.78
增速	-1%	7%	1%	1%
毛利 (百万元)	339.16	712.17	696.68	727.67
毛利率	3%	6%	6%	6%

资料来源：同花顺，华安证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年分别实现营收 111 亿元、123 亿元、124 亿元，同比分别-2%、+10%、+1%；分别实现归母净利润 2.2 亿元、5.6 亿元、5.7 亿元，同比分别-41%、+160%、+2%。对应当前市值的 PE 分别为 44X、17X、17X。首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

矿山产金不及预期，大宗商品贸易受汇率波动影响收益，国际经济政治环境变化影响贸易，矿山收购进展不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3632	4337	4534	5551	营业收入	11352	11125	12274	12417
现金	1172	1036	1504	2323	营业成本	10840	10786	11562	11720
应收账款	438	452	458	501	营业税金及附加	8	9	9	9
其他应收款	3	21	1	22	销售费用	71	71	71	56
预付账款	1402	2069	1770	1899	管理费用	55	48	47	45
存货	21	632	35	648	财务费用	7	0	0	0
其他流动资产	596	127	766	158	资产减值损失	1	3	2	2
非流动资产	18	26	33	41	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-6	12	5	6
固定资产	2	5	7	8	营业利润	369	223	590	593
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	15	20	26	33	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	3649	4363	4567	5592	利润总额	371	223	590	593
流动负债	982	1529	1166	1615	所得税	10	6	22	17
短期借款	160	210	259	296	净利润	361	217	568	576
应付账款	102	362	-10	396	少数股东损益	-4	0	5	2
其他流动负债	720	957	917	923	归属母公司净利润	364	216	563	573
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	391	212	589	590
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.28	0.72	0.73
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	986	1533	1169	1619					
少数股东权益	116	116	121	123	主要财务比率				
股本	783	783	783	783	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	904	904	904	904	成长能力				
留存收益	860	1027	1590	2163	营业收入	-4.7%	-2.0%	10.3%	1.2%
归属母公司股东权益	2547	2714	3277	3850	营业利润	218.2%	-39.7%	164.8%	0.4%
负债和股东权益	3649	4363	4567	5592	归属于母公司净利	210.8%	-40.6%	160.3%	1.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	4.5%	3.0%	5.8%	5.6%
					净利率 (%)	3.2%	1.9%	4.6%	4.6%
					ROE (%)	14.3%	8.0%	17.2%	14.9%
					ROIC (%)	13.1%	6.6%	15.3%	13.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	27.0%	35.1%	25.6%	28.9%
					净负债比率 (%)	37.0%	54.2%	34.4%	40.7%
					流动比率	3.70	2.84	3.89	3.44
					速动比率	2.25	1.07	2.34	1.86
					营运能力				
					总资产周转率	3.08	2.78	2.75	2.44
					应收账款周转率	24.72	25.02	27.00	25.92
					应付账款周转率	99.40	46.45	65.60	60.70
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.47	0.28	0.72	0.73
					每股经营现金流薄)	0.06	-0.18	0.54	1.00
					每股净资产	3.25	3.47	4.18	4.92
					估值比率				
					P/E	40.92	43.87	16.85	16.56
					P/B	5.85	3.50	2.90	2.46
					EV/EBITDA	35.61	40.97	14.02	12.66

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。