



买入(维持)

所属行业: 黄金
当前价格(元): 11.95

证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

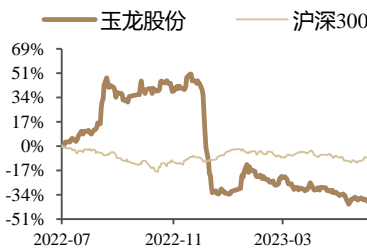
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱: guyu5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.53	3.76	0.45
相对涨幅(%)	13.20	6.25	5.17

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《玉龙股份(601028.SH): 帕金戈矿区黄金产量达近五年之最, 钒矿及石墨矿资源开采蓄势》, 2023.4.24
- 《玉龙股份(601028.SH): 金矿已注入, 将成为业绩有力驱动》, 2023.4.18
- 《玉龙股份(601028.SH): 变更国企 璞玉龙腾进军矿业》, 2022.9.2

股票数据

总股本(百万股):	783.03
流通A股(百万股):	783.03
52周内股价区间(元):	9.85-25.77
总市值(百万元):	9357
总资产(百万元):	7928
每股净资产(元):	3.7056

资料来源: 公司公告

玉龙股份(601028.SH): 帕金戈满负荷生产, 降本增效成果显著

投资要点

- 事件:** 公司披露 2023 年半年度业绩预增公告。公司预计 2023 年半年度实现归母净利润为 2.30-2.75 亿元, 与上年同期相比增加 1.23 亿元到 1.68 亿元, 同比增长 114.00%-155.86%。预计实现扣非归母净利润 2.34-2.79 亿元, 同比增长 118.96%-161.07%。业绩大幅增长原因主要是新增了黄金贵金属采选业务, 半年度业绩符合我们的预期。
- 成功切入黄金赛道, 已并表的帕金戈金矿满负荷生产。**2022 年 11 月 30 日, NQM 公司全部股权过户登记至全资子公司玉润黄金名下, 公司取得位于澳大利亚东部昆士兰州的帕金戈金矿的控制权, NQM 公司正式纳入公司合并报表范围(合并报表合并了其 12 月份数据, 2023 年将是第一个完整年度的金矿财报合并至公司), 标志着公司已顺利切入黄金贵金属“矿业赛道”。帕金戈项目自交割完成后, 已达到满负荷生产状态。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, 将显著优化公司营收结构, 提高盈利能力。
- 矿山成本持续优化, 提质增效成果显著。**自公司接手以来, 矿山生产成本持续优化, 根据上半年运营情况, 矿山全成本为 220 元人民币/克, 对标国内黄金矿山企业仍有明显的竞争优势。帕金戈金矿成本的优化源自于多方面工作提质的结果, 主要体现在人员优化、设备升级、回收率提升等方面。金价方面, 2023 年上半年金价呈现震荡上行趋势, 上海金交所 Au9999 均价达到 434.08 元/克, 下半年核心通胀改善预期较强, 美联储向下修正加息预期的概率较大, 有望启动新一轮黄金价格牛市。
- 盈利预测。**帕金戈金矿自交割后已经达到满负荷生产状态, 符合预期。我们维持对公司的盈利预测, 预计 2023-2025 年公司黄金产销量分别为 3.15/3.35/3.37 吨, 营收分别为 124/139/147 亿元, 2023-2025 年归母净利润预测分别为 5.39/5.87/6.30 亿元, 2023 年 7 月 14 日收盘价对应 PE 分别为 17.4x/15.9x/14.9x, 作为黄金贵金属板块, PE 低估明显, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 黄金价格不及预期; 金矿产量不及预期; 汇率波动影响

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,352	10,936	12,423	13,942	14,705
(+/-)YOY(%)	-4.7%	-3.7%	13.6%	12.2%	5.5%
净利润(百万元)	364	291	539	587	630
(+/-)YOY(%)	210.8%	-20.0%	85.1%	8.8%	7.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.37	0.69	0.75	0.80
毛利率(%)	4.5%	5.4%	7.2%	6.8%	6.6%
净资产收益率(%)	14.3%	10.5%	16.7%	15.9%	15.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.69	0.75	0.80
每股净资产	3.56	4.13	4.73	5.35
每股经营现金流	-0.57	1.20	-0.08	1.69
每股股利	0.10	0.12	0.15	0.18
价值评估(倍)				
P/E	30.86	17.35	15.94	14.86
P/B	3.23	2.89	2.53	2.23
P/S	0.86	0.75	0.67	0.64
EV/EBITDA	20.75	11.83	11.57	10.20
股息率%	0.9%	1.0%	1.3%	1.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.4%	7.2%	6.8%	6.6%
净利润率	2.6%	4.3%	4.1%	4.2%
净资产收益率	10.5%	16.7%	15.9%	15.0%
资产回报率	4.9%	8.6%	8.9%	8.5%
投资回报率	8.5%	12.5%	12.5%	11.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-3.7%	13.6%	12.2%	5.5%
EBIT 增长率	14.9%	74.9%	6.7%	1.3%
净利润增长率	-20.0%	85.1%	8.8%	7.3%
偿债能力指标				
资产负债率	51.1%	47.1%	42.6%	42.1%
流动比率	2.2	2.4	2.6	2.6
速动比率	1.0	1.3	1.2	1.4
现金比率	0.2	0.6	0.4	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	22.9	25.0	22.0	20.0
存货周转天数	15.2	25.0	25.0	25.0
总资产周转率	1.8	2.0	2.1	2.0
固定资产周转率	132.7	102.0	87.6	75.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	291	539	587	630
少数股东损益	-5	-7	-8	-9
非现金支出	82	19	20	22
非经营收益	14	61	61	5
营运资金变动	-830	328	-726	673
经营活动现金流	-448	940	-66	1,322
资产	-52	-128	-159	-147
投资	-755	0	0	0
其他	-29	-4	-3	-3
投资活动现金流	-837	-131	-161	-150
债权募资	670	200	-100	100
股权募资	0	0	0	0
其他	-129	-153	-178	-141
融资活动现金流	541	47	-278	-41
现金净流量	-747	856	-506	1,130

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 14 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,936	12,423	13,942	14,705
营业成本	10,344	11,529	12,991	13,731
毛利率%	5.4%	7.2%	6.8%	6.6%
营业税金及附加	14	12	16	16
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	17	48	38	49
营业费用率%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%
管理费用	66	68	80	82
管理费用率%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	439	768	820	830
财务费用	45	57	54	0
财务费用率%	0.4%	0.5%	0.4%	0.0%
资产减值损失	-47	0	0	0
投资收益	-1	-4	-3	-3
营业利润	394	708	763	827
营业外收支	-19	2	2	-2
利润总额	376	710	765	825
EBITDA	463	787	840	852
所得税	89	177	186	204
有效所得税率%	23.7%	25.0%	24.4%	24.7%
少数股东损益	-5	-7	-8	-9
归属母公司所有者净利润	291	539	587	630

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	450	1,306	800	1,930
应收账款及应收票据	1,709	1,397	1,469	1,165
存货	854	747	1,057	850
其它流动资产	1,742	1,578	1,871	1,897
流动资产合计	4,755	5,028	5,197	5,842
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	82	122	159	195
在建工程	137	203	303	386
无形资产	449	449	449	449
非流动资产合计	1,168	1,278	1,419	1,542
资产总计	5,922	6,306	6,616	7,385
短期借款	358	558	458	558
应付票据及应付账款	754	527	411	581
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,079	1,050	1,115	1,134
流动负债合计	2,190	2,136	1,984	2,273
长期借款	664	664	664	664
其它长期负债	169	169	169	169
非流动负债合计	833	833	833	833
负债总计	3,024	2,969	2,818	3,106
实收资本	783	783	783	783
普通股股东权益	2,787	3,232	3,702	4,191
少数股东权益	112	105	96	88
负债和所有者权益合计	5,922	6,306	6,616	7,385

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

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，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。

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	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。