



买入(维持)

所属行业: 贵金属  
当前价格(元): 9.66

#### 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

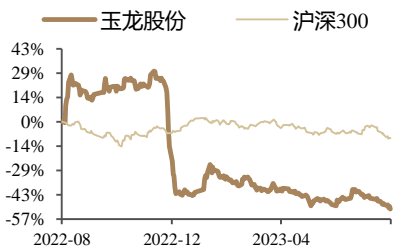
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

#### 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(%)	-15.11	-5.12	-13.12
相对涨幅(%)	-9.85	-1.11	-9.45

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

#### 相关研究

- 《玉龙股份(601028.SH): 帕金戈满负荷生产, 降本增效成果显著》, 2023.7.16
- 《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

# 玉龙股份(601028.SH): 帕金戈提质增效, 钒矿等项目稳步推进

#### 投资要点

- 事件: 公司披露2023年半年度业绩**, 实现营收40.17亿元, 同比-19.37%; 实现归母净利润2.57亿元, 同比+138.96%; 实现扣非归母净利润2.59亿元, 同比+142.46%, 基本符合预期。公司2023Q2单季度实现营收12.83亿元, 同比-41.62%, 实现归母净利润1.14亿元, 同比+257.32%, 业绩符合预期。
- 帕金戈金矿满负荷生产, 降本增效提质扩产成果显著**。帕金戈项目主要通过地下开采方式生产, 生产出最终产品合质金, 然后按照澳洲国际金价当日收盘价出售给澳大利亚珀斯铸币厂。**帕金戈项目自交割完成后, 已达到满负荷生产状态**, 公司派驻的海外专业管理团队通过对帕金戈矿区人员、设备、生产计划的持续优化, 降本、增效、提质、扩产均取得显著成果。**2023年上半年, 帕金戈矿区实现产量5万盎司(折合1.56吨)**。实现营业收入6.71亿元, 实现净利润2.27亿元。
- 钒矿、石墨矿、硅石矿多个项目稳步推进**。**钒矿项目突破落地**。2022年12月, 公司取得陕西省商南县楼房沟钒矿项目采矿权; 同时, 公司牵手全钒液流储能电池领域“龙头企业”大连融科围绕钒矿资源全产业链布局开展合作, 预计下半年启动采矿工程项目开工建设。**积极布局非洲石墨矿**。公司出资500万澳元入股澳交所上市公司催腾矿业, 成为其第二大股东, 持股比例11.44%。催腾矿业持有的安夸贝石墨矿项目为大型及超大型鳞片状石墨矿, 拥有符合JORC标准的石墨矿资源量约4610万吨, 可采储量2489.50万吨, 目前计划设计原矿年处理能力100万吨以上, 年产天然鳞片石墨精矿6万吨以上。**硅石矿选矿建设投产蓄势待发**。3月, 公司出资2575万元增资入股灯塔市双利硅石矿业有限公司, 持股比例35%。7月, 一期选矿厂奠基仪式隆重举行, 项目建设正式进入实质性阶段, 一期设计产能50万吨/年, 建设周期约8个月, 预计2023年11月底完成厂房主体建设和设备安装, 2024年3月正式达到设计产能。
- 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110/107/102亿元(压降低毛利的贸易板块), 2023-2025年归母净利润预测分别为5.52/6.00/6.60亿元, 2023年8月25日收盘价对应PE分别为13.7x/12.6x/11.5x, 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

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	783.03		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	783.03	营业收入(百万元)	11,352	10,936	11,045	10,658	10,220
52 周内股价区间(元):	9.85-25.77	(+/-)YOY(%)	-4.7%	-3.7%	1.0%	-3.5%	-4.1%
总市值(百万元):	9357	净利润(百万元)	364	291	552	600	660
总资产(百万元):	7928	(+/-)YOY(%)	210.8%	-20.0%	89.6%	8.7%	9.9%
每股净资产(元):	3.7056	全面摊薄 EPS(元)	0.47	0.37	0.71	0.77	0.84
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	4.5%	5.4%	8.1%	8.8%	9.5%
		净资产收益率(%)	14.3%	10.5%	17.0%	16.1%	15.5%
		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	0.71	0.77	0.84
每股净资产	3.56	4.14	4.76	5.42
每股经营现金流	-0.57	1.92	0.36	2.01
每股股利	0.10	0.12	0.15	0.18
价值评估(倍)				
P/E	30.86	13.70	12.60	11.47
P/B	3.23	2.33	2.03	1.78
P/S	0.69	0.68	0.71	0.74
EV/EBITDA	20.75	8.65	8.21	6.44
股息率%	0.9%	1.2%	1.6%	1.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.4%	8.1%	8.8%	9.5%
净利润率	2.6%	4.9%	5.6%	6.4%
净资产收益率	10.5%	17.0%	16.1%	15.5%
资产回报率	4.9%	9.0%	9.3%	9.3%
投资回报率	8.5%	12.8%	12.6%	11.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-3.7%	1.0%	-3.5%	-4.1%
EBIT 增长率	14.9%	78.7%	6.2%	4.1%
净利润增长率	-20.0%	89.6%	8.7%	9.9%
偿债能力指标				
资产负债率	51.1%	45.4%	41.0%	38.9%
流动比率	2.2	2.5	2.8	2.9
速动比率	1.0	1.5	1.6	2.0
现金比率	0.2	1.0	0.9	1.6
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	1.8	1.6	1.4
固定资产周转率	132.7	90.7	67.0	52.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	291	552	600	660
少数股东损益	-5	-7	-9	-9
非现金支出	82	19	20	22
非经营收益	14	60	61	4
营运资金变动	-830	879	-389	895
经营活动现金流	-448	1,503	283	1,572
资产	-52	-128	-159	-147
投资	-755	0	0	0
其他	-29	-3	-2	-2
投资活动现金流	-837	-131	-161	-149
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	1,420	-156	1,382

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 25 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	11,045	10,658	10,220
营业成本	10,344	10,148	9,724	9,252
毛利率%	5.4%	8.1%	8.8%	9.5%
营业税金及附加	14	11	12	11
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	17	43	29	34
营业费用率%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%
管理费用	66	60	61	57
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	785	834	868
财务费用	45	57	51	0
财务费用率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.0%
资产减值损失	-47	0	0	0
投资收益	-1	-3	-2	-2
营业利润	394	725	780	866
营业外收支	-19	2	2	-2
利润总额	376	727	782	864
EBITDA	463	804	854	890
所得税	89	182	191	213
有效所得税率%	23.7%	25.0%	24.4%	24.7%
少数股东损益	-5	-7	-9	-9
归属母公司所有者净利润	291	552	600	660

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	450	1,869	1,713	3,095
应收账款及应收票据	1,709	1,052	1,138	692
存货	854	555	795	490
其它流动资产	1,742	1,380	1,413	1,270
流动资产合计	4,755	4,857	5,060	5,547
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	6,135	6,479	7,089
短期借款	358	558	458	558
应付票据及应付账款	754	374	328	340
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,079	1,020	1,035	1,024
流动负债合计	2,190	1,952	1,822	1,922
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	2,785	2,655	2,755
实收资本	783	783	783	783
普通股股东权益	2,787	3,245	3,728	4,247
少数股东权益	112	104	96	87
负债和所有者权益合计	5,922	6,135	6,479	7,089

# 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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范围包括证券投资咨询业务。