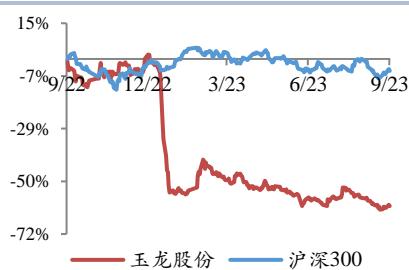


帕金戈金矿达产，新能源新材料项目逐步落地

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-06

收盘价（元）	10.03
近 12 个月最高/最低（元）	25.72/9.66
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）	79
流通市值（亿元）	79

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

主要观点：

- **事件：**玉龙股份发布 2023 年半年报。公司 23H1 收入 40.17 亿元，同比-19.37%，归母净利润 2.57 亿元，同比+138.96%。其中单 Q2 收入 12.83 亿元，同比-41.6%，归母净利润 1.14 亿元，同比+257.3%。
- **帕金戈实现满负荷生产，贡献业绩增量。**23H1 公司新增黄金业务收入 6.69 亿元，全资孙公司 NMQ 公司贡献收入 6.71 亿元，贡献净利润 2.27 亿元。据公告，公司派驻海外的管理团队持续优化帕金戈矿区人员、设备、生产计划等，降本增效和提质扩产均取得显著成果，目前帕金戈金矿已经达到满负荷生产状态，23H1 帕金戈矿区实现产金量 5 万盎司(约 1.56 吨)。
- **加速布局新能源新材料矿产项目，持续提升增长潜力。**1) 钒矿：2023 年 3 月陕西山金 67% 股权完成过户登记并获取钒矿项目《采矿许可证》，钒矿项目突破落地，预计 23H2 开工建设；2) 石墨矿：公司以 11.44% 的持股比例成为催腾矿业的第二大股东，23H1 催腾矿业签订安夸贝项目 FEED(前段工程设计) 合同，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；3) 硅石矿：玉龙股份辽阳双利硅石矿项目一期设计产能 50 万吨/年，预计 2024 年 3 月达产。

● 投资建议

公司转型矿业稳步前行，帕金戈金矿已达到满负荷生产状态，钒矿、石墨矿、硅石矿等项目逐步推进，有望实现黄金与新能源新材料双轮驱动。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.6/5.7/6.4 亿元（新增 2025 年预测），对应 PE 分别为 14.1/13.7/12.4 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格大幅波动；汇率大幅波动；矿山产金不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10936	10750	10916	11060
收入同比（%）	-3.7%	-1.7%	1.5%	1.3%
归属母公司净利润	291	556	573	635
净利润同比（%）	-20.0%	91.0%	2.9%	10.9%
毛利率（%）	5.4%	8.8%	8.9%	9.6%
ROE（%）	10.5%	16.6%	14.6%	13.9%
每股收益（元）	0.37	0.71	0.73	0.81
P/E	30.86	14.12	13.71	12.36
P/B	3.23	2.34	2.00	1.72
EV/EBITDA	20.75	7.54	7.43	6.86

资料来源：wind, 华安证券研究所

相关报告

1. 优质资产并表，23Q1 公司利润实现高增长 2023-04-16
2. 在产金矿贡献利润新增量，黄金与新能源双轮驱动 2023-04-04

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	单位:百万元			会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4755	4489	4746	5024	营业收入	10936	10750	10916	11060
现金	450	1282	1331	1501	营业成本	10344	9806	9946	9998
应收账款	955	680	733	765	营业税金及附加	14	10	11	12
其他应收款	101	53	61	66	销售费用	17	11	11	12
预付账款	1624	1331	1410	1422	管理费用	66	41	38	39
存货	854	493	527	570	财务费用	45	25	-3	0
其他流动资产	771	652	685	700	资产减值损失	-47	-247	-288	-309
非流动资产	1168	1766	2242	2772	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-1	2	1	1
固定资产	82	169	300	460	营业利润	394	617	631	697
无形资产	449	673	934	1214	营业外收入	0	7	3	0
其他非流动资产	637	924	1008	1097	营业外支出	19	13	6	0
资产总计	5922	6255	6988	7796	利润总额	376	611	628	697
流动负债	2190	1939	2107	2287	所得税	89	61	63	70
短期借款	358	481	605	741	净利润	287	550	565	627
应付账款	227	154	167	173	少数股东损益	-5	-6	-7	-8
其他流动负债	1606	1304	1335	1374	归属母公司净利润	291	556	573	635
非流动负债	833	851	851	851	EBITDA	463	1030	1055	1137
长期借款	664	664	664	664	EPS (元)	0.37	0.71	0.73	0.81
其他非流动负债	169	187	187	187					
负债合计	3024	2790	2957	3138					
少数股东权益	112	105	98	90					
股本	783	783	783	783					
资本公积	904	904	904	904					
留存收益	1100	1673	2246	2881					
归属母公司股东权	2787	3360	3933	4568					
负债和股东权益	5922	6255	6988	7796					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	单位:百万元			会计年度	2022A				
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-448	1963	1169	1364	成长能力				
净利润	287	550	565	627	营业收入	-3.7%	-1.7%	1.5%	1.3%
折旧摊销	24	394	430	440	营业利润	6.8%	56.5%	2.2%	10.4%
财务费用	26	43	48	53	归属于母公司净利	-20.0%	91.0%	2.9%	10.9%
投资损失	1	-2	-1	-1	盈利能力				
营运资金变动	-830	718	-164	-64	毛利率 (%)	5.4%	8.8%	8.9%	9.6%
其他经营现金流	1162	91	1021	1000	净利率 (%)	2.7%	5.2%	5.2%	5.7%
投资活动现金流	-837	-1245	-1196	-1277	ROE (%)	10.5%	16.6%	14.6%	13.9%
资本支出	-52	-1031	-1197	-1278	ROIC (%)	8.5%	12.3%	10.5%	10.3%
长期投资	-755	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-29	-214	1	1	资产负债率 (%)	51.1%	44.6%	42.3%	40.2%
筹资活动现金流	541	116	76	82	净负债比率 (%)	104.3%	80.5%	73.4%	67.4%
短期借款	198	122	124	136	流动比率	2.17	2.32	2.25	2.20
长期借款	664	0	0	0	速动比率	1.03	1.37	1.33	1.32
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	2.29	1.77	1.65	1.50
其他筹资现金流	-321	-6	-48	-53	应收账款周转率	15.71	13.15	15.46	14.76
现金净增加额	-747	832	49	170	应付账款周转率	62.92	51.48	61.97	58.94
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.37	0.71	0.73	0.81
					每股经营现金流薄)	-0.57	2.51	1.49	1.74
					每股净资产	3.56	4.29	5.02	5.83
					估值比率				
					P/E	30.86	14.12	13.71	12.36
					P/B	3.23	2.34	2.00	1.72
					EV/EBITDA	20.75	7.54	7.43	7.13

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起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形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。