



## 买入（维持）

所属行业：商贸零售/贸易 II  
当前价格(元)：10.50  
合理区间(元)：19.0

### 证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhai kun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

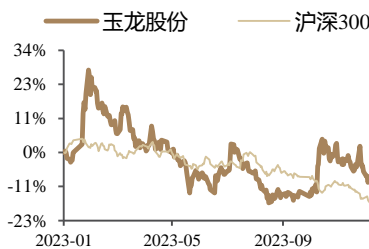
邮箱：zhang cx@tebon.com.cn

### 研究助理

谷瑜

邮箱：guy u5@tebon.com.cn

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M    | 2M    | 3M    |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -3.49 | -8.14 | 6.06  |
| 相对涨幅(%) | -0.35 | 0.73  | 16.71 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《玉龙股份(601028.SH)：帕金戈增储，业绩兑现》，2023.10.28
- 《玉龙股份(601028.SH)：拟股份回购，彰显管理层长期信心》，2023.9.9
- 《玉龙股份(601028.SH)：帕金戈提质增效，钒矿等项目稳步推进》，2023.8.26
- 《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)：低估黄金股，多矿种蓄势待发

## 投资要点

- 玉龙股份：低估黄金股，多矿种资源待释放。**2011年公司于沪市主板上市，2020年因自身发展规划及经营发展需要更名为“山东玉龙黄金股份有限公司”。目前公司控股股东为济高控股，实际控制人为济南高新技术产业开发区国资委，公司主要从事黄金贵金属采选以及矿产、有色金属、煤炭、化工等大宗商品贸易。公司在产帕金戈金矿，预计2023年产金3吨，权益比例100%。
- 帕金戈金矿项目运行良好，集团储备巴拓金矿。**帕金戈项目在澳大利亚昆士兰州境内，截至2023年6月30日，帕金戈金矿区拥有符合JORC标准金金属量202.1万盎司(62.86吨)，比上年同期增加31.5万盎司(9.80吨)，平均品位5.8克/吨，预计2023年产金3吨左右。此外，济高控股储备巴拓金矿项目。巴拓黄金在澳洲西澳南十字矿区19个露天金矿体和15个地下金矿体，是澳大利亚新兴黄金生产企业。截至2020H1，巴拓保有2835千盎司金金属资源量，折88.18吨。
- 坐拥石墨矿、钒矿、硅石矿，助力公司切入新能源赛道。**石墨矿方面，济南控股持有催腾矿业(Triton)34.01%股权(第一大股东)；公司出资500万澳元入股澳交所上市公司催腾矿业，公司成为催腾矿业的第二大股东，持股比例11.44%，实现了公司在非洲新能源矿产项目零的突破。安夸贝项目拥有符合JORC标准的石墨矿资源量约4610万吨，可采储量2490万吨，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。钒矿方面，公司持有陕西山金67%股权。截至2023H1，公司已完成项目可研报告的编制；取得市局土地预审批复文件、采矿项目环评继续有效的批复文件；采矿项目立项申请报告已出具正式文件。硅石矿方面，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%，一期设计产能50万吨/年，预计2024年3月正式达到设计产能。
- 投资建议。**我们预计2023-2025年公司营收分别为110/107/102亿元，归母净利润分别为5.2/6.0/6.3亿元，2024年1月9日收盘价对应PE分别为15.7x、13.7x、13.0x。我们选取黄金板块上市公司和公司进行估值对比，公司估值明显低于可比公司。我们看好公司优质资源帕金戈金矿稳定释放利润、集团资产的注入预期以及外延并购能力，参考可比公司2024年PE平均数24.8x，计算目标市值148亿元，目前市值仅为82亿，目标价19.0元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：**1)黄金价格大幅下跌；2)海外矿山生产受阻；3)钒矿、石墨矿等进度不及预期。

**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): | 9.66-14.84 |
| 总市值(百万元):     | 8,221.77   |
| 总资产(百万元):     | 8,997.37   |
| 每股净资产(元):     | 3.94       |

资料来源: 公司公告

**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 | 10,980 | 10,658 | 10,220 |
| (+/-)YOY(%) | -4.7%  | -3.7%  | 0.4%   | -2.9%  | -4.1%  |
| 净利润(百万元)    | 364    | 291    | 523    | 600    | 634    |
| (+/-)YOY(%) | 210.8% | -20.0% | 79.5%  | 14.7%  | 5.7%   |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.47   | 0.37   | 0.67   | 0.77   | 0.81   |
| 毛利率(%)      | 4.5%   | 5.4%   | 7.9%   | 8.7%   | 9.4%   |
| 净资产收益率(%)   | 14.3%  | 10.5%  | 16.3%  | 16.3%  | 15.2%  |

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

## 投资五要素

### 核心逻辑

帕金戈注入后，公司毛利占比最大的业务为黄金采选。帕金戈金矿于 2022 年 11 月并表，2023 财年为第一个完整的并表年份，据我们测算，2023 年公司矿产金毛利占比提升至总毛利的 70% 左右，具备重新划分申万行业分类的条件（由商贸零售/贸易 II 变更为有色金属/黄金）。考虑到业务结构变化较大，我们重新撰写深度报告且调整盈利模型。

### 盈利预测与投资建议

公司估值远低于黄金行业可比公司平均水平，存在明显低估，我们看好公司金矿业务的估值修复，预计公司 2023-2025 年营收分别为 110/107/102 亿元，归母净利润为 5.2/6.0/6.3 亿元，同比增速 79.5%、14.7% 和 5.7%，对应 2024 年 1 月 9 日 82 亿市值下的 PE 分别为 15.7x、13.7x、13.0x，低于我们选取的黄金行业可比公司，故维持“买入”评级。

### 区别于市场的观点

市场观点认为公司估值受到开采年限较短影响，无法修复至行业可比公司水平。我们认为，其一，开采年限高的企业代表远期年度现金流折现系数较低，如果年限过高一定程度上说明资源的利用情况不足，因此不能完全按照年限来做估值判断。其二，公司在帕金戈的项目增储实力强劲，2022 年报显示公司外派的海外管理团队已初步完成对帕金戈项目勘探模式、采矿方法、选矿工艺流程的优化改善，大大提高了矿区勘探水平、资源的综合利用能力、选矿综合回收率等指标；2023 三季报显示，根据玉鑫控股最新出具的《Annual Mineral Resource Statement》，截至 2023 年 6 月 30 日，帕金戈金矿区拥有符合 JORC 标准矿石量 1090.8 万吨，比上年同期增加 302.5 万吨，金金属量 202.1 万盎司（62.86 吨），比上年同期增加 31.5 万盎司（9.80 吨），平均品位 5.8 克/吨。

### 股价表现的催化因素

- 第一，黄金价格进一步走高；
- 第二，帕金戈增储取得突破性进展；
- 第三，公司外延收购项目落地。

### 主要风险

- 第一，黄金价格大幅下跌；
- 第二，海外矿山生产受阻；
- 第三，钒矿、石墨矿等进度不及预期。

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 投资五要素 .....                                | 3  |
| 核心逻辑 .....                                 | 3  |
| 盈利预测与投资建议 .....                            | 3  |
| 区别于市场的观点 .....                             | 3  |
| 股价表现的催化因素 .....                            | 3  |
| 主要风险 .....                                 | 3  |
| 1. 玉龙股份：低估黄金股，多矿种资源待释放 .....               | 6  |
| 2. 黄金：依托集团资源，进军金矿开采 .....                  | 7  |
| 2.1. 在产矿山：帕金戈金矿利润稳健，预计 2023 年产金达 3 吨 ..... | 7  |
| 2.2. 储备项目：巴拓金矿为公司坚实的资源储备 .....             | 8  |
| 3. 其他矿产：布局初具雏形，利润待释放 .....                 | 10 |
| 3.1. 石墨矿：布局莫桑比克优质石墨矿，公司持股 11.44% .....     | 10 |
| 3.2. 硅石矿：东北地区首拓矿业项目，公司持股 35% .....         | 12 |
| 3.3. 钒矿：布局钒液流电池上游。持股 67% .....             | 14 |
| 4. 贸易：结构调整，稳健发展 .....                      | 15 |
| 5. 盈利预测和估值分析 .....                         | 16 |
| 5.1. 盈利预测 .....                            | 16 |
| 5.2. 可比公司估值 .....                          | 17 |
| 6. 风险提示 .....                              | 18 |

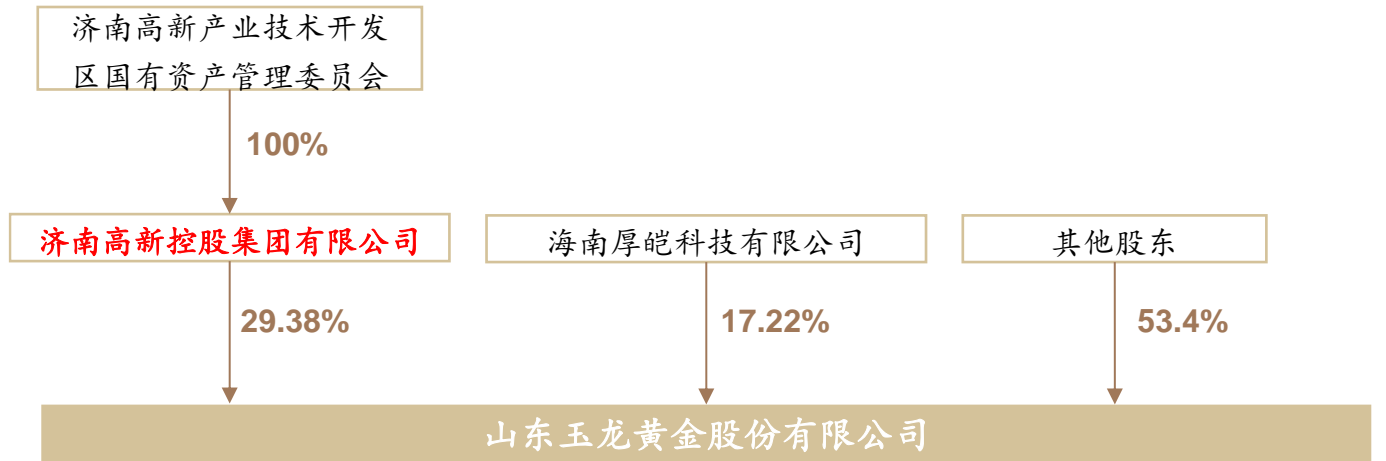
## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 截至 2023Q3, 济高控股为玉龙股份控股股东 .....      | 6  |
| 图 2: 公司毛利结构 .....                        | 6  |
| 图 3: 公司营收 .....                          | 7  |
| 图 4: 公司归母净利 .....                        | 7  |
| 图 5: 收购帕金戈矿前后股权结构图 .....                 | 7  |
| 图 6: 帕金戈项目图 .....                        | 8  |
| 图 7: 截至 2021 年 4 月, 巴拓项目股权结构图 .....      | 9  |
| 图 8: 巴拓黄金在澳洲西澳南十字矿区 .....                | 9  |
| 图 9: 催腾旗下安夸贝石墨矿 .....                    | 10 |
| 图 10: 安夸贝石墨项目分布和附近基础设施 .....             | 11 |
| 图 11: 天然石墨产业链 .....                      | 12 |
| 图 12: 天然石墨加工工艺 .....                     | 12 |
| 图 13: 中国天然石墨需求结构分布 .....                 | 12 |
| 图 14: 中国硅产业链全景图 .....                    | 13 |
| 图 15: 工业硅下游应用 (万吨) 及占比 .....             | 14 |
| 图 16: 钒产业链简图 .....                       | 15 |
| 图 17: 2022 年钒矿分国别产量 (吨) .....            | 15 |
| 图 18: 2020 年中国钒产业需求结构占比 .....            | 15 |
| 图 19: 贸易业务营收稳定在 100 亿元量级 .....           | 16 |
| 图 20: 因结构调整, 贸易收入毛利率持续上升 .....           | 16 |
| <br>                                     |    |
| 表 1: 截至 2021 年 3 月 31 日, 帕金戈金矿矿体资源 ..... | 8  |
| 表 2: 截至 2020 年 6 月 30 日, 巴拓金矿矿体资源 .....  | 10 |
| 表 3: 公司贸易量 .....                         | 16 |
| 表 4: 玉龙股份分板块盈利预测 (百万元) .....             | 17 |
| 表 5: 可比公司估值表 .....                       | 17 |

## 1. 玉龙股份：低估黄金股，多矿种资源待释放

公司控股股东为济高控股，实际控制人为济南高新技术产业开发区国有资产管理委员会。2011年公司于沪市主板上市，2020年因自身发展规划及经营发展需要变更公司注册地址、公司名称及经营范围，公司地址从江苏迁至山东地区，公司的名称由“江苏玉龙钢管股份有限公司”变更为“山东玉龙黄金股份有限公司”。

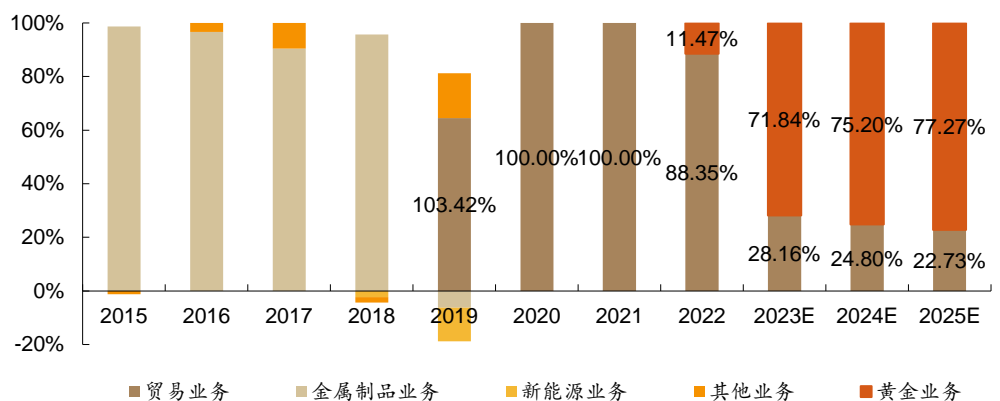
图 1：截至 2023Q3，济高控股为玉龙股份控股股东



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

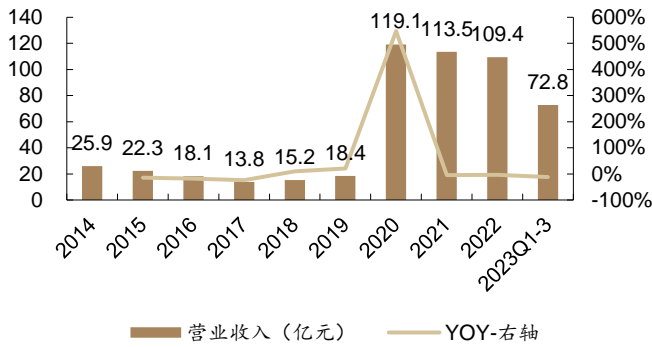
公司主要从事黄金贵金属采选以及矿产、有色金属、煤炭、化工等大宗商品贸易。作为济高控股集团实业运营板块的主力军，公司加快整合境内外黄金矿产资源。贸易业务已覆盖金属矿产品、农林产品、化工品、煤炭等大宗商品类别，主要通过母公司及下属全资子公司上海钜库、香港玉龙开展。

图 2：公司毛利结构



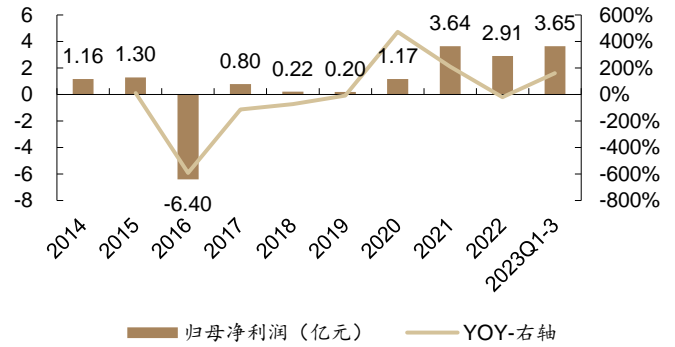
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所预测

图 3：公司营收



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 4：公司归母净利



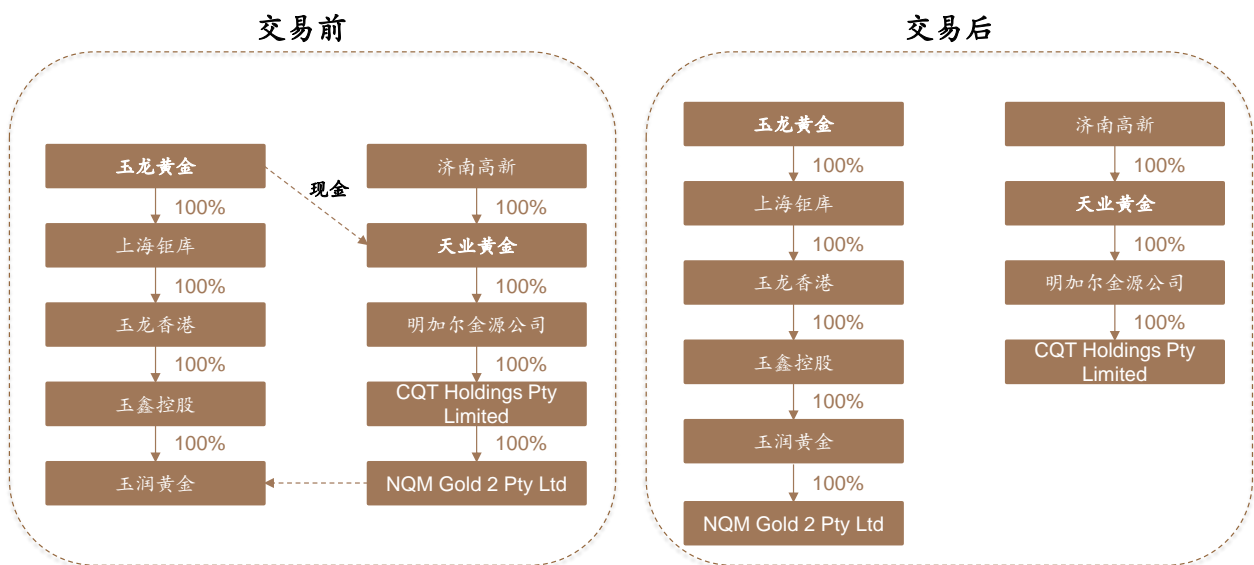
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

## 2. 黄金：依托集团资源，进军金矿开采

### 2.1. 在产矿山：帕金戈金矿利润稳健，预计 2023 年产金达 3 吨

公司已获取帕金戈项目 100% 控制权。2016 年 9 月 7 日，济南高新通过全资子公司明加尔金源收购了 Conquest Mining Limited 持有的 CQT 公司 100% 股权、CQT Gold Australia Pty Ltd 100% 股权以及编号为 EPM15597 的勘探矿权。NQM 公司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。2021 年 10 月，玉龙矿业全资子公司玉润黄金拟以现金方式收购天业黄金全资子公司 CQT 持有的 NQM Gold 2 Pty Ltd 100% 股权，以取得帕金戈金矿 100% 控制权，交易的对价为 9.03 亿元人民币。

图 5：收购帕金戈矿前后股权结构图



资料来源：济南高新公司公告-《济南高新发展股份有限公司重大资产出售暨关联交易报告书》，德邦研究所

帕金戈金矿项目距离昆士兰州查特斯堡南部 50 公里处，距离汤斯维尔镇西南部 134 公里。项目于 1983 年开始进行黄金开采活动，一直延续至今。截至 2023 年 6 月 30 日，帕金戈金矿区拥有符合 JORC 标准矿石量 1090.8 万吨，比上年同

期增加 302.5 万吨，金金属量 202.1 万盎司 (62.86 吨)，比上年同期增加 31.5 万盎司 (9.80 吨)，平均品位 5.8 克/吨。

图 6：帕金戈项目图



资料来源：明加尔金源官网，德邦研究所

表 1：截至 2021 年 3 月 31 日，帕金戈金矿矿体资源

| 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    |
| 近地表合计     | 8          | 3           | 1          | 175         | 4          | 23         | 471         | 3.1        | 48         |
| 深部矿体合计    | 227        | 8.3         | 61         | 2,026       | 7.1        | 463        | 4,068       | 6.3        | 817        |
| 高品位零星矿体   | 218        | 17.8        | 125        | 102         | 14.1       | 46         | 47          | 13.6       | 20         |
| <b>合计</b> | <b>453</b> | <b>12.8</b> | <b>187</b> | <b>2303</b> | <b>7.2</b> | <b>532</b> | <b>4586</b> | <b>6.1</b> | <b>885</b> |

资料来源：济南高新公司公告，德邦研究所

我们预计 2023 年产金 3 吨，此后维持该产量规模。(2023H1，NQM 公司 (帕金戈矿区) 实现产金量 5 万盎司 (折合 1.56 吨)，实现营业收入 6.7 亿元，实现净利润 2.27 亿元)。按照上半年数据计算公司单位盈利为 145 元/克，考虑下半年金价上涨，全年按照 150 元/克单位净利计算，我们预计全年黄金贡献归母净利高达 4.5 亿元。

## 2.2. 储备项目：巴拓金矿为公司坚实的资源储备

目前，巴拓实业 100% 股权、巴拓黄金矿业有限公司 100% 股权和巴拓黄金拥有的 125 个采矿权目前处于质押状态，债权人为济南高新控股集团有限公司。



图 7: 截至 2021 年 4 月, 巴拓项目股权结构图



资料来源: 公司公告-《山东玉龙黄金股份有限公司拟购买 BartoIndustryCoPtyLtd100%股权项目资产评估报告》, 德邦研究所

注: \*\*为主要实体矿业公司

巴拓黄金的主要业务为金等贵金属的勘探、开采和加工。主要持有南十字金矿项目, 为巴拓实业的主要黄金资产。公司在生产出金锭后, 委托当地铸币厂进行加工提纯, 生产出高纯度的金锭, 然后根据澳洲当地当日黄金价格出售给铸币厂。巴拓黄金 Marvel Loch 选厂采用通用的 CIP 碳浸工艺和重力流程进行矿石加工, 破碎系统改造完成后, 选厂处理能力为 210 万吨/年。

根据 CSA Global Pty Ltd 编制的《INDEPENDENT TECHNICAL REPORT MINERAL RESOURCES BARTO GOLD OPERATIONS, WESTERN AUSTRALIA》, 巴拓实业下属的全资子公司巴拓黄金在澳洲西澳南十字矿区拥 Cornishman 等 19 个露天金矿体和 15 个地下金矿体。截至 2020H1, 巴拓黄金保有 2835 千盎司金金属资源量, 折 88.18 吨。

图 8: 巴拓黄金在澳洲西澳南十字矿区



资料来源: 明加尔金源官网, 德邦研究所

表 2: 截至 2020 年 6 月 30 日, 巴拓金矿矿体资源

| 矿体   | 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 |
| 露天矿体 | 4881   | 2.9     | 456     | 4061.7 | 2.1     | 270     |
| 地下矿体 | 7928   | 4.5     | 1155    | 5826.5 | 5.1     | 954     |
| 合计   | 12809  | 3.9     | 1611    | 9888.2 | 3.9     | 1224    |

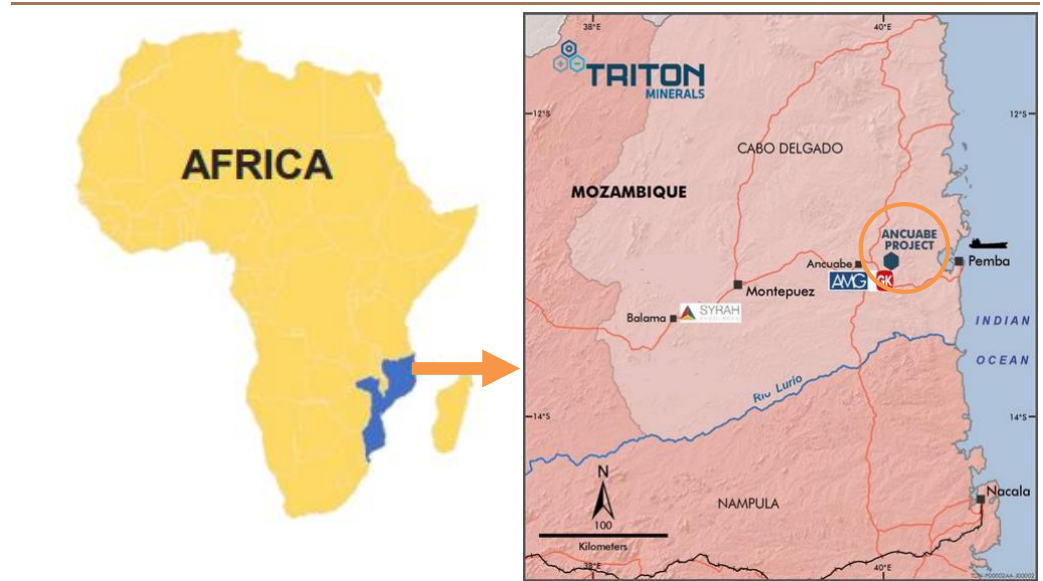
资料来源: 公司公告-《山东玉龙黄金股份有限公司拟购买 BartoIndustryCoPtyLtd100%股权项目资产评估报告》, 德邦研究所

### 3. 其他矿产: 布局初具雏形, 利润待释放

#### 3.1. 石墨矿: 布局莫桑比克优质石墨矿, 公司持股 11.44%

安夸贝项目位于莫桑比克北部, 预计年产 6 万吨高纯石墨。2019 年 6 月, 济高控股向催腾矿业 (Triton) 注资 1950 万澳元 (约合人民币 9338.55 万元), 获得其 34.01% 股权, 以共同推动催腾旗下安夸贝石墨矿的开发, 开采寿命为 27 年。催腾矿业致力于从事石墨矿项目的勘探、开采, 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。

图 9: 催腾旗下安夸贝石墨矿



资料来源: 催腾矿业官网, 德邦研究所

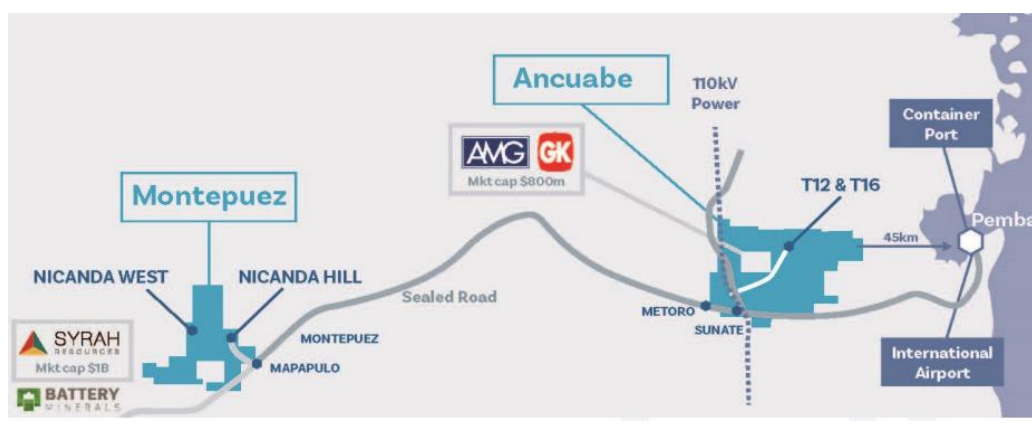
安夸贝石墨项目在 2017 年完成了最终可行性研究, 确认该项目有极高的矿化品位、长服务年限和高附加值产品。初始 JORC 资源量评估中, 矿石储量 2490 万吨, 平均总石墨碳品位为 6.2%。

2022 年 9 月, 在公司认购催腾矿业定向增发股票公告中表示, 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, 安夸贝项目拥有符合 JORC 标准的石墨矿资源量约 4610 万吨, 可采储量 2489.50 万吨: T16 矿区可采储量 1117.00 万吨, 平均固定碳品位 7.28%; T12 矿区可采储量 1372.50 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。巴拉马北、巴拉马南石墨矿项目尚处于资源勘探阶段。

2023 年中报显示, 公司出资 500 万澳元入股澳交所上市公司催腾矿业事宜完成股份登记手续, 公司成为催腾矿业的第二大股东, 持股比例 11.44%, 实现了公司在非洲新能源矿产项目零的突破。公司已与莫桑比克政府、催腾矿业主要股东就石墨矿项目未来建设达成一致, 将发挥自身优势协助当地政府和催腾矿业共同推动项目建设投产, 力争在“石墨新材料产业链”新发展理念中寻找机遇、拓展优势, 切实打好石墨新材料产业发展组合拳, 奋力走出转型发展新路子。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。截至 2023H1, 催腾公司安夸贝项目已获得道路使用许可证、道路施工许可证、营地建设许可证、开工许可证等行政许可, 为正式开工建设做好准备; 项目现场已完成主干道至临时营地约 18 公里道路修复工作。

图 10: 安夸贝石墨项目分布和附近基础设施



资料来源: 催腾矿业官网, 德邦研究所

**集团石墨产业稳步推进。**2019 年 3 月, Triton 宣称其与中国青岛金汇石墨有限公司签署框架协议 (MOU), 内容包括项目投资、石墨承购以及技术合作等, 青岛金汇将以直接投资人的身份完成安夸贝项目高达 10% 的注资, 承购该项目 15000 吨/年的石墨精矿, 面向中国阻燃、耐火和锂电市场的石墨深加工技术合作等。济南高新还将为该矿场的 EPC 项目提供融资支持。**2019 年 6 月, 济高控股计划在山东高新东区 600 亩的商业用地上, 打造中英石墨烯产业园。**济高控股副总经理杨文明在 2019 济南高新东区发展高峰论坛上表示, 通过对接英国曼彻斯特大学和剑桥大学, 整合莫桑比克石墨烯矿资源, 同时和中科院、山东大学、北京石墨烯研究院共同设立山东石墨烯研究院, 把产业导入载体。未来三到五年, 实现建设、产业导入、招商同步进行, 在高新东区再打造一个千亿级的产业集群。**2019 年 7 月, 济高控股借给催腾 200 万澳元; 同年 11 月, 济高控股再借给催腾 270 万澳元, 合计 470 万澳元的资金可以保证催腾满足莫桑比克当地的采矿政策要求, 以开始建设安夸贝石墨项目。**Triton 方面与青岛海达、青岛天盛达、青岛晨阳、宜昌新成石墨公司接连签署承购协议。**2022 年 3 月, 催腾更新了安夸贝石墨项目的战略以及小范围研究, 重点是在短期内将项目投入生产。**

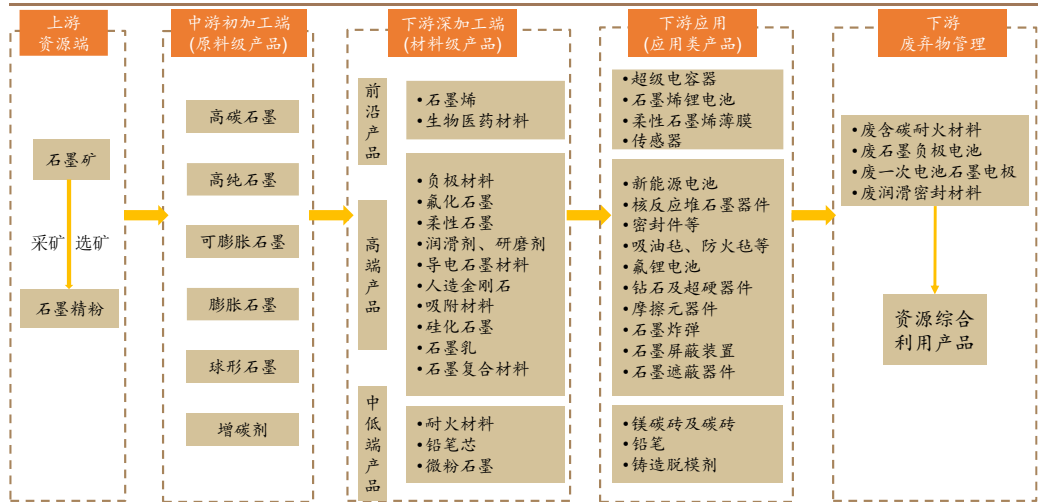
### 天然石墨行业概述

天然石墨依其结晶形态可分成晶质石墨 (鳞片石墨) 和隐晶质石墨 (土状石墨) 两种类型, 在目前技术经济条件下, 晶质石墨的用途更广阔, 资源价值及战

略性地位更高。晶质石墨根据固定碳含量又可分为高纯石墨（固定碳含量 $\geq 99.9\%$ ）、高碳石墨（固定碳含量 94%-99.9%）、中碳石墨（固定碳含量 80%-94%）及低碳石墨（固定碳含量 50%-80%）。我国是石墨资源大国，是世界少数几个既有晶质石墨又有隐晶质石墨的国家。

天然石墨产业链主要包括石墨资源开发、深加工、产品应用及废弃物管理 4 个阶段，对应原料级产品、材料级产品、应用类产品、资源综合利用产品链。工艺上，天然石墨生产流程主要分为提纯、改性、混合、碳化四大环节，相较于人造石墨，由于不需要石墨化这一环节，因此天然石墨的生产成本要低于人造石墨。

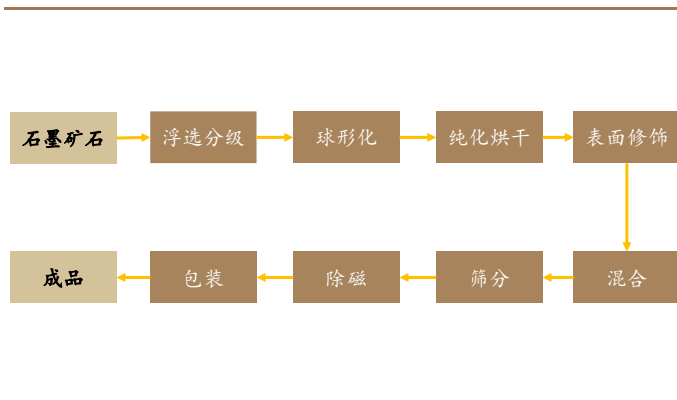
图 11：天然石墨产业链



资料来源：石墨网，德邦研究所

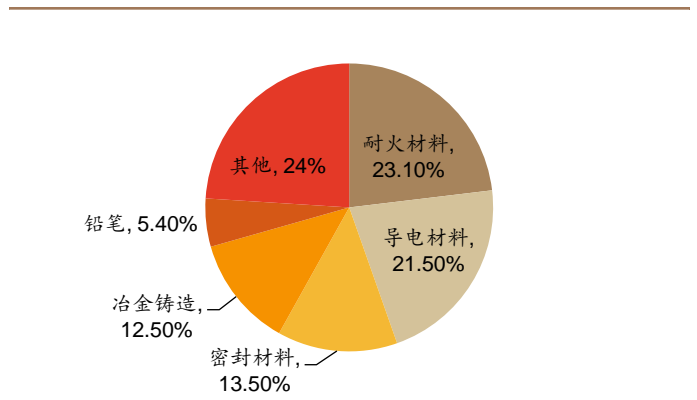
从国内市场需求结构来看，天然石墨在冶金铸造、耐火材料的需求占比有较为明显的减少，密封材料、负极材料导电材料等领域占比持续提升。具体来看，我国天然石墨需求占比前三分别为耐火材料、导电材料和密封材料，占比分别为 23.1%、21.5%和 13.5%。

图 12：天然石墨加工工艺



资料来源：石墨网，华经情报网，德邦研究所

图 13：中国天然石墨需求结构分布



资料来源：石墨网，华经情报网，德邦研究所

### 3.2. 硅石矿：东北地区首拓矿业项目，公司持股 35%

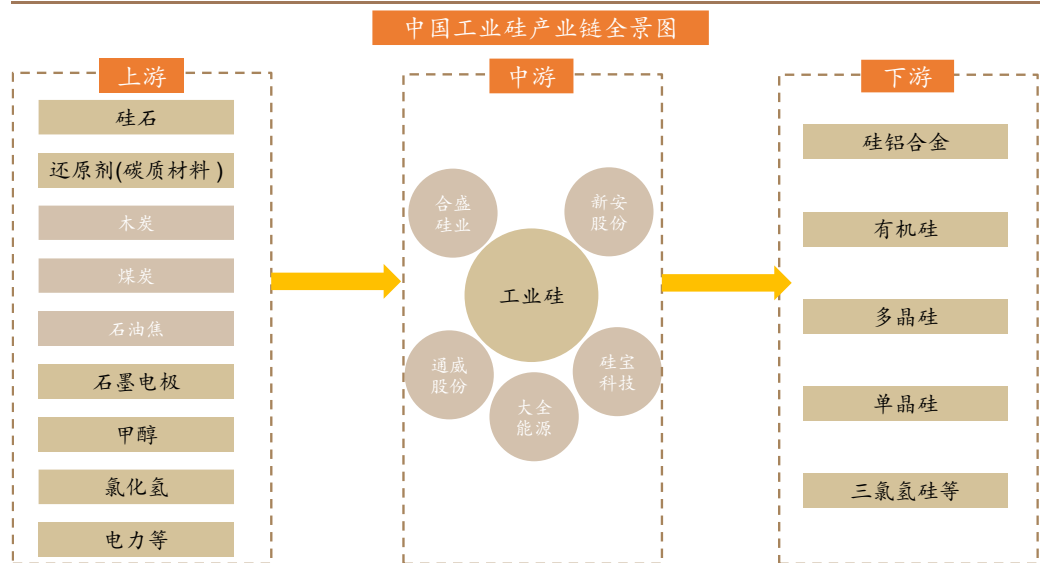
灯塔市双利硅石矿项目是玉龙股份在东北地区拓展的首个矿业项目，该项目顺利实现开工奠基对提升公司在东北地区矿业市场知名度将起到极大的助推作用。该项目一期设计产能 50 万吨/年，厂区占地面积 60 余亩，建设厂房面积 12000

m<sup>2</sup>，设计破碎线 1 条，选矿生产线 2 条，建设周期约 8 个月，预计 2024 年 3 月正式达到设计产能。2023 年 3 月 9 日，公司与郑凤明、谭铃元和灯塔市双利硅石矿业有限公司签订《合作开发协议》，公司拟以增资方式向灯塔硅石投资 2575 万元，持有灯塔硅石 35% 的股权，已于 2023 年 3 月 10 日完成工商变更登记手续。灯塔硅石成立于 2012 年 11 月 1 日，持有编号为 C2110002009086130034398 的《采矿许可证》，露天方式开采冶金用石英岩。

### 硅石行业概述

我国工业硅产业链上游主要包括硅石、还原剂（木炭、煤炭、石油焦）、石墨电极、甲醇、氯化氢、电力等；中游为工业硅生产；下游主要为有机硅、多晶硅、硅铝合金、单晶硅、三氯氢硅等。

图 14：中国硅产业链全景图



资料来源：深圳市电子商会，中商产业研究院，德邦研究所

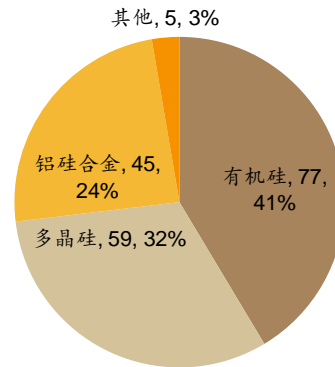
**上游：**硅石是脉石英、石英岩、石英砂岩的总称。主要用于冶金工业用的酸性耐火砖。我国硅石资源主要分布在石英岩中，占比达 53.4%；其次为天然石英砂，占比达 31.5%，石英砂岩占比达 14.2%。

**中游：**工业硅又称金属硅，由硅石和碳质还原剂在矿热炉内冶炼而成，主要应用于硅铝合金、有机硅、多晶硅等行业。2021 年我国工业硅行业总体运行平稳，行业供需两旺，价格大幅上涨。2021 年，中国工业硅产量 261 万吨，同比增长 24.3%。近年来，受光伏产业需求拉动，我国工业硅消费量整体呈现增长趋势。

**下游：**我国工业硅下游市场中有机硅是最主要的应用领域。中国有色金属工业协会硅业分会及中商情报网数据显示，2021 年有机硅消费工业硅 77 万吨，占比 41%。其次，多晶硅消费工业硅 59 万吨，占比 32%；铝合金消费工业硅 45 万吨，占比 24%。有机硅作为化工新材料的一种，性能优异，被广泛应用于电子、电器、航空、航天、建筑、纺织、医药、日化等领域，是社会经济发展和国民生活水平提高不可缺少的材料。同时，在半导体、新能源、5G 等产业快速发展的带动之下，有机硅产量和需求量进一步增长。在国家政策的支持下，我国光伏行业迅速发展，带动了多晶硅产量持续扩大。多晶硅产量由 2017 年的 24.2 万吨增至 2020 年的 39.2 万吨。2021 年多晶硅产量突破 50 万吨，达到 50.5 万吨，同比增

长 28.8%。

图 15: 工业硅下游应用 (万吨) 及占比



资料来源: 中国有色金属工业协会硅业分会, 中商产业研究院, 德邦研究所

### 3.3. 钒矿: 布局钒液流电池上游。持股 67%

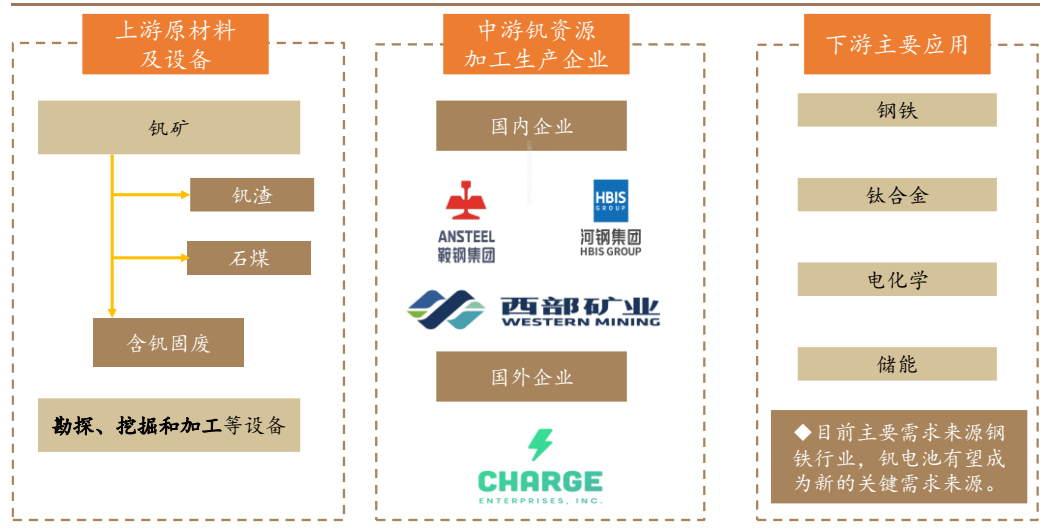
根据第三方机构出具的可研和评估报告, 楼房沟钒矿预计 2025 年试生产, 进入稳产期后预计每年可加工、生产五氧化二钒 4814.22 吨。2022 年 12 月, 公司以现金方式收购陕西山金 67% 的股权, 交易对价 13065 万元, 以此取得陕西省商南县楼房沟钒矿项目采矿权。同时, 公司牵手全钒液流储能电池领域“龙头企业”大连融科, 围绕钒矿资源全产业链布局开展合作。2023 年 3 月, 陕西山金 67% 股权完成过户登记手续, 并取得由陕西省自然资源厅颁发的商南县楼房沟钒矿项目《采矿许可证》。随后, 公司迅速组建项目团队, 陆续开展了项目可研报告、采矿项目立项申请报告、土地预审、项目安全专篇设计、采矿项目环评延续等方面的工作。截至 2023H1, 公司已完成项目可研报告的编制; 取得市局土地预审批复文件、采矿项目环评继续有效的批复文件; 采矿项目立项申请报告已出具正式文件。

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%, 就石煤钒矿形态而言, 属于国内大型石煤钒矿。商南县钒矿资源丰富, 整合前景广阔, 现已探明钒矿资源储量约 2.5 亿吨, 原矿品位普遍在 1.1% 左右, 属于典型的富矿, 全县共设置钒矿探矿权 6 宗、采矿权 16 宗, 有多家钒加工生产企业, 是当地政府重点扶持的支柱产业。去年 11 月, 公司与商南县人民政府就楼房沟钒矿项目开发签订战略合作协议, 当地政府将成立项目推进领导小组, 给予上市公司全方位政策支持, 确保钒矿项目早日落地建设投产, 实现地方与企业互利共赢共同发展。

#### 钒行业概述

钒上游行业主要有钒矿、含钒固废等原材料和勘探、挖掘和加工设备, 中游主要是钒产品 (以五氧化二钒为主) 生产企业为主, 主要有攀钢钒钛、河钢承德、川威等, 下游主要应用于钢铁、钛合金、电化学储能等, 主要产品主要有低合金板、化学制品、钛合金、工具钢、高合金钢、HSLA 钢、碳素钢等。

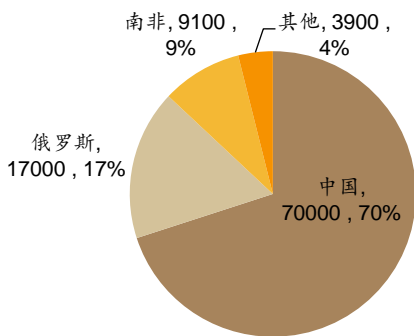
图 16: 钒产业链简图



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

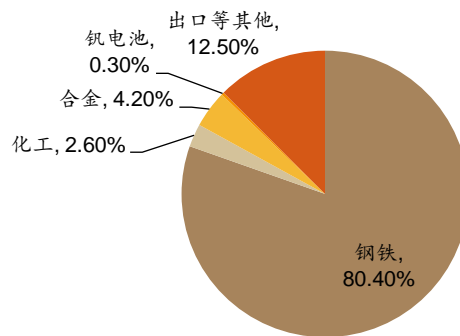
钒产品上游是钒矿, 根据 USGS 数据, 2022 年全球钒矿产量 10 万吨, 其中中国产 7 万吨, 占比 70%, 其次是俄罗斯产 1.7 万吨, 占比 17%。下游需求端, 目前国内钒仍主要以钢铁行业为主, 占比超 80% (算上出口需求), 整体需求增量来源于钢铁行业, 随着整体国家政策推动基建投资提速, 网络式交通基础设施铺展, 整体钒产业需求持续增长。同时, 虽然钒电池整体商业化仍需时间推进, 预计未来随着全钒液流电池和储能技术和应用发展, 有望为我国钒产业带来新的行业增长点。

图 17: 2022 年钒矿分国别产量 (吨)



资料来源: Wind, USGS, 德邦研究所

图 18: 2020 年中国钒产业需求结构占比



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

## 4. 贸易: 结构调整, 稳健发展

公司从事的大宗商品贸易业务产品种类覆盖矿产品、有色及贵金属、农林产品、化工品、煤炭、油品等大宗商品类别, 随着公司战略布局升级, 相关业务模式将持续优化。公司未来将集中资源扩展盈利能力更强、业务稳定性更好且与矿产主业协同度更高的产品, 积极开拓新的业务板块, 丰富产业体系, 进一步提升公司的盈利能力和核心竞争力。

此外, 公司的大宗商品贸易围绕产业客户整合资源, 通过对渠道的自主控制, 实现产业链上下游产品的流通。公司目前已经建立了稳定的供应渠道和销售渠道, 积累

了丰富的优质客户和供应商资源,经验丰富且专业过硬的人才团队,具备物流、商流、信息流和资金流的强大整合能力以满足围绕产业链进行市场多元化、产品多元化拓展的需求。

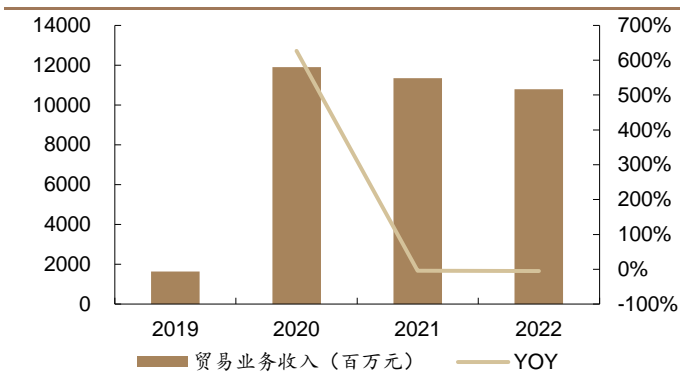
表 3: 公司贸易量

|                    | 2019   | 2020    | 2021   | 2022   |
|--------------------|--------|---------|--------|--------|
| <b>贸易量-购买 (万吨)</b> |        |         |        |        |
| 煤炭                 | 167.68 | 2012.68 | 835.17 | 946.81 |
| 农产品                | 2.14   | 2.49    | 20.34  | 6.36   |
| 化工品                | 6.85   | 56.28   | 32.00  | 30.96  |
| 原油                 |        | 25.63   | 5.42   | 0.00   |
| 金属矿产品              |        | 15.06   | 2.60   | 4.51   |
| 天然橡胶               | 4.21   | 9.72    |        |        |
| <b>贸易量-销售 (万吨)</b> |        |         |        |        |
| 煤炭                 | 158.40 | 1964.82 | 892.31 | 861.95 |
| 农产品                | 2.14   | 2.49    | 20.34  | 6.34   |
| 化工品                | 6.85   | 56.28   | 32.00  | 30.96  |
| 原油                 |        | 7.75    | 23.29  | 0.01   |
| 金属矿产品              |        | 15.05   | 2.43   | 4.69   |
| 天然橡胶               | 4.21   | 9.72    |        |        |

资料来源:公司公告-公司年报(2019-2022),德邦研究所

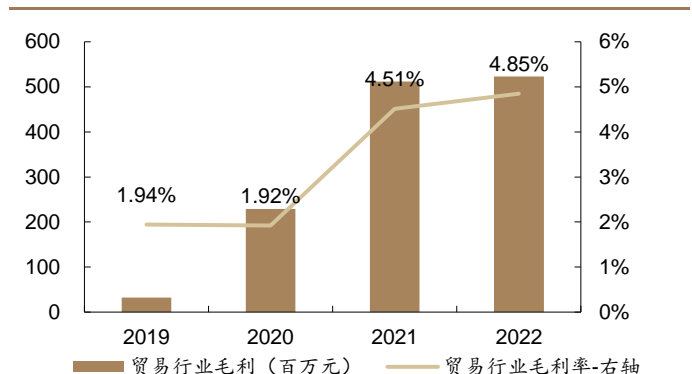
在采购及销售大宗商品时,公司管理团队抓住了大宗商品价格持续上涨的机遇,2020年公司在原油价格低位采购的原油为公司带来显著高于整体的毛利率。公司瞄准原油、矿产品等盈利能力更高的贸易品类,优化产品结构,提高盈利能力,助力公司高质量可持续发展。

图 19: 贸易业务营收稳定在 100 亿元量级



资料来源:公司公告,德邦研究所

图 20: 因结构调整,贸易收入毛利率持续上升



资料来源:公司公告,德邦研究所

## 5. 盈利预测和估值分析

### 5.1. 盈利预测

- 金矿业务。价格方面,我们预计 2023-2025 年上海金交所黄金现货收盘均价分别为 450/455/460 元/克,产量方面,我们预计 2023-2025 年公司帕金戈金矿产量分别为 3/3.35/3.37 吨。
- 贸易业务稳步发展,结构持续优化。



根据假设和计算，我们预计 2023-2025 年公司金矿业务收入分别为 12.7/14.3/14.6 亿元，总营收分别为 110/107/102 亿元；预计 2023-2025 年归母净利润分别为 5.2/6.0/6.3 亿元，2024 年 1 月 9 日收盘价对应 PE 分别为 15.7x、13.7x、13.0x。

**表 4：玉龙股份分板块盈利预测（百万元）**

|      | 2020 | 2021  | 2022E  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |       |
|------|------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 金矿板块 | 收入   |       | 144    | 1269   | 1432   | 1455   |       |
|      | YOY  |       |        | 779%   | 13%    | 2%     |       |
|      | 成本   |       | 76     | 650    | 733    | 710    |       |
|      | YOY  |       |        | 751%   | 13%    | -3%    |       |
|      | 毛利   |       | 68     | 619    | 699    | 745    |       |
|      | YOY  |       |        | 812%   | 13%    | 7%     |       |
|      | 毛利率  |       | 47.07% | 48.80% | 48.83% | 51.20% |       |
| 贸易板块 | 收入   | 11908 | 11352  | 10790  | 9711   | 9226   | 8765  |
|      | YOY  | 627%  | -5%    | -5%    | -10%   | -5%    | -5%   |
|      | 成本   | 11680 | 10840  | 10267  | 9469   | 8995   | 8545  |
|      | YOY  | 627%  | -7%    | -5%    | -8%    | -5%    | -5%   |
|      | 毛利   | 229   | 512    | 523    | 243    | 231    | 219   |
|      | YOY  | 618%  | 124%   | 2%     | -54%   | -5%    | -5%   |
|      | 毛利率  | 1.92% | 4.51%  | 4.85%  | 2.50%  | 2.50%  | 2.50% |
| 合计   | 收入   | 11908 | 11352  | 10936  | 10980  | 10658  | 10220 |
|      | YOY  |       | -5%    | -4%    | 0%     | -3%    | -4%   |
|      | 成本   | 11680 | 10840  | 10344  | 10118  | 9728   | 9256  |
|      | YOY  |       | -7%    | -5%    | -2%    | -4%    | -5%   |
|      | 毛利   | 229   | 512    | 592    | 862    | 930    | 964   |
|      | YOY  |       | 124%   | 16%    | 46%    | 8%     | 4%    |
|      | 毛利率  | 1.92% | 4.51%  | 5.42%  | 7.85%  | 8.73%  | 9.43% |

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

## 5.2. 可比公司估值

我们选取黄金板块上市公司山东黄金、中金黄金、银泰黄金、湖南黄金和四川黄金和公司进行估值对比，公司估值明显低于可比公司。我们看好公司优质资源帕金戈金矿稳定释放利润、集团资产的注入预期以及外延并购能力，参考可比公司 2024 年 PE 均值 24.8x，计算目标市值 148 亿元，目前市值仅为 82 亿，目标价 19.0 元/股，维持“买入”评级。

**表 5：可比公司估值表**

| 证券简称 | 证券代码      | 市值（亿元） | PE    |       |       | EPS（元/股） |       |       | 收盘价（元） |
|------|-----------|--------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|--------|
|      |           |        | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E    | 2024E | 2025E |        |
| 山东黄金 | 600547.SH | 921    | 43.1  | 30.7  | 22.8  | 0.52     | 0.73  | 0.98  | 22.39  |
| 中金黄金 | 600489.SH | 466    | 16.0  | 14.8  | 14.1  | 0.60     | 0.65  | 0.68  | 9.61   |
| 银泰黄金 | 000975.SZ | 404    | 26.5  | 21.1  | 16.7  | 0.55     | 0.69  | 0.87  | 14.56  |
| 湖南黄金 | 002155.SZ | 128    | 17.8  | 12.5  | 9.5   | 0.60     | 0.85  | 1.12  | 10.65  |
| 四川黄金 | 001337.SZ | 109    | 47.0  | 44.7  | 44.7  | 0.55     | 0.58  | 0.58  | 25.96  |
| 总体均值 |           |        | 30.1  | 24.8  | 21.6  |          |       |       |        |
| 玉龙股份 | 601028.SH | 82     | 15.7  | 13.7  | 13.0  | 0.67     | 0.77  | 0.81  | 10.50  |

资料来源：Wind，山东黄金、中金黄金、银泰黄金、湖南黄金和玉龙股份的盈利预测来自德邦研究所，四川黄金来自 Wind 一致预期，数据截至 2024 年 1 月 9 日

## 6. 风险提示

1) 黄金价格大幅下跌; 2) 海外矿山生产受阻; 3) 钒矿、石墨矿等进度不及预期。

## 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   | 0.67  | 0.77  | 0.81  |
| 每股净资产     | 3.56   | 4.09  | 4.71  | 5.34  |
| 每股经营现金流   | -0.57  | 1.91  | 0.31  | 2.05  |
| 每股股利      | 0.10   | 0.12  | 0.15  | 0.18  |
| 价值评估(倍)   |        |       |       |       |
| P/E       | 30.86  | 15.73 | 13.71 | 12.97 |
| P/B       | 3.23   | 2.56  | 2.23  | 1.97  |
| P/S       | 0.75   | 0.75  | 0.77  | 0.80  |
| EV/EBITDA | 20.75  | 9.92  | 9.09  | 7.23  |
| 股息率%      | 0.9%   | 1.1%  | 1.4%  | 1.7%  |
| 盈利能力指标(%) |        |       |       |       |
| 毛利率       | 5.4%   | 7.9%  | 8.7%  | 9.4%  |
| 净利润率      | 2.6%   | 4.7%  | 5.5%  | 6.4%  |
| 净资产收益率    | 10.5%  | 16.3% | 16.3% | 15.2% |
| 资产回报率     | 4.9%   | 8.6%  | 9.3%  | 9.0%  |
| 投资回报率     | 8.5%   | 12.3% | 12.7% | 11.7% |
| 盈利增长(%)   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率   | -3.7%  | 0.4%  | -2.9% | -4.1% |
| EBIT 增长率  | 14.9%  | 70.9% | 10.5% | 4.2%  |
| 净利润增长率    | -20.0% | 79.5% | 14.7% | 5.7%  |
| 偿债能力指标    |        |       |       |       |
| 资产负债率     | 51.1%  | 45.7% | 41.3% | 39.0% |
| 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   | 1.7   | 1.4   |
| 固定资产周转率   | 132.7  | 90.2  | 67.0  | 52.4  |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润        | 291  | 523   | 600   | 634   |
| 少数股东损益     | -5   | -7    | -9    | 20    |
| 非现金支出      | 82   | 19    | 20    | 22    |
| 非经营收益      | 14   | 65    | 58    | -3    |
| 营运资金变动     | -830 | 900   | -428  | 931   |
| 经营活动现金流    | -448 | 1,499 | 241   | 1,603 |
| 资产         | -52  | -135  | -159  | -144  |
| 投资         | -755 | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -29  | 0     | 1     | 2     |
| 投资活动现金流    | -837 | -135  | -158  | -142  |
| 债权募资       | 670  | 200   | -100  | 100   |
| 股权募资       | 0    | -10   | 0     | 0     |
| 其他         | -129 | -153  | -178  | -141  |
| 融资活动现金流    | 541  | 37    | -278  | -41   |
| 现金净流量      | -747 | 1,401 | -196  | 1,420 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 09 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 | 10,980 | 10,658 | 10,220 |
| 营业成本        | 10,344 | 10,118 | 9,728  | 9,256  |
| 毛利率%        | 5.4%   | 7.9%   | 8.7%   | 9.4%   |
| 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    | 751    | 830    | 864    |
| 财务费用        | 45     | 57     | 52     | 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     | 0      | 1      | 2      |
| 营业利润        | 394    | 694    | 779    | 866    |
| 营业外收支       | -19    | -6     | 2      | 1      |
| 利润总额        | 376    | 688    | 781    | 868    |
| EBITDA      | 463    | 770    | 850    | 886    |
| 所得税         | 89     | 172    | 190    | 214    |
| 有效所得税率%     | 23.7%  | 25.0%  | 24.4%  | 24.7%  |
| 少数股东损益      | -5     | -7     | -9     | 20     |
| 归属母公司所有者净利润 | 291    | 523    | 600    | 634    |

| 资产负债表(百万元) | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金       | 450   | 1,851 | 1,655 | 3,075 |
| 应收账款及应收票据  | 1,709 | 1,036 | 1,154 | 676   |
| 存货         | 854   | 551   | 800   | 486   |
| 其它流动资产     | 1,742 | 1,375 | 1,414 | 1,269 |
| 流动资产合计     | 4,755 | 4,814 | 5,024 | 5,507 |
| 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 | 6,092 | 6,443 | 7,049 |
| 短期借款       | 358   | 558   | 458   | 558   |
| 应付票据及应付账款  | 754   | 371   | 332   | 337   |
| 预收账款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其它流动负债     | 1,079 | 1,019 | 1,035 | 1,024 |
| 流动负债合计     | 2,190 | 1,948 | 1,825 | 1,919 |
| 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 | 2,781 | 2,659 | 2,752 |
| 实收资本       | 783   | 782   | 782   | 782   |
| 普通股股东权益    | 2,787 | 3,206 | 3,688 | 4,181 |
| 少数股东权益     | 112   | 105   | 96    | 116   |
| 负债和所有者权益合计 | 5,922 | 6,092 | 6,443 | 7,049 |

# 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><br>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><br>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。