



玉龙股份 (601028.SH)

买入(首次评级)

当前价格: 9.79元

目标价格: 17.01元

国资控股新征程，低估黄金标的有潜力

投资要点:

➤ **国资控股新征程，切入黄金赛道。**2020年济南高新区国资委成为公司实际控制人，公司相继通过并购澳大利亚帕金戈金矿以及楼房沟钒矿等项目，业务聚焦黄金贵金属与新能源矿产，净利润大幅提升。根据公司业务预告，2023年将实现归母净利润3.9-4.6亿元，同比增加33.9-57.9%，ROE处同行业较高水平。

➤ **优质海外黄金矿山帕金戈，降本增效效果显著。**截至2023年6月30日，帕金戈金矿区拥有矿石量1090.8万吨，金金属量62.86吨，平均品位5.8克/吨，拥有采选产能处理能力为70万吨原矿/年，年产黄金3吨；2022年帕金戈金矿的采矿成本约314元/克，2023H1已降至约220元/克，设备利用率由70%增加到90%左右，选矿回收率由91%增加到93%。

➤ **控股股东持有海外巴拓黄金债权，远期注入或可期。**控股股东持有巴拓黄金母公司天业集团12.1亿元债权，玉龙股份曾在2021年3月份拟收购巴拓实业100%股权，后因外部环境变化于4月份终止，目前以服务协议形式共同管理，远期再注入或可期。巴拓黄金在西澳生产运营南十字项目，拥有黄金资源88.2吨，210万吨/年采选能力，2019年产金2.5吨。

➤ **新能源矿产打造新增长。**公司以现金方式收购陕西山金67%的股权，获得陕西省商南县楼房沟钒矿项目采矿权，拥有五氧化二钒资源量49.99万吨，设计采选能力66万吨/年，年产五氧化二钒4,814吨，预计2025年投产；入股催腾矿业，布局莫桑比克石墨资源，年产7万吨石墨精矿，预计2025年投产；另外，公司参股辽阳双利硅石项目，一期50万吨/年产能预计2024年3月达产。

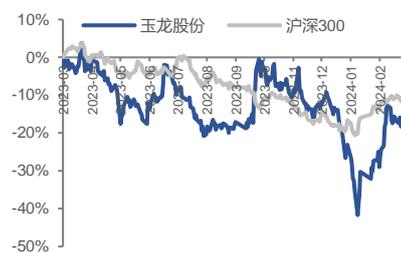
➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润为4.4/6.7/6.3亿元，对应当前股本EPS为0.56/0.85/0.81元/股，对应当前PE为18/12/12倍，明显低于行业平均估值41/25/19X，考虑到公司黄金增量暂时有限，2024年给予公司20XPE估值，对应目标价格17.01元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**金属价格变化不及预期；矿山安全生产风险；在建项目进展不及预期

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	783/783
总市值/流通市值(百万元)	7666/7666
每股净资产(元)	3.94
资产负债率(%)	64.46
一年内最高/最低(元)	12.65/7.11

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆

执业证书编号: S0210522090001

邮箱: WBQ3918@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,352	10,936	10,971	10,240	9,529
增长率	-5%	-4%	0%	-7%	-7%
净利润(百万元)	364	291	437	666	634
增长率	211%	-20%	50%	52%	-5%
EPS(元/股)	0.47	0.37	0.56	0.85	0.81
市盈率(P/E)	21.0	26.3	17.5	11.5	12.1
市净率(P/B)	3.0	2.8	2.4	2.1	1.9

数据来源:公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

量：假设帕金戈金矿生产稳定，2023-2025 年公司矿产金销量 2.8/3.0/3.0 吨；陕西山金钒矿 2025 年如期投产，2025 年实现产量 0.24 万吨；贸易板块逐渐剥离，营收规模下降。

价：降息周期贵金属价格偏强，假设 2023-2025 年黄金价格分别为 450/500/500 元/克；五氧化二钒价格含税为 9.0 万元/吨。

利：黄金矿山降本增效显著，假设成本 220 元/克稳定，预计 2023-2025 年公司黄金板块毛利率分别为 43.3%/56.0%/56.0%；2025 年钒矿毛利率为 10.9%；2023-2025 年贸易板块毛利率降至 2.5%/2.0%/2.0%。

我们区别于市场的观点

市场担心公司矿山服务年限和黄金增量不足。我们认为，1) 公司已将矿区面积由 1690.4 平方公里增加到 3500 平方公里，并已成立专门的勘探公司进行勘探、增储等工作，加大勘查力度，在勘探增储、延长矿山服务年限等方面均有较大提升。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；2) 控股股东持有海外巴拓黄金债权，玉龙股份曾在 2021 年 3 月份拟收购巴拓实业 100% 股权，后因外部环境变化于 4 月份终止，目前以服务协议形式共同管理，远期再注入或可期。同时，公司也将积极寻找优质资源并购项目，保障资源潜力。

股价上涨的催化因素

突发宏观风险事件带动黄金价格大涨；帕金戈增储取得突破性进展；新增矿山项目并购。

估值与目标

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.4/6.7/6.3 亿元，对应当前股本 EPS 为 0.56/0.85/0.81 元/股，对应当前 PE 为 18/12/12 倍，明显低于行业平均估值 41/25/20X，考虑到公司黄金增量暂时有限，2024 年给予公司 20XPE 估值，对应目标价格 17.01 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

金属价格变化不及预期；矿山安全生产风险；在建项目进展不及预期

正文目录

1	国资控股再出发，切入黄金赛道	5
1.1	国资控股开启新篇章	5
1.2	业务聚焦，黄金贵金属与新能源矿产双轮驱动	5
1.3	切入黄金赛道，净利润大幅提升	6
1.4	管理层和控股股东回购，彰显发展信心	8
2	优质黄金资源，增长有潜力	9
2.1	优质海外黄金矿山帕金戈，降本增效效果显著	9
2.2	潜在黄金增量，巴拓黄金	11
2.3	避险+降息前夕，贵金属价格继续偏强	12
3	打造新增长，新能源矿石多元发展	14
3.1	陕西楼房沟钒矿，联手下游协同开发	14
3.2	入股催腾矿业，布局莫桑比克石墨资源	16
3.3	辽阳双利硅石矿选矿建设，投产蓄势待发	16
4	盈利预测和投资建议	17
4.1	核心假设	17
4.2	盈利预测	17
4.3	估值及投资建议	18
5	风险提示	18

图表目录

图表 1:	公司股权结构	5
图表 2:	公司下辖主要矿山分布	6
图表 3:	业务转型带动营收增长/(亿元, %)	7
图表 4:	公司归母净利润大规模增长/(亿元, %)	7
图表 5:	主要毛利构成/亿元	7
图表 6:	各业务毛利率	7
图表 7:	业务扩张阶段性影响费用率	8
图表 8:	ROE 居同行业公司前列	8
图表 9:	董事、高级管理人员及中层管理人员完成增持股份	8
图表 10:	交易前后股权变化	9
图表 11:	帕金戈金矿资源量 (截止 2021 年 3 月 31 日)	10
图表 12:	帕金戈金矿采选作业	10
图表 13:	帕金戈金矿黄金产量/吨	10
图表 14:	巴拓实业股权结构 (截止 2021 年 3 月)	11
图表 15:	南十字金矿资源量 (截止 2020 年 6 月 30 日)	11
图表 16:	巴拓实业产量情况	12
图表 17:	美债收益率与黄金价格/(%, 美元/盎司)	12
图表 18:	核心 CPI 持续回落	13
图表 19:	美联储点阵图显示加息进入尾声	13
图表 20:	长短美债继续倒挂/%	13
图表 21:	美国一般政府债务债务占 GDP 比重	13
图表 22:	央行购金量/吨	14
图表 23:	楼房沟钒矿资源量	15
图表 24:	钒矿项目规划图	15
图表 25:	石墨矿地理位置	16



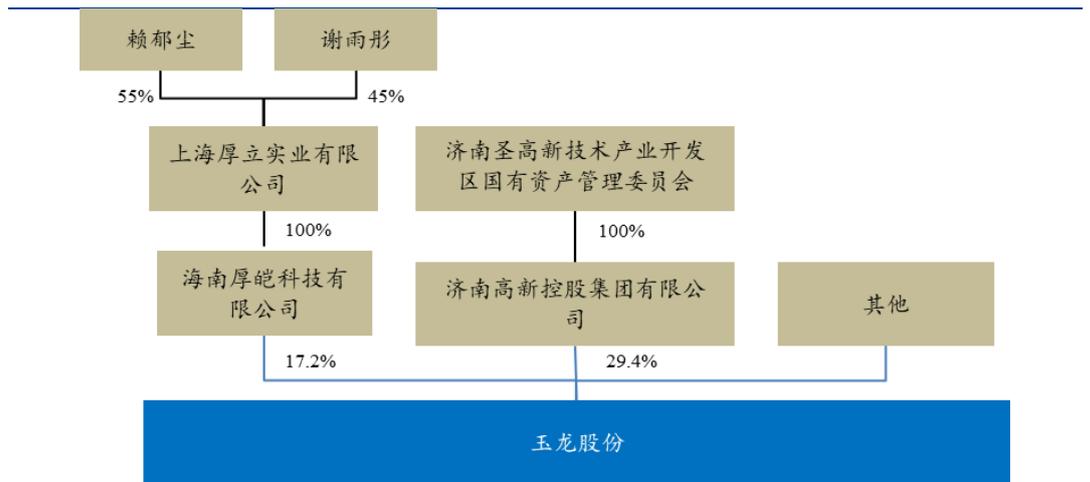
图表 26: 工厂平面设计图.....	16
图表 27: 盈利预测.....	17
图表 28: 可比公司估值.....	18
图表 29: 盈利及估值敏感性分析.....	18
图表 30: 财务预测摘要.....	20

1 国资控股再出发，切入黄金赛道

1.1 国资控股开启新篇章

公司前身无锡县高频焊管厂于 1994 年改制成为江苏玉龙钢管集团，1999 年资产转让后由集体企业变更为私营企业，实控人为唐氏家族；2011 年在上海证券交易所挂牌上市；2016 年知合科技受让公司 16.9% 股权，公司实控人变更为王文学先生；2019 年厚能科技受让知合科技 26% 股权，赖郁尘先生成为公司实控人；2020 年和 2021 年知合科技和厚能科技分别将 24% 和 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持股 29%，济南高新区国资委成为公司实际控制人。2020 年公司更名为山东玉龙黄金股份有限公司，注册地址变更为中国（山东）自由贸易试验区。2021-2022 年，公司通过并购澳大利亚帕金戈金矿以及楼房沟钒矿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：公司股权结构



注：截止 2023 年三季度
数据来源：公司公告、Wind、华福证券研究所

1.2 业务聚焦，黄金贵金属与新能源矿产双轮驱动

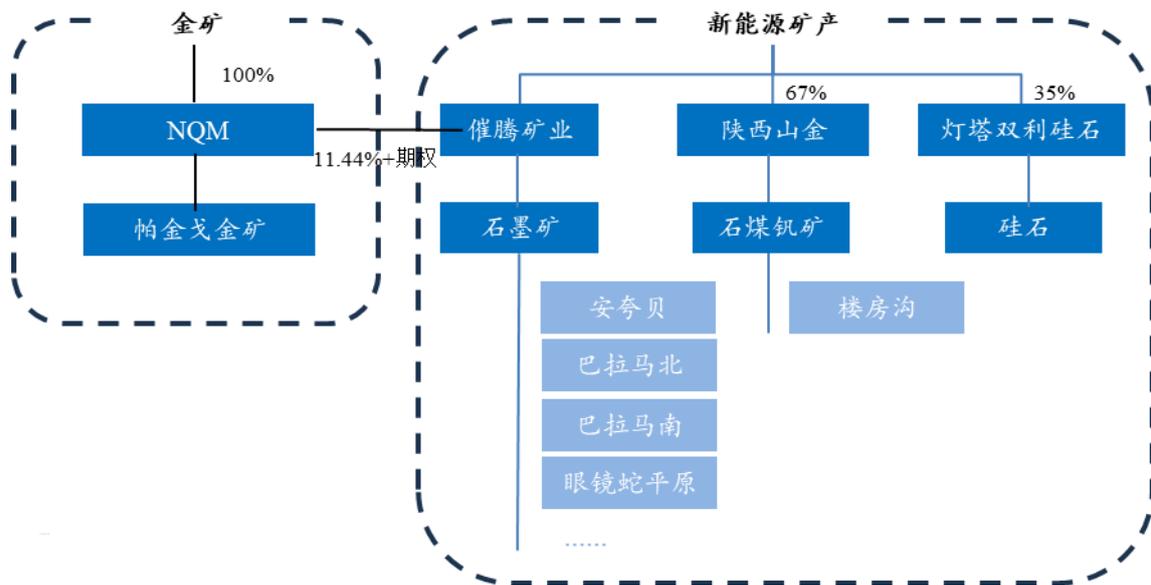
公司积极推进业务转型进程，不断寻求新的利润增长点，持续改善公司业绩。

上市初期主营钢铁业务，产品以焊管等钢铁制品为主；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，主营业务为石墨烯电池正、负极材料的研发、制造和销售，进军新能源锂电领域。

剥离传统业务及新能源资产，转型大宗商品贸易。2019 年，公司加大钢管业务的剥离力度、处置新能源业务严控经营风险，结合国内外各类大宗商品的供需格局和政策导向，公司作出战略调整，新增煤炭、天然橡胶、化工品等大宗商品贸易业务，当年盈利大幅改善。

加速转型，业务聚焦黄金和新能源矿产。2021年，公司收购 NQM Gold 2 Pty Ltd 全部股权获得澳大利亚东部昆士兰州的帕金戈金矿控制权，2022年完成股权过户；2022年，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；2023年完成认购澳交所上市公司催腾矿业定向增发股票，实现石墨矿产业布局；并且，现金收购陕西山金矿业 67%的股权，取得楼房沟钒矿项目采矿权。

图表 2：公司下辖主要矿山分布



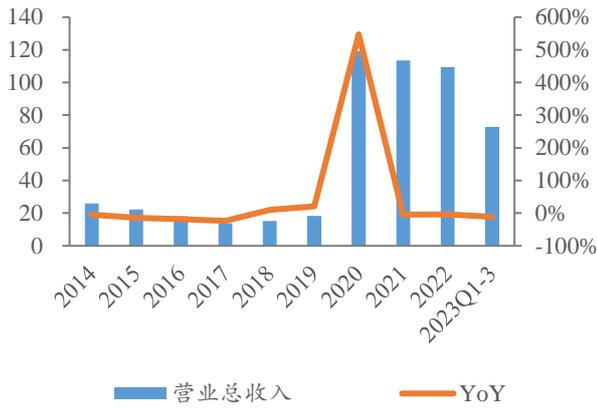
数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.3 切入黄金赛道，净利润大幅提升

业务转型带动营收规模增加。2019年公司布局业务转型，2020年贸易收入大幅增加；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，2022年公司实现营业收入109.4亿元，其中，贸易占比98.7%，黄金采选占比1.3%；2023年前三季度实现营业总收入72.8亿元，同比下降11.7%，主因聚焦矿山业务收缩贸易规模。

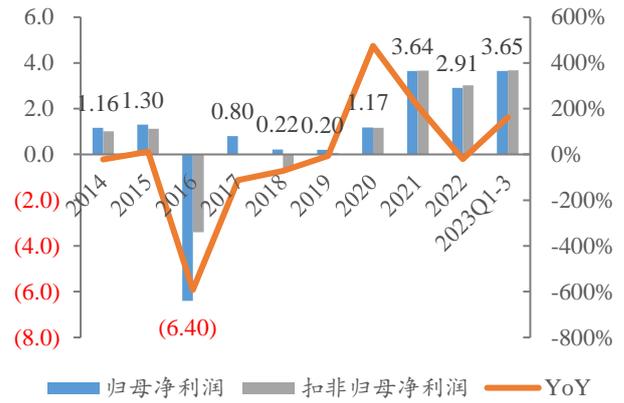
黄金矿山并表后，归母净利润实现大规模增长。根据业绩承诺，NQM公司在2022年度、2023年度和2024年度净利润分别不低于3,600万澳元、不低于3,900万澳元、不低于4,100万澳元，将显著优化公司营收结构，提高盈利能力。2023年前三季度，公司实现归母净利润3.65亿元，同比增加162.5%，根据公司业绩预告，2023年将实现归母净利润3.9-4.6亿元，同比增加33.9-57.9%。

图表 3：业务转型带动营收增长/(亿元, %)



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 4：公司归母净利润大规模增长/(亿元, %)



数据来源：Wind、华福证券研究所

黄金接力，贡献利润增量。2019 年以前公司利润主要由金属制品贡献，业务调整后贸易业务贡献主要毛利，2022 年公司实现毛利 5.9 亿元，同比增加 15.6%。其中，贸易业务 5.2 亿元，占比 88.3%；黄金采选业务 0.68 亿元，占比 11.5%。

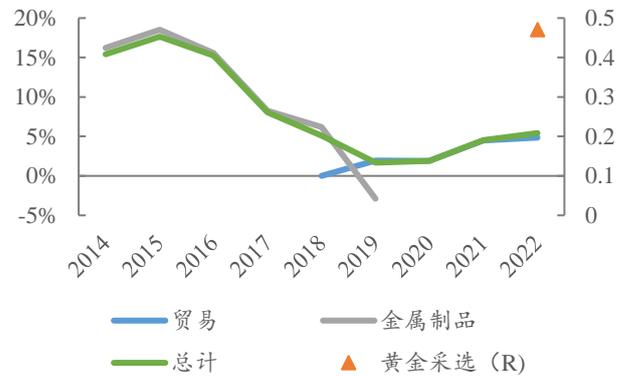
毛利率方面，2021-2022 年贸易业务毛利率基本稳定，分别为 4.5%和 4.9%；2022 年黄金采选毛利率达到 47.1%，带动公司总毛利率增长。2023 年前三季度，公司实现毛利率 10.2%，同比提高 6.7pct。

图表 5：主要毛利构成/亿元



数据来源：Wind、华福证券研究所

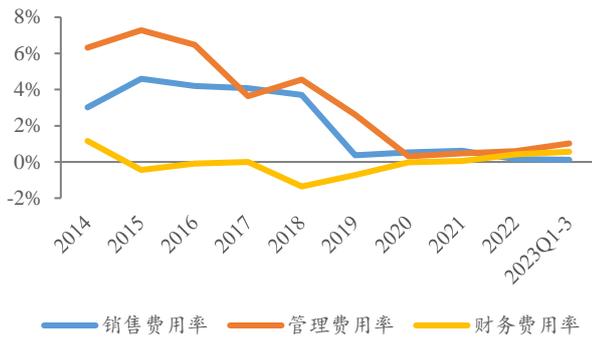
图表 6：各业务毛利率



数据来源：Wind、华福证券研究所

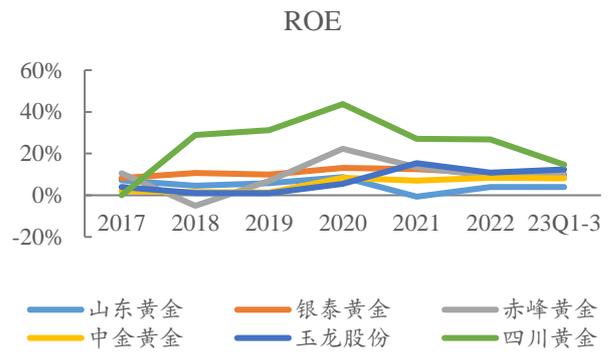
ROE 处同行业较高水平，业务扩张阶段性影响费用率。公司业务转型促发展，管理费用和财务费用均有上升，2023 年前三季度期间费用率 1.7%，同比增加 0.53pct。公司 ROE 稳步提升，2023 年前三季度达到 12.4%，处同行业较高水平，较去年同期增加 7.1pct。

图表 7：业务扩张阶段性影响费用率



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 8：ROE 居同行业公司前列



数据来源：Wind、华福证券研究所

1.4 管理层和控股股东回购，彰显发展信心

管理层和控股股东增持股份，增持期内区间价格 9.85-15.11 元/股。2022 年 12 月底，公司分别发布《关于董事、高级管理人员及中层管理人员增持股份计划的公告》和《关于控股股东增持股份计划的公告》，并于已于 2023 年 5 月底完成增持承诺。其中，控股股东通过集中竞价交易方式累计增持公司股份 300 万股，持股比例提升至 29.38%；公司董事、高级管理人员及中层管理人员以自有资金通过集中竞价交易方式累计增持公司股份 81.3 万股。增持期内区间价格 9.85-15.11 元/股。

继续股份回购用以员工持股计划或股权激励。2023 年 9 月 8 日公司发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》，公司拟以自有资金 0.5-1.0 亿元在 6 个月内回购股份，回购价格不超过人民币 15 元/股（含），并将在未来适宜时机用于员工持股计划或者股权激励。截至 2024 年 3 月 6 日，公司已完成回购，购买的价格区间为 8.24-11.41 元/股，均价为 9.83 元/股。

图表 9：董事、高级管理人员及中层管理人员完成增持股份

姓名	职务	承诺增持金额 (万元)	实际增持金额 (万元)	当前持股数量 (股)	当前持股比例
牛磊	董事长	100	104.14	85100	0.0109%
李振川	总经理	100	100.71	86000	0.0110%
张鹏	董事	70	70.05	55400	0.0071%
卢奋奇	董事、副总经理	70	70.96	56900	0.0073%
刘锋玉	副总经理(财务负责人)	70	70.21	55700	0.0071%
梁海涛	副总经理	70	70.17	55900	0.0071%
高峰	副总经理(兼矿业总监)	70	70.06	55000	0.0070%
颜秉超	副总经理(兼总工程师、安全总监)	70	70.06	54100	0.0069%
王振东	董事会秘书	70	59.96	47900	0.0061%
王传涛	中层管理人员	40	40.12	31200	0.0040%
张善厚	中层管理人员	40	40.06	31900	0.0041%
孟鲁生	中层管理人员	40	40.02	33100	0.0042%

孔娟	中层管理人员	40	40.11	32300	0.0041%
延晓雨	中层管理人员	40	40.03	32600	0.0042%
陆军波	中层管理人员	40	45.22	34900	0.0045%
刘浪辰	中层管理人员	40	40.07	30200	0.0039%
孟业从	中层管理人员	40	41.12	35100	0.0045%
		1010	1013.07	813.300	0.1040%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

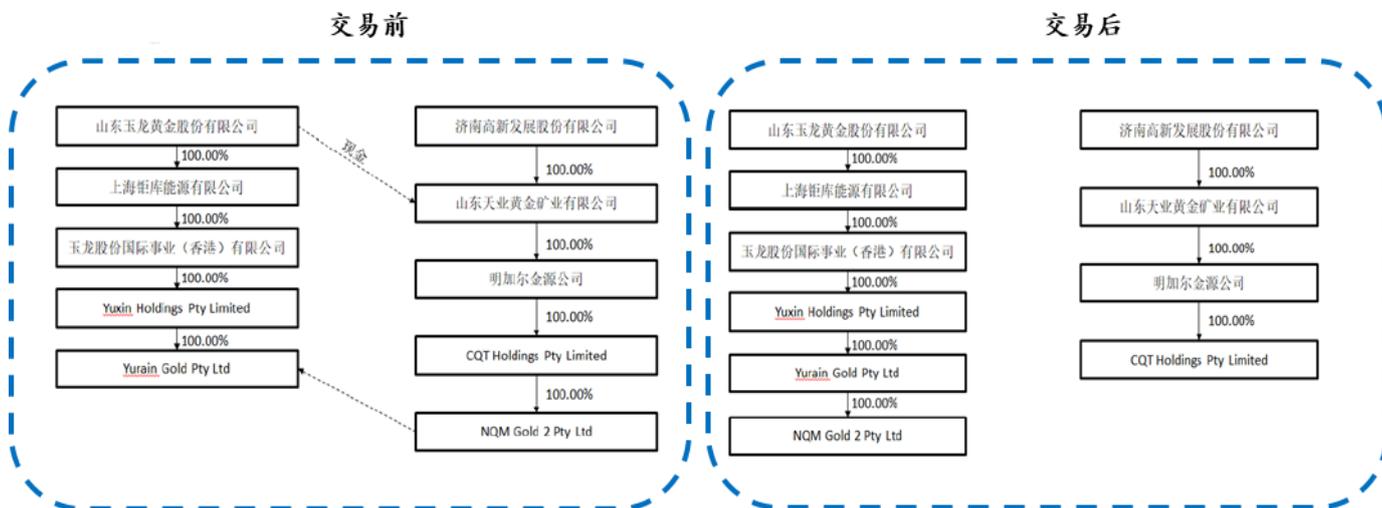
2 优质黄金资源，增长有潜力

2.1 优质海外黄金矿山帕金戈，降本增效效果显著

2022 年完成 NQM100%股权收购，业绩承诺三年累计净利润 1.16 亿澳元。

2021 年 12 月，公司审议通过《关于全资子公司收购 NQM Gold 100%股权并签署股权转让相关协议的议案》，2022 年 11 月以及完成全部股权登记，交易对价 9.028 亿元，对应评估增值率 78.77%。根据业绩承诺，NQM 公司在 2022-2024 年度累计净利润分别不低于 1.16 亿澳元，其中，2022 年度 NQM 实现净利润 7,185.36 万澳元，完成 2022 年度业绩承诺指标的 199.6%。

图表 10：交易前后股权变化



数据来源：济南高新公告、华福证券研究所

金资源量增至 62.86 吨，平均品位 5.8 克/吨。NQM 持有位于澳大利亚昆士兰州境内的帕金戈金矿 (Pajingo)，该项目于 1983 年开始进行黄金开采活动，一直延续至今。帕金戈金矿公司所属的帕金戈金矿，共拥有 18 个近地表金矿体、29 个深部金矿体和 3 个高品位零星金矿体，截止 2021 年 3 月 31 日，拥有金资源量 49.9 吨，平均品位 6.8 克/吨，以交易对价折 1,810 万元/吨。

聚焦于现有矿山和高级勘探项目，资源增储有潜力。目前公司已将矿区面积由

1690.4 平方公里增加到 3500 平方公里，并已成立专门的勘探公司进行勘探、增储等工作，加大勘查力度，在勘探增储、延长矿山服务年限等方面均有较大提升。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。

图表 11：帕金戈金矿资源量（截止 2021 年 3 月 31 日）

类型	矿体数量	探明资源量			控制资源量			推断资源量		
		矿石量 /kt	品位/ (g/t)	金属量 /koz	矿石量 /kt	品位/ (g/t)	金属量 /koz	矿石量 /kt	品位/ (g/t)	金属量 /koz
近地表矿	18	8	3	1	175	4	23	471	3.1	48
深部矿体	29	227	8.3	61	2026	7.1	463	4068	6.3	817
零星矿体	3	218	17.8	125	102	14.1	46	47	13.6	20
总计	50	453	12.8	187	2303	7.2	532	4586	6.0	885

数据来源：济南高新公告、华福证券研究所

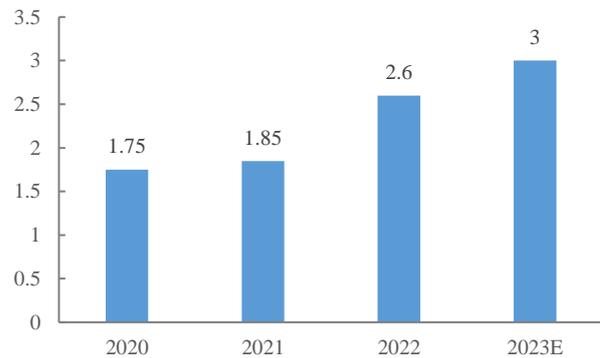
70 万吨/年采选能力，2023 年黄金产量有望达到 3 吨。帕金戈金矿目前采取地下开采方式，采选产能处理能力为 70 万吨原矿/年，目前已达满负荷生产状态。2020 年-2022 年，帕金戈金矿分别实现产金量 1.75 吨、1.82 吨和 2.60 吨，2023 上半年产金量为 1.56 吨，按半年度产量推断，预计全年实现产金量 3 吨左右，帕金戈项目黄金产量已升至五年新高。

图表 12：帕金戈金矿采选作业



数据来源：公司官网、华福证券研究所

图表 13：帕金戈金矿黄金产量/吨



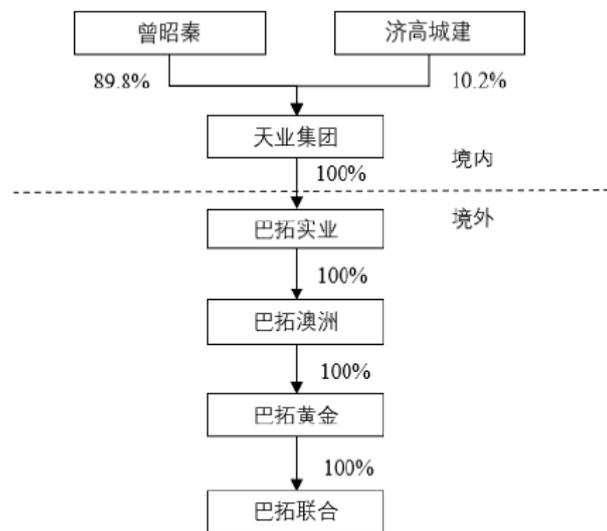
数据来源：公司公告、华福证券研究所

成本优化效果显著，克金成本 220 元/克。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，2022 年帕金戈金矿的采矿成本约 314 元/克，2023H1 已降至约 220 元/克，设备利用率由 70% 增加到 90% 左右，选矿回收率由 91% 增加到 93%。

2.2 潜在黄金增量，巴拓黄金

控股股东持有巴拓黄金母公司天业集团 12.1 亿元债权，曾计划出售巴拓黄金 100% 股权给玉龙股份。巴拓实业由山东天业集团持有 100% 股权，旗下控制巴拓澳洲在澳大利亚的黄金自产巴拓黄金，天业集团曾与中融信托签署了 12.6 亿元信托贷款，2018 年将剩余 12.1 亿元债权转让至济南控股。玉龙股份曾在 2021 年 3 月份拟通过全资子公司蓝景矿业收购巴拓实业 100% 股权，交易对价 12.25 亿元，交易对价支付方式为蓝景矿业承担天业集团尚欠其债权人济高控股与交易对价等额的债务，后因外部环境变化于 4 月份终止。

图表 14：巴拓实业股权结构（截止 2021 年 3 月）



数据来源：济南高新公告、华福证券研究所

巴拓黄金在西澳生产运营南十字项目，拥有黄金资源 88.2 吨。巴拓黄金核心业务为黄金的开采和加工，由天业集团 2017 年从中国罕王收购，截止 2020 年 6 月 30 日，拥有黄金资源量 88.2 吨，平均品位 3.88 克/吨。

图表 15：南十字金矿资源量（截止 2020 年 6 月 30 日）

类型	控制资源量			推断资源量		
	矿石量/kt	品位/ (g/t)	金属量/koz	矿石量/kt	品位/ (g/t)	金属量/koz
露天矿体	4881.2	2.9	455.7	4061.7	2.1	270.1
地下矿体	7928.1	4.5	1155.7	5826.5	5.1	953.5
总计	12809.3	3.9	1611.4	9888.2	3.8	1223.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

210 万吨/年采选能力，2019 年产金 2.5 吨。巴拓黄金采用露天开采和地下开采两种方式，现有选厂位于 MarvelousLoch 地区，选矿能力最高 210 万吨原矿/年，

2018、2019 年黄金产量分别为 2.36 和 2.5 吨，根据采选方案设计，最高可年产黄金 6.36 吨。

图表 16：巴拓实业产量情况

项目	单位	2020 年 1-8 月	2019 年	2018 年
露采矿石	万吨	59.99	59.17	29.51
露采平均品位	g/t	1.74	1.66	1.65
地采矿石	万吨	31.5	44.44	36.35
地采平均品位	g/t	2.8	2.98	3.03
重处理矿石	万吨	0.22	50.33	51.19
重处理矿石品位	g/t	1.89	0.75	0.8
外购矿石	万吨	15.44	1.81	2.64
外购矿石品位	g/t	1.75	3.21	5.7
入选矿石量	万吨	89.93	159.75	165.2
入选平均品位	g/t	2.03	1.71	1.57
选矿回收率	%	0.8895	0.9171	0.9113
年产金	万盎司	5.21	8.05	7.6
折算	吨	1.62	2.50	2.36

数据来源：公司公告、华福证券研究所

玉龙股份托管巴拓黄金提升经济效益，合作勘探锂矿项目。2023 年，玉龙股份全资子公司玉鑫控股与巴拓黄金签署《服务协议》，发挥玉鑫控股在黄金矿业生产运营管理等方面的优势，降低双方运营成本，提升经济效益，巴拓黄金每月支付服务费；2022 年还签署了《合作风险勘查框架协议》，对巴拓黄金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。

2.3 避险+降息前夕，贵金属价格继续偏强

黄金与美债收益率高度负相关，避险属性主导因素走强。黄金金融属性核心影响因素是作为贵金属的避险需求，以及与长期美债实际利率和美元指数的负相关性，因避险需求通常较难预测，长期美债实际利率和美元指数走势则成为分析黄金价格的核心因素。2018-2021 年间，美债收益率的每一次上升都伴随着金价的下跌，展现出高度负相关性；2022-2023 年出现阶段性钝化，黄金避险属性主导，也出现了与美债收益率齐上涨的情形，定价锚开始向避险和货币属性倾斜。

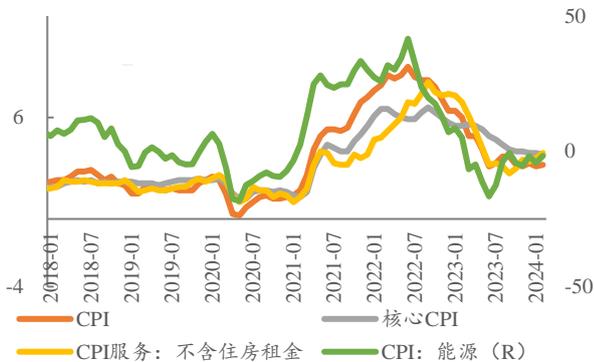
图表 17：美债收益率与黄金价格/(%,美元/盎司)



数据来源：Wind、华福证券研究所

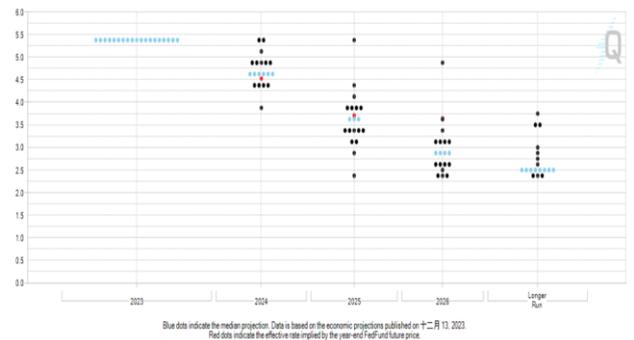
美联储加息尾声，长期美债收益率和美元上方空间有限，但短期博弈加剧。核心CPI回落，通胀逐渐放缓，美联储加息进入尾声，根据最新的点阵图显示，2024年目标利率水平4.5-4.75%，预期6月将迎来首次降息。

图表 18：核心 CPI 持续回落



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 19：美联储点阵图显示加息进入尾声

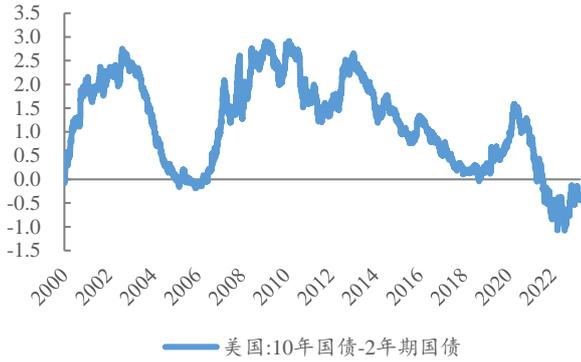


数据来源：CME、华福证券研究所

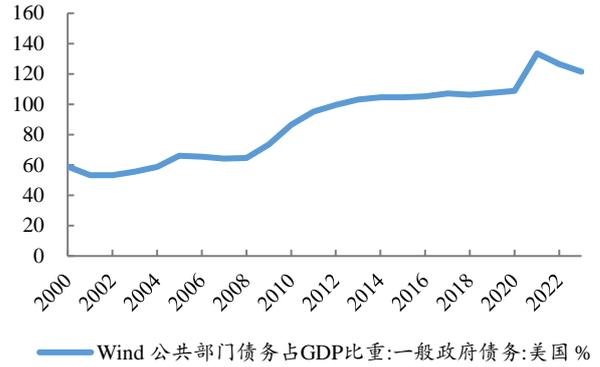
长短期美债收益率继续倒挂，衰退预期仍然偏强。短期国债收益率超过长期国债收益率的情况，常被视为衰退即将来临的危险信号：投资者预计紧缩政策将导致经济衰退并降低通胀率，提振了对较长期债券的需求，且令短期债券需求承压。另外，美国政府债务压力与日俱增，财政可持续性、政府债务违约风险的担忧拖累美元信用，截止2023年12月1日，美国未偿还公共债务总额达到33.82万亿美元，美元信用弱化，提振全球购金需求。

图表 20：长短美债继续倒挂/%

图表 21：美国一般政府债务债务占 GDP 比重



数据来源: Wind、华福证券研究所



数据来源: Wind、华福证券研究所

央行购金量创 55 年新高，央行购金避险。黄金兼具财富保值作用和通胀对冲属性，2008 年全球金融危机前后黄金投资需求规模形成了鲜明对比；1990-2008 年，全球央行黄金为净售金，2008 年全球金融危机爆发，随后主权债务危机席卷全球，更加突出了黄金等资产的地位，随着真正的危机出现，全球央行开始大规模购入黄金。2022 年，全球央行年度购金需求达到 1136 吨，较上年的 450 吨翻一番，创下 55 年来的新高，海外衰退预期将进一步提振海外央行购金行为以抵御风险，金价高位仍有支撑。

图表 22: 央行购金量/吨



数据来源: 金属聚焦、Refinitiv GMPs、华福证券研究所

3 打造新增长，新能源矿石多元发展

3.1 陕西楼房沟钒矿，联手下游协同开发

收购钒矿，提升在新能源储能领域的资源整合能力。2022 年 12 月，公司以现金方式收购陕西山金 67%的股权，以此取得陕西省商南县楼房沟钒矿项目采矿权，交易对价 1.31 亿元。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》。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。

拥有五氧化二钒资源量 49.99 万吨。楼房沟钒矿项目属于国内大型石煤钒矿，矿石储量大、品位高，矿体连续性较好，采选技术相对成熟。根据 2021 年陕西省自然资源厅下发的资源储量评审备案，采矿权内保有资源矿石量 4,610.29 万吨，V₂O₅ 量 49.99 万吨，品位 1.08%。

图表 23：楼房沟钒矿资源量

	矿石量/万吨	V ₂ O ₅ 矿物量/万吨	品位
探明	521.98	5.25	1.01%
控制	1690.74	16.68	0.99%
推断	2397.57	28.06	1.17%
合计	4610.29	49.99	1.08%

数据来源：公司公告、华福证券研究所

采选能力 66 万吨/年，年产五氧化二钒 4,814 吨，预计 2025 年投产。标的公司核心资产陕西省商南县楼房沟钒矿采取地下开采方式，年生产规模 66 万吨，矿区面积 2.513 平方公里，预计 2025 年进入试生产状态。根据可行性报告，设计矿石贫化率 15.0%，钒总回收率 78.78%，年产 V₂O₅ 量 4,814 吨，单位经营成本 494.8 元/吨。

图表 24：钒矿项目规划图



数据来源：公司官网、华福证券研究所

牵手全钒液流储能电池领域“龙头企业”大连融科。2022 年 10 月与大连融科

签署战略合作协议，采取包括设立合资公司、技术授权或产品代工等方式，在全钒液流电解液、高纯度钒产品、储能装备制造等领域开展多种合作。

3.2 入股催腾矿业，布局莫桑比克石墨资源

认购催腾矿业增发股份，布局非洲石墨资源。2023 年上半年，公司通过 NQM 出资 500 万澳元入股澳交所上市公司催腾矿业，认购价格 0.029 澳元/股，玉龙股份成为催腾矿业的第二大股东，持股比例 11.44%。此外，NQM 还获赠 1.79 亿份催腾矿业认购期权，期权行权价 0.04 澳元/份，行权到期日 2025 年 12 月 31 日。增发前催腾矿业大股东为济高控股，持股比例达到 30.56%，未来公司将根据石墨矿建设的实际情况适时考虑扩大持股比例以获取控制权。

大鳞片天然石墨，年产 7 万吨石墨精矿，预计 2025 年投产。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。其中，安夸贝石墨矿项目（Ancuabe Project）为大型及超大型鳞片状石墨矿藏，大鳞片含量 60% 以上，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，目前项目已开展基建，预计 2025 年投产；眼镜蛇平原项目已获得采矿证。根据公司最新可研报告，安夸贝目预计投资 9,025 万美元，设计原矿年处理能力 120 万吨以上，年产天然鳞片石墨精矿约 7 万吨以上。

图表 25：石墨矿地理位置



数据来源：催腾矿业公司公告、华福证券研究所

图表 26：工厂平面设计图



数据来源：催腾矿业公司公告、华福证券研究所

3.3 辽阳双利硅石矿选矿建设，投产蓄势待发

一期 50 万吨/年产能，2024 年 3 月达产。2023 年 3 月，公司出资 2,575 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，玉龙股份辽阳双利硅石矿项目一期选矿厂奠基仪式在灯塔市铍子镇举行，一期设计产能 50 万吨/年，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。

4 盈利预测和投资建议

4.1 核心假设

量：假设帕金戈金矿生产稳定，2023-2025 年公司矿产金销量 2.8/3.0/3.0 吨；陕西山金钒矿 2025 年如期投产，2025 年实现产量 0.24 万吨；贸易板块逐渐剥离，营收规模下降。

价：降息周期贵金属价格偏强，假设 2023-2025 年黄金价格分别为 450/500/500 元/克；五氧化二钒价格含税为 9.0 万元/吨。

利：黄金矿山降本增效显著，假设成本 220 元/克稳定，预计 2023-2025 年公司黄金板块毛利率分别为 43.3%/56.0%/56.0%；2025 年钒矿毛利率为 10.9%；2023-2025 年贸易板块毛利率降至 2.5%/2.0%/2.0%。

4.2 盈利预测

根据产量和价格假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营业收入 110/102/95 亿元；实现毛利 7.9/10.1/10.2 亿元，对应毛利率分别为 7.2%/9.9%/10.7%。

预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 0.2%/0.2%/0.2%；管理费用率分别为 1.0%/1.0%/1.0%。

图表 27：盈利预测

名称		2022A	2023E	2024E	2025E
黄金	销量/吨	-	3	3	3
	收入/亿元	-	12.6	15	15
	成本/亿元	-	7.14	6.6	6.6
	毛利/亿元	-	5.46	8.4	8.4
	毛利率	-	43.33%	56.00%	56.00%
五氧化二钒	销量/吨	-	-	-	2,046
	收入/亿元	-	-	-	1.6
	成本/亿元	-	-	-	1.5
	毛利/亿元	-	-	-	0.2
	毛利率	-	-	-	10.86%
贸易	收入/亿元	107.9	97.1	87.4	78.7
	成本/亿元	102.7	94.7	85.7	77.1
	毛利/亿元	5.2	2.4	1.7	1.6

	毛利率	4.85%	2.50%	2.00%	2.00%
总计	收入/亿元	109.4	109.7	102.4	95.3
	成本/亿元	103.4	101.8	92.3	85.1
	毛利/亿元	5.9	7.9	10.1	10.2
	毛利率	5.42%	7.19%	9.91%	10.65%

数据来源：Wind、公司公告、华福证券研究所

4.3 估值及投资建议

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.4/6.7/6.3 亿元，对应当前股本 EPS 为 0.56/0.85/0.81 元/股，对应当前 PE 为 18/12/12 倍。

选取黄金个股山东黄金、招金矿业、银泰黄金、中金黄金和赤峰黄金作为可比公司，2023-2025 年平均估值 41/25/20X，考虑到公司黄金增量暂时有限，2024 年给予公司 20XPE 估值，对应目标价格 17.01 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				最新股价
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600547.SH	山东黄金	1146	0.20	0.49	0.67	0.88	128.1	52.4	38.0	29.0	25.6
1818.HK	招金矿业	321	0.07	0.14	0.39	0.58	140.1	70.1	25.4	16.9	9.8
000975.SZ	银泰黄金	465	0.41	0.51	0.68	0.82	41.4	32.7	24.7	20.4	16.8
600489.SH	中金黄金	585	0.44	0.60	0.68	0.73	27.6	20.0	17.7	16.6	12.1
600988.SH	赤峰黄金	239	0.27	0.48	0.72	0.87	53.3	29.8	19.9	16.5	14.4
	平均	-	-	-	-		78.1	41.0	25.1	19.9	-
601028.SH	玉龙股份	77	0.37	0.56	0.85	0.81	26.3	17.5	11.5	12.1	9.8

数据来源：Wind、华福证券研究所

注：数据为 2024 年 3 月 27 日收盘价；可比公司盈利预测为 wind 一致预期

5 风险提示

金属价格变化不及预期

金属价格波动因素较多，不囿于基本面变化，贵金属价格又与全球宏观经济相关性大，价格不及预期将拖累公司业绩。基于黄金价格对公司利润影响较为明显，我们对公司盈利进行弹性测试，分别假设 2024-2025 年平均金价为 460/480/500/520/540 元/克，对应公司利润和估值如下表所示：

图表 29：盈利及估值敏感性分析

2024-2025 年 平均金价/(元/ 克)	归母净利润/亿元			EPS/元			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
460	4.4	5.7	5.4	0.56	0.73	0.69	17.5	13.4	14.2
480	4.4	6.2	5.9	0.56	0.79	0.75	17.5	12.4	13.1
500	4.4	6.7	6.3	0.56	0.85	0.81	17.5	11.5	12.1
520	4.4	7.1	6.8	0.56	0.91	0.87	17.5	10.8	11.3
540	4.4	7.6	7.3	0.56	0.97	0.93	17.5	10.1	10.5

注：更新时间 2024 年 3 月 27 日
数据来源：Wind、华福证券研究所

矿山安全生产风险

矿山生产拥有一定的不确定性，突发极端天气如暴雨等或其他安全生产事故，将影响矿山生产计划，导致矿山产量不及预期的风险。

在建项目进展不及预期

公司黄金产量基本维持稳定，远期需要根据增储情况决定是否扩产。其他公司布局新能源矿产资源项目正在推进中，若因外部环境变化导致进展不及预期，对公司业绩增量产生一定的不确定性。

图表 30：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	450	1,695	2,024	2,256	营业收入	10,936	10,971	10,240	9,529
应收票据及账款	1,709	1,312	1,144	1,036	营业成本	10,344	10,182	9,225	8,514
预付账款	1,624	1,018	923	851	税金及附加	14	11	9	9
存货	854	402	364	336	销售费用	17	16	15	14
合同资产	0	0	0	0	管理费用	66	111	103	96
其他流动资产	118	72	67	62	研发费用	0	0	0	0
流动资产合计	4,755	4,499	4,522	4,542	财务费用	45	52	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-11	-38	-8	-8
固定资产	82	227	404	477	资产减值损失	-47	0	0	-50
在建工程	137	187	187	137	公允价值变动收益	2	-4	-1	-1
无形资产	449	555	701	900	投资收益	-1	7	9	9
商誉	0	0	0	0	其他收益	2	7	0	0
其他非流动资产	499	496	494	493	营业利润	394	571	866	825
非流动资产合计	1,168	1,465	1,787	2,008	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	5,922	5,964	6,309	6,551	营业外支出	19	7	7	7
短期借款	358	358	358	358	利润总额	376	564	859	818
应付票据及账款	754	378	405	431	所得税	89	134	204	194
预收款项	0	0	0	0	净利润	287	430	656	624
合同负债	34	34	32	29	少数股东损益	-5	-7	-11	-10
其他应付款	49	49	49	49	归属母公司净利润	291	437	666	634
其他流动负债	996	1,018	942	885	EPS (按最新股本摊薄)	0.37	0.56	0.85	0.81
流动负债合计	2,190	1,837	1,786	1,752					
长期借款	664	654	584	484	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	169	169	169	169	成长能力				
非流动负债合计	833	823	753	653	营业收入增长率	-3.7%	0.3%	-6.7%	-6.9%
负债合计	3,024	2,660	2,539	2,405	EBIT 增长率	11.5%	46.2%	42.8%	-4.7%
归属母公司所有者权益	2,787	3,200	3,676	4,062	归母公司净利润增长率	-20.0%	50.0%	52.4%	-4.9%
少数股东权益	112	105	94	84	获利能力				
所有者权益合计	2,899	3,304	3,770	4,146	毛利率	5.4%	7.2%	9.9%	10.7%
负债和股东权益	5,922	5,964	6,309	6,551	净利率	2.6%	3.9%	6.4%	6.5%
					ROE	10.0%	13.2%	17.7%	15.3%
					ROIC	12.0%	15.4%	19.9%	17.9%
					偿债能力				
					资产负债率	51.1%	44.6%	40.2%	36.7%
					流动比率	2.2	2.4	2.5	2.6
					速动比率	1.8	2.2	2.3	2.4
					营运能力				
					总资产周转率	1.8	1.8	1.6	1.5
					应收账款周转天数	23	30	28	26
					存货周转天数	15	22	15	15
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.37	0.56	0.85	0.81
					每股经营现金流	-0.57	2.16	1.31	1.23
					每股净资产	3.56	4.09	4.69	5.19
					估值比率				
					P/E	26	18	12	12
					P/B	3	2	2	2
					EV/EBITDA	212	137	95	94

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn