



买入（维持）

所属行业：商贸零售/贸易II
当前价格(元)：10.98

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

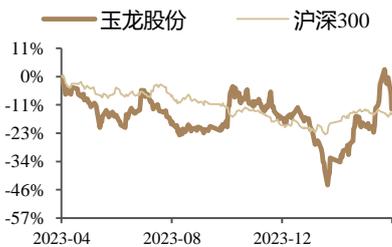
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

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(%)	6.81	29.18	10.20
相对涨幅(%)	8.46	24.83	3.83

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《黄金：牛市或伊始，静待上行》，2024.3.8
- 《玉龙股份(601028.SH)：低估黄金股，多矿种蓄势待发》，2024.1.10
- 《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)：23归母净利同比高增52.90%，金矿稳增，钒矿增储

投资要点

- 事件：公司发布2023年年度报告及2024年一季度报告。**公司2023年全年实现营业收入24.2亿元，同比-77.83%，营收大幅下降系公司部分大宗贸易业务采取净额法核算；实现归母净利4.45亿元，同比+52.90%；实现扣非归母净利4.46亿元，同比+48.10%，公司归母净利大幅增加系公司黄金采选业务产销量大幅增加（公司2022年底取得帕金戈100%控制权，2023年是第一个完整的并表年度）。计划2023年度现金分红0.39亿，股利支付率达8.73%。公司2024Q1单季度实现营业收入3.8亿元，同比-17.7%；实现归母净利1.06亿元，同比-26.22%；其中黄金采选业务实现营业收入3.54亿元，同比增长6.09%，实现净利润1.3亿元，同比增长28.04%，而同期伦敦现货黄金同比上涨9.5%，充分体现业绩弹性。
- 帕金戈矿区全年产金量创近十五年新高，量价齐增公司归母净利大幅增长。**黄金采选业务方面，2023年，帕金戈矿区实现产金量9.15万盎司（2.85吨），同比增加9.5%，销售量9.11万盎司（2.83吨），同比增加8.7%。黄金采选实现营业收入12.6亿元，同比大幅增加772.98%，占公司营业收入的52.01%；实现归母净利润3.96亿元，占净利润的88.88%。据我们测算，公司全年黄金销售单价为445元/克，较2022年增长6.1%，单位销售成本为211元/克，较2022年减少5.2%，在价格上涨、单位成本因放量而降低的情况下，黄金单位毛利为235元/克，同比增加18.8%；黄金采选业务毛利率52.70%，比2022年增加5.63个百分点；黄金业务计算净利率为31.4%，单克净利为140元/克。贸易业务方面，2023年度部分大宗贸易采取净额法核算，全年实现营业收入11.6亿元，毛利3.2亿元，毛利率27.81%。
- 帕金戈增储取得显著成效，钒矿发现新矿体。**帕金戈金矿区截至2023年6月30日，拥有符合JORC标准的金金属量202.1万盎司（62.86吨），比2022年同期增加31.5万盎司（9.80吨）。催腾石墨项目为大型及超大型鳞片状石墨矿藏，拥有符合JORC标准的石墨矿资源量约4610万吨，另有部分区域处于资源勘探阶段，找矿潜力较大；辽宁硅石项目拥有矿石量资源量1650.1万吨，其中证内430.8万吨，采矿证深部已实现增储1219.3万吨，采矿证外围空白区内存在多条硅石矿脉，增储潜力巨大；陕西钒矿项目拥有V₂O₅资源量49.99万吨，在补充勘探的平硐施工过程中，新发现原地质勘探报告中未揭露矿体，预计资源量将提升至65.15万吨。
- 推进回购激励，塑造发展信心。**公司于2023年9月推出了上市以来的首次股份回购方案，彰显发展信心。本次回购的股份将在未来适宜时机用于公司员工持股计划或者股权激励，建立健全长效激励机制，推动公司高质量发展。截至2024年3月，累计回购公司股份5098755股，累计金额5011.93万元（不含交易费用），回购工作已实施完毕。
- 盈利预测。**我们预计2024-2026年公司营收分别为22/17/22亿元，归母净利预测分别为5.87/6.14/8.28亿元，2024年4月16日收盘价对应PE分别为14.6x/14.0x/10.4x，作为黄金股，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		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	783.03	营业收入(百万元)	10,936	2,424	2,202	1,741	2,199
52 周内股价区间(元):	7.11-13.01	(+/-)YOY(%)	-3.7%	-77.8%	-9.1%	-20.9%	26.3%
总市值(百万元):	8,597.62	净利润(百万元)	291	445	587	614	828
总资产(百万元):	8,544.26	(+/-)YOY(%)	-20.0%	52.9%	31.9%	4.5%	34.9%
每股净资产(元):	4.14	全面摊薄 EPS(元)	0.37	0.57	0.75	0.78	1.06
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	5.4%	40.8%	47.6%	61.0%	60.8%
		净资产收益率(%)	10.5%	13.7%	15.8%	14.6%	16.9%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.57	0.75	0.78	1.06
每股净资产	4.15	4.75	5.38	6.26
每股经营现金流	0.43	2.77	1.49	1.49
每股股利	0.05	0.10	0.15	0.18
价值评估(倍)				
P/E	18.79	14.64	14.01	10.38
P/B	2.58	2.31	2.04	1.75
P/S	3.55	3.88	4.91	3.89
EV/EBITDA	10.40	6.22	6.56	5.26
股息率%	0.5%	0.9%	1.4%	1.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.8%	47.6%	61.0%	60.8%
净利润率	18.2%	26.7%	35.2%	37.7%
净资产收益率	13.7%	15.8%	14.6%	16.9%
资产回报率	4.5%	6.8%	7.6%	8.7%
投资回报率	9.6%	10.8%	11.1%	12.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-77.8%	-9.1%	-20.9%	26.3%
EBIT 增长率	63.2%	24.1%	2.6%	27.2%
净利润增长率	52.9%	31.9%	4.5%	34.9%
偿债能力指标				
资产负债率	65.5%	55.2%	45.7%	46.7%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.6
速动比率	1.0	0.9	1.1	0.9
现金比率	0.2	0.6	0.6	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	260.2	300.0	250.0	250.0
存货周转天数	129.7	200.0	400.0	200.0
总资产周转率	0.2	0.3	0.2	0.2
固定资产周转率	11.6	6.2	4.2	5.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	445	587	614	828
少数股东损益	-4	0	0	0
非现金支出	167	471	394	509
非经营收益	140	90	82	34
营运资金变动	-411	1,022	76	-200
经营活动现金流	338	2,171	1,166	1,170
资产	-384	-1,353	-1,052	-1,200
投资	-171	-10	-15	-12
其他	-28	0	1	1
投资活动现金流	-583	-1,362	-1,067	-1,212
债权募资	305	415	-500	0
股权募资	0	-40	0	0
其他	562	-165	-203	-177
融资活动现金流	867	210	-703	-177
现金净流量	626	1,019	-603	-219

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 16 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,424	2,202	1,741	2,199
营业成本	1,435	1,155	680	863
毛利率%	40.8%	47.6%	61.0%	60.8%
营业税金及附加	87	77	73	84
营业税金率%	3.6%	3.5%	4.2%	3.8%
营业费用	13	22	21	22
营业费用率%	0.5%	1.0%	1.2%	1.0%
管理费用	102	66	61	77
管理费用率%	4.2%	3.0%	3.5%	3.5%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	717	889	912	1,160
财务费用	61	81	74	28
财务费用率%	2.5%	3.7%	4.3%	1.3%
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	-1	0	1	1
营业利润	647	809	839	1,133
营业外收支	-5	-4	2	1
利润总额	643	805	841	1,134
EBITDA	852	1,360	1,306	1,669
所得税	202	217	227	306
有效所得税率%	31.4%	27.0%	27.0%	27.0%
少数股东损益	-4	0	0	0
归属母公司所有者净利润	445	587	614	828

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,210	2,229	1,625	1,407
应收账款及应收票据	4,305	1,200	1,363	1,813
存货	180	1,103	407	552
其它流动资产	2,522	1,560	1,414	1,775
流动资产合计	8,217	6,092	4,809	5,546
长期股权投资	20	30	45	57
固定资产	209	357	412	438
在建工程	93	130	167	204
无形资产	879	1,573	2,142	2,774
非流动资产合计	1,709	2,596	3,272	3,977
资产总计	9,926	8,689	8,081	9,524
短期借款	991	1,406	906	906
应付票据及应付账款	2,449	1,079	620	1,297
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,129	1,377	1,233	1,311
流动负债合计	5,569	3,863	2,759	3,514
长期借款	638	638	638	638
其它长期负债	298	298	298	298
非流动负债合计	936	936	936	936
负债总计	6,505	4,799	3,695	4,450
实收资本	783	779	779	779
普通股股东权益	3,249	3,718	4,215	4,902
少数股东权益	171	171	171	171
负债和所有者权益合计	9,926	8,689	8,081	9,524

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； 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。	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。
	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。