

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

玉龙股份(601028)

投资评级

上次评级

张航 金属&新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

宋洋 金属&新材料行业分析师

执业编号: S1500524010002

邮箱: songyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

聚焦黄金+新能源矿业，走向价值重估之路

2024年04月18日

事件: 公司发布 2023 年年报与 2024 年一季报, 2023 年营收 24.24 亿元, 同降 77.83%; 归母净利润 4.45 亿元, 同增 52.9%, 每 10 股派发现金红利 0.5 元人民币(含税); 毛利率 40.81%, 同增 35.39pcts; 净利率 18.2%, 同增 15.58pcts。2024Q1 营收 3.8 亿元, 同降 17.7%; 归母净利润 1.06 亿, 环增 31%, 同降 26%, 其中黄金业务实现利润 1.3 亿元, 同增 28%, 据此我们测算贸易业务 Q1 贡献亏损。

点评:

- **2023 年黄金销量 2.83 吨, 提前超额完成业绩对赌目标。** 2023 年帕金戈金矿实现黄金产量 2.85 吨, 销量 2.83 吨, 同增 8.4%; 公司黄金业务平均销售价格 445.5 元/克, 实现毛利率 52.7%, 单位生产成本 211 元/克。2023 年公司黄金业务全资子公司 NQM 实现净利润 3.96 亿元, 2022-2023 年累计完成三年业绩承诺的 134.68%, 提前一年超额完成业绩对赌目标。截至 2023 年 6 月 30 日, 帕金戈金矿区拥有符合 JORC 标准的金金属量 202.1 万盎司(62.86 吨), 同比增加 31.5 万盎司(9.80 吨), 选厂处理能力由 60 万吨提升至 70 万吨。
- **新能源矿业加大布局。** 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, 新发现原地地质勘探报告中未揭露矿体, 公司预计资源量将提升至 65.15 万吨, 公司将加速权证办理和工程建设。
- **出清贸易业务, 聚焦黄金+新能源矿业。** 24 年公司将坚定出清相关大宗贸易业务, 全面聚焦矿业主业, 回笼资金用于矿山建设及矿业并购, 实施“黄金矿产和新能源新材料矿产双轮驱动”。公司将继续实施精益化管理, 进一步提升成本控制能力; 加强对重要靶区勘探工作, 进一步提高资源量; 加大优质贵金属、有色矿产和新能源新材料类矿产资源的找矿力度, 通过直接并购、基金并购或者合资合作等方式, 扩大矿业资源和规模。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.57 亿元、6.17 亿元、6.55 亿元, 对应 PE 分别为 15.5 倍、13.9 倍、13.1 倍。
- **风险因素:** 美联储降息节奏不及预期; 公司产量不及预期等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	10,936	2,424	2,196	1,968	2,225
增长率 YoY %	-3.7%	-77.8%	-9.4%	-10.4%	13.0%
归属母公司净利润 (百万元)	291	445	557	617	655
增长率 YoY%	-20.0%	52.9%	24.9%	10.9%	6.2%
毛利率%	5.4%	40.8%	47.6%	58.2%	56.3%
净资产收益率ROE%	10.5%	13.7%	14.9%	14.2%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.57	0.71	0.79	0.84
市盈率 P/E(倍)	30.85	18.83	15.46	13.94	13.13
市净率 P/B(倍)	3.09	2.65	2.31	1.98	1.72

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 04 月 17 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,755	8,217	8,584	8,853	10,412
货币资金	450	1,210	2,506	3,785	4,610
应收票据	754	1,755	1,590	1,426	1,611
应收账款	955	2,550	2,310	2,071	2,341
预付账款	1,624	2,447	1,964	1,403	1,658
存货	854	180	144	103	122
其他	118	74	70	65	70
非流动资产	1,125	1,709	1,869	2,029	2,173
长期股权投资	0	20	20	20	20
固定资产(合)	82	209	320	425	513
无形资产	449	879	879	879	879
其他	594	601	649	704	760
资产总计	5,880	9,926	10,453	10,883	12,584
流动负债	2,190	5,569	5,647	5,466	6,519
短期借款	358	991	1,624	2,256	2,889
应付票据	527	1,679	1,347	963	1,137
应付账款	227	770	618	441	521
其他	1,079	2,129	2,059	1,806	1,971
非流动负债	791	936	914	914	914
长期借款	664	638	638	638	638
其他	127	298	276	276	276
负债合计	2,981	6,505	6,562	6,380	7,433
少数股东权益	112	171	166	160	153
归属母公司	2,787	3,249	3,725	4,342	4,998
负债和股东权益	5,880	9,926	10,453	10,883	12,584

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,936	2,424	2,196	1,968	2,225
同比(%)	-3.7%	-77.8%	-9.4%	-10.4%	13.0%
归属母公司净利润	291	445	557	617	655
同比(%)	-20.0%	52.9%	24.9%	10.9%	6.2%
毛利率(%)	5.4%	40.8%	47.6%	58.2%	56.3%
ROE%	10.5%	13.7%	14.9%	14.2%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.57	0.71	0.79	0.84
P/E	30.85	18.83	15.46	13.94	13.13
P/B	3.09	2.65	2.31	1.98	1.72
EV/EBITDA	20.75	10.40	8.49	6.68	5.77

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,936	2,424	2,196	1,968	2,225
营业成本	10,344	1,435	1,151	823	972
营业税金及附加	14	87	78	70	79
销售费用	17	13	12	11	12
管理费用	66	102	92	83	94
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	45	61	65	97	129
减值损失合	-47	-7	0	0	0
投资净收益	-1	-1	-1	-1	-1
其他	-7	-71	8	7	8
营业利润	394	647	803	891	946
营业外收支	-19	-5	0	0	0
利润总额	376	643	803	891	946
所得税	89	202	252	279	297
净利润	287	441	551	611	649
少数股东损	-5	-4	-5	-6	-6
归属母公司	291	445	557	617	655
EBITDA	463	852	1,009	1,185	1,339
EPS(当	0.37	0.57	0.71	0.79	0.84

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-448	338	968	1,103	730
净利润	287	441	551	611	649
折旧摊销	24	135	141	198	265
财务费用	26	70	65	97	129
投资损失	1	1	1	1	1
营运资金变	-830	-411	215	196	-313
其它	45	101	-6	0	0
投资活动现金流	-837	-583	-308	-359	-409
资本支出	-52	-384	-308	-358	-408
长期投资	-755	-171	0	0	0
其他	-29	-28	0	-1	-1
筹资活动现金流	541	867	646	536	504
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	930	790	633	633	633
支付利息或	-69	-74	-65	-97	-129
现金流净增加额	-747	626	1,296	1,279	825

研究团队简介

张航，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

宋洋，香港城市大学机械工程硕士，曾任职于国金证券，2024 年 1 月加入信达证券，从事新材料与贵金属等研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。