

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

协助运营巴拓金矿与后续战略重组, 黄金业务持续拓展

2024年07月15日

事件: 根据公司 2024 年 7 月 12 日公告, 为充分发挥玉鑫控股在黄金矿业方面的专业管理和运营优势, 提升其经济效益和资源整合能力, 玉鑫控股与巴拓黄金签署《管理协议》, 玉鑫控股协助巴拓黄金对巴拓金矿进行项目运营及巴拓黄金拟在未来进行的战略重组。巴拓黄金将根据协议约定支付相应管理费用及附条件的激励费用, 每年度管理费用为 25 万澳元/月, 同时, 玉鑫控股将有权根据年度预算净利润目标实现情况, 获得额外的激励费, 激励费总额以 100 万澳元为上限。

点评:

- **子公司玉鑫控股协助巴拓金矿项目运营与后续战略重组。**公司全资子公司玉鑫控股与巴拓黄金签署《管理协议》, 由玉鑫控股协助巴拓黄金对巴拓金矿进行项目运营以及巴拓黄金拟在未来进行的战略重组。此次交易有望充分发挥玉鑫控股在黄金矿业方面的专业管理和运营优势, 提升其经济效益和资源整合能力。巴拓黄金目前持有澳大利亚巴拓金矿, 拥有符合 JORC 标准的金金属量 337 万盎司 (104.82 吨)。2023 年, 巴拓黄金实现营收 15243 万澳元, 净利润 1382 万澳元; 2024Q1, 巴拓黄金实现营收 5088 万澳元, 净利润 1135 万澳元。
- **2021 年玉龙股份终止收购巴拓实业。**2021 年 3 月 5 日, 玉龙股份拟通过全资子公司蓝景矿业购买天业集团持有的巴拓实业 100% 股权, 并通过巴拓实业控制巴拓澳洲在澳大利亚运营的黄金资产。交易对价为人民币 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的与交易对价等额的债务。后鉴于国际经济形势等外部宏观环境存在较大变化, 公司与交易相关方协商决定终止巴拓金矿交易。
- **巴拓金矿资源丰富, 开采潜力大。**截至 2020 年 6 月 30 日, 巴拓黄金在西澳南十字矿区拥有 Cornishman 等 19 个露天金矿体和 15 个地下金矿体, 露天矿体控制资源量为 45.57 万盎司金属量, 地下矿体控制资源量为 115.57 万盎司金属量。巴拓黄金拥有符合 JORC 标准的金金属量 337 万盎司 (104.82 吨)。巴拓实业于 2018 年、2019 年、2020 年 1-8 月实际开采量分别为 7.60 万盎司、8.05 万盎司、5.21 万盎司。巴拓实业 2018 年度、2019 年度及 2020 年 1-8 月分别实现营业收入 6.45 亿元、8.03 亿元、6.79 亿元, 净利润-2.75 亿元、-6.78 亿元、0.73 亿元, 毛利率分别为-14.32%、10.14%、14.52%。
- **出清贸易业务, 聚焦黄金+新能源矿业。**2024 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、有色金属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 6.31 亿元、6.89 亿元、7.55 亿元，对应 PE 分别为 18.4 倍、16.9 倍、15.4 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	2,150	1,976	2,289
增长率 YoY %	-3.7%	-77.8%	-11.3%	-8.1%	15.8%
归属母公司净利润 (百万元)	291	445	631	689	755
增长率 YoY%	-20.0%	52.9%	41.7%	9.1%	9.7%
毛利率%	5.4%	40.8%	48.4%	59.4%	57.5%
净资产收益率ROE%	10.5%	13.7%	16.6%	15.3%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.57	0.81	0.88	0.96
市盈率 P/E(倍)	30.85	18.83	18.43	16.89	15.40
市净率 P/B(倍)	4.17	3.58	3.06	2.59	2.22

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 07 月 15 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	8,548	8,953	10,676
货币资金	450	1,210	2,600	3,879	4,730
应收票据	754	1,755	1,557	1,431	1,658
应收账款	955	2,550	2,262	2,079	2,408
预付账款	1,624	2,447	1,892	1,368	1,658
存货	854	180	169	130	152
其他	118	74	69	66	72
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	10,416	10,982	12,849
流动负债	2,190	5,569	5,537	5,421	6,540
短期借款	358	991	1,624	2,256	2,889
应付票据	527	1,679	1,298	938	1,137
应付账款	227	770	595	430	521
其他	1,079	2,129	2,021	1,797	1,992
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	6,452	6,336	7,454
少数股东权益	112	171	165	158	151
归属母公司 股东权益	2,787	3,249	3,800	4,488	5,243
负债和股东 权益	5,880	9,926	10,416	10,982	12,849

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	2,150	1,976	2,289
同比(%)	-3.7%	-77.8%	-11.3%	-8.1%	15.8%
归属母公司 净利润	291	445	631	689	755
同比(%)	-20.0%	52.9%	41.7%	9.1%	9.7%
毛利率(%)	5.4%	40.8%	48.4%	59.4%	57.5%
ROE%	10.5%	13.7%	16.6%	15.3%	14.4%
EPS(摊 薄)(元)	0.37	0.57	0.81	0.88	0.96
P/E	30.85	18.83	18.43	16.89	15.40
P/B	4.17	3.58	3.06	2.59	2.22
EV/EBITDA	20.75	10.40	10.46	8.55	7.27

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	2,150	1,976	2,289
营业成本	10,34	1,435	1,109	802	972
营业税金及 附加	14	87	22	20	23
销售费用	17	13	11	10	11
管理费用	66	102	91	83	96
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	45	61	65	97	129
减值损失合 计	-47	-7	30	0	0
投资净收益	-1	-1	-1	-1	-1
其他	-7	-71	11	10	12
营业利润	394	647	893	974	1,068
营业外收支	-19	-5	0	0	0
利润总额	376	643	893	974	1,068
所得税	89	202	268	292	320
净利润	287	441	625	682	748
少数股东损 益	-5	-4	-6	-7	-7
归属母公司 净利润	291	445	631	689	755
EBITDA	463	852	1,099	1,269	1,462
EPS(当 年)(元)	0.37	0.57	0.81	0.88	0.96

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	1,061	1,103	756
净利润	287	441	625	682	748
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 动	-830	-411	265	126	-386
其它	45	101	-36	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	862	607	633	633	633
支付利息或 股息	-69	-74	-65	-97	-129
现金流净增 加额	-747	626	1,389	1,279	851

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，信达证券金属与新材料分析师，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，主要从事新材料与贵金属等领域研究。

李治，信达证券金属与新材料研究员，中国地质大学（武汉）地质学本科，南京大学地质学硕士，3 年证券研究经验，2 年矿业公司产业经验，曾任职于东方财富证券新能源团队，矿业理解深刻，产业资源丰富，同时具备成长和周期股选股思维，主要从事工业金属与新能源金属等领域研究。

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。