



Research and
Development Center

聚焦黄金主业，走向价值重估之路

—玉龙股份(601028)公司深度报告

2024年07月24日

张航

金属&新材料行业首席分析师

S1500523080009

zhanghang@cindasc.com

宋洋

金属&新材料行业分析师

S1500524010002

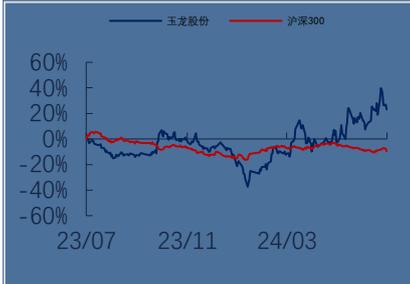
songyang@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告

玉龙股份 (601028)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	13.99
52 周内股价波动区间 (元)	15.88-7.11
最近一月涨跌幅 (%)	6.15
总股本 (亿股)	7.83
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	109.55

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

聚焦黄金主业，走向价值重估之路

2024 年 07 月 24 日

- ◆坚定出清贸易业务，聚焦黄金+新能源矿业。**公司大股东变更为济高资本，实际控制人为济南高新区管理委员会。自 2021 年国企控股后，公司主营业务从钢管转型为矿业+贸易业务，公司依托集团资源，收购优质黄金与新能源矿业资产，并在 2024 年坚定出清大宗贸易业务，持续推进黄金矿山资源增效增储，加大优质矿产资源的找矿力度。目前公司黄金业务贡献主要业绩，2023 年黄金业务营收占比 52%，毛利占比 67%。2024Q1 公司实现归母净利润 1.06 亿元，同降 26%，其中黄金实现净利润 1.31 亿元，同涨 28%。
- ◆帕金戈金矿资源禀赋优异，增储空间大。**公司目前黄金矿产主要为 2022 年收购的帕金戈金矿，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。2023 年帕金戈金矿实现黄金产量 2.85 吨，销量 2.83 吨，同增 8.7%；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。
- ◆巴拓金矿生产条件成熟，公司协助运营管理。**巴拓黄金持有南十字项目 (SXO) 矿区矿权共有 224 个，总面积约 599.7 平方千米。目前，巴拓黄金拥有符合 JORC 标准的金金属量 337 万盎司 (104.82 吨)，历史上选矿厂最高产能达到 230 万吨/年。巴拓金矿资源量丰富，具有较为成熟的生产运营基础及条件，并具备通过加大资源勘探投入进一步延长服务年限的潜力。2024 年 7 月，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及巴拓黄金拟在未来进行的战略重组。巴拓具有丰富的金矿资源，我们认为后续有望注入公司。
- ◆降息预期扰动，不改贵金属上行趋势。**尽管当前通胀率仍高于目标，美联储考虑降息可能是为了平衡经济增长与通胀控制的需要，以实现经济的软着陆。6 月 FOMC 会议按兵不动，维持利率目标不变。CME 的 Fed 工具显示最新市场预期 9 月降息概率为 61.1%。全球央行黄金储备增加支撑长周期金价走强，我国央行短期暂停购金，但长周期来看黄金储备仍然增加。同时作为避险资产的黄金需求增长。我们预计黄金价格有望再创新高，黄金股估值中枢将持续提升。
- ◆盈利预测与投资评级：**我们预计 24-26 年公司营收分别为 21.50 亿元、19.76 亿元、22.89 亿元，归母净利润分别为 6.31 亿元、6.89 亿元、7.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.81 元、0.88 元、0.96 元，对应 PE 分别为 17.4 倍、15.9 倍、14.5 倍。考虑到公司资源禀赋较好、有资产注入预期、增储扩建潜力大、成本优势显著，给予公司 24 年 25 倍 PE，对应市值 158 亿元，目标价 20.3 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆风险因素：**宏观经济波动风险、国际化经营风险、安全环保管理风险、新增项目投产进度不及预期。

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	17.36	15.91	14.51
市净率 P/B(倍)	3.93	3.37	2.88	2.44	2.09

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 07 月 23 日收盘价

目录

一、剥离贸易业务，聚焦黄金+新能源矿业	7
1.1 依托集团资源，转型矿业领域	7
1.2 业绩快速增长，黄金贡献主要利润	9
二、黄金矿资源禀赋优异，增储空间大	11
2.1 帕金戈金矿：低成本的优质金矿，增储扩产潜力大	11
2.2 巴拓金矿：黄金资源丰富的在产矿山，后续有望注入公司	13
三、多元化布局新能源矿业	15
3.1 钒矿：资源体量较大，前瞻性布局储能行业	15
3.2 硅石矿：入股灯塔硅石，布局新材料业务	17
3.3 石墨矿：控股催腾矿业，布局优质天然鳞片石墨	19
四、降息预期扰动，不改贵金属上行趋势	20
4.1 金融属性：美国经济韧性较强，不改降息初衷	20
4.2 货币属性：美元信用衰弱，全球央行黄金储备增加支撑长周期金价走强	23
4.3 加息末期，黄金牛市的起点	25
五、盈利预测&投资建议	27
5.1 盈利预测	27
5.2 估值与建议	28
六、风险因素	29

表目录

表 1: 南十字矿区露天矿体资源储量情况	14
表 2: 陕西省商南县楼房沟钒矿拥有 V2O5 矿物量 65.15 万吨	16
表 3: 6 月 FOMC 经济预测表上调今年的通胀预期	22
表 4: 美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势	26
表 5: 公司分业务盈利预测	27
表 6: 可比公司估值表	28

图目录

图 1: 公司分业务营收 (亿元) 与发展历程	8
图 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 3 月 31 日)	9
图 3: 公司分业务营收占比 (%)	9
图 4: 公司归母净利润 (亿元) 与增速 (%)	9
图 5: 公司分业务毛利占比 (%)	10
图 6: 公司分业务毛利率与综合毛利率 (%)	10
图 7: 公司期间费用率 (%)	10
图 8: 公司资产负债率 (%)	10
图 9: 帕金戈金矿股权结构	11
图 10: 帕金戈金矿历史产量 (吨)	12
图 11: 帕金戈金矿净利润	12
图 12: 帕金戈金矿生产成本及毛利	13
图 13: 帕金戈矿区	13
图 14: 巴拓股权结构	14
图 15: 钒矿项目规划图	17
图 16: 国内硅石产业链	18
图 17: 2022 年工业硅主产区硅石矿资源储量分布 (亿吨)	18
图 18: 不同用途硅石资源储量分布 (亿吨)	18
图 19: 硅砂及石英砂进出口 (万吨)	19
图 20: 石墨矿项目规划图	20
图 21: 金价与长期实际利率的负相关性	20
图 22: 美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)	21
图 23: 美国制造业与服务业 PMI	21
图 24: 美国新增非农就业人数 (千人)	21
图 25: 美国失业率与劳动参与率 (%)	21
图 26: 今年 6 月点阵图上移	22
图 27: CME Fed 市场预期利率概率 (截至 2024 年 6 月 15 日)	23
图 28: 黄金与美元在外汇储备中的占比	23
图 29: 全球央行购金量自 2022 年开始上涨 (吨)	24
图 30: 标准普尔波动率指数与黄金价格 (美元/盎司) 走势	24
图 31: 黄金价格复盘 (黄金单位: 美元/盎司, 美债收益率单位: %)	25

图 32: 黄金价格 (美元/盎司) 与黄金股市盈率走势26

投资聚焦

- 1) 坚定出清贸易业务，聚焦黄金+新能源矿业。公司大股东变更为济高资本，实际控制人为济南高新区管理委员会。自 2021 年国企控股后，公司主营业务从钢管转型为矿业+贸易业务，公司依托集团资源，收购优质黄金与新能源矿业资产，并在 2024 年坚定出清大宗贸易业务，持续推进黄金矿山资源增效增储，加大优质矿产资源的找矿力度。目前公司黄金业务贡献主要业绩，2023 年黄金业务营收占比 52%，毛利占比 67%。2024Q1 公司实现归母净利润 1.06 亿元，同降 26%，其中黄金实现净利润 1.31 亿元，同涨 28%。
- 2) 帕金戈金矿资源禀赋优异，增储空间大。公司目前黄金矿产主要为 2022 年收购的帕金戈金矿，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。2023 年帕金戈金矿实现黄金产量 2.85 吨，销量 2.83 吨，同增 8.7%；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。
- 3) 巴拓金矿生产条件成熟，公司协助运营管理。巴拓黄金持有南十字项目（SXO）矿区矿权共有 224 个，总面积约 599.7 平方千米。目前，巴拓黄金拥有符合 JORC 标准的金金属量 337 万盎司（104.82 吨），历史上选矿厂最高产能达到 230 万吨/年。巴拓金矿资源量丰富，具有较为成熟的生产运营基础及条件，并具备通过加大资源勘探投入进一步延长服务年限的潜力。2024 年 7 月，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及巴拓黄金拟在未来进行的战略重组。巴拓具有丰富的金矿资源，我们认为后续有望注入公司。

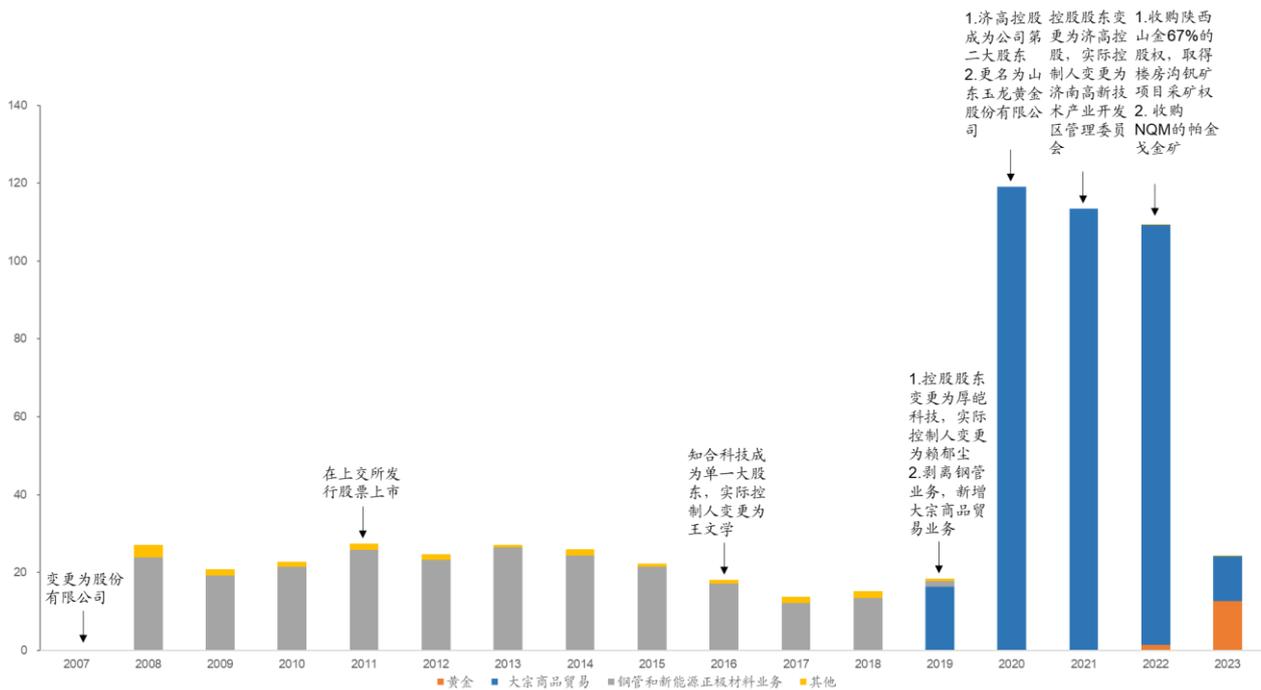
一、剥离贸易业务，聚焦黄金+新能源矿业

1.1 依托集团资源，转型矿业领域

变更国企控股。公司前身为江苏玉龙钢管有限公司，2011年10月在上交所挂牌上市。2016年，为担保控制权稳定等事项，原股东将32.6%的股份质押给知合科技，该笔交易使知合科技变更为单一大股东，持股29.68%，2017年收购要约完成后，其持股比例增至49.9%。2019年，知合科技转让26%的股权给厚皓科技后剩余股权24%，厚皓科技成为控股股东。2020年，知合科技转让其全部股权，济高控股成为公司第二大股东。2021年，厚皓科技与济高控股进行股权转让后，济高控股成为第一大股东，持股比例增至29%，济南高新技术产业开发区管理委员变更为实际控制人。2020年，公司在煤炭、橡胶、化工品、农产品等大宗商品基础上，新增油品、矿产品两大业务板块，拉动营收实现大幅增长。

收购优质矿山，实现业务转型。2020年，公司更名为山东玉龙黄金股份有限公司。2022年，沿着转型升级的路线，公司重点推进黄金贵金属与新能源新材料矿产“双轮驱动”战略的落地。黄金贵金属方面，公司于2022年11月取得帕金戈金矿控制权。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，NQM公司同年纳入合并报表范围，至此公司顺利切入黄金贵金属“矿业赛道”。新能源材料方面，2022年12月，公司现金收购陕西山金67%的股权，以此取得楼房沟钒矿项目采矿权，2023年3月，取得该项目的《采矿许可证》。同时，公司牵手大连融科，围绕钒矿资源全产业链布局开展合作。

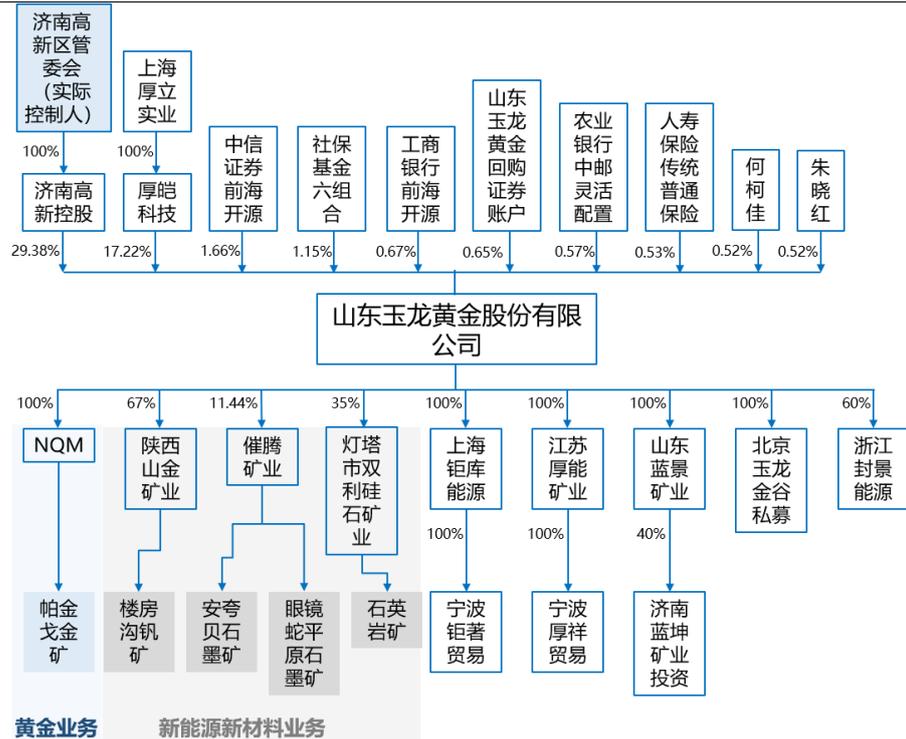
坚定出清贸易业务，聚焦黄金+新能源矿业。根据公司2024年5月投资者活动记录表，2024年将是公司矿业属性凸显和深化发展的一年，具体工作重点主要放在以下几方面：一是公司将坚定出清相关大宗贸易业务，后续不再从事与矿业业务无关的大宗贸易业务；二是持续推进增效增储，聚精会神做好黄金业务；三是加大优质贵金属矿产、有色金属矿产和新能源新材料类矿产资源的找矿力度，通过直接并购、基金并购或者合资合作等方式，扩大矿业资源和规模，增强矿业盈利能力和竞争力；四是聚力提速项目建设，统筹推进重要节点各项工作，全力推动项目早建成、早投产、早见效；五是筹划股权激励或员工持股，构建长效激励机制。

图 1: 公司分业务营收 (亿元) 与发展历程


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

公司实控人为济南高新技术产业开发区管理委员会。2021 年, 厚皓科技将其持有的 5% 的股份转让给济高控股, 济高控股成为第一大股东, 持股比例增至 29%, 公司实控人变为济南高新技术产业开发区管理委员会, 公司由民营企业转制为国有企业。截至 2023 年底, 济高控股持股比例为 29.38%。根据公司 2024 年 5 月公告, 济高控股、济南高新城市建设发展有限公司、济南高新盛和发展有限公司共同出资组建济高资本。济高控股拟以其持有的公司全部股权用于向济高资本出资, 将合计持有的玉龙股份 230,070,000 股股份协议转让给济高资本。本次权益变动后, 济高资本将成为公司直接控股股东, 公司的实际控制人仍为济南高新技术产业开发区管理委员会。

回购股份或将用于股权激励, 彰显公司发展信心。 根据公司 2024 年 5 月投资者活动记录表, 基于对公司未来发展前景的信心和对公司价值的认可, 公司于 2023 年 9 月 7 日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 6 日, 回购工作已实施完毕, 累计回购公司股份 5,098,755 股, 累计金额 5,011.93 万元。

图 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 3 月 31 日)


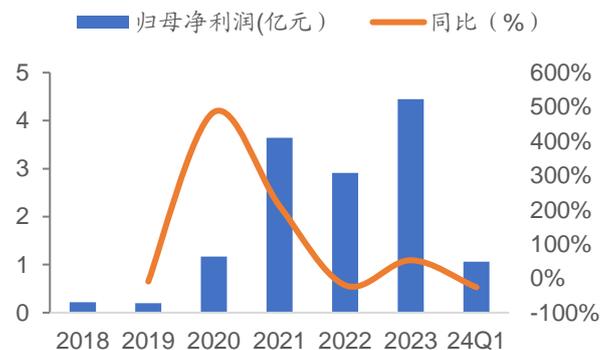
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

1.2 业绩快速增长, 黄金贡献主要利润

金矿业务并表带动利润大幅增长。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, 黄金业务规模大幅增长。2023 年, 公司实现黄金业务营收 12.6 亿元, 同增 772.98%, 营收占比达 52.01%, 远高于 2022 年的 1.32%。2023 年, 金矿首年全年并表, 带动利润大幅增长, 公司实现归母净利润 4.45 亿元, 同涨 52.92%。2024 年, 玉龙股份将坚定出清相关大宗贸易业务, 后续不再从事与矿业业务无关的大宗贸易业务。24Q1, 贸易业务拖累, 公司实现归母净利润 1.06 亿元, 同降 26.22%, 其中, 黄金实现净利润 1.31 亿元, 同涨 28%。

图 3: 公司分业务营收占比 (%)

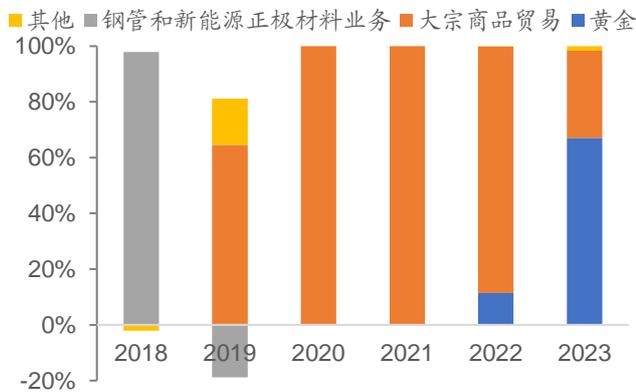

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4: 公司归母净利润 (亿元) 与增速 (%)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

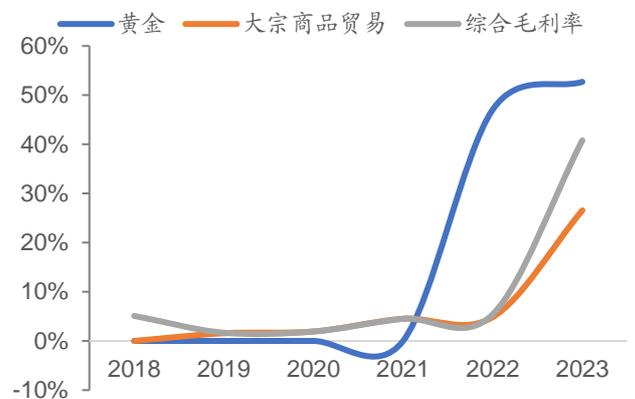
黄金业务贡献主要利润。2023 年公司实现毛利 9.89 亿元，毛利率为 40.81%。其中，黄金业务毛利为 6.64 亿元，毛利率为 52.70%，毛利占比为 67.13%，贡献公司主要毛利；大宗商品贸易业务毛利为 3.09 亿元，毛利率为 26.57%，毛利占比为 31.22%。

图 5: 公司分业务毛利占比 (%)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

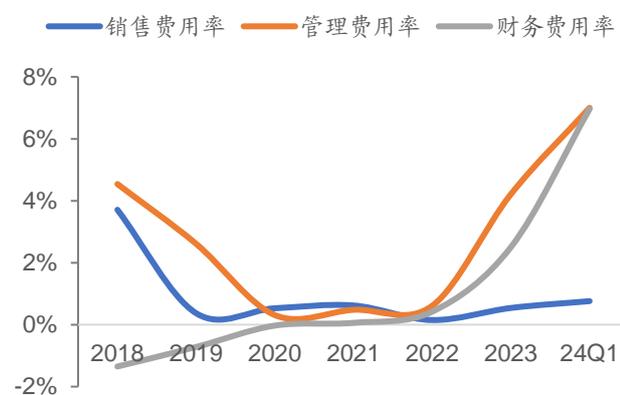
图 6: 公司分业务毛利率与综合毛利率 (%)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

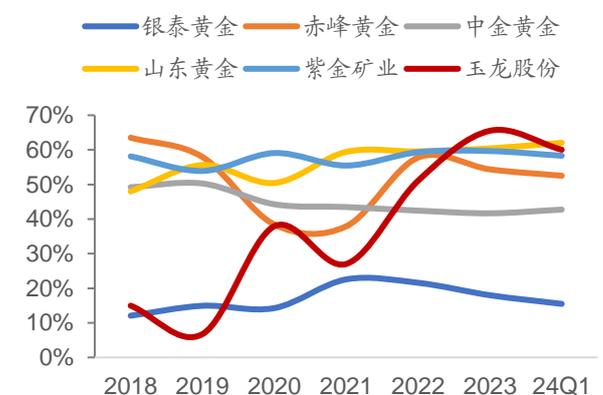
业务扩张阶段性影响费用率。2023 年, 公司销售、管理、财务费用率分别为 0.54%、4.21%、2.50%, 同比分别+0.39pct、+3.60pct、+2.08pct; 24Q1, 销售、管理、财务费用率分别为 0.76%、7.00%、6.96%, 同比分别+0.24pct、+3.89pct、+5.25pct。2023 年管理费用的增加主要系海外公司管理费用较上年多核算 11 个月所致, 财务费用的增加主要系借款利息较上年同期增加所致。综合来看, 2023 年公司进行业务转型和扩张, 对费用率造成阶段性影响, 后续随着公司聚焦黄金业务, 我们预计费用率将会有所改善。资产负债率方面, 2023 年公司资产负债率为 65.53%, 24Q1 为 60.04%, 环比有所改善, 目前较同业公司仍存在下降空间。

图 7: 公司期间费用率 (%)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 8: 公司资产负债率 (%)



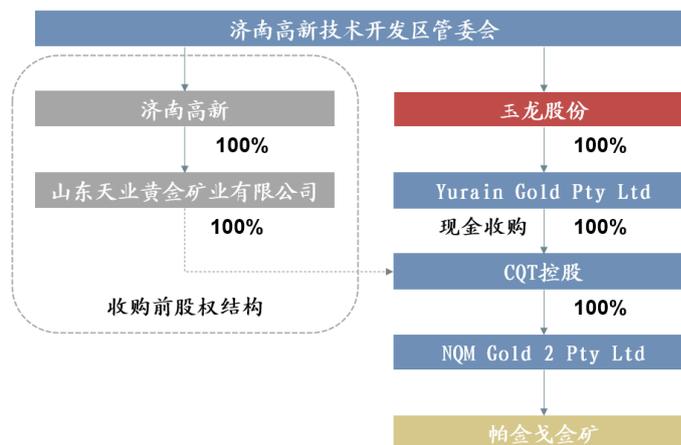
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、黄金矿资源禀赋优异，增储空间大

2.1 帕金戈金矿：低成本的优质金矿，增储扩产潜力大

2022 年收购帕金戈金矿，顺利切入黄金矿业领域。2021 年 10 月，公司全资子公司玉润黄金与天业黄金全资子公司 CQT 控股签署《收购意向协议》，玉润黄金拟以现金方式收购 CQT 控股持有的 NQM 全部股权，以取得位于澳大利亚东部昆士兰州的帕金戈金矿的控制权，其主要产品为标准金。2021 年 12 月 29 日，交易各方签署《股权转让协议》及相关协议。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，收购价为 9.03 亿元，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。2022 年 12 月 14 日，标的资产已过户登记至子公司玉润黄金名下，帕金戈金矿纳入公司合并报表范围。至此，公司新增金矿勘探、开采业务，顺利切入黄金贵金属“矿业赛道”。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 3600 万、3900 万、4100 万澳元，三年累计净利润数 11600 万澳元。

图 9：帕金戈金矿股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



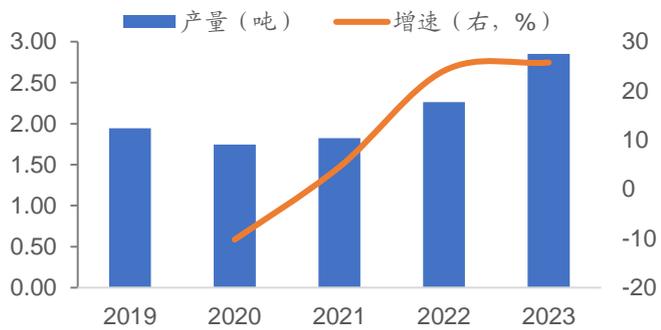
资料来源：公司公告,信达证券研发中心

NQM 公司是一家集探矿、采矿、选矿于一体的矿山公司，主要围绕帕金戈项目开展黄金采选业务。帕金戈项目主要通过地下开采方式采出矿石，包括凿岩、掘进、爆破、运输等采矿环节。后经全泥氰化炭浆工艺，包括破碎、磨矿、氰化、炭浆吸附、解吸电积、提纯铸锭等工艺流程，生产出最终产品合质金，然后按照澳洲国际金价当日收盘价出售给澳大利亚珀斯铸币厂。目前，公司外派的海外管理团队持续推进精益化管理增储增效，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，将选厂处理能力由 60 万吨提升至 70 万吨，为进一步挖掘项目潜力及项目长期优质运营提供了重要保障。

产量达历史最高，业绩目标提前超额完成。2023 年，帕金戈金矿实现产金量 9.15 万盎司（2.85 吨），创矿区近 15 年以来产量新高；实现净利润 37388.95 万元，创历史最高水平，2022 年、2023 年累计实现净利润 15623.42 万澳元，完成三年业绩承诺的 134.68%，提前

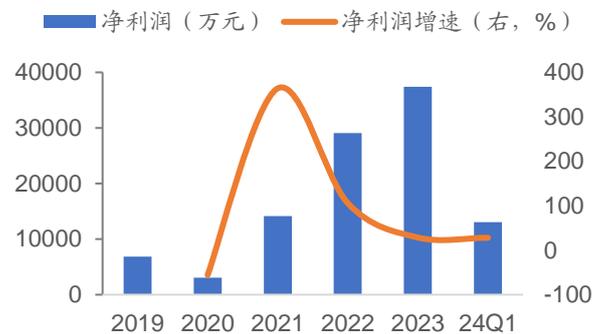
一年超额完成业绩对赌目标。

图 10: 帕金戈金矿历史产量 (吨)



资料来源: 济南高新、天业股份、玉龙股份公告,信达证券研发中心

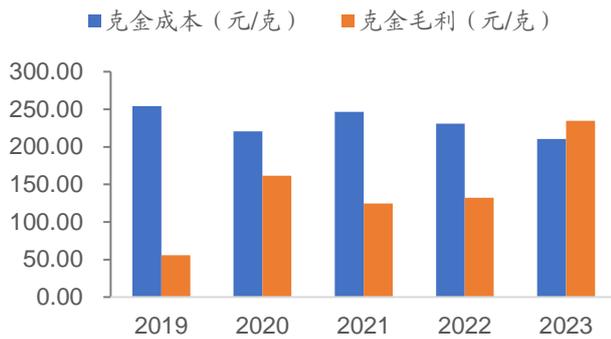
图 11: 帕金戈金矿净利润



资料来源: 公司公告,信达证券研发中心

帕金戈矿金金属量 62.9 吨，增储扩产潜力大。玉鑫控股成立了专业的勘探公司 Auspin，承接帕金戈矿区的地质研究和钻探业务，以专业化提升勘探增储能力，使得帕金戈矿区的资源保障能力持续提升。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 标准的金金属量 202.1 万盎司（62.9 吨），比上年同期增加 31.5 万盎司（9.8 吨），公司预计剩余可生产年限为 13 年，帕金戈金矿矿区面积大，实际采矿面积较小，矿体品位高，后续将持续扩大勘探面积，增储扩产潜力大。2024 年 6 月，公司公告全资子公司 NQM 作为帕金戈金矿区运营主体，于近期通过新申请获得 EPM 28460、EPM 28492、EPM 28493、EPM 28491 四个探矿权证，使公司的主力矿山帕金戈金矿矿区面积由原来的约 1700 平方公里增加至约 3050 平方公里；上述新增探矿区区域成矿地质条件优越，具有很强的地质找矿优势，有助于增强帕金戈金矿区勘探增储潜力。

经营优化成效显著，克金成本有所下降。帕金戈金矿成本的优化源自于多方面工作提质的结果。人员优化方面，取消一部分重复性岗位并将采矿承包运营改为矿山自营生产，通过 SAP 管控体系的应用，提升了工作效率。设备升级方面，通过优化采矿设备，提高设备使用率，降低设备运营成本。回收率提升方面，通过制定保障措施和应急措施，提高了设备利用率和运转率，并提高了选矿回收率，选厂处理能力由 60 万吨提升至 70 万吨。公司经营优化措施成效显著，克金成本有所下降，黄金盈利能力显著提升，2023 年，帕金戈黄金生产成本为 210.54 元/克，同降 8.82%；黄金毛利为 234.43 元/克，同涨 77.23%。

图 12: 帕金戈克金生产成本及毛利


资料来源: ifind, 济南高新年报, 公司年报, 信达证券研发中心

图 13: 帕金戈矿区

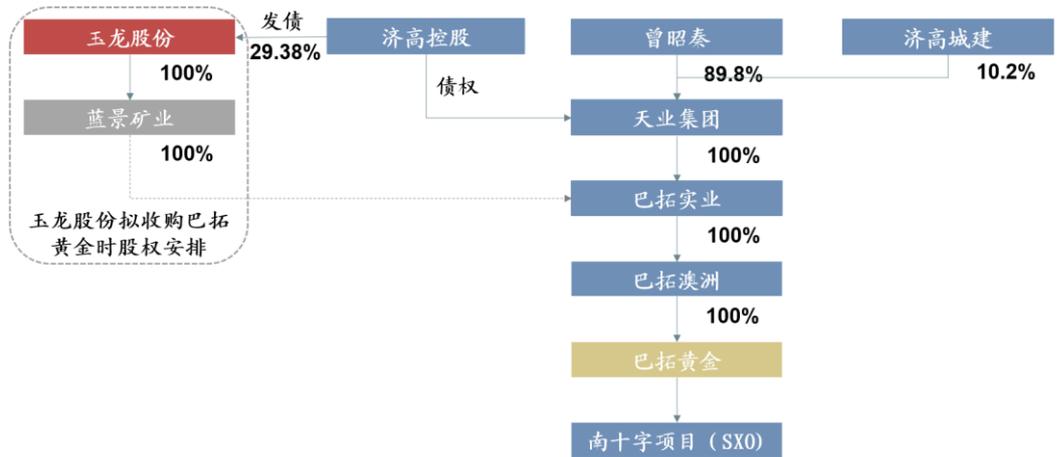

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

2.2 巴拓金矿：黄金资源丰富的在产矿山，后续有望注入公司

巴拓黄金成立于 2012 年，经营范围为黄金资源勘探和开采，巴拓澳洲的主要黄金资产-南十字项目 (SXO) 由巴拓黄金持有。SXO 位于 Marvel Loch，距西澳首府珀斯以东 390 公里，卡尔古利以西 235 公里，南十字小镇南约 35 公里。巴拓黄金持有的该矿区矿权共有 224 个，总面积约 599.7 平方千米。巴拓金矿资源量丰富，具有较为成熟的生产运营基础及条件，并具备通过加大资源勘探投入进一步延长服务年限的潜力。

2013 年，罕王黄金公司成功收购 SXO。2014 年 8 月，开始在 Cornishman 进行露天矿开拓，11 月开始 Nevorla 东部地下矿建设，12 月完成 MarvelLoch 冶炼厂的更新改造，2015 年 3 月开始实现黄金销售收入。SXO 基础设施完善，历史上 MarvelLoch 选矿厂最高产能达到 230 万 t/年。2017 年，罕王集团将旗下西澳南十字星的金矿项目出售给了山东天业房地产开发集团有限公司 (天业集团)。

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 122484.00 万元，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。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%。天业集团承诺巴拓实业在 2021 年、2022 年和 2023 年分别实现净利润不低于 1 亿元、2 亿元和 3 亿元。巴拓停产业绩承诺未兑现，且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。

图 14: 巴拓股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

巴拓开采潜力大, 黄金资源量 **104.82 吨**。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。目前, 巴拓黄金拥有符合 JORC 标准的金金属量 337 万盎司 (104.82 吨)。根据金建工程编制的《采选方案设计》, 巴拓实业于 2021 年至 2025 年开采量预计分别为 10.10 万盎司、13.22 万盎司、14.59 万盎司、17.44 万盎司和 20.46 万盎司。

表 1: 南十字矿区露天矿体资源储量情况

矿体	控制的资源量			推断的资源量		
	矿石量 (万吨)	金品位 (g/t)	金属量 (万盎司)	矿石量 (万吨)	金品位 (g/t)	金属量 (万盎司)
露天矿体						
Cornishman	113.86	2.20	8.16	19.29	1.4	0.89
Yilgarn Star	39.55	5.20	6.66	7.11	4.9	1.13
Copperhead	-	-	-	86.83	2.1	5.97
Aquarius	7.52	2.70	0.66	1.19	2.7	0.1
Jupiter	10.99	2.40	0.85	15.12	1.8	0.88
Mercury	35.64	5.30	6.1	-	-	-
Polaris	16.79	3.50	1.88	1.41	2.6	0.12
Sunbeam	13.57	2.80	1.22	2.37	1.5	0.11
Transvaal	3.79	4.90	0.59	1.59	5.3	0.27
Frasers	33.68	3.70	4.01	0.07	1.5	0
Ruapehu	7.42	2.20	0.52	1.53	7.3	0.36
Marvel Loch	46.84	2.50	3.72	37.3	1.9	2.31
Jaccoletti	11.74	2.80	1.05	5.05	2	0.32
Edwards Find	22.40	2.30	1.69	35.51	3.3	3.76
Edwards Find North	54.49	2.60	4.59	18.81	1.8	1.1
Tamarin	10.44	1.90	0.65	13.5	2	0.87
Redwing	59.38	1.70	3.23	48.66	2.6	3.99
Leviathan	-	-	-	54.34	1.2	2.07

Victoria Vinto La	-	-	-	56.52	1.5	2.75
合计	488.12	2.90	45.57	406.17	2.1	27.01
地下矿体						
Cornishman	24.13	3.80	2.97	22.18	3.6	2.54
Yilgarn Star	135.19	6.40	27.64	45.53	6.5	9.51
Copperhead	-	-	-	88.09	6.6	18.81
Nevoria	108.11	4.30	15.05	8.28	3.6	0.95
Aquarius	23.23	3.80	2.85	75.12	4.4	10.53
Jupiter	-	-	-	0.42	2.7	0.04
Mercury	34.10	6.30	6.94	13.41	5.6	2.39
Polaris	13.25	3.70	1.58	19.27	3.6	2.24
Sunbeam	36.36	5.90	6.91	5.39	4.9	0.85
Transvaal	-	-	-	17.4	4.8	2.67
Frasers	51.54	4.60	7.54	167.44	6	32.42
Ruapehu	5.18	8.50	1.42	33.27	4	4.27
Marvel Loch	234.01	3.50	26.06	57.42	2.8	5.22
Jaccoletti	74.90	4.40	10.67	29.43	3.1	2.91
Great Victoria Gold	52.81	3.50	5.93	-	-	-
合计	792.81	4.50	115.57	582.65	5.1	95.35

资料来源：公司公告，信达证券研发中心（截止 2020 年 6 月 30 日）

子公司玉鑫控股协助巴拓黄金对巴拓金矿进行项目运营与后续战略重组。2024 年 7 月 13 日，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及巴拓黄金拟在未来进行的战略重组，巴拓黄金将支付每年度管理费用 25 万澳元/月，玉鑫控股将根据年度预算净利润目标实现情况，获得额外激励费，上限为 100 万澳元。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。目前，巴拓金矿已经复产，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。

三、多元化布局新能源矿业

3.1 钒矿：资源体量较大，前瞻性布局储能行业

收购陕西钒矿项目 67% 股权。2022 年 12 月，公司与吴长富、山阳县绿洲宫玉厂、陕西山金矿业有限公司签署《股权转让协议》，公司以现金方式收购交易对方吴长富持有的标的公司 67% 的股权，以此取得标的公司核心资产陕西省商南县楼房沟钒矿项目采矿权。

V2O5 金属资源量达到 65.15 万吨。2012 年 1 月陕西山金矿业有限公司首次取得采矿许可证，矿区面积 2.513 平方公里，开采深度由 1270 米至 600 米标高，共有 8 个拐点圈定。根据 2022 年 11 月采矿权评估报告，陕西省商南县楼房沟钒矿采矿权范围内保有资源量：矿石量 4610.29 万吨，V2O5 量 49.99 万吨，V2O5 品位 1.08%。开采方式为地下开采，生产规模为 66 万吨/年，有效期自 2023 年 2 月 7 日至 2031 年 2 月 7 日。2024 年 4 月，公司

公告发现新矿体，V2O5 金属资源总量提升至 65.15 万吨。

表 2: 陕西省商南县楼房沟钒矿拥有 V2O5 矿物量 65.15 万吨

	矿石量	V2O5 量	V2O5 品位	开采方式	生产规模
原矿区	4610.29 万吨	49.99 万吨	1.08%	地下开采	66 万吨/年
新矿区	1307.05 万吨	15.16 万吨	1.16%		

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

钒矿一期项目预计年产五氧化二钒 5000 吨。2023 年全国五氧化二钒的产能在约 17 万吨, 其中约 13 万吨来自钒钛磁铁矿冶炼过程中的副产品, 约 4 万吨来源于石煤提钒行业。公司预计陕西玉龙楼房沟钒矿一期工程建成投产后, 年产五氧化二钒 5000 吨。

钒矿项目建设有序推进。陕西钒矿及时跟踪把握政策动向, 狠抓战略执行, 加速权证办理和工程建设, 奠定项目建设基础。截至 2023 年报, 钒矿项目已完成了采矿项目省发改委立项核准审批、选矿项目市发改局备案审批工作; 签订了尾矿库“二换一”指标转让协议, 完成了“十里坪钒科技产业园总体规划”的编制及上报工作, 取得了 205 亩城市建设边界内用地指标; 完成补充勘探 1020 平硐施工工程进尺 507m, 钒矿项目建设正有序推进中。

钒产品主要用于钢铁和储能领域。目前国内钒产品的消费绝大部分用在钢铁领域, 还广泛应用于储能领域、化学品领域和钒合金材料领域。在传统材料领域, 随着钒元素的物理特性进一步被挖掘, 作为具有环保和绿色价值的合金元素, 将更加广泛应用在钢铁、高端金属材料、化工、能源及医疗等领域。在新能源领域, 钒作为能源金属绿色价值凸显。钒液流电池配置灵活、扩展性好、循环次数高、安全性高的特性, 可以应用于削峰填谷、系统调频、分布式等场景, 未来随着技术不断进步和成本逐渐下降, 钒液流电池在长时储能领域应用空间较大。

公司与大连融科签订战略合作协议。公司已与全球领先的全钒液流电池储能、高纯钒化学品和合金材料制造商和技术服务商大连融科储能集团股份有限公司签订《战略合作协议》, 将围绕国内外钒矿资源投资与开发、钒产品采购、全钒液流储能市场开拓和客户开发布局开展合作, 共同促进全钒液流电池储能市场健康发展。

图 15: 钒矿项目规划图



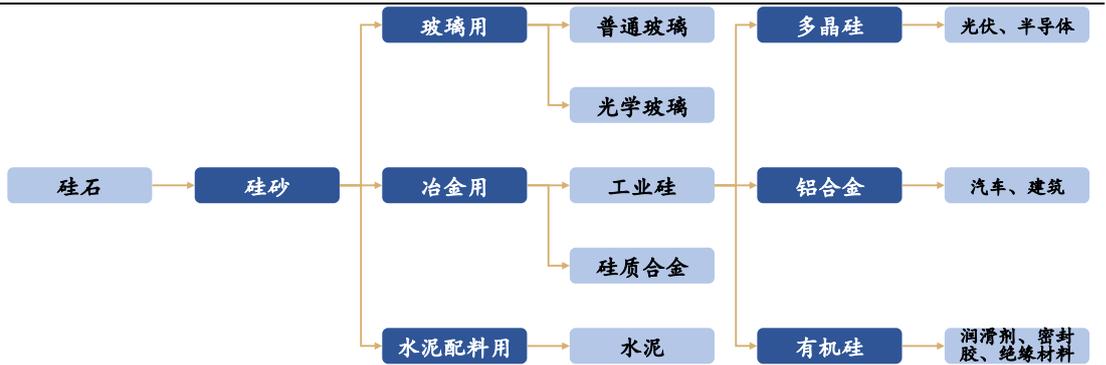
资料来源: 公司官网,信达证券研发中心

3.2 硅石矿：入股灯塔硅石，布局新材料业务

拟收购灯塔硅石项目 45% 股权。2023 年 3 月，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。根据公司 2024 年 6 月公告，公司拟收购郑凤明所持有的灯塔市双利硅石矿业有限公司 10% 的股权，本次交易完成后公司将持有标的公司 45% 的股权，双利矿业将纳入公司合并报表范围内，提升公司对硅石矿资源的掌控能力。

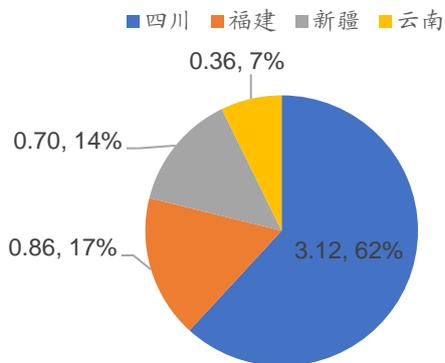
硅石项目资源量 1650.1 万吨。辽宁硅石项目拥有矿石量资源量 1650.1 万吨，其中证内 430.8 万吨，采矿证深部已实现增储 1219.3 万吨，采矿证外围空白区内存在多条硅石矿脉，增储潜力较大。露天方式开采，冶金用石英岩，生产规模为 15 万吨/年，有效期限自 2017 年 1 月 28 日至 2029 年 3 月 28 日。

硅石价格与工业硅产量关系密切。硅石按用途可划分为玻璃用硅石、冶金用硅石及水泥用硅石，工业硅属于冶金范畴。工业硅下游包括多晶硅、铝合金和有机硅，如今多晶硅在光伏、半导体领域中已成为关键材料；铝合金广泛应用于汽车、建筑行业，有机硅中的硅油、硅橡胶以及硅树脂可用于生产润滑剂、密封胶、绝缘材料等多种物品。硅的多样用途带来了可观的需求量。我国 99% 以上品位的硅石价格主要受下游需求影响，与工业硅产量关系密切。

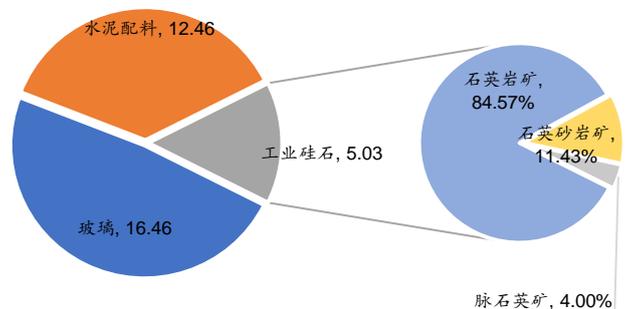
图 16: 国内硅石产业链


资料来源: 石英石网, 信达证券研发中心

我国硅石矿产资源总量丰富、分布广泛、高品质矿石储量不高。从硅石分布上, 据国家自然资源局, 2022 年, 四川、福建工业硅石储量最丰富, 分别为 3.12 亿吨、0.86 亿吨。从硅石种类上, 按组织形式分, 2020 年我国石英岩、石英砂岩、石英砂保有储量之和占比达 98.21%, 质量较高的脉石英和粉石英储量仅占 1.79%; 按用途分, 据 SMM 硅世界, 目前冶金用硅石资源储量、水泥配料用储量、玻璃用硅石储量分别为 5.03 亿吨、12.46 亿吨、16.46 亿吨。冶金用硅石资源中, 石英岩、石英砂岩、脉石英分别占比 84.57%、11.43%、4.00%。

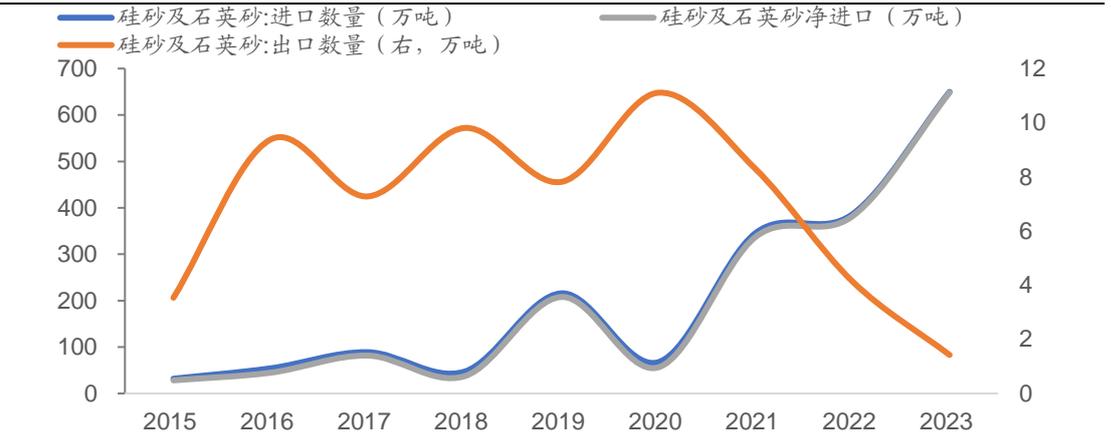
图 17: 2022 年工业硅主产区硅石矿资源储量分布 (亿吨)


资料来源: 石英石网, 信达证券研发中心

图 18: 不同用途硅石资源储量分布 (亿吨)


资料来源: SMM 硅世界, 信达证券研发中心

我国作为工业硅生产大国, 对硅石需求较大, 进口量较大。2015-2023 年我国硅石进口量远大于出口量。2023 年, 我国进口硅砂及石英砂共 649.80 万吨, 净进口硅砂及石英砂共 648.37 万吨。进口结构上, 2021 年, 我国高达 83% 的进口硅石为石英砂, 石英砂岩占比为 10%。2021 年, 我国石英砂进口主要来自澳大利亚、印度尼西亚以及马来西亚, 三者在国内总进口中的占比超过 96%。2017-2019 年, 柬埔寨、澳大利亚和马来西亚曾是我国石英砂的主要进口国, 2020 及以后, 由于价格原因, 主要进口国变为澳大利亚、马来西亚和印度尼西亚。

图 19: 硅砂及石英砂进出口 (万吨)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

3.3 石墨矿：控股催腾矿业，布局优质天然鳞片石墨

收购催腾矿业 11.44% 股权。2022 年 9 月，公司决定出资 500 万澳元认购催腾公司定向增发股票，并于 2023 年 5 月完成股份登记手续，持股比例为 11.44%，为催腾公司第二大股东。催腾矿业是一家致力于石墨矿项目勘探和开发的澳大利亚证券交易所上市公司，济高控股集团全资子公司济高国际为催腾公司第一大股东，持有位于非洲莫桑比克北部德尔加杜角省的安夸贝和眼镜蛇平原等石墨矿权。

拟收购两大石墨矿 70% 股权。根据 2024 年 6 月公告，公司与催腾矿业签署《绑定备忘录》，公司拟通过指定子公司收购催腾矿业持有的 Grafex Limited 和 KweKwe Graphite Limited 70% 股权，以获得安夸贝石墨项目采矿特许权、眼镜蛇平原石墨项目采矿特许权，以及 Nicanda Hill 和 Nicanda West 石墨项目相关的知识产权和钻探岩心资产，转让价格合计不超过 1700 万澳元。

安夸贝石墨矿项目可采储量 2489.50 万吨。天然石墨分为小鳞片石墨和大鳞片石墨，锂离子电池负极材料是天然鳞片石墨目前主要的应用领域，此外，其还广泛用于生产膨胀石墨等耐腐蚀、润滑和密封材料。目前用途更广、价格更高的主要是大鳞片石墨。催腾矿业持有的安夸贝石墨矿项目为大型及超大型鳞片状石墨矿，大鳞片含量 60% 以上，而国内石墨矿大鳞片含量只有 10%-20%。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。

项目预计年产天然鳞片石墨精矿约 6 万吨以上。当前该项目开工许可证已获批准，项目已完成可行性研究并获得采矿许可证（期限 25 年）；其中安夸贝石墨矿项目已开展基建，而眼镜蛇平原项目已获得采矿证。安夸贝目前设计原矿年处理能力 100 万吨以上，年产天然鳞片石墨精矿约 6 万吨以上，公司预计 2025 年投产。

我国已探明的石墨矿储量占世界总储量的 75%，产量占世界总产量的 72%。山东具有石墨产业基础，青岛曾是全国天然石墨三大主产地之一，且出产以工业价值最大的鳞片石墨为主，储量约占全国的 22%，年产量约占全国的 1/3。2023 年 10 月 20 日上午，商务部、海关总署发布《关于优化调整石墨物项临时出口管制措施的公告》，利好公司布局的非洲石墨矿项目。

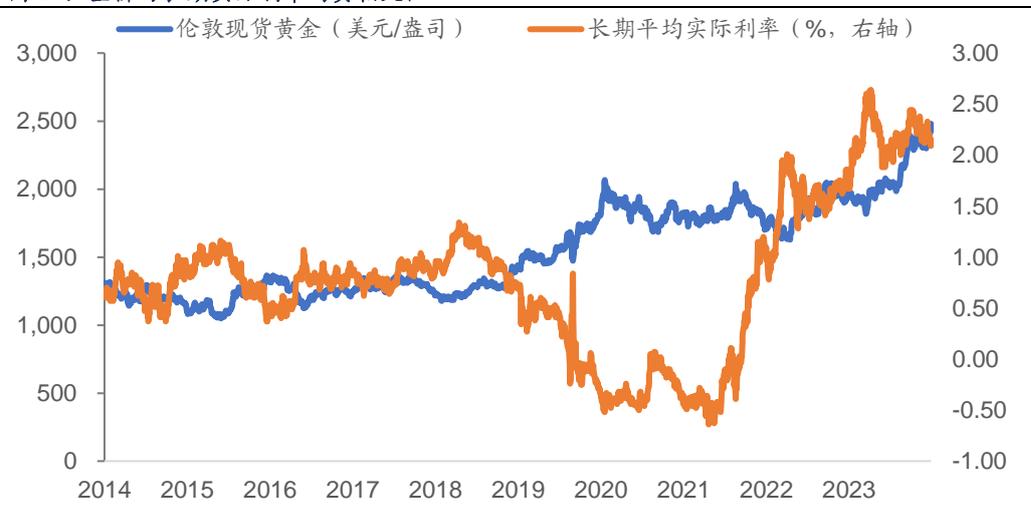
图 20: 石墨矿项目规划图


资料来源: 公司官网,信达证券研发中心

四、降息预期扰动，不改贵金属上行趋势

4.1 金融属性：美国经济韧性较强，不改降息初衷

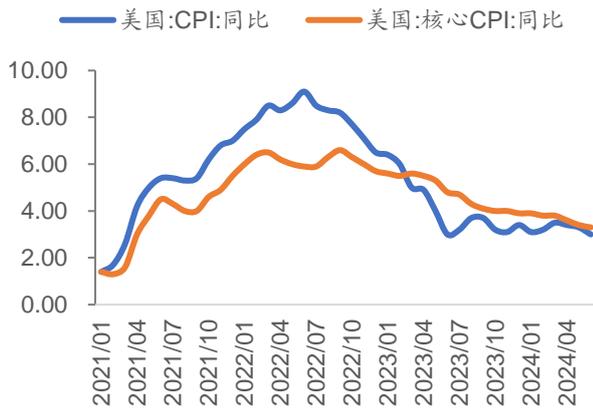
黄金的金融属性对应实际利率框架。黄金作为不生息资产，实际利率可以作为衡量黄金的机会成本，与黄金价格高度负相关，可以作为 2022 年之前金价最主要的定价逻辑之一。长期实际利率=名义利率-通胀预期，因此，判断长期实际利率的变化方向主要是根据名义利率和通胀预期的变化方向和速度。从 2022 年开始，疫情后宽松的货币政策和广泛上涨的能源价格导致美国处于高通胀状态，美联储开启第七轮加息，同时金价因为央行购金、避险需求、抢跑降息预期等因素也处于历史高位水平，金价与实际利率相关性有所减弱但不改负相关关系。

图 21: 金价与长期实际利率的负相关性


资料来源: ifind,信达证券研发中心

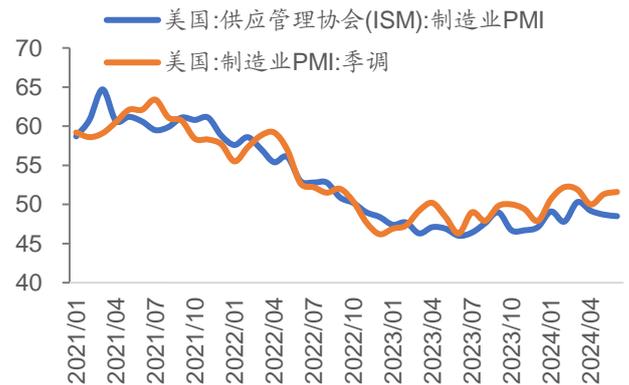
美国劳动力市场强劲，通胀放缓。2024年6月美国CPI同比上涨3.0%，低于前值的3.3%；6月核心CPI同比上涨3.3%，低于前值的3.4%，通胀重新放缓。根据信达证券研发中心宏观团队观点，能源价格上涨是通胀水平边际反弹的主要贡献，但住房租金通胀有望回落。6月美国ISM制造业PMI为48.5，低于前值，均回落到50下方。6月非农就业人数为20.6万人，高于预期的19.0万人，低于前值的27.2万人。6月失业率小幅反弹至4.1%，较5月失业率略有上升。

图 22: 美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)



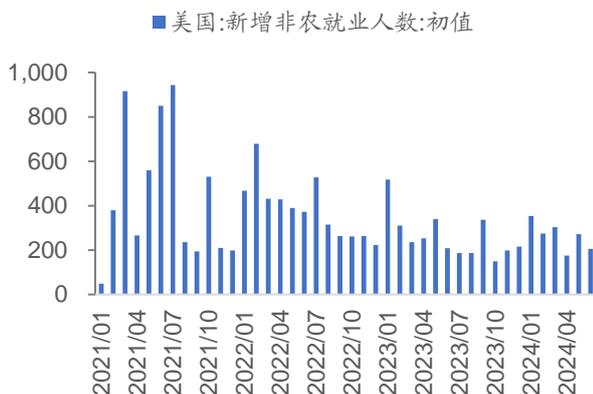
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 23: 美国制造业与服务业 PMI



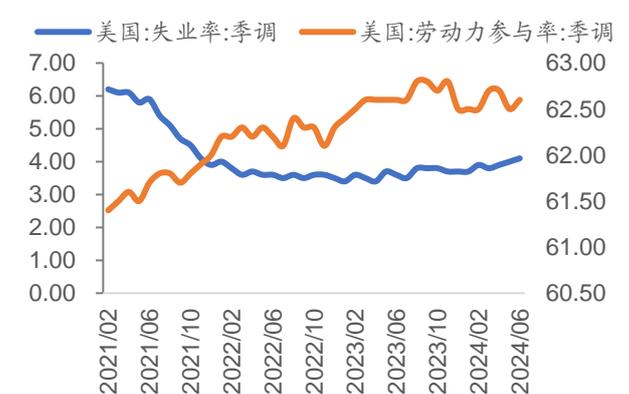
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 24: 美国新增非农就业人数 (千人)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 25: 美国失业率与劳动参与率 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

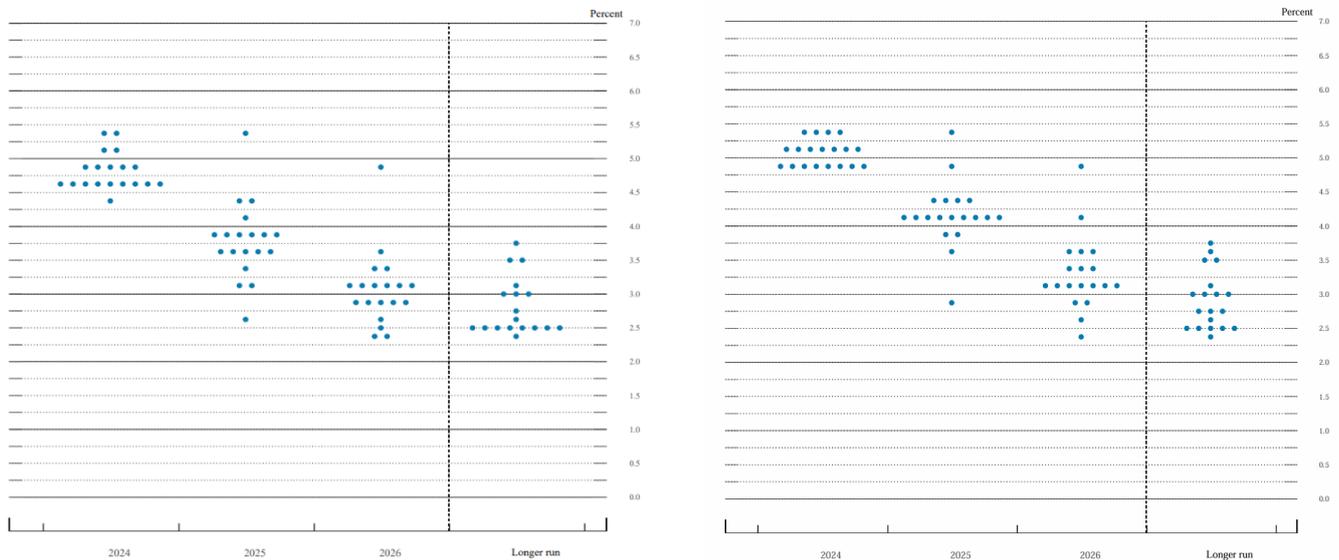
6月FOMC决议显示美联储连续第七次将联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.50%，符合市场预期，同时继续放缓缩减资产负债表的规模。

会议最大的看点是6月点阵图明显缩减了年内降息次数。

与3月点阵图相比，6月点阵图显示降息次数从3次缩减为1-2次。点阵图显示近八成的官员预计今年至少降息一次，而预计今年不降息的票委增加至四位。与之相对应的是，6月美联储的SEP上调了今年的联邦基金利率中枢，从3月的4.6%上调至5.1%。

点阵图调整的关键原因是一季度的通胀进程停滞。在 2023 年调查中，通胀是美国家庭的首要财务担忧，65% 的人表示物价上涨使其财务状况恶化。通胀的进一步放缓非常重要，但今年一季度的通胀放缓出现停滞，通胀预期的调整使得美联储票委调整了自己的预期。

图 26: 今年 6 月点阵图上移



资料来源: 美联储官网, 信达证券研发中心, 左图为 3 月 FOMC 点阵图, 右图为 6 月 FOMC 点阵图

四季度美国通胀可能有扰动。根据信达证券研发中心宏观团队观点，经过一季度的通胀“停滞”后，6 月美国经济预测上调了通胀预期，而上调后的年度通胀高于当前 4 月 PCE 通胀读数，或指向下半年美国通胀是先下后上，美国通胀四季度可能有扰动。四季度的扰动更多来自非核心项，核心项仍有望延续降温。房价对租金的影响可能滞后体现。我们认为，地产对 CPI 的影响主要是租金价格，而住房租金价格滞后于美国房价指数。拜登进一步收紧移民政策对未来就业市场或是一次冲击。

表 3: 6 月 FOMC 经济预测表上调今年的通胀预期

变量 (%)	中位数				集中趋势			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2.1	2	2	1.8	1.9-2.3↓	1.8-2.2↓	1.8-2.1	1.7-2.0
3 月预测值	2.1	2	2	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0
失业率	4	4.2↑	4.1↑	4.2	4.0-4.1↑	3.9-4.2	3.9-4.3	3.9-4.3↑
3 月预测值	4	4.1	4	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3
PCE	2.6↑	2.3↑	2	2	2.5-2.9↑	2.2-2.4↑	2.0-2.1	2
3 月预测值	2.4	2.2	2	2	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2
核心 PCE	2.8↑	2.3↑	2	-	2.8-3.0↑	2.3-2.4↑	2.0-2.1	-
3 月预测值	2.6	2.2	2	-	2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1	-
联邦基金利率	5.1↑	4.1↑	3.1	2.8↑	4.9-5.4↑	3.9-4.4↑	2.9-3.6↑	2.5-3.5↑
3 月预测值	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1

资料来源: 美联储, 信达证券研发中心

年内降息节点扰动但不改降息方向。综合来看，尽管当前通胀率仍高于目标，美联储考虑降息可能是为了平衡经济增长与通胀控制的需要，以实现经济的软着陆。复盘前几次降息开启的节点，美国经济均已处于下行阶段，而通胀处于高位，2023年12月FOMC会议上鲍威尔提到联储不会等到通胀率降至2%才降息，因为会考虑到降息过晚带来的风险。2024年6月FOMC会议按兵不动，维持利率目标不变，但具体时间节点仍需观察核心经济数据走势。截至2024年6月15日，CME的Fed工具显示市场预期9月降息概率为61.1%。

图 27: CME Fed 市场预期利率概率 (截至 2024 年 6 月 15 日)

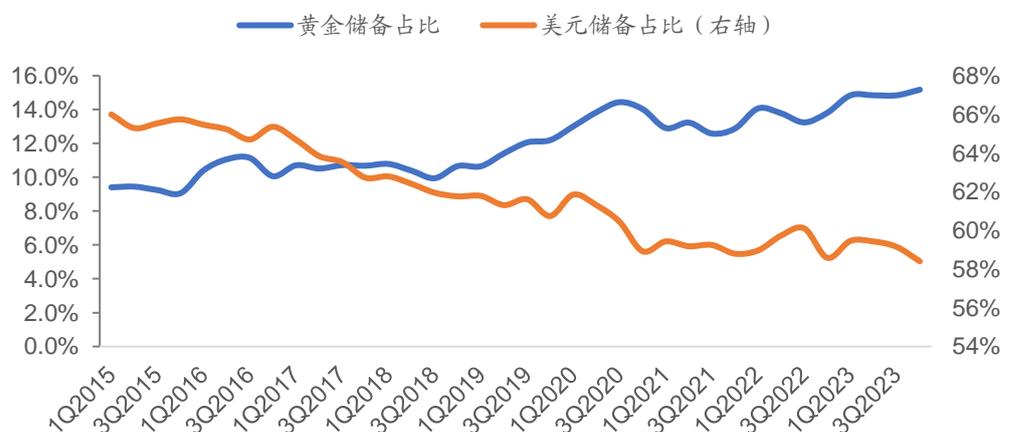
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	61.1%	32.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	28.2%	49.7%	19.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	23.2%	45.5%	25.4%	3.8%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	14.7%	36.6%	33.5%	12.5%	1.5%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.5%	29.7%	34.4%	19.1%	5.0%	0.5%
2025/4/30	0.0%	0.0%	0.4%	5.4%	19.6%	31.9%	27.1%	12.4%	2.8%	0.3%
2025/6/18	0.0%	0.3%	3.6%	14.4%	27.4%	28.9%	17.8%	6.3%	1.2%	0.1%
2025/7/30	0.1%	1.6%	8.0%	19.7%	28.0%	24.4%	13.1%	4.2%	0.7%	0.1%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

4.2 货币属性：美元信用衰弱，全球央行黄金储备增加支撑长周期金价走强

美元在全球外汇储蓄中的占比降低。黄金的货币属性对应黄金对美元体系的替代性，近年来，美国财政赤字和债务水平过高，美元的信用和价值或受到冲击。截至2023年年底，美元占全球公开官方外汇储备的59.17%，美元份额的下降已经被多种其他货币所取代，截至2023年年底，黄金在全球外汇储备占比达到15.2%。

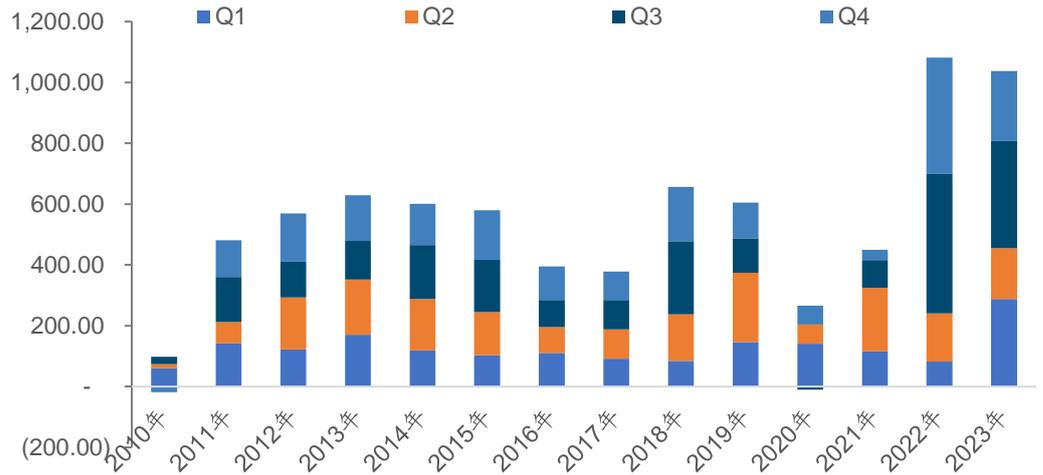
图 28: 黄金与美元在外汇储备中的占比



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

全球央行大幅增加黄金储备。2023年在地缘政治带来的不确定性和高通胀背景下，全球央行购金需求总计1037吨。在信用货币体系出现格局变化、不确定性增加的背景下，全球央行选择黄金作为信用货币储备的补充，既符合黄金的特点，也满足央行储备的要求，有望对中长期黄金价格起到支撑作用。根据世界黄金协会的《2023年央行黄金储备调查》，各国央行对美元未来角色看法较此前更悲观，对黄金未来作用的想法更乐观，62%的央行表示黄金将在总储备中占有更大的份额。

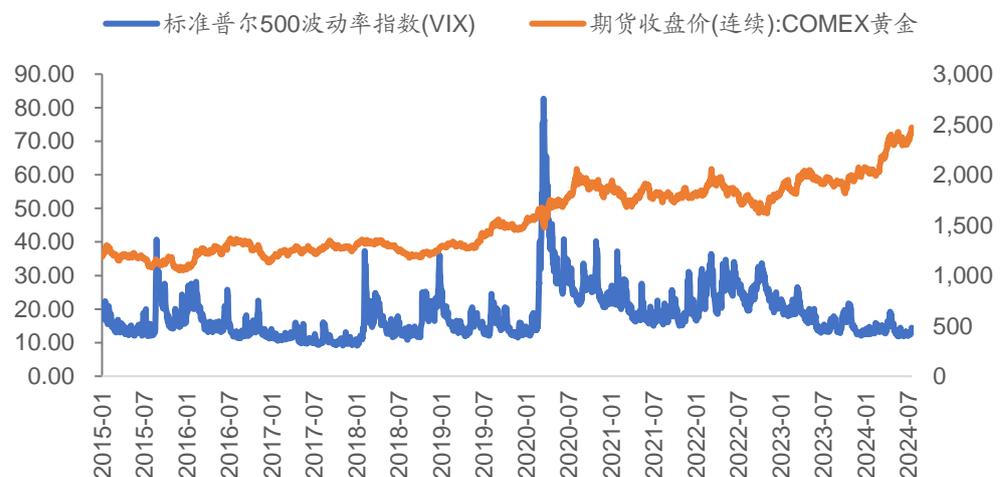
图 29: 全球央行购金量自 2022 年开始上涨 (吨)



资料来源: 世界黄金协会, Metals Focus, 信达证券研发中心

避险需求下, 黄金价格走强。以标普 500 波动率指数 (VIX) 即恐慌指数来衡量市场避险情绪, 代表对市场未来风险程度的预期。当市场面临地缘政治紧张、经济衰退、货币贬值等风险时, 作为避险资产的黄金需求增长。2007-2009 年全球金融危机、2020 年新冠和 2022 年俄乌冲突, VIX 指数大幅上升, 黄金价格均有较好的表现。

图 30: 标准普尔波动率指数与黄金价格 (美元/盎司) 走势

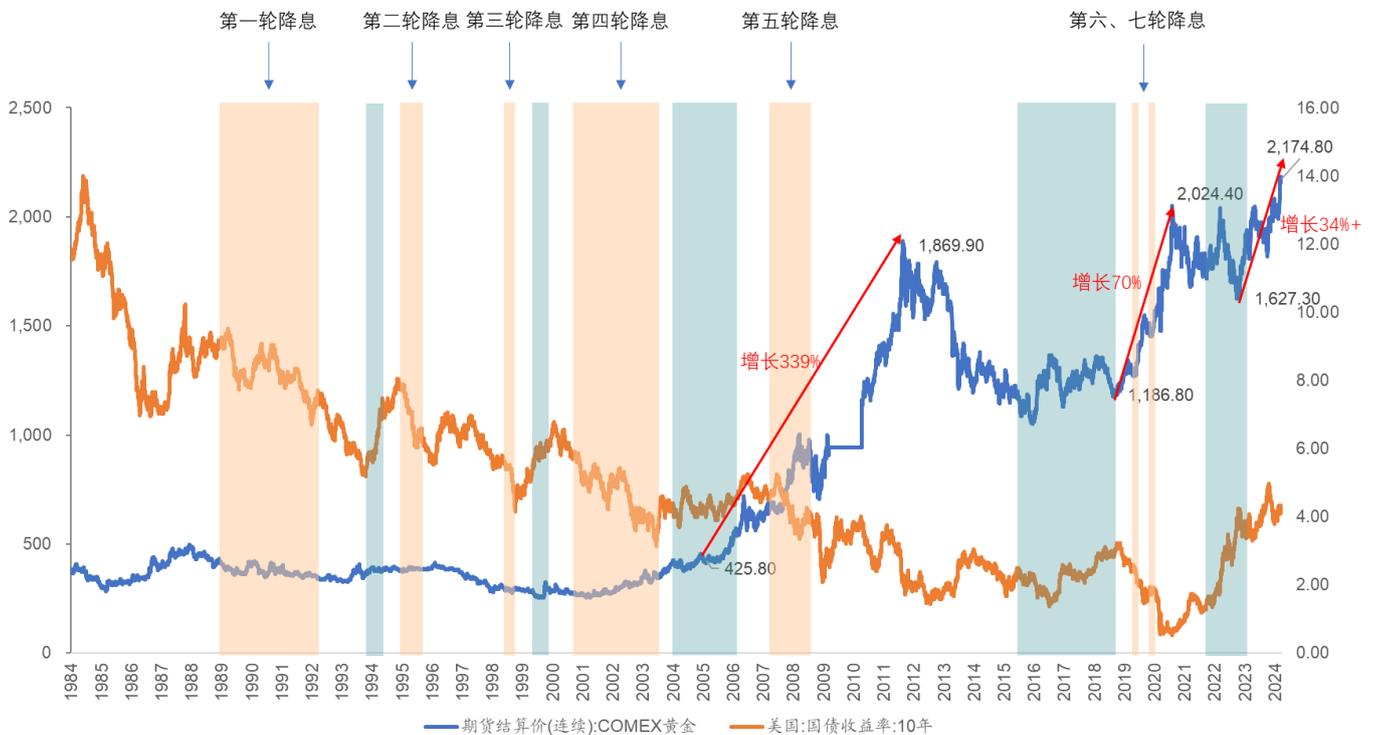


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.3 加息末期，黄金牛市的起点

降息预期强化，金价有望持续走强。黄金价格走势判断需要考虑多种因素，历史复盘来看，最有效的定价因素是实际利率，同时需要考虑宏观周期所处位置。过去四十年，通过复盘黄金在加息与降息进程的走势及其变化原因，2006 年与 2018 年的加息末期，黄金价格涨幅较大，从底部区间上涨幅度分别达到 339%、70%。2006 年主要系次贷危机背景下，美元指数下行，黄金货币属性增强；2018 年主要系全球经济下滑及逆全球化思想抬头背景下，全球低利率政策及避险需求带动黄金价格上涨。2023 年 7 月加息结束后美联储已经第六次停止加息，美联储保留 2024 年内 3 次的降息预期后，现货黄金上涨突破 2200 美元的关口，2023 年以来本轮黄金价格底部上涨幅度已超过 30%，虽有提前抢跑预期，但我们预计正式降息后，叠加黄金的避险属性与货币属性，黄金价格有望再创新高。

图 31: 黄金价格复盘 (黄金单位: 美元/盎司, 美债收益率单位: %)



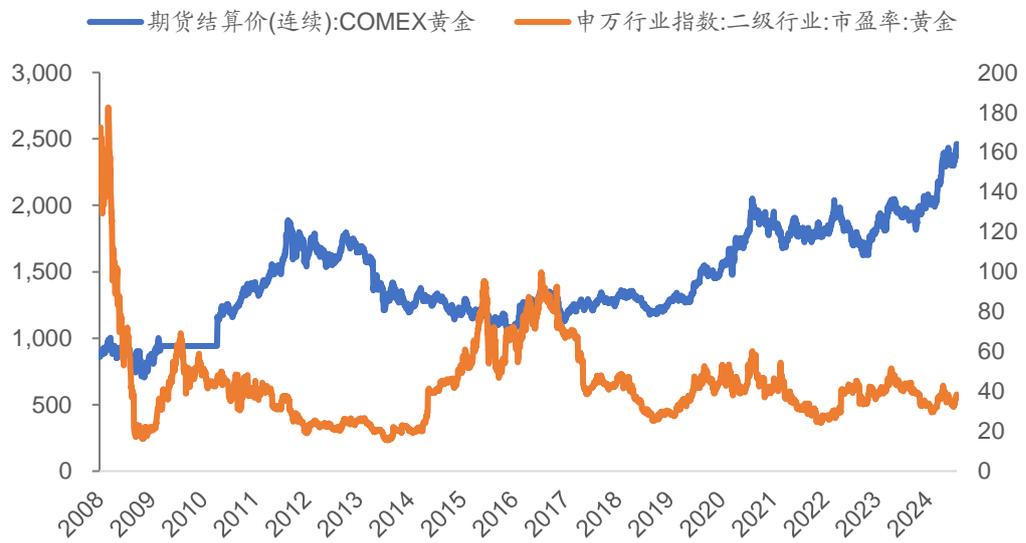
资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (黄色区域为降息周期, 蓝色区域为加息周期)

表 4: 美联储结束加息到首次降息开启期间各类资产价格走势

	最后加息	首次降息	目标利率 (%)	标普 500 指数涨跌 幅(%)	10 年美债 涨跌幅(%)	美元指数 涨跌幅(%)	黄金 涨跌幅(%)
1	1984-08-09	1984-09-20	11.25	1.17	-2.62	6.03	-1.60
2	1985-03-28	1985-04-24	0.00	1.51	-4.26	-0.36	-1.30
3	1995-02-01	1995-07-06	5.75	17.77	-21.02	-7.27	2.10
4	1997-03-25	1998-09-29	5.25	32.94	-32.00	0.36	-15.33
5	2000-05-16	2001-01-03	6.00	-8.08	-20.06	-0.84	-3.21
6	2006-06-29	2007-09-18	4.75	19.40	-13.79	-7.86	21.30
7	2018-12-20	2019-08-01	2.25	19.70	-31.90	1.99	11.67
8	2023-07-27	-	5.50	10.98	16.96	4.50	18.59

资料来源:Wind, ifind, 信达证券研发中心, 第 8 轮截止时间为 2024.4.30

黄金股估值中枢有望提升。复盘来看,我们认为金价与黄金股估值多数时间呈现背离走势,一方面是市场对于周期股的固有估值框架,另外黄金企业生产和收购成本的增加引发市场对于其盈利能力的担忧。黄金股在金价开启主升浪阶段涨幅最明显,成本低利润率高的企业前期有望充分受益,随着金价不断突破前高,我们认为黄金股估值中枢将持续提升。

图 32: 黄金价格 (美元/盎司) 与黄金股市盈率走势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

五、盈利预测&投资建议

5.1 盈利预测

1) 产量假设: 公司目前黄金矿年度产量在 3-3.5 吨左右, 生产较为稳定, 因此我们预计 24-26 年黄金产量分别为 3/3.1/3.2 吨。钒矿、硅石矿与石墨矿预计在 24-26 年逐步投产, 因此预计钒矿 25-26 年产量分别为 2405/4809 吨; 预计硅石矿 24-26 年产量分别为 25/50/50 万吨; 预计石墨精矿 24-26 年产量分别为 1/4/6 万吨。

2) 价格假设: 降息周期下, 贵金属价格进入上行周期, 我们预计 24-26 年金价分别为 550/560/565 元/克。我们预计 24-26 年五氧化二钒价格均为 10 万元/吨, 硅石价格均为 510 元/吨, 石墨精矿价格均为 4000 元/吨。

3) 成本假设: 根据历史情况, 我们预计 24-26 年黄金单位生产成本均为 210.54 元/克; 钒矿单位生产成本均为 6.2 万元/吨, 石墨精矿单位生产成本均为 2000 元/吨, 硅石单位生产成本均为 260 元/吨。

总预测: 我们预计 24-26 年公司营收分别为 21.50 亿元、19.76 亿元、22.89 亿元, 归母净利润分别为 6.31 亿元、6.89 亿元、7.55 亿元, 对应 EPS 分别为 0.81 元、0.88 元、0.96 元, 对应 PE 分别为 17.4 倍、15.9 倍、14.5 倍。

表 5: 公司分业务盈利预测

	单位	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
营业收入	亿元	18.39	119.08	113.52	109.36	24.24	21.50	19.76	22.89
营业成本	亿元	18.09	116.80	108.40	103.44	14.35	11.09	8.02	9.72
毛利润	亿元	0.31	2.29	5.12	5.92	9.89	10.41	11.75	13.17
毛利率	%	1.67%	1.92%	4.51%	5.42%	40.81%	48.41%	59.43%	57.54%
黄金									
营业收入	亿元				1.44	12.60	16.50	17.36	18.08
营业成本	亿元				0.76	5.96	6.32	6.53	6.74
毛利润	亿元				0.68	6.64	10.18	10.83	11.34
毛利率	%				47.07%	52.70%	61.72%	62.40%	62.74%
钒矿									
营业收入	亿元							2.40	4.81
营业成本	亿元							1.49	2.98
毛利润	亿元							0.91	1.83
毛利率	%							38.00%	38.00%
石墨矿									
营业收入	亿元						0.40	1.60	2.40
营业成本	亿元						0.20	0.80	1.20
毛利润	亿元						0.20	0.80	1.20

毛利率	%						50.00%	50.00%	50.00%
硅石									
营业收入	亿元						1.28	2.55	2.55
营业成本	亿元						0.65	1.30	1.30
毛利润	亿元						0.63	1.25	1.25
毛利率	%						49.02%	49.02%	49.02%
大宗商品贸易等									
营业收入	亿元	18.39	119.08	113.52	107.92	11.64	5.00	0.00	0.00
营业成本	亿元	18.09	116.80	108.40	102.67	8.39	4.78	0.00	0.00
毛利润	亿元	0.31	2.29	5.12	5.24	3.25	0.23	0.00	0.00
毛利率	%	1.67%	1.92%	4.51%	4.86%	27.93%	4.50%	0.00%	0.00%

资料来源：公司年报，Wind，信达证券研发中心

5.2 估值与建议

选取 A 股黄金上市公司山东黄金、中金黄金、赤峰黄金与银泰黄金，考虑到公司资源禀赋较好、有资产注入预期、增储扩建潜力大、成本优势显著，且货币+金融+避险多重因素作用下，黄金价格有望再创新高，黄金股整体估值中枢有望提升，给予公司 24 年 25 倍 PE，对应市值 158 亿元，目标价 20.3 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
山东黄金	600547.SH	28.91	0.28	0.52	0.87	1.19	1.47	68.80	43.95	32.31	23.30	18.88
中金黄金	600489.SH	16.16	0.44	0.61	0.75	0.84	1.00	18.75	16.21	21.20	18.96	15.79
赤峰黄金	600988.SH	19.26	0.27	0.48	0.83	1.07	1.26	66.58	29.00	22.36	17.44	14.83
银泰黄金	000975.SZ	17.01	0.40	0.51	0.72	0.89	1.05	27.26	29.24	23.40	18.91	15.94
平均								45.35	29.60	24.82	19.65	16.36
玉龙股份	601028.SH	13.99	0.37	0.57	0.81	0.88	0.96	30.85	18.83	17.36	15.91	14.51

资料来源：ifind，信达证券研发中心，可比公司盈利预测均来自 iFind 一致预期

注：收盘价截至 2024 年 7 月 23 日

六、风险因素

- 1) 宏观经济波动风险:** 目前公司利润来源包括大宗商品贸易及黄金矿业业务, 公司盈利与商品价格密切相关。全球供给及需求、远期交易及其他宏观政治经济因素(如地缘政治、局部战争、通货膨胀、利率、汇率、全球经济状况预测等)可能对商品价格产生不利影响;
- 2) 国际化经营风险:** 中国企业在国际化经营中所面临的风险包括政治风险、法律风险、经济环境风险、宗教环境风险、财务风险、文化融合风险等, 可能会对公司海外经营造成影响;
- 3) 安全环保管理风险:** 矿业在开采过程中涉及多项风险, 同时还伴随自然灾害、设备故障及其他突发性事件等, 这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。此外, 各国和地方政府更为严格的环保法规和标准使得公司在环保方面的投入将会增加, 从而公司存在未来生产经营成本增加的风险;
- 4) 新增项目投产进度不及预期:** 2023年, 帕金戈矿山在建工程转固, 我们预计未来公司黄金产量将持续增长。此外, 公司新增石墨项目后续将会陆续投产。未来, 新增项目产量增长可能不及预期。

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(合计)	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	17.36	15.91	14.51	
P/B	3.93	3.37	2.88	2.44	2.09	
EV/EBITDA	20.75	10.40	9.85	8.02	6.81	

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	10,344	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，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。