



# 玉龙股份（601028.SH）：矿产双轮驱动战略加速推进，矿业属性持续优化

## ——玉龙股份（601028）2024 半年报点评

事件：公司发布 2024 半年度报告。公司 2024H1 实现营业收入 8.81 亿元，同比-3.71%；实现扣非归母净利润 2.47 亿元，同比增长-4.81%；基本每股收益-0.655 元至 0.3065 元。营收下降源于报告期内公司持续推进大宗业务出清工作令贸易收入同比-64.22%，子公司管理人员薪酬由成本调至管理费用及借款利息增加导致当期公司利润承压。但同期黄金采选业务营业收入+17.62%至 7.89 亿元（占营收比例达到 89.5%），实现净利润+42.63%至 3.23 亿元，显示公司黄金采选业务在主营业务结构切换下的强稳定增长性。

公司已成为以矿采选业务为主的多元化贵金属矿商。公司持续实施“黄金矿产和新能源新材料矿产双轮驱动”战略，凸显和深化发展其矿业属性。数据显示公司已有效切换至以矿采选业务为主的主营结构，其中黄金矿山业务占营收比例由 22 年的 1.3%增至 24H1 的 89.5%，并推动公司综合销售毛利率升至新高 59.69%。考虑到公司帕金戈金矿已经进入全面达产阶段，叠加后期陕西楼房沟钒矿的产出释放，预计矿山类业务占公司主营业务比例将延续结构性攀升状态。此外，公司在 24H1 坚持“1235”工作思路并继续出清大宗贸易业务且积极进行矿山投建与并购，公司 24H1 末新增大宗贸易类采购业务合同（24H1 大宗营收-64.22%至 0.88 亿元），预计 24 年末将彻底出清贸易类业务，公司将成为资本市场中较为纯粹的以矿采选业务为核心的多元化贵金属矿商标的，这意味着公司的矿业属性及估值弹性仍有较大优化空间（如申万黄金板块平均估值 31.5X，公司当前 TTM 仅 22X）。

公司矿山类业务进入降本增效新成长周期。公司当前矿山类业务主要由收购的帕金戈金矿与楼房沟钒矿，以及参投的催腾矿业石墨矿和辽阳灯塔双利硅石矿构成。其中帕金戈金矿在 2024 年持续扩大提质与降本增效成果，选矿综合回收率与矿山电力使用效率双提升，楼房沟钒矿则预计在 2025 年进入试产状态。从公司已有各矿山业务板块观察，帕金戈金矿（持股 100%，拥有黄金资源量约 62.86 吨@5.8g/t）2024H1 的黄金产量、成本控制能力及盈利水平均在 2023 年历史新高基础上继续提升。2024H1，帕金戈金矿实现矿金产量 1.53 吨（约 4.92 万盎司），与 23 年上半年基本持平；实现营收及净利润分别+17.62%及+42.63%至 7.89 亿元及 3.23 亿元，创历史最高水平。从金矿产出增长角度观察，公司当前已将选厂能力由 60 万吨提升+16.7%至 70 万吨，按 70 万吨产能和 90%左右回收率测算，2024-2026 年矿产金产量预计分别达到 3.25/3.49/3.65 吨，较 2023 年公司矿产金产量分别增长 14%/22.5%/46.7%。考虑到帕金戈金矿产能利用率及回采率的持续攀升及成本管控能力的优化，预计公司金矿项目的毛利水平仍将提升。此外，楼房沟钒矿方面，该矿当前已获得采矿项目立项核准审批、选矿项目备案审批，完成尾矿库指标转让协议并取得了 205 亩城市建设边界内用地指标，24 年上半年钒矿项目建设工作有序推进，且发现新矿体，新增五氧化二钒资源量 15.16 万吨，预计将在 2025 年进入试产状态（持股 67%，当前拥有五氧化二钒资源量 65.15 万吨@1.08%，按 66 万吨产能、15%贫化率和约 80%回收率测算，预计 2025-2027 年 98%五氧

2024 年 8 月 30 日

推荐/维持

玉龙股份

公司报告

### 公司简介：

公司是济高控股集团控股的沪市主板上市公司。公司目前主要从事矿产、有色金属、煤炭、化工等大宗商品贸易。作为济高控股集团“一体两翼”战略布局中实业运营板块的主力军，公司坚持黄金矿产和新能源新材料矿产“双轮驱动”，兼顾非金属矿和矿产贸易的发展定位，致力于成为高成长性的国际化矿业公司。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

### 未来 3-6 个月重大事项提示：

无。

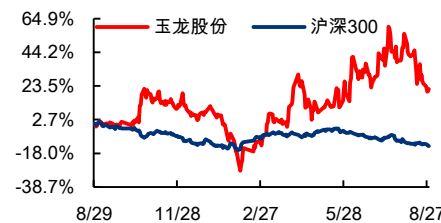
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

### 交易数据

52 周股价区间（元）	15.88-7.11
总市值（亿元）	94.51
流通市值（亿元）	94.51
总股本/流通 A 股（万股）	78,303/78,303
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	5.63

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

### 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

### 分析师：张天丰

021-25102914

zhang\_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

化二钒产量分别为 2407.1/3758.2/4814.2 吨)。另一方面, 公司参股的非洲莫桑比克的催腾矿业是石墨新材料产业链中优质的上游矿产, 其中安夸贝石墨矿项目已开展基建; 辽阳灯塔双利硅石矿为露天矿, 建设周期约 8 个月, 预计 2024 年达成投产。

**公司矿权价值仍有持续增值空间。**2023 年公司成立专业的勘探公司 Auspin 对帕金戈金矿进行研究勘探并取得了积极进展, 截止至 23 年中, 帕金戈金矿区拥有符合 JORC 标准的金金属量增长 31.5 万盎司 (9.8 吨) 至 202.1 万盎司 (约 62.86 吨, +18.5%)。24H1, 帕金戈金矿新增四个金及其他非煤矿产探矿权, 矿区面积由约 1700 平方公里增加至约 3050 平方公里。鉴于帕金戈矿区成矿地质条件优越, 预计公司帕金戈金矿后期或有巨大增储空间。此外, 楼房沟钒矿的资源量也已出现大幅提升。24H1 公司新增楼房沟钒矿 V2O5 金属资源量 15.16 万吨, 矿山资源量已由 49.99 万吨提升至 65.15 万吨, 而鉴于 23 年补充勘探过程中发现原地地质勘探报告中未揭露 II 号矿体由原控制长度 250 米增加到目前控制总长度约 550 米左右 (矿体厚度约 80m, 平均品位 1.01%), 预计后期楼房沟钒矿的矿权价值仍将提升。另一方面, 报告期内公司子公司玉鑫控股与巴拓黄金签署管理协议, 以协助巴拓金矿的项目运营及后期的战略重组, 考虑到巴拓金矿已进入有效的资产盘活阶段, 不排除后期双方会有更进一步的整合运作。而报告期内公司拟收购的非洲石墨项目与辽宁硅石项目控制权, 亦分别完成与合作方的框架协议签署, 公司持续增厚新能源新材料矿产资源储备。

**多项竞争力优势构筑公司成长优势。**多元化优势: 公司所涉及的矿产领域具有对冲及成长双重属性, 黄金+新材料矿产有助优化公司价值属性及估值弹性。团队优势: 公司具有专业的矿业运营团队及高效的管理团队, 帕金戈金矿项目运营能力及回收率的大幅优化有效印证公司矿业团队的运营能力; 战略转型的迅速有效实施印证公司管理团队的强凝聚力、强业务能力及强执行力。股东优势: 公司具有国资股东资源优势, 控股股东拥有资源禀赋较好的矿业项目储备且有强融资能力, 保障公司后续的矿业资本运作。

**盈利预测与投资评级:** 公司业绩将受益于黄金产量及价格重心的趋势性攀升、公司核心矿产品产出规模的扩张预期以及矿山主营业务结构的切换, 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 21.35/21.83/24.88 亿元, 归母净利润分别为 4.98/6.35/7.58 亿元, 对应 EPS 为 0.64/0.81/0.97 元/股, 对应 PE 分别为 18.98X/14.88X/12.47X。考虑到公司矿山类业务的成长性, 黄金定价中枢趋势性抬升以及公司估值属性的优化增强, 维持“推荐”评级。

风险提示: 金属价格下滑及矿石品位下降, 矿业项目储备量风险, 项目投建进度不及预期, 矿山实际开工率受政策影响出现下滑, 应收账款过高风险, 存货风险, 资源国政治风险及汇率风险。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,935.86	2,424.03	2,135.09	2,182.78	2,487.62
增长率 (%)	-3.67%	-77.83%	-11.92%	2.23%	13.97%
归母净利润 (百万元)	291.30	445.45	498.05	635.18	758.17
增长率 (%)	-20.04%	52.92%	11.81%	27.53%	19.36%
净资产收益率 (%)	10.45%	13.71%	13.86%	15.84%	16.80%
每股收益 (元)	0.37	0.57	0.64	0.81	0.97

PE	32.45	21.18	18.98	14.88	12.47
PB	3.39	2.91	2.63	2.36	2.09

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	4755	8217	6056	7415	7759	<b>营业收入</b>	10936	2424	2135	2183	2488
货币资金	450	1210	577	840	815	<b>营业成本</b>	10344	1435	1247	1080	1214
应收账款	955	2550	1216	1770	1717	营业税金及附加	14	87	3	3	4
其他应收款	101	46	41	42	48	营业费用	17	13	7	10	10
预付款项	1624	2447	2819	3289	3735	管理费用	66	102	105	99	118
存货	854	180	129	124	133	财务费用	45	61	98	130	116
其他流动资产	17	20	25	25	21	研发费用	0	0	12	13	15
<b>非流动资产合计</b>	1168	1709	1846	2224	2693	资产减值损失	-46.94	-7.15	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	20	20	20	21	公允价值变动收益	1.61	-7.54	0.00	0.00	0.00
固定资产	82	209	252	379	579	投资净收益	-0.88	-1.29	0.00	0.00	0.00
无形资产	449	879	894	914	948	加: 其他收益	2.26	8.07	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	400	441	441	441	441	<b>营业利润</b>	394	647	664	847	1011
<b>资产总计</b>	5922	9926	7902	9639	10452	营业外收入	0.01	1.15	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	2190	5569	3372	3875	3741	营业外支出	18.72	5.80	0.00	0.00	0.00
短期借款	358	991	675	833	754	<b>利润总额</b>	376	643	664	847	1011
应付账款	227	770	343	435	411	所得税	89	202	166	212	253
预收款项	0	0	21	43	68	<b>净利润</b>	287	441	498	635	758
一年内到期的非流动负债	32	40	36	38	37	少数股东损益	-5	-4	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	833	936	720	720	720	归属母公司净利润	291	445	498	635	758
长期借款	664	638	638	638	638	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	3024	6505	4091	4594	4460	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	112	171	171	171	171	营业收入增长	-3.67%	-77.83%	-11.92%	2.23%	13.97%
实收资本(或股本)	783	783	783	783	783	营业利润增长	6.84%	64.11%	2.58%	27.53%	19.36%
资本公积	904	904	904	904	904	归属于母公司净利润增长	-20.04%	52.92%	11.81%	27.53%	19.36%
未分配利润	925	1339	1651	2051	2527	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	2787	3249	3593	4010	4512	毛利率(%)	5.42%	40.81%	41.61%	50.50%	51.19%
<b>负债和所有者权益</b>	5922	9926	7902	9639	10452	净利率(%)	2.62%	18.20%	23.33%	29.10%	30.48%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	4.92%	4.49%	6.30%	6.59%	7.25%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	10.45%	13.71%	13.86%	15.84%	16.80%
<b>经营活动现金流</b>	-448	338	289	68	528	<b>偿债能力</b>					
净利润	287	441	498	635	758	资产负债率(%)	51%	66%	52%	48%	43%
折旧摊销	15.64	124.49	43.55	55.50	76.96	流动比率	2.17	1.48	1.80	1.91	2.07
财务费用	45	61	98	130	116	速动比率	1.78	1.44	1.76	1.88	2.04
应收帐款减少	-517	-1595	1334	-554	53	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	21	22	25	总资产周转率	2.29	0.31	0.24	0.25	0.25
<b>投资活动现金流</b>	-837	-583	-181	-443	-559	应收账款周转率	16	1	1	1	1
公允价值变动收益	2	-8	0	0	0	应付账款周转率	66.52	4.87	3.84	5.61	5.88
长期投资减少	0	0	-2	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.57	0.64	0.81	0.97
<b>筹资活动现金流</b>	541	867	-741	638	7	每股净现金流(最新摊薄)	-0.95	0.79	-0.81	0.34	-0.03
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.15	4.59	5.12	5.76
长期借款增加	664	-26	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	32.45	21.18	18.98	14.88	12.47
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.39	2.91	2.63	2.36	2.09
<b>现金净增加额</b>	-743	621	-633	263	-25	EV/EBITDA	22.17	11.94	12.70	9.80	8.36

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张天丰

大周期组组长, 金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理 (CTA), 东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖, 中金所期权联合研究课题三等奖; 曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人, 上海期货交易所注册期权讲师, 中国金融期货交易所注册期权讲师, Wind 金牌分析师, 中国东方资产估值专家库成员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526