

# 玉龙股份 (601028.SH)

## 黄金新秀，乘风起航

### 公司评级

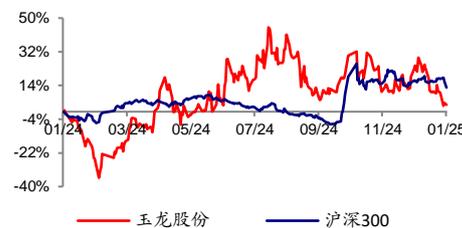
买入

当前价格	11.35 元
合理价值	15.51 元
报告日期	2025-01-03

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	783.03/783.03
总市值/流通市值 (百万元)	8887.34/8887.34
一年内最高/最低 (元)	15.88/7.11
30 日日均成交量/成交额 (百万)	31.16/398.90
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-21.56/-11.74

### 相对市场表现



### 分析师:

宫帅



SAC 执证号: S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

### 相关研究:

联系人:

黄士菡

huangshihan@gf.com.cn

### 核心观点:

- 帕金戈金矿: 低成本的“现金奶牛”。**据公司 2023 年年报,公司在产金矿为子公司 NQM 拥有的帕金戈金矿,该矿符合 Jorc 标准的资源量 63 吨,预计剩余可生产年限为 13 年,平均地质品位 5.8 克/吨,2023 年矿产金产量 2.85 吨、生产成本为 210 元/克,处于行业领先水平。目前,该矿选厂处理能力提升至 70 万吨/年,有望持续发挥成本优势,在金价上行和贸易业务出清预期下,黄金采选在公司营收和利润的贡献度将进一步提升。
- 双轮驱动战略,多资源协同蓄势待发。**公司执行“黄金矿产和新能源新材料矿产”双轮驱动战略,旗下钒矿项目持续探矿增储,积极推动全产业链布局;深化硅石和石墨矿产资源布局。同时,据《管理协议》公告,公司协助巴拓黄金进行项目管理,参与其未来战略重组,巴拓黄金旗下南十字项目黄金资源量 105 吨,采选能力 210 万吨/年;按照 2024 年一季度巴拓黄金财务数据和黄金均价,其一季度矿产金产量约 500 千克、完全成本约 330 元/克,成本也处于行业较低水平。
- 金价有望继续创新高。**据我们在 2024 年 11 月 27 日发布的《金属及金属新材料行业 2025 年策略:库存周期续航,黄金续创新高》,美联储降息、美国通胀上行预期或互为博弈,但金价受益金融属性和抗通胀特征,上行基调不变。
- 盈利预测与投资建议。**2024/2025/2026 年,预计公司 EPS 分别为 0.68/0.97/1.09 元/股,按照 2025 年 1 月 2 日收盘价,对应 PE 估值分别为 16.7/11.7/10.4 倍。考虑到公司拥有和协议管理的金矿业绩兑现能力优异,双轮驱动战略下新能源新材料板块有望形成新的成长曲线,结合可比公司估值,我们认为给予公司 2025 年 16 倍 PE 估值较为合理,对应合理价值为 15.51 元/股,给予公司“买入”评级。
- 风险提示。**金价、成本、汇率变动风险;贸易业务亏损或剥离风险。

### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10936	2424	1979	2288	2450
增长率 (%)	-3.7%	-77.8%	-18.4%	15.6%	7.1%
EBITDA (百万元)	463	852	932	1175	1285
归母净利润 (百万元)	291	445	532	759	852
增长率 (%)	-20.0%	52.9%	19.4%	42.7%	12.2%
EPS (元/股)	0.37	0.57	0.68	0.97	1.09
市盈率 (P/E)	31.03	18.79	16.70	11.71	10.43
ROE (%)	10.5%	13.7%	14.5%	17.4%	16.6%
EV/EBITDA	20.75	10.40	9.75	7.22	5.92

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、降息周期+抗通胀属性，金价有望继续创新高 .....	4
二、乘金价东风，冉冉升起的黄金“新星” .....	7
（一）实际控制人为济南高新区管理委员会 .....	7
（二）逐步明确金矿和新能源新材料矿产主业 .....	7
（三）黄金采选为利润主要来源，未来占比将进一步提升 .....	9
三、金矿保障业绩弹性，多资源协同蛰伏待发 .....	12
（一）在产帕金戈金矿为低成本的“现金奶牛”项目 .....	12
（二）钒矿+硅石+石墨矿布局，新能源新材料版图不断扩张中 .....	14
（三）背靠控股股东，协议管理巴拓黄金 .....	15
四、盈利预测和投资建议 .....	17
五、风险提示 .....	19

## 图表索引

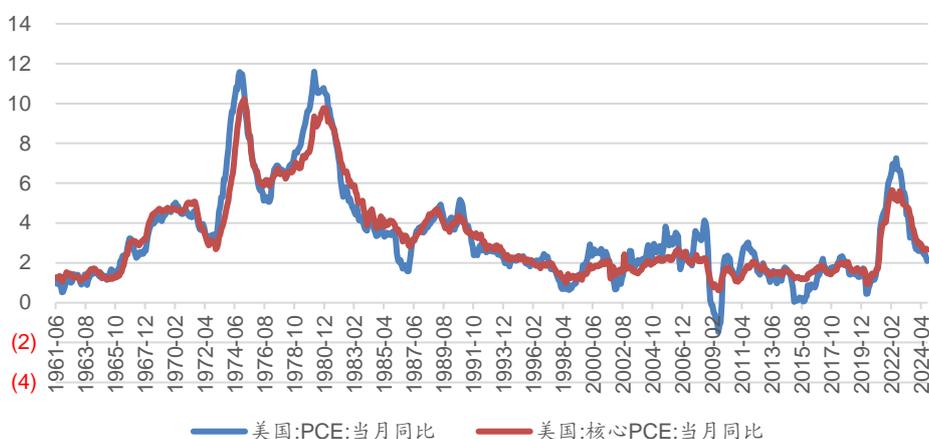
图 1: 1960-2024 年美国 PCE 和核心 PCE 走势 (%)	4
图 2: 1960-2024 年美国失业率走势 (%)	4
图 3: 2007-2024 年美国工资总额指数	5
图 4: 2013-2024 年美国各项 PMI 指标走势	5
图 5: 2002-2024 年美联储扩表进程 (百万美元)	6
图 6: 玉龙黄金与控股股东、实际控制人之间的股权关系 (截至 2024 年 6 月)	7
图 7: 玉龙黄金发展历程概要	8
图 8: 玉龙黄金股权结构图 (截至 2024 年 6 月)	8
图 9: 玉龙股份主要子公司权益总资产分布情况 (2023 年)	9
图 10: 玉龙股份主要子公司权益净资产分布情况 (2023 年)	9
图 11: 2021-2024 年 H1 玉龙黄金营业收入 (百万元) 及同比	10
图 12: 2021-2024 年 H1 玉龙黄金营业利润 (百万元) 及同比	10
图 13: 2021-2024 年 H1 玉龙黄金营业收入结构	10
图 14: 2021-2024 年 H1 玉龙黄金毛利结构	10
图 15: 2021-2024 年 H1 玉龙股份净利率和毛利率	11
图 16: 2021-2024 年 H1 玉龙股份期间费用率	11
图 17: 2021-2024 年 H1 玉龙股份资产负债率	11
图 18: 2021-2024 年 H1 玉龙股份流动和速动比率	11
图 19: 2023 年各公司矿产金权益资源量 (吨)	12
图 20: 2023 年各公司矿产金权益产量 (吨)	13
图 21: 2023 年各公司矿产金生产成本 (元/克)	13
图 22: 2022-2024 年 H1 子公司 NQM 营业收入 (万元)	14
图 23: 2022-2024 年 H1 子公司 NQM 净利润 (万元)	14
图 24: 2022-2024 年 H1 帕金戈金矿矿产金产量 (千克)	14
图 25: 2022-2024 年 H1 帕金戈金矿矿产金克金净利润 (元/克)	14
图 26: 2022 年至今玉龙股份 PE 估值水平	18
表 1: 玉龙股份主营业务预测 (单位: 亿元)	17
表 2: 玉龙股份可比公司估值表	18

## 一、降息周期+抗通胀属性，金价有望继续创新高

参考我们在2024年11月27日发布的《金属及金属新材料行业2025年策略：库存周期续航，黄金续创新高》，金价上行基调不变，具体如下：

美国联邦基金利率是美国资本回报率的重要参考指标，美联储通过加息或降息调整该利率，进而引发市场对于美元和金价的涨跌预期。即，美联储相机抉择，加息代表经济热度向好（资本回报率上升，金价跌），降息代表经济恶化（资本回报下降，金价涨）。美联储在制定货币政策时，核心关注美国的通胀和就业数据。从通胀数据看，美国核心PCE从23年2月同比增4.84%的高点回落至24年9月的同比增2.65%，基本呈现逐步温和放缓态势；从就业数据看，美国失业率从23年年末的3.7%提升至24年10月的4.10%；从制造业数据看，美国ISM非制造业PMI持续震荡回落至56%，ISM制造业PMI及新订单PMI持续震荡回落至50以上。

图 1：1960-2024年美国PCE和核心PCE走势（%）



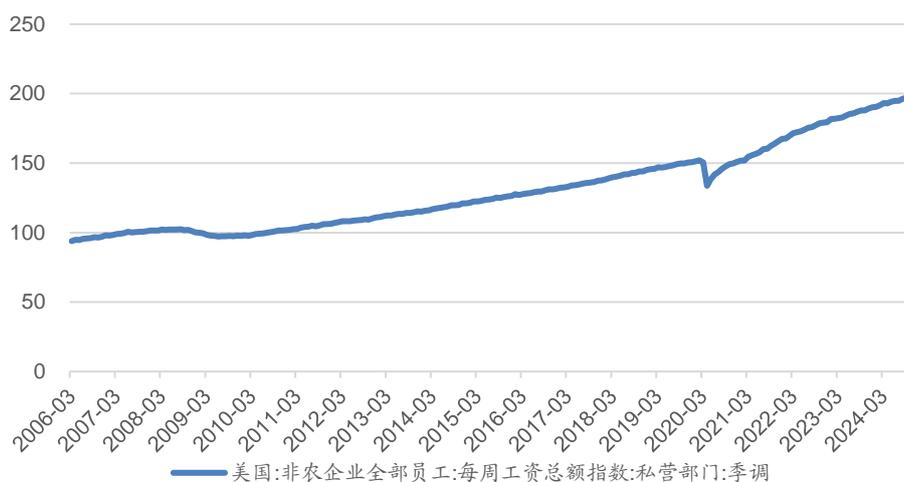
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：1960-2024 年美国失业率走势（%）



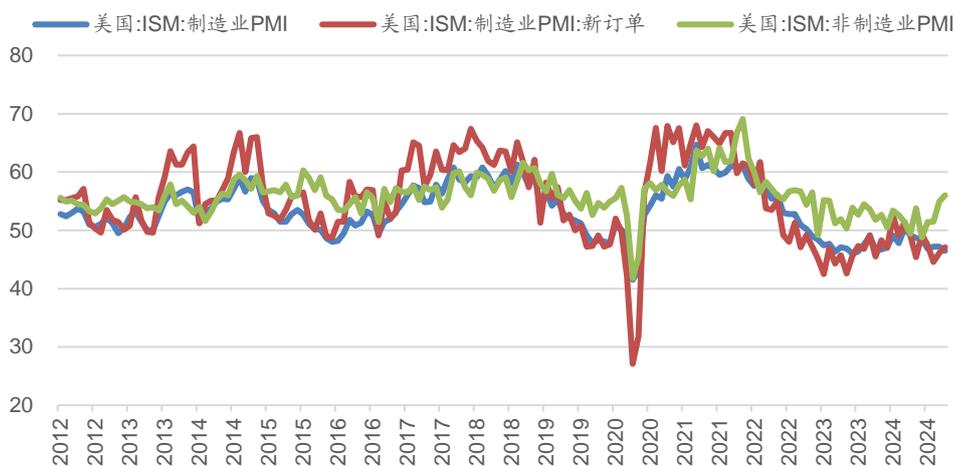
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3: 2007-2024年美国工资总额指数



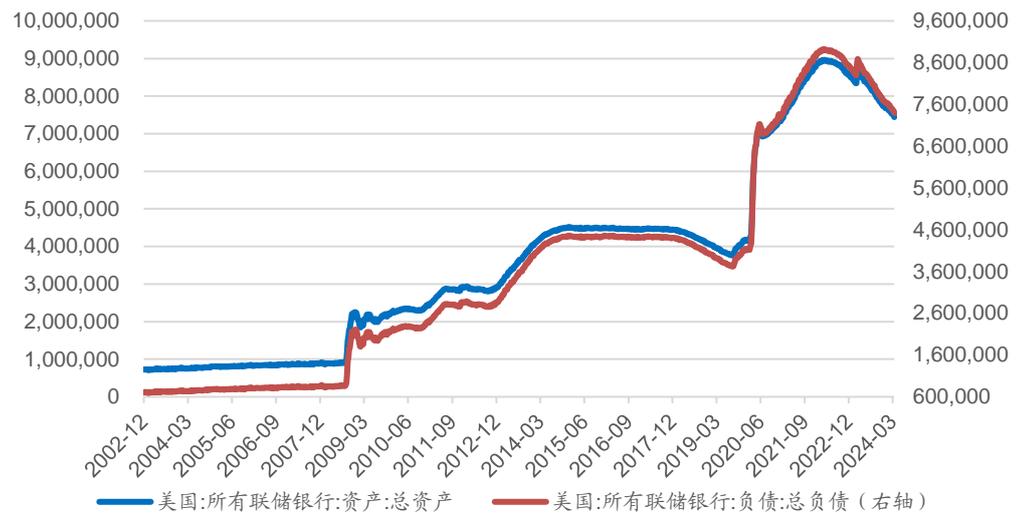
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 2013-2024年美国各项PMI指标走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2002-2024年美联储扩表进程 (百万美元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

展望2025年, 我们认为金价仍具备强劲的上行驱动力, 结合上述金价定价模式和驱动因素分析, 按照重要程度先后顺序, 主要来自于以下三方面:

**1.美元购买力预期转弱。**当前美联储更加注重通胀和就业的平衡, **就业方面**, 美国失业率今年以来中枢抬升至4.1%及以上, 美国就业压力仍较为突出; **通胀方面**, 在特朗普政府+共和党执政下的参议院、众议院结构下, 市场及美联储预期美国通胀或重新回升, 2025年预计市场对于美国的通胀博弈更甚。目前美国联邦基金利率处于2008年以来的绝对高位, 市场预期2025年美联储降息仍将持续。若美国通胀温和回落态势不变, 美联储降息预期不变, 美国实际利率预期走弱, 金融属性上利多金价; 若美国通胀再起, 美联储降息或受阻, 而美元购买力在通胀抬升的情况下将被削弱, 黄金的抗通胀属性有望助推价格续涨。

**2.避险属性或在金价点位突破中发挥作用。**军事冲突、政治制衡、金融市场“黑天鹅”、自然灾害等导致市场阶段性避险情绪的抬升, 有望给金价带来较大的短期上涨弹性, 虽然趋势上难以影响金价走势, 但或在金价的点位突破中起到关键性作用。

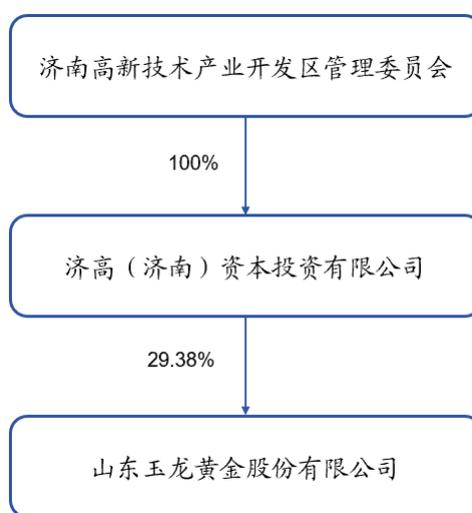
**3.资产的优异更加成就优异的资产。**黄金的抗通胀、抗风险、非孳息属性, 使得其成为全球重要的投资和资产配置品种, 未来黄金的这些属性仍将在央行、机构投资中得到体现。虽然中国央行自2024年5月以来暂停购金, 但相较欧美等国家, 中国央行外汇储备中黄金的占比仍较低, 未来仍具备提升空间。而且随着“逆全球化”不断演进, 尤其在美国倡导提升虚拟货币地位的背景下, 黄金的资产非替代性和不可或缺性有望进一步放大, 黄金资产的优异属性有望对金价形成正向反馈。

## 二、乘金价东风，冉冉升起的黄金“新星”

### （一）实际控制人为济南高新区管理委员会

2021年5月，根据公司《关于控股股东协议转让股份完成过户登记暨公司控制权变更的公告》，公司控股股东由海南厚能科技有限公司（以下简称“厚能科技”）变更为济南高新控股集团有限公司（以下简称“济高控股”），实际控制人由赖郁尘变更为济南高新技术产业开发区管理委员会。2024年6月，济高控股将其持有的29.38%股权转让给济高（济南）资本投资有限公司（以下简称“济高资本”），实际控制人仍为济南高新技术产业开发区管理委员会。

图 6：玉龙黄金与控股股东、实际控制人之间的股权关系（截至2024年6月）



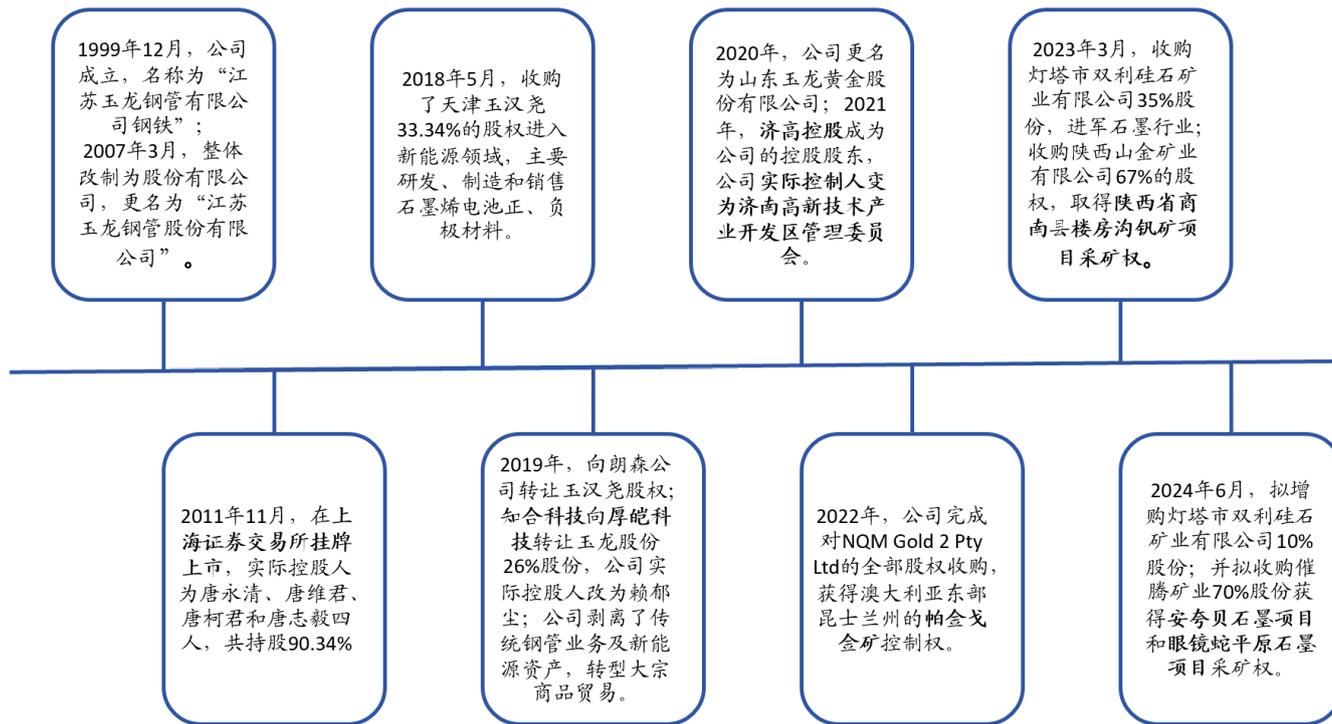
数据来源：企查查，广发证券发展研究中心

### （二）逐步明确金矿和新能源新材料矿产主业

**成立初期，主营钢铁业务。**1999年12月，公司成立，名称为“江苏玉龙钢管有限公司钢铁”；2007年3月，整体改制为股份有限公司，更名为“江苏玉龙钢管股份有限公司”；2011年11月，在上海证券交易所挂牌上市，主营钢铁业务，产品以焊管等钢铁制品为主。2018年5月，玉龙股份收购了天津玉汉尧33.34%的股权，布局正极材料业务。2019年，公司剥离了钢管和新能源等业务，将持有的天津玉汉尧股权转让给朗森公司，并实施钢管业务处置工作，设立全资子公司上海钜库，开展大宗商品贸易业务。

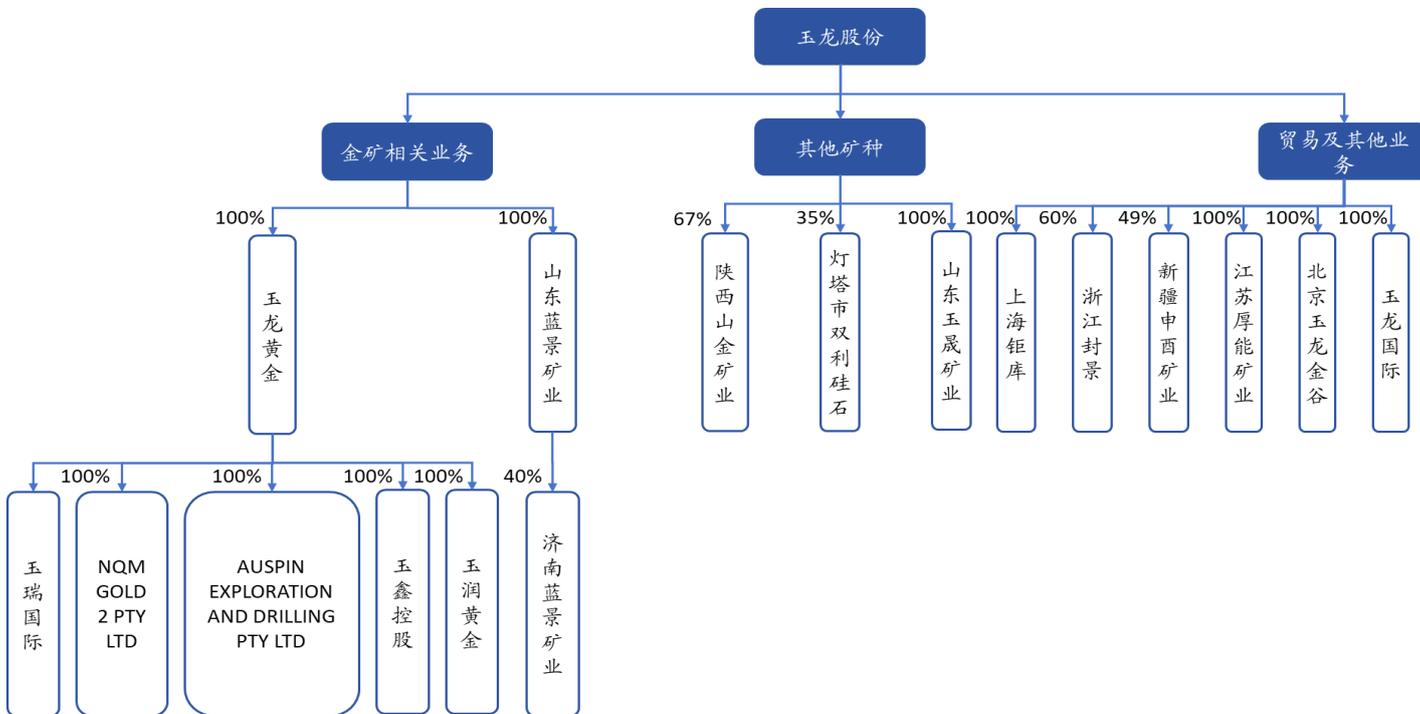
**逐步明确并深耕金矿和新能源矿产采选主业。**2021年，玉龙股份实际控制人变更，公司由民营控股转变为国有控股。2022年11月，公司完成收购NQM公司100%股权，其核心资产为位于澳大利亚东部的帕金戈金矿。2023年，公司进一步扩展其矿产业务，收购陕西山金矿业有限公司67%的股权，取得陕西省商南县楼房沟钒矿项目采矿权；收购灯塔市双利硅石矿业有限公司35%股份，进军石墨行业。2024年，拟增购灯塔市双利硅石矿业有限公司10%股份，拟收购催腾矿业70%股份以取得安夸贝石墨项目和眼镜蛇平原石墨项目采矿权。

图 7：玉龙黄金发展历程概要



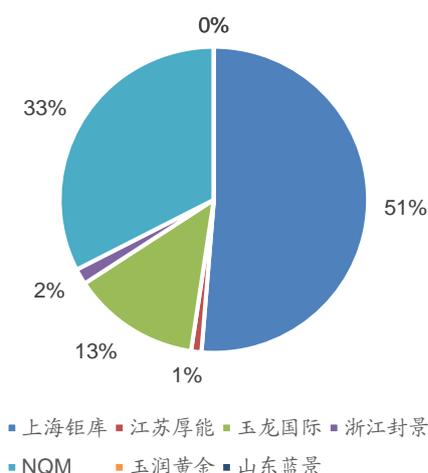
数据来源：公司官网，公司相关资产收购公告，广发证券发展研究中心

图 8：玉龙黄金股权结构图（截至2024年6月）



数据来源：公司年报，企查查，广发证券发展研究中心

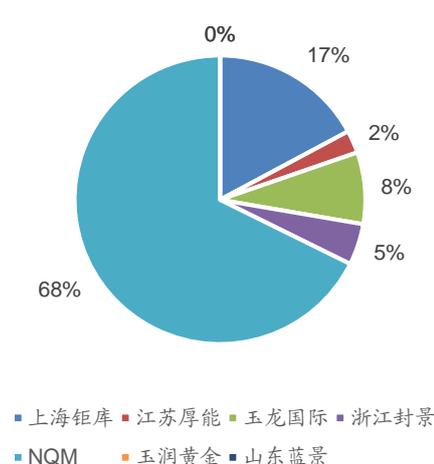
图 9：玉龙股份主要子公司权益总资产分布情况（2023年）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：图中比例为单家子公司权益总资产与各子公司权益总资产总额的比例；单家子公司权益总资产=单家子公司总资产×玉龙股份持股比例。

图 10：玉龙股份主要子公司权益净资产分布情况（2023年）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：图中比例为单家子公司权益净资产与各子公司权益净资产总额的比例；单家子公司权益净资产=单家子公司净资产×玉龙股份持股比例。

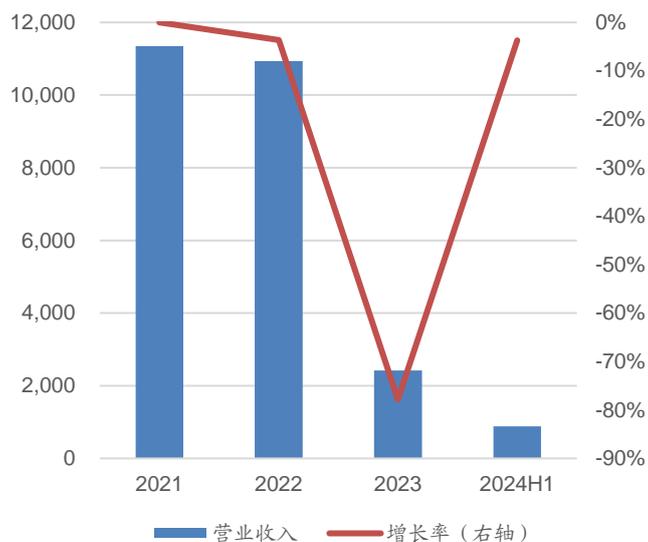
目前，公司所属行业已于2024年10月变更为“有色金属矿采选业”，未来公司将继续坚持“黄金矿产和新能源新材料矿产”双轮驱动战略，并稳步推进大宗业务处置工作。

### （三）黄金采选为利润主要来源，未来占比将进一步提升

随着公司战略逐步推进，黄金采选在公司营收和利润的贡献度逐步提升；在金价上行和贸易业务出清预期下，未来这部分占比将进一步提升。据公司年报，2023年，公司在黄金采选业务上的营业收入达125,981万元，占比达52.0%。2023年，公司实现毛利98,916万元，毛利率达40.8%；其中，黄金采选业务毛利为66,398万元，毛利占比为67.1%；大宗贸易毛利为32,326万元，毛利占比为32.7%。据公司半年报，2024年上半年，公司营业收入达88,140万元。较上年同期下降3.7%，公司黄金贵金属采选业务收入和净利润持续保持增长，实现营业收入 78,912万元，同比增长17.6%，实现净利润 32,322万元，同比增长 42.6%；公司按照既定战略压缩、处置大宗业务，大宗业务实现收入 8,802万元，同比下降 64.2%。

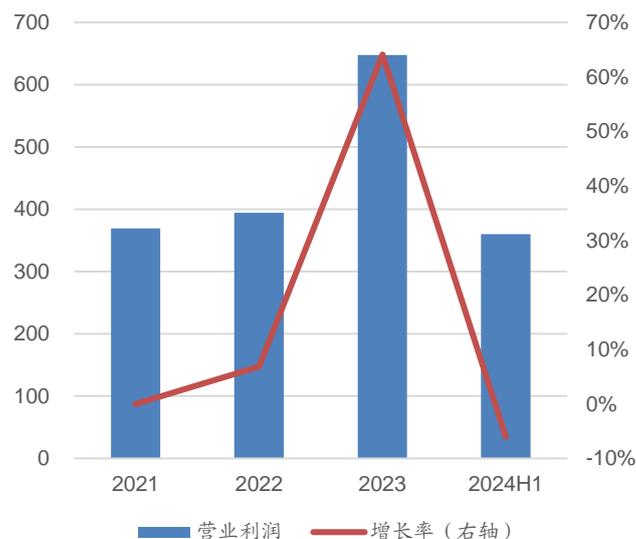
此外，在公司剥离大宗贸易进行战略调整，矿产资源价格波动以及公司加大对帕金戈金矿的勘探、不断收购钒矿等进行扩张的背景下，2021到2024年上半年期间费用率、资产负债率均呈上升趋势。

图 11: 2021-2024年H1玉龙黄金营业收入(百万元)及同比



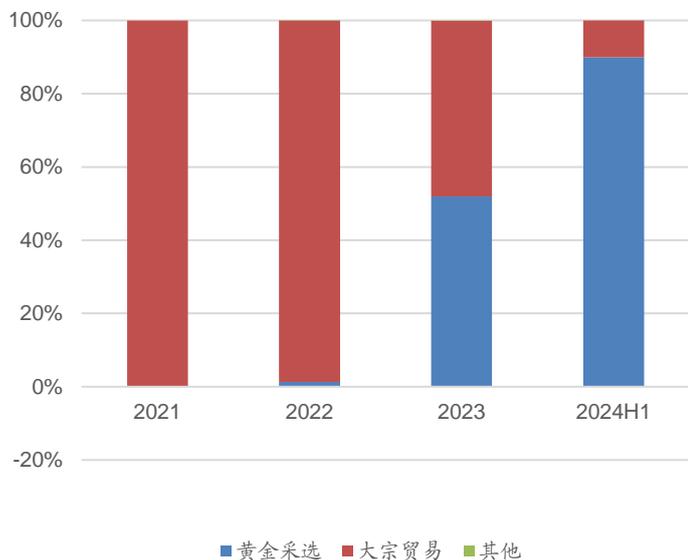
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 2021-2024年H1玉龙黄金营业利润(百万元)及同比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

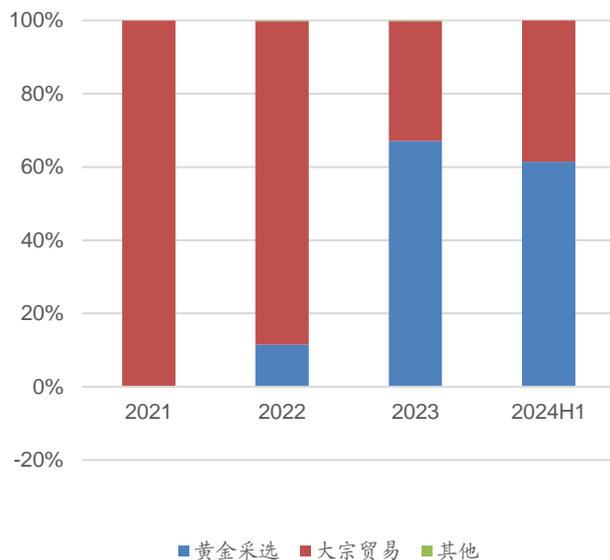
图 13: 2021-2024年H1玉龙黄金营业收入结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 根据公司年报披露数据, 大宗贸易包括煤炭、金属矿产品、化工品和原油等。

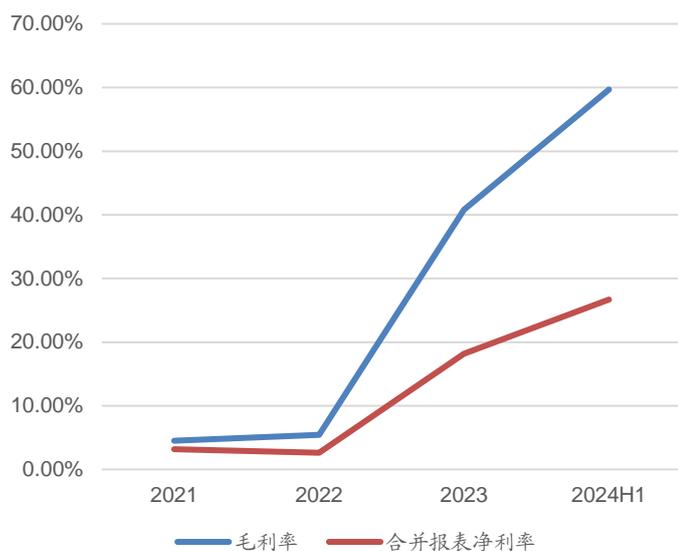
图 14: 2021-2024年H1玉龙黄金毛利结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

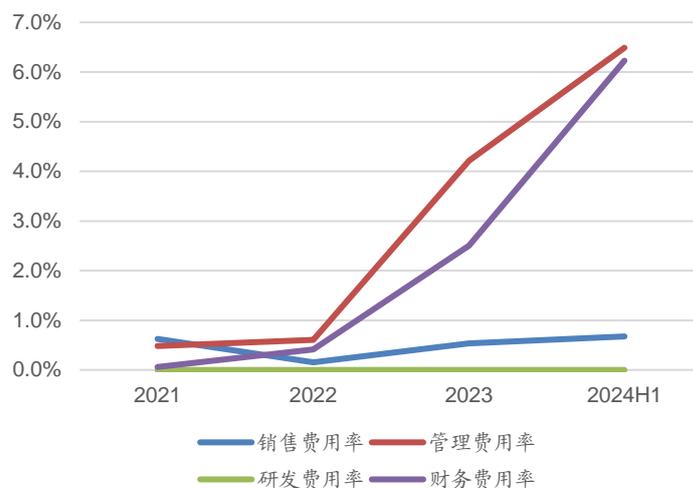
注: 根据公司年报披露数据, 大宗贸易包括煤炭、金属矿产品、化工品和原油等。

图 15: 2021-2024年H1玉龙股份净利率和毛利率



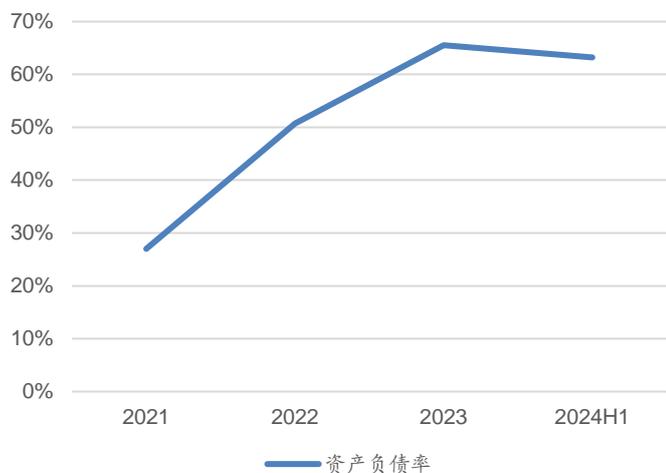
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 2021-2024年H1玉龙股份期间费用率



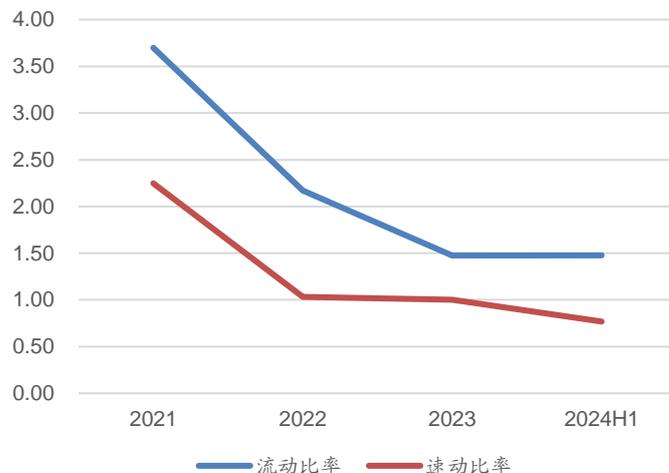
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2021-2024年H1玉龙股份资产负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 2021-2024年H1玉龙股份流动和速动比率



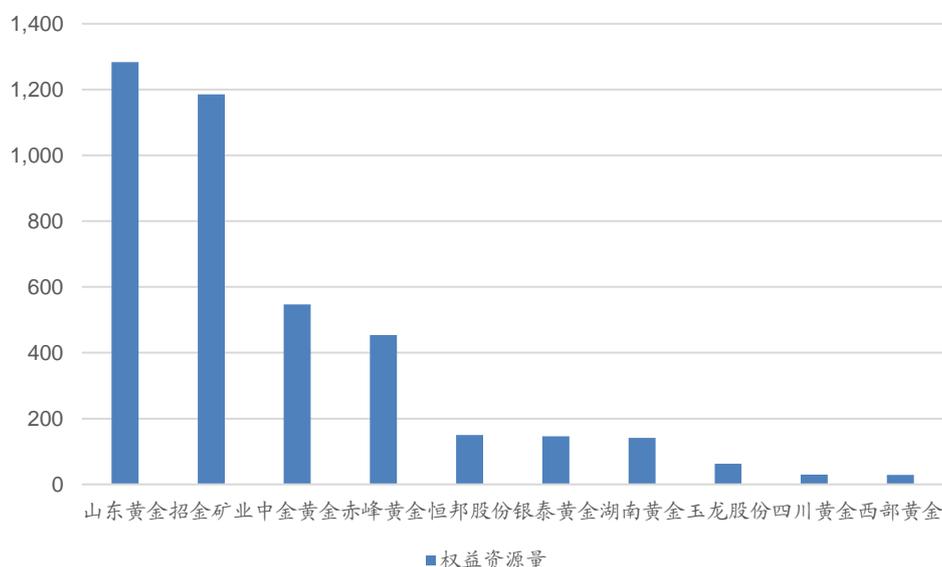
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、金矿保障业绩弹性，多资源协同蛰伏待发

#### （一）在产帕金戈金矿为低成本的“现金奶牛”项目

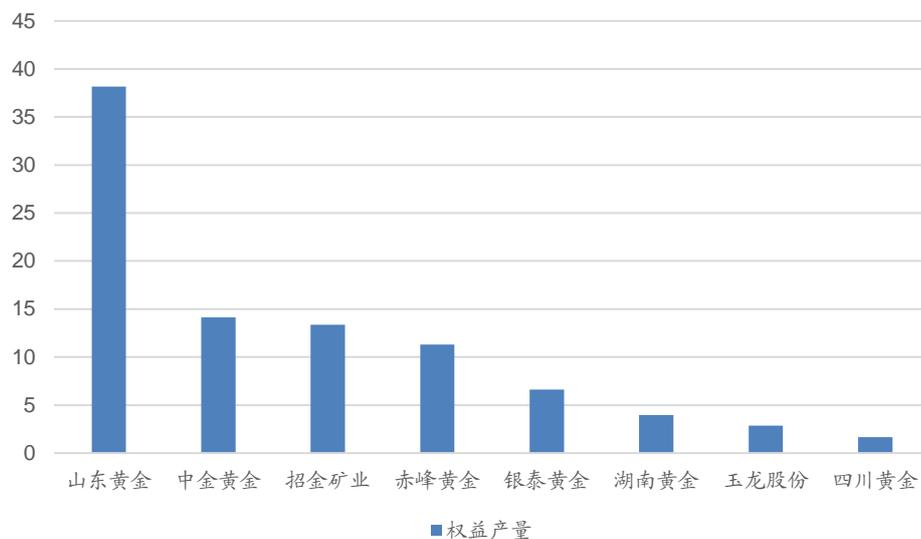
据公司2023年年报，公司在产金矿为子公司NQM拥有的帕金戈金矿，该矿符合Jorc标准的资源量63吨，预计剩余可生产年限为13年，平均地质品位5.8克/吨，处于行业同规模矿区领先水平。依靠该矿，玉龙股份矿产金产量位于国内前列，成本具备显著优势，2023年矿产金产量2.85吨，生产成本为210元/克，远低于行业平均水平。帕金戈金矿凭借其高品位、稳定的产量和低成本的开发运营方式，为公司带来了坚实的盈利能力。2022年、2023年，NQM累计实现净利润15,623万澳元，完成三年业绩承诺的134.68%，提前一年超额完成业绩对赌目标。

图19：2023年各公司矿产金权益资源量（吨）



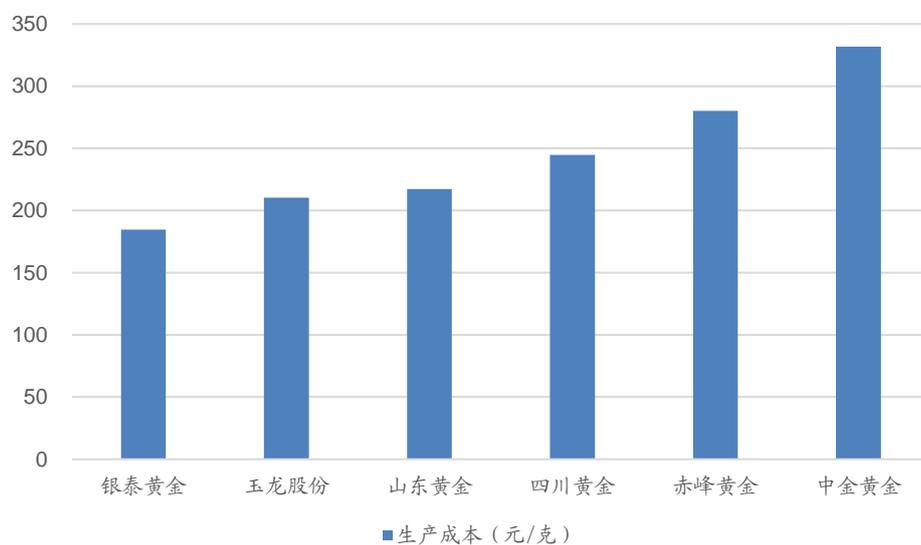
数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

图20: 2023年各公司矿产金权益产量 (吨)



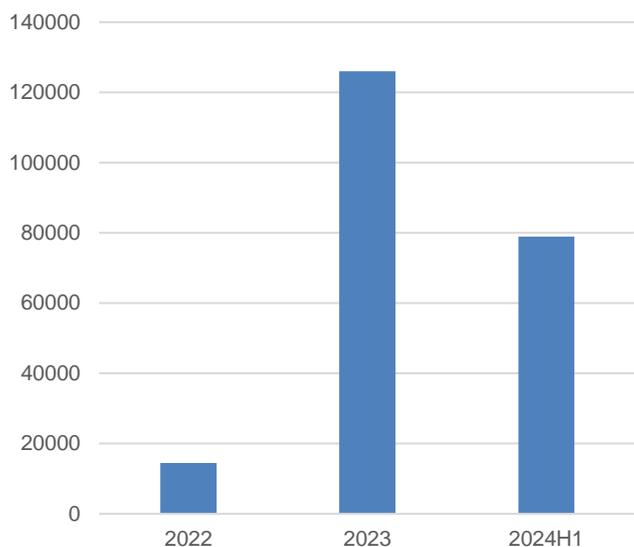
数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

图21: 2023年各公司矿产金生产成本 (元/克)



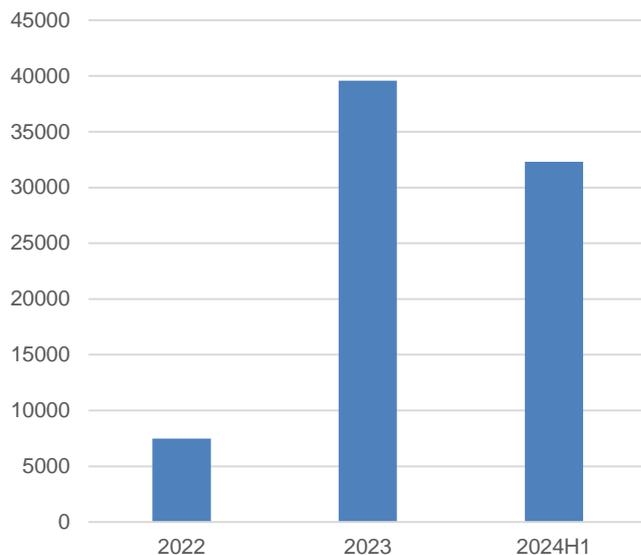
数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

图22: 2022-2024年H1子公司NQM营业收入(万元)



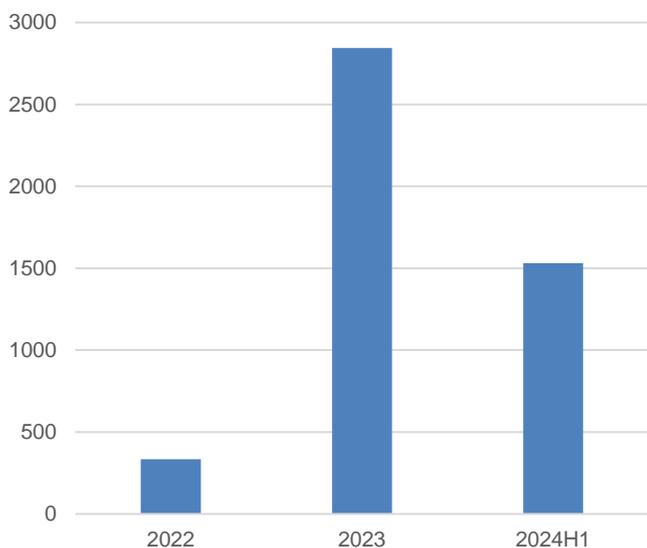
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图23: 2022-2024年H1子公司NQM净利润(万元)



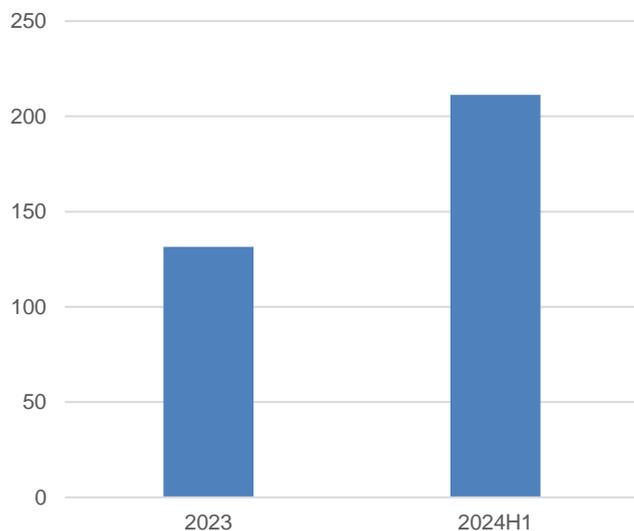
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图24: 2022-2024年H1帕金戈金矿矿产金产量(千克)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图25: 2022-2024年H1帕金戈金矿矿产金克金净利润(元/克)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## (二) 钒矿+硅石+石墨矿布局, 新能源新材料版图不断扩张中

钒矿项目尚处基建期, 持续探矿增储, 并积极推动全产业链布局。2022年12月, 公司与吴长富、山阳县绿洲宫玉厂及陕西山金矿业有限公司签订《股权转让协议》,

以13,065万元、现金方式收购吴长富持有的陕西山金矿业有限公司67%的股权，从而获得陕西省商南县楼房沟钒矿项目的采矿权。2023年3月，公司与相关方签订《补充协议》，完成了过户。该项目采用地下开采方式，采矿证设计年生产规模为66万吨，尚处于基建期。根据2022年11月的采矿权评估报告，陕西省商南县楼房沟钒矿项目的资源量为：矿石资源量4610万吨， $V_2O_5$ 金属量为50万吨， $V_2O_5$ 品位为1.08%。据2024半年报，2024年4月，矿山新发现钒矿体的初步资源估算显示，新增 $V_2O_5$ 金属量达15万吨，使得 $V_2O_5$ 金属量从原来的50万吨提升至65万吨，增幅达到30.33%。 $V_2O_5$ 广泛应用于建筑用螺纹钢添加剂、钒氮合金、钒铁合金及全钒液流电池电解液的生产，尤其在全钒液流电池领域，由于其低杂质含量和简化的除杂工序，成为钒钛磁铁矿提钒产品的不可替代材料。据2022年12月《关于与大连融科储能集团股份有限公司签署战略合作协议的公告》，为进一步提升资源价值，双方将在楼房沟钒矿项目下游产业的综合利用及开发方面展开深度合作，推动新能源储能产业链的整合与优化，提升项目整体价值与市场竞争力。

**深化硅石资源布局，提升产业发展基础。**2023年3月，公司与郑凤明、谭铃元及灯塔市双利硅石矿业有限公司签订《合作开发协议》，通过增资方式以2575万元获得灯塔市双利硅石矿业有限公司35%的股份。2024年6月，公司拟收购郑凤明所持的灯塔市双利硅石矿业有限公司10%的股权，收购完成后，公司将持有该公司45%的股权。据关于收购硅石矿项目签署《股权转让框架协议》的公告，辽宁硅石项目的证内储量为430.8万吨，证外储量为1219.3万吨，合计资源量为1650.1万吨，且项目采矿证外围空白区内存在多条硅石矿脉，具备较大的增储潜力。

**加快石墨矿产资源布局，助力形成新的增长曲线。**2022年9月，公司拟出资500万澳元认购催腾矿业定向增发股票。2023年5月，公司收到催腾矿业发来的《股权凭证》，完成股份登记手续，持股比例为11.44%。2024年6月，公司计划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，从而获得非洲莫桑比克德尔加杜角省的安夸贝（Ancuabe）石墨项目采矿特许权、眼镜蛇平原（Cobra Plains）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。其中，据关于收购石墨项目签署绑定备忘录暨关联交易的公告，安夸贝项目符合JORC标准的石墨矿资源量为4610万吨，平均固定碳品位为6.59%，属于大型及超大型鳞片状石墨矿项目。

### （三）背靠控股股东，协议管理巴拓黄金

2021年3月，据山东玉龙黄金股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书，公司拟通过全资子公司蓝景矿业向天业集团购买其持有的巴拓实业100%股权，并通过巴拓实业控制在澳大利亚运营的黄金资产；巴拓实业100%股权的交易对价为人民币122,484万元，本次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。然而该笔收购最终被终止。

2024年7月，据关于子公司与巴拓黄金签署《管理协议》暨关联交易的公告，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进行金矿项目的运营管理，并参与巴拓黄金未来的战略重组。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，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。

据山东玉龙黄金股份有限公司拟购买Barto Industry Co Pty Ltd 100%股权项目资产评估报告，巴拓黄金核心资产为位于澳大利亚西澳的南十字项目，南十字矿区拥有Cornishman等19个露天金矿体和15个地下金矿体，截至2020年6月30日，巴拓黄金保有的黄金资源量为283.50万盎司（88.18吨），主要以露天和地下形式存在。南十字矿区地上平均品位为2.52克/吨，地下平均品位为4.77克/吨，采选能力210万吨/年。据关于子公司与巴拓黄金签署《管理协议》暨关联交易的公告，目前，巴拓黄金持有的澳大利亚巴拓金矿符合JORC标准的黄金金属量为337万盎司（104.82吨），巴拓黄金2024年一季度实现营业收入5,088万澳元，实现净利润1,135万澳元。

## 四、盈利预测和投资建议

综合考虑公司的营业收入结构、毛利结构和核心竞争力，针对公司盈利预测的核心假设主要集中在矿产金产量、成本及价格上：

(1) 产量：公司在产金矿帕金戈金矿选厂设计年产能70万吨原矿，生产预计保持稳定，预计2024/2025/2026年矿产金产销量分别为3.13/3.39/3.65吨。

(2) 成本：预计帕金戈金矿仍将保持低成本优势，假设2024/2025/2026年矿产金生产成本分别为220/220/220元/克。

(3) 价格：根据我们在11月26日发布的《金属及金属新材料行业2025年策略：库存周期续航，黄金续创新高》中观点，金价预计在博弈中上行，假设2024/2025/2026年黄金价格分别为2450/2650/2650美元/盎司。

(4) 其他：据公司2024年半年报，2024年上半年，NQM公司实现营收7.89亿元、净利润3.23亿元，大宗贸易及其他业务实现营收约0.92亿元（公司总营收-NQM公司营收），同降62%，实现净利润约-0.88亿元（公司合并净利润-NQM公司净利润），同降393%；考虑公司预期剥离大宗贸易业务，结合2024年上半年该业务营收和利润情况，当前该业务体量已缩减较为明显，假设该业务未来营收保持低位，亏损程度（毛利率为负）逐步减轻。

表 1：玉龙股份主营业务预测（单位：亿元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>黄金采选业务</b>						
收入		1.4	13	18	21	23
增长率			773%	43%	17%	8%
成本		0.8	6	7	7	8
毛利		0.7	7	11	14	15
毛利率		47%	53%	62%	65%	65%
<b>大宗贸易及其他业务</b>						
收入	114	108	12	1.8	1.8	1.8
增长率		-5%	-89%	-85%	0%	0%
成本	108	103	8	2.2	2.0	1.8
毛利	5	5	3	-0.4	-0.2	-0.1
毛利率	5%	5%	28%	-24%	-14%	-4%
<b>合计</b>						
收入	114	109	24	20	23	25
增长率		-4%	4%	-18%	16%	7%
成本	108	103	14	9	9	10

毛利	5	6	10	11	13	15
毛利率	5%	5%	41%	54%	59%	60%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：2022年，公司收购 NQM 控制权落地，故 2021 年历史数据仅有贸易业务。

公司主营业务为矿产金等，我们选择A股3家主营业务包括金矿采选的上市公司作为对标：山东黄金、山金国际、湖南黄金，截至2025年1月2日收盘，3家公司对应Wind一致预期的2025年PE估值分别为19/16/13倍，均值为16倍。考虑到公司拥有和协议管理的金矿业绩兑现能力优异，双轮驱动战略下新能源新材料板块有望形成新的成长曲线，结合可比公司估值，我们认为给予公司2025年16倍PE估值较为合理，对应合理价值为15.51元/股，给予公司“买入”评级。

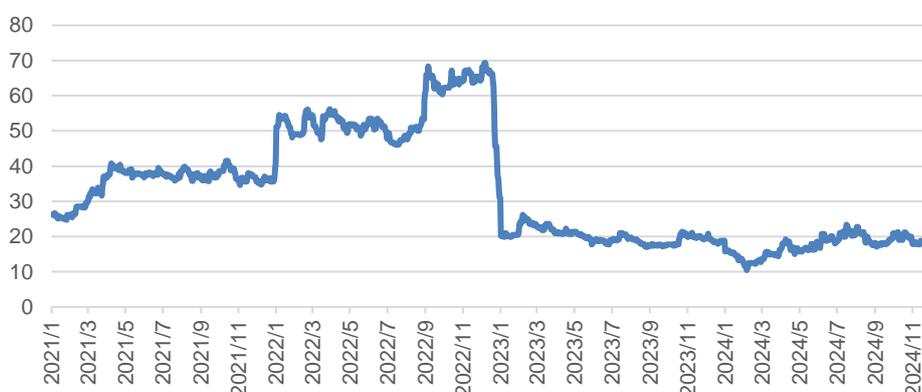
表 2：玉龙股份可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
山东黄金	600547.SH	金矿采选冶	944	23	36	50	41	27	19
山金国际	000975.SZ	金矿、银铅锌矿采选	444	14	23	29	31	19	16
湖南黄金	002155.SZ	金锑矿采选	193	5	11	15	39	18	13
均值	-	-	527	14	23	31	37	21	16

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：上述预测值除玉龙股份外，均来自 Wind 一致预测，市值数据截至最新 1 月 2 日收盘价。

图 26：2022年至今玉龙股份PE估值水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：24年以前的PE均按照当年的盈利数据测算，24年PE按照当年盈利预测值测算。

## 五、风险提示

### （一）金价波动的不确定性

美联储根据其核心关注的就业和通胀数据进行相机抉择，其就业和通胀水平的变化具有不确定性，进而影响美联储货币政策走向，在“黄金-美元指数-实际利率”的研究体系下，存在金价波动风险；此外，避险需求、供需属性也会对金价带来影响。

### （二）成本变动的风险

天气等不可控因素的变化，以及根据当年实际情况设计的矿区开采计划，可能会带来帕金戈金矿的成本变化。

### （三）汇率波动的不确定性

以美元定价的黄金传导至国内时，价格受人民币汇率影响，汇率的波动将会对公司盈利带来不确定性；澳元的波动也会影响公司汇兑损益等。

### （四）贸易业务亏损或剥离不及预期的风险

公司按战略逐步剥离贸易业务，存在存量业务计提坏账、亏损的风险，或剥离进度不及预期的风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,755</b>	<b>8,217</b>	<b>7,340</b>	<b>7,082</b>	<b>7,096</b>
货币资金	450	1,210	1,270	1,576	2,154
应收及预付	3,333	6,753	5,892	5,265	4,758
存货	854	180	120	190	134
其他流动资产	118	74	58	51	50
<b>非流动资产</b>	<b>1,125</b>	<b>1,709</b>	<b>1,702</b>	<b>1,696</b>	<b>1,689</b>
长期股权投资	0	20	20	20	20
固定资产	82	209	230	247	261
在建工程	137	93	69	47	26
无形资产	449	879	879	879	879
其他长期资产	456	508	503	503	503
<b>资产总计</b>	<b>5,880</b>	<b>9,926</b>	<b>9,042</b>	<b>8,779</b>	<b>8,785</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,190</b>	<b>5,569</b>	<b>4,362</b>	<b>3,521</b>	<b>2,873</b>
短期借款	358	991	891	691	491
应付及预收	754	2,449	1,339	1,402	1,344
其他流动负债	1,079	2,129	2,132	1,428	1,038
<b>非流动负债</b>	<b>791</b>	<b>936</b>	<b>831</b>	<b>731</b>	<b>631</b>
长期借款	664	638	538	438	338
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	127	298	293	293	293
<b>负债合计</b>	<b>2,981</b>	<b>6,505</b>	<b>5,193</b>	<b>4,252</b>	<b>3,504</b>
股本	783	783	779	779	779
资本公积	904	904	868	868	868
留存收益	1,103	1,521	1,993	2,677	3,438
归属母公司股东权益	2,787	3,249	3,682	4,366	5,126
少数股东权益	112	171	167	161	154
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,880</b>	<b>9,926</b>	<b>9,042</b>	<b>8,779</b>	<b>8,785</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>10936</b>	<b>2424</b>	<b>1979</b>	<b>2288</b>	<b>2450</b>
营业成本	10344	1435	909	949	989
营业税金及附加	14	87	79	92	98
销售费用	17	13	8	9	10
管理费用	66	102	103	119	127
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	45	61	140	79	64
资产减值损失	-47	-7	-6	-6	-6
公允价值变动收益	2	-8	0	0	0
投资净收益	-1	-1	-2	-2	-2
<b>营业利润</b>	<b>394</b>	<b>647</b>	<b>722</b>	<b>1023</b>	<b>1145</b>
营业外收支	-19	-5	-19	-19	-19
<b>利润总额</b>	<b>376</b>	<b>643</b>	<b>704</b>	<b>1004</b>	<b>1127</b>
所得税	89	202	176	251	282
<b>净利润</b>	<b>287</b>	<b>441</b>	<b>528</b>	<b>753</b>	<b>845</b>
少数股东损益	-5	-4	-4	-6	-7
<b>归属母公司净利润</b>	<b>291</b>	<b>445</b>	<b>532</b>	<b>759</b>	<b>852</b>
EBITDA	463	852	932	1175	1285
EPS (元)	0.37	0.57	0.68	0.97	1.09

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-448</b>	<b>338</b>	<b>470</b>	<b>789</b>	<b>1,066</b>
净利润	287	441	528	753	845
折旧摊销	24	135	33	35	38
营运资金变动	-830	-411	-190	-90	103
其它	72	172	99	90	79
<b>投资活动现金流</b>	<b>-837</b>	<b>-583</b>	<b>-44</b>	<b>-56</b>	<b>-56</b>
资本支出	-52	-384	-48	-49	-49
投资变动	-755	-171	6	-5	-5
其他	-29	-28	-2	-2	-2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>541</b>	<b>867</b>	<b>-366</b>	<b>-427</b>	<b>-431</b>
银行借款	862	607	-200	-300	-300
股权融资	0	0	-40	0	0
其他	-321	260	-126	-127	-131
<b>现金净增加额</b>	<b>-747</b>	<b>626</b>	<b>60</b>	<b>306</b>	<b>578</b>
期初现金余额	1,052	305	931	990	1,297
期末现金余额	305	931	990	1,297	1,875

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-3.7%	-77.8%	-18.4%	15.6%	7.1%
营业利润	6.8%	64.1%	11.6%	41.6%	12.0%
归母净利润	-20.0%	52.9%	19.4%	42.7%	12.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.4%	40.8%	54.1%	58.5%	59.7%
净利率	2.6%	18.2%	26.7%	32.9%	34.5%
ROE	10.5%	13.7%	14.5%	17.4%	16.6%
ROIC	8.5%	9.6%	12.7%	15.0%	15.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.7%	65.5%	57.4%	48.4%	39.9%
净负债比率	102.8%	190.1%	134.9%	93.9%	66.3%
流动比率	2.17	1.48	1.68	2.01	2.47
速动比率	1.03	1.00	1.03	1.14	1.38
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.86	0.24	0.22	0.26	0.28
应收账款周转率	11.45	0.95	0.96	1.54	2.57
存货周转率	12.80	13.50	16.43	12.05	18.33
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.37	0.57	0.68	0.97	1.09
每股经营现金流	-0.57	0.43	0.60	1.01	1.36
每股净资产	3.56	4.15	4.70	5.58	6.55
<b>估值比率</b>					
P/E	31.03	18.79	16.70	11.71	10.43
P/B	3.23	2.58	2.41	2.04	1.73
EV/EBITDA	20.75	10.40	9.75	7.22	5.92

## 广发金属及金属新材料行业研究小组

宫 帅：联席首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。  
 王 乐：资深分析师，复旦大学工商管理硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。  
 陈 琪 玮：高级分析师，香港城市大学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。  
 黄 士 菡：高级研究员，北京大学理学本硕，2023年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
 广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
 广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
 本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。  
 本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
 研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。  
 本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。