

内增外延潜能大， 被低估的黄金潜力股

核心观点

公司主要从事黄金采选业务，同时亦生产钒矿、石墨矿、硅石矿等“新能源新材料矿产”。黄金业务中，在手帕金戈金矿，协助运营集团巴拓金矿，内增外延潜能巨大。公司帕金戈金矿拥有黄金资源量 69.14 吨，年产量约 3 吨，采矿成本仅约 220 元/克，近年来公司不断加大勘探增储力度，后续有望继续扩产。此外，公司目前正协助运营集团巴拓金矿，其拥有黄金资源量 104.82 吨，年产能约 6 吨，未来有望战略重组。

摘要

“黄金+新能源新材料矿产”双轮驱动，出清贸易专注矿业
公司主要从事黄金采选业务，同时亦生产钒矿、石墨矿、硅石矿等“新能源新材料矿产”；经过持续调整优化，公司聚焦矿业主业，坚定出清大宗贸易业务，回笼资金用于矿山建设及矿业并购。目前已完成行业划分变更，后续将改换简称，更加凸显矿业属性。

黄金业务：在手帕金戈，协助运营巴拓，后续有望内增外延
在产帕金戈金矿：矿区面积超 3000 平方公里，拥有黄金资源量 69.14 吨，平均品位 5.1 克/吨，2024H1 实现产金量 1.53 吨，实现净利润 3.23 亿元。近年来公司不断加大勘探增储力度，取得较大突破，后续资源量有望突破 100 吨，同时公司成本控制能力位居澳洲前列，2023H1 采矿成本仅 220 元/克；伴随资源储备的逐步强化，帕金戈项目有望继续扩产。

集团巴拓金矿：公司协助运营，后续有望战略重组。公司全资子公司玉鑫控股正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。巴拓黄金拥有黄金资源量 104.82 吨，采选年产能约 6 吨黄金。

新能源新材料矿产采选业务：钒矿+石墨矿+硅石矿多品种发展
楼房沟钒矿：公司持股 67%，拥有五氧化二钒金属资源总量 65.15 万吨，平均品位 1% 以上，有望受益钒储能电池发展，一期工程建成投产后，年产五氧化二钒 5000 吨。

辽宁硅石项目：公司持股将从 35% 增至 45%，拥有硅石资源量 1650.1 万吨且增储潜力巨大，下游主要应用于光伏玻璃、硅酸钠、冶金等领域。一期工程建成投产后，年产冶金用石英岩 50 万吨。

催腾石墨项目：公司持股 11.44%，拥有大型及超大型鳞片状石墨矿藏资源量 4610 万吨，平均固定碳品位 6.6%，下游主要应用于锂离子电池负极材料等领域，安夸贝目前设计原矿年处理能力 100 万吨以上，年产石墨精矿 6 万吨以上。

玉龙股份 (601028.SH)

首次评级

买入

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

010-56135290

SAC 编号:S1440521110005

覃静

qinjing@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524080002

邵三才

shaosancai@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070004

发布日期：2025 年 01 月 10 日

当前股价：11.81 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.78/-12.54	-12.72/-21.28	7.00/-5.66
12 月最高/最低价 (元)		15.88/7.11
总股本 (万股)		78,302.58
流通 A 股 (万股)		78,302.58
总市值 (亿元)		89.73
流通市值 (亿元)		89.73
近 3 月日均成交量 (万)		3526.58
主要股东		
济高(济南)资本投资有限公司		29.38%

股价表现



相关研究报告

目录

公司概况.....	1
公司简介.....	1
公司经营概况.....	2
黄金采选业务：在手帕金戈金矿，协助运营巴拓金矿，后续有望内增外延.....	3
帕金戈金矿：勘探增储扩能降本持续推进.....	3
巴拓金矿：公司协助运营，后续有望战略重组.....	4
新能源新材料矿产采选业务.....	5
楼房沟钒矿：持股 67%，资源量 65.15 万吨，有望受益钒储能电池发展.....	5
辽宁硅石项目：持股将增至 45%，资源量 1650.1 万吨.....	6
催腾石墨项目：持股 11.44%，资源量 4610 万吨.....	6
投资评价和建议.....	7
风险分析.....	7
报表预测.....	8

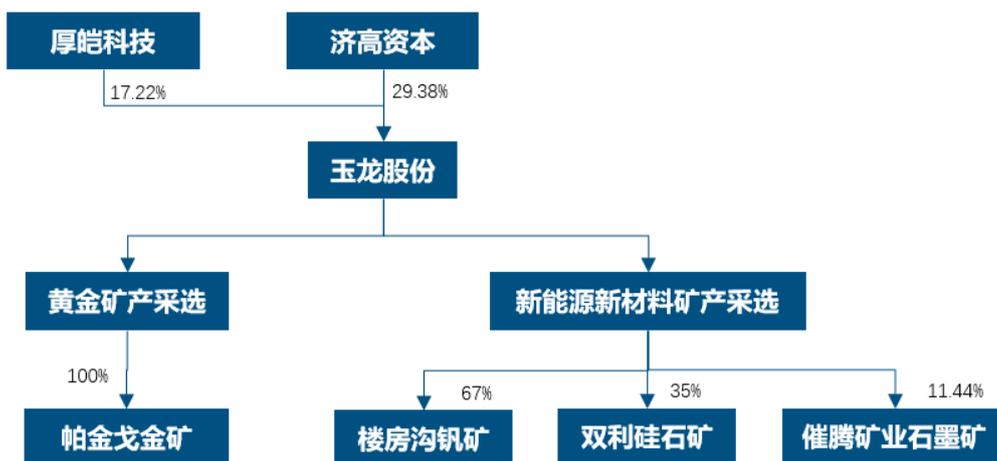
公司概况

公司简介

玉龙股份主要从事黄金采选业务，同时亦生产钒矿、石墨矿、硅石矿等“新能源新材料矿产”；公司黄金采选业务主要由子公司 NQM 开展，其持有澳大利亚帕金戈金矿，拥有黄金资源量 69.14 金属吨（截止 2024 年 6 月 30 日），平均品位 5.1 克/吨；2024H1 帕金戈金矿实现产量 1.53 吨，实现净利润 3.23 亿元；此外，公司目前正稳步推进大宗商品贸易业务出清相关工作。

2021 年 10 月，济高控股集团成为公司控股股东，济南高新产业技术开发区国有资产管理委员会成为公司的实际控制人，公司完成自民营控股向国有控股的身份转变。截止 2024 年三季报，济高资本持有公司 29.38% 股权，为公司控股股东。公司 2024 年半年报列示 18 家子公司，业务主要包括矿业、贸易、对外投资等业务：

图 1:公司股权及主要业务

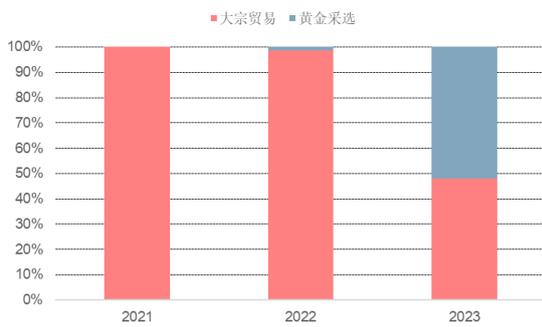


数据来源：公司公告，中信建投证券

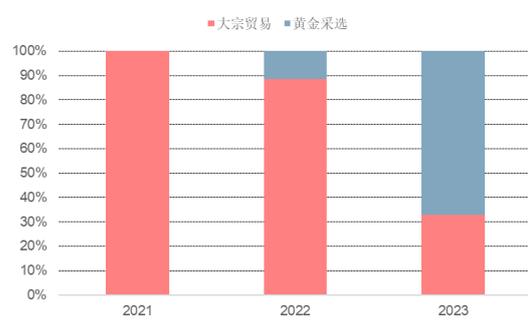
出清贸易业务，突显矿业属性。公司原主营业务为大宗商品贸易业务，近年来，公司以并购黄金矿业为切入点，积极贯彻推进“黄金矿产和新能源新材料矿产双轮驱动”发展战略；经过持续调整优化，公司聚焦矿业主业，坚定出清大宗贸易业务，回笼资金用于矿山建设及矿业并购，并于 2024 年 10 月 16 日完成行业划分变更，从批发业更换成有色金属矿采选业。此外，公司简称后续或变更为“玉龙黄金”或“玉龙矿业”，更加凸显矿业属性。

公司经营概况

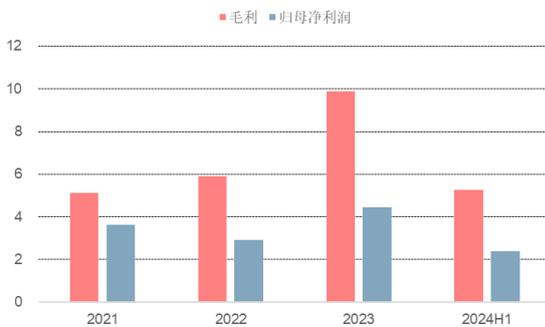
黄金采选业务收入及利润占比不断提升。根据公司 2023 年年报，黄金采选业务实现营业收入 12.6 亿元，占公司营业收入的 52%；实现毛利 6.64 亿元，占公司总毛利的 67%；实现净利润 3.96 亿元，占归属于上市公司股东的净利润的 89%。2024 年上半年，黄金采选业务实现营业收入 7.89 亿元，同比增长 17.62%，实现净利润 3.23 亿元，同比增长 42.63%。预计伴随大宗商品贸易业务不断出清以及黄金价格上涨，黄金采选业务收入及利润占比有望持续抬升。

图 2:公司营业收入结构


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 3: 公司毛利结构


数据来源：公司公告，中信建投证券

图 4:公司毛利及归母净利润（亿元）


数据来源：公司公告，中信建投证券

黄金采选业务：在手帕金戈金矿，协助运营巴拓金矿，后续有望内增外延

帕金戈金矿：勘探增储扩能降本持续推进

玉龙股份黄金采选业务主要由子公司 NQM 开展，NQM 是一家集探矿、采矿、选矿于一体的矿山公司，其持有澳大利亚帕金戈金矿。帕金戈项目主要通过地下开采方式采出矿石，后经全泥氰化炭浆工艺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。

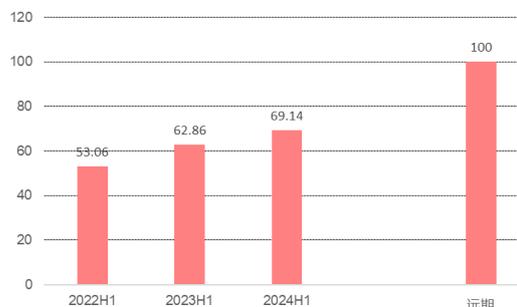
发力勘探增储，稳固资源储备“压舱石”。帕金戈金矿位于澳大利亚东部昆士兰州境内，距离查特斯堡约 90 公里，距离汤斯维尔约 134 公里，矿区面积超 3000 平方公里，为澳洲著名的低温热液型成矿带，矿石易磨易选，历史选矿回收品位在 95% 以上，拥有 18 个近地表金矿体、29 个深部金矿体和 3 个高品位零星金矿体，近年来，公司不断加大对帕金戈金矿勘探增储力度，成立了专业勘探公司 Auspin，推进地质找矿寻突破，在探矿增储方面取得较大突破。截至 2024 年 6 月 30 日，帕金戈金矿拥有符合 JORC 标准矿石量 1349.1 万吨，比上年同期增加 258.3 万吨，金金属量 222.3 万盎司（69.14 吨），比上年同期增加 20.2 万盎司（6.28 吨，+10%），平均品位 5.1 克/吨。根据公司官网，帕金戈矿区深部及外围有很大的找矿潜力，随着持续的勘探投入，**金属资源量有望突破 100 吨。**

图 5：帕金戈矿区



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 6：公司在探矿增储方面取得较大突破



数据来源：公司公告，中信建投证券

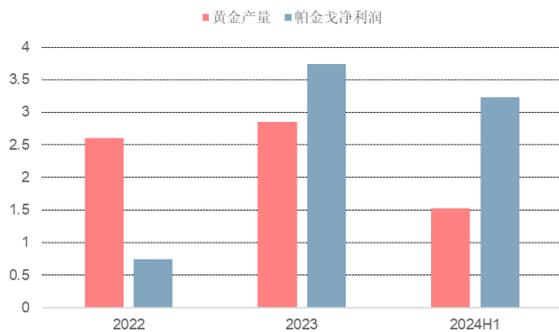
图 7：帕金戈金矿基本情况

矿山名称	资源量	储量	品位	年产量	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
帕金戈金矿	202.1 万盎司	30.9 万盎司	5.8%	91453 盎司	13	长期

数据来源：公司公告，中信建投证券。注：数据截止 2023 年报

帕金戈金矿黄金产量、成本管控及盈利水平持续改善。公司黄金矿业管理团队具有丰富的矿山开发、运营和管理经验，公司收购帕金戈金矿后，持续推进精益化管理，对人员、设备、生产计划、采矿方法、选矿工艺流程进行优化改善，大大提高了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；此外，通过优化人员、设备及生产方式等系列精细化成本管控措施，成本控制能力已位居澳洲前列；根据公司公告，2022 年采矿成本约 314 元/克，2023H1 已降至约 220 元/克。2023 年帕金戈金矿实现产金量 2.85 吨，创矿区近 15 年以来产量新高，实现净利润 3.74 亿元，创历史最高水平（2020-2022 年产量分别为 1.75 吨、1.82 吨和 2.60 吨）；2024H1 实现产金量 1.53 吨，实现净利润 3.23 亿元。

图 8: 帕金戈金矿黄金产量及净利润（吨，亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

伴随资源储备的逐步强化，帕金戈项目有望继续扩产。目前帕金戈金矿已达到满负荷生产状态，近年来的降本增效成果有效印证公司矿业团队的成本管控能力，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，也将为公司后续矿业项目形成成本管控优势提供有力支持。**我们预计公司随着帕金戈项目黄金资源储量的逐步增长，有望逐步提高采矿选矿产能，黄金产量有望继续攀升。**

巴拓金矿：公司协助运营，后续有望战略重组

玉龙股份此前曾计划收购巴拓实业。2021 年 3 月，公司拟通过全资子公司蓝景矿业向交易对方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巴拓澳洲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 12.25 亿元。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与交易对价等额的债务。2021 年 4 月，由于国际经济形势等外部宏观环境发生变化，公司终止交易。

目前公司协助运营巴拓金矿且后续有望对其战略重组。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以及**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，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。

巴拓黄金的主要业务为黄金的勘探、开采和加工，其在西澳南十字矿区拥有 Comishman 等 19 个露天金矿体和 15 个地下金矿体，拥有符合 JORC 标准的金金属量 104.82 吨。该矿山采用露天开采和地下开采两种方式，下属 MarvelLoch 选厂目前处理能力为 210 万吨/年（对应约 6 吨黄金年产能）。2018 年和 2019 年黄金产量分别为 2.36 吨和 2.50 吨。2023 年巴拓黄金实现营业收入 1.52 亿澳元，实现净利润 1382 万澳元；2024Q1 实现营业收入 0.51 亿澳元，实现净利润 1135 万澳元。

图 9: 南十字矿区的地下矿体资源量 (截止 2020 年 6 月 30 日)

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)
Cornishman	24.13	3.80	2.97	22.18	3.60	2.54
Yilgarn Star	135.19	6.40	27.64	45.53	6.50	9.51
Copperhead				88.09	6.60	18.81
Nevoria	108.11	4.30	15.05	8.28	3.60	0.95
Aquarius	23.23	3.80	2.85	75.12	4.40	10.53
Jupiter				0.42	2.70	0.04
Mercury	34.10	6.30	6.94	13.41	5.60	2.39
Polaris	13.25	3.70	1.58	19.27	3.60	2.24
Sunbeam	36.36	5.90	6.91	5.39	4.90	0.85
Transvaal				17.40	4.80	2.67
Frasers	51.54	4.60	7.54	167.44	6.00	32.42
Ruapehu	5.18	8.50	1.42	33.27	4.00	4.27
Marvel Loch	234.01	3.50	26.06	57.42	2.80	5.22
Jaccoletti	74.90	4.40	10.67	29.43	3.10	2.91
Great Victoria Gold	52.81	3.50	5.93			
Total	792.81	4.50	115.57	582.65	5.10	95.35

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

新能源新材料矿产采选业务

楼房沟钒矿: 持股 67%, 资源量 65.15 万吨, 有望受益钒储能电池发展

2022 年 12 月, 公司拟通过现金方式收购陕西山金矿业有限公司 67% 股权, 以此取得其核心资产陕西省商南县楼房沟钒矿项目采矿权, 交易对价为 13,065 万元。楼房沟钒矿项目属于国内大型石煤钒矿, 矿石储量大、品位高, 矿体连续性较好, 采选技术相对成熟, 拥有五氧化二钒金属资源总量 **65.15 万吨**, 平均品位 1% 以上, 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**。

石煤钒具有产量稳定的优势, 工艺的生产不受外界因素的影响, 更适合做液流电池。在新能源领域, 钒主要作为生产储能设备原料, 全钒液流电池寿命长、规模大、安全可靠, 在调峰电源系统、大规模风光电系统储能、应急电源系统等领域具有广阔应用前景。

2022 年 12 月, 公司与大连融科储能集团股份有限公司签署了战略合作协议, 双方将围绕钒矿资源全产业链展开合作, 涵盖国内外钒矿资源的投资与开发、钒产品采购、全钒液流储能市场拓展及客户开发等领域。通过提升楼房沟钒矿项目的下游产业综合利用开发水平, 进一步增强新能源储能产业链的整合能力, 更好地助力公司“黄金矿产与新能源新材料矿产”双轮驱动战略的实施。

图 10: 陕西楼房沟钒矿基本情况（截止 2023 年年报）

矿山名称	资源量	储量	品位	年产量	许可证/采矿权有效期
陕西楼房沟钒矿	五氧化二钒	49.99万吨	21.96万吨	1.08%	25

数据来源：公司公告，中信建投证券

辽宁硅石项目：持股将增至 45%，资源量 1650.1 万吨

2023 年 3 月，公司拟以增资方式向灯塔市硅石矿业有限公司投资 2575 万元，持有灯塔硅石 35% 的股权。2024 年 6 月，公司拟再次收购灯塔硅石 10% 的股权。该项目位于辽宁省辽阳市灯塔市，**总资源储量合计 1650.1 万吨，品位 97.35%**。其中证内 430.8 万吨，证外 1219.3 万吨。采矿证外围空白区内存在多条硅石矿脉，增储潜力巨大。2023 年 7 月 20 日，济高玉龙辽阳双利硅石矿项目一期选矿厂奠基仪式在灯塔市铍子镇隆重举行，项目一期设计生产规模为 50 万吨/年，采用露天开采方式生产冶金用石英岩。

公司将通过强化与中建材玻璃国家级实验室以及大学等专业机构合作，不断加强石英岩矿应用技术研究，深入拓展光伏玻璃、硅酸钠、冶金等下游市场，以矿产资源为核心布局高端产业链条，最大化将资源潜力转化为经济效益。

催腾石墨项目：持股 11.44%，资源量 4610 万吨

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；第一大股东为济高控股集团全资子公司济高国际。催腾矿业主要从事石墨矿项目勘探和开发业务，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。

催腾石墨项目为大型及超大型鳞片状石墨矿藏（大鳞片含量 60% 以上），安夸贝石墨矿项目拥有符合 JORC 标准的**石墨矿资源量约 4610 万吨**，可采储量 2489.5 万吨，矿区面积 102.74 平方公里，平均固定碳品位 6.6%，另有部分区域处于资源勘探阶段，找矿潜力较大；产品主要应用于锂离子电池负极材料以及生产膨胀石墨等耐腐蚀、耐磨和节能材料。

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，预计 2025 年投产。**

投资评价和建议

不考虑巴拓黄金注入，预计公司 2024 年-2026 年归母净利分别为 5.08 亿元、7.40 亿元和 8.31 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 18.20、12.49 和 11.13 倍，考虑到公司黄金采选业务的低成本优势及较大成长空间，给予公司“买入”评级。

表 1：公司主营业绩预测简表（百万元，%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
黄金采选	收入	144.31	1,259.81	1,687.38	1,921.19	2,027.52
	成本	76.39	595.83	673.20	682.00	704.00
	毛利	67.92	663.98	1,014.18	1,239.19	1,323.52
	毛利率	47%	53%	60%	65%	65%
营业收入	10,935.86	2,424.03	1,837.38	2,171.19	2,527.52	
营业成本	10,343.59	1,434.87	823.20	882.00	1,084.00	
归母净利润	291.30	445.45	508.00	740.35	830.52	

数据来源：公司公告，中信建投

风险分析

（1）黄金价格大幅下跌；若美国通胀失控，美联储货币收紧超预期，强势美元将压制黄金价格。若黄金价格较我们假设值下降 10 元/克，或将造成公司毛利较我们预测下降 0.3 亿元。

（2）原材料价格上升风险；

（3）受环保或限产等因素影响，公司主要产品产量不及预期风险。

（4）国际化经营风险。国际经济和政治形势逐渐复杂化，中国企业在国际化经营中所面临的各类风险不断增加，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。

（5）项目并购进度不及预期风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,754.66	8,216.75	4,085.01	4,859.72	5,879.88
现金	449.68	1,210.13	1,972.15	2,370.74	2,979.70
应收票据及应收账款合计	1,708.68	4,305.44	1,238.96	1,464.05	1,704.33
其他应收款	101.24	46.43	17.54	20.72	24.12
预付账款	1,624.00	2,447.47	784.99	927.60	1,079.84
存货	854.10	179.61	57.53	61.64	75.76
其他流动资产	16.97	27.67	13.86	14.96	16.14
非流动资产	1,167.64	1,709.15	1,532.06	1,344.40	1,155.22
长期投资	0.00	19.98	19.98	19.98	19.98
固定资产	93.78	225.41	203.17	178.50	151.40
无形资产	448.57	879.49	732.91	586.33	439.74
其他非流动资产	625.29	584.28	576.01	559.60	544.10
资产总计	5,922.30	9,925.90	5,617.08	6,204.13	7,035.10
流动负债	2,190.42	5,568.90	990.86	1,079.52	1,314.31
短期借款	358.21	990.86	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	753.53	2,448.72	492.38	527.55	648.38
其他流动负债	1,078.67	2,129.32	498.47	551.97	665.94
非流动负债	833.31	936.02	733.96	545.51	371.22
长期借款	671.73	646.23	444.17	255.72	81.42
其他非流动负债	161.58	289.80	289.80	289.80	289.80
负债合计	3,023.73	6,504.92	1,724.82	1,625.04	1,685.53
少数股东权益	111.55	171.50	165.49	156.74	146.91
股本	783.03	783.03	783.03	783.03	783.03
资本公积	904.15	904.19	904.19	904.19	904.19
留存收益	1,099.85	1,562.26	2,039.55	2,735.14	3,515.44
归属母公司股东权益	2,787.03	3,249.48	3,726.77	4,422.35	5,202.65
负债和股东权益	5,922.30	9,925.90	5,617.08	6,204.13	7,035.10

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-447.66	337.64	2,028.61	641.99	833.09
净利润	286.68	441.06	501.99	731.60	820.70
折旧摊销	23.51	135.04	185.23	187.66	189.18
财务费用	45.39	60.69	42.42	9.37	-1.19
投资损失	0.88	1.29	2.56	2.56	2.56
营运资金变动	-816.89	-437.10	1,306.56	-287.45	-176.41
其他经营现金流	12.76	136.65	-10.17	-1.75	-1.75
投资活动现金流	-836.62	-582.80	-0.53	-0.81	-0.81
资本支出	-109.52	255.37	0.00	0.00	0.00
长期投资	-755.40	-170.75	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	28.31	-667.42	-0.53	-0.81	-0.81
筹资活动现金流	541.41	866.59	-1,266.06	-242.59	-223.33
短期借款	198.10	632.65	-990.86	0.00	0.00
长期借款	668.10	-25.51	-202.06	-188.45	-174.29
其他筹资现金流	-324.79	259.44	-73.14	-54.14	-49.03
现金净增加额	-747.11	625.70	762.01	398.60	608.95

资料来源：公司公告，中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,935.86	2,424.03	1,837.38	2,171.19	2,527.52
营业成本	10,343.59	1,434.87	823.20	882.00	1,084.00
营业税金及附加	13.94	86.61	69.82	82.51	96.05
销售费用	16.78	13.01	9.47	11.19	13.03
管理费用	66.48	102.09	101.06	119.42	139.01
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	45.39	60.69	42.42	9.37	-1.19
资产减值损失	-46.94	-7.15	-4.37	-5.16	-6.01
信用减值损失	-11.22	-71.72	-9.19	-10.86	-12.64
其他收益	2.26	8.07	4.11	4.11	4.11
公允价值变动收益	1.61	-7.54	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.88	-1.29	-2.56	-2.56	-2.56
资产处置收益	0.00	0.27	0.09	0.09	0.09
营业利润	394.50	647.39	779.49	1,052.33	1,179.61
营业外收入	0.01	1.15	2.43	2.43	2.43
营业外支出	18.72	5.80	9.61	9.61	9.61
利润总额	375.78	642.74	772.30	1,045.14	1,172.42
所得税	89.10	201.68	270.30	313.54	351.73
净利润	286.68	441.06	501.99	731.60	820.70
少数股东损益	-4.62	-4.40	-6.01	-8.75	-9.82
归属母公司净利润	291.30	445.45	508.00	740.35	830.52
EBITDA	444.68	838.47	999.95	1,242.17	1,360.42
EPS (元)	0.37	0.57	0.65	0.95	1.06

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.67	-77.83	-24.20	18.17	16.41
营业利润(%)	6.84	64.11	20.40	35.00	12.10
归属于母公司净利润(%)	-20.04	52.92	14.04	45.74	12.18
获利能力					
毛利率(%)	5.42	40.81	55.20	59.38	57.11
净利率(%)	2.66	18.38	27.65	34.10	32.86
ROE(%)	10.45	13.71	13.63	16.74	15.96
ROIC(%)	12.15	12.59	13.21	29.57	31.17
偿债能力					
资产负债率(%)	51.06	65.53	30.71	26.19	23.96
净负债比率(%)	20.02	12.48	-39.26	-46.19	-54.18
流动比率	2.17	1.48	4.12	4.50	4.47
速动比率	1.03	1.00	3.27	3.58	3.59
营运能力					
总资产周转率	1.85	0.24	0.33	0.35	0.36
应收账款周转率	11.45	0.95	2.55	2.55	2.55
应付账款周转率	45.66	1.86	5.28	5.28	5.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.57	0.65	0.95	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.57	0.43	2.59	0.82	1.06
每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.15	4.76	5.65	6.64
估值比率					
P/E	31.75	20.76	18.20	12.49	11.13
P/B	3.32	2.85	2.48	2.09	1.78
EV/EBITDA	22.78	10.97	8.04	6.02	4.94

分析师介绍

王介超

金属新材料首席分析师，中南大学硕士，高级工程师，一级建造师，咨询师，曾主编 GB/T18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利，擅长金属新材料及建筑材料产业研究，上榜新财富最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色最佳分析师，wind 金牌分析师，水晶球钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师等。

覃静

中信建投证券金属和金属新材料研究员，一级建造师，有色期货研究 10 年，大类资产配置商品策略分析 2 年。曾任国内头部期货公司有色研究负责人，为国内多家上市企业提供风险管理指导，善于供需与宏观结合，兼顾卖方系统研究与买方战略布局，挖掘行业投资机会，曾获“上期所最佳产业分析师”。

邵三才

中信建投证券金属新材料分析师，上海财经大学投资学本硕，2022 年加入中信建投证券，2023 年新财富、金牛奖团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610） 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk