



买入(上调)

所属行业: 贵金属
当前价格(元): 12.69

证券分析师

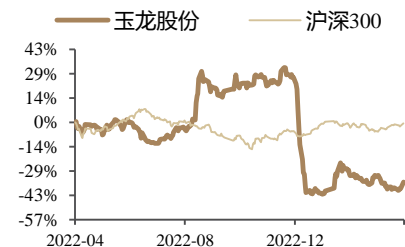
张崇欣

资格编号: S0120522100003

邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.65	-6.55	11.41
相对涨幅(%)	-10.99	-7.92	11.14

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《玉龙股份(601028.SH): 变更国企 璞玉龙腾进军矿业》, 2022.9.2

玉龙股份(601028.SH): 金矿已注入, 将成为业绩有力驱动

投资要点

- **事件:** 2022年4月17日, 公司披露2022年度业绩快报。2022年全年公司营收109.36亿元, 同比-3.67%; 营业利润3.94亿元, 同比+6.82%; 利润总额3.76亿元, 同比+1.28%; 归母净利润2.91亿元, 同比-20.04%; 扣非归母净利润3.01亿元, 同比-17.6%。
- **新增黄金贵金属采选业务, 帕金戈项目纳入合并范围。** 2022年, 公司新增黄金贵金属采选业务, 主要系公司于2022年四季度完成了对NQM Gold 2 Pty Ltd全部股权的收购, 取得其持有的位于澳大利亚昆士兰州的帕金戈金矿控制权。NQM Gold 2 Pty Ltd自2022年11月30日纳入公司合并报表范围。帕金戈项目自交割完成后, 已达到满负荷生产状态, 公司派驻的海外专业管理团队通过对帕金戈矿区人员、设备、生产计划的持续优化, 降本、增效、提质、扩产均取得显著成果, 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。根据基建工程设计有限公司编制的《采选方案设计》, NQM Gold 2 Pty Ltd预计按照年采选60万吨原矿组织生产, 帕金戈2022-2025年产金分别为2.87、3.15、3.35、3.37吨。
- **帕金戈项目成本稳定, 业绩或将受益于金价上涨。** 硅谷银行事件危机蔓延之后, 防范风险或成为美联储重要目标, 预计后期美联储货币政策将变得温和, 美国经济软着陆, 看好黄金价格持续上涨。成本端, 根据《采选方案设计》, 帕金戈项目黄金采选成本约为210-230元/克之间。价格端, 2023年4月17日上海金交所Au9999收盘价为445元/克。按此价格计算, 2023-2025年黄金采选业务能为公司增厚毛利7.2、7.6、7.9亿元。
- **优化大宗贸易产品结构, 坚持贵金属+新能源新材料矿产“双轮驱动”。** 矿产贸易和非金属矿作为有益补充的发展定位。年内, 公司加大力度优化大宗贸易业务的产品结构和业务模式, 集中资源拓展战略协同性更高、盈利能力更强、业务稳定性更好的产品, 切实提高了大宗贸易业务的运营质量和盈利能力。
- **盈利预测。** 根据帕金戈项目规划, 我们调整公司盈利预测, 我们预计2022-2024年公司金矿业务收入分别为11.0/14.0/14.9亿元, 总营收分别为109/124/139亿元, 调整2022-2024年归母净利润预测至2.91/5.39/5.87亿元(前值分别为4.17/4.77/4.80亿元), 2023年4月17日收盘价对应PE分别为34.2x/18.5x/16.9x, 作为黄金股, PE低估明显, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 黄金价格不及预期; 金矿产量不及预期; 汇率波动影响

股票数据

总股本(百万股):	783.03
流通A股(百万股):	783.03
52周内股价区间(元):	11.28-25.81
总市值(百万元):	9,936.60
总资产(百万元):	4,425.36
每股净资产(元):	3.46

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,908	11,352	10,936	12,423	13,943
(+/-)YOY(%)	547.4%	-4.7%	-3.7%	13.6%	12.2%
净利润(百万元)	117	364	291	539	587
(+/-)YOY(%)	474.2%	210.8%	-20.2%	85.2%	8.9%
全面摊薄EPS(元)	0.15	0.47	0.37	0.69	0.75
毛利率(%)	1.9%	4.5%	5.0%	6.8%	6.4%
净资产收益率(%)	5.4%	14.3%	10.2%	15.9%	14.8%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.37	0.69	0.75
每股净资产	3.25	3.63	4.31	5.06
每股经营现金流	0.06	-0.22	0.25	0.10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	40.92	34.17	18.45	16.94
P/B	5.85	3.50	2.94	2.51
P/S	0.88	0.91	0.80	0.71
EV/EBITDA	35.61	22.51	12.70	12.02
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	4.5%	5.0%	6.8%	6.4%
净利润率	3.2%	2.7%	4.3%	4.2%
净资产收益率	14.3%	10.2%	15.9%	14.8%
资产回报率	10.0%	5.1%	9.4%	9.4%
投资回报率	13.1%	8.4%	14.4%	13.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.7%	-3.7%	13.6%	12.2%
EBIT 增长率	233.7%	13.0%	72.9%	5.8%
净利润增长率	210.8%	-20.2%	85.2%	8.9%
偿债能力指标				
资产负债率	27.0%	48.5%	38.9%	35.1%
流动比率	3.7	1.8	2.2	2.5
速动比率	2.2	0.7	0.8	0.9
现金比率	1.2	0.3	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.1	30.0	22.0	26.0
存货周转天数	0.7	50.0	50.0	50.0
总资产周转率	3.1	1.9	2.2	2.2
固定资产周转率	4,707.4	73.7	97.7	128.4

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	364	291	539	587
少数股东损益	-4	-3	-5	-6
非现金支出	6	13	29	25
非经营收益	20	53	32	19
营运资金变动	-337	-528	-397	-551
经营活动现金流	50	-173	197	75
资产	-2	-592	-3	-2
投资	-12	3	-2	1
其他	1	-306	-4	-5
投资活动现金流	-13	-895	-9	-6
债权募资	-20	714	-491	-110
股权募资	0	0	0	0
其他	-18	-19	-24	-12
融资活动现金流	-37	696	-515	-122
现金净流量	-1	-372	-327	-54

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,352	10,936	12,423	13,943
营业成本	10,840	10,391	11,578	13,045
毛利率%	4.5%	5.0%	6.8%	6.4%
营业税金及附加	8	11	12	14
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	71	22	25	28
营业费用率%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	55	55	61	69
管理费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	382	432	747	790
财务费用	7	45	31	10
财务费用率%	0.1%	0.4%	0.2%	0.1%
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	-6	-3	-5	-5
营业利润	369	413	713	776
营业外收支	2	-29	-2	-2
利润总额	371	384	711	774
EBITDA	391	445	776	815
所得税	10	96	178	194
有效所得税率%	2.8%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-4	-3	-5	-6
归属母公司所有者净利润	364	291	539	587

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,172	800	473	419
应收账款及应收票据	1,028	1,198	1,243	1,462
存货	21	1,423	1,586	1,787
其它流动资产	1,411	1,440	1,562	1,789
流动资产合计	3,632	4,862	4,864	5,456
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2	148	127	109
在建工程	0	32	29	26
无形资产	0	369	369	369
非流动资产合计	18	869	840	815
资产总计	3,649	5,731	5,704	6,271
短期借款	160	831	350	250
应付票据及应付账款	162	996	1,063	1,046
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	660	947	801	904
流动负债合计	982	2,775	2,214	2,200
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债总计	986	2,778	2,217	2,204
实收资本	783	783	783	783
普通股股东权益	2,547	2,840	3,378	3,965
少数股东权益	116	113	108	102
负债和所有者权益合计	3,649	5,731	5,704	6,271

信息披露

分析师与研究助理简介

张崇欣，德邦证券有色行业首席分析师，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。