



中性 (首次)

所属行业: 有色金属
当前价格(元): 24.56

证券分析师

李骥

资格编号: S0120521020005

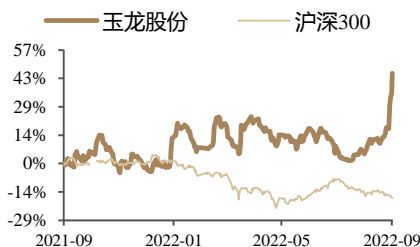
邮箱: lij3@tebon.com.cn

联系人

张崇欣

邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	37.44	33.70	23.54
相对涨幅(%)	41.38	43.62	25.00

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

玉龙股份 (601028.SH): 变更国企 璞玉龙腾进军矿业

投资要点

- 玉龙股份: 变更国企控股, 开启矿业新篇章。**2011年公司于沪市主板上市, 上市之初名为“江苏玉龙钢管股份有限公司”, 2020年因自身发展规划及经营发展需要更名为“山东玉龙黄金股份有限公司”。目前公司控股股东为济高控股, 实际控制人为济南高新技术产业开发区国有资产管理委员会, 公司在济高控股中的定位为实业运营板块, 未来发展定位于矿业开发。
- 拟收购帕金戈金矿项目, 集团储备巴拓金矿项目, 公司将强势进入金矿业务。**帕金戈项目在澳大利亚昆士兰州境内, 截止2021Q1, NQM公司所属的帕金戈金矿, 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, 合计黄金资源量1604千盎司, 折49.89吨, 年产金金属量约3吨。2021年10月, 全资子公司玉润黄金拟以现金方式收购天业黄金全资子公司CQT持有的NQM Gold 2 Pty Ltd 100%股权, 以取得帕金戈金矿100%控制权。目前收购议案已获股东及股东代表全票通过。此外, 济高控股储备巴拓金矿项目。巴拓黄金在澳洲西澳南十字矿区19个露天金矿体和15个地下金矿体, 是澳大利亚新兴黄金生产企业。截至2020H1, 巴拓保有2835千盎司金金属资源量, 折88.18吨。
- 集团坐拥石墨矿、勘探锂矿资源, 助力公司切入新能源赛道。**石墨矿方面, 济南控股持有催腾矿业(Triton)34.01%股权(第一大股东); 公司拟出资500万澳元认购催腾矿业定向增发股票, 约占催腾矿业总股本12.42%。催腾矿业旗下有安夸贝石墨矿(Ancuabe)、巴拉马北石墨矿以及巴拉马南石墨矿。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2490万吨, 项目环境许可证已经通过政府部门批准, 2017年12月完成项目可行性研究(DFS), 2019年6月取得采矿许可证, 期限25年。锂矿方面, 2022年5月, 公司全资子公司玉鑫控股获得巴拓黄金采矿权标的区域的潜在锂矿资源勘探权, 联合探矿期不超过4年, 勘查投资总预算不超过1300万元人民币。
- 投资建议。**根据评估结果, 我们预计2022-2024年公司金矿业务收入分别为10.2、10.7、11.1亿元, 总营收分别为90、100、112亿元; 预计2022-2024年归母净利润分别为4.17、4.77、4.80亿元, 2022年9月2日收盘价对应PE分别为46.1x/40.3x/40.1x。由于黄金项目仍未收购完成, 黄金板块收入预测仅参考独立技术报告以及采选方案设计, 具体实践产能有待验证, 我们暂时给出“中性”评级。
- 风险提示:** 1) 黄金价格大幅下跌; 2) 金矿项目落地时间不及预期; 3) 矿山产能产量不及预期。

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):	16.10-24.56
总市值(百万元):	19,231.11
总资产(百万元):	4,465.89
每股净资产(元):	3.40

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	9,017	10,033	11,229
(+/-)YOY(%)	547.4%	-4.7%	-20.6%	11.3%	11.9%
净利润(百万元)	117	364	417	477	480
(+/-)YOY(%)	474.2%	210.8%	14.6%	14.2%	0.7%
全面摊薄EPS(元)	0.15	0.47	0.53	0.61	0.61
毛利率(%)	1.9%	4.5%	7.7%	7.7%	7.2%
净资产收益率(%)	5.4%	14.3%	15.3%	16.2%	15.5%

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

内容目录

1. 玉龙股份：变更国企控股，开启矿业新篇章	4
2. 依托集团资源，进军金矿开采	6
2.1. 收购帕金戈项目	6
2.2. 帕金戈金矿概况	7
2.3. 帕金戈项目盈利分析	8
3. 集团坐拥黄金、石墨矿资源，赋能玉龙黄金	10
3.1. 巴拓金矿项目储备	10
3.2. 安夸贝石墨矿储量 2490 万吨，平均石墨碳品味为 6.2%	12
3.3. 集团石墨产业稳步推进	13
4. 公司积极推动巴拓矿权内锂矿勘探，拟拓展新能源赛道	13
4.1. 巴拓金矿矿权和 Mt Holland 锂矿同处于西澳 Southern Cross 绿岩带成矿带 ...	14
4.2. Mt Holland 项目由金矿转而开发锂矿	15
4.3. Mt Holland 项目快速推进	16
5. 大宗商品贸易业务稳步发展	17
5.1. 中国在全球贸易复苏中扮演举足轻重的角色	17
5.2. 公司贸易业务持续优化	18
6. 盈利预测与估值分析	19
7. 风险提示	20

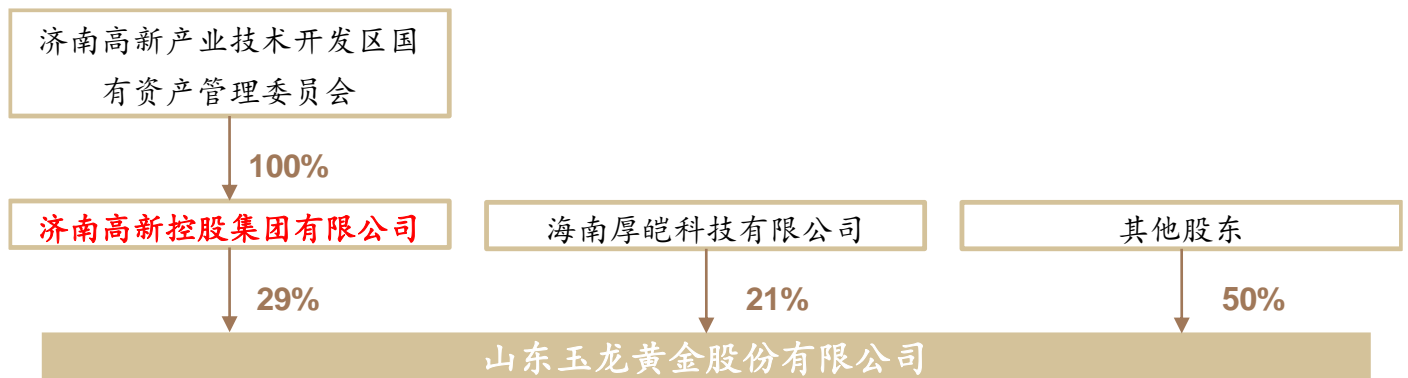
图表目录

图 1: 截至 2022H1, 济高控股为玉龙股份控股股东	4
图 2: 玉龙股份业务历程图	5
图 3: 业务变更后, 贸易业务成为公司唯一主业	5
图 4: 2021 年公司营收 113.5 亿元	6
图 5: 2021 年公司贸易行业毛利率大幅提高	6
图 6: 收购帕金戈矿前后股权结构图	6
图 7: 帕金戈项目图	7
图 8: 截至 2021 年 4 月, 巴拓项目股权结构图	10
图 9: 巴拓黄金在澳洲西澳南十字矿区	11
图 10: 催腾旗下安夸贝石墨矿	12
图 11: 安夸贝石墨项目分布和附近基础设施	13
图 12: 2021 年澳大利亚锂矿产量为 5.5 万吨, 占全球比 55%	14
图 13: 2021 年澳大利亚锂矿储量占比 25.9%	14
图 14: 巴拓黄金和 Mt Holland 同属绿岩带成矿带	14
图 15: 巴拓金矿矿权范围与 Mt Holland 相距仅为 72km	15
图 16: Mt Holland 项目锂辉石岩芯	16
图 17: Mt Holland 项目的剖面视图	16
图 18: 2021 年我国进出口贸易总值为 39.10 万亿元, 增长 21.35%	17
图 19: 2021 年我国出口总值增长 21.19%; 进口增长 21.55%	17
图 20: 贸易业务营收稳步增长	18
图 21: 因结构调整, 2021 年贸易收入毛利率上升 2.59 个百分点	18
表 1: 截至 2021 年 3 月 31 日, 帕金戈金矿矿体资源	8
表 2: 帕金戈金矿年预测产销量	8
表 3: 2021 年 6 月 30 日为基准日的彭博预测金价 (澳元/盎司)	8
表 4: 帕金戈金矿生产成本 (万澳元)	9
表 5: 帕金戈项目预计毛利率维持 30% 左右	9
表 6: 帕金戈金矿净利润及净现金流量预测 (万澳元)	10
表 7: 截至 2020 年 6 月 30 日, 巴拓金矿矿体资源	12
表 8: 2021 年对外贸易相关政策	17
表 9: 公司贸易结构	18
表 10: 玉龙股份分板块盈利预测 (百万元)	19

1. 玉龙股份：变更国企控股，开启矿业新篇章

国资济高控股为控股股东。玉龙股份前身无锡县高频焊管厂成立于 1980 年 11 月。1994 年改制设立为江苏玉龙钢管集团公司，2011 年公司上市，上市之初名为江苏玉龙钢管股份有限公司，2020 年因自身发展规划及经营发展需要变更公司注册地址、公司名称及经营范围，公司地址从江苏迁至山东地区，公司的名称由“江苏玉龙钢管股份有限公司”变更为“山东玉龙黄金股份有限公司”。目前公司控股股东为济高控股，实际控制人为济南高新技术产业开发区国有资产管理委员会。

图 1：截至 2022H1，济高控股为玉龙股份控股股东



资料来源：公司公告，德邦研究所

剥离钢管业务，依托集团资源，定位矿业开发。目前公司主要从事矿产、有色金属、煤炭、化工等大宗商品贸易。作为济高控股集团实业运营板块的主力军，公司在加快整合境内外黄金矿产资源的基础上，积极探索新能源新材料矿产领域，致力于成为具备全球视野、管理先进、效益显著、文化兼容的高成长性的国际化矿业公司。

公司主营业务变化较大，上市以来经过四次变更。

- 2017 年及之前，公司主营业务为金属加工，即焊接钢管的生产、销售。主要产品为螺旋埋弧焊接钢管、直缝埋弧焊接钢管、矩形焊接钢管和直缝高频焊接钢管四类。
- 2018 年，公司收购天津玉汉尧 33.34% 股权，并获得 66.67% 表决权控股玉汉尧进入新能源业务，其主要以石墨烯新材料改性技术为特色，定位于车用动力电池及高端 3C 电子用锂电正极材料的研发、生产、销售业务，主要产品为三元材料系列产品及其改性产品、钴酸锂系列产品及其改性产品以及改性复合导电浆料，产品应用于高端 3C 数码类电子产品领域以及新能源汽车等动力类应用终端领域。
- 2019 年，公司剥离玉汉尧，控股股东变为厚皚科技，实控人变为赖郁尘。与此同时，公司新进入了大宗商品贸易业务。一方面，公司加大钢管业务的剥离力度，钢管产量及销量均大幅减少；处置新能源业务，严控经营风险。另一方面，经审慎评估，结合国内外各类大宗商品的供需格局和政策

导向,公司作出战略调整,新增煤炭、天然橡胶、化工品等大宗商品贸易业务。

- 2021年,厚能科技向济高控股转让5%股权之后,济高控股成为公司第一大股东。业务方面,钢管业务和新能源业务已完全剥离,在准确把握大宗商品市场发展行情及价格走势下,公司新增了油品、矿产品两大业务板块,至此公司的主营业务仅剩大宗商品贸易。此外,公司拟收购帕金戈项目进入金矿开采业务,2022年6月28日,收购议案已通过,项目将尽快落地。
- 2022年,9月2日公司发布公告表示,公司或其子公司拟出资500万澳元认购催腾矿业定向增发股票,认购后占催腾矿业总股本12.42%。催腾矿业持有位于非洲莫桑比克北部德尔加杜角省的安夸贝石墨矿(Ancuabe Project)、巴拉马北石墨矿(The Balama North Project)和巴拉马南石墨矿(The Balama South Project)。

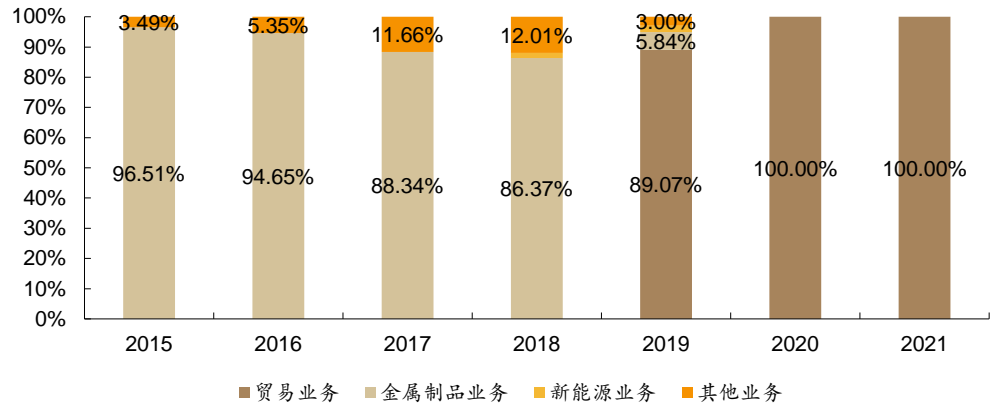
图2: 玉龙股份业务历程图

	主营业务变化				
		金属加工	新能源业务	大宗商品贸易	金矿业务
1999年	● 公司成立;原名江苏玉龙钢管有限公司				
2007年	● 变更为股份有限公司;并更名为江苏玉龙钢管股份有限公司				
2011年	● 沪市主板上市;时为家族企业,唐志毅持股36.13%,唐永清、唐维君、唐柯君均持股18.07%,股票简称“玉龙股份”	✓			
2016年	● 知合科技受让公司16.91%股权,且唐永清、唐柯君委托给其表决权,公司实控人变为知合科技实控人王文学				
2017年	● 知合科技通过协议转让和要约收购方式增持公司股份49.9%,注销163.9万股限制性股票后,知合科技持股达50%				
2018年	● 公司收购天津玉汉尧33.34%股权,并获得其66.67%表决权	✓	✓		
2019年	● 向朗森公司转让天津玉汉尧33.34%的股权;知合科技向厚能科技转让26%股权,公司控股股东变更为厚能科技,赖郁尘成为公司新的实际控制人	✓	✓	✓	
2020年	● 公司更名为山东玉龙黄金股份有限公司;知合科技向济高控股转让24%股权,济高控股成为第二大股东				
2021年	● 厚能科技将5%股权协议转让给济高控股,转让后济高控股持有公司股权29%,成为上市公司的第一大股东。公司控股股东变更为济高控股,济南高新技术产业开发区管理委员会成为公司新的实际控制人			✓	
2022年	● 去年10月,玉龙股份全资子公司玉润黄金拟以现金方式收购天业黄金全资子公司CQT持有的NQM Gold 2 Pty Ltd 100%股权,以取得标的公司持有的帕金戈金矿100%控制权,交易对价为9.03亿元人民币。今年6月,该议案获董事会通过,我们预计项目将尽快落地。				✓
	● 9月2日公司发布公告表示,公司或其子公司拟出资500万澳元认购催腾矿业定向增发股票,认购后约占催腾矿业总股本12.42%				✓

资料来源:公司公告,公司官网,德邦研究所

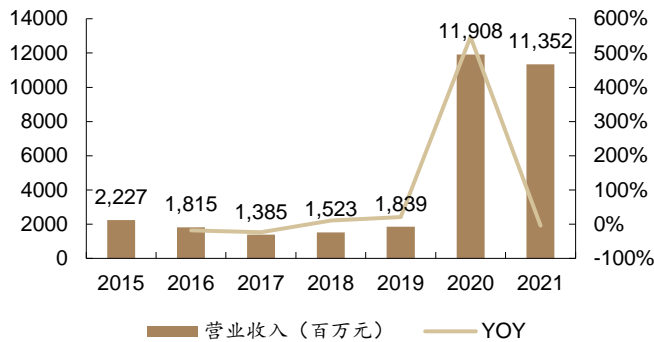
业务结构图来看,2020-2021年,在济高控股加入后,公司的业务完全变为大宗商品贸易,贸易业务已覆盖煤炭、橡胶、化工品、农产品、油品、矿产品等大宗商品类别,钢管、新能源正极材料业务已完全剥离。

图3: 业务变更后,贸易业务成为公司唯一主业



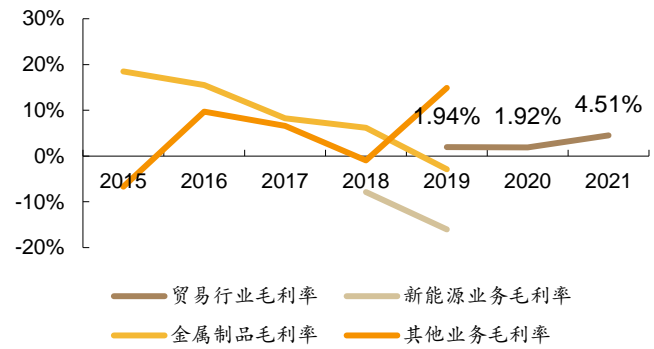
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 2021 年公司营收 113.5 亿元



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 2021 年公司贸易行业毛利率大幅提高



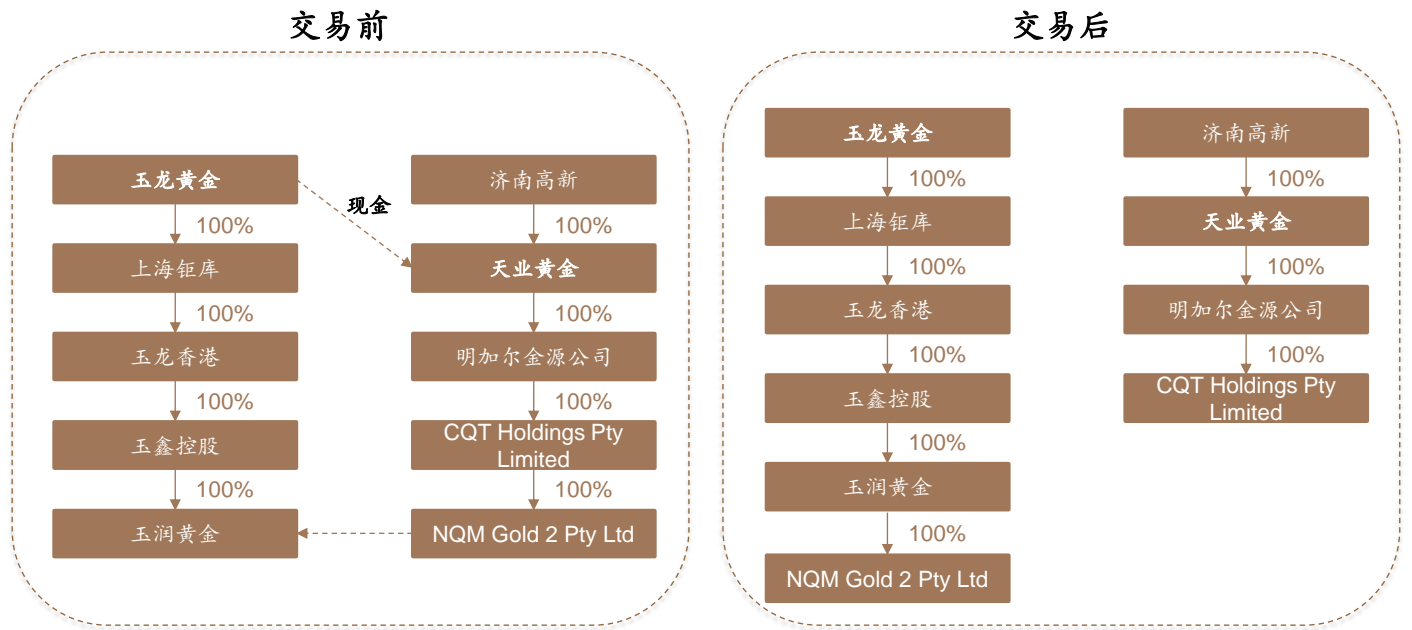
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

2. 依托集团资源，进军金矿开采

2.1. 收购帕金戈项目

公司拟获取帕金戈项目 100% 控制权。2016 年 9 月 7 日，济南高新通过全资子公司明加尔金源收购了 Conquest Mining Limited 持有的 CQT 公司 100% 股权、CQT Gold Australia Pty Ltd 100% 股权以及编号为 EPM15597 的勘探矿权。NQM 公司曾持有位于昆士兰州境内的帕金戈、双山和维拉利三处矿场，主要进行黄金开采活动。截至 2022 年 6 月，维拉利矿场由于开采进度原因处于停产维护状态，双山矿场已对外出售，仅有帕金戈矿场处于开采状态。2021 年 10 月，玉龙矿业全资子公司玉润黄金拟以现金方式收购天业黄金全资子公司 CQT 持有的 NQM Gold 2 Pty Ltd 100% 股权，以取得帕金戈金矿 100% 控制权，交易的对价为 9.03 亿元人民币。

图 6: 收购帕金戈矿前后股权结构图



资料来源：济南高新公司公告，德邦研究所

2.2. 帕金戈金矿概况

帕金戈金矿项目距离昆士兰州查特斯堡南部 50 公里处，距离汤斯维尔镇西南部 134 公里。项目于 1983 年开始进行黄金开采活动，一直延续至今。

根据 SRK Consulting Pty Ltd 编制的独立技术报告以及金建工编制的采选方案，以 2021 年 3 月 31 日为基准日，NQM 公司所属的帕金戈金矿，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。合计黄金资源量 1604 千金盎司，折 49.89 吨。

图 7：帕金戈项目图



资料来源：明加尔金源官网，德邦研究所

表 1: 截至 2021 年 3 月 31 日, 帕金戈金矿矿体资源

矿体	探明的资源量			控制的资源量			推断的资源量		
	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz
近地表合计	8	3	1	175	4	23	471	3.1	48
深部矿体合计	227	8.3	61	2,026	7.1	463	4,068	6.3	817
高品位零星矿体	218	17.8	125	102	14.1	46	47	13.6	20
合计	453	12.8	187	2303	7.2	532	4586	6.1	885

资料来源: 济南高新公司公告, 德邦研究所

根据企业历史金矿生产量统计、矿山实际产能, 及《采选方案设计》对未来生产年份金矿石生产量的排产计划, 预测金矿石生产量为 60 万吨/年。该数值基于帕金戈金矿资源状态、企业实际生产情况制定。原矿石主要来源于帕金戈矿区, 企业将原矿石加工为金精矿, 销售给当地铸币厂 Perth Mint。根据排产计划, 年采选能力最高为 60 万吨原矿/年, 到 2030 年共处理矿石量约 552.86 万吨, 平均品位 5.5 克/吨, 金金属量 97.16 万盎司, 按照选矿回收率 93.5% 计算, 最终共生产可销售金金属量约 90.5 万盎司, 对应 28.14 吨。

表 2: 帕金戈金矿年预测产销量

年份	地采矿石 (万吨)	地采平均品位 (g/t)	入选矿石量 (万吨)	入选平均品位 (g/t)	选矿回收率 (%)	年产金 (盎司)	年产金 (吨)
2021H2	36.35	3.30	36.35	3.30	93.50%	36058	1.12
2022	60.00	5.10	60.00	5.10	93.80%	92282	2.87
2023	60.00	5.60	60.00	5.60	93.80%	101329	3.15
2024	60.00	5.95	60.00	5.95	93.80%	107662	3.35
2025	60.00	5.98	60.00	5.98	93.80%	108205	3.37
2026	60.00	5.99	60.00	5.99	93.80%	108386	3.37
2027	60.00	5.83	60.00	5.83	93.80%	105491	3.28
2028	60.00	5.24	60.00	5.24	93.80%	94815	2.95
2029	56.68	5.22	56.68	5.22	93.80%	89230	2.78
2030	39.83	5.10	39.83	5.10	93.80%	61259	1.91

资料来源: 济南高新公司公告, 德邦研究所

2.3. 帕金戈项目盈利分析

黄金价格方面, 帕金戈产金销售给 Perth Mint, 从珀斯铸币厂发布的金价来看澳元和美元黄金价格波动趋势基本一致。使用彭博终端预测金价, 将国际金价换算成以澳元计价后, 价格如下。从彭博预测金价来看, 未来价格会略微下降, 但是仍然在高位保持。

表 3: 2021 年 6 月 30 日为基准日的彭博预测金价 (澳元/盎司)

年份	2021 年 7-12 月	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及之后
彭博预测金价	2450	2320	2230	2160	2160

资料来源: 济南高新公司公告, 德邦研究所

注: 美元兑澳元汇率取基准日汇率 1.3312

生产成本方面, 虽然帕金戈是生产矿山, 但是由于区域内矿体较多, 预测期排产的矿体大多尚未开始建设, 因此评估主要参照《采选方案》预测的单位生产成本。对于折旧、摊销等成本费用, 参照 NQM 公司原有及新增的固定资产、无形资产投资规模、折旧及摊销政策确定该等成本费用的预测水平。由于 2021 年下半年开始产销平衡, 预测不再考虑矿石结转情况。生产成本主要由井工采矿成本、选矿成本、现场管理费用、运输和精炼费用、折旧摊销费用几个部分构成。

表 4: 帕金戈金矿生产成本 (万澳元)

年份	采矿生产成本	选矿成本	现场管理费用	运输和精炼费用	折旧摊销	合计
2021H2	3,440.00	1,075.38	401.36	15.81	698.22	5,630.77
2022	6,540.00	1,840.42	1,107.50	34.14	4,626.88	14,148.94
2023	6,540.00	1,840.60	1,107.50	37.49	5,022.61	14,548.21
2024	6,540.00	1,840.47	1,107.50	39.83	6,091.00	15,618.81
2025	6,540.00	1,840.87	1,107.50	40.04	5,608.17	15,136.58
2026	6,540.00	1,840.96	1,107.50	40.10	5,962.41	15,490.98
2027	6,540.00	1,840.93	1,107.50	39.03	6,285.48	15,812.94
2028	6,540.00	1,840.84	1,107.50	35.08	6,351.92	15,875.35
2029	6,178.37	1,783.81	1,107.50	33.02	6,756.49	15,859.18
2030	4,341.44	1,496.17	1,107.50	22.67	5,937.18	12,904.95

资料来源: 济南高新公司公告, 德邦研究所

结合开采量和金价预测以及生产成本的估计, 帕金戈金矿 2022 年-2027 年毛利率稳定在 30% 以上, 2028 年及之后毛利率随入选矿石品味的下降而降低。

表 5: 帕金戈项目预计毛利率维持 30% 左右

年份	营业收入 (万澳元)	营业成本 (万澳元)	毛利 (万澳元)	毛利率
2019	13,081.22	9,898.69	3,182.53	24.33%
2020	14,097.09	8,109.62	5,987.47	42.47%
2021H1	5,601.76	3,469.37	2,132.39	38.07%
2021H2	8,834.12	5,630.77	3,203.35	36.26%
2022	21,409.35	14,148.94	7,260.41	33.91%
2023	22,596.34	14,548.21	8,048.13	35.62%
2024	23,254.98	15,618.81	7,636.17	32.84%
2025	23,372.23	15,136.58	8,235.65	35.24%
2026	23,411.32	15,490.98	7,920.34	33.83%
2027	22,785.97	15,812.94	6,973.03	30.60%
2028	20,480.02	15,875.35	4,604.67	22.48%
2029	19,273.73	15,859.18	3,414.55	17.72%
2030	13,231.98	12,904.95	327.03	2.47%

资料来源: 济南高新公司公告, 德邦研究所

此外:

权益金: 向政府和交易方分别缴纳权益金, 均包括在未来营业税金及附加中。1) 政府方面: 根据昆士兰政府规定, 金矿开采销售后, 需要按照收入的 5.05% 收取权益金。2) 交易方方面: 2016 年 8 月, 明加尔金源公司与 Conquest Mining Pty Limited 签署的资产购买协议中约定部分交易对价在矿山生产后, 将以权益金形式继续支付, 支付总和不超过 1000 万澳元, 扣除已支付的 302.98 万澳元权益金, 未来按照销售收入的 0.93% 额外支付第三方权益金, 支付合计为 697.02 万澳元。

财务费用: NQM 公司借款仅有一笔, 为股东借款, 没有签署合同也不支付利息, 评估作为溢余处理, 仅考虑作为补齐现金流的新增借款, 贷款利率按照澳大利亚平均水平 6%。

资本性支出: 主要为矿山开发资本费用、选矿, 采矿及基础设施相关的可持续性资本支出、后续资源升级及勘探投资, 新增闭坑费用投资。

根据前述各项数据, 帕金戈项目未来的净现金流量结果如下:

表 6: 帕金戈金矿净利润及净现金流量预测 (万澳元)

项目/年度	2021H2	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
营业收入	8,834.12	21,409.35	22,596.34	23,254.98	23,372.23	23,411.32	22,785.97	20,480.02	19,273.73	13,231.98
营业成本	5,630.77	14,148.94	14,548.21	15,618.81	15,136.58	15,490.98	15,812.94	15,875.35	15,859.18	12,904.95
营业税金及附加	528.28	1,280.28	1,351.26	1,379.99	1,180.30	1,182.27	1,150.69	1,034.24	973.32	668.22
管理费用	249.21	416.48	416.48	416.48	416.48	416.48	416.48	416.48	416.48	416.48
财务费用	99.21	267.19	335.97	34.29	-	-	-	-	-	-
营业利润	2,326.65	5,296.46	5,944.42	5,805.41	6,638.87	6,321.59	5,405.86	3,153.95	2,024.75	-757.67
利润总额	2,326.65	5,296.46	5,944.42	5,805.41	6,638.87	6,321.59	5,405.86	3,153.95	2,024.75	-757.67
减: 所得税	-	1,588.94	1,783.33	1,741.62	1,991.66	1,896.48	1,621.76	946.19	607.43	-
净利润	2,326.65	3,707.52	4,161.09	4,063.79	4,647.21	4,425.11	3,784.10	2,207.76	1,417.32	-757.67
折旧摊销等	698.23	4,626.88	5,022.61	6,091.01	5,608.17	5,962.41	6,285.48	6,351.92	6,756.49	5,937.18
扣税后利息	99.21	187.03	235.18	24.00	-	-	-	-	-	-
资本性支出	3,811.37	10,053.04	4,234.26	4,713.95	3,824.70	4,320.82	3,581.29	3,756.17	2,976.17	2,165.91
营运资本增加额	2,520.40	493.83	156.68	86.94	15.48	5.16	-82.55	-304.39	-159.23	-2,544.15
净现金流量	-3,207.68	-2,025.44	5,027.94	5,377.91	6,415.20	6,061.54	6,570.84	5,107.90	5,356.87	9,502.36

资料来源: 济南高新公司公告, 德邦研究所

3. 集团坐拥黄金、石墨矿资源, 赋能玉龙黄金

3.1. 巴拓金矿项目储备

巴拓实业成立于 2016 年 12 月 12 日, 主营业务为致力于开采和加工位于澳大利亚帕斯的金矿项目, 2020 年 12 月更名为 Barto Industry Co. Pty Ltd.。山东天业房地产开发集团有限公司持有巴拓实业 100% 股权, 巴拓实控人为曾昭秦。

巴拓澳洲成立于 2011 年 12 月, 由中国罕王控股有限公司在澳大利亚成立, 注册名称为罕王澳大利亚有限公司。2017 年 2 月, 天业集团、巴拓实业与罕王控股及其他股东签署《股权出售协议》, 罕王控股将罕王澳大利亚 100% 股权转让给巴拓实业, 4 月完成交割, 公司名称变为天业南十字澳洲有限公司。2020 年 8 月又更名为巴拓澳大利亚有限公司。

巴拓黄金成立于 2012 年 12 月, 注册名称为罕王黄金矿业有限公司。2013 年 4 月, 罕王澳大利亚收购了圣芭芭拉公司位于南十字镇的黄金生产项目——南十字矿, 正式成为南十字矿项目 (SXO) 的矿业权持有人。2017 年 4 月, 公司名称变更为天业南十字黄金矿业有限公司, 2020 年 8 月又更名为巴拓黄金矿业有限公司。南十字金矿项目开采历史悠久, 运营可追溯至二十世纪九十年代, 2012 年进入停产维护状态, 2013 年被收购, 2015 年在对选厂经过针对性翻新后恢复运行。2017 年 4 月由巴拓实业接手后, 第一批金锭于 2017 年 4 月产出。

图 8: 截至 2021 年 4 月, 巴拓项目股权结构图



资料来源：公司公告，德邦研究所
注：**为主要实体矿业公司

目前，巴拓实业 100% 股权、巴拓黄金矿业有限公司 100% 股权和巴拓黄金拥有的 125 个采矿权目前处于质押状态，债权人为济南高新控股集团有限公司。

巴拓黄金的主要业务为金等贵金属的勘探、开采和加工。主要持有南十字金矿项目，为巴拓实业的主要黄金资产。公司在生产出金锭后，委托当地铸币厂进行加工提纯，生产出高纯度的金锭，然后根据澳洲当地当日黄金价格出售给铸币厂。巴拓黄金 Marvel Loch 选厂采用通用的 CIP 碳浸工艺和重力流程进行矿石加工，破碎系统改造完成后，选厂处理能力为 210 万吨/年。

根据 CSA Global Pty Ltd 编制的《INDEPENDENT TECHNICAL REPORT MINERAL RESOURCES BARTO GOLD OPERATIONS, WESTERN AUSTRALIA》，巴拓实业下属的全资子公司巴拓黄金在澳洲西澳南十字矿区拥 Cornishman 等 19 个露天金矿体和 15 个地下金矿体。截至 2020H1，巴拓黄金保有 2835 千盎司金金属资源量，折 88.18 吨。

图 9：巴拓黄金在澳洲西澳南十字矿区



资料来源：明加尔金源官网，德邦研究所

表 7: 截至 2020 年 6 月 30 日, 巴拓金矿矿体资源

矿体	控制的资源量			推断的资源量		
	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz	矿石量 kt	金品位 g/t	金属量 koz
露天矿体	4881	2.9	456	4061.7	2.1	270
地下矿体	7928	4.5	1155	5826.5	5.1	954
合计	12809	3.9	1611	9888.2	3.9	1224

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

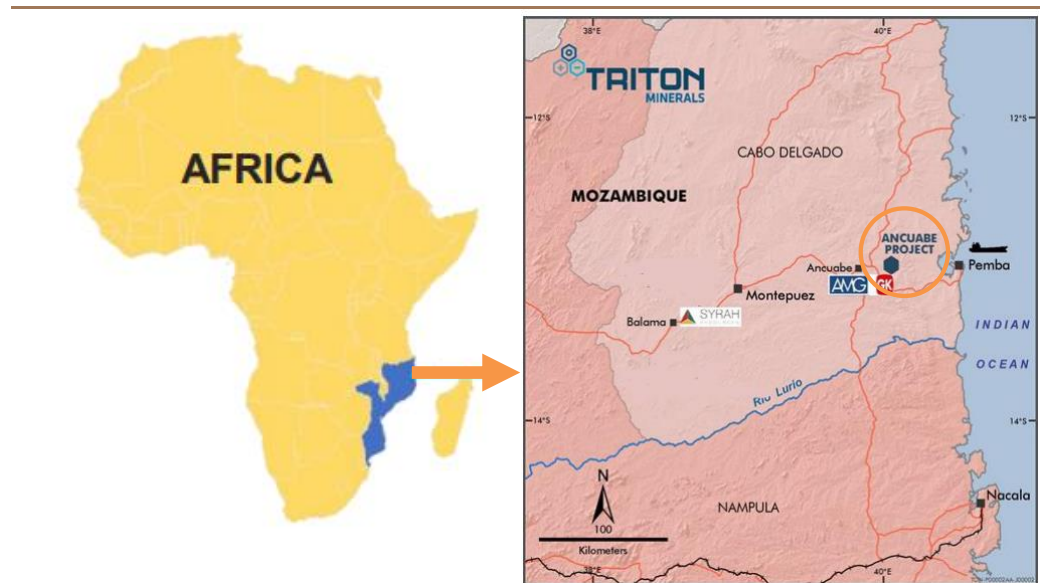
3.2. 安夸贝石墨矿储量 2490 万吨, 平均石墨碳品味为 6.2%

2019 年 6 月, 济高控股向催腾矿业 (Triton) 注资 1950 万澳元 (约合人民币 9338.55 万元), 获得其 34.01% 股权, 以共同推动催腾旗下安夸贝石墨矿的开发, 安夸贝项目位于莫桑比克北部, 预计年产 6 万吨高纯石墨, 开采寿命为 27 年。

2022 年 9 月, 公司与催腾矿业拟签署《配售投资意向表》, 公司 (或其子公司) 拟出资 500 万澳元认购催腾矿业定向增发股票, 认购价格取 0.029 澳元/股和签署《配售投资意向表》前 20 个交易日催腾矿业成交量加权均价中孰低, 完成认购后, 公司约占催腾矿业总股本 12.42%。

催腾矿业致力于从事石墨矿项目的勘探、开采, 持有位于非洲莫桑比克北部德尔加杜角省的安夸贝 (Ancuabe Project)、巴拉马北 (The Balama North Project) 和巴拉马南 (The Balama South Project) 等石墨矿权。

图 10: 催腾旗下安夸贝石墨矿



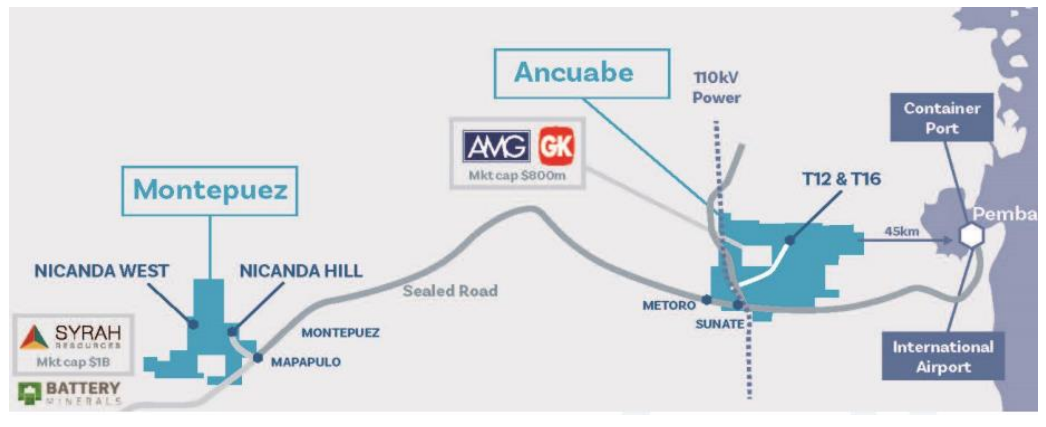
资料来源: 催腾矿业官网, 德邦研究所

安夸贝石墨项目在 2017 年完成了最终可行性研究, 确认该项目有极高的矿化品位、长服务年限和高附加值产品。初始 JORC 资源量评估中, 矿石储量 2490 万吨, 平均总石墨碳品味为 6.2%。

2022 年 9 月, 在公司认购催腾矿业定向增发股票公告中表示, 安夸贝石墨矿项目 (Ancuabe Project) 为大型及超大型鳞片状石墨矿藏, 包括 T12 及 T16 两处资源, 根据 Lycopodium Minerals Pty Limited、CSA Global Pty Limited 等机构出具的安夸贝石墨相关研究报告, 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: T16 矿区可采储量 1117.00 万吨, 平均

固定碳品位 7.28%；T12 矿区可采储量 1372.50 万吨，平均固定碳品位 5.32%。安夸贝石墨项目环境许可证已经通过政府部门批准，2017 年 12 月完成项目可行性研究 (DFS)，2019 年 6 月取得采矿许可证，期限 25 年。巴拉马北、巴拉马南石墨矿项目尚处于资源勘探阶段。目前，上述石墨矿项目均尚未投产。

图 11：安夸贝石墨项目分布和附近基础设施



资料来源：催腾矿业官网，德邦研究所

3.3. 集团石墨产业稳步推进

2019 年 3 月，Triton 宣称其与中国青岛金汇石墨有限公司签署框架协议 (MOU)，内容包括项目投资、石墨承购以及技术合作等，青岛金汇将以直接投资人的身份完成安夸贝项目高达 10% 的注资，承购该项目 15000 吨/年的石墨精矿，面向中国阻燃、耐火和锂电市场的石墨深加工技术合作等。济南高新还将为该矿场的 EPC 项目提供融资支持。

2019 年 6 月，济高控股计划在山东高新东区 600 亩的商业用地上，打造中英石墨烯产业园。济高控股副总经理杨文明在 2019 济南高新东区发展高峰论坛上表示，通过对接英国曼彻斯特大学和剑桥大学，整合莫桑比克石墨烯矿资源，同时和中科院、山东大学、北京石墨烯研究院共同设立山东石墨烯研究院，把产业导入载体。未来三到五年，实现建设、产业导入、招商同步进行，在高新东区再打造一个千亿级的产业集群。

2019 年 7 月，济高控股借给催腾 200 万澳元；同年 11 月，济高控股再借给催腾 270 万澳元，合计 470 万澳元的资金可以保证催腾满足莫桑比克当地的采矿政策要求，以开始建设安夸贝石墨项目。Triton 方面与青岛海达、青岛天盛达、青岛晨阳、宜昌新成石墨公司接连签署承购协议。

2022 年 3 月，催腾更新了安夸贝石墨项目的战略以及小范围研究，重点是在短期内将项目投入生产。

4. 公司积极推动巴拓矿权内锂矿勘探，拟拓展新能源赛道

巴拓黄金由济南高新发展股份有限公司全资子公司 Minjar Gold Pty Ltd 受托经营管理。济南高新与公司系同一国家出资企业控制的两家上市公司。2022 年 5 月，玉龙股份全资子公司玉鑫控股与澳大利亚巴拓黄金签署《合作风险勘查框架

协议》，对巴拓黄金采矿权标的区域的潜在锂矿资源联合进行风险勘查，联合探矿期不超过 4 年，勘查投资总预算不超过 1300 万元人民币。

结合 Mt Holland 项目情况，我们对巴拓勘探锂矿项目持乐观态度：

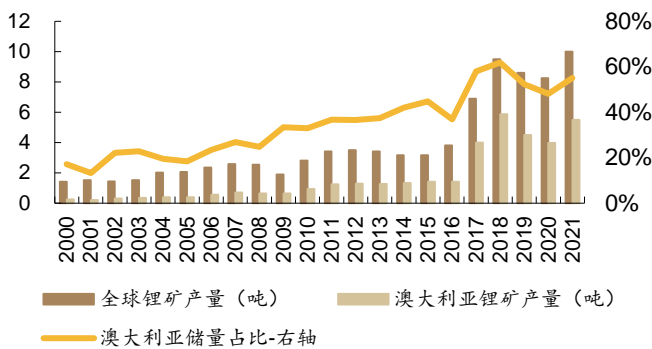
1) 巴拓金矿矿权和 Mt Holland 锂矿同处于西澳 Southern Cross 绿岩带成矿带，项目相隔约 72 公里。

2) Mt Holland 项目初期开采金矿，后期发现含锂地层相邻含金地层，后转而开发锂矿，且锂矿资源禀赋优异（资源量 1.89 亿吨，平均品位 1.5%），对集团锂矿资源的开发具有借鉴意义。

4.1. 巴拓金矿矿权和 Mt Holland 锂矿同处于西澳 Southern Cross 绿岩带成矿带

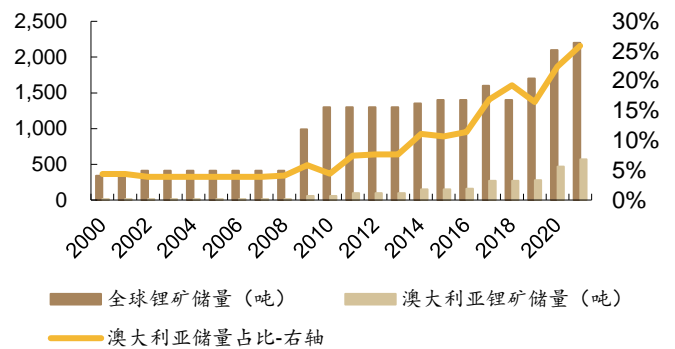
根据美国地质调查局 (USGS) 2021 年年度总产量，2021 年全球锂矿产量为 10 万吨，比 2020 年的 8.25 万吨增长 21.2%。2021 年，澳大利亚的矿山产量为 5.5 万吨，占全球矿业产量的 55%，自 2013 年以来一直保持着世界第一的矿山产量。2021 年澳大利亚锂资源矿石储量估计为 570 万吨，相当于全球矿石储量的 25.9%。

图 12：2021 年澳大利亚锂矿产量为 5.5 万吨，占全球比 55%



资料来源：USGS，德邦研究所

图 13：2021 年澳大利亚锂矿储量占比 25.9%



资料来源：USGS，德邦研究所

巴拓矿区位于澳洲珀斯以东，卡尔古利以西，持有的该矿区矿权共有 224 个，总面积约 599.7 平方千米，截止目前，巴拓已在杰克莱特、马沃洛克矿段发现含锂辉石伟晶岩和锂辉石。经取样化验，马沃洛克南部矿床附近发现锂辉石、锂云母和锂长石等含锂矿产。

图 14：巴拓黄金和 Mt Holland 同属绿岩带成矿带



资料来源：Kidman Resources，德邦研究所

作为全球矿产富地，澳大利亚锂矿资源丰富。天齐锂业参股 23.02%的 SQM（智利化工矿业公司），于 2017 年与其子公司 SQM Australia Pty 收购位于西澳大利亚州的 Mt Holland 锂矿项目 50% 的资产。Mt Holland 持有的 Earl Grey 锂矿位于巴拓矿区以南约 80 公里处，资源量 1.89 亿吨，平均品位 1.5%，是西澳大利亚规模最大的锂矿之一。

巴拓金矿矿权和 Mt Holland 锂矿同处于西澳 Southern Cross 绿岩带成矿带，相距只有 72km，勘探出锂矿的概率较大。

图 15：巴拓金矿矿权范围与 Mt Holland 相距仅为 72km



资料来源：Kidman Resources，德邦研究所

4.2. Mt Holland 项目由金矿转而开发锂矿

Mt Holland 项目之前开采金矿，后发现含锂地层相邻含金地层，后转而开发锂矿。Mt Holland 项目最初对黄金进行了勘探和开采，从历史上看，自 20 世纪 60 年代以来，该项目一直在项目区域间歇性地进行黄金勘探，从 1988 年到 2002 年，约开采了超过 43 吨的黄金。2016 年 6 月，Kidman Resources 根据对岩芯的分析，宣布了 Mt Holland 项目的锂矿化。此后，矿区所有者（当时为 Kidman Resources）一直专注于该项目的锂矿勘探。

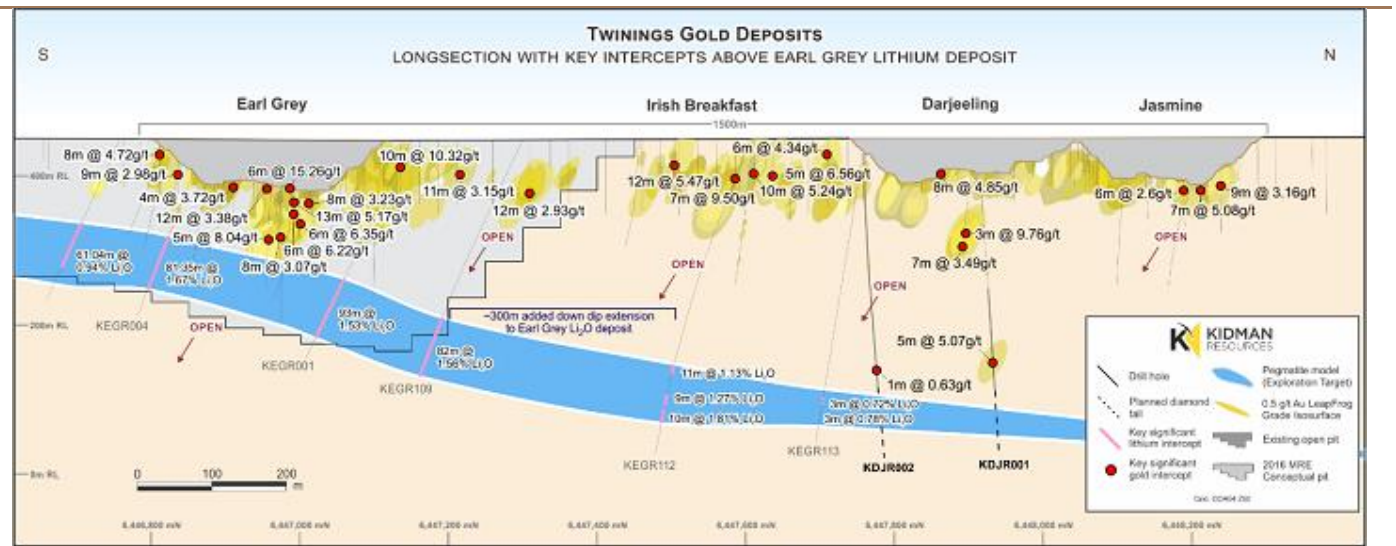
图 16: Mt Holland 项目锂辉石岩芯



资料来源：Kidman Resources，德邦研究所

之后，Kidman Resources 继续进行锂矿勘探，同时收购周边矿区和合资公司。根据 2017 年 10 月的概略研究结果，按年产 28.8 万吨锂辉石精矿计算，CAPEX 估计为 1.11 亿美元，税前净现值为 8.61 亿美元，IRR 为 57%。

图 17: Mt Holland 项目的剖面视图



资料来源：Kidman Resources，德邦研究所

注：由剖面图可见，金矿化分布于浅部（黄色部分），可见含锂的佩格马石矿化分布于其深部（浅蓝色）状态。

2017 年 7 月，Kidman Resources 宣布与智利锂生产商 SQM 达成 50: 50 的合资协议，并于同年 9 月 12 日正式签署合资协议。截至 2018 年 12 月，Mt Holland 项目共计 9420 万吨锂辉石储量，Li₂O 平均品位 1.5%。

4.3. Mt Holland 项目快速推进

2019年9月, Wesfarmers (西农集团) 宣布以 7.76 亿美元完成了对 Kidman Resources 的收购, 此次收购使 Wesfarmers 获得了 Kidman Resources 旗下位于西澳大利亚 Mt Holland 锂合资项目 50% 的权益, 剩余股份由 SQM 持有。Wesfarmers 承诺提供 Mt Holland 锂矿项目的初始资金。

根据已完成的项目最新可行性研究(UDFS), Mt Holland 项目采用露天开采, 产品为锂精矿, 产量满足 5 万吨/年的电池级氢氧化锂生产, 锂盐生产由西澳大利亚 Kwinana 工业区的加工厂完成。Mt Holland 氢氧化锂的首次生产预计将在 2024 年下半年进行。项目已和 LG 化学、特斯拉、三井公司签订包销协议。

5. 大宗商品贸易业务稳步发展

5.1. 中国在全球贸易复苏中扮演举足轻重的角色

美国经济分析局数据显示, 2021 年全年进口总额为 3.40 万亿美元, 同比上升 20.9%; 出口总额为 2.56 万亿美元, 同比上升 18.4%, 均创历史新高。其中, 美国对华商品出口额同比增长 21.2%, 达到 1511 亿美元, 为历史最高水平。由于经济持续复苏以及深入扩大开放, 中国市场需求大增, 我国大量进口成为全球贸易增长的重要引擎。自疫情爆发以来, 诸多因素推动国内外大宗商品价格快速上涨。随着各国疫情防控常态化, 未来将进入供需再平衡阶段, 国际大宗商品价格全面持续上涨动能有限。

2021 年, 为降低大宗商品价格攀升带来的不利影响, 国家先后出台《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》、《“十四五”对外贸易高质量发展规划》, 稳定大宗商品价格的政策接连发布, 对于中国外贸发展主要目标, 提出了优化货物贸易结构、创新发展服务贸易、加快发展贸易新业态、提升贸易数字化水平、推进内外贸一体化等十项重点任务。“十四五”时期, 中国明确将以深化供给侧结构性改革为主线, 以推进贸易高质量发展为主题, 以贸易创新发展为动力, 统筹贸易发展和安全, 推动高水平对外开放, 加快培育参与国际经济合作和竞争新优势, 开创共享共赢的国际贸易新局面。

表 8: 2021 年对外贸易相关政策

文件	要点
《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	《意见》着眼全局, 聚焦行业痛点和难点, 围绕跨境电商、市场采购、外贸综合服务企业、保税维修、离岸贸易、海外仓等 6 种新业态新模式, 区分共性与个性, 分类制定切实管用、积极有效的政策措施。
《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	把对外贸易高质量发展作为推动当地经济高质量发展的重要抓手, 因地制宜细化工作方案。

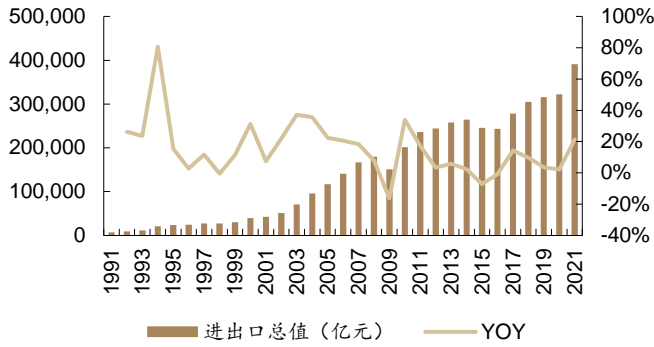
资料来源: 国务院, 德邦研究所

综合分析来看, 在相关政策支持下, 国内贸易将继续保持平稳发展势头, 引领内贸创新发展, 引导生产、促进消费、扩大就业, 由此产生的技术变革和产业升级, 将为国内贸易发展迎来新机遇。

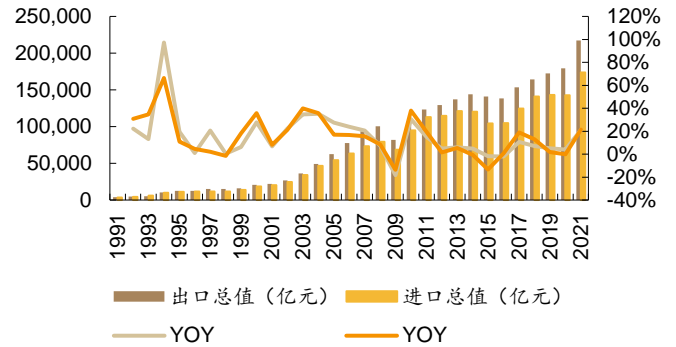
根据国家统计局数据, 2021 年我国进出口贸易总值为 39.10 万亿元, 比去年同期增长 21.35%。其中, 出口总值为 21.73 万亿元, 比去年同期增长 21.19%; 进口总值为 17.37 万亿元, 比去年同期增长 21.55%。我国是全球最大的制造业国家, 拥有完备的工业体系, 拥有 220 多种工业品, 产量位居世界首位, 完善的工业门类和制造业基础为贸易发展提供了强有力支撑。

图 18: 2021 年我国进出口贸易总值为 39.10 万亿元, 增长 21.35%

图 19: 2021 年我国出口总值增长 21.19%; 进口增长 21.55%



资料来源：海关总署，德邦研究所



资料来源：海关总署，德邦研究所

5.2. 公司贸易业务持续优化

公司从事的大宗商品贸易业务产品种类覆盖矿产品、有色及贵金属、农林产品、化工品、煤炭、油品等大宗商品类别，随着公司战略布局升级，相关业务模式将持续优化。公司未来将集中资源扩展盈利能力更强、业务稳定性更好且与矿产主业协同度更高的产品，积极开拓新的业务板块，丰富产业体系，进一步提升公司的盈利能力和核心竞争力。

此外，公司的大宗商品贸易围绕产业客户整合资源，通过对渠道的自主控制，实现产业链上下游产品的流通。公司目前已经建立了稳定的供应渠道和销售渠道，积累了丰富的优质客户和供应商资源，经验丰富且专业过硬的人才团队，具备物流、商流、信息流和资金流的强大整合能力以满足围绕产业链进行市场多元化、产品多元化拓展的需求。

表 9：公司贸易结构

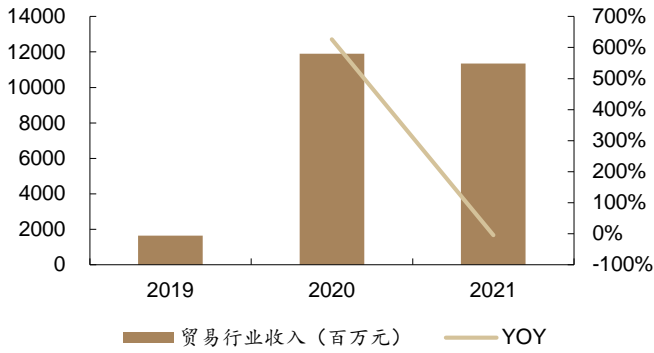
	2019	2020	2021
贸易量-购买 (万吨)			
煤炭	167.68	2012.68	835.17
农产品	2.14	2.49	20.34
化工品	6.85	56.28	32.00
原油		25.63	5.42
金属矿产品		15.06	2.60
天然橡胶	4.21	9.72	
贸易量-销售 (万吨)			
煤炭	158.40	1964.82	892.31
农产品	2.14	2.49	20.34
化工品	6.85	56.28	32.00
原油		7.75	23.29
金属矿产品		15.05	2.43
天然橡胶	4.21	9.72	

资料来源：公司公告，德邦研究所

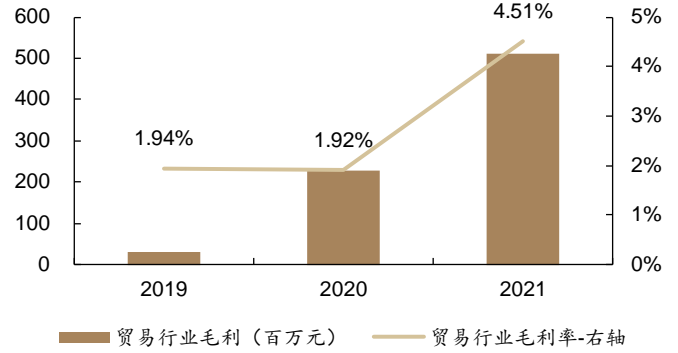
在采购及销售大宗商品时，公司管理团队抓住了大宗商品价格持续上涨的机遇，2020 年公司在原油价格低位采购的原油为公司带来显著高于整体的毛利率。公司瞄准原油、矿产品等盈利能力更高的贸易品类，优化产品结构，提高盈利能力，助力公司高质量可持续发展。

图 20：贸易业务营收稳步增长

图 21：因结构调整，2021 年贸易收入毛利率上升 2.59 个百分点



资料来源：公司公告，德邦研究所



资料来源：公司公告，德邦研究所

6. 盈利预测与估值分析

- 金矿业务方面，我们参考 SRK Consulting (Australasia) Pty Ltd 编制的《Independent Technical Review for the Pajingo Gold Project》，金建工程设计有限公司编制的《澳大利亚帕金戈金矿工程项目采选方案设计》估计 2022-2025 年的产能、产量、价格和毛利。2022 年 6 月 28 日，收购议案已通过，我们预计帕金戈项目将尽快落地。
- 贸易业务稳步发展，结构持续优化。

根据评估结果，我们预计 2022-2024 年公司金矿业务收入分别为 10.2、10.7、11.1 亿元，总营收分别为 90、100、112 亿元；预计 2022-2024 年归母净利分别为 4.17、4.77、4.80 亿元，2022 年 9 月 2 日收盘价对应 PE 分别为 46.1x/40.3x/40.1x。

表 10：玉龙股份分板块盈利预测 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
金矿板块	收入		1017	1073	1105	1110	
	YOY			6%	3%	1%	
	成本		672	691	742	719	
	YOY			3%	7%	-3%	
	毛利		345	382	363	391	
	YOY			11%	-5%	8%	
	毛利率			33.91%	35.62%	32.84%	35.24%
贸易板块	收入	11908	11352	8000	8960	10125	11542
	YOY	627%	-5%	-30%	12%	13%	14%
	成本	11680	10840	7650	8568	9682	11037
	YOY	627%	-7%	-29%	12%	13%	14%
	毛利	229	512	350	392	443	505
	YOY	618%	124%	-32%	12%	13%	14%
	毛利率	1.92%	4.51%	4.38%	4.38%	4.38%	4.38%
合计	收入	11908	11352	9017	10033	11229	12652
	YOY		-5%	-21%	11%	12%	13%
	成本	11680	10840	8322	9259	10424	11756
	YOY		-7%	-23%	11%	13%	13%
	毛利	229	512	695	774	806	896
	YOY		124%	36%	11%	4%	11%
	毛利率	1.92%	4.51%	7.71%	7.72%	7.17%	7.08%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

截至目前，金矿项目进度最新消息为 2022 年 6 月 28 日，出席会议的股东或股东代表全票通过了关于全资子公司收购 NQM Gold 2 Pty Ltd 的 100% 股权并签署股权转让相关协议的议案。由于金矿项目仍未收购完成，金矿板块收入预测仅参考独立技术报告以及采选方案设计，具体实践产能有待验证，我们暂时给出“中性”评级。

7. 风险提示

1) 黄金价格大幅下跌；2) 金矿项目落地时间不及预期；3) 矿山产能产量不及预期。

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	0.53	0.61	0.61
每股净资产	3.25	3.50	3.77	3.95
每股经营现金流	0.06	1.64	0.17	0.50
每股股利	0.00	0.29	0.33	0.43
价值评估(倍)				
P/E	40.92	46.07	40.34	40.08
P/B	5.85	7.03	6.52	6.21
P/S	1.69	2.13	1.92	1.71
EV/EBITDA	35.61	32.65	28.76	28.49
股息率%	0.0%	1.2%	1.4%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	4.5%	7.7%	7.7%	7.2%
净利润率	3.2%	4.6%	4.8%	4.3%
净资产收益率	14.3%	15.3%	16.2%	15.5%
资产回报率	10.0%	10.9%	12.0%	11.5%
投资回报率	13.1%	13.8%	14.6%	14.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.7%	-20.6%	11.3%	11.9%
EBIT 增长率	233.7%	40.2%	13.0%	0.9%
净利润增长率	210.8%	14.6%	14.2%	0.7%
偿债能力指标				
资产负债率	27.0%	25.5%	23.0%	23.6%
流动比率	3.7	3.3	3.7	3.7
速动比率	2.2	2.4	2.5	2.5
现金比率	1.2	1.6	1.5	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.1	14.4	14.2	14.3
存货周转天数	0.7	0.7	0.7	0.7
总资产周转率	3.1	2.4	2.5	2.7
固定资产周转率	4,707.4	122.3	144.1	171.9

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	364	417	477	480
少数股东损益	-4	-3	-4	-3
非现金支出	6	8	17	16
非经营收益	20	6	3	3
营运资金变动	-337	856	-364	-101
经营活动现金流	50	1,286	130	394
资产	-2	-522	1	1
投资	-12	-10	-10	-10
其他	1	-62	-3	-4
投资活动现金流	-13	-594	-13	-13
债权募资	-20	-117	-10	-10
股权募资	0	0	0	0
其他	-18	-232	-262	-336
融资活动现金流	-37	-349	-272	-346
现金净流量	-1	343	-155	35

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 02 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	9,017	10,033	11,229
营业成本	10,840	8,322	9,259	10,424
毛利率%	4.5%	7.7%	7.7%	7.2%
营业税金及附加	8	51	57	63
营业税金率%	0.1%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	71	46	56	63
营业费用率%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
管理费用	55	55	55	65
管理费用率%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%
研发费用	0	7	3	4
研发费用率%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
EBIT	382	536	606	611
财务费用	7	-23	-28	-27
财务费用率%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	-6	-3	-4	-4
营业利润	369	556	629	634
营业外收支	2	1	1	1
利润总额	371	557	631	635
EBITDA	391	544	623	627
所得税	10	142	158	159
有效所得税率%	2.8%	25.5%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-4	-3	-4	-3
归属母公司所有者净利润	364	417	477	480

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,172	1,515	1,360	1,395
应收账款及应收票据	1,028	786	891	988
存货	21	16	18	20
其它流动资产	1,411	917	1,133	1,228
流动资产合计	3,632	3,234	3,402	3,631
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2	74	70	65
在建工程	0	86	78	70
无形资产	0	353	353	353
非流动资产合计	18	591	573	558
资产总计	3,649	3,824	3,975	4,188
短期借款	160	0	0	0
应付票据及应付账款	162	121	137	153
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	660	849	773	830
流动负债合计	982	971	910	983
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	974	914	987
实收资本	783	783	783	783
普通股股东权益	2,547	2,737	2,951	3,095
少数股东权益	116	114	110	106
负债和所有者权益合计	3,649	3,824	3,975	4,188

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

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

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。	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。
	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。