

恒邦股份 (002237)

证券研究报告

2020年10月23日

金价上涨叠加产量提升，Q3 季度扣非业绩大增

事项：公司发布 2020 年三季报，报告期内，公司实现营业收入 283.38 亿元，同增 37.40%，归母净利润 2.17 亿元，同减 14.39%，扣非归母净利润 4.19 亿元，同增 53.60%。其中，Q3 季度营收 118.92 亿元，同增 55.73%，环增 18.20%，归母净利润 0.83 亿元，同减 22.38%，环增 88.64%，扣非归母净利润 4.49 亿元，同增 169.21%，环增 73.36%。基本符合预期。

金价上涨叠加产量提升，推动 Q3 季度扣非业绩大增

Q3 季度，黄金均价 1908.56 美元/盎司，同增 29.62%，环增 11.54%；同时叠加公司开工率提升带来的产量增长。公司 Q3 季度实现毛利 7.92 亿元，同增 59.04%，环增 38.70%，毛利率 6.66%，为近 6 个季度以来新高。

定增完成，资产负债率降低，后续或将节约财务费用约 1 亿元

报告期内，公司取得定增募集款，归母净资产增加 57.52%。季度末现金及等价物净增加 20.22 亿元至 30.16 亿元，公司现金流紧张的局面得到大幅缓解，资产负债率降至 62.62%，相比 H1 大降 10pct。公司产品产能利用率不高主要系公司流动资金紧张，制约了公司的发展。公司定增 25+亿元，20 亿用于偿还有息借款，其余用于补充。流动资金紧张问题解决后，按照江铜“三年创新倍增”计划，做大营收的目标，公司产品开工率或将大幅提升，规模优势下，单位成本或将降低。此外，20 亿有息借款偿还后，或将降低财务费用约 1 亿元，资产负债率将由 2019 年末的 71.19%降至 55.74%。

辽上金矿启动建设，投产后自产金产量或将大增

报告期内公司上缴了辽上金矿采矿权出让收益金的首批款项。辽上金矿储量 75.53 吨，品位 3.71 克/吨，公司计划投资 12.32 亿元，建设年产 90 万吨/年矿石项目，按照品位估计，预估达产可年产黄金 3.34 吨。公司预测可新增营收 5.35 亿元，利润 2.38 亿元，利润率达 44.49%，达产后公司自产金较少问题将得到较大缓解，提升公司整体利润率。

江铜背书，打造黄金上市平台

2018 年底江铜集团制定《江铜集团“三年创新倍增”攻坚行动计划》，力争到 2021 年，实现销售收入翻番、保有资源储量翻番，收入跻身世界矿业前五，资产、利润、市值进入世界矿业前十的目标。江西铜业收购公司控制权时，承诺将以公司作为江铜黄金板块的发展平台，将江西铜业及其控股股东旗下优质的黄金资产注入上市公司，加快优质黄金矿产资源的收购，打造黄金上市平台。

盈利预测及评级：由于非经常性损益波动较大，调整 20-22 年归母净利润 3.50（前值为 4.05）、5.50 和 7.60 亿元，EPS 为 0.38、0.60 和 0.84 元/股，PE 为 38X、24X 和 18X。考虑后续辽上金矿投产以及外延并购，维持“买入”评级。

风险提示：辽上项目进展不及预期的风险，收购失败的风险；金价大幅波动的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,200.96	28,536.08	36,346.81	42,883.83	47,502.27
增长率(%)	8.59	34.60	27.37	17.99	10.77
EBITDA(百万元)	1,264.61	1,402.03	1,039.39	1,285.27	1,536.37
净利润(百万元)	405.77	305.54	350.00	550.29	760.35
增长率(%)	12.41	(24.70)	14.55	57.23	38.17
EPS(元/股)	0.45	0.34	0.38	0.60	0.84
市盈率(P/E)	33.12	43.98	38.39	24.42	17.67
市净率(P/B)	3.08	2.88	2.74	2.48	2.20
市销率(P/S)	0.63	0.47	0.37	0.31	0.28
EV/EBITDA	9.54	12.24	17.45	13.87	11.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/黄金
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.76 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	910.40
流通 A 股股本(百万股)	910.39
A 股总市值(百万元)	13,437.50
流通 A 股市值(百万元)	13,437.42
每股净资产(元)	8.06
资产负债率(%)	62.62
一年内最高/最低(元)	20.75/11.06

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《恒邦股份-半年报点评:启动辽上金矿建设，Q2 季度扣非净利润创新高》 2020-07-31
- 《恒邦股份-首次覆盖报告:拟争取收购大型金矿，A 股第四大黄金公司横空出世》 2020-07-13

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,169.71	1,716.14	2,180.81	2,573.03	2,850.14	营业收入	21,200.96	28,536.08	36,346.81	42,883.83	47,502.27
应收票据及应收账款	123.22	75.55	227.34	130.03	265.82	营业成本	19,712.98	26,960.03	34,422.83	40,581.32	44,938.76
预付账款	1,682.24	1,007.95	2,816.81	1,692.23	3,300.97	营业税金及附加	55.45	48.41	72.69	85.77	95.00
存货	5,328.05	7,418.00	8,837.22	10,326.18	10,894.90	营业费用	139.16	125.42	181.73	214.42	237.51
其他	350.66	624.44	327.67	761.82	427.24	管理费用	493.58	486.51	763.28	814.79	950.05
流动资产合计	9,653.90	10,842.09	14,389.84	15,483.29	17,739.07	研发费用	60.14	62.07	65.42	72.04	85.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	257.54	350.34	332.81	349.16	349.46
固定资产	4,328.60	4,519.38	4,392.71	4,255.81	4,099.77	资产减值损失	60.91	(47.48)	10.00	10.00	10.00
在建工程	325.42	176.21	141.72	133.03	109.82	公允价值变动收益	8.33	(146.92)	(56.09)	(89.27)	78.21
无形资产	391.04	359.66	326.19	292.72	259.24	投资净收益	49.52	46.47	10.00	10.00	10.00
其他	220.98	243.46	223.50	212.44	217.03	其他	(132.35)	260.12	92.17	158.54	(176.42)
非流动资产合计	5,266.03	5,298.71	5,084.12	4,894.00	4,685.87	营业利润	495.71	391.10	451.96	677.05	924.19
资产总计	14,919.93	16,140.79	19,473.95	20,377.29	22,424.94	营业外收入	0.78	4.76	2.50	2.50	2.50
短期借款	6,638.31	6,024.41	6,830.80	6,941.97	7,189.20	营业外支出	23.15	46.24	42.69	32.15	32.15
应付票据及应付账款	2,546.41	3,217.60	5,388.11	5,884.48	6,598.51	利润总额	473.35	349.62	411.77	647.40	894.54
其他	1,065.21	1,675.42	1,946.79	1,739.87	2,101.15	所得税	81.48	59.18	61.77	97.11	134.18
流动负债合计	10,249.93	10,917.42	14,165.69	14,566.32	15,888.86	净利润	391.87	290.44	350.00	550.29	760.35
长期借款	0.00	5.87	70.22	0.00	0.00	少数股东损益	(13.90)	(15.10)	0.00	0.00	0.00
应付债券	99.60	0.00	33.20	44.27	25.82	归属于母公司净利润	405.77	305.54	350.00	550.29	760.35
其他	207.34	567.52	314.14	363.00	414.89	每股收益(元)	0.45	0.34	0.38	0.60	0.84
非流动负债合计	306.94	573.39	417.56	407.27	440.71						
负债合计	10,556.88	11,490.82	14,583.26	14,973.59	16,329.57						
少数股东权益	6.42	(8.20)	(8.20)	(8.20)	(8.20)	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	910.40	910.40	910.40	910.40	910.40	成长能力					
资本公积	767.70	767.70	767.70	767.70	767.70	营业收入	8.59%	34.60%	27.37%	17.99%	10.77%
留存收益	3,372.81	3,678.35	3,988.49	4,501.50	5,193.17	营业利润	12.18%	-21.10%	15.56%	49.80%	36.50%
其他	(694.28)	(698.27)	(767.70)	(767.70)	(767.70)	归属于母公司净利润	12.41%	-24.70%	14.55%	57.23%	38.17%
股东权益合计	4,363.06	4,649.98	4,890.69	5,403.70	6,095.37	获利能力					
负债和股东权益总计	14,919.93	16,140.79	19,473.95	20,377.29	22,424.94	毛利率	7.02%	5.52%	5.29%	5.37%	5.40%
						净利率	1.91%	1.07%	0.96%	1.28%	1.60%
						ROE	9.31%	6.56%	7.14%	10.17%	12.46%
						ROIC	7.64%	7.01%	7.38%	9.09%	11.05%
						偿债能力					
						资产负债率	70.76%	71.19%	74.89%	73.48%	72.82%
						净负债率	106.59%	99.67%	100.88%	85.27%	75.41%
						流动比率	0.94	0.99	1.02	1.06	1.12
						速动比率	0.42	0.31	0.39	0.35	0.43
						营运能力					
						应收账款周转率	180.66	287.11	240.00	240.00	240.00
						存货周转率	4.17	4.48	4.47	4.48	4.48
						总资产周转率	1.52	1.84	2.04	2.15	2.22
						每股指标(元)					
						每股收益	0.45	0.34	0.38	0.60	0.84
						每股经营现金流	1.27	0.57	0.21	0.86	0.51
						每股净资产	4.79	5.12	5.38	5.94	6.70
						估值比率					
						市盈率	33.12	43.98	38.39	24.42	17.67
						市净率	3.08	2.88	2.74	2.48	2.20
						EV/EBITDA	9.54	12.24	17.45	13.87	11.59
						EV/EBIT	15.14	19.90	23.11	17.37	13.98

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	391.87	290.44	350.00	550.29	760.35
折旧摊销	517.16	543.81	254.62	259.06	262.72
财务费用	353.71	373.73	332.81	349.16	349.46
投资损失	(49.52)	(46.47)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	78.40	(394.38)	(677.13)	(276.65)	(972.03)
其它	(134.55)	(250.91)	(56.09)	(89.27)	78.21
经营活动现金流	1,157.06	516.22	194.21	782.60	468.71
资本支出	1,180.01	189.30	313.38	31.14	(1.89)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,047.98)	(808.16)	(364.68)	(101.13)	(37.69)
投资活动现金流	(867.97)	(618.86)	(51.30)	(69.99)	(39.57)
债权融资	6,820.34	6,350.76	7,114.60	7,180.67	7,446.78
股权融资	(408.85)	(354.33)	(402.24)	(349.16)	(349.46)
其他	(6,595.48)	(5,790.70)	(6,390.61)	(7,151.89)	(7,249.35)
筹资活动现金流	(183.99)	205.72	321.76	(320.38)	(152.04)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	105.10	103.09	464.67	392.22	277.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com