

强烈推荐-A (维持)

恒邦股份 002237.SZ

当前股价: 14.23 元

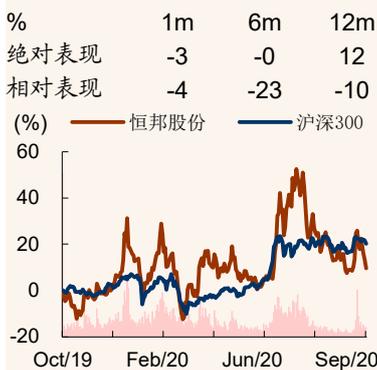
2020 年 10 月 25 日

受益金价上涨 扣非利润增 54%

基础数据

上证综指	3278
总股本(万股)	114801
已上市流通股(万股)	91039
总市值(亿元)	163
流通市值(亿元)	130
每股净资产(MRQ)	6.8
ROE(TTM)	3.7
资产负债率	62.6%
主要股东	江西铜业股份有限公司
主要股东持股比例	44.48%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《恒邦股份(002237)一存货跌价准备拖累 H1 盈利 辽上金矿启动扩建》2020-08-03
- 2、《恒邦股份(002237)一硫酸跌价和财务费用拖累业绩不及预期》2020-03-20
- 3、《恒邦股份(002237)一黄金冶炼巨头 沐国企改革春风》2019-06-21

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
 S1090517030002

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn
 S1090519040002

马晓晴

maxiaoqing@cmschina.com.cn
 S1090519010002

公布 2020 年三季度报, 前三季度营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别 283、2.2、4.2 亿元, 分别同比增 37%、降 14%、增 54%。

□ **套期保值亏损拖累盈利:** 前三季度营业收入和扣非归母净利润同比分别增 37%、54%, 主因主要产品销售量同比增加。前三季度金均价同比涨 27%。

前三季度非经常性损益-2 亿元, 其中套期保值业务-2.5 亿元。此外, 一季度资产减值 1.9 亿元, 主要是一季度计提的存货跌价准备, 去年同期 275 万元;

□ **辽上金矿扩建启动, 自产矿产量将大幅提升:** 总投资 12.3 亿元, 建设规模 90 万吨/年, 服务年限 20 年。公司测算项目建成达产后, 年新增利润 2.4 亿元, 约是 2019 年公司净利润的 78%。辽上采矿权范围内共保有地质资源储量 20,36 万吨, 金金属量 75.5 吨, 平均品位 3.71 克/吨。工业矿石量 17,40.5 万吨, 金金属量 69.9 吨, 平均品位 4.02 克/吨。辽上金矿年矿产金产量 3-4 吨左右, 达产后, 公司矿产金产量将从目前的 1.5-2 吨左右提升至 5 吨。

□ **江西铜业的加持是重要看点:** 去年 6 月江铜收购公司股权 29.99%, 成为第一大股东。江西铜业认购公司非公开发行 237,614,400 股, 股份提升至 44.48%。募集资金到位后, 公司负债率有望有效下降, 同时, 江铜全球性视野也将帮助拓宽公司黄金矿产资源收购的渠道。

根据江西铜业 2020 年半年报, 截至 2019 年 12 月 31 日, 江西铜业 100% 所有权的黄金已查明资源储量约 281.5 吨, 银 8347.7 吨; 江西铜业联合其他公司所控制的资源, 江西铜业所占权益计算的黄金金属资源储量约 52 吨。我们预期其中自有非伴生黄金矿资源有注入可能性较高。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。** 预计 2020-2022 年分别实现净利润 3.8/6.6/7.2 亿元, 对应市盈率 43X/25X/23X。江西铜业对公司作为黄金板块平台的定位, 我们判断未来资源注入和并购可能性较高。考虑公司市盈率低于黄金同行, 且未来成长性较强, 维持强烈推荐;

□ **风险提示:** 在建项目建设和投产进度不及预期风险、主要产品价格大幅下跌风险、安全生产风险、非公开发行失败风险等。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	21201	28536	37010	37061	37381
同比增长	9%	35%	30%	0%	1%
营业利润(百万元)	496	391	556	820	889
同比增长	-3%	-21%	42%	48%	8%
净利润(百万元)	406	306	378	659	717
同比增长	-6%	-25%	24%	74%	9%
每股收益(元)	0.45	0.34	0.33	0.57	0.62
PE	31.9	42.4	43.2	24.8	22.8
PB	3.0	2.8	2.2	2.0	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

江西铜业持股比例再提升，彰显对公司的信心和决心

2019年3月4日，江西铜业与恒邦集团、王信恩、王家好、高正林、张吉学签署了《股份转让协议》，上述5名股东同意依法将其所持上市公司恒邦股份合计273,028,960股股份（对应公司股份比例29.99%）协议转让给江西铜业。

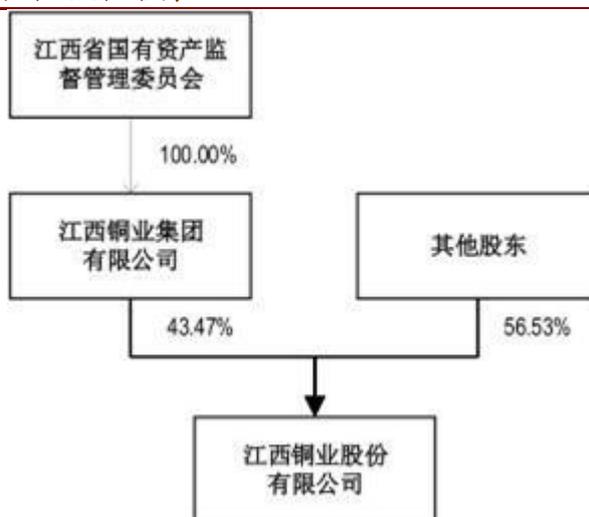
2019年6月26日转让完成后，江西铜业直接持有公司273,028,960股股票，占公司总股本的29.99%，成为公司控股股东，江西省国资委成为公司的实际控制人。

近期江西铜业认购股票数量为237,614,400股，江西铜业持有公司股份提升至44.48%，仍为公司控股股东，江西省国资委仍为公司的实际控制人。

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，规范与公司存在的同业竞争，为公司的发展提供支持。此外，江铜全球性视野也将帮助拓宽公司黄金矿产资源收购的渠道。帮助公司提升原料自给比重，打造更加完善的矿选冶一体化的黄金平台。

根据江西铜业2019年年报公告，截至2019年12月31日，江西铜业100%所有权的黄金已查明资源储量约281.5吨，银8347.7吨；江西铜业联合其他公司所控制的资源按，江西铜业所占权益计算的黄金金属资源储量约52吨。我们预期其中自有非伴生黄金矿资源有注入可能性较高。

图1 江西铜业股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

价格假设等

- 1、假设辽上金矿2022年底投产，年内贡献0.3吨产量。
- 2、假设2020年价格=2021年价格=2022年价格=2020年1月1日至报告日均价。

表1：主产品年均价格假设（不含税）

	2019	2020E	2021E	2022E
--	------	-------	-------	-------

	2019	2020E	2021E	2022E
黄金(元/克)	312	386	386	386
白银(元/千克)	3,420	4,027	4,027	4,027
电解铜(元/吨)	42,273	41,849	41,849	41,849
电解铅(元/吨)	14,740	13,149	13,149	13,149
硫酸(元/吨)	122	71	71	71

资料来源: Wind、招商证券

主要经营数据

表 2: 主营业务盈利变化对比 (百万元)

	2020H1 毛利润	2020H1 毛利率	2019H1 毛利润	2019H1 毛利率	毛利润 YOY	毛利率比上 年同期增减
黄金	489.1	6.3%	391.7	10.1%	97.4	-3.8%
白银	93.7	6.9%	70.2	8.6%	23.5	-1.7%
电解铜	6.8	0.1%	9.4	0.3%	-2.6	-0.2%
硫酸	-32.7	-91.5%	-71.1	-68.0%	38.5	-23.5%
磷铵及其他化 肥	17.6	11.7%	12.1	6.9%	5.5	4.8%
铅	6.0	1.0%	13.9	2.2%	-8.0	-1.2%
锌、镉、铋、 碲等金属	30.0	2.3%	50.4	31.2%	-20.4	-28.9%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 经营数据 (百万元)

	2020 Q3	2019 Q3	YOY	2020 Q1-Q3	2019 Q1-Q3	YOY	2020 Q1	2019 Q1	2020 Q2	2019 Q2
营业收入	11,89	7,636	56%	28,338	20,624	37%	6,385	5,856	10,06	7,132
归母净利润	83	108	-22%	217	254	-14	89	109	44	37
扣非归母净利润	449	167	169%	419	273	54%	-289	120	259	-14
经营活动产生的现金流量净额	265	111	139%	875	37	225	260	338	350	308

资料来源: 公司公告、招商证券

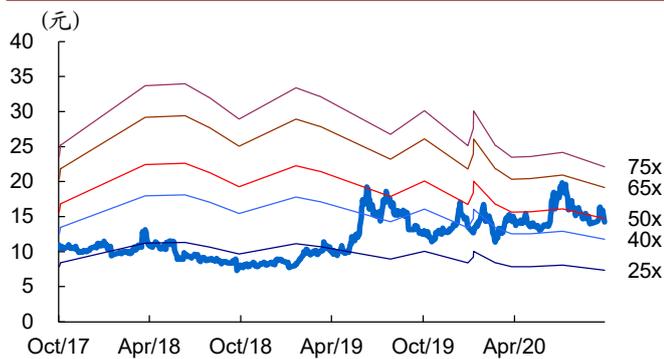
表 4: 季度利润表 (百万元)

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
一、营业总收入	5856	7132	7636	7912	6385	10061	11892
二、营业总成本	5716	7137	7448	7775	6725	9755	11359
其中: 营业成本	5460	6857	7138	7505	6300	9490	11100
营业税金及附加	12	9	9	17	8	8	22
营业费用	27	26	39	34	26	31	14
管理费用	124	115	139	108	102	91	108
研发费用	3	31	16	12	3	47	29
财务费用	90	97	65	98	111	74	90
资产减值损失	0	-8	-41	1	-176	-15	0
三、其他经营收益	-12	88	-64	-81	448	-251	-431
其它收益	2	14	8	6	6	4	3
公允价值变动收益	-1	36	-80	-103	105	-100	22
投资收益	-13	38	8	14	336	-155	-457
四、营业利润	127	83	125	56	107	55	102
加: 营业外收入	0	0	0	3	1	-1	1
减: 营业外支出	1	29	0	16	3	2	0
五、利润总额	127	54	125	44	106	53	103
减: 所得税	22	23	21	-6	18	10	18
六、净利润	105	31	104	50	88	43	85

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
减: 少数股东损益	-4	-6	-3	-2	-1	-2	2
七、归属母公司所有者净利润	109	37	108	52	89	44	83
EPS	0.12	0.04	0.12	0.06	0.10	0.05	0.09
毛利率	6.7%	3.9%	6.5%	5.1%	1.3%	5.7%	6.7%
主营税金率	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
营业费率	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%
管理费	2.1%	1.6%	1.8%	1.4%	1.6%	0.9%	0.9%
营业利润率	2.2%	1.2%	1.6%	0.7%	1.7%	0.5%	0.9%
实际税率	17.3%	42.2%	16.4%	-14.1%	16.9%	19.0%	17.2%
净利率	1.9%	0.5%	1.4%	0.7%	1.4%	0.4%	0.7%
yoy							
收入增长率	26.9%	23.2%	69.3%	25.8%	9.0%	41.1%	55.7%
营业利润增长率	-13.2%	-30.6%	52.5%	-64.0%	-15.4%	-34.1%	-18.2%
净利润增长率	-11.3%	-63.9%	42.9%	-54.0%	-18.0%	19.1%	-22.4%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 恒邦股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 恒邦股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9654	10842	14779	15403	14512
现金	2170	1716	3010	3612	2631
交易性投资	1	18	18	18	18
应收票据	54	0	0	0	0
应收款项	69	76	78	78	78
其它应收款	113	406	527	528	532
存货	5328	7418	9583	9601	9674
其他	1919	1208	1563	1566	1578
非流动资产	5266	5299	5427	5542	5644
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4329	4519	4699	4858	4998
无形资产	391	360	324	291	262
其他	546	420	405	393	384
资产总计	14920	16141	20207	20945	20156
流动负债	10250	10917	12162	12388	11115
短期借款	6638	6024	6321	6536	5221
应付账款	2546	3218	4161	4169	4201
预收账款	548	458	593	594	598
其他	517	1217	1087	1089	1095
长期负债	307	573	573	573	573
长期借款	0	6	6	6	6
其他	307	568	568	568	568
负债合计	10557	11491	12735	12961	11688
股本	910	910	1148	1148	1148
资本公积金	768	768	3019	3019	3019
留存收益	2679	2980	3331	3876	4396
少数股东权益	6	(8)	(27)	(59)	(95)
归属于母公司所有者权益	4357	4658	7498	8043	8563
负债及权益合计	14920	16141	20207	20945	20156

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1157	516	310	1618	1630
净利润	406	306	378	659	717
折旧摊销	517	544	566	580	592
财务费用	354	374	366	306	286
投资收益	(50)	(46)	392	116	116
营运资金变动	(55)	(613)	(1377)	(11)	(48)
其它	(15)	(48)	(15)	(32)	(35)
投资活动现金流	(868)	(619)	(1088)	(812)	(812)
资本支出	(843)	(579)	(695)	(695)	(695)
其他投资	(25)	(40)	(392)	(116)	(116)
筹资活动现金流	(184)	206	2072	(204)	(1800)
借款变动	284	288	(24)	216	(1316)
普通股增加	0	0	238	0	0
资本公积增加	(214)	0	2251	0	0
股利分配	(91)	0	(27)	(113)	(198)
其他	(163)	(82)	(366)	(306)	(286)
现金净增加额	105	103	1294	602	(981)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	21201	28536	37010	37061	37381
营业成本	19713	26960	34868	34933	35196
营业税金及附加	55	48	63	63	63
营业费用	139	125	111	111	112
管理费用	494	487	574	630	635
研发费用	60	62	81	81	81
财务费用	258	350	366	306	286
资产减值损失	(61)	(43)	0	0	0
公允价值变动收益	8	(147)	(147)	(147)	(147)
其他收益	17	30	30	30	30
投资收益	50	48	(276)	0	0
营业利润	496	391	556	820	889
营业外收入	1	5	5	5	5
营业外支出	23	46	46	46	46
利润总额	473	350	514	779	848
所得税	81	59	155	153	166
少数股东损益	(14)	(15)	(19)	(33)	(35)
归属于母公司净利润	406	306	378	659	717

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	9%	35%	30%	0%	1%
营业利润	-3%	-21%	42%	48%	8%
净利润	-6%	-25%	24%	74%	9%
获利能力					
毛利率	7.0%	5.5%	5.8%	5.7%	5.8%
净利率	1.9%	1.1%	1.0%	1.8%	1.9%
ROE	9.3%	6.6%	5.0%	8.2%	8.4%
ROIC	5.5%	5.4%	5.4%	6.2%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	70.8%	71.2%	63.0%	61.9%	58.0%
净负债比率	45.0%	39.3%	31.3%	31.2%	25.9%
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4
营运能力					
资产周转率	1.4	1.8	1.8	1.8	1.9
存货周转率	3.9	4.2	4.1	3.6	3.7
应收帐款周转率	181.0	287.0	483.0	477.0	479.0
应付帐款周转率	9.4	9.4	9.5	8.4	8.4
每股资料 (元)					
EPS	0.45	0.34	0.33	0.57	0.62
每股经营现金	1.27	0.57	0.27	1.41	1.42
每股净资产	4.79	5.12	6.53	7.01	7.46
每股股利	0.00	0.03	0.10	0.17	0.19
估值比率					
PE	31.9	42.4	43.2	24.8	22.8
PB	3.0	2.8	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	22.2	20.9	17.5	15.3	14.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。8年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind 最具影响力分析师等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，9年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

马晓晴：有色钢铁行业分析师，香港中文大学硕士，2018年3月加入招商证券，曾任职于天风证券，3年钢铁行业研究经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。