

强烈推荐-A (维持)

恒邦股份 002237.SZ

当前股价: 12.99 元
2020 年 12 月 31 日

易主江铜后首次出手 标的拥有百吨黄金资源量

基础数据

上证综指	3473
总股本(万股)	114801
已上市流通股(万股)	91040
总市值(亿元)	149
流通市值(亿元)	118
每股净资产(MRQ)	6.4
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)一受益金价上涨扣非利润增54%》2020-10-26
- 2、《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
- 3、《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

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn
S1090519040002

马晓晴

maxiaoqing@cmschina.com.cn
S1090519010002

公司公告, 计划以 3.77 亿港币自有资金收购万国矿业 20.87% 股权, 成为其第二大股东。现已获董事会审议通过。万国矿业为港股上市公司, 其核心资产是宜丰万国 100% 股权、金岭矿业 70% 股权、西藏垭地矿业 51% 股权, 分别拥有新庄铜铅锌矿、金岭金矿、哇了格矿区铅银矿相关矿权。

- **计划收购股权, 成为港股矿业公司万国矿业二股东:** 公司拟以自有资金 3.77 亿港元 (或等额人民币) 获得万国矿业 1.7 亿股股份。收购价折算 2.18 港元/股, 董事会当日万国国际矿业收盘价 2.087 港元/股, 报告日价格 2.2 港元/股;
- **易主江铜之后首次收购:** 去年 6 月江西铜业获得公司 29.99% 股权, 成为公司控股股东, 今年 11 月, 通过定增提高持股比例至 44.48%。江铜全球性视野有望帮助拓宽公司黄金矿产资源收购渠道。本次交易计划是易主江铜之后首次矿产资源收购。

本次收购核心资产包括三个矿山。金岭金矿是拥有 109 吨黄金资源量, 金矿平均现金成本 792 美元/盎司。勘探潜力巨大, 且外围矿体品位较高, 平均品位为 2.62 克/吨, 资源量估计为 10.89 百万吨, 计算金资源量 29 吨。

新庄铜铅锌矿目前在产, 已经开采 14 年。拥有 6.7 万吨铜金属储量。年产铜约 3000 吨。目前正在筹划扩建。

哇了格矿区铅银矿目前尚未开发, 正在计划申请采矿许可证, 处于可研阶段。拥有 1937 吨矿产银资源量。

根据江西铜业 2020 年半年报, 截至 2019 年底, 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。

- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**预计 2020-2022 年分别实现净利润 3.6/6.4/7.0 亿元, 对应市盈率 41X/23X/21X。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。
- **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、万国矿业股权并购失败等。

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	37443	37494	37815
同比增长	9%	35%	31%	0%	1%
营业利润(百万元)	496	391	538	799	868
同比增长	-3%	-21%	38%	48%	9%
净利润(百万元)	406	306	363	641	699
同比增长	-6%	-25%	19%	76%	9%
每股收益(元)	0.45	0.34	0.32	0.56	0.61
PE	29.1	38.7	41.0	23.3	21.3
PB	2.7	2.5	2.0	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

本次收购计划关键数据

公司拟以自有资金 376,734,520.00 港元（或等额人民币），以认购一般授权项下新发行股份及协议受让股份的方式获得万国国际矿业集团有限公司（以下简称“标的公司”或“万国矿业”）172,814,000 股股份（以下简称“本次交易”）。其中，公司将以 235,440,000.00 港元（或等额人民币）认购万国矿业 108,000,000 股一般授权项下新发行的股份，以 141,294,520.00 港元（或等额人民币）协议受让万国矿业第三大股东 CHENG TUN PRIME SHINE LIMITED（盛屯尚辉有限公司，以下简称“盛屯尚辉”）持有的 64,814,000 股万国矿业的现有股份。

表 1: 公司股权交易细则

获取途径	交易金额（港元）	股权（股）	单价（港元/股）
新发行股份	235,440,000	108,000,000	2.18
受让盛屯尚辉	141,294,520	64,814,000	2.18
合计	376,734,520	172,814,000	2.18

资料来源：公司公告、招商证券

盛屯尚辉是深圳市盛屯股权投资有限公司全资子公司。深圳市盛屯股权投资有限公司是盛屯矿业（600711）全资子公司。

表 2: 截至 2020 年 9 月 30 日，万国矿业股东持股情况

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	捷昇投资有限公司	281,400,000	39.083
2	达丰投资有限公司	138,600,000	19.250
3	CHENG TUN PRIME SHINE LIMITED（盛屯尚辉有限公司）	116,510,000	16.182
4	社会公众股	183,490,000	25.485
	合计	720,000,000	100.000

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 在 2020 年 9 月 30 日基础上，成功收购之后万国矿业股东持仓情况

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	捷昇投资有限公司	281,400,000	33.99
2	恒邦股份	172,814,000	20.87
3	达丰投资有限公司	138,600,000	16.74
4	CHENG TUN PRIME SHINE LIMITED（盛屯尚辉有	51,696,000	6.24
5	社会公众股	183,490,000	22.16
	合计	828,000,000	100

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 万国矿业最近三年一期的主要财务指标（万元）

科目	2020 年 6 月 30 日 / 2020 年 1-6 月（未经审计）	2019 年 12 月 31 日 / 2019 年度	2018 年 12 月 31 日 / 2018 年度	2017 年 12 月 31 日 / 2017 年度
资产总额	139,749.50	126,348.40	123,760.30	121,746.20
净资产	92,410.90	83,050.70	79,530.10	64,489.20
营业收入	20,515.50	31,121.40	32,128.30	34,859.40
净利润	1,611.10	5,553.90	7,214.50	7,086.40

资料来源：公司公告、招商证券

万国国际矿业旗下三个矿权介绍

江西宜丰宜丰新庄铜铅锌矿

所有权

万国矿业目前拥有江西省宜丰万国矿业有限公司的全部股权，而宜丰万国则拥有进行地下开采的新庄铜铅锌矿。

地理位置

宜丰新庄铜铅锌矿位于江西省宜春市宜丰县新庄镇口溪村和高安市村前乡的交界处，地理座标：东经 $115^{\circ}06'54''\sim 115^{\circ}08'14''$ ，北纬 $28^{\circ}27'23''\sim 28^{\circ}28'15''$ 。矿区范围东西长约 2.2km，南北宽约 1.6km，矿区批准面积 3.7691km^2 ，允许开采深度： $0\text{m}\sim -500\text{m}$ 。

矿区地理位置十分优越，交通比较发达，从宜丰到南昌的主要干道经过矿区周边，320 国道离矿区仅有 12km，矿区与省会城市南昌的直线距离也只有 99km，矿区离由张家山至建山的铁路干线仅有 59km，离新余至上高的铁路支线仅有 45km。交通地理位置见图。

图 1 新庄铜铅锌矿交通图



图 2.1 交通地理位置图

资料来源：《江西宜丰新庄铜铅锌矿通风系统优化改造与安全评价》、招商证券

已有设施

已建成工业场地有采矿工业场地、选矿工业场地、废石场、尾矿库、炸药库和矿部等，是一座中型规模的地下开采有色金属矿。

开发历史

宜丰新庄铜铅锌矿的采矿权人为江西省宜丰万国矿业有限公司（简称“宜丰万国”），是

万国国际矿业集团有限公司的控股公司。宜丰万国成立于 2003 年。2005 年委托南昌有色冶金设计研究院（现中国瑞林工程技术股份有限公司）编制了《江西省宜丰新庄铅锌矿环境影响报告书》并取得了原江西省环保局批复。2006 年 11 月工程竣工并投入试运行。2007 年 7 月通过竣工环保验收，设计采选规模为 9 万 t/a（300t/d）。2007 年 11 月委托江西省地质矿产勘查开发局实验测试中心编制了《江西省宜丰新庄铅锌矿扩建项目环境影响报告书》并于次年 3 月获得原江西省环保局批复，实施二期扩建工程建设。2010 年 3 月二期工程竣工并投入试运行。2011 年 3 月通过竣工环保验收，采选规模扩大至 30 万 t/a（1000t/d）。2011 年 11 月委托中国瑞林工程技术有限公司编制了《江西省宜丰新庄铅锌矿改扩建项目环境影响报告书》并取得了原江西省环保厅批复，实施三期改扩建工程。2012 年三期改扩建工程开始建设，并于 2019 年 2 月通过了竣工环保验收，采选规模扩建至 60 万 t/a（2000t/d）。

资源情况

图 2 新庄铜铅锌矿矿产资源情况

礦產資源及儲量 (續)

成礦種類	JORC礦產 儲量類別	新莊礦產儲量概要 - 於2019年12月31日										
		噸數 千噸	品位					所含金屬				
			銅 %	鉛 %	鋅 %	全鐵 %	磁鐵 %	銅 千噸	鉛 千噸	鋅 千噸	全鐵 千噸	磁鐵 千噸
銅鐵	證實	3,779	0.77	-	-	-	-	29.05	-	-	-	-
	概略	4,188	0.65	-	-	-	-	27.15	-	-	-	-
	合計	7,967	0.71	-	-	-	-	56.20	-	-	-	-
鐵銅	證實	2,010	0.20	-	-	37.45	33.02	3.98	-	-	752.70	663.73
	概略	1,643	0.32	-	-	23.33	19.32	5.24	-	-	383.38	317.40
	合計	3,653	0.25	-	-	31.10	26.86	9.22	-	-	1,136.08	981.13
銅鉛鋅	證實	1,171	0.09	0.89	5.11	-	-	1.01	10.48	59.88	-	-
	概略	824	0.04	1.43	2.91	-	-	0.32	11.80	23.95	-	-
	合計	1,995	0.07	1.12	4.20	-	-	1.33	22.28	83.83	-	-
合計	證實	6,960	-	-	-	-	-	34.04	10.48	59.88	752.70	663.73
	概略	6,655	-	-	-	-	-	32.71	11.80	23.95	383.38	317.40
	合計	13,615	-	-	-	-	-	66.75	22.28	83.83	1,136.08	981.13

资料来源：万国国际矿业公司公告、招商证券

经营情况

图 3 2020 上半年新庄矿选矿量

	截至6月30日止六個月		
	2020年數量 (噸)	2019年數量 (噸)	變動 (概約%)
採礦量	384,231	346,146	11.0
選礦量	375,667	342,223	9.8

资料来源：万国国际矿业公司公告、招商证券

表 5: 历年新庄矿总选矿量/吨

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
782431	754973	743245	639936	651325	544893	512153	460036

资料来源: 万国国际矿业公司公告、招商证券

表 6: 历年新庄矿精矿产品的销量:

	2020H 1	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
铜精矿所含铜 (吨)	1491	3139	3446	3490	2989	3662	2540	2749	2703
铁精矿 (吨)	44231	108761	111153	127594	116531	123589	103490	101669	90577
锌精矿所含锌 (吨)	1968	5691	5096	5478	3059	2365	2783	2865	2197
硫精矿 (吨)	72937	155444	150569	145191	124377	145219	117432	108092	93883
铅精矿所含铅 (吨)	318	690	905	1228	543				
铜精矿所含金 (公斤)	32	53	65	63	93	71	60	58	42
铜精矿所含银 (公斤)	1315	2670	2865	4427	6768	4965	4390	5175	4276
锌精矿所含金 (公斤)	4	1	1						
锌精矿所含银 (公斤)	247	811	593	904		1370	1170	2738	927
铅精矿所含金 (公斤)	29	52	62	63					
铅精矿所含银 (公斤)	1256	3106	3486	3905					
铅精矿所含铜 (公斤)	108	232	341	357					

资料来源: 万国国际矿业公司公告、招商证券

扩建情况

截至 2020 半年报, 万国国际矿业已完成其日期为 2012 年 6 月 28 日的招股章程所披露的新庄矿扩建计划, 达到采矿能力及选矿能力 600,000 吨/年。

宜丰万国与中国瑞林工程技术有限公司订立协议, 内容有关就新庄矿扩充至 900,000 吨/年的扩建计划进行可行性研究。瑞林已于 2019 年末前向万国国际矿业提供可行性研究报告的初步草拟本。由于 2020 年上半年爆发疫情, 该项目已暂时推迟扩建计划。

金岭金矿(所罗门群岛)

所有权

于 2020 年 4 月 30 日, 万国矿业已完成收购祥符金岭有限公司 77.78% 股权, 而祥符金岭拥有位于所罗门群岛的金岭金矿的 90% 权益。金岭矿拥有丰富的黄金储备, 预期万国矿业将进一步开采及整修选矿厂, 故金岭矿为万国国际矿业贡献收入及溢利。

地理位置和组成

金岭项目是一个黄金资源项目, 位于所罗门群岛, 东太平洋以南 9°35', 东经 160°08", 位于首都霍尼亚拉东南约 30 公里的瓜达尔卡纳尔岛上。从霍尼亚拉进入矿区只需通过一条约 25 公里的已经铺设好的州际公路, 然后再经过一条简易 (未铺沥青) 的道路即可到达。

金岭项目包括了 1997 年 3 月 12 日授予的覆盖土地面积 30 平方公里的采矿租约 (01/1997 号), 以及覆盖土地面积 130 平方公里的勘探许可证续签意向书 (PL02/14 或 SPL194)。金岭矿床是与低硫化型侵入岩有关的浅成低温热液型金矿。它由 5 个

已知矿床组成，分别是 Valehaichichi, Charivunga, Namachamata, Kupers 和 Dawsons。

开发历史

1568 年西班牙勘探者在金岭地区下游首次发现了金。1931 年，再次在金岭集水区发现普遍存在砂金，并于 1936 年追踪到金岭土壤和基岩的金。从 1939 年开始进行勘探，但直到 1982 年之后，才对该项目地区进行了详细而系统的勘探。

从 1983 年到 1992 年，勘探工作首先由塞浦路斯矿业公司 (Cyprus Minerals) 与 Arimco 矿业公司 (Arimco NL) 的合资企业开展。在此期间，完成了 3.5 万米的金刚石芯和 2.1 万米的逆循环 (RC) 勘探。该项目在合资企业放弃后于 1992 年被撒拉森人矿业公司 (Saracen Minerals) 收购。1995 年 3 月，撒拉森人矿业将其在该项目的股份出售给了罗斯矿业 (Ross Mining NL)。

1995 年 6 月，罗斯矿业开始了一项评估计划，其中包括金刚石芯和 RC 勘探，以及对金岭矿石类型的选冶评估。在累计了勘探约 3.2 万米后，于 1996 年完成了可行性研究报告。

1997 年开始投入建设年产能 200 万吨矿石的露天矿，并于 1998 年 8 月开始开采 Valehaichichi 矿床。

2000 年，矿山所有权转让给了三角洲黄金有限公司 (Delta Gold Pty Ltd) 并通过一系列收购与合并最终转让给 Placer Dome 矿业公司 (Placer Dome Asia Pacific)。随后，由于所罗门群岛内乱的升级，该矿于 2000 年 6 月关闭停产，最终在 2004 年 11 月，ASG 通过公开招标获得了所有权。在金岭矿山开采运营的 22 个月中，产出黄金总量约为 21 万盎司。

ASG 接手金岭项目后完成了约 2.01 万米的 DD 勘探，并于 2007 年委托奥森科澳洲工程公司 (Ausenco) 进行可行性研究，用于重新启动金岭矿山的运营，ASG 于 2009 年获得了世界银行和欧洲投资银行的融资。

2009 年末，联合矿业 (Allied Gold) 通过收购在多伦多上市的 ASG 获得了金岭矿山，并投资 1.5 亿澳元对矿山进行了翻新和重新开发，年产能提高至 2.5 百万吨。金岭矿山于 2011 年 3 月重新开始生产，产出黄金约 20 万吨，并开始开采 Namachamata 矿床。2012 年 9 月 7 日，圣芭芭拉 (St Barbara) 以高价收购联合矿业全部资产，持续运营金岭矿，直到 2014 年 4 月，因热带旋风袭击造成暴雨和山洪而中断运营。随后，圣芭芭拉于 2015 年将矿山的所有权转让给了金岭社区投资有限公司 (GCIL)。在联合矿业和圣芭芭拉的运营期间 (约 35 个月)，金岭矿共产出了约 190,600 盎司黄金，并总共进行了约 2.9 万米的 DD 勘探。

祥符集团 (AXF) 从 GCIL 收购了 90% 的矿山所有权，2020 年，万国矿业从 AXF 收购了约 70% 的矿山所有权。

资源情况

根据万国矿业 8 月 13 日发布的项目进度公告，估计的矿产资源总量约为 75.8 百万吨，含 3.5 百万盎司黄金，概略等级的矿石储量约为 31.2 百万吨，含 1.434 百万盎司黄金。按金岭矿 2.5 百万吨矿石处理量的年产能，矿山寿命为 13 年，平均现金成本为每盎司 792 美元。

图 4 金岭金矿资源量

表 3: 金岭礦資源量 (截至 2018 年 3 月 31 日), 採用 0.6 g/t 金的邊界品位

礦石資源級別	噸量 (Mt)	黃金品位 (g/t Au)	含金量 (k oz Au)	砷 (ppm)*	銅 (ppm)*	硫 (%)*
探明的	24.1	1.35	1,000	232	84	1.51
控制的	20.4	1.34	900	119	88	1.43
推斷的	31.3	1.55	1,600	79	91	1.47
總計**	75.8	1.43	3,500	139	88	1.47

備注: *由於砷、銅、和硫的檢測結果稀少, 這些污染物的等級只是指示性的。

**由於四捨五入, 總數可能不想加。

资料来源: 万国国际矿业公司公告、招商证券

金岭项目具有巨大的勘探潜力。特别是目前进行的勘探结果表明, 在矿山地表以下 150 米至 300 米的深度范围发现厚层高品位的金矿化。基于高达的资源模型, 该额外矿体的资源量估计为 10.89 百万吨, 平均品位为 2.62 克/吨。通过地下开采该矿床的开采潜力巨大。万国国际矿业自 2019 年 9 月起在采矿租赁区域内启动了一个勘探项目, 以提升现有矿产资源量等级及增加矿产资源量。勘探结果显示 Charivunga 矿床的高品位资源量将有大幅增加的可能性。

经济分析

金岭项目的预期收入主要来自通过出口销售金精矿, 到中国的加工和精炼设施。黄金是在公开市场上随时可交易的商品。金精矿的售价基于公开市场交易的现货价格, 减去所罗门政府及金岭社区收取的 3% 特许权使用费和每盎司黄金 104 美元的冶炼 (TC/RC) 成本。

资本成本

由于金岭项目是一个“棕地”项目, 是对先前采矿作业的重新开发, 因此估算的资本成本很大程度上与翻新现有基础设施的成本以及有关选矿厂的必要改造安装。恢复金岭项目所需的资本支出 (“Capex”) 估算总额为 85.3 百万美元, 项目如下表所示:

图 5 金岭金矿复采资本支出

表 5: 2018 年 2 月金岭項目棕地翻新的資支出

項目	Capex (百萬美元)
施工營地和辦公室	\$2.20
選礦廠	\$40.00
提升尾礦壩 (升高)	\$23.40
基建 (道路, 等等)	\$5.00
採礦設備及車間	\$7.00
小計	\$77.60
或然準備(10%)	\$7.76
所有者項目費用	\$0.00
合計	\$85.36

资料来源: 万国国际矿业公司公告、招商证券

运营成本

采矿成本：高达预计的废石和矿石的采掘成本估计分别为每吨 3.22 美元和每吨矿石 3.37 美元。此外，还分配了每吨矿石 0.25 美元的额外成本，作为矿石品位控制和化验室分析矿样的额外成本。估算的承包采矿成本约为 3.25 美元/吨，与高达熟悉的太平洋地区其他相似规模的承包采矿业务的采矿成本估算一致。

项目管理和选矿成本：高达从各种来源汇总了矿石选矿和项目管理的营运支出（“Opex”），并将其与其他地区类型和规模相似的现有和计划营运项目进行了比较，项目管理与选矿估计约为 17.10 美元/吨。电力成本约占总营运支出的三分之一。万国矿业目前考虑购买和自行营运发电设施为项目提供电力。

图 6 金岭金矿运营成本估算

表 6：金岭项目营运成本估算（2018 年 2 月）

項目	Opex (美元/噸 選礦)
電力	6.15
營運消耗品	5.50
維護	1.10
實驗	0.25
選礦及維護工資	1.00
尾礦處理計提	(包含於維持資本)
管理費用(廠房和營地)	1.35
新礦石 Opex	15.35
品位控制鑽探	0.50
所有者管理費用計提	1.25
合計分配礦石成本	17.10

资料来源：万国国际矿业公司公告、招商证券

现金成本：根据投入成本驱动因素和假定的长期金价，金岭项目是经济可行的。单位生产成本与实际矿石进给量紧密相关。根据 2.5 百万吨/年的产能计算，该矿 13 年寿命的平均现金成本估计为每盎司 792 美元。现金成本其中一部分是精矿的运输成本，约为每盎司金 105.7 美元。从矿区现场到中国大陆冶炼设施的精矿内陆运输成本，港口装卸和船运成本预估是由各种来源提供的，并由高达与其熟悉的其他营运体进行了参考和比较。

开发近况

金岭矿现处于重建中，2019 年 9 月 5 日的万国矿业公告披露，与中国铁路集团有限公司的附属公司签订了金岭矿的建设及采矿合同。计划于 2021 年第四季度试生产，2021 年底全面投产。在现场基础设施建设方面，公司已取得重大进展，包括但不限于现有尾矿坝的结构改善、住宿营地及现有行政楼整修、矿区主要通道的恢复以及部分土建工程，为选矿厂的改扩建做好了准备。此外，金岭矿业有限公司（GRML）已成功地将其采矿权证的期限延长至 2034 年 3 月 12 日（这是在原有矿权的基础上延长了 10 年）。

图 7 金岭金矿重启预计时间表

本公司的重建工程的預期時間表如下：

重建建設工程	預期開工時間
高峰期重建	2020 年 9 月
試生產	2021 年 8 月
全面生產	2021 年 11 月

此時間表假設所羅門政府在 2020 年 8 月之前放寬了其與 COVID-19 相關的邊境限制或授予入境豁免權。

资料来源：万国国际矿业公司公告、招商证券

西藏昌都昌都县哇了格矿区铅银矿（西藏）

所有权

截至 2020 半年报，万国矿业拥有西藏昌都的 51% 权益，而西藏昌都拥有哇了格矿，可供本哇了格矿有大量的铅及白银矿产资源。西藏昌都目前拥有勘探许可证且万国矿业拟于 2020 年进行采矿许可证申请。然而，由于爆发 COVID-19，申请进度已于 2020 年第一季度暂时中止。

地理位置

西藏自治区昌都市卡若区哇了格铅银矿床位于西藏昌都市卡若区北东 5° 方向约 150 km 处，行政区划隶属昌都市卡若区面达乡和拉多乡管辖。

资源情况

图 8 哇了格矿区铅银矿矿产资源

哇了格礦的礦產資源概要 – 於 2019 年 12 月 31 日
報告高於 2.5% 鉛的邊界品位的品位噸數

JORC 礦產資源類別	噸數 (百萬噸)	品位			
		鉛 (%)	銀 (克/噸)	鉛金屬 (千噸)	銀金屬 (千公斤)
探明	13.996	3.79	44.80	530.4	627.1
控制	18.343	3.57	43.32	655.6	794.7
推斷	10.688	3.82	48.22	408.5	515.4
合計	43.027	3.71	45.02	1,595.5	1,937.2

资料来源：万国国际矿业公司公告、招商证券

开发进度

该矿目前处于开发阶段。万国矿业 2020 半年报显示，其正在申请哇了格矿的探矿许可证。工业指标论证于 2018 年 2 月完成并向国土厅评审中心登记备案。于 2019 年 9 月，评审中心完成勘探报告评审并发布关于矿产资源储量登记及矿体资源核实的审查意见。由于爆发 COVID-19，万国矿业已于 2020 年第一季度暂停进行对哇了格矿的设计及可行性研究。现已于 2020 年第二季度恢复工作，并就发展计划签订技术谘询合同。

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。

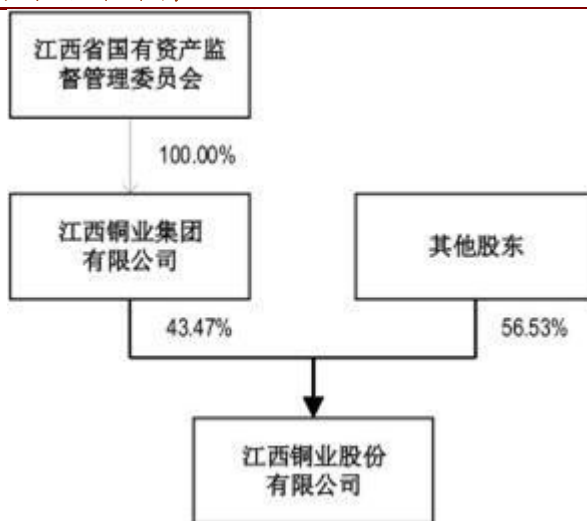
2019年6月26日转让完成后，江西铜业直接持有公司273,028,960股股票，占公司总股本的29.99%，成为公司控股股东，江西省国资委成为公司的实际控制人。

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9 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7：主产品年均价格假设（不含税）

	2019	2020E	2021E	2022E
黄金(元/克)	312	387	387	387
白银(元/千克)	3,420	4,109	4,109	4,109
电解铜(元/吨)	42,273	43,132	43,132	43,132

	2019	2020E	2021E	2022E
电解铅(元/吨)	14,740	13,152	13,152	13,152
硫酸(元/吨)	122	87	87	87

资料来源: Wind、招商证券

主要经营数据

表 8: 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、 硒等金属	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 9: 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 10: 季度利润表 (百万元)

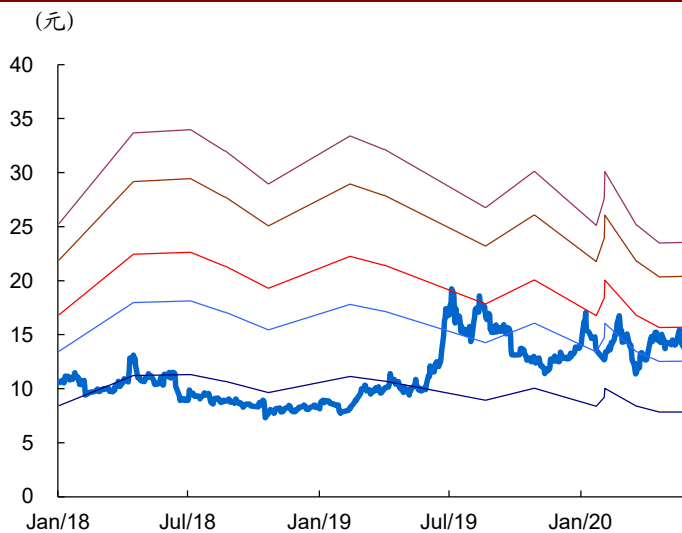
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
一、营业总收入	5856	7132	7636	7912	6385	10061	11892
二、营业总成本	5716	7137	7448	7775	6725	9755	11359
其中: 营业成本	5460	6857	7138	7505	6300	9490	11100
营业税金及附加	12	9	9	17	8	8	22
营业费用	27	26	39	34	26	31	14
管理费用	124	115	139	108	102	91	108
研发费用	3	31	16	12	3	47	29
财务费用	90	97	65	98	111	74	90
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
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

敬请阅读末页的重要说明

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
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%
管理费率	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 10: 恒邦股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 11: 恒邦股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

1、在建项目建设和投产进度不及预期风险:

公司有辽上金矿、高纯新材料等多项在建项目，项目投产不及预期，将会拖累公司盈利能力不能及时兑现。

2、主产品价格大幅下跌风险

黄金、白银等有色金属价格大幅下跌，会影响公司收益以及库存价值。

3、安全生产风险，尤其矿山采选安全生产风险

由于矿体的品位、形态、规模及周围岩层状况均不同，采矿工作具有相对较高的风险。安全事故会导致公司产出不及预期，影响公司盈利能力。

4、万国国际矿业股权并购失败

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	14964	15596	14690
现金	2170	1716	3048	3658	2662
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	79	79
其它应收款	113	406	533	534	538
存货	5328	7418	9704	9722	9794
其他	1919	1208	1582	1585	1597
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	20391	21138	20334
流动负债	10250	10917	12361	12607	11331
短期借款	6638	6024	6449	6685	5367
应付账款	2546	3218	4214	4222	4253
预收账款	548	458	600	601	606
其他	517	1217	1098	1099	1106
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	12934	13180	11904
股本	910	910	1148	1148	1148
资本公积金	768	768	3019	3019	3019
留存收益	2679	2980	3316	3848	4355
少数股东权益	6	(8)	(26)	(58)	(92)
归属于母公司所有者权益	4357	4658	7483	8015	8522
负债及权益合计	14920	16141	20391	21138	20334

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1157	516	222	1606	1619
净利润	406	306	363	641	699
折旧摊销	517	544	566	580	592
财务费用	354	374	369	312	293
投资收益	(50)	(46)	392	116	116
营运资金变动	(55)	(613)	(1454)	(11)	(48)
其它	(15)	(48)	(14)	(31)	(34)
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	2198	(185)	(1803)
借款变动	284	288	105	236	(1318)
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)	(109)	(192)
其他	(163)	(82)	(369)	(312)	(293)
现金净增加额	105	103	1332	610	(996)

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	37443	37494	37815
营业成本	19713	26960	35306	35372	35635
营业税金及附加	55	48	64	64	64
营业费用	139	125	112	112	113
管理费用	494	487	580	637	643
研发费用	60	62	81	82	82
财务费用	258	350	369	312	293
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	538	799	868
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	497	757	827
所得税	81	59	151	148	162
少数股东损益	(14)	(15)	(18)	(32)	(35)
归属于母公司净利润	406	306	363	641	699

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	9%	35%	31%	0%	1%
营业利润	-3%	-21%	38%	48%	9%
净利润	-6%	-25%	19%	76%	9%
获利能力					
毛利率	7.0%	5.5%	5.7%	5.7%	5.8%
净利率	1.9%	1.1%	1.0%	1.7%	1.8%
ROE	9.3%	6.6%	4.9%	8.0%	8.2%
ROIC	5.5%	5.4%	5.2%	6.1%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	70.8%	71.2%	63.4%	62.4%	58.5%
净负债比率	45.0%	39.3%	31.7%	31.7%	26.4%
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	486.0	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	0.32	0.56	0.61
每股经营现金	1.27	0.57	0.19	1.40	1.41
每股净资产	4.79	5.12	6.52	6.98	7.42
每股股利	0.00	0.03	0.09	0.17	0.18
估值比率					
PE	29.1	38.7	41.0	23.3	21.3
PB	2.7	2.5	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	21.1	19.9	16.8	14.6	14.1

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。