

公司研究/首次覆盖

2019年03月22日

有色金属/贵金属 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 10.12
合理价格区间(元): 11.15~12.16

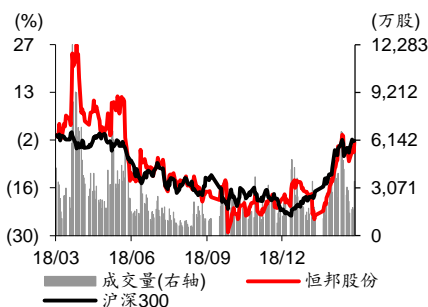
李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

孙雪琬 执业证书编号: S0570518080006
研究员 0755-82125064
sunxuewan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

不止于传统冶炼的贵金属黑马

恒邦股份(002237)

黄金冶炼行业优质企业，不止于传统加工

市场对公司的传统认知是普通的黄金冶炼企业，以加工费为主要利润来源，利润弹性和看点有限。而我们认为，公司的看点不在加工费而在于回收率，公司凭借强大的贵金属冶炼技术实力专注从事复杂金精矿的处理，高金属回收率与低原料折扣系数之间的差额保证了公司的利润体量和弹性。此外随着黄金冶炼行业对湿法工艺的限制，公司作为优质火法环保企业或明显受益于行业格局的变化。公司多个项目或在 2019-20 年集中投产，成长性较好，若大股东变更完成也将利好公司长期发展。我们预计公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.44/0.51/0.59 元，给予公司增持评级。

难处理矿冶炼技术全国领先，高回收率带来利润弹性

凭借技术优势，公司得以专注于复杂金精矿处理，保证高回收率的同时依靠较低的原料折扣获取较高盈利能力和利润弹性。公司冶炼金年产量达到 14 吨左右，且回收率与原料价格折扣之间的差额较为可观。综合考虑公司本部约 1.4 吨/年的自产金以及较好的成本管控能力，公司黄金矿山加冶炼整体的利润对金价弹性明显，从数据上看不弱于其他优质矿山企业的自产金利润弹性。

公司成长性较好，未来业绩有望稳步增长

公司的经营理念是在冶炼中对原料中的各类金属进行综合回收提取，2017 年后投资的湿法冶炼废渣处理和小金属两个项目均在 18 年下半年投产，为公司贡献了金银和小金属增量，并且由于这部分增量金属在原料中多不计价，公司两个项目利润增量可观。此外公司也积极开拓上下游业务，2018 年末收购建德铜矿，增厚利润的同时加强了自有金属保障能力。远期来看，公司高纯金属材料、阴极铜项目、辽上金矿扩产也有望贡献盈利增长点。我们认为公司成长性良好，未来业绩有望迎来持续增长。

环保税变革之下，优质黄金冶炼企业价值有望重估

2018 年起黄金冶炼行业迎来重大变革，矿山和冶炼企业的格局或因环保而变化。当前我国超过 60% 的黄金冶炼产能涉及氰化钠湿法处理工艺，氰化物冶炼尾渣由于其对环境的重大危害性已被归类为危险废物。2018 年 1 月起执行的环保税法中明确规定，排放危险废物需缴纳 1000 元/吨的环保税。对于行业内大量缺乏氰化物无害化处理工艺的小型冶炼企业来说，其生产成本将增加接近 30 元/克金，直接面临亏损关停。环保重压下清洁冶炼产能对矿山企业话语权有望提升，或在原料端获得更有利的折扣。公司超过 80% 的产能为先进火法产能，作为优质冶炼企业有望得到价值重估。

经营向好态势已成，给予增持评级

考虑到公司多个项目将在 2019 年及之后陆续达产，我们预计公司业绩将逐步提升，预计 2018-20 年公司 EPS 将分别为 0.44/0.51/0.59 元。根据金银铜铅冶炼行业可比公司 19 年 23.85 倍的 PE，我们给予公司 19 年 22-24 倍 PE，对应股价目标区间 11.15-12.16 元。我们给予公司增持评级。

风险提示：金属价格下跌、公司生产不达预期、成本大幅上升等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	910.40
流通 A 股 (百万股)	851.68
52 周内股价区间 (元)	7.34-13.27
总市值 (百万元)	9,213
总资产 (百万元)	14,407
每股净资产 (元)	4.91

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	16,397	19,523	20,549	21,688	22,902
+/-%	15.93	19.06	5.25	5.54	5.60
归属母公司净利润 (百万元)	203.32	360.96	402.51	460.73	538.35
+/-%	12.50	77.54	11.51	14.47	16.85
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.40	0.44	0.51	0.59
PE (倍)	45.32	25.52	22.89	20.00	17.11

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

恒邦股份：黄金冶炼优质企业.....	4
业务简介：致力于复杂金精矿处理.....	4
历史融资情况：进行两次二级市场融资.....	5
经营与财务分析：盈利能力和现金流稳健.....	6
公司利润-价格弹性被市场低估.....	8
成长路线清晰，新项目带来业绩增量.....	9
公司难处理矿冶炼技术国际领先，以回收率为核心竞争力.....	9
以冶炼为根基稳扎稳打，未来看新项目陆续投产带来的高成长性.....	10
小金属综合回收利用项目.....	11
湿法黄金冶炼废渣无害化处理项目.....	12
建德铜矿收购项目.....	13
其他远期项目.....	13
环保税变革之下，优质黄金冶炼企业价值有待重估.....	15
盈利预测和估值.....	18
预计公司 2019 年归母净利润为 4.61 亿元.....	18
给予公司 2019 年 22-24 倍 PE 和增持评级.....	20
风险提示.....	21
PE/PB – Bands.....	22

图表目录

图表 1：公司发展沿革.....	4
图表 2：公司股权结构（截至 2019 年 3 月 5 日）.....	5
图表 3：公司上市以来募集资金情况.....	5
图表 4：公司营业总收入和营业总成本.....	6
图表 5：公司归母净利润.....	6
图表 6：公司加权平均 ROE.....	6
图表 7：公司营业收入按产品构成.....	6
图表 8：公司毛利润按产品构成.....	6
图表 9：公司资产负债率和期间费用率.....	7
图表 10：公司部分资产和负债情况.....	7
图表 11：公司产品毛利率.....	7
图表 12：公司三类现金流净额情况.....	7
图表 13：公司经营性现金流净额和净利润.....	7
图表 14：公司资本开支及折旧摊销.....	7
图表 15：公司利润弹性不弱于矿山企业.....	8
图表 16：金价提升有望带动公司业绩增长.....	8

图表 17: 常见的黄金冶炼技术.....	9
图表 18: 公司技术发展路线	10
图表 19: 难处理金矿分类.....	10
图表 20: 公司近年黄金产销量相对平稳.....	10
图表 21: 公司近年银、电解铜、电解铅产量稳步上升	10
图表 22: 公司各类小金属产量预计	11
图表 23: 国内精铋价格.....	11
图表 24: 国内精锑价格.....	11
图表 25: 国内碲锭价格.....	11
图表 26: 国内二氧化硒价格	11
图表 27: 含碲、锑、硒的冶炼废渣被归为危险废物	12
图表 28: 我国精铋月产量 2017 年后整体下滑	12
图表 29: 我国精锑月产量近几个月出现下滑.....	12
图表 30: 公司排放指标基本逐年进步.....	12
图表 31: 公司收购建铜集团的相关信息	13
图表 32: 公司经营发展路径体现出较好的成长性.....	14
图表 33: 2018 年 1 月起应征收环保税的项目明细.....	15
图表 34: 混汞法和氰化法治炼黄金产生的废渣被列为危险废物.....	15
图表 35: 常见的破除黄金冶炼废渣中氰根的方法.....	16
图表 36: 2017 年后我国矿产金产量增速转负	17
图表 37: 我国单季度矿产金产量	17
图表 38: 公司盈利预测核心假设	19
图表 39: 国内黄金价格.....	19
图表 40: 国内白银价格.....	19
图表 41: 国内阴极铜价格.....	20
图表 42: 国内铅价格	20
图表 43: 可比公司 2019 年 Wind 一致性预期 PE	20
图表 44: 恒邦股份历史 PE-Bands	22
图表 45: 恒邦股份历史 PB-Bands	22

恒邦股份：黄金冶炼优质企业

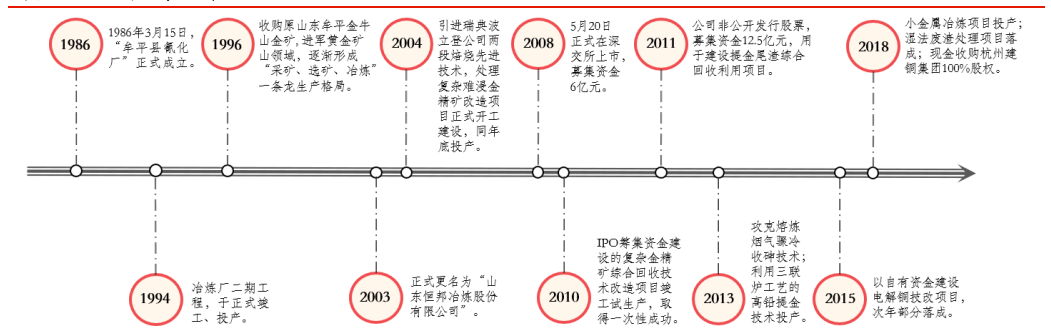
业务简介：致力于复杂金精矿处理

山东恒邦冶炼股份有限公司（以下简称“公司”）始建于1988年，1994年改制为股份有限公司，2008年5月在深交所上市。公司主要从事贵金属及伴生金属冶炼、黄金矿产采选、化工产品生产等业务，其中贵金属冶炼是公司最主要的业务。

公司冶炼业务处理常规金精矿较少，主要从事复杂金精矿的冶炼。目前公司日处理各类精矿近5000吨，每年具备黄金50吨、白银700吨、电解铜25万吨、硫酸100万吨的生产能力，并可综合回收铅、锌、镉、铋、钨、砷等有色金属和非金属。矿山业务方面，公司（不含子公司）拥有腊子沟、辽上等五座正在运行的矿山，年产矿产金1.4吨左右。此外，公司还控股多个国内外贸易公司，并全资控股威海恒邦化工、华铜矿业，控股栖霞金兴矿业65%股权，上述子公司从事化工产品、矿业采选等业务。

公司自成立以来，始终专注于主营业务矿山开采和冶炼，特别是复杂金精矿的冶炼。2004年，公司引进瑞典波立登公司两段焙烧先进技术，处理复杂难浸金精矿改造项目正式开工建设，同年12月竣工投产，两段焙烧技术也是当时国内领先的黄金冶炼技术。2008和2011年，公司分别进行IPO和定向增发，IPO项目复杂金精矿综合回收技术改造项目、定增项目提金尾渣综合回收利用项目分别于2010和2012年底试生产。近年，公司又先后开拓出熔炼烟气骤冷收砷、高铅金精矿处理等技术，并通过各类技术改造加强了电解铜、贵金属和多种小金属的回收能力。公司在2017年中国黄金协会公布的中国黄金十大冶炼厂中名列第一。

图表1：公司发展沿革

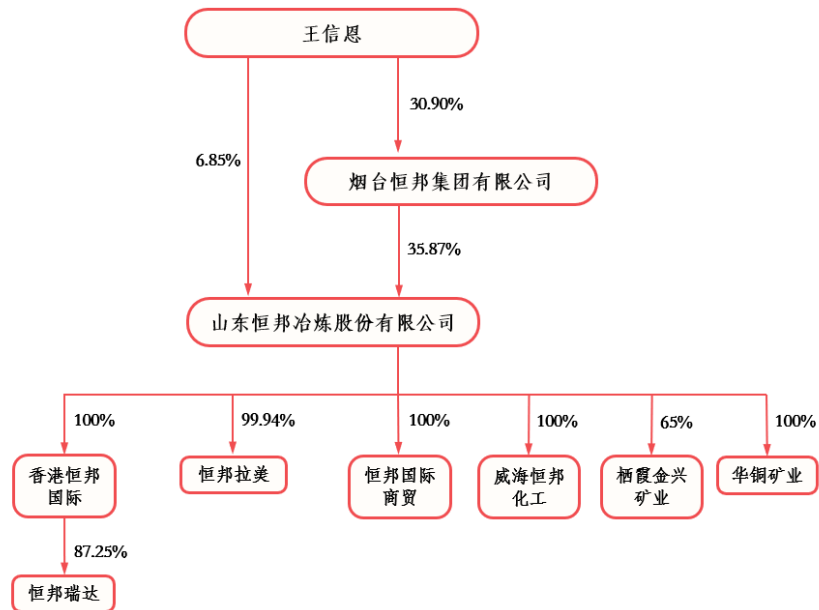


资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

目前，公司大股东是烟台恒邦集团有限公司，实际控制人是自然人王信恩。截至2019年3月5日，大股东恒邦集团持有公司35.87%股权，实控人王信恩持有公司6.85%股权，一致行动人王家好、张吉学、高正林各持有公司1.75%的股份。但公司3月5日公告，江西铜业股份有限公司拟以29.76亿元收购恒邦集团、王信恩、王家好、高正林、张吉学合计持有的29.99%公司股份（共2.73亿股，收购价格10.90元/股）。若收购完成，江西铜业将成为公司控股股东，公司实际控制人将变更为江西省国资委；恒邦集团、王信恩、王家好将分别持有公司11.53%、5.14%、1.31%股权，张吉学和高正林将不再持有公司股份。

根据江西铜业公告，如完成对公司的收购，其将在60个月内努力解决与公司的同业竞争问题，包括但不限于将优质资产优先注入公司。江西铜业拟以公司作为集团黄金板块发展平台，为公司发展提供支持。我们认为若交易最终完成，公司长期发展将迎来有力的支援，同时公司原大股东的股权质押压力也将得到明显缓解。但由于本次交易需经相关部门批准与审核，尚存在不确定性，我们在本报告后文的分析中暂不考虑其对公司经营等活动的具体影响。

图表2： 公司股权结构（截至2019年3月5日）



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所（注：江西铜业收购事项尚未完成）

历史融资情况：进行两次二级市场融资

通过市场募资方面，公司2008年IPO项目共募集资金净额6.10亿元，其中4.90亿元用于复杂金精矿综合回收技术改造项目，1.20亿元用于补充流动资金。2011年，公司完成定增，募集资金净额12.53亿元，主要投入提金尾渣综合回收利用项目（6.75亿元）、收购金兴矿业55%股权（1.11亿元）、多个矿山采选系统改造项目（2.87亿元）以及补充流动资金（1.80亿元）。其他募资方面，上市以来公司分别于2012年10月和2018年4月通过公司债和定向工具募集资金11亿元和1亿元，主要用于偿还银行贷款和补充流动资金。此外，2015年公司原拟定增20.96亿元，用于阴极铜技术改造项目（15.66亿元）和补充流动资金（5.3亿元），但其后终止（后以自有资金建设并部分投产）。

图表3： 公司上市以来募集资金情况

募集资金方式	项目	相关信息
IPO（2008.5）	发行股本	2400万股
	募集资金净额	6.10亿元
	募集资金用途	5.10亿元用于复杂金精矿综合回收技术改造，1.10亿元补充流动资金
定向增发（2011.8）	发行股本	3600万股
	募集资金净额	12.53亿元
	募集资金用途	6.75亿元用于提金尾渣综合回收利用项目、1.11亿元用于收购金兴矿业55%股权、1.80亿元用于补充公司流动资金、2.87亿元用于矿山采选系统改造项目
公司债（2012.10）	募集资金净额	11.00亿元
	募集资金用途	偿还银行贷款和补充流动资金
定向债务融资工具（2018.4）	募集资金净额	1.00亿元

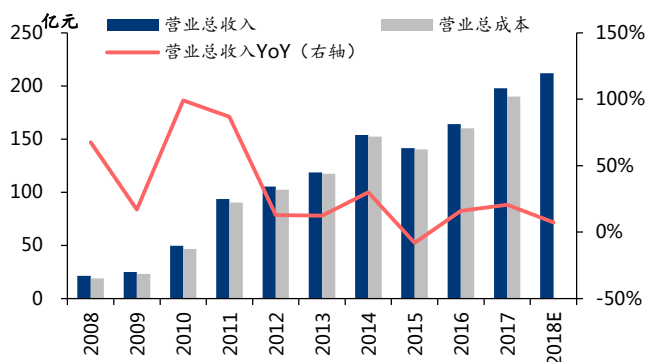
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

2017年7月12日，公司实施了第一期员工持股计划，通过二级市场购买的方式，以10.61元/股的均价累计购买4551万股公司股票，约占公司总股本的4.99%，员工持股计划锁定期一年。2018年9月19日，公司公告称，员工持股计划所持有的股票已全部出售完毕，本次计划实施完毕并终止。

经营与财务分析：盈利能力和现金流稳健

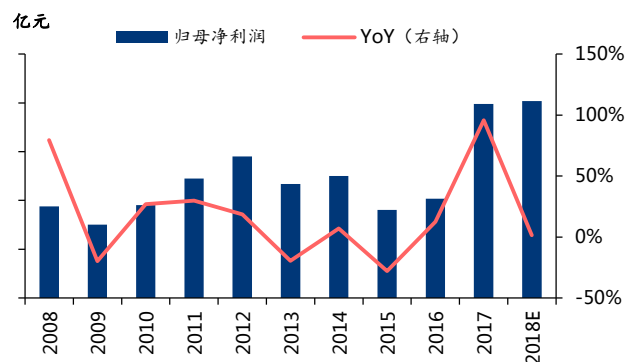
2017年，公司实现营业收入197.75亿元，归母净利润3.98亿元，加权平均ROE为9.10%（追溯调整后的数据）。根据公司2019年2月27日发布的2018年度业绩预告，公司2018年实现营业收入212.01亿元，同比增长7.21%；归母净利润4.04亿元，同比增长1.49%；加权平均ROE为9.10%，同比下降0.43个百分点。公司营收和毛利润主要来源于黄金，但2015年来白银和电解铜的贡献提升，是利润整体水平增长的主要原因。主要因为公司扩充对应金属的产能，并通过自有资金和贷款建设一部分终止的定增项目（2015年的阴极铜技术改造），项目建成后公司的电解铜生产能力和贵金属回收能力提升。

图表4：公司营业总收入和营业总成本



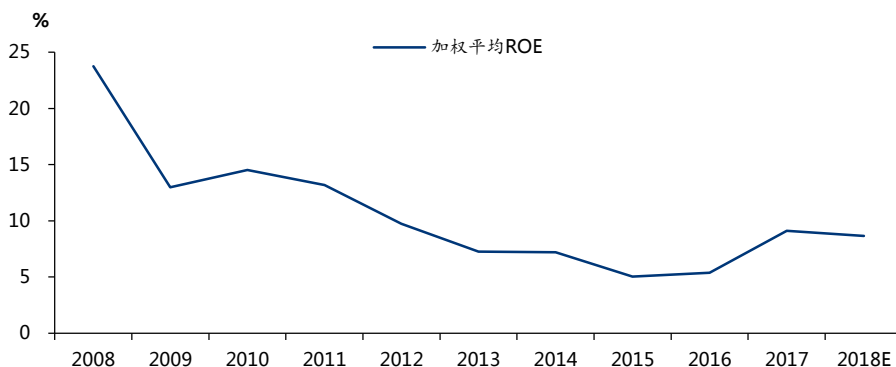
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所（注：2018年数据来自业绩预告）

图表5：公司归母净利润



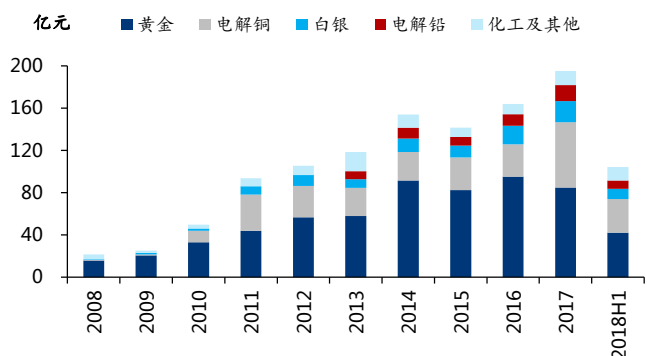
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所（注：2018年数据来自业绩预告）

图表6：公司加权平均ROE



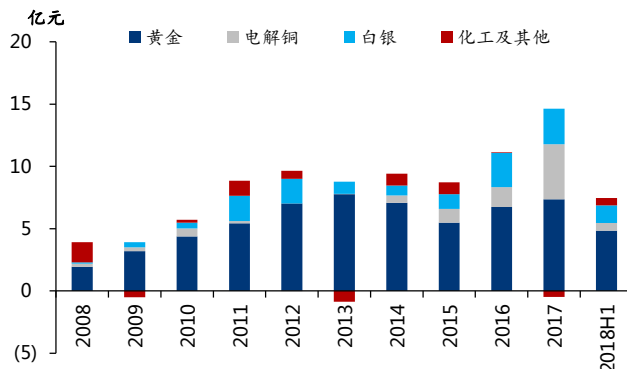
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所（注：2018年数据来自业绩预告）

图表7：公司营业收入按产品构成



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

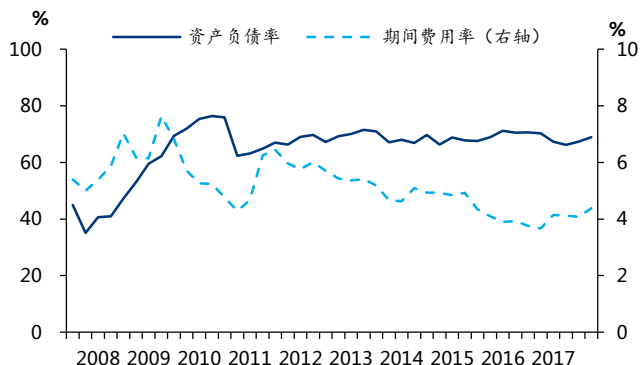
图表8：公司毛利润按产品构成



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

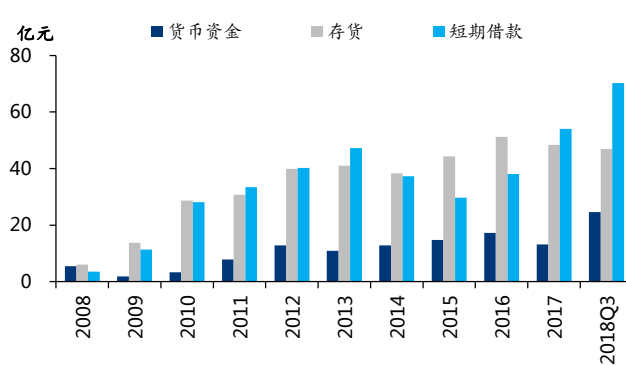
公司财务质量比较理想。公司资产负债率虽然保持在偏高的67%左右，但负债主要为短期借款，长期借款很少，货币资金加原料、产品存货基本可以覆盖借款。公司对费用管控较严格，期间三项费用率逐年下降至目前的4%左右。2015年来，受到贵金属价格上涨和产品回收率进一步提升的影响，公司贵金属（金和银）产品的毛利率整体呈现上行走势，盈利能力增强。此外，公司现金流相对充裕。2014年至18年前三季度，公司经营性现金流净额均高于净利润水平，应收账款较少，显示实际盈利的质量较高。公司2014年至18年前三季度的投资性现金流净额均为负，流出的现金基本用于构建固定资产、无形资产和其他长期资产，表示公司正处于扩张发展期。

图表9：公司资产负债率和期间费用率



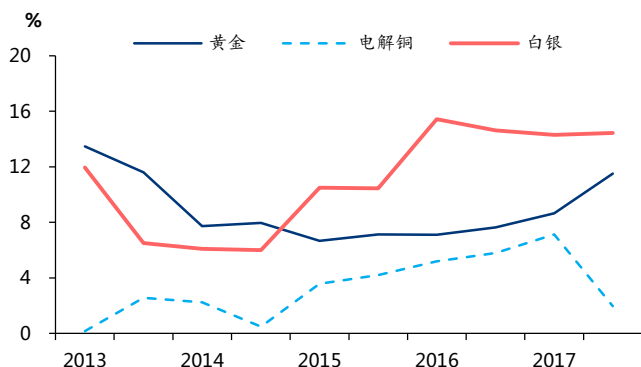
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表10：公司部分资产和负债情况



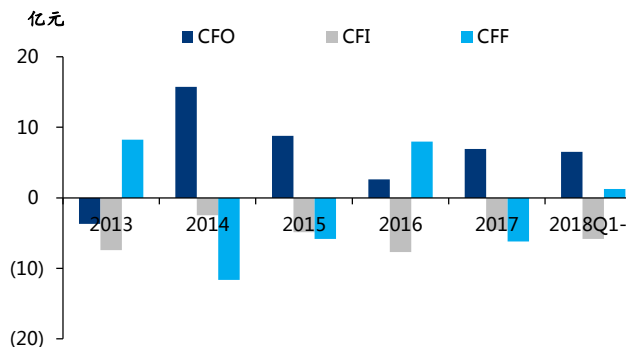
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表11：公司产品毛利率



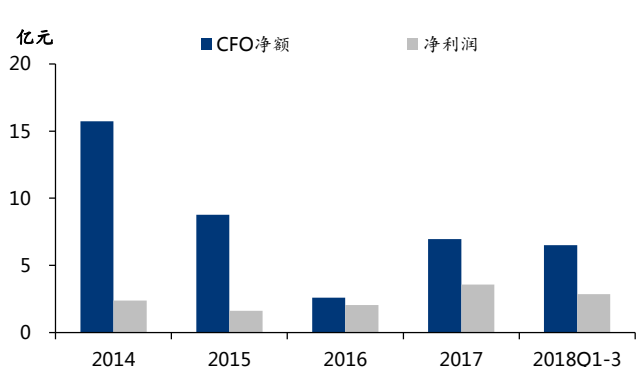
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表12：公司三类现金流净额情况



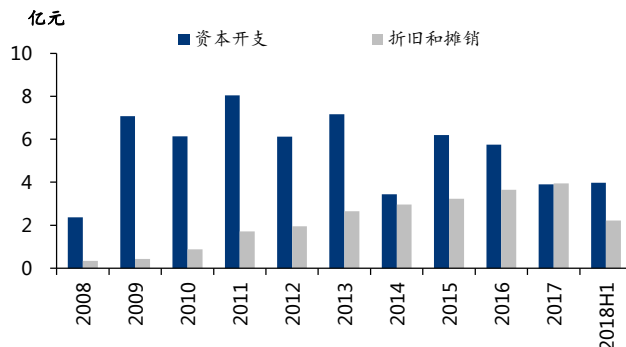
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表13：公司经营性现金流净额和净利润



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表14：公司资本开支及折旧摊销



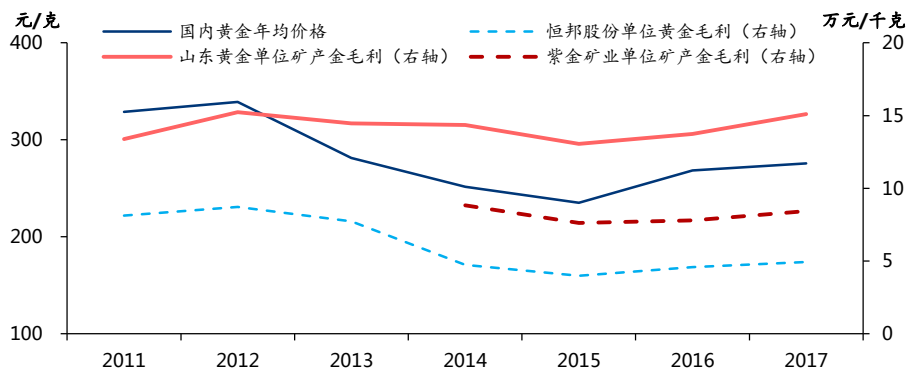
资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

公司利润-价格弹性被市场低估

作为冶炼企业，市场传统认知是公司以赚取贵金属加工费为利润来源，业绩弹性和看点均有限。但实际上，贵金属冶炼企业的定价模式不同于基本金属的加工费（TC/RC）模式，是以折扣系数为基础，即贵金属企业的原材料中，只有固定的一部分金属是计价的。举例来说，一批原材料中含有1吨黄金，折扣系数若为90%，则冶炼企业购入的原材料成本是0.9吨黄金，若企业回收率达到95%，则5%的差值（0.05吨黄金的价值）就是公司自身所赚到的利润。因此贵金属冶炼企业可以视为拥有高成本的自产金，但仍然享有利润-价格弹性。贵金属冶炼企业的技术实力越强，其回收率越高，同时能处理越复杂的矿粉原料（计价折扣系数越低），从而拥有越大的盈利能力和利润-价格弹性。

与大多数常规黄金冶炼企业不同，公司自建立之初就定位于专业黄金冶炼企业，技术实力雄厚，致力于难处理的多元素复杂金精矿冶炼，较少从事易处理金精矿冶炼。作为冶炼企业，公司单位黄金产出的毛利不可避免地低于矿山企业，但公司毛利随金价变动的利润弹性并不明显弱于矿山企业。这得益于公司良好的成本管控以及高金属回收率、赚取高价差的能力。

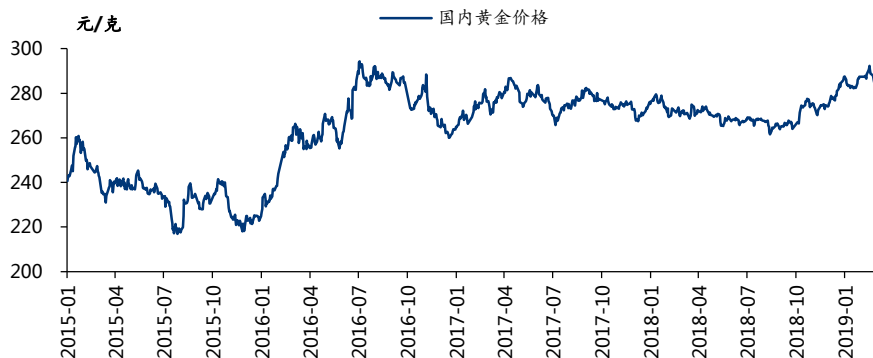
图表15：公司利润弹性不弱于矿山企业



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

2018年四季度初以来，海外金价受美国经济增速预期放缓、美联储货币政策出现宽松信号的影响，价格从不足1190美元/盎司已上升到目前1300美元/盎司附近，带动国内金价从264元/克上涨至280元/克左右。受益于公司的利润-价格弹性，金价中枢提升有望带动公司业绩出现超市场预期的增长。

图表16：金价提升有望带动公司业绩增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

成长路线清晰，新项目带来业绩增量

公司难处理矿冶炼技术国际领先，以回收率为核心竞争力

根据《金银提取冶金》的介绍，历史上黄金冶炼的主流处理工艺经历了混汞法、氰化法等方法。受制于技术的粗糙性和汞污染，美国、中国等国都已禁止混汞法生产，现在全世界大范围使用的方法是氰化堆浸，辅以浮选和锌置换等工艺来湿法冶炼黄金，目前我国氰化法生产黄金的比例占到60%以上。

但根据《现代黄金冶炼技术》的介绍，由于难处理金矿中金浸染粒度细或表面有砷等杂质包覆，直接氰化法的金浸出率不足80%，该方法并不适用，往往需要通过焙烧、加压、细菌氧化、化学氧化等预处理后再进行氰化。而目前全球范围内高品位精矿随开采日渐减少，难处理金矿储量占比高达60%，全球约1/3的黄金来自于难处理矿，且这一比例有进一步提升的趋势。因此，我国下游冶炼企业对难处理的复杂金精矿加工能力有限，大多数使用直接氰化法进行黄金冶炼的企业未来将面临更多的技术和工艺难题。

图表17：常见的黄金冶炼技术

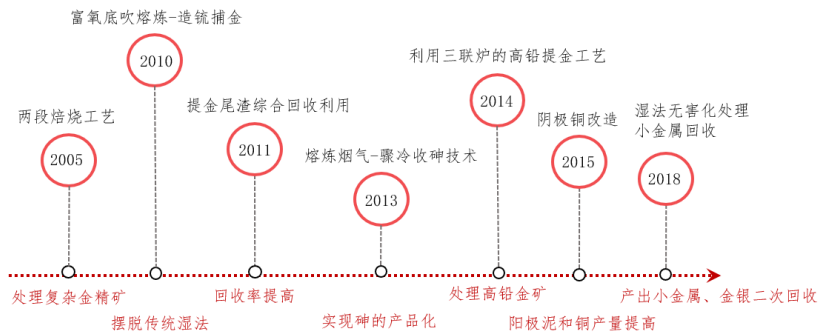
技术出现时间	方法	细分类	原理	优势	劣势
1000 B.C.	混汞法	-	金粒被汞选择性的润湿，与其他金属矿物分离	易操作，低成本	汞有毒且污染环境
19世纪中期	氰化浸出法	锌置换、吸附法等	金在含有氧的氰化物溶液中溶解，再进行还原和提炼	成本低，易操作，提金周期短	氰化物有毒，污染环境，难以处理复杂矿
19世纪后期	非氰化浸出	硫脲法、硫代硫酸盐法、氰化法等	不用氰化钠而采用其他非氰化试剂浸出金	回收率较高，浸出速度快	普遍成本高，硫脲法和氰化法有毒害
1980 s	复杂矿处理	焙烧氧化法	焙烧利于金与氰化物接触	工艺成熟，适合规模优势企业	提金周期长，有一定气体污染
		加压氧化法	高温高压下，加入酸或碱分解硫化物，使金暴露	污染小，黄金回收率高	提金周期长，工艺控制要求严格，难操作
		微生物氧化法	在酸性条件下利用微生物氧化去除硫和砷，使金暴露	污染小，投资成本低	适用范围偏窄，不能回收砷
2010 s	综合提取法	造钽捕金等	熔融态下贱金属作为捕集剂，使贵金属原子进入熔钽	适用于复杂矿，能源消耗不高	冶炼渣含铜较高，对设备结构要求高

资料来源：《金银提取冶金》，冶金工业出版社，华泰证券研究所

公司一直专注于难处理金精矿的冶炼，上市前后依次引入了两段焙烧、富氧底吹熔炼-造钽捕金、熔炼烟气-骤冷收砷、三联炉法冶炼高铅矿等复杂金精矿冶炼技术，每次技术革新均为当时全世界的顶尖技术和国内首家应用该技术的企业。特别是公司的造钽捕金和骤冷收砷技术解决了传统湿法工艺中的氰化尾渣和含砷污酸问题、提高了金和其他金属的回收率、解决了对黄金冶炼造成最大干扰的砷元素的分离问题，属于黄金冶炼行业重大技术创新。

图表18: 公司技术发展路线

7条传统湿法——两段焙烧+骤冷收砷，产能占比约20%
 黄金冶炼火法系统——富氧底吹熔炼-造钼捕金、三联炉高铅提金等
 生产线：可年产黄金50吨、白银700吨、电解铜25万吨



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司复杂金精矿多数自外部采购，原料来自国内外各地，其中海外原料占比超过50%。公司所采购原料复杂程度较高，若根据北京矿冶研究总院对难处理金矿的分类（中等难处理、复杂难处理、高度难处理），并根据公司回收的副产品含有较多的铋、碲、铊来推断，公司冶炼原料主要为高度难处理金矿，价格折扣相对最大。

图表19: 难处理金矿分类

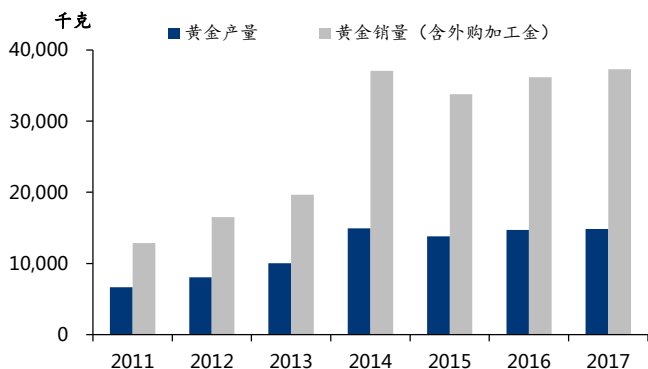
分类	特征
中等难处理矿石	金以微细粒和显微形态包裹于脉石矿物及有害杂质中的含金矿石。特征为金属硫化物含量少，约为1%-4%，嵌布于脉石矿物晶体中的微细粒金占到20%-30%。采用常规氰化提金或浮选法浮集，金回收率均较低。
复杂难处理矿石	含砷3%以上，含碳1%-2%，含硫5%-6%，含铋0.5%-5%。采用常规氰化提金工艺，金浸出率为20%-50%，且消耗大量氰化钠；采用浮选工艺富集时，虽能获得较高品位，但精矿中含砷、碳、铋等有害元素较多，影响后续提金工艺。
高度难处理矿石	金银多与铅-铋硫化物和含铋的硫砷铜矿物共生，以合金化合物形式（如银金矿、金碲化合物、AuSb ₂ 和Au ₂ Bi等）形成化学包裹。

资料来源：北京矿冶研究总院，华泰证券研究所

以冶炼为根基稳扎稳打，未来看新项目陆续投产带来的高成长性

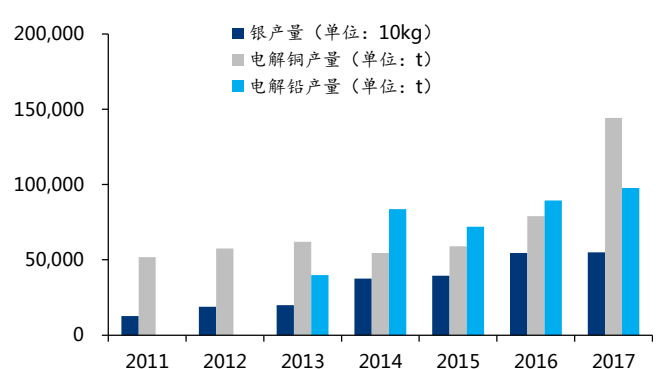
公司的业务发展理念是原料综合价值回收，最大化利用原料价值。例如遍历公司过去几年的经营和业绩数据，我们发现伴随着各项技改和新建项目的落实，尽管公司黄金产量相对稳定，但原料中的其他金属，如银和铜的回收率提升，其产量也出现了明显增长，并为公司贡献了较显著的业绩增量。简单地讲，公司的黄金冶炼与其他金属冶炼业务相辅相成，在技术工艺完善的情况下，公司可以通过调整原料配方，来最大化地实现多金属回收的目的。未来公司将在多个项目上继续发力，有望实现更全面的综合价值回收体系。

图表20: 公司近年黄金产销量相对平稳



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所（注：黄金产量包含自产矿山金和冶炼金，销量中还包含外购精炼金）

图表21: 公司近年银、电解铜、电解铅产量稳步上升



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

小金属综合回收利用项目

公司2018年2月公告，拟投资建设稀贵金属资源综合回收利用技术改造项目。2018年三季度，公司首期投资2.3亿元建设的扩大阳极泥处理量和小金属生产系统开始投产。目前公司除金、银、铜、铅等常规产品外，还可实现铋、碲、锑白、二氧化硒、铂、钯等产品的生产。由于这些小金属在复杂金矿粉中大多不计价，其回收和产品化可以显著增厚公司利润。目前公司所采购原料中部分小金属元素含量可能有限，大多未实现满产，未来若公司原料来源进一步拓宽，存在进一步释放业绩的空间。根据本报告末的盈利预测模型，我们估算公司小金属项目2018年营收在9000万元左右，19年有望达到1.5亿元左右，毛利率约为50%。

图表22： 公司各类小金属产量预计

项目	主要应用领域	产量(2018)	产量(2019E)
精铋	冶金添加剂、医药、半导体和超导材料	180吨	500吨
锑白	颜料、阻燃剂等化工用途，以及生产精锑	1300吨	2500吨
碲锭	冶金、光伏和半导体、化工和催化剂	10吨	10吨
二氧化硒	电解锰、化肥、化工、生产高纯硒	100吨	120吨
海绵钯	航空航天、催化剂、合金、首饰和投资	40千克	50千克
海绵铂	催化剂、合金、首饰和投资	15千克	20千克

资料来源：亚洲金属网，公司公告，华泰证券研究所

图表23： 国内精铋价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24： 国内精锑价格



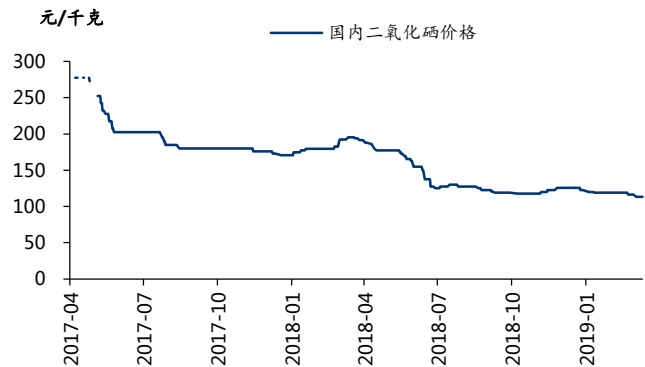
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25： 国内碲锭价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26： 国内二氧化硒价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所

小金属价格方面，我们认为在2017年以来环保重压的环境下，锑、铋等多个品种的生产都面临较严格的行政管控，其价格中枢难以大幅下跌。此外上述小金属多数有毒，环保部新版《国家危险废物名录中》明确纳入了碲、锑、硒的冶炼后端废物，产出这些小金属的熔渣亦需上缴1000元/吨的环保税。若政策严格执行，专门从事这些小金属熔炼的企业可能因面临更高的成本压力而停产或减产，或者环保税直接推高金属价格。公司的小金属全

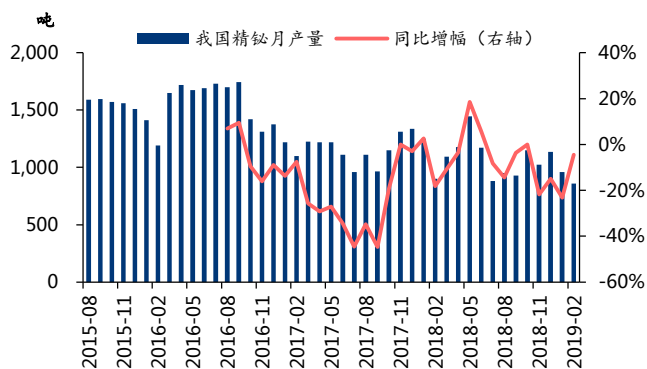
部为回收的副产品，一方面基本没有原料成本且产线灵活，初始利润空间大；另外公司本身环保和废渣处理比较到位，预计不会过多受到环保税征收影响，若未来环保政策收紧导致小金属价格上涨，公司或以受益为主。

图表27：含砷、镉、硒的冶炼废渣被归为危险废物

项目	细分项目	危险废物名单
含砷废物	基础化学原料制造	砷及其化合物生产过程中产生的熔渣、集（除）尘装置收集的粉尘和废水处理污泥
含镉废物	基础化学原料制造	镉金属及粗氧化镉生产过程中产生的熔渣和集（除）尘装置收集的粉尘氧化镉生产过程中产生的熔渣
含硒废物	基础化学原料制造	硒及其化合物生产过程中产生的熔渣、集（除）尘装置收集的粉尘和废水处理污泥
有色金属冶炼废物	常用有色金属冶炼	铅锌冶炼过程中，提取金、银、铋、镉、钴、钨、锑、碲等金属过程中产生的废渣

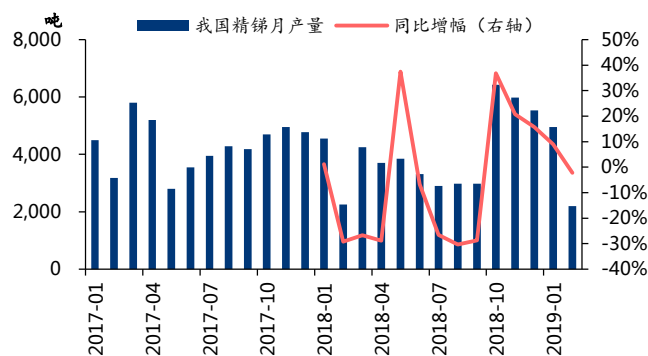
资料来源：环保部《国家危险废物名录》，华泰证券研究所

图表28：我国精铋月产量 2017年后整体下滑



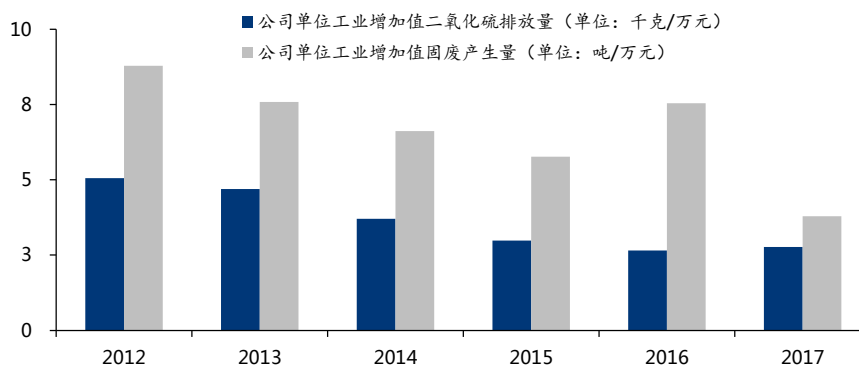
资料来源：亚洲金属网，华泰证券研究所

图表29：我国精铟月产量近几个月出现下滑



资料来源：亚洲金属网，华泰证券研究所

图表30：公司排放指标基本逐年进步



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

湿法黄金冶炼废渣无害化处理项目

公司 2017 年 8 月公告，为解决氰化尾渣堆放和环境安全问题，公司拟采用侧吹熔炼炉技术对湿法黄金冶炼废渣进行无害化处理，并综合回收其中的金银等有价值元素，项目总投资 2.6 亿元，建成后每年可回收贵金属合金 2416 吨，其中含金 420 千克、银 6.3 吨。公司预计项目年销售收入约 1.86 亿元，净利润约 3909 万元。公司该项目是对黄金冶炼废渣的再提取，故原料成本较低（仅含再次冶炼时配矿所需的原料，主要金属原料在初次冶炼时已经计算过一次）而利润率高。2018 年 11 月，该项目已经开车运行，我们预计其在 2019 年及今后将为公司贡献可观的业绩增量。

建德铜矿收购项目

公司2018年12月以现金5亿元收购了恒邦集团持有的杭州建铜集团有限公司100%股权，涉及建德铜矿采矿权和2个探矿权。建德铜矿主要开采方式为地下开采，矿石生产规模10.23万吨/年，2017年和2018上半年，建铜集团分别实现营业收入3.17和1.31亿元，分别实现净利润3636和2592万元。收购建铜集团将有助于公司增加自有金属产量，铜精矿来源的扩大也有助于配合公司冶炼工艺，提升冶炼系统的运行效率。由于公司采用现金收购方式，收购直接增厚了公司EPS。需注意的是，此次收购是同一实控人下的企业间收购，故公司2018年归母净利润已包含了建德铜矿全年的净利润，并且公司2017年业绩也相应进行了回溯调整。

图表31：公司收购建铜集团的相关信息

项目	2017	2018H1
建铜集团营业收入(亿元)	3.17	1.31
建铜集团净利润(万元)	3636	2592
建德铜矿铜产量(吨)	2883.19	1391.17
建德铜矿金产量(千克)	59.85	26.42
建德铜矿银产量(千克)	8169.71	3691.64
建德铜矿锌产量(吨)	1324.02	918.72
建德铜矿硫产量(吨)	47707.95	17168.19
建德铜矿生产成本(元/吨矿)	330.39	360.14
建德铜矿完全成本(元/吨矿)	657.90	699.53
建德铜矿保有资源储量	- 矿石量215.91万吨，铜4.72万吨，锌3.51万吨，纯硫23.78万吨，银76.27吨，金430.31千克	
建德铜矿矿物平均品位	- 铜2.19%，锌1.63%，硫11.02%，银35.32g/t，金0.20g/t	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

其他远期项目

1、小金属高纯材料项目

2018年6月，山东省政府发布了《关于公布第一批化工园区和专业化化工园区名单的通知》，确定了第一批化工园区和专业化化工园区名单，公司所在的烟台市牟平区恒邦冶金化工循环产业园区通过认定。2018年9月，公司发布公告表示，拟以自有资金出资1亿元，在牟平恒邦化工产业园内设立全资子公司烟台恒邦高纯新材料有限公司，拟从事高纯砷、高纯锑、高纯碲、高纯铋、砷化镓、砷化铟、锑化镓等高纯材料和半导体材料的生产及销售。公司计划2019年形成高纯金属产品，我们认为未来该业务规模化成熟生产后，公司产品附加值和盈利能力将进一步提升。

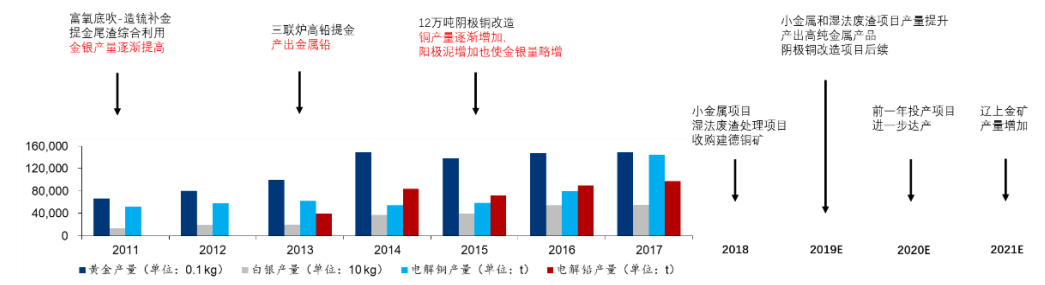
2、阴极铜技改后续项目

2015年公司原拟定增15.66亿元用于阴极铜技术改造项目，但其后由于定增终止，阴极铜项目公司转为使用自有资金和银行贷款实施。2016年该项目电解车间落成，17年电解车间完全达产，新增电解铜产能10万吨，同时增加了一定阳极泥(含金、银)产量。本项目后续为另外10万吨电解铜产能，公司计划2019年开始投产，投产后公司铜的生产能力将有较大幅度增加，此项目配合湿法废渣处理项目，公司金和银的产量也将有所增长。项目完成后，公司铜产品的品质也将由电解铜提升为高纯阴极铜。

3、辽上金矿扩建

公司目前拥有16个金矿采矿权和21个探矿权，探明黄金储量约112吨。公司本部具有每年约1.4吨矿山金的生产能力，产出于辽上、腊子沟、东道口、福祿地、哈沟山五座矿山。其中辽上金矿的生产能力有望在远期大幅提升。公司2015年通过探矿活动，在辽上金矿深部及外围新增金矿石量2072万吨，金金属量69吨，平均品位3.33克/吨，增强了资源保障能力。公司目前正在积极办理对应的辽上金矿新采矿权，办理完成后将进行产能扩建的基建工作，2021年辽上金矿的出矿能力有望从现在的12万吨提升至90万吨，公司整体出矿能力有望由40万吨左右升至约120万吨，公司矿产金产量和盈利能力有望提升。

图表32： 公司经营发展路径体现出较好的成长性



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

环保税变革之下，优质黄金冶炼企业价值有待重估

2018年，黄金冶炼行业格局迎来重大转变，中长期看公司有望受益于环保政策。2016年12月25日，《中华人民共和国环境保护税法》（以下简称“法案”）获得通过，法案规定直接向环境排放应税污染物的单位和生产经营者应依照规定缴纳环境保护税，原排污费不再征收。环境保护税按月计算，按季申报缴纳，法案自2018年1月1日起执行。法案中明确，排放固体废物分类中的危险废物需缴纳1000元/吨的环保税，而普通固体废物如尾矿、冶炼渣、炉渣等需缴纳15-25元/吨的环保税，危废和一般固废纳税额差别较大。

图表33：2018年1月起应征收环保税的项目明细

税目	细分项目	计量单位	税额
大气污染物	-	每污染当量	1.2元至12元
水污染物	-	每污染当量	1.4元至14元
固体废物	煤矸石	每吨	5元
	尾矿	每吨	15元
	危险废物	每吨	1000元
	冶炼渣、粉煤灰、炉渣、其他固体废物（含半固体、液态废物）	每吨	25元
噪声	工业噪声	超标1-3分贝	每月350元
		超标4-6分贝	每月700元
		超标7-9分贝	每月1400元
		超标10-12分贝	每月2800元
		超标13-15分贝	每月5600元
		超标16分贝以上	每月11200元

资料来源：生态环境部《中华人民共和国环境保护税法》，华泰证券研究所

最新版《国家危险废物名录》中，含氰、含汞废物均被认定为危险废物，其中就包括采用氰化物进行黄金选矿过程中产生的氰化尾渣和含氰废水处理污泥、混汞法提金工艺产生的含汞粉尘和残渣。根据评估，湿法冶炼工艺下，每吨黄金产量（平均投矿品位20克/吨）将产生约29000吨的氰化物危险固废。环保税严格实施后，我国湿法冶炼工艺下的黄金生产成本将提升29元/克金。对于一般湿法冶炼企业而言，特别是对于以易处理金矿为主要原料的冶炼企业和中小型企业，这样幅度的成本提升将直接使其亏损。如果再考虑氰化物转为危废后涉及的尾矿库和排渣场整改、征地建设新尾矿库、环评等操作，湿法冶炼企业的成本和生产将面临更严峻的考验。

图表34：混汞法和氰化法冶炼黄金产生的废渣被列为危险废物

项目	细分项目	危险废物名单	
热处理含氰废物	金属表面处理及热处理加工	使用氰化物进行金属热处理产生的淬火池残渣	
		使用氰化物进行金属热处理产生的淬火废水处理污泥	
		含氰热处理炉维修过程中产生的废内衬	
		热处理渗碳炉产生的热处理渗碳氰渣	
		金属热处理工艺盐浴槽釜清洗产生的含氰残渣和含氰废液	
含汞废物	贵金属矿采选	氰化物热处理和退火作业过程中产生的残渣	
		混汞法提金工艺产生的含汞粉尘、残渣	
		采用氰化物进行黄金选矿所产生的氰化尾渣和含氰废水处理污泥	
		金属表面处理及热处理加工	使用氰化物进行浸洗过程中产生的废液
		非特定行业	使用氰化物进行表面硬化、碱性除油、电解除油产生的废物
无机氰化物废物	贵金属矿采选	非特定行业	使用氰化物剥落金属镀层产生的废物
		非特定行业	使用氰化物和双氧水进行化学抛光产生的废物
		非特定行业	

资料来源：环保部《国家危险废物名录》，华泰证券研究所

2017年1月和2018年3月，工信部和环保部分别发布《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》和《黄金行业氰渣污染控制技术规范》，强调黄金冶炼行业氰化物处理的重要性，并明确黄金冶炼氰化物废渣处理过程中的各项技术标准。根据中国黄金网的报道，目前国内至少60%的黄金冶炼产能涉及氰化工艺，生产中矿石氰化处理后几乎100%转变为氰化尾渣，每年全国氰化尾渣产生量约1亿吨（含低品位氰化堆浸尾渣约7000万吨），环保税

规定若严格执行，将使黄金行业每年缴纳约 1000 亿元税款。而 2016 年，我国黄金行业采用氰化提金工艺的企业实现利润仅为 46 亿元，远不足以缴纳税费。部分环保严重不达标企业、小型黄金冶炼企业已经受影响而停产。

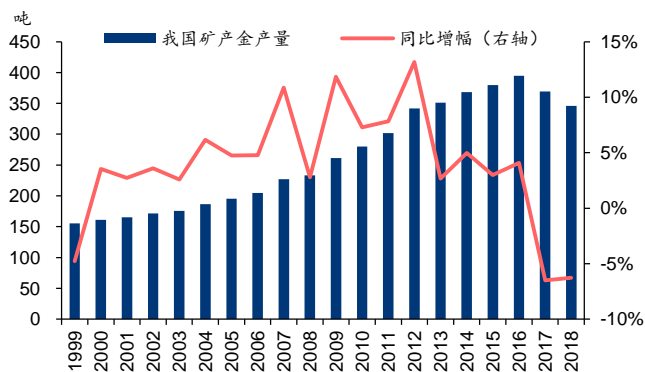
根据我们的调研，目前大中型企业或环保能力较强的黄金企业暂时多通过各种含氰废水治理技术（“破氰”），力求将其毒性降低，从而转危废为一般固废，达到避免巨额环保税的目的。但我们认为，一方面上述处理技术也有一定设备和工艺门槛，非所有湿法企业都能掌握；第二处理也需要额外的成本，小型湿法企业面临较高的环保成本；第三破氰处理反应若不完全，氰根可能不会被彻底根除从而依旧有污染隐患；第四环保政策若未来更加严格执行，湿法冶炼企业可能难以避免必须交税的局面。综合上述原因，我们判断此次环保税政策出台势必影响一部分湿法冶炼企业，行业部分产能关停和减产在所难免。事实上，2017 年后我国黄金产量已出现同比明显下滑，与此不无关系。

图表35：常见的破除黄金冶炼废渣中氰根的方法

技术	原理	优势	劣势	实践举例
氰化法	氰化物被氯气氧化为氯气和碳酸盐	反应速度合适，基建和设备投资额低	试剂消耗量大，铁和亚铁氰化物无法破坏	河北金厂峪金矿
空气-SO ₂ 法	氰根被空气-SO ₂ 氧化为氰酸根，再水解为碳酸根	操作简单，安全可靠，试剂消耗与费用低	反应速度缓慢	招远黄金冶炼厂
过氧化氢氧化法	氰根被过氧化氢氧化为氰酸根，再水解为碳酸根	反应迅速，不产生有毒物质	只适用于处理低浓度含氰废水	三山岛金矿
臭氧氧化法	氰根被臭氧氧化为氯气	操作简单，自动化程度高	成本高，电耗高，不能除去铁氰配合物	-
硫酸亚铁法	用硫酸亚铁将氰化物转变成沉淀 Fe ₄ [Fe(CN) ₆] ₃	操作相对方便	反应条件苛刻且普鲁士蓝沉淀不稳定	-
电解氧化法	直流电场下氰根最终部分变为铵与碳酸根	操作相对方便	不能消除亚铁氰化物	-
酸化回收法	使 HCN 从液相中吹脱，再用碱液吸收，循环利用	药剂来源广，价格低，可回收大部分金属	处理低浓度氰化物废液时不经济，需二次处理	招远金矿
吸附法	用活性炭或金属螯合剂的吸附作用除氰	成本合适，易操作	依赖于吸附剂和溶液中金的浓度梯度	澳大利亚 Gabanintha 金矿
离子交换法	阴离子交换树脂吸附阴离子形式的氰配合物	净化效果好，氰化物能降到很低的水平	树脂价格高，容易被金属沉淀物堵塞，操作复杂	霍姆斯克特矿业
催化氧化法	使用催化剂，用氧气或空气将氰氧化为碳酸铵	成本低，能回收废水中的贵金属，无二次污染	处理能力弱，吸附床易堵塞，活性炭使用寿命短	-
溶液萃取法	利用胺类萃取剂萃取有害氰化物	操作简单，不污染环境	成本高，只适用于高浓度含氰废水	莱州黄金冶炼厂
膜处理法	利用液膜和液体不相容性分离氰化物	效率高，速度快	成本高，投资高，只适用于低浓度废水	-
微生物法	利用微生物将氰化物氧化为二氧化碳和氨	可以同时处理氰化物、硫氰化物和重金属	设备复杂，投资高，只能处理低浓度废水	-
自然降解法	借助物理、化学及光的分解作用将氰化物解离	不需要机械设备，不需添加任何试剂	消耗时间长	-
氰化废水循环	内部利用氰化废水	实现资源综合利用	未根治氰化污水	紫金矿业

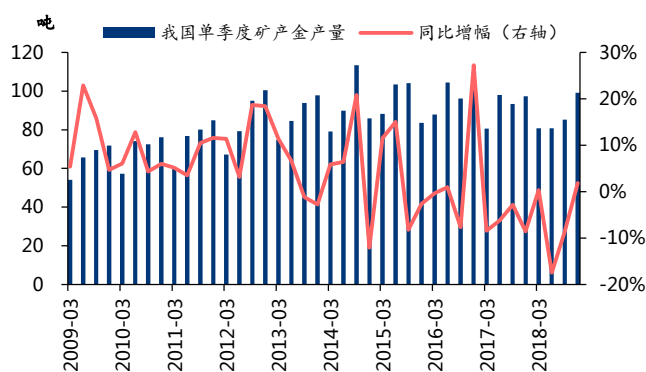
资料来源：《现代黄金冶炼技术》，冶金工业出版社，华泰证券研究所

图表36: 2017年后我国矿产金产量增速转负



资料来源: Wind, 中国黄金协会, 华泰证券研究所

图表37: 我国单季度矿产金产量



资料来源: Wind, 中国黄金协会, 华泰证券研究所

我们认为部分湿法冶炼产能的退出将使得行业内环保达标的非湿法产能显著受益。不排除随着环保日趋严格执行, 湿法冶炼厂生产受到影响, 具有处理能力的冶炼产能有限, 部分矿山企业的矿粉销路不畅从而折扣更低(相当于通过市场变相缴税), 对达标的冶炼企业构成利好。特别是对于难处理金矿市场, 目前常见的焙烧、加压、细菌氧化、化学氧化等方法都仅是在预处理阶段消除砷和硫包裹, 最终仍需依赖氰化物浸出黄金。国内难处理矿的冶炼能力可能在环保压力下变得更加有限。

公司作为国内技术和环保领先的火法冶炼企业, 湿法产能不足 20%, 显著低于同行业冶炼企业的水平, 且这部分产能属于公司内部相对老旧的产能, 效益贡献能力不及新技术产线。若严格执行环保政策, 公司受不利影响的程度不会很大, 即便这部分产能关闭, 所受到的不利影响也将小于冶炼和矿山行业之间利润再分配给公司带来的积极影响(若环保税未严格执行, 对公司也没有消极影响)。考虑到行业内火法和湿法所使用设备、流程和人员技能区别较大, 湿法企业短期或难以切换工艺。并且难处理金矿对技术要求偏高, 我们认为公司在环保大潮中有望收获更高的行业地位和利润空间。

盈利预测和估值

预计公司 2019 年归母净利润为 4.61 亿元

公司每年矿产金产量约 1.3-1.4 吨，我们假设 2018-19 年公司矿产金均为 1.3 吨，2020 年为 1.4 吨（辽上金矿扩建暂未投产）；公司 2015-17 年报中披露的黄金产量（含自产金）均值在 14.5 吨，剔除 1.3-1.4 吨的自产金后，冶炼金在 13.2 吨左右，我们假设 2018 年公司冶炼金产量 13.2 吨，2019-20 年，在 2018 年 11 月公司富氧侧吹黄金冶炼废渣处理项目落成后，我们保守预计每年公司冶炼金产量将提升 0.6-0.8 吨，分别达到 13.8 和 14.5 吨。公司披露其精炼金（不含矿山和冶炼金）2015-17 年产量分别为 22.0/22.4/23.4 吨，由于精炼金利润低，不属于公司重点发展方向，我们假设 2018-20 年精炼金产量均保持在 22.0 吨左右。

公司 2016-17 年白银产量基本稳定在 550 吨左右，在富氧侧吹黄金冶炼废渣处理项目落成后，我们保守预计公司每年白银产量将增加 20 吨左右。公司 2018 年完成了建铜集团的收购，并相应对 2017 年进行了回溯调整，我们预计在产能和品位基本保持稳定的情况下，公司 2018-20 年矿山铜（建铜集团贡献）产量将保持在 2500 吨左右。公司 2017 年电解铜产能也基本达到阶段顶点，产量约 14.4 万吨，未来伴随着富氧侧吹项目和电解铜技改后续项目陆续投产，公司电解铜产量有望继续爬坡，我们预计 2018-20 年产量分别为 14.0、16.0、18.0 万吨。公司电解铅产能在 2016-17 年基本实现满产，我们预计 2018-20 年公司电解铅产量或保持在 9.0 万吨。

小金属方面，公司二氧化硒、精铋、锑白、碲锭、海绵铂和海绵钯为 2018 年三季度投产，根据调研，其当年产量分别约为 100 吨、180 吨、1300 吨、10 吨、40 千克和 15 千克，随着公司小金属生产系统年度运行时间延长，公司预计各类产品产量 2019-20 年将出现不同幅度的增加。

产品价格方面，对于贵金属金与银，我们认为在美联储货币政策趋松的环境下，美元指数和美国实际利率将走低，2019-20 年贵金属价格中枢将较 18 年有所提升，预计黄金和白银均价将分别为 278 元/克和 3700 元/千克。我们判断全球铜供需在 2019-20 年呈现双弱趋势增长，价格中枢稳定在 50000 元/吨左右，而铅伴随国际锌矿供给的增加，价格或下行，预计 2019-20 年铅均价在 17000 元/吨左右。对于其他小金属，除海绵钯价格走高之外，其他金属价格目前整体表现出下跌趋势，我们预计其 19 年均价将同比下降，但前文提到，考虑到环保税因素影响一定供给，判断小金属价格下跌幅度有限。

我们前文提到，公司盈利主要来源于金属售价和原料折扣之间的差值。我们通过调研了解，公司冶炼原料综合折扣系数在 80% 左右，而根据公司 2015-17 年报，制造成本中的人工、能源、折旧三项成本与原材料成本的比值均在 0.010 左右，我们假设 2018-20 年制造成本与原材料成本的比值仍将保持在这一水平附近。

费用方面，对于管理费用和销售费用，我们假设其 2018-20 年费用率保持 2017 年全年水平，即销售费用率 0.55%、管理费用率 2.17%。对于财务费用，公司为建造其多个新项目，其短期借款由 2017 年底的 54.1 亿元上升至 18 年三季度末的 70.3 亿元。目前公司小金属项目和富氧侧吹废渣处理项目都已投产、生产和盈利规模扩大，收购建德铜矿也已完成，电解铜后期项目也在建设中，预计公司 2019-20 年资金压力将略有减小，并且考虑到公司货币资金也从 2017 年末的 13.12 亿元上升至 18Q3 末的 24.60 亿元，预计公司 18Q4 和 19、20 年的短期借款规模总体稳定在 70 亿元左右（公司无长期借款）。在此基础上，我们测算公司 2018-20 年财务费用率分别为 1.88%、1.90% 和 1.76%。

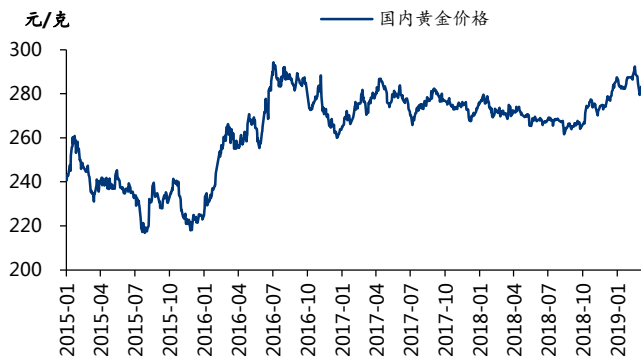
我们将上述公司盈利预测中的关键假设列举如下表，则预计公司 2018-20 年将分别实现营收 205.49、216.88、229.02 亿元，归母净利润 4.03、4.61、5.38 亿元，EPS 分别为 0.44、0.51、0.59 元。

图表38: 公司盈利预测核心假设

大项	细分项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
产品产量	自产金: 吨	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	
	冶炼金: 吨	12.5	13.4	13.6	13.2	13.8	14.5	
	精炼金: 吨	20.0	22.4	23.4	22.0	22.0	22.0	
	白银: 吨	396	546	551	550	570	600	
	矿山铜: 吨	0	0	2883	2500	2500	2500	
	冶炼铜: 万吨	5.9	7.9	14.4	14.0	16.0	18.0	
	电解铅: 万吨	7.2	8.9	9.8	9.0	9.0	9.0	
	二氧化碲: 吨	0	0	0	100	120	120	
	精铋: 吨	0	0	0	180	500	600	
	锑白: 吨	0	0	0	1300	2500	3000	
	铋锭: 吨	0	0	0	10	10	12	
	海绵铂: 千克	0	0	0	40	50	50	
	海绵钯: 千克	0	0	0	15	20	20	
	产品售价	黄金: 元/克	235	268	276	273	278	278
		白银: 元/千克	3430	3810	3922	3617	3700	3700
铜: 元/吨		40819	38221	49213	50680	50000	50000	
铅: 元/吨		13147	14606	18381	18838	17000	17000	
二氧化碲: 万元/吨		-	-	-	14.9	12.0	12.5	
精铋: 万元/吨		-	-	-	6.1	5.0	5.5	
锑白: 万元/吨		-	-	-	4.5	4.4	4.4	
铋锭: 万元/吨		-	-	-	53.2	47.0	50.0	
海绵铂: 元/克		-	-	-	203	190	190	
海绵钯: 元/克		-	-	-	252	320	320	
生产成本		冶炼原料综合折扣系数	80%	80%	80%	80%	80%	80%
		能源成本/原料成本	0.016	0.012	0.010	0.010	0.010	0.010
		折旧/原料成本	0.014	0.013	0.012	0.012	0.012	0.012
		人工成本/原料成本	0.011	0.010	0.008	0.010	0.010	0.010
费用		三项费用率	4.84%	3.89%	4.13%	4.60%	4.62%	4.48%
	其中: 销售费用率	0.25%	0.28%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	
	其中: 管理费用率	2.68%	2.16%	2.17%	2.17%	2.17%	2.17%	
	其中: 财务费用率	1.91%	1.45%	1.41%	1.88%	1.90%	1.76%	

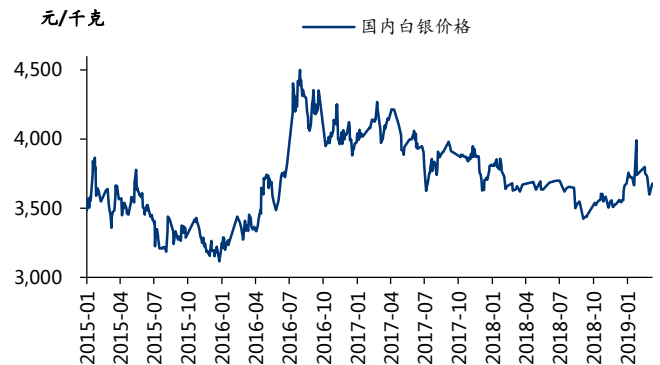
资料来源: Wind, 百川资讯, 华泰证券研究所

图表39: 国内黄金价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 国内白银价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 国内阴极铜价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 国内铅价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

给予公司 2019 年 22-24 倍 PE 和增持评级

估值方面, 我们使用可比公司 PE 估值法, 选取 A 股部分黄金、白银、铜、铅行业的矿山及冶炼公司作为可比公司。可比公司 2019 年一致性预期 PE 的平均值为 23.85 倍。由此我们给予公司 19 年 22-24 倍 PE, 结合 19 年 4.61 亿元归母净利润预测, 公司合理市值区间为 101.42-110.64 亿元, 对应股价区间为 11.15-12.16 元。我们给予公司增持评级。

图表43: 可比公司 2019 年 Wind 一致性预期 PE

公司	股票代码	市值/亿元	2019E 归母净利/亿元	PE (2019E)
湖南黄金	002155	101.93	3.31	30.79
赤峰黄金	600988	65.04	2.24	29.04
金贵银业	002716	81.26	4.10	19.82
江西铜业	600362	556.51	31.91	17.44
云南铜业	000878	181.56	6.04	30.06
豫光金铅	600531	58.44	3.67	15.92
平均值	-	-	-	23.85

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 本表采用 2019 年 3 月 21 日收盘价计算)

风险提示

1、公司大股东质押率偏高

公司大股东烟台恒邦集团和实际控制人王信恩、一致行动人王家好、高正林、张吉学所持有的公司股份质押率偏高。根据 Wind 统计的数据，截至 2019 年 3 月 21 日，公司股权质押总量达到 3.87 亿股，占全部 A 股股份的比例为 42.5%。若公司股价下跌到较低水平至预警线和平仓线，可能面临部分股份的抛售，股价面临进一步下跌风险。但未来若江西铜业收购公司事项完成，公司股权质押风险有望大幅度减小。

2、公司短期借款偏高

截至 2018 年第三季度末，公司短期借款为 70.27 亿元，较货币资金 24.60 亿元数量较大。若银行贷款收紧，公司资金流动性将面临一定压力。但公司持有 46.92 亿元存货，一定程度上降低了风险。

3、金属价格下跌

报告中提到公司具备一定利润弹性。若金属价格超预期下跌，可能对公司业绩产生不利影响。若美国经济相较非美经济体增速加快、美联储加息节奏超出市场预期，均有可能使美元指数上升，从而影响金、银、铜价格。此外，全球铜精矿供应情况超出预期、下游需求不及预期也可能使铜价下跌。

4、公司生产情况不及预期或成本提高

若公司自有矿山品位大幅下降、冶炼生产线和设备发生故障、上游复杂矿原料客户供应减少或原料计价系数提高、下游客户订单数量大幅下降、小金属生产能力不及预期，均可能导致公司生产和销售情况不及预期或成本超预期增加，进而影响公司利润。

5、黄金冶炼行业高技术产能大幅增加或环保政策大幅放松

若未来公司冶炼技术弱于行业发展，或全行业高技术复杂矿冶炼产能大幅增加，可能影响公司目前的市场龙头地位，进而影响公司的原料采购和销售情况。此外若环保政策大幅放松，也可能弱化公司相对于其他中小型冶炼企业的比较优势。

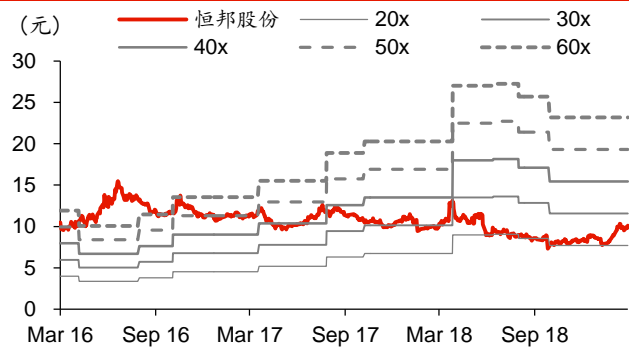
6、公司曾被中国证监会立案调查，并曾受到中国证监会山东监管局和深交所的处罚：2013 年 1 月-2015 年 11 月，公司向恒邦集团等关联人或第三方开具商业票据、国内信用证，由恒邦集团等关联人或第三方贴现，恒邦集团使用贴现资金并在票证到期前归还公司票证金额。恒邦集团及其他关联人非经营性占用公司资金日余额最高为 1.12 亿元，公司未及时履行信息披露义务，同时会计报告存在重大差错。公司存在一定与现大股东相关的经营风险。

7、江西铜业对公司的收购事项尚需经有权国资主管部门批准，并通过国家市场监督管理总局经营者集中审核后生效。协议生效后还需按照深交所协议转让相关规定履行相关程序，并在登记结算公司办理股份过户登记。收购事项存在不确定性风险。

8、其他可能影响公司生产、经营情况的事件（诸如管理层经营失误等）发生

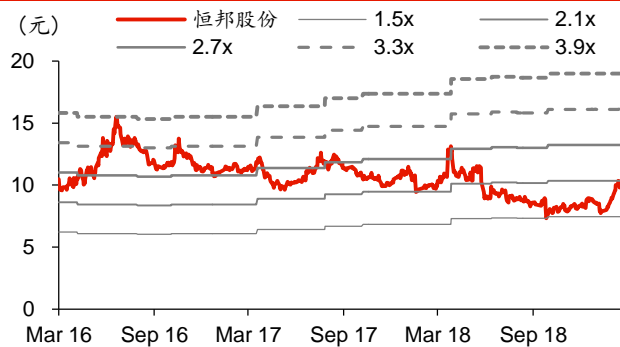
PE/PB – Bands

图表44: 恒邦股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表45: 恒邦股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	9,157	8,343	10,246	10,772	11,423
现金	1,726	1,312	2,895	3,052	3,305
应收账款	14.66	11.24	11.84	12.49	13.19
其他应收账款	99.50	61.77	65.01	68.61	72.46
预付账款	1,631	1,646	1,725	1,816	1,915
存货	5,124	4,835	5,067	5,334	5,623
其他流动资产	560.81	477.15	482.42	488.26	494.50
非流动资产	4,129	4,587	4,663	4,690	4,673
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	3,565	3,580	3,762	3,820	3,797
无形资产	166.15	212.13	231.15	250.17	269.19
其他非流动资产	397.83	794.83	669.75	619.88	607.64
资产总计	13,285	12,930	14,909	15,462	16,096
流动负债	9,254	8,546	10,232	10,341	10,458
短期借款	3,803	5,409	7,000	7,000	7,000
应付账款	1,532	1,574	1,649	1,736	1,830
其他流动负债	3,920	1,564	1,583	1,604	1,627
非流动负债	201.70	167.55	163.66	164.92	165.38
长期借款	86.71	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	114.99	167.55	163.66	164.92	165.38
负债合计	9,456	8,714	10,396	10,506	10,623
少数股东权益	13.21	9.06	4.33	(1.06)	(7.35)
股本	910.40	910.40	910.40	910.40	910.40
资本公积	981.79	981.79	981.79	981.79	981.79
留存公积	1,944	2,305	2,627	3,087	3,626
归属母公司股东权益	3,816	4,207	4,509	4,958	5,480
负债和股东权益	13,285	12,930	14,909	15,462	16,096

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	259.78	695.36	931.40	1,035	1,129
净利润	204.19	356.82	397.78	455.34	532.06
折旧摊销	374.01	403.74	404.02	453.02	496.63
财务费用	238.23	275.97	387.20	410.61	402.13
投资损失	61.12	58.29	6.41	12.63	19.61
营运资金变动	(652.06)	(450.79)	(254.94)	(290.66)	(311.78)
其他经营现金	34.30	51.32	(9.07)	(5.95)	(9.91)
投资活动现金	(770.39)	(453.38)	(461.08)	(467.31)	(474.28)
资本支出	575.56	392.57	400.00	400.00	400.00
长期投资	62.37	75.60	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(132.46)	14.79	(61.08)	(67.31)	(74.28)
筹资活动现金	797.33	(620.17)	1,113	(410.61)	(402.13)
短期借款	832.00	1,606	1,591	0.00	0.00
长期借款	5.54	(86.71)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.48)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(39.73)	(2,140)	(478.24)	(410.61)	(402.13)
现金净增加额	264.33	(379.20)	1,583	157.08	252.34

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,397	19,523	20,549	21,688	22,902
营业成本	15,286	18,109	18,977	19,980	21,062
营业税金及附加	31.32	41.28	43.45	45.85	48.42
营业费用	45.18	107.30	112.94	119.20	125.87
管理费用	354.14	424.29	446.58	471.33	497.72
财务费用	238.23	275.97	387.20	410.61	402.13
资产减值损失	45.14	34.36	43.78	40.86	40.75
公允价值变动收益	32.83	(38.75)	(9.55)	(12.22)	(15.75)
投资净收益	(61.12)	(58.29)	(6.41)	(12.63)	(19.61)
营业利润	370.26	441.89	521.66	595.11	690.13
营业外收入	9.53	2.42	10.76	9.95	8.84
营业外支出	126.71	16.49	43.09	46.51	48.23
利润总额	253.08	427.82	489.33	558.55	650.73
所得税	48.89	70.99	91.55	103.21	118.67
净利润	204.19	356.82	397.78	455.34	532.06
少数股东损益	0.87	(4.13)	(4.73)	(5.40)	(6.29)
归属母公司净利润	203.32	360.96	402.51	460.73	538.35
EBITDA	982.50	1,122	1,313	1,459	1,589
EPS (元, 基本)	0.22	0.40	0.44	0.51	0.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	15.93	19.06	5.25	5.54	5.60
营业利润	84.45	19.35	18.05	14.08	15.97
归属母公司净利润	12.50	77.54	11.51	14.47	16.85
获利能力 (%)					
毛利率	6.78	7.24	7.65	7.87	8.04
净利率	1.24	1.85	1.96	2.12	2.35
ROE	5.33	8.58	8.93	9.29	9.82
ROIC	5.34	6.49	7.74	8.32	8.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.18	67.39	69.73	67.94	66.00
净负债比率 (%)	52.75	63.66	68.67	67.95	67.20
流动比率	0.99	0.98	1.00	1.04	1.09
速动比率	0.43	0.40	0.50	0.52	0.55
营运能力					
总资产周转率	1.31	1.49	1.48	1.43	1.45
应收账款周转率	202.47	1,404	1,691	1,694	1,694
应付账款周转率	10.54	11.66	11.78	11.80	11.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.40	0.44	0.51	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.76	1.02	1.14	1.24
每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.62	4.95	5.45	6.02
估值比率					
PE (倍)	45.32	25.52	22.89	20.00	17.11
PB (倍)	2.41	2.19	2.04	1.86	1.68
EV_EBITDA (倍)	14.35	12.57	10.74	9.67	8.87

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com