

公司研究/年报点评

2019年04月26日

有色金属/贵金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 10.00
合理价格区间(元): 13.26~14.28

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

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

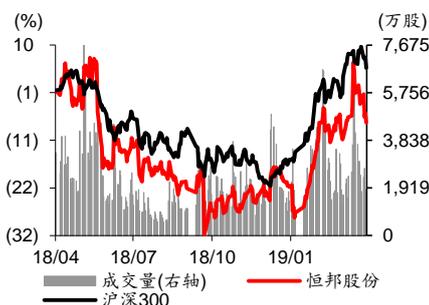
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

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

相关研究

1《恒邦股份(002237,增持): 不止于传统冶炼的贵金属黑马》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

新项目利润释放, 业绩符合预期

恒邦股份(002237)

公司 2018 年归母净利润 4.06 亿元, 19Q1 净利润 1.09 亿元

公司 18 年营收 212.01 亿元, 同比增加 7.21%; 归母净利润 4.06 亿元, 同比增加 1.92%。其中第四季度实现归母净利润 1.04 亿元, 同比增加 77.96%, 环比增加 38.38%。公司同时公布 19 年一季报, 一季度实现营收 58.56 亿元, 同比增加 26.26%; 实现归母净利润 1.09 亿元, 同比下降 17.86%, 但环比上升 4.81%。公司业绩基本符合我们的预期, 我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.51/0.59/0.68 元, 对公司维持增持评级。

受益于收购建德铜矿, 公司四季度业绩增长明显

公司 18Q4 业绩同比和环比上升较大, 主要因为完成收购建德铜矿。由于是同一实控人下的收购, 公司对建德铜矿自年初以来的财务数据进行了并表, 建德铜矿 18 年实现净利润 4168 万元。但若校正 18Q4 收购建德铜矿的影响, 公司 19Q1 业绩真实环比增加幅度约为 47%, 我们认为这与 Q1 贵金属均价上涨, 以及公司 18H2 小金属和湿法冶炼废渣处理两个项目投产后, 各类产品的产量上升有关。不过公司 19Q1 净利润同比来看有所下滑, 或与 18Q1 电解铜产品原材料成本偏低有关。

2018 年公司贵金属毛利率上升, 小金属贡献业绩增量

公司 18 年全年生产黄金 37.9 吨, 其中自产加冶炼金 14.6 吨, 同比小幅下降 0.3 吨; 生产白银 540 吨, 同比小幅下降 11 吨; 生产电解铜 13.0 万吨, 同比下降 1.5 万吨。公司 18 年黄金、白银、电解铜毛利率分别为 11.2%、15.7%、0.6%, 分别同比变动 2.6、1.4、-6.6 个百分点。在贵金属 18 全年均价同比下降的情况下, 公司黄金毛利率上升主要是减少了低盈利能力精炼金的销售规模。电解铜毛利率大幅下降主要是 18Q1 之后铜价总体偏弱, 低成本铜精矿基本耗尽。公司新投产的小金属毛利率为 42.5%, 18 年贡献 1.24 亿元毛利, 我们预计 19 年其贡献有望翻番。

公司第一大股东或将变更为江西铜业, 为公司长期发展提供有力支持

公司 3 月 5 日公告, 江西铜业拟以 29.76 亿元收购公司 29.99% 的股份 (收购价 10.90 元/股)。若收购完成, 江西铜业将成为公司第一大股东。根据江铜公告, 完成收购后其将在 60 个月内解决同业竞争问题, 或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, 同时公司原第一大股东恒邦集团的股权质押压力也将得到明显缓解。

预计公司利润将随生产规模扩大而增长, 维持增持评级

我们基本维持此前的盈利预测假设。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 2019-21 年公司 EPS 将分别为 0.51/0.59/0.68 元, 19-20 年预测较上次不变。根据可比公司 19 年 26.97 倍的 Wind 一致预期 PE 估值, 我们给予公司 19 年 26-28 倍 PE, 对应股价目标区间 13.26-14.28 元, 维持增持评级。

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)	7.34-11.66
总市值 (百万元)	9,104
总资产 (百万元)	15,300
每股净资产 (元)	4.89

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	19,776	21,201	21,743	22,940	24,299
+/-%	20.60	7.21	2.56	5.50	5.92
归属母公司净利润 (百万元)	398.13	405.77	460.95	538.16	615.41
+/-%	95.82	1.92	13.60	16.75	14.35
EPS (元, 最新摊薄)	0.44	0.45	0.51	0.59	0.68
PE (倍)	22.87	22.44	19.75	16.92	14.79

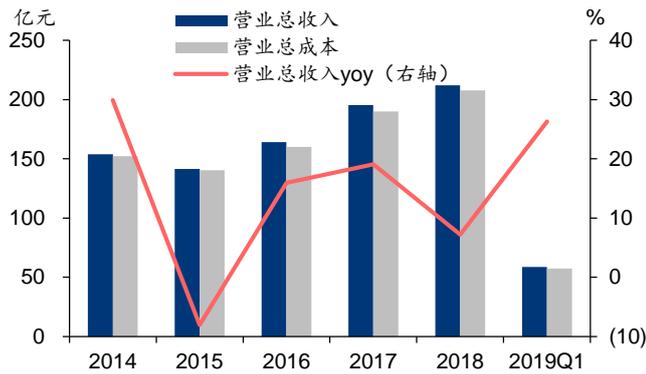
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 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	96.40	3.34	28.86
赤峰黄金	600988	58.62	2.24	26.17
金贵银业	002716	78.66	4.10	19.19
江西铜业	600362	539.19	30.12	17.90
云南铜业	000878	187.34	5.32	35.21
豫光金铅	600531	52.11	1.51	34.51
平均值	-	-	-	26.97

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 本表采用 2019年4月25日收盘价计算)

图表2: 公司 2014-2019Q1 营业总收入和营业总成本



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

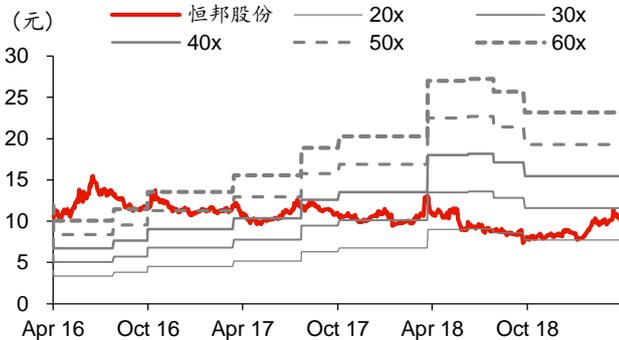
图表3: 公司 2014-2019Q1 归母净利润



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表4: 恒邦股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8,582	9,654	10,134	11,119	11,686
现金	1,317	2,170	2,531	3,105	3,202
应收账款	12.53	69.12	70.89	74.79	79.22
其他应收账款	295.49	112.93	115.82	122.19	129.43
预付账款	1,646	1,682	1,708	1,805	1,914
存货	4,847	5,328	5,410	5,717	6,061
其他流动资产	463.85	291.84	297.42	295.15	300.77
非流动资产	4,852	5,266	5,445	5,548	5,574
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	3,614	4,329	4,628	4,870	5,045
无形资产	432.75	391.04	303.01	214.99	126.97
其他非流动资产	805.09	546.40	513.90	462.76	402.29
资产总计	13,434	14,920	15,579	16,667	17,260
流动负债	8,650	10,250	10,470	11,043	11,044
短期借款	5,484	6,638	6,800	7,200	7,000
应付账款	1,616	2,546	2,586	2,732	2,897
其他流动负债	1,550	1,065	1,085	1,111	1,147
非流动负债	226.18	306.94	303.62	305.18	305.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	226.18	306.94	303.62	305.18	305.25
负债合计	8,876	10,557	10,774	11,348	11,349
少数股东权益	9.06	6.42	(9.55)	(28.15)	(49.40)
股本	910.40	910.40	910.40	910.40	910.40
资本公积	1,279	767.70	767.70	767.70	767.70
留存公积	2,338	2,605	3,139	3,678	4,293
归属母公司股东权益	4,549	4,357	4,814	5,347	5,960
负债和股东权益	13,434	14,920	15,579	16,667	17,260

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	794.55	1,157	1,415	1,395	1,514
净利润	394.00	391.87	444.97	519.56	594.15
折旧摊销	437.35	517.16	558.73	634.65	711.94
财务费用	280.29	257.54	411.06	412.68	406.26
投资损失	68.11	(49.52)	(3.39)	1.32	2.79
营运资金变动	(427.99)	(128.63)	8.22	(176.49)	(206.88)
其他经营现金	42.79	168.65	(4.35)	3.43	5.75
投资活动现金	(468.28)	(867.97)	(804.18)	(808.88)	(810.35)
资本支出	399.94	842.61	800.00	800.00	800.00
长期投资	77.90	17.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	9.57	(8.36)	(4.18)	(8.88)	(10.35)
筹资活动现金	(710.49)	(183.99)	(249.38)	(12.68)	(606.26)
短期借款	1,681	1,154	161.69	400.00	(200.00)
长期借款	(86.71)	0.00	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	297.08	(511.17)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,602)	(827.09)	(411.06)	(412.68)	(406.26)
现金净增加额	(385.23)	106.98	361.70	573.59	97.39

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,776	21,201	21,743	22,940	24,299
营业成本	18,246	19,713	20,017	21,152	22,424
营业税金及附加	48.07	55.45	56.87	60.00	63.55
营业费用	108.74	139.16	139.16	119.00	119.00
管理费用	423.48	493.58	493.58	471.00	471.00
财务费用	280.29	257.54	411.06	412.68	406.26
资产减值损失	32.81	60.91	48.91	50.23	51.57
公允价值变动收益	(38.47)	8.33	(3.19)	(5.23)	(2.29)
投资净收益	(68.11)	49.52	3.39	(1.32)	(2.79)
营业利润	491.35	495.71	577.28	668.64	758.51
营业外收入	3.19	0.78	6.83	5.29	4.80
营业外支出	17.03	23.15	40.01	40.85	39.63
利润总额	477.51	473.35	544.10	633.07	723.67
所得税	83.51	81.48	99.13	113.51	129.52
净利润	394.00	391.87	444.97	519.56	594.15
少数股东损益	(4.13)	(13.90)	(15.98)	(18.59)	(21.25)
归属母公司净利润	398.13	405.77	460.95	538.16	615.41
EBITDA	1,209	1,270	1,547	1,716	1,877
EPS (元, 基本)	0.44	0.45	0.51	0.59	0.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	20.60	7.21	2.56	5.50	5.92
营业利润	32.71	0.89	16.45	15.83	13.44
归属母公司净利润	95.82	1.92	13.60	16.75	14.35
获利能力 (%)					
毛利率	7.73	7.02	7.94	7.79	7.72
净利率	2.01	1.91	2.12	2.35	2.53
ROE	8.75	9.31	9.57	10.06	10.32
ROIC	6.57	6.72	8.56	9.13	9.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.07	70.76	69.16	68.09	65.75
净负债比率 (%)	63.34	63.66	63.88	64.17	62.40
流动比率	0.99	0.94	0.97	1.01	1.06
速动比率	0.42	0.41	0.44	0.48	0.50
营运能力					
总资产周转率	1.48	1.50	1.43	1.42	1.43
应收账款周转率	1,360	493.16	294.69	298.81	299.38
应付账款周转率	11.59	9.47	7.80	7.96	7.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.45	0.51	0.59	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.27	1.55	1.53	1.66
每股净资产(最新摊薄)	5.00	4.79	5.29	5.87	6.55
估值比率					
PE (倍)	22.87	22.44	19.75	16.92	14.79
PB (倍)	2.00	2.09	1.89	1.70	1.53
EV_EBITDA (倍)	11.46	10.90	8.95	8.07	7.38

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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