

公司研究/公告点评

2019年05月06日

有色金属/贵金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 9.66
合理价格区间(元): 12.24~13.26

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

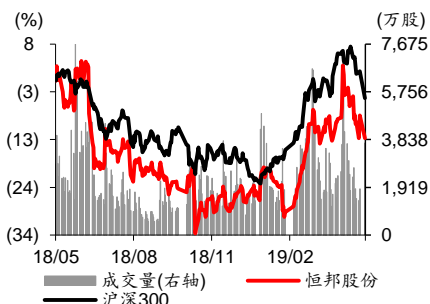
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

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

相关研究

- 1《恒邦股份(002237,增持): 新项目利润释放, 业绩符合预期》2019.04
- 2《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

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)	8,794
总资产 (百万元)	15,300
每股净资产 (元)	4.89

资料来源: 公司公告

与有研集团合作, 紧盯高科技材料

恒邦股份(002237)

与有研科技集团签署合作协议, 未来产品附加值有望提升

4月28日, 公司与有研科技集团签署《科技合作协议》, 针对砷、锑、铋、碲、硒高纯材料及半导体材料等领域开展科研与成果转化合作, 并就人员培养和高纯金属材料研究中心等方面建立了合作关系。我们认为公司未来将依托有研集团优势, 逐步增加产品附加值。我们维持公司 19-21 年盈利预测, 预计 EPS 将为 0.51/0.59/0.68 元, 维持增持评级。

公司拟开展高纯金属材料及半导体材料技术研发, 剑指高科技材料

协议中, 双方拟联合成立山东省高纯金属材料研究中心, 并在以下具体技术领域达成合作意向: (1) 锑、铋、碲、硒等高纯材料技术研发; (2) 有研集团拥有高纯砷生产技术, 对公司在建高纯砷项目提供支持; (3) 砷化镓、砷化铟、锑化镓等半导体材料研发; (4) 有研集团对公司金、银、铂、钯贵金属产品提出深加工产业研发方向。同时有研集团将为公司提供技术、培训支持并输送博士生人才。我们认为高纯稀贵金属在电子功能材料、汽车尾气净化和氢能源催化剂等领域具备潜在需求, 公司未来有望凭借有研集团的产业经验和技術储备扩张市场, 实现产品附加值的进一步提升。

非传统冶炼、具有利润-价格弹性, 19-20 年新产线有望贡献业绩增量

公司在盈利模式上存在市场认知偏差, 其冶炼金盈利模式与钴矿类似, 赚取矿石折扣价, 原材料综合计价系数约 80%, 所以我们认为公司不单纯是冶炼企业, 而是类资源黄金企业, 具有利润-价格弹性。并且在环保趋严、难处理矿石增加的环境下, 公司经营话语权有望提升。此外公司成长性较好, 18 年下半年小金属和富氧侧吹冶炼金产线分别投产, 有望在 19-20 年贡献利润增量。此次公司高纯金属项目也是对其小金属冶炼产线的延伸, 公司全资子公司恒邦高纯新材料将从事高纯和半导体材料的生产和销售。

国改在即, 江西铜业拟入主, 有望丰富黄金资源储备

此前江西铜业公告, 拟通过协议转让收购公司 29.99% 的股份, 转让价 29.76 亿元, 转让单价为 10.90 元/股。交易完成后江西铜业将成为公司控股股东, 并将公司作为集团黄金板块发展平台。江西铜业保证在 60 个月内努力解决与公司的同业竞争问题, 包括但不限于将符合条件的优质资产、业务优先注入公司。根据江西铜业年报, 其 100% 所有权的黄金储量 290 吨, 联合其他公司所控制的资源按江西铜业所占权益计算的资源储量约 52 吨。

公司具有估值优势, 预计利润稳健增长, 维持增持评级

我们维持此前的盈利预测假设。考虑到公司多个项目将在 19 年及之后陆续达产, 我们预计公司业绩将逐步提升, 预计 19-21 年公司 EPS 将分别为 0.51/0.59/0.68 元, 分别对应 19.08、16.34、14.29 倍 PE, 在贵金属和冶炼板块中具有估值优势。截至目前, 彭博统计的海外主要黄金公司 PE(TTM)均值为 32.0 倍, PE(19E)均值为 27.7 倍。国内可比公司 19 年 Wind 一致预期 PE 均值为 24.9 倍, 我们给予公司 19 年 24-26 倍 PE, 对应股价目标区间 12.24-13.26 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。

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)	22.09	21.67	19.08	16.34	14.29

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

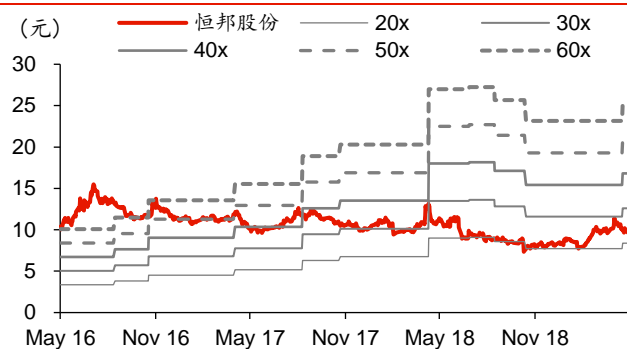
图表1：可比公司 2019 年 Wind 一致性预期 PE

公司	股票代码	市值/亿元	2019E 归母净利/亿元	PE (2019E)
湖南黄金	002155	91.36	3.34	27.35
赤峰黄金	600988	58.91	2.24	26.30
金贵银业	002716	63.01	4.19	15.04
江西铜业	600362	487.59	30.11	16.19
云南铜业	000878	170.85	4.95	34.52
豫光金铅	600531	45.35	1.51	30.03
平均值	-	-	-	24.91

资料来源：Wind，华泰证券研究所（注：本表采用 2019 年 5 月 6 日收盘价计算）

PE/PB – Bands

图表2：恒邦股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：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)	22.09	21.67	19.08	16.34	14.29
PB (倍)	1.93	2.02	1.83	1.64	1.48
EV_EBITDA (倍)	11.20	10.66	8.75	7.89	7.21

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