

## 募投项目年内达产 产能稳步增长

——恒邦股份（002237）调研快报

2012 年 3 月 12 日

推荐/首次

恒邦股份

调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号：S1480510120003	
	linyong@dxzq.net.cn	010-6655 4024		
李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-6655 4028		

## 事件：

近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和今后经营的重点与公司高层进行了交流。

## 观点：

## 1. 公司专注黄金冶炼，优势在于处理复杂金精矿

公司是专注黄金冶炼的企业，公司优势在于能够处理复杂金精矿，公司采用我国自主开发的富氧底吹熔炼造钼捕金工艺技术，对现有的两套两段焙烧后酸浸、氰化系统进行技术改造，以提高处理多元素复杂金精矿的能力，达到多元素（Au、Ag、Cu、S、As）高回收率综合回收利用的目的。公司多金属综合回收技术既提高了有价元素综合回收率，又节约成本、节约能源、保护环境。

黄金资源方面，公司自有金矿共有 7 处：腊子沟、黑牛台金矿、福绿地、辽上、华铜矿、天水恒邦以及金兴矿业。华铜矿业和天水恒邦矿业是公司在 08 年收购，华铜矿业已经成为公司主要产矿区。2011 年公司通过非公开发行股票，以募集资金中的 11102.96 万元收购恒邦集团持有的金兴矿业 55%的股权、并以募集资金 9089.69 万元单方增资金兴矿业，目前公司合计持有金兴矿业 70%的股权，公司黄金资源储量目前接近 45 吨。

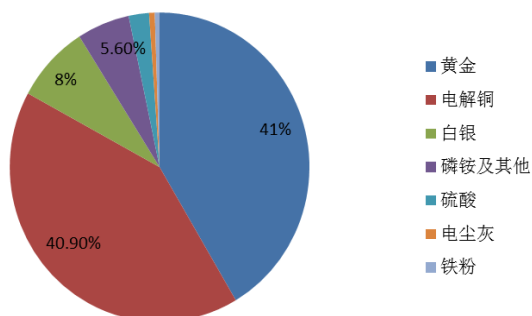
公司业务包括自产金、外购原料冶炼、来料加工等多种形式，2011 年公司黄金产量在 20 吨，其中自产金产量仅 1.7 吨，其他主要包括外购原料和来料加工。

表 1：公司各主要金矿及黄金权益储量表

矿山	权益比例	资源储量(吨)	平均品位(克/吨)	权益储量(吨)
腊子沟金矿	100%	8.1	5.99	8.1
黑牛台金矿	100%	3.3	4.09	3.3
福绿地金矿	51%	0.4	0.47	0.4
辽上金矿	100%	9.1	10.48	9.1
华铜矿业	100%	5	3.97	5
金兴矿业	70%	10.5	5.07	7.3
其他				13.3
黄金权益储量				45

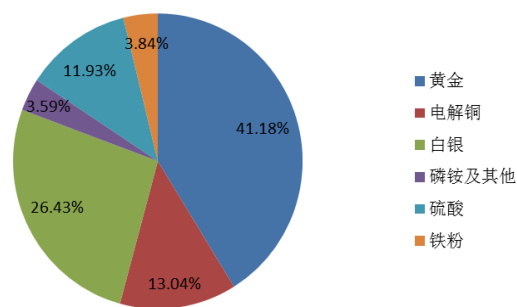
资料来源：公司公告、东兴证券

图 1：2011 年上半年公司主营产品收入占比



资料来源：公司公告、东兴证券

图 2：2011 年上半年公司主营产品利润占比



资料来源：公司公告、东兴证券

## 2. 募投项目年内达产, 自产金有望增长至 2 吨

公司 IPO 时的募投项目“复杂金精矿综合回收技术改造项目”，预计将于年内达产。定增新项目预计于 2013 年底逐步建成投产，新项目的投产将使公司原有产能大幅度增加，其中自产金产量将从 1.7 吨增长至 3 吨；白银产能从 40 吨/年上升至 100 吨/年，铜产能上升至 3 万吨/年，硫酸产能从 35 万吨/年上升至 60~70 万吨/年。

表 1：公司 IPO 募投项目

产品	设计规模	回收率提高幅度
黄金	8.5 吨/年	5.76%
白银	58 吨/年	47%
电解铜	1.8 万吨/年	12.67%
硫酸	25 万吨/年	—

资料来源：公司公告、东兴证券

表 2：2011 年公司定增项目

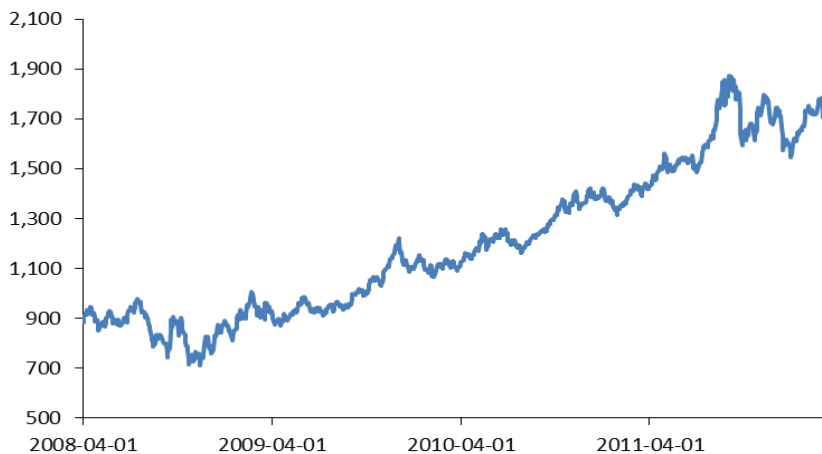
序号	募投项目	实施方式	预计达产
1	提金尾渣综合回收利用项目	公司实施	2013 达产
2	收购金兴矿业 55% 股权	现金购买股权	—
3	腊子沟金矿金牛山矿段 300t/d 改造项目	公司实施	2013 达产
	辽上金矿 450 t/d 改造项目	公司实施	2012 达产
	华铜矿业采选系统改造项目	通过对华铜矿业增资实施	2013 达产
	苏家庄矿区 350t/d 改造项目	通过对金兴矿业增资实施	2013 达产
	盘马金矿选矿厂 300t/d 改造项目	通过对金兴矿业增资实施	2013 达产
	山城金矿选矿厂 300t/d 改造项目	通过对金兴矿业增资实施	2013 达产

资料来源：公司公告、东兴证券

### 3. 全球定量宽松，黄金价格长期看好

2012 年黄金价格仍可看好。展望 2012 年，经济复苏的不确定性仍较大，流动性将继续宽松，国内随着通胀回落，流动性有所改善；美联储宣布把超低利率至少延续到 2014 年下半年；欧央行启动三年期再融资计划，这些都对黄金价格形成支撑。我们认为 2012 年，黄金价格仍然会保持上涨趋势。

**图 3：2008—2012 年金价格变化（单位：美元/盎司）**



资料来源：COMEX、东兴证券

### 4. 公司业绩预测与敏感性分析

综上所述,我们假设公司 2011—2013 年黄金和白银以及其他副产品的产量稳步增长，自产金矿分别为：1.7 吨、3 吨、3.5 吨；2011—2013 年金价假设分别为 355 元/克、377 元/克、377 元/克，并在此基础上测算公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为：1.11 元、1.38 元和 2.14 元。

**表 2：产量假设**

	2011E	2012E	2013E
外购金（吨）	18	18	20
自产金（吨）	1.7	2	3
白银（吨）	90	90	100
铜（万吨）	1.5	2	3
硫酸（万吨）	35	50	60

**表 3：价格假设（不含税）**

	2011E	2012E	2013E
黄金（元/克）	355	377	377
白银（元/克）	7.11	7.11	7.11
铜（元/吨）	48000	48000	48000
硫酸（元/吨）	590	590	590

表 4：盈利预测

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,954.52	9,146.07	10,035.69	11,789.16
(+/-)%	98.98%	84.60%	9.73%	17.47%
经营利润（EBIT）	445.36	673.94	895.41	1,158.84
(+/-)%	69.51%	51.32%	32.86%	29.42%
净利润	190.44	252.20	315.24	487.61
(+/-)%	26.86%	32.43%	25.00%	54.68%
每股净收益（元）	0.990	1.108	1.385	2.142

资料来源：东兴证券

表 5：2012 年公司每股收益敏感性分析表

敏感性测试		金价（基准价：377 元/克）							
矿产金（基准：2 吨）	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-20%	0.97	1.01	1.05	1.09	1.13	1.17	1.21	1.25	1.29
-15%	1.01	1.06	1.10	1.15	1.19	1.24	1.29	1.33	1.38
-10%	1.05	1.10	1.15	1.21	1.26	1.31	1.36	1.41	1.47
-5%	1.09	1.15	1.20	1.26	1.32	1.38	1.44	1.50	1.55
0%	1.13	1.19	1.26	1.32	1.39	1.45	1.51	1.58	1.64
5%	1.17	1.24	1.31	1.38	1.45	1.52	1.59	1.66	1.73
10%	1.21	1.28	1.36	1.44	1.51	1.59	1.67	1.74	1.82
15%	1.25	1.33	1.41	1.49	1.58	1.66	1.74	1.82	1.91
20%	1.29	1.38	1.46	1.55	1.64	1.73	1.82	1.91	2.00

资料来源：东兴证券

## 结论：

我们认为在当前全球定量宽松的货币环境下，黄金价格将继续保持上涨的趋势，随着募投项目在年内完全达产，公司自产金产量有望从 1.7 吨增长至 2 吨，铜产量有望增长至 2 万吨，预计公司 2011、2012 和 2013 年 EPS 分别为 1.11、1.38 和 2.14 元，对应 PE 分别为 33.1、26.5 和 17.1 倍，首次给予“推荐”投资评级。

## 风险提示：

- 1) 金价大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 公司自产金产量低于预期

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	4,954.52	9,146.07	84.60%	10,035.69	9.73%	11,789.16	17.47%
营业成本	4,383.00	8,267.11	88.62%	8,988.31	8.72%	10,434.58	16.09%
营业费用	15.35	28.35	84.67%	31.11	9.73%	36.55	17.47%
管理费用	138.77	251.52	81.25%	281.00	11.72%	330.10	17.47%
财务费用	106.27	248.43	133.78%	324.92	30.79%	346.53	6.65%
投资收益	(25.49)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	250.67	336.26	34.14%	395.32	17.56%	625.15	58.14%
利润总额	255.16	336.26	31.78%	420.32	25.00%	650.15	54.68%
所得税	64.72	84.07	29.89%	105.08	25.00%	162.54	54.68%
净利润	190.44	252.20	32.43%	315.24	25.00%	487.61	54.68%
归属母公司所有者的净利润	190.44	252.20	32.43%	315.24	25.00%	487.61	54.68%
NOPLAT	266.40	438.52	64.61%	540.18	23.18%	728.76	34.91%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	331.94	621.02	87.09%	681.42	9.73%	800.48	17.47%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	12.97	24.06	85.48%	26.40	9.73%	31.01	17.47%
预付款项	327.47	416.76	27.26%	513.83	23.29%	626.52	21.93%
存货	2,871.11	5,418.92	88.74%	5,891.66	8.72%	6,839.65	16.09%
流动资产合计	3,817.74	6,986.90	83.01%	7,668.68	9.76%	8,950.09	16.71%
非流动资产	1,728.91	1,699.65	-1.69%	1,554.48	-8.54%	1,387.32	-10.75%
资产总计	5,546.65	8,686.54	56.61%	9,223.17	6.18%	10,337.41	12.08%
短期借款	2,811.15	5,276.56	87.70%	5,477.23	3.80%	6,056.74	10.58%
应付帐款	432.28	822.63	90.30%	894.40	8.72%	1,038.31	16.09%
预收款项	84.61	157.78	86.48%	238.06	50.89%	332.38	39.62%
流动负债合计	3,690.42	6,888.21	86.65%	7,267.21	5.50%	8,137.65	11.98%
非流动负债	491.04	464.04	-5.50%	464.04	0.00%	464.04	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	1,365.19	1,323.70	-3.04%	1,481.32	11.91%	1,725.13	16.46%
净营运资本	127.32	98.68	-22.49%	401.47	306.82%	812.44	102.37%
投入资本 IC	4,095.28	6,230.75	52.14%	6,528.64	4.78%	7,254.38	11.12%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	190.44	252.20	32.43%	315.24	25.00%	487.61	54.68%
折旧摊销	88.43	0.00	N/A	175.16	N/A	187.16	6.85%
净营运资金增加	(46.94)	(28.63)	N/A	302.78	N/A	410.97	35.73%

经营活动产生现金流	(1,393.06)	(1,542.95)	N/A	380.27	N/A	157.89	-58.48%
投资活动产生现金流	(602.98)	(68.00)	N/A	(38.00)	N/A	(28.00)	N/A
融资活动产生现金流	2,139.39	1,900.03	-11.19%	(281.87)	N/A	(10.83)	N/A
现金净增（减）	143.35	289.08	101.66%	60.41	-79.10%	119.06	97.10%

## 分析师简介

### 林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

## 联系人简介

### 李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：



以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。