

恒邦股份 (002237)

公司研究/点评报告

贵金属实力持续增强，业务结构多元化发展

—恒邦股份 (600362) 年报点评

点评报告/有色金属

2019 年 04 月 26 日

一、事件概述

恒邦股份于 4 月 25 日晚发布 2018 年年度报告。报告期内公司实现营业收入 212.01 亿元，同比增长 7.12%；实现归母净利润 4.05 亿元，同比增长 1.92%。

二、分析与判断

➤ 营收结构呈现多元化趋势，铅锌等业务成利润边际改善主因

报告期内，公司营收结构趋向多元化。全年传统主营业务的产量下降，包括黄金（降 1.45%）、白银（降 2.01%）、电解铜（降 10.25%）、硫酸（降 9.75%）全线收缩，铅锌及其他金属产量则有所上涨。传统主营业务（金银铜及硫酸）的收入同比下降 4.60%，但铅锌等及其他业务同比大涨 39.22%，支撑营业收入上行。由于贵金属相对景气，金银毛利率分别增 2.58%、1.39%，电解铜毛利率则大幅下降 7.16 个百分点至盈亏线边缘，而以硫酸为主的化工板块毛利增 3.73%但仍处于亏损，铅锌等及其他业务利润上行成为利润边际改善主要变量。

➤ 费用大幅上行拖累业绩，非经常性损益成归母净利润主要来源

据年报披露，本期非经常性损益为 2514.91 万元，大幅扭正，主要来源于套保亏损规模收缩（降 9534.66 万元）、政府补贴（增 968.09 万元）及减值测试转回（增 254.85 万元）。2018 年公司贸易销售扩张、人员福利增加、研发投入增加，导致销售费用、管理费用、研发费用分别上涨 27.97%、16.55%、32.50%，但由于长期融资规模下降，财务费用降 8.12%。总体上，尽管营收增速略高于营业成本增速，但费用上行 10.78%大幅拖累公司业绩，非经常性损益变动成为利润增量的主要来源。

➤ 贵金属实力持续增强，业务结构多元化发展

江西铜业收购恒邦股份 29.99% 股权，江铜表态将注入旗下优质黄金资产，打造贵金属发展平台。而公司自身也积极增强黄金的综合竞争实力，辽上金矿有望在 2021 年完成基建扩建工程，出矿能力将提升至 90 万吨，大幅增长 650.00%。此外，公司完成杭州建铜全资收购，技改完成后预期新增 10 万吨电解铜产能。公司也发力小金属综合回收领域、小金属高纯项目及高纯新材料，积极布局小金属领域，逐步实现业务多元化发展。

三、投资建议

考虑到公司多元化布局加快、宏观环境回暖有望支撑相关金属价格，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.52/0.62/0.76 元，对应当前股价的 PE 分别为 19/16/13X。目前公司估值低于 2010 年以来的 8.40% 的低分位数，给予“推荐”评级。

四、风险提示

金属价格超预期下跌，项目投产进度不及预期，下游需求超预期下滑。

推荐

首次评级

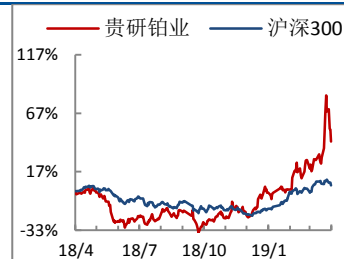
当前价格： 10.0 元

交易数据

2019-4-25

近 12 个月最高/最低(元)	11.66/7.34
总股本(百万股)	910
流通股本(百万股)	852
流通股比例(%)	93.55
总市值(亿元)	91
流通市值(亿元)	85

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

研究助理：薛绍阳

执业证号： S0100117100002
 电话： 010-85127665
 邮箱： xueshaoyang@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001
 电话： 010-85127665
 邮箱： zhongqi@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	21,201	23,312	24,601	25,301
增长率 (%)	7.2%	10.0%	5.5%	2.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	406	474	562	695
增长率 (%)	1.9%	16.8%	18.5%	23.7%
每股收益 (元)	0.45	0.52	0.62	0.76
PE (现价)	18.80	19.21	16.20	13.10
PB	1.75	1.89	1.70	1.50

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	21,201	23,312	24,601	25,301
营业成本	19,713	21,581	22,732	23,262
营业税金及附加	55	57	61	63
销售费用	139	163	172	177
管理费用	494	594	615	633
EBIT	740	847	952	1,094
财务费用	258	257	262	247
资产减值损失	61	25	25	25
投资收益	50	0	0	0
营业利润	496	564	665	822
营业外收支	-22	0	0	0
利润总额	473	564	665	822
所得税	81	100	116	144
净利润	392	464	549	678
归属于母公司净利润	406	474	562	695
EBITDA	1,257	847	952	1,094

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,170	1,912	1,869	2,027
应收账款及票据	123	124	135	138
预付款项	1,682	1,954	2,017	2,065
存货	5,328	5,353	5,810	5,897
其他流动资产	351	446	469	473
流动资产合计	9,654	9,789	10,301	10,599
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,329	4,329	4,329	4,329
无形资产	391	391	391	391
非流动资产合计	5,266	5,302	5,314	5,297
资产合计	14,920	15,091	15,614	15,896
短期借款	6,638	7,050	6,755	6,278
应付账款及票据	2,546	1,999	2,199	2,253
其他流动负债	1,065	1,031	1,100	1,127
流动负债合计	10,250	10,080	10,055	9,658
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	307	207	207	207
非流动负债合计	307	207	207	207
负债合计	10,557	10,287	10,262	9,866
股本	910	910	910	910
少数股东权益	6	-3	-16	-33
股东权益合计	4,363	4,803	5,352	6,030
负债和股东权益合计	14920	15091	15614	15896

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	7.2%	10.0%	5.5%	2.8%
EBIT 增长率	-18.1%	14.4%	12.4%	14.9%
净利润增长率	1.9%	16.8%	18.5%	23.7%
盈利能力				
毛利率	7.0%	7.4%	7.6%	8.1%
净利率	1.8%	2.0%	2.2%	2.7%
总资产收益率 ROA	2.7%	3.1%	3.6%	4.4%
净资产收益率 ROE	9.3%	9.9%	10.5%	11.5%
偿债能力				
流动比率	0.94	0.97	1.02	1.10
速动比率	0.26	0.25	0.25	0.27
现金比率	0.21	0.19	0.19	0.21
资产负债率	70.8%	68.2%	65.7%	62.1%
经营效率				
应收账款周转天数	2.03	1.95	2.01	1.99
存货周转天数	94.20	90.54	93.29	92.52
总资产周转率	1.50	1.55	1.60	1.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.52	0.62	0.76
每股净资产	4.79	5.28	5.90	6.66
每股经营现金流	1.27	-0.23	0.62	0.99
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	18.80	19.21	16.20	13.10
PB	1.75	1.89	1.70	1.50
EV/EBITDA	9.94	17.17	15.00	12.48
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	392	464	549	678
折旧和摊销	517	0	0	0
营运资金变动	-129	-975	-286	-60
经营活动现金流	1,157	-211	564	904
资本开支	-841	-61	-37	-8
投资	-17	0	0	0
投资活动现金流	-868	-61	-37	-8
股权募资	0	-0	-0	-0
债务募资	813	412	-295	-477
筹资活动现金流	-184	15	-571	-738
现金净流量	105	-258	-44	158

分析师与研究助理简介

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师

薛绍阳，澳洲莫纳什大学精算学士及金融数学硕士，从事有色金属行业及公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。