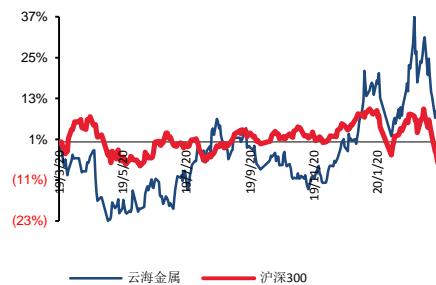




材料 材料 II

基本面边际向上，黄金板块配置优选 恒邦股份跟踪点评

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 910/852 |
| 总市值/流通(百万元) | 10,470/9,794 |
| 12 个月最高/最低(元) | 19.28/9.44 |

相关研究报告:

证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

■ 事件:

恒邦股份年报显示，公司 2019 年实现营业收入 285.36 亿元，同比增加 34.60%；实现归母净利润 3.06 亿元，同比减少 24.70%。

■ 点评:

1、收入增量主要来自贸易业务: 2018 年公司新设全资子公司上海琨邦国际贸易有限公司开展贸易业务，这导致 2019 年公司黄金、电解铜、锌锭购入量同比均有大幅增加，其中黄金外购量同比增加 5.44%，电解铜更是同比增加 742.92%。对应销量提升进而带来整体收入提高，不过另一方面低毛利贸易业务也相应拉低了公司整体毛利率至 5.52%，同比回落 1.5 个百分点。

2、公司自产业务基本保持平稳: 2019 年度公司刨除贸易部分的自产量基本保持平稳，其中黄金 17.24 吨（同比+18.4%）、白银 611.17 吨（同比+13.23%）仍然保持可观增量，也有效均衡了低毛利贸易业务的拖累。此外电解铜 11.86 万吨（同比-8.43%）、电解铅 9.24 万吨（同比-3.02%）、硫酸 137.86 万吨（同比+25.12%）。

3、公允价值变动影响部分利润: 2019 年公司管理和销售费用基本保持平稳，但财务费用大幅增加 9280 万元（同比+36.03%），主要是融资总额增加，融资综合利率上升，导致利息支出增加所致。同时公允价值变动收益同比减少 1.55 亿元，主要是商品期货持仓浮动亏损和黄金租赁业务公允价值浮动亏损导致。

4、江铜控股带来公司基本面边际向上: 公司是国内具有较强竞争力的黄金矿产开发和资源综合利用企业，在复杂金精矿利用方面具有核心竞争力。在江铜控股公司后，更具有进一步的资产注入预期和降本空间，同时部分产能瓶颈所需资本开支，受融资渠道和资产负债率水平限制亦有望解决。

5、我们强烈看好金价向上空间: 尽管当前受恐慌和通缩担忧影响而出现急跌，但通过类比历史和逻辑推演，我们认为金价有望逐步企稳并开启新一轮牛市，而当前是逐步配置黄金资产的绝佳时机。

6、盈利预测及投资建议: 预计公司 2020-22 年归母净利润 6.96/9.26/11.27 亿元，考虑近期发行非公开发行股票，预计 2020-22 年 EPS 为 0.59/0.78/0.95 元。认为公司是 A 股黄金板块里的配置优选，对公司维持买入评级，6 个月目标价 17.64 元。

7、风险提示: 短期通缩预期强化、全球宽松及美元调整不及预期、公司产能投放进度不及预期

■ 盈利预测和财务指标:

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 28536 | 30899 | 33459 | 36207 |
| (+/-%) | 34.60 | 8.28 | 8.29 | 8.21 |
| 净利润(百万元) | 306 | 696 | 926 | 1127 |
| (+/-%) | (24.70) | 127.70 | 33.06 | 21.76 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.34 | 0.59 | 0.78 | 0.95 |
| 市盈率(PE) | 41.83 | 19.56 | 14.70 | 12.07 |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | 利润表(百万) | | | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|---------|--------------|---------|---------|---------|--------|---------|--|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 货币资金 | 2170 | 1716 | 3500 | 4187 | 5312 | 营业收入 | 21201 | 28536 | 30899 | 33459 | 36207 | |
| 应收和预付款项 | 123 | 76 | 126 | 138 | 145 | 营业成本 | 19713 | 26960 | 28983 | 31296 | 33779 | |
| 存货 | 5328 | 7418 | 7061 | 7549 | 8175 | 营业税金及附加 | 55 | 48 | 66 | 69 | 73 | |
| 其他流动资产 | 2033 | 1597 | 2263 | 2296 | 2398 | 销售费用 | 139 | 125 | 164 | 174 | 185 | |
| 流动资产合计 | 9654 | 10806 | 12949 | 14170 | 16029 | 管理费用 | 494 | 487 | 613 | 652 | 695 | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | 258 | 350 | 230 | 149 | 118 | |
| 投资性房地产 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 61 | -47 | 2 | 8 | 9 | |
| 固定资产 | 4329 | 4519 | 4362 | 4155 | 3686 | 投资收益 | 50 | 46 | 48 | 48 | 48 | |
| 在建工程 | 325 | 176 | 126 | 20 | -74 | 公允价值变动 | 8 | -147 | 0 | 0 | 0 | |
| 无形资产开发支出 | 391 | 360 | 367 | 369 | 360 | 营业利润 | 496 | 391 | 833 | 1096 | 1328 | |
| 长期待摊费用 | 68 | 74 | 74 | 74 | 74 | 其他非经营损益 | -22 | -41 | -26 | -26 | -26 | |
| 其他非流动资产 | 152 | 170 | 243 | 311 | 366 | 利润总额 | 473 | 350 | 807 | 1070 | 1303 | |
| 资产总计 | 14920 | 16105 | 18121 | 19099 | 20441 | 所得税 | 81 | 59 | 138 | 183 | 222 | |
| 短期借款 | 6638 | 6024 | 4174 | 4000 | 4000 | 净利润 | 392 | 290 | 669 | 888 | 1080 | |
| 应付和预收款项 | 2546 | 3218 | 3086 | 3336 | 3599 | 少数股东损益 | -14 | -15 | -26 | -38 | -47 | |
| 长期借款 | 0 | 6 | 6 | 6 | 6 | 归母股东净利润 | 406 | 306 | 696 | 926 | 1127 | |
| 其他负债 | 1372 | 2243 | 2448 | 2510 | 2567 | | | | | | | |
| 负债合计 | 10557 | 11491 | 9714 | 9852 | 10172 | | | | | | | |
| 股本 | 910 | 910 | 1183 | 1183 | 1183 | 预测指标 | | | | | | |
| 资本公积 | 768 | 768 | 3665 | 3665 | 3665 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | |
| 留存收益 | 2605 | 2911 | 3571 | 4449 | 5517 | 毛利率 | 7.02% | 5.52% | 6.20% | 6.46% | 6.71% | |
| 归母公司股东权益 | 4357 | 4658 | 8477 | 9356 | 10424 | 销售净利率 | 1.91% | 1.07% | 2.25% | 2.77% | 3.11% | |
| 少数股东权益 | 6 | -8 | -35 | -73 | -120 | 销售收入增长率 | 7.21% | 34.60% | 8.28% | 8.28% | 8.21% | |
| 股东权益合计 | 4363 | 4650 | 8443 | 9283 | 10304 | EBIT 增长率 | -18.14% | 15.41% | 16.96% | 18.88% | 17.01% | |
| 负债和股东权益 | 14920 | 16141 | 18156 | 19135 | 20476 | 净利润增长率 | 1.92% | -24.70% | 127.70% | 33.06% | 21.76% | |
| 现金流量表(百万) | | | | | | ROE | 9.31% | 6.56% | 8.21% | 9.90% | 10.81% | |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | ROA | 2.72% | 1.90% | 3.84% | 4.85% | 5.51% | |
| 经营性现金流 | 1157 | 516 | 1135 | 1402 | 1413 | ROIC | 11.32% | 11.76% | 31.13% | 63.75% | 853.79% | |
| 投资性现金流 | -868 | -619 | -369 | -289 | -29 | EPS(X) | 0.45 | 0.34 | 0.59 | 0.78 | 0.95% | |
| 融资性现金流 | -184 | 206 | 1018 | -426 | -260 | PE(X) | 18.80 | 41.83 | 19.56 | 14.70 | 12.07 | |
| 现金增加额 | 105 | 103 | 1784 | 687 | 1125 | PB(X) | 1.75 | 2.74 | 1.24 | 1.12 | 1.00 | |
| | | | | | | PS(X) | 0.36 | 0.45 | 0.44 | 0.41 | 0.38 | |
| | | | | | | EV/EBITDA(X) | 9.94 | 12.88 | 10.01 | 8.24 | 6.75 | |

资料来源：WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafzl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。