

2023年06月11日

恒邦转债(127086.SZ)申购分析

主题报告

投资要点

◆ 本次发行规模 31.60 亿元，期限 6 年，评级为 AA+/AA+（中诚信）。转股价 11.46 元，到期补偿利率为 6% 属一般水平。下修条款 15/30, 85% 和强赎条款 15/30, 130% 均为市场化条款。以 2023 年 6 月 9 日中债 6YAA+ 企业债到期收益率 3.4858% 贴现率计算，纯债价值 91.86 元，对应 YTM 为 2.01%，债底保护性较好。总股本稀释率 19.37%、流通股本稀释率 23.25%，对股本有一定摊薄压力。

◆ 截至 2022 年 3 月 31 日，恒邦股份前十大股东持股比例合计 57.78%，持股相对集中。假设前十大股东配售比例为 80%，剩余股东配售比例为 50%，则股东优先配售比例为 69.43%。网上申购额度为 2.90 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，预计中签率，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0103%。

风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。

分析师

罗云峰

 SAC 执业证书编号：S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsc.cn

分析师

牛逸

 SAC 执业证书编号：S0910523040001
 niuyi@huajinsc.cn

相关报告

转债策略回溯系列报告（一）-双低躺平策略
 以外，可以选择什么 2023.6.9
 5 月进出口数据点评 2023.6.7
 2023 年 5 月信用债市场跟踪 2023.6.6
 资产配置周报（2023-06-03）-价值板块有望
 延续涨势 2023.6.4
 ABS 市场跟踪分析 2023.6.3



内容目录

一、恒邦转债分析	3
（一）转债分析	3
（二）中签率分析	4
二、正股分析	4
（一）公司简介	4
（二）行业分析	5
（三）财务分析	5
（四）估值表现	7
（五）募投项目分析	8
风险提示:	8

图表目录

图 1: 2022 年黄金行业上市公司财务对比（亿元）	5
图 2: 营业收入情况	6
图 3: 归母净利润情况	6
图 4: 公司经营现金流情况	7
图 5: 近一年行业指数及恒邦股份股价走势	8
表 1: 可转债要素	3
表 2: 公司主营收入分产品（万元，%）	4
表 3: 公司主要财务指标	5
表 4: 公司主营业务毛利率情况（%）	6
表 5: 期间费用情况（万元）	7
表 6: 同行业可比上市公司（亿元，%）	7

一、恒邦转债分析

（一）转债分析

本次发行规模 31.60 亿元，期限 6 年，评级为 AA+/AA+（中诚信）。转股价 11.46 元，到期补偿利率为 6% 属一般水平。下修条款 15/30，85% 和强赎条款 15/30，130% 均为市场化条款。以 2023 年 6 月 9 日中债 6YAA+ 企业债到期收益率 3.4858% 贴现率计算，纯债价值 91.86 元，对应 YTM 为 2.01%，债底保护性较好。

总股本稀释率 19.37%、流通股本稀释率 23.25%，对股本有一定摊薄压力。

表 1：可转债要素

基本要素			
债券简称	恒邦转债	债券代码	127086.SZ
正股简称	恒邦股份	股票代码	002237.SZ
评级	AA+/AA+	认购代码	072237.SZ
发行金额	31.6000	发行期限	6.0000
转股价（元/股）	11.46	起息日	2023-06-12
转股起始日	2023-12-18	转股结束日	2029-06-11
下修条款	15/30, 85%	强赎条款	15/30, 130%
回售条款	30, 70%，附加回售	补偿利率	6%
利率	0.2%、0.4%、0.6%、1.5%、1.8%、2.0%		
发行方式	网上发行	优先配售（元/股）	2.7525
总股本稀释率	19.37%	流通股本稀释率	23.25%
募集资金用途	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
	含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目	273,171.96	222,000.00
	补充流动资金	94,000.00	94,000.00
		367,171.96	316,000.00
主要指标			
转股价	11.46	折现率	3.4858%（2023/6/9 中债 6YAA+ 到期收益率）
债券面值	100	平价溢价率	9.33%
正股收盘价	11.51	转股溢价率	-0.43%
纯债价值	91.86	纯债溢价率	8.86%
平价	100.44	纯债 YTM	2.01%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）中签率分析

截至 2022 年 3 月 31 日，恒邦股份前十大股东持股比例合计 57.78%，持股相对集中。假设前十大股东配售比例为 80%，剩余股东配售比例为 50%，则股东优先配售比例为 67.33%。网上申购额度为 10.32 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，预计中签率，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0103%。

二、正股分析

（一）公司简介

公司主要从事黄金矿产资源开发、贵金属冶炼、高新材料研发及生产、国际贸易等业务，是国家重点黄金冶炼企业。近三年及一期，公司主营业务收入主要来自黄金、铜销售以及有色金属贸易，占比在 80%以上，其中黄金占比在 35%以上，是公司最重要的产品。根据《中国黄金年鉴 2021》统计，2020 年度中国黄金成品金总产量 479.50 吨。2020 年度公司成品金产量 47.90 吨，占当年中国成品金总产量的 9.99%，在各企业成品金产量中排名市场第三。

表 2：公司主营收入分产品（万元，%）

	2023 年 1-3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
黄金	638,141.75	38.40	1,784,983.18	35.71	1,470,395.64	35.63	1,732,498.07	48.67
白银	106,038.76	6.38	369,290.32	7.39	405,637.67	9.83	311,954.29	8.76
铜	299,896.58	18.05	1,198,319.73	23.97	1,201,110.86	29.10	633,566.93	17.80
铅	34,827.62	2.10	148,938.65	2.98	119,423.12	2.89	121,159.59	3.40
硫酸	2,422.21	0.15	45,968.27	0.92	47,130.15	1.14	8,768.99	0.25
磷铵及其他化 肥	1,865.13	0.11	30,191.83	0.60	31,137.33	0.75	28,170.84	0.79
锌、锑、钼、硒 等金属	11,371.18	0.68	60,676.23	1.21	45,868.27	1.11	31,375.56	0.88
矿粉金属	-	-	7,163.75	0.14	94,816.46	2.30	93,617.78	2.63
有色金属贸易	562,122.19	33.82	1,323,494.24	26.48	640,921.26	15.53	558,482.68	15.69
其他	5,183.56	0.31	29,569.00	0.59	70,962.05	1.72	40,128.51	1.13
合计	1,661,868.99	100.00	4,998,595.19	100.00	4,127,402.80	100.00	3,559,723.22	100.00

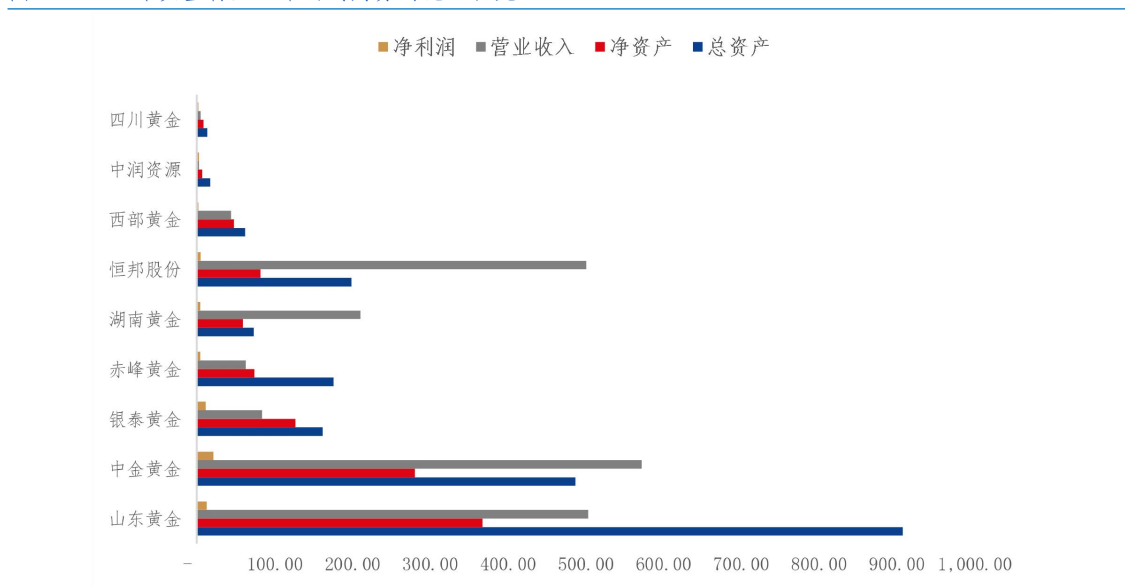
资料来源：Wind，华金证券研究所

经过多年的研发和行业积累，公司的黄金生产工艺已达到国内先进水平。在黄金冶炼基础上，公司发挥金属回收的资源综合利用优势，依托先进的生产工艺和丰富的技术积累，实现对金、银等贵金属和铜、铅、锌等有价值元素的综合回收，成为国内具有较强竞争力的黄金冶炼和资源综合利用企业。公司在金、银、铜、铅、锌以及其他小金属方面均能依托各个冶炼公司的优势做到闭路循环回收，回收率高，冶炼能力强，通过打造金、银、铜、铅、锌联合冶炼体系，提升各系统之间盈利能力，形成相互补充的优势。

（二）行业分析

黄金生产行业在国内属于特殊行业，同时高度依赖于资源，通常以一体化模式为主。黄金生产企业的竞争力和发展取决于勘探技术与能力、拥有的资源储量与质量、资源综合利用情况、技术工艺水平、企业内部管理水平等多种因素。**资源方面**，黄金矿山通常是大型黄金生产企业最基本的利润保障，矿产金构成了企业主要的盈利来源。我国黄金开采实行准入制度，对新参与者壁垒较高，同时国内黄金矿山基本被国内大中型黄金企业拥有，后来者同样难以取代。**技术方面**，国内黄金生产多以湿法冶炼处理常规金精矿为主，但发行人主要采用富氧底吹造钼捕金工艺建造生产线，提升处理复杂金精矿的能力，发挥多金属回收的资源综合利用优势，依托先进的生产工艺和丰富的技术积累，实现对金、银等贵金属和铜、铅、锌、铋、锑、碲、砷等有色元素的综合回收。

图 1：2022 年黄金行业上市公司财务对比（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）财务分析

公司流动比率、速动比率、资产负债率、资产周转率、存货周转率均保持在合理水平，随着公司资产结构的不断优化，公司流动比率和速动比率呈现逐年上升的趋势。公司不断拓宽融资渠道，增加长期负债，使得流动比率、速动比率提高，因此公司的流动性风险下降。公司应收账款周转率较高，主要是因为金属冶炼行业销售模式导致，同时公司金、白银产品等主要贵金属产品的销售模式为当日结算或先款后货，应收账款周转速度较快。

表 3：公司主要财务指标

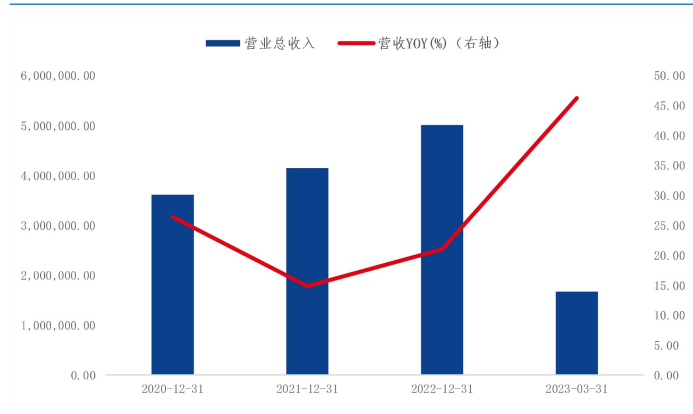
财务指标	2023 年 3 月末	2022 年末	2021 年末	2020 年末
流动比率	1.73	1.71	1.37	1.29
速动比率	0.61	0.64	0.50	0.38
资产负债率	57.93%	58.78%	59.96%	58.18%
应收账款周转率	6450.12	3090.03	1204.89	586.64

财务指标	2023 年 3 月末	2022 年末	2021 年末	2020 年末
存货周转率	7.06	5.42	4.50	4.26

资料来源: Wind, 华金证券研究所

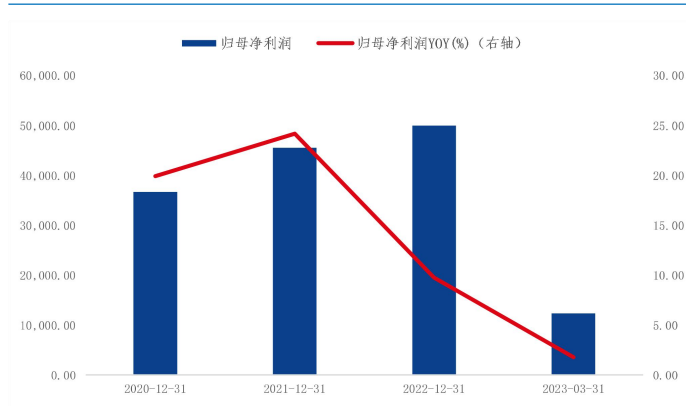
2020 年至今公司营收和归母净利润保持增长, 但增速波动较大。公司营收受主要产品销量和价格变动比较大, 如 2021 年公司黄金销售收入由于黄金价格的下降以及销量的减少而降低 15.13%。2022 年度, 公司黄金销售收入同比增长 21.39%, 主要原因是黄金产品销量的增长。2023 年一季度, 黄金销售收入同比增长 41.59%, 主要原因是黄金产品价格的上涨。此外, 冶炼用原材料以外购为主。公司对外购原材料加工后进行销售, 成本高于自供原材料加工业务, 从而造成公司净利润增速变动差异。

图 2: 营业收入情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3: 归母净利润情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从毛利率看, 公司主营业务毛利率总体均呈下降态势, 公司毛利率主要受到原材料外购占比增加以及各产品价格波动的影响。公司期间费用率总体保持稳定, 2021 年公司管理费用较高, 主要是受地方政策因素和安全监管趋严影响, 公司部分矿山停产, 矿山停产期间相关成本计入管理费用。公司的财务费用以利息支出为主随着业务规模的扩张, 资金需求量较大, 公司通过银行借款、中期票据等债务融资工具以满足日常运营的资金需求, 产生的利息支出金额较大。

表 4: 公司主营业务毛利率情况 (%)

	2023 年 1-3 月	2022 年	2021 年	2020 年
黄金	3.65	2.46	3.73	6.18
白银	11.55	7.84	5.46	14.61
铜	0.79	3.76	3.93	0.66
铅	4.51	4.73	8.32	8.00
硫酸	-35.66	38.19	45.81	-104.41
磷铵及其他化肥	-18.13	6.53	14.71	6.64
锌、锑、钨、硒等金属	39.52	47.41	40.68	16.30
矿粉销售	-	7.25	3.24	5.30
有色金属贸易	0.02	0.07	0.71	0.26
其他	-32.85	32.49	21.36	-6.18
合计	2.48	3.68	4.89	4.73

资料来源: Wind, 华金证券研究所

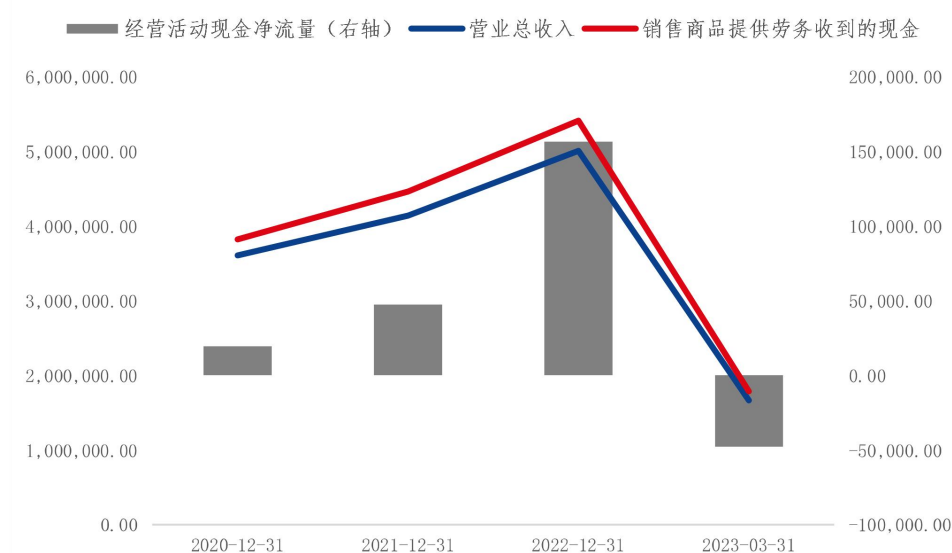
表 5：期间费用情况（万元）

项目	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-03-31
销售费用	1,664.44	1,961.92	3,108.09	622.08
管理费用	48,221.53	64,201.86	46,924.76	12,002.76
研发费用	10,361.78	13,534.42	14,337.87	4,269.62
财务费用	32,769.04	35,766.09	31,958.26	7,045.73
期间费用率	2.58%	2.79%	1.92%	1.44%

资料来源：Wind，华金证券研究所

得益于公司在行业内的优势地位和从事行业的特殊性，公司主营业务现金产生能力表现较好，近年来销售商品提供劳务收到的现金与营业收入基本一致。2023 年一季度公司经营活动现金流为负，主要原因系受原料采购周期影响，进口矿粉集中到货，原材料库存增加 35,783.75 万元，导致公司购买商品、接受劳务支付的现金增长。同时公司支付前期应付账款，应付账款余额减少 46,653.45 万元。上述均为短期事项，预计全年公司经营现金流量将转正。

图 4：公司经营现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）估值表现

截至 2023 年 6 月 9 日，公司在同行业可比上市公司中 PE（TTM）26.36 属偏低水平。年初今公司上涨 9.20%，申万三级行业（黄金）指数涨幅为 13.98%。

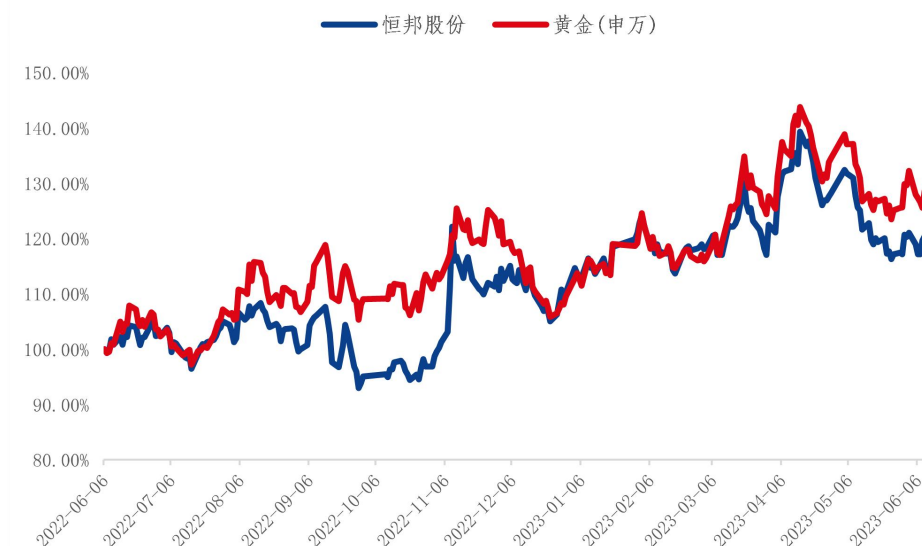
表 6：同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	名称	流通市值	总市值	PE (TTM)	2023 年涨跌幅	最近 1 月涨跌幅
600547.SH	山东黄金	918.07	1,041.13	82.95	32.57	-4.15
600489.SH	中金黄金	542.90	542.90	24.48	36.75	-8.20
000975.SZ	银泰黄金	304.55	345.70	30.14	15.29	-4.67
600988.SH	赤峰黄金	261.90	261.90	74.35	-12.80	-5.92
002155.SZ	湖南黄金	165.02	165.04	36.66	6.02	-7.17

代码	名称	流通市值	总市值	PE (TTM)	2023 年涨跌幅	最近 1 月涨跌幅
002237.SZ	恒邦股份	104.79	132.14	26.36	9.20	-8.07
601069.SH	西部黄金	87.27	119.79	71.20	9.68	-7.24
000506.SZ	中润资源	38.63	38.65	-78.52	28.79	-10.73
001337.SZ	四川黄金	19.93	139.48	63.63	227.13	-20.10

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 近一年行业指数及恒邦股份股价走势



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(五) 募投项目分析

公司拟对子公司威海恒邦现有生产系统进行全面技术改造升级, 淘汰落后的湿法冶炼提金、合成氨、磷铵和复合肥等工艺装置, 采用技术先进、节能环保、综合效益好的富氧熔炼火法提金工艺装置, 实现含金多金属矿的有色多元素综合回收。该项目建成后, 将具备年处理 45 万吨含金多金属矿能力, 项目主要产品包括金锭、银锭、铜和硫酸等。该项目投资总额为 273,171.96 万元, 拟使用募集资金投入 222,000.00 万元。项目建设期为 2 年, 运营期 18 年, 运营期第 1 年开始产生收入并逐年增加。正常年预计可实现销售收入 924,652.70 万元, 净利润 37,414.76 万元, 税后投资回收期为 8.80 年 (含建设期), 财务内部收益率为 13.23% (税后), 项目预期效益良好。

公司拟用于补充流动资金的募集资金为 94,000.00 万元, 未超过未来三年新增流动资金缺口 465,199.02 万元, 符合发行人实际营运资金的需求。公司所处行业为资金密集型行业, 对资金的需求较高, 随着经营规模的扩大, 公司对营运资金的需求也相应增加。因此, 本次补充流动资金将有效缓解公司发展的资金压力, 有利于增强公司竞争能力, 提高公司的抗风险能力

风险提示:

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。

分析师声明

罗云峰、牛逸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn