

➤ 公司公布 2023 年半年度报告，上半年实现营收 322.28 亿元，同比 +50.30%，归母净利润 2.92 亿元，同比+9.92%，扣非归母净利润 2.93 亿元，同比+14.29%。其中 Q2 单季度实现营收 155.79 亿元，同比+54.97%，环比-6.43%，归母净利润 1.69 亿元，同比+16.75%，环比+36.83%。

➤ **黄金、贸易业务增长带动营收增长。**上半年公司主营黄金/白银/电解铜/硫酸、有色金属贸易业务营收分别为 133.8/21.1/59.9/0.37/95.38 亿元，同比变动 +49.53%/+4.87%/-6.01%/-89.40%/+315.34%，营收占比分别为 41.53% /6.54%/18.57%/0.12%/29.60%。上半年公司销售毛利率为 2.86%，同比-2.26pct，Q2 单季度毛利率为 3.10%，同比-3.21pct，环比+0.47pct，Q2 毛利率环比上升。上半年黄金 / 白银 / 电解铜 / 硫酸毛利率分别为 3.19%/9.41%/2.50%/-182.34%，同比变动+0.13/+2.67/-0.09/-238.18pct。上半年公司黄金业和贸易业务增长带动营收增长，白银冶炼毛利率提升明显，受硫酸价格同比下跌影响，硫酸业务盈利能力下滑。

➤ **财务费用、所得税费用下降，库存上升。**上半年销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.06%/1.13%/0.28%/0.32%，同比变化+0.03/+0.15/-0.14/+0.06pct。财务费用同比-43.01%，受益于融资利率下降和汇兑收益，所得税费用同比-34.56%，主要因 2023 年开始研发费用享受加计扣除所得。公司经营活动现金流净额 1.34 亿元，同比-91.0%，主要因存货库存增加所致。

➤ **黄金产量同比大幅增长，产能规模持续扩张。**上半年公司主要产品产量分别为黄金 30.36 吨、白银 442.81 吨、电解铜 10.00 万吨、硫酸 62.64 万吨，同比变化+31.14%、+0.09%、-0.05%、-4.99%。公司贵金属冶炼综合配套能力处于国内领先水平，目前具备年产黄金 50 吨、白银 1000 吨、电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的冶炼产能，并且可综合回收锑、铋、碲、砷等稀贵金属。上半年公司可转债发行成功募集资金 31.60 亿元，用于含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目，扩充冶炼产能，项目建成后将新增年处理 45 万吨矿石能力。

➤ **辽上金矿扩建稳步推进，海外参股项目贡献收益。**截至报告期末公司及子公司已完成储量备案的查明金资源储量为 150.38 吨，资源储备丰富。公司自有矿山前期受安全检查影响停产，2022 年开始不断推进复产，其中辽上金矿扩界、扩能采选项目改扩建后预计采选规模可提升至 90 万吨/年。此外，公司持有万国矿业 20.87% 股份，布局海外资源，旗下矿山已于 22 年正式投产。

➤ **盈利预测与投资建议：**考虑到公司扩产稳步推进，成长路径清晰，上调盈利预测及评级，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.15/7.34/9.20 亿元，按 8 月 21 日收盘价计算，对应 PE 为 21/18/14 倍，上调“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品价格波动风险、探矿及开采风险、原材料供应风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	50,047	54,540	58,132	65,201
增长率 (%)	20.9	9.0	6.6	12.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	499	615	734	920
增长率 (%)	9.7	23.2	19.3	25.4
每股收益 (元)	0.43	0.54	0.64	0.80
PE	26	21	18	14
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 21 日收盘价）

推荐
上调评级
当前价格：
11.37 元

分析师 邱祖学

 执业证书：S0100521120001
 邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张建业

 执业证书：S0100522080006
 邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1. 恒邦股份 (002237.SZ) 2022 年年报点评：
 业绩历史新高，产能扩张大步迈进-2023/04/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	50,047	54,540	58,132	65,201
营业成本	48,167	52,513	55,939	62,774
营业税金及附加	107	112	124	137
销售费用	31	30	58	51
管理费用	469	545	523	522
研发费用	143	164	174	194
EBIT	1,055	1,176	1,313	1,523
财务费用	320	398	400	393
资产减值损失	-103	0	0	0
投资收益	-33	0	0	0
营业利润	624	790	926	1,145
营业外收支	-74	-64	-64	-64
利润总额	551	726	862	1,081
所得税	85	145	172	216
净利润	466	581	689	865
归属于母公司净利润	499	615	734	920
EBITDA	1,603	1,782	1,928	2,248

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,903	7,289	7,722	8,674
应收账款及票据	11	5	6	8
预付款项	73	163	174	195
存货	9,003	9,352	9,962	10,319
其他流动资产	1,435	1,589	1,689	1,887
流动资产合计	14,425	18,397	19,553	21,083
长期股权投资	337	337	337	337
固定资产	3,872	3,570	3,202	2,718
无形资产	669	798	839	900
非流动资产合计	5,449	5,390	5,025	4,593
资产合计	19,874	23,787	24,578	25,675
短期借款	5,191	5,191	5,191	5,191
应付账款及票据	1,748	1,870	1,992	2,236
其他流动负债	1,493	1,539	1,564	1,600
流动负债合计	8,432	8,601	8,747	9,026
长期借款	1,115	1,615	1,615	1,615
其他长期负债	2,134	4,798	4,798	4,798
非流动负债合计	3,249	6,413	6,413	6,413
负债合计	11,681	15,014	15,161	15,440
股本	1,148	1,148	1,148	1,148
少数股东权益	-72	-106	-151	-206
股东权益合计	8,193	8,774	9,417	10,236
负债和股东权益合计	19,874	23,787	24,578	25,675

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.94	8.98	6.59	12.16
EBIT 增长率	-5.87	11.45	11.68	15.99
净利润增长率	9.74	23.23	19.31	25.37
盈利能力 (%)				
毛利率	3.76	3.72	3.77	3.72
净利润率	0.93	1.07	1.19	1.33
总资产收益率 ROA	2.51	2.59	2.99	3.58
净资产收益率 ROE	6.04	6.93	7.67	8.81
偿债能力				
流动比率	1.71	2.14	2.24	2.34
速动比率	0.63	1.03	1.08	1.17
现金比率	0.46	0.85	0.88	0.96
资产负债率 (%)	58.78	63.12	61.68	60.13
经营效率				
应收账款周转天数	0.08	0.10	0.10	0.10
存货周转天数	68.22	65.00	65.00	60.00
总资产周转率	2.52	2.29	2.37	2.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.54	0.64	0.80
每股净资产	7.20	7.74	8.33	9.10
每股经营现金流	1.36	1.12	1.13	1.62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	26	21	18	14
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.11	9.87	8.89	7.21
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)				
净利润	466	581	689	865
折旧和摊销	548	606	615	725
营运资金变动	-79	-428	-586	-309
经营活动现金流	1,564	1,288	1,301	1,863
资本开支	-406	-600	-302	-346
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-617	-610	-312	-356
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-745	3,164	0	0
筹资活动现金流	-499	2,707	-555	-555
现金净流量	478	3,385	434	951

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026