



买入（首次）

所属行业：有色金属/黄金
当前价格(元)：12.23

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

高嘉麒

资格编号：S0120523070003

邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

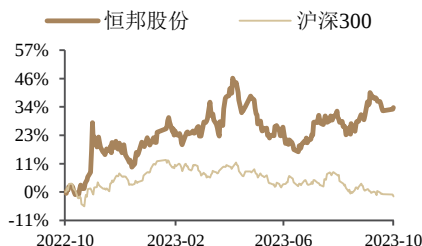
谷瑜

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

康宇豪

邮箱：kangyh@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.43	2.95	10.98
相对涨幅(%)	4.64	10.77	15.39

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

恒邦股份(002237.SZ): 基本盘加码，矿山提产推进

投资要点

- 公司深耕贵金属冶炼，2022 收入大幅上升。**公司是国内黄金冶炼的龙头企业之一，主营业务包括黄金矿产资源开发、贵金属冶炼、高新材料研发及生产、国际贸易等。2022 年公司黄金产销量均有所提升，公司实现营业收入为 500.47 亿元，同比增长 20.94%，归母净利润为 4.99 亿元，同比增长 9.74%。
- 美联储加息逐渐放缓，黄金配置机会增加。**美联储本轮加息是为了缓解疫情期间美国的高通胀，目前通胀呈现持续下行趋势。伴随后续通胀水平的进一步回落，美联储加息进程或逐步退出。由于黄金价格与实际利率负相关，美联储加息逐渐放缓，为黄金提供配置机会。
- 全球黄金储备量上行，或将带动金价上行。**黄金具有天然的货币属性，近十年供给保持稳定，从 2020 年起需求有明显增势。目前全球黄金储备量开始上行，截至 2022 年储备量达 35459.50 吨，主要增储国为俄罗斯、中国等。2023 年国内黄金储备持续增长，或带动金价逐步上行。
- 大力发展冶炼业务，布局新材料领域。**冶炼业务是公司盈利的核心业务之一，黄金冶炼行业已具有明显的规模经济效益。公司目前具备年产黄金 50 吨、白银 1000 吨、电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力。（1）公司通过发行可转债来募集资金投资含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目，项目建成后，将具备年处理 45 万吨含金多金属矿能力，此外公司最新规划 135 万吨冶炼产能。（2）辽上金矿扩界、扩能采选项目建设规模可达 90 万吨/年。万国国际矿业海外矿山金岭矿正式投产，公司市场竞争力增加。（3）公司全布局的高纯材料研发及产业化项目二期工程，于 2022 年 11 月份建成试产。
- 盈利预测。**看好金价未来表现及公司未来产量增长预期。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.2、7.1、10.9 亿元，对应 2023 年 10 月 10 日收盘价 PE 分别为 22.6、19.8、12.9 倍。基于行业景气度判断以及公司产量增长假设，我们认为公司有望充分受益。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**探矿及开采风险，产品价格波动风险，原材料供应风险。

股票数据

总股本(百万股):	1,148.01
流通 A 股(百万股):	910.40
52 周内股价区间(元):	9.03-13.32
总市值(百万元):	14,040.22
总资产(百万元):	23,333.81
每股净资产(元):	7.82

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,383	50,047	57,065	64,711	78,603
(+/-)YOY(%)	14.8%	20.9%	14.0%	13.4%	21.5%
净利润(百万元)	455	499	622	708	1,088
(+/-)YOY(%)	24.2%	9.7%	24.5%	13.8%	53.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.40	0.43	0.54	0.62	0.95
毛利率(%)	5.0%	3.8%	3.4%	3.4%	3.6%
净资产收益率(%)	5.8%	6.0%	7.0%	7.4%	10.2%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 聚焦贵金属冶炼，公司收入大幅上升	5
1.1. 黄金冶炼行业龙头，大力发展贵金属冶炼业务	5
1.2. 深耕贵金属冶炼，黄金产销量同步提升	6
1.3. 费用率整体稳步下降，收入快速增长	7
2. 黄金：把握再货币化机会	9
2.1. 短节奏：把握加息逐步放缓下的配置机会	9
2.2. 长逻辑：再货币化需求渐现，当前或为新周期起点	10
3. 业务规模持续扩张	11
3.1. 大力发展冶炼业务，加强冶炼技术研发	11
3.2. 扩产并购双管齐下，公司收入有望大幅增加	12
3.3. 布局新材料领域，产品附加值增加	13
4. 盈利预测及估值	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 可比估值	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1 : 公司历史沿革	5
图 2 : 公司股权结构 (截至 2023 年中报)	6
图 3 : 2022 年公司黄金产量提升	7
图 4 : 2022 年公司黄金销量增加	7
图 5 : 2018-2022 年公司营业收入持续增长	7
图 6 : 2022 年公司营收结构	7
图 7 : 2022 年公司毛利润与毛利率均下降	8
图 8 : 2022 年公司毛利结构	8
图 9 : 2022 年公司费用总额降低	8
图 10 : 2022 年公司归母净利润增长	8
图 11 : 黄金价格与美国实际利率负相关	9
图 12 : 联邦基金目标利率引导美国实际利率	9
图 13 : 美国 CPI 同步增速回落	9
图 14 : 美国核心 CPI 同比增速回落	9
图 15 : 当前政策利率水平 5.25-5.5%	10
图 16 : 黄金产量稳定	10
图 17 : 2022 年黄金需求提升	10
图 18 : 全球黄金储备提升	10
图 19 : 发展中国家为主要增储国	10
图 20 : 国内黄金增储多伴随金价上行	11
图 21 : 公司新材料产品及应用	13
表 1 : 2022 年公司产能	5
表 2 : 2021 年度员工持股计划认购情况	6
表 3 : 公司主要产品及其用途	7
表 4 : 本次美联储加息进程	10
表 5 : 公司火法冶金系统生产线	11
表 6 : 公司技术优势	12
表 7 : 含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目投资情况	12
表 8 : 公司主要矿山矿产资源情况	12
表 9 : 公司主要在建项目	13

表 10 : 金岭矿矿产资源情况 (合计值)	13
表 11 : 主要业务拆解.....	14
表 12 : 可比估值.....	15

1. 聚焦贵金属冶炼，公司收入大幅上升

1.1. 黄金冶炼行业龙头，大力发展贵金属冶炼业务

公司是国内黄金冶炼龙头企业之一。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。经过多年发展，公司已形成较为完整的黄金产业链，构建起地质勘探、采矿、选矿、冶炼、精炼和深加工的一体化生产经营模式。截至 2022 年末，具备年产黄金 50 吨、白银 1000 吨、电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力，并可综合回收锑白、铋锭、碲锭、氧化硒、金属砷等稀贵金属。

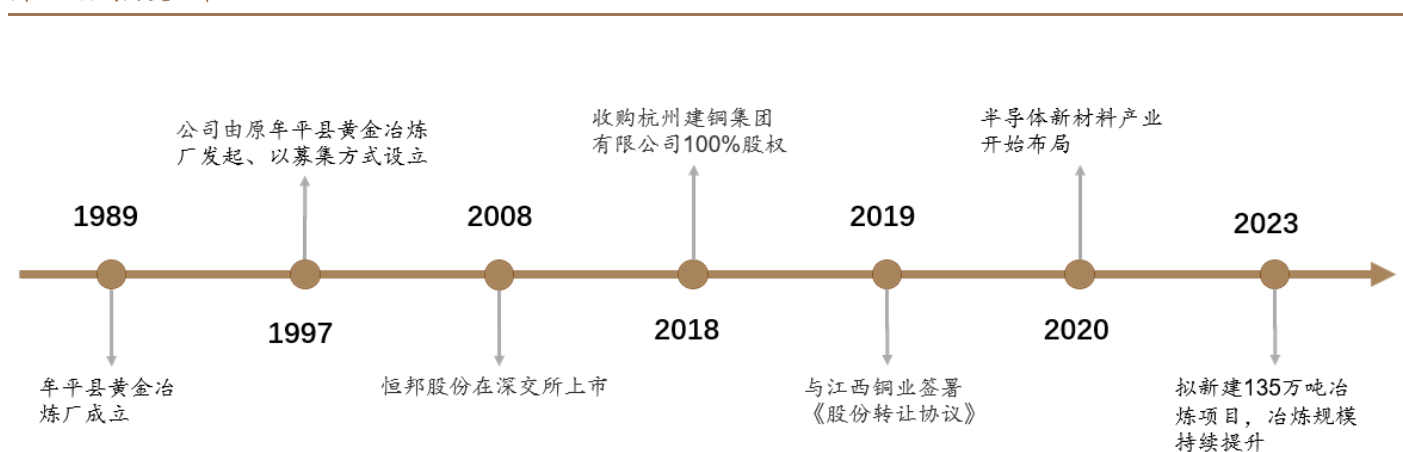
表 1：2022 年公司产能

产品	单位	产能
黄金	吨	50
白银	吨	1000
电解铜	万吨	25
硫酸	万吨	130

资料来源：公司 2022 年报，德邦研究所

聚焦黄金冶炼领域，大力发展贵金属冶炼业务。1989 年牟平县黄金冶炼厂成立，1997 年公司由原牟平县黄金冶炼厂发起、以募集方式设立，2003 年更名为山东恒邦冶炼股份有限公司，2008 年公司于深交所上市。2019 年与江西铜业签署《股份转让协议》，成为江铜子公司。2020 年公司半导体新材料产业开始布局，2023 年公司拟新建 135 万吨冶炼项目，冶炼规模持续提升。

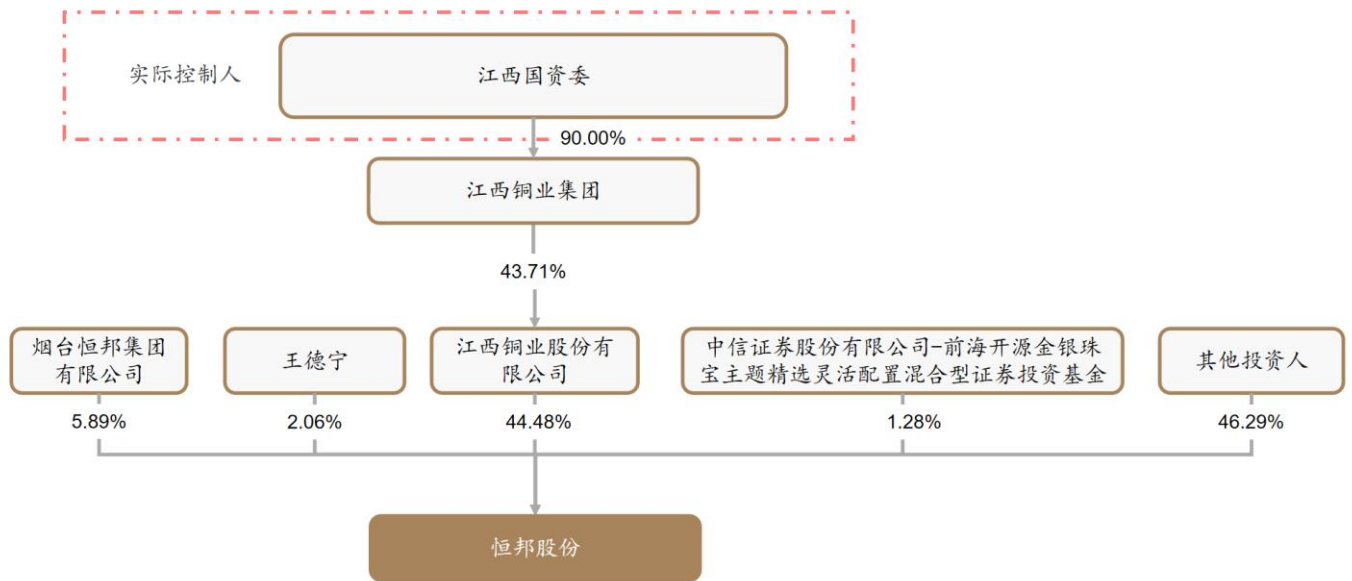
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司招股书，德邦研究所

公司股权较为集中，江西国资委为公司实际控制人。根据公司 2023 年中报，公司前三大股东分别为：江西铜业股份有限公司、烟台恒邦集团有限公司、王德宁，持股比例分别为 44.48%、5.89%、2.06%。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年中报）



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，德邦研究所

员工持股计划已完成股票购买。公司 2021 年度员工持股计划证券账户通过二级市场连续竞价交易方式累计购买公司股票 507.61 万股，成交均价为 11.40 元/股，成交总金额为 57,839,902.05 元，占公司总股本的 0.44%。本次员工持股计划的锁定期为 36 个月，即 2022 年 2 月 11 日至 2025 年 2 月 10 日。截至 2023 年 3 月 31 日，董事、监事、高级管理人员及其他核心人员在员工持股计划中的持股情况如下所示。

表 2：2021 年度员工持股计划认购情况

姓名	职务	持股数量（股）	占公司股本总额的比例
黄汝清	董事长（已离任）	52,657	0.005%
曲胜利	副董事长兼总经理	87,761	0.008%
左宏伟	董事	21,940	0.002%
周政华	董事、副总经理、兼财务总监（已离任）	35,104	0.003%
纪旭波	副总经理	35,104	0.003%
刘元辉	副总经理	35,104	0.003%
姜培胜	副总经理	26,328	0.002%
张俊峰	副总经理	26,328	0.002%
张仁文	副总经理	26,328	0.002%
王立新	副总经理	26,328	0.002%
高卫克	副总经理	35,104	0.003%
孙瑞涛	副总经理	26,328	0.002%
夏晓波	副总经理	26,328	0.002%
董准勤	常务副总工程师	17,552	0.002%
邹琳	总裁助理	17,552	0.002%

资料来源：恒邦股份《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，恒邦股份《关于 2021 年度员工持股计划完成股票购买的公告》，德邦研究所

1.2. 深耕贵金属冶炼，黄金产销量同步提升

公司主营产品包括黄金、白银、电解铜、铅、锌锭、硫酸、稀散金属（砷、锑、铋、碲、硒）等。黄金主要用于首饰、工业及医疗用途、官方储备、私人投资及储备等；白银主要用于首饰、工业用品等；电解铜主要用于电气工业、机械制造、交通、建筑等；铅主要用于制造蓄电池、铅板、冶金和化工原料等；稀散金属（砷、锑、碲、硒等）用途广泛，其高纯产品是制作砷化镓、砷化铟、锑化镓等半导体材料的重要原材料；硫酸常用于生产化肥、农药、火药、染料以及冶炼有色金属、精炼石油、金属去锈、干燥剂等。

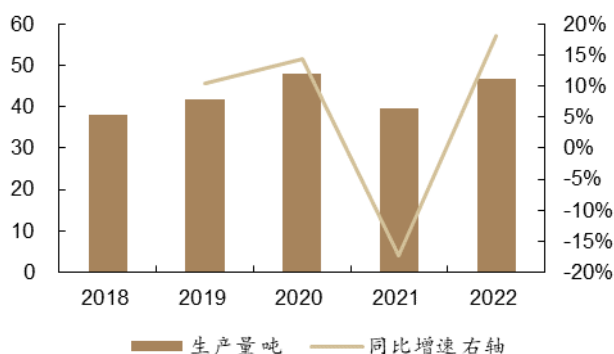
表 3：公司主要产品及其用途

产品	用途
黄金	首饰、工业及医疗用途、官方储备、私人投资及储备等
白银	首饰、工业用品等
电解铜	电气工业、机械制造、交通、建筑等
铅	制造蓄电池、铅板、冶金和化工原料等
稀散金属	高纯产品是制作砷化镓、砷化铟、锑化镓等半导体材料的重要原材料
硫酸	用于生产化肥、农药、火药、染料以及冶炼有色金属、精炼石油、金属去锈、干燥剂等

资料来源：公司公告，德邦研究所

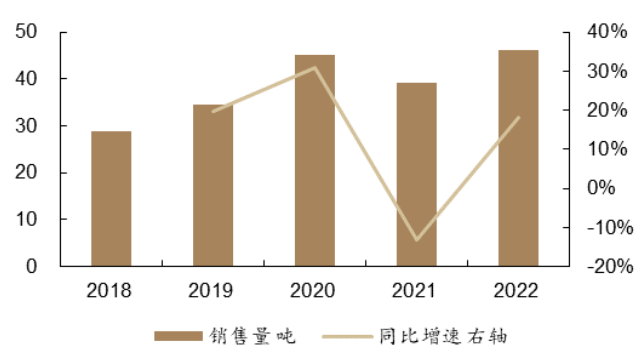
2022 年公司黄金的产销量均有所提升。产量方面，2022 年公司黄金的产量提升，2022 年产量为 46.76 吨，同比增长 18.08%。销量方面，2022 年公司黄金的销量为 46.2 吨，同比增长 18.16%。

图 3：2022 年公司黄金产量提升



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，德邦研究所

图 4：2022 年公司黄金销量增加



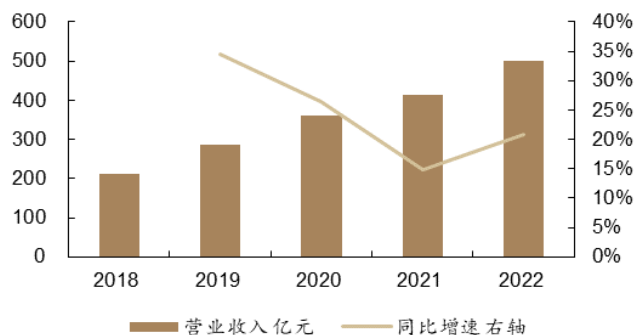
资料来源：同花顺 iFind，公司公告，德邦研究所

1.3. 费用率整体稳步下降，收入快速增长

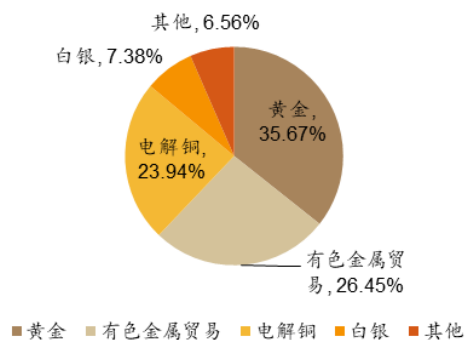
2022 年公司收入快速增长，收入来源主要为黄金。营收方面，2018-2022 年间公司营业收入持续增长，2022 年公司营业收入为 500.47 亿元，同比增长 20.94%。营收结构方面，2022 年公司营业收入主要来源于黄金，占收入比重为 35.67%，其次为有色金属贸易和电解铜，分别占比 26.45%和 23.94%。

图 5：2018-2022 年公司营业收入持续增长

图 6：2022 年公司营收结构



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，德邦研究所

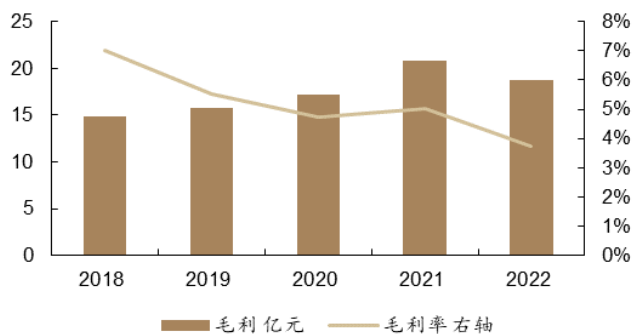


资料来源：同花顺 iFind，公司公告，德邦研究所

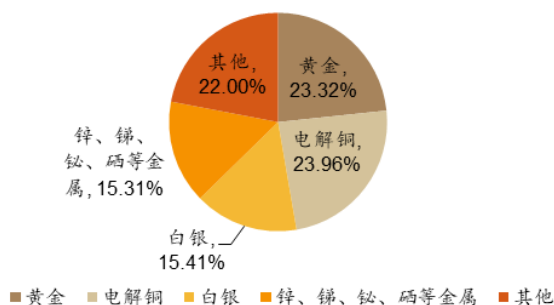
2022 年公司毛利润与毛利率均有所下降，黄金是公司的主要毛利构成。毛利润方面，2018-2021 年公司毛利润均逐渐增长，2021 年毛利润为 20.8 亿元，2022 年毛利润为 18.79 亿元，同比下降 9.66%。毛利率方面，2018-2022 年毛利率整体趋于下降，2022 年毛利率为 3.76%。毛利结构方面，2022 年黄金占公司毛利比重为 23.32%。

图 7：2022 年公司毛利润与毛利率均下降

图 8：2022 年公司毛利结构



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，德邦研究所

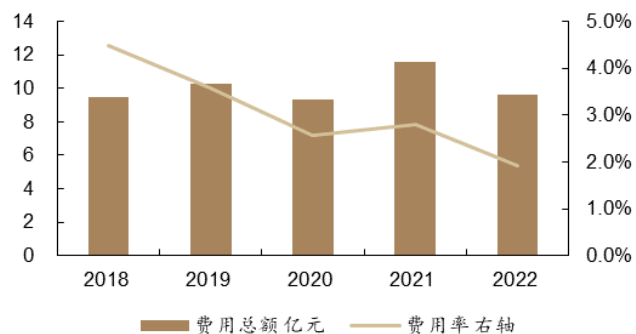


资料来源：同花顺 iFind，公司公告，德邦研究所

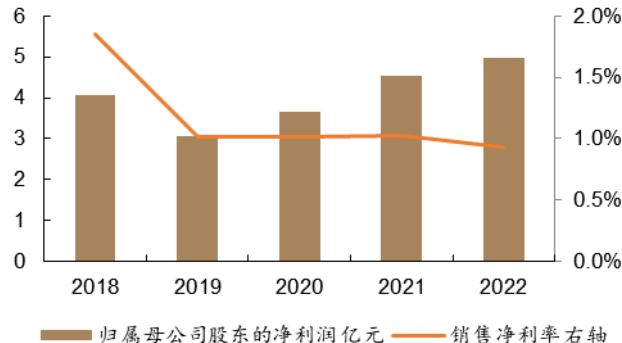
2022 年公司费用和费用率均降低，归母净利润持续增长。费用方面，2018-2022 年间公司费用总额有一定波动，2022 年费用总额为 9.63 亿元，同比下降 16.57%。费用率方面，2018-2022 年间公司费用率整体下行，2022 年费用率为 1.92%。归母净利润方面，2019-2022 年间公司归母净利润稳步增长，2022 年公司归母净利润为 4.99 亿元，同比增长 9.74%。销售净利率方面，2022 年公司净利率为 0.93%。

图 9：2022 年公司费用总额降低

图 10：2022 年公司归母净利润增长



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，德邦研究所



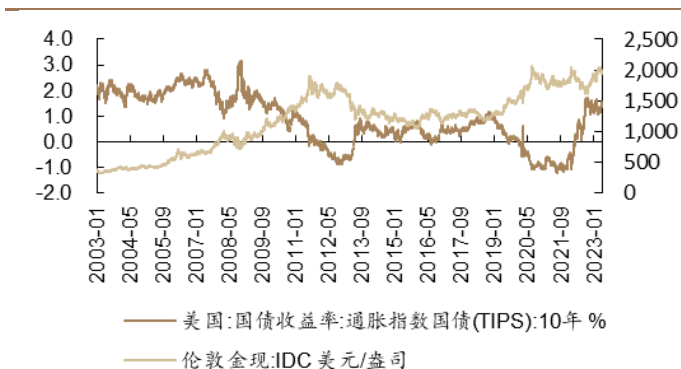
资料来源：同花顺 iFind，公司公告，德邦研究所

2. 黄金：把握再货币化机会

2.1. 短节奏：把握加息逐步放缓下的配置机会

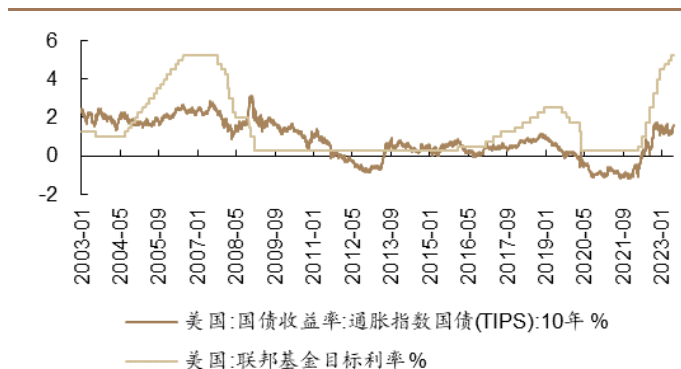
黄金价格与实际利率负相关，实际利率跟随目标利率。美债的实际利率实际上反映了持有黄金作为资产的机会成本。观察近 20 年来美债收益率与金价的关系也能够看出，黄金价格与美债收益率呈现负相关，在美债收益率上行时，金价会受到压制，而在美债收益率下行时，金价则会有一定程度的上涨。实际利率会受到联邦基金目标利率的引导，当实际利率偏离联邦基金目标利率时，美联储会通过公开市场操作等一系列的举措使得实际利率趋于目标利率。受到实际情况的影响，实际利率与目标利率会有一定程度的偏离，总体上实际利率围绕联邦基金目标利率而波动。

图 11：黄金价格与美国实际利率负相关



资料来源：Wind，德邦研究所

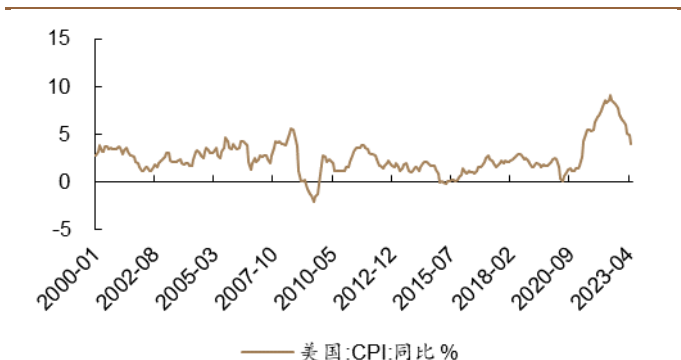
图 12：联邦基金目标利率引导美国实际利率



资料来源：Wind，德邦研究所

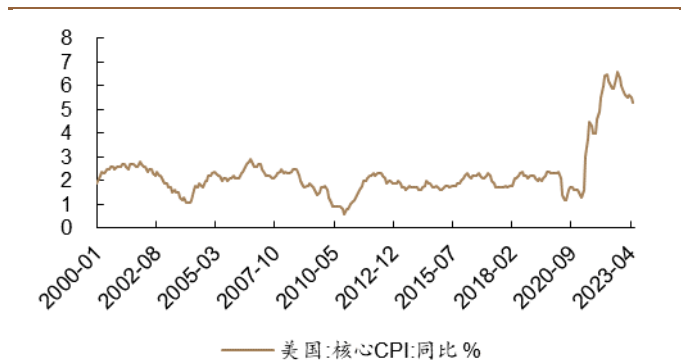
2022 年下半年以来美国 CPI 持续下行。美联储本轮加息是为了缓解疫情期间美国的高通胀，目前通胀呈现持续的下行趋势，截至 2023 年 6 月，美国 cpi 同比增速为 3.0%，核心 CPI 同比增速 4.80%，均较高点有所下行。伴随后续美国通胀水平进一步回落，美联储加息进程或逐步退出。

图 13：美国 CPI 同步增速回落



资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：美国核心 CPI 同比增速回落



资料来源：Wind，德邦研究所

美联储加息逐渐放缓，为黄金带来更好的配置机会。自 2023 年以来，美联储加息幅度降至 25BP，近年来美国联邦基金利率虽持续上升，但 2023 年以来，美联储加息幅度明显放缓，7 月 26 日晚，美联储宣布加息 25 个基点，将联邦基金

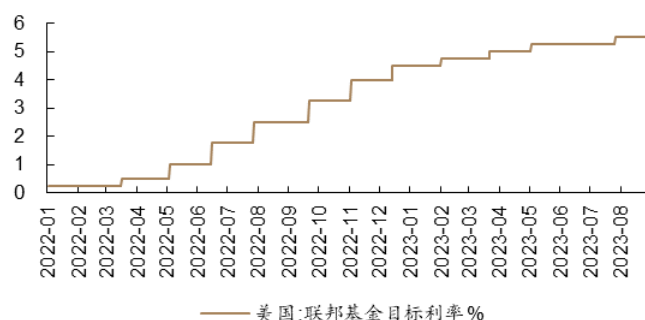
利率目标区间上调至 5.25-5.5%，随着美国高通胀的不断回落，我们认为美联储加息已经处于末期，为黄金提供了比较大的配置机会。

表 4：本次美联储加息进程

时间	加息幅度 (BP)
2022/3/17	25
2022/5/5	50
2022/6/16	75
2022/7/28	75
2022/9/22	75
2022/11/3	75
2022/12/15	50
2023/2/2	25
2023/3/23	25
2023/5/3	25
2023/7/26	25

资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：当前政策利率水平 5.25-5.5%

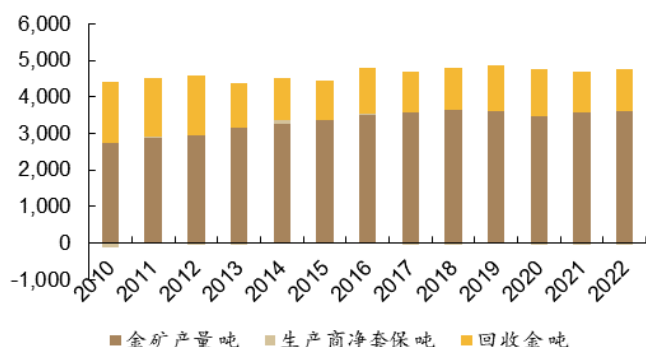


资料来源：Ifind，德邦研究所

2.2. 长逻辑：再货币化需求渐现，当前或为新周期起点

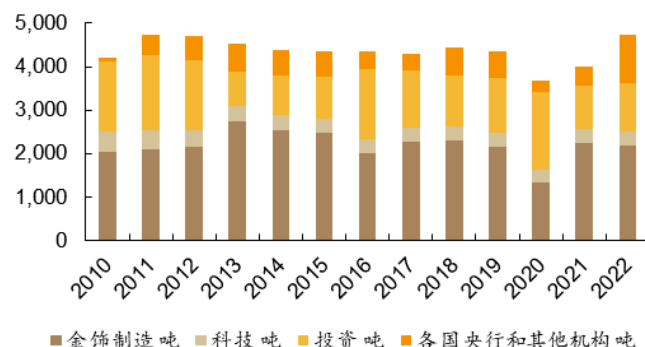
黄金具有天然货币属性，供需常年稳定。黄金由于稀缺性、耐腐蚀性、可分割性和保值性自古以来被当作货币使用。从黄金供给来看，近十年的黄金供给保持稳定，2022 年总供给量为 4754.5 吨，同比增长 2%。从 2010 年的 4316.8 吨来计算 CAGR 为 0.81%，增速缓慢。需求方面，从 2020 年起，需求存在明显增势。2022 年黄金需求量达 4740.7 吨，同比增长 18%，其中各国央行和其他机构需求涨幅最为明显，增长率达 152%。

图 16：黄金产量稳定



资料来源：世界黄金协会，德邦研究所

图 17：2022 年黄金需求提升

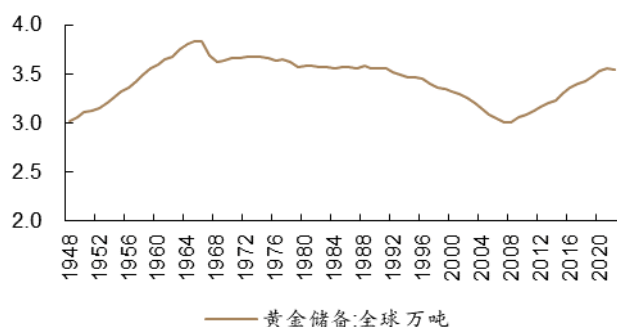


资料来源：世界黄金协会，德邦研究所

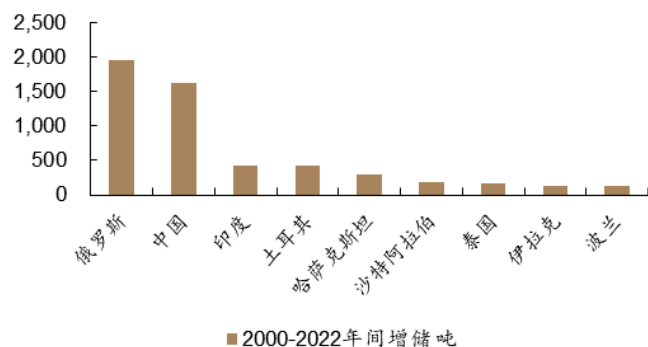
全球黄金储备量开始上行，主要储备国为俄罗斯和中国。1971 年起全球黄金储备量逐年降低，从 1971 年 36574.73 吨减少至 2008 年 30002.31 吨。2008 年次贷危机后，全球黄金储备量出现明显上涨，截至 2022 年储备量达 35459.50 吨。2000-2022 年期间，主要增储国以发展中国家为主，分别为俄罗斯、中国、印度、土耳其和哈萨克斯坦，增储量分别为 1948.34 吨、1615.50 吨、429.60 吨、425.48 吨和 294.45 吨。

图 18：全球黄金储备提升

图 19：发展中国家为主要增储国



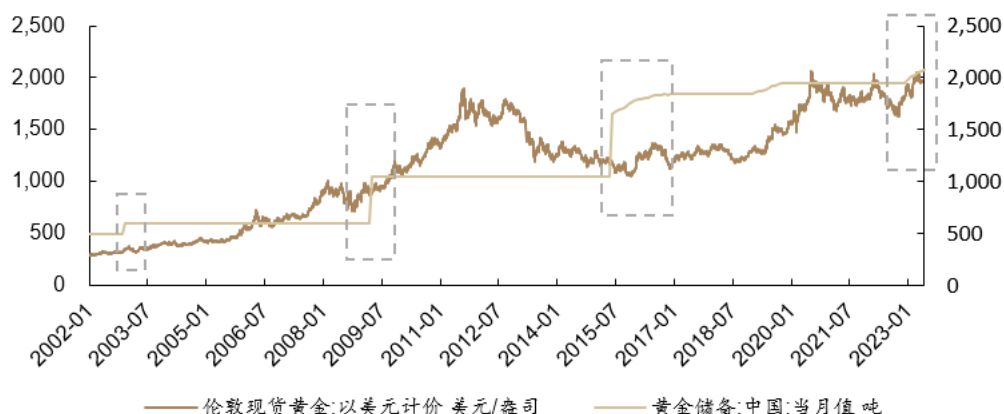
资料来源: Wind, 德邦研究所



资料来源: Wind, 德邦研究所

黄金增储或将带动金价上行。回顾国内黄金历次大的增储区间，2002 年 12 月国内黄金储备从 500.48 吨增至 599.98 吨，黄金价格在 11 月末的 319.05 美元/盎司提升至 12 月末的 342.75 美元/盎司；2009 年 4 月的增储过程中国内黄金储备从 599.98 吨提升至 1,054.09 吨，金价在当年 4-5 月从 916.5 涨至 975.50 美元/盎司；至 2017 年 6 月国内黄金储备提升至 1,842.56 吨，金价自 2015 年 6 月起上涨了 71.25 美元/盎司；2023 年国内黄金储备持续增长，也伴随金价逐步上行。

图 20：国内黄金增储多伴随金价上行



资料来源: Wind, 德邦研究所

3. 业务规模持续扩张

3.1. 大力发展冶炼业务，加强冶炼技术研发

黄金冶炼行业具有明显的规模效益。经过多年努力，公司围绕着黄金冶炼及有色金属综合利用这一主线，建设了 3 套火法冶金系统生产线，具备年产黄金 50 吨、白银 1000 吨、电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力，并可综合回收锑白、铋锭、碲锭、二氧化硒、金属砷等稀贵金属。

表 5：公司火法冶金系统生产线

火法冶金系统生产线	富氧底吹熔炼造钼捕金+熔炼烟气骤冷收砷系统
	富氧底吹熔炼+粉煤底吹直接还原系统

	富氧侧吹熔炼系统
--	----------

资料来源：公司公告，德邦研究所

公司具有行业领先的冶炼技术。为加强冶炼技术研发，公司搭建了博士后科研工作站等研发平台。截至 2023 年上半年，公司已获得 25 项发明专利和 40 项实用新型专利。2023 年半年度，公司完成参与制修订行业标准 10 项，目前仍有 10 项标准正在修订中，深入参与行业内标准的制定进一步提升了公司的知名度和话语权。

表 6：公司技术优势

技术优势	主要内容
发明专利	共 25 项，包括高砷复杂金精矿多元素的提取方法、一种湿法黄金冶炼废渣的处理方法、一种从铜阳极泥中提取铂钯的方法等
实用新型专利	共 40 项，包括一种骤冷塔、一种移动式排风罩、一种布袋收砷器等
参与制定行业标准	完成参与制修订行业标准 10 项，目前仍有 10 项标准正在修订中。

资料来源：公司公告，德邦研究所

发行可转债募资，投建冶炼项目。含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目的实施是为了提高黄金资源的回收效率，降低各种材料的消耗。为保证项目的顺利实施，公司通过发行可转债来募集资金，目前可转债已经成功上市。此外，公司 7 月披露最新冶炼项目，拟再新建一套年处理 135 万吨复杂金精矿，搭配处理 10 万吨黄金湿法冶炼废渣，2.5 万吨含铜废物 HW22 和 2.5 万吨有色冶炼废物 HW48 的造筑捕金系统，同时采用最新研发的 CR 炉渣处理工艺，回收贵金属的同时，实现铜、铅、锌等多元素的综合回收。

表 7：含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目投资情况

项目	总投资额（亿元）	拟投入募集资金金额（亿元）
含金多金属矿有价元素综合回收技术改造项目	27.32	22.20
补充流动资金	9.40	9.40
合计	36.72	31.60

资料来源：恒邦股份《关于使用募集资金向全资子公司提供借款实施募投项目的公告》，德邦研究所

3.2. 扩产并购双管齐下，公司收入有望大幅增加

公司矿产资源丰富。黄金矿山是公司利润的主要来源之一。公司在山东省烟台市牟平区内的矿山主要有辽上金矿、腊子沟金矿、福禄地金矿、东道口金矿等多处矿山。截至 2022 年末，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。其中，辽上金矿的金金属量为 77.14 吨。

表 8：公司主要矿山矿产资源情况

矿山名称	已查明金资源储量 吨	公司持股比例
腊子沟金矿	22.37	100%
辽上金矿	77.14	100%
福祿地金矿	7.68	100%
哈沟山金矿	4.97	100%
东道口金矿	2.31	100%
东邓格庄金矿	1.1	100%
盘马金矿马家瑶	8.21	65%
盘马金矿杨家乔	3.87	65%
庄子金矿	7.19	65%
山城金矿	8.6	65%
八甲硫铁矿	0.15	100%
建德铜矿 1	1.91	100%
苏家庄金矿	4.91	65%
合计	150.38	--

资料来源：恒邦股份《山东恒邦冶炼股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2023 年度跟踪评级报告》，德邦研究所

辽上金矿扩产，公司收入有望大幅增加。辽上金矿扩界、扩能采选项目，项目建设期为 2016 年 1 月到 2026 年 12 月，建设规模 90 万吨/年，服务年限 20 年。

表 9：公司主要在建项目

项目	建设期	预算金额（亿元）
辽上金矿扩界、扩能采选建设工程	2016.1-2026.12	12.33

资料来源：恒邦股份《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，德邦研究所

万国国际矿业海外矿山投产，公司市场竞争力增加。2021 年公司通过收购万国国际矿业股权成为万国国际矿业第二大股东，资源并购工作取得重大进展。2022 年万国国际矿业海外矿山金岭矿正式投产，自 2022 年开始，金岭矿出口由堆浸作业完成的金锭，并于 2022 年出售约 149 公斤的金锭。

表 10：金岭矿矿产资源情况（合计值）

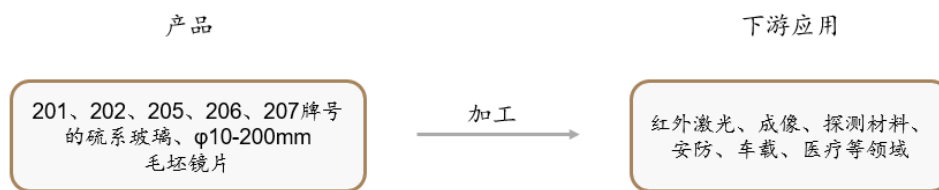
吨数（百万吨）	75.4
金品位（克/吨）	1.43
含金量（千盎司）	3466

资料来源：万国国际矿业《2022 年年报》，德邦研究所

3.3. 布局新材料领域，产品附加值增加

布局新材料领域，产业链进一步延伸。目前，公司在稀散金属、多种有价元素及其化合物生产、稀贵金属提纯及深加工等领域开展了工作并在半导体材料等高纯金属新材料领域开始布局。未来，公司将有更多机会进行产业链的进一步深度延伸，开发附加值更高的新产品。

图 21：公司新材料产品及应用



资料来源：公司官网，德邦研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

金业务：冶炼规模增长。预计 2023-2025 年收入分别为 234.0、265.6、327.6 亿元，三年毛利分别为 7.0、7.4、8.2 亿元，毛利率分别为 3.0%、2.8%、2.5%。

铜业务：冶炼规模增长。预计 2023-2025 年收入分别为 133.0、158.1、217.8 亿元，三年毛利分别为 5.1、6.3、8.7 亿元，毛利率分别为 3.8%、4.0%、4.0%。

银业务：冶炼规模增长。预计 2023-2025 年收入分别 46.2、55.3、76.4 亿元，三年毛利分别为 3.1、3.9、5.3 亿元，毛利率分别为 6.7%、7.0%、7.0%。

锌、锑、铋、硒业务：冶炼规模增长。预计 2023-2025 年收入分别为 6.1、6.1、11.5 亿元，三年毛利分别为 2.9、2.9、5.5 亿元，毛利率分别为 47.4%、47.4%、47.4%。

表 11：主要业务拆解

单位：亿元		2022	2023E	2024E	2025E
金	收入	178.5	234.0	265.6	327.6
	成本	174.1	227.0	258.2	319.4
	毛利	4.4	7.0	7.4	8.2
	毛利率	2.5%	3.0%	2.8%	2.5%
铜	收入	119.8	133.0	158.1	217.8
	成本	115.3	127.9	151.8	209.1
	毛利	4.5	5.1	6.3	8.7
	毛利率	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%
银	收入	36.9	46.2	55.3	76.4
	成本	34.0	43.1	51.4	71.1
	毛利	2.9	3.1	3.9	5.3
	毛利率	7.8%	6.7%	7.0%	7.0%

锌、锑、铋、硒	收入	6.1	6.1	6.1	11.5
	成本	3.2	3.2	3.2	6.1
	毛利	2.9	2.9	2.9	5.5
	毛利率	47.4%	47.4%	47.4%	47.4%

资料来源：Wind，德邦研究所预测

4.2. 可比估值

我们采用了相对估值法，可比公司包括银泰黄金、赤峰黄金、四川黄金、湖南黄金等。据 Wind 一致预期，主要可比公司 2023 年、2024 年、2025 年平均估值为 32.5 倍、27.1 倍、24.8 倍。基于行业景气度判断以及公司产量增长假设，我们认为公司有望充分受益。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比估值

代码	公司名称	收盘价 元	总市值 亿元	归母净利润 亿元				PE 倍			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000975.SZ	银泰黄金	14.3	397.9	11.2	15.6	18.5	20.8	35.4	25.5	21.6	19.2
600988.SH	赤峰黄金	14.7	244.6	4.5	8.2	12.2	14.4	54.2	29.7	20.0	17.0
001337.SZ	四川黄金	29.0	121.8	2.0	2.3	2.4	2.4	61.3	53.0	50.3	50.3
002155.SZ	湖南黄金	12.2	146.2	4.4	6.7	8.8	11.5	33.4	21.9	16.6	12.7
行业平均									32.5	27.1	24.8
002237.SZ	恒邦股份	12.23	140.4	5.0	6.2	7.1	10.9	28.1	22.6	19.8	12.9

注：数据截至 2023 年 10 月 10 日，除恒邦股份外 2023-2025 年归母净利润采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，德邦研究所预测

5. 风险提示

探矿及开采风险。国家有关部门划定了各矿山的勘探开采范围，或对公司寻找后备资源形成了一定制约。

产品价格波动风险。黄金、白银等有色金属价格的剧烈波动及市场需求变化等，会对公司存货价值、经营业绩、现金流状况等产生较显著的影响。

原材料供应风险。供应商金精矿供应不足或者金精矿的品质和稳定性发生较大变化，或影响公司的产量。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.54	0.62	0.95
每股净资产	7.20	7.74	8.36	9.31
每股经营现金流	1.36	0.79	0.84	1.22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	24.51	22.59	19.84	12.90
P/B	1.46	1.58	1.46	1.31
P/S	0.28	0.25	0.22	0.18
EV/EBITDA	10.51	13.59	12.74	9.22
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	3.8%	3.4%	3.4%	3.6%
净利润率	0.9%	1.0%	1.0%	1.3%
净资产收益率	6.0%	7.0%	7.4%	10.2%
资产回报率	2.5%	3.0%	3.3%	4.6%
投资回报率	5.3%	4.9%	5.0%	6.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.9%	14.0%	13.4%	21.5%
EBIT 增长率	-5.9%	-0.4%	6.7%	40.7%
净利润增长率	9.7%	24.5%	13.8%	53.8%
偿债能力指标				
资产负债率	58.8%	58.1%	56.2%	55.9%
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.8
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.8
现金比率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	66.5	60.0	55.0	48.0
总资产周转率	2.5	2.7	3.0	3.3
固定资产周转率	12.9	15.4	18.1	23.0

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	499	622	708	1,088
少数股东损益	-34	-26	-31	-47
非现金支出	663	382	353	375
非经营收益	515	329	329	329
营运资金变动	-79	-398	-393	-344
经营活动现金流	1,564	909	966	1,402
资产	-406	-214	-208	-211
投资	0	-170	-85	-128
其他	-212	0	0	0
投资活动现金流	-617	-384	-293	-339
债权募资	-745	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	247	-328	-328	-328
融资活动现金流	-499	-328	-328	-328
现金净流量	478	197	344	735

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 10 日
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	50,047	57,065	64,711	78,603
营业成本	48,167	55,111	62,537	75,740
毛利率%	3.8%	3.4%	3.4%	3.6%
营业税金及附加	107	140	158	193
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	31	35	38	47
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	469	535	647	786
管理费用率%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
研发费用	143	212	230	286
研发费用率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	1,055	1,051	1,122	1,578
财务费用	320	250	246	240
财务费用率%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-103	-65	-42	-54
投资收益	-33	0	0	0
营业利润	624	735	833	1,284
营业外收支	-74	0	0	0
利润总额	551	735	833	1,284
EBITDA	1,603	1,369	1,433	1,899
所得税	85	140	156	242
有效所得税率%	15.5%	19.0%	18.8%	18.9%
少数股东损益	-34	-26	-31	-47
归属母公司所有者净利润	499	622	708	1,088

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,903	4,100	4,444	5,179
应收账款及应收票据	11	55	3	77
存货	9,003	9,368	9,741	10,456
其它流动资产	1,508	2,002	2,033	2,765
流动资产合计	14,425	15,525	16,221	18,477
长期股权投资	337	505	592	720
固定资产	3,872	3,717	3,574	3,415
在建工程	222	212	204	198
无形资产	669	627	612	584
非流动资产合计	5,449	5,450	5,389	5,353
资产总计	19,874	20,975	21,611	23,830
短期借款	5,191	5,191	5,191	5,191
应付票据及应付账款	1,748	2,163	2,097	3,170
预收账款	3	4	4	5
其它流动负债	1,490	1,579	1,605	1,708
流动负债合计	8,432	8,938	8,897	10,074
长期借款	1,115	1,115	1,115	1,115
其它长期负债	2,134	2,134	2,134	2,134
非流动负债合计	3,249	3,249	3,249	3,249
负债总计	11,681	12,187	12,146	13,323
实收资本	1,148	1,148	1,148	1,148
普通股股东权益	8,265	8,886	9,594	10,682
少数股东权益	-72	-98	-129	-176
负债和所有者权益合计	19,874	20,975	21,611	23,830

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8 年证券研究经验，2022 年上海证券报能源行业第二名，2021 年新财富能源开采行业入围，2020 年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019 年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。