

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.76
总股本/流通股本(亿股)	11.48/9.10
总市值/流通市值(亿元)	146/116
52周内最高/最低价	13.15/8.34
资产负债率(%)	58.1%
市盈率	28.36
第一大股东	江西铜业股份有限公司

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
分析师: 张亚桐  
SAC 登记编号: S1340524040003  
Email: zhangyatong@cnpsec.com

恒邦股份(002237)

业绩符合预期，冶炼技术持续更新换代

● 业绩符合预期，受益于黄金量价齐升

3月26日晚，公司发布2023年度报告，公司实现营业收入655.77亿元，较上年同期增长31.03%，主要系本期主要产品黄金销售收入增加所致；实现归母净利润5.16亿元，较上年同期增长3.33%。

按产品分类，黄金/白银/电解铜产品分别实现收入331.78/46.02/121.81亿元，分别占比总收入50.59%/7.02%/18.58%，黄金/白银/电解铜产品毛利率分别为1.87%/8.40%/3.76%。

2023年，公司共完成黄金产量73.88吨，较上年同期增加58.02%，主要由本期黄金生产量增加所致；白银产量952.47吨，较上年同期增加15.38%；电解铜产量20.30万吨，较上年同期增加1.41%；硫酸132.20万吨，较上年同期减少2.24%。

● 致力于提升自给原料供应，大股东承诺注入资产

多年来，公司一直通过多种方式增加自给原料的供应，减少生产原料的外部依赖。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、福祿地金矿、东道口金矿等多处矿山。截止报告期末，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。江西铜业收购公司控制权时，承诺将以公司作为江铜黄金板块的发展平台，将江西铜业及其控股股东旗下优质的黄金资产注入公司，规范与公司存在的同业竞争，为公司的发展提供支持。

● 加强技术投入助力冶炼能力升级，提升回收效率

2023年7月，公司向不特定对象发行可转换公司债券上市，募集资金总额31.60亿元。同月，公司公告称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的造钼捕金系统，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，助力公司充分发挥黄金冶炼规模优势，进一步提升黄金主业产能。

● 中东紧张局势再升级，避险情绪下金价再创新高

近期，金价连续多日上涨，继续刷新历史高点，最高涨至2448.8美元/盎司。金价强势上涨一方面是因为以色列对伊朗驻叙利亚大使馆发动空袭；以及伊朗东南部省的拉斯克市和恰巴哈尔市的军事总部遭到恐怖袭击，预示着中东局势态势恶化。另一方面，尽管4月5日的非农数据超预期增长，但PMI数据不及预期，3月ISM服务业PMI录得51.4，为2023年12月以来新低，不及市场预期的52.8，巩固市场对降息的预期。整体看，地缘冲突紧张局势下，避险情绪提振金价，有望再创新高。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 735.40/959.35/988.25 亿元，分别同比增长 12.14%/30.45%/3.01%；归母净利润分别为 7.15/10.57/14.14 亿元，分别同比增长 38.67%/47.85%/33.76%，对应 EPS 分别为 0.62/0.92/1.23 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

宏观经济超预期，美联储政策超预期，项目建设不及预期等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	65577	73540	95935	98825
增长率(%)	31.03	12.14	30.45	3.01
EBITDA（百万元）	1424.59	859.41	1256.60	1657.62
归属母公司净利润（百万元）	515.73	715.16	1057.37	1414.31
增长率(%)	3.33	38.67	47.85	33.76
EPS(元/股)	0.45	0.62	0.92	1.23
市盈率(P/E)	27.07	19.52	13.20	9.87
市净率(P/B)	1.50	1.39	1.26	1.12
EV/EBITDA	12.21	22.98	16.20	11.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	65577	73540	95935	98825	营业收入	31.0%	12.1%	30.5%	3.0%
营业成本	63793	71444	93057	95860	营业利润	-9.3%	44.6%	45.8%	31.2%
税金及附加	158	169	219	231	归属于母公司净利润	3.3%	38.7%	47.9%	33.8%
销售费用	35	40	54	56	<b>获利能力</b>				
管理费用	530	642	837	866	毛利率	2.7%	2.9%	3.0%	3.0%
研发费用	177	217	272	279	净利率	0.8%	1.0%	1.1%	1.4%
财务费用	236	81	104	122	ROE	5.6%	7.1%	9.5%	11.3%
资产减值损失	-97	0	0	0	ROIC	4.1%	3.8%	5.2%	6.5%
<b>营业利润</b>	<b>566</b>	<b>819</b>	<b>1194</b>	<b>1566</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	4	3	3	4	资产负债率	58.1%	57.8%	56.7%	53.7%
营业外支出	14	44	45	34	流动比率	2.31	2.26	2.27	2.45
<b>利润总额</b>	<b>556</b>	<b>778</b>	<b>1153</b>	<b>1536</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	69	107	160	205	应收账款周转率	8590.00	6170.68	6674.69	17595.18
<b>净利润</b>	<b>487</b>	<b>671</b>	<b>993</b>	<b>1331</b>	存货周转率	7.16	7.35	7.94	7.17
<b>归母净利润</b>	<b>516</b>	<b>715</b>	<b>1057</b>	<b>1414</b>	总资产周转率	3.14	3.25	3.95	3.84
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.45</b>	<b>0.62</b>	<b>0.92</b>	<b>1.23</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.45	0.62	0.92	1.23
货币资金	4811	4044	3443	4810	每股净资产	8.08	8.73	9.66	10.89
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	4	20	9	2	PE	27.07	19.52	13.20	9.87
预付款项	30	91	62	15	PB	1.50	1.39	1.26	1.12
存货	9309	10701	13473	14075	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>15271</b>	<b>16780</b>	<b>18478</b>	<b>19755</b>	净利润	487	671	993	1331
固定资产	3666	3666	3666	3666	折旧和摊销	537	0	0	0
在建工程	1278	1278	1278	1278	营运资本变动	-441	-1473	-1594	36
无形资产	739	739	739	739	其他	448	448	544	199
<b>非流动资产合计</b>	<b>6630</b>	<b>6630</b>	<b>6630</b>	<b>6630</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1032</b>	<b>-353</b>	<b>-57</b>	<b>1566</b>
<b>资产总计</b>	<b>21901</b>	<b>23411</b>	<b>25108</b>	<b>26385</b>	资本开支	-1473	-38	-36	-23
短期借款	3602	3602	3602	3602	其他	-47	-185	-283	49
应付票据及应付账款	1598	2307	2904	2830	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1520</b>	<b>-223</b>	<b>-319</b>	<b>26</b>
其他流动负债	1420	1515	1623	1644	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>6620</b>	<b>7424</b>	<b>8129</b>	<b>8075</b>	债务融资	1836	0	0	0
其他	6103	6103	6103	6103	其他	-433	-225	-225	-225
<b>非流动负债合计</b>	<b>6103</b>	<b>6103</b>	<b>6103</b>	<b>6103</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1403</b>	<b>-225</b>	<b>-225</b>	<b>-225</b>
<b>负债合计</b>	<b>12723</b>	<b>13528</b>	<b>14232</b>	<b>14179</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>950</b>	<b>-767</b>	<b>-601</b>	<b>1367</b>
股本	1148	1148	1148	1148					
资本公积金	3019	3019	3019	3019					
未分配利润	4075	4717	5616	6818					
少数股东权益	-100	-144	-209	-293					
其他	1036	1143	1302	1514					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9178</b>	<b>9883</b>	<b>10876</b>	<b>12206</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>21901</b>	<b>23411</b>	<b>25108</b>	<b>26385</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048