

## 黄金

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 82.00 元

当前股价: 48.80 元

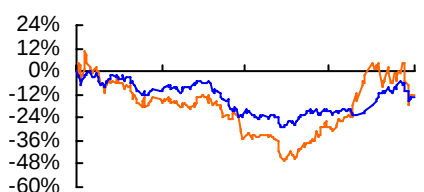
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2842.43 |
| 总股本(百万)   | 192     |
| 流通股本(百万)  | 67      |
| 流通市值(亿)   | 33      |
| EPS (TTM) | 0.85    |
| 每股净资产(元)  | 6.35    |
| 资产负债率     | 59.6%   |

## 股价表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M    |
|--------|-------|-------|-------|
| 恒邦股份   | -6.42 | 19.70 | 32.07 |
| 上证综合指数 | -6.22 | 7.04  | 11.35 |



2009/11 2010/2 2010/5 2010/8

— 恒邦股份 — 上证综合指数

## 相关报告

《恒邦股份-良好的业绩保障为基础, 资源扩张与冶炼优势强化并行的战略推动公司进入快速发展通道》2010-11-23

## 恒邦股份

002237

## 强烈推荐

### 金兴矿业收购事项进一步明确, 公司资源储量显著提升

#### 投资要点:

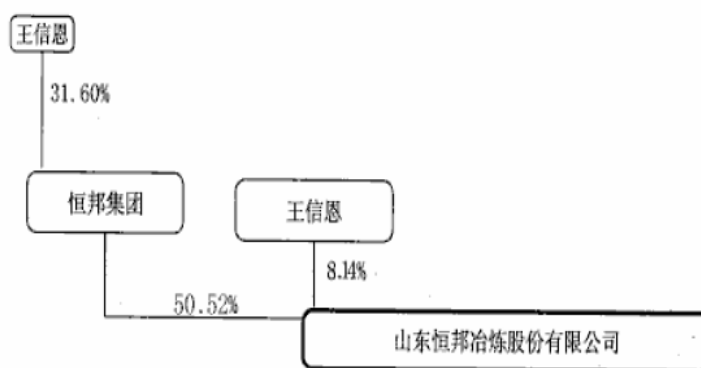
- 恒邦股份公告了金兴矿业 55% 股权项目评估报告。评估报告显示, 金兴矿业股东全部权益在基准日的价值为 17917.64 万, 截止 6 月 30 日, 金兴矿业拥有金资源储量 10.51 吨。恒邦股份拟以募集资金中的 11102.96 万元收购恒邦集团持有的金兴矿业 55% 的股权、以募集资金 9089.69 万元单方增资金兴矿业用于采选建设。恒邦股份还表示, 如果本次非公开发行不能成功, 公司也将自筹资金实施本次收购事项。我们认为, 本次收购金兴矿业股权事项进一步明确, 本次收购与增资完成后, 公司持有金兴矿业股权比例将增加至 70% 左右, 公司金资源储量将有目前的 32 吨左右提升至接近 40 吨, 进一步稳定公司金精矿原料来源, 增强公司的可持续发展能力。
- 本次非公开增发项目使公司未来 3 年自产金由目前的 1.7 吨/年大幅增加至 4.5 吨/年左右。公司本次增发项目将全面提升公司的资源储量和采、选、冶生产能力。收购完成金兴矿业后, 公司黄金资源储量由目前的 32 吨提升至 37 吨/左右; 采选冶项目改造完成后自产金精矿由目前的 1.7 吨提升至 4.5 吨左右、黄金、白银的冶炼能力进一步提升至 26 吨/年和 150 吨/年, 硫酸生产能力进一步提升到 56 万吨/年。增发项目建成后, 公司规模、盈利能力都有望得到大幅增加。
- IPO 项目的顺利运转大幅提升公司冶炼能力、经营规模和业绩水平。公司 IPO 项目——复杂金精矿综合回收技改工程已于今年 5 月份试生产, 预计 11 年达产, 届时公司黄金冶炼能力将提升至 18.5 吨/年, 白银冶炼能力增加至 100 吨/年、铜冶炼能力增加至 2 万吨/年, 硫酸产能增加至 48 万吨/年, 公司生产规模和业绩将明显提升。
- 公司发展战略的调整可能使资源占有和资源扩张成为未来一个阶段的发展重点。我们认为, 在前一阶段公司重点仍在强化冶炼优势的情况下, 不排除公司一个阶段将发展重点放在资源占有和资源扩张上。
- 公司未来业绩对金价波动敏感性增强。我们按照 13 年 4.5 吨自产金、按照目前股本测算, 金价上涨 10 元/克, 公司业绩增加 0.18 元。
- 给予公司强烈推荐的投资评级。不考虑增发摊薄影响, 我们预测公司 10-12 年 EPS 分布为 1.03、2.33 和 2.70 元, 考虑到公司未来新增资源占有的可能性和参考目前贵金属板块的估值水平, 我们给予公司强烈推荐的投资评级, 6-12 个月目标价 82 元。
- 风险提示: 项目建设进度低于预期、黄金价格大幅波动。

#### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 2490  | 4598  | 7864  | 9412  |
| 同比(%)         | 17%   | 85%   | 71%   | 20%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 150   | 235   | 531   | 615   |
| 同比(%)         | -20%  | 56%   | 127%  | 16%   |
| 毛利率(%)        | 13.7% | 11.6% | 13.8% | 13.5% |
| ROE(%)        | 12.3% | 15.8% | 26.3% | 23.4% |
| 每股收益(元)       | 0.66  | 1.03  | 2.33  | 2.70  |
| P/E           | 73.46 | 47.00 | 20.75 | 17.93 |
| P/B           | 9.07  | 7.42  | 5.46  | 4.19  |
| EV/EBITDA     | 40    | 22    | 10    | 8     |

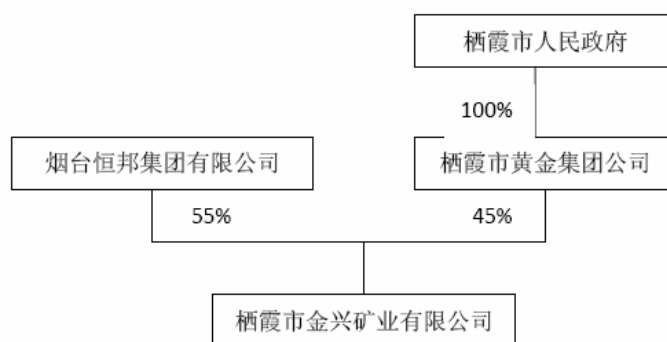
资料来源: 中投证券研究所

图 1 恒邦股份股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 金兴矿业股权结构图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 截止 2010 年 6 月 30 日，金兴矿业拥有采矿权矿区情况

| 序号 | 证号                      | 矿山名称       | 生产规模 | 矿区面积   | 有效期限                  |
|----|-------------------------|------------|------|--------|-----------------------|
| 1  | C3700002010034110059308 | 苏家庄金矿区     | 2.55 | 0.2356 | 2010.6.25-2011.6.25   |
| 2  | C3700002009024110004244 | 庄子金矿 1 号带  | 3.00 | 0.491  | 2010.6.25-2011.12.25  |
| 3  | C3700002010034110057644 | 流口金矿台前矿区   | 8.70 | 1.209  | 2010.6.25-2012.12.25  |
| 4  | C3700002010064120068491 | 山城金矿后疃矿区   | 3.30 | 0.8107 | 2010.6.25-2015.6.25   |
| 5  | C3700002010024110056476 | 盘马金矿东庵金矿区  | 2.55 | 0.4569 | 2010.6.25-2012.6.25   |
| 6  | C3700002009024110004276 | 盘马金矿马家窑金矿区 | 3.00 | 0.5329 | 2010.6.25-2011.6.25   |
| 7  | C3700002010084120071961 | 盘马金矿杨家疃矿区  | 3.30 | 0.9491 | 2010.11.26-2013.11.26 |

注：（1）生产规模单位为万吨/年，矿区面积单位为平方公里。

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 截止 2010 年 6 月 30 日，金兴矿业拥有的黄金资源储量

|            | 保有资源量 (吨) | 金金属量 (千克) | 平均品位 (克/吨) |
|------------|-----------|-----------|------------|
| 山城金矿后乔金矿区  | 272,102   | 1,317     | 4.84       |
| 盘马金矿杨家乔矿区  | 126,778   | 408       | 3.22       |
| 盘马金矿马家窑金矿区 | 105,239   | 519       | 4.93       |
| 盘马金矿东庵金矿区  | 42,790    | 231       | 5.40       |
| 流口金矿台前矿区   | 114,453   | 364       | 3.18       |
| 苏家庄金矿区     | 696,236   | 3,564     | 5.12       |
| 庄子金矿 1 号带  | 316,541   | 1681      | 5.31       |
| 花园矿区深部金矿   | 397,836   | 2429      | 6.11       |
| 合计         | 2,071,975 | 10,513    | 5.07       |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 恒邦股份收入构成

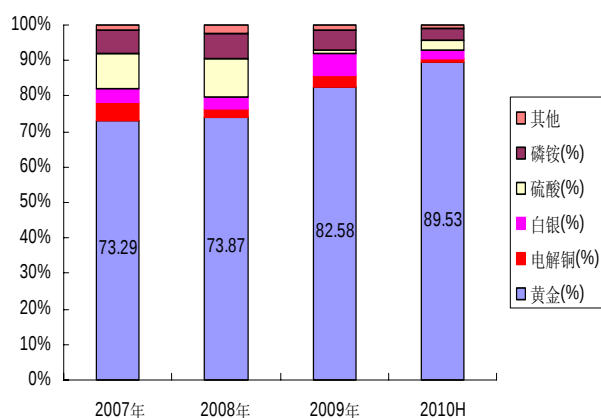
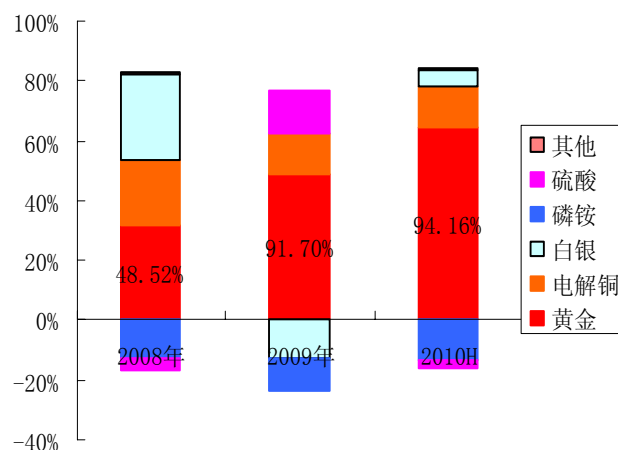
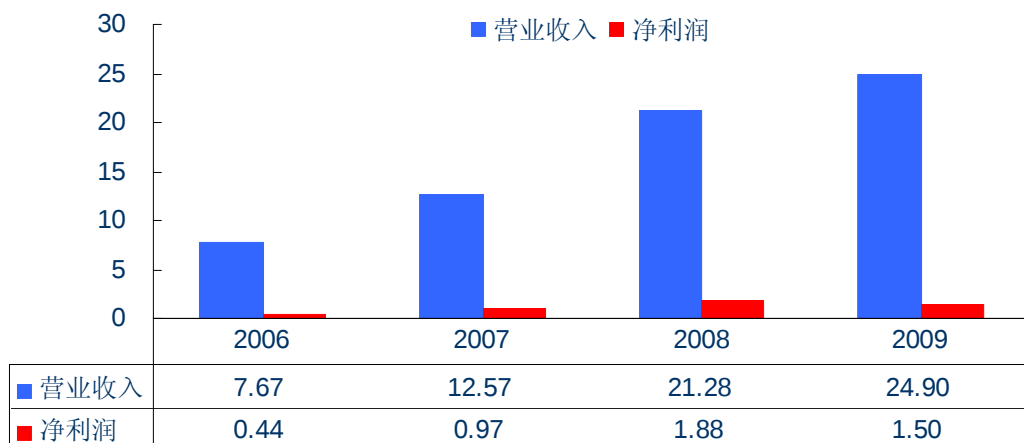


图 4 恒邦股份利润构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 恒邦股份近 3 年收入、利润情况 (亿元)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 恒邦股份 IPO 基本情况

|        |                      |
|--------|----------------------|
| 发行时间   | 2008 年 5 月 8 日       |
| 发行量    | 2400 万股              |
| 发行价格   | 25.98 元/股            |
| 募集资金净额 | 60966 万元             |
| 募集资金投向 | 复杂金精矿综合回收技改工程；补充流动资金 |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 IPO 募投项目情况

|           |               |                                  |         |
|-----------|---------------|----------------------------------|---------|
| 项目名称      | 复杂金精矿综合回收技改项目 |                                  |         |
| 实际投资总额    | 50855 万元      |                                  |         |
| 试生产时间     | 2010.年 5 月    |                                  |         |
| 预计达产年     | 2011 年        |                                  |         |
| 项目产能产量情况： | 设计规模          | 达产情况                             | 回收率提高幅度 |
| 黄金        | 8.5 吨/年       | 8631 公斤/年                        | 5.76%   |
| 白银        | 58 吨/年        | 58432 公斤/年                       | 47%     |
| 电解铜       | 1.8 万吨/年      | 高纯阴极铜 18345 吨/年；<br>二级电铜 211 吨/年 | 12.67%  |
| 硫酸        | 25 万吨/年       | 252158 吨/年                       |         |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 本次非公开发行基本情况

|        |            |
|--------|------------|
| 发行方式   | 非公开发行      |
| 发行数量   | 不超过3600万股  |
| 发行底价   | 35.64元/股   |
| 募集资金总额 | 不超过12.83亿元 |
| 限售期    | 12个月       |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 本次募集资金运用（万元）

| 序号  | 募投项目                  | 所处产业链 | 目的              | 与公司总体战略的关系                  | 项目投资总额   | 投入募集资金   | 实施方式        | 建设期   |
|-----|-----------------------|-------|-----------------|-----------------------------|----------|----------|-------------|-------|
| 1   | 收购金兴矿业 55%股权          | 矿产资源  | 增加资源储量, 稳定金精矿自给 | 符合公司“以提高自产黄金产量为主的矿山开发”的战略主业 | 11102.96 | 11102.96 | 现金购买股权      | -     |
| 2   | 矿山采选系统改造项目            | 矿山开发  | 扩大采选能力、提高自产金产量  |                             |          |          |             |       |
| 2.1 | 腊子沟金矿金牛山矿段300吨/天改扩建工程 |       |                 |                             | 3888.34  | 3888.34  | 恒邦股份实施      | 18 个月 |
| 2.2 | 辽上金矿450吨/天改扩建工程       |       |                 |                             | 4310.21  | 4310.21  | 恒邦股份实施      | 12 个月 |
| 2.3 | 华铜矿业采选系统改造            |       |                 |                             | 10549.40 | 10549.40 | 通过对华铜矿业增资实施 | 24 个月 |
| 2.4 | 苏家庄矿区350吨/天改扩建工程      |       |                 |                             | 5512.98  | 5512.98  | 通过对金兴矿业增    | 24 个月 |

|     |                    |                           |                           |                               |           |           |        |       |
|-----|--------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------------|-----------|-----------|--------|-------|
| 2.5 | 盘马金矿选矿厂300吨/天改扩建工程 |                           |                           | 2339.51                       | 2339.51   | 资实施       | 12 个月  |       |
| 2.6 | 山城金矿选矿厂300吨/天改扩建工程 |                           |                           | 2126.26                       | 2126.26   |           | 12 个月  |       |
| 3   | 提金尾渣综合利用项目         | 黄金冶炼                      | 继续发展和深化复杂金精矿处理能力,实现资源综合利用 | 符合公司“以复杂金精矿综合回收为主的黄金冶炼业”的战略主业 | 67484.6   | 67484.6   | 恒邦股份实施 | 18 个月 |
| 3.1 | 项目产能产量情况:          |                           |                           |                               |           |           |        |       |
|     | 黄金                 | 7.01 吨/年                  |                           |                               |           |           |        |       |
|     | 白银                 | 58.01 吨/年                 |                           |                               |           |           |        |       |
|     | 电铅锭                | 3.3 万吨/年                  |                           |                               |           |           |        |       |
|     | 硫酸                 | 8.11 万吨 (按照 100%H2SO4 计算) |                           |                               |           |           |        |       |
|     | 铜铕                 | 1637 吨 / 年 ( Cu40%)       |                           |                               |           |           |        |       |
|     | 氧化锌烟尘              | 9660 吨 / 年 ( Zn62.11%)    |                           |                               |           |           |        |       |
|     | 粗白砷                | 784.08 吨/年                |                           |                               |           |           |        |       |
| 4   | 补充公司流动资金           |                           | —缓解财务压力,满足营运资金需要          | 为公司战略目标的实现提供财务支持              | 18000     | 18000     |        |       |
| 合计  |                    |                           |                           |                               | 125314.26 | 125314.26 |        |       |

资料来源:公司公告、中投证券研究所

表 7 恒邦股份自产金产量预测

|        | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|-------|-------|-------|
| 自产金(吨) | 1.7   | 1.7   | 2.0   |

资料来源:公司公告、中投证券研究所

表 8 恒邦股份主要产品产量预测

|        | 2009 年 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|--------|-------|-------|-------|
| 黄金(吨)  | 13.19  | 16    | 23    | 25    |
| 铜(万吨)  | 0.18   | 0.5   | 2     | 2     |
| 白银(吨)  | 42     | 50    | 100   | 115   |
| 铅(万吨)  | -      | -     | -     | 0.5   |
| 硫酸(万吨) | 30     | 35    | 48    | 50    |

资料来源:公司公告、中投证券研究所

表 9 恒邦股份主要产品价格预测

|         | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|-------|-------|-------|
| 黄金(元/克) | 260   | 280   | 300   |
| 铜(万吨)   | 58000 | 60000 | 62000 |
| 白银(元/克) | 4     | 4.5   | 4.8   |
| 铅(万/吨)  | -     | -     | 20000 |
| 硫酸(元/吨) | 500   | 600   | 630   |

资料来源:公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度            | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1954 | 3858  | 6717  | 7962  | <b>营业收入</b>     | 2490  | 4598  | 7864  | 9412  |
| 现金             | 185  | 920   | 1573  | 1882  | 营业成本            | 2148  | 4064  | 6782  | 8140  |
| 应收账款           | 24   | 47    | 77    | 92    | 营业税金及附加         | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他应收款          | 89   | 153   | 274   | 323   | 营业费用            | 17    | 16    | 24    | 24    |
| 预付账款           | 280  | 495   | 845   | 1006  | 管理费用            | 101   | 129   | 204   | 235   |
| 存货             | 1373 | 2236  | 3934  | 4641  | 财务费用            | 35    | 75    | 145   | 192   |
| 其他流动资产         | 4    | 9     | 14    | 17    | 资产减值损失          | 6     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 1054 | 1280  | 1786  | 1818  | 公允价值变动收益        | -4    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 21   | 22    | 22    | 22    | 投资净收益           | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 330  | 772   | 1303  | 1441  | <b>营业利润</b>     | 184   | 313   | 709   | 820   |
| 无形资产           | 31   | 31    | 31    | 31    | 营业外收入           | 17    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 672  | 456   | 430   | 324   | 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 3008 | 5139  | 8503  | 9780  | <b>利润总额</b>     | 201   | 313   | 709   | 820   |
| <b>流动负债</b>    | 1779 | 3644  | 6485  | 7147  | 所得税             | 51    | 78    | 177   | 205   |
| 短期借款           | 1135 | 2923  | 5395  | 5861  | <b>净利润</b>      | 150   | 235   | 531   | 615   |
| 应付账款           | 158  | 326   | 530   | 642   | 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 486  | 394   | 560   | 645   | <b>归属母公司净利润</b> | 150   | 235   | 531   | 615   |
| <b>非流动负债</b>   | 12   | 8     | 0     | 0     | EBITDA          | 263   | 478   | 1038  | 1282  |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.78  | 1.03  | 2.33  | 2.70  |
| 其他非流动负债        | 12   | 8     | 0     | 0     |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 1791 | 3652  | 6485  | 7147  | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     | 会计年度            | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
| 股本             | 192  | 228   | 228   | 228   | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 资本公积           | 510  | 510   | 510   | 510   | 营业收入            | 17.0  | 84.6  | 71.0  | 19.7  |
| 留存收益           | 506  | 741   | 1272  | 1887  | 营业利润            | -22.2 | 69.9  | 126.5 | 15.7  |
| 归属母公司股东权益      | 1216 | 1487  | 2018  | 2633  | 归属于母公司净利润       | -19.9 | 56.3  | 126.5 | 15.7  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3008 | 5139  | 8503  | 9780  | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 13.7  | 11.6  | 13.8  | 13.5  |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 6.0%  | 5.1%  | 6.8%  | 6.5%  |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 12.3  | 15.8  | 26.3  | 23.4  |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 6.7%  | 8.2%  | 10.8  | 11.4  |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 59.6  | 71.1  | 76.3  | 73.1  |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 71.72 | 80.05 | 83.20 | 82.00 |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.10  | 1.06  | 1.04  | 1.11  |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 0.33  | 0.45  | 0.43  | 0.46  |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 1.03  | 1.13  | 1.15  | 1.03  |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 108   | 125   | 122   | 105   |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 13.39 | 16.77 | 15.84 | 13.89 |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.66  | 1.03  | 2.33  | 2.70  |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | -2.85 | -2.26 | -4.28 | 1.48  |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 5.34  | 6.53  | 8.87  | 11.57 |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | P/E             | 73.46 | 47.00 | 20.75 | 17.93 |
|                |      |       |       |       | P/B             | 9.07  | 7.42  | 5.46  | 4.19  |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 40    | 22    | 10    | 8     |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                              | 北京                          | 上海                        |
|---------------------------------|-----------------------------|---------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 |
| 邮编: 518000                      | 邮编: 100032                  | 邮编: 200041                |
| 传真: (0755) 82026711             | 传真: (010) 63222939          | 传真: (021) 62171434        |