

黄金

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 82.00 元

当前股价: 48.90 元

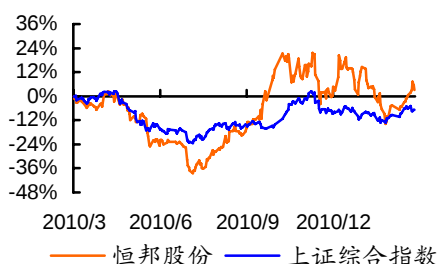
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2878.57
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	19.71	-0.81	26.42
上证综合指数	7.51	-0.68	10.86



相关报告

《恒邦股份-金兴矿业收购事项进一步明确, 公司资源储量显著提升》2010-12-6
《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

恒邦股份

002237

强烈推荐

业绩符合预期, 依然看好公司资源扩张与强化冶炼优势并重的发展策略

投资要点:

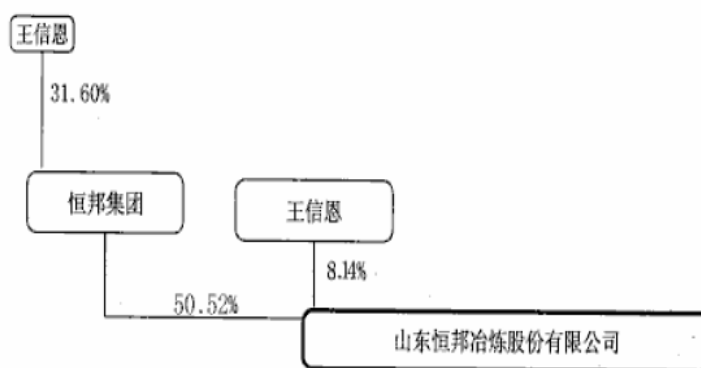
- 恒邦股份今日公告了 2010 年业绩快报, 公司 2010 年实现营业收入 49.56 亿元, 同比增长 99%; 实现营业利润 2.51 亿元, 同比增长 36.6%; 实现利润总额 2.56 亿元, 同比增长 27.59%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.91 亿元, 同比增长 27%; 基本 EPS0.995 元, 符合我们之前的预期。公司业绩同比增长主要是由公司产品销量增加、主营产品金、银及铜价格上涨所致。我们依然看好公司未来资源扩张与强化冶炼优势并重的发展战略。
- 收购金兴矿业将显著提升公司资源储量。公司非公开发行工作正在筹备之中, 拟以募集资金中的 11102.96 万元收购恒邦集团持有的金兴矿业 55% 的股权、并以募集资金 9089.69 万元单方增资金兴矿业用于采选建设, 完成后, 恒邦股份将持有金兴 70% 的股权比例, 公司金资源储量将有目前的 32 吨左右显著提升至接近 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。
- 公司未来 3 年自产金矿量有望从目前的 1.5 吨/年增加值 4.5 吨/年左右, 公司盈利能力未来将逐步提升。公司非公开发行项目完成后, 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。
- 维持强烈推荐的投资评级。不考虑增发摊薄影响, 我们暂时维持公司 11-12 年 EPS 分别为 2.33 和 2.70 元, 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, 维持推荐的投资评级, 未来 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

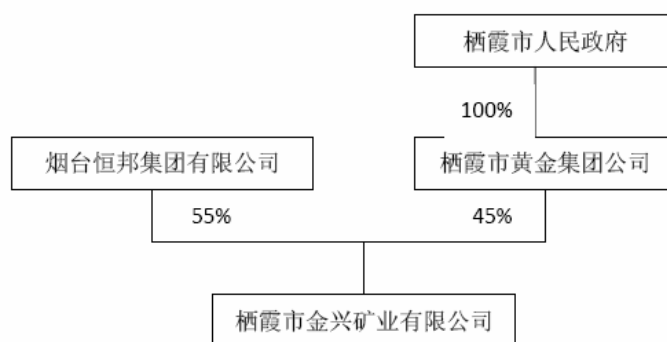
资料来源: 中投证券研究所

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	山城金矿后乔矿区	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	盘马金矿杨家乔矿区	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

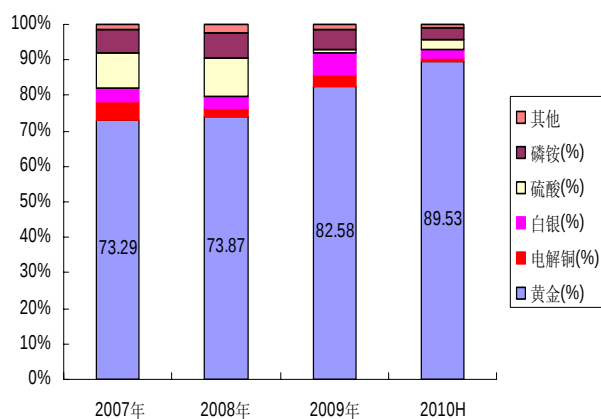
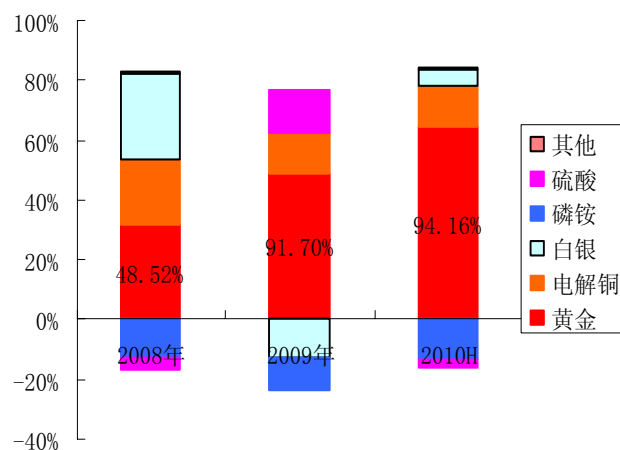
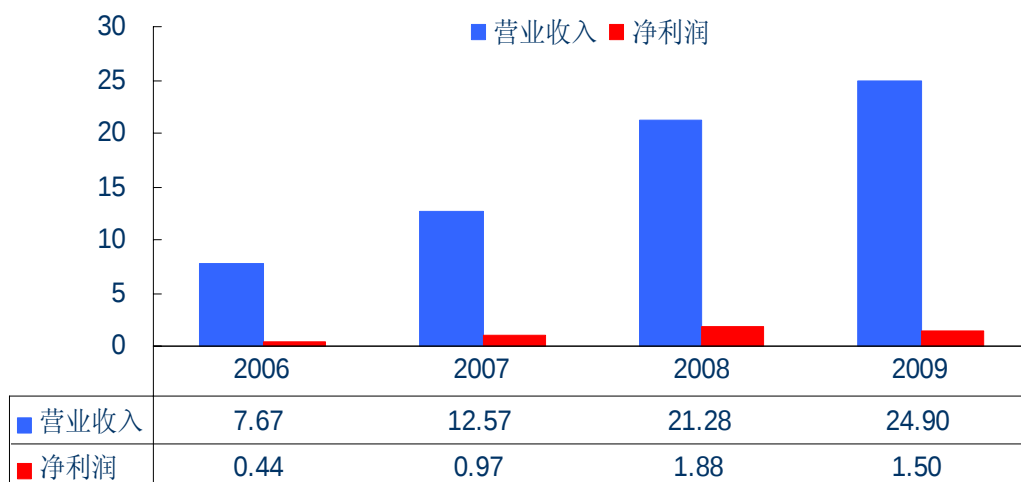


图 4 恒邦股份利润构成



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； 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
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	300	310
铜(万吨)	58000	60000	62000
白银(元/克)	4	7	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

图 6 2000 年以来黄金现货价格走势（美元/盎司）



资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

图 7 2000 年以来白银价格走势（美元/盎司）



资料来源：BLOOMBERG、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
流动资产	1954	3858	6717	7962	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	3008	5139	8503	9780	利润总额	201	313	709	820
流动负债	1779	3644	6485	7147	所得税	51	78	177	205
短期借款	1135	2923	5395	5861	净利润	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	归属母公司净利润	150	235	531	615
非流动负债	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					
负债合计	1791	3652	6485	7147	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	192	228	228	228	成长能力				
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
负债和股东权益	3008	5139	8503	9780	获利能力				
					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
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434