

大股东拟认购非公开发行， 债务结构改善助力业绩释放

恒邦股份（002237）重大事项点评 | 2020.2.25

中信证券研究部

核心观点



敖翀
首席周期产业
分析师
S1010515020001



李超
首席有色钢铁
分析师
S1010520010001



商力
有色分析师
S1010520010002

公司拟非公开发行募集资金不超过 31.7 亿元，将有效降低公司资产负债率和财务费用。其中控股股东拟认购 10.33 亿元，员工持股计划拟认购 1.2 亿元，将进一步增强与控股股东协同作用，提高公司实际产能利用率的基础，彰显控股股东和管理层对公司的信心。公司具备行业领先的黄金冶炼能力，料在金价上行周期，盈利弹性逐年提高，维持“买入”评级。

■ 公司拟非公开发行股票募集资金不超过 31.7 亿元。2020 年 2 月 14 日公告，公司拟以 11.61 元/股非公开发行不超过 2.73 亿股，募集资金不超过 31.7 亿元。其中大股东江西铜业拟认购 10.33 亿元，恒邦股份员工持股计划拟认购 1.2 亿元。发行完成后公司的控股股东和实际控制人保持不变。其中 20 亿元将用于偿还有息借款，剩余全部用于补充流动资金。

■ 发行完成后有效降低公司资产负债率和财务费用。2019Q3 公司的资产负债率 69.6%，2019Q1-Q3 公司的财务费用为 2.52 亿元，本次非公开发行股票完成并且偿还完毕 20 亿元有息借款后，按照公司 2019Q3 的财务数据测算，公司资产负债率将下降至 52.31%，年度财务费用可节省 1-1.2 亿元。有利于优化公司资本结构，增强财务稳健性，同时有助于减少公司财务费用支出，有效提升公司的盈利能力，提升发行人整体盈利水平，为公司未来持续稳定发展奠定基础。

■ 控股股东增持进一步延伸产业链优势，员工持股计划认购增强信心。公司黄金的产能 50 吨/年，2018 年和 2019 年 Q1-Q3 产能利用率分别为 75.87%/86.09%，产能存在一定富余。本次非公开发行完成后，控股股东江西铜业持有公司的股权比例会从 29.99% 增至 30.59%，进一步实现公司作为江西铜业黄金平台的作用，在优化流动资金和营运资金的基础上，利用和大股东的产业协同作用进一步提高公司贵金属的实际产量。公司员工持股计划拟认购 1.2 亿元，平均每名员工拟认购金额高达 23.2 万元，锁定期 3 年，进一步显示管理层对公司经营的信心。

■ 流动性持续宽松叠加避险情绪支撑，金价处于上升周期。受以下因素影响：1) 海外疫情风险给经济带来的不确定性，2) 美国经济数据走弱和美债收益率走低，3) 国内流动性的释放和通胀担忧，金价处于上行周期，预计 2020 年黄金均价 1600 美元/盎司。主营金银等贵金属冶炼的公司将持续受益于金价抬升对业绩的释放。

■ 风险因素：主要产品价格波动的风险；公司项目建设进度不及预期；江铜入主及资产注入的不确定性风险。

■ 投资建议：公司作为黄金冶炼优质标的，技术与规模优势明显，成本优势提升盈利水平，预计此次非公开发行完成后会改善公司资本结构和债务结构，在金价上行周期，增强公司的核心盈利能力。预计 2019-2021 年归属于母公司净利润分别为 3.25/6.12/7.43 亿元（原预测为 4.67/5.89/7.29 亿元，根据金价和矿产金假设调整），对应 EPS 预测分别为 0.36/0.67/0.82 元（不考虑非公开发行），维持“买入”评级。

恒邦股份	002237
评级	买入（维持）
当前价	16.78 元
总股本	910 百万股
流通股本	852 百万股
52 周最高/最低价	19.28/8.12 元
近 1 月绝对涨幅	13.92%
近 6 月绝对涨幅	1.08%
近 12 月绝对涨幅	104.63%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,523	21,201	27,243	29,835	32,338
营业收入增长率	19%	9%	29%	10%	8%
净利润(百万元)	361	406	325	612	743
净利润增长率	78%	12%	-20%	89%	21%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.40	0.45	0.36	0.67	0.82
毛利率%	7%	7%	7%	8%	9%
净资产收益率 ROE%	8.58%	9.31%	6.94%	11.57%	12.31%
每股净资产(元)	4.62	4.79	5.14	5.81	6.63
PE	42.0	37.3	47.0	24.9	20.5
PB	3.6	3.5	3.3	2.9	2.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 2 月 24 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,523	21,201	27,243	29,835	32,337
营业成本	18,109	19,713	25,379	27,359	29,559
毛利率	7.24%	7.02%	6.84%	8.30%	8.59%
营业税金及附加	41	55	60	69	77
销售费用	107	139	135	169	185
营业费用率	0.55%	0.66%	0.49%	0.57%	0.57%
管理费用	424	494	634	679	747
管理费用率	2.17%	2.33%	2.33%	2.28%	2.31%
财务费用	276	258	426	536	566
财务费用率	1.41%	1.21%	1.57%	1.80%	1.75%
投资收益	-58	50	32	0	0
营业利润	442	496	430	750	908
营业利润率	2.26%	2.34%	1.58%	2.51%	2.81%
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	16	23	30	0	0
利润总额	428	473	400	750	908
所得税	71	81	80	150	182
所得税率	16.59%	17.21%	20.00%	20.00%	20.00%
少数股东损益	-4	-14	-5	-12	-17
归属于母公司股东的净利润	361	406	325	612	743
净利率	1.85%	1.91%	1.19%	2.05%	2.30%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,312	2,170	2,724	2,983	3,234
存货	4,835	5,328	7,381	7,552	8,248
应收账款	111	123	170	177	194
其他流动资产	2,085	2,033	2,787	2,861	3,072
流动资产	8,343	9,654	13,063	13,573	14,748
固定资产	3,580	4,329	5,215	6,073	6,889
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	212	391	403	415	427
其他长期资产	795	546	567	588	610
非流动资产	4,587	5,266	6,185	7,076	7,926
资产总计	12,930	14,920	19,248	20,649	22,673
短期借款	5,409	6,638	10,432	10,927	11,683
应付账款	1,634	2,546	2,807	3,010	3,446
其他流动负债	1,504	1,065	1,019	1,121	1,227
流动负债	8,546	10,250	14,258	15,058	16,356
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	168	307	307	307	307
非流动性负债	168	307	307	307	307
负债合计	8,714	10,557	14,565	15,365	16,663
股本	910	910	910	910	910
资本公积	982	768	768	768	768
归属于母公司所有者权益合计	4,207	4,357	4,681	5,294	6,037
少数股东权益	9	6	2	-10	-27
股东权益合计	4,217	4,363	4,683	5,283	6,010
负债股东权益总计	12,930	14,920	19,248	20,649	22,673

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	428	473	400	750	908
所得税支出	-71	-81	-80	-150	-182
折旧和摊销	404	517	594	743	903
营运资金的变化	-451	-129	-2,663	52	-399
其他经营现金流	386	377	547	739	783
经营现金流合计	695	1,157	-1,201	2,134	2,014
资本支出	-393	-843	-1,513	-1,634	-1,753
投资收益	-58	50	32	0	0
其他投资现金流	-3	-75	-130	-200	-200
投资现金流合计	-453	-868	-1,611	-1,834	-1,953
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	16,099	13,382	3,793	496	756
股息支出	-91	0	0	0	0
其他融资现金流	-16,628	-13,566	-426	-536	-566
融资现金流合计	-620	-184	3,367	-40	189
现金及现金等价物净增加额	-378	105	555	259	250

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	19.1%	8.6%	28.5%	9.5%	8.4%
营业利润增长率	19.6%	12.2%	-13.2%	74.4%	21.0%
净利润增长率	77.5%	12.4%	-20.0%	88.6%	21.4%
毛利率	7.2%	7.0%	6.8%	8.3%	8.6%
EBITDA Margin	5.7%	5.6%	5.2%	6.8%	7.4%
净利率	1.8%	1.9%	1.2%	2.1%	2.3%
净资产收益率	8.6%	9.3%	6.9%	11.6%	12.3%
总资产收益率	2.8%	2.7%	1.7%	3.0%	3.3%
资产负债率	67.4%	70.8%	75.7%	74.4%	73.5%
所得税率	16.6%	17.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股利支付率	25.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。