

拟定增收集团资产，黄金储量预计翻倍

2013 年 7 月 1 日

中性/维持

山东黄金

事件点评

——山东黄金（600547）事件点评报告

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号：S1480510120003	
	linyang@dxzq.net.cn	010-6655 4024		
李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-6655 4028		

事件：公司发布公告，拟分别向黄金集团、有色集团、盛大公司、金茂矿业及王志强发行股份购买上述对象持有的部分从事黄金生产的企业股权以及黄金矿业权等资产。

观点：

1. 定增购买黄金资产，储量预计翻倍

公司拟按照 33.72 元/股，总共发行 2.96 亿股，分别向黄金集团、有色集团、盛大公司、金茂矿业及王志强发行股份购买其所持有的部分黄金生产的企业股权以及黄金矿业权。另外，公司拟非公开发行 0.89 亿股，募集资金总额不超过 30 亿元，作为本次交易的配套资金，配套募集资金将用于发展标的资产主营业务及补充流动资金。

本次交易构成重大资产重组，交易标的资产预估值为 99.84 亿元，涉及的黄金资源储量约 401 吨。目前公司黄金权益储量约 400 吨，如果本次资产重组成功进行，公司黄金储量预计将增加至 800 吨以上。本次交易完成后，黄金集团、有色集团及盛大公司预计将分别直接持有公司 47.81%、3.90%及 3.33%的股份，黄金集团仍为公司控股股东，山东省国资委仍为公司实际控制人。

表 1：公司拟定向增发购买的标的资产列表（单位：亿元）

矿山	标的资产	评估价格	交易方式
山东黄金集团	天承公司 100%股权	10.1	发行股份购买资产
	东风探矿权	24.7	发行股份购买资产
	东风采矿权及相关资产与负债		发行股份购买资产
	寺庄探矿权	6.6	发行股份购买资产
	新城探矿权	9.0	发行股份购买资产
山东黄金有色矿业集团	归来庄公司 70.65%股权	16.8	发行股份购买资产
	嵩县山金 70%股权	2.9	发行股份购买资产
	海南山金 63%股权	6.8	发行股份购买资产
	蓬莱公司 51%股权	11.0	发行股份购买资产
金茂矿业	蓬莱公司 20%股权		发行股份购买资产
王志强	蓬莱公司 29%股权	发行股份购买资产	
盛大矿业	鑫源矿投 100%股权	19.1	发行股份购买资产
	马塘采矿权及相关资产与负债	0.6	发行股份购买资产
	马塘二采矿权及相关资产与负债	0.6	发行股份购买资产
合计		108.1	

资料来源：公司公告、东兴证券

2. 公司资产规模大幅增长，估值水平将显著降低

通过本次交易，公司将获得归来庄公司、嵩县山金、海南山金、蓬莱公司、天承公司及鑫源矿投的控制权及六宗黄金矿业权，上述标的均为从事黄金采选及冶炼的成熟矿山及相关矿业权，与公司从事相同的主营业务，将扩大公司在黄金生产领域的经营规模。

通过本次交易，公司将获得大股东山东黄金集团拥有未注入上市公司的大部分黄金资产，未来公司将再难以通过控股股东获得优质黄金资产。过去 A 股黄金企业主要通过注入控股股东的黄金资产，来提升公司黄金储量和资产规模，由于上市公司储量显著低于大股东，因此整体估值较高。但如果本次交易完成，控股股东大部分优质资产已经注入上市公司，未来储量提升空间不大，公司估值重心将显著降低。

3. 收购价格基本合理，金价下跌影响公司业绩

本次资产重组，公司预估资产价格，按照 2010 年 1 月至 2013 年 3 月三年平均销售价格作为标准，2010 年 1 月至 2013 年 3 月 SHFE 黄金的平均价格为 313 元/克，而目前 SHFE 黄金在 250 元/克~300 元/克之间。我们认为按照目前的黄金价格，本次资产收购价格基本合理。但是受美联储退出 QE 政策影响，黄金价格处于下降通道，我们认为黄金牛市已经结束，金价下跌将显著影响标的资产的价格。

我们总体认为本次收购有利于提升上市公司黄金储量和资产规模，有利于公司中长期发展。并且交易对手已对交易标的作了利润补偿承诺，如果未来标的资产的盈利不足利润预测数，将依据股权比例，对上市公司进行股份补偿或者现金补偿。

结论：

公司此次收购矿权主要以探矿权为主，并且公司尚未公布具体标的资产的业绩预测情况，我们暂不考虑收购资产对公司业绩的贡献和增发摊薄的影响，预计公司 2013~2015 年 EPS 分别为 1.11、0.94 和 0.74 元，对应 PE 分别为 25、30 和 38 倍，鉴于对未来金价相对谨慎的看法，维持公司“中性”投资评级。

表 2：盈利预测及关键指标

百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	50,228.44	45,176.37	46,566.96	47,308.46
主营收入增长率	27.44%	-10.06%	3.08%	1.59%
EBITDA（百万元）	4,177.43	3,579.07	3,385.15	3,033.38
EBITDA 增长率	16.92%	-14.32%	-5.42%	-10.39%
净利润（百万元）	2,171.15	1,583.82	1,340.84	1,059.23
净利润增长率	14.12%	-27.05%	-15.34%	-21.00%
ROE	28.57%	18.26%	13.76%	10.00%
EPS（元）	1.530	1.113	0.942	0.744
P/E	18.80	25.85	30.53	38.65
P/B	5.39	4.72	4.20	3.86
EV/EBITDA	10.69	12.13	12.89	14.45

资料来源：东兴证券

风险提示：

- 1) 金价大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 公司资产重组进度低于预期

利润表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	50,228.44	45,176.37	-10.06%	46,566.96	3.08%	47,308.46	1.59%
营业成本	45,226.43	41,153.92	-9.00%	42,802.65	4.01%	43,877.88	2.51%
营业费用	39.02	36.14	-7.37%	37.25	3.08%	37.85	1.59%
管理费用	1,739.79	1,716.70	-1.33%	1,769.54	3.08%	1,797.72	1.59%
财务费用	275.47	11.00	-96.01%	11.00	0.00%	11.00	0.00%
投资收益	50.31	2.00	-96.03%	2.00	0.00%	2.00	0.00%
营业利润	2,958.05	2,254.09	-23.80%	1,941.85	-13.85%	1,579.28	-18.67%
利润总额	2,915.16	2,229.09	-23.53%	1,916.85	-14.01%	1,554.28	-18.91%
所得税	698.17	557.27	-20.18%	479.21	-14.01%	388.57	-18.91%
净利润	2,217.00	1,671.82	-24.59%	1,437.64	-14.01%	1,165.71	-18.91%
归属母公司所有者的净利润	2,171.15	1,583.82	-27.05%	1,340.84	-15.34%	1,059.23	-21.00%
NOPLAT	2,459.11	1,698.82	-30.92%	1,464.64	-13.78%	1,192.71	-18.57%
资产负债表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	897.74	1,170.07	30.34%	1,206.08	3.08%	1,225.29	1.59%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	17.95	30.94	72.43%	31.90	3.08%	32.40	1.59%
预付款项	2,219.46	4,688.70	111.25%	7,256.86	54.77%	9,889.53	36.28%
存货	1,078.78	366.44	-66.03%	381.12	4.01%	390.69	2.51%
流动资产合计	4,343.73	6,369.69	46.64%	8,992.99	41.18%	11,656.82	29.62%
非流动资产	13,116.18	12,263.27	-6.50%	11,130.97	-9.23%	9,687.87	-12.96%
资产总计	17,459.92	18,632.96	6.72%	20,123.96	8.00%	21,344.69	6.07%
短期借款	3,410.00	2,709.98	-20.53%	2,970.52	9.61%	3,189.12	7.36%
应付帐款	1,593.45	938.08	-41.13%	975.67	4.01%	1,000.18	2.51%
预收款项	41.10	63.68	54.96%	86.97	36.56%	110.62	27.20%
流动负债合计	7,278.48	7,617.13	4.65%	7,938.67	4.22%	8,205.53	3.36%
非流动负债	1,467.35	1,136.96	-22.52%	1,136.96	0.00%	1,136.96	0.00%
少数股东权益	1,115.76	1,203.76	7.89%	1,300.56	8.04%	1,407.04	8.19%
母公司股东权益	7,598.33	8,675.01	14.17%	9,747.69	12.37%	10,595.07	8.69%
净营运资本	(2,934.74)	(1,247.44)	N/A	1,054.33	N/A	3,451.29	227.35%
投入资本 IC	12,336.31	12,238.69	-0.79%	13,632.68	11.39%	14,787.95	8.47%
现金流量表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	2,217.00	1,671.82	-24.59%	1,437.64	-14.01%	1,165.71	-18.91%
折旧摊销	943.91	0.00	N/A	1,432.30	N/A	1,443.10	0.75%
净营运资金增加	(1,583.41)	1,687.30	N/A	2,301.77	36.42%	2,396.96	4.14%

经营活动产生现金流	2,384.74	2,652.77	11.24%	354.65	-86.63%	23.44	-93.39%
投资活动产生现金流	(3,225.98)	(599.95)	N/A	(300.00)	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	922.32	(1,780.49)	N/A	(18.63)	N/A	(4.24)	N/A
现金净增（减）	81.09	272.33	235.86%	36.02	-86.77%	19.20	-46.68%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。