



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属与矿产：有色金属

乐宇坤

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120007
(8621)20328559
yukun.le@bocichina.com

山东黄金计划增发收购黄金资产

发行股份收购黄金资产

山东黄金(600547.CH/人民币 16.55, 谨慎买入)今日公告，公司拟分别向包括母公司黄金集团在内的 5 家公司和个人（黄金集团、有色集团、黄金地勘、金茂矿业及王志强）发行股份购买黄金资产。购买资产的交易对价预计为 50.537 亿元，发行价格按 14.33 元/股，预计发行股份数量为 3.537 亿股。

同时，公司拟向山东省国投、前海开源、山金金控、金茂矿业及山东黄金第一期员工持股计划共五名特定投资者以锁价方式非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额 16.845 亿元，发行数量共计 1.162 亿股，将用于发展收购资产的主营业务。发行股票自上市日起 36 个月内不得转让。

我们计算此次公司合计发行股份 4.6884 亿股，发行完成后，公司的总股本将达到 18.919 亿元，较发行前增加 32.95%。发行完成后，黄金集团仍是控股股东。

此次资产重组尚需履行如下审批手续：交易标的资产的价格经审计、评估确认后，尚需经公司再次召开董事会审议通过正式方案；黄金集团、有色集团、黄金地勘及金茂矿业的董事会、股东会以及王志强审议通过此次交易的正式方案；山东省国资委核准；股东大会审议批准；中国证监会核准。我们估计此次收购全部完成要到明年年中。

黄金储量大幅增加，收购价格相对较低

公司此次收购黄金资产的主要情况如下表，我们计算这些黄金资产已探明的资源储量合计为 324.84 吨，权益储量为 322.97 吨。其中，储量最大的是东风探矿权，储量高达 155 吨，是一个超大型矿山。此次收购还包括 4 个未探明储量的探矿权。

根据公司公告，截至 2013 年末，公司黄金资源保有储量为 435.91 吨，那么此次收购完成后，公司的黄金储量将大幅增长 74.5%，达到 760.75 吨。

此次公司对黄金资产的收购价约 50.537 亿元，而公司目前的市值为 235 亿元，虽然公司尚未披露收购资产的盈利预测，但我们相信，按照“价值/储量”估值，此次收购价格是相对较低的。

图表 1.被收购资产

被收购方	标的资产
黄金集团	东风探矿权 东风采矿权 新城探矿权
有色集团	归来庄公司 70.65% 股权
王志强	蓬莱矿业 51% 股权
金茂矿业	蓬莱矿业 29% 股权
黄金地勘	蓬莱矿业 20% 股权 新立探矿权

资料来源：公司数据

图表 2.收购资产拥有的矿权

标的资产	拥有的矿权	黄金资源储量 (千克)	品位 (克/吨)
东风探矿权	东风探矿权	154,695	2.83
东风采矿权	东风采矿权	22,102	2.71
新城探矿权	新城探矿权	36,347	3.49
归来庄公司	归来庄采矿权	6,383	6.51
蓬莱矿业	齐家沟采矿权 虎路线采矿权 齐家沟—虎路线探矿权	6,913.55 2,597.67 5442	5.33 16.36 7.37
	石桥探矿权 徐山探矿权 黑石-宁家探矿权 站马张家地区金矿探矿权	尚未探明 尚未探明 普查阶段 尚未探明	
新立探矿权		112,462	2.76
合计		324,840.22	

注：东风探矿权储量包括了东风采矿权储量

资料来源：公司数据

收购资产临近现有矿山，将产生明显的协同效应

此次收购资产中包括东风探矿权、东风采矿权、新城探矿权及新立探矿权等尚未投产的黄金矿业权。虽尚未投产，该四宗矿业权均具有较大的黄金资源储量，且大部分均位于公司旗下现有在产矿山开采范围的周边或深部。该部分标的资产的开发建设有利于实现公司旗下黄金资产未来整体的开发利用，并通过集约化开采以及利用公司现有的选矿能力等措施与公司现有矿山产生良好的协同效益，有利于降低公司整体的开采成本并增强盈利能力。

此次收购资产中的归来庄公司及蓬莱矿业为黄金在产企业。目前归来庄公司的采选能力为 21 万吨/年，蓬莱矿业的采选能力为 12.3 万吨/年，现有的采选能力与资源保有量相比，规模较小，资源处理能力相对不足，不利于降低生产成本和规模效应的发挥。为提升对归来庄公司和蓬莱矿业的整合效益，公司计划对归来庄公司及蓬莱矿业的采选能力进行提升和改造，提升两者的盈利能力。

关注员工持股计划

值得注意的是，公司将向山东黄金第一期员工持股计划发行 1,185.5 万股募集资金，发行价格也是 14.5 元。我们理解这可能有股权激励作用。由于认购价格接近目前的市场价格，这意味着公司管理层对公司未来发展的信心。

未来仍有大量的黄金资产收购

收购完成后，黄金集团及其控制的其他企业中仍有部分尚不成熟或不具备转让条件的黄金资产，包括青海山金矿业有限公司、嵩县天运矿业有限责任公司、海南山金矿业有限公司、山东盛大矿业有限公司、山东天承矿业有限公司、山东黄金金创集团有限公司。黄金集团将待时机成熟后将相关资产注入上市公司。黄金集团承诺：将在承诺函出具后的三年内，通过对外出售的方式处置上述黄金资产，山东黄金在同等条件下对上述资产具有优先购买权。”

短期股价具有较强的上升动力

我们将在公司正式方案出台后调整盈利预测。公司股票将于 2014 年 11 月 28 日起复牌，自 7 月 31 日起停牌以来，已近 4 个月，在此期间，A 股的同类黄金公司股价上涨 14-20%。公司所处的胶东半岛是中国最大的黄金成矿带，拥有丰富的黄金资源，借助于地理位置优势以及山东省政府的支持，山东黄金与同类公司相比具有更多的外延式扩张机会，因此可获得估值溢价。此外，此次收购，不仅大幅增加公司的黄金储量，并且收购价格相对较低，我们相信这些有助于公司股价在复牌后有更好的表现。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371