



山东黄金(600547)

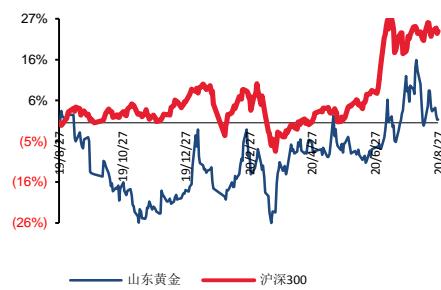
目标价：39

昨收盘：25.5

材料 材料II

山东黄金动态点评：黄金航母进一步扩宽版图

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,339/3,990
总市值/流通(百万元)	110,656/101,744
12个月最高/最低(元)	45.61/25.16

相关研究报告：

山东黄金(600547)《山东黄金动态点评：净利润创8年新高，下半年仍有提升空间》—2020/08/27

山东黄金(600547)《山东黄金深度点评：全资收购TMAC，稳固黄金龙头地位》—2020/05/10

山东黄金(600547)《产量逆势增长，矿金业务保持稳健 2019年上半年报点评》—2019/08/30

证券分析师：杨坤河

电话：010-88695229

E-MAIL：yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518070001

■ 事件：

山东黄金发布公告，计划以协议安排（Scheme of Arrangement）的方式将恒兴黄金私有化，并收购其100%股份，收购对价将全部以本公司发行的H股股份进行支付。本次收购发行的H股股份数预计不超过159,482,759股。

■ 点评：

1、恒兴黄金基本情况：恒兴黄金为一家于开曼群岛注册成立的有限公司，其股份于香港联交所主板上市（股票代码：02303），主要业务为黄金开采及生产，主要业务活动位于中国大陆境内。截至2020年6月30日，恒兴黄金已发行925,000,000股股份，柯希平、柯家琪父子间接控制恒兴黄金75%的股份，其他股东持有恒兴黄金25%的股份。

恒兴黄金核心资产是位于新疆的金山金矿采矿权开采项目。截至2018年12月31日，金山金矿保有资源储量：金矿，矿石量4166.46万吨，金金属量45,570.24千克，平均品位Au1.09克/吨。目前该项目已建成年产500万吨矿石量的采选工程，共包含五个开采矿段，分别为伊尔曼得、马依托背、京希巴拉克、宽沟及狮子山矿段，其中马依托背和伊尔曼得分别于2018年和2019年闭坑，其他矿段正常开采中。

2、对价略有折让但整体合理，同时短期或带来市值提升：按照交易方案，恒兴黄金股东将按照其持有的每1股股份，获得5/29股山东黄金H股股份，按停牌前山东黄金19.08港币收盘价算，本次交易恒兴黄金原股东每股价值3.29港元，价值相比停牌前恒兴黄金3.73港币收盘价折价11.8%，但若考虑扣减恒兴黄金特别股息后每股净价3.37港元，则仅折让约2.43%。同时考虑恒兴黄金仅有16倍左右PE，但山东黄金超过40倍PE的估值差异，预计整体并入后，山东黄金整体估值将有所降低。

考虑到山东黄金勘探、开采和选冶技术实力雄厚，黄金资产管理能力突出，恒兴黄金受益于此，其资产价值或有望得到较大提升。例如2019年恒兴黄金旗下金山金矿回收率仅有53.7%，对比山东黄金国内矿山黄金选冶回收率则为91.84%，在金山金矿纳入山东黄金管理体系后，其回收率有望改善，进而带来产量和价值的提升。

3、黄金航母进一步扩宽版图，十四五战略目标更进一步：根据

公司近期战略发展交流会，“十四五”末，山东黄金集团利润总额将达到80亿元-100亿元；矿产金产量达到80吨，进入全球黄金矿企前五位。为了达成这一战略目标，据我们理解，一是需要公司加大国内矿业资源整合力度，着力在海外战略区域获取资源（外延并购）；二是以更大的手笔推动项目建设，主要是莱州世界级黄金产业基地的建设（内生增长）。本次并购使山东黄金在新疆拥有首个黄金矿业项目，得以进一步拓展在境内的黄金资产布局。

恒兴黄金2019年储量和年产量分别为40.93吨、2.66吨，山东黄金2019年权益储量281.5吨、产量40.12吨，本次并购分别使上市公司储量和产量分别增加14.5%、6.63%。从经营情况看，近几年恒兴黄金较为稳健，2017-2019年实现归母净利润年均2.41亿元，同期山东黄金净利润平均为11亿元。因此若以过去三年平均数据计算，并表恒兴黄金将带来约22%业绩增厚。整体而言，并购恒兴黄金使其十四五战略目标更近一步。

4、西方未亮东方亮，且全换股方式交易属当前最佳选择：山东黄金今年以来持续在海外扩大版图，先后推进对加拿大Tmac Resources的收购，以及对澳洲Cardinal Resources的要约收购。其中Tmac进展相对顺利，但Cardinal的收购面临俄罗斯矿业企业Nordgold的竞价。在此时顺利谈拢恒兴黄金的并购方案，可谓西方未亮东方亮，当属一大利好。

此外我们认为本次以发行H股后全换股方式进行收购交易，一方面对山东黄金现金流不产生影响，可使其留足弹药应对Cardinal项目；另一方面在当前金价高企情况下，是较现金收购更为合理的选择。这也显示出山东黄金在资本运作方面较为开阔的思路。

5、投资建议：暂不考虑恒兴黄金并表，我们仍预计2020-2022山东黄金归母净利24.16/30.09/3893亿元，EPS为0.78/0.97/1.26元。考虑到公司良好的业绩表现以及资产资本国际化进程，同时在国企改革和混改方面有望超预期，在持续看好金价的前提下，我们维持公司买入评级。

6、风险提示：海外项目运营风险、金价大幅下跌

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	62631	76996	85215	92573
(+/-%)	11.3	22.9	10.7	8.6
净利润(百万元)	1421	2663	3317	4291
(+/-%)	25.91%	87.35%	24.56%	29.35%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.78	0.97	1.26
市□率(PE)	78.41	47.00	37.73	29.17

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)							
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
货币资金	2840	3242	8108	12003	16704	营业收入	56256	62631	76996	85215	92573	
应收和预付款项	592	290	530	591	640	营业成本	51371	56586	68165	74888	80376	
存货	3385	3640	4256	4667	5012	营业税金及附加	367	553	591	703	737	
其他流动资产	2230	3190	3392	3591	3714	销售费用	127	188	231	256	278	
流动资产合计	9048	10361	16285	20852	26070	管理费用	1858	2046	2464	2727	2962	
长期股权投资	1041	1042	1042	1042	1042	财务费用	896	847	1145	1242	1335	
投资性房地产	244	231	231	231	231	资产减值损失	0	123	45	27	24	
固定资产	20307	22034	19935	17794	15649	投资收益	74	-11	42	42	42	
在建工程	3159	3982	4698	5450	6190	公允价值变动	244	175	0	0	0	
无形资产开发支出	10160	10648	10130	10045	10648	营业利润	1696	2142	3992	4967	6417	
长期待摊费用	46	35	35	35	35	其他非经营损益	-28	-25	-25	-25	-25	
其他非流动资产	9890	9685	10858	11428	11336	利润总额	1669	2117	3967	4942	6392	
资产总计	53895	58019	63215	66878	71202	所得税	583	696	1304	1624	2101	
短期借款	3623	3154	3389	3389	3389	净利润	1086	1421	2663	3317	4291	
应付和预收款项	2605	2851	3244	3579	3836	少数股东损益	62	132	247	308	398	
长期借款	2091	1202	1202	1202	1202	归母股东净利润	1024	1289	2416	3009	3893	
其他负债	20161	25065	26085	26530	26740							
负债合计	28480	32272	33920	34699	35166							
股本	2214	3100	4339	4339	4339	预测指标						
资本公积	10070	7522	7522	7522	7522	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
留存收益	11383	12453	14559	17135	20593	毛利率	8.68%	9.65%	11.47%	12.12%	13.18%	
归母公司股东权益	23638	23114	26416	28991	32450	销售净利率	1.82%	2.06%	3.14%	3.53%	4.20%	
少数股东权益	1777	2704	2951	3259	3657	销售收入增长率	10.22%	11.33%	22.94%	10.67%	8.63%	
股东权益合计	25415	25818	29367	32250	36107	EBIT 增长率	2.66%	32.11%	74.96%	20.61%	24.95%	
负债和股东权益	53895	58090	63286	66949	71273	净利润增长率	-9.96%	25.91%	87.35%	24.56%	29.35%	
现金流量表(百万)						ROE	4.33%	5.58%	9.15%	10.38%	12.00%	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROA	1.90%	2.22%	3.82%	4.50%	5.47%	
经营性现金流	4152	4180	5831	6308	7154	ROIC	7.70%	8.83%	13.59%	17.46%	23.72%	
投资性现金流	-4563	-3831	-1792	-1678	-1718	EPS(X)	0.33	0.42	0.78	0.97	1.26	
融资性现金流	62	22	826	-735	-735	PE(X)	91.56	78.41	47.00	37.73	29.17	
现金增加额	-349	370	4866	3896	4701	PB(X)	3.97	4.37	4.30	3.92	3.50	
						PS(X)	1.19	1.61	2.06	1.87	1.72	
						EV/EBITDA(X)	17.45	21.37	22.57	19.25	15.87	

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。