山东黄金（600547）

公司研究/点评报告

要约收购 Cardinal，资源布局落子西非

—山东黄金（600547）公告点评

点评报告/有色金属　　2020 年 06 月 19 日

一、事件概述

公司全资子公司山东黄金（香港）拟以场外要约收购方式（每股 0.60 澳元的价格）向 Cardinal Resources Limited 全部已发行股份的股东发出场外附条件要约收购。

二、分析与判断

➢ 收购目标：控股 Cardinal，100%全资收购对价约 3 亿澳元

山东黄金香港若获得目标公司 50.1%股权以上即为要约成功；若取得股权达到 90%，则对剩余股份强制收购。同时，山东黄金香港拟以 0.46 澳元认购 1200 万澳元新增发 2600 万股普通股。若以每股 0.60 澳元计，目标公司全部已发行股份的股权总价值约为 3 亿澳元（考虑期权全部转换的总对价为 3.09 亿澳元），交易总投资额约 3.21 亿澳元。

➢ 资源：1 个黄金开发项目（储量 157 吨）+2 个勘探项目

Cardinal 核心资产是位于加纳的 Namdini 开发项目、Bolgatanga 勘探项目和 Subranum 勘探项目。Namdini 项目拥有证实+可信储量约 157.2 吨，平均品位 1.13 克/吨，探明+控制资源量 203.1 吨，平均品位 1.12 克/吨；推断资源量约 14.3 吨，平均品位 1.2 克/吨。Namdini 项目矿权期限 15 年（2035 年届满，至多延长 30 年）；两个勘探项目已取得六项探矿许可（将于 2020 年 12 月 31 日到期），已向加纳官方申请续期三年。

➢ 进展：2023 年开始投产，年均产金 8.9 吨，平均 AISC 约 900 美元/盎司

根据可研报告，项目总投资 3.9 亿美元，建设期 27 个月，拟定于 2019Q4 动工，2022 年中投产，投产后年均产黄金 28 万盎司，LOM 平均 AISC 约 900 美元/盎司（初始 AISC 约 600 美元/盎司）。项目于 2019 年 11 月启动前端工程设计；2020 年 1-4 月取得环境许可。根据可研报告以及公司对项目的未来建设规划，预计该项目将于 2023 年开始生产。

三、投资建议

本次收购每盎司黄金资源量（探明+控制+推断）收购价为 30.4 美元/盎司，整体估值偏低（TMAC 收购对价 32.3 美元/盎司），金矿为露天采矿，前期开发成本较低，预计公司可较快产生丰厚利润和收回成本。预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.80/0.98/1.12 元（未考虑特麦克并表贡献），对应当前股价的 PE 分别为 44/36/31X。随着金价上行，2021 年估值明显下滑至 36 倍，处于历史估值 50%中位数以下，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

金价下跌风险，项目进展不达预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	62,631	69,557	76,193	83,743
增长率（%）	14.3%	11.1%	9.5%	9.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,289	2,490	3,035	3,466
增长率（%）	47.2%	93.1%	21.9%	14.2%
每股收益（元）	0.42	0.80	0.98	1.12
PE（现价）	83.5	43.7	35.8	31.4
PB	4.7	4.3	3.9	3.5

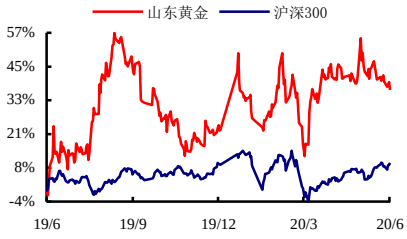
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 35.07 元

交易数据	2020-6-18
近 12 个月最高/最低(元)	51.25/28.93
总股本（百万股）	3,100
流通股本（百万股）	2,350
流通股比例（%）	75.83
总市值（亿元）	1,087
流通市值（亿元）	824

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：方驭涛

执业证号：　S0100519070001

电话：　021-60876718

邮箱：　fangyutao@mszq.com

相关研究

1.山东黄金（600547）：拟收购加拿大特麦克，海外并购再下一城

2.山东黄金（600547）一季报点评：金价上行带来高增长，全年业绩乐观

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	62,631	69,557	76,193	83,743
营业成本	56,586	61,487	67,062	73,482
营业税金及附加	553	556	610	670
销售费用	188	209	229	251
管理费用	2,046	2,226	2,362	2,596
研发费用	333	348	381	419
EBIT	2,924	4,731	5,550	6,326
财务费用	847	675	614	696
资产减值损失	(123)	25	23	22
投资收益	(11)	7	7	7
营业利润	2,142	4,058	4,939	5,635
营业外收支	(25)	(10)	(5)	0
利润总额	2,117	4,048	4,934	5,635
所得税	696	1,215	1,480	1,691
净利润	1,421	2,834	3,454	3,945
归属于母公司净利润	1,289	2,490	3,035	3,466
EBITDA	5,581	7,518	8,590	9,543

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3242	6738	12318	18417
应收账款及票据	290	487	457	419
预付款项	117	123	134	147
存货	3640	4563	4019	4980
其他流动资产	374	374	374	374
流动资产合计	10361	14185	20140	26400
长期股权投资	1042	1049	1056	1063
固定资产	22034	25034	27034	28534
无形资产	10628	10694	10758	10819
非流动资产合计	47728	49428	49675	49694
资产合计	58090	63613	69815	76094
短期借款	3154	3654	4654	5654
应付账款及票据	2851	3074	3353	3674
其他流动负债	4	4	4	4
流动负债合计	24873	25873	27431	29076
长期借款	1202	3202	4702	5702
其他长期负债	5781	5781	5781	5781
非流动负债合计	7398	9398	10898	11898
负债合计	32272	35271	38329	40974
股本	3100	3100	3100	3100
少数股东权益	2704	3048	3467	3946
股东权益合计	25818	28342	31486	35120
负债和股东权益合计	58090	63613	69815	76094

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.3%	11.1%	9.5%	9.9%
EBIT 增长率	27.0%	61.8%	17.3%	14.0%
净利润增长率	47.2%	93.1%	21.9%	14.2%
盈利能力				
毛利率	9.7%	11.6%	12.0%	12.3%
净利润率	2.1%	3.6%	4.0%	4.1%
总资产收益率 ROA	2.2%	3.9%	4.3%	4.6%
净资产收益率 ROE	5.6%	9.8%	10.8%	11.1%
偿债能力				
流动比率	0.4	0.5	0.7	0.9
速动比率	0.3	0.4	0.6	0.7
现金比率	0.2	0.3	0.5	0.7
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	2.5	2.7	2.6	2.5
存货周转天数	22.2	24.0	23.0	22.0
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.8	1.0	1.1
每股净资产	7.5	8.2	9.0	10.1
每股经营现金流	1.3	2.1	2.4	2.7
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	83.5	43.7	35.8	31.4
PB	4.7	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	21.4	16.0	13.7	11.9
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,421	2,834	3,454	3,945
折旧和摊销	2,780	2,812	3,063	3,239
营运资金变动	(1,007)	167	179	483
经营活动现金流	4,166	6,523	7,381	8,481
资本开支	4,174	4,510	3,305	2,500
投资	48	0	0	0
投资活动现金流	(3,831)	(4,510)	(3,305)	(2,500)
股权募资	1,500	0	0	0
债务募资	1,655	2,000	1,500	250
筹资活动现金流	22	1,483	1,504	119
现金净流量	356	3,496	5,580	6,100

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

方驭涛，民生证券有色金属行业分析师，上海对外经贸大学金融学硕士，3年行研经验，曾就职于华安证券研究所，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。