太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-05-10

公司点评报告

买入/维持

山东黄金(600547)

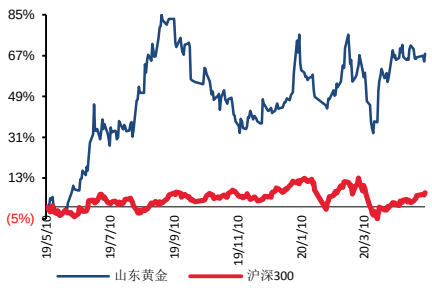
目标价：43.2

昨收盘：36.63

材料 材料II

山东黄金深度点评：全资收购 TMAC，稳固黄金龙头地位

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,100/2,696
总市值/流通(百万元)	113,539/98,760
12 个月最高/最低(元)	51.25/28.93

相关研究报告：

山东黄金(600547)《产量逆势增长，矿金业务保持稳健___2019 年半年报点评》--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

■ **交易事项：山东黄金全资收购 TMAC**

山东黄金将以每股 1.75 加元的价格，以现金方式向 TMAC 现有全部已发行股份、待稀释股份发出协议收购，同时拟以 1.75 加元的价格认购总价 1,500 万美元特麦克新增发的普通股。交易完成后，山金香港将通过直接和间接方式合计持有特麦克 100%股权。本次交易总投资额约 2.30 亿加元，约合人民币 11.53 亿元。

■ **标的运营：产量持续爬坡，成本逐渐下降**

特麦克核心资产是位于加拿大 Hope Bay 项目 100%权益。Hope Bay 项目矿权面积为 1101 平方公里。项目拥有证实+可信储量 354.5 万盎司（110.3 吨）黄金，平均品位 6.5 克/吨。HopeBay 项目 2017 年建成投产，目前累计生产黄金约 9.5 吨，其中 2019 年生产黄金 13.9 万盎司（约 4.3 吨），2019 年前三季度全维持成本 1,075 美元/盎司。

■ **巩固山金行业地位：**本次收购将助力山东黄金进一步巩固国内黄金龙头地位，以及全球大型一线黄金生产企业的地位。收购完成后其黄金资源量将增+26.42%）、矿产金产量则有望增至 44.4 吨（+10.7%）以上。

■ **有溢价但仍然便宜：**本次收购尽管有所溢价，但 TMAC 股价整体处于历史底部。同时考虑项目品位较高，当前金价已达 9 年高位，标的资产若运作得当，完全可以较大享受金价上行的红利。从市值/净资产、EV/储量等指标看，TMAC 与国内外同行比处于绝对低位。

■ **项目运营前景较好：**项目位于北极圈内，区位便利性稍差，但该区域政治稳定、法律健全，基础设施也较为完备。此外尽管项目开采有一定难度，但山金不乏相关技术和经验；另外项目增储前景较好，包括拟扩建项目产量规划可观，整体运营前景较好。

■ **整体资本开支可控：**综合考虑其收购对价、扩建开支及债务置换规模，2020-2023 年山东黄金预计将为项目支出 7.6 亿美元左右。但一方面当前美联储降息至接近零利率，美元成本相对较低；另外随着产量稳步爬坡带来的成本下降，以及私有化及管理改善带来的费用削减，项目完全可能转向盈利和现金流自我良性循环。

■ **强烈看好金价走势：**我们研究发现过去五年实际利率的区间走势，几乎完全复刻 2003-2008 年的情况，在当前与 2008 年具有极度相似的利率环境下，实际利率走势大概率同样下行。一方面是美联储降息至零乃至负利率的可能在提升，另外一方面随着无限 QE 政策的推出，再通胀预期强烈，在此情况下实际收益率继续回落，确定性极强，

因此即便短期避险情绪波动，金价大概率也可能走出长牛。

■ **投资建议：**我们估算山东黄金 2020-2022 年将实现归母净利润 16.67/21.52/24.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.54/0.69/0.78 元/股，动态 PE 分别为 68.12/52.75/46.95X。考虑到公司一季度归母净利润已达 5.63 亿元，2020 年业绩估算我们认为仍显保守。在金价中长期向上的趋势中，继续给予公司买入评级，6 个月目标价 43.2 元。

■ **风险提示：**收购交易不确定性风险、金价走势不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	62631	71238	78387	83093
(+/-%)	11.33	13.74	10.04	6.00
净利润(百万元)	1289	1667	2152	2418
(+/□%	25.91	29.26	29.13	12.34
摊薄每股收益(元)	0.42	0.54	0.69	0.78
市盈率(PE)	78.41	68.12	52.75	46.95

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

一、交易事项及进度：山东黄金全资收购 TMAC

山东黄金将通过山金香港在加拿大拟新设立的子公司，以每股1.75加元的价格，以现金方式向特麦克（TMAC Resources Inc.）现有全部已发行股份118,116,421股、待稀释股份（包括特麦克受限制股份单位、董事股份单位及受限制股份权利等可能转化为公司股份的权益工具）发出协议收购，公司将为山金香港履行《安排协议》提供担保。

同时山金香港与特麦克签订《同步非公开配售认购协议》，拟以1.75加元的价格认购总价1,500万美元特麦克新增发的普通股，其持股比约占增发后总股份数的9%，最终持股数根据5月7日加拿大央行公布的美元与加元汇率进行折算。交易完成后，山金香港将通过直接和间接方式合计持有特麦克100%股权。

本次交易总投资额约2.30亿加元，约合人民币11.53亿元，约合1.63亿美元。分手费及反向分手费为1250万美元。此外山金香港在交割时预计向特麦克提供一笔股东贷款，用于其维持公司运营。

本次交易已获得特麦克董事会全体一致通过。仍需获得特麦克特别股东大会审议通过，以及加拿大安大略省高级法院、加拿大工业部、加拿大竞争局等相关监管机构、法院和证券交易所的批准。

山金香港同时与特麦克第一大股东资源资本、第二大股东纽蒙特公司及特麦克的董事及高管签署《锁定协议》，资源资本、纽蒙特、特麦克的董事及高管将在特别股东大会投票支持本次收购。

二、标的及运营情况：产量爬坡成本下降的北美金矿

（一）交易标的：核心资产为加拿大霍普湾金矿

特麦克为一家加拿大金矿公司，总部设在加拿大，在加拿大多伦多交易所（股票代码“TMR”）上市，主要在加拿大从事黄金资源的勘探、开采和生产。其第一、二大股东资源资本及纽蒙特分别持有特麦克30.4%、27.3%的流通股股份。特麦克核心资产是位于加拿大Nunavut省东北部的Hope Bay（霍普湾）项目100%权益。该项目最早是纽蒙特的资产，后成为单一资产项目公众公司，其经营独立性相对较高。

Hope Bay项目矿权面积为1101平方公里，主要分为多丽丝（Doris）、马德里（Madrid）和波士顿（Boston）三个矿区。截至2019年12月31日，依据加拿大NI43-101标准，HopeBay项目拥有证实+可信储量354.5万盎司（110.3吨）黄金，平均品位6.5克/吨。拥有探明+控制资源量517.3万盎司（160.9吨）黄金，平均品位7.4克/吨。推断资源量212.7万盎司

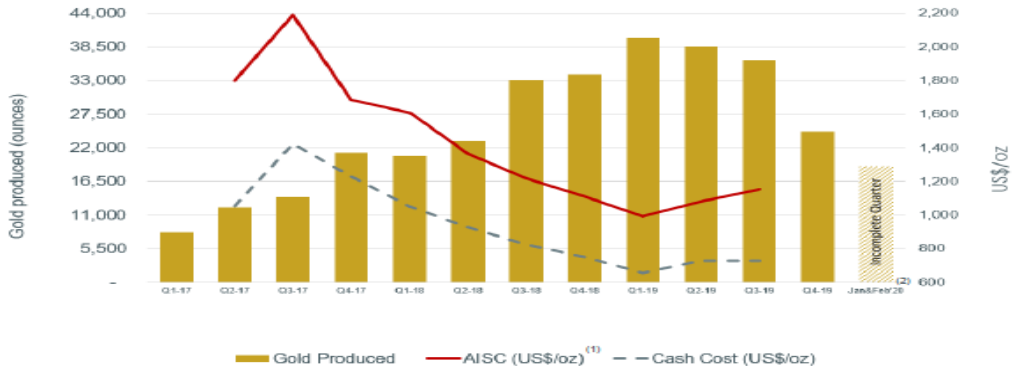
（66.2吨）黄金，平均品位6.1克/吨。

（二）运营情况：产量持续爬坡，成本逐渐下降

HopeBay项目2017年建成投产，目前累计生产黄金约9.5吨，其中2017年生产5.5万盎司（约1.72吨），2018年生产11.1万盎司（约3.45吨），全维持成本1,291美元/盎司，2019年生产黄金13.9万盎司（约4.3吨），2019年前三季度全维持成本1,075美元/盎司。

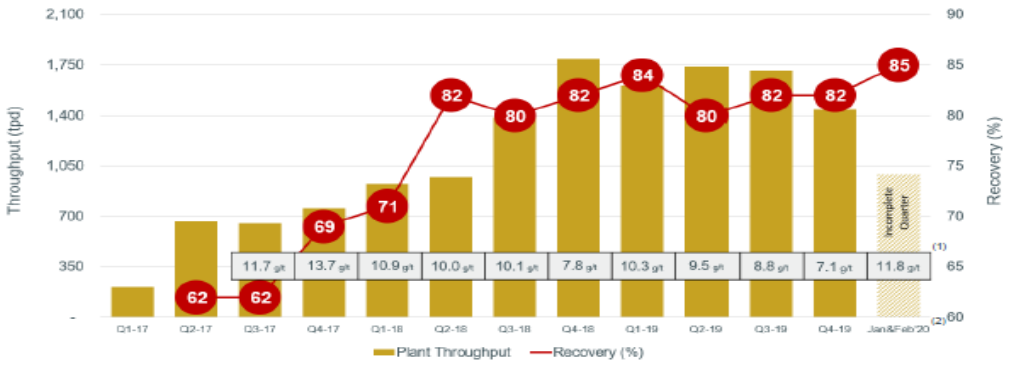
项目现有选厂设计处理量为2,000吨/天，但由于选矿设计、运营及采矿供矿能力问题，一直未达设计处理量和回收率指标，目前产能维持在1,600-1,700吨/天。

图表 1：项目产量爬坡及成本下降明显



资料来源：TMAC官网，太平洋证券研究院整理

图表 2：项目回收率和入选品味情况



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

三、主要观点与评述：是否便宜无好货？

（一）增储上量，进一步巩固行业地位

当前国内好资源相对稀缺，海外并购是山金、紫金、洛钼、江铜等国际化矿企的首选。山金在2017年收购阿根廷贝拉德罗(Veladero)金矿项目后，在海外并购上相对成

果寥寥，反观紫金收购大陆黄金等成果较多。

但本次收购将助力山东黄金进一步巩固国内黄金龙头地位，以及全球大型一线黄金生产企业的地位，符合其“争做国际一流、勇闯世界前十”的战略目标。收购完成后其黄金资源量将增至527.68吨（+26.42%）、矿产金产量则有望增至44.4吨（+10.7%）以上（仅以2019年数据为测算基准）。

运营方TMAC股价近年来走势疲弱，2016年以来几乎处于单边下行状态，资本市场融资较为困难，难以对项目形成持续投入，反过来又限制了其运营改善。从现实趋势来说，Hope Bay作为单一资产项目而非集团化运作，其生存空间确实受到较大挤压。因此对于TMAC而言，在全球金矿企业头部集中的过程中，寻找卖方是必然之举。

（二）虽有溢价，但整体仍然非常便宜

尽管本次收购价格1.75加元/股较特麦克截至2020年5月6日的前20天成交量加权平均价有52%的溢价，与2020年5月6日收市价比较有21%的溢价。但考虑一季度以来因新冠疫情影响，权益资产价格整体暴跌。即便当前TMAC股价自3月底部0.44加元大幅回升至约1.5加元，但相比年初3加元以上价格仍然腰斩。同时考虑当前金价已达9年高位，标的资产若运作得当，完全可以较大享受金价上行的红利。

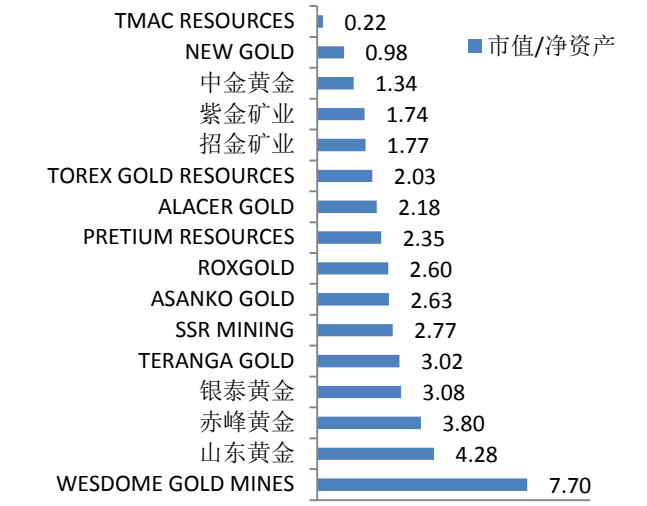
另外从指标的同行对比看，TMAC也处于相对低估状态。我们选取美洲贵金属上市企业及国内黄金企业做参考，从市值/净资产指标看，TMAC仅为0.22倍，海外可比公司中值2.47倍；国内可比公司均值则为2.67倍。另外从EV/储量指标看，TMAC仅为41美元/盎司，而海外可比同行中位数为241美元/盎司。若考虑山东黄金出价2.30亿加元，折算市值/净资产仅有不到0.26倍。而根据预可研，基于金价1400美元、贴现率5%的假设，Hope Bay税后净现值为4.86亿加元（约24.7亿人民币）。

图表 3：TMAC 股价仍处于历史底部



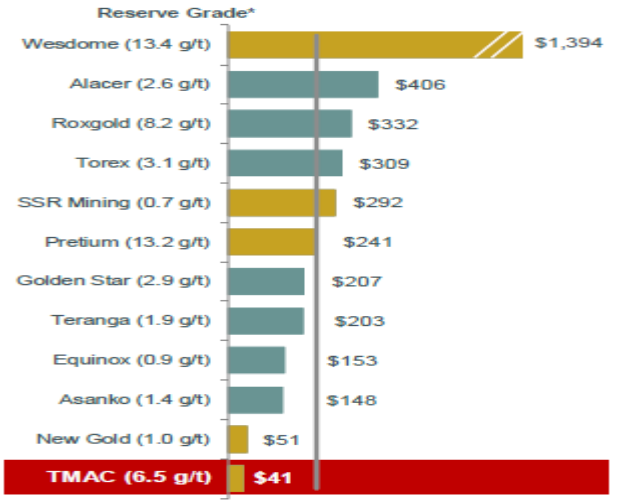
资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表 4：市值/净资产同行对比（收盘价截止 2020.5.9）



资料来源：TMAC官网，太平洋有色

图表 5： EV/储量指标同行对比（美元/盎司）



资料来源：TMAC官网，太平洋有色

（三）争议焦点：“是否便宜无好货？”

尽管从各项指标和股价历史走势看，本次交易对价算得上便宜，但这其中不得不考虑的是数据下的TMAC资产质量究竟如何？根据山东黄金海外并购的四大主要标准：1）在产矿山；2）位于大成矿带上有增储空间；3）生产效率有提升空间；4）所处区域政治环境稳定且法律健全，从这四条来看Hope Bay基本都吻合。

但市场的质疑集中在3条：1）区位便利性较差，开采环境严苛；2）矿权相对分散，在产矿山可采年限短；3）扩建成本较高和债务负担重。我们认为：

1、项目区位便利性稍差，但基础设施较为完备

Hope Bay项目位于加拿大 Nunavut 省东北部，距离最近通航的商业机场 Cambridge Bay约160km。矿山位于北极圈范围内，存在极昼极夜现象。由于地处北极圈，每年只有大概三个月左右（7-9 月）的航运期，大型设备、大宗物资等在此期间可通过航运进入。其余时间人员及日常货物通过飞机进入，冬天湖面结冰可降落 737 等大型货运飞机。由于航运期短，影响了部分物资采购的便利性和自由度，也部分影响了成本。

但整体而言，该区域政治稳定、法律健全，基础设施也较为完备。Hope Bay项目包括了一条80公里长、20公里宽的太古代绿岩带，包含了一个有大量基础设施的采矿营地。TMAC于2013年以1.14亿美元从纽蒙特手中收购了Hope Bay项目，并累计投入了6.5亿加元，开发马德里和波士顿矿区。目前Hope Bay项目已完全获准在多丽丝、马德里和波斯顿三个矿区进行生产。累计之前的所有者已经投资了超过17亿加元来开发和建设Hope Bay项目。

图表 6：项目基础设施已经较为成熟



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

2、项目开采难度较大，但不乏相关技术和经验

项目最大的挑战是部分矿体位于北极圈湖底，开采难度较大。但一方面极地开采案例较多，技术上并不构成大阻碍。如加拿大北极地区努纳武特的Mary River铁矿山、全球最大锌矿泰克资源Red Dog锌矿均位于北极圈内。

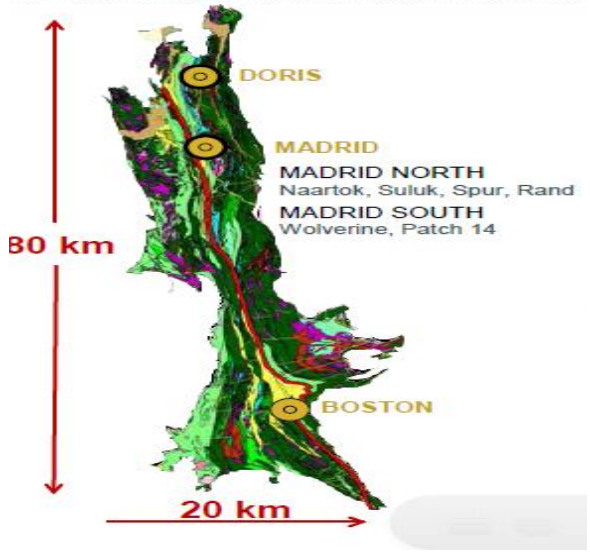
另一方面对于海底矿脉开采，山东黄金本身也有丰富经验。公司下属三山岛北部海域金矿，是全球首座安全高效开采海底金属资源的矿山，也是全国惟一一个海底采矿的金矿。据了解，TMAC金矿埋藏深度浅，基本都在500米以内，大多数300米以内，对比而言三山岛开采深度已经达到1000米以上。

3、在产矿山可采年限短，但增储前景较好

Hope Bay项目矿权面积为1101平方公里，主要分为多丽丝（Doris）、马德里（Madrid）和波士顿（Boston）三个矿区。当前在产矿区为Doris矿区，按照现有4吨左右年产量及剩余储量计算，可采年限在4年左右。但因为该项目勘探水平比较高，处于加拿大北部的世界级绿岩成矿带上，具备良好的增储前景，未来可采年限仍有望延长。根据披露，Doris北部延展区已经显示出乐观的探矿前景。

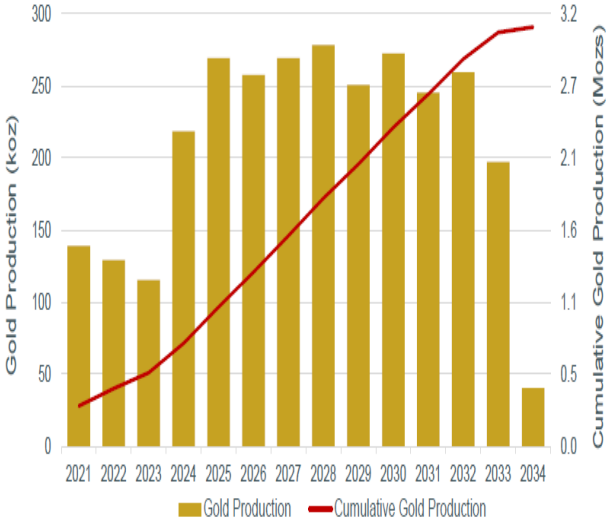
另外对于Madrid矿区的扩建本就在预可研规划内，相比Doris矿区而言，Madrid矿区储量是其4倍多，按照规划Doris矿区生产时间为2020-2023年，随后Madrid矿区将于2024年后投产，届时选矿厂日处理能力将从2000吨/天扩大至4000吨/天，项目黄金产量也将提升至20万盎司（5.7吨）以上。

图表 7：项目主要分为三个矿区



资料来源：TMAC官网，太平洋有色

图表 8： 2024 年产量规划接近翻倍



资料来源：TMAC官网，太平洋有色

4、仍需大额资本开支，但山金融资渠道畅通

TMAC当前确实面临较高扩建成本，以及较重的债务负担，这或许也是其股价持续低迷，估值较低的主要因素之一。根据预可研2020-2023年仍需6.83亿加元（4.9亿美元）的扩建投入，其中包含1.84亿加元用于新建选厂。摊开算的话，相当于每年至少要投入1.2亿美元（8-9亿人民币）。但过去三年山东黄金自由现金流近32亿人民币，2019年更是高达76亿人民币，同时考虑山东黄金拥有较为畅通的融资渠道，预计1.2亿美元资本开支并不是问题。

此外根据TMAC披露，其大约仍有未偿付有息债务1.1亿美元，利息为6.5%+3月Libor。债务到期日为2020年12月31日，但可以2%费率展期半年。按照公告披露，增发资金会对原来高利率债务做置换，降低其财务成本；此外山金香港在交割时预计向特麦克提供一笔股东贷款，用于其维持公司运营。

若综合考虑其收购对价、扩建开支及债务置换规模，2020-2023年山东黄金预计将为项目支出7.6亿美元左右。但一方面当前美联储降息至接近零利率，美元成本相对较低；另外随着产量稳步爬坡带来的成本下降，以及私有化及管理改善带来的费用削减，项目将转向盈利和现金流自我良性循环。

5、折现率取值不应该是核心关注点

根据预可研报告，基于金价1400美元、折现率5%的假设，Hope Bay税后净现值为4.86亿加元（约24.7亿人民币）。有观点认为5%折现率太低，因此项目价值或许高估。但本身估值就是一个大体估算的过程，即便以10%折现率计算，项目税前净现值仍有

2.65亿加元，而若在金价1525美元的情境下，项目税前净现值达4.57亿元。此外若山金能顺利优化目标公司的生产布局，并改善生产工艺，其回报率完全可能进一步提升。因此我们认为后期更应该关注的，是山东黄金在运营管理过程中的成本改善能力。或许项目短期无法马上见到效益，但中期不排除将贡献较为可观利润。

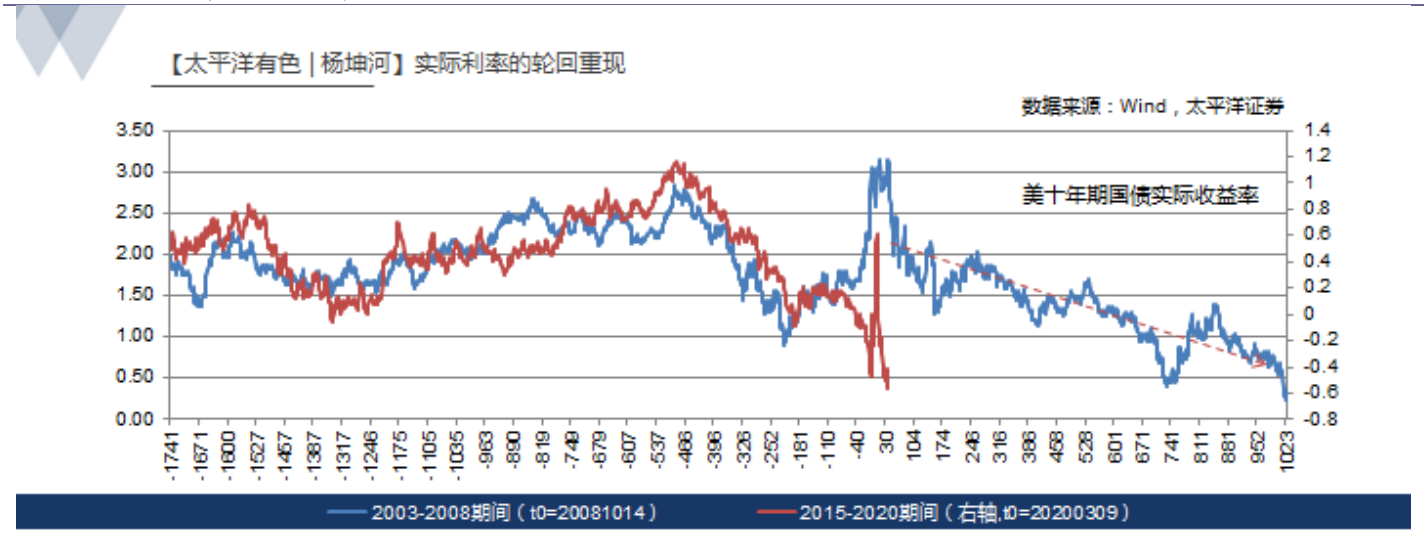
四、投资建议：中长期黄金上行确定性极强

实际利率和美元是金价走势波动的两个主要因素。并且整体而言，实际利率与金价负相关性更强（2003年以来相关系数约-0.9左右）。我们此前报告认为，3月以来实际利率和金价的急涨急跌类似于2008年10-11月份的情况。我们进一步分析发现，历史不仅在时点上重复，实际上过去五年实际利率的区间走势，亦完全复刻2003-2008年的情况（仅在绝对值水平上有所差异）。

按照历史的变化，2008年后实际收益率长期下行推动金价达到历史高点。而当前与2008年具有极度相似的利率环境，一方面是美联储降息至零乃至负利率的可能在提升，另外一方面随着无限QE政策的推出，再通胀预期强烈，在此情况下实际收益率继续回落，确定性极强，因此即便短期避险情绪波动，金价大概率也可能走出长牛。

暂不考虑本次交易，我们估算山东黄金2020-2022年将实现归母净利润16.67、21.52、24.18亿元，对应EPS分别为0.54、0.69、0.78元/股，动态PE分别为68.12X、52.75X、46.95X。考虑到公司一季度归母净利润已达5.63亿元，2020年业绩估算我们认为仍显保守。在金价中长期向上的趋势中，继续给予公司买入评级，6个月目标价43.2元。

图表 9：实际利率在过去五年重现历史



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

五、风险提示

（一）收购交易不确定性风险：能否顺利完成交易尚需多方审核；

（二）项目运营风险，如项目建设、社区环境、政策法规风险等；

（三）外汇波动风险，标的收入主要以美元计价，而运营成本及费用以加元计价；

（四）市场下跌风险，金价若大幅下降，将给项目的盈利能力带来不确定性。

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2840	3242	7242	10183	13263
应收和预付款项	592	290	490	544	575
存货	3385	3640	3982	4341	4588
其他流动资产	2230	3190	3282	3458	3532
流动资产合计	9048	10361	14997	18526	21958
长期股权投资	1041	1042	1042	1042	1042
投资性房地产	244	231	231	231	231
固定资产	20307	22034	19935	17794	15649
在建工程	3159	3982	4698	5450	6190
无形资产开发支出	10160	10648	10130	10045	10648
长期待摊费用	46	35	35	35	35
其他非流动资产	9890	9685	10858	11428	11336
资产总计	53895	58019	61927	64552	67089
短期借款	3623	3154	3389	3389	3389
应付和预收款项	2605	2851	3035	3329	3511
长期借款	2091	1202	1202	1202	1202
其他负债	20161	25065	25831	26223	26347
负债合计	28480	32272	33457	34144	34449
股本	2214	3100	4339	4339	4339
资本公积	10070	7522	7522	7522	7522
留存收益	11383	12453	13810	15529	17513
归母公司股东权益	23638	23114	25667	27385	29369
少数股东权益	1777	2704	2874	3094	3342
股东权益合计	25415	25818	28541	30480	32711
负债和股东权益	53895	58090	61998	64623	67160

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	4152	4180	4966	5354	5532
投资性现金流	-4563	-3831	-1792	-1678	-1718
融资性现金流	62	22	826	-735	-735
现金增加额	-349	370	4000	2941	3080

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	56256	62631	71238	78387	83093
营业成本	51371	56586	63776	69666	73580
营业税金及附加	367	553	629	692	734
销售费用	127	188	214	235	250
管理费用	1858	2046	2336	2567	2722
财务费用	896	847	1156	1276	1400
资产减值损失	0	123	33	25	19
投资收益	74	-11	42	42	42
公允价值变动	244	175	0	0	0
营业利润	1696	2142	2762	3559	3996
其他非经营损益	-28	-25	-25	-25	-25
利润总额	1669	2117	2737	3534	3971
所得税	583	696	900	1162	1305
净利润	1086	1421	1837	2373	2665
少数股东损益	62	132	171	220	247
归母股东净利润	1024	1289	1667	2152	2418

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	8.68%	9.65%	10.47%	11.13%	11.45%
销售净利率	1.82%	2.06%	2.34%	2.75%	2.91%
销售收入增长率	10.22%	11.33%	13.74%	10.04%	6.00%
EBIT 增长率	2.66%	32.11%	32.88%	23.39%	11.57%
净利润增长率	-9.96%	25.91%	29.26%	29.13%	12.34%
ROE	4.33%	5.58%	6.49%	7.86%	8.23%
ROA	1.90%	2.22%	2.69%	3.33%	3.60%
ROIC	7.70%	8.83%	11.41%	14.72%	18.30%
EPS(X)	0.33	0.42	0.54	0.69	0.78
PE(X)	91.56	78.41	68.12	52.75	46.95
PB(X)	3.97	4.37	4.42	4.15	3.87
PS(X)	1.19	1.61	2.23	2.03	1.91
EV/EBITDA(X)	17.45	21.37	27.03	23.08	21.00

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	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
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@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
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。