山东黄金（600547）

公司研究/点评报告

拟收购加拿大特麦克，海外并购再下一城

—山东黄金（600547）公告点评

点评报告/有色金属　　2020 年 05 月 11 日

一、事件概述

公司、全资子公司山东黄金香港与特麦克资源（TMAC）于 5 月 8 日签署协议，将以每股 1.75 加元(现金方式)向特麦克发出全部股权协议收购,并拟以 1.75 加元认购 1500 万美元特麦克新增发的普通股。交易完成后，山东黄金香港持有特麦克 100%股权。本次交易总金额约 2.30 亿加元，约合人民币 11.53 亿元。

二、分析与判断

➢ 特麦克核心资产为霍普湾项目，平均品位 6.5g/吨

特麦克核心资产是位于加拿大 Nunavut 省东北部的 Hope Bay 项目 100%权益。霍普湾位于北极圈范围内，人员及货物通过飞机进入，大型设备、物资等夏天（7-9 月）通过航运进入；冬天湖面结冰可降落大型货运飞机。截至 2019 年末，依据加拿大 NI 43-101 标准，霍普湾拥有证实+可信储量 354.5 万盎司（110.3 吨）黄金，平均品位 6.5 克/吨。

➢ 霍普湾项目年产 13.9 万盎司黄金，全维持成本约 1075 美元/盎司

霍普湾项目 2017 年建成投产，目前累计生产黄金约 9.5 吨，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 1291 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 1075 美元/盎司。现有选厂设计处理量为 2000 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 1600-1700 吨/天。

➢ 海外并购再下一城，资源储量再上新台阶

特麦克 2019 年前三季度实现净利润 1680 万加元，即使按前三季度净利润计算，收购市盈率仅为 12 倍，并表以后将有效降低公司估值。本次收购为公司海外并购项目的第二站，特麦克资源拥有黄金证实+可信储量 110.3 吨，公司储量再上新台阶（约 420 吨）。

三、投资建议

暂不考虑特麦克并表贡献（交易在 6 个月内完成交割，但仍需监管机构批准）。预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.80/0.98/1.12 元,对应当前股价的 PE 分别为 46/38/33X。公司当前估值较高，金价上行后 2021 年估值明显下滑至 38 倍，回落至历史估值 50%中位数以下；若考虑特麦克增量贡献，估值下降更加明显，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）	87.2	45.6	37.4	32.8
PB	4.9	4.5	4.1	3.6

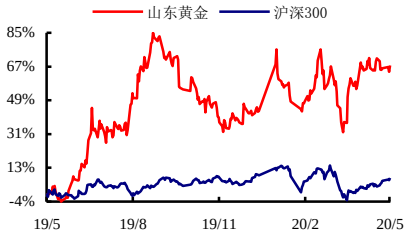
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　36.63 元

交易数据	2020-5-8
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）	2,196
流通股比例（%）	70.86
总市值（亿元）	1,135
流通市值（亿元）	805

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）一季报点评：金价上行带来高增长，全年业绩乐观

2.山东黄金(600547)年报点评：业绩略不及预期，看好金价上行业绩放量

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	89.3	46.7	38.3	33.5
PB	5.0	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	22.7	17.0	14.5	12.7
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。