

中信证券研究部



李超
首席有色钢铁
分析师
S1010520010001



商力
有色分析师
S1010520020002



敖钟
首席周期产业
分析师
S1010515020001

核心观点

山东黄金拟以 2.3 亿加元全资收购加拿大中型金矿公司特麦克资源，交易完成后，公司权益资源量/储量将增长至 1111/419 吨。四大维度判断交易对价低于合理估值，产业协同将提升资产质量，黄金核心资产配置更具价值。我们维持山东黄金目标价 46.80 元和“买入”评级。

■ **黄金龙头扬帆出海，拟全资收购加拿大中型金矿公司。**2020 年 5 月 8 日公司公告，山东黄金拟以 1.75 加元/股，合计 2.3 亿元加元收购特麦克资源(TMAC)现有/稀释股份以及认购非公开配售，收购完成后将持有 TMAC100%股权。TMAC 的核心资产是位于加拿大北极圈内的霍普湾金矿，储量为 110.3 吨，品位 6.5 克/吨；资源量 227 吨，品位 6.74 克/吨；2019 年生产黄金 4.3 吨。根据 TMAC 的预可研报告，TMAC 2024 年选矿产能将增长至 4000 吨/日，黄金年产量可达 8 吨。

■ **若收购 TMAC 完成后，预计山东黄金市值空间进一步提升至 1555 亿元。**在金价持续创新高的阶段，市值储量比是衡量黄金公司估值的合理指标。收购 TMAC 完成后，预计山东黄金的合计权益储量/资源量为 419/1111 吨，增长 35.6%/12.6%。考虑 TMAC 的成本因素，我们给予公司收购完成后的整体 1.4 倍市值储量估值比，对应目标市值为 1555 亿元，相比原来 1450 亿元的目标市值上升 7.2%。

■ **四大维度比较，借力美股危机“抄底”优质资产。**从 1) 北美同规模黄金矿业公司估值、2) 国内黄金公司近年收购案例估值、3) TMAC 自身历史估值、4) TMAC 的 DCF 估值四大维度对该收购的价值进行比较，受制于市场近期对于单一资产金矿公司的低估，此次收购的价格均低于合理估值。考虑 TMAC 现有债务，我们测算在长周期金价为 1700 美元/盎司和 5%折现率的假设下，该项目的股权价值为 4.87 亿加元，高于收购时的对价，预计在金价上涨周期该项目收益愈发显现。

■ **收购助力世界级金矿企业的形成，产业协同预计将显著提升资产质量。**收购 TMAC 完成后，我们预计山东黄金 2020/2021 年合并口径的产量将从收购前的 42.2/46.3 吨增长至 44.2/51.3 吨（假设 2020 年 Q3 开始合并），外延并购助力世界级金矿企业的形成。我们测算收购完成后公司资产负债率由 55.9%增长至 59.5%，有息负债率有所降低，资产结构仍处于合理范围内。并且受益于黄金综合性集团的人才资源、技术优势和供应链共享，我们预计 TMAC 的单位完全维持成本将从目前的 1000 美元/盎司逐步降至 800-900 美元/盎司。

■ **风险因素：**交通物流风险，湖底开采风险，汇率波动风险，交易不确定性风险。

■ **投资建议：**不考虑此次收购，我们维持公司 2020-2022 年归母净利润预测为 27.0/34.8/43.2 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 预测为 0.87/1.12/1.39 元，当期股价对应 PE 为 42/32/26x。维持目标价 46.80 元（对应 2020 年 1.5 倍市值储量比，市值 1452 亿元）和“买入”评级。在收购完成后进行债务置换和美元债融资支持资本开支的假设下，我们预计 TMAC 2020-2022 年净利润为 1.43/ 4.46/2.25 亿元。若收购如期完成，TMAC 从 2020 年下半年进入公司合并报表，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 28.1/39.3/45.5 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 预测为 0.91/1.26/1.46 元，当前股价对应 PE 为 40/28/25x。

山东黄金	600547
评级	买入（维持）
当前价	36.63 元
目标价	46.80 元
总股本	3,100 百万股
流通股本	2,196 百万股
52 周最高/最低价	51.25/28.93 元
近 1 月绝对涨幅	0.94%
近 6 月绝对涨幅	21.78%
近 12 月绝对涨幅	67.45%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百)	54,788	62,631	77,965	85,830	93,251
营业收入增长	7.3%	14.3%	24.5%	10.1%	8.6%
净利润(百万)	876	1,289	2,700	3,483	4,319
净利润增长率	-23.0%	47.2%	109.4%	29.0%	24.0%
每股收益	0.45	0.42	0.87	1.12	1.39
毛利率%	8.7%	9.7%	11.7%	12.7%	13.5%
净资产收益率	4.1%	5.6%	10.6%	12.2%	13.5%
每股净资产	6.98	7.46	8.23	9.19	10.33
PE	81	87	42	32	26
PB	5.3	4.9	4.4	3.9	3.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 5 月 8 日收盘价

目录

TMAC 项目收购细则及基本情况	3
收购安排	3
项目基本情况	4
项目资源储量	5
项目生产运营及业绩	6
TMAC 项目收购对价衡量	8
与同规模上市公司横向比较	8
与国内黄金公司收购横向比较	9
与公司历史市值的比较	10
与项目 DCF 的比较	10
收购 TMAC 项目对山东黄金的影响	13
对山东黄金的黄金资源量的影响	13
对山东黄金的黄金产量的影响	14
对山东黄金的资产结构的影响	15
对山东黄金的估值的影响	16
风险因素	17
投资建议	18

插图目录

图 1: TMAC 现有股权结构	3
图 2: TMAC 拟被收购后的股权结构	3
图 3: 山东黄金拟收购 TMAC 的相关安排	4
图 4: 霍普湾金矿项目所在地	4
图 5: 霍普湾金矿项目主要矿区分布	4
图 6: 2015 年至今 TMAC 的股价及重大事项	5
图 7: 2017-2020 年 Q1 霍普湾金矿矿石处理能力 & 回收率	7
图 8: 2017-2020 年 Q1 霍普湾金矿黄金产量、完全维持成本及现金成本情况	7
图 9: 2017-2019 年 Q3 TMAC 的业绩	8
图 10: TMAC 一致预期价值/资产净值同业对比	8
图 11: TMAC 市值/储量同业对比	8
图 12: TMAC 一致预期价值/资产净值同业对比	9
图 13: TMAC 市值/探明及控制资源量同业对比	9
图 14: 2015 年至今 TMAC 公司的股价	10
图 15: 2021-2034 年霍普湾金矿黄金产量及累积黄金产量	11
图 16: 2020-2034 年霍普湾的税后净现金流量及税后累计净现金流	12
图 17: 霍普湾金矿与山东黄金主力金矿的资源量比较	13
图 18: 霍普湾金矿与山东黄金主力金矿的储量比较	13
图 19: 公司收购前后黄金储量变化	13
图 20: 公司收购前后黄金资源量变化	13
图 21: 2019-2025 年山东黄金收购前后黄金产量比较	14
图 22: 2019-2025 年山东黄金现有矿山完全维持成本和 TMAC 完全维持成本比较	14
图 23: 山东黄金与国内大型黄金企业的资产负债率比较（2020Q1）	15
图 24: 山东黄金与国内大型黄金企业的有息负债率比较（2020Q1）	15
图 25: TMAC 债务的结构及对应季度财务费用	16

表格目录

表 1: 霍普湾金矿储量情况	5
表 2: 霍普湾金矿资源量情况	6
表 3: 2013 年至今国内黄金公司的黄金资产收购对比	9
表 4: 霍普湾未来资本开支计划	10
表 5: 霍普湾运营成本假设	11
表 6: 不同折现率和金价假设下 TMAC 的资产价值	12
表 7: 不同折现和金价假设下 TMAC 的股权价值	12
表 8: TMAC 美元债具体信息	15
表 9: 2020-2025 年 TMAC 业绩预测	16
表 10: 拟收购 TMAC 完成后山东黄金的市值增长空间测算	17

■ TMAC 项目收购细则及基本情况

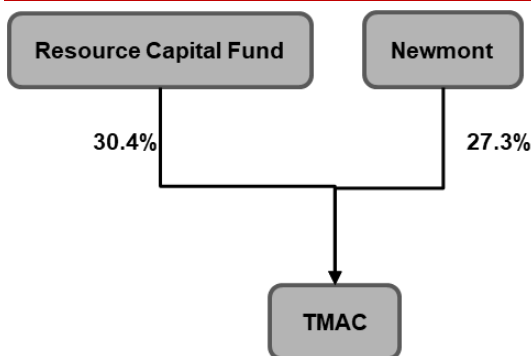
收购安排

山东黄金公告拟通过全资子公司山东黄金香港收购 TMAC 100% 股权。2020 年 5 月 8 日，山东黄金全资子公司山东黄金香港和 TMAC（特麦克资源公司）签署《安排协议》，将通过山东黄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 TMAC 现有全部已发行股份 1.18 亿股、待稀释股份发出协议收购，并且同时认购 TMAC 的非公开配售股份。交易完成后，山东黄金香港将合计持有 TMAC 100% 股权。

TMAC 主要股东和管理层将在未来 60 天内进行的特别股东大会上支持本次收购。本次收购目前需要获得 TMAC 特别股东大会超过 2/3 股东通过，山东黄金香港已与 TMAC 第一大股东资源资本基金管理公司（Resource Capital Fund, RCF，现持有约 30.4% 的股权）、TMAC 的第二大股东纽蒙特公司（Newmont Corporation，现持有约 27.3% 的股权）及 TMAC 的董事及高管签署《锁定协议》，RCF、Newmont、TMAC 的董事及高管（合计持股 58.6%）将在特别股东大会投票支持本次收购。未来还需要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。

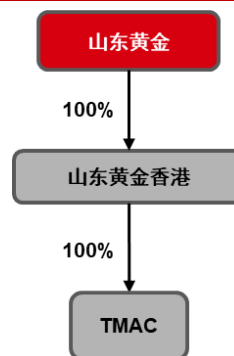
山东黄金董事会方面审议通过，后续需经两国政府批准或豁免。本次收购已获得山东黄金董事会及监事会的审议通过，无需提交股东大会审批。后续需取得中国政府或其授权的有关部门和加拿大有关监管部门等的有效批准或豁免。

图 1：TMAC 现有股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：TMAC 拟被收购后的股权结构



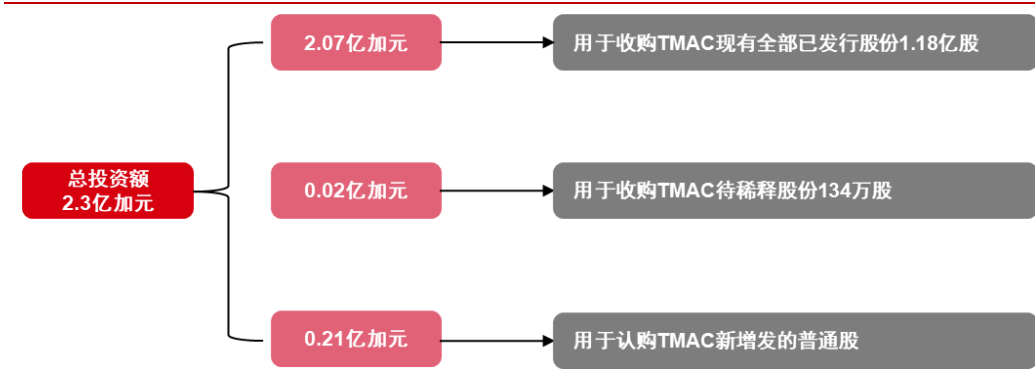
资料来源：公司公告，中信证券研究部

山东黄金将以 1.75 加元/股，合计 2.3 亿元加元收购现有/稀释股份以及认购非公开配售。协议约定，山东黄金以每股 1.75 加元（较 5 月 6 日前 20 天成交量加权平均价溢价 52%，与 2020 年 5 月 6 日收市价比较有 21% 的溢价）收购交易标的公司 TMAC 目前已全部发行股份 1.18 亿股，加上待稀释股份共 1.19 亿股。同步认购约 0.21 亿加元的非公开配售股票，本次交易总投资约 2.3 亿加元，约合人民币 11.53 亿元。

协议约定签定后 6 个月内完成交割，期限内未完成可延期 3 个月，双方存在 1250 万美元的分手费。公告披露协议签定后 6 个月内完成交割，但如果 6 个月仍没有得到相关政

府的审批通过或者未达到现场访问和交接规定的条件，双方任意一方可视审批进度或现场访问和交接的条件再延期 3 个月交割。山东黄金与 TMAC 互约定存在一定条件下的分手费 1250 万美元，有效保证交易执行。

图 3：山东黄金拟收购 TMAC 的相关安排



资料来源：公司公告，中信证券研究部

项目基本情况

TMAC 的核心资产是位于加拿大北极圈内 100%权益持有的霍普湾（Hope Bay）金矿。霍普湾金矿位于加拿大努那武特省，矿权区距省首府 Yellow Knife 市东北方向约 685 公里，距离最近居民聚集地约 75 公里。矿山地理坐标为北纬 67°30'，西经 107°，位于北极圈范围内，存在极昼极夜现象。距离最近通航的商业机场 Cambridge Bay 约 160km。人员及日常货物通过飞机进入，大型设备、物资等夏天（7-9 月）通过航运进入。

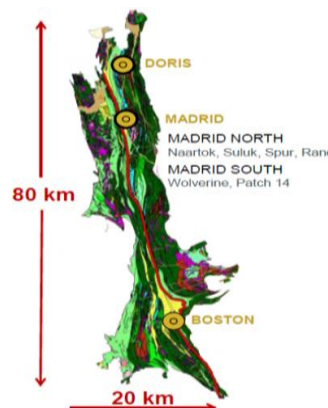
霍普湾金矿的采矿权在 2035 年前完全有保障。霍普湾项目矿权面积为 1101 平方公里，处于一条 80 公里长、20 公里宽的太古代绿岩带上，主要分为多丽丝（Doris）、马德里（Madrid）和波士顿（Boston）三个矿区。该项目中涉及联邦矿权租约与努瓦武特因纽特土地矿物租约。联邦矿权方面，TMAC 拥有 78 项勘探权和 78 项开采权，且勘探权和开采权都是有效并持续的。因纽特土地矿权方面，TMAC 签署的勘探协议至 2035 年 12 月 31 日到期，期间享有开采权，且其有效期经满足条件可无限期延长，开发前景具有保障。

图 4：霍普湾金矿项目所在地



资料来源：TMAC

图 5：霍普湾金矿项目主要矿区分布



资料来源：TMAC

山东黄金将成为霍普湾金矿第五任主人，前期所有的投资者已累计投资超过 17 亿加元对霍普湾项目进行开发和建设。

1) 霍普湾金矿最早由必和必拓于 1988 至 1999 年间发现并勘探，探知了多丽丝、马德里和波士顿三座矿床，并完成了对波士顿矿床的初步地下开发；

2) 1999 年，Miramar 矿业获得该项目，通过勘查扩大了资源量；

3) 2007 年，Newmont 通过其子公司收购霍普湾项目，升级改造现场设施后矿山持续运营；2012 年，Newmont 治下霍普湾项目进入停产养护状态，并出售部分固定资产；

4) 2013 年 1 月，TMAC 与 Newmont 签订了收购协议，以 1.14 亿美元的价格获得了霍普湾金矿项目。2013 年至 2016 年期间，TMAC 对霍普湾金矿进行持续的勘探钻井和环境监测，对开发进行可行性研究，逐步进行基础设施建设；

5) 2015 年 7 月，TMAC 完成首次公开募股。2017 年 2 月，霍普湾金矿项目实现首次产金，同年 5 月实现商业化生产，公司实现业绩的快速提升。

图 6：2015 年至今 TMAC 的股价及重大事项



资料来源：TMAC，Bloomberg，中信证券研究部。注：股票收盘价单位为加元

项目资源储量

储量丰富且品位高。霍普湾项目位于太古代花岗岩-绿岩-变沉积岩为主的 Slave 构造域内，其最大特点是含明金且品位较高。截至 2019 年 12 月 31 日，依据加拿大 NI 43-101 标准，霍普湾金矿拥有证实和可信储量 110.3 吨，金品位 6.5 克/吨。

表 1：霍普湾金矿储量情况

	矿石量（万吨）	金品位（克/吨）	金金属量（吨）
证实			
Stockpiles	9.9	4.1	0.4
可信			
Doris	119.4	8.4	10
Madrid North	773.7	6.1	46.8
Suluk	370.3	5.8	21.6
Madrid South	84.2	9.1	7.6

	矿石量（万吨）	金品位（克/吨）	金金属量（吨）
Boston	330.6	7.2	23.8
合计	1688.1	6.5	110.3

资料来源：TMAC，中信证券研究部

黄金资源量大，具备大量增储空间。截至 2019 年 12 月 31 日，依据加拿大 NI 43-101 标准，霍普湾金矿拥有探明与控制资源量约 160.8 吨，金品位 7.4 克/吨，推断资源量约对应 66.2 吨，金品位 6.1 克/吨。探明+控制+推断资源量合计 227 吨，金品位 6.74 克/吨。霍普湾金矿位于北美大的成矿带上，仍有众多区域未进行勘探，未来存在很好的增储空间。

表 2：霍普湾金矿资源量情况

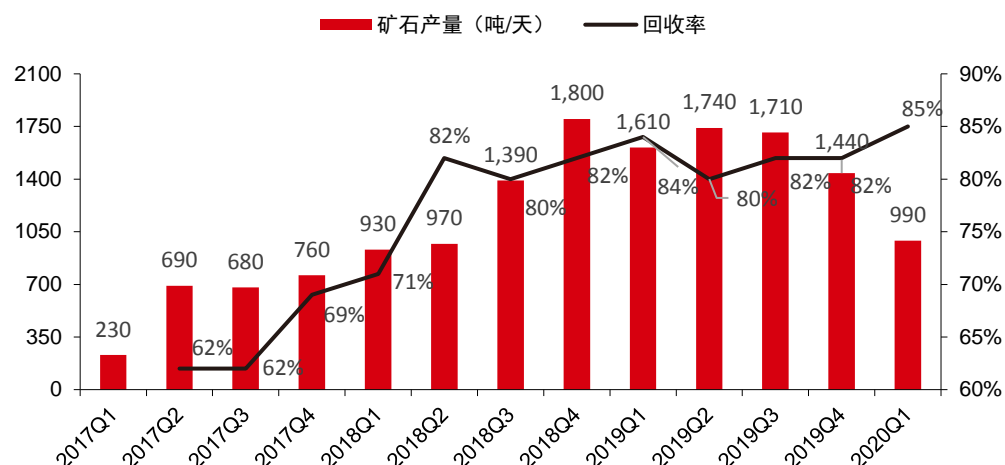
	矿石量（万吨）	金品位（克/吨）	金金属量（吨）
探明+控制			
Doris	196.6	9.2	18.2
Madrid North	1076.1	6.6	70.7
Suluk	367	7.2	26.5
Madrid South	64.8	14	9.1
Boston	477.1	7.6	36.5
合计	2181.6	7.4	160.9
推断			
Doris	175	7.1	12.4
Madrid North	111.3	5.3	5.9
Suluk	433.9	5.7	24.6
Madrid South	66.2	7.1	4.7
Boston	305.3	6.1	18.5
合计	1091.7	6.1	66.2

资料来源：TMAC，中信证券研究部

项目生产运营及业绩

运行产能尚未完全，预计未来仍有提升空间。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。金回收率逐年提高，至 2020 年一季度，金回收率已达到 85%，预计未来仍然有优化提升空间。

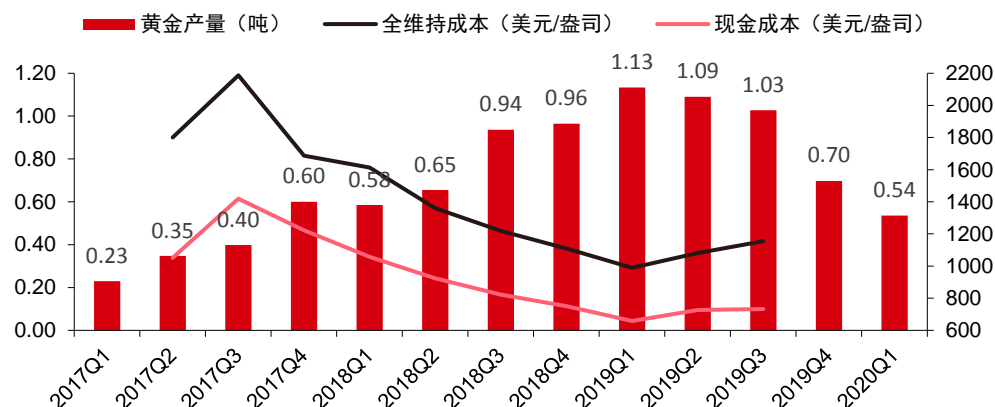
图 7：2017-2020 年 Q1 霍普湾金矿矿石处理能力及回收率



资料来源：TMAC，中信证券研究部

产量有待继续提升，成本有望持续下降。截至 2019 年 12 月 31 日，霍普湾金矿累计生产黄金约 9.5 吨。该金矿自 2017 年 5 月开始商业化生产，当年生产 1.72 吨黄金，完全维持成本为 1891 美元/盎司。2018 年生产 3.45 吨黄金，平均完全维持成本 1,291 美元/盎司。2019 年生产 4.3 吨黄金，2019 年前三季度平均完全维持成本 1,075 美元/盎司。预计 2020 年上半年疫情和资金压力对整体的生产存在一定影响。

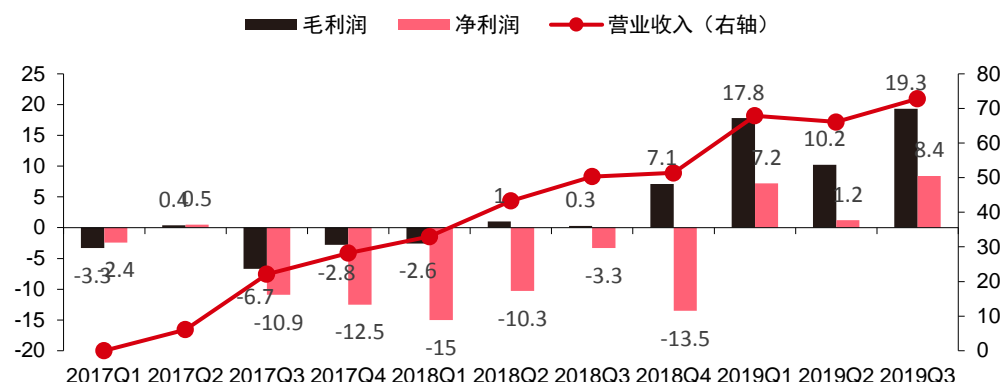
图 8：2017-2020 年 Q1 霍普湾金矿黄金产量、完全维持成本及现金成本情况



资料来源：TMAC，中信证券研究部

2018 年 Q4 和 2019 年 Q1 开始毛利润和净利润分别扭亏为盈。TMAC 自 2017 年商业化生产以来，营业收入逐季增大。2018 年 Q4 开始贡献稳定毛利润，在金价持续上升的背景下，净利润于 2019 年 Q1 转亏为盈。在金价不断抬升的背景下，盈利能力未来有望持续改善。

图 9：2017-2019 年 Q3 TMAC 的业绩（单位：百万加元）



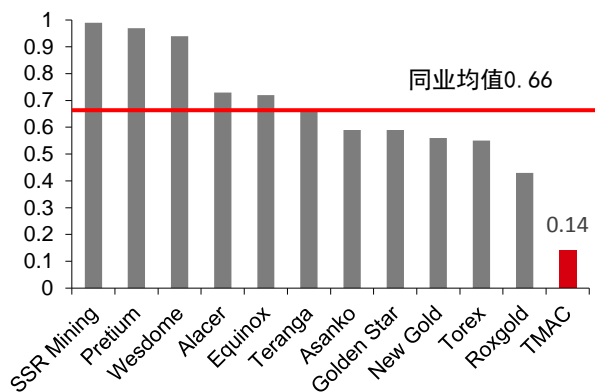
资料来源：TMAC，中信证券研究部

TMAC 项目收购对价衡量

与同规模上市公司横向比较

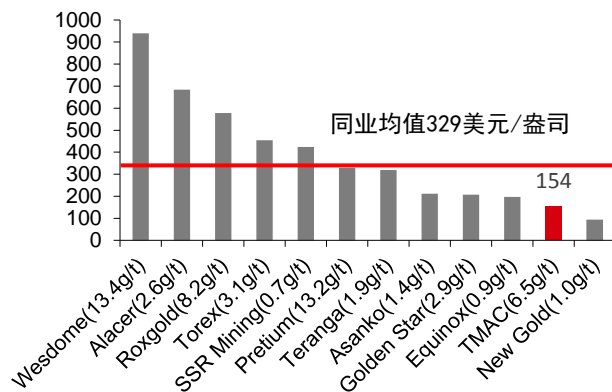
与储量规模为百万盎司级别的金矿开采公司相比，TMAC 在被收购时处于较低的估值水平。TMAC 的一致预期价值与资产净值比为 0.14 倍，同业均值为 0.66 倍，处于较低位置；市值与储量之比为 154 美元/盎司，同业均值为 329 美元/盎司，处于较低位置。并且其剩余可开采年限为 25.7 年，远高于其他同类金矿，潜在开发能力大。

图 10：TMAC 一致预期价值/资产净值同业对比



资料来源：TMAC，Bloomberg，中信证券研究部

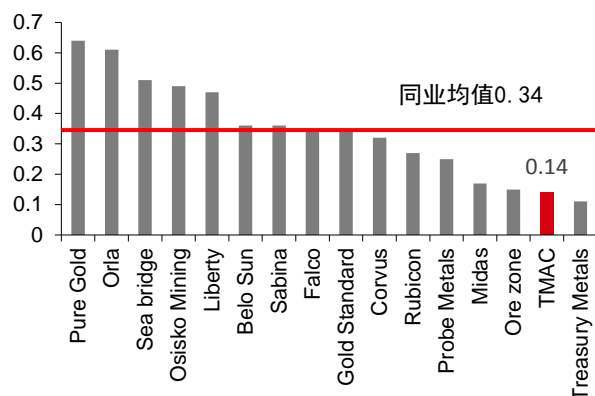
图 11：TMAC 市值/储量同业对比（美元/盎司）



资料来源：TMAC，Bloomberg，中信证券研究部 注：市值截至 2020 年 5 月 8 日

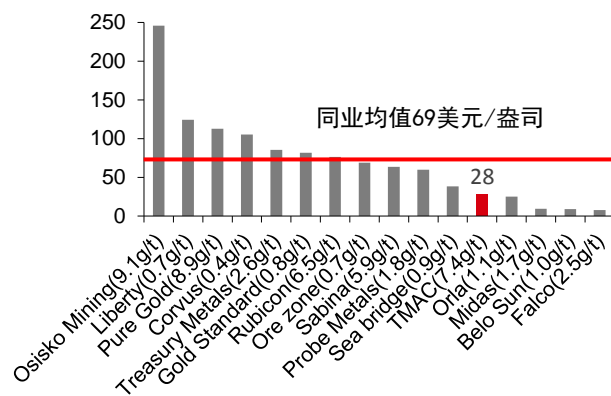
与同储量规模的金矿开发公司相比，TMAC 在被收购时处于较低的估值水平。TMAC 的一致预期价值与资产净值比为 0.14 倍，同业均值为 0.34，处于较低位置；市值与探明控制资源量之比为 28 美元/盎司，同业均值为 69 美元/盎司，处于较低位置。

图 12：TMAC 一致预期价值/资产净值同业对比



资料来源：TMAC, Bloomberg, 中信证券研究部

图 13：TMAC 市值/探明及控制资源量同业对比（美元/盎司）



资料来源：TMAC, Bloomberg, 中信证券研究部注：市值截至 2020 年 5 月 8 日

与国内黄金公司收购横向比较

低价格买入高储量金矿，估值为近年同类交易中最低。山东黄金于 2020 年 5 月 8 日获得原属于 TMAC 的霍普湾金矿 100%权益，叠加债务偿还后的合计价格为 20.09 亿元，按价格/权益金属量比较，仅为国内其他黄金公司收购平均价格的三分之一。虽然地理位置、交通运输和生产能力等是导致霍普湾金矿价格偏低的部分原因，但其超过 200 吨的资源量以及 6.5 克/吨的金品位仍使其处于高质量金矿的前列，未来增值的可能性较大。

表 3：2013 年至今国内黄金公司的黄金资产收购对比

上市公司	金矿名称	资源量 (吨)	平均品位 (克/吨)	价格 (亿元)	权益占比	购买时间	价格/权益金属 量 (元/克)
紫金矿业	大陆黄金	176.36	9.2	70.3	100%	2019 年 12 月	39.9
	Timok 铜金矿上带	88.15	1.91	93.63	100%	2018 年 9 月	37.7
	Timok 铜金矿下带	298.62	0.18		46%	2018 年 9 月	
	Bisha 铜锌矿	38.06	0.57		60%	2018 年 9 月	
	波格拉金矿	93.56	4.53	18.21	50%	2015 年 8 月	38.9
	帕丁顿金矿	24.38	1.28	11.07	100%	2015 年 2 月	45.4
	布鲁斯杰克金矿	212.62	14.1	4.32	9.90%	2014 年 12 月	20.5
银泰黄金	金英金矿	32.97	4.6	45	95%	2017 年 3 月	47.0
	青龙沟金矿	23.26	5.1		90%	2017 年 3 月	
	滩间山金矿	21.74	4.5		90%	2017 年 3 月	
	青龙山金矿	2.39	3.9		90%	2017 年 3 月	
	东安金矿	22.87	13.8		95%	2017 年 3 月	
赤峰黄金	五龙金矿	16.23	-	6.20	100%	2013 年 7 月	38.2
中国黄金	锦丰金矿	57.91	3.83	20.00	82%	2016 年 9 月	42.1
山东黄金	归来庄金矿	10.63	4.04	8.81	70.70%	2014 年 11 月	117.2
	蓬莱矿业	14.58	3.52	3.83	100%	2014 年 11 月	26.3
	贝拉德罗金矿	213	0.85	67.00	50%	2017 年 6 月	62.9
	霍普湾金矿（股权价值）	227	6.9	11.69	100%	2020 年 5 月	5.1
	霍普湾金矿（股权价值+债务偿还）			20.09			8.8

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

与公司历史市值的比较

受制市场环境股价下行，山东黄金完成抄底收购 TMAC。TMAC 是一家单一资产的小型黄金公司，融资需求大。受以下因素影响，1) 近年来金价震荡上行的行情影响，投资者偏好增持大型黄金公司股份，TMAC 等小型公司吸引投资困难。2) TMAC 原有的投资者之一黑石资本在近一年内持续出售该公司股票，3) 霍普湾金矿的生产环境不利于生产，产量一直未达到设计水平，公司的股价处于历史低位。但我们认为，整体来看，其股价下行受市场环境影响更大，公司及金矿自身仍有提升与改善空间。

图 14：2015 年至今 TMAC 公司的股价（单位：加元）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

与项目 DCF 的比较

TMAC 未来几年资本开支合计 6.83 亿加元，包括新建 4000 吨/日的选矿厂。TMAC 目前开采的是多丽丝矿体，拥有一个日处理能力 2000 吨的选厂。根据 TMAC 2020 年 3 月 30 日公布的预可研报告，该项目 2024 年扩建后可以达到 4000 吨/天处理能力，资本开支 6.83 亿加元，包括 1.84 亿加元的新选厂。

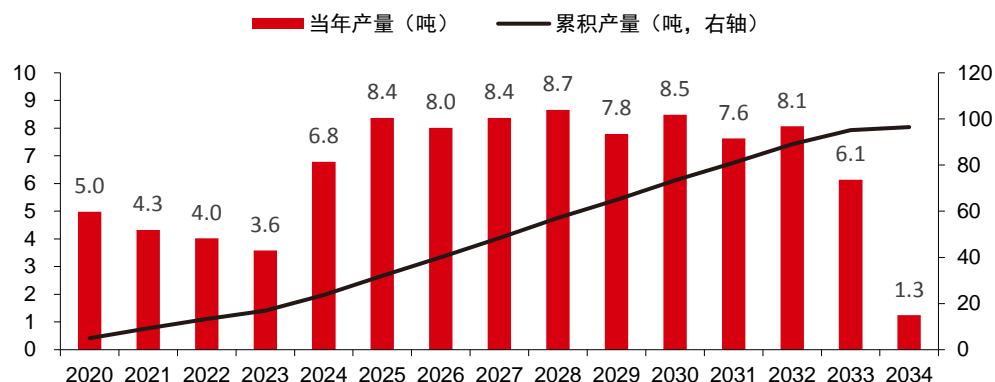
表 4：霍普湾未来资本开支计划（单位：亿加元）

	预测投资	不可控率 (%)	总投资
扩建资本投入			
采选厂	1.53	20%	1.84
基地开发	0.76	18%	0.90
基础设施投资	1.98	18%	2.34
所有者成本	0.05	35%	0.07
非项目间接成本	1.32	28%	1.68
扩建资本投入合计	5.64	21%	6.83
维持性资本开支			
采选厂	5.56	8%	6.03
环境设备	0.02	0%	0.02
维持下资本开支合计	5.57	8%	6.04
资本开支合计	11.21	15%	12.87

资料来源：TMAC，中信证券研究部

随着新选厂建成，TMAC 的黄金年产量将从 4.2 吨增长至 7.8 吨。根据 TMAC 2020 年 3 月 30 日公布的预可研报告，全周期生产黄金 96 吨，平均完全维持成本为 986 美元/盎司。其中 2020-2023 年维持 2000 吨/天的采选能力，回收率约为 85.1%，对应年平均黄金产量为 4.2 吨；2024-2033 年维持 4000 吨/天的采选能力，回收率约为 88.0%，对应年平均黄金产量为 7.8 吨。

图 15：2021-2034 年霍普湾金矿黄金产量及累积黄金产量



资料来源：TMAC（含预测），中信证券研究部

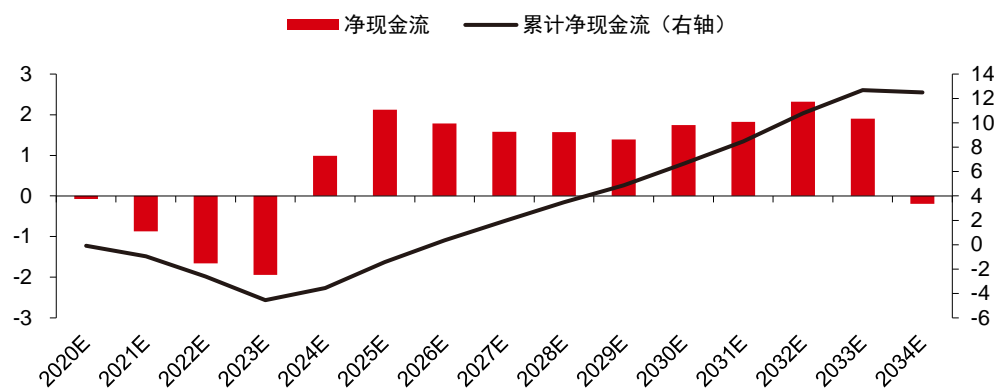
受扩建的投入性资本开支影响，TMAC 在 2020-2023 年的税后净现金流为负，2024 年开始贡献稳定正现金流。根据 TMAC 披露的预可研中的运营成本假设，考虑疫情对 2020 年的黄金产量的影响，假设 2020-2023 年黄金产量分别为 4/4.9/4.3/3.6 吨，2020-2023 年金价假设为 1680/1800/1850/1840 美元/盎司，长周期金价为 1700 美元/盎司的假设的基础上，TMAC2020-2023 年的税后净现金为负，2024 年开始 TMAC 可贡献稳定的正现金流。

表 5：霍普湾运营成本假设

全周期的单位成本（加元）	
地下开采	99.45/吨矿石开采
露天矿运输	9.96/吨矿石搬运
矿石堆场再搬运	1.16/吨矿山转运
现有 Doris Mill 的选矿	56/吨处理
新建 Madrid Mill 的选矿	39.26/吨处理
管理费用	43.48/吨处理
环境、税款	5.63/吨处理

资料来源：TMAC 假设，中信证券研究部

图 16：2020-2034 年霍普湾的税后净现金流量及税后累计净现金流（单位：亿加元）



资料来源：公司公告，TMAC，中信证券研究部预测 注：TMAC 的实际黄金产量为基于预可研的基础上根据新冠疫情的影响预测，假设 2020-2023 年金价假设分别为 1680/1800/1850/1840 美元/盎司，长周期金价中枢为 1700 美元/盎司

在长周期金价假设 1700 美元/盎司和 5%折现率的假设下，该项目的股权价值为 4.87 亿加元，远高于收购时的对价。在长周期金价假设 1600-1800 美元/盎司和 5%的折现率条件下，资产的税后净现值为 3.57-6.16 亿加元，IRR 为 22.4-29.2%；对应的股权价值范围为 2.85-7.46 亿加元，高于收购项目时的 2.3 亿加元的对价。

表 6：不同折现率和金价假设下 TMAC 的资产价值（单位：亿加元）

		折现率			
		0%	5%	8%	10%
金价假设（美元/盎司）	1500	7.84	3.93	2.49	1.77
	1600	9.86	5.23	3.50	2.63
	1700	11.87	6.53	4.51	3.49
	1800	13.89	7.82	5.52	4.36
	1900	15.91	9.12	6.53	5.22

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

表 7：不同折现和金价假设下 TMAC 的股权价值（单位：亿加元）

		折现率			
		0%	5%	8%	10%
金价假设（美元/盎司）	1500	6.18	2.27	0.83	0.11
	1600	8.20	3.57	1.84	0.97
	1700	10.22	4.87	2.85	1.84
	1800	12.23	6.16	3.86	2.70
	1900	14.25	7.46	4.88	3.56

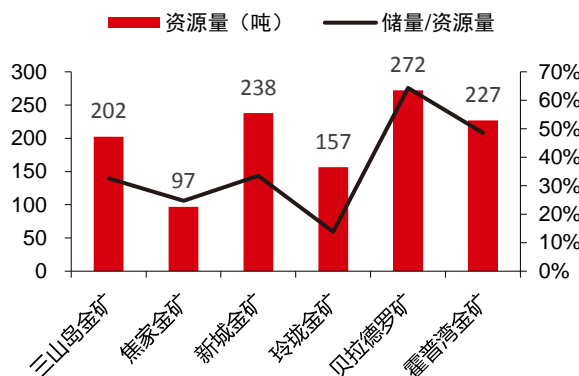
资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

■ 收购 TMAC 项目对山东黄金的影响

对山东黄金的黄金资源量的影响

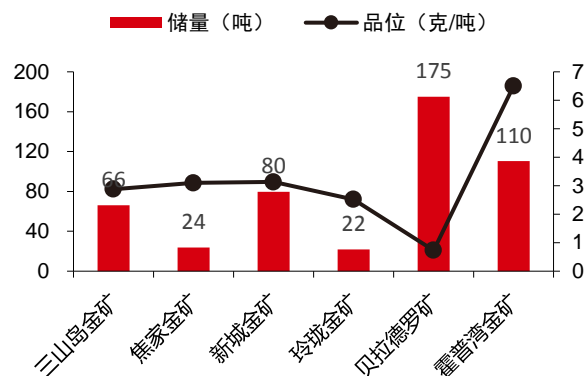
储量位于山东黄金现有金矿前列，品位达到新高。霍普湾金矿的资源量为金 227 吨，与山东黄金已有的主要金矿相比属于大型金矿。其储量高，储量与资源量之比为 48.6%，仅次于贝拉德罗金矿的 64.3%，资源量的质量较高。且与山东黄金已有的其他主要金矿相比，霍普湾金矿平均金品位达 6.5 克/吨，为目前品位最高的金矿。

图 17：霍普湾金矿与山东黄金主力金矿的资源量比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部

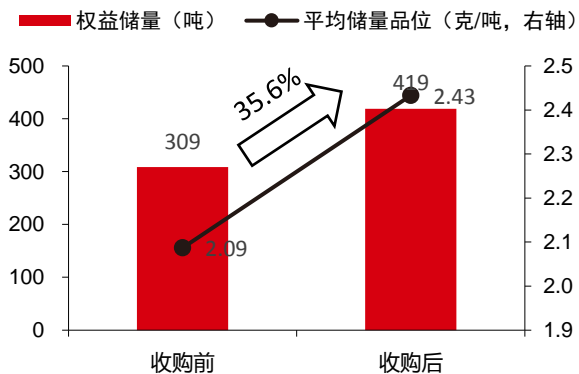
图 18：霍普湾金矿与山东黄金主力金矿的储量比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部

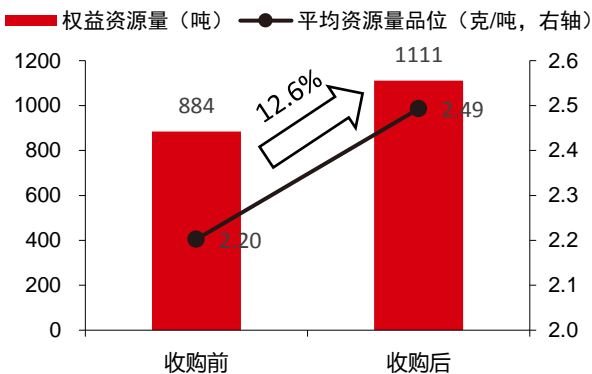
收购完成后山东黄金的储量和资源量显著提升，助力公司成为世界级金矿企业。山东黄金在收购前拥有黄金权益储量 309 吨，平均储量品位 2.09 克/吨，权益资源量 884 吨，平均资源量品位 2.20 克/吨。根据公司公告，完成收购 TMAC 后，山东黄金将拥有黄金权益储量 419 吨，增长 35.6%，实现大幅增长，平均储量品位达到 2.43 克/吨；权益资源量达到 1111 吨，增长 12.6%，增幅明显，平均资源量品位达到 2.49 克/吨。

图 19：公司收购前后黄金储量变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 20：公司收购前后黄金资源量变化

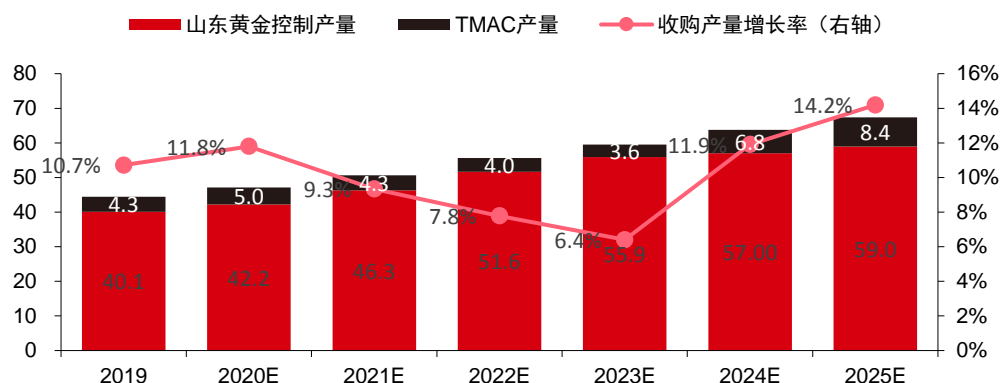


资料来源：公司公告，中信证券研究部

对山东黄金的黄金产量的影响

预计总产量稳步提升，TMAC 五年内实现更大增长。截至 2019 年，山东黄金实现黄金控制产量 40.1 吨；完成收购 TMAC 后，预计 2020 年总产量达到 47.2 吨，至 2025 年可实现总产量 67.4 吨。据 TMAC 的预可研报告预测，TMAC 黄金年产量预期在未来三年内保持在 3.6-4.3 吨之间；2024 年随马德里矿区选矿厂完成建设，年产量有望倍增，2025 年预计可达 8.4 吨/年。整体来看，山东黄金未来黄金产量将保持稳步上升态势，预计 TMAC 项目将对山东黄金年产量提升作出最多 14.2% 的贡献。

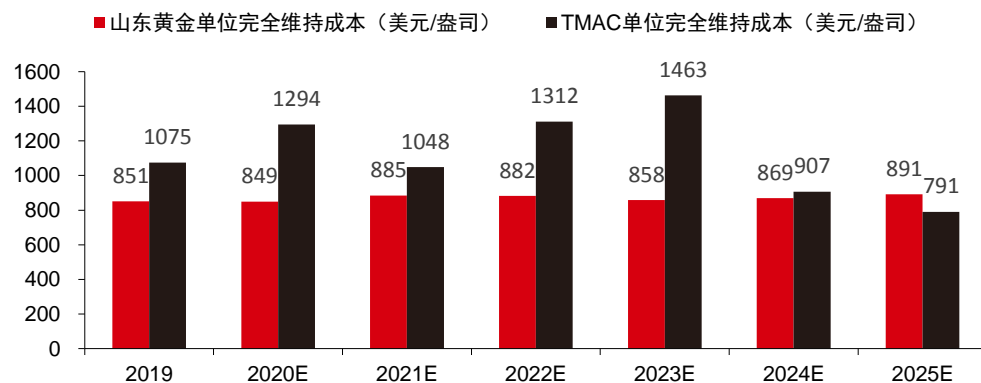
图 21：2019-2025 年山东黄金收购前后黄金产量比较（吨）



资料来源：公司公告，TMAC，中信证券研究部预测 注：山东黄金控制产量为研究部预测值，TMAC 产量为 T-MAC 预可研披露值

TMAC 的单位完全维持成本均高于山东黄金现有平均成本，高成本因素在收购后均有望改善。由于 TMAC 属于单资产的小型黄金生产公司，管理成本和人工成本都较高；且其开发时间不长，受到环境因素制约，产量尚未达设计产能，现有生产成本较高。但山东黄金收购完成后，有望发挥其大型金矿公司的人才资源优势，帮助 TMAC 降低人工成本和管理费用，并且料将运用积累多年的开采经验和技术进行改扩建，提升产量，从而通过达到规模效应以降低生产成本。在 TMAC 预可研的基础上，我们测算 2024 年 4000 吨/日的新矿厂达产后，其黄金生产成本将降至山东黄金的平均水平。

图 22：2019-2025 年山东黄金现有矿山完全维持成本和 TMAC 完全维持成本比较

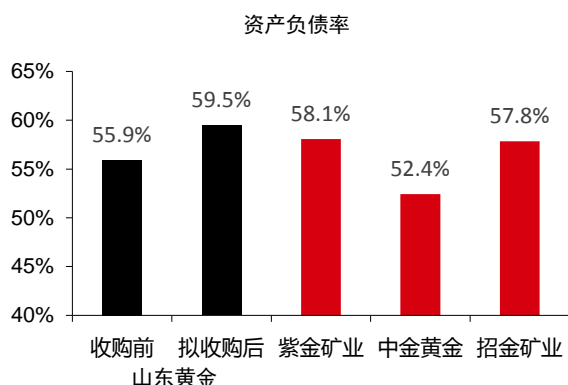


资料来源：公司公告，TMAC，中信证券研究部预测

对山东黄金的资产结构的影响

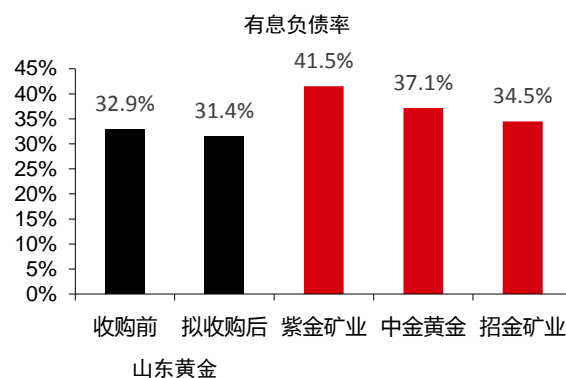
收购完成后山东黄金的资产结构变动较小，整体处于可控范围。预计完成收购 TMAC 后，山东黄金的资产负债率达到 59.5%，较收购前增长 3.6 个百分点。有息负债率收购后为 31.4%，较收购前下降 1.5 个百分点。与国内大型黄金企业相比，预计山东黄金在收购 TMAC 后的整体资产结构不会出现大幅变化，负债水平处于合理可控范围内。

图 23：山东黄金与国内大型黄金企业的资产负债率比较（2020Q1）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测（山东黄金收购后的资产负债率为预测数据）

图 24：山东黄金与国内大型黄金企业的有息负债率比较（2020Q1）



资料来源：公司公告，中信证券研究部（山东黄金收购后的有息负债率为预测数据）

我们预期于 2020 年 7 月 1 日首次本金偿还前完成收购流程。TMAC 于 2019 年签订了一份信贷修订协议作为债务融资工具，总额为 1.187 亿美元。按照协议规定，TMAC 需于 2020 年 4 月 1 日起每季度偿还 250 万美元本金。但根据 TMAC 最新披露的债务信息，首次还款期限改为 2020 年 7 月 1 日偿还 670 万美元本金。我们预测因新冠疫情，TMAC 在 2020 年上半年的生产经营活动受到影响，基于 TMAC 目前的债务情况，山东黄金可能将在 2020 年 7 月 1 日前完成收购的全部流程，避免 TMAC 可能的债务风险。

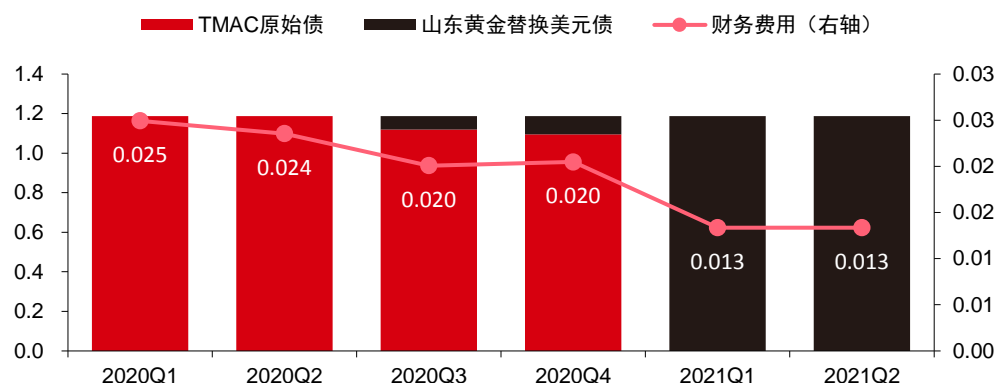
表 8：TMAC 美元债具体信息

债务总额	于 2019 年 3 月开始的 1.187 亿美元
利率	650bps+ 3 个月美元 Libor
本金偿还	2019 年和 2020 年上半年无偿还 2020 年 7 月 1 日偿还 0.067 亿美元本金 2020 年 10 月 1 日起每季度初偿还 0.025 亿美元本金
到期日	2020 年 12 月 31 日（2%的费用展期至 2021 年 6 月 30 日）
提前偿还费	2%的本金
其他条约	营运资本在 2020 年 6 月 30 日后保持 0.2 亿美元以上 货币资金在 2020 年 6 月 30 日后保持 0.1 亿美元以上

资料来源：TMAC，中信证券研究部

我们预期山东黄金收购完成后将进行债务置换，降低 TMAC 美元负债的财务费用。TMAC 的美元债利率高达 650bps+3 个月美元 Libor，远高于山东黄金本身的美元债利率。我们预期，山东黄金收购完成后将进行债务置换，降低 TMAC 美元负债的财务费用。在假设山东黄金通过发行同规模的利率为 4.5% 的美元债进行债务置换下，该部分债务的财务费用将从现每季度 250 万美元下降至 130 万美元。

图 25：TMAC 债务的结构及对应季度财务费用（单位：亿美元）



资料来源：公司公告，TMAC，中信证券研究部测算 注：假设 2020Q3 和 2020Q4 的 3 月美元 Libor 为 0.4% 和 0.6%，山东黄金美元债的利率为 4.5%

对山东黄金的估值的影响

我们预计 TMAC 2020-2023 年净利润为 1.43/4.46/2.25/0.64 亿元。在债务置换降低财务费用和前期资本开支投入以发行美元债进行融资的假设下，我们预计 TMAC 2020-2023 年净利润为 1.43/4.46/2.25/0.64 亿元。随着后续 4000 吨/日的新采选厂达产和美元债逐步偿还降低财务费用，我们预计 2025 年 TMAC 的净利润将接近 10 亿元。

表 9：2020-2025 年 TMAC 业绩预测

	单位	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
金价	美元/盎司	1,680	1,800	1,850	1,840	1,700	1,700
黄金产量	吨	4.0	4.9	4.3	3.6	6.8	8.4
营业收入	亿元	14.85	19.46	17.51	14.41	25.23	31.12
营业成本	亿元	12.09	11.86	12.90	11.88	14.23	15.42
营业利润	亿元	2.76	7.60	4.61	2.52	11.01	15.70
利息支出	亿元	0.56	0.74	1.15	1.54	1.51	1.30
税前净利润	亿元	2.20	6.86	3.46	0.99	9.50	14.40
所得税	亿元	0.77	2.40	1.21	0.34	4.88	5.04
净利润	亿元	1.43	4.46	2.25	0.64	4.62	9.36

资料来源：TMAC，中信证券研究部预测 注：黄金产量为根据 TMAC 披露预可研结合新冠疫情对生产的影响的预测值

我们通过三类估值指标，对收购 TMAC 完成后山东黄金的市值增长空间进行测算。

从市值储量比的角度，山东黄金具有 39.5% 的市值增长空间。山东黄金现有权益资源量 884 吨，在拟现金收购 TMAC 完成后，权益资源量增长至 1111 吨。按截至 2020 年 5 月 8 日的市值储量比 1.28 亿元/吨估值进行计算，收购完成后的山东黄金市值为 1427 亿元，具有 28.4% 的市值增长空间。在金价持续创新高的阶段，市值储量比是描述黄金公司估值的合理指标。考虑 TMAC 的成本因素，我们给予公司收购完成后的整体 1.4 倍市值储量估值比，对应目标市值为 1555 亿元，相比目前市值有 39.5% 的空间。

在假定 2020 和 2021 年的市值产量比不变的情况下，山东黄金分别有 4.8%/10.7% 的市值增长空间。我们预计山东黄金 2020/2021 年黄金产量 42.2/46.3 吨（不包括 TMAC 的产量，贝拉德罗金矿按 50% 计入），在拟现金收购 TMAC 完成后，2020/2021 年黄金产量增长至 44.2/51.3 吨。截至 2020 年 5 月 8 日，按 2020/2021 年的市值产量比分别为 29.6/24.5 亿元/吨估值进行计算，收购完成后的山东黄金市值为 1190/1257 亿元，分别具有 4.8%/10.7% 的市值增长空间。

在假定 2020 和 2021 年的 PE 不变的情况下，山东黄金分别有 4.0%/12.8% 的市值增长空间。我们预计山东黄金 2020/2021 年归母净利润 27.0/34.8 亿元（不包括 TMAC 的利润贡献），在拟现金收购 TMAC 完成后，2020/2021 年归母净利润增长至 28.1/39.3 亿元。截至 2020 年 5 月 8 日，按 2020/2021 年的 PE 分别为 42.1/32.6 倍进行计算，收购完成后的山东黄金市值为 1180/1281 亿元，具有 4.0%/12.8% 的市值增长空间。

表 10：拟收购 TMAC 完成后山东黄金的市值增长空间测算

	目前市值（亿元）	目前估值	拟收购后市值（亿元）	增长空间
目前市值储量比	1135	1.28	1427	28.4%
合理市值储量比		1.40	1550	39.5%
2020 年市值产量比		26.9	1190	4.8%
2021 年市值产量比		24.5	1257	10.7%
2020 年 PE		42.1	1180	4.0%
2021 年 PE		32.60	1281	12.8%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：山东黄金的市值截止 5 月 8 日，市值储量比的单位为亿元/吨，市值产量比的单位为亿元/吨

■ 风险因素

交通与物流。霍普湾金矿运营的挑战是交通。霍普湾位于北极圈内，每年有七八个月的冰封期，基础设施极不发达，没有公路运输，海运也只能在夏天完成；人员及日常货物通过飞机进入，大型设备、物资等只能在夏天（7-9 月）通过航运进入。

开采条件。霍普湾金矿开采的一大挑战是矿体位于湖底，具备较高的技术开采难度。但同时山东黄金具有开采三山岛北部海域金矿的经验。

外汇风险。TMAC 的大多数收入以美元计价，而运营成本及费用以加元计价，给本次收购带来一定的外汇风险。

交易不确定性风险。本次收购仍需 TMAC 的特别股东大会审议通过，仍需中国和加拿大两国政府批准或豁免。

■ 投资建议

不考虑此次收购，我们维持公司 2020-2022 年归母净利润预测为 27.0/34.8/43.2 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 预测为 0.87/1.12/1.39 元，当前股价对应 PE 为 42/32/26x。维持目标价 46.80 元（对应 2020 年 1.5 倍市值储量比，市值 1452 亿元）和“买入”评级。

在收购完成后进行债务置换和美元债融资支持资本开支的假设下，我们预计 TMAC 2020-2022 年净利润为 1.43/4.46/2.25 亿元。若收购如期完成，TMAC 从 2020 年下半年进入公司合并报表，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 28.1/39.3/45.5 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 预测为 0.91/1.26/1.46 元，当前股价对应 PE 为 40/28/25x。

■ 相关研究

山东黄金（600547）2020 年一季报点评--产量释放+成本稳定，黄金核心资产稳步增长
(2020-04-29)

山东黄金（600547）2019 年年报及 2020 年一季报业绩预告点评：金价贡献业绩增量，黄金龙头稳健发展
(2020-04-20)

山东黄金（600547）深度跟踪报告：“内生”“注入”“并购”三驾齐驱，成就世界级金矿企业
(2020-04-08)

山东黄金（600547）2019 年三季报点评——金价上涨带来的业绩改善逐步显现(2019-10-30)

山东黄金（600547）深度跟踪报告——快速扩张的黄金龙头，盈利弹性充分释放(2019-09-19)

山东黄金（600547）2019 年中报点评：业绩符合预期，看好金价上行带来的盈利释放
(2019-09-01)

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	54,788	62,631	77,965	85,830	93,251
营业成本	50,017	56,586	68,836	74,972	80,702
毛利率	8.71%	9.65%	11.71%	12.65%	13.46%
营业税金及附加	364	553	780	858	933
销售费用	37	188	234	258	280
营业费用率	0.07%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
管理费用	1,747	2,046	2,516	2,770	3,022
管理费用率	3.19%	3.27%	3.23%	3.23%	3.24%
财务费用	792	847	822	977	1,041
财务费用率	1.44%	1.35%	1.05%	1.14%	1.12%
投资收益	(47)	(11)	2	2	2
营业利润	1,477	2,142	4,383	5,568	6,800
营业利润率	2.70%	3.42%	5.62%	6.49%	7.29%
营业外收入	11	17	20	20	20
营业外支出	39	42	40	40	40
利润总额	1,449	2,117	4,363	5,548	6,780
所得税	512	696	1,396	1,720	2,034
所得税率	35.33%	32.87%	32.00%	31.00%	30.00%
少数股东损益	61	132	267	345	427
归属于母公司股东的净利润	876	1,289	2,700	3,483	4,319
净利率	1.60%	2.06%	3.46%	4.06%	4.63%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,139	3,242	3,925	4,038	4,636
存货	3,353	3,640	4,548	4,934	5,278
应收账款	571	290	456	598	542
其他流动资产	521	3,190	3,572	3,710	3,856
流动资产	6,584	10,362	12,500	13,280	14,313
固定资产	19,882	22,034	25,316	28,941	32,950
长期股权投资	1,037	1,042	1,042	1,042	1,042
无形资产	10,146	10,628	11,479	12,397	13,389
其他长期资产	7,296	14,090	14,736	14,810	14,094
非流动资产	38,362	47,794	52,572	57,191	61,475
资产总计	44,946	58,156	65,072	70,470	75,788
短期借款	3,623	3,154	3,481	3,659	3,232
应付账款	1,949	2,023	2,588	2,807	2,980
其他流动负债	8,673	19,696	23,064	24,913	26,609
流动负债	14,245	24,873	29,133	31,379	32,821
长期借款	2,091	1,202	1,202	1,202	1,202
其他长期负债	5,233	6,263	6,263	6,263	6,263
非流动性负债	7,323	7,464	7,464	7,464	7,464
负债合计	21,569	32,338	36,598	38,843	40,285
股本	2,214	3,100	3,100	3,100	3,100
资本公积	8,393	7,522	7,522	7,522	7,522
归属于母公司所有者权益合计	21,620	23,114	25,504	28,312	31,760
少数股东权益	1,757	2,704	2,971	3,315	3,742
股东权益合计	23,377	25,818	28,474	31,627	35,503
负债股东权益总计	44,946	58,156	65,072	70,470	75,788

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,449	2,117	4,363	5,548	6,780
所得税支出	-512	-696	-1,396	-1,720	-2,034
折旧和摊销	2,435	2,657	3,413	4,227	5,182
营运资金的变化	-1,213	-1,031	-716	-238	-113
其他经营现金流	768	1,132	821	975	1,039
经营现金流合计	2,927	4,180	6,484	8,792	10,854
资本支出	-3,627	-4,175	-8,191	-8,846	-9,466
投资收益	-47	-11	2	2	2
其他投资现金流	-92	354	3,193	1,639	1,547
投资现金流合计	-3,765	-3,831	-4,996	-7,204	-7,917
发行股票	5,619	1,500	0	0	0
负债变化	18,805	14,384	327	178	-427
股息支出	-74	-221	-310	-675	-871
其他融资现金流	-23,993	-15,640	-822	-977	-1,041
融资现金流合计	356	22	-805	-1,474	-2,339
现金及现金等价物净增加额	-482	370	683	114	598

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	7.34%	14.31%	24.48%	10.09%	8.65%
营业利润增长率	-10.57%	45.10%	104.56%	27.04%	22.14%
净利润增长率	-23.01%	47.24%	109.35%	29.04%	23.99%
毛利率	8.71%	9.65%	11.71%	12.65%	13.46%
EBITDA Margin	8.30%	8.88%	10.69%	12.13%	13.49%
净利率	1.60%	2.06%	3.46%	4.06%	4.63%
净资产收益率	4.05%	5.58%	10.58%	12.30%	13.60%
总资产收益率	1.95%	2.22%	4.15%	4.94%	5.70%
资产负债率	47.99%	55.61%	56.24%	55.12%	53.16%
所得税率	35.33%	32.87%	32.00%	31.00%	30.00%
股利支付率	25.28%	24.04%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。