

2020 年 05 月 11 日

山东黄金 (600547.SH)

## 低价收购海外金矿，国际化进程再上新台阶

■拟以 2.3 亿加元收购特麦克资源公司，将获霍普湾金矿 100% 股权。公司近日公告称，拟通过协议收购和认购增发股份的方式，获得加拿大上市公司特麦克资源 100% 股权，本次交易总投资约 2.3 亿加元，约合人民币 11.53 亿元，约合 1.63 亿美元。特麦克资源核心资产为位于加拿大北部的霍普湾金矿 100% 股权。

■霍普湾金矿是位于加拿大北部的高品位大型在产金矿。霍普湾金矿位于加拿大北 Nunavut 省东北部，已在北极圈范围内。该矿历经四家矿业公司，前期已实现累计投入 17 亿加元，基础设施相对完善。截至 2019 年底该矿拥有黄金储量 110.3 吨，平均品位高达 6.5g/t，属于大型高品位金矿，2019 年该矿产金约 4.3 吨，远景产量超过 8 吨，2019 年前三季度实现净利润 0.16 亿加元，生产指标仍未完全达标，有进一步优化的潜能。考虑到特麦克资源今年存在较大债务兑付压力，该矿目前盈利和现金流情况不佳，未来资本开支较大，特麦克资源又仅有霍普湾这一单一黄金资产，融资渠道相对受限，出售股份和相关资产情有可原。

■挑战和机遇并存，国际化进程再上新台阶。机遇方面，一是从交易价格/储量，项目 NPV 以及特麦克股价角度看，本次交易对价相对便宜；二是霍普湾金矿位于世界级绿岩带上，矿权面积大，增储前景广阔；三是霍普湾金矿在产，在当前（380 元/g）金价假设下预计该项目 2021-2022 年有正利润贡献，远期扩建完成后 2024-2025 年利润将大幅上升，且仍存在较大的挖潜空间。三是完成此项并购后山东黄金产金量有望跻身世界前十，国际化进程也掀开新篇章。挑战方面，一是霍普湾金矿地处北极圈，项目开发、物料运输相对困难，此外该矿由多个分散的矿区组成，当前主力矿 Doris 可采年限短，接续开发工作有一定挑战。二是该矿后续有一定的资本开支压力，预可研报告显示后续总资本开支达 12.87 亿加元，其中 6.83 亿加元的建设开支计划在 2020~2023 年完成。三是霍普湾金矿将会是公司首个全资控股的海外项目，对公司国际化运营管理形成挑战。

■投资建议：维持“买入-A”投资评级。考虑到本次并购还存一定的不确定性，我们仍然维持此前盈利预测，假设 2020~2022 年国内黄金均价分别为 375 元/g、400 元/g、400 元/g，预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 24.1 亿元、33.0 亿元、39.1 亿元。维持公司 6 个月目标价 50 元，相当于 2021 年 47x PE。

■风险提示：本次收购进程不及预期；贝拉德罗金矿产销不及预期；矿产金单位生产成本上升超预期；全球通胀水平回升不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	54,787.9	62,630.7	74,813.5	77,817.5	80,178.4
净利润	875.7	1,289.5	2,408.3	3,297.3	3,909.7
每股收益(元)	0.28	0.42	0.78	1.06	1.26
每股净资产(元)	6.98	7.46	7.45	7.82	8.33

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	129.7	88.1	47.1	34.4	29.0
市净率(倍)	5.3	4.9	4.9	4.7	4.4
净利率	1.6%	2.1%	3.2%	4.2%	4.9%
净资产收益率	4.0%	5.5%	10.2%	13.2%	14.6%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	6.1%	7.6%	15.2%	15.5%	16.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

黄金

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：50 元  
 股价 (2020-05-08) 36.63 元

### 交易数据

总市值(百万元)	113,538.77
流通市值(百万元)	80,457.67
总股本(百万股)	3,099.61
流通股本(百万股)	2,196.50
12 个月价格区间	28.93/51.25 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.59	12.82	78.37
绝对收益	0.94	12.99	76.88

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001  
 qiding@essence.com.cn  
 010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001  
 huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020002  
 wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn  
 010-83321037

### 相关报告

山东黄金：受益于金价上涨，一季报业绩迎来开门红/齐丁	2020-04-29
山东黄金：山东黄金公司深度分析/齐丁	2019-09-02
山东黄金：一季报业绩符合预期，降本降费仍有空间/齐丁	2019-04-29
山东黄金：产量总体平稳，国际化值得期待/齐丁	2019-03-29

## 内容目录

1. 拟全资收购特麦克资源，获霍普湾金矿 100%股权 .....	3
2. 霍普湾金矿是位于加拿大北部的高品位大型在产金矿 .....	4
2.1. 历经四家矿业公司，基础设施建设相对完善 .....	4
2.2. 位于世界级绿岩成矿带，储量大，品位高 .....	5
2.3. 目前年产黄金约 4 吨，远景峰值产量超过 8 吨，生产经营有优化空间 .....	5
2.4. 尽管霍普湾金矿已投产，特麦克资源仍面临较大的资金压力 .....	7
3. 挑战和机遇并存，国际化进程再上新台阶 .....	9
3.1. 机遇之一：交易对价相对便宜 .....	9
3.2. 机遇之二：加拿大北部极圈地带资源禀赋优异，增储前景广阔 .....	10
3.3. 机遇之三：有挖潜空间的在产项目，金价上涨背景下预计利润水平可观 .....	10
3.4. 机遇之四：产金量有望跻身世界前十，国际化进程再上新台阶 .....	11
3.5. 挑战之一：霍普湾金矿存在一定开发难度 .....	12
3.6. 挑战之二：后续资本开支压力 .....	13
3.7. 挑战之三：国际化运营管理难度 .....	14
4. 投资建议 .....	15
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1：霍普湾金矿地理位置图 .....	4
图 2：霍普湾金矿部分矿床鸟瞰图 .....	5
图 3：霍普湾金矿 Doris 矿区 2017 年投产以来产量情况 .....	6
图 4：霍普湾项目黄金产量计划（2021-2024） .....	6
图 5：霍普湾金矿 17 年投产以来季度生产数据 .....	7
图 6：特麦克资源公司股价 .....	9
图 7：霍普湾金矿周边黄金资源丰富 .....	10
图 8：2019 年全球黄金产量排名前五 .....	12
图 9：霍普湾金矿三大矿区位置 .....	13
图 10：霍普湾金矿开采规划（采矿含金量，单位：吨） .....	13
图 11：霍普湾金矿技术报告中对未来自由现金流的预测 .....	14
表 1：特麦克资源股权结构（截至 2020 年 5 月 7 日） .....	4
表 2：霍普湾项目储量及资源量情况 .....	5
表 3：霍普湾金矿预可研报告规划（2020 年） .....	6
表 4：霍普湾金矿经营数据 .....	7
表 5：特麦克资源现金流、资本开支及在手现金情况 .....	8
表 6：2020 年全球主要黄金并购交易情况 .....	9
表 7：2020 年预可研报告黄金假设 .....	9
表 8：霍普湾项目盈利预测 .....	11
表 9：不同金价假设下，霍普湾项目的净利润弹性（亿元人民币） .....	11

## 1. 拟全资收购特麦克资源，获霍普湾金矿 100%股权

公司拟 100% 股权收购特麦克资源，耗资约 11.53 亿元人民币。公司近日公告称，公司全资子公司山东黄金矿业（香港）（以下简称“山金香港”）与加拿大上市公司特麦克资源（TMAC Resource）将于 2020 年 5 月 8 日签署《安排协议》，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现有全部已发行股份及待稀释股份发出协议收购。

与此同时，山金香港和特麦克签订《同步非公开配售认购协议》，拟以 1.75 加元的价格认购总价 1500 万美元特麦克新增发股份。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。本次交易总投资约 2.3 亿加元，约合人民币 11.53 亿元，约合 1.63 亿美元，其中《安排协议》收购特麦克已发行股份总价值约 2.09 亿加元，认购新增发股份总价值约 0.21 亿加元。5 月 8 日，山东黄金与特麦克资源完成视频签约。

本次交易已获得特麦克董事会全体一致通过；还需获得特麦克特别股东大会参与投票的股东至少 2/3（66.67%）的赞成票，特别股东大会将在签署协议后的 60 天内进行。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。

特麦克资源核心资产为位于加拿大 Nunavut 省东北部的霍普湾项目 100% 权益。霍普湾项目是北极圈范围内的大型高品位在产黄金矿，特麦克资源于 2013 年以 1.14 亿美元从纽蒙特购得，并累计投入了 6.5 亿加元，项目 2017 年建成投产，2019 年产金约 4.3 吨。截至 2019 年底拥有证实+可信黄金储量约 110.3 吨，品位高达 6.5g/t；拥有黄金资源量共计 227 吨，平均品位高达 6.9g/t。

## 2. 霍普湾金矿是位于加拿大北部的高品位大型在产金矿

### 2.1. 历经四家矿业公司，基础设施建设相对完善

霍普湾金矿历经四家矿业公司。早在上世纪 60 年代就有矿业公司在霍普湾绿岩带上做地质勘探工作，90 年代初必和必拓先后发现了 Boston、Madrid 和 Doris 三个矿床。2000-2007 年 Miramar 矿业公司接手后通过勘探进一步扩大了资源量，并于 2003 年完成了可行性研究。2007 年纽蒙特收购 Miramar，从而接手了霍普湾金矿，当时交易对价高达 15 亿美金，此后在 2007-2011 年间，纽蒙特在该区域持续做地质工作但仍未实现商业化生产。2013 年特麦克资源（TMAC）以 1.14 亿美元从纽蒙特手中收购了霍普湾项目，并于 2017 年实现商业化生产。截至本次交易前，资源资本为 TMAC 第一大股东，纽蒙特为第二大股东，黑石基金和 KIA（因纽特土地主）为第三、四大股东。

表 1：特麦克资源股权结构（截至 2020 年 5 月 7 日）

股东名称	持股数	持股比例
RCF Management, LLC（资源资本）	35,869,598	30.40%
Newmont Corporation（纽蒙特）	32,242,453	27.30%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

霍普湾金矿位于北极圈内，此前已实现累计投入 17 亿加元，基础设施相对完善。霍普湾金矿项目位于加拿大 Nunavut 省东北部，已属于北极圈范围内，气候条件相对恶劣。不过历史上各个所有者已累计投资了超过 17 亿加元来开发和建设霍普湾项目，特别是 TMAC 接手后，霍普湾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，2017 年实现商业化生产以来，已完成累计 9.5 吨的黄金产量。此外，在 Nunavut 省还有 Agnico Eagle 的三个在产金矿，周边还有在产的 Ekati 钻石矿。17 年投产以来，该项目黄金产品的季度产销率基本都在 90%以上，销售运输也基本顺畅。

图 1：霍普湾金矿地理位置图



资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心



图 2：霍普湾金矿部分矿床鸟瞰图



资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

## 2.2. 位于世界级绿岩成矿带，储量大，品位高

霍普湾金矿项目位于太古代花岗岩-绿岩-变沉积岩为主的 Slave 构造域内，矿化赋存在南北向 80 公里长、20 公里宽的世界级绿岩带中，周边还有 Lupin 等众多大型高品位金矿。截至 2019 年底，霍普湾金矿拥有证实+可信黄金储量约 110.3 吨，品位高达 6.5g/t；拥有黄金资源量共计 227 吨，平均品位高达 6.9g/t，其中探明+控制资源量达到 160.9 吨，从品位和储量/资源量情况来看无疑是一个高品位大型金矿。

表 2：霍普湾项目储量及资源量情况

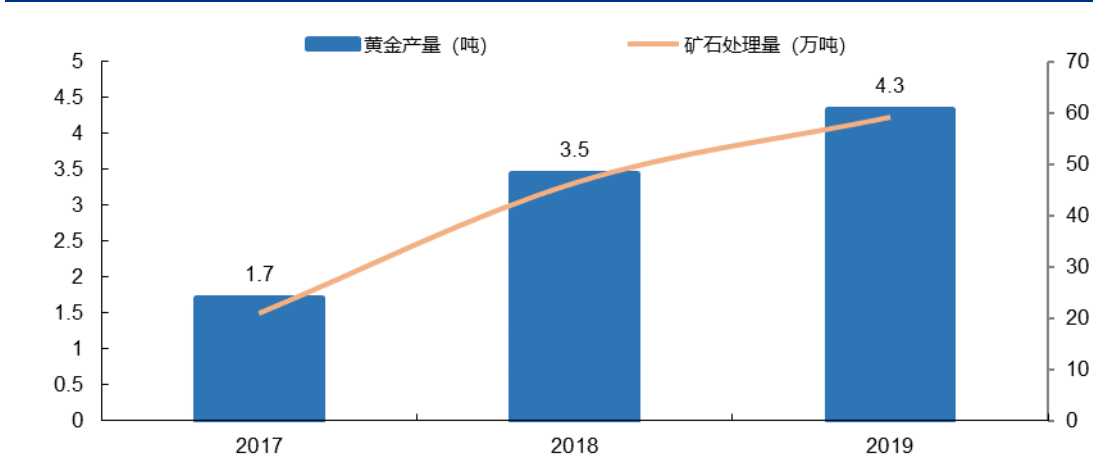
	矿石量 (千吨)	平均品位 (g/t)	矿石含金量(吨)
证实	99.0	4.1	0.4
可信	16782.0	6.5	109.9
<b>储量合计</b>	<b>16881.0</b>	<b>6.5</b>	<b>110.3</b>
探明	1570.0	9.5	15.0
控制	20246.0	7.2	145.9
<b>探明+控制资源量合计</b>	<b>21816.0</b>	<b>7.4</b>	<b>160.9</b>
推断	10917.0	6.1	66.2
<b>资源量合计</b>	<b>32733.0</b>	<b>6.9</b>	<b>227</b>
<b>其中探明+控制占比</b>			<b>71%</b>

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2.3. 目前年产黄金约 4 吨，远景峰值产量超过 8 吨，生产经营有优化空间

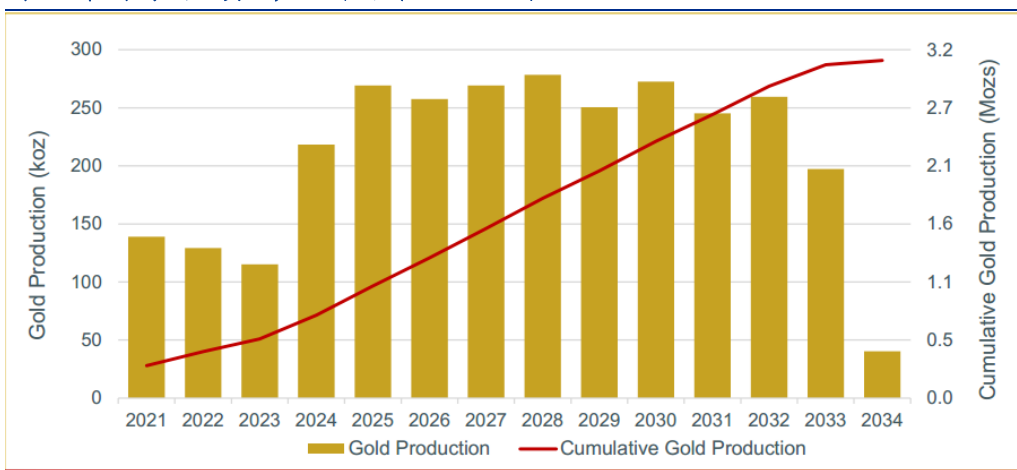
2019 年产金约 4.3 吨，远景产量超过 8 吨。霍普湾金矿于 2017 年 2 月投产，2017 年 9 月启动了 Doris 采矿和选厂的商业化生产，2017-2019 年该矿的产量分别是 1.7 吨、3.5 吨、4.3 吨，投产以来矿石处理量和黄金产量逐年提升。根据最新的预可研报告，该矿可采年限为 15 年，生命周期内年均产金约 6.43 吨，后续峰值年产量约 8.65 吨。

图 3：霍普湾金矿 Doris 矿区 2017 年投产以来产量情况



资料来源：特麦克公告，安信证券研究中心

图 4：霍普湾项目黄金产量计划（2021-2024）



资料来源：特麦克公告，安信证券研究中心

表 3：霍普湾金矿预可研报告规划（2020 年）

项目	具体情况
生产规模	2021-2023 年 2000t/日，2024 年开始 4000t/日
黄金产量	1) 生命周期内年均产金约 6.43 吨，峰值年产量约 8.65 吨 2) 2020-2023 年年均产金约 4.2 吨 3) 2024-2034 年年均产金约 7.2 吨
品位	平均入选品位约 6.53g/t
服务年限	15 年（2020-2034 年）
成本	服务年限内平均现金成本 841 美元/盎司，AISC 成本 986 美元/盎司
资本开支	扩建资本开支 6.83 亿加元，后续维持性开支 6.04 亿加元
项目净现值	税前 NPV 为 5.49 亿加元，税后 NPV 为 4.86 亿加元（折现率 5%）
投资回报	IRR 约 19.7%，投资回收期 7 年

资料来源：特麦克公告，安信证券研究中心

不过目前处理量仍未达标，成本也相对较高。目前正在作业的 Doris 矿区设计的综合采选能力是 2000 吨/天（约 70 万吨/年），除 2018Q4 以外，大部分时间处理规模都没有达到设计产能。2020 年 1-2 月份由于计划外的大量停机维护时间，平均处理量降到了 990 吨/天。成本也相对较高，2017~2018 年特麦克资源均未实现盈利，AISC 成本分别为 1870 美元/盎司、

1291 美元/盎司。2019 年 AISC 成本降至 1075 美元/盎司（合人民币 242 元/g），仍处业内较高水平，2019 年前三季度特麦克公司实现净利润约 1680 万加元，倒算回来完全成本约 1182.2 美元/盎司。

图 5：霍普湾金矿 17 年投产以来季度生产数据

		Q4-17	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Jan-Feb-20
Plant	Recovery (%)	69	71	82	80	82	84	80	82	82	85
	Throughput (tpd)	760	930	970	1,390	1,800	1,610	1,740	1,710	1,440	990
	Grade (g/t)	13.7	10.9	10.0	10.1	7.8	10.3	9.5	8.8	7.1	11.8
Mine	Production (tpd)	620	990	790	1,130	2,310	1,600	1,160	1,450	1,560	1,900
	Grade (g/t)	9.1	8.1	9.6	8.4	7.4	10.2	11.4	9.2	7.0	10.2
	Development (m)	990	1,370	1,670	1,810	1,620	1,660	1,840	2,140	2,080	1,560
Gold Production (oz)		21,200	20,650	23,140	33,100	34,080	40,050	38,520	36,290	24,650	18,950
Gold Sold (oz)		17,350	19,540	25,760	32,140	31,380	39,200	37,730	37,580	24,650	17,760

资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

表 4：霍普湾金矿经营数据

	单位	2017	2018	2019Q1-Q3
营业收入	百万加元	56.4	178	206.8
税前利润	百万加元	-35.1	-46.9	26.9
净利润	百万加元	-25.3	-42.1	16.8
营业总成本+费用	百万加元	91.5	224.9	179.9
黄金销量	吨	1.1	3.4	3.6
单位完全成本	加元/g	84.4	66.5	50.5
加元兑美元	美元/加元	0.77	0.77	0.75
加元兑人民币	人民币/加元	5.20	5.10	5.15
单位完全成本	美元/盎司	2021.2	1595.2	1182.2
单位完全成本	元/g	438.9	338.9	260.0

资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

## 2.4. 尽管霍普湾金矿已投产，特麦克资源仍面临较大的资金压力

截至去年三季度特麦克资源拥有 1.17 亿美金的债务，2020 年下半年存在兑付压力。截至 2019 年 9 月底，特麦克资源债务本金额约 1.17 亿美金（约 1.55 亿加元），于 2020 年下半年集中到期。事实上，由于现金流方面的压力，原本 2020 年 4 月 1 日到期的部分债务已被递延至 2020 年 7 月 1 日。2020 年 12 月 31 日整体债务到期后仍可选择递延至 2020 年 6 月底，但需支付 2% 的递延费。

内外融资均面临困境。内源方面，尽管霍普湾金矿已实现投产，但仍未实现可观的现金流。2017、2018 经营性现金流均大幅低于资本开支数额，即使到了产金量大幅提升的 2019 年，前三季度经营性现金流也低于资本开支数额，账上资金也较为有限（0.47 亿加元）。

**表 5：特麦克资源现金流、资本开支及在手现金情况**

单位：百万加元	2017	2018	2019Q1-Q3
经营性现金流净额	-19.1	24.2	76.9
资本开支	72.9	86.9	77.1
在手现金	42	24.8	47.4

资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

外源方面，公司是单一黄金资产上市公司，在全球黄金行业强调整合的背景之下，大型矿业公司或具备并购整合前景的黄金公司相对受市场追捧，单一资产黄金公司在股票市场的生存空间不断被压缩。公司股票也受到原有财务投资人（黑石基金）的抛售，股权融资途径相对受限。

**后续资本开支需求仍大，特麦克资源独木难支。**目前在产的主力矿是 Doris 金矿，该矿计划于 2022 年结束，为了维系产量后续必然要做大量资本开支（预可研显示后续的扩建初始投资需要 6.83 亿加元），又必然需要大量融资，对于特麦克这一单子黄金资产上市公司而言，这一融资难度是相当大的，出售资产成为了一个自然而然的选项。

事实上，在 2020 年 1 月份特麦克资源公告称已启动了战略流程，以探索，审查和评估各种侧重于最大化股东价值的潜在选择，包括公司的潜在出售或合并，并引入新的重要战略股东或各种长期融资选择。



### 3. 挑战和机遇并存，国际化进程再上新台阶

#### 3.1. 机遇之一：交易对价相对便宜

一是从吨储量的交易价格角度。本次交易对价/黄金储量约 1.5 美元/g，相当于目前金价水平的 2.7%，远远低于今年以来众多黄金并购项目的交易对价。

表 6：2020 年全球主要黄金并购交易情况

日期	标的	收购方	对价 (亿美元)	储量	交易对价/储量 (美元/g)
2020-1	Kalgoorlie mine&20 tenements	Northern Star Resources	7.75	115.07	6.7
2020-1	Chulbatkan 项目	Kinross Gold Corporation	2.83	55.98	5.1
2020-1	Detour Gold Corporation	Triple Flag Mining Finance Bermuda Limited	33.5	105.2	31.8
2020-3	Continental Gold Inc.	紫金矿业集团	10.2	115.39	8.8
2020-3	Massawa 项目 (90%)	Teranga Gold Corporation	4.64	80.86	5.7
2020-3	LeaGold Mining Corp.	Equinox Gold Corp.	7.49	287	2.6
2020-3	Ravenswood mine	财团 (Golden Energy and Resources 组成)	3	230.14	1.3
2020-3	Red Lake complex	Evolution Mining Limited	4.75	65.31	7.3
2020-5	特麦克资源	山东黄金	1.63	110.3	1.5

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

二是从项目净现值角度。最新的预可研报告显示项目税后 NPV 约为 3.5 亿美元（折约 4.86 亿加元），预计 2019Q3 末公司净债务约 0.9 亿美元，而本次交易对价约 1.63 亿美金，相对便宜。此外需要注意的是，预可研中的 NPV 的金价假设相对谨慎，整体呈前高后低走势，2020~2021 年的金价假设（1500 美元/盎司）相较目前现价（1700 美元/盎司）有约 12% 的折价。

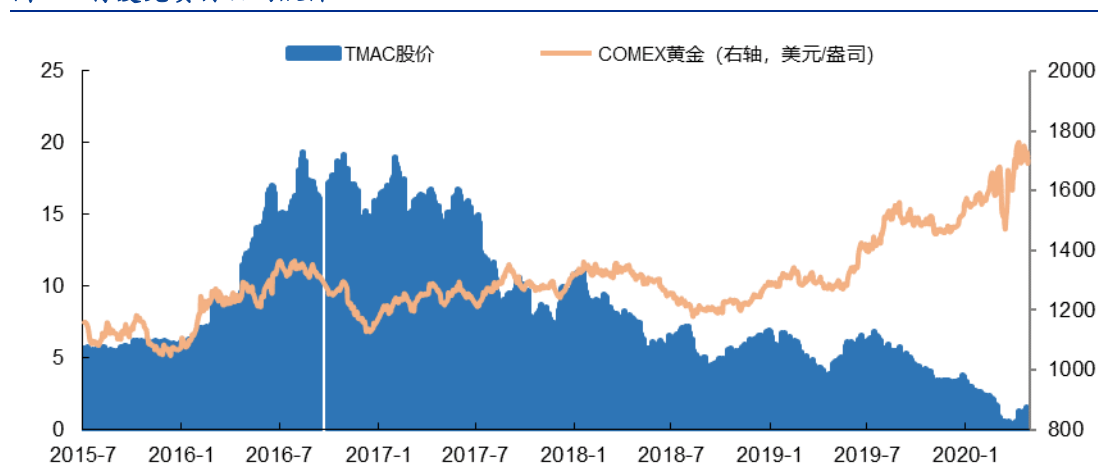
表 7：2020 年预可研报告黄金假设

	2020	2021	2022	2023	2024-2034
黄金均价	1,500	1,500	1,475	1,474	1,400

资料来源：特麦克资源 2020 年 PFS，安信证券研究中心

三是从特麦克资源股价角度。本次收购价格较特麦克资源截至 2020 年 5 月 6 日的前 20 天成交量加权平均价有 52% 的溢价，较 2020 年 5 月 6 日收市价有 21% 的溢价，较 2020 年 5 月 8 日特麦克资源收盘价溢价约 3.5%。而今年年初特麦克资源股价为 3.74 加元，受到生产经营不及预期及疫情影响，股价一路下跌，4 月之后股价有所反弹，但仍处历史极低股价。

图 6：特麦克资源公司股价

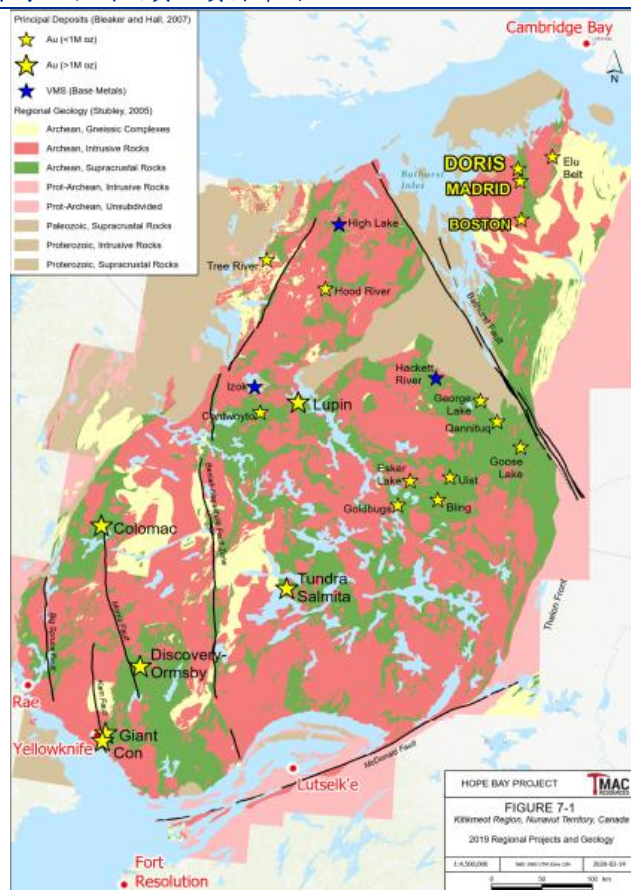


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.2. 机遇之二：加拿大北部极圈地带资源禀赋优异，增储前景广阔

霍普湾金矿项目位于太古代花岗岩-绿岩-变沉积岩为主的 Slave 构造域内，矿化赋存在南北向 80 公里长、20 公里宽的世界级绿岩带中，周边还有 Lupin 等大型高品位金矿。目前特麦克资源拥有 78 项勘探权和 78 项开采权，矿权面积非常大（达到 1101 平方公里），仍具备极富潜力的找矿前景。事实上，从 BHP 到 Miramar 再到后来的 TMAC，基本每一任该矿所有者在接手后都取得了较为可观的找矿成果，也印证了该区域具备较好的找矿潜力。

图 7：霍普湾金矿周边黄金资源丰富



资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

### 3.3. 机遇之三：有挖潜空间的在产项目，金价上涨背景下预计利润水平可观

现价（380 元/g）水平下，我们预计 2021-2023 年霍普湾项目净利润分别为 1.8 亿元、0.6 亿元和-0.3 亿元，2023 年利润下行的核心因素是 Doris 矿 2022 年结束开采，2023 年没有产量贡献因而整体产量下降。2024 年后随着 Naartok 地下矿等采选规模上升，产量上行利润水平将显著提升。

值得一提的是，霍普湾项目总投资大，每年折旧费用较高，2018 年特麦克折旧约 4960 万加元，2019 年前三季度折旧约 5200 万加元，后续改扩建仍有较大的资本开支。而且目前霍普湾项目的实际采选规模与设计规模一直有较大差距，进一步使得项目实际盈利情况不佳。如果山金入主后能提高采选效率，将黄金产量做高，这样将大大改善该矿的盈利情况。此外，我们认为目前金价仍有进一步上涨的潜力，我们测算表明在 400 元/g 左右的金价水平时，该项目未来有望持续保持盈利状态，在 2025 年左右甚至接近 10 亿元人民币的盈利水平

**表 8：霍普湾项目盈利预测**

项目	单位	2021 <sup>(1)</sup>	2022	2023	2024	2025
金价	元/g	380	380	380	380	380
金价	美元/盎司	1688	1688	1688	1688	1688
黄金产量 <sup>(2)</sup>	吨	4.32	4.02	3.58	6.79	8.37
营业收入 <sup>(3)</sup>	百万美元	226.2	210.3	187.4	355.3	438.1
现场营运成本 <sup>(4)</sup>	百万美元	138.2	145.4	140.6	166.8	183.9
单位现场营运成本	美元/盎司	994.1	1125.1	1220.7	764.1	683.1
折旧 <sup>(5)</sup>	百万美元	40.0	40.0	40.0	77.1	77.1
财务费用 <sup>(6)</sup>	百万美元	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
税前利润	百万美元	39.9	16.7	-1.4	103.1	168.9
项目净利润 <sup>(7)</sup>	百万美元	29.5	12.4	-1.0	76.3	125.0
项目净利润 <sup>(8)(9)</sup>	百万人民币	206.4	86.6	-7.0	534.3	875

资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

(1) 2020 年疫情因素对预测带来较大不确定性，此外山金是否能在 2020 年内并表霍普湾也存在不确定性

(2) (4) 数据来自公司技术报告

(3) 考虑了冶炼费扣减和权利金

(5) 结合公司 2018-2019 年折旧历史数据，同时考虑 2024 年扩建支出转固

(6) 假设目前债务规模延续，付息率为 7%；未考虑山金入主对债务的置换

(7) 假设综合所得税率为 26%

(8) 假设美元兑加元汇率为 1.34，美元兑人民币汇率为 7

(9) 本预测只考虑项目层面的净利润，未考虑对集团整体的影响；事实上集团因支付 11.53 亿元并购款，可能存在并购贷款利息；并购该项目后续集团层面管理费用也存在变化的可能

**表 9：不同金价假设下，霍普湾项目的净利润弹性（亿元人民币）**

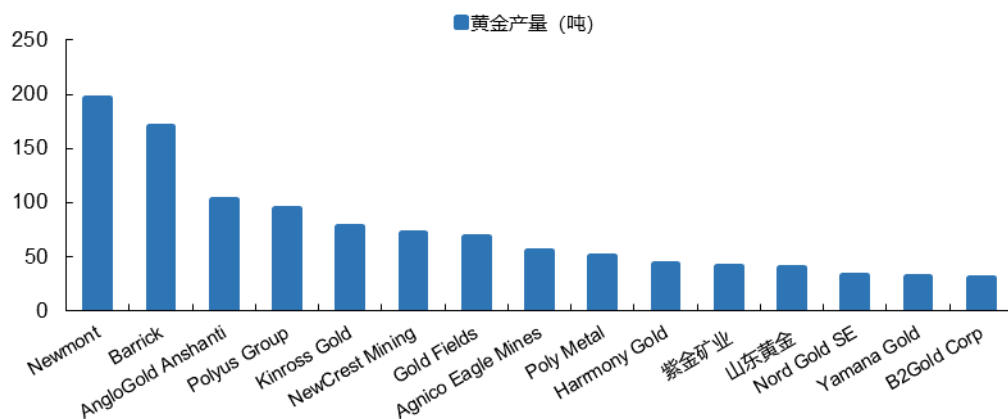
金价（元/g）	2021	2022	2023	2024	2025
360	144.8	29.3	-58.1	437.4	755.3
380	206.4	86.6	-7.0	534.3	874.7
400	268.1	144.0	44.1	631.1	994.2
420	329.8	201.3	95.1	728.0	1113.6
440	391.5	258.6	146.2	824.8	1233.0
460	453.1	316.0	197.3	921.7	1352.4

资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

### 3.4. 机遇之四：产金量有望跻身世界前十，国际化进程再上新台阶

据考拉矿业数据，2019 年全球矿产金产量第十名为 Harmony 黄金，产金量为 42.8 吨，山东黄金 2019 年矿产金产量为 40.12 吨。考虑到霍普湾金矿目前年产量约 4 吨，若并购于 2020 年内顺利完成，2020 年山战略东黄金合并口径的矿产金产量有望超过 44 吨，从而跻身世界前十，完成“‘十三五’买入全球黄金矿业前十强”的战略目标。

图 8：2019 年全球黄金产量排名前五



资料来源：考拉矿业，安信证券研究中心

本次收购是自阿根廷贝拉德罗金矿之后又一次出海的尝试，与上次和巴里克合作不同，这次山金是收购标的资产 100% 的股权，也意味着未来公司要完全主导该矿的运营开发。此外，这次收购标的坐落于资源禀赋条件好，矿业人才多的加拿大，公司未来也可以利用这一区位优势，打造一支海外资产运作平台，为接下来的进一步国际化打下基础。

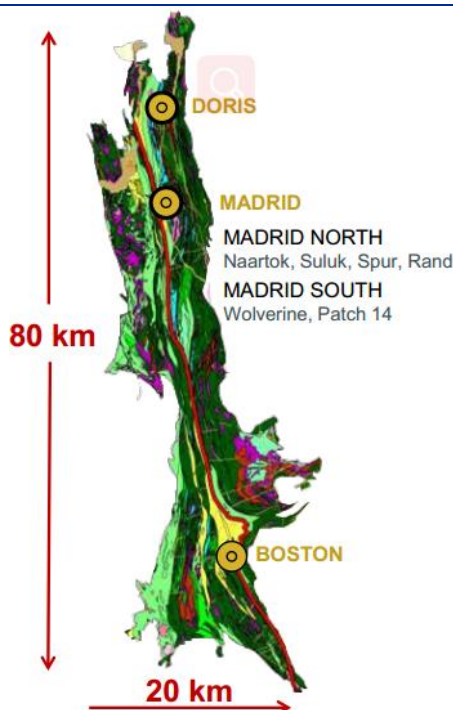
### 3.5. 挑战之一：霍普湾金矿存在一定开发难度

一是霍普湾金矿位于北极圈内，气候环境相对恶劣，物料运输相对困难。矿山所在区域存在极昼极夜现象，人员及日常货物可通过飞机进入，大型设备、物资等夏天（7-9 月）通过航运进入，可能需要将一年甚至几年的物料、设备进行集中，对于资金链紧张的小型矿业公司，这是个不小的挑战。运输困难同样也大幅增加了产品销售成本，不过，考虑到黄金产品单价高，空运经济性高，相较基本金属成本增幅要小得多。此外，极寒的气候也使得建设施工流程较长，设备故障后调试周期偏长，资本开支偏大。

二是霍普湾金矿由多个分散的矿点组成，可采年限大多不长，采选接续工作有挑战。霍普湾矿区面积有 1101 平方公里，三大矿区 Doris、Madrid 和 Boston 彼此相距都有一段距离。据特麦克技术报告披露，未来霍普湾金矿主要靠 5 大区域出矿，目前在产的 Doris 矿预计开采至 2022 年底，Madrid 矿区的 Naartok 地下开采从 2020-2028 年，Suluk 从 2028 年开采到 2033 年，Madrid South 从 2027 年开采到 2033 年，Boston 矿区则从 2025 年开采至 2034 年。在实际建设开发中能不能做到很好的接续有一定挑战性。

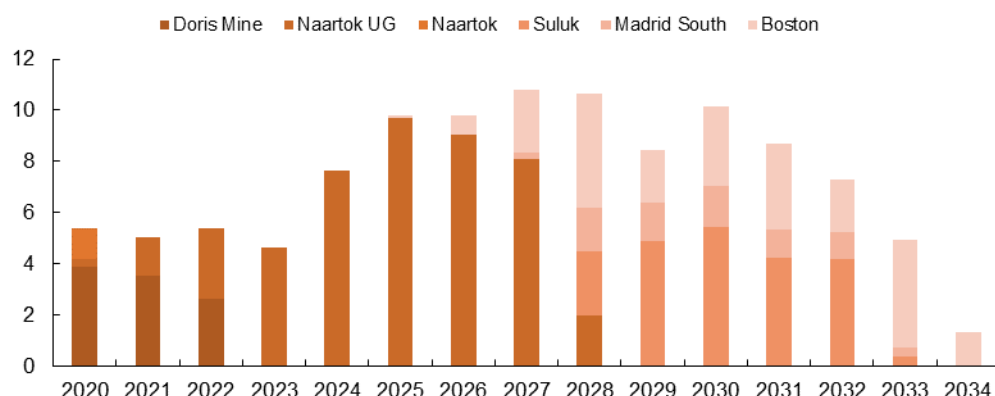


图 9：霍普湾金矿三大矿区位置



资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

图 10：霍普湾金矿开采规划（采矿含金量，单位：吨）



资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

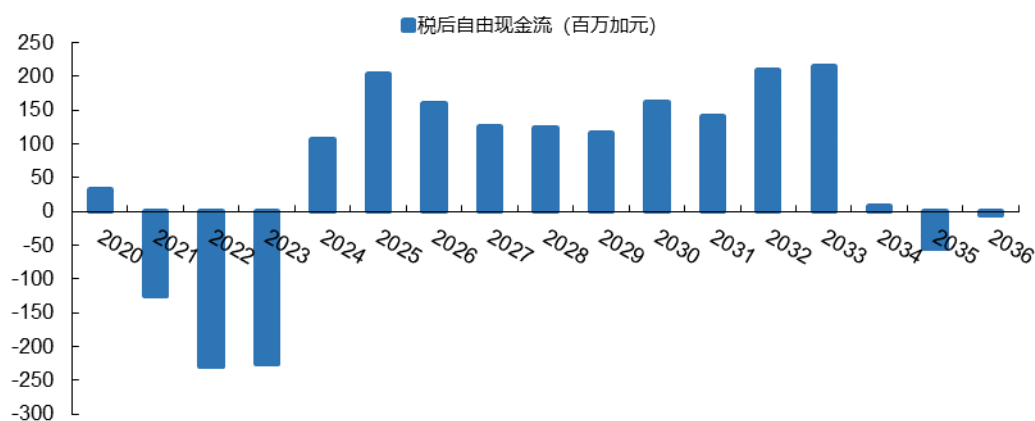
### 3.6. 挑战之二：后续资本开支压力

**霍普湾金矿后续资本开支预计需要 12.87 亿加元。**霍普湾金矿的技术报告中预计，后续扩建项目的资本开支需 6.83 亿加元，生命周期的维持性总开支约 6.04 亿加元，共计 12.87 亿加元（约 67 亿人民币），其中 6.83 亿加元的扩建资本开支预计在 2020~2023 年完成，为了保证产量的连续性，这一资本开支确实具备时间上的必要性。

**霍普湾项目 2021-2023 年存在一定现金支出压力。**霍普湾金矿的技术报告中预计，2021-2023 年项目的税后自由现金流分别为 -1.25 亿加元、-2.30 亿加元、-2.25 亿加元，对应人民币约 -6.5 亿元、-12 亿元、-11.8 亿元。考虑到技术报告中的金价假设相较当前价格有明显折价，以及山金进驻后有望给霍普湾金矿带来一定的降本降费，实际的现金支出需求或许存在一定的下降。山金 2019 年经营性现金流净额约 41.8 亿元，2020Q1 资产负债率不到 60%，应该还是

能够较好地 Cover 掉霍普湾项目的资金需求。

图 11：霍普湾金矿技术报告中对来自自由现金流的预测



资料来源：特麦克资源公告，安信证券研究中心

### 3.7. 挑战之三：国际化运营管理难度

贝拉德罗在南半球阿根廷境内，霍普湾金矿在加拿大北极地圈内，公司海外资产的管理半径显著扩大。霍普湾金矿也将是山金首个全资控股的境外矿山项目，这对公司的全球化管理经营确实构成一定挑战。

## 4. 投资建议

维持“买入-A”投资评级。考虑到本次并购仍存一定的不确定性，我们仍然维持此前盈利预测，假设 2020~2022 年国内黄金均价分别为 375 元/g、400 元/g、400 元/g，预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 24.1 亿元、33.0 亿元、39.1 亿元。公司成长性逻辑得到进一步印证，维持公司 6 个月目标价 50 元，相当于 2021 年 47xPE。

## 5. 风险提示

- 1) 本次收购进程不及预期
- 2) 贝拉德罗产销情况不及预期
- 3) 公司矿产金单位生产成本上升超预期
- 4) 全球通胀水平回升不及预期

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	54,787.9	62,630.7	74,813.5	77,817.5	80,178.4	成长性					
减:营业成本	50,016.5	56,585.7	66,488.4	67,931.5	69,368.3	营业收入增长率	7.3%	14.3%	19.5%	4.0%	3.0%
营业税费	363.6	553.3	635.9	661.4	681.5	营业利润增长率	-10.6%	45.1%	83.4%	36.5%	18.4%
销售费用	37.2	188.1	209.5	217.9	224.5	净利润增长率	-23.0%	47.2%	86.8%	36.9%	18.6%
管理费用	1,746.7	2,046.2	2,244.4	2,334.5	2,405.4	EBITDA 增长率	14.4%	23.8%	27.1%	18.4%	9.2%
财务费用	791.5	847.0	906.7	891.3	815.0	EBIT 增长率	20.8%	37.5%	49.4%	26.8%	12.3%
资产减值损失	0.6	-123.1	-50.0	-50.0	-50.0	NOPLAT 增长率	-6.9%	36.8%	67.1%	28.7%	14.2%
加:公允价值变动收益	1.6	175.4	20.0	20.0	20.0	投资资本增长率	10.1%	-16.0%	25.8%	5.6%	6.7%
投资和汇兑收益	-46.7	-10.7	-10.1	-30.1	-30.1	净资产增长率	36.2%	10.4%	0.9%	5.7%	7.1%
营业利润	1,476.6	2,142.5	3,929.8	5,363.3	6,351.3	利润率					
加:营业外净收支	-27.6	-25.0	-25.1	-17.1	-12.1	毛利率	8.7%	9.7%	11.1%	12.7%	13.5%
利润总额	1,449.0	2,117.4	3,904.7	5,346.2	6,339.2	营业利润率	2.7%	3.4%	5.3%	6.9%	7.9%
减:所得税	511.9	696.1	1,249.5	1,710.8	2,028.5	净利润率	1.6%	2.1%	3.2%	4.2%	4.9%
净利润	875.7	1,289.5	2,408.3	3,297.3	3,909.7	EBITDA/营业收入	9.1%	9.9%	10.5%	12.0%	12.7%
						EBIT/营业收入	4.7%	5.7%	7.1%	8.6%	9.4%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	126	120	106	102	100
货币资金	2,139.2	3,241.9	2,743.7	2,505.2	2,613.4	流动营业资本周转天数	-40	-56	-61	-56	-53
交易性金融资产	-	1,528.4	-	-	-	流动资产周转天数	44	49	48	44	43
应收帐款	774.9	1,460.0	1,918.1	1,948.1	1,971.7	应收帐款周转天数	4	6	8	9	9
应收票据	0.5	-	0.4	0.4	0.4	存货周转天数	21	20	19	21	21
预付帐款	148.3	116.7	197.1	201.4	205.7	总资产周转天数	286	296	266	244	241
存货	3,352.9	3,639.8	4,457.1	4,553.9	4,650.2	投资资本周转天数	165	139	120	132	136
其他流动资产	168.4	375.0	353.8	353.8	353.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.0%	5.5%	10.2%	13.2%	14.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	2.4%	5.1%	6.8%	8.0%
长期股权投资	1,037.1	1,042.3	1,039.7	1,041.0	1,040.3	ROIC	6.1%	7.6%	15.2%	15.5%	16.8%
投资性房地产	216.6	231.5	-	-	-	费用率					
固定资产	19,882.5	22,033.6	22,003.6	22,135.8	22,485.5	销售费用率	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	3,118.8	3,917.7	4,870.9	5,563.6	5,905.9	管理费用率	3.2%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	10,155.9	10,648.0	10,718.8	10,786.7	10,841.5	财务费用率	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%
其他非流动资产						三费/营业收入	4.7%	4.9%	4.5%	4.4%	4.3%
资产总额	44,946.0	58,155.6	52,367.9	53,154.5	54,133.1	偿债能力					
短期债务	3,623.4	3,154.3	3,054.3	3,104.3	3,104.3	资产负债率	48.0%	55.6%	50.0%	48.7%	47.9%
应付帐款	2,872.7	4,214.8	4,751.4	4,458.4	4,363.6	负债权益比	92.3%	125.3%	112.0%	104.5%	97.6%
应付票据	631.6	828.0	764.6	781.2	797.7	流动比率	0.46	0.42	0.43	0.43	0.44
其他流动负债						速动比率	0.23	0.27	0.23	0.23	0.23
长期借款	2,091.0	1,201.6	1,646.3	1,423.9	1,535.1	利息保障倍数	3.26	4.19	5.84	7.53	9.25
其他非流动负债						分红指标					
负债总额	21,568.9	32,337.8	29,174.7	28,784.9	28,792.2	DPS(元)	0.07	-	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	1,756.8	2,703.5	2,950.5	3,288.6	3,689.4	分红比率	25.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,214.0	3,099.6	3,099.6	3,099.6	3,099.6	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	19,435.1	19,975.4	19,952.7	21,108.3	22,675.8						
股东权益	23,377.0	25,817.7	26,042.0	27,535.7	29,504.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	937.1	1,421.4	2,408.3	3,297.3	3,909.7	EPS(元)	0.28	0.42	0.78	1.06	1.26
加:折旧和摊销	2,435.1	2,656.9	2,570.8	2,602.9	2,635.0	BVPS(元)	6.98	7.46	7.45	7.82	8.33
资产减值准备	2.1	137.5	-50.0	-50.0	-50.0	PE(X)	129.7	88.1	47.1	34.4	29.0
公允价值变动损失	-1.6	-204.4	20.0	20.0	20.0	PB(X)	5.3	4.9	4.9	4.7	4.4
财务费用	699.0	834.2	906.7	891.3	815.0	P/FCF	-18.7	15.4	-37.1	60.3	37.3
投资损失	46.7	324.9	10.0	30.0	30.0	P/S	2.1	1.8	1.5	1.5	1.4
少数股东损益	61.3	131.9	246.9	338.1	400.9	EV/EBITDA	14.3	16.2	15.0	12.7	11.7
营运资金的变动	-1,007.5	-6,504.8	3,938.8	-372.7	-216.1	CAGR(%)	57.1%	44.7%	30.5%	57.1%	44.7%
经营活动产生现金流量	2,927.2	4,180.1	10,051.5	6,757.0	7,544.6	PEG	2.3	2.0	1.5	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-3,765.5	-3,831.4	1,432.4	-351.3	-349.4	ROIC/WACC	0.8	1.0	1.9	2.0	2.1
融资活动产生现金流量	356.2	21.7	-8,251.5	-867.4	-827.2	REP	3.5	4.7	2.2	2.1	1.8

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

齐丁、黄孚、王政声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034