

事件：公司发布 2024 年半年报：2024H1 公司实现营业收入 457.73 亿元，同比增长 66.91%，归母净利润 13.83 亿元，同比增长 57.24%，扣非归母净利润 14.14 亿元，同比增长 60.35%；单季度看，2024Q2 公司实现营收 268.16 亿元，同比增长 87.18，环比增长 41.46%，归母净利 6.84 亿元，同比增长 55.02%，环比减少 2.33%，扣非归母净利润 7.04 亿元，同比增长 59.17%，环比减少 0.80%，业绩低于预期源于投资收益和公允价值变动损益。

分析：量价齐升是公司上半年业绩上涨的核心原因。量：2024 上半年公司矿产金产量 24.52 吨，同比增长 25.3%，不考虑山金国际上半年实现矿产金产量 20.36 吨。价：根据世界黄金协会数据显示，上半年黄金价格上涨 12%，国内截至 6 月末 Au9999 黄金收盘价 549.88 元/克，较年初开盘价上涨 14.37%；上半年加权平均价 514.12 元/克，较上年同期上涨 18.98%。利：公司自产金/外购金及小金条/贸易/其他板块实现毛利 55.5/3.20/0.42/12.60 亿元，对应毛利率 50.69%/1.07%/1.14%/45.17%，自产金/外购金板块毛利率同比 +3.86/+0.40%pct。

矿山资源优势明显。公司是中国领先的黄金生产商之一，黄金资源储量丰富，境内矿山矿产金产量连续多年保持第一。2023 年国内矿山产金一吨以上独立矿山共 38 座，公司占有 12 座，占比近三分之一，2023 年公司有 3 座矿山入选中国黄金生产十大矿山和中国黄金经济效益十佳矿山。

并购、增储双收获，持续提速权证办理步伐。2024 年上半年公司累计投入探矿资金 3.1 亿元，完成探矿工程量 33 万米，实现探矿新增金属量 21.9 吨，另收购包头昶泰矿业 70% 股权，完成西岭金矿探矿权的收购及三山岛金矿矿权的整合。另外公司上半年取得多项权证及相关批复，其中三山岛金矿取得整合后的 15000 吨/天采矿许可证，沂南金矿金场分矿深部扩界扩能项目取得采矿许可证。

项目建设进度持续加快：公司中三山岛金矿副井工程井筒施工突破-1590 米标高；焦家金矿南区主井工程掘砌到底，新城金矿 I 采区主井按计划节点投入使用；赤峰柴矿采选 2000 吨/日扩能改造项目副井工程提前掘砌到底；加纳卡蒂诺项目选矿厂、尾矿库等关键工程建设均超计划进度。

盈利预测与投资建议：公司掌握优质金矿资源，业绩将充分受益于贵金属价格的上行，考虑到上半年黄金价格持续走高，且美联储加息周期渐入尾声，后续金价走势乐观，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 30.58/42.70/53.54 亿元，按照 8 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 41/29/23 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：产品价格波动风险，安全环保管理风险，项目进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	59,275	89,564	91,808	97,187
增长率 (%)	17.8	51.1	2.5	5.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,328	3,058	4,270	5,354
增长率 (%)	86.6	31.4	39.6	25.4
每股收益 (元)	0.52	0.68	0.95	1.20
PE	54	41	29	23
PB	3.8	3.5	3.1	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
28.03 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

相关研究

- 山东黄金 (600547.SH) 2023 年年报点评：业绩大幅增长，黄金龙头兼具成长-2024/04/02
- 山东黄金 (600547.SH) 动态报告：世界级金矿注入，黄金龙头加速成长-2024/01/30
- 山东黄金 (600547.SH) 2023 年三季度报点评：业绩同比增长，黄金龙头坐享金价上行-2023/10/31
- 山东黄金 (600547.SH) 2023 年中报点评：业绩同比大幅增长，增储、并购收获丰富-2023/09/08
- 山东黄金 (600547.SH) 2023 年中报业绩预告点评：业绩同比增长，黄金龙头坐享金价弹性-2023/07/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	59,275	89,564	91,808	97,187
营业成本	49,437	73,422	73,118	73,851
营业税金及附加	1,136	1,702	1,653	1,652
销售费用	147	448	459	486
管理费用	2,506	4,926	5,049	7,775
研发费用	487	717	734	777
EBIT	5,525	8,349	10,795	12,646
财务费用	1,564	2,414	2,624	2,603
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	-60	-179	-92	97
营业利润	3,621	5,826	8,133	10,198
营业外收支	-58	0	0	0
利润总额	3,563	5,826	8,133	10,198
所得税	672	1,456	2,033	2,550
净利润	2,891	4,369	6,100	7,649
归属于母公司净利润	2,328	3,058	4,270	5,354
EBITDA	9,542	12,538	14,968	16,990

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,224	17,703	23,953	32,319
应收账款及票据	713	255	252	266
预付款项	523	1,468	1,462	1,477
存货	8,848	6,035	6,010	6,070
其他流动资产	8,323	10,104	10,227	10,523
流动资产合计	28,632	35,565	41,904	50,656
长期股权投资	2,522	2,542	2,542	2,542
固定资产	41,746	40,722	39,538	38,194
无形资产	32,522	32,622	32,672	32,672
非流动资产合计	105,967	108,555	108,581	108,437
资产合计	134,599	144,120	150,485	159,093
短期借款	20,207	21,507	21,507	21,507
应付账款及票据	10,552	7,644	7,612	7,689
其他流动负债	18,700	16,657	15,178	15,284
流动负债合计	49,459	45,808	44,298	44,480
长期借款	23,211	32,211	34,211	35,211
其他长期负债	8,669	8,695	8,695	8,695
非流动负债合计	31,880	40,906	42,906	43,906
负债合计	81,340	86,715	87,204	88,387
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
少数股东权益	20,174	21,485	23,315	25,610
股东权益合计	53,259	57,405	63,281	70,706
负债和股东权益合计	134,599	144,120	150,485	159,093

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.83	51.10	2.51	5.86
EBIT 增长率	68.48	51.11	29.29	17.15
净利润增长率	86.57	31.39	39.61	25.39
盈利能力 (%)				
毛利率	16.60	18.02	20.36	24.01
净利润率	4.88	4.88	6.64	7.87
总资产收益率 ROA	1.73	2.12	2.84	3.37
净资产收益率 ROE	7.04	8.51	10.68	11.87
偿债能力				
流动比率	0.58	0.78	0.95	1.14
速动比率	0.39	0.61	0.78	0.97
现金比率	0.21	0.39	0.54	0.73
资产负债率 (%)	60.43	60.17	57.95	55.56
经营效率				
应收账款周转天数	3.20	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	65.33	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.44	0.62	0.61	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.68	0.95	1.20
每股净资产	7.40	8.03	8.93	10.08
每股经营现金流	1.53	2.94	2.61	3.28
每股股利	0.14	0.14	0.14	0.14
估值分析				
PE	54	41	29	23
PB	3.8	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	17.33	13.42	10.95	9.22
股息收益率 (%)	0.50	0.50	0.50	0.50

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,891	4,369	6,100	7,649
折旧和摊销	4,017	4,189	4,173	4,344
营运资金变动	-1,859	1,825	-1,599	-203
经营活动现金流	6,849	13,133	11,656	14,655
资本开支	-9,178	-6,755	-4,200	-4,200
投资	-11,274	-40	0	0
投资活动现金流	-20,624	-6,970	-4,292	-4,103
股权募资	7,190	0	0	0
债务募资	15,446	9,326	2,000	1,000
筹资活动现金流	14,438	1,315	-1,114	-2,186
现金净流量	599	7,478	6,251	8,366

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026