



## 买入 (维持)

所属行业: 有色金属/贵金属  
当前价格(元): 27.72

### 证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

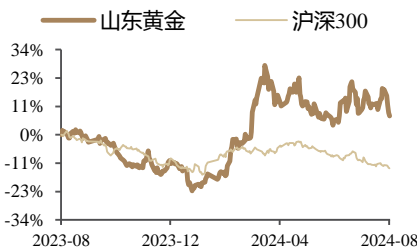
康宇豪

资格编号: S0120524050001

邮箱: kangyh@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.14	1.70	-4.24
相对涨幅(%)	2.72	7.02	4.94

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《黄金: 降息预期提升, 金价展望2600美元》, 2024.8.1
- 《山东黄金(600547.SH): 金价向上突破业绩高速增长, 黄金龙头有望乘风直上》, 2024.3.29
- 《黄金: 牛市或伊始, 静待上行》, 2024.3.8
- 《山东黄金(600547.SH): 业绩符合预期, 高增长黄金龙头持续并购资源》, 2024.1.31
- 《山东黄金(600547.SH): 拟再增持银泰黄金, 有望充分受益银泰黄金发展》, 2023.11.16

# 山东黄金(600547.SH): 黄金龙头量价齐升, 多项目进展顺利

### 投资要点

- 事件: 公司披露2024年中报, 业绩高速增长。**公司2024年上半年营业收入457.73亿元, 同比+66.90%; 归母净利润13.83亿元, 同比+57.24%; 扣非归母净利润14.14亿元, 同比+60.35%。
- 公司矿产金产量同比增长, 黄金价格屡创历史新高。**2024年上半年公司矿产金产量24.52吨, 同比增加4.95吨, 增幅25.28%。黄金价格大幅上涨并屡创历史新高。受市场预期美联储年内将降息、全球通胀预期抬升以及地缘政治局势紧张的共同影响, 黄金价格大幅上涨。其中, 2024年上半年国际现货金价最高触及2450美元/盎司, 最低1984美元/盎司, 最大波幅达466美元/盎司, 收盘于2326美元/盎司, 较上年末收盘价上涨约12.8%。国内人民币金价走势强于国际金价, 上半年上海黄金交易所AU(T+D)合约最高582元/克, 最低476.03元/克, 收于549.58元/克, 较上年末收盘价上涨约14.5%。
- 公司资源探矿持续推进, 多项目进展顺利。**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, 实现探矿新增金金属量21.9吨; 完成包头昶泰矿业70%股权并购, 实现并购新增金金属量16余吨, 增加一座在产成熟矿山; 西岭金矿探矿权成功注入公司, 与三山岛金矿采矿权实现整合。持续加快项目建设进度, 上半年累计完成工程量45.26万立方米, 其中三山岛金矿副井工程井筒施工突破-1590米标高, 刷新亚洲最深深井记录; 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。持续提速权证办理步伐, 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。
- 盈利预测与估值。**预测公司2024-2026年营收分别为675.71/743.64/793.56亿元, 归母净利润分别为38.41/49.62/56.43亿元, 对应PE32.29/24.99/21.97倍, 公司作为全国产量领先企业, 叠加集团公司“十四五”产量目标, 有望充分受益高金价周期带来的盈利, 我们预计2023-2026年公司归母净利润年复合增速34.34%, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 公司矿产金产量增长不及预期; 公司克金成本增长超预期; 黄金价格下跌超预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	4,473.43		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	3,614.44	营业收入(百万元)	50,306	59,275	67,571	74,364	79,356
52 周内股价区间(元):	19.93-32.96	(+/-)YOY(%)	48.2%	17.8%	14.0%	10.1%	6.7%
总市值(百万元):	124,003.47	净利润(百万元)	1,248	2,328	3,841	4,962	5,643
总资产(百万元):	152,660.94	(+/-)YOY(%)	744.2%	86.6%	65.0%	29.2%	13.7%
每股净资产(元):	7.50	全面摊薄 EPS(元)	0.28	0.52	0.86	1.11	1.26
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	14.1%	16.6%	20.1%	21.7%	22.3%
		净资产收益率(%)	3.8%	7.0%	10.5%	11.9%	12.0%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.86	1.11	1.26
每股净资产	7.40	8.17	9.28	10.55
每股经营现金流	1.53	3.58	3.86	4.44
每股股利	0.14	0.14	0.14	0.14
价值评估(倍)				
P/E	54.45	32.29	24.99	21.97
P/B	3.09	3.39	2.99	2.63
P/S	2.09	1.84	1.67	1.56
EV/EBITDA	14.91	10.82	9.04	7.95
股息率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.6%	20.1%	21.7%	22.3%
净利润率	4.9%	7.1%	8.3%	8.9%
净资产收益率	7.0%	10.5%	11.9%	12.0%
资产回报率	1.7%	2.6%	3.0%	3.1%
投资回报率	4.3%	5.8%	6.2%	6.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.8%	14.0%	10.1%	6.7%
EBIT 增长率	68.5%	61.7%	22.4%	11.6%
净利润增长率	86.6%	65.0%	29.2%	13.7%
偿债能力指标				
资产负债率	60.4%	60.9%	61.6%	61.4%
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	47.1	55.0	50.0	50.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4
固定资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,328	3,841	4,962	5,643
少数股东损益	563	960	1,241	1,411
非现金支出	4,087	6,333	7,501	8,486
非经营收益	1,731	2,509	2,712	2,929
营运资金变动	-1,859	2,366	865	1,372
经营活动现金流	6,849	16,009	17,280	19,841
资产	-9,178	-13,718	-16,281	-15,016
投资	-11,274	0	0	0
其他	-172	-68	-74	-79
投资活动现金流	-20,624	-13,786	-16,355	-15,096
债权募资	15,446	7,212	10,403	8,807
股权募资	7,190	0	0	0
其他	-8,199	-2,698	-2,518	-2,710
融资活动现金流	14,438	4,514	7,885	6,097
现金净流量	599	6,736	8,810	10,843

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 29 日  
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	59,275	67,571	74,364	79,356
营业成本	49,437	54,002	58,211	61,641
毛利率%	16.6%	20.1%	21.7%	22.3%
营业税金及附加	1,136	1,101	1,319	1,350
营业税金率%	1.9%	1.6%	1.8%	1.7%
营业费用	147	169	186	198
营业费用率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	2,506	2,906	3,198	3,412
管理费用率%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	487	554	610	651
研发费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EBIT	5,525	8,933	10,938	12,202
财务费用	1,564	2,240	2,348	2,452
财务费用率%	2.6%	3.3%	3.2%	3.1%
资产减值损失	-8	-5	-5	-5
投资收益	-60	-68	-74	-79
营业利润	3,621	6,501	8,390	9,546
营业外收支	-58	-100	-120	-140
利润总额	3,563	6,401	8,270	9,406
EBITDA	9,542	15,201	18,374	20,624
所得税	672	1,600	2,068	2,351
有效所得税率%	18.9%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	563	960	1,241	1,411
归属母公司所有者净利润	2,328	3,841	4,962	5,643

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,224	16,961	25,770	36,614
应收账款及应收票据	713	728	804	839
存货	8,848	7,648	8,512	8,600
其它流动资产	8,847	8,968	9,173	9,494
流动资产合计	28,632	34,305	44,260	55,547
长期股权投资	2,522	2,522	2,522	2,522
固定资产	41,746	48,605	56,907	63,000
在建工程	8,420	8,938	9,404	9,823
无形资产	32,522	32,522	32,522	32,522
非流动资产合计	105,967	113,318	122,043	128,498
资产总计	134,599	147,623	166,303	184,045
短期借款	20,207	27,419	37,822	46,629
应付票据及应付账款	10,552	11,049	12,236	13,448
预收账款	1	1	1	1
其它流动负债	18,699	19,570	20,457	21,125
流动负债合计	49,459	58,038	70,516	81,203
长期借款	23,211	23,211	23,211	23,211
其它长期负债	8,669	8,669	8,669	8,669
非流动负债合计	31,880	31,880	31,880	31,880
负债总计	81,340	89,919	102,396	113,084
实收资本	4,473	4,473	4,473	4,473
普通股股东权益	33,085	36,569	41,532	47,175
少数股东权益	20,174	21,135	22,375	23,786
负债和所有者权益合计	134,599	147,623	166,303	184,045

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。张崇欣，德邦证券有色行业首席分析师，中国矿业大学矿业工程硕士，采矿工程学士。有丰富的矿业工程技术工作经验。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。