



买入（维持）

所属行业：有色金属/贵金属
当前价格(元)：26.60

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

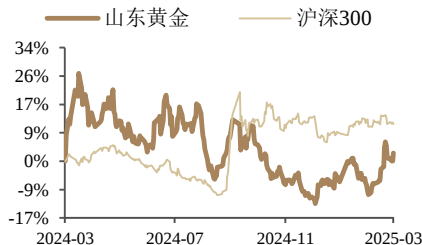
高嘉麒

资格编号：S0120523070003

邮箱：gaojq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.43	9.33	14.85
相对涨幅(%)	13.76	6.76	16.51

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《山东黄金（600547.SH）：黄金价格持续上涨，公司业绩维持增长》，2024.10.29
- 《山东黄金（600547.SH）：黄金龙头量价齐升，多项目进展顺利》，2024.8.29
- 《黄金：降息预期提升，金价展望2600美元》，2024.8.1

山东黄金：产量资源明显上涨

投资要点

- 事件。**公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现总营业收入 825.18 亿元，同比增长 39.21%；利润总额达到 56.82 亿元，同比增长 59.47%；实现归母净利润 29.52 亿元，同比增长 26.8%。
- 自产金产量提升，黄金价格上涨带动公司业绩上行。**从产量来看，2024 年，公司矿产金产量 46.17 吨，同比增加 4.39 吨，增幅 10.51%。主要原因是三山岛金矿、金洲公司生产接续工程取得突破，生产能力得到提升；西和中宝、新城金矿原矿品位提高，黄金产量增长；玲珑金矿玲珑矿区复工复产，选矿处理量和入选品位提高，产能得到进一步释放；贝拉德罗金矿采剥总量增加，入堆品位提高 27.71%，黄金产量实现大幅增长；山金国际实现全年并表增加公司黄金产量。价格方面，2024 年国内黄金年度均价约为 557.19 元/克，较 2023 年均价同比提升约 23.8%。产量与产品价格的提升带动了公司业绩上行。
- 资源量储备提升，满足后续长远发展。**2024 年公司成功竞得大桥金矿外围探矿权，收购包头昶泰矿业 70% 股权，完成西岭金矿探矿权的收购，山金国际并购 OsinoResources Corp.100% 股份，上述并购大幅增加了公司的资源储备。截至 2024 年底，公司保有资源储量黄金金属量 2058.46 吨，较 2023 年 1282.96 吨有较大提升，保障了公司的长远发展。
- 产量仍有提升，公司业绩预计持续上行。**2025 年，公司确定的生产经营计划是黄金产量不低于 50 吨。焦家金矿作为公司位于莱州黄金生产基地的核心矿区，取得矿权完成整合后的 660 万吨/年的采矿证。为加快世界级黄金生产基地建设，焦家金矿自 2024 年开始扩大再生产项目建设及安全设施建设，期间产能规模将适当调整，因此 2024 年产量较往期有所下降，后续焦家金矿产量或有一定提升预期。
- 投资建议。**公司黄金产量、资源量持续上涨，预计未来业绩或将持续提升，预测公司 2025-2027 年营收分别为 899、944、989 亿元，归母净利润分别为 55、69、84 亿元，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

总股本(百万股):	4,473.43
流通 A 股(百万股):	3,614.44
52 周内股价区间(元):	22.63-32.85
总市值(百万元):	118,993.23
总资产(百万元):	160,659.95
每股净资产(元):	8.45

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	59,275	82,518	89,934	94,447	98,873
(+/-)YOY(%)	17.8%	39.2%	9.0%	5.0%	4.7%
净利润(百万元)	2,328	2,952	5,459	6,942	8,359
(+/-)YOY(%)	86.6%	26.8%	85.0%	27.2%	20.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.52	0.66	1.22	1.55	1.87
毛利率(%)	16.6%	16.5%	20.7%	23.0%	25.0%
净资产收益率(%)	7.0%	7.8%	12.6%	13.8%	14.3%

资料来源：公司年报（2023-2024），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	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.57	1.22	1.55	1.87
每股净资产	8.45	9.67	11.22	13.09
每股经营现金流	2.98	2.68	7.03	2.95
每股股利	0.23	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	39.70	21.80	17.14	14.24
P/B	2.68	2.75	2.37	2.03
P/S	1.23	1.32	1.26	1.20
EV/EBITDA	11.35	7.95	6.99	6.25
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.5%	20.7%	23.0%	25.0%
净利润率	5.4%	9.0%	10.6%	12.4%
净资产收益率	7.8%	12.6%	13.8%	14.3%
资产回报率	1.8%	3.1%	3.5%	3.9%
投资回报率	5.5%	7.3%	7.7%	8.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	39.2%	9.0%	5.0%	4.7%
EBIT 增长率	55.3%	57.5%	19.9%	17.4%
净利润增长率	26.8%	85.0%	27.2%	20.4%
偿债能力指标				
资产负债率	63.5%	61.5%	61.5%	58.2%
流动比率	0.5	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.5
现金比率	0.2	0.2	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.2	2.1	2.2	2.1
存货周转天数	40.9	44.0	42.5	43.3
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	1.6	1.9	2.2	2.5

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,952	5,459	6,942	8,359
少数股东损益	1,488	2,676	3,055	3,884
非现金支出	5,081	9,167	7,701	8,760
非经营收益	1,649	2,954	3,186	3,465
营运资金变动	2,171	-8,267	10,548	-11,274
经营活动现金流	13,340	11,989	31,433	13,194
资产	-20,099	-17,224	-14,764	-15,994
投资	-2,679	-364	-223	-294
其他	-22	-133	-99	-125
投资活动现金流	-22,801	-17,722	-15,086	-16,413
债权募资	9,412	9,828	7,945	8,886
股权募资	3,000	0	0	0
其他	-1,408	-2,821	-3,087	-3,340
融资活动现金流	11,004	7,007	4,857	5,546
现金净流量	1,579	1,274	21,204	2,328

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 28 日
资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,518	89,934	94,447	98,873
营业成本	68,902	71,342	72,683	74,144
毛利率%	16.5%	20.7%	23.0%	25.0%
营业税金及附加	1,296	1,350	1,459	1,506
营业税金率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	185	169	182	188
营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	2,855	2,929	3,247	3,310
管理费用率%	3.5%	3.3%	3.4%	3.3%
研发费用	770	661	700	730
研发费用率%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	8,582	13,515	16,209	19,031
财务费用	2,288	2,599	2,840	2,669
财务费用率%	2.8%	2.9%	3.0%	2.7%
资产减值损失	-50	-5	-1	-3
投资收益	-175	-133	-99	-125
营业利润	5,744	10,777	13,269	16,234
营业外收支	-62	0	0	0
利润总额	5,682	10,777	13,269	16,234
EBITDA	13,578	22,677	23,909	27,787
所得税	1,243	2,642	3,271	3,991
有效所得税率%	21.9%	24.5%	24.7%	24.6%
少数股东损益	1,488	2,676	3,055	3,884
归属母公司所有者净利润	2,952	5,459	6,942	8,359

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,077	12,351	33,556	35,883
应收账款及应收票据	617	797	707	858
存货	6,820	10,629	6,523	11,292
其它流动资产	10,187	9,317	10,713	9,749
流动资产合计	28,701	33,094	51,498	57,782
长期股权投资	2,527	2,796	2,933	3,136
固定资产	50,826	46,814	43,681	39,475
在建工程	10,604	9,635	8,886	8,335
无形资产	47,348	55,583	64,153	72,555
非流动资产合计	131,959	140,380	147,666	155,194
资产总计	160,660	173,474	199,164	212,976
短期借款	26,269	36,097	44,042	52,928
应付票据及应付账款	16,968	10,084	18,211	10,277
预收账款	1	1	1	1
其它流动负债	19,148	20,883	20,503	21,120
流动负债合计	62,386	67,065	82,757	84,326
长期借款	26,610	26,610	26,610	26,610
其它长期负债	13,094	13,094	13,094	13,094
非流动负债合计	39,704	39,704	39,704	39,704
负债总计	102,090	106,769	122,461	124,030
实收资本	4,473	4,473	4,473	4,473
普通股股东权益	37,798	43,256	50,199	58,557
少数股东权益	20,773	23,449	26,504	30,388
负债和所有者权益合计	160,660	173,474	199,164	212,976

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。

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
	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。
	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。