



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年05月28日

基础数据

05月27日收盘价（港元）	24.55
总市值（亿港元）	1,098.23
总股本（亿股）	44.73

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：韩亦佳

S0190517080003
BOT963
hanyij@xyzq.com.cn

分析师：马睿晴

S0190524070010
请注意：马睿晴并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从
事受监管的活动。
maruiqing@xyzq.com.cn

山东黄金(01787.HK)

资源储量持续扩张，看好在建项目增量

投资要点：

- **矿产金产量目标基本达成，克金成本增速较快。**产量方面，2024年公司矿产金产量46.17吨，同比增加4.39吨，同比增长10.5%，2024年年初目标为47吨，计划完成率98%，除去山金国际的矿产金产量为38.13吨。增长原因包括三山岛金矿、金洲公司生产接续工程取得突破，西和中宝、新城金矿原矿品位提高，玲珑金矿玲珑矿区复工复产，贝拉德罗金矿采剥总量及入堆品位提高，山金国际实现全年并表增加公司黄金产量。价格与成本方面，2024年，受益于降息预期与避险情绪，国内黄金均价为557元/吨，同比增长23.8%。2024年公司矿产金销售价格为553元/克，同比增长22.7%；公司矿产金销售成本为293元/克，同比上升27.1%。费用方面，2024年公司销售/管理/财务/三费费率分别为0.22%/3.46%/2.77%/6.46%，分别同比-0.02 pct/-0.77 pct/+0.14 pct/-0.66 pct。
- **金价上行推动 Q4 业绩提升。**24Q1-24Q4 公司归母净利润分别为7.00/6.84/6.82/8.86亿元，24Q4 公司归母净利润环比+29.8%。（1）量：公司24Q1-24Q4 矿产金产量分别为11.91/12.61/10.92/10.74吨，Q4 环比-1.7%。（2）价：24Q1-Q4 上海黄金交易所 Au9999 收盘价均价分别为489/553/569/615元/克，24Q4 环比+7.9%。因此综合来看，24Q4 受益于金价中枢上行，公司业绩环比提升。
- **内生外延，推进资源增储。**内生：全年累计完成探矿投入5.9亿元，完成探矿工程量57万米，实现探矿新增金资源量58.8吨。外延：公司成功竞得大桥金矿外围探矿权，完成包头昶泰矿业70%股权并购；完成西岭金矿探矿权注入，与三山岛金矿采矿权实现整合，取得495万吨/年整合采矿许可证。
- **在建工程稳步推进，业务增量可期。**公司加快推进新城金矿、焦家金矿资源整合开发工程等重点建设项目；三山岛金矿取得整合后正在办理建设项目核准、安设审查等手续；卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿项目建设工程按计划顺利进行，2024年11月初启动选厂项目带料试车，目前该金矿项目正处于试生产阶段。
- **央行购金持续，金价中枢有望上移。**风险对冲方面，特朗普政府关税及裁员政策影响下，2025年美国经济增长面临不确定性，美联储降息预期仍存，黄金或将同时受益于流动性释放与风险对冲的资金增配。信用对冲方面，美国贸易逆差与财政赤字持续扩大，美国长期国债面临需求不足风险，特朗普政府逆全球化行为或将加速美元信用体系的走弱，新兴国家外汇储备多元化需求增加，央行购金行为有望持续，在中长期维度上抬升金价中枢。
- **盈利预测与投资建议：**公司在建项目进展顺利，资源并购稳步推进，自产金产量增量可期，2025年公司黄金产量计划不低于50吨。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为54.46、69.82、85.20亿元，EPS分别为1.22、1.56、1.90元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**联储货币政策收紧超预期、在建项目进度不及预期、生产成本超预期上升等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	82518	104706	115954	126530
同比增长	39.2%	26.9%	10.7%	9.1%
归母净利润（百万元）	2952	5446	6982	8520
同比增长	26.8%	84.5%	28.2%	22.0%
毛利率	16.5%	20.1%	23.0%	24.8%
ROE	7.8%	13.1%	15.2%	16.5%
每股收益（元）	0.66	1.22	1.56	1.90

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,701	33,451	40,339	50,077
货币资金	11,077	10,631	16,059	24,826
交易性金融资产	3,749	3,649	3,549	3,449
应收票据及应收账款	617	879	1,008	1,062
预付款项	473	848	814	864
存货	6,820	10,452	11,190	11,488
其他	5,965	6,992	7,718	8,388
非流动资产	131,959	143,731	153,778	162,283
长期股权投资	2,527	2,527	2,527	2,527
固定资产	50,826	61,402	68,469	73,212
在建工程	10,604	6,272	4,106	3,023
无形资产	47,348	53,192	58,636	63,679
商誉	13,033	13,033	13,033	13,033
其他	7,620	7,305	7,008	6,808
资产总计	160,660	177,182	194,118	212,360
流动负债	62,386	70,306	76,509	81,891
短期借款	26,269	29,269	32,269	35,269
应付票据及应付账款	16,968	18,574	20,423	21,816
其他	19,149	22,463	23,817	24,805
非流动负债	39,704	41,714	43,724	45,734
长期借款	26,610	28,610	30,610	32,610
其他	13,094	13,104	13,114	13,124
负债合计	102,090	112,020	120,233	127,625
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
未分配利润	15,598	18,441	22,015	26,365
少数股东权益	20,773	23,705	27,806	33,028
股东权益合计	58,570	65,162	73,885	84,735
负债及权益合计	160,660	177,182	194,118	212,360

现金流量表

单位：百万元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2,952	5,446	6,982	8,520
折旧和摊销	4,995	7,998	9,723	11,266
营运资金的变动	2,171	-526	1,493	1,161
经营活动产生现金流量	13,340	18,551	25,182	29,229
资本支出	-20,099	-20,066	-20,063	-20,064
长期投资	-2,679	100	100	100
投资活动产生现金流量	-22,801	-20,103	-20,113	-20,109
债权融资	9,412	5,110	5,110	5,110
股权融资	3,000	0	0	0
融资活动产生现金流量	11,004	1,070	359	-353
现金净变动	1,579	-446	5,428	8,767

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,518	104,706	115,954	126,530
营业成本	68,902	83,659	89,312	95,108
税金及附加	1,296	1,780	1,971	2,151
销售费用	185	262	290	316
管理费用	2,855	3,769	4,406	5,061
研发费用	770	1,047	1,160	1,265
财务费用	2,288	2,937	3,526	3,797
投资收益	-175	-137	-149	-145
公允价值变动收益	-253	-250	-250	-250
信用减值损失	-36	-60	-52	-52
资产减值损失	-50	-30	-30	-30
营业利润	5,744	10,809	14,841	18,388
营业外收支	-62	-66	-64	-64
利润总额	5,682	10,742	14,777	18,323
所得税	1,243	2,363	3,694	4,581
净利润	4,439	8,379	11,083	13,742
少数股东损益	1,488	2,933	4,101	5,222
归属母公司净利润	2,952	5,446	6,982	8,520
EPS(元)	0.66	1.22	1.56	1.90

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	39.2%	26.9%	10.7%	9.1%
营业利润增长率	58.6%	88.2%	37.3%	23.9%
归母净利润增长率	26.8%	84.5%	28.2%	22.0%
盈利能力				
毛利率	16.5%	20.1%	23.0%	24.8%
归母净利率	3.6%	5.2%	6.0%	6.7%
ROE	7.8%	13.1%	15.2%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	63.5%	63.2%	61.9%	60.1%
流动比率	0.46	0.48	0.53	0.61
速动比率	0.33	0.30	0.36	0.45
营运能力				
资产周转率	0.56	0.62	0.62	0.62
每股资料(元)				
每股收益	0.66	1.22	1.56	1.90
每股经营现金	2.98	4.15	5.63	6.53
估值比率(倍)				
PE	34.1	18.5	14.4	11.8

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维尔京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、成都银行股份有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、青岛蓝谷国际有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都天府大港集团有限公司、山东黄金集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理（香港）有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、泰州港城投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮南市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、江门高新技术工业园有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天门市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、徽商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、江苏银行、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、九江银行、保定市国控集团有限责任公司、海翼（香港）有限公司、无锡

市交通产业集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、青岛军民融合发展集团有限公司、山东高速集团、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Qingdao Oceanic Valley Investment Development Group Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SDG Finance Limited、China Great Wall International Holdings VI Limited、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、China Cinda 2020 I Management Ltd、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、Coastal Emerald Limited、Shanghai Investment Co., Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk