山东黄金（600547.SH）——半年报点评
二季度黄金量价齐增推升业绩，增产扩能稳步推进

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收567.66亿元，同比+24.01%；实现归母净利润28.08亿元，同比+102.98%。公司于25Q2实现营收308.30亿元，同比+14.97%，环比+18.87%；实现归母净利润17.82亿元，同比+160.68%，环比+73.64%。公司25Q2业绩环比明显提升，主要得益于沪金价格的持续上行，沪金25Q1/Q2均值分别为672/773元/克，Q2环增约15%。

矿产金产量稳中有升：今年上半年，公司矿产金产量为24.71吨，同比+0.77%，25Q1/Q2产量分别为11.87/12.84吨，Q2环比+8.17%；矿产金销量为23.60吨，25Q1/Q2销量分别为10.99/12.61吨，Q2环比+14.74%。今年上半年，公司采掘总量同比+29.36%、选矿处理量同比+23.36%。公司2025年的生产经营计划是：黄金产量不低于50吨。

黄金产量远期有望持续提升：公司黄金资源储量丰富，有众多项目同步扩产。今年上半年，三山岛金矿副井工程施工至-1900米标高、刷新国内深井记录；焦家金矿资源整合项目设计的5条主控性竖井工程中，已有4条顺利掘砌到底，正在有序推进配套装卸载、排水配电、运输平巷等工程的施工，全力保障施工进度；新城金矿资源整合项目4条主要竖井工程均已掘砌到底，正在进行井下排水配电系统、粉矿回收系统建设，同步推进回风石门巷道、主要运输巷道掘砌施工。公司将加快世界级黄金资源产业基地的建设，未来随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

利润分配方面：拟每10股派发现金红利累计人民币1.80元(含税)，总计约8.05亿元，约占2025年半年度合并报表扣除永续债利息后归属于上市公司普通股股东净利润31.45%，分红比例相对较高。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

上调公司的盈利预测。预计公司2025-2027年营业收入分别为1094/1158/1219(原预测891/931/983)亿元，同比增速32.5%/5.9%/5.2%；归母净利润分别为69.59/82.08/92.85(原预测57.44/66.45/78.41)亿元，同比增速135.8%/17.9%/13.1%；摊薄EPS分别为1.56/1.83/2.08元，当前股价对应PE分别为21/18/16X。公司是行业龙头企业，聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	59,275	82,518	109,352	115,802	121,878
(+/-%)	17.8%	39.2%	32.5%	5.9%	5.2%
净利润(百万元)	2,328	2,952	6,959	8,208	9,285
(+/-%)	86.8%	-26.8%	135.8%	17.9%	13.1%
每股收益（元）	0.52	0.66	1.56	1.83	2.08
EBIT Margin	9.4%	10.3%	15.6%	17.0%	18.0%
净资产收益率（ROE）	7.0%	7.8%	16.3%	17.0%	16.9%
市盈率（PE）	63.4	50.0	21.2	18.0	15.9
EV/EBITDA	24.1	18.7	11.3	10.0	9.0
市净率（PB）	4.46	3.90	3.46	3.05	2.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	32.99元
总市值/流通市值	147578/147578百万元
52周最高价/最低价	35.29/22.62元
近3个月日均成交额	999.80百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

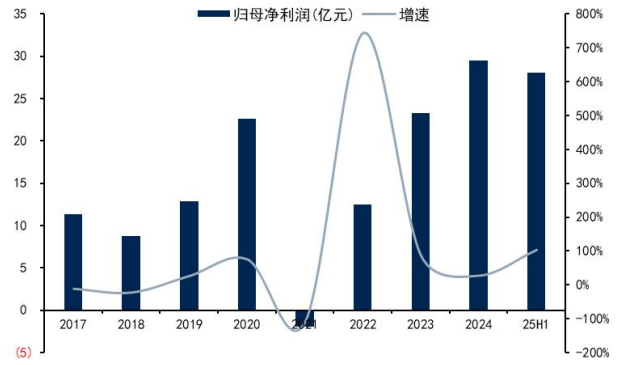
《山东黄金（600547.SH）年报点评：量价齐增业绩实现高增长，黄金产量有望持续提升》——2025-03-28
《山东黄金（600547.SH）三季报点评：三季度业绩保持平稳，未来矿产金产量有望持续提升》——2024-10-31
《山东黄金（600547.SH）半年报点评：矿产金产量大幅增长，多项扩能改造工程有序推进》——2024-08-29
《山东黄金（600547.SH）-金价上涨增厚公司利润，储量、产量有望持续提升》——2024-03-29
《山东黄金（600547.SH）—2023年三季报点评-重点项目稳步推进，单季利润持续提升》——2023-10-30

公司发布 2025 年半年报：上半年实现营收 567.66 亿元，同比+24.01%；实现归母净利润 28.08 亿元，同比+102.98%；实现扣非净利润 28.10 亿元，同比+98.74%；实现经营活动产生的现金流量净额 105.03 亿元，同比+81.72%。其中，公司于 25Q2 实现营收 308.30 亿元，同比+14.97%，环比+18.87%；实现归母净利润 17.82 亿元，同比+160.68%，环比+73.64%；实现扣非净利润 17.79 亿元，同比+152.72%，环比+72.67%。公司 25Q2 业绩环比明显提升，主要得益于沪金价格的持续上行，沪金 25Q1/Q2 均值分别为 672/773 元/克，Q2 环增约 15%。

图1：公司营业收入及增速

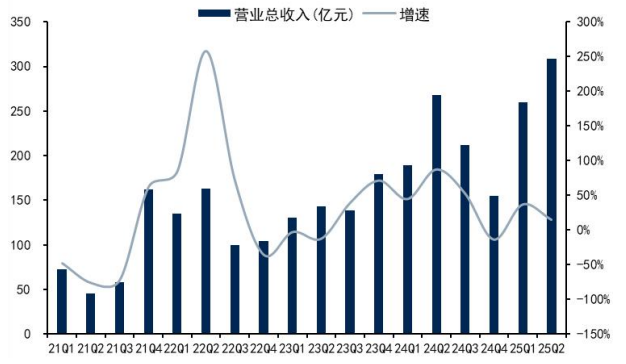
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



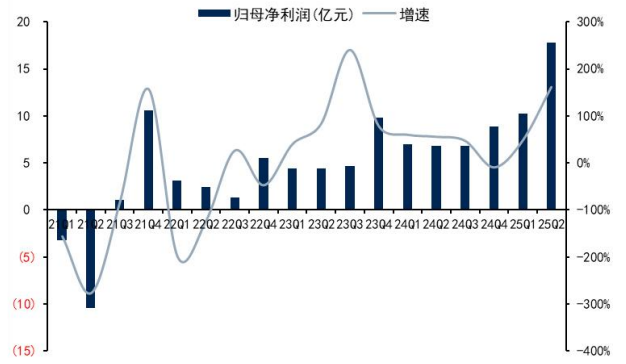
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



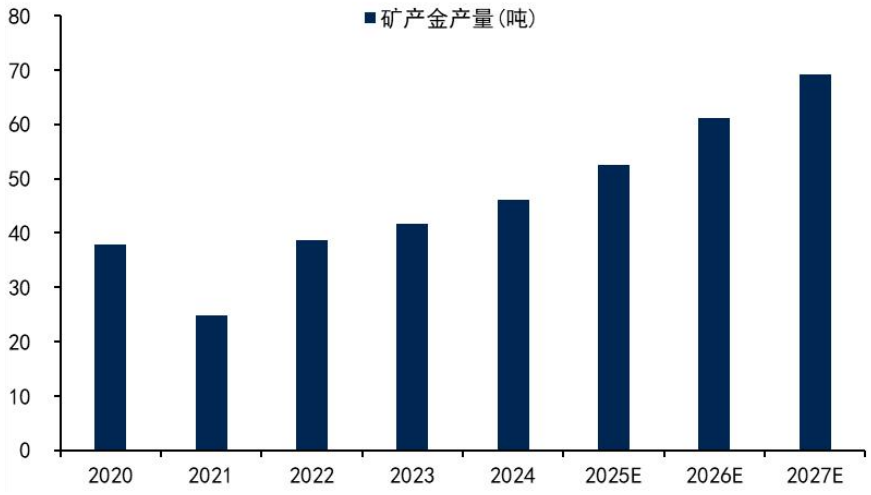
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

矿产金产量稳中有升：今年上半年，公司矿产金产量为 24.71 吨，同比+0.77%，其中 25Q1/Q2 产量分别为 11.87/12.84 吨，Q2 环比+8.17%；矿产金销量为 23.60 吨，其中 25Q1/Q2 销量分别为 10.99/12.61 吨，Q2 环比+14.74%。今年上半年，公司加快推进生产系统优化、加强“机械化、信息化、自动化、智能化”四化等重点工作，采掘总量同比+29.36%、选矿处理量同比+23.36%。**公司 2025 年的生产经营计划是：黄金产量不低于 50 吨。**

黄金产量远期有望持续提升：2024 年，公司完成西岭金矿探矿权收购，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；成功竞得大桥金矿外围探矿权；完成包头昶泰矿业 70%股权收购，增加一座在产成熟的矿山，实现当年并购、当年复产、当年盈利；玲珑金矿的玲珑矿区于 2024 年 10 月取得安全生产许可证及 11 月取得爆破作业单位许可证，实现全面复产；卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿项目于 2024 年 11 月初启动选厂项目带料试车，目前处于试生产阶段；焦家金

矿各矿权已完成整合，成功取得 660 万吨/年采矿证，自 2024 年开始扩大再生产项目建设及安全设施建设。今年上半年，三山岛金矿副井工程施工至-1900 米标高、刷新国内深井记录；焦家金矿资源整合项目设计的 5 条主控性竖井工程中，已有 4 条顺利掘砌到底，正在有序推进配套装卸载、排水配电、运输平巷等工程的施工，全力保障施工进度；新城金矿资源整合项目 4 条主要竖井工程均已掘砌到底，正在进行井下排水配电系统、粉矿回收系统建设，同步推进回风石门巷道、主要运输巷道掘砌施工。公司将加快世界级黄金资源产业基地的建设，未来随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

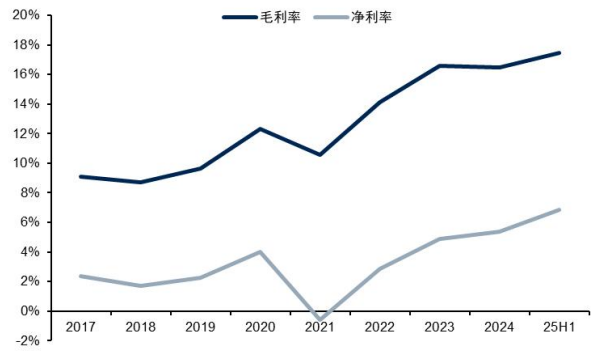
图5：公司矿产金产量变化预测



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

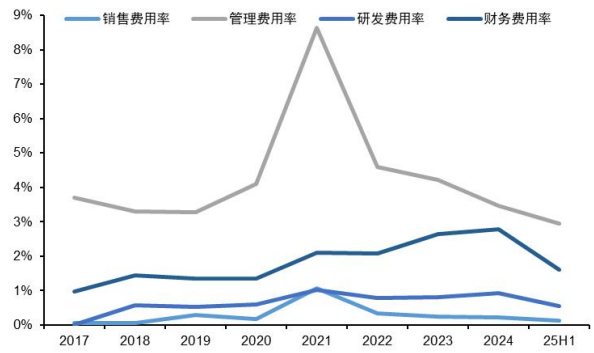
财务数据方面：①截止至 2025 年半年度，公司资产负债率为 63.11%；在手货币资金 125.23 亿元，同比+30.43%；在手存货 84.25 亿元，同比-7.01%。②在期间费用方面，今年上半年，公司销售费用约 7638 万元，同比-8.10%；管理费用约 16.80 亿元，同比+29.66%；研发费用约 3.12 亿元，同比+20.68%；财务费用约 9.14 亿元，同比-2.07%。③在利润分配方面，公司拟每 10 股派发现金红利累计人民币 1.80 元(含税)，总计约 8.05 亿元，占 2025 年半年度合并报表扣除永续债利息后归属于上市公司普通股股东净利润 31.45%，公司分红比例相对较高。

图6：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1094/1158/1219（原预测 891/931/983）亿元，同比增速 32.5%/5.9%/5.2%；归母净利润分别为 69.59/82.08/92.85（原预测 57.44/66.45/78.41）亿元，同比增速 135.8%/17.9%/13.1%；摊薄 EPS 分别为 1.56/1.83/2.08 元，当前股价对应 PE 分别为 21/18/16X。公司是行业龙头企业，聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	10224	11077	8000	8000	8000
应收款项	3871	5558	7365	7799	8209
存货净额	8848	6820	8573	8881	9190
其他流动资产	1780	1497	1984	2101	2211
流动资产合计	**28632**	**28701**	**29671**	**30531**	**31359**
固定资产	50166	61431	72246	82536	92305
无形资产及其他	32522	47348	45770	44191	42613
投资性房地产	20757	20653	20653	20653	20653
长期股权投资	2522	2527	2527	2527	2527
资产总计	**134599**	**160660**	**170867**	**180438**	**189457**
短期借款及交易性金融负债	26869	33168	28271	27918	25888
应付款项	10552	16968	21329	22095	22864
其他流动负债	12038	12251	15722	16304	16884
流动负债合计	**49459**	**62386**	**65322**	**66318**	**65636**
长期借款及应付债券	23211	30610	30610	30610	30610
其他长期负债	8669	9094	9094	9094	9094
长期负债合计	**31880**	**39704**	**39704**	**39704**	**39704**
负债合计	**81340**	**102090**	**105026**	**106022**	**105340**
少数股东权益	20174	20773	23172	26002	29203
股东权益	33085	37798	42669	48415	54914
负债和股东权益总计	**134599**	**160660**	**170867**	**180438**	**189457**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.52	0.66	1.56	1.83	2.08
每股红利	0.56	0.94	0.47	0.55	0.62
每股净资产	7.40	8.45	9.54	10.82	12.28
ROIC	6%	5%	10%	11%	11%
ROE	7%	8%	16%	17%	17%
毛利率	17%	17%	22%	23%	24%
EBIT Margin	9%	10%	16%	17%	18%
EBITDA Margin	16%	16%	20%	22%	23%
收入增长	18%	39%	33%	6%	5%
净利润增长率	87%	27%	136%	18%	13%
资产负债率	75%	76%	75%	73%	71%
股息率	1.7%	2.8%	1.4%	1.7%	1.9%
P/E	63.4	50.0	21.2	18.0	15.9
P/B	4.5	3.9	3.5	3.0	2.7
EV/EBITDA	24.1	18.7	11.3	10.0	9.0

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**59275**	**82518**	**109352**	**115802**	**121878**
营业成本	49437	68902	85715	89164	92610
营业税金及附加	1136	1296	1640	1737	1828
销售费用	147	185	219	232	244
管理费用	2506	2855	5406	5631	5844
研发费用	487	770	875	926	975
财务费用	1564	2288	2187	2316	2438
投资收益	(60)	(175)	(500)	(500)	(500)
资产减值及公允价值变动	268	203	500	500	500
其他收入	(49)	(100)	578	578	578
营业利润	3621	5744	13889	16374	18518
营业外净收支	(58)	(62)	(40)	(40)	(40)
利润总额	**3563**	**5682**	**13849**	**16334**	**18478**
所得税费用	672	1243	3462	4084	4619
少数股东损益	563	1488	3428	4043	4573
归属于母公司净利润	**2328**	**2952**	**6959**	**8208**	**9285**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2328	2952	6959	8208	9285
资产减值准备	8	50	12	11	10
折旧摊销	3922	4871	5241	5777	6299
公允价值变动损失	276	253	500	500	500
财务费用	1651	2039	2187	2316	2438
营运资本变动	(17280)	7822	3808	500	531
其它	17594	(2608)	2387	2819	3191
经营活动现金流	**6849**	**13340**	**18907**	**17815**	**19816**
资本开支	(9181)	(20103)	(15000)	(15000)	(15000)
其它投资现金流	(11442)	(2698)	0	0	0
投资活动现金流	**(20624)**	**(22801)**	**(15000)**	**(15000)**	**(15000)**
权益性融资	(63)	3000	0	0	0
负债净变化	9663	3398	0	0	0
支付股利、利息	(2509)	(4191)	(2088)	(2462)	(2786)
其它融资现金流	7346	8797	(4896)	(353)	(2031)
融资活动现金流	**14438**	**11004**	**(6984)**	**(2815)**	**(4816)**
现金净变动	**599**	**1579**	**(3077)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	7753	8353	11077	8000	8000
货币资金的期末余额	8353	9932	8000	8000	8000
企业自由现金流	(10795)	(1317)	6855	6045	8297
权益自由现金流	4652	8095	226	4015	4621

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032