


公司评级 **买入（上调）**

报告日期 2025 年 08 月 29 日

基础数据

08 月 28 日收盘价（元）	32.99
总市值（亿元）	1,475.78
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

【兴证金属】山东黄金年报点评：资源储量持续扩张，看好在建项目增量-2025.04.02

【兴证金属】山东黄金半年报点评：金价上行推动业绩提升，自产金增量可期-2024.08.29

分析师：李怡然

 S0190525040001
 liyiran@xyzq.com.cn

研究助理：陈权

chenquan1@xyzq.com.cn

山东黄金(600547.SH)
上半年业绩增长显著，加大分红回报股东
投资要点：

- **事件：**2025 年 8 月 27 日，公司发布 2025 年半年报，实现营业收入 567.66 亿元，同比+24.01%；归母净利润 28.08 亿元，同比+102.98%；扣非净利润 28.10 亿元，同比+98.74%。2025Q2 实现营业收入 308.3 亿元，同比+14.97%，环比+18.87%；归母净利润 17.82 亿元，同比+160.68%，环比+73.64%；扣非净利润 17.79 亿元，同比+152.72%，环比+72.67%。
- **黄金价格上行带动盈利增长，克金成本保持行业领先。**产量：2025H1 公司矿产金产量/销量分别为 24.71/23.60 吨，产量同比+0.8%，其中公司海外矿山产金 5.67 吨；2025Q1/Q2 黄金产量分别为 11.87/12.84 吨，Q2 产量同比+1.8%，环比+8.2%，销量分别为 10.99/12.61 吨。**价格：**根据 wind 数据，2025H1 上海黄金现货均价为 722 元/克，同比+38.6%，其中 Q2 均价为 770 元/克，环比+14.8%。**成本：**根据我们测算，公司上半年克金成本 345 元/克，比 2024 年均成本（293 元/克）上涨 52 元/克。
- **在建项目进展顺利。**在建工程方面，三山岛金矿副井工程施工刷新国内深井纪录，平行推进采选 15000 吨/日扩建工程建设项目核准、安设审查等手续办理，焦家金矿资源整合项目、新城金矿资源整合项目均按施工进度计划有序推进，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，新城金矿资源整合项目 4 条主要竖井工程均已掘砌到底。持续推进卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿项目生产系统联调联试试生产和生产能力爬坡，整体生产情况稳中向好。2024 年，公司年产黄金 1 吨以上的矿山达到 12 座，2025 年预计达到 13 座。探矿增储方面，公司持续加大地质勘查力度，上半年累计完成探矿工程量 29.3 万米，探矿新增金属量 18.8 吨。
- **重视股东回报，加大分红力度。**公司 2024 年度分红率较 2023 年度提升 6.46 个百分点。常态化实施半年度分红，2025 中期拟每 10 股派发现金红利 1.8 元（含税），分红金额共约 8.05 亿元，占当期扣除永续债利息后归属于上市公司普通股股东净利润的 31.45%。
- **美联储降息周期，黄金或将充分受益。**长期看涨逻辑未变，“大而美”法案通过后将进一步增加美国政府赤字与债务，美元信用将受到削弱，长期通胀抬升，为对冲美元弱化与地缘风险，央行持续购金稳定黄金需求。中期来看，2025H2 黄金仍有较好的上涨逻辑，（1）美联储降息带来流动性，黄金或将同时受益资产增配与黄金 ETF 资金净流入的支撑（2）美国关税扰动，抬升通胀预期，黄金抗通胀属性激发（3）美国关税反复与地缘风险扰动，使得避险需求支撑黄金买盘（4）美联储新联储主席提名，或导致后续降息加速。（5）美国经济有走向滞胀的可能性，黄金或为最佳受益品种之一。
- **盈利预测与投资建议：**2025H2 美联储降息预期不断加强，金价中枢有望不断抬升，公司重点项目建设进展顺利，未来增量可期。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 65.90、86.24、95.46 亿元，EPS 分别为 1.47、1.93、2.13 元，2025 年 8 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 22.4、17.1、15.5 倍，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**公司矿产金产量不及预期，克金成本出现劣化，黄金价格大幅波动。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	82518	111425	123312	130254
同比增长	39.2%	35.0%	10.7%	5.6%
归母净利润（百万元）	2952	6590	8624	9546
同比增长	26.8%	123.3%	30.9%	10.7%
毛利率	16.5%	20.1%	22.9%	24.3%
ROE	7.8%	14.6%	16.4%	15.7%
每股收益（元）	0.66	1.47	1.93	2.13
市盈率	50.0	22.4	17.1	15.5

数据来源：携宁，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

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28701	60549	89094	119380
货币资金	11077	38680	65766	95203
交易性金融资产	3749	3549	3649	3749
应收票据及应收账款	617	975	1079	1140
预付款项	473	610	652	676
存货	6820	8808	9409	9758
其他	5965	7926	8538	8853
非流动资产	131959	128819	124928	120332
长期股权投资	2527	2527	2527	2527
固定资产	50826	48764	46636	44304
在建工程	10604	9994	8905	8284
无形资产	47348	47526	47605	46633
商誉	13033	13033	13033	13033
其他	7620	6975	6223	5551
资产总计	160660	189368	214022	239712
流动负债	62386	77418	86037	93585
短期借款	26269	32332	38394	44456
应付票据及应付账款	16968	21914	23409	24278
其他	19149	23173	24234	24851
非流动负债	39704	42850	46249	49647
长期借款	26610	30008	33406	36805
其他	13094	12842	12842	12842
负债合计	102090	120268	132286	143232
股本	4473	4473	4473	4473
未分配利润	15598	19241	25518	32466
少数股东权益	20773	24094	29159	35523
股东权益合计	58570	69100	81736	96480
负债及权益合计	160660	189368	214022	239712

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2952	6590	8624	9546
折旧和摊销	4995	5423	5672	5777
营运资金的变动	2171	4036	1099	636
经营活动产生现金流量	13340	22033	23623	25835
资本支出	-20099	-2906	-2502	-1902
长期投资	-2679	348	348	348
投资活动产生现金流量	-22801	-2933	-2453	-1867
债权融资	9412	10059	9460	9460
股权融资	3000	0	0	0
融资活动产生现金流量	11004	9656	5916	5469
现金净变动	1579	28748	27086	29437

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82518	111425	123312	130254
营业成本	68902	88987	95061	98588
税金及附加	1296	1750	1937	2046
销售费用	185	249	276	291
管理费用	2855	3855	4267	4507
研发费用	770	1040	1151	1216
财务费用	2288	2545	2703	2967
投资收益	-175	-236	-261	-276
公允价值变动收益	-253	-348	-348	-348
信用减值损失	-36	0	0	0
资产减值损失	-50	4	0	0
营业利润	5744	12468	17363	20073
营业外收支	-62	-62	-62	-62
利润总额	5682	12406	17300	20010
所得税	1243	2494	3611	4100
净利润	4439	9912	13690	15911
少数股东损益	1488	3321	5065	6364
归属母公司净利润	2952	6590	8624	9546
EPS(元)	0.66	1.47	1.93	2.13

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%	35.0%	10.7%	5.6%
营业利润增长率	58.6%	117.0%	39.3%	15.6%
归母净利润增长率	26.8%	123.3%	30.9%	10.7%
盈利能力				
毛利率	16.5%	20.1%	22.9%	24.3%
归母净利率	3.6%	5.9%	7.0%	7.3%
ROE	7.8%	14.6%	16.4%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	63.5%	63.5%	61.8%	59.8%
流动比率	0.46	0.78	1.04	1.28
速动比率	0.33	0.65	0.91	1.15
营运能力				
资产周转率	55.9%	63.7%	61.1%	57.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.66	1.47	1.93	2.13
每股经营现金	2.98	4.93	5.28	5.78
估值比率(倍)				
PE	50.0	22.4	17.1	15.5
PB	3.9	3.3	2.8	2.4

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。

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、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	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	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	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn