

山东黄金(600547)

报告日期: 2025 年 09 月 04 日

高成本金矿利润改善幅度超预期

——山东黄金 2025 年中报点评

投资要点

- 山东黄金发布 2025 年中报, 其中 25H1 归母净利润 28.08 亿, 同比+102.98%, 盈利表现略超市场预期。值得关注的是 25H1 山东黄金加权 ROE 为 9.81% (去年同期 5%), 资产盈利能力转好。
- **产量维持稳健, 未来增长规划逐步落地**
2025 年上半年, 公司矿产金产量 24.71 吨 (24H1 为 24.52 吨) 略有增长; 自产金销量 23.60 吨。产量维持稳健, 基本实现产销平衡。
- **增量项目进度更新: 三山岛金矿副井工程施工至-1900 米标高并平行推进采选 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 (满产 18.85 吨/年) 5 条竖井中有 4 条顺利掘砌到底; 新城金矿 (满产 7.8 吨/年) 4 条主要竖井顺利掘砌到底; 卡蒂诺金矿爬坡生产情况稳中向好; 山金国际 Osino 选厂 25Q4 开建, 预计 27H1 投产。**
- **我们如何看待现在的山东黄金? 公司杠杆逐渐进入密集收获期。**
我们认为, 前两年山东黄金加杠杆并购的决策正进入密集收获期。卡蒂诺金矿、大桥金矿与山金国际等外延优质资产未来有望贡献可观收入。内部三山岛、焦家、新城正有序推进扩产。
行业上行期积极并购金矿: 并购使公司资产负债率从 2020 年 50% 上升至 25H1 的 63%, 25 年 H1 公司长期借款为 229 亿元, 体量较大。但回头看近年金价一路上行, 若现在并购交易对价会显著上升, 系列并购充实公司黄金储备。
- **金价观点: 25Q4 积极看多黄金在滞胀+降息+债务冲击下的上行机会。**
我们积极看多黄金滞胀+降息+债务冲击环境下的表现。**滞胀:** 从目前宏观数据来看, 25Q4 美国宏观大概率落入滞胀象限。同时美国关税政策仍悬而未决, 未来通胀水平有可能更高。
降息: 美联储目前鸽派, 降息可能性大。
债务冲击: 欧洲国债收益率纷纷上行, 利好金价。金价上行逻辑非常顺畅。
- **盈利预测与估值:**
公司是黄金行业龙头公司, 行业地位稳固。因目前金价相比 2024 年均价上行, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 65.54 亿元、83.43 亿元、108.24 亿元, 分别同比 +122.04%、+27.31%、+29.73%。EPS 分别为 1.47/1.87/2.42 元, 对应的 PE 分别为 24.74/19.44/14.98 倍, 维持公司买入评级。
- **风险提示:** 扩产工程进度不及预期, 黄金价格不及预期。

投资评级: 买入(维持)

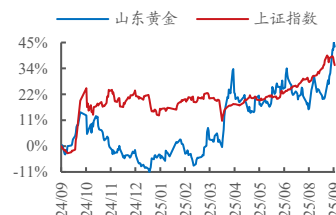
分析师: 沈皓俊
执业证书号: S1230523080011
shenhaojun@stocke.com.cn

分析师: 沈家悦
执业证书号: S1230525080013
shenjiayue@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 36.25
总市值(百万元)	162,161.82
总股本(百万股)	4,473.43

股票走势图



相关报告

- 1 《黄金龙头, 业绩释放》
2024.04.03
- 2 《受益于金价上行, 业绩同比增长明显》 2023.08.30
- 3 《成长的黄金龙头——山东黄金深度报告》 2023.08.20

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	82,518	113,500	129,904	147,968
(+/-) (%)	39.21%	37.55%	14.45%	13.91%
归母净利润	2,952	6,554	8,343	10,824
(+/-) (%)	26.80%	122.04%	27.31%	29.73%
每股收益(元)	0.66	1.47	1.87	2.42
P/E	54.94	24.74	19.44	14.98

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,701	28,330	38,420	46,121
现金	11,077	1,589	7,648	12,543
交易性金融资产	3,749	4,380	5,024	5,024
应收账款	617	951	1,117	1,303
其它应收款	4,941	6,270	7,214	8,242
预付账款	473	732	825	924
存货	6,820	13,191	15,240	16,734
其他	1,025	1,217	1,352	1,352
非流动资产	131,959	152,258	172,573	190,734
金融资产类	4,510	4,752	4,708	4,698
长期投资	2,527	2,851	3,197	3,524
固定资产	50,826	54,637	57,467	58,932
无形资产	47,348	55,808	64,943	73,688
在建工程	10,604	12,441	14,291	16,103
其他	16,143	21,769	27,967	33,789
资产总计	160,660	180,589	210,993	236,855
流动负债	62,386	74,372	86,696	94,868
短期借款	26,269	30,269	34,069	37,669
应付款项	16,968	17,702	20,153	22,379
预收账款	1	1	1	2
其他	19,148	26,400	32,472	34,818
非流动负债	39,704	40,017	41,487	42,764
长期借款	26,610	27,610	28,810	30,110
其他	13,094	12,408	12,678	12,655
负债合计	102,090	114,389	128,184	137,632
少数股东权益	20,773	24,074	28,277	33,730
归属母公司股东权益	37,798	42,125	54,533	65,493
负债和股东权益	160,660	180,589	210,993	236,855

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13,340	21,859	29,633	33,933
净利润	4,439	9,855	12,546	16,277
折旧摊销	4,995	10,716	12,161	13,098
财务费用	2,039	2,567	2,778	2,988
投资损失	(35)	(11)	(195)	(222)
营运资金变动	2,171	(1,234)	2,054	1,840
其它	(269)	(34)	289	(48)
投资活动现金流	(22,801)	(31,882)	(32,945)	(31,039)
资本支出	(20,099)	(30,640)	(32,208)	(30,948)
长期投资	(2,679)	(977)	(997)	(319)
其他	(22)	(264)	259	229
筹资活动现金流	11,004	531	9,368	1,991
短期借款	6,062	4,000	3,800	3,600
长期借款	3,398	1,000	1,200	1,300
其他	1,543	(4,469)	4,368	(2,909)
现金净增加额	1,579	(9,488)	6,059	4,895

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	82,518	113,500	129,904	147,968
营业成本	68,902	91,502	103,167	115,546
营业税金及附加	1,296	1,816	2,078	2,367
营业费用	185	284	325	370
管理费用	2,855	3,973	4,547	5,179
研发费用	770	1,362	1,559	1,776
财务费用	2,288	2,235	2,730	2,759
资产减值损失	(50)	(9)	(10)	(9)
公允价值变动损益	(253)	15	10	0
投资净收益	(175)	11	195	222
其他经营收益	37	23	26	30
营业利润	5,744	12,291	15,646	20,214
营业外收支	(62)	(49)	(61)	5
利润总额	5,682	12,242	15,585	20,219
所得税	1,243	2,387	3,039	3,943
净利润	4,439	9,855	12,546	16,277
少数股东损益	1,488	3,301	4,203	5,453
归属母公司净利润	2,952	6,554	8,343	10,824
EBITDA	13,500	25,194	30,476	36,076
EPS (最新摊薄)	0.66	1.47	1.87	2.42

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	39.21%	37.55%	14.45%	13.91%
营业利润	58.62%	113.97%	27.29%	29.20%
归属母公司净利润	26.80%	122.04%	27.31%	29.73%
获利能力				
毛利率	16.50%	19.38%	20.58%	21.91%
净利率	3.58%	5.77%	6.42%	7.31%
ROE	7.81%	15.56%	15.30%	16.53%
ROIC	5.43%	8.70%	9.44%	10.43%
偿债能力				
资产负债率	63.54%	63.34%	60.75%	58.11%
净负债比率	90.19%	99.99%	79.28%	66.09%
流动比率	0.46	0.38	0.44	0.49
速动比率	0.33	0.18	0.24	0.29
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.67	0.66	0.66
应收账款周转率	162.92	193.87	176.54	170.02
应付账款周转率	6.65	7.39	9.01	8.97
每股指标(元)				
每股收益	0.66	1.47	1.87	2.42
每股经营现金	2.98	4.89	6.62	7.59
每股净资产	8.45	9.42	12.19	14.64
估值比率				
P/E	54.94	24.74	19.44	14.98
P/B	4.29	3.85	2.97	2.48
EV/EBITDA	11.41	9.06	7.48	6.31

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>