

山东黄金（600547）

2026 年中报点评：Q2 利润环比高增，矿产金成本显著优化

买入（首次）

2026 年 08 月 30 日

证券分析师 刘奕町

执业证书：S0600526060002

liuyt@dwzq.com.cn

证券分析师 曾先毅

执业证书：S0600526070003

zengxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（亿元）	825.18	1,042.87	1,208.15	1,382.14	1,448.36
同比（%）	39.21	26.38	15.85	14.40	4.79
归母净利润（亿元）	29.52	47.39	85.00	127.20	146.02
同比（%）	26.80	60.57	79.34	49.64	14.80
EPS-最新摊薄（元/股）	0.64	1.03	1.84	2.76	3.17
P/E（现价&最新摊薄）	55.43	34.52	19.25	12.86	11.20

投资要点

■ **业绩摘要：**2026 年上半年实现归母净利润 35.4 亿，同比+26.2%，扣非归母 35.4 亿，同比+26.1%；其中，26Q2 实现归母净利 21.0 亿，同比+17.7%，环比+45.1%，扣非归母 20.8 亿，同比+17.0%，环比+42.3%。

■ **安监趋严，黄金产量阶段性承压：**26H1 公司实现矿产金产量 19.1 吨，同比-22.7%，销量 19.96 吨，同比-15.4%。其中，Q1/2 产量分别为 9.54/9.56 吨，Q2 环比+0.2%；销量分别为 9.7/10.25 吨，Q2 环比+5.6%。上半年，国内重点产金省区开展矿山安全大排查大整治与专项治理等，部分矿山因此实施停产自查，对黄金产量造成阶段性影响。

■ **矿产金售价随金价提升，Q2 成本或得到大幅优化：**26H1 公司矿产金平均销售单价 1030 元/g，同比+43%；折价比例 99.1%，同比-0.5pct。26H1 矿产金平均成本为 450 元/g，同比+30.5%。

我们测算 26Q2 矿产金的单位销售成本得到大幅优化：参考 26H1 公司矿产金毛利占比 88.4%，测算 Q1/2 矿产金的平均单位毛利约为 542/616 元/g，并通过 Q1/2 沪金均价 1090/993 元/g、H1 平均销售折价系数 99.1%，倒算出 Q1/2 的矿产金单位销售成本约为 538/368 元/g，Q2 成本环比下降 170 元/g，降幅达 32%。

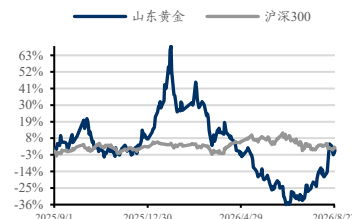
■ **大额减值完成，下半年有望轻装上阵：**26Q2 公允价值变动净收益科目亏损 8.57 亿元，其中主要来自 6 月 3 日，公司全资子公司山金金控资本管理有限公司将持有的东海证券 18.71%股份出售给东吴证券，并确认公允价值变动损失 7.05 亿元。伴随一次性大额减值完成，公司下半年利润有望得到修复。

■ **量增项目稳步推进，远期黄金产量增长可期：**上半年，公司取得各类权证及相关批复 48 项，三山岛金矿、新城金矿、赤峰柴矿等多个重点项目稳步推进。其中，公司预计 2026 年 9 月底取得三山岛金矿采选 15000 吨/日扩建工程项目核准批复，安全设施设计批复办理与项目开展建设提上日程；纳米比亚 Osino 项目正在开展选厂设备安装及露天剥离入场施工，公司预计 2027 年上半年投产。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2026-2028 年公司有望实现归母净利润 85/127.2/146.0 亿元，对应 PE 19.3/12.9/11.2 倍（截至 2026 年 8 月 28 日收盘）。考虑公司增产上产稳步推进，成本优化初现势头，有望在黄金上行周期中享受量价利齐升，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**金价大幅波动的风险，公司生产经营不及预期的风险，宏观政策调整风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.49
一年最低/最高价	22.55/65.55
市净率(倍)	4.94
流通 A 股市值(百万元)	128,276.59
总市值(百万元)	163,606.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.19
资产负债率(%,LF)	61.90
总股本(百万股)	4,609.93
流通 A 股(百万股)	3,614.44

山东黄金三大财务预测表

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	339	332	416	529	营业总收入	1,043	1,208	1,382	1,448
货币资金及交易性金融资产	201	179	250	359	营业成本(含金融类)	829	949	1,039	1,066
经营性应收款项	9	8	7	6	税金及附加	22	24	28	29
存货	69	79	87	89	销售费用	2	2	2	2
合同资产	0	0	0	0	管理费用	36	39	44	46
其他流动资产	60	65	72	74	研发费用	10	11	13	14
非流动资产	1,365	1,513	1,649	1,768	财务费用	19	12	12	12
长期股权投资	26	27	28	29	加:其他收益	0	0	1	1
固定资产及使用权资产	596	675	740	793	投资净收益	(6)	2	3	3
在建工程	66	69	71	73	公允价值变动	(15)	(8)	(1)	(1)
无形资产	472	546	615	679	减值损失	(10)	(3)	(3)	(3)
商誉	127	132	137	142	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	94	163	243	279
其他非流动资产	77	63	57	51	营业外净收支	(3)	(1)	(1)	(1)
资产总计	1,704	1,845	2,065	2,297	利润总额	91	162	242	278
流动负债	721	783	854	900	减:所得税	25	44	65	75
短期借款及一年内到期的非流动负债	399	416	446	476	净利润	66	118	177	203
经营性应付款项	180	198	217	222	减:少数股东损益	19	33	49	57
合同负债	7	6	7	7	归属母公司净利润	47	85	127	146
其他流动负债	135	163	185	195	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.03	1.84	2.76	3.17
非流动负债	339	307	287	277	EBIT	142	174	254	289
长期借款	216	186	166	156	EBITDA	214	267	367	421
应付债券	40	40	40	40	毛利率(%)	20.46	21.42	24.80	26.39
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	4.54	7.04	9.20	10.08
其他非流动负债	82	80	80	80	收入增长率(%)	26.38	15.85	14.40	4.79
负债合计	1,060	1,090	1,141	1,177	归母净利润增长率(%)	60.57	79.34	49.64	14.80
归属母公司股东权益	449	527	647	785					
少数股东权益	195	228	277	334					
所有者权益合计	644	755	924	1,119					
负债和股东权益	1,704	1,845	2,065	2,297					

现金流量表 (亿元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	215	256	328	357	每股净资产(元)	6.72	8.39	11.00	13.99
投资活动现金流	(136)	(250)	(252)	(252)	最新发行在外股份(亿股)	46	46	46	46
筹资活动现金流	(19)	(27)	(5)	3	ROIC(%)	8.18	9.40	12.47	12.55
现金净增加额	61	(22)	71	109	ROE-摊薄(%)	10.56	16.14	19.66	18.60
折旧和摊销	73	94	113	131	资产负债率(%)	62.21	59.09	55.24	51.26
资本开支	(129)	(258)	(258)	(258)	P/E (现价&最新股本摊薄)	34.52	19.25	12.86	11.20
营运资本变动	46	25	22	7	P/B (现价)	5.29	4.23	3.23	2.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>