

山东黄金（600547.SH）——半年报点评

二季度业绩表现亮眼，多项扩能改造工程有序推进

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 535.88 亿元，同比-5.60%；实现归母净利润 35.43 亿元，同比+26.17%。公司于 26Q2 实现营收 210.72 亿元，同比-31.65%，环比-35.20%；实现归母净利润 20.97 亿元，同比+17.71%，环比+45.09%。公司二季度业绩表现亮眼。

矿产金产量同比下降，下半年有望逐步恢复：上半年，公司矿产金产量 19.10 吨，同比-22.70%，其中 26Q1/Q2 产量分别为 9.54/9.56 吨；矿产金销量 19.96 吨，同比-15.42%，其中 26Q1/Q2 销量分别为 9.71/10.25 吨。上半年，面对行业安全监管升级态势，公司开展安全规范管理提升工作，强化安全标准化建设；统筹基建与生产，减少生产作业面，所以短期对矿产金产量带来一定的影响。预计今年下半年，公司矿产金产量有望逐步恢复。

黄金产量远期有望大幅提升：公司加快推进年度重点项目建设。三山岛金矿、新城金矿、赤峰柴矿等多个重点项目超序时进度，纳米比亚 Osino 公司双子山金矿项目建设采选工程道路、选厂、尾矿库建设有序实施，当前正开展选厂设备安装及露天剥离入场施工，同步推进采矿境界优化、运营团队组建，预计 2027 年上半年投产。靶向攻坚权证办理，上半年取得各类权证及相关批复 48 项；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，下步将办理安全设施设计批复和推动项目开展建设。

利润分配方面：公司拟每 10 股派发现金红利 1.00 元(含税)，总计约 4.61 亿元，约占公司今年上半年扣除永续债利息后归属于上市公司普通股股东净利润的 34.84%。

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。

预计公司 2026-2028 年营收分别为 1134/1224/1264 (原预测 1245/1324/1402) 亿元，同比增速 8.7%/7.9%/3.3%；归母净利润分别为 88.87/107.02/113.21 (原预测 98.17/114.30/129.70) 亿元，同比增速 87.5%/20.4%/5.8%；摊薄 EPS 分别为 1.93/2.32/2.46 元，当前股价对应 PE 分别为 18.4/15.3/14.5X。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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	82,518	104,287	113,400	122,400	126,400
(+/-%)	39.2%	26.4%	8.7%	7.9%	3.3%
净利润(百万元)	2,952	4,739	8,887	10,702	11,321
(+/-%)	26.8%	60.6%	87.5%	20.4%	5.8%
每股收益(元)	0.66	1.03	1.93	2.32	2.46
EBIT Margin	10.3%	13.8%	19.4%	21.3%	21.7%
净资产收益率 (ROE)	7.8%	10.6%	17.4%	18.3%	17.0%
市盈率 (PE)	53.8	34.5	18.4	15.3	14.5
EV/EBITDA	19.5	12.6	9.4	8.0	7.4
市净率 (PB)	4.20	3.64	3.20	2.79	2.46

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

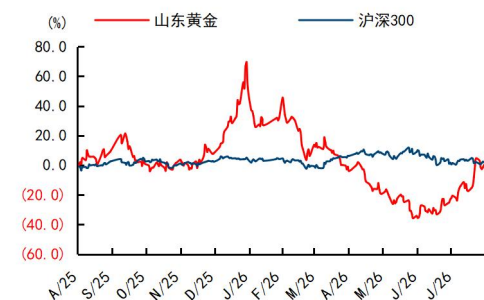
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	35.49 元
总市值/流通市值	163606/163606 百万元
52 周最高价/最低价	65.55/22.55 元
近 3 个月日均成交额	2297.84 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：矿产金产量稳中有升，重点项目建设提速增效》——2026-04-03
- 《山东黄金（600547.SH）半年报点评：二季度黄金量价齐增推动业绩，增产扩能稳步推进》——2025-08-29
- 《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

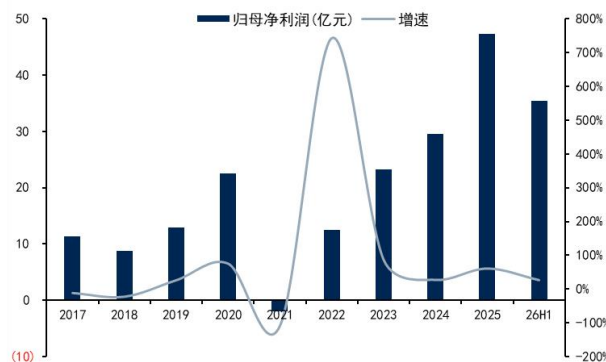
公司发布 2026 年半年报：上半年实现营收 535.88 亿元，同比-5.60%；实现归母净利润 35.43 亿元，同比+26.17%；实现扣非净利润 35.44 亿元，同比+26.14%。其中，公司于 26Q2 实现营收 210.72 亿元，同比-31.65%，环比-35.20%；实现归母净利润 20.97 亿元，同比+17.71%，环比+45.09%；实现扣非净利润 20.81 亿元，同比+16.99%，环比+42.31%。公司二季度业绩表现亮眼。

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



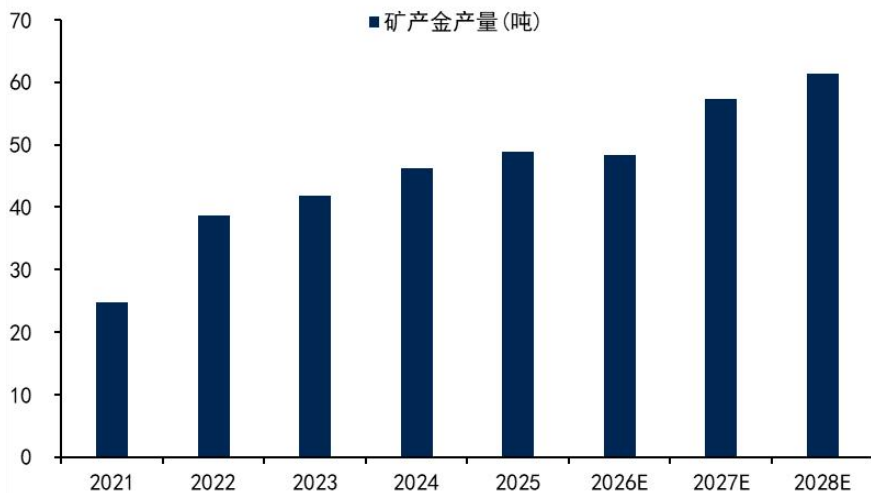
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

矿产金产量同比下降，下半年有望逐步恢复：上半年，公司矿产金产量 19.10 吨，同比-22.70%，其中 26Q1/Q2 产量分别为 9.54/9.56 吨；矿产金销量 19.96 吨，同比-15.42%，其中 26Q1/Q2 销量分别为 9.71/10.25 吨。今年上半年，面对行业安全监管升级态势，公司开展安全规范管理提升工作，强化安全标准化建设；统筹基建与生产，减少生产作业面，所以短期对矿产金产量带来一定的影响。但另一方面，今年上半年，公司海外矿山产金 6.69 吨，同比+18.03%，卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿通过优化采剥作业计划和优化选冶工艺，采矿量、供矿量、选矿处理量同比大幅提升，选矿回收率提高，产量同比增幅超 50%。预计今年下半年，公司矿产金产量有望逐步恢复。

黄金产量远期有望大幅提升：上半年，公司加快推进年度重点项目建设。三山岛金矿、新城金矿、赤峰柴矿等多个重点项目超序时进度，纳米比亚 Osino 公司双子山金矿项目建设采选工程道路、选厂、尾矿库建设有序实施，当前正开展选厂设备安装及露天剥离入场施工，同步推进采矿境界优化、运营团队组建，预计 2027 年上半年投产。靶向攻坚权证办理，上半年取得各类权证及相关批复 48 项；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，下步将办理安全设施设计批复和推动项目开展建设。

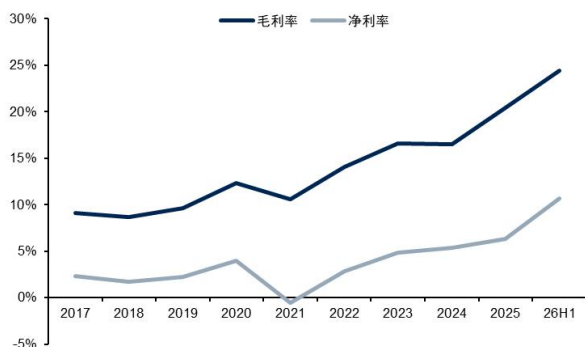
图5：公司矿产金产量变化预测



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

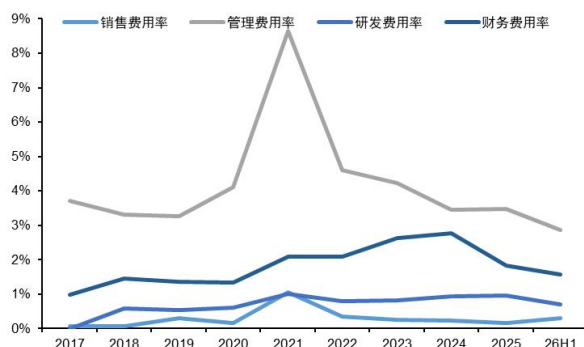
财务数据方面：①截止至 2026 年二季度，公司资产负债率为 61.90%；在手货币资金 173.26 亿元，同比+38.36%；在手存货 87.02 亿元，同比+3.29%。②在期间费用方面，今年上半年，公司销售费用约 1.61 亿元，同比+110.43%；管理费用约 15.29 亿元，同比-9.00%；研发费用约 3.73 亿元，同比+19.74%；财务费用约 8.46 亿元，同比-7.41%。③在利润分配方面，公司拟每 10 股派发现金红利 1.00 元(含税)，总计约 4.61 亿元，约占公司今年上半年扣除永续债利息后归属于上市公司普通股股东净利润的 34.84%。

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 2026-2028 年营收分别为 1134/1224/1264(原预测 1245/1324/1402) 亿元，同比增速 8.7%/7.9%/3.3%；归母净利润分别为 88.87/107.02/113.21(原预测 98.17/114.30/129.70) 亿元，同比增速 87.5%/20.4%/5.8%；摊薄 EPS 分别为 1.93/2.32/2.46 元，当前股价对应 PE 分别为 18.4/15.3/14.5X。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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	11077	17491	10000	10000	10167	营业收入	82518	104287	113400	122400	126400
应收款项	5558	5583	6070	6552	6766	营业成本	68902	82950	84262	88706	91080
存货净额	6820	6904	7152	7512	7683	营业税金及附加	1296	2220	2722	2938	3034
其他流动资产	1497	1296	1409	1521	1571	销售费用	185	167	340	367	379
流动资产合计	28701	33868	27225	28179	28781	管理费用	2855	3614	4807	5063	5177
固定资产	61431	65888	75422	84481	93043	研发费用	770	993	794	857	885
无形资产及其他	47348	47239	45665	44090	42515	财务费用	2288	1910	1792	1934	1997
投资性房地产	20653	20775	20775	20775	20775	投资收益	(175)	(570)	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	2527	2604	2604	2604	2604	资产减值及公允价值变动	203	697	1100	1100	1100
资产总计	160660	170374	171691	180129	187718	其他收入	(100)	(1778)	(625)	(625)	(625)
短期借款及交易性金融负债	33168	39889	30211	25410	20000	营业利润	5744	9389	19059	22910	24223
应付款项	16968	18018	18663	19605	20049	营业外净收支	(62)	(300)	(200)	(200)	(200)
其他流动负债	12251	14172	14950	15723	16086	利润总额	5682	9089	18859	22710	24023
流动负债合计	62386	72079	63824	60738	56135	所得税费用	1243	2462	5186	6245	6606
长期借款及应付债券	30610	25556	25556	25556	25556	少数股东损益	1488	1888	4785	5763	6096
其他长期负债	9094	8360	8360	8360	8360	归属于母公司净利润	2952	4739	8887	10702	11321
长期负债合计	39704	33916	33916	33916	33916	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	102090	105995	97740	94653	90051	净利润	2952	4739	8887	10702	11321
少数股东权益	20773	19480	22830	26864	31131	资产减值准备	50	799	118	120	117
股东权益	37798	44899	51120	58612	66536	折旧摊销	4871	7129	5812	6296	6795
负债和股东权益总计	160660	170374	171691	180129	187718	公允价值变动损失	253	1496	1100	1100	1100
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	2039	1923	1792	1934	1997
每股收益	0.66	1.03	1.93	2.32	2.46	营运资本变动	7822	2954	705	880	491
每股红利	0.94	1.06	0.58	0.70	0.74	其它	(2608)	4375	3232	3914	4150
每股净资产	8.45	9.74	11.09	12.71	14.43	经营活动现金流	13340	21493	19853	23012	23974
ROIC	5%	9%	12%	14%	14%	资本开支	(20103)	(12929)	(15000)	(15000)	(15000)
ROE	8%	11%	17%	18%	17%	其它投资现金流	(2698)	(680)	0	0	0
毛利率	17%	20%	26%	28%	28%	投资活动现金流	(22801)	(13609)	(15000)	(15000)	(15000)
EBIT Margin	10%	14%	19%	21%	22%	权益性融资	36	7548	0	0	0
EBITDA Margin	16%	21%	25%	26%	27%	负债净变化	3398	(5054)	0	0	0
收入增长	39%	26%	9%	8%	3%	支付股利、利息	(4191)	(4885)	(2666)	(3211)	(3396)
净利润增长率	27%	61%	88%	20%	6%	其它融资现金流	11761	517	(9678)	(4801)	(5410)
资产负债率	76%	74%	70%	67%	65%	融资活动现金流	11004	(1875)	(12344)	(8012)	(8806)
股息率	2.6%	3.0%	1.6%	2.0%	2.1%	现金净变动	1579	6062	(7491)	0	167
P/E	53.8	34.5	18.4	15.3	14.5	货币资金的期初余额	8353	9932	17491	10000	10000
P/B	4.2	3.6	3.2	2.8	2.5	货币资金的期末余额	9932	15994	10000	10000	10167
EV/EBITDA	19.5	12.6	9.4	8.0	7.4	企业自由现金流	3933	8583	7503	11057	12165
						权益自由现金流	13345	8364	(3756)	4829	5465

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所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