

评级变动报告

山东黄金 600547. SH



鉴于金价高位运行支撑了营收规模，但成本管控的滞后性导致利润释放不及预期，我们维持了对山东黄金中期的审慎判断。虽然DDM估值随时间推移自然修复，但考虑到当前市值已充分反映金价红利，且内部降本增效仍需时间验证，公司目前处于合理区间。核心逻辑如下：

营收端保持稳健预期：受益于全球避险情绪推动金价中枢上移，叠加海外及国内主力矿山产能释放，2026年营业收入预测维持在1114亿元左右（未做大幅上调）。这主要得益于矿产金销量的稳步增长与高金价的共振效应，确保了收入基本盘的稳定性。

盈利端受成本刚性压制：尽管收入保持稳健，但由于深部开采带来的刚性支出上升以及精细化管理尚处爬坡期，成本增速快于收入增速。2026年归母净利润预测下调至70.5亿元（原预期97.86亿元），降幅达27.9%。

基于上述现金流模型的修正，我们将DDM估值上调约2.7%至1369亿元。这一调整主要源于月度滚动带来的折现期缩短，而非基本面假设的根本性改变。对比当前市场总市值，股价已较为充分地计价了远期金价预期，当前估值合理。

公司基本信息



山东黄金所处的细分市场为黄金及多金属矿产资源的勘探、开采、选冶与精炼，核心业务涵盖标准金锭、投资金条等黄金产品的生产与销售，下游应用高度集中于珠宝首饰、工业制造及官方与民间投资储备。

公司作为胶东世界级黄金成矿带的核心开发企业，掌控焦家、三山岛、新城等多个超大型高品位金矿，依托深井开采、智能矿山及绿色提金等领先技术，在国内黄金资源禀赋最优越、产量最集中的区域占据主导地位。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	☆☆☆☆☆	DDM估值：价值	1369亿
当前股价	28.26元	盈利趋势	↓☆☆☆☆	状态	合理估值(上行空间+5.1%)
总市值	1302.77亿	产业格局	☆☆☆☆☆		
PE-TTM	25.25	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	1404亿
PB-MRQ	4.07			状态	合理估值(上行空间+7.8%)

公司盈利预测

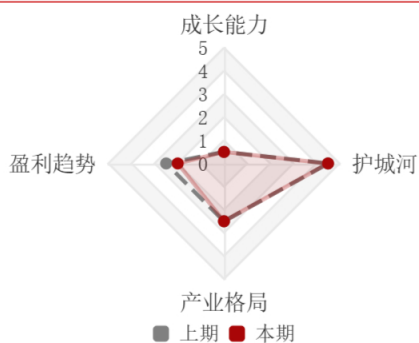
山东黄金	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	592.8	825.2	1042.9	1136.1	1160.1	1182.4	1246.7	1268.5
归母净利润(亿)	25.3	35.8	44.0	70.5	93.7	101.8	106.7	112.8
归母净利润增速(%)	78.8	41.4	23.1	60.2	32.9	8.7	4.8	5.8
经营性净利润(亿)	32.9	48.7	83.8	114.1	156.4	168.6	175.9	185.1
经营性净利润增速(%)	95.4	48.1	72.0	36.1	37.1	7.8	4.3	5.3
经营性归母净利润(亿)	28.8	39.2	55.7	81.6	104.0	112.1	117.0	123.1
经营性归母净利润增速(%)	72.5	36.2	42.0	46.4	27.5	7.8	4.3	5.3

资料来源：壹评级

深度评级变动分析

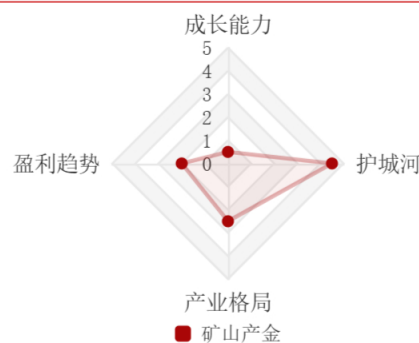
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-02

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-02

盈利趋势下降0.5星级：上期星级2.5星，本期星级2.0星。

随着主力矿山进入深部开采阶段，掘进、通风等固定运营成本大幅增加，2025年自有矿山原材料总成本增长，2026年一季度，受外部客观因素影响，公司自产金产量同比下滑，在矿山固定成本保持刚性的情况下，产量下滑导致成本摊薄效应减弱，进一步压制了当期盈利水平，导致盈利趋势下降0.5星。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的主要业务为矿山产金，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

矿山产金

收入假设：

量：2025年矿产金产量约48-49吨（同比基本持平），主要来自焦家、三山岛、新城等主力矿山的稳产运营。未来增量有限，主要依赖西岭金矿于2026年逐步达产，以及现有矿区深部扩能带来的边际提升。受制于胶东成矿带开发强度高、新探矿权获取难度加大及生态红线约束，远期矿产金产量预计稳定在65-70吨区间，扩张空间较为有限。

价：当前沪金现货价格已突破1,000元/克。中长期受益于全球地缘政治风险常态化、美联储降息周期开启、各国央行持续增持黄金储备（2023 - 2024年全球央行年均购金超1,000吨），叠加人民币资产避险需求上升，金价中枢显著上移，远期稳态均衡价格有望维持在1400元/克区间。

盈利能力假设：

短期：2026年黄金单位成本约300 - 350元/克，在金价720元/克下毛利率超50%；若金价维持1,000元/克以上，毛利率可提升至65%左右。

长期：依托焦家、三山岛、西岭等世界级金矿资源，单位成本具备较强刚性优势。考虑到未来黄金AISC抬升，公司在1,400元/克金价中枢下长期维持50%的稳态毛利率，支撑ROIC稳定在20.8%。

公司整体业绩预测

山东黄金	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	592.8	825.2	1042.9	1136.1	1160.1	1182.4	1246.7	1268.5
归母净利润(亿)	25.3	35.8	44.0	70.5	93.7	101.8	106.7	112.8
归母净利润增速(%)	78.8	41.4	23.1	60.2	32.9	8.7	4.8	5.8
经营性净利润(亿)	32.9	48.7	83.8	114.1	156.4	168.6	175.9	185.1
经营性净利润增速(%)	95.4	48.1	72.0	36.1	37.1	7.8	4.3	5.3
经营性归母净利润(亿)	28.8	39.2	55.7	81.6	104.0	112.1	117.0	123.1
经营性归母净利润增速(%)	72.5	36.2	42.0	46.4	27.5	7.8	4.3	5.3

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

矿山产金	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	178.7	250.3	384.0	480.1	571.1	606.4	630.2	655.7
收入增速(%)	17.7	40.1	53.4	25.0	18.9	6.2	3.9	4.1
经营性净利润(亿)	56.7	74.5	115.1	113.7	154.2	165.8	173.6	182.4
经营性净利率(%)	31.8	29.8	30.0	23.7	27.0	27.3	27.5	27.8
经营性净利润增速(%)	55.2	31.3	54.6	-1.3	35.6	7.5	4.7	5.1
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	414.1	574.9	658.9	656.0	589.0	576.0	616.4	612.7
收入增速(%)	17.9	38.8	14.6	-0.4	-10.2	-2.2	7.0	-0.6
经营性净利润(亿)	-23.8	-25.8	-31.3	0.4	2.2	2.8	2.3	2.8
经营性净利率(%)	-5.8	-4.5	-4.8	0.1	0.4	0.5	0.4	0.5
经营性净利润增速(%)	-21.0	-8.1	-21.6	101.2	491.8	30.2	-18.9	20.3

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
矿山产金	3.2%	中低	一般	强	7.8%	14.2	180.8
其他	-	中低-	一般	一般	7.0%	7.09	4.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
矿山产金(亿)	370.1	1768.1	2138.2	-	693.0	-	1445.2
其他(亿)	-60.9	19.7	-41.2	-	-	-	-41.2
公司整体测算(亿)	309.2	1787.8	2097.0	-	693.0	-	1404.0

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
矿山产金(亿)	959.6	1081.9	2041.5	-	684.0	-	1357.5
其他(亿)	-45.3	56.8	11.5	-	-	-	11.5
公司整体测算(亿)	914.3	1138.7	2053.1	-	684.0	-	1369.1

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，核心在于其业绩表现与黄金价格的波动高度绑定。当前金价已处历史高位，虽受全球央行购金、地缘政治等长期逻辑支撑，但短期价格易受美联储货币政策预期变化等因素扰动，存在不确定性。同时，公司自身经营也面临挑战：一方面，国内主力矿山开采深度增加导致成本持续攀升；另一方面，2026年一季度自产金产量同比下滑，暴露出产量增长的波动性。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。