

山东黄金（600547.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月22日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	32.23
总市值	1485.78 亿
PE-TTM	27.14
PB-MRQ	4.48

估值结果

价值	1421 亿
DDM 估值	上行空间 -4.3%
状态	合理估值
价值	1423 亿
动态估值	上行空间 -4.3%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ☆ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ☆ ☆ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ☆

核心评级结论

山东黄金是中国领先的黄金生产企业，拥有以胶东世界级金矿富集区为核心的优质资源基地，旗下三山岛、焦家等矿山均为国内超大型高品位金矿，在资源储量与生产规模上稳居行业前列。

成长空间较低，公司境内矿山接替压力大，海外项目尚处爬坡期，产能扩张速度与确定性一般。盈利趋势中规中矩，当前利润增长高度依赖金价上行这一外部红利，内生性的成本控制与运营效率提升相对有限，导致盈利质量与高品位资源不完全匹配。产业格局中规中矩，金铜等大宗商品同质化程度较高，且市场集中度低。公司在护城河维度分数较高，源于其坐拥胶东世界级金矿带的核心资产，保有资源量超2000吨，境内矿产金产量全国第一，形成了难以复制的资源壁垒。

当前，公司2024 - 2025年业绩增长主要受益于金价上涨这一外部因素，内生盈利能力并未实质性增强，市场已充分计入金价上行预期。根据壹评级的DDM估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于合理估值。

我们区别于市场的观点

与当前主流市场观点相比，本评级报告对公司的评估更为审慎。从资源质量与盈利兑现的匹配度来看，公司表现未达预期。以2025年为例，其主力矿山平均品位2-4克/吨，高于全球金矿均值，理论上应兑现的低水平的现金成本（AISC）和较高的利润率。但公司盈利水平低于同等资源条件的国际同行，反映出其资源禀赋未能有效转化为明显超额盈利。在此基础上，当前的估值已充分反映金价上行预期，判断为合理估值。

风险提示

若国际金价因美元走强或市场风险偏好回升而持续回调，则公司自产金盈利能力将显著承压。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 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。

2. 业务介绍

对于山东黄金公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

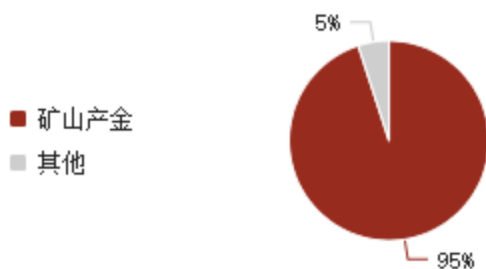
矿山产金：

公司依托山东胶东世界级黄金成矿带，拥有焦家、三山岛、新城、玲珑等多座超大型高品位金矿，是国内唯一拥有四座累计产金超百吨“百吨级”矿山的企业。公司保有资源量超过2000吨，境内矿产金产量全国第一，矿体埋深大、品位优、服务年限长，具备显著的资源禀赋优势。在竞争市场界定上，黄金具有高度全球化属性，价格由伦敦、纽约、上海等国际金融市场联动决定。我们对该业务的市场界定为全球竞争市场。

其他：

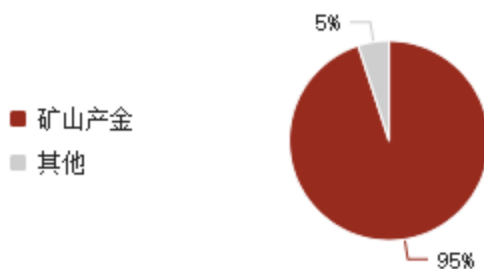
公司其他业务包括冶炼、贸易等，我们对该业务的市场界定为国内竞争市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

山东黄金为自有金矿开发的商业模式，公司属于典型的矿山开采行业，主要依靠资源优势，属于重资产行业。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

截至2025年末，山东黄金总资产规模达1,703.74亿元，反映出公司在持续推进深部找矿、矿山扩建及海外资源并购背景下，资产体量稳步扩张；资产负债率维持在62.21%，虽处于行业相对较高水平，主要源于大规模资本开支用于世界级金矿开发（如三山岛、焦家深部工程及海外项目）。公司总资产周转率为0.63次，体现出典型的重资产特征。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

2025年，公司销售费用率仅为0.16%，销售渠道主要为上海黄金交易所销售，交易高度标准化、渠道高度集中，几乎无需传统意义上的市场推广。此外，黄金本身具有全球统一定价属性，价格由国际市场决定，企业无需投入大量资源进行销售推广。

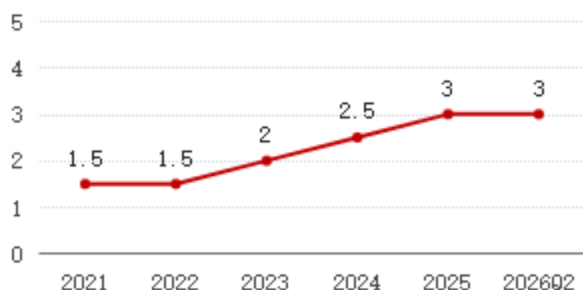
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力稳步提升，主要受益于金价上涨，盈利与成长能力均维持高位。业务控制力持续增强。股东回报能力随金价上行逐步攀升，整体经营质量呈现向好趋势。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



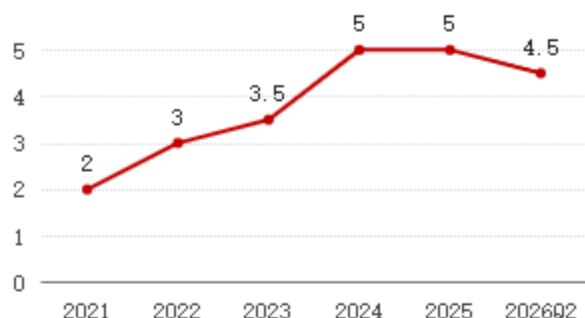
数据来源：公司财报，壹评级

2021年，由于年初，全省地下非煤矿山停产检查导致公司盈利能力下滑。2023年，产量和主营业务盈利能力基本回升。2024年-2026年，黄金价格上涨，公司盈利能力上升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



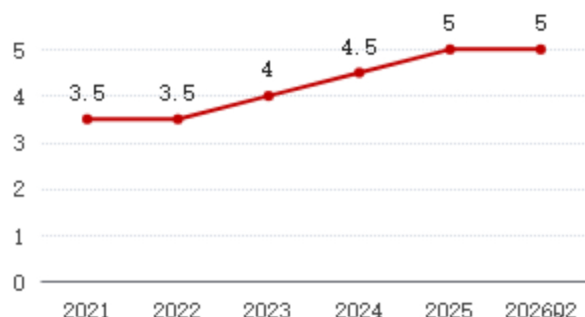
数据来源：公司财报，壹评级

2021年-2022年，美联储维持零利率并启动缩减购债，2022年3月起连续加息，金价高位震荡。2024年，黄金价格继续上涨，公司收入和利润增速较高，带动星级上升。2025年-2026年，受避险情绪持续和央行购金趋势影响，黄金维持高位运行，公司业绩受其支撑，成长星级维持高位。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



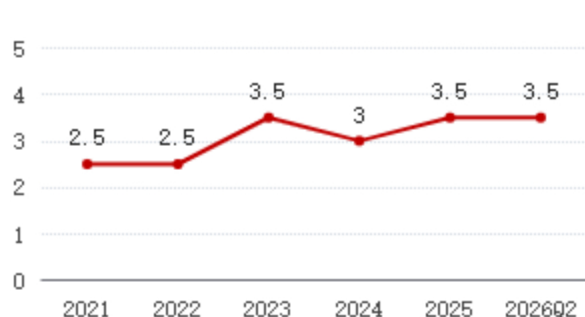
数据来源：公司财报，壹评级

公司2021-2022年，由于矿山安全事故问题，财务方面分数下降。2023年恢复正常经营后，公司星级上升至正常水平。2024-2026年，黄金紧俏，价格上升，公司变现能力强，业务控制力星级上涨。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近年来，山东黄金的股东回报能力呈现稳步提升趋势。2021-2022年，受矿山安全事故及行业周期影响，公司ROE处于相对低位，分红比例低，股价回报率表现平淡。2023年随着经营恢复和金价上行，ROE回升，分红比例提升，股东回报显著改善。2025年-2026年，在金价持续高位运行背景下，公司ROE进一步提升，分红稳健，叠加股价上涨带来的资本增值，综合股东回报能力提高。

5. 四维评级

成长空间较低，公司境内矿山接替压力大，海外项目尚处爬坡期，产能扩张速度与确定性一般。盈利趋势中规中矩，当前利润增长高度依赖金价上行这一外部红利，内生性的成本控制与运营效率提升相对有限，导致盈利质量与高品位资源不完全匹配。产业格局中规中矩，金铜等大宗商品同质化程度较高，且市场集中度低。公司在护城河维度分数较高，源于其坐拥胶东世界级金矿带的核心资产，保有资源量超2000吨，境内矿产金产量全国第一，形成了难以复制的资源壁垒。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司矿山产金业务的成长空间相对有限。当前核心矿区如焦家、三山岛等已进入深部开采阶段，新增资源接续依赖于深部找矿与外围勘探。叠加行业整体进入成熟期，难以具备高成长性。

矿山产金(2星):

公司矿山产金业务的成长空间相对有限。公司现有核心矿区如焦家、三山岛等已进入中后期开采阶段，虽深部及外围仍有找矿潜力，但新增资源接续节奏缓慢，受制于地质条件复杂、勘探成本高企等因素。近期产能扩张看点在于，国内单体最大金矿“西岭金矿”的注入，叠加海外卡蒂诺、Osino等绿地项目的快速推进，综合评估下来，其成长能力略高于行业平均水平。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司矿山产金业务盈利趋势稳健但缺乏显著弹性。近年来受益于金价持续上行，公司毛利率与净利率均保持较高水平，且具备较强的现金生成能力。然而，其盈利高度依赖金价波动，抗周期能力较弱；同时部分矿山已进入深部开采阶段，单位成本呈上升趋势，叠加环保投入增加，利润增速趋于放缓。

矿山产金(2星):

公司矿山产金业务盈利趋势稳健但弹性不足，其盈利高度依赖金价波动，当价格回调时利润将迅速承压；同时部分老矿已进入深部开采阶段，单位成本呈上升趋势，环保投入增加进一步压缩利润空间。此外，资本开支压力较大，新项目投产进度不及预期，影响长期盈利能力释放。整体表现为“稳中有压”，盈利质量虽好但缺乏持续加速增长的动力。

5.3 产业格局

★★★★☆

全球金矿行业高度分散，CR10不足30%，大量中小型矿企活跃于非洲、拉美等地。行业进入门槛中等，退出成本高，导致“僵尸矿山”长期存在，抑制格局优化，产业格局一般。

矿山产金(2.5星):

全球金矿行业高度分散，CR10不足30%，大量中小型矿企活跃于非洲、拉美等地。头部企业通过并购提升集中度，但整合难度大。中国金矿以国企为主，资源储量不及海外巨头。行业进入门槛中等，退出成本高，导致“僵尸矿山”长期存在，抑制格局优化，产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★☆

公司矿山产金业务拥有强的护城河，核心源于其稀缺的资源禀赋与深厚的技术积累。公司掌控多个世界级高品位金矿，平均品位2-4克/吨，高于行业平均水平，且具备成熟的深井开采与智能矿山技术。同时，其在山东胶东地区形成了稳定的地缘控制力与政府关系网络，保障了长期运营安全，护城河持续性较好。公司矿产金稳态ROIC较好，但综合公司冶炼及其他业务，整体公司稳态ROIC收敛至至9.8%。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
矿山产金	(4星) 公司矿山产金业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后，稳态期该业务ROIC为16%，公司市占率约为2%，业务控制力为4.5星。公司掌控焦家、三山岛等世界级金矿，平均品位高于行业水平。低成本、高回报特征突出，护城河深厚。	(4.5星) 该业务拥有资源与规模护城河。1) 核心矿区深部及外围仍有找矿潜力，矿产金储量无忧；2) 公司全面推进智能矿山建设，实现无人化开采与数字管控，大幅提升安全性和效率，巩固成本优势，形成长期竞争壁垒。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的DDM估值模型和动态估值模型，基于未来产品销量增长，金属价格回归中枢，山东黄金当前处于合理状态。

6.1 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年实际矿产金产量为48.89吨。2026年公司原计划产量不低于49吨，但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影响，2026年上半年实际产量仅为19.10吨，同比大幅下降22.70%。基于此，全年产量大概率承压，预计2026年全年产量将下修至44吨左右。

未来增量节奏：西岭金矿短期无法贡献产量，预计需至2031年方能投产（满产后年产金约13.38吨）；近中期的核心增量主要依赖新城金矿扩建及海外纳米比亚双子山金矿（计划2027年9月建成，年产5吨）。

价： 进入2026年，国内金价呈现先快速冲高后宽幅震荡的走势，公司2026年上半年矿产金平均销售单价大幅跃升至1030元/克。中长期看，受人民币汇率波动及全球地缘避险情绪支撑，金价中枢已实质性上移。

盈利能力假设：

短期：2025 年矿产金实际单位成本为392.2 元/克。2026 年上半年，受产量下滑导致的固定成本摊薄效应减弱，叠加开采深度增加导致外包及材料成本上升等刚性因素，矿产金单位成本抬升至约450 元/克左右。尽管成本端大幅承压，但在约1030 元/克的超高销售均价掩护下，2026 年上半年自产金业务毛利率依然高达56.32 %。

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1,300 元/克金价中枢下长期维持50%的稳态毛利率，远期支撑R0IC 稳定在16%。

其他

包含冶炼贸易等，非公司核心业务，该业务R0IC 水平低。

表2：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	1132.1	1271.1	1306.4	1336.4	1355.5
归母净利润(亿)	23.3	29.5	47.4	83.8	106.3	114.5	121.6	126.5
归母净利润增速(%)	86.3	26.9	60.4	76.9	26.9	7.7	6.3	4.0
经营性净利润(亿)	32.9	48.7	83.8	119.4	151.5	163.2	173.4	180.4
经营性净利润增速(%)	95.4	48.1	72.0	42.4	26.9	7.7	6.3	4.0
经营性归母净利润(亿)	26.5	32.4	59.9	83.6	106.1	114.2	121.4	126.3
经营性归母净利润增速(%)	79.8	22.3	85.0	39.4	26.9	7.7	6.3	4.0

数据来源：壹评级

表3：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	432.1	571.1	606.4	636.4	655.5
收入增速(%)	17.7	40.1	53.4	12.5	32.2	6.2	4.9	3.0
经营性净利润(亿)	56.7	74.5	115.1	118.4	150.2	161.5	171.2	177.5
经营性净利率(%)	31.8	29.8	30.0	27.4	26.3	26.6	26.9	27.1
经营性净利润增速(%)	55.2	31.3	54.6	2.8	26.8	7.6	6.0	3.7
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	414.1	574.9	658.9	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0
收入增速(%)	17.9	38.8	14.6	6.2	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	-23.8	-25.8	-31.3	1.0	1.4	1.7	2.3	2.9
经营性净利率(%)	-5.8	-4.5	-4.8	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
经营性净利润增速(%)	-21.0	-8.1	-21.6	103.1	38.2	25.3	35.6	26.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：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	2.0%	中低	一般	强	7.5%	14.85	186.0
其他	0.0%	中低	一般	一般	7.5%	9.03	2.7
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)	445.4	1664.6	2109.9	-	622.2	-	1487.7
其他(亿)	-83.4	18.3	-65.1	-	-	-	-65.1
公司整体测算(亿)	362.0	1682.8	2044.9	-	622.2	-	1422.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：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)	917.7	1196.5	2114.2	-	621.5	-	1492.7
其他(亿)	-108.7	37.5	-71.3	-	-	-	-71.3
公司整体测算(亿)	809.0	1233.9	2042.9	-	621.5	-	1421.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

金价受宏观、地缘等多重因素影响波动较大，导致未来盈利预测难度高。虽然公司资源储备丰富，但矿产金产量增长节奏、成本控制能力以及新矿投产进度仍存在不确定性。若金价回调或产量不及预期，估值支撑将减弱。综合来看，山东黄金的估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM 估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

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。