

# 新庄矿业铸基石，金岭坚守终绽放

2024年09月21日

➤ **快速成长的多种金属矿企，正迈向全球。** 公司是一家在海内外多个金属品种上皆有布局的矿企，主要包括铜、铁、金、银等。2022年前公司仅新庄矿一座在产矿山，铜精矿产品营收占比近40%，其次则为锌精矿、铁精矿及相关副产品（主要是金银）；随着2022年底金岭金矿投产，黄金在公司营收占比中快速提升，2023年年报显示金锭及金精矿营收占比合计超过50%，净利润也随着新庄矿采矿规模提升和金岭金矿投产大幅增长，公司正成为冉冉升起的矿业新星。

➤ **公司坐拥三大优质矿山，金岭矿绽放在南太平洋。** 公司拥有江西宜春新庄铜多金属矿、所罗门群岛金岭金矿和西藏哇了格铅银矿三座矿山，并且资源储量丰富。①**新庄矿（100%权益）：成熟的多金属矿山。** 新庄矿铜、铁、锌资源丰富。截至2023年底，新庄矿拥有铜、铅、锌、全铁、磁铁储量分别为5.43万吨、1.24万吨、4.88万吨、86.54万吨、75.12万吨。经过多次扩建，目前年处理矿石超100万吨，生产铜铅锌铁硫金银合计7种产品，按营收折合铜可年产铜当量1万吨，实现有价金属充分回收，真正做到“吃干榨净”绿色发展。②**金岭金矿（70%权益，新的股权收购完成后将升至88.2%）：遗落在南太平洋的明珠。** 该矿山具有103吨黄金资源量，平均品位1.43克/吨，40吨黄金储量，平均品位1.42克/吨，且含有明金，实际入选金品位更高，未来增储潜力巨大。2023年投产即盈利，为公司贡献归母净利润近1.5亿人民币。2023年金岭金矿共生产金锭1143千克（平均金含量78.1%，平均银含量19.28%）及金精矿29361吨（品位约25g/t），单位毛利225.7元/克，毛利率50.7%。未来随着产能爬坡，满产后或可贡献3吨以上黄金产量，24H1产量1.13吨。规模效应提升后成本还有下行空间，根据可研规划，该矿山满产后现金成本低至792美元/盎司，且随着新增水电项目投产，电力成本还有进一步下行的空间。③**哇了格矿（51%权益）：探转采推进，新的期待。** 矿山拥有资源量铅金属近160万吨（平均品位3.71%），银近2000吨（平均品位45.02克/吨）。矿山虽处高原，但开发潜力较大，公司正在全力推进哇了格矿探转采，是公司未来新的增量。

➤ **投资建议：** 公司宜春矿稳定贡献利润，金岭金矿持续爬坡，未来地下矿扩产潜力较大，哇了格铅银矿探转采持续推进。叠加铜金价格景气向上，迎来量价齐升。我们预计公司2024-2026年分别实现归母净利润5.90/7.59/9.13亿元，EPS分别为0.71/0.92/1.10元，对应9月19日PE分别为12X、9X、8X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 铜金等产品价格下跌，项目投产进度不及预期，探转采进度低于预期等。

## 盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,315	2,185	2,696	3,101
增长率 (%)	93.0	66.1	23.4	15.0
归母净利润	335	590	759	913
增长率 (%)	85.8	75.8	28.7	20.3
EPS	0.41	0.71	0.92	1.10
P/E	21	12	9	8
P/B	5.0	3.8	3.0	2.4

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年9月19日收盘价, 汇率1HKD=0.92RMB)

## 推荐

首次评级

当前价格:

9.25 港元


**分析师 邱祖学**

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张弋清**

执业证书: S0100523100001

邮箱: zhangyiqing@mszq.com

**研究助理 袁浩**

执业证书: S0100123090011

邮箱: yuanhao@mszq.com

# 目录

<b>1 快速成长的多金属矿企</b>	<b>3</b>
<b>2 公司经营稳健，进入快速增长阶段</b>	<b>4</b>
<b>3 三大矿山资源储备丰富，金岭金矿绽放在南太平洋</b>	<b>9</b>
3.1 新庄矿：铁铜锌资源丰富的多金属成熟在产矿山	10
3.2 所罗门群岛金岭金矿：潜力巨大的南太平洋明珠终绽放	13
3.3 西藏昌都哇了格矿：探转采在即的铅银矿，新的成长点	21
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>24</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析	25
4.3 投资建议	26
<b>5 风险提示</b>	<b>27</b>
<b>插图目录</b>	<b>29</b>
<b>表格目录</b>	<b>29</b>

## 1 快速成长的多金属矿企

万国黄金集团(原名万国国际矿业)是一家在海内外多个金属品种上皆有布局的矿企,主要包括铜、铁、金、银等。2003年,宜丰万国成立,并于2007年实现了宜丰新庄矿投产,其矿石种类包括铜铁矿、铁铜矿和铜铅锌矿。2011年,成立万国国际,并作为上市主体于2012年在港交所成功上市。2015年,公司完成宜丰新庄矿资源扩储,2022年宜丰新庄矿的90万吨扩产计划得到了批准。2015年,公司完成收购西藏昌都县烂地矿业有限公司(西藏昌都)51%的权益,获得哇了格矿探矿权,哇了格矿为大型铅银储量矿山,正在积极推进探转采事宜。2020年,公司完成收购所罗门群岛金岭金矿,并于2022年开始投产。2023年,金岭金矿第一年正式生产了近1.5吨黄金。2024年,公司进一步收购金岭金矿股权,比例从70%提高到88.2%,并正式更名为万国黄金集团。

表1: 公司历史沿革

时间	事件
2003年	宜丰万国成立
2006年	宜丰万国取得新庄矿的探矿许可证
2007年	新庄矿正式投产
2011年	成立万国国际
2012年	万国国际于港交所成功上市
2014年	万国澳洲成立
2015年	完成新庄矿资源扩储,开始年产90万吨生产能力建设
2017年	完成收购西藏昌都县烂地矿业有限公司(西藏昌都)51%的权益,获得哇了格矿探矿权
2020年	完成收购所罗门群岛金岭金矿
2022年	金岭金矿开始投产,新庄矿90万吨的扩建计划获江西发改委批准
2023年	金岭金矿开始正式生产,折算生产黄金近1.5吨
2024年	公司进一步收购金岭金矿股权,并正式更名为万国黄金集团

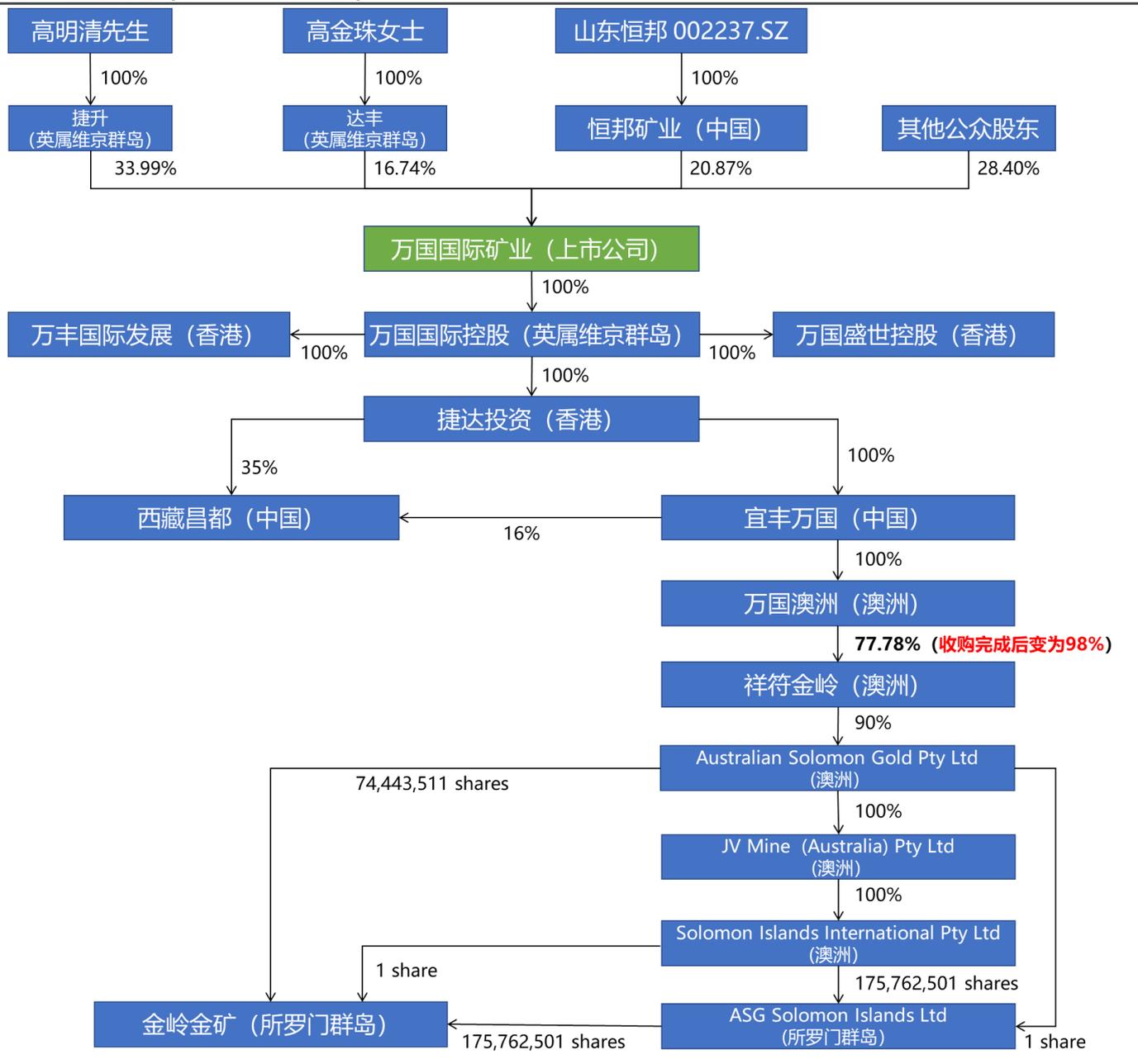
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

**公司实控人为公司董事长高明清先生。**高明清和高金珠为万国黄金集团创始人,分别持有公司33.99%和16.74%的股份,其中高明清担任公司董事长,为公司实际控制人。上市公司恒邦股份拥有万国黄金集团20.87%的股份,2021年恒邦以2.18元港币接受万国黄金集团增发的占发行总股本13.04%的股份,并从万国黄金集团原股东盛屯矿业手中以1.41亿港币(每股2.18元港币)收购其持有的7.83%股份。**此外,江西铜业是恒邦股份第一大股东,持股比例为44.48%,因此万国黄金集团股权中有江西省国资委参与。**

2024年8月,公司发布公告称已有条件地同意收购且Golden Crane及Prominence Investment已有条件地同意出售销售股份(占目标公司祥符金岭有

限公司股本 20.22%)，代价为约 7.3 亿港元 (6.72 亿人民币)。待收购完成后，公司持有金岭金矿的股份将从 70% 提高到 88.2%。

图1：公司架构 (截至 2024 年 6 月)



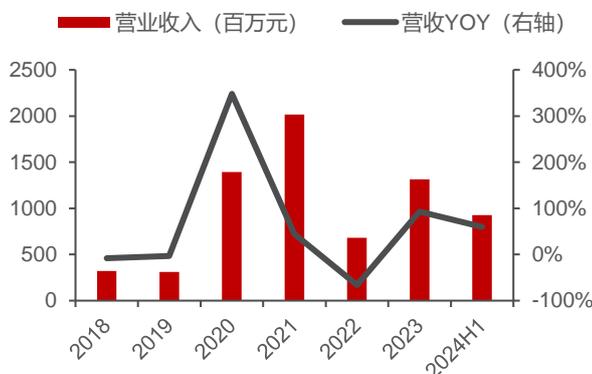
资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 2 公司经营稳健，进入快速增长阶段

剔除贸易影响后公司实现稳步增长，金岭矿投产后业绩有望迎来快速发展。近 5 年公司整体营收波动较大主要系公司贸易业务变化，2019 年 11 月起公司设立电解铜及其他精矿贸易分公司开展贸易业务，导致 2020 年营收激增 348%；而

2022年起公司逐渐终止低毛利的贸易业务,使得2020年公司营收同比下滑66%。复合增长来看,从2018年3.21亿元增至2023年13.15亿元,CAGR为26.5%,剔除贸易影响后公司实际营收稳步增长,2024H1公司实现营收9.28亿元,同比增长59.65%。从归母净利润来看,2021由于金属价格大幅上升叠加公司自产精矿销售增加,带动公司业绩同比增长123%,2022年归母净利润由于费用开支及融资成本等因素同比小幅下滑6.66%至1.8亿元。随着金岭金矿投产,公司整体营收及利润增长明显,2023年公司实现归母净利润3.35亿元,同比高增85.77%,2024H1公司实现归母净利润2.54亿元,同比增长72.85%,进入快速增长阶段。

图2: 公司营收及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

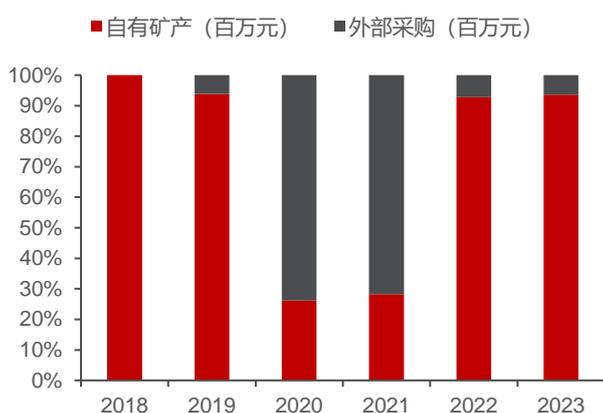
图3: 公司归母净利润及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

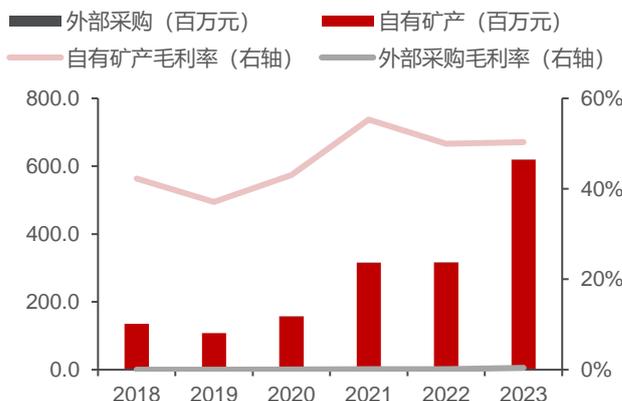
公司主要盈利来源来自自产精矿产品,贸易业务对公司盈利贡献微乎其微。从营收来源来看,目前公司主要的营收来自自有矿产,贸易业务规模自2021年后显著缩减;从毛利来源看,几乎所有毛利来自自有矿产,自有矿产毛利率超50%,而外部采购的毛利率不到0.5%,对公司盈利贡献微乎其微。

图4: 公司营收来源情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

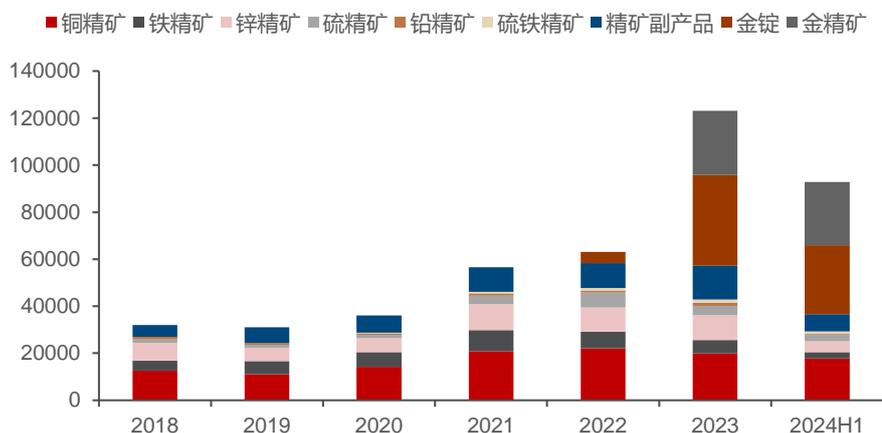
图5: 公司毛利构成及毛利率情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

**金锭及金精矿为公司目前主要销售金属，其次为铜精矿。**自有矿产分产品营收来看，目前公司主营产品主要为黄金、铜精矿、锌精矿等。2022年以前，公司仅有新庄矿一座在产矿山，主要收入依赖铜精矿，其在自有矿山产品营收中占比近40%，其次则为锌精矿、铁精矿及相关副产品（主要是金银）；2023年，由于金岭金矿投产，黄金在公司营收占比中快速提升，金锭及金精矿营收占比合计达到53.5%，2024H1来自黄金收入占比进一步提高至60.5%，公司主要产品收入来源已经变成黄金，其次则为铜精矿，2023和2024H1铜精矿收入占比分别为16.1%、19.1%。

**图6：公司自有矿产营收按产品划分（单位：万元）**



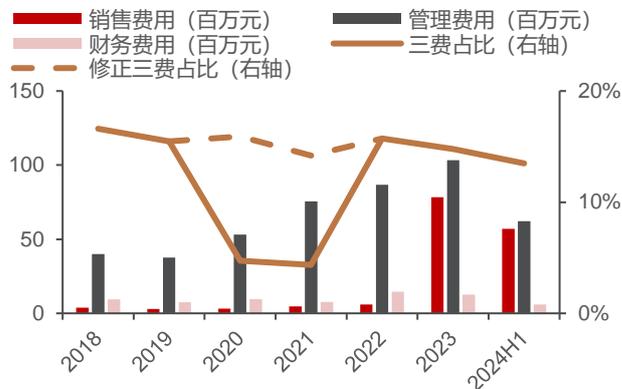
资料来源：公司年报，民生证券研究院

注1：精矿副产品主要指新庄矿各类精矿中含有的金银等

**盈利能力提升，费用率保持稳定。**下图中的虚线为剔除2020、2021两年异常贸易业务对盈利能力和费用比率造成的干扰后展现出的公司真实情况。可以看到，公司毛利率、净利率波动上升，毛利率接近50%，净利率逼近30%；其中2023年公司毛利率、净利率水平分别为47.10%、29.72%，环比分别提升0.77pct和4.82pct，2024H1公司毛利率、净利率水平进一步提升至52.15%/35.70%。费用方面，公司主要费用来自管理费用，基本上费用率保持稳定，三费占比15%左右，整体呈波动略下降趋势。2022年公司财务费用上升较明显，主要是由于合同负债及银行借款增加的利息支出所致；2023年，公司销售费用激增，同比增长1201%，费用率升至5.95%，主要是由于金岭金矿投产后带来的铁路及运输费用、出口税、冶炼费及矿权使用费增加所致。

**图7：公司毛利率及净利率情况**


资料来源：ifind，民生证券研究院

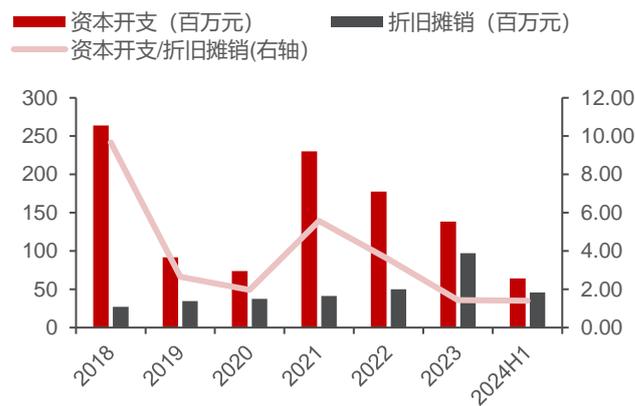
**图8：公司三费及三费占比情况**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**现金流优秀，资本开支可控，稳定的分红历史，股息率较高。**公司经营性净现金流均为正，且增长明显，2023 年经营性净现金同比大幅增长，与营业利润比值回升至近 85%，较为优秀，2024H1 由于应收账款增加较多致经营性现金流占比下滑较多；从资本开支来看，由于金岭金矿前期建设基本完工，进入生产阶段，公司资本支出明显下降，折旧摊销有所提升，比值有所下降，整体可控；公司具备稳定的分红历史，且支付比例较高，上市以来平均股利支付率达到 46.58%，股息率保持在较高水平，24H1 公司宣布中期派息，分红比例为 35.67%。

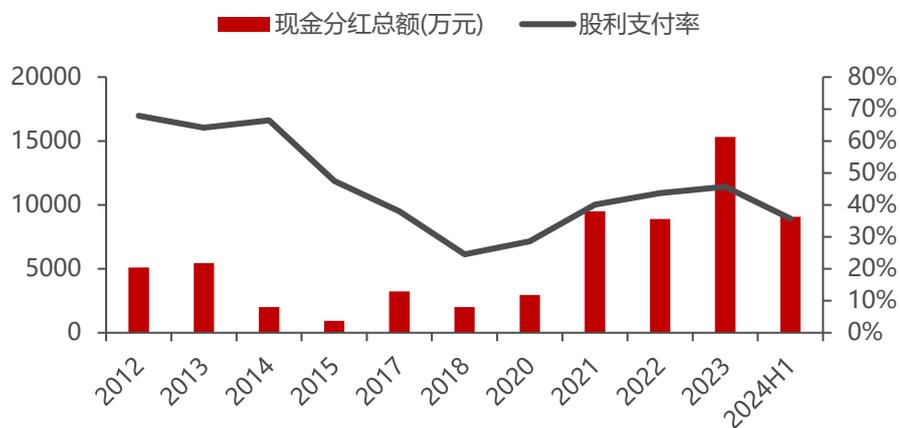
**图9：公司经营性净现金流及占营业利润比例**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**图10：公司资本开支及折旧摊销情况**


资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：公司历史现金分红情况及股利支付率



资料来源：ifind，民生证券研究院

### 3 三大矿山资源储备丰富，金岭金矿绽放在南太平洋

公司资源丰富，拥有金、铜、锌、银、铁矿等多金属品种矿山。公司共有新庄矿、金岭金矿，哇了格矿三座矿山，其中新庄矿、金岭金矿均在产，分别位于江西宜丰和所罗门群岛；而哇了格矿处在探转采阶段，位于西藏。公司现有宜丰新庄矿和金岭金矿两座在产矿山，产能分别为 90 万吨/年和 250 万吨/年的采选规模，满产后每年可生产 1 万吨铜（当量）和 3 吨金。哇了格矿为国内大型铅银矿，银资源丰富，目前正在积极推进探转采事宜。

图12：公司矿山地理位置分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：截至 2023 年 12 月 31 日公司三大矿山资源情况

	宜丰新庄矿		金岭金矿		西藏哇了格矿	
	含量	品位	含量	品位	含量	品位
矿石量 (万吨)	2294	-	7200	-	4303	-
铜 (万吨)	13	0.55%	-	-	-	-
铅 (万吨)	4	0.19%	-	-	159	3.71%
锌 (万吨)	14	0.59%	-	-	-	-
全铁 (万吨)	175	7.63%	-	-	-	-
磁铁 (万吨)	114	4.97%	-	-	-	-
金 (吨)	-	-	103	1.43 克/吨	-	-

	银 (吨)	-	-	-	-	1937	45.02 克/吨
储量	矿石量 (万吨)	991	-	2870	-	-	-
	铜 (万吨)	5	0.53%	-	-	-	-
	铅 (万吨)	1	0.10%	-	-	-	-
	锌 (万吨)	4	0.43%	-	-	-	-
	全铁 (万吨)	84	8.45%	-	-	-	-
	磁铁 (万吨)	72	7.30%	-	-	-	-
	金 (吨)	-	-	38	1.32 克/吨	-	-
	银 (吨)	-	-	-	-	-	-
矿山状态	在产		在产		探转采阶段		
获得时间	2006 年取得采矿证		2020 年完成收购		2017 年完成股权收购		
投产时间	2007 年		2022 年		-		
产能	90 万吨/年采选规模		250 万吨/年采选规模		-		

资料来源：公司年报，民生证券研究院

注：宜丰新庄矿还含有部分金银矿产副产品，此处未包含在内

### 3.1 新庄矿：铁铜锌资源丰富的多金属成熟在产矿山

新庄矿为中型多金属矿山，产品包括铜精矿、锌精矿、铁精矿、铅精矿、硫精矿等，附加金、银副产品。宜丰新庄铜铅锌矿位于江西省宜春市宜丰县新庄镇与高安市村前镇交界处，核心产品为铜精矿和铁精矿，2007 年开始正式生产。矿区地理位置十分优越，交通比较发达，从宜丰到南昌的主要干道经过矿区周边，320 国道离矿区仅有 12km，矿区与省会城市南昌的直线距离也只有 99km，矿区离由张家山至建山的铁路干线仅有 59km，离新余至上高的铁路支线仅有 45km。

图13：新庄矿地理位置



资料来源：邓志平《江西宜丰新庄铜铅锌矿通风系统优化改造与安全评价》，民生证券研究院

**新庄矿铜、铁、锌资源丰富。**截至 2023 年底, 新庄矿拥有铜、铅、锌、全铁、磁铁资源量分别为 13.08 万吨、4.34 万吨、13.50 万吨、17.51 万吨、113.99 万吨; 拥有铜、铅、锌、全铁、磁铁储量分别为 5.43 万吨、0.97 万吨、4.28 万吨、83.73 万吨、72.34 万吨。此外, 每类矿石中均含有金银副产品。

**表3: 截至 2023 年 12 月 31 日新庄矿资源量情况**

成矿种类	JORC 矿产资源类别	吨数 千吨	品位					所含金属				
			铜 %	铅 %	锌 %	全铁 %	磁铁 %	铜 千吨	铅 千吨	锌 千吨	全铁 千吨	磁铁 千吨
铜铁	探明	4,256	0.77					32.77				
	控制	10611	0.70					74.28				
	推断	730	0.48					3.47				
	<b>合计</b>	<b>15597</b>	<b>0.71</b>					<b>110.52</b>				
铁铜	探明	1469	0.19			44.17	30.97	2.74			648.98	455.02
	控制	2519	0.34			39.59	24.25	8.57			997.46	611.01
	推断	238	0.53			44.13	31.03	1.27			105.03	73.84
	<b>合计</b>	<b>4,266</b>	<b>0.30</b>			<b>41.44</b>	<b>26.97</b>	<b>12.58</b>			<b>1751.47</b>	<b>1139.87</b>
铜铅锌	探明	1199	0.13	0.95	5.17			1.57	11.39	61.96		
	控制	1,641	0.09	1.88	3.70			1.43	30.88	60.71		
	推断	279	0.13	0.39	4.44			0.35	1.10	12.37		
	<b>合计</b>	<b>3119</b>	<b>0.11</b>	<b>1.39</b>	<b>4.33</b>			<b>3.35</b>	<b>43.37</b>	<b>135.0</b>		
合计	探明	6924						37.08	11.39	61.96	648.98	455.02
	控制	14771						84.28	30.88	60.71	997.46	611.01
	推断	1247						5.09	1.10	12.37	105.03	73.84
	<b>合计</b>	<b>22942</b>						<b>130.82</b>	<b>43.37</b>	<b>135.0</b>	<b>1751.47</b>	<b>1139.87</b>

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

注: 直丰新庄矿还含有部分金银矿产资源, 此处未包含在内

**表4: 截至 2023 年 12 月 31 日新庄矿储量情况**

成矿种类	JORC 矿石储量类别	吨数 千吨	品位					所含金属				
			铜 %	铅 %	锌 %	全铁 %	磁铁 %	铜 千吨	铅 千吨	锌 千吨	全铁 千吨	磁铁 千吨
铜铁	证实	2930	0.77					22.56				
	概略	3400	0.65					22.61				

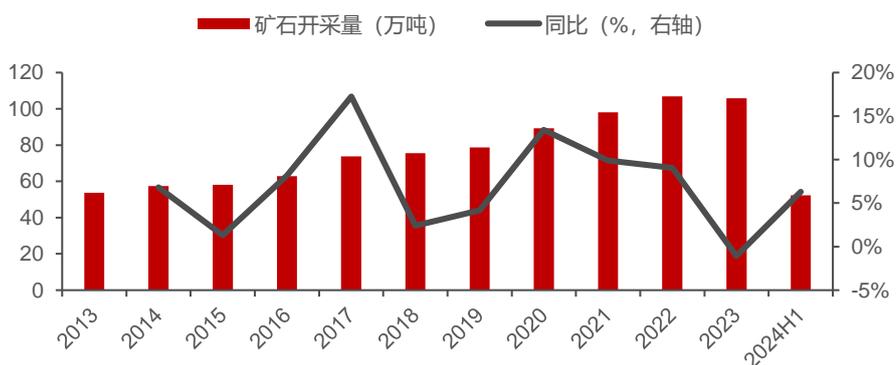
	合计	6330	0.71							45.17		
铁铜	证实	1,638	0.21			37.19	32.55	3.40		602.95	533.03	
	概略	985	0.32			23.17	19.31	3.17		228.30	190.32	
	合计	2623	0.25			31.92	27.58	6.57		837.25	723.35	
铜铅锌	证实	706	0.08	0.89	5.03			0.60	6.29	35.53		
	概略	251	0.04	1.35	2.92			0.09	3.38	7.30		
	合计	957	0.07	1.01	4.48			0.69	9.67	42.83		
合计	证实	5274						26.56	6.29	35.53	608.95	533.03
	概略	4636						25.85	3.38	7.30	228.30	190.32
	<b>合计</b>	<b>9910</b>						<b>54.41</b>	<b>9.67</b>	<b>42.83</b>	<b>837.25</b>	<b>723.35</b>

资料来源：公司年报，民生证券研究院

注：宜丰新庄矿还含有部分金银矿产资源，此处未包含在内

**新庄矿经过多次扩建，现已达到 90 万吨/年的采选设计规模，实际年选矿总量可超 100 万吨，已是一座成熟矿山，主要产品包括铜精矿、铁精矿、锌精矿、金银副产品等。**新庄矿 2007 年投产之初，设计采选规模仅为 9 万吨/年；2010 年扩产竣工后扩增至 30 万吨/年；2019 年三期竣工后扩建至 60 万吨/年；2022 年底扩建至 90 万吨/年，项目达产后预计年销售收入 5 亿元，利润 2 亿元，服务年限可达 20 年。新庄矿矿石开采量已从 2013 年 53.7 万吨增加至 2023 年 105.78 万吨，实现了翻倍的增长，进入稳定生产阶段；从销售产品金属量来看，新庄矿的主要产品为铜（铜精矿）、锌（锌精矿）、铁精矿、金银（副产品）等，其中铜的收入占比最高。若将其他矿产按营收折算为铜，新庄矿每年可产 1 万吨左右的铜当量。

图14：2013 年以来新庄矿开采矿石量变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5：新庄矿产产品对外销售情况

矿产类别	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
精矿所含铜	吨	3446	3139	3808	3839	4109	3709	1829
铁精矿	万吨	11	11	10	10	10	8	4
锌精矿所含锌	吨	5096	5691	5429	7386	6356	8390	3022

铅精矿所含铅	吨	905	690	822	1113	1165	1721	606
硫精矿	万吨	15.0569	15.5444	18.8974	19.3529	25.308	23.858	12.072
硫铁精矿	万吨	0	0	0.75	2.34	3.61	4.67	3.18
精矿所含金	公斤	128	106	154	213	219	241	90
精矿所含银	公斤	6944	6587	8110	12068	12432	12403	4379

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3.2 所罗门群岛金岭金矿：潜力巨大的南太平洋明珠终绽放

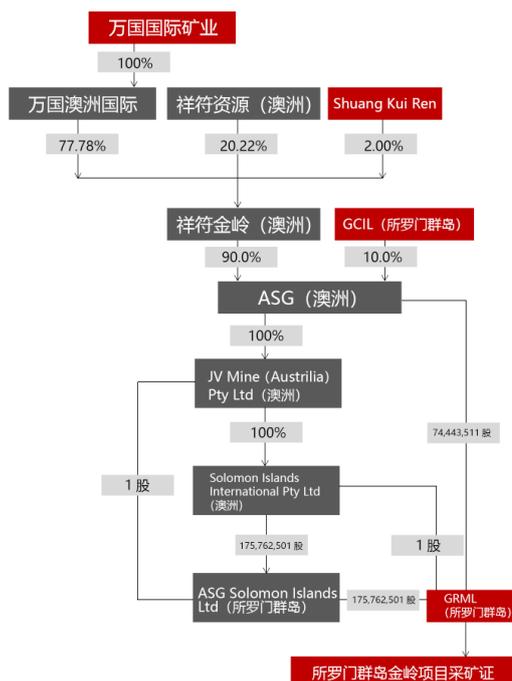
### 3.2.1 股权结构：独具慧眼收购金岭矿业

2020年4月30日，万国黄金集团董事会完成收购10,000股祥符金岭中的7,778股（代表祥符金岭77.78%的权益），收购代价为2210.5万澳元。

收购之前，金岭项目实际控制人为祥符资源。祥符资源持股98%的祥符金岭控制了祥符金岭98%的股权，祥符金岭控制了ASG（澳洲）90%的股权，祥符资源也为祥符金岭的实际控制人。ASG（澳洲）剩余10%股权由GCIL（所罗门群岛）持有，GCIL是当地社区成立的公司。

收购完成后，万国黄金集团成为项目实控人。万国国际的矿业的全资子公司万国澳洲国际控制了祥符金岭77.78%的股权，其中万国黄金集团实际控制金岭项目77.78%\*90%=70%的股权，2024年公司进一步收购祥符金岭20.22%股份，对金岭金矿的股权提升到88.2%。

图15：收购后项目公司股权结构图



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

### 3.2.2 自然条件：南太平洋中的资源宝库

金岭项目是一个黄金资源项目,位于所罗门群岛首都霍尼亚拉东南约 30 公里的瓜达尔卡纳尔岛上,是与低硫化型侵入岩有关的浅成低温热液型金矿。金岭项目包括了 1997 年 3 月 12 日授予的覆盖土地面积 30 平方公里的采矿租约,以及覆盖土地面积 130 平方公里的勘探许可证续签意向书。项目由 5 个已知矿床组成,分别是 Valehaichichi, Charivunga, Namachamata, Kupers 和 Dawsons。从霍尼亚拉进入矿区只需通过一条约 25 公里的已经铺设好的州际公路,然后再经过一条简易道路即可到达。

**地处远离大陆的海岛,热带雨林气候典型。**所罗门群岛西南距澳大利亚 1600 公里,境内多火山、河流,有铝土、镍、铜、金、磷酸盐等矿藏。与其他群岛相比,这里的火山活动不频繁也不剧烈,对当地居民的生产生活并不产生严重影响,所以所罗门群岛又有“幸运之岛”之称。所罗门群岛平均海拔 7 米,全境属于热带雨林气候,终年炎热,无旱季。首都霍尼亚拉年平均温度 28℃。年平均降水量 3000 - 3500 毫米。岛上森林茂密,林地占全境 90%。

图16: 金岭金矿航拍图



资料来源:中国有色金属,民生证券研究院

**水资源丰富,基础设施相对落后。**所罗门水资源丰富,但经济十分落后,工业仅占国内生产总值的 5%,人均国内生产总值 2240 美元。以电力为例,该国没有火力发电厂,只有 10%的人口能用上柴油发电机供应的市电,电价非常昂贵,折合人民币每度 6 元。金岭金矿的生产生活采用总装机容量 1.2 万千瓦的 12 台柴油发电机组供电。2024 年 3 月,公司公告于江西省水利水电建设集团签订了一份 EPC 合同,有关于在金岭金矿的矿址处建设一个二级水电站,目的是降低成本和生产可再生电力,水力发电厂的预估装置容量为 12MW,多年平均发电容量为 50200MWh,装置年利用时数为 4183 小时。

### 3.2.3 矿山历史：命运坎坷，沉睡矿山重见天日

金岭金矿从 1998 年开始开采至今，期间八易其主，前七家都是具有澳洲背景的国际大型矿业公司。1568 年西班牙勘探者在金岭地区下游首次发现了金。1931 年，再次在金岭集水区发现普遍存在砂金，并于 1936 年追踪到金岭土壤和基岩的金。从 1939 年开始进行勘探，但直到 1982 年之后，才对该项目地区进行了详细而系统的勘探。从 1983 年到 1992 年，勘探工作首先由塞浦路斯矿业公司 (Cyprus Minerals) 与 Arimco 矿业公司 (Arimco NL) 的合资企业开展。该项目在合资企业放弃后于 1992 年被撒拉森人矿业有限公司 (Saracen Minerals) 收购。1995 年 3 月，撒拉森人矿业将其在该项目的股份出售给了罗斯矿业 (Ross Mining NL)。

1997 年，罗斯矿业开始投入建设年产能 200 万吨矿石的露天矿，并于 1998 年 8 月开始开采 Valehaichichi 矿床。2000 年，矿山所有权转让给了三角洲黄金有限公司 (Delta Gold Pty Ltd) 并通过一系列收购与合并最终转让给 Placer Dome 矿业公司 (Placer Dome Asia Pacific)。随后，由于所罗门群岛内乱的升级，该矿于 2000 年 6 月关闭停产，最终在 2004 年 11 月，ASG 通过公开招标获得了所有权。在金岭矿山开采运营的 22 个月中，产出黄金总量约为 21 万盎司。

2009 年末，联合矿业 (Alied Gold) 通过收购在多伦多上市的 ASG 获得了金岭矿山，并投资对矿山进行了翻新和重新开发，年产能提高至 250 万吨。金岭矿山于 2011 年 3 月重新开始生产，产出黄金约 20 吨，并开始开采 Namachamata 矿床。2012 年 9 月 7 日，圣芭芭拉 (St Barbara) 以高价收购联合矿业全部资产，持续运营金岭矿，在联合矿业和圣芭芭拉的运营期间 (约 35 个月)，金岭矿共产出了约 19 万盎司黄金，并总共进行了约 2.9 万米的 DD 钻探。

2014 年 4 月，金岭金矿遭遇了一场罕见的特大暴雨。圣芭芭拉担心尾矿库被冲跨，于是管理团队包租了一架飞机，一夜之间全部撤离回澳洲。圣芭芭拉撤走之后，金岭金矿遭遇了当地居民的哄抢和焚烧，厂房、营地、磨机等主要设备被严重破坏，留下千疮百孔的一片废墟。随后，圣芭芭拉于 2015 年将矿山的所有权以 100 元卖给当地社区成立的 GCIL 公司，GCIL 公司又将 90% 的股权出售给澳大利亚祥符公司，祥符公司拟在全球寻找具备开发能力的国际化矿业公司接手。

2016 年 2 月 7 日，万国黄金集团董事长高明清得到消息后在国内组织起一支普查详勘尽调团队。拿到第一手地质资料后，公司与所罗门政府、矿业部、祥符公司、GCIL 公司进行了几轮坦诚互见的谈判。2018 年 8 月 28 日，中国团队正式进场。2019 年 9 月 21 日，所罗门群岛与中国建交。2019 年 10 月 26 日，金岭金矿正式开工建设。2020 年，氧化矿堆浸场建成；2021 年，采场开始第一次爆破；2022 年 7 月，开始小规模试生产，打通全线流程。2022 年 11 月 29 日，金岭金矿正式竣工。

金岭金矿项目是中国和所罗门群岛建交后实施的最大规模的工程承包项目，也是该国最大的税收贡献者。项目的顺利投产，不仅极大地带动当地经济的发展，

更提供了大量的就业机会，是中所两国互利互惠的见证。

图17: 金岭金矿的球磨系统



资料来源: 中国有色金属, 民生证券研究院

表6: 金岭金矿历史概况

日期	事件
1982	塞浦路斯矿业公司与 Arimco 矿业公司的合资企业开始开展勘探工作
1992	该项目在合资企业放弃后于 1992 年被撒拉森人矿业有限公司收购
1995-3	撒拉森人矿业将其在该项目的股份出售给了罗斯矿业
1997	罗斯矿业开始建设年产能 200 万吨矿石的露天矿
2000	矿山所有权转让给了三角洲黄金有限公司并通过一系列收购与合并最终转让给 Placer Dome 矿业公司
2000-6	由于所罗门群岛内乱的升级,该矿于 2000 年 6 月关闭停产
2004-11	ASG 通过公开招标获得了矿山所有权
2009	联合矿业通过收购 ASG 获得了矿山所有权
2011-3	矿山重新开始生产
2012-9-7	圣芭芭拉以高价收购联合矿业全部资产, 持续运营金岭矿
2014-4	2014 年 4 月, 金岭金矿遭遇特大暴雨, 圣芭芭拉管理团队一夜之间全部撤回澳洲。圣芭芭拉撤走之后, 金岭金矿遭遇了当地居民的哄抢和焚烧, 设备、厂房等严重损毁
2015	圣芭芭拉于将矿山的所有权卖给当地社区成立的 GCIL 公司, GCIL 公司又将 90% 的股权出售给澳大利亚祥符公司, 祥符公司拟在全球寻找具备开发能力的国际化矿业公司接手矿山
2016-2-7	万国黄金集团董事长高明清带领团队奔赴所罗门群岛对金岭金矿进行勘探工作
2018-8-28	中国团队正式进场修复营地等
2019-9-21	<b>所罗门群岛与中国建交</b>
2019-10-26	<b>金岭金矿正式开工建设</b>
2020-4-30	收购手续全部完成, 万国黄金集团成为金岭金矿实际控制人
2022-7	开始小规模试生产
2022-11-29	<b>金岭金矿举办竣工典礼</b>
2023-11-29	GRML 管理层与金岭社区地主酋长代表共同召开座谈会

资料来源: 公司公告, 公司公众号, 公司民生证券研究院

### 3.2.4 资源禀赋：前景广阔，勘探潜力巨大

金岭项目包括了 1997 年 3 月 12 日授予的覆盖土地面积 30 平方公里的采矿租约以及覆盖土地面积 130 平方公里的勘探许可证续意向书。此外，金岭矿业有限公司(GRML)已成功地将采矿权证的期限延长至 2034 年 3 月 12 日（在原有矿权的基础上延长了 10 年）。钻探结果表明，在矿山地表以下 150 米至 300 米的深度范围发现厚层高品位的金矿化。基于高达的资源模型，该额外矿体的资源量估计为 1089 万吨，平均品位为 2.62 克/吨。通过地下开采，该矿床的开采潜力巨大。

截至 2024 年 H1，Charivunga 矿床共完成 26878.32 米钻探（23 年完成 10604.91 米），预计 2024 年下半年公司将公布最终的资源及储量情况，此外公司开始进行 Dawsons 矿床资源更新和确认工作，24H1 共完成 1765.83 米钻探。待资源更新完毕后，预计公司或将逐步开启可研中第二阶段（绿地阶段）的地下开采建设，从而进一步提升矿山规模。

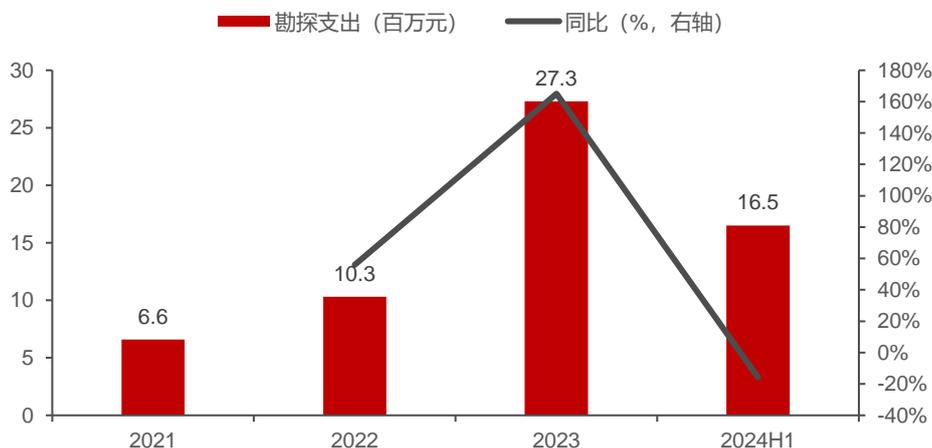
表7：金岭金矿各矿床资源情况

矿床	探明		控制		推断		合计	
	千吨	克/吨	千吨	克/吨	千吨	克/吨	千吨	克/吨
Valehaichichi	434	1.26	3118	1.28	867	1.48	4419	1.32
Namachamata	166	2.03	457	1.66	146	1.36	769	1.68
Charivunga	—	—	8437	1.51	16905	2.06	25342	1.88
Kupers	2,640	1.50	7662	1.18	3004	1.30	13306	1.27
Dawsons	1,056	1.42	15932	1.30	2895	1.60	19883	1.35
合计	4,296	1.48	35,606	1.33	23,817	1.88	63,719	1.52

资料来源：公司年报，民生证券研究院

注：表格数据基于 0.5g/吨的边界品位测得，为 2016 年 8 月数据，此处仅供用于各矿床大致资源参考

图18：金岭金矿勘探支出情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

截至 2023 年底，金岭矿的矿石储量 28.7 百万吨，金平均品位 1.32 克/吨，含金量 1217.5koz (约 40 吨)。矿产资源量共计：矿石量 7540 万吨，金平均品位 1.43 克/吨，含金量 3466koz (约 38.4 吨)。其中，探明资源量：矿石量 2120 万吨，金平均品位 1.33 克/吨，含金量 904koz (约 25.6 吨)；控制资源量：矿石量 1970 万吨，金平均品位 1.35 克/吨，含金量 854koz (约 24.2 吨)；推断资源量：矿石量 3110 万吨，金平均品位 1.55 克/吨，含金量 1551koz (约 44.0 吨)。

表8：金岭矿资源禀赋 (截至 2023 年 12 月 31 日)

金岭矿	矿石量	品位	资源量			
	吨数 (百万吨)	金 (克金/吨)	含金量 (千盎司金)	砷 (含量)	铜 (含量)	硫 (%)
探明	21.2	1.33	904	210	82	1.51
控制	19.7	1.35	854	113	87	1.43
推断	31.1	1.55	1551	78	91	1.47
合计	72.0	1.43	3309	126	87	1.47

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.2.5 生产运营情况：未来成本将进一步下行

根据金岭金矿可研报告，按照 250 万吨/年的产能计算，该矿 13 年寿命的平均现金成本估计为每盎司 792 美元。该矿山营运开支为 17.1 美元/吨矿石，其中电力成本的支出较高，而公司已计划在当地新建水电站以满足当地用电，因此建设完成后，成本有望进一步下行。

表9：金岭项目营运成本估算 (2018 年 2 月)

项目	Opex (美元/吨 选矿)
电力	6.15
营运消耗品	5.50
维护	1.10
实验	0.25
选矿及维护工资	1.00
尾矿处理计提	(包含于维持资本)
管理费用 (厂房和营地)	1.35
新矿石 Opex	15.35
品位控制钻探	0.5
所有者管理费用计提	1.25
合计分配矿石成本	17.10

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表10：可研年产矿石与废石量及吨矿品位**

年份	入选矿石量 (千吨)	入选矿石品位 (克/吨)	废石剥离量 (千吨)
2020	1562	2.00	4764
2021	2500	1.54	4980
2022	2500	1.50	4616
2023	2500	1.59	3908
2024	2500	1.51	4797
2025	2500	1.46	3463
2026	2500	1.31	2361
2027	2500	1.42	2030
2028	2500	1.51	2250
2029	2500	1.49	2869
2030	2500	1.36	2408
2031	2500	1.22	453
2032	2500	0.77	-
<b>合计</b>	<b>31244</b>	<b>1.43</b>	<b>35988</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

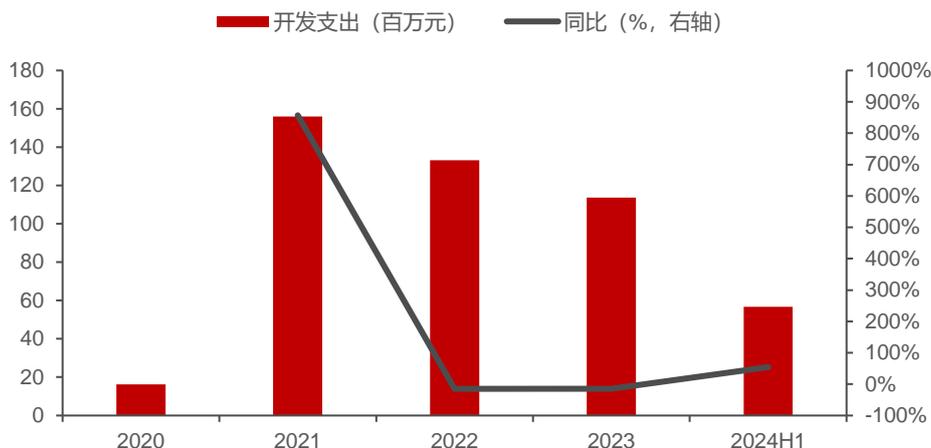
注：可研报告中的产量预期，实际由于公共卫生事件影响，2023年矿山正式投产放量

**金岭金矿经过几年的开发建设，克服了一系列困难，于2022年底正式投产。2023年为金岭金矿正式生产第一年，即实现投产即盈利，为公司贡献归母净利润近1.5亿人民币。**

2023年金岭金矿共采矿146.65万吨，选矿115.89万吨，共生产金锭1142.90千克(平均金含量78.1%，平均银含量19.28%)及金精矿29361吨(品位约25g/t，下同)，其中售出金锭1142.9千克，金精矿23639吨，**折算黄金金属销量1.48吨。收入6.58亿元，销售成本3.25亿元，单位销售成本219.6元/克，毛利3.34亿元，单位毛利225.7元/克，毛利率50.7%。**

2024H1年金岭金矿共采矿44.24万吨，选矿113.73万吨，共生产金锭746千克(平均金含量80%，平均银含量18.42%)及金精矿26388吨(品位约25g/t，下同)，其中售出金锭715千克，金精矿22256吨，**折算黄金金属销量约1.13吨。收入5.61亿元，销售成本2.19亿元，单位销售成本195元/克，毛利3.41亿元，单位毛利302元/克，毛利率60.8%**

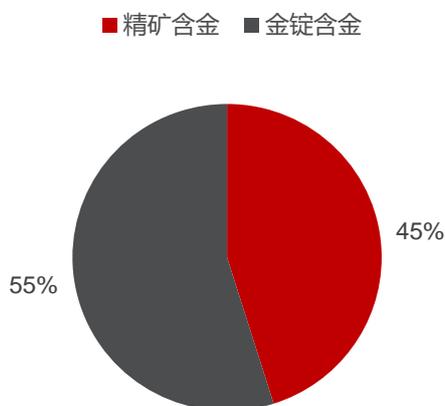
**图19：金岭金矿历年开发支出情况**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**金岭金矿含有大量的自然金，未来直接回收得到的黄金产量将更多，从而矿山的盈利能力将更为突出。**金岭金矿有氧化矿和硫化矿，并且还含有大量的砂金（自然金），至 23 年上半年在 Chovohio 河沿岸便发现了 5 个砂金矿体。得益于金岭优秀的自然禀赋条件，在选矿方式上，公司可以通过重选+堆浸两种选矿方式可以直接回收金锭，同时通过浮选的方式得到金精矿，因此公司在没有冶炼厂的情况下，所售的产品中既包含金锭又包含金精矿。2023 年公司生产的产品中金锭含金、金精矿含金的比例分别为 55%，45%，24H1 两者比例分别为 47%、53%。由于重选的成本相较于浮选会低很多，因此直接回收的黄金更多，对公司盈利的贡献也将更多。目前公司正在增加额外破碎、研磨及 Knelson 选矿机设备的安装，升级力度尽可能回收其中含有的自然金，目前预计将于 2024 年 9 月投入运营，届时克金成本预计能有效降低，矿山的盈利能力将更为突出。

图20：2023 年金岭金矿生产两种产品中含金比例



资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.3 西藏昌都哇了格矿：探转采在即的铅银矿，新的成长点

#### 3.3.1 股权结构：公司持股 51%

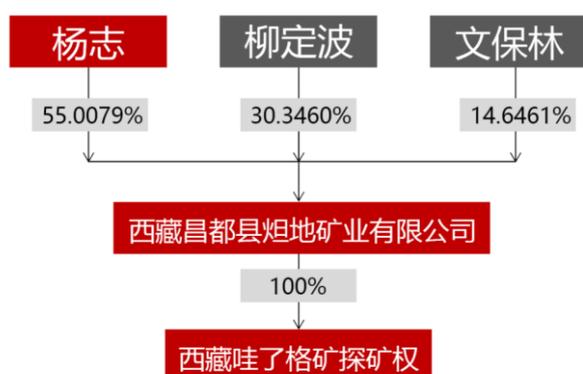
2014年5月16日，万国黄金集团董事会宣布，公司的全资附属公司，宜丰万国和香港捷达，与卖方西藏昌都县灿地矿业签订了两份收购协议。柳定波、杨志及文保林同意分别转让 8.9%、4.1% 及 3%西藏昌都权益予宜丰万国。代价为人民币 75.2 百万元（或总代价的 31.37%）。柳定波、杨志及文保林同意分别转让 21.45%、5.93% 及 7.62%的西藏昌都权益予香港捷达。代价为人民币 164.5 百万元（或总代价的 68.63%）。

收购之前，标的公司实际控制人为杨志。杨志持有了项目公司 55%的股权，杨志也即上市公司藏格矿业的实际控制人。剩余股权中，柳定波和文保林分别持有标的公司 30.35%的股权和 14.65%的股权。

收购完成后，万国黄金集团成为项目实控人，实际持有标的公司 51%的股权。标的公司的四大股东分别为杨志（45%），捷达投资（35%）、宜丰万国矿业（16%）、文保林（4%），其中捷达投资和宜丰万国矿业为万国黄金集团的全资子公司。

由于排除税务风险考虑，收购事项最终于 2017 年 7 月完成。2017 年第一季度，万国黄金集团预计开始申请采矿许可证。2017 年 7 月 13 日，万国黄金集团发布公告，宣布收购事项落实完成。

图21：收购前项目公司股权结构图



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图22：收购后项目公司股权结构图



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

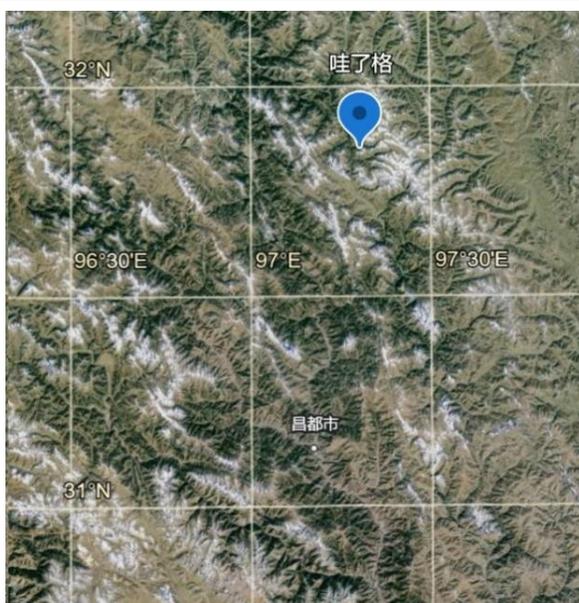
#### 3.3.2 自然条件：高原环境，开发潜力大

西藏昌都哇了格铅银矿床位于西藏昌都市卡若区以北 183km 处，属于低温热液铅银矿床。其勘查面积为 21.87 平方千米，行政区划隶属昌都市卡若区面达乡和拉多乡管辖，所在地平均海拔超过 3600 米。从面达乡沿 Y507 经柴维乡折 G317 国道南行 50 公里可达昌都市。昌都市位于川、藏、青、滇四省交汇之处，距离成都、拉萨 1000km 左右，位于川藏东西向发展轴线中心，川藏公路(G317)、

南线 (G318)、滇藏公路 (G214) 均从昌都市经过, 境内邦达机场位于昌都市邦达镇, 交通区位较为便利。

**高原山地气候特征显著。**矿区大地构造位置处于“三江”造山带“昌都-兰坪-思茅盆”北端, 东为金沙江, 西为澜沧江深大断裂带。昌都-兰坪-思茅盆地处于“藏宝地”之称的藏东“三江”地区, 夹持于著名的班公湖-怒江和澜沧江 2 条古板块缝合带之间。该区域具有地质构造缝合带特征, 构造复杂, 地层发育齐全, 岩浆活动频繁。矿区所属昌都市属西藏东南高原温带半干旱季风气候, 夏季气候温和湿润, 年平均最高气温 16°C, 冬季气候干冷, 年平均最低气温 0°C, 年温差小, 日温差大。年平均日照时数为 2100~2700 小时, 年平均降水量 477.7 毫米。

**图23: 哇了格地区卫星图**



资料来源: 谷歌地球, 民生证券研究院

**水源和电力供应充足。**矿区所在地区是中国及亚洲东南部主要河流的上游集结区之一, 河流众多, 水系较发育, 可满足矿山生产、生活用水。川藏联网途将昌都电网与四川电网接通, 可为矿山开发提供可靠电源。

### 3.3.3 资源禀赋: 资源量可观的铅银矿

**截至 2023 年底, 哇了格矿区 (探明+控制+推断) 资源量共计: 矿石量 4302.7 万吨, 铅金属 159.6 万吨, 银金属 1937 吨。**其中, 探明资源量: 铅金属 53 万吨, 铅平均品位 3.79%, 银 627 吨, 银平均品位为 44.80 克/吨; 控制资源量: 铅金属 65.5 万吨, 铅平均品位 3.57%, 银金属 795 吨, 银平均品位为 43.32 克/吨; 推断资源量: 铅金属 40.8 万吨, 铅平均品位 3.82%, 银金属 515 吨, 银平均品位

为 48.22 克/吨。

**表11：哇了格矿资源量情况**

哇了格矿 (51%)	矿石量 吨数 (百万吨)	品位		金属量	
		铅 (%)	银 (克/吨)	铅 (万吨)	银 (吨)
探明	13.996	3.79	44.80	53.0	627.0
控制	18.343	3.57	43.32	65.5	794.6
推断	10.688	3.82	48.22	40.8	515.4
<b>合计</b>	<b>43.027</b>	<b>3.71</b>	<b>45.02</b>	<b>159.6</b>	<b>1937.1</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**2022 年，万国黄金集团积极推进哇了格铅银矿“探转采”工作，成效显著。**

西藏自治区政府《助力高原经济高质量发展加快推进矿产资源勘查开发实施方案》将“哇了格铅银矿”转采工作纳入办理进程，西藏昌都市将“哇了格铅银矿”纳入矿产资源十四五规划转采重点支持项目，为哇了格铅银矿下一步探转采稳定推进奠定了可靠的保障。

**2023 年，哇了格铅银矿“探转采”手续办理取得实质性进展。**哇了格矿已完成

《可行性研究报告》、《开发利用方案》、《环境保护和土地复垦方案》、《安全预评价》、《社会稳定评价报告》通过评审，取得划定矿区范围批复等，全力推进哇了格矿早日拿到采矿证并加快建设开发。

**表12：哇了格矿收购及勘探进展**

日期	事件
2013-10-13	万国黄金集团：可能收购西藏昌都昌都县烺地矿业有限公司 51% 权益的框架协议
2014-05-16	万国黄金集团：须予披露及关联交易收购西藏昌都烺地矿业有限公司 51% 权益
2016-01	预计开始申请安全生产许可
2016-04	预计授出安全生产许可
2016-06-30	万国黄金集团：延迟完成须予披露及关联交易关于收购西藏昌都县烺地矿业有限公司 51% 权益
2017 第一季度	预计开始申请采矿许可证
2017 第二季度	预计开始申请土地使用许可和用水许可
2017-07-13	万国黄金集团：收购事项落实完成
2018 第一季度	预计授出采矿许可证、土地使用许可和用水许可
2022	西藏自治区政府《助力高原经济高质量发展加快推进矿产资源勘查开发实施方案》将“哇了格铅银矿”转采工作纳入办理进程，西藏昌都市将“哇了格铅银矿”纳入矿产资源十四五规划转采重点支持项目。
2023	西藏哇了格铅银矿“探转采”手续办理取得实质性进展，已完成《可行性研究报告》、《开发利用方案》、《环境保护和土地复垦方案》、《安全预评价》、《社会稳定评价报告》通过评审，取得划定矿区范围批复等

资料来源：公司公告，公司公众号，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司新庄矿矿石开采量目前已经基本满产，假设采选品位和回收率维持稳定，我们预计 2024-2026 年铜当量分别为 1.03/1.08/1.08 万吨。金岭矿目前还在爬坡阶段，露天矿的采选回收率目前远低于实验室水平，后续随着爬坡进度预计会持续提升，且后续还有地下矿扩产的潜力，因此黄金产销量或将有所增长，我们预计 2024-2026 年公司金岭矿黄金销量分别为 3.14/4.15/5.00 吨。

**表13：公司产品销量预测**

项目	单位	2023	2024E	2025E	2026E
<b>新庄矿销量</b>					
铜精矿所含铜	吨	3709	3682	3857	3857
锌精矿所含锌	吨	8390	8328	8725	8725
铁精矿	吨	80938	80340	84166	84166
硫精矿	吨	238580	236819	248096	248096
铅精矿所含铅	吨	1721	1708	1790	1790
硫铁精矿	吨	46736	46391	48600	48600
伴生金合计	千克	241	239	251	251
伴生银合计	千克	12403	12311	12898	12898
<b>铜当量</b>	<b>吨</b>	<b>10887</b>	<b>10399</b>	<b>10887</b>	<b>10887</b>
<b>金岭矿销量</b>					
金精矿含金	吨	0.59	1.58	2.19	2.84
金锭含金	吨	0.89	1.57	1.96	2.16
<b>黄金合计</b>	<b>吨</b>	<b>1.49</b>	<b>3.14</b>	<b>4.15</b>	<b>5.00</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

**价格方面**，我们认为铜金处于景气周期，价格有望提升，处于谨慎考虑，我们预计铜价（不含税）2024-2026 年分别为 66372/66372/66372 元/吨，黄金价格分别为 550/550/550 元/克。其他金属价格同样维持相对平稳。成本方面，我们预计新庄矿成本维持平稳，单吨铜当量销售成本 2024-2026 年分别为 2.74/2.74/2.74 万元/吨，金岭矿受益于回收率提升以及产量逐步爬坡实现单位产品成本下降，我们预计 2023-2025 年公司黄金的单位销售成本分别为 189/176/174 元/克。

**表14：公司产品单价和单位成本预测**

项目	单位	2023	2024E	2025E	2026E
<b>不含税价格</b>					
铜	元/吨	60525	66372	66372	66372
锌	元/吨	18742	19027	19027	19027
铅	元/吨	14388	15044	14602	14602
铁精粉	元/吨	894	800	800	800
金	元/克	482	550	550	550
银	元/千克	5230	5500	5500	5500
<b>成本</b>					
新庄矿-单吨铜当量销售成本	万元/吨	2.64	2.74	2.74	2.74
金岭矿-单位销售成本	元/克	218	189	176	174

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

基于以上量价本假设,同时假设贸易的营收和营业成本与2023年保持一致,我们预计公司2024-2026年营业收入分别为21.85/26.96/31.01亿元,毛利率分别为56%、59%、60%。

**表15：公司营业收入、营业成本和毛利率预测**

项目	单位	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>千元</b>	<b>1315217</b>	<b>2184758</b>	<b>2695778</b>	<b>3100933</b>
新庄矿	千元	572556	597351	625364	625364
金岭矿	千元	658316	1503062	1986069	2391224
贸易	千元	84345	84345	84345	84345
<b>营业成本</b>	<b>千元</b>	<b>695980</b>	<b>964030</b>	<b>1111762</b>	<b>1253576</b>
新庄矿	千元	287351	284835	298399	298399
金岭矿	千元	324632	595198	729366	871180
贸易	千元	83997	83997	83997	83997
<b>毛利</b>	<b>千元</b>	<b>619237</b>	<b>1220727</b>	<b>1584017</b>	<b>1847357</b>
新庄矿	千元	285205	312515	326965	326965
金岭矿	千元	333684	907864	1256704	1520044
贸易	千元	348	348	348	348
<b>毛利率</b>	<b>%</b>	<b>47%</b>	<b>56%</b>	<b>59%</b>	<b>60%</b>
新庄矿	%	50%	52%	52%	52%
金岭矿	%	51%	60%	63%	64%
贸易	%	0%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

我们选择业务同样为黄金的港股公司招金矿业和山东黄金作为可比公司,可比公司2024-2026年PE分别为24/17/13倍,万国黄金集团对应的PE仅为

12/9/8 倍，并且公司的成长性与行业可比公司相当，即使考虑到万国黄金集团未进入港股通，给予 80%的流动性折价，其估值也低于可比公司，因此我们认为公司当前股价较为低估，存在较大估值修复空间。

**表16: 可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
1818.HK	招金矿业	11.87	0.21	0.38	0.55	0.76	57	31	22	16
1787.HK	山东黄金	14.55	0.52	0.87	1.18	1.42	28	17	12	10
可比公司平均 PE							42	24	17	13
3939.HK	万国黄金集团	8.52	0.41	0.71	0.92	1.10	21	12	9	8

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测;

注: 山东黄金, 招金矿业数据采用 ifind 一致预期, 股价时间为 2024 年 9 月 19 日, 货币单位为人民币, 汇率 1HKD=0.92CNY

### 4.3 投资建议

公司宜丰矿稳定贡献利润, 金岭金矿持续爬坡, 未来地下矿扩产潜力较大, 哇了格铅银矿探转采持续推进。叠加铜金价格景气向上, 迎来量价齐升。我们预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 5.90/7.59/9.13 亿元, EPS 分别为 0.71/0.92/1.10 元, 对应 9 月 19 日 PE 分别为 12X、9X、8X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 铜金等产品价格下跌的风险。**公司目前的主力矿山新庄矿和金岭金矿产品为有色金属矿石，若相关金属价格下跌，会对公司盈利产生不利影响。

**2) 项目投产进度不及预期的风险。**金岭金矿投产后还未满产，且目前还在进行深部找矿开矿工作，2024年上半年因雨季影响采矿活动，若后续出现不可抗力导致项目进度延缓，公司盈利将受到不利影响。

**3) 探转采进度低于预期的风险。**西藏哇了格铅银矿还处在探矿权阶段，后续的矿山建设前提条件是拿到采矿证，若探转采进度受阻，公司未来的成长性将受到影响。

**公司财务报表数据预测汇总**

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>684</b>	<b>1,350</b>	<b>2,000</b>	<b>2,731</b>
现金及现金等价物	172	555	1,041	1,635
应收账款及票据	69	115	142	164
存货	200	277	320	360
其他	243	403	497	572
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,678</b>	<b>1,721</b>	<b>1,758</b>	<b>1,793</b>
固定资产	811	849	886	920
商誉及无形资产	795	796	796	797
其他	73	76	76	76
<b>资产合计</b>	<b>2,362</b>	<b>3,071</b>	<b>3,758</b>	<b>4,524</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>494</b>	<b>671</b>	<b>779</b>	<b>871</b>
短期借贷	202	214	227	239
应付账款及票据	103	142	164	185
其他	189	315	388	446
<b>非流动负债合计</b>	<b>107</b>	<b>103</b>	<b>103</b>	<b>103</b>
长期借贷	0	0	0	0
其他	107	103	103	103
<b>负债合计</b>	<b>601</b>	<b>774</b>	<b>882</b>	<b>974</b>
普通股股本	68	68	68	68
储备	1,338	1,778	2,273	2,846
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,406</b>	<b>1,846</b>	<b>2,341</b>	<b>2,914</b>
少数股东权益	355	451	535	637
<b>股东权益合计</b>	<b>1,760</b>	<b>2,296</b>	<b>2,876</b>	<b>3,550</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,362</b>	<b>3,071</b>	<b>3,758</b>	<b>4,524</b>

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>350</b>	<b>674</b>	<b>885</b>	<b>1,069</b>
净利润	335	590	759	913
少数股东权益	56	96	84	101
折旧摊销	97	101	103	105
营运资金变动及其他	-138	-112	-62	-51
<b>投资活动现金流</b>	<b>-159</b>	<b>-148</b>	<b>-140</b>	<b>-140</b>
资本支出	-158	-140	-140	-140
其他投资	-1	-8	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-88</b>	<b>-145</b>	<b>-259</b>	<b>-336</b>
借款增加	11	12	12	12
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-83	-151	-265	-342
其他	-16	-6	-7	-7
<b>现金净增加额</b>	<b>104</b>	<b>383</b>	<b>487</b>	<b>594</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,315</b>	<b>2,185</b>	<b>2,696</b>	<b>3,101</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	696	964	1,112	1,254
销售费用	78	175	189	186
管理费用	103	175	189	217
研发费用	24	40	50	57
财务费用	9	5	1	-3
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-7	0	0	0
除税前利润	422	826	1,155	1,390
所得税	31	140	312	375
净利润	391	686	843	1,015
少数股东损益	56	96	84	101
<b>归属母公司净利润</b>	<b>335</b>	<b>590</b>	<b>759</b>	<b>913</b>
EBIT	431	830	1,156	1,386
EBITDA	528	931	1,259	1,492
EPS (元)	0.41	0.71	0.92	1.10

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	93.01	66.11	23.39	15.03
归属母公司净利润	85.77	75.78	28.75	20.30
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	47.08	55.87	58.76	59.57
净利率	25.50	26.98	28.16	29.45
ROE	23.86	31.94	32.43	31.34
ROIC	20.34	27.45	27.21	26.71
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	25.45	25.22	23.48	21.53
净负债比率(%)	1.72	-14.81	-28.31	-39.32
流动比率	1.38	2.01	2.57	3.14
速动比率	0.98	1.60	2.16	2.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.80	0.79	0.75
应收账款周转率	31.88	23.67	20.94	20.28
应付账款周转率	7.49	7.86	7.25	7.18
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.41	0.71	0.92	1.10
每股经营现金流	0.42	0.81	1.07	1.29
每股净资产	1.70	2.23	2.83	3.52
<b>估值比率</b>				
P/E	21	12	9	8
P/B	5.0	3.8	3.0	2.4
EV/EBITDA	13.58	7.70	5.69	4.80

## 插图目录

图 1: 公司架构 (截至 2024 年 6 月)	4
图 2: 公司营收及增速	5
图 3: 公司归母净利及增速	5
图 4: 公司营收来源情况	5
图 5: 公司毛利构成及毛利率情况	5
图 6: 公司自有矿产营收按产品划分 (单位: 万元)	6
图 7: 公司毛利率及净利率情况	7
图 8: 公司三费及三费占比情况	7
图 9: 公司经营性净现金流及占营业利润比例	7
图 10: 公司资本开支及折旧摊销情况	7
图 11: 公司历史现金分红情况及股利支付率	8
图 12: 公司矿山地理位置分布	9
图 13: 新庄矿地理位置	10
图 14: 2013 年以来新庄矿开采矿石量变化	12
图 15: 收购后项目公司股权结构图	13
图 16: 金岭金矿航拍图	14
图 17: 金岭金矿的球磨系统	16
图 18: 金岭金矿勘探支出情况	17
图 19: 金岭金矿历年开发支出情况	19
图 20: 2023 年金岭金矿生产两种产品中含金比例	20
图 21: 收购前项目公司股权结构图	21
图 22: 收购后项目公司股权结构图	21
图 23: 哇了格地区卫星图	22

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司历史沿革	3
表 2: 截至 2023 年 12 月 31 日公司三大矿山资源情况	9
表 3: 截至 2023 年 12 月 31 日新庄矿资源量情况	11
表 4: 截至 2023 年 12 月 31 日新庄矿储量情况	11
表 5: 新庄矿产产品对外销售情况	12
表 6: 金岭金矿历史概况	16
表 7: 金岭金矿各矿床资源情况	17
表 8: 金岭矿资源禀赋 (截至 2023 年 12 月 31 日)	18
表 9: 金岭项目营运成本估算 (2018 年 2 月)	18
表 10: 可研年产矿石与废石量及吨矿品位	19
表 11: 哇了格矿资源量情况	23
表 12: 哇了格矿收购及勘探进展	23
表 13: 公司产品销量预测	24
表 14: 公司产品单价和单位成本预测	25
表 15: 公司营业收入、营业成本和毛利率预测	25
表 16: 可比公司 PE 数据对比	26
公司财务报表数据预测汇总	28

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026