

# 金岭金矿绽放，开启世界一流黄金矿企征程

2025 年 03 月 23 日

➤ **事件：公司发布 2024 年业绩公告。**2024 年，公司实现营业收入 18.76 亿元，同比增加 42.6%，归母净利润 5.75 亿元，同比增加 71.56%。分产品营收来看，公司黄金收入占比进一步提升至 65%，第二大产品收入来源为铜，营收占比为 13.5%。

➤ **积极回馈股东，派发末期股息和特别股息。**公司计划派付人民币 0.145 元/股末期股息及 0.075 元/股特别股息；同时公司在 2024 年中期曾派发中期分红，公司 2024 年股利支付率达到 57.2%。

➤ **金岭金矿：量价齐升迎利润增长，未来成长性突出。运营实现优化：产量方面**，2024 年金岭金矿完成采矿量 271.33 万吨，选矿量 228.15 万吨，由于 2024 年上半年降雨频繁的影响，公司矿石品位相较于 2023 年一定程度下降，因此黄金产量的增幅低于选矿量的增幅，2024 年公司实现黄金产量 2.06 吨，同比增长 26.7%。采矿在 2024 现了良好的恢复，下半年采矿量高达 227.1 万吨，是上半年的 4 倍多，因此预计 2025 年公司产量有望加速释放。**成本方面**，在矿石品位下滑的不利形势下，公司整体成本稳中有降，完全成本实现下降，2024 年全年销售成本为 227g/t，完全成本为 273g/t，运营进一步优化，未来成本控制有望进一步提升。**未来产量有望大幅增长：**公司 2024 年支出 34.9 百万元投入勘探，截至 24 年底，金岭金矿资源量提升至 232 吨，未来或仍有进一步增储潜力。以 20 年左右的矿山生命周期来预估，未来金岭金矿年产量或能达到 10 吨以上，成长空间广阔。

➤ **新庄宜丰矿：表现良好，稳定贡献利润。**2024 年新庄矿完成选矿量 108.73 万吨，实现营收 6.40 亿元，毛利率 52.6%。其中，新庄矿铜精矿销量为 3990 吨，营收占比为 38.59%。将其他矿产按营收折算为铜，2024 年新庄矿生产的铜当量为 10339 万吨。成本方面，新庄矿整体成本控制较好，保持稳定，每年上升幅度不高，2024 年单位矿石成本为 278.6 元/吨，生产经营表现优秀，贡献稳定利润。

➤ **金价牛市仍在途。**降息周期仍在，年内美联储未来大概率仍将继续进行降息，从历史来看，降息周期内金价易涨难跌。同时当前资产配置尚处低位，ETF 持仓不高，央行购金力度不减，全球黄金储备总量占比持续提升，有望继续推动金价上行。

➤ **投资建议：**公司未来成长空间广阔，随着公司采矿恢复正常，选矿逐步改善，当前产能爬坡预计提速，同时未来还有进一步扩产，叠加金价景气，看好公司后续黄金产量持续增长，迎来量价齐升。我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 10.89/13.53/16.26 亿元，EPS 分别为 1.00/1.25/1.50 元，对应 3 月 21 日 PE 分别为 14X、12X、10X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铜金等产品价格下跌的风险，项目投资进度不及预期的风险。

## 盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,876	3,153	3,723	4,327
增长率 (%)	42.6	68.1	18.1	16.2
归母净利润	575	1,089	1,353	1,626
增长率 (%)	71.6	89.2	24.3	20.2
EPS	0.53	1.00	1.25	1.50
P/E	27	14	12	10
P/B	5.0	4.0	3.4	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

## 推荐

## 维持评级

### 当前价格：

### 15.70 港元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理 袁浩**

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

## 相关研究

1.万国黄金集团 (3939.HK) 动态报告：世界级金矿冉冉升起-2024/12/29

2.万国黄金集团 (3939.HK) 深度报告：新庄矿业铸基石，金岭坚守终绽放-2024/09/21

# 目录

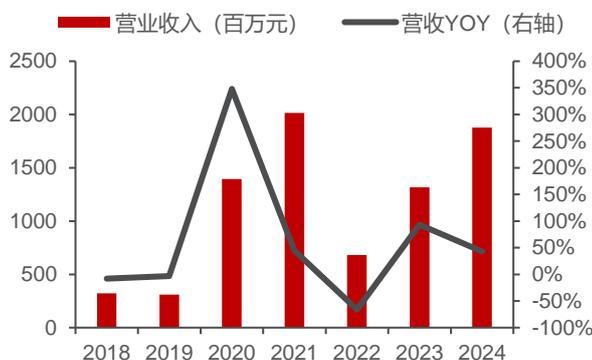
<b>1 事件：公司发布 2024 年业绩公告</b>	<b>3</b>
<b>2 金岭金矿：量价齐升迎利润增长，未来成长性突出</b>	<b>4</b>
2.1 运营进一步优化，成本稳中有降	4
2.2 资源量大幅更新，未来黄金年产量有望大幅增长	6
<b>3 新庄宜丰矿：表现良好，稳定贡献利润</b>	<b>9</b>
<b>4 金价牛市仍在途</b>	<b>11</b>
4.1 降息周期仍在，金价易涨难跌	11
4.2 资产配置尚处低位，央行持续购金支撑金价上行	13
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>15</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>16</b>
插图目录	18
表格目录	18

## 1 事件：公司发布 2024 年业绩公告

**公司发布 2024 年业绩公告。**2024 年，公司实现营业收入 18.76 亿元，同比增加 42.6%，归母净利润 5.75 亿元，同比增加 71.56%。分产品营收来看，公司黄金收入占比进一步提升至 65%，第二大产品收入来源为铜，营收占比为 13.5%。

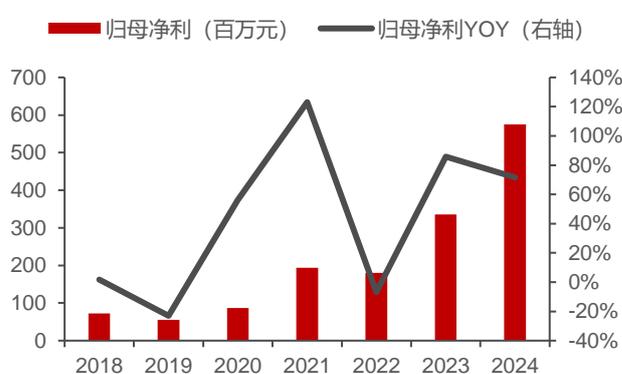
**公司同时宣布派发末期股息和特别股息，积极回馈股东。**公司计划派付人民币 0.145 元/股末期股息及 0.075 元/股特别股息，派发总额人民币约 2.38 亿元；同时公司在 2024 年中期曾派发中期分红，累计总额 0.91 亿元。因此，公司 2024 年股利支付率达到 57.2%。

图1：公司营收及增速



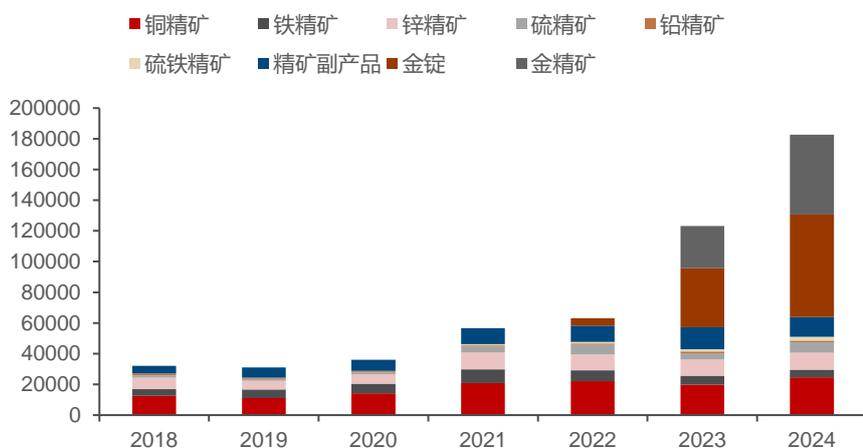
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：公司业务分产品营收情况（单位：万元）



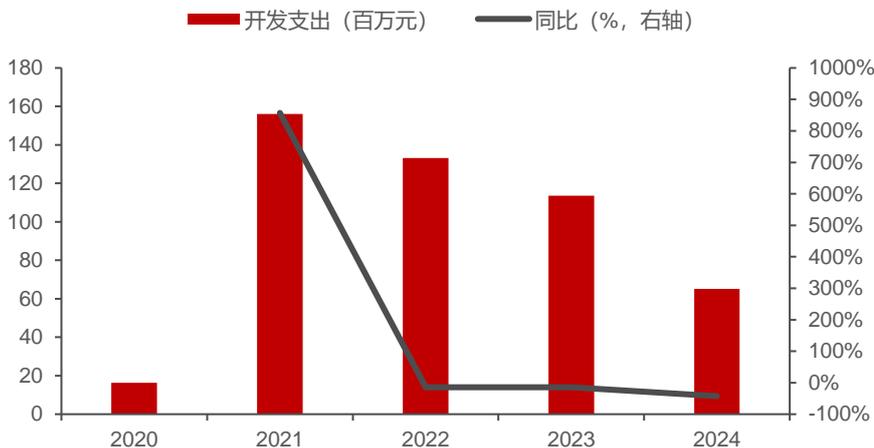
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 金岭金矿：量价齐升迎利润增长，未来成长性突出

### 2.1 运营进一步优化，成本稳中有降

2024年，公司实现黄金产量2.06吨，同比增长26.7%。2024年，金岭金矿完成采矿量271.33万吨，选矿量228.15万吨，相较于2023年处理量有较大幅度提升。但是由于2024年上半年降雨频繁的影响，公司更多是采用地表堆存的矿石进行选矿，矿石品位相较于2023年的矿山有一定程度下降，因此黄金产量的增幅低于选矿量的增幅，2024年公司实现黄金产量2.06吨，同比增长26.7%，其中金锭和金精矿黄金产量分别为0.96吨、1.10吨，金锭的产量占比为46.5%。

图4：金岭金矿开发支出



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：金岭金矿产量一览表

	2023	2024
采矿量 (万吨)	146.66	271.33
选矿量 (万吨)	115.89	228.15
金锭产量 (千克)	1142.90	1199.00
金精矿产量 (吨)	29360.56	46191.00
<b>黄金产量 (金属吨)</b>	<b>1.63</b>	<b>2.06</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

在矿石品位下滑的不利形势下，公司整体成本稳中有降，完全成本实现下降，2024年全年销售成本为227g/t，完全成本为273g/t，运营进一步优化，未来成本控制有望进一步提升。2024年，公司采选规模提升后，单位采选成本实现了下降。公司单位采矿成本从109.9元/吨下降到84.8元/吨，降幅22.8%；单位选矿成本从133.3元/吨下降到113元/吨，降幅15.2%，从而实现黄金完全成本的下降，从302元/g下降到273元/g，降幅9.6%。公司单位销售成本上升主要是销

售费用部分调整至成本所致,公司重新分配了抵消收益的处理和冶炼费 50 百万元,因此公司 2024 年销售费用减少了 30.1%,从 23 年的 78.3 百万元下降至 24 年的 54.7 百万元,而对应的成本则上升。2025 年,随着公司采选规模进一步提升,叠加矿石品位恢复正常后,公司成本预计仍有较大下降空间。

**表2: 金岭金矿经营数据一览**

项目	2023	2024
收入 (千元)	658318	1187927
营业成本 (千元)	324632	526937
毛利率 (%)	50.7%	54.6%
税前溢利 (千元)	210841	556073
黄金销量 (金属吨)	1.484	2.318
产品单位收入 (元/g)	443.7	512.5
单位采矿成本 (元/g)	109.9	84.8
单位选矿成本 (元/g)	133.3	113
单位销售成本 (元/g)	219	227
单位完全成本 (元/g)	302	273

资料来源:公司公告,民生证券研究院

**2024 年上下半年来看,公司生产实现了良好的恢复。**从 24 年上下半年生产情况来看,采矿在下半年实现了良好的恢复,下半年采矿量高达 227.1 万吨,是上半年的 4 倍多,弥补了上半年因雨季导致的采矿缺失,同时采矿成本实现大幅度下降。选矿量上下半年基本相同,但从成本和产量来看,下半年表现不如上半年的表现或主要是由于公司选矿系统的改进。为尽可能回收矿石中的金锭,公司在 24 年增加了额外破碎、研磨及 Knelson 选矿机的设施,并预计于 24 年 6 月安装完成。因此下半年公司选矿系统预计进行了改造,短期内对回收率等指标或有一定影响。2025 年,随着公司采矿业务恢复并进一步提升,选矿业务改造完成,公司产量或将加速释放。

**表3: 金岭金矿 2024 年上下半年生产数据情况**

项目	单位	2024H1	2024H2
采矿量	单位	44.2	227.1
选矿量	万吨	113.7	114.4
采矿成本	万吨	119.5	78.0
选矿成本	元/吨	107.3	118.6
<b>产量</b>			
金锭	千克	746	453
金精矿	吨	26388	19803
黄金产量	金属吨	1.26	0.80

资料来源:公司公告,民生证券研究院

## 2.2 资源量大幅更新，未来黄金年产量有望大幅增长

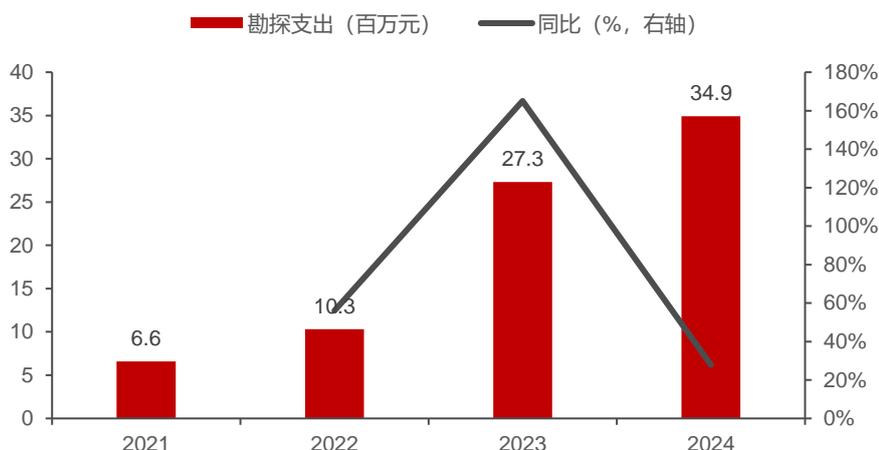
金岭金矿具备极大的勘探潜力，万国黄金接手后亦同时进行资源量的更新确认。金岭金矿有 5 个已知矿床组成，其中 Charivunga 区域勘探潜力巨大。2024 年，公司对金岭金矿共钻探 915 个孔，共计 53198.14 米，总计支出 34.9 百万元，其中包括：

1、16 个岩心钻孔，共 6410.44 米，主要针对 Dawsons 区和 Charivunga 矿床边缘；

2、7 个反循环钻孔，共 776.5 米，以及 14 个岩心钻孔，共 1,803.2 米，位于 Valehaichichi 矿床；

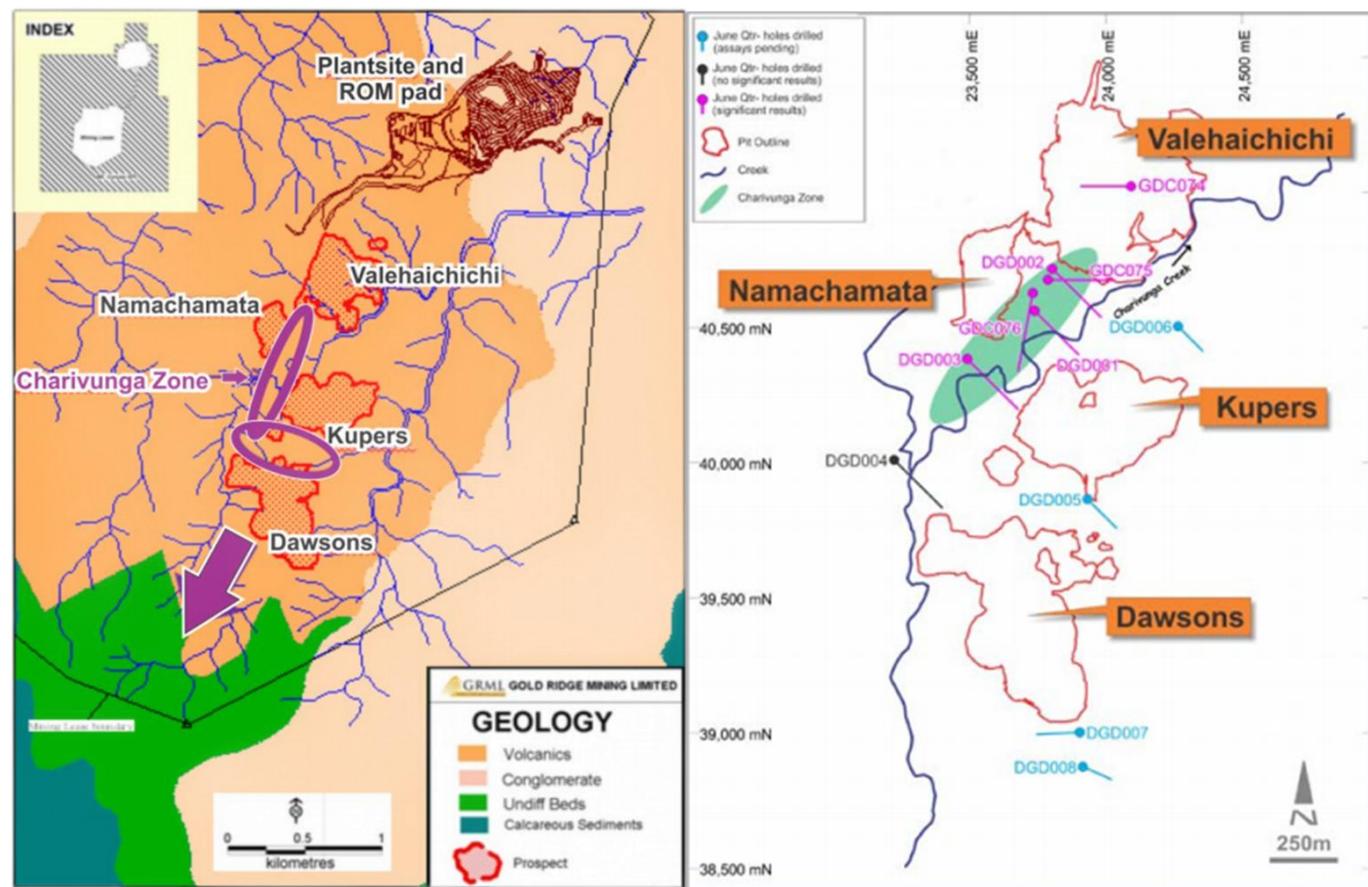
3、878 个反循环钻孔，共 44,208 米，即 Valehaichichi 矿床、Dawsons 矿床、Charivunga 矿床、Kupers 及 Dawsons 矿床目前正在开采的区域。

图5：金岭金矿勘探支出



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6: 金岭金矿矿床分布图



资料来源: St Barbara 公告, 民生证券研究院

表4: Charivunga 矿床的勘探潜力巨大

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
<b>Charivunga</b>	—	—	<b>8437</b>	<b>1.51</b>	<b>16905</b>	<b>2.06</b>	<b>25342</b>	<b>1.88</b>
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

**金岭金矿资源量提升至 232 吨。**2024 年 12 月 27 日, 公司发布金岭金矿资源和储量更新报告。截至 2024 年 12 月 31 日, 黄金资源量从 103 吨增长至 232 吨, 增幅为 121.2%, 平均品位达到 1.17g/t; 黄金储量从 37 吨增长至 40 吨, 增幅为 8.3%。

储量增幅远低于资源量增幅主要是由于矿坑设计及未来生产计划尚未更新,

当前的储量仅反映自 2018 年以来的额外钻孔及金边界品位的变化,用以了解资源增加程度的矿坑设计及生产计划尚未更新,因此暂无法准确确认可转化为储量的部分。当前的储量信息基于 1750 美元/盎司的基准,已经严重落后于当前金价,目前公司正在修订新的金岭金矿可行性研究,待后续新的生产规划确定后,预计黄金储量也将大幅度增长。

**世界级金矿趋势待发,未来扩产可期,成长空间广阔。**金岭金矿资源量已提升至 232 吨,未来或仍有进一步增储潜力,以 20 年左右的矿山生命周期来预估,未来金岭金矿年产量或能达到 10 吨以上,成长空间广阔。

**表5: 金岭金矿最新资源量 (截至 2024.12.31)**

类别	品种	矿石 千吨	金品位 克/吨	含金 千盎司
探明	氧化金	741	1.15	27
	过度金	1000	1.29	41
	新金	21626	1.14	793
<b>小计</b>		<b>23368</b>	<b>1.15</b>	<b>862</b>
控制	氧化金	1442	1.02	47
	过度金	1545	1.23	61
	新金	76410	1.22	2992
<b>小计</b>		<b>79397</b>	<b>1.21</b>	<b>3100</b>
推断	氧化金	2503	0.86	72
	过度金	1614	1.11	58
	新金	85017	1.14	3125
<b>小计</b>		<b>89134</b>	<b>1.14</b>	<b>3255</b>
<b>合计</b>		<b>191899</b>	<b>1.17</b>	<b>7217</b>

资料来源:公司公告,民生证券研究院

**表6: 金岭金矿最新储量 (截至 2024.12.31)**

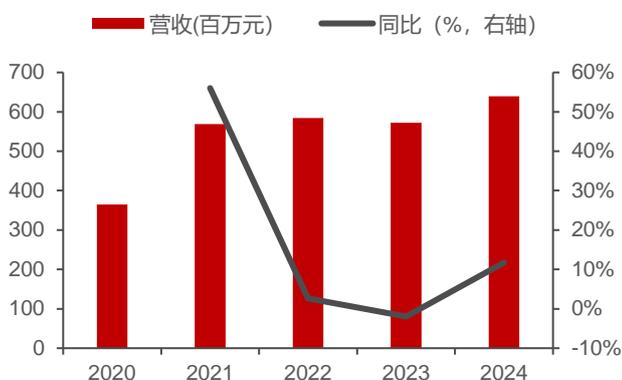
	探明			概略			合计		
	矿石数量 百万吨	金品位 克/吨	含金 千盎司	矿石数量 百万吨	金品位 克/吨	含金 千盎司	矿石数量 百万吨	金品位 克/吨	含金 千盎司
矿坑	12.8	1.39	573	14.3	1.30	601	27.1	1.34	1174
库存	0.6	1.14	22				0.6	1.14	22
<b>合计</b>	<b>13.4</b>	<b>1.28</b>	<b>595</b>	<b>14.3</b>	<b>1.30</b>	<b>601</b>	<b>27.1</b>	<b>1.34</b>	<b>1174</b>

资料来源:公司公告,民生证券研究院

### 3 新庄宜丰矿：表现良好，稳定贡献利润

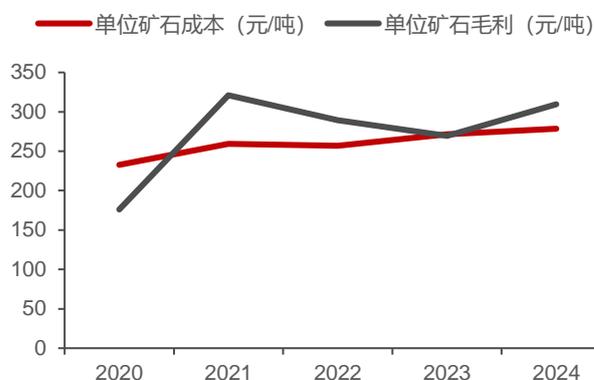
新庄矿经过多次扩建，目前实际年选矿总量可超 100 万吨，已是一座成熟矿山，生产经营表现稳定。2024 年新庄矿完成选矿量 108.73 万吨，实现营收 6.40 亿元，毛利率 52.6%。其中，新庄矿铜精矿销量为 3990 吨，营收占比为 38.59%。将其他矿产按营收折算为铜，2024 年新庄矿生产的铜当量为 10339 万吨。成本方面，新庄矿整体成本控制较好，保持稳定，每年上升幅度不高，2024 年单位矿石成本为 278.6 元/吨。

图7：新庄矿营收情况



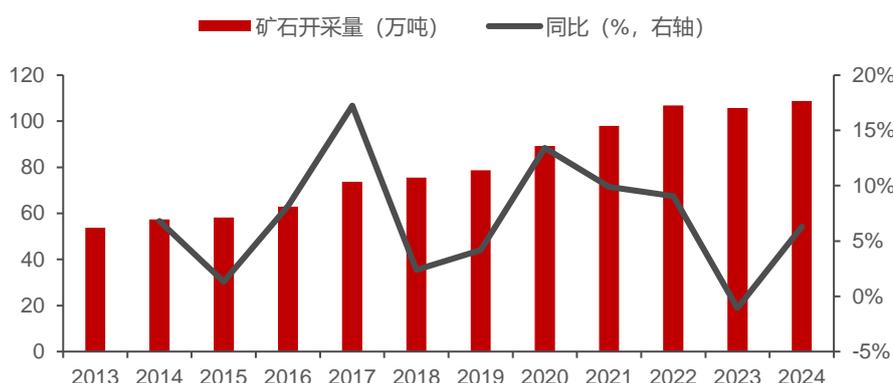
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：新庄矿单位矿石成本及毛利



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2013 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7：新庄矿产产品对外销售情况**

矿产类别	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
精矿所含铜	吨	3446	3139	3808	3839	4109	3709	3990
铁精矿	万吨	11	11	10	10	10	8	8
锌精矿所含锌	吨	5096	5691	5429	7386	6356	8390	6480
铅精矿所含铅	吨	905	690	822	1113	1165	1721	1309
硫精矿	万吨	15.0569	15.5444	18.8974	19.3529	25.308	23.858	248110
硫铁精矿	万吨	0	0	0.75	2.34	3.61	4.67	7.10
精矿所含金	公斤	128	106	154	213	219	241	178
精矿所含银	公斤	6944	6587	8110	12068	12432	12403	9002

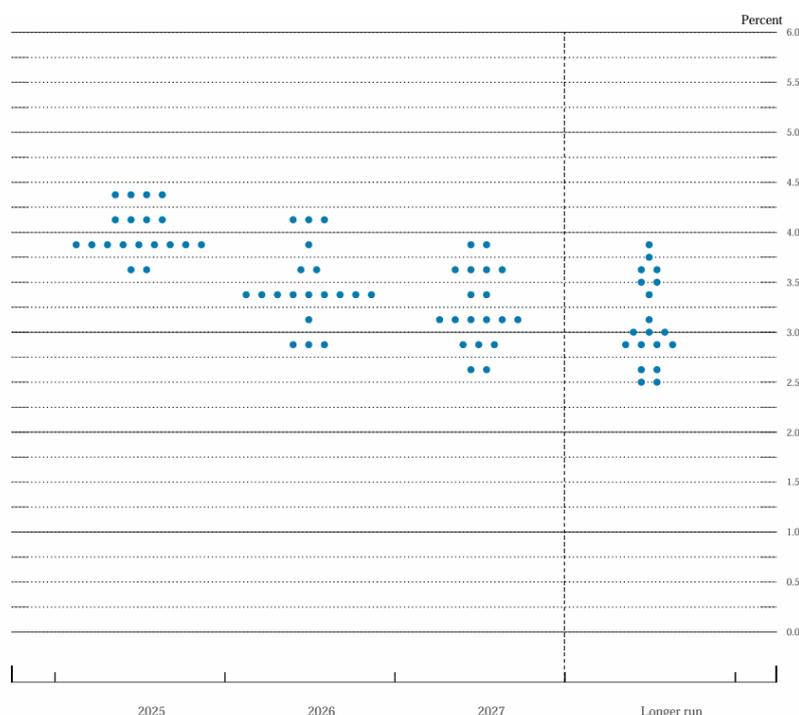
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4 金价牛市仍在途

### 4.1 降息周期仍在，金价易涨难跌

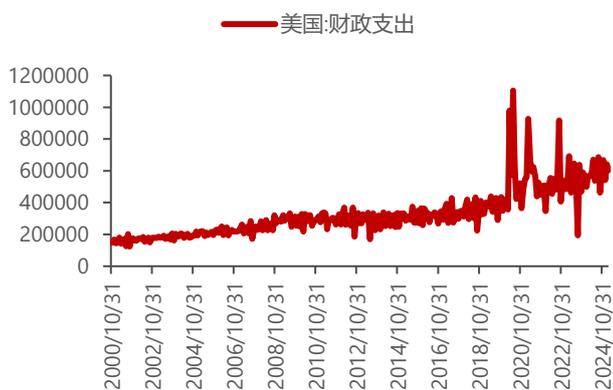
**最新点阵图预计年内降息两次。**从点阵图的数据来看，本次提供利率预测的19名官员共有11人预计明年利率会降至4.0%以下，以每次降息25个基点估算，相当于2次降息。同时美联储又宣布了4月开始放缓缩表，因此美联储未来大概率仍将继续进行降息。

图10：世界各国黄金储备与金价呈正相关



资料来源：美联储，民生证券研究院

**政府利息支出压力增加，支撑降息预期。**2020年全球卫生公共事件以来，美国政府通过发行国债大幅提高政府杠杆率，增加财政支出，以刺激美国经济增长。但随着通胀走高，美联储被迫提高利率，以控制通胀。伴随基准利率的大幅抬升，联邦政府的利息费用也不断攀升，2024年债务净利息支出占GDP比例进一步上升，达到3.06%。财政支出空间将不断被大额的利息费用削减。美国政府债务不断突破上限，另外考虑特朗普政策主张，降息周期有望长期持续。

**图11: 美国联邦政府财政支出 (单位: 百万美元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图12: 美国政府部门杠杆率 (单位: %)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图13: 美国利息支出占财政支出比例 (单位: %)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**复盘历史, 降息后金价大概率上涨。**根据复盘历次美联储利率周期, 加息结束与首次降息时间间隔平均为 6.1 个月, 金价平均涨幅为 5.95%, 其中最大涨幅达到了 22.05%。首次降息落地后, 美联储释放的流动性带来流动性实质改善, 金价大概率延续上一阶段的上涨趋势, 历史数据来看降息后 1 个月金价平均涨幅 3.38%, 降息 6 个月内平均涨幅达到 10.43%, 最大涨幅达到了 40.85%, 降息 12 个月平均涨幅为 9.41%, 最大涨幅高达 39.22%。

**表8: 历史降息周期金价涨跌幅**

末次加息①	首次降息②	末次降息③	降息次数	降息持续月数	降息幅度 (%)	①-②金价表现	①-③金价表现	②-③金价表现
1971-08	1971-09	1971-12	7	4	2.25	-1.65%	1.75%	3.46%
1974-05	1974-07	1976-01	14	19	8.25	-12.43%	-19.46%	-8.04%

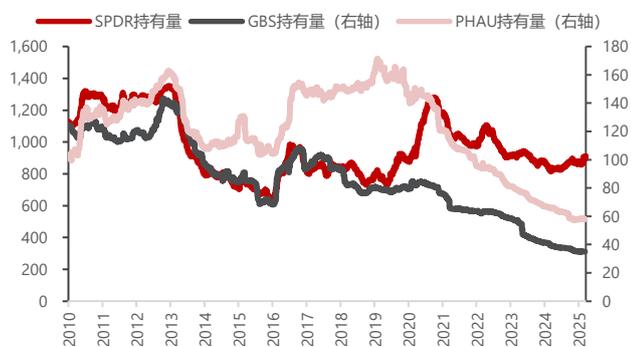
1981-05	1981-06	1982-12	12	19	11.50	-4.79%	-8.03%	-3.40%
1984-08	1984-10	1986-08	13	23	5.87	-2.53%	8.06%	10.86%
1989-02	1989-06	1992-09	21	40	6.75	-4.97%	-11.16%	-6.51%
1995-02	1995-07	1998-11	6	42	1.25	2.55%	-21.86%	-23.80%
2000-05	2001-01	2003-06	13	31	5.50	-3.76%	29.28%	34.33%
2006-06	2007-09	2008-12	10	16	5.00	20.13%	38.22%	15.06%
2018-12	2019-07	2020-03	5	8	2.25	12.74%	27.09%	12.72%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 4.2 资产配置尚处低位, 央行持续购金支撑金价上行

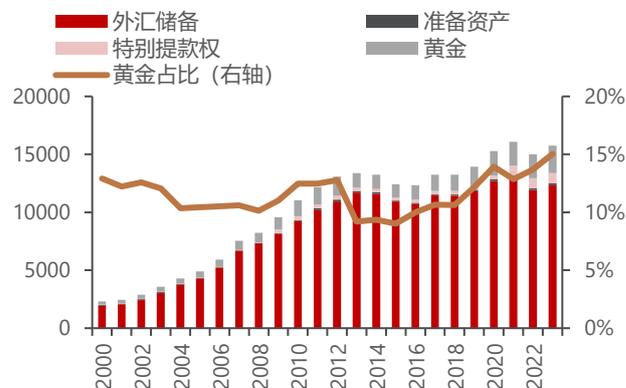
**ETF 持仓位于历史低位, 配置需求有望增长。**从 ETF 持仓来看, 尽管金价整体呈现上行趋势, 但截至 3 月 20 日全球最大黄金 ETF SPDR 持仓量为 910.43 主要黄金 ETF 持仓量仍然处于历史较低水平。而黄金作为储备资产的价值日益凸显, 2023 年全球黄金储备总量约为 2.37 万亿美元, 占比提升至 15.03%, 在全球官方储备扩张以及黄金占比增长趋势下黄金储备资产价值有望进一步上行。

图14: 主要黄金 ETF 持仓量 (单位: 吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

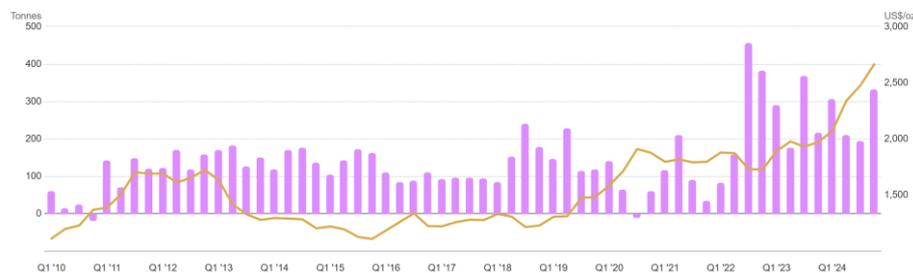
图15: 全球官方储备资产构成及黄金占比 (单位: 左: 十亿美元; 右: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

**全球央行持续购金, 黄金储备的增长推动金价上升。**据世界黄金协会, 2024 年四季度, 全球央行购金量为 333 吨, 同比增长 53.6%, 环比增长 71.4%。全球央行年度购金量为 1045 吨, 连续三年购金超千吨。从相对体量来看, 2024 年全球黄金供应量为 4975 吨, 其中矿产金 3661 吨。央行购金占全球黄金供应总量的 21%。从长周期维度来看, 全球央行的黄金储备量与金价呈现正相关的关系。

图16: 全球央行历史购金情况 (左轴: 吨; 右轴: 美元/盎司)



资料来源: WGC, 民生证券研究院

图17: 世界各国黄金储备与金价呈正相关



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 5 盈利预测与投资建议

公司未来成长空间广阔,随着公司采矿恢复正常,选矿逐步改善,当前产能爬坡预计提速,同时未来还有进一步扩产,叠加金价景气,看好公司后续黄金产量持续增长,迎来量价齐升。我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 10.89/13.53/16.26 亿元, EPS 分别为 1.00/1.25/1.50 元,对应 3 月 21 日 PE 分别为 14X、12X、10X,维持“推荐”评级。

## 6 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。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>2,358</b>	<b>3,450</b>	<b>4,267</b>	<b>5,396</b>
现金及现金等价物	514	1,054	1,708	2,661
应收账款及票据	165	166	196	228
存货	175	313	340	373
其他	1,505	1,917	2,022	2,133
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,777</b>	<b>1,924</b>	<b>2,194</b>	<b>2,341</b>
固定资产	919	1,065	1,309	1,454
商誉及无形资产	821	821	847	849
其他	38	38	38	38
<b>资产合计</b>	<b>4,135</b>	<b>5,374</b>	<b>6,461</b>	<b>7,737</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>494</b>	<b>810</b>	<b>919</b>	<b>1,035</b>
短期借贷	183	196	208	221
应付账款及票据	93	161	175	192
其他	218	454	536	623
<b>非流动负债合计</b>	<b>188</b>	<b>188</b>	<b>188</b>	<b>188</b>
长期借贷	78	78	78	78
其他	111	111	111	111
<b>负债合计</b>	<b>682</b>	<b>999</b>	<b>1,107</b>	<b>1,224</b>
普通股股本	91	91	91	91
储备	3,043	3,803	4,579	5,496
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3,135</b>	<b>3,894</b>	<b>4,670</b>	<b>5,587</b>
少数股东权益	319	481	684	926
<b>股东权益合计</b>	<b>3,453</b>	<b>4,376</b>	<b>5,354</b>	<b>6,513</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,135</b>	<b>5,374</b>	<b>6,461</b>	<b>7,737</b>

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>1,116</b>	<b>1,603</b>	<b>1,909</b>
净利润	NA	1,089	1,353	1,626
少数股东权益	NA	163	202	243
折旧摊销	NA	103	105	103
营运资金变动及其他	NA	-238	-57	-63
<b>投资活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>-250</b>	<b>-375</b>	<b>-250</b>
资本支出	NA	-250	-375	-250
其他投资	NA	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>-325</b>	<b>-574</b>	<b>-706</b>
借款增加	NA	12	12	12
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	-329	-577	-709
其他	NA	-9	-9	-10
<b>现金净增加额</b>	<b>NA</b>	<b>540</b>	<b>654</b>	<b>953</b>

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

注: 由于 2024 财年现金流量表数据尚未完全披露, 因此暂用 NA 列示

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>1,876</b>	<b>3,153</b>	<b>3,723</b>	<b>4,327</b>
其他收入	0	0	0	0
营业成本	879	1,088	1,184	1,298
销售费用	55	95	112	130
管理费用	134	236	279	324
研发费用	0	16	19	22
财务费用	12	4	-1	-8
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	9	0	0	-1
除税前利润	806	1,714	2,130	2,559
所得税	115	463	575	691
净利润	691	1,251	1,555	1,868
少数股东损益	116	163	202	243
<b>归属母公司净利润</b>	<b>575</b>	<b>1,089</b>	<b>1,353</b>	<b>1,626</b>
EBIT	818	1,718	2,129	2,552
EBITDA	818	1,820	2,234	2,655
EPS (元)	0.53	1.00	1.25	1.50

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	42.60	68.12	18.08	16.20
归属母公司净利润	71.56	89.18	24.29	20.15
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	53.16	65.48	68.19	70.00
净利率	30.68	34.52	36.34	37.57
ROE	18.36	27.95	28.97	29.10
ROIC	18.89	26.97	27.56	27.35
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	16.49	18.58	17.14	15.81
净负债比率(%)	-7.33	-17.85	-26.57	-36.28
流动比率	4.78	4.26	4.64	5.21
速动比率	4.42	3.87	4.27	4.85
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.58	0.66	0.63	0.61
应收账款周转率	16.02	19.05	20.53	20.38
应付账款周转率	8.98	8.58	7.06	7.08
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	1.00	1.25	1.50
每股经营现金流	0.00	1.03	1.48	1.76
每股净资产	2.89	3.59	4.31	5.15
<b>估值比率</b>				
P/E	27	14	12	10
P/B	5.0	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	18.83	8.46	6.89	5.80

## 插图目录

图 1: 公司营收及增速.....	3
图 2: 公司归母净利润及增速.....	3
图 3: 公司业务分产品营收情况 (单位: 万元) .....	3
图 4: 金岭金矿开发支出.....	4
图 5: 金岭金矿勘探支出.....	6
图 6: 金岭金矿矿床分布图.....	7
图 7: 新庄矿营收情况.....	9
图 8: 新庄矿单位矿石成本及毛利.....	9
图 9: 2013 年以来新庄矿开采矿石量变化.....	9
图 10: 世界各国黄金储备与金价呈正相关.....	11
图 11: 美国联邦政府财政支出 (单位: 百万美元) .....	12
图 12: 美国政府部门杠杆率 (单位: %) .....	12
图 13: 美国利息支出占财政支出比例 (单位: %).....	12
图 14: 主要黄金 ETF 持仓量 (单位: 吨) .....	13
图 15: 全球官方储备资产构成及黄金占比 (单位: 左: 十亿美元; 右: %) .....	13
图 16: 全球央行历史购金情况 (左轴: 吨; 右轴: 美元/盎司) .....	14
图 17: 世界各国黄金储备与金价呈正相关.....	14

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 金岭金矿产量一览表.....	4
表 2: 金岭金矿经营数据一览.....	5
表 3: 金岭金矿 2024 年上下半年生产数据情况.....	5
表 4: Charivunga 矿床的勘探潜力巨大.....	7
表 5: 金岭金矿最新资源量 (截至 2024.12.31) .....	8
表 6: 金岭金矿最新储量 (截至 2024.12.31) .....	8
表 7: 新庄矿产产品对外销售情况.....	10
表 8: 历史降息周期金价涨跌幅.....	12
公司财务报表数据预测汇总.....	17

## 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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048