

紫金赋能，世界级金矿开发加速

2025 年 05 月 12 日

➤ **事件：公司公告有关选矿技术服务及扩建可行性研究合同的关联交易。**公司于 2024 年 10 月 31 日与紫金矿冶订立所罗门群岛的金岭矿选矿技术服务合同，合同金额 1.69 百万元人民币；公司于 2025 年 5 月 1 日与紫金工程订立金岭矿新建 1000 万吨/年的扩建可行性研究合同，扩建可行性研究包括设计主要生产设施如探选工程、尾矿池、低品位矿石破碎、堆浸垫、吸收等，以及相关的供水、供电、厂区道路、实验室及生活辅助设施等，以达到产能 1300 万吨/年，产品为金锭（金品位 80%）及浮选金精矿（金品位 25 克/吨）。紫金矿冶和紫金工程均为紫金矿业所控制实体。

➤ **紫金矿业持有上市公司 17.57% 权益，赋能金岭扩建。**2024 年 9 月 23 日公司发布公告，万国黄金集团向紫金矿业在香港的全资子公司金山(香港)国际矿业有限公司以 8.33 港元增发 1.66 亿股，增发总额 13.79 亿港元，由此紫金矿业成为公司重要股东，持股比例次于董事长高明清。此次增发资金 50% 用于金岭金矿开发，50% 作为营运资金补充，同时紫金矿业也将在海外采矿技术及矿山营运方面提供支持。本次关联交易充分体现了紫金矿业对金岭金矿后续开发的进一步赋能，将协助公司扩建 1000 万吨/年的工程项目。在紫金赋能和支持下，金岭金矿的发展速度和效率有望进一步提升。

➤ **扩建完成后，公司黄金产量预计高速增长。**公司最新年报数据显示金岭金矿平均品位 1.17 克/吨，按照 85% 回收率预估，待扩建完成后，公司黄金年产量有望达到 12.9 吨，较 2024 年 2.1 吨产量增幅达到 514.3%，未来公司黄金产量预计将高速增长。

➤ **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。考虑到金价持续超预期，我们上修了公司的盈利，我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 12.63/15.94/19.45 亿元，EPS 分别为 1.17/1.47/1.80 元，对应 5 月 9 日 PE 分别为 19X、15X、12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铜金等产品价格下跌的风险，项目投产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	3,462	4,147	4,888
增长率(%)	42.6	84.6	19.8	17.9
归母净利润	575	1,263	1,594	1,945
增长率(%)	71.6	119.5	26.2	22.1
EPS	0.53	1.17	1.47	1.80
P/E	41	19	15	12
P/B	7.6	5.8	4.7	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 05 月 09 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

23.80 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) 2024 年年报深度点评：金岭金矿绽放，开启世界一流黄金矿企征程-2025/03/23
- 2.万国黄金集团 (3939.HK) 动态报告：世界级金矿冉冉升起-2024/12/29
- 3.万国黄金集团 (3939.HK) 深度报告：新庄矿业铸基石，金岭坚守终绽放-2024/09/21

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
流动资产合计	2,358	3,698	4,811	6,332
现金及现金等价物	514	1,229	2,152	3,464
应收账款及票据	165	183	219	258
存货	175	313	340	373
其他	1,505	1,974	2,100	2,236
非流动资产合计	1,777	1,924	2,194	2,341
固定资产	919	1,065	1,309	1,454
商誉及无形资产	769	770	795	798
其他	90	90	90	90
资产合计	4,135	5,622	7,006	8,673
流动负债合计	494	855	980	1,116
短期借贷	183	196	208	221
应付账款及票据	93	161	175	192
其他	218	498	597	704
非流动负债合计	188	188	188	188
长期借贷	78	78	78	78
其他	111	111	111	111
负债合计	682	1,043	1,168	1,304
普通股股本	91	91	91	91
储备	3,043	3,980	5,000	6,241
归属母公司股东权益	3,135	4,071	5,092	6,332
少数股东权益	319	507	746	1,036
股东权益合计	3,453	4,579	5,837	7,368
负债和股东权益合计	4,135	5,622	7,006	8,673

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	843	1,287	1,869	2,264
净利润	575	1,263	1,594	1,945
少数股东权益	116	189	238	291
折旧摊销	98	103	105	103
营运资金变动及其他	55	-267	-68	-75
投资活动现金流	-1,556	-250	-375	-250
资本支出	-199	-250	-375	-250
其他投资	-1,357	0	0	0
筹资活动现金流	1,051	-326	-574	-706
借款增加	57	12	12	12
普通股增加	1,262	0	0	0
已付股利	-252	-330	-577	-709
其他	-17	-9	-9	-10
现金净增加额	342	715	924	1,312

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)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,876	3,462	4,147	4,888
其他收入	0	0	0	0
营业成本	879	1,088	1,184	1,298
销售费用	55	104	124	147
管理费用	134	260	311	367
研发费用	0	17	21	24
财务费用	12	4	-3	-12
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	9	0	-1	-1
除税前利润	806	1,989	2,509	3,063
所得税	115	537	678	827
净利润	691	1,452	1,832	2,236
少数股东损益	116	189	238	291
归属母公司净利润	575	1,263	1,594	1,945
EBIT	818	1,992	2,506	3,051
EBITDA	916	2,095	2,611	3,154
EPS (元)	0.53	1.17	1.47	1.80

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	42.60	84.59	19.79	17.86
归属母公司净利润	71.56	119.52	26.17	22.08
盈利能力(%)				
毛利率	53.16	68.56	71.44	73.44
净利率	30.68	36.48	38.43	39.80
ROE	18.36	31.02	31.30	30.72
ROIC	18.89	29.98	29.88	29.05
偿债能力				
资产负债率(%)	16.49	18.55	16.68	15.04
净负债比率(%)	-7.33	-20.87	-31.98	-42.97
流动比率	4.78	4.33	4.91	5.67
速动比率	4.42	3.96	4.56	5.34
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.71	0.66	0.62
应收账款周转率	16.02	19.93	20.67	20.51
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	1.17	1.47	1.80
每股经营现金流	0.78	1.19	1.72	2.09
每股净资产	2.89	3.76	4.70	5.84
估值比率				
P/E	41	19	15	12
P/B	7.6	5.8	4.7	3.7
EV/EBITDA	25.64	11.21	8.99	7.44

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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