

金岭扩产正当时，世界级金矿冉冉升起

2025年08月09日

➤ **金岭金矿重获新生，助力公司业绩高增。**金岭金矿位于所罗门群岛 (Solomon Islands)，是南太平洋的一个岛国。金岭金矿位于其首都霍尼亚拉，基础设施条件相对较好，有机场和港口。金岭金矿命途多舛，金岭金矿从 1998 年开始开采至今，期间八易其主，万国黄金接手重启并于 2022 年底实现竣工，金岭金矿从此重获新生。金岭金矿新生后，在万国黄金集团的管理下，运营良好，实现了产量的快速增长，2023-2024 年分别产金 1.63、2.06 吨；2024 年全年销售成本为 227g/t，完全成本为 273g/t，成本优势显著，带动公司业绩高增。公司利润从 2023 年起进入快速增长阶段，2024 年实现归母净利润 5.75 亿元，同比增加 71.56%。**2025 年 7 月 28 日，公司发布盈利预喜，2025 年上半年实现归母净利 5.6-6 亿元，以中值 5.8 亿元计算，同比增幅高达 134.99%。**

➤ **金岭金矿禀赋优异，仍有较大增储潜力。**金岭金矿位于著名的环太平洋成矿带上，该矿带上已经发现了诸多大规模乃至超大规模的铜矿和金矿，成矿条件优秀，在金岭金矿附近，也发现了诸多金矿。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。**截至 2024 年底，金岭金矿资源量提升至 232 吨，平均品位达到 1.17g/t，但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，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，且未来仍有进一步增储潜力。**

➤ **紫金赋能金矿扩建，世界级金矿冉冉升起。**紫金赋能金岭金矿 1000 万吨扩建，公司于 2025 年 5 月 1 日与紫金矿业控制实体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。待扩建 1000 万吨工程完成后，将建成 1400 万吨/年的采选规模，金岭金矿成为具有全球影响力的世界级黄金矿山。根据储量品位 1.3g/t、整体回收率 80% 估算，**远期金岭金矿有望实现 15 吨黄金的年产量。**同时，我们认为随着扩建带来的规模优势的体现，水电站等基础设施建设带来的能源成本下降，公司克金完全成本仍有下降空间；再叠加金价持续景气向上，公司未来将量价齐升，弹性十足。**根据我们测算，在金价 710-810 元/克、完全成本 250-290 元/克范围变动的假设下，金岭金矿远期或可为公司贡献 32.5-44.0 亿元归母净利润。**

➤ **投资建议：**公司未来成长空间广阔，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 12.63/15.94/19.45 亿元，EPS 分别为 1.17/1.47/1.80 元，对应 8 月 8 日收盘价 PE 分别为 28X、22X、18X，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等。

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 | 1,946 |
| 增长率 (%) | 71.6 | 119.5 | 26.2 | 22.1 |
| EPS | 0.53 | 1.17 | 1.47 | 1.80 |
| P/E | 61 | 28 | 22 | 18 |
| P/B | 11.2 | 8.6 | 6.9 | 5.5 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 8 月 8 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

35.10 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

- 万国黄金集团 (3939.HK) 事件点评报告：紫金赋能，世界级金矿开发加速-2025/05/12
- 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
- 万国黄金集团 (3939.HK) 动态报告：世界级金矿冉冉升起-2024/12/29
- 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

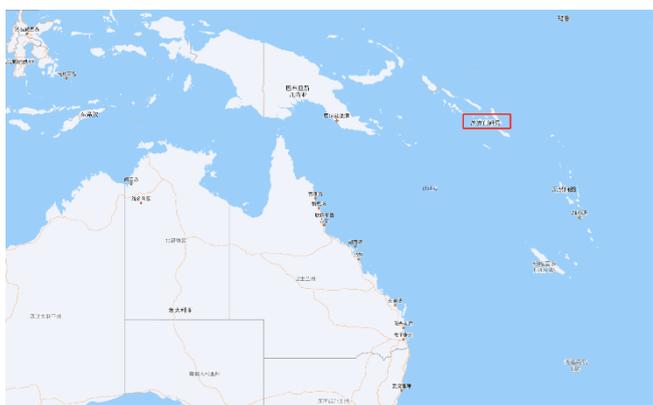
目录

| | |
|----------------------------|----|
| 1 金岭金矿重获新生，助力公司业绩高增 | 3 |
| 2 金岭金矿禀赋优异，仍有较大增储潜力 | 7 |
| 3 紫金赋能金矿扩建，世界级金矿冉冉升起 | 11 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 12 |
| 5 风险提示 | 13 |
| 插图目录 | 15 |
| 表格目录 | 15 |

1 金岭金矿重获新生，助力公司业绩高增

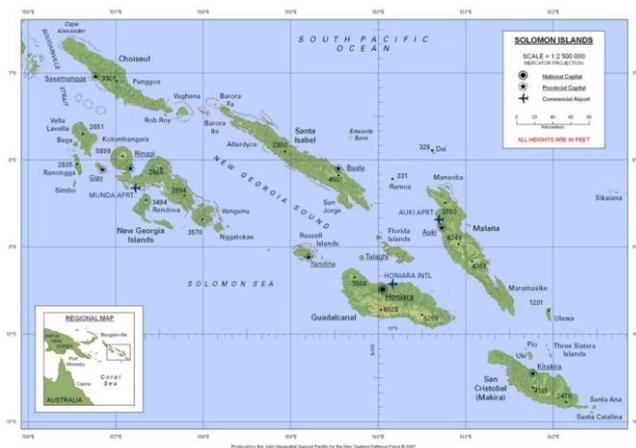
金岭金矿位于所罗门群岛 (Solomon Islands)，所罗门群岛是南太平洋的一个岛国。所罗门群岛位于太平洋西南部，属美拉尼西亚群岛。西南距澳大利亚 1600 公里，西距巴布亚新几内亚 485 公里，东南与瓦努阿图隔海相望。全境有大小岛屿 900 多个，最大的瓜达尔卡纳尔岛面积 6475 平方公里，拥有陆地面积 2.84 万平方公里，海洋专属经济区面积 160 万平方公里。境内多火山、河流。属热带雨林气候，终年炎热，无旱季。首都霍尼亚拉年均气温 28℃，年均降水量 3000-3500 毫米。

图1：所罗门群岛地理位置



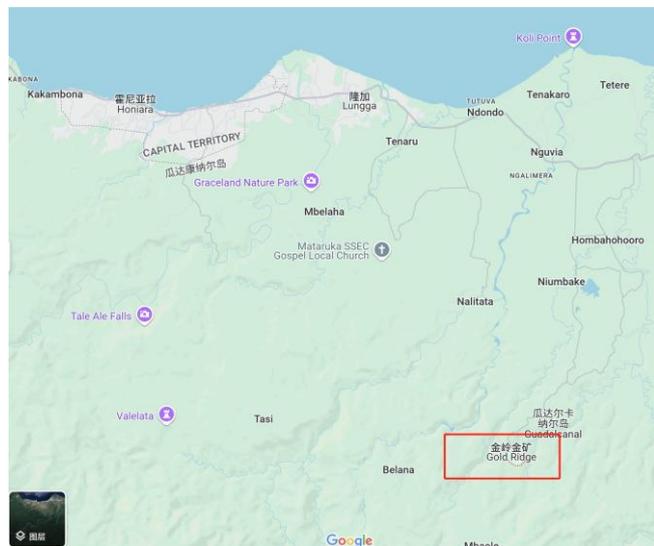
资料来源：百度地图，民生证券研究院

图2：所罗门群岛地图



资料来源：地理教师网，民生证券研究院

金岭金矿位于首都霍尼亚拉，霍尼亚拉基础设施条件相对较好，有机场和港口。金岭金矿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。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。

图3: 金岭金矿地理位置


资料来源: 谷歌地图, 民生证券研究院

图4: 金岭金矿航拍图


资料来源: 中国有色金属, 民生证券研究院

金岭金矿命途多舛, 万国黄金接手重启并于 2022 年底竣工, 金岭金矿重获新生。金岭金矿从 1998 年开始开采至今, 期间八易其主。2009 年末, 联合矿业 (Allied 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。2012 年 9 月, 圣芭芭拉 (St Barbara) 以高价收购联合矿业全部资产, 持续运营金岭金矿, 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。自此, 金岭金矿一直处于停摆状态。

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, 重获新生。

表1: 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 | 所罗门群岛与中国建交 |
| 2019-10-26 | 金岭金矿正式开工建设 |
| 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 | 金岭金矿举办竣工典礼 |
| 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, 民生证券研究院

金岭金矿新生后, 在万国黄金集团的管理下, 运营良好, 实现了产量的快速增长, 并带动公司业绩高增。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%。

表2: 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 |
| 黄金产量 (金属吨) | 1.63 | 2.06 |

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

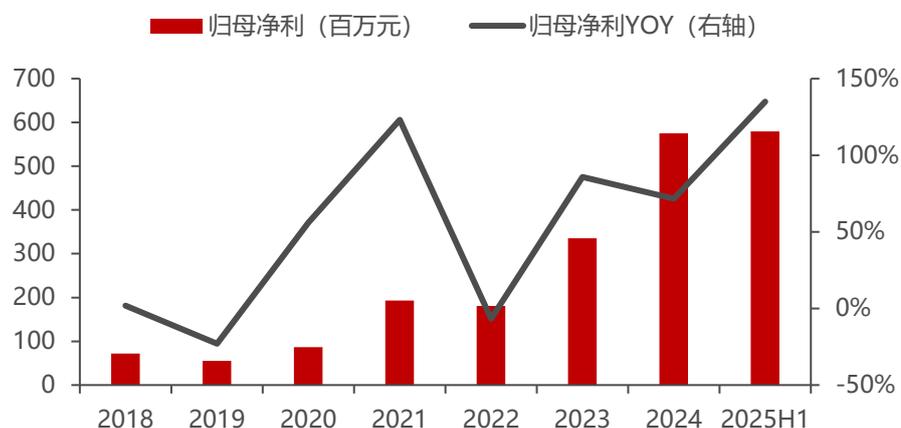
降。公司单位采矿成本从 109.9 元/吨下降到 84.8 元/吨，降幅 22.8%；单位选矿成本从 133.3 元/吨下降到 113 元/吨，降幅 15.2%，从而实现黄金完全成本的下降，从 302 元/g 下降到 273 元/g，降幅 9.6%。公司单位销售成本上升主要是销售费用部分调整至成本所致，公司重新分配了抵消收益的处理和冶炼费 50 百万元，因此公司 2024 年销售费用减少了 30.1%，从 23 年的 78.3 百万元下降至 24 年的 54.7 百万元，而对应的生产成本则上升。2025 年，随着公司采选规模进一步提升，叠加矿石品位恢复正常后，公司成本预计仍有较大下降空间。

表3：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

得益于金岭金矿的顺利投产，公司利润从 2023 年起进入快速增长阶段，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%。2025 年 7 月 28 日，公司发布盈利预喜，2025 年上半年实现归母净利 5.6-6 亿元，以中值 5.8 亿元计算，同比增幅高达 134.99%。

图5：公司归母净利润及增速


资料来源：ifind，民生证券研究院

注：2025H1 利润以预告中值为基础计算

2 金岭金矿禀赋优异，仍有较大增储潜力

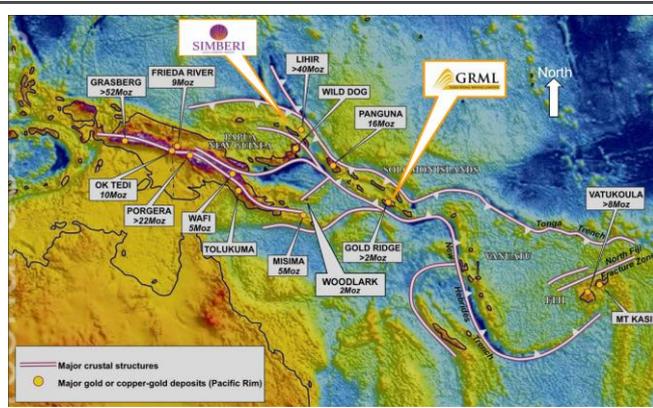
金岭金矿位于著名的环太平洋成矿带上，成矿条件优秀。环太平洋成矿带是全球最重要的成矿带之一，一直是世界找矿勘查开发和成矿理论研究的热点地区。在环太平洋成矿带上，已经发现了诸多大规模乃至超大规模的铜矿和金矿。金岭金矿所属的所罗门群岛也位于环太平洋成矿带上，本身便具备优秀的成矿条件，有铝土、镍、铜、金、磷酸盐等矿藏，已探明铝土矿储量 5800 万吨，磷酸盐 1000 万吨。在金岭金矿附近，也发现了诸多金矿。

图6：所罗门群岛位于环太平洋成矿带上



资料来源：KALO，民生证券研究院

图7：金岭金矿周围发现诸多金矿

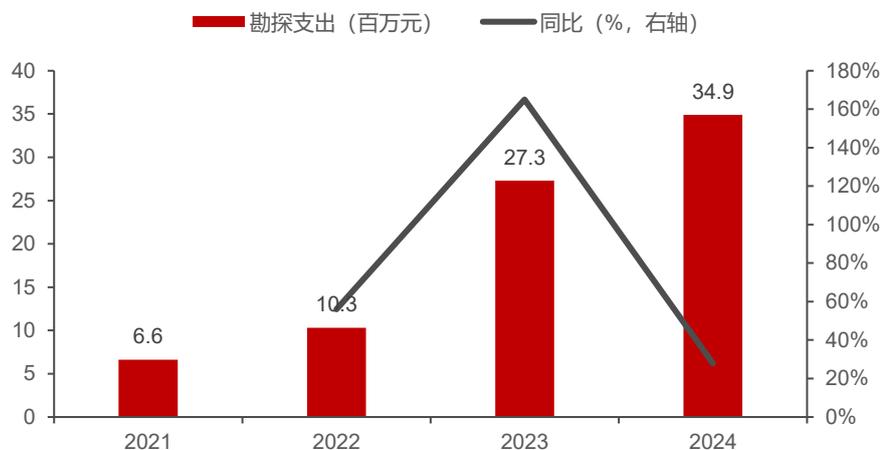


资料来源：St Barbara 公告，民生证券研究院
注：图中数据截至 2012.09

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：

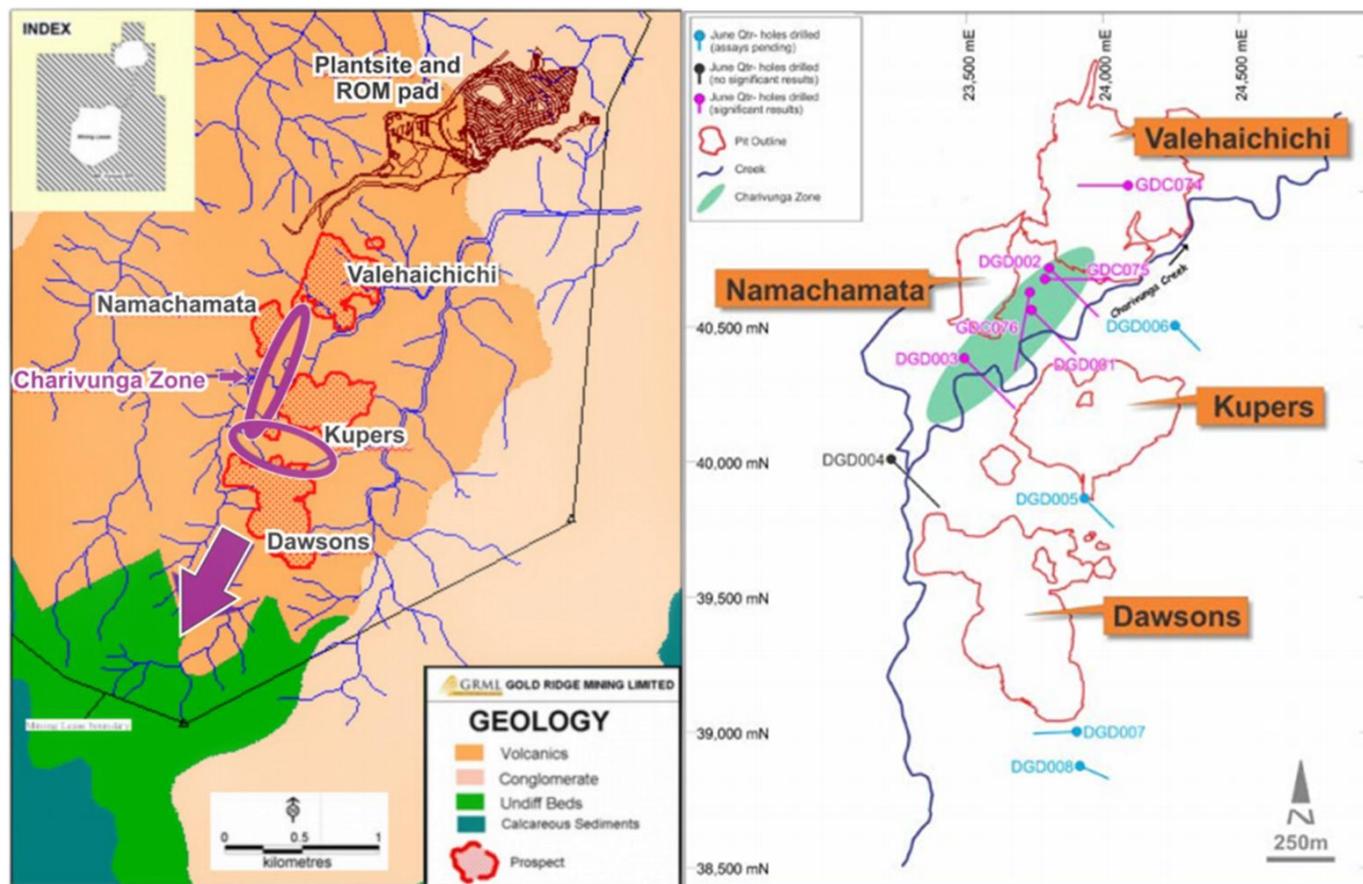
- 1、16 个岩心钻孔，共 6410.44 米，主要针对 Dawsons 区和 Charivunga 矿床边缘；
- 2、7 个反循环钻孔，共 776.5 米，以及 14 个岩心钻孔，共 1,803.2 米，位于 Valehaichichi 矿床；
- 3、878 个反循环钻孔，共 44,208 米，即 Valehaichichi 矿床、Dawsons 矿床、Charivunga 矿床、Kupers 及 Dawsons 矿床目前正在开采的区域。

图8: 金岭金矿勘探支出



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 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 |
| 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

金岭金矿资源量提升至 232 吨, 且未来仍有进一步增储潜力。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。**

表5: 金岭金矿最新资源量 (截至 2024.12.31)

| 类别 | 品种 | 矿石 | 金品位 | 含金 |
|-----------|-----|---------------|-------------|-------------|
| | | 千吨 | 克/吨 | 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 |
| 小计 | | 23368 | 1.15 | 862 |
| 控制 | 氧化金 | 1442 | 1.02 | 47 |
| | 过度金 | 1545 | 1.23 | 61 |
| | 新金 | 76410 | 1.22 | 2992 |
| 小计 | | 79397 | 1.21 | 3100 |
| 推断 | 氧化金 | 2503 | 0.86 | 72 |
| | 过度金 | 1614 | 1.11 | 58 |
| | 新金 | 85017 | 1.14 | 3125 |
| 小计 | | 89134 | 1.14 | 3255 |
| 合计 | | 191899 | 1.17 | 7217 |

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 |
| 合计 | 13.4 | 1.28 | 595 | 14.3 | 1.30 | 601 | 27.1 | 1.34 | 1174 |

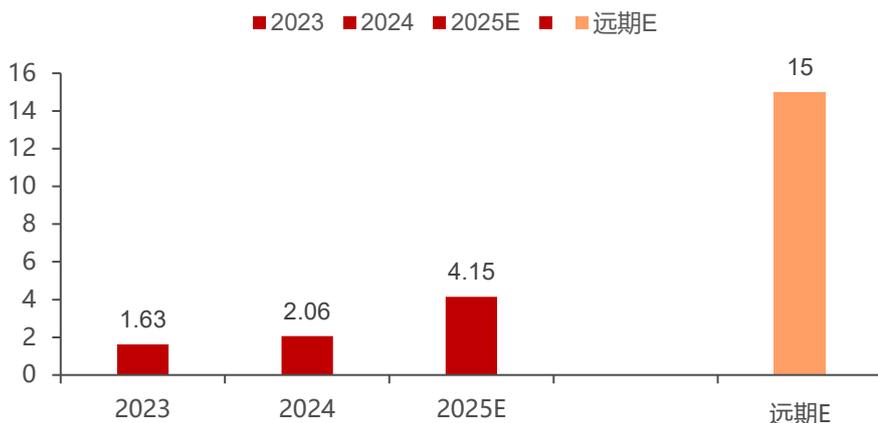
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 紫金赋能金矿扩建，世界级金矿冉冉升起

紫金赋能金岭金矿 1000 万吨扩建。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，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。

待扩建 1000 万吨工程完成后，将建成 1400 万吨/年的采选规模，金岭金矿成为具有全球影响力的世界级黄金矿山。根据储量品位 1.3g/t、整体回收率 80% 估算，远期金岭金矿有望实现 15 吨黄金的年产量。同时，我们认为随着扩建带来的规模优势的体现，水电站等基础设施建设带来的能源成本下降，公司克金完全成本仍有下降空间；再叠加金价持续景气向上，公司未来将量价齐升，弹性十足。

图10：金岭金矿产量（单位：金属吨）



资料来源：公司公告，公司公众号，民生证券研究院预测

表7：金岭金矿远期归母净利润敏感性分析（单位：亿元）

| | 金价 (元/克) | | | | | |
|--------------|----------|------|------|------|------|------|
| | 710 | 730 | 750 | 770 | 790 | 810 |
| 克金完全成本 (元/克) | | | | | | |
| 250 | 35.9 | 37.5 | 39.1 | 40.7 | 42.4 | 44.0 |
| 260 | 35.0 | 36.7 | 38.3 | 39.9 | 41.5 | 43.1 |
| 270 | 34.2 | 35.8 | 37.4 | 39.0 | 40.6 | 42.3 |
| 280 | 33.3 | 34.9 | 36.5 | 38.2 | 39.8 | 41.4 |
| 290 | 32.5 | 34.1 | 35.7 | 37.3 | 38.9 | 40.5 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4 盈利预测与投资建议

公司未来成长空间广阔,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12.63/15.94/19.45亿元, EPS分别为1.17/1.47/1.80元,对应8月8日收盘价PE分别为28X、22X、18X,维持“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，且未来还有大规模的扩建计划，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 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产合计 | 2,358 | 3,701 | 4,815 | 6,335 |
| 现金及现金等价物 | 514 | 1,232 | 2,156 | 3,468 |
| 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 | 5,625 | 7,009 | 8,676 |
| 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 | 3,983 | 5,004 | 6,244 |
| 归属母公司股东权益 | 3,135 | 4,075 | 5,095 | 6,335 |
| 少数股东权益 | 319 | 507 | 746 | 1,036 |
| 股东权益合计 | 3,453 | 4,582 | 5,841 | 7,372 |
| 负债和股东权益合计 | 4,135 | 5,625 | 7,009 | 8,676 |

| 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 | 1,946 |
| 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 | -323 | -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 | -327 | -577 | -709 |
| 其他 | -17 | -9 | -9 | -10 |
| 现金净增加额 | 342 | 718 | 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 | 25 | 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 | 1,946 |
| 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 | 26.18 | 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 | 31.00 | 31.28 | 30.71 |
| ROIC | 18.89 | 29.96 | 29.86 | 29.04 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 16.49 | 18.54 | 16.67 | 15.03 |
| 净负债比率(%) | -7.33 | -20.92 | -32.02 | -42.99 |
| 流动比率 | 4.78 | 4.33 | 4.91 | 5.68 |
| 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 | 5.85 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 61 | 28 | 22 | 18 |
| P/B | 11.2 | 8.6 | 6.9 | 5.5 |
| EV/EBITDA | 37.95 | 16.58 | 13.31 | 11.02 |

插图目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1: 所罗门群岛地理位置 | 3 |
| 图 2: 所罗门群岛地图 | 3 |
| 图 3: 金岭金矿地理位置 | 4 |
| 图 4: 金岭金矿航拍图 | 4 |
| 图 5: 公司归母利润及增速 | 6 |
| 图 6: 所罗门群岛位于环太平洋成矿带上 | 7 |
| 图 7: 金岭金矿周围发现诸多金矿 | 7 |
| 图 8: 金岭金矿勘探支出 | 8 |
| 图 9: 金岭金矿矿床分布图 | 8 |
| 图 10: 金岭金矿产量 (单位: 金属吨) | 11 |

表格目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 | 1 |
| 表 1: 金岭金矿历史概况 | 4 |
| 表 2: 金岭金矿产量一览表 | 5 |
| 表 3: 金岭金矿经营数据一览 | 6 |
| 表 4: Charivunga 矿床的勘探潜力巨大 | 9 |
| 表 5: 金岭金矿最新资源量 (截至 2024.12.31) | 9 |
| 表 6: 金岭金矿最新储量 (截至 2024.12.31) | 10 |
| 表 7: 金岭金矿远期归母净利润敏感性分析 (单位: 亿元) | 11 |
| 公司财务报表数据预测汇总 | 14 |

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。 | 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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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