

万国黄金 Wanguo Gold Group (3939.HK)

金岭矿扩建项目可期，受益于金价提升

Expansion project of Gold Ridge Mine is promising & Benefit from the increase in gold price

最新动态

- **金岭矿扩建项目可期。**于2025年5月1日，金岭矿业与紫金(厦门)工程设计有限公司订立金岭矿新建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采选工程、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%)及浮金精矿(金品位25克/吨)。
- **与金山矿业订立认购协议，加速金岭项目发展。**金山矿业为紫金矿业的全资附属公司。根据认购协议，金山矿业同意按认购价每股认购股份8.33港元认购1.66亿股新股份。根据认购协议50%所得款项净额将用作有关所罗门群岛金岭矿勘探及开发项目之拨款，及余下50%所得款项净额将用作公司一般营运资金，惟公司有权根据用法律及法规调整所得款项用途。与紫金矿业的合作不仅提可以供资金加快发展集团位于所罗门群岛的金岭项目，还有助于经验共享,并在海外采矿技术及矿山营运方面提供支持。

动向解读

- **金岭矿日产量持续提升。**集团透过全资附属公司拥有金岭矿业有限公司的88.2%实际权益，该矿场拥有大量的金矿产资源,已自2023年起开始试产。浮选产量已接近设计产能，平均每日达0.95万吨。25H1，产能已达每日1.0万吨，回收率稳定在80%，预计25H2将达到每日1.2万吨。厂房改造仍在持续进行，包括25H1安装一台新的500立方米浮选机。尾矿干式堆存设施第三期工程已动工，预计于2025年底完成。

策略建议

- **盈利预测。**我们预测公司2025-2027年归母净利润分别为13.14亿元、17.40亿元、24.48亿元。结合可比公司估值考虑到公司金岭矿项目建设，给予一定估值溢价，给予公司2026年22倍PE，按照港元兑人民币0.91汇率计算，对应目标价为37.96港币，首次覆盖给予“收集”评级。

主要财务数据及预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1876	3328	4305	5933
同比(%)	43%	77%	29%	38%
归母净利润(百万元)	575	1314	1740	2448
同比(%)	72%	128%	32%	41%
EPS	0.53	1.19	1.57	2.21
PE	19.64	24.76	18.70	13.29

资料来源：公司年报(2024)，OpendIP研究所；

可比上市公司估值比较 (2025年10月27日)

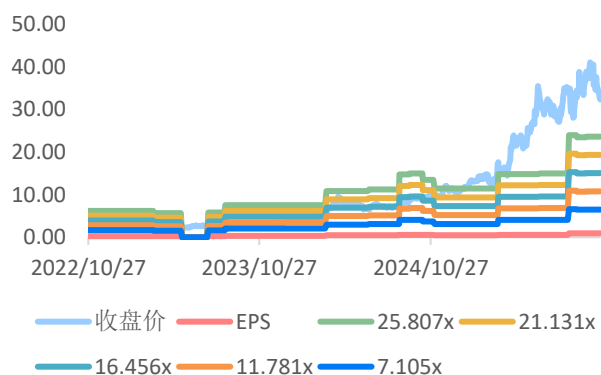
股票代码	公司名称	市值 (亿港元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
2899.HK	紫金矿业	8965	320.51	479.14	573.60	11	16	14
2259.HK	紫金黄金国际	3415	4.81	12.94	22.69		34	20
1818.HK	招金矿业	1039	14.51	32.43	40.77	24	29	23
6693.HK	赤峰黄金	612	17.64	32.51	38.02		16	13
平均						18	24	18

资料来源: OpendIP 研究所

风险提示

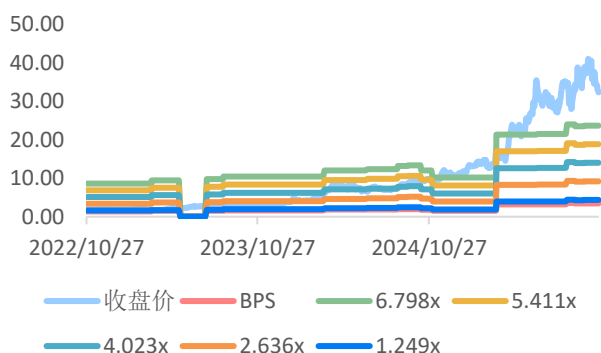
黄金价格波动的风险、项目建设不及预期的风险、市场竞争的风险、法律法规变动的风险、汇率波动的风险。

图 1: 公司 PE-Band



资料来源: OpendIP 研究所

图 2: 公司 PB-Band



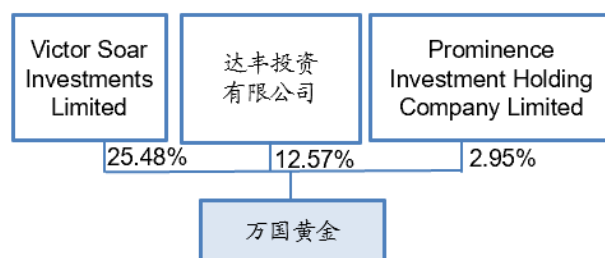
资料来源: OpendIP 研究所

1. 集团紧抓黄金及铜近期的牛市周期

万国黄金集团有限公司及其附属公司在中华人民共和国及所罗门群岛主营采矿、矿石矿及销售精矿产品业务。透过全资附属公司，公司目前拥有江西省宜丰万国矿业有限公司的全部股权，而宜丰万国则拥有公司进行地下开采的新庄铜铅锌矿（新庄矿）。新庄矿有大量有色多金属矿产资源。集团的产品主要包括铜精矿、铁精矿、锌精矿、硫精矿、铅精矿以及金与银的副产品。

公司致力于发展成为中国领先的有色金属矿业公司。集团一直专注于贵金属及有色金属的投资与开发。目前，集团最重要的产品为黄金及铜，占收入逾 80%，集团已紧抓黄金及铜近期的牛市周期，为投资者创造最大回报。与此同时，集团从未放松矿产勘探工作，在新庄矿及所罗门群岛金岭矿深处取得重大成果，矿山地质资源及储量不断增加。对于采矿企业而言，优质可靠的资源为盈利的前提，亦为可持续发展的保障与基石。公司在新庄矿的生产规模已于 2014 年底已达到 60 万吨/年的采矿及选矿能力，目前正处于将采矿能力提升至 90 万吨/年的最后阶段。为将成本降至最低，公司将继续向第三方承包商外包地下采矿作业。

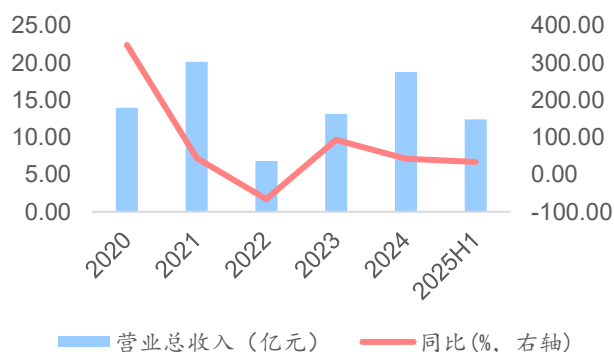
图 3：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 3 日）



数据来源：OpendIP 研究所

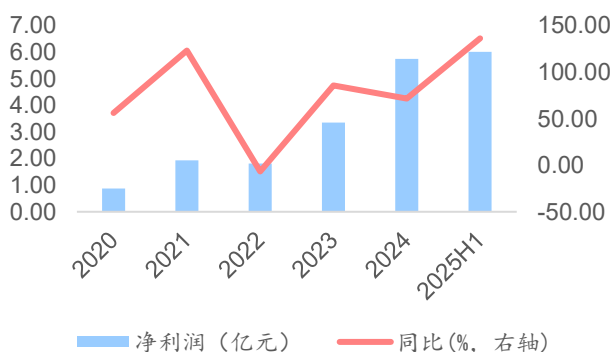
受益于精矿的价格上升，25H1 铜精矿毛利略微上升。25H1，铜精矿所含铜、铁精矿及精矿所含锌的平均价格分别为每吨 65845 元、577 元及 15640 元，而 24H1 分别为每吨 62123 元、726 元及 15368 元，铜精矿所含铜及锌精矿所含锌分别增加约 6.0% 及 1.8%，而铁精矿的供应量则因中国房地产需求下降而减少约 20.5%。精矿产品的销售成本由同比减少约 9.6% 至 25H1 约 1.33 亿元，乃由于矿量减少所致。25H1，精矿产品毛利为约 1.44 亿元，同比增加约 1.0%。毛利率由 24H1 约 49.1% 增加至 25H1 约 51.8%，该增加主要由于精矿的价格上升所致。

图 4：公司营收收入及其增速



资料来源：OpendIP 研究所

图 5：公司净利润及其增速

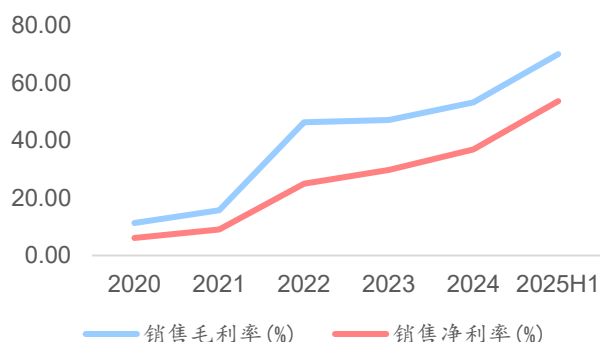


资料来源：OpendIP 研究所

受益于金价显著提升，25H1 金岭矿毛利显著增加。金岭矿销售金锭及金精矿的

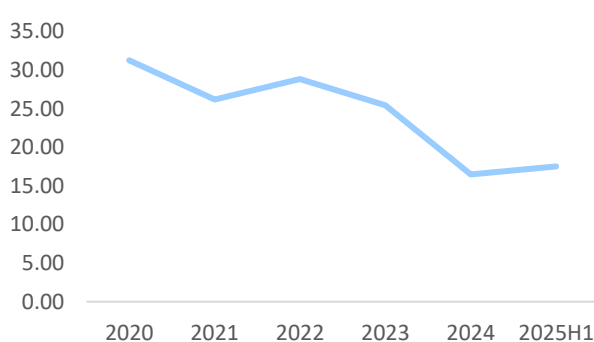
收入同比增加约 71.7%至 25H1 约 9.63 亿元，该增加主要由于金价及金精矿销量上升所致。销售金锭及金精矿的成本同比增加约 8.8%至 25H1 约 2.39 亿元，该增加乃由于采矿及选矿量增加。25H1，金锭及金精矿的毛利约为 7.24 亿元，同比增加约 112.2%。毛利率由 24H1 约 60.8%增加至 25H1 约 75.2%，该增加主要由于金价显著上升所致。

图 6：公司毛利率及净利率



资料来源：OpendIP 研究所

图 7：公司资产负债率

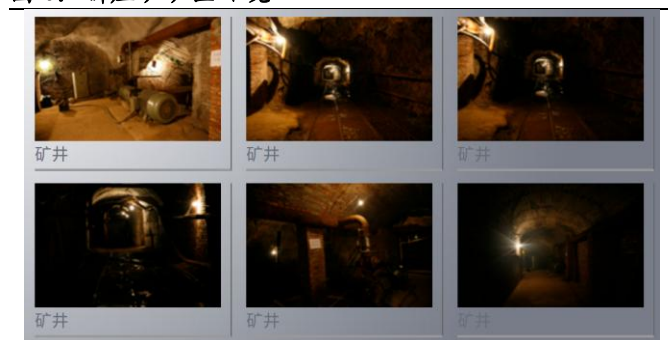


资料来源：OpendIP 研究所

2. 集团积极扩建现有矿场

新庄矿技改后实现运营水平提升。2003 年 11 月，公司在中国的主要营运附属公司宜丰万国注册成立。2006 年 10 月，宜丰万国取得新庄矿的采矿许可证，并开始其采矿业务。2007 年 8 月，新庄矿的商业化生产开始。2011 年 5 月，集团注册成立。2011 年 7 月，公司成为集团的控股公司。公司已完成公司日期为 2012 年 6 月 28 日的招股章程所披露的新庄矿扩建计划，达到采矿能力及选矿能力 60 万吨/年，公司把其产能提升至 90 万吨/年。25H1，公司新庄矿的铜铁加工厂为进行技术改造而暂停生产 67 天，改造后实现了高效、节能、自动化及智能化水平的提升，铜加工产能已达 80 万吨/年。

图 8：新庄矿矿区环境



资料来源：万国黄金官网，OpendIP 研究所

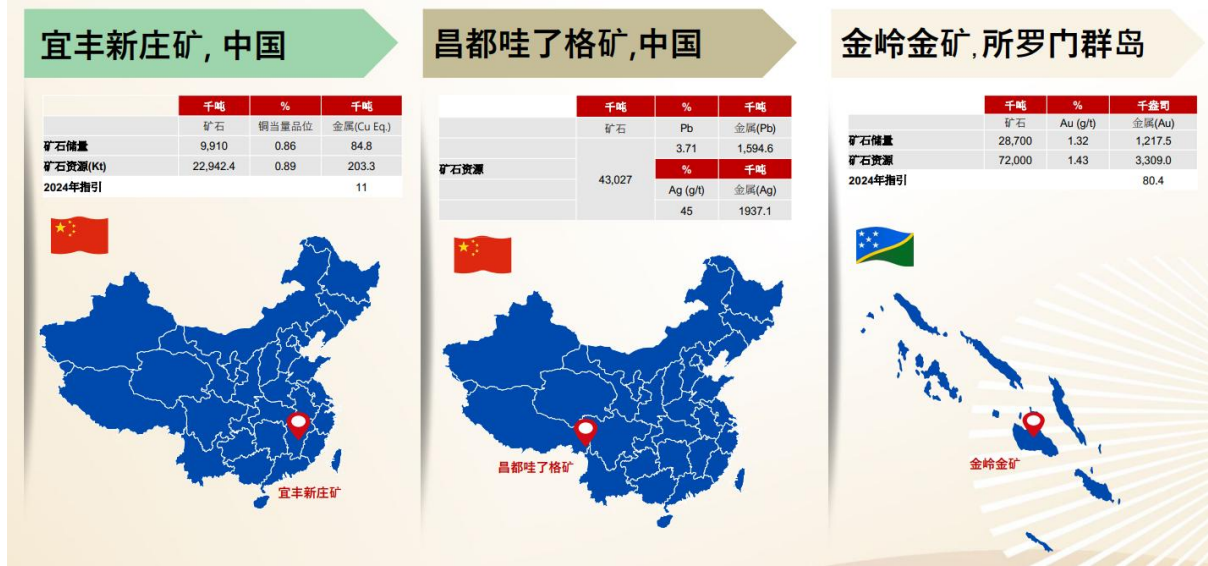
图 9：新庄矿车间环境



资料来源：万国黄金官网，OpendIP 研究所

西藏昌都哇了格矿已取得采选预审批号。集团于 2017 年 7 月 13 日完成收购西藏昌都县垭地矿业有限公司 51%应占权益。西藏昌都拥有中国西藏昌都县哇了格银矿 (哇了格矿),可供公司进一步进行露天开采及地下开采。哇了格矿有大量的铅及白银矿产资源。2025H1，集团已完成 120 万吨/年采选工程建设用地预密和选址意见委托合同,并提交了综合规划论证报告以供密批。集团已取得哇了格矿产 120 万吨采选项目的预审批号 2504-540000-15-02-498383。

图 10: 公司的资产组合



数据来源: 万国黄金官网, OpendIP 研究所

3. 金岭矿产能持续提升

2020 年 4 月 30 日, 集团完成收购祥符金岭有限公司的 77.78% 权益, 而其间接拥有我们进行矿产开采的位于所罗门群岛的一处金岭矿(金岭矿)的 90% 权益。集团自 2022 年 11 月起启动金岭矿试产。此外, 于 2024 年 10 月 9 日, 集团完成收购祥符金岭有限公司额外 20.22% 权益, 因此集团拥有祥符金岭有限公司的 98% 权益及金岭矿业有限公司 (其拥有金岭矿) 的 88.2% 实际权益。

金岭矿 2023 年浮选厂试生产, 2024 年继续提升至设计产能。金岭矿于 2022 年 8 月开始堆浸厂试生产, 并从 2023 年 1 月 1 日开始浮选厂试生产。该矿场于 2024 年继续提升至其设计产能。于 2024 年, 浮选厂加工矿石总量为 228.1468 万吨并生产金精矿约 4.6191 万吨 (平均品位约 23.88 克/吨)。Knelson 选矿机及堆浸厂生产 1199 千克金锭 (平均 79.88% 的金含量及 18.12% 的银含量), 并于 2024 年出售予一家澳洲著名的冶炼厂。于 2024 年, Knelson 选矿机及浮选厂升级完成后, 公司预计金锭及金精矿的销售量将更高。

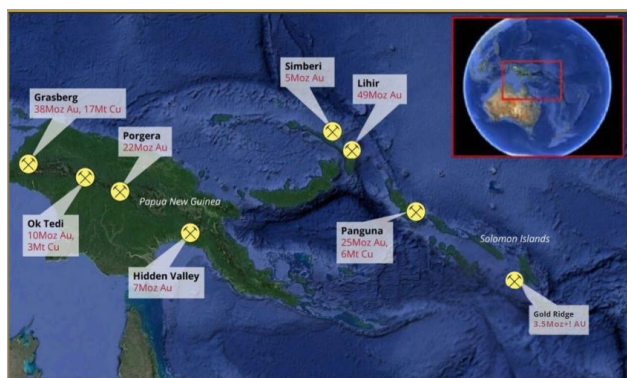
与紫金矿冶签订还矿技术服务合同。2024 年, 行业龙头紫金矿业成为集团的战略合作伙伴。2024 年 10 月 31 日, 公司拥有所罗门群岛金岭矿的间接非全资附属公司金岭矿业有限公司与厦门紫金矿冶技术有限公司订立于所罗门群岛的金岭矿选矿技术服务合同。根据技术服务合同, 紫金矿冶应向金岭矿业提供以下技术服务: 评估浮选柱或 Knelson 厂对微细粒金的回收效果; 协助推进相关设备技改及生产调试, 充分设性能; 帮助培养实验室试验人员、现场技术人员, 同时建立生产主机岗位操作标准化体系; 助力现有选厂指标早日达标, 并为后续新建选厂的生产积累技术验证及协助完成生产相关设备技改和工艺优化。合同期限自 2024 年 11 月 1 日起至 2025 年 10 月 31 日止, 视工程进度而定, 一年内有效。合同金额为人民币 1.69 百万元, 并须由金岭矿业分期支付予紫金冶。

根据公司招标公告, 招标工程位于所罗门群岛, 是南太平洋的一个岛国, 具体建设地点: 所罗门群岛(国)瓜达尔卡纳尔省金岭金矿矿区, 工程所在矿区距首都霍尼亚拉市区约 40 公里。所罗门群岛金岭矿业有限公司是万国黄金集团公司旗下主力矿山, 金岭金矿现有一座 350 万吨/年浮选选矿厂正在生产, 准备新建一座

1000 万吨/年选矿厂，从而达到 1350 万吨/年浮选生产能力。加上正在建设的 500 万吨/年低品位矿堆浸厂，未来矿山处理能力将达到 1850 万吨/年。

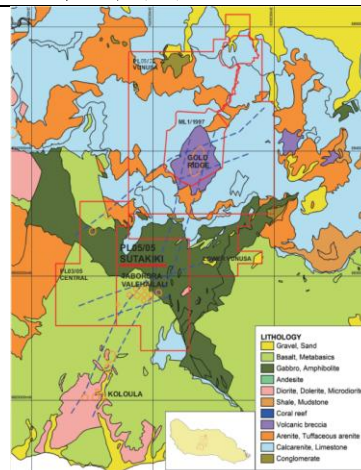
所罗门大多数治理指标超过中高收入国家的平均水平，包括：“问责制和发言权”；“政治稳定和没有暴力/恐怖主义”；“反贪腐控制”以及不断增长的交通和水电基础设施。所罗门群岛具备贵金属和工业金属（铜、金、铝、镍）等地缘资源禀赋。根据公司官网，金岭金矿采矿/勘探区域为：采矿许可证区域：30 km²；勘探许可证：160 km²。恢复额外的勘探区域包括：Sutakiki：51 km²；中央：42 km²；下 Vunusa：44 km²。

图 11：所罗门群岛所在位置



资料来源：万国黄金官网，OpendIP 研究所

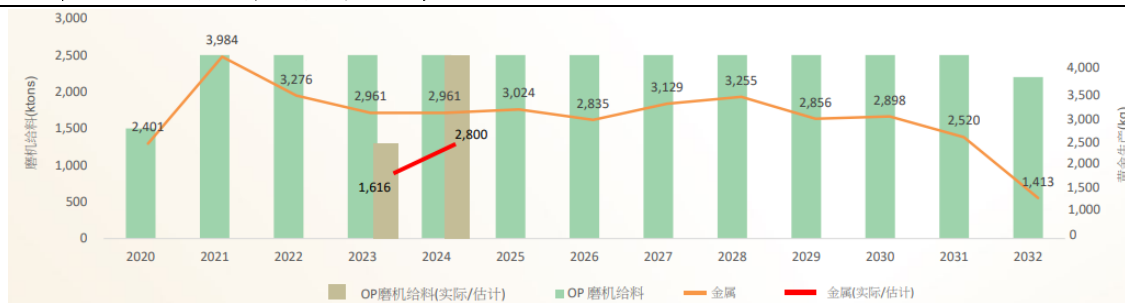
图 12：金岭金矿采矿和勘探区



资料来源：万国黄金官网，OpendIP 研究所

金岭金矿开发亮点为：根据戈尔德报告，2018 年矿石资源为 75.8 吨，3.5 盎司黄金，平均品味为 1.43g/t，仅限露天开采。万国重启金岭金矿生产后：2022 年 11 月生产重启，2023 年产生 1.6 吨金。钻取和 RPM 资源模型更新：自收购以来钻探了 71 个勘探孔，RPM 利用 71 个钻孔中的 41 个来更新资源模型，矿产资源量显著增加。

图 13：2018 年戈尔德可行性研究对比实际生产



数据来源：万国黄金官网，OpendIP 研究所

由于疫情，与 2018 年可行性研究相比，金岭金矿的建设和重启推迟了 3 年。金岭金矿在 2023 年第一年生产了 1616 公斤黄金，勘探钻探将显著增加露天矿储量。新的钻探证实了重要的深部高品位矿床，触发了地下潜力的可行性研究。

财务报表分析和预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,358	3,696	5,424	8,192	营业收入	1,876	3,328	4,305	5,933
现金	514	1,496	3,106	5,337	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	165	251	287	455	营业成本	879	1,143	1,436	1,924
存货	175	311	299	519	销售费用	55	97	125	172
其他	1,505	1,637	1,731	1,881	管理费用	134	233	301	415
非流动资产	1,777	1,926	2,068	2,202	研发费用	25	45	58	80
固定资产	919	1,068	1,209	1,344	财务费用	12	1	-14	-38
无形资产	769	769	769	769	除税前溢利	806	1,819	2,408	3,389
其他	90	90	90	90	所得税	115	255	337	474
资产总计	4,135	5,622	7,492	10,394	净利润	691	1,565	2,071	2,915
流动负债	494	717	816	1,105	少数股东损益	116	250	331	466
短期借款	183	173	163	153	归属母公司净利润	575	1,314	1,740	2,448
应付账款及票据	93	161	158	270					
其他	218	383	495	682	EBIT	783	1,811	2,385	3,341
非流动负债	188	187	186	185	EBITDA	881	1,862	2,443	3,407
长期债务	78	77	76	75	EPS（元）	0.53	1.19	1.57	2.21
其他	111	111	111	111					
负债合计	682	904	1,002	1,290	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	91	91	91	91	成长能力				
储备	3,063	4,077	5,517	7,665	营业收入	42.60%	77.44%	29.35%	37.81%
归属母公司股东权益	3,135	4,149	5,589	7,737	归属母公司净利润	71.56%	128.42%	32.38%	40.73%
少数股东权益	319	569	900	1,367	获利能力				
股东权益合计	3,453	4,718	6,489	9,104	毛利率	53.16%	65.67%	66.65%	67.57%
负债和股东权益	4,135	5,622	7,492	10,394	销售净利率	30.68%	39.49%	40.42%	41.27%
					ROE	18.36%	31.68%	31.13%	31.64%
					ROIC	18.09%	31.35%	30.49%	30.79%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	843	1,493	2,120	2,740	资产负债率	16.49%	16.08%	13.38%	12.41%
净利润	575	1,314	1,740	2,448	净负债比率	-7.33%	-26.42%	-44.19%	-56.12%
少数股东权益	116	250	331	466	流动比率	4.78	5.16	6.65	7.41
折旧摊销	98	51	58	65	速动比率	4.42	4.71	6.26	6.93
营运资金变动及其他	55	-123	-10	-240	营运能力				
投资活动现金流	-1,556	-191	-191	-191	总资产周转率	0.58	0.68	0.66	0.66
资本支出	-199	-200	-200	-200	应收账款周转率	16.02	16.00	16.00	16.00
其他投资	-1,357	9	9	9	应付账款周转率	8.98	9.00	9.00	9.00
筹资活动现金流	1,051	-320	-320	-319	每股指标（元）				
借款增加	59	-11	-11	-11	每股收益	0.53	1.19	1.57	2.21
普通股增加	1,262	0	0	0	每股经营现金流	0.78	1.35	1.92	2.48
已付股利	-252	-309	-309	-308	每股净资产	2.89	3.75	5.05	6.99
其他	-18	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	342	982	1,610	2,231	P/E	19.64	24.76	18.70	13.29
					P/B	3.61	7.84	5.82	4.21
					EV/EBITDA	12.55	16.81	12.14	8.05

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 10 月 27 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：OpendIP 研究所

分析师介绍

分析师庄怀超，本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于香港大学金融学专业，主要覆盖化工和新材料行业。

该分析师 2022-2024 年曾任职于海通国际研究部，团队 2022 年获得过亚洲货币第一名，该分析师 2025 年加入环球富盛理财有限公司，继续覆盖化工和新材料行业。环球富盛理财有限公司是一家香港的持牌券商机构，成立于 2014 年。

该分析师曾在 wind 发布报告超过 500 篇，主要覆盖行业包括化肥、农药、气体、炸药、氟化工、分子筛、电解液和合成生物学等行业。覆盖的公司包括：东岳集团、环球新材国际、中国心连心化肥、中化化肥、阜丰集团、中国三江化工、中国联塑、浦林成山、米高集团、中国石油化学、中国旭阳集团、彩客新能源、天德化工、理文化工等。



微信: zhuangcharles

邮箱: charles.zhuang@gpf.com.hk

电话: (852) 9748 7114; (86) 188 01353 3537

COMPANY RATING DEFINITION

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating		Definition
Buy	买入	Relative Performance > 15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is favorable.
Accumulate	收集	Relative Performance is 5% to 15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is favorable.
Neutral	中性	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the Company or sector is neutral.
Reduce	减持	Relative Performance is -5% to -15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is unfavorable.
Sell	卖出	Relative Performance < -15%; or the fundamental outlook of the Company or sector is unfavorable.

SECTOR RATING DEFINITION

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 18 months

Rating		Definition
Outperform	跑赢大市	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	中性	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	跑输大市	Relative Performance < -5%; Or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

DISCLOSURE OF INTERESTS

- (1) The Analysts and their associates do not serve as an officer of the issuer mentioned in this Research Report.
- (2) The Analysts and their associates do not have any financial interests in relation to the issuer mentioned in this Research Report.
- (3) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries do not hold equal to or more than 1% of the market capitalization of the issuer mentioned in this Research Report.
- (4) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries have not had investment banking relationships with the issuer mentioned in this Research Report within the preceding 12 months.
- (5) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries are not making a market in the securities in respect of the issuer mentioned in this Research Report.
- (6) Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries have not employed an individual serving as an officer of the issuer mentioned in this Research Report. There is no officer of the issuer mentioned in this Research Report associated with Global Prosperity Financial Company Limited and/or its subsidiaries.

DISCLAIMER

This Research Report does not constitute an invitation or offer to acquire, purchase or subscribe for securities by Global Prosperity Financial Company Limited. Global Prosperity Financial Company Limited and its group companies may do business that relates to companies covered in research reports, including investment banking, investment services, etc. (for example, the placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or invest proprietarily).

Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment strategies expressed orally or in written form by sales persons, dealers and other professional executives of Global Prosperity Financial Company Limited group of companies. Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment decisions made by the asset management and investment banking groups of Global Prosperity Financial Company Limited.

Though best effort has been made to ensure the accuracy of the information and data contained in this Research Report, Global Prosperity Financial Company Limited does not guarantee the accuracy and completeness of the information and data herein. This Research Report may contain some forward-looking estimates and forecasts derived from the assumptions of the future political and economic conditions with inherently unpredictable and mutable situation, so uncertainty may contain. Investors should understand and comprehend the investment objectives and its related risks, and where necessary consult their own financial advisers prior to any investment decision.

This Research Report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Global Prosperity Financial Company Limited and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.