

► **巴里克黄金是全球第二大黄金矿企，资产组合优秀。**(1) **公司发展历史悠久，行业地位突出：**公司发展历史可追溯至 1980 年，自转型黄金业务以来，通过持续的收并购，成长为全球第二大黄金矿企，2023 年黄金权益产量为 126 吨，仅次于纽蒙特。(2) **全球布局，构成黄金+铜优秀的资产组合：**公司拥有包含 6 个世界级金矿在内的多座金铜矿山，资产组合优质，这些项目横跨四大洲，覆盖 18 个国家，包括加拿大、美国、秘鲁、智利等全球矿业重要地区，彰显了公司在全球范围内的深远影响力和战略眼光。(3) **经营稳健，盈利修复中：**从财务指标上看，公司营收、毛利率、费用、资本开支等方面均较为稳定，并且公司的资产负债率较低，维持在 35% 以下，彰显了公司稳健的运营。从报表利润来看，公司的盈利波动较大，这主要是由于过去几年较多的资本运作导致的资产评估变化；而从更能反映经营情况的经调整后的归母净利润这一指标来看，公司也出现了一定的下滑，这主要是由于黄金产量下滑与成本上升所导致的。从公司未来 5 年展望来看，2025 年起公司黄金产量将重回增长趋势，铜板块产量也将持续增长，随着公司产量恢复增长后利润有望得到修复。

► **公司坐拥多座世界级金矿，禀赋优潜力大。**资源禀赋来看，公司的矿山主要分布在非洲和中东地区、拉丁美洲和亚太地区以及北美地区，旗下共有 17 座矿山有储量（14 座金矿，3 座铜矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 77 百万盎司（合计 2395 吨），平均品位为 1.65g/t，铜权益储量合计为 560 万吨，平均品位为 0.39%，白银权益储量为合计为 170 百万盎司（5287.6 吨），平均品位为 5.36g/t。**产量来看，公司近几年黄金产量持续下滑，铜产量维持相对稳定。**黄金权益产量由 2019 年与兰德黄金并表后巅峰时期的 170 吨下滑至 2023 年的 126 吨，2022-2023 年趋于稳定，2023 年仅同比下滑 2.1%，产量持续下滑主要是因为部分矿山出现品位下滑、回收率降低等情况。**成本来看，公司铜金成本近几年持续上行。**黄金板块，公司全维持成本（AISC）从 2018 年的 806 美元/盎司上升至 2023 年 1335 美元/盎司，CAGR 为 10.6%，主要或由于产量下滑，以及金价上涨后矿石入选品位有所下降。**分矿山来看，北美地区公司的核心资产为与纽蒙特合资的内华达金矿，该公司金矿产量占公司黄金权益产量的 49.5%，旗下拥有三大世界级金矿 Carlin 金矿、Cortex 金矿以及 Turquoise Ridge 金矿；拉丁美洲和亚太地区的核心资产为多米尼加的 Pueblo Viejo 金矿（黄金权益产量占公司比例 8.3%），非洲和中东地区的核心资产为马里的 Loulo-Gounkoto 金矿（占比 13.5%）和刚果金的 Kibali 金矿（占比 8.5%）。**

► **未来增量：**我们认为巴里克黄金作为全球黄金公司龙头，其增量优势表现在以下几点：**1) 产量增长潜力雄厚。**公司预计 2028 年实现金板块年产量权益量 143.08 吨、铜板块权益量 31.25 万吨，对应 2023-2028 年 CAGR 分别为 2.33%、10.06%。金板块增量来源于 Goldrush、Fourmile、Donlin Gold 等可研及在建金矿项目，铜板块来源于赞比亚 Lumwana 铜矿项目。**2) 全球化布局，业务版图辽阔。**公司现有增量资源横跨北美洲（美国、多米尼加）、南美洲（阿根廷）、亚洲（沙特阿拉伯、巴基斯坦）及非洲地区（赞比亚），全球化业务布局为公司资源增量打下了坚实的基础。**3) 资源优质，潜在业绩贡献能力强。**巴里克部分远期增量矿山具有大体量高品位的特征，其中金板块 Fourmile 和 Donlin Gold 项目品位超过 7 克/吨，铜板块 Lumwana 项目更具有长寿命和高产量的特征，众多项目有望为巴里克带来长期稳定的收益来源。

► **风险提示：**地缘政治风险，项目投产不及预期的风险，金属价格波动风险。

推荐

维持评级



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

相关研究

1. 有色金属周报 20240929：国内外宏观共振，看好金属价格上行-2024/09/29
2. 真“锂”探寻系列 13：澳矿 24Q2 跟踪：成本考验开启，静待资源端出清信号-2024/09/24
3. 电解铝行业深度报告：重视铝土矿资源属性-2024/09/23
4. 有色金属周报 20240922：降息落地，金属价格普涨-2024/09/22
5. 有色金属周报 20240915：降息在即+国内需求旺季，看好金属价格上行-2024/09/15

目录

1 全球第二大黄金矿企，资产组合优秀	3
1.1 历史悠久，全球布局	3
1.2 整体经营稳健，盈利修复中	6
2 坐拥多座世界级金矿，禀赋优潜力大	9
2.1 全球领先黄金巨头，资源禀赋优异	9
2.2 产量：近几年公司黄金产量持续下滑	16
2.3 成本：公司铜金成本近几年持续上行	17
2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产	19
3 远期增量：全球化布局，资源潜力雄厚	28
3.1 增量明确，成本有效管控	28
3.2 金板块：高品位大体量，资源优势明显	30
3.3 铜板块：多国家布局，扩产与新建项目齐头并进	34
4 风险提示	36
插图目录	37
表格目录	37

1 全球第二大黄金矿企，资产组合优秀

1.1 历史悠久，全球布局

巴里克黄金发展历史悠久，通过持续收并购成长为全球黄金头部矿企，并向铜板块进军。巴里克石油公司于 1980 年成立，最初专注于石油和天然气业务。1983 年，公司更名为 Barrick Resources Corporation，并在多伦多证券交易所完成首次公开募股（IPO）。随后决定转向黄金业务。

1984 年，公司收购了负债累累的 Camflo Mines Ltd.，Camflo 在低成本黄金生产和顶尖人才方面享有盛誉，包括 Robert Smith、Alan Hill 和 Brian Meikle，为公司带来了一支顶尖的勘探团队。

1986 年，公司收购内华达州的 Goldstrike 矿，该矿是北美最富有的金矿床。

1987 年，Barrick 在纽约证券交易所上市，进一步扩大了其业务范围和资本运作。

1994 年收购 Lac Minerals。Lac Minerals 是一家加拿大矿业公司，在北美和南美拥有丰富的资源储备，收购完成后，巴里克黄金成为全球第三大黄金公司。

1995 年，公司最终更名为 Barrick Gold Corporation。

1999 年，巴里克扩展到非洲，收购了 Sutton Resources Ltd.。Sutton 一直在勘探位于坦桑尼亚西北部的 Bulyanhulu 项目区，该项目区被誉为东非最大的金矿。

2001 年，巴里克与 Homestake Mining Company 合并，Homestake 规模大且成本低，增加了北美、南美和澳大利亚的矿山，合并后，巴里克黄金成为世界第二大黄金公司。

2006 年，巴里克收购了 Placer Dome Inc.，Placer Dome Inc 是世界前五大矿业公司，增加了 12 个新矿山和多个先进的勘探及开发项目，成为全球最大的黄金生产商，新增的矿山包括 Zaldivar，公司正式进军铜板块。

2018 年，巴里克与 Randgold Resources 合并，持股 67%，Rand Gold 是当时英国最大的黄金生产商，巩固了其作为全球最大黄金矿业公司的地位。

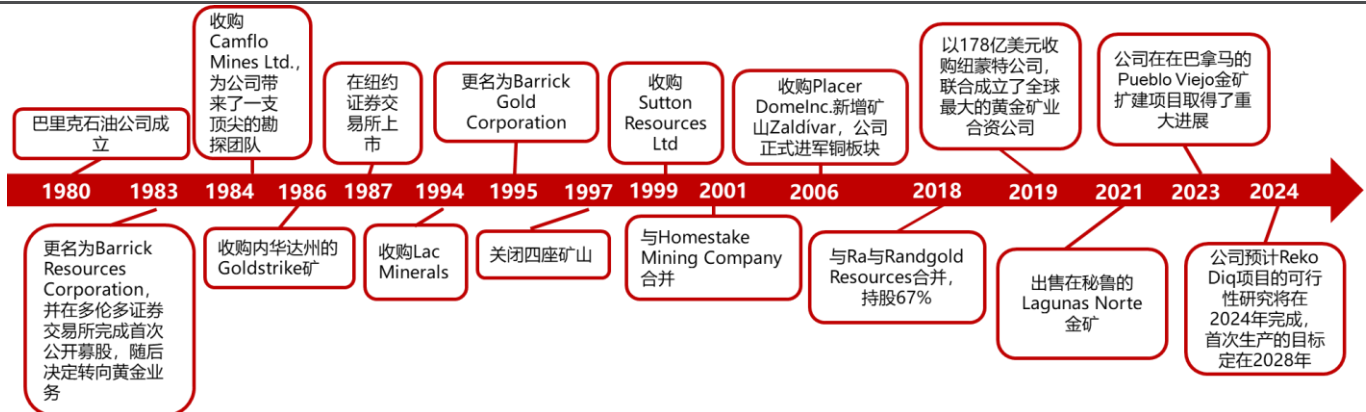
2019 年联合纽蒙特公司。巴里克宣布以 178 亿美元收购纽蒙特公司，联合成立了全球最大的黄金矿业合资公司，同时作为运营商持有合资企业 61.5% 的股份。

2021 年 2 月，公司宣布将出售其在秘鲁的 Lagunas Norte 金矿。该矿以高达 8100 万美元的价格出售给 Boroo Pte Ltd.

2023 年，在巴拿马的 Pueblo Viejo 金矿扩建项目取得了重大进展，预计将使该矿的生命延长至 2040 年以后，并将维持年产黄金超过 80 万盎司的生产水平。

2024 年，公司预计 Reko Diq 项目的可行性研究将在 2024 年完成，首次生产的目标定在 2028 年。

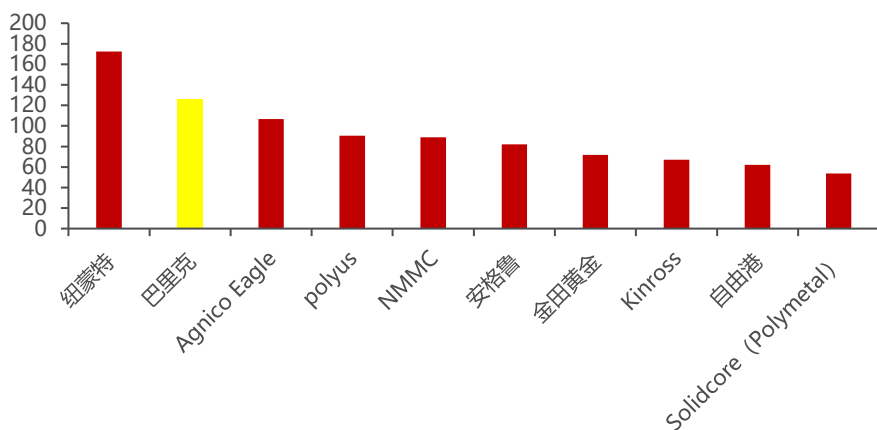
图1：巴里克黄金发展历史



资料来源：巴里克黄金官网，民生证券研究院

公司是全球第二大黄金生产商，黄金产量连年处于行业领先地位。巴里克黄金是美国第一大黄金开采公司，同时稳坐非洲黄金产业的头把交椅。公司持有世界上最大的单体金矿 Nevada 矿山 61.5% 的股份，其 23 年黄金产量高达 303 万盎司，作为规模巨大、产量极高的矿山，为公司持续贡献优质产量。同时，公司经营 4 个世界十大金矿，拥有 6 个世界一级金矿，保证了公司在全球黄金生产领域具有稳固的市场地位。

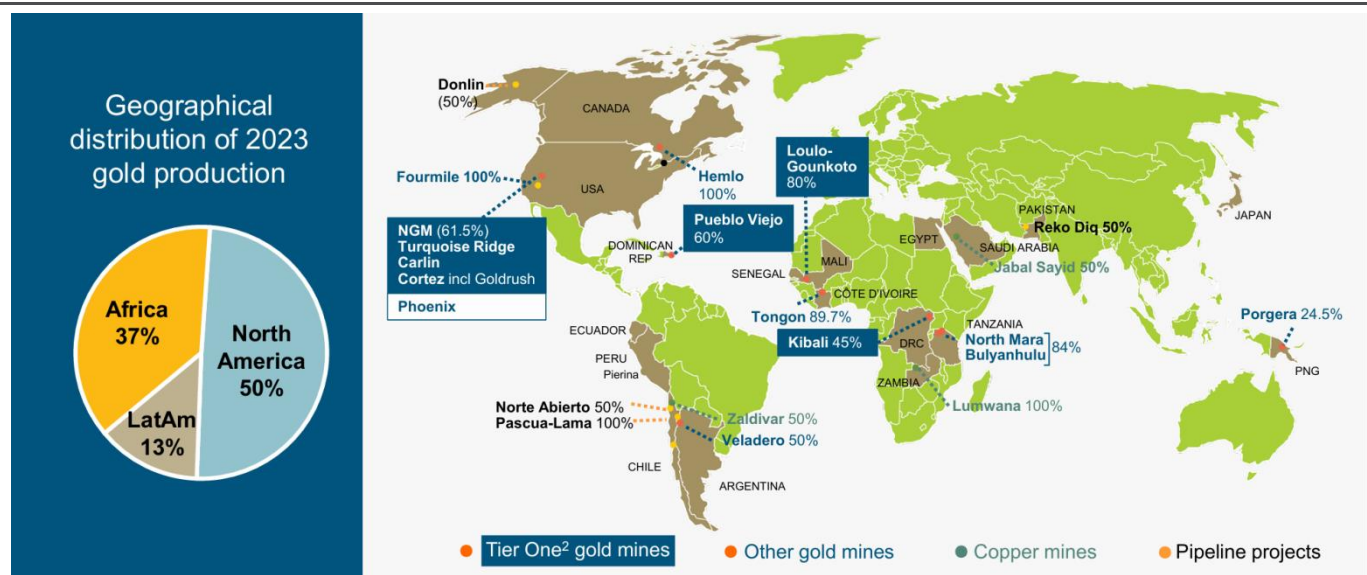
图2：2023 年世界黄金生产商产量排行 (单位：吨)



资料来源：INN，民生证券研究院

布局全局，资源遍布四大洲，黄金+铜的优质资产组合。作为业内最大的世界级黄金和铜资产组合公司之一，公司拥有包含6个世界一级金矿在内的13个金矿和3个优质的铜矿，这些宝贵的资源与项目横跨四大洲，覆盖18个国家，包括加拿大、美国、秘鲁、智利等全球矿业重要地区，彰显了公司在全球范围内的深远影响力和战略眼光。Kibali、Loulo-Goukoto、Pueblo Viejo等矿产，以及新兴的Fourmile项目，均是公司优质一级资产。除了享有盛誉的Nevada金矿外，多米尼加的Pueblo Viejo矿与马里的Loulo-Goukoto矿在2023年度分别贡献了33.5万盎司与54.7万盎司的黄金产量，进一步巩固了公司在全球黄金生产领域的领先地位。

图3：巴里克黄金资产布局图



资料来源：巴里克黄金官网，民生证券研究院

表1：巴里克黄金的金矿资产

地区	国家	金矿	权益	2023年产量 (万盎司)	2023年权益产量 (万盎司)	状态
非洲和中东	马里	Loulo-Goukoto (tier1)	80.0%	68.3	54.7	在产
	刚果	Kibali (tier1)	45.0%	76.3	34.3	在产
	科特迪瓦	Tongon	89.7%	20.4	18.3	在产
	坦桑尼亚	North Mara	84.0%	30.2	25.3	在产
	坦桑尼亚	Bulyanhulu	84.0%	21.4	18.0	在产
北美	加拿大	Hemlo	100.0%	14.1	14.1	在产
	美国	Carlin (tier1)	61.5%	141.1	86.8	在产
		Cortez (tier1)	61.5%	89.2	54.9	在产
		Turquoise Ridge (tier1)	61.5%	51.4	31.6	在产
		Phoenix	-	-	-	-

		Phoenix	61.5%	20.0	12.3	在产
		Long Canyon	60.0%	1.5	0.9	在产
		Fourmile	100.0%	/	/	待产
		Golden Sunlight	100.0%	/	/	停产
		Donlin	50.0%	/	/	待产
	多米尼加	Pueblo Viejo (tier1)	60.0%	55.9	33.5	在产
	阿根廷	Veladero	50.0%	41.4	20.7	在产
拉丁美洲和 亚太平洋	巴布亚新几内亚	Porgera	24.5%	/	/	在产
	巴基斯坦	Reko Diq	50.0%	/	/	待产
	智利	Norte Abierto	50.0%	/	/	待产
	秘鲁	Pierina	100.0%	/	/	停产
	智利、阿根廷	Pascua-Lama	100.0%	/	/	待产
	智利	Alturas	100.0%	/	/	待产

资料来源：公司年报，民生证券研究院

注 1: tie1 为公司的一级资产，其中 Carlin、Cortez、Turquoise Ridge、Phoenix 共同组成 Nevada 金矿

注 2: Porger:24 年才有产量，23 年暂无贡献

表2：巴里克黄金的铜矿资产

地区	国家	铜矿	权益	2023 年产量 (万吨)	2023 年权益产量 (万吨)	状态
南美	智利	Zaldívar	50.00%	8.2	4.1	在产
中东	沙特阿拉伯	Jabal Sayid	50.00%	6.4	3.2	在产
非洲	赞比亚	Lumwana	100.00%	11.8	11.8	在产

资料来源：公司年报，民生证券研究院

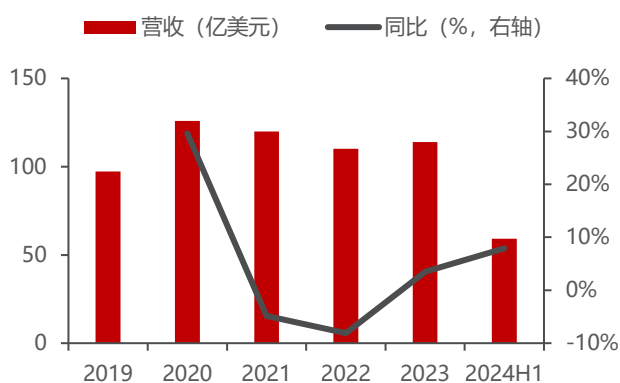
1.2 整体经营稳健，盈利修复中

公司营收整体较为稳定，报表盈利波动幅度较大，近两年黄金产量下滑影响业绩。 营收方面，2020 年公司营收同比增长 30%，跨过 100 亿美元后，整体保持稳定，2019-2023 年复合增速为 3.2%，2024 年上半年公司实现营收 59.09 亿美元，同比增长 8%。从营收结构上来看，公司主营业务收入来自黄金和铜，其中主要是黄金，占比达到 90%以上。

利润方面，过去 5 年公司在利润上的波动较大，主要是资产价值变化所致（收购重新评估资产、资产的减值或转回等事项），而**经调整后归母净利润 (Adjusted net earnings) 则更能反映公司经营层面的盈利情况。** 2019 年公司归母净利润奇高的原因主要在于当年和纽蒙特合并成立合资公司时对 Turquoise Ridge 金矿公允价值重新评估，增厚 19 亿美金盈利，当年经调整后的归母净利润为 9.02 亿美元，而 2020 年调整后归母净利润为 20.42 亿美元，同比增长了 126%，主要是公司黄金售价同比上升了 27%。2022 年公司归母净利润下滑 79%的原因主要是当年发生了较大的资产减值，而经调整后的净利润同样下滑 36%主要是几方面不利

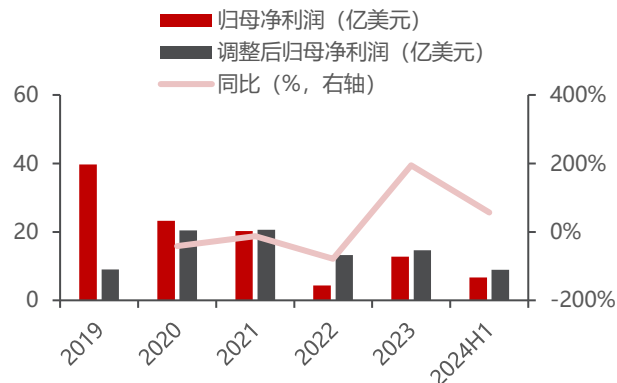
因素的叠加，包括成本上升（黄金和铜）、黄金产量下降、铜价格降低（部分被铜产量上升抵消）。23年公司整体量减价增，因此经调整后的净利润变化并不明显。24H1，由于上半年黄金和铜的价格同比上升较多，因此公司利润增幅明显。根据巴里克5年展望来看，其预计从2025年开始，公司黄金产量将重回增长态势，随着公司产量恢复增长后利润有望得到修复。

图4：公司营收情况



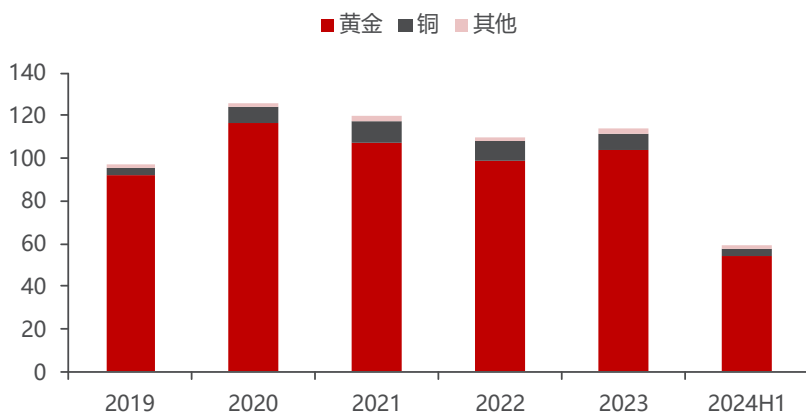
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：公司盈利情况



资料来源：ifind，公司定期报告，民生证券研究院

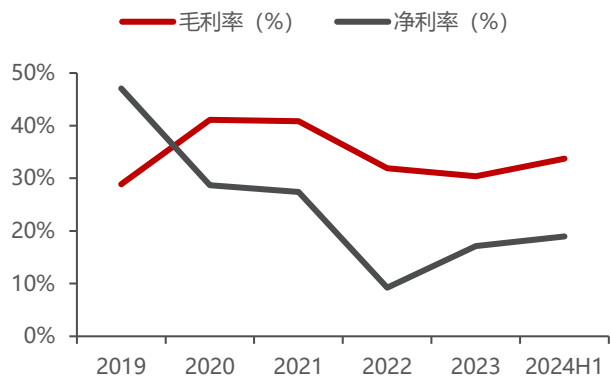
图6：公司营收结构中黄金是主要收入来源（单位：百万美元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

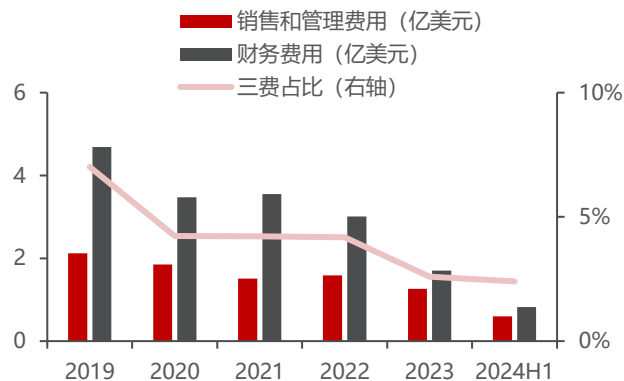
毛利率和费用较稳定。 公司毛利率整体较为稳定，2022年以来有所下滑主要系成本上升所致，净利率方面由于利润的波动性较大从而也呈现较大的波动，自2022年见底以后便持续的向上修复中。费用方面，公司三费支出中主要是财务费用居多，而财务费用逐年下降使得费用占比也逐步走低，整体费用同样比较稳定。

图7：公司毛利率净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

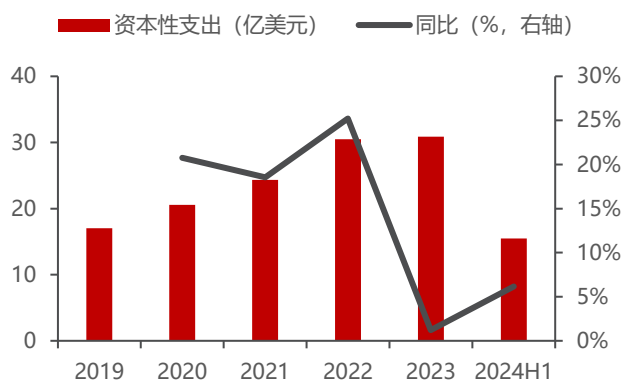
图8：公司三费情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

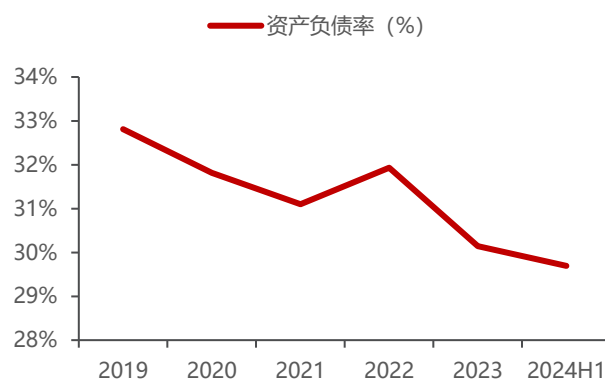
资产负债率低，资本开支抬升后稳定。公司资产负债率低，稳定维持在 35% 以下。资本开支方面，2022 年明显抬升后维持稳定，当前一年资本性支出在 30 亿左右，每年的折旧摊销 20 亿美元左右。

图9：公司资本开支情况



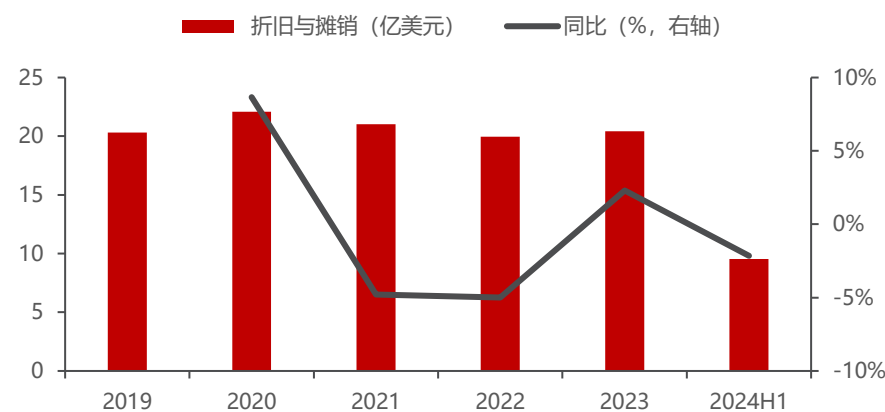
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：公司资产负债率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：公司折旧与摊销情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

2 坐拥多座世界级金矿，禀赋优潜力大

2.1 全球领先黄金巨头，资源禀赋优异

从储量来看，公司旗下共有 17 座矿山有储量（14 座金矿，3 座铜矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 77 百万盎司（合计 2395 吨），平均品位为 1.65g/t，铜权益储量合计为 560 万吨，平均品位为 0.39%，白银权益储量为合计为 170 百万盎司（5287.6 吨），平均品位为 5.36g/t。

从资源量来看，公司旗下共有 23 座矿山有资源量（20 座金矿，3 座铜矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益资源量（探明+控制的）合计为 180 百万盎司（合计 5599 吨），平均品位为 1.07g/t，铜权益资源量合计为 2100 万吨，平均品位为 0.38%，白银权益资源量为合计为 990 百万盎司（30793 吨），平均品位为 13.33g/t。

表3：截至 2023 年末，公司储量和资源量情况汇总

品种	权益储量（证实+可信）			权益资源量（探明+控制）		
	矿石量（百万吨）	品位	金属量	矿石量（百万吨）	品位	金属量
金	1400	1.65	2395	5230	1.07	5599
铜	1500	0.39	560	5480	0.38	2100
银	980	5.36	5287.6	2310	13.33	30793

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：品位的单位铜为%，黄金和白银为 g/t，金属量的单位铜为百万吨，黄金和白银为吨

表4：储量和资源量价格假设

品种	储量价格假设		资源量价格假设	
	2022	2023	2022	2023
金	\$1,300/oz	\$1,300/oz	\$1,700/oz	\$1,700/oz
铜	\$3.00/lb	\$3.00/lb	\$3.75/lb	\$4.00/lb
银	\$18.00/oz	\$18.00/oz	\$21.00/oz	\$21.00/oz

资料来源：公司公告，民生证券研究院

黄金板块储量细分来看，非洲和中东地区、拉丁美洲和亚太地区、北美地区分别有 6、4、5 座矿山，黄金权益储量分别为 19、27、31 百万盎司（591、840、964 吨），占比分别为 24.7%、35.1%、40.3%。分矿山来看，公司体内前 5 大矿山分别为 Norte Abierto surface、Carlin、Cortez、Turquoise Ridge、Loulo-Gounkoto，储量占比分别为 15.6%、12.6%、11.7%、11.2%、9.4%，合计为 60.4%。

表5: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益储量合计为 77 百万盎司 (2395 吨)

项目	证实储量			可信储量			合计		
	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司
非洲和中东									
Bulyanhulu surface	0.0088	5.89	0.0017	—	—	—	0.0088	5.89	0.0017
Bulyanhulu underground	1.5	6.79	0.32	16	5.98	3.1	18	6.05	3.4
Bulyanhulu (84.00%) total	1.5	6.78	0.32	16	5.98	3.1	18	6.05	3.4
Jabal Sayid surface	0.064	0.38	0.00078	—	—	—	0.064	0.38	0.00078
Jabal Sayid underground	6.7	0.31	0.065	6.9	0.37	0.083	14	0.34	0.15
Jabal Sayid (50.00%) total	6.7	0.31	0.066	6.9	0.37	0.083	14	0.34	0.15
Kibali surface	5.5	2.02	0.36	18	2.06	1.2	24	2.05	1.6
Kibali underground	8.3	4.38	1.2	15	3.94	1.9	24	4.1	3.1
Kibali (45.00%) total	14	3.44	1.5	33	2.92	3.1	47	3.07	4.7
Loulo-Gounkoto surface	11	2.31	0.82	13	3.3	1.3	24	2.84	2.1
Loulo-Gounkoto underground	9	5.08	1.5	24	4.7	3.6	33	4.81	5.1
Loulo-Gounkoto (80.00%) total	20	3.56	2.3	36	4.22	4.9	57	3.99	7.2
North Mara surface	0.1	2.46	0.008	30	1.9	1.8	30	1.9	1.8
North Mara underground	2.7	3.01	0.26	6.5	3.84	0.81	9.3	3.6	1.1
North Mara (84.00%) total	2.8	2.99	0.27	36	2.25	2.6	39	2.3	2.9
Tongon surface (89.70%)	3.1	2.02	0.2	2.5	1.94	0.15	5.5	1.98	0.35
非洲和中东合计	48	3.04	4.7	130	3.32	14	180	3.24	19
拉丁美洲和亚太地区									
Norte Abierto surface (50.00%)	110	0.65	2.4	480	0.59	9.2	600	0.6	12
Porgera surface	—	—	—	5	3.55	0.57	5	3.55	0.57
Porgera underground	0.66	6.69	0.14	2.2	7.05	0.51	2.9	6.96	0.65
Porgera (24.50%) total	0.66	6.69	0.14	7.2	4.64	1.1	7.9	4.81	1.2
Pueblo Viejo surface (60.00%)	39	2.28	2.8	140	2.1	9.1	170	2.14	12
Veladero surface (50.00%)	20	0.6	0.38	69	0.72	1.6	89	0.7	2
拉丁美洲和亚太地区合计	170	1.03	5.8	700	0.94	21	870	0.96	27
北美									
Carlin surface	3.7	1.8	0.22	61	2.43	4.8	65	2.39	5
Carlin underground	—	—	—	17	8.34	4.6	17	8.34	4.6
Carlin (61.50%) total	3.7	1.8	0.22	79	3.73	9.4	82	3.64	9.7
Cortez surface	1.1	1.86	0.064	100	0.81	2.7	110	0.82	2.8
Cortez underground	—	—	—	27	7.27	6.3	27	7.27	6.3
Cortez (61.50%) total	1.1	1.86	0.064	130	2.13	9	130	2.13	9
Hemlo surface	—	—	—	27	0.97	0.84	27	0.97	0.84

Hemlo underground	0.76	4.49	0.11	6	4.07	0.79	6.8	4.12	0.9
Hemlo (100%) total	0.76	4.49	0.11	33	1.53	1.6	34	1.6	1.7
Phoenix surface (61.50%)	3.8	0.81	0.1	97	0.57	1.8	100	0.58	1.9
Turquoise Ridge surface	16	2.36	1.2	6.9	2.37	0.52	22	2.36	1.7
Turquoise Ridge underground	8.1	11.58	3	12	10.04	3.9	20	10.66	6.9
Turquoise Ridge (61.50%) total	24	5.53	4.2	19	7.24	4.4	43	6.29	8.6
北美合计	33	4.42	4.7	360	2.27	26	390	2.45	31
全公司合计	250	1.85	15	1,200	1.61	61	1,400	1.65	77

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均为各矿山权益量

铜板块储量细分来看，非洲和中东地区、拉丁美洲和亚太地区、北美地区分别有 3、2、1 座矿山，其中 Lumwana、Zaldivar 为铜矿，其他矿山中铜均为伴生金属。非洲和中东地区、拉丁美洲和亚太地区、北美地区铜权益储量分别为 3.3、2、0.23 百万吨，占比分别为 58.9%、35.7%、4.1%。分矿山来看，按照铜储量占比排序，公司体内前三大铜矿山分别为 Lumwana、Norte Abierto、Zaldivar，储量占比分别为 53.6%、23.2%、13.2%，合计为 90%。

表6：截至 2023 年底，公司的铜权益储量合计为 560 万吨

项目	证实储量			可信储量			合计		
	矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量
	百万吨	%	百万吨	百万吨	%	百万吨	百万吨	%	百万吨
非洲和中东									
Bulyanhulu surface	0.0088	0.29	0.000026	—	—	—	0.0088	0.29	0.000026
Bulyanhulu underground	1.5	0.36	0.0052	16	0.36	0.058	18	0.36	0.063
Bulyanhulu (84.00%) total	1.5	0.36	0.0052	16	0.36	0.058	18	0.36	0.063
Jabal Sayid surface	0.064	2.63	0.0017	—	—	—	0.064	2.63	0.0017
Jabal Sayid underground	6.7	2.34	0.16	6.9	2.12	0.15	14	2.22	0.3
Jabal Sayid (50.00%) total	6.7	2.34	0.16	6.9	2.12	0.15	14	2.23	0.3
Lumwana surface (100%)	88	0.54	0.48	420	0.59	2.5	510	0.58	3
非洲和中东合计	97	0.66	0.64	450	0.61	2.7	540	0.62	3.3
拉丁美洲和亚太地区									
Norte Abierto surface (50.00%)	110	0.19	0.22	480	0.23	1.1	600	0.22	1.3
Zaldivar surface (50.00%)	100	0.45	0.45	77	0.38	0.29	180	0.42	0.74
拉丁美洲和亚太地区合计	210	0.31	0.66	560	0.25	1.4	780	0.26	2
北美									

Phoenix surface (61.50%)	5.9	0.16	0.0092	130	0.17	0.22	140	0.17	0.23
北美合计	5.9	0.16	0.0092	130	0.17	0.22	140	0.17	0.23
全公司合计	320	0.41	1.3	1,100	0.38	4.3	1,500	0.39	5.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均为各矿山权益量

白银板块储量细分来看，非洲和中东地区、拉丁美洲和亚太地区、北美地区分别有 1、3、1 座矿山，均为金银伴生矿，三个地区的白银权益储量分别为 3.5、140、23 百万盎司 (109、4354、715 吨)，占比分别为 2.1%、82.4%、13.5%。分矿山来看，按照白银储量占比排序，公司体内前三大白银伴生矿山分别为 Pueblo Viejo、Veladero、Norte Abierto，储量占比分别为 43.5%、22.9%、17.1%，合计为 82.4%，三座矿山均在拉丁美洲地区。

表7：截至 2023 年底，公司的白银权益储量合计为 170 百万盎司 (5287.6 吨)

项目	证实储量			可信储量			合计		
	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司
非洲和中东									
Bulyanhulu surface	0.0088	6.11	0.0017	—	—	—	0.0088	6.11	0.0017
Bulyanhulu underground	1.5	6.85	0.32	16	6.08	3.2	18	6.14	3.5
Bulyanhulu (84.00%) total	1.5	6.84	0.32	16	6.08	3.2	18	6.14	3.5
非洲和中东合计	1.5	6.84	0.32	16	6.08	3.2	18	6.14	3.5
拉丁美洲和亚太地区									
Norte Abierto surface (50.00%)	110	1.91	7	480	1.43	22	600	1.52	29
Pueblo Viejo surface (60.00%)	39	13.15	16	140	13.26	58	170	13.24	74
Veladero surface (50.00%)	20	13.43	8.5	69	13.83	31	89	13.74	39
拉丁美洲和亚太地区合计	170	5.73	32	690	5.01	110	860	5.16	140
北美									
Phoenix surface (61.50%)	3.8	7.97	0.98	97	6.93	22	100	6.97	23
北美合计	3.8	7.97	0.98	97	6.93	22	100	6.97	23
全公司合计	180	5.79	33	800	5.27	140	980	5.36	170

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均为各矿山权益量

黄金板块资源量细分来看，非洲和中东地区、拉丁美洲和亚太地区、北美地区分别有 6、7、8 座矿山，黄金权益资源量分别为 30、81、68 百万盎司 (933、

2519、2115 吨), 占比分别为 16.7%、45.0%、37.8%。分矿山来看, 公司体内黄金资源量前 5 大矿山分别为 Norte Abierto、Pascua Lama、Donlin、Carlin、Pueblo Viejo, 资源量占比分别为 12.2%、11.7%、11.1%、8.9%、8.3%, 合计为 52.2%。

表8: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益资源量 (探明+控制的) 合计为 180 百万盎司 (5599 吨)

项目	国家	探明的			控制的			探明+控制的
		矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司	金属量 百万盎司
非洲和中东								
Bulyanhulu surface		0.0088	5.89	0.0017	—	—	—	0.0017
Bulyanhulu underground		3.5	7.8	0.88	25	6.5	5.3	6.2
Bulyanhulu (84.00%) total	坦桑尼亚	3.5	7.8	0.88	25	6.5	5.3	6.2
Jabal Sayid surface		0.064	0.38	0.00078	—	—	—	0.00078
Jabal Sayid underground		8.8	0.35	0.098	6.8	0.46	0.1	0.2
Jabal Sayid (50.00%) total	沙特阿拉伯	8.8	0.35	0.099	6.8	0.46	0.1	0.2
Kibali surface		9	2.07	0.6	26	2.03	1.7	2.3
Kibali underground		10	5	1.6	21	4.19	2.9	4.5
Kibali (45.00%) total	刚果金	19	3.63	2.2	47	3	4.6	6.8
Loulo-Goukoto surface		12	2.37	0.9	18	3.37	2	2.9
Loulo-Goukoto underground		19	4.33	2.7	35	4.38	4.9	7.6
Loulo-Goukoto (80.00%) total	马里	31	3.59	3.6	53	4.03	6.9	10
North Mara surface		7.7	3.36	0.83	34	1.63	1.8	2.6
North Mara underground		6.4	2.2	0.45	28	2.23	2	2.5
North Mara (84.00%) total	坦桑尼亚	14	2.83	1.3	62	1.91	3.8	5.1
Tongon surface (89.70%)	科特迪瓦	4.9	2.22	0.35	7.5	2.21	0.53	0.88
非洲和中东合计		82	3.21	8.4	200	3.26	21	30
拉丁美洲和亚太地区								
Alturas surface (100%)	智利	—	—	—	58	1.16	2.2	2.2
Norte Abierto surface (50.00%)	智利	190	0.63	3.9	1,100	0.53	19	22
Pascua Lama surface (100%)	智利	43	1.86	2.6	390	1.49	19	21
Porgera surface		0.39	3.98	0.049	14	2.78	1.3	1.3
Porgera underground		0.99	6.16	0.2	5	6.04	0.97	1.2
Porgera (24.50%) total	巴布亚新几内亚	1.4	5.55	0.25	19	3.62	2.3	2.5
Pueblo Viejo surface (60.00%)	多米尼加	50	2.1	3.4	190	1.92	12	15
Reko Diq surface (50.00%)	巴基斯坦	—	—	—	1,800	0.25	14	14
Veladero surface (50.00%)	阿根廷圣胡安省	22	0.6	0.42	110	0.68	2.3	2.7
拉丁美洲和亚太地区合计		310	1.06	10	3,600	0.6	70	81

北美									
	Carlin surface		8.3	1.37	0.37	130	2.14	8.7	9
	Carlin underground		—	—	—	31	7.45	7.3	7.3
Carlin (61.50%) total	美国内华达州		8.3	1.37	0.37	160	3.18	16	16
	Cortez surface		1.1	1.86	0.064	150	0.83	4	4
	Cortez underground		—	—	—	39	6.39	7.9	7.9
Cortez (61.50%) total	美国内华达州		1.1	1.86	0.064	190	1.97	12	12
Donlin surface (50.00%)	美国阿拉斯加州		—	—	—	270	2.24	20	20
Fourmile underground (100%)	美国内华达州		—	—	—	1.5	10.04	0.48	0.48
	Hemlo surface		—	—	—	50	1	1.6	1.6
	Hemlo underground		0.98	4.4	0.14	11	4.32	1.5	1.6
Hemlo (100%) total	加拿大安大略省		0.98	4.4	0.14	61	1.58	3.1	3.2
	Long Canyon surface		—	—	—	5.2	2.62	0.44	0.44
	Long Canyon underground		—	—	—	1.1	10.68	0.38	0.38
Long Canyon (61.50%) total	美国内华达州		—	—	—	6.4	4.03	0.82	0.82
Phoenix surface (61.50%)	美国内华达州		3.8	0.81	0.1	250	0.48	3.8	3.9
	Turquoise Ridge surface		17	2.22	1.2	23	2.52	1.9	3.1
	Turquoise Ridge underground		10	10.72	3.6	19	8.96	5.5	9.1
Turquoise Ridge (61.50%) total	美国内华达州		28	5.4	4.8	42	5.43	7.4	12
北美合计			42	4.06	5.5	970	2.01	63	68
全公司合计			430	1.76	24	4,800	1	150	180

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均为各矿山权益量

铜板块资源量细分来看，非洲和中东地区、拉丁美洲和亚太地区、北美地区分别有 3、3、1 座矿山，其中 Lumwana、Zaldivar 为铜矿，其他矿山中铜均为伴生金属。非洲和中东地区、拉丁美洲和亚太地区、北美地区铜权益资源量分别为 7.6、13、0.56 百万吨，占比分别为 36.2%、61.9%、2.7%。分矿山来看，按照铜资源量占比排序，公司体内前三大铜矿山分别为 Reko Diq、Lumwana、Norte Abierto，资源量占比分别为 39.5%、33.8%、11.9%，合计为 85.2%。

表9：截至 2023 年底，公司的铜权益资源量（探明+控制的）合计为 2100 万吨

项目	国家	探明的			控制的			探明+控制的	
		矿石量 百万吨	品位 %	金属量 百万吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 百万吨	金属量 百万吨	
非洲和中东									
		Bulyanhulu surface	0.0088	0.29	0.000026	—	—	—	0.000026
		Bulyanhulu underground	3.5	0.37	0.013	25	0.37	0.095	0.11

Bulyanhulu (84.00%) total	坦桑尼亚	3.5	0.37	0.013	25	0.37	0.095	0.11
Jabal Sayid surface		0.064	2.63	0.0017	—	—	—	0.0017
Jabal Sayid underground		8.8	2.58	0.23	6.8	2.25	0.15	0.38
Jabal Sayid (50.00%) total	沙特阿拉伯	8.8	2.58	0.23	6.8	2.25	0.15	0.38
Lumwana surface (100%)	赞比亚	160	0.47	0.75	1,200	0.53	6.3	7.1
非洲和中东合计		170	0.57	0.99	1,200	0.54	6.6	7.6
拉丁美洲和亚太地区								
Norte Abierto surface (50.00%)	智利	170	0.21	0.36	1,000	0.21	2.2	2.5
Reko Diq surface (50.00%)	巴基斯坦	—	—	—	1,900	0.43	8.3	8.3
Zaldívar surface (50.00%)	智利	220	0.4	0.9	330	0.36	1.2	2.1
拉丁美洲和亚太地区合计		400	0.32	1.3	3,300	0.35	12	13
北美								
Phoenix surface (61.50%)	美国内华达州	5.9	0.16	0.0092	350	0.16	0.55	0.56
北美合计		5.9	0.16	0.0092	350	0.16	0.55	0.56
全公司合计		580	0.39	2.2	4,900	0.39	19	21

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均为各矿山权益量

白银板块资源量细分来看，非洲和中东地区、拉丁美洲和亚太地区、北美地区分别有 1、4、1 座矿山，均为金银伴生矿，三个地区的白银权益资源量分别为 6、940、49 百万盎司（187、29237、1524 吨），占比分别为 0.6%、94.9%、4.9%。分矿山来看，按照白银资源量占比排序，公司体内前三大白银伴生矿山分别为 Pascua-Lama、Pueblo Viejo、Veladero，储量占比分别为 74.7%、9.3%、5.8%，合计为 89.8%，三座矿山均在拉丁美洲地区。

表10：截至 2023 年底，公司的白银权益资源量（探明+控制的）合计为 990 百万盎司（30793 吨）

项目	国家	探明的			控制的			探明+控制的
		矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司	金属量 百万盎司
非洲和中东								
Bulyanhulu surface		0.0088	6.11	0.0017	—	—	—	0.0017
Bulyanhulu underground		3.5	6.91	0.78	25	6.36	5.2	6
Bulyanhulu (84.00%) total	坦桑尼亚	3.5	6.9	0.78	25	6.36	5.2	6
非洲和中东合计		3.5	6.9	0.78	25	6.36	5.2	6
拉丁美洲和亚太地区								
Norte Abierto surface (50.00%)	智利	190	1.62	10	1,100	1.23	43	53

Pascua-Lama surface (100%)	智利	43	57.21	79	390	52.22	660	740
Pueblo Viejo surface (60.00%)	多米尼加	50	12.01	19	190	11.74	72	92
Veladero surface (50.00%)	阿根廷圣胡安省	22	13.9	9.7	110	13.95	47	57
拉丁美洲和亚太地区合计		310	11.95	120	1,800	14.41	820	940
北美								
Phoenix surface (61.50%)	美国内华达州	3.8	7.97	0.98	250	6.12	48	49
北美合计		3.8	7.97	0.98	250	6.12	48	49
全公司合计		310	11.84	120	2,000	13.32	870	990

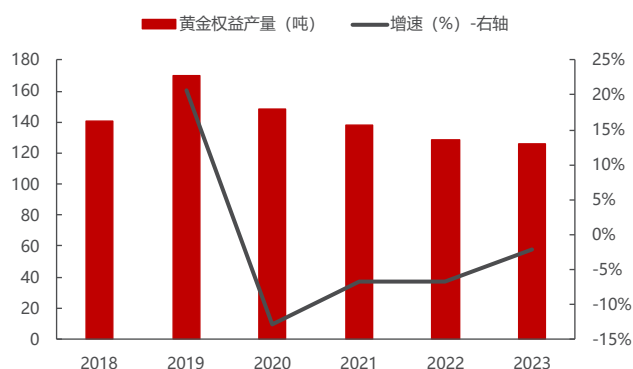
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均为各矿山权益量

2.2 产量：近几年公司黄金产量持续下滑

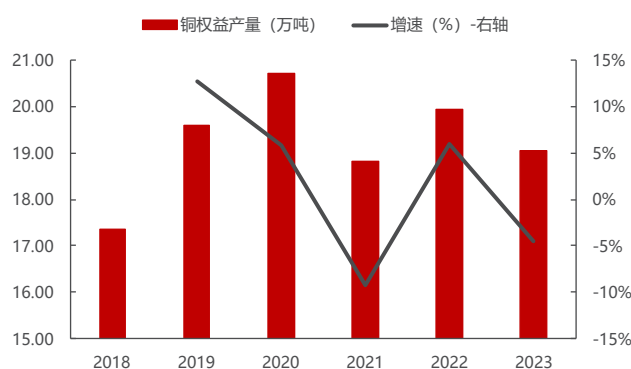
公司进入成熟发展阶段，金产量近几年持续下滑，铜产量维持相对稳定。从黄金产量来看，2023年公司共生产126吨黄金（权益量），同比减少2.1%，从2019年与兰德黄金并表之后开始，到2023年公司黄金权益产量持续下滑，CAGR为-7.2%，2023年下降速度开始放缓。从铜产量来看，2023年公司共生产19.05万吨，同比减少4.5%。近几年公司铜权益产量上下波动，总体维持在20万吨左右。

图12：近几年公司黄金权益产量持续下滑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：近几年公司铜权益产量维持20万吨左右



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表11：2018-2023 年公司细分矿山的黄金权益产量

黄金权益产量 (吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nevada Gold Mines LLC (61.5%)	73.7	69.0	66.3	63.3	57.9	58.0
Carlin (61.5%)	26.0	30.1	31.8	28.7	30.0	27.0
Cortez (61.5%)	39.3	24.9	15.3	15.8	14.0	17.1
Turquoise Ridge (61.5%)	8.3	10.4	10.3	10.4	8.8	9.8
Phoenix (61.5%)	0.0	1.7	3.9	3.4	3.4	3.8
Long Canyon (61.5%)	0.0	1.8	5.0	5.0	1.7	0.3
Pueblo Viejo (60%)	18.1	18.4	16.9	15.2	13.3	10.4
Loulo-Gounkoto (80%)	0.0	17.8	16.9	17.4	17.0	17.0
Kibali (45%)	0.0	11.4	11.3	11.4	10.5	10.7
Veladero (50%)	8.6	8.5	7.0	5.3	6.1	6.4
Porgera (47.5%)	6.3	8.8	2.7	0.0	0.0	0.0
Tongon (89.7%)	0.0	7.6	7.9	5.8	5.6	5.7
Hemlo (100%)	5.3	6.6	6.9	4.7	4.1	4.4
North Mara (84%)	6.7	7.8	8.1	8.1	8.2	7.9
Buzwagi (84%)	2.9	2.6	2.6	1.2	0.0	0.0
Bulyanhulu (84%)	0.8	0.8	1.4	5.5	6.1	5.6
并表兰德黄金调整项	18	11	0	0	0	0
巴里克黄金公司合计	140.8	170.0	148.1	138.0	128.8	126.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

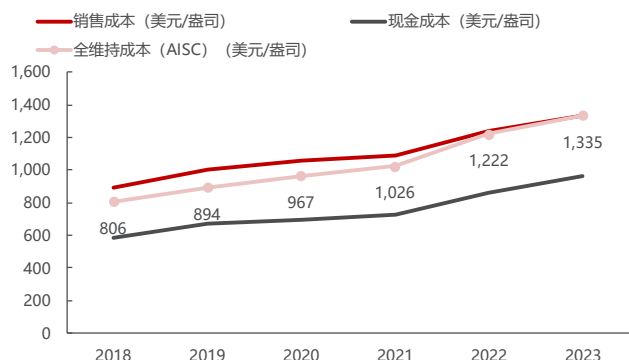
表12：2018-2023 年公司细分矿山的铜权益产量

铜权益产量 (万吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Lumwana (100%)	10.16	10.80	12.52	10.98	12.11	11.79
Zaldívar (50%)	4.72	5.81	4.81	4.40	4.45	4.04
Jabal Sayid (50%)	2.49	2.99	3.40	3.45	3.40	3.22
巴里克黄金公司合计	17.37	19.60	20.73	18.82	19.96	19.05

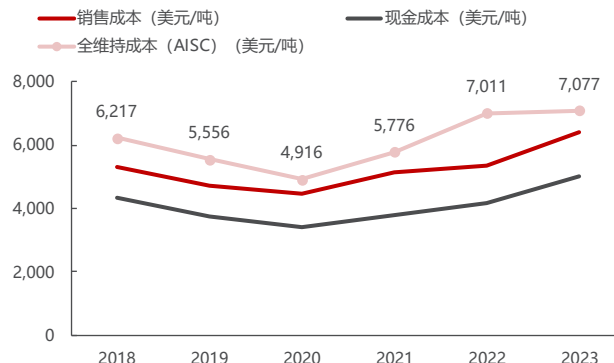
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 成本：公司铜金成本近几年持续上行

公司铜金成本近几年持续上行。黄金板块，公司全维持成本 (AISC) 从 2018 年的 806 美元/盎司上升至 2023 年 1335 美元/盎司，CAGR 为 10.6%，主要或由于产量下滑，以及金价上涨后矿石入选品位有所下降。铜板块，2018-2020 年由于铜产量持续增长，铜产品的全维持成本逐年下滑。但是 2020 年开始，公司全维持成本 (AISC) 从 4916 美元/吨上涨至 2023 年的 7077 美元/吨，CAGR 为 12.9%，或由于铜产量从 2020 年开始的趋势性下滑。

图14：18年以来公司黄金成本持续上行


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：20年以来公司铜成本持续上行


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表13：2018-2023 年公司细分矿山的黄金全维持成本

黄金全维持成本 (美元/盎司)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nevada Gold Mines LLC (61.5%)	664	828	941	949	1,214	1,366
Carlin (61.5%)	983	984	1041	1,087	1,212	1,486
Cortez (61.5%)	430	651	998	1,013	1,258	1,282
Turquoise Ridge (61.5%)	756	732	798	892	1,296	1,234
Phoenix (61.5%)		1,282	814	533	1,074	1,162
Long Canyon (61.5%)		681	405	238	454	779
Pueblo Viejo (60%)	623	592	660	745	1,026	1,249
Loulo-Gounkoto (80%)		886	1006	970	1,076	1,166
Kibali (45%)		693	778	818	948	918
Veladero (50%)	1,154	1,105	1,308	1,493	1,528	1,516
Porgera (47.5%)	1,083	1,003	1,115	-	-	-
Tongon (89.7%)		844	791	1,208	1,592	1,408
Hemlo (100%)	1,318	1,140	1,423	1,970	1,788	1,672
North Mara (84%)	830	802	929	1,001	1,028	1,335
Buzwagi (84%)	947	1,178	871	1291		
Bulyanhulu (84%)	754	773	895	891	1,156	1,231
巴里克黄金公司合计	806	894	967	1,026	1,222	1,335

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表14：2018-2023 年公司细分矿山的铜全维持成本

铜全维持成本 (美元/吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Lumwana (100%)	6790	6702	5357	6173	8003	7672
Zaldívar (50%)	5445	4740	4960	6482	6504	7628
Jabal Sayid (50%)	4233	3329	2734	2932	2998	3373
巴里克黄金公司合计	6217	5556	4916	5776	7011	7077

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产

2.4.1 北美地区：核心资产为与纽蒙特合资的内华达金矿

2023年公司在北美地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的49.5%。主要来自于位于美国内华达州的内华达金矿公司（占比46%）和位于加拿大的Hemlo金矿（占比3.5%）。其中内华达金矿公司是2019年公司与全球黄金巨头纽蒙特成立的合资企业，两家公司将他们在内华达州的重要资产合并，巴里克持有合资企业61.5%的所有权，并担任运营商，而纽蒙特持有剩余38.5%的股份。

此外，公司在北美地区还拥有以下重要资产：

- ✓ **Donlin 金矿**：位于美国阿拉斯加州，公司持股50%，其余50%股权由Novagold Resources Inc.持有。
- ✓ **Fourmile 金矿**：位于美国内华达州，公司持股100%。

图16：公司北美地区布局



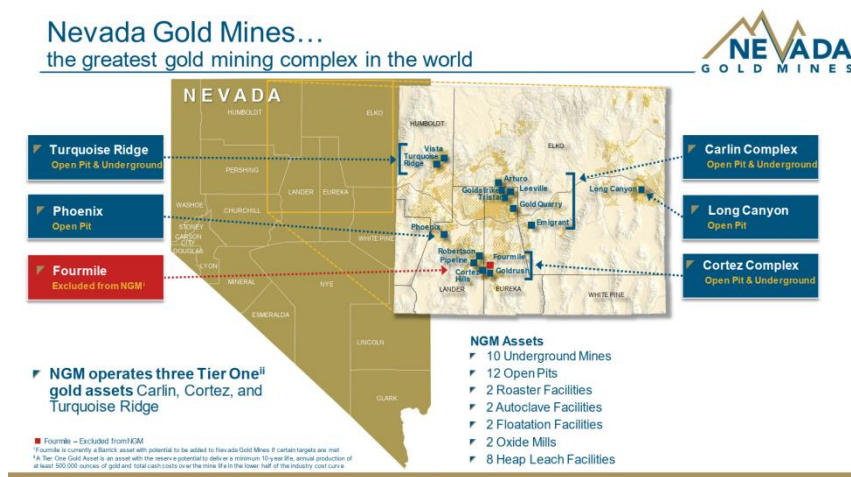
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：产量、资源量、储量均为2023年数据

内华达金矿公司 (NGM) 拥有五大矿山，分别为 Carlin 金矿、Cortez 金矿、

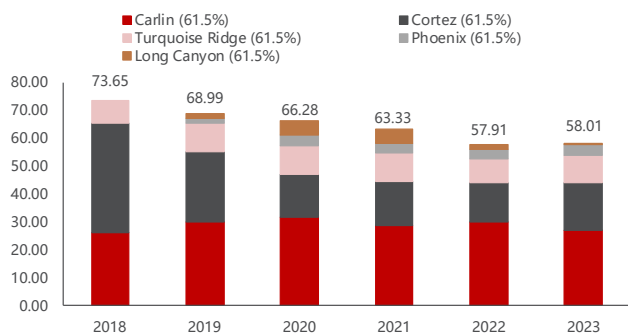
Turquoise Ridge 金矿、Long Canyon 金矿以及 Phoenix 金矿，其中前三个金矿为公司定义的一流金矿资产 (Tier One gold assets)，其定义为拥有 10 年开采寿命以上、至少年产 50 万盎司 (15.55 吨) 黄金、全生命周期的现金成本在成本曲线的前 1/2。

图17：内华达金矿公司资产布局



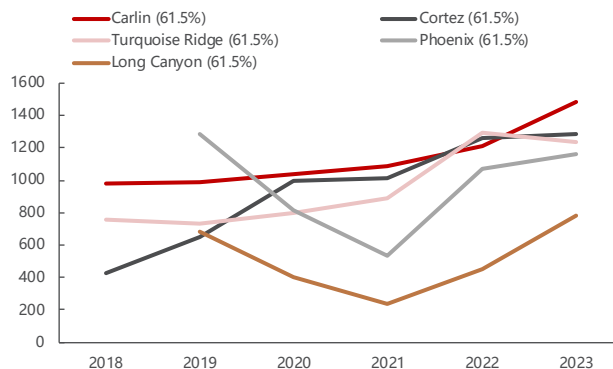
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：NGM 五大矿山 2018-2023 年黄金权益产量(单位：吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：NGM 五大矿山 2018-2023 年黄金全维持成本(单位：美元/盎司)

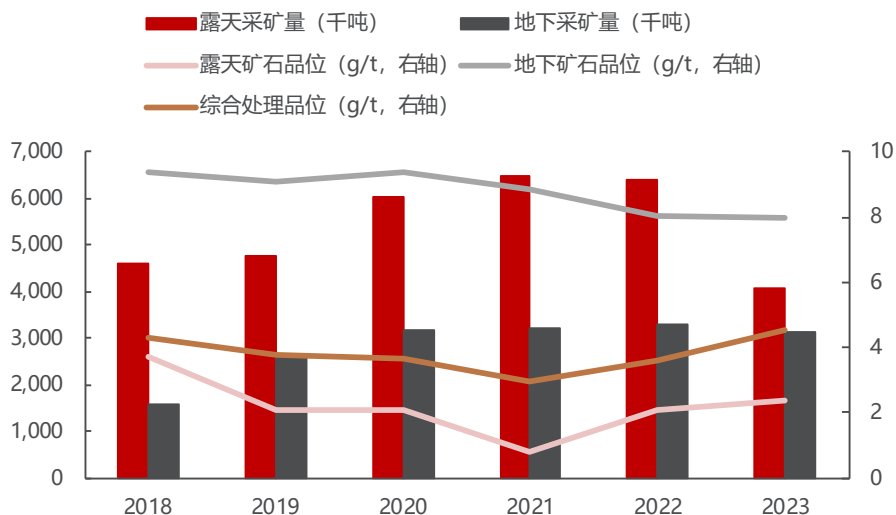


资料来源：公司公告，民生证券研究院

Carlin 金矿是一座露天+地下矿山。产量端，2023 年的黄金产量比上一年下降了 10%，主要是由于 2023 年第一季度末金矿选矿厂关闭并退役。此外，2023 年第一季度高压釜短暂停产以及 2023 年初两座焙烧炉的计划维护停产也影响了产量，而 Goldstrike 焙烧炉上次停产是在 2021 年。**成本端**，2023 年每盎司销售成本和每盎司总现金成本分别比上一年高出 17%和 18%，原因是 2023 年两座焙烧炉计划停产以及 2023 年下半年 Goldstrike 高压釜计划外维护导致维护成本增加。此外，计划于 2024 年和 2025 年上半年更换的露天卡车的维护成本也更高。

加工吨数减少也进一步影响了成本，尽管这被更高的品位部分抵消。2023年，每盎司总维持成本比上一年高出23%，原因是每盎司总现金成本增加和矿场维持资本支出增加。

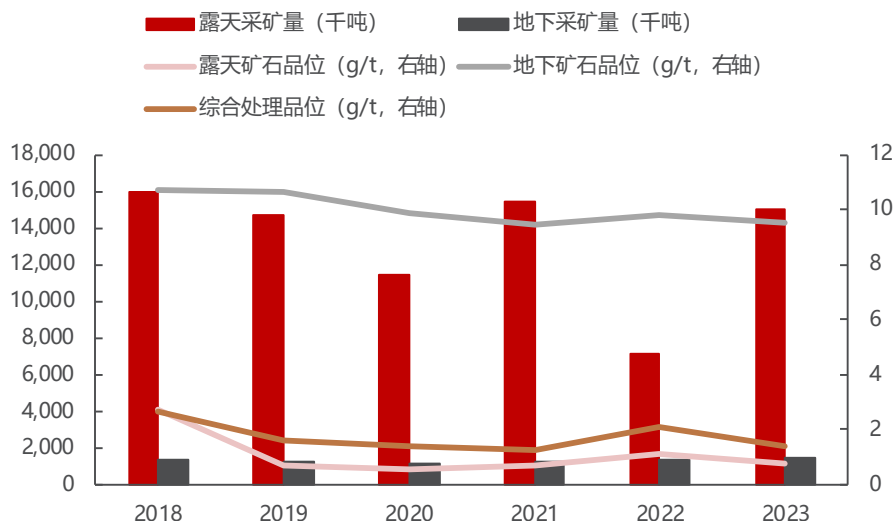
图20: Carlin 金矿 2023 年露天采矿量大幅下降导致产量下滑，成本抬升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Cortex 金矿是一座露天+地下金矿，露天开采矿石量是地下的 10 倍，但是地下矿的品位是露天矿的 10 倍。产量端，2023 年黄金产量比上一年增加 22%，主要原因是 2022 年露天采矿量腰斩造成的低基数。成本端，2023 年，每盎司总维持成本与上一年相比增加了 2%，原因是每盎司总现金成本增加（由于露天矿品位同比下降影响），但每盎司矿场维持资本支出减少部分抵消了这一增长。

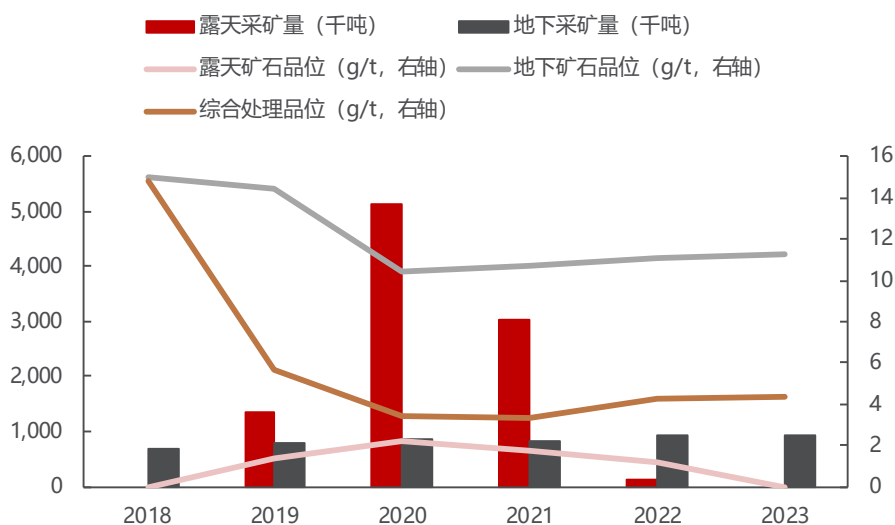
图21: Cortex 金矿 2023 年露天采矿量大幅下降导致产量下滑，成本抬升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Turquoise Ridge 金矿是一座地下金矿。产量端，2023 年的黄金产量比上一年高出 12%，这主要是由于加工的平均品位较高，加上 Sage 高压釜的回收率较高。此外，技改提高了工厂的处理量，从而提高了加工量。**成本端**，2023 年每盎司销售成本和每盎司总现金成本分别比上一年下降 2%和 1%，这主要得益于品位和回收率的提高。由于每盎司总现金成本较低，加上矿场维持资本支出较低，每盎司总维持成本与上一年相比下降了 5%。

图22: Turquoise Ridge 金矿 2022 年过渡到纯地下采矿



资料来源：公司公告，民生证券研究院

其他矿山：Phoenix 金矿产量保持相对稳定，成本端由于能源价格和副产品价值下跌，导致全维持成本 2021 年以来持续上涨；**Long Canyon 金矿**的一阶段已经采完，二阶段暂时不进行开采，目前处于维护和保养状态。

2.4.2 拉丁美洲和亚太地区：核心资产为多米尼加的 Pueblo Viejo 金矿

2023 年公司在拉丁美洲和亚太地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 13.4%。主要来自于位于多米尼加共和国的 Pueblo Viejo 金矿（占比 8.3%，其余 40%股权由纽蒙特持有）和位于阿根廷圣胡安省的 Veladero 金矿（占比 5.1%，其余 50%股权由山东黄金持有），此外还有一座位于巴布亚新几内亚的波哥拉金矿 2020 年由于采矿权续期问题停产，该矿山由巴里克黄金和紫金矿业的合资公司共同运营，于 2024 年已经开始复产。

2023 年公司在拉丁美洲和亚太地区的铜权益产量占了全公司铜权益产量的

21.2%。主要来自于智利的 Zaldivar 铜矿。2023 年该铜矿的权益产量为 4.04 万吨。公司持股 50%，安托法加斯塔持股 50%，该矿山主要由安托法加斯塔运营。

此外，公司在拉丁美洲和亚太地区还拥有以下重要资产：

- ✓ **Pascua-Lama 金矿**：位于智利，公司持股 100%。
- ✓ **NorteAbierto 金矿**：位于智利，公司持股 50%，纽蒙特持股 50%。
- ✓ **RekoDiq 金铜矿**：位于巴基斯坦。公司持股 50% 股权，而巴基斯坦联邦政府和俾路支省政府则各持有 25% 的股权。近期由沙特主权基金 PIF 支持的 ManaraMinerals 公司正在竞购巴基斯坦 RekoDiq 矿业项目的 15% 股权(来自巴基斯坦政府)，预计投资金额将达到 10 亿美元。

图23：公司拉丁美洲和亚太地区布局



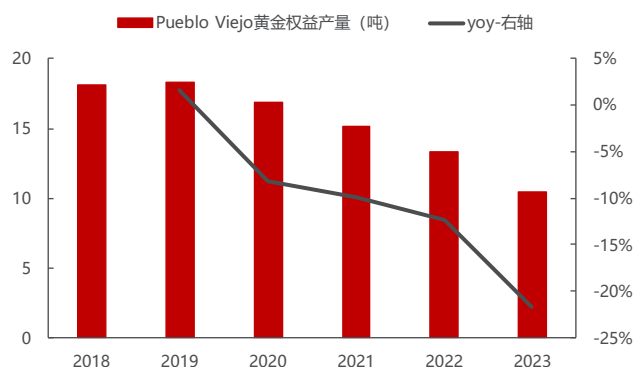
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：产量、资源量、储量均为 2023 年数据

多米尼加的 Pueblo Viejo 是拉丁美洲和亚太地区的一流黄金资产(Tier One

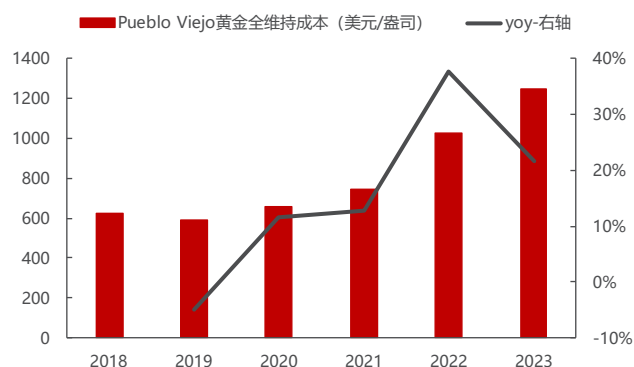
gold mines)。是一座由巴里克主导生产的露天矿，公司持股 60%，剩余 40% 股份由纽蒙特持有。产量端，该矿山近几年受到品位下滑、回收率下降等因素影响，黄金产量逐年下降。2023 年黄金产量较上年下降 22%，主要原因是根据矿山和库存加工计划加工的黄金品位较低、回收率较低以及加工吨数较低。2023 年的产量和回收率受到新工厂投产的影响，第四季度破碎机输送机结构故障也影响了产量，从而推迟了产量提升。公司预计 2024 年产量会从 335 千盎司回升至 420-490 千盎司。成本端，由于产量的持续下滑，近几年矿山成本逐年增长。2023 年每盎司销售成本和每盎司总现金成本分别较上年增加 25% 和 23%，主要反映了如上所述的品位降低以及消耗品和能源消耗增加的影响。2023 年，每盎司总维持成本较上年增加 22%，主要反映了每盎司总现金成本增加。

图24: Pueblo Viejo 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



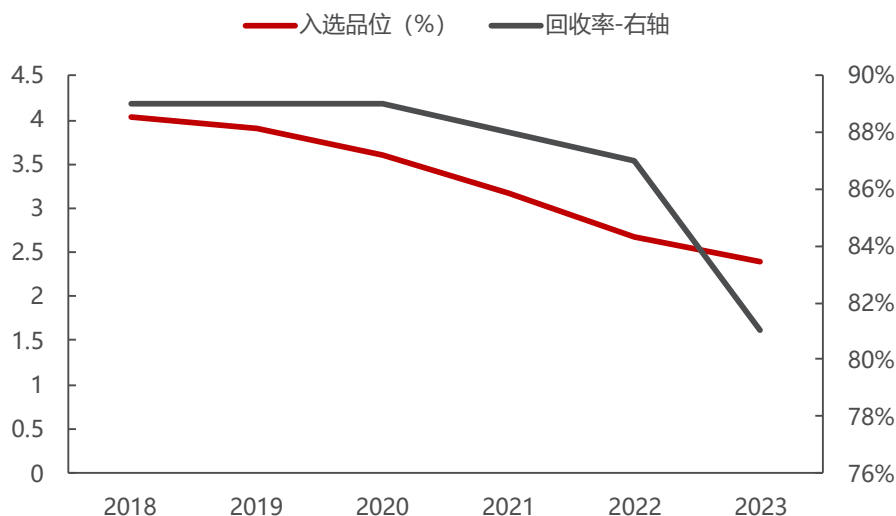
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图25: Pueblo Viejo 金矿 2018-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: Pueblo Viejo 金矿近几年入选品位和回收率持续下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.4.3 非洲和中东地区：核心资产为马里和刚果金的两大金矿

2023 年公司在非洲和中东地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 37.1%。主要来自于位于马里的 Loulo-Goukoto 金矿（占比 13.5%），位于刚果金东北部的 Kibali 金矿（占比 8.5%），位于西非科特迪瓦的 Tongon 金矿（占比 4.5%，公司持股 89.7%，剩余股权为当地政府持有）和位于坦桑尼亚的 NorthMara（占比 6.2%，公司持股 84%，剩余股权为当地政府持有，下同）以及 Bulyanhulu 金矿（占比 4.4%）。

2023 年公司在非洲和中东地区的铜权益产量占了全公司铜权益产量的 78.8%。主要来自于赞比亚的 Lumwana 铜矿（占比 61.9%）以及沙特阿拉伯的 JabalSayid 铜金矿（占比 16.9%，公司持股 50%，剩余股权为当地政府持有）。

图27：公司非洲和中东地区布局



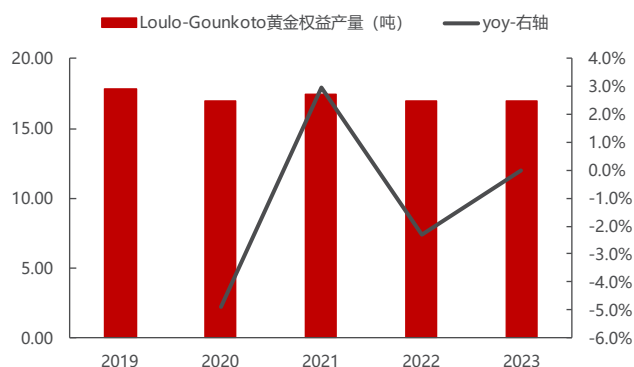
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：产量、资源量、储量均为 2023 年数据

马里的 Loulo-Gounkoto 金矿和刚果金的 Kibali 是公司在非洲和中东地区的一流黄金资产 (Tier One gold mines)。

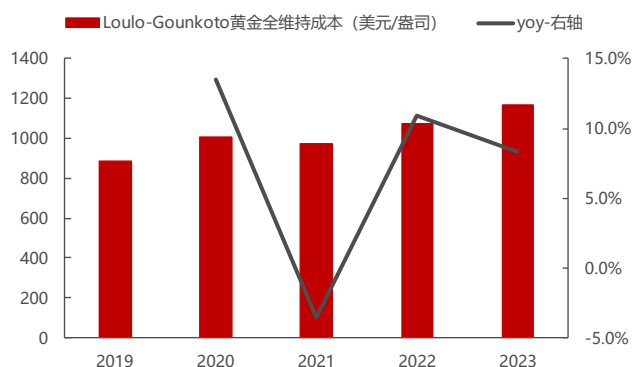
马里的 Loulo-Gounkoto 金矿是一座露天+地下金矿。公司持股 80%，剩余 20% 股份由马里政府持有。产量端，近几年露天矿坑出矿量逐步减少，地下出矿量逐步增加，地下矿品位高于露天矿，整体黄金产量基本持稳。成本端，尽管黄金金属产量持稳，但是由于地下矿的采矿成本高于露天矿，以及露天矿剥采比提升，因此近几年矿山成本逐年增长。

图28: Loulo-Gounkoto 金矿 2019-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



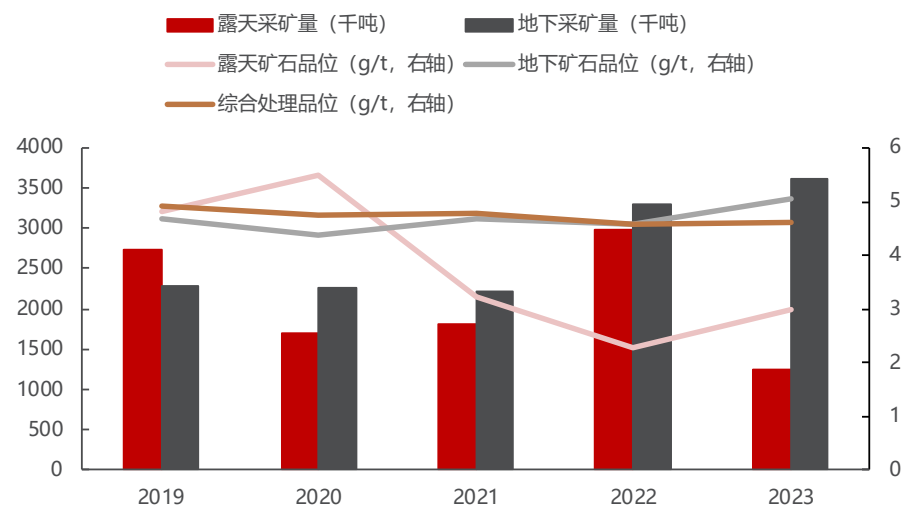
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图29: Loulo-Gounkoto 金矿 2019-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: Loulo-Gounkoto 金矿近几年正在露天转地下

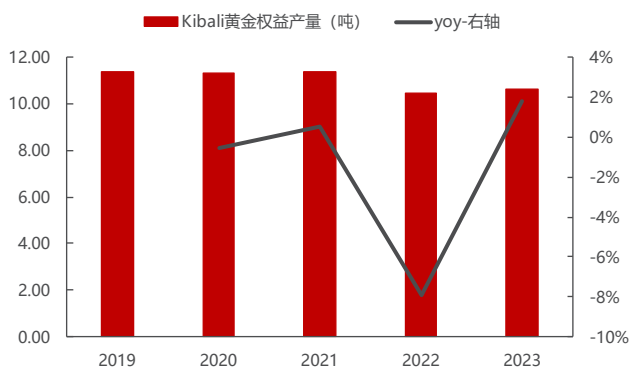


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

刚果金东北部的 Kibali 金矿是一座露天+地下金矿。由巴里克和安格鲁阿申蒂 (AngloGold Ashanti) 分别持有 45% 的股权，刚果 (金) 国企 SOKIMO (Société de Minière de Kilo-Moto SA) 持有 10% 的股权。产量端，黄金产量近几年

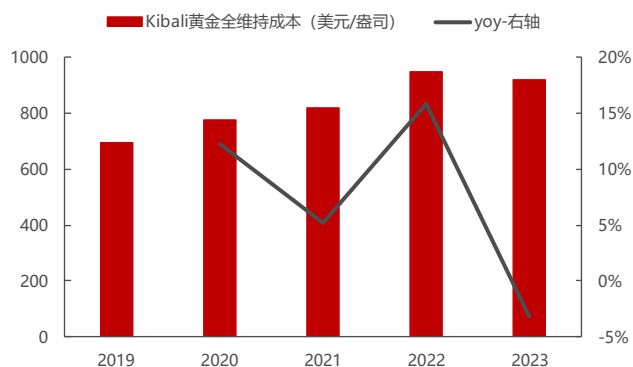
维持稳定，尽管露天矿品位在 2022 年大幅下滑（从 2021 年的 2.71g/t 下滑至 1.62g/t），但是露天采矿量翻倍使得总的黄金产量仅仅只有小幅下滑。成本端，由于品位下滑，近几年成本持续增长，2023 年全维持成本同比下滑 3.2%，主要得益于回收率的提升（从 2022 年的 88%提升至 2023 年的 90%）。

图31: Kibali 金矿 2019-2023 年黄金权益产量(单位: 吨)



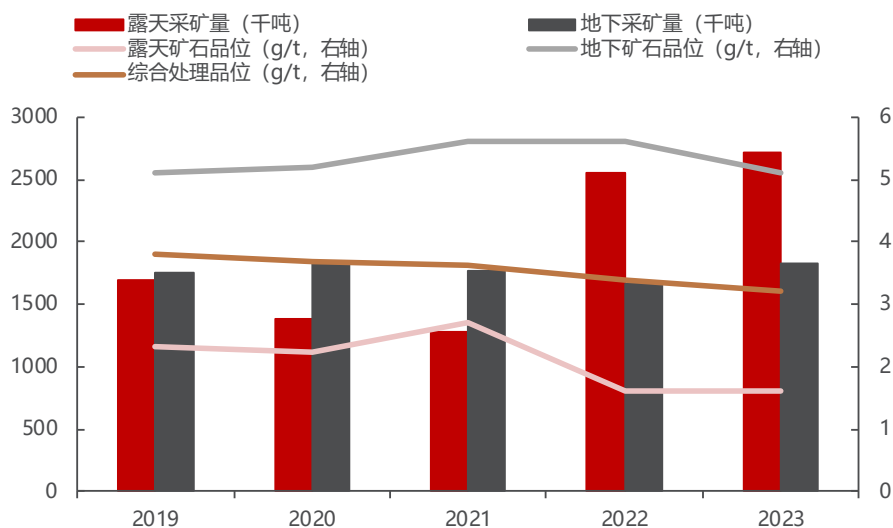
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图32: Kibali 金矿 2019-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图33: Kibali 金矿 2022 年露天扩建项目投产, 露天采矿量翻倍以应对品位下滑影响



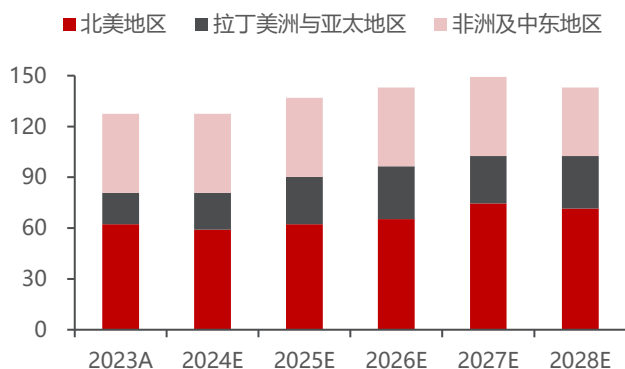
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 远期增量：全球化布局，资源潜力雄厚

3.1 增量明确，成本有效管控

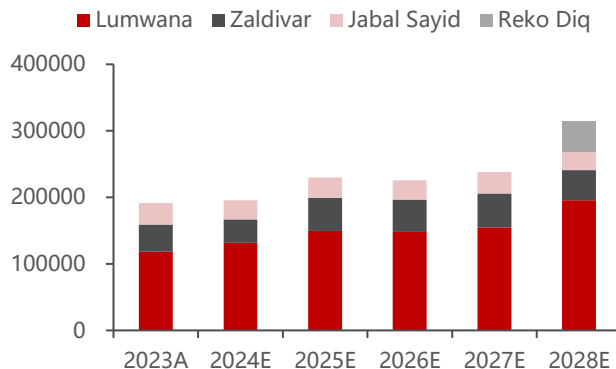
产量端，巴里克黄金预计其 2028 年实现金板块年产量权益量 143.08 吨、铜板块权益量 31.25 万吨，对应 2023-2028 年 CAGR 分别为 2.33%、10.06%。结合公司远期产量指引，**金板块**：受益于北美及亚太地区项目推进，其预计 2028 年金板块实现权益量产量增量 16 吨，其中北美地区增长 9 吨，亚太地区增长 12 吨，非洲及中东地区产量略有下滑；**铜板块**：伴随 2028 年巴基斯坦及赞比亚地区投产扩产，其预计 2028 年铜板块实现权益量产量增量约 11.9 万吨。其中赞比亚及巴基斯坦项目将分别贡献 7.5 万吨和 4.5 万吨增量，沙特地区由于是原有矿体开发项目因此远期产量略有降幅。

图34：巴里克黄金金板块产量预测（单位：吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图35：巴里克黄金铜板块产量预测（单位：吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表15：2024-2028 年巴里克金板块产量预测

金产量（吨）	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
北美地区	62.2	59.1	62.2	65.3	74.6	71.5
拉丁美洲与亚太地区	18.7	21.8	28.0	31.1	28.0	31.1
非洲及中东地区	46.7	46.7	46.7	46.7	46.7	40.4
合计	127.5	127.5	136.9	143.1	149.3	143.1
年增长率		0.00%	7.32%	4.55%	4.35%	-4.17%
权益量 CAGR			2.33%			

资料来源：公司公告，民生证券研究院

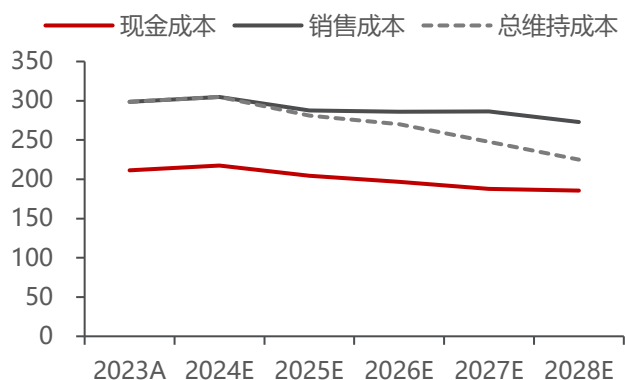
注：表格内为权益量数据

表16: 2024-2028年巴里克铜板块产量预测

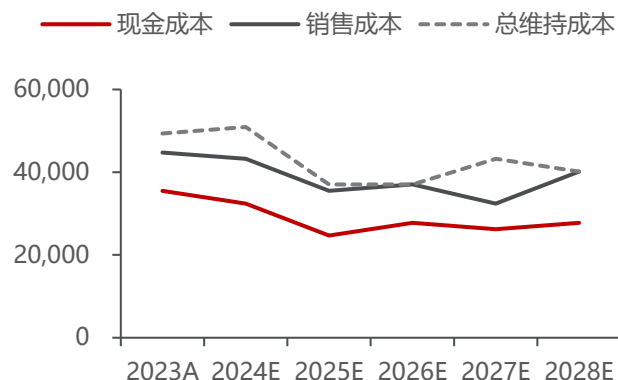
铜产量 (吨)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Lumwana(100%)	120000	130000	150000	150000	155000	195000
Zaldívar(50%)	82000	71000	100000	97000	100000	90000
Jabal Sayid (50%)	65000	57500	62000	58000	64000	55000
Reko Diq(50%)						90000
产量合计	267000	258500	312000	305000	319000	430000
年增长率		-3.18%	20.70%	-2.24%	4.59%	34.80%
权益量合计	193500	194250	231000	227500	237000	312500
权益量 CAGR				10.06%		

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

成本端, 公司预计 2028 年黄金板块与铜板块总维持成本将分别为 225 元/克和 4 万元/吨。 总体来看, 受益于远期高品位矿山投产开发项目陆续落地, 巴里克黄金铜板块远期成本均成震荡下降趋势, 公司预计 2028 年金板块现金成本/销售成本/总维持成本分别为 186/273/225 元/吨, 同比 2023 年下降 12.2%/8.6%/24.7%; 铜板块现金成本/销售成本/总维持成本分别为 2.78/4.01/4.01 万元/吨, 同比 2023 年下降 21.74%/10.34%/18.75%。

图36: 巴里克黄金金板块成本预测 (单位: 元/克)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图37: 巴里克黄金铜板块成本预测 (单位: 元/吨)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

项目方面, 2028 年现有项目均将完全落地。 巴里克黄金现有 8 项增量项目, 其中金板块 5 项, 铜板块 3 项, 目前多数项目处于可研或建设期, 从进度指引来看, 未来将陆续有增量项目投产, 2028 年将是巴里克黄金的增量明确期。

表17：巴里克黄金远期增量项目汇总

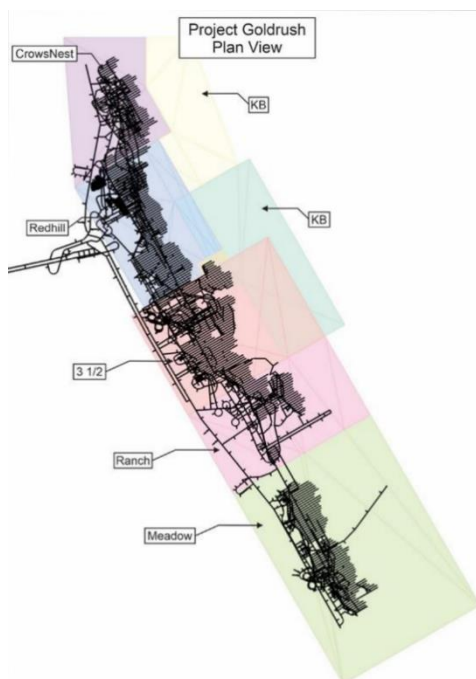
金属类型	项目	地点 (国家)	股权	进度指引
金	Goldrush Project	美国内华达州	61.5%	到 2028 年年产量将超过 40 万盎司 (12.7 吨)
	Fourmile	美国内华达州	100%	2024 年底启动预可行性研究, 有潜力实现 50 万盎司 (15.6 吨) 年产量
	Donlin Gold	美国阿拉斯加州	50%	2023 年底发布资源报告, 年产量可达到约 110 万盎司 (34.2 吨)
	Pueblo Viejo Expansion	多米尼加共和国	60%	2023 年底扩建工程和调试工作已基本完成, 预计未来年产量超过 80 万盎司 (24.57 吨)
	Veladero Phase 7 Leach Pad	阿根廷	50%	项目建设预计 2024 年底完成, 平均年产量达到 40 万盎司 (12.7 吨)
铜	Lumwana Super Pit Expansion	赞比亚	100%	可行性研究预计 2024 年底完成, 2025 年开始建设, 2026 年出矿, 预计每年铜产量 24 万吨
	Jabal Sayid Lode 1	沙特阿拉伯	50%	属于现有矿体开发项目, 目前已接近完成
	Reko Diq Project	巴基斯坦	50%	预计可行性研究将在 2024 年底完成, 目标 2028 年实现出产

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2 金板块：高品位大体量，资源优势明显

Goldrush Project, Nevada, USA

Goldrush 项目位于美国内华达州，为内华达金矿公司 Cortex 金矿下扩产项目。该项目矿石品位为 7.77 克/吨，储量为 4300 万吨，资源量为 3700 万吨，金属量 780 万盎司。该项目于 2024 年 4 月正式开始生产，公司预计将在 2026 年启动商业化生产，到 2028 年年产量将超过 40 万盎司 (12.7 吨) (按 100% 权益计算)，矿山可持续开采年限为 24 年。巴里克公司持有该项目 61.5% 的股权，另有 38.5% 的股权由纽蒙特持有。

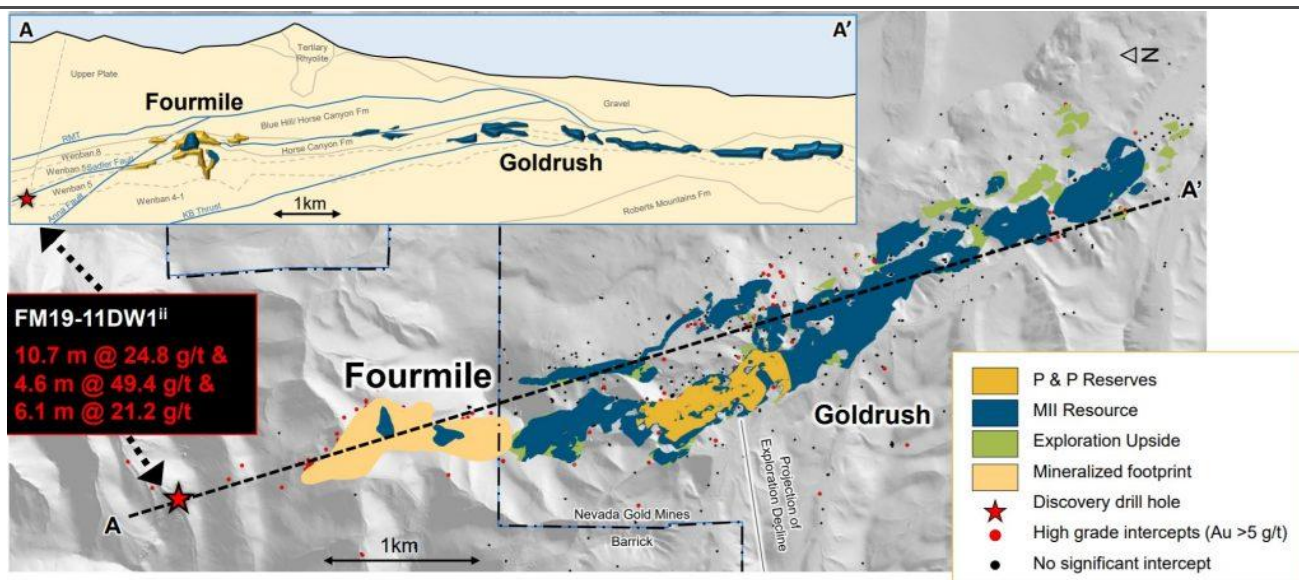
图38：Goldrush 项目建设计划


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Fourmile, Nevada, USA

Fourmile 位于美国内华达州，属于巴里克公司旗下优质一级资产。该项目矿石品位为 10.04 克/吨。该矿已探明的矿石资源量为 150 万吨。Fourmile 矿在完成钻探工作和可行性研究后，若满足一定条件，有望被纳入 NGM (内华达黄金矿业公司) 的合资项目。目前该项目的工作重点是勘探钻探，迄今为止的结果显示该矿有望显著增加矿石资源量并提升矿石品位。根据探测结果，该矿有潜力实现 50 万盎司 (15.6 吨) 的年产量。2024 年，巴里克计划投资约 4,000 万美元用于钻探、评估和建模，目标是在 2024 年底启动预可行性研究。巴里克持有该矿 100% 的股权。

图39: Fourmile 项目地理关系示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Donlin Gold, Alaska, USA

Donlin Gold 位于美国阿拉斯加州，属于公司一级资产，巴里克公司持股该项目 50%，其余 50% 股权由 Novagold Resources Inc. 持有。该项目现有储量 5.04 亿吨，资源量 5.41 亿吨，金属量 3380 万盎司，可持续开采年限为 27 年。作为公司黄金资源量第三大矿山，Donlin Gold 项目占公司黄金资源量总量的 11.1%。2023 年底，巴里克发布了最新的矿产储量和资源报告。此外，该项目还进行了多项研究和分析，针对矿山工程、冶金学、水文、电力和基础设施等方面进行优化，相关研究在 2024 年将继续推进。公司预计投产初期五年内 Donlin Gold 项目每年可产出黄金约 150 万盎司，而在其 27 年的开采期内，年产量可达到约 110 万盎司 (34.2 吨)。

图40: Donlin Gold 示意图

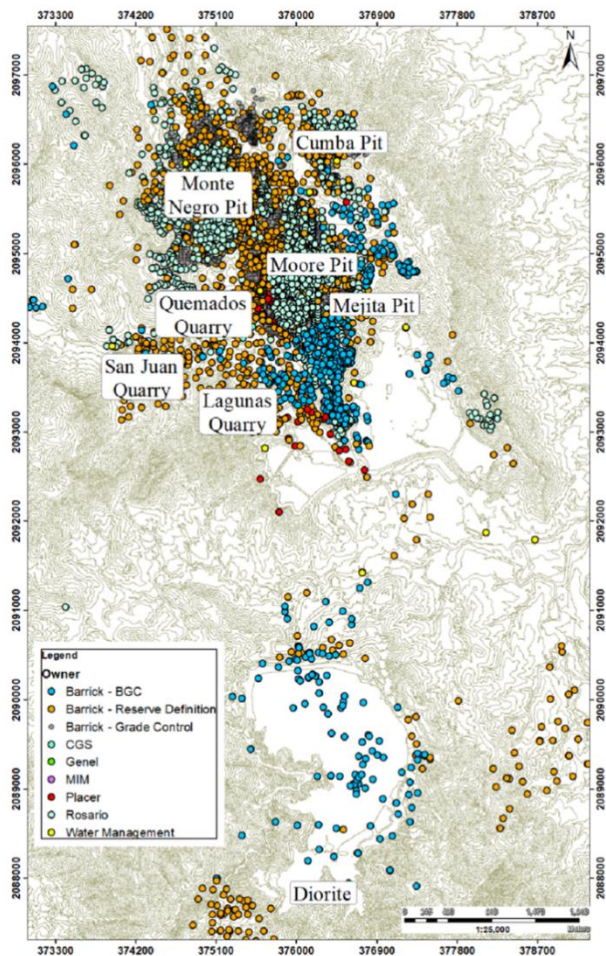


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Pueblo Viejo Expansion, Dominican Republic

Pueblo Viejo 扩建项目位于多米尼加共和国, 属于公司一级资产。该项目的品位为 2.14 克/吨, 储量 1.79 亿吨, 资源量 2.4 亿吨。项目该矿山近几年受到品位下滑、回收率下降等因素影响, 黄金产量逐年下降。2023 年黄金产量较上年下降 22%, 主要原因是根据矿山和库存加工计划加工的黄金品位较低、回收率较低以及加工吨数较低。2023 年的产量和回收率受到新工厂投产的影响, 第四季度破碎机输送机结构故障也影响了产量。该扩产项目旨在将年矿石处理量重新提升至 1400 万吨, 并在未来维持年产量超过 80 万盎司 (24.57 吨)。项目落地后将延长矿山运营期至 2040 年以后。目前巴里克公司和纽蒙特分别持有该矿 60%和 40% 的股权。2023 年底, 扩建工程和调试工作已基本完成。

图41: Pueblo Viejo 示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Veladero Phase 7 Leach Pad, Argentina

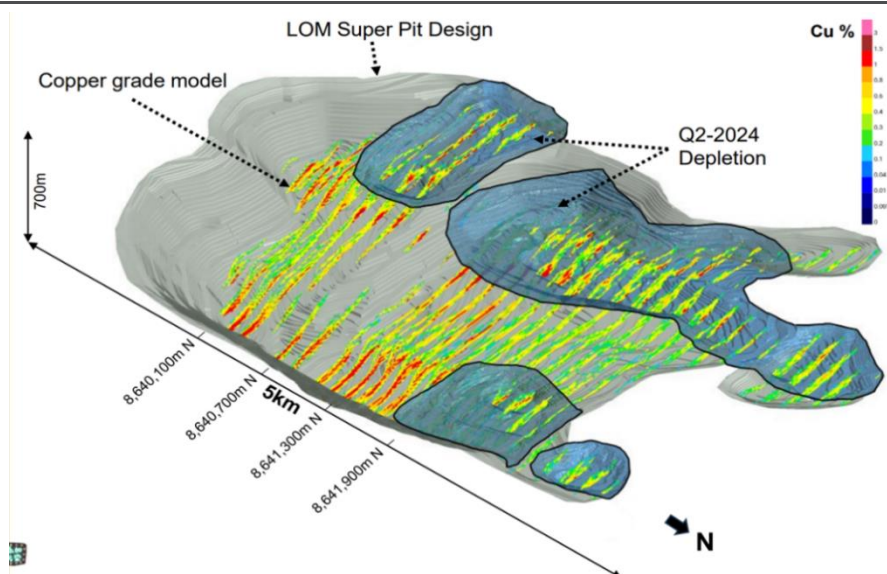
Veladero Phase 7 Leach Pad 项目位于阿根廷, 巴里克公司和山东黄金各持有该矿 50% 的股权。Veladero 金银伴生矿金品位 0.7 克/吨, 矿石储量达到 8900 万吨, 金金属量 200 万盎司; 而银方面作为公司体内第二大白银伴生矿, Veladero 矿山截至 2023 年底该矿山白银权益储量为 3900 万盎司, 占公司白银权益储量总量的 22.9%。扩产计划方面, 该项目将通过建设 7A 和 7B 阶段 (计划在 2024 年底完成) 及未来 8、9 阶段的浸出设施将矿山寿命延长 10 年, 公司预计项目落地后平均年产量达到 40 万盎司 (12.7 吨)。

3.3 铜板块：多国家布局，扩产与新建项目齐头并进

Lumwana Super Pit Expansion, Zambia

Lumwana 超级矿坑扩建项目位于赞比亚，巴里克公司持有该矿 100% 的股权。作为公司第一大铜矿，Lumwana 矿石品位为 0.58%，储量达到 5.1 亿吨，资源量为 13.6 亿吨，铜金属量储量为 300 万吨，占公司总权益储量的 53.6%。扩产方面，公司预计扩建项目落地后矿山寿命将延长到 30 年以上，并带来每年 24 万吨的铜产量。进度上，矿山可行性研究预计将在 2024 年底完成。建设计划于 2025 年启动，并 2026 年开始出矿，届时将达到每年 2.5 亿吨的处理能力，公司预计 2027 年至 2028 年工厂将开始加速生产，并在 2029 年达到每年 5000 万吨的满负荷生产水平。

图42：Lumwana Super Pit Expansion 项目示意



资料来源：公司公告，民生证券研究院

Jabal Sayid Lode 1, Saudi Arabia

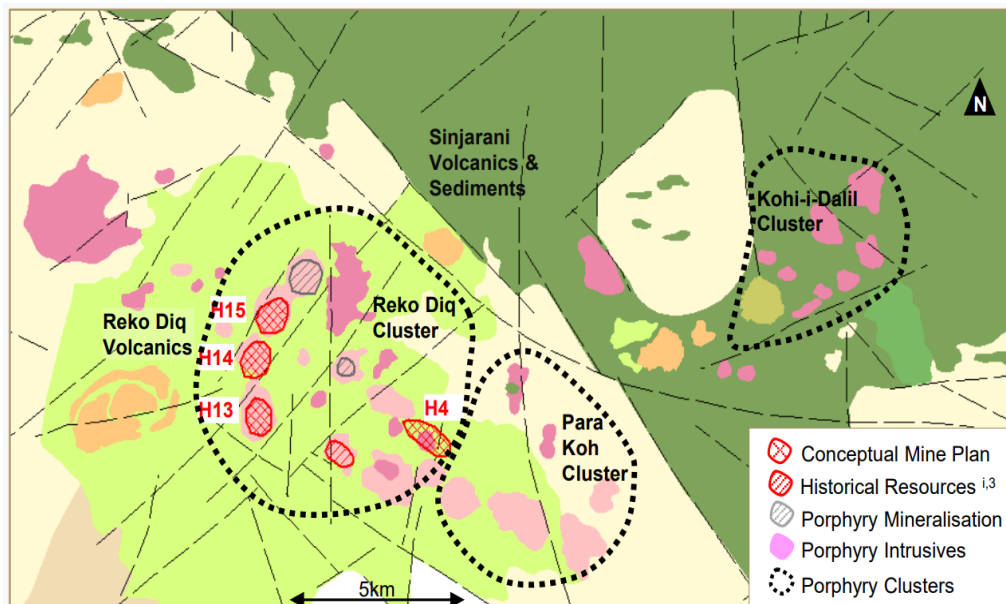
Jabal Sayid Lode 1 属于原有矿体基础上的开发项目。Jabal Sayid 位于沙特阿拉伯，矿石品位为 2.23%，储量为 1400 万吨，铜金属量为 30 万吨。巴里克公司和 Maaden Saudi Arabian Mining Co. 分别间接持有该矿 50% 的股权。截至 2024 年上半年，项目的开发已接近完成。

Reko Diq Project, Pakistan

Reko Diq 铜金矿项目位于巴基斯坦，资源量为 18 亿吨，金属量为 1400 万盎司。该项目可持续开采年限超过 40 年。巴里克公司持有该矿 50% 的股权，三家

联邦国有企业拥有 25% 股权，巴基斯坦俾路支省政府持有 25% 的股权。目前，巴里克已开始对 2010 年可行性研究和 2011 年的初步可行性研究进行全面更新。预计 2024 年底完成可行性研究，目标 2028 年实现首次生产。

图43: Reko Diq 项目示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 风险提示

1) **地缘政治风险。**公司资产分布全球各地，各个国家的矿业政策发生变更，会对公司资产的盈利能力产生影响。

2) **项目投产不及预期风险。**公司仍有较多待投产项目，若由于气候等不可抗力因素投产低于预期，则会对公司的成长性产生不利影响。

3) **金属价格波动风险。**公司的主要产品为金铜银等相关金属矿物，其价格与金铜银价格正相关，若价格下跌，会对公司盈利产生不利影响。

插图目录

图 1: 巴里克黄金发展历史	4
图 2: 2023 年世界黄金生产商产量排行 (单位: 吨)	4
图 3: 巴里克黄金资产布局图	5
图 4: 公司营收情况	7
图 5: 公司盈利情况	7
图 6: 公司营收结构中黄金是主要收入来源 (单位: 百万美元)	7
图 7: 公司毛利率净利率情况	8
图 8: 公司三费情况	8
图 9: 公司资本开支情况	8
图 10: 公司资产负债率	8
图 11: 公司折旧与摊销情况	8
图 12: 近几年公司黄金权益产量持续下滑	16
图 13: 近几年公司铜权益产量维持 20 万吨左右	16
图 14: 18 年以来公司黄金成本持续上行	18
图 15: 20 年以来公司铜成本持续上行	18
图 16: 公司北美地区布局	19
图 17: 内华达金矿公司资产布局	20
图 18: NGM 五大矿山 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	20
图 19: NGM 五大矿山 2018-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)	20
图 20: Carlin 金矿 2023 年露天采矿量大幅下降导致产量下滑, 成本抬升	21
图 21: Cortex 金矿 2023 年露天采矿量大幅下降导致产量下滑, 成本抬升	21
图 22: Turquoise Ridge 金矿 2022 年过渡到纯地下采矿	22
图 23: 公司拉丁美洲和亚太地区布局	23
图 24: Pueblo Viejo 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	24
图 25: Pueblo Viejo 金矿 2018-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)	24
图 26: Pueblo Viejo 金矿近几年入选品位和回收率持续下滑	24
图 27: 公司非洲和中东地区布局	25
图 28: Loulo-Gouankoto 金矿 2019-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	26
图 29: Loulo-Gouankoto 金矿 2019-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)	26
图 30: Loulo-Gouankoto 金矿近几年正在露天转地下	26
图 31: Kibali 金矿 2019-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	27
图 32: Kibali 金矿 2019-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)	27
图 33: Kibali 金矿 2022 年露天扩建项目投产, 露天采矿量翻倍以应对品位下滑影响	27
图 34: 巴里克黄金金板块产量预测 (单位: 吨)	28
图 35: 巴里克黄金铜板块产量预测 (单位: 吨)	28
图 36: 巴里克黄金金板块成本预测 (单位: 元/克)	29
图 37: 巴里克黄金铜板块成本预测 (单位: 元/吨)	29
图 38: Goldrush 项目建设计划	30
图 39: Fourmile 项目地理关系示意图	31
图 40: Donlin Gold 示意图	32
图 41: Pueblo Viejo 示意图	33
图 42: Lumwana Super Pit Expansion 项目示意	34
图 43: Reko Diq 项目示意图	35

表格目录

表 1: 巴里克黄金的金矿资产	5
表 2: 巴里克黄金的铜矿资产	6
表 3: 截至 2023 年末, 公司储量和资源量情况汇总	9
表 4: 储量和资源量价格假设	9

表 5: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益储量合计为 77 百万盎司 (2395 吨)	10
表 6: 截至 2023 年底, 公司的铜权益储量合计为 560 万吨.....	11
表 7: 截至 2023 年底, 公司的白银权益储量合计为 170 百万盎司 (5287.6 吨)	12
表 8: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益资源量 (探明+控制的) 合计为 180 百万盎司 (5599 吨)	13
表 9: 截至 2023 年底, 公司的铜权益资源量 (探明+控制的) 合计为 2100 万吨.....	14
表 10: 截至 2023 年底, 公司的白银权益资源量 (探明+控制的) 合计为 990 百万盎司 (30793 吨)	15
表 11: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金权益产量.....	17
表 12: 2018-2023 年公司细分矿山的铜权益产量.....	17
表 13: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金全维持成本.....	18
表 14: 2018-2023 年公司细分矿山的铜全维持成本.....	18
表 15: 2024-2028 年巴里克金板块产量预测	28
表 16: 2024-2028 年巴里克铜板块产量预测	29
表 17: 巴里克黄金远期增量项目汇总	30

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