

金田黄金：南非金矿巨头，并购走向全球

2024年11月06日

► **金田黄金是全球第七大黄金企业。** (1) 公司发展历史悠久，行业地位突出：公司前身可追溯至 1887 年，1998 年与南非黄金企业 Gencor 合并，成立 Gold Fields Limited，之后通过持续并购，成长为全球第七大黄金企业。公司由南非起家，在澳大利亚、南非、加纳、智利和秘鲁拥有 10 座矿山。(2) **黄金贡献多数利润，整体经营稳健：**从财务指标上看，公司营收利润均随金价波动，2020 年金价大幅上涨后公司营收和净利润均有所抬升，后续整体平稳。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 95%。归母净利润方面，2020 年随着金价大幅上涨，公司归母净利润同比增长 347% 至 7.23 亿美元，此后尽管金价仍有所上涨，但由于成本抬升，公司的归母净利润上下波动。公司资产负债表健康，未来资本开支稳定。资产负债率稳定在 40% 左右，资本开支近三年维持在 10 亿美金。

► **公司非洲起家，资源版图扩张至美澳。**资源禀赋来看，公司的矿山主要分布在非洲、澳大利亚、南美洲的秘鲁和智利，旗下共有 9 座矿山有储量（8 座金矿，1 座铜矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 44.6 百万盎司（合计 1388.7 吨），平均品位为 2.86g/t，铜权益储量合计为 15.24 万吨，平均品位为 0.34%，白银权益储量合计为 41.9 盎司（1304.5 吨），平均品位为 71.9g/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。**2018-2023 年公司黄金权益产量从 63.5 吨提升至 71.5 吨，CAGR 为 2.4%。2018-2022 年，黄金权益产量持续增加，主要是因为 South Deep 资本投入的增加，2023 年黄金产量的下降，主要是因为 Damang 矿山寿命的临近。铜权益产量 2.7 万吨均来自于秘鲁的 Cerro Corona 金铜矿。**成本来看，公司铜金成本近几年持续上行，**公司黄金全维持成本（AISC，现金成本加上矿山维护，环境修复等持续性资本开支）从 2018 年的 981 美元/盎司上升至 2023 年 1295 美元/盎司，CAGR 为 5.7%。**分矿山来看，**2023 年公司在非洲地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 47.9%。主要来自于位于加纳的 Tarkwa 金矿（占比 24.3%，公司持股 90%）和位于南非的 South Deep 金矿（占比 14.2%，公司持股 90.331%）。2023 年公司在澳大利亚地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 46.7%。主要来自于 St Ives 金矿（占比 16.4%），Granny Smith 金矿（占比 12.5%），Agnew 金矿（占比 10.6%）以及 Gruyere（占比 7.1%，公司持股 50%）。

► **远期展望：**我们认为金田黄金作为全球较大的黄金开采公司之一，受部分矿山生命周期影响其增量势头有所放缓，公司计划通过勘探和收购来增加矿藏储量，确保长期可持续生产能力。目前公司远期产量及资源情况主要表现为以下几点：**1) 远期增量主要来自智利地区。**金田预计 2024-2026 年黄金当量产量为 243 万盎司、270 万盎司、260 万盎司。远期增量主要来自于智利地区 Salares Norte 项目，预计 2025 年到 2029 年平均年产量达到 48.5 万盎司。**2) 部分地区产量将有所下滑。**除南非和澳大利亚地区产量将保持稳定外，受资源限制公司预计加纳和秘鲁地区远期产量将有所下滑。**3) 布局优质资源，探矿增储工作仍将持续。**金田的多个矿山项目均具有较高品位和良好经济可行性。South Deep 矿山品位超过 6 克/吨，且拥有较长的开采寿命，Windfall 高品位矿山项目现处评估规划阶段、Agnew 等矿山持续进行增储工作。

► **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

相关研究

- 海外黄金股观察系列之五：埃尔拉多黄金：资产优化不断，发展潜力可期-2024/11/06
- 有色金属周报 20241102：工业金属价格高位震荡，金价续创新高-2024/11/02
- 有色金属周报 20241026：工业金属涨跌不一，黄金价格创新高-2024/10/27
- 海外黄金股观察系列之三：盎格鲁黄金：迟暮英雄，尚能饭否？-2024/10/25
- 海外黄金股观察系列之二：纽蒙特：百年并购史，铸就黄金龙头-2024/10/22

目录

1 全球第七大黄金生产商，南非金矿巨头走向全球	3
1.1 百年黄金企业，加快并购步伐.....	3
1.2 黄金贡献绝大多数利润，整体经营较稳健.....	6
2 非洲起家，资源版图扩张至全球.....	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上下波动	12
2.3 成本：公司铜金成本近几年持续上行	13
2.4 分矿山来看，公司旗下拥有较多优质资产	14
3 远期增量：主要来源于智利.....	25
3.1 增量有限，主要来源于智利地区	25
3.2 项目细览：多地布局，勘探增储为主要工作.....	26
4 风险提示	37
插图目录	38
表格目录	39

1 全球第七大黄金生产商，南非金矿巨头走向全球

1.1 百年黄金企业，加快并购步伐

金田黄金历史悠久，是南非的黄金矿业巨头。金田黄金公司于 1887 年成立，最初公司名字叫做 Gold Fields of South Africa，总部位于南非的约翰内斯堡。1968 年在南非约翰内斯堡证券交易所上市，1992 年 7 月 1 日在纽约证券交易所上市，1998 年，公司与南非黄金企业 Gencor 合并，成为 Gold Fields Limited。

1993 年，与加纳政府签署管理合同运营 Tarkwa 金矿。于 1996 年完成了露天/堆浸作业的可行性研究。1998 年，Tarkwa 第一阶段的初步开发完成，露天开采量为 1450 万吨/年，包括 470 万吨/年的堆浸给矿。1999 年，塔克瓦二期扩建工程完工，采矿率提高到 2070 万吨/年，堆浸给矿产量提高到 720 万吨/年。所有地下作业和相关加工厂于同年停止生产。2000 年，GFG 收购了 Teberebie 北部地区，采矿产量提高到 3600 万吨/年。2011 年，GFG 收购了 Tarkwa 18.9% 的 IAMGold 权益，目前持有 90% 的股份，其余 10% 由加纳政府持有。

2001 年，收购 St Ives 金矿。

2003 年，与 Sociedad Minera Corona S.A. 签署了最终协议，购买 Cerro Corona 矿床和毗邻的采矿特许权。本次收购秘鲁金铜矿，进军铜板快。

2006 年 12 月 1 日，从巴里克黄金收购 South Deep 50% 股权。2007 年 4 月收购剩余 50% 股权，控股 South Deep 金矿。2010 年 South Deep 获得了新一轮采矿权，包括被称为 Uncle Harry' s 的地区。2011 年，Newshelf 成立，持有 South Deep 金矿的 100% 权益。Newshelf 是金田黄金的 90% 子公司，其余 10% 由外部股东持有，属于广泛黑人经济赋权 (BBBEE) 交易的一部分。

2008 年，接管芬兰的北极钨铂项目。该项目最初在 2000 年由合作方 Outokumpu 勘探，金田黄金于 2003 年收购了该合伙公司 100% 的股权，并注册了 GFAP 作为运营公司。2005 年至 2008 年，GFAP 与 North American Palladium Limited (NAP) 签订了收购和框架协议，该期权协议于 2008 年到期，当时 NAP 选择不履行其权利。Gold Fields 从 2008 年 9 月 1 日起全面管理和控制 GFAP。目前还未进行商业开采。

2012 年，拆分南非子公司上市。金田黄金拆分了其子公司 GFI Mining South Africa Proprietary Limited，后者随后更名为 Sibanye Gold Limited (后来更名为 Sibanye Stillwater，由 KDC (以前的 Kloof) 和 Beatrix 矿山以及南非的一系列支持服务实体组成。后来该公司成长为全球最大的铂族元素生产商之一。

2013 年 10 月 1 日，从巴里克黄金收购 Yilgarn South 矿山 (包括 Granny Smith、Lawlers 和 Darlot 矿)。巴里克出售这些矿山是因为认为它们成本高昂，

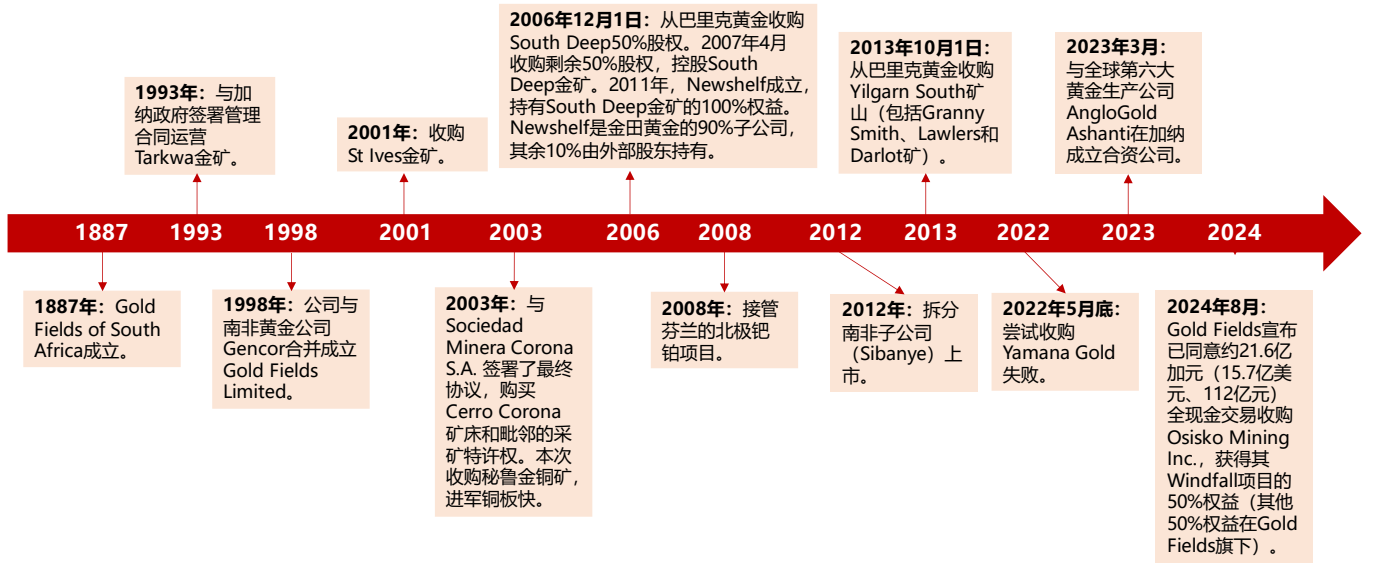
需要现金来补偿其 Pascua-Lama 黄金项目不断上升的成本。这三个矿山当时占巴里克年黄金产量的 6%。金田黄金以 3 亿美元购买了这些矿山，其中一半必须以现金支付，另一半可以发行股票。

2022 年 5 月底：尝试收购 Yamana Gold 失败。Gold Fields 宣布计划以 67 亿美元的全股票交易收购加拿大的 Yamana Gold，这将使其成为世界第四大黄金生产商，合并后的公司总部将设在约翰内斯堡。2023 年 1 月底：Yamana Gold 的股东批准了与 Pan American Silver 和 Agnico Eagle Mines 的收购交易，而不是 Gold Fields。

2023 年 3 月，与全球第六大黄金生产公司 AngloGold Ashanti 在加纳成立合资公司。以合并管理加纳塔克瓦金矿（Tarkwa）和伊杜瓦普里姆金矿金矿（Iduapriem），创建非洲最大的金矿。拟成立的合资企业将在金田加纳公司内成立，由金田运营。盎格鲁将把其在伊矿的 100% 权益交给金田加纳公司，以换取该公司的股权。双方预计，任何一家公司都不需要为建立拟议的合资企业而进行任何实质性的额外注资，一旦投入运营，预计将极大地改善其资本强度。不考虑加纳政府持有的权益，金田将拥有合资公司 2/3 权益，盎格鲁将拥有剩余 1/3 权益。在提交给加纳政府的文件中，双方表示，加纳政府将拥有合资公司 10% 股份，获得更大的政府参与。

2024 年 8 月：拟收购 Osisko Mining 以获得全球前十大金矿 Windfall 金矿剩余 50% 的权益。Gold Fields 宣布已同意约 21.6 亿加元（15.7 亿美元、112 亿元）全现金交易收购 Osisko Mining Inc.，获得其 Windfall 项目（Windfall 是加拿大最大的金矿之一，也是全球十大金矿之一）的 50% 权益（其他 50% 权益在 Gold Fields 旗下）。根据 Osisko 于 2022 年 12 月开展的可行性研究，Windfall 预计每年将生产约 300,000 盎司（9.3 吨）黄金，总维持成本（AISC）为 758 美元/盎司（2023 年实际值）。这使 Windfall 成为金田投资组合中成本最低的矿山之一，金田预计矿山将于 2026 年底或 2027 年底投产，目前预计矿山寿命为 10 年。该交易需获得 Osisko 股东大会至少三分之二的投票批准，以及 Osisko 股东（不包括某些关联方）的简单多数票批准。两家公司的董事会均已批准并支持该交易，Osisko 董事建议股东投票支持该交易。

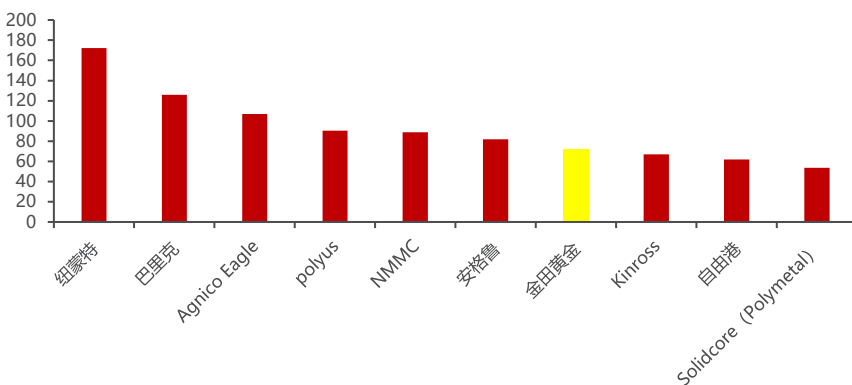
图1：金田黄金发展历史



资料来源：公司公告，民生证券研究院

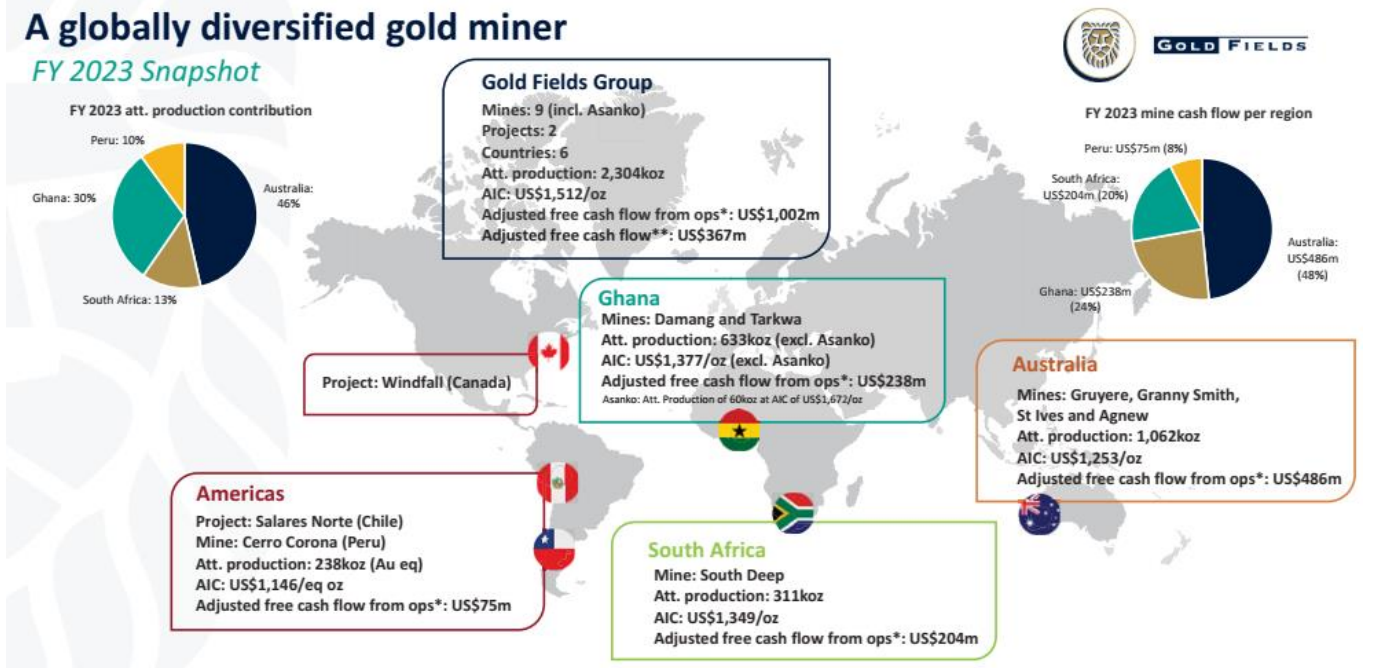
金田黄金是 2023 年全球第七大黄金生产商。 公司是一家全球多元化黄金生产商，注册地在南非，公司在澳大利亚、南非、加纳、智利和秘鲁拥有 10 座矿山。2023 年年总黄金当量产量为 230 万盎司（71.5 吨），拥有总黄金资源量为 8514.2 万盎司（2648 吨），其中黄金储量（证实+可信）4465 万盎司（1388.7 吨），其中探明和控制金矿产资源量（不含矿石储量）为 3027.9 万盎司（941.8 吨），推断金矿产资源量为 1021.4 万盎司（318 吨）。

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

图3：金田黄金资产布局图

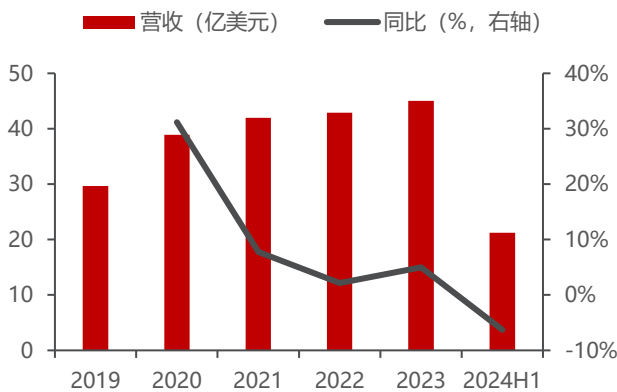


资料来源：金田黄金官网，民生证券研究院

1.2 黄金贡献绝大多数利润，整体经营较稳健

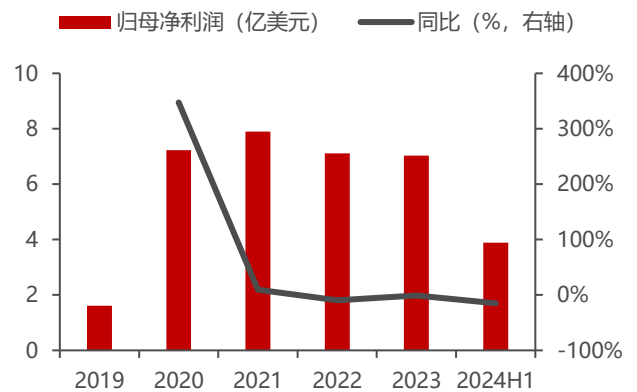
公司营收利润均随金价波动，2020 年金价大幅上涨后公司营收和净利润均有所抬升，后续整体平稳。营收方面，2019-2023 年复合增速为 8.7%，2024 年上半年公司实现营收 21.2 亿美元，同比下降 6%。从营收结构上来看，公司主营业务收入来自黄金和铜，其中主要是黄金，占比达到 95%。归母净利润方面，2019-2023 年复合增速为 34.2%，主要为 2019-2020 年的利润涨幅。2024 年上半年公司实现归母净利润 3.89 亿美元，同比减少 15%。

图4：公司营收情况



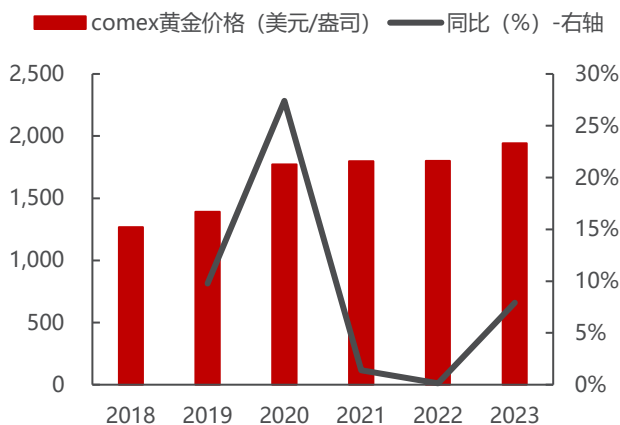
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：公司盈利情况



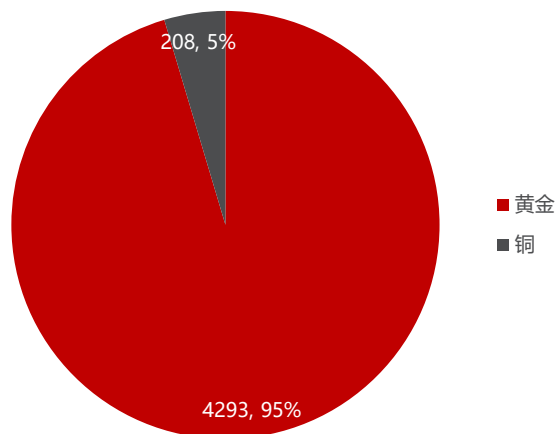
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：黄金价格走势



资料来源：ifind，民生证券研究院

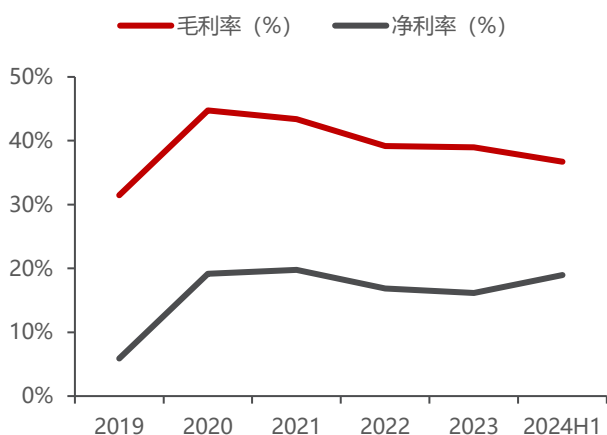
图7：公司营收结构中黄金是主要收入来源（单位：百万美元）（2023年）



资料来源：ifind，民生证券研究院

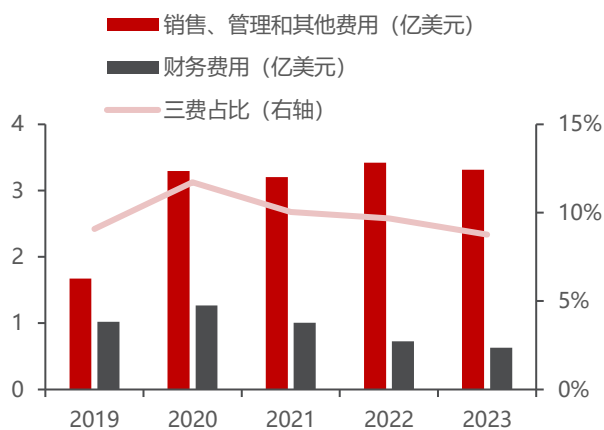
毛利率和费用较稳定。公司毛利率整体较为稳定，2020年以来有所下滑主要系成本上升所致，净利率方面整体走势跟毛利率类似。费用方面，随着金价高位，盈利改善，公司财务费用逐年下降，使得费用占比也逐步走低，销售、管理和其他费用整体维持稳定。

图8：公司毛利率净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

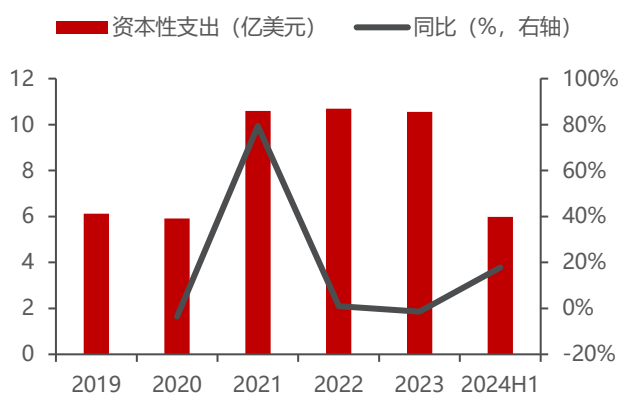
图9：公司三费情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

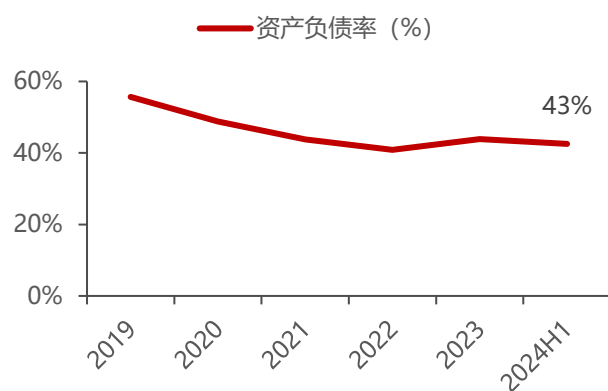
资产负债率稳定在 40%左右，资本开支近三年维持在 10 亿美金。公司资产负债率 19 年后逐步改善，近几年稳定在 40%左右。资本开支方面，2021 年明显抬升后维持稳定，一年资本性支出在 10 亿美元左右，每年的折旧摊销 8 亿美元左右，资本开支/折旧摊销维持在 1.25。

图10: 公司资本开支情况



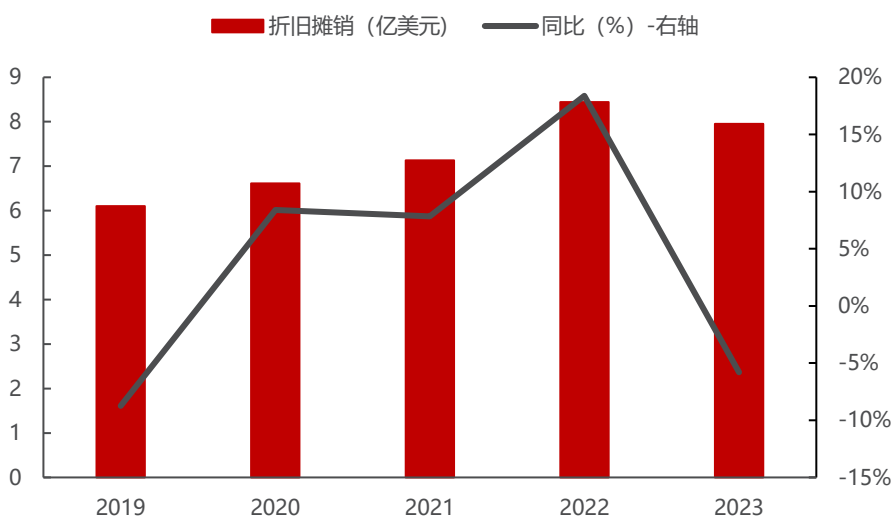
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图11: 公司资产负债率



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图12: 公司折旧与摊销情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

2 非洲起家，资源版图扩张至全球

2.1 全球领先黄金巨头，资源禀赋优异

从资源量来看，公司旗下共有 10 座矿山有资源量（含储量，9 座金矿，1 座铜矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益资源量（探明+控制+推断，含储量）合计为 85.1 百万盎司（合计 2648.2 吨），平均品位为 3.14g/t，其中剔除推断的部分，仅保留探明+控制部分资源量和全部储量合计为 74.9 百万盎司（合计 2330.5 吨），平均品位为 3.00g/t。铜权益资源量合计为 15.24 万吨，平均品位为 0.34%；白银权益资源量合计为 44.1 百万盎司（1371.9 吨），平均品位为 67.3g/t。

从储量来看，公司旗下共有 9 座矿山有储量（8 座金矿，1 座铜矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 44.6 百万盎司（合计 1388.7 吨），平均品位为 2.86g/t，铜权益储量合计为 15.24 万吨，平均品位为 0.34%，白银权益储量合计为 41.9 盎司（1304.5 吨），平均品位为 71.9g/t。

表1：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，含储量）			权益资源量（探明+控制+推断，含储量）		
	矿石量（百万吨）	品位	金属量	矿石量（百万吨）	品位	金属量	矿石量（百万吨）	品位	金属量
金	486.3	2.86	1388.7	778.1	3.00	2330.5	843.4	3.14	2648.2
铜	45.4	0.34	15.24	45.4	0.34	15.24	45.4	0.34	15.24
银	18.1	71.9	1304.5	20.4	67.3	1371.9	20.6	66.73	1374.6

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：铜为万吨，黄金和白银为吨。

表2：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	\$1,400/oz	\$1,400/oz	\$1,600/oz	\$1,600/oz
铜	\$3.40/lb	\$3.40/lb	\$3.60/lb	\$3.60/lb
银	\$17.50/oz	\$17.50/oz	\$20.00/oz	\$20.00/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，澳大利亚地区、非洲地区、美洲地区分别有 4、3、2 座矿山，黄金权益储量分别为 7.7、32.8、4.2 百万盎司（239.6、1019.6、129.5 吨），占比分别为 17.3%、73.4%、9.3%。分矿山来看，公司体内前 5 大矿山分别为 South Deep、Tarkwa、Salares Norte、St Ives、Granny Smith，储量占比分别为 63.3%、9.7%、7.7%、5.8%、5.4%，合计为 91.8%

表3：截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 4464.9 万盎司（1388.7 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	g/t	万盎司	百万吨	g/t	万盎司	百万吨	g/t	万盎司
澳大利亚地区									
Open pit,Gruyere	7.35	1.2	28.6	35.52	1.3	148.2	42.87	1.3	176.8
Stockpile,Gruyere	2.77	0.7	6.3	-	-	-	2.77	0.7	6.3
Total Gruyere(50%)⁽¹⁾	10.13	1.1	35	35.52	1.3	148.2	45.65	1.2	183.2
Underground,GrannySmith	1.49	5.7	27.1	10.46	6.3	211.6	11.95	6.2	238.6
Stockpile,GrannySmith	0.02	5.7	0.4	-	-	-	0.02	5.7	0.4
Total GrannySmith (100%)	1.51	5.7	27.5	10.46	6.3	211.6	11.97	6.2	239
Underground,St Ives	1.64	4.6	24.1	15.49	4.0	196.8	17.13	4.0	220.9
Open pit,St Ives	0.26	3.8	3.2	3.97	2.1	27.2	4.23	2.2	30.4
Stockpile,St Ives	2.75	1.1	9.7	-	-	-	2.75	1.1	9.7
Total St Ives (100%)	4.65	2.5	3.7	19.46	3.6	223.9	24.10	3.4	261
Underground,Agnew	-	-	-	3.86	6.9	85.5	3.86	6.9	85.5
Open pit,Agnew	-	-	-	0.09	3.4	1	0.09	3.4	1
Stockpile,Agnew	0.03	7.7	0.7	-	-	-	0.03	7.7	0.7
Total Agnew (100%)	0.03	7.7	0.7	3.95	6.8	86.5	3.98	6.8	87.2
澳大利亚地区合计	16.31	-	100.2	69.39	-	670.2	85.70	2.8	770.4
非洲地区									
South Deep(90.331%)⁽²⁾	9.26	5.8	172.3	168.91	4.9	2651.6	178.17	4.9	2823.9
Damang(90%)⁽³⁾	7.26	0.8	19.4	-	-	-	7.26	0.8	19.4
Open pits, Tarkwa	26.94	1.3	108.7	58.78	1.2	337	85.72	1.2	337
Stockpiles, Tarkwa	11.95	0.7	28.4	53.96	0.4	69.4	65.92	0.5	97.8
Total Tarkwa (90%)⁽⁴⁾	38.89	1.1	137.1	112.75	0.8	297.6	151.63	0.9	434.8
非洲地区合计	55.41	-	328.8	281.66	-	2949.2	337.06	-	3278.1
美洲地区									
Open pit,Salares Norte	-	-	-	15.88	5.6	285.9	15.88	5.6	285.9
Stockpile,Salares Norte	-	-	-	2.26	7.7	55.7	2.26	7.7	55.7
Total Salares Norte (100%)	-	-	-	18.14	5.9	341.6	18.14	5.9	341.6
Open pit,Cerro Corona	23.80	0.5	40.6	2.06	0.5	3.4	25.86	0.5	44.1
Stockpile,Cerro Corona	19.58	0.5	30.8	-	-	-	19.58	0.5	30.8
Total Cerro Corona (99.53%)⁽⁵⁾	43.39	0.5	71.5	2.06	0.5	3.4	45.44	0.5	74.9
美洲地区合计	43.39	0.5	71.5	20.19	-	345	63.58	2.04	416.5
全公司共计	115.10	1.4	500.5	371.24	3.3	3964.4	486.34	2.86	4464.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：各矿山均为权益量，且资源量不包含储量。

(1) Gruyere 由金田公司持有 50%，金路资源持有 50%。

(2) South Deep 由金田公司持有 90.331%，South Deep Education 和 South Deep Community Trusts 持有剩余部分。

(3) Damang 由金田持有 90%，加纳政府持有 10%。

(4) Tarkwa 由金田持有 90%，加纳政府持有 10%。

(5) Cerro Corona 由金田持有 99.53%，剩下部分由私人持有。

铜板块储量来看，全部来自秘鲁的 Cerro Corona 矿山，2023 年底，公司权益储量为 336 百万磅，合计 15.241 吨。白银板块储量来看，全部来自智利的 Salares Nort 矿山，2023 年底，公司权益量为 41.941 百万盎司，合计 1304.5 吨。

表4：截至 2023 年底，公司的铜与白银权益储量分别为 336 百万磅（15.24 万吨）和 41.9 百万盎司（1304.5 吨）

项目	证实储量			可信储量			合计		
	矿石量 百万吨	品位	金属量	矿石量 百万吨	品位	金属量	矿石量 百万吨	品位	金属量
Open pit Cerro Corona	23.80	0.36	8.6	2.51	0.36	0.7	25.86	0.36	9.3
Stockpile Cerro Corona	19.58	0.3	5.9	-	-	-	19.58	0.3	5.9
Total Cerro Corona (99.53%)⁽¹⁾	43.39	0.33	14.5	2.06	0.35	0.7	45.44	0.34	15.2
铜合计	43.39	0.33	14.5	2.06	0.35	0.7	45.44	0.34	15.2
Open pit, Salares Nort	-	-	-	15.88	71.7	36.6	15.88	71.7	36.6
Stockpile, Salares Nort	-	-	-	2.26	73.4	5.3	2.26	73.4	5.3
Total Salares Nort (100%)	-	-	-	18.14	71.9	41.9	18.14	71.9	41.9
白银合计	-	-	-	18.14	71.9	41.9	18.14	71.9	41.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：各矿山均为权益量，品位的单位：铜为%，白银为 g/t。金属量的单位：铜为万吨，白银为百万盎司。

(1) Cerro Corona 由金田持有 99.53%，剩下部分由私人持有。

黄金板块资源量（探明+控制）细分来看，澳大利亚地区、非洲地区、美洲地区分别有 4、3、1 座矿山，黄金权益资源量分别为 4.71、25.4、0.17 百万盎司（146.5、790、5.3 吨），占比分别为 15.6%、83.9%、0.56%。分矿山来看，公司体内黄金资源量前 5 大矿山分别为 South Deep、Tarkwa、GrannySmith、Damang、St Ives，资源量占比分别为 66%、11.2%、7.5%、6.7%、3.3%，合计为 94.7%。由于 Cerro Corona 矿内尾矿放置的限制，2023 年没有铜资源量声明，此处的资源量不含储量。

表5：截至 2023 年底，公司的黄金权益资源量合计为 3027.9 万盎司（941.8 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 万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 万盎司
澳大利亚地区										
Open pit, Gruyere		0.05	1	0.2	12.06	1.4	53.1	12.11	1.4	53.3
Total Gruyere(50%)		0.05	1	0.2	12.06	1.4	53.1	12.11	1.4	53.3
Underground, GrannySmith		2.16	5.2	35.9	13.16	4.6	192.5	15.32	4.6	228.4
Total GrannySmith (100%)		2.16	5.2	35.9	13.16	4.6	192.5	15.32	4.6	228.4
Underground, St Ives	澳大利亚	0.13	4.4	1.8	4.98	4.1	65.8	5.10	4.1	67.6
Open pit, St Ives		0.48	2.8	4.4	3.17	2.7	27.5	3.65	2.7	31.8
Total St Ives (100%)		0.61	3.1	6.1	8.15	3.6	93.2	8.76	3.5	99.4
Underground, Agnew		0.09	5.5	1.7	4.87	5.0	77.7	4.97	5.0	79.4
Open pit, Agnew		-	-	-	1.31	2.5	10.5	1.31	2.5	10.5
Total Agnew (100%)		0.09	5.5	1.7	6.18	4.4	88.3	6.28	4.5	89.9

澳大利亚 地区合计		2.91	-	43.9	39.55	-	427.1	42.46	-	471
非洲地区										
Underground,South Deep		14.93	6.5	314.1	78.37	6.6	1652.8	93.30	6.6	1966.9
Surface Mineral Resource(TSF),South Deep	南非	42.61	0.2	31	-	-	-	42.61	0.2	31
Total South Deep(90.331%)		57.54	1.9	345.1	78.37	6.6	1652.8	135.91	4.6	1998
Open pit,Damang		4.95	1.7	26.6	27.78	2.0	175.3	32.72	1.9	201.9
Total Damang(90%)		4.95	1.7	26.6	27.78	2.0	175.3	32.72	1.9	201.9
Open pits, Tarkwa	加纳	10.76	1.5	51.5	67.62	1.3	288.3	78.38	1.3	339.9
Stockpiles, Tarkwa		0.08	0.3	0.09	-	-	-	0.08	0.3	0.09
Total Tarkwa (90%)		10.84	1.5	51.6	67.62	1.3	288.3	78.46	1.3	340
非洲地区合计		73.33	-	423.3	173.77	-	2116.4	247.09	-	2539.9
美洲地区										
Total Salares Norte (100%)	智利	-	-	-	2.29	2.3	17	2.29	2.3	17
美洲地区合计		-	-	-	2.29	2.3	17	2.29	2.3	17
全公司共计		76.24	1.91	467.2	215.61	3.7	2560.5	291.84	3.23	3027.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：各矿山均为权益量，且资源量不包含储量。

白银板块资源量（探明+控制）来看，全部来自智利的 Salares Norte 矿，且该矿山为金银矿。

表6：截至 2023 年底，公司的白银权益资源量合计为 216.8 万盎司（67.4 吨）

项目	国家	探明的			控制的			探明+控制的		
		矿石量 万吨	品位 g/t	金属量 万盎司	矿石量 万吨	品位 g/t	金属量 万盎司	矿石量 万吨	品位 g/t	金属量 万盎司
Salares Norte	智利	-	-	-	229.4	29.4	216.8	229.4	29.4	216.8
全公司合计		-	-	-	229.4	29.4	216.8	229.4	29.4	216.8

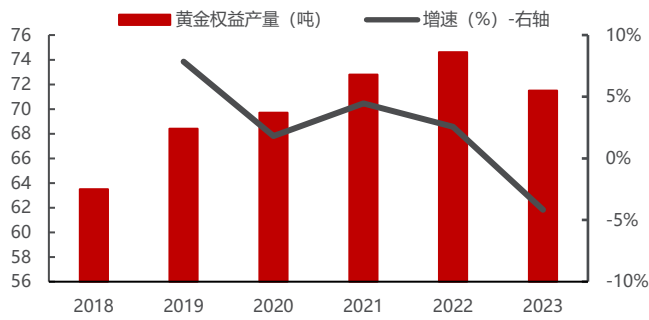
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：各矿山均为权益量，且资源量不包含储量。

2.2 产量：近几年公司黄金产量上下波动

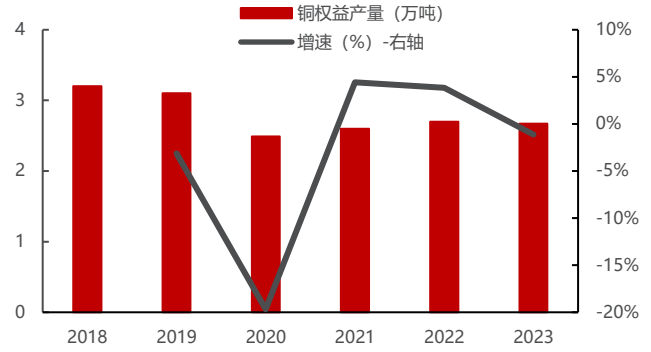
公司进入成熟发展阶段，黄金产量近几年上下波动，铜产量维持相对稳定。从黄金产量来看，2018-2023 年公司黄金权益产量从 63.5 吨提升至 71.5 吨，CAGR 为 2.4%。2023 年公司共生产 71.5 吨黄金（权益量），同比减少 4.1%，2018 年-2022 年公司黄金权益产量持续增加，主要是因为 South Deep 资本投入的增加，2023 年黄金产量的下降，主要是因为 Damang 矿山寿命的临近。从铜权益产量来看，2023 年公司共生产 2.67 万吨，同比减少 1.1%。从 2020 年以来，公司铜权益产量总体维持在 2.6 万吨左右。

图13: 近几年公司黄金权益产量上下波动



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 近几年公司铜权益产量维持 2.5 万吨左右



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表7: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金产量

黄金产量 (吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Gruyere(50%)	0.00	1.56	4.01	3.83	4.88	5.01
Granny Smith	8.71	8.55	8.40	8.68	8.96	8.83
St Ives	11.41	11.54	11.97	12.22	11.73	11.57
Agnew	7.43	6.81	7.25	6.94	7.43	7.46
South Deep	4.88	6.90	7.06	9.11	10.20	10.02
Damang	5.63	6.47	6.94	7.90	7.15	4.76
Tarkwa	16.33	16.14	16.36	16.24	16.55	17.14
Asanko(45%)	1.40	3.51	3.48	2.95	2.39	1.87
Cerro Corona	4.67	4.85	3.70	3.51	4.01	3.79
金田黄金共计	60.47	66.34	69.17	71.38	73.31	70.45

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 各矿山均为权益量

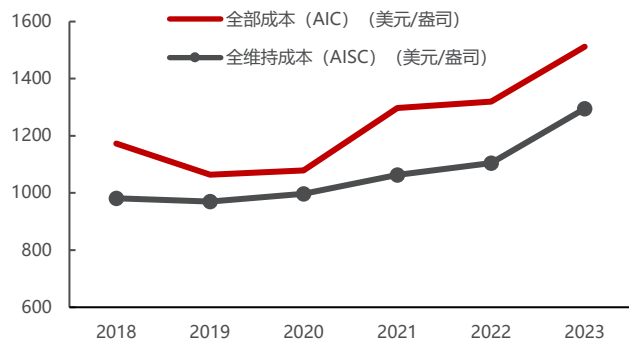
2.3 成本: 公司铜金成本近几年持续上行

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, 现金成本加上矿山维护, 环境修复等持续性资本开支, 即满足当期开采+维持矿山持续运营的费用) 从 2018 年的 981 美元/盎司上升至 2023 年 1295 美元/盎司, 主要或由于金价上涨后矿石入选品位有所下降。铜金属板块, 2020-2022 年由于产量持续增长, 铜产品的折算黄金价值的总投入成本下滑。但是 2022 年开始, 公司总投入成本 (AIC, 全维持成本+增加企业远期扩产所需的费用, 即满足当期开采+维持矿山持续运营+远期进一步扩产的费用) 从 998 美元/盎司上涨至 2023 年的 1146 美元/盎司。

2022 年公司黄金产量上升, 同时全维持成本也在增加, 主要是由于澳大利亚与南非政府宽松货币政策以及 Salares Norte 地区资本支出的推迟。但 South

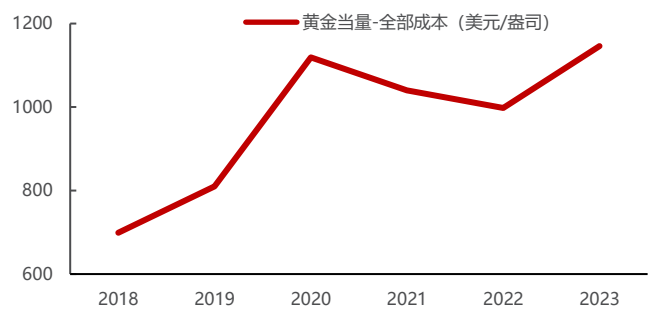
Deep 由于开采技术的改进与管理效率的提高，入选品位提升，产量增长明显，成本有所下降。

图15：20 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16：22 年以来公司黄金当量的铜全成本持续上行



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8：2018-2023 年公司细分矿山的黄金总投入成本

黄金全部成本 (AIC) (美元/盎司)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Gruyere(50%)		2900	931	1158	991	1190
Granny Smith	925	922	1010	1161	1171	1196
St Ives	902	963	873	1040	1104	1301
Agnew	1026	1152	1053	1308	1298	1288
South Deep	2012	1259	1260	1379	1356	1349
Damang	1506	1147	1035	852	1083	1679
Tarkwa	951	958	1017	1155	1248	1293
Asanko(45%)	1175	1214	1316	1559	1435	1672
Cerro Corona	282	472	715	230	444	536
金田黄金共计	1173	1064	1079	1297	1320	1512

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4 分矿山来看，公司旗下拥有较多优质资产

2.4.1 非洲地区：核心资产为加纳的 Tarkwa 金矿和南非的 South Deep 金矿

2023 年公司在非洲地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 47.9%。主要来自于位于加纳的 Tarkwa 金矿（占比 24.3%，公司持股 90%，其余 10%股权由加纳政府持有）和位于南非的 South Deep 金矿（占比 14.2%，公司持股 90.331%，其余 9.669%股权由 South Deep Education 和 South Deep Community Trusts，两者为金田公司（Gold Fields）为支持社区发展和教育而设立的信托基金。此外还有一座位于加纳的 Asanko 金矿，在 2024 年 3 月金田出售其 45%股份给合作伙伴 Galiano Gold。

此外，公司在非洲地区还拥有以下重要资产：

Damang：位于加纳，公司持股 90%，当地政府持股 10%。

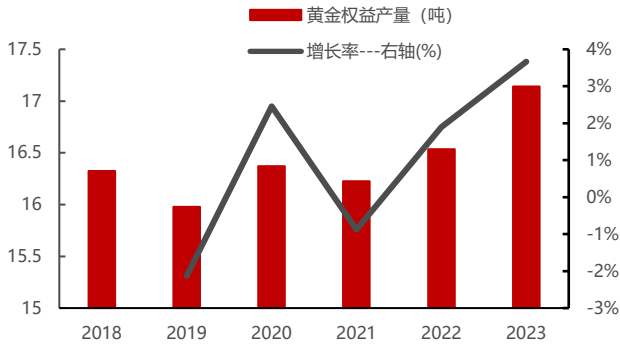
图17：公司在加纳地区布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

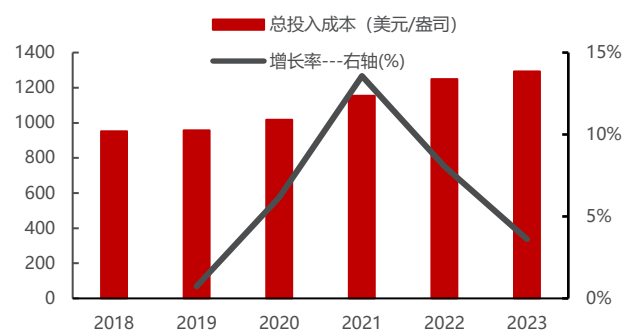
加纳的 Tarkwa 金矿是非洲地区的一流黄金资产 (Tier One gold mines)，是一座由金田主导生产的露天矿，公司持股 90%，剩余 10% 股份由当地政府持有。**产量端**，该矿山近几年回收率基本不变、入选品位略有抬升，因此黄金产量 21-23 年逐步增加，2023 年黄金产量较上年增加 3.7%。**成本端**，尽管黄金产量小幅度增加，但由于原辅料、能源等成本增加，公司的 AIC 逐年增加，由于 2022 和 2023 年的产量增长，成本增速减缓。

图18: Tarkwa 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



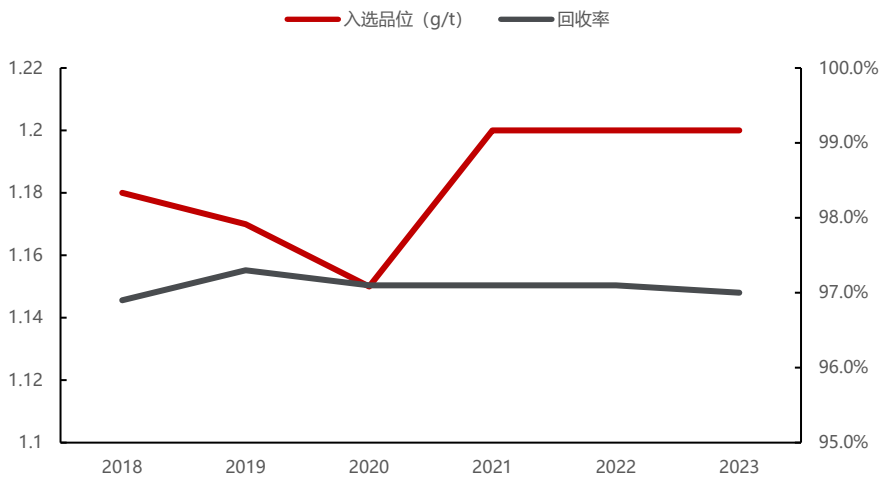
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: Tarkwa 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: Tarkwa 金矿近几年入选品位增长明显



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21：公司在南非地区布局

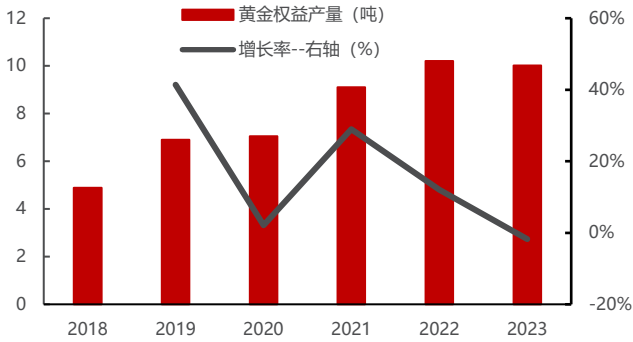


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2023 年数据

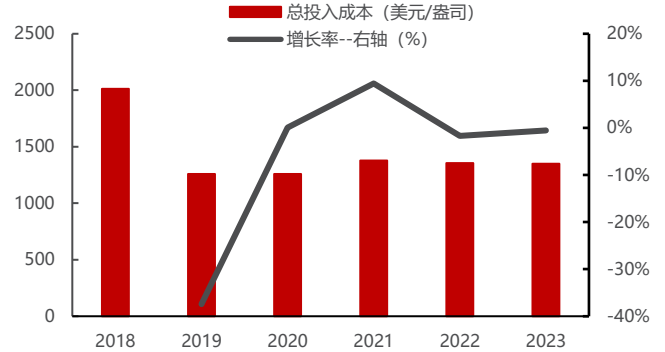
南非的 South Deep 是非洲地区的一流黄金资产 (Tier One gold mines)。是一座由金田主导生产的地下金矿，公司持股 90.331%，剩余 9.669% 股权由 South Deep Education 和 South Deep Community Trusts，金田公司 (Gold Fields) 为支持社区发展和教育而设立的信托基金。**产量端，2020-2022 年，尽管回收率在下降，但该矿山受入选品位上升等因素影响，黄金产量逐渐增加，2023 年相比 2022 年，回收率有所增加，但受到入选品位下降以及地下珊瑚礁产量较低等因素的影响，产量下降 1.8%。**成本端，2021 年以来，该矿山的成本基本不变，主要是因为通货膨胀抵消了增长的产量与销量带来的成本下降的影响。

图22: South Deep 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



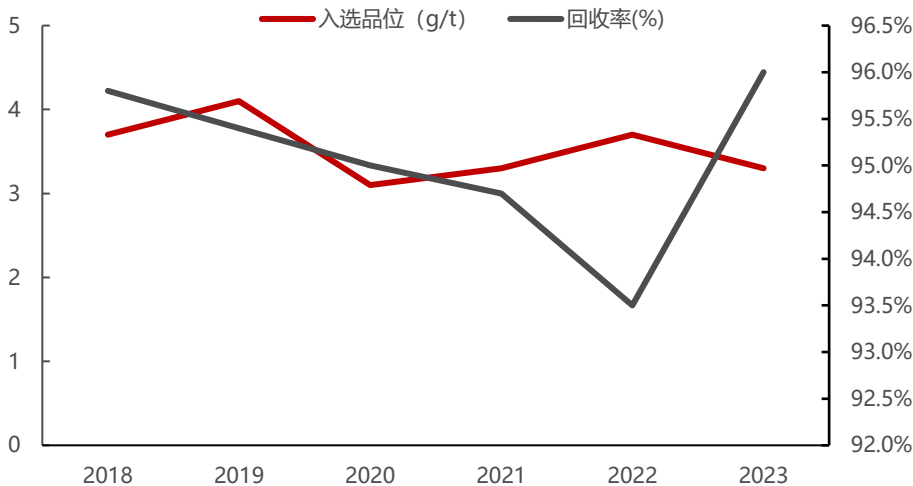
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: South Deep 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: South Deep 金矿近几年回收率持续下滑



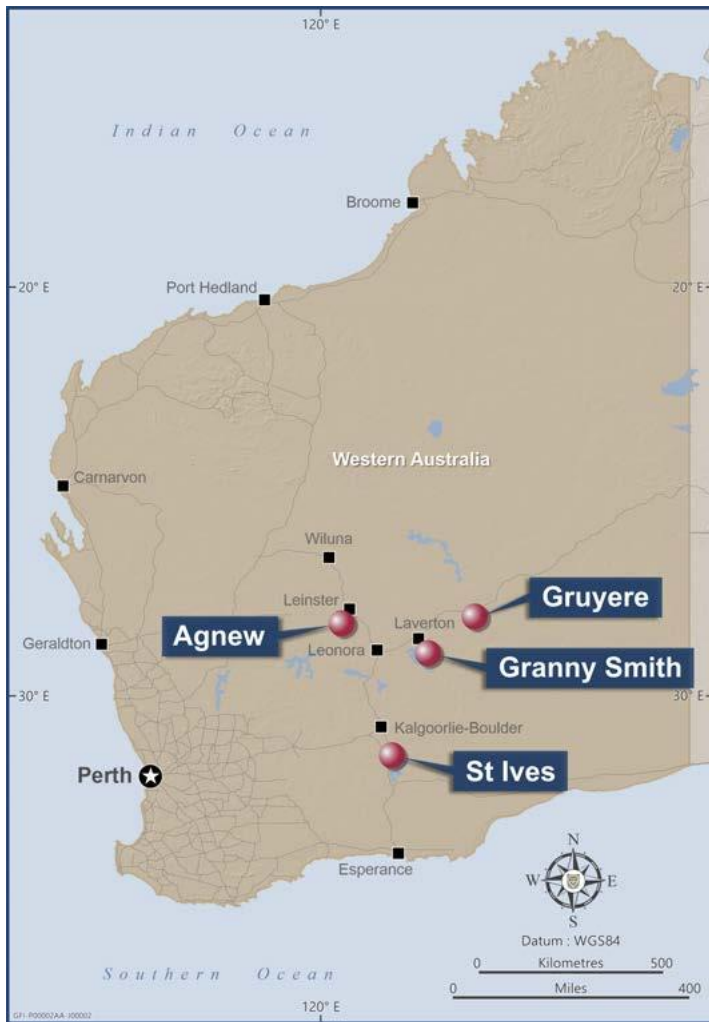
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

其他矿山: Asanko 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, 导致总投入成本 2018 年以来长期处于持续上涨的趋势; **Damang 金矿**由于开采寿命的临近, 2023 年产量减少了将近 30%, 成本端由于黄金销量的减少和销售成本的增加, 2023 年总投入成本增加 55%。

2.4.2 澳大利亚地区：核心资产为 St Ives 金矿、Granny Smith 金矿以及 Agnew 金矿

2023 年公司在澳大利亚地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 46.7%。主要来自于位于澳大利亚卡尔古利附近的 St Ives 金矿（占比 16.4%），位于澳大利亚伊尔加恩克拉顿的金矿 Granny Smith（占比 12.5%），位于澳大利亚诺斯曼-威鲁纳绿石带的 Agnew 金矿（占比 10.6%）和位于澳大利亚亚马尔纳地的 Gruyere（占比 7.1%，公司持股 50%，剩余股权为金路资源持有）。

图25：公司澳大利亚地区布局

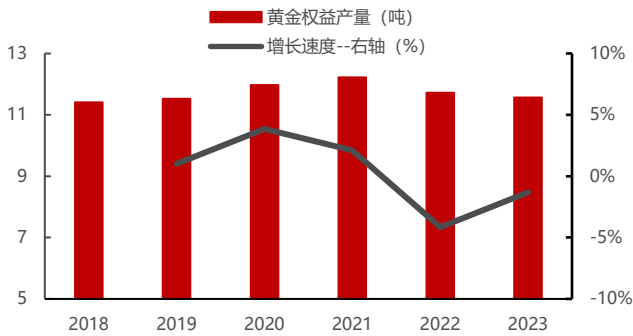


资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：2023 年数据

St Ives 是澳大利亚地区的一流黄金资产 (Tier One gold mines)。是一座由金田主导生产的露天+地下金矿。**产量端**，2018-2021 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，整体黄金产量不断增加，

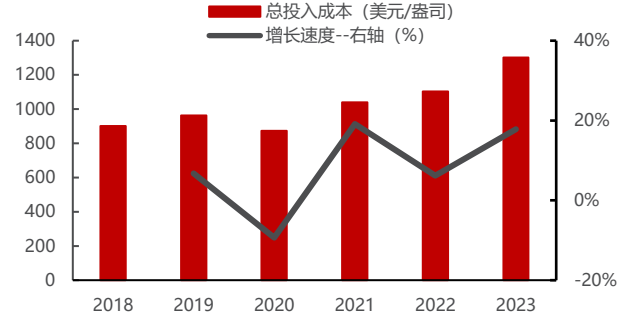
2022-2023 年地下矿品位略有下滑，导致黄金产量略有下滑，整体波动不大，过去多年黄金权益产量均维持在 11 吨上下。**成本端**，近几年由于原辅料、人工、能源成本上涨，公司的总投入成本逐年增加。

图26: St Ives 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



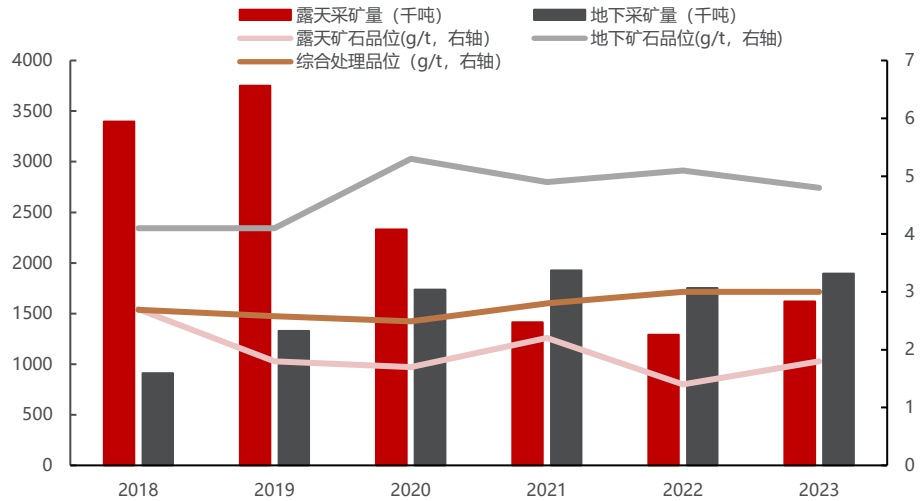
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图27: St Ives 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

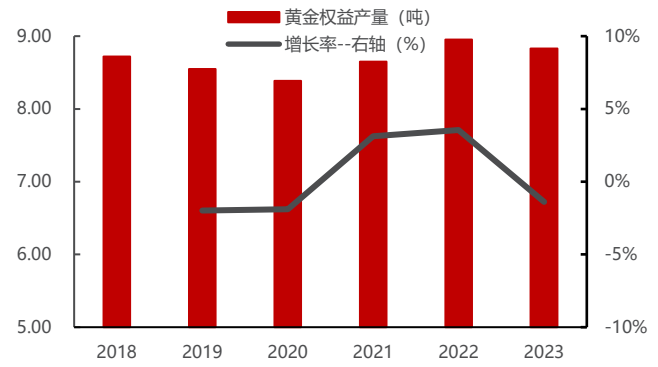
图28: St Ives 金矿近几年正在露天转地下



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

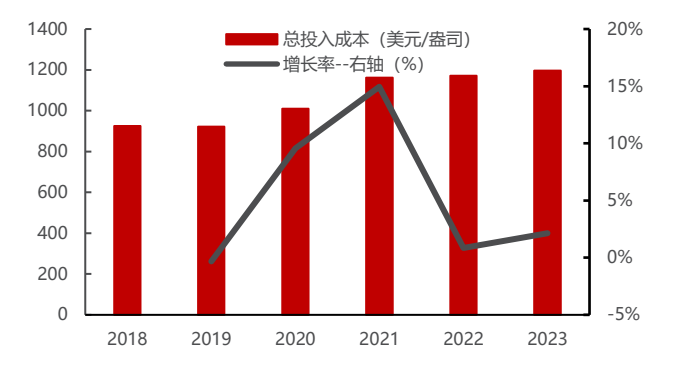
Granny Smith 金矿是一座地下金矿，公司持股 100%。**产量端** 2020-2022 年，由于入选品位及回收率的增加，该矿山黄金产量增加，2023 年，由于入选品位与回收率的骤降，该矿山产量下降 1.4%。**成本端** 近年来销售成本的增加以及通货膨胀的影响使得该矿山的总投入成本持续上升。

图29: Granny Smith 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



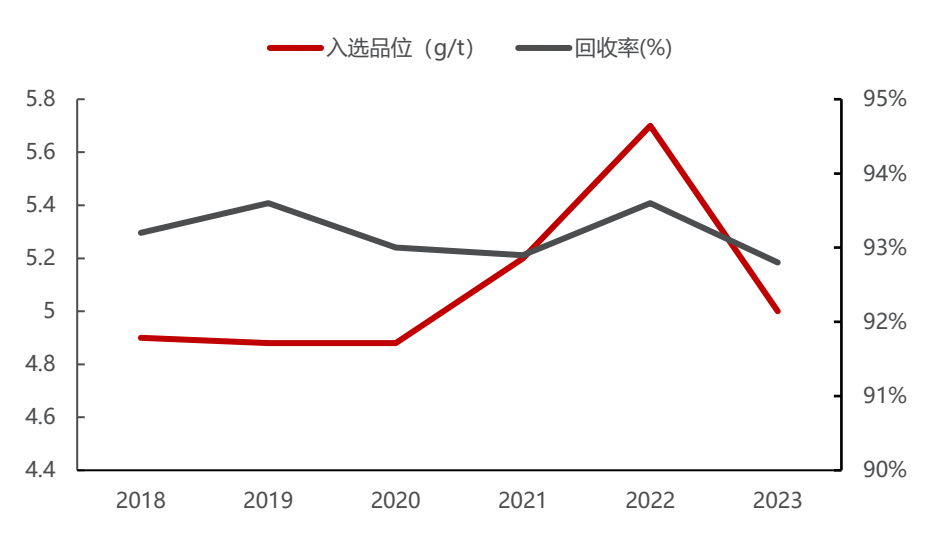
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: Granny Smith 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

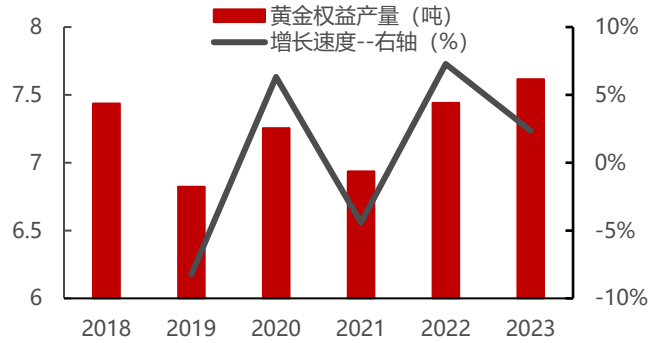
图31: Granny Smith 金矿近几年回收率持续下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

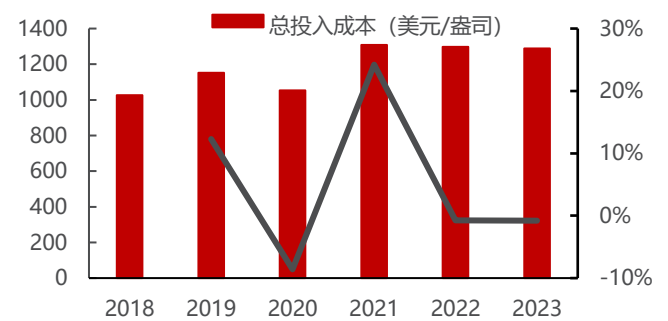
Agnew 金矿是一座露天+地下金矿, 公司持股 100%。**产量端**, 近三年该矿山产量持续增加, 主要是由于该公司从 2022 年露天矿扩建投产, 以及露天矿品位的上升。**成本端**, 近三年随着产量的增加, 总投入成本企稳略有下降。

图32: Agnew 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



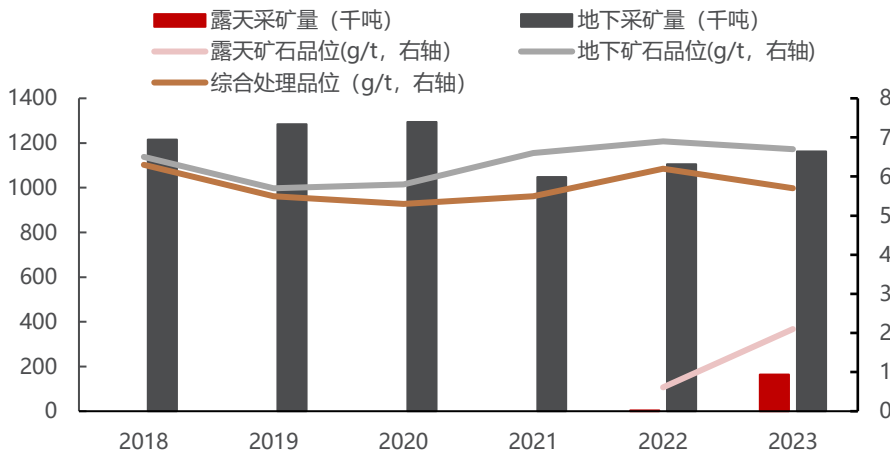
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图33: Agnew 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图34: Agnew 金矿近几年开始露天采矿



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

其他矿山: **Gruyere金矿**是一座露天矿, 位于澳大利亚西南部, 公司持股 50%, 金路资源持股 50%。产量端近几年产量增长缓慢, 2023 年增长率为 2.5%, 主要是因为回收率的提高。成本端近几年由于销售成本的增加, 总投入成本缓慢增加。

2.4.3 美洲地区: 核心资产为秘鲁的 Cerro Corona 金铜矿

2023 年公司在美洲地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 5.4%。全部来自于位于秘鲁瓦尔加约克村附近的 Cerro Corona 金铜矿 (公司持股 99.53%, 剩余部分私人持有)。此外, 公司在美洲还有一座 Salares Norte 金银矿 (公司持股 100%, 2023 年没有进行黄金与白银的生产)。

2023 年公司铜权益产量全部来自于秘鲁的 Cerro Corona 金铜矿，产量为 2.7 万吨。

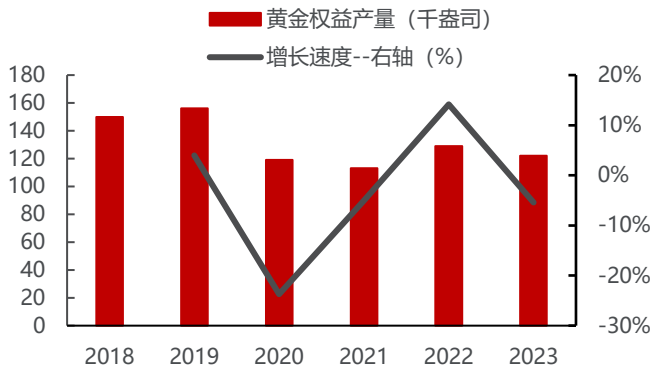
图35：公司美洲地区布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：2023 年数据

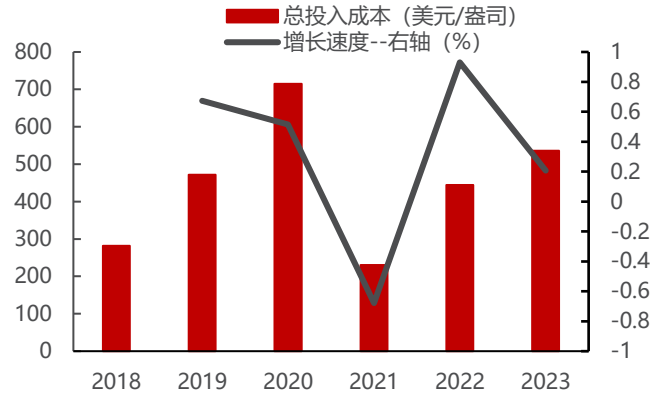
Cerro Corona 是一座露天矿，位于南美洲的秘鲁，公司持股 99.53%，剩余部分私人持有。产量端，该矿山 2023 年黄金产量比去年减少 5%（7 千盎司），主要是由于该矿山储量即将枯竭，没有更多的资源可开采。成本端，近几年由于销售成本的增长，该矿山总投入成本持续增长。

图36: Cerro Corona 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



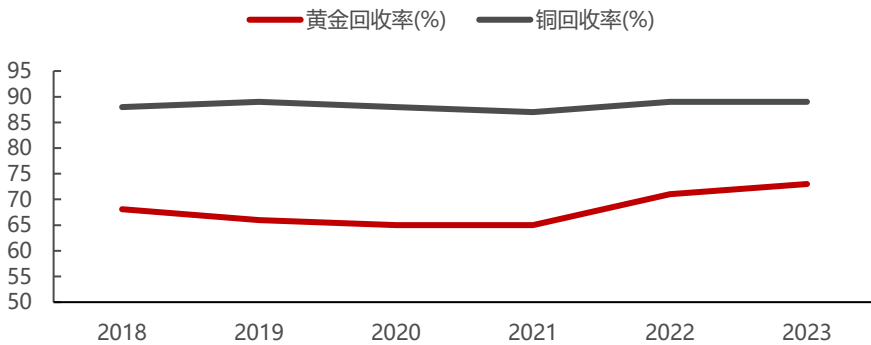
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图37: Cerro Corona 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图38: Cerro Corona 金矿近几年黄金回收率持续增加



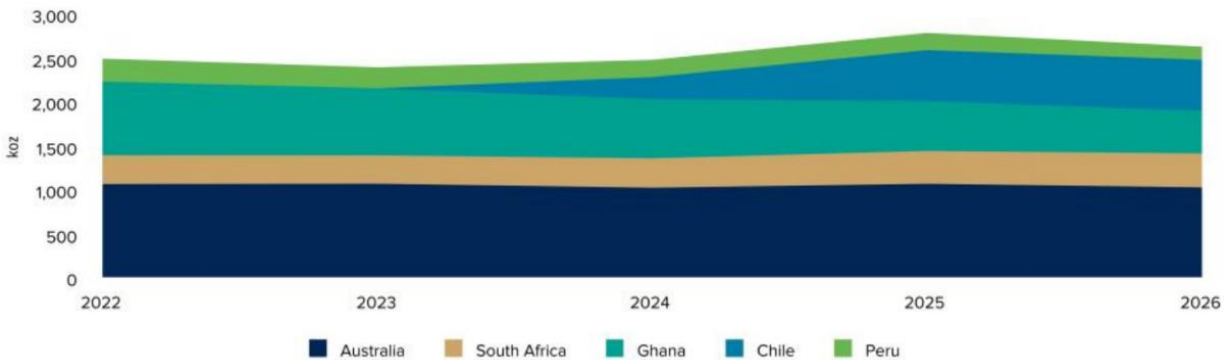
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 远期增量：主要来源于智利

3.1 增量有限，主要来源于智利地区

产量端，金田预计 2024-2026 年集团黄金当量产量分别达到 243 万盎司、270 万盎司、260 万盎司。远期增量主要来自于智利地区 Salares Norte 项目，预计 2025 年到 2029 年平均年产量达到 48.5 万盎司。澳大利亚地区产量将保持稳定，到 2030 年澳大利亚地区预计实现金产量 100 万盎司；加纳地区产量从 2023 逐年缩减的态势，公司预计 Tarkw 矿山年产量远期将达到约 48 万盎司（不包括与 Iduapriem 合资企业产量）；南非地区金田公司预计 South Deep 从 2027 年开始黄金年产量将稳定于 38 万盎司；秘鲁地区的产量有轻微缩减，预计在 2024 年到 2025 年 Cerro Corona 产量将降至 19.7 万盎司，从 2026 年开始该矿将处理库存，产量预计继续下降，直到 2030 年该矿山开采寿命结束。

图39：金田公司黄金产量预测（单位：千盎司）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：不包括 Windfall Project 和 Tarkwa/Iduapriem 合资企业产量

表9：金田黄金项目远期情况汇总

金属类型	项目	地区/国家	股权	进度指引
金	Gruyere	西澳大利亚	50%	Golden Highway 为该矿山 2024 年重点勘探项目
	Granny Smith	西澳大利亚	100%	基础设施开发计划于 2025 年开始，公司预计资源转换后有望贡献 55.3 万盎司黄金储量
	St Ives	西澳大利亚	100%	现有的矿山储量将在 2031 年耗尽，目前公司仍在继续扩展勘探和棕地勘探工作
	Agnew	西澳大利亚	100%	2024 年项目包括 Waroonga Deeps 的战略范围界定研究和初步工作和 Redeemer 扩建
	South Deep	南非	90%	公司目标是到 2027 年每年黄金产量 12 吨
	Damang	加纳	90%	据估计目前的矿石储量只够维持到 2025 年
	Tarkwa	加纳	90%	据公司估计目前的矿石储量将在 2036 年耗尽
	Windfall	加拿大	50%	高品位金矿，处于项目评估和规划阶段
金、银	Salares Norte	智利	100%	该矿山于 2024 年 4 月份正式投产运营，公司预估项目投产后黄金产量将达 25 万盎司，2025 年产量有望增至 58 万盎司
金、铜	Cerro Corona	秘鲁	100%	目前的矿石储量将在 2030 年耗尽

资料来源：公司公告，民生证券研究院

勘探增储方面，2023 年 3 月，金田公司宣布加纳地区 Tarkwa 矿与 Iduapriem 矿（AngloGold Ashanti 公司 100%拥有）的合资计划，两家公司与加纳政府谈判仍在继续，如果能够达成各方都认同的条款，合资计划将创建非洲最大的金矿，矿山寿命长达 18 年。2023 年 5 月，金田公司宣布与 Osisko Mining 公司合作进行 Windfall Project，2023 年期间共花费 2700 万美元勘探费。目前位于智利地区 Salares Norte 矿山拥有巨大增储潜力，公司从 2025 年开始将重点开发该地区的勘探增储活动。

表10：2023 年澳大利亚地区金矿勘探活动

金属类型	项目	项目属性	花费 (美元)	可归属矿石储量
金	Gruyere	现有矿山基础上勘探	160 万	下降 9%至 180 万盎司
	St Ives	现有矿山基础上勘探	2600 万	下降 4%至 260 万盎司
	Granny Smith	现有矿山基础上勘探	1300 万	增加 12%至 240 万盎司
	Agnew	现有矿山基础上勘探	1600 万	下降 20%至 90 万盎司

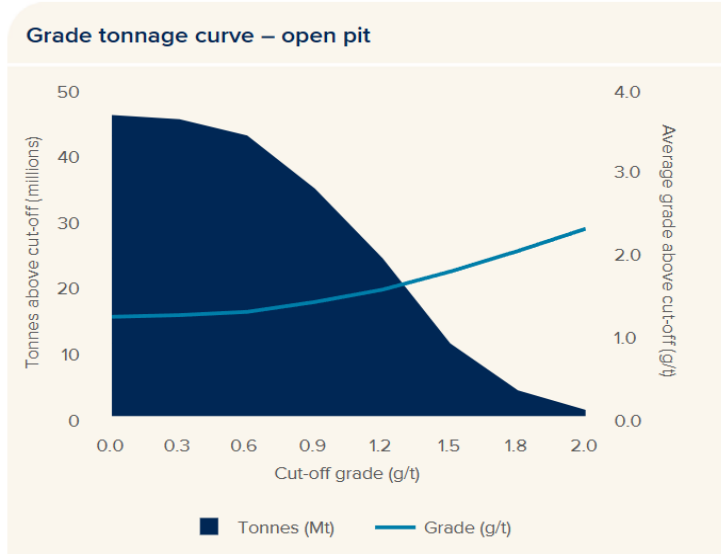
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 项目细览：多地布局，勘探增储为主要工作

澳大利亚地区：Gruyere, Granny Smith, St Ives, Agnew

Gruyere 金矿位于西澳大利亚州，金田公司拥有 50%所有权。Gruyere 金矿品位 1.2 克/吨，2023 年黄金金属产量 32.2 万盎司。资源方面，2023 年矿山金金属探明和控制储量 183.2 万盎司，同比减少 19 万盎司（9%），资源量为 53.3 万盎司，同比减少 5.3 万盎司（9%），推断资源量 103.8 万盎司，同比减少 9 万盎司（13%）。Golden Highway 为该矿山 2024 年重点勘探项目。

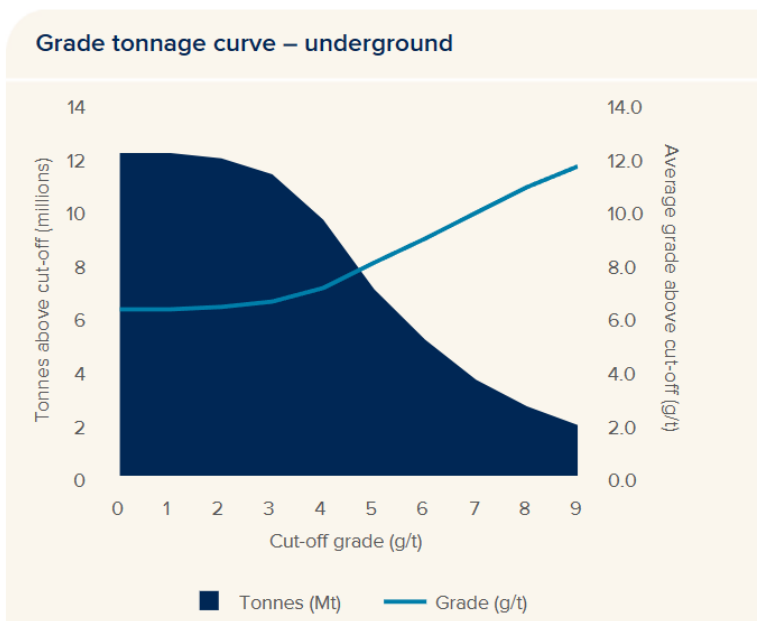
图40: Gruyere 矿山品位吨位曲线图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

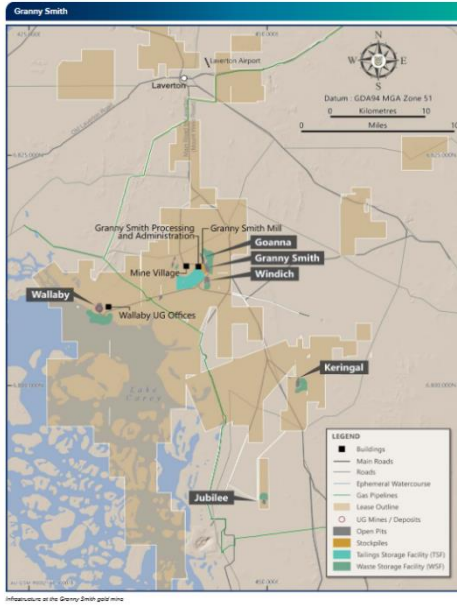
Granny Smith 金矿位于西澳大利亚, 公司拥有100%股权, 属于公司一级资产。该矿山品位5.4克/吨, 矿石储量1197万吨, 金金属储量约239万盎司。2023年黄金总产量28.4万盎司。增储方面, Zone150矿脉的初步可行性研究于2023年完成, 初步基础设施开发计划于2025年开始, 公司预计资源转换后有望贡献55.3万盎司黄金储量。

图41: Granny Smith 矿山品位吨位曲线图



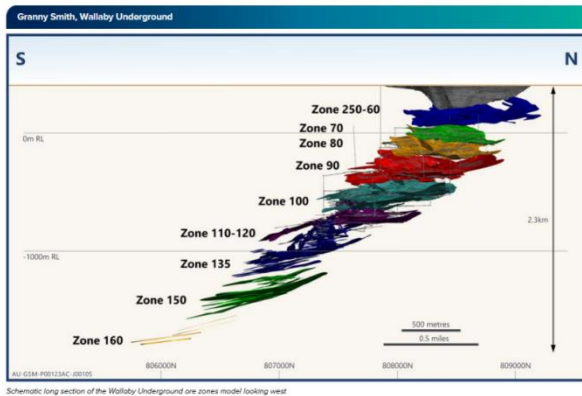
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图42: Granny Smith 矿山基础设施示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

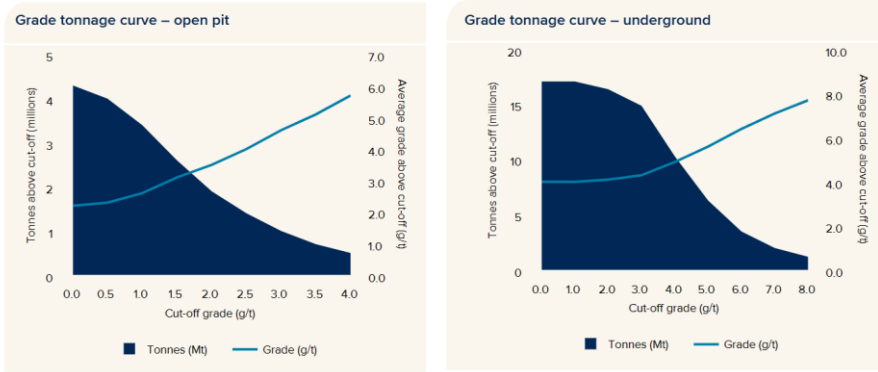
图43: Wallaby Underground 矿区模型长剖示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

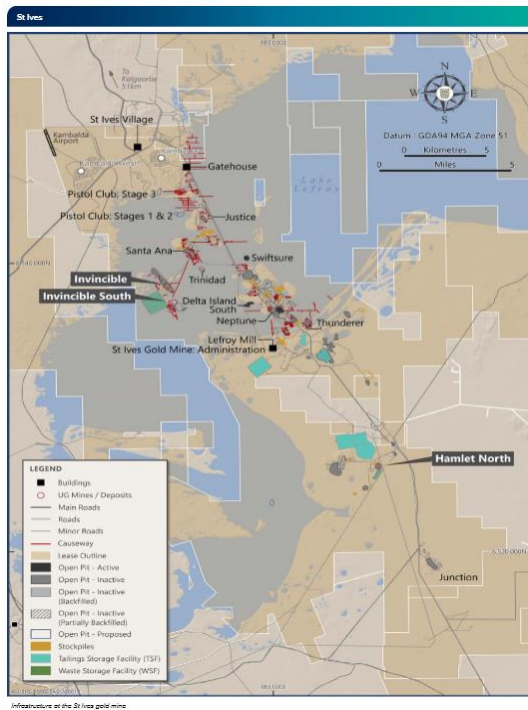
St Ives 金矿位于西澳大利亚州, 公司拥有100%股权, 属于公司一级资产。该矿山品位3.4克/吨, 矿石储量2410万吨, 金金属储量约261万盎司。2023年黄金总产量为37.2万盎司, 据估计, 现有的矿山储量将在2031年耗尽, 目前公司仍在继续扩展勘探和棕地勘探工作。

图44: St Ives 矿山品位吨位曲线图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

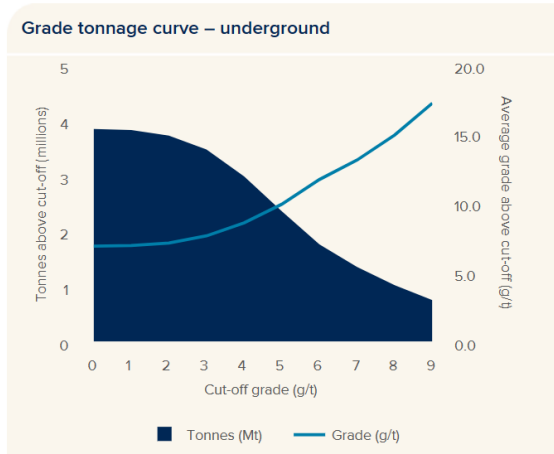
图45: St Ives 矿山基础设施示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

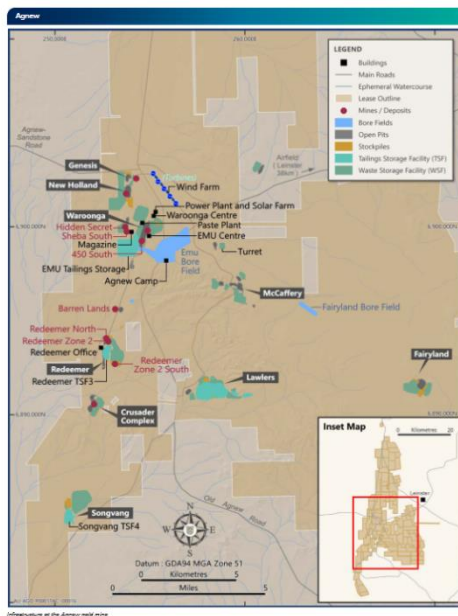
Agnew金矿位于西澳大利亚州, 金田公司拥有100%所有权, 属于公司一级资产。该矿山品位6.7克/吨, 矿石储量398万吨, 金金属储量约87.2万盎司。2023黄金产量为24.5万盎司, 同比2022年净减少22.2万盎司 (20%), 推断金属资源量56.4万盎司, 同比2022年净减少3.8万盎司 (6%)。2023年勘探重点为Waroonga和New Holland矿化系统扩建以及地表勘探钻探。2024年项目包括Waroonga Deeps的战略范围界定研究和Redeemer扩建活动。

图46: Agnew 矿山品位吨位曲线图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图47: Agnew 矿山基础设施示意图

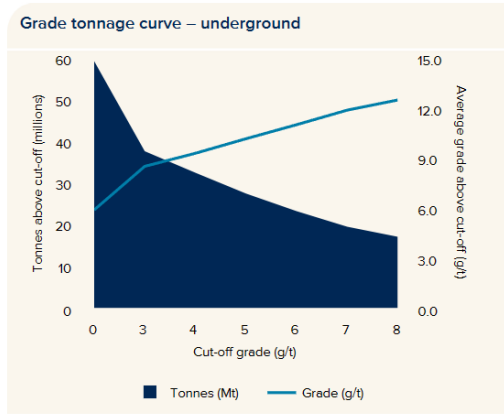


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

南非地区: South Deep

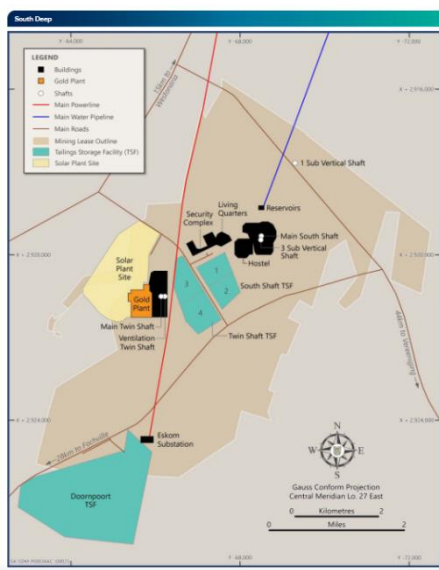
South Deep 金矿位于南非地区, 金田公司拥有90%的所有权, 是公司的旗舰资产。该矿石品位为6.4 克/吨, 金金属储量约2823.9万盎司, 较2022年净减少44万盎司 (2%), 黄金产量从2022年的32.2万盎司增加到2023年的32.8万盎司, 探明控制和判断的专属矿产资源量估计为2万盎司, 减少了24.1万盎司 (1%), 矿产资源和矿石储量的变化主要是由于矿产枯竭和成本通胀导致的, 据公司估计目前的矿石储量将在2096年耗尽, 公司现在目标是到2027年每年黄金产量12吨。

图48: South Deep 矿山品位吨位曲线图



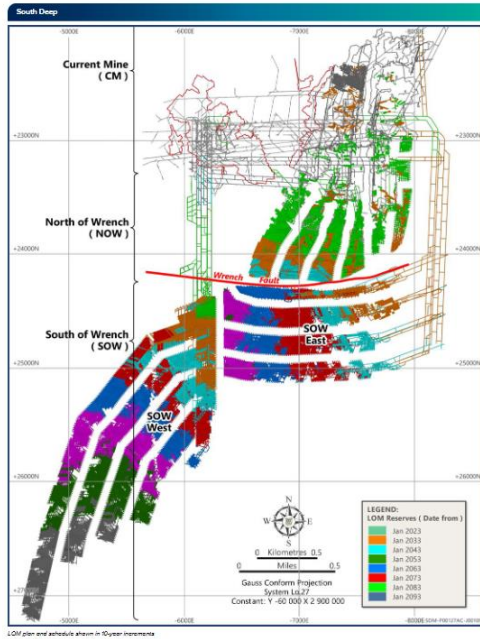
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图49: South Deep 矿山基础设施示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图50: 以 10 年为增量显示的可维持开采计划和时间表



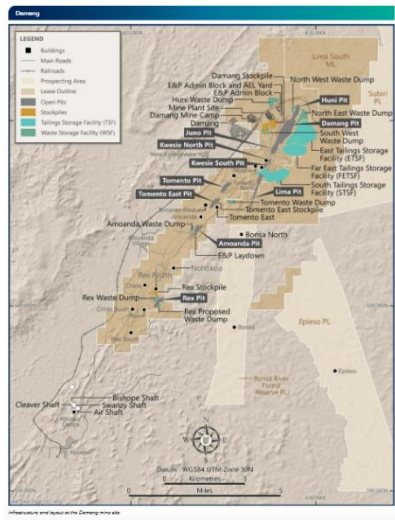
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

加纳地区: Tarkwa, Damang

金田公司在加纳的业务包括Tarkwa和Damang金矿。Tarkwa为露天矿, 矿山寿命约12年。Damang 再投资项目资源计划于2025年耗尽, 最后两年的重点任务处理库存。2023年底公司达成协议将Asanko金矿剥离给合资伙伴Galiano Gold。

Damang 金矿位于加纳地区, 金田公司拥有90%的所有权。该矿山矿石品位1.1克/吨, 金金属储量约19.4万盎司, 较2022年净减少11.2万盎司 (37%)。2023年矿区黄金产量15.3万盎司, 矿石储量估计为201.9万盎司, 减少87.5万盎司 (30%), 该变化主要是由于矿山资源枯竭, 据估计目前的矿石储量只够维持到2025年。

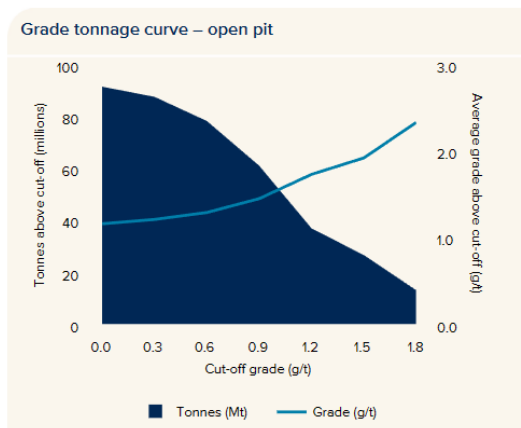
图51: Damang 矿山基础设施示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

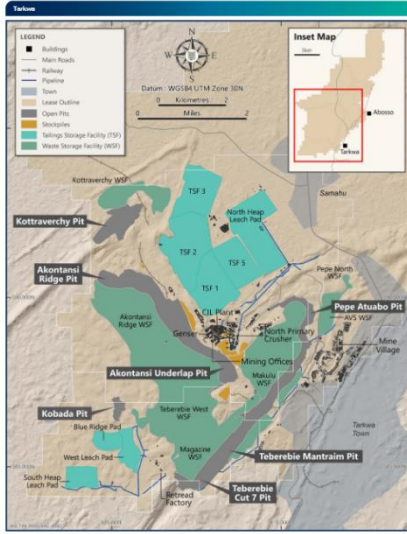
Tarkwa金矿位于加纳地区, 金田公司拥有90%的所有权。该矿山品位为1.2克/吨, 储量15163万吨, 金金属储量约434.8万盎司。根据公司公告, 2023年该矿区矿石处理量 14.1百万吨, 黄金产量为55.1万盎司, 矿石储量估计为434.8万盎司, 比2022年减少50.8万盎司 (10%), 据估计目前的矿石储量将在2036年耗尽。

图52: Tarkwa 矿山品位吨位曲线图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图53: Tarkwa 矿山基础设施示意图

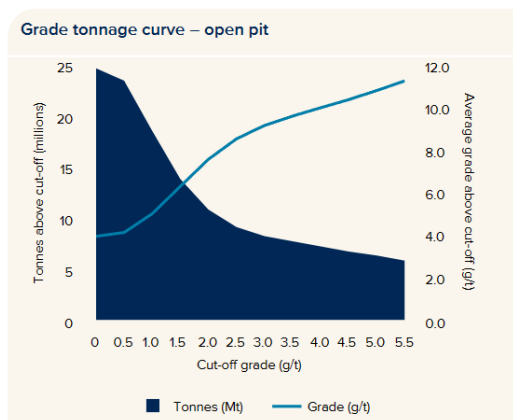


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

智利和秘鲁地区: Salares Norte, Cerro Corona

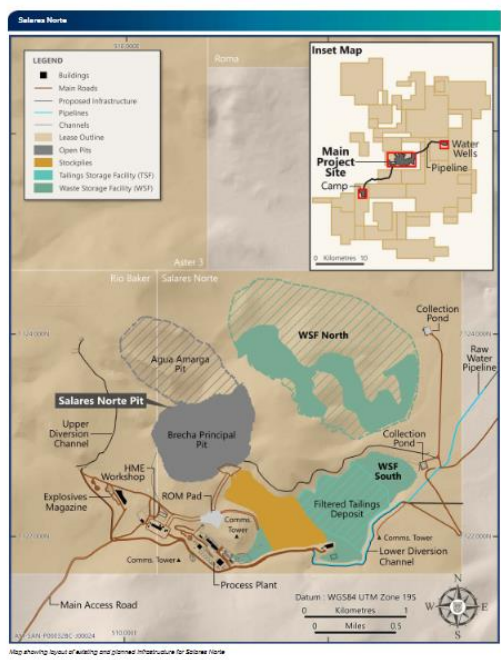
Salares Norte 矿山位于智利地区, 金田公司拥有 100% 的所有权。该矿石金品位为 6.8 克/吨, 银品位为 44.8 克/吨, 矿石储量 18136 千吨, 金金属储量约 341.6 万盎司。2023 年该矿山在建设中, 没有生产黄金或者白银, 预计将于 2024 年第一季度进行最后调试和第一批黄金开采, 应占黄金储量为 341.6 万盎司, 减少 3.9 万盎司 (1%), 应占白银储量为 4194 万盎司, 减少 22.4 万盎司 (1%), 黄金推断矿产资源量为 1 万盎司, 减少了 4.8 万盎司 (83%), 白银 8.6 万盎司, 减少了 44.5 万盎司 (84%)。该矿山按照原计划已正式投产运营, 公司预估项目投产后黄金产量将达 25 万盎司, 2025 年产量有望增至 58 万盎司。

图54: Salares Norte 矿山品位吨位曲线图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

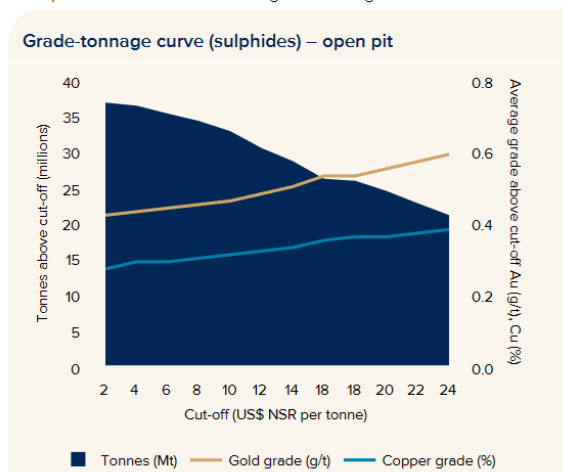
图55: Salares Norte 矿山基础设施示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

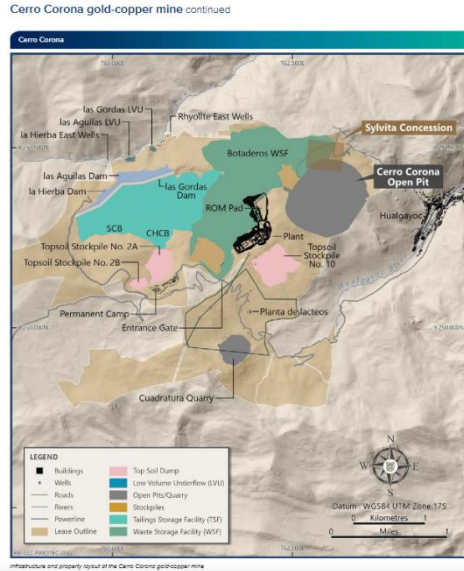
Cerro Corona 矿山位于秘鲁地区, 金田公司拥有100%的所有权。该矿石金品位为 0.63克/吨, 铜品位为 0.4克/吨, 矿石储量4544万吨, 金金属储量约 74.9万盎司, 较2022年净减少了12.3万盎司 (14%), 铜金属储量约33.6万盎司。2023年该矿区矿石处理量650万吨, 黄金产量为12.2万盎司, 铜产量5890万磅, 铜336百万磅, 减少了63百万磅 (16%)。矿石储量变化是由于矿产损耗造成的, 目前的矿石储量将在2030年耗尽。

图56: Cerro Corona 矿山品位吨位曲线图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图57: Cerro Corona 矿山基础设施示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

加拿大地区: 金田公司与加拿大的 Osisko Mining 有一家合资企业, 项目目前正在建设中, 拥有 50%所有权。旗下 Windfall 项目是一个高品位的金矿, 正处于高级项目评估和规划阶段。

图58: Windfall 地理位置



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: 金田黄金发展历史.....	5
图 2: 2023 年世界黄金生产商产量排行 (单位: 吨)	5
图 3: 金田黄金资产布局图	6
图 4: 公司营收情况	6
图 5: 公司盈利情况	6
图 6: 黄金价格走势	7
图 7: 公司营收结构中黄金是主要收入来源 (单位: 百万美元) (2023 年)	7
图 8: 公司毛利率净利率情况	7
图 9: 公司三费情况	7
图 10: 公司资本开支情况	8
图 11: 公司资产负债率	8
图 12: 公司折旧与摊销情况	8
图 13: 近几年公司黄金权益产量上下波动	13
图 14: 近几年公司铜权益产量维持 2.5 万吨左右	13
图 15: 20 年以来公司黄金成本持续上行	14
图 16: 22 年以来公司黄金当量的铜全成本持续上行	14
图 17: 公司在加纳地区布局	15
图 18: Tarkwa 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	16
图 19: Tarkwa 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)	16
图 20: Tarkwa 金矿近几年入选品位增长明显	16
图 21: 公司在南非地区布局	17
图 22: South Deep 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	18
图 23: South Deep 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)	18
图 24: South Deep 金矿近几年回收率持续下滑	18
图 25: 公司澳大利亚地区布局	19
图 26: St Ives 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	20
图 27: St Ives 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)	20
图 28: St Ives 金矿近几年正在露天转地下	20
图 29: Granny Smith 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	21
图 30: Granny Smith 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)	21
图 31: Granny Smith 金矿近几年回收率持续下滑	21
图 32: Agnew 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	22
图 33: Agnew 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)	22
图 34: Agnew 金矿近几年开始露天采矿	22
图 35: 公司美洲地区布局	23
图 36: Cerro Corona 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	24
图 37: Cerro Corona 金矿 2018-2023 年黄金总投入成本 (单位: 美元/盎司)	24
图 38: Cerro Corona 金矿近几年黄金回收率持续增加	24
图 39: 金田公司黄金产量预测 (单位: 千盎司)	25
图 40: Gruyere 矿山品位吨位曲线图	27
图 41: Granny Smith 矿山品位吨位曲线图	27
图 42: Granny Smith 矿山基础设施示意图	28
图 43: Wallaby Underground 矿区模型长剖示意图	28
图 44: St Ives 矿山品位吨位曲线图	29
图 45: St Ives 矿山基础设施示意图	29
图 46: Agnew 矿山品位吨位曲线图	30
图 47: Agnew 矿山基础设施示意图	30
图 48: South Deep 矿山品位吨位曲线图	31
图 49: South Deep 矿山基础设施示意图	31
图 50: 以 10 年为增量显示的可维持开采计划和时间表	32
图 51: Damang 矿山基础设施示意图	33
图 52: Tarkwa 矿山品位吨位曲线图	33
图 53: Tarkwa 矿山基础设施示意图	34
图 54: Salares Norte 矿山品位吨位曲线图	34

图 55: Salares Norte 矿山基础设施示意图	35
图 56: Cerro Corona 矿山品位吨位曲线图	35
图 57: Cerro Corona 矿山基础设施示意图	36
图 58: Windfall 地理位置	36

表格目录

表 1: 截至 2023 年末, 公司储量和资源量情况汇总	9
表 2: 储量和资源量价格假设	9
表 3: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益储量合计为 4464.9 万盎司 (1388.7 吨)	10
表 4: 截至 2023 年底, 公司的铜与白银权益储量分别为 336 百万磅 (15.24 万吨) 和 41.9 百万盎司 (1304.5 吨)	11
表 5: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益资源量合计为 3027.9 万盎司 (941.8 吨)	11
表 6: 截至 2023 年底, 公司的白银权益资源量合计为 216.8 万盎司 (67.4 吨)	12
表 7: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金产量	13
表 8: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金总投入成本	14
表 9: 金田黄金项目远期情况汇总	25
表 10: 2023 年澳大利亚地区金矿勘探活动	26

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