

## 哈莫尼：稳健经营的南非金矿巨头

2024年11月07日

➤ **哈莫尼：历史悠久，持续扩张。** (1) **历史悠久，1950年开始开采黄金：**哈莫尼公司于1950年作为矿业公司 Rand Mines 的子公司成立，合作运营哈莫尼矿。1954年，公司首次开采黄金。2024财年产量为48.6吨。(2) **资源丰富，主要聚集在南非，成功拓展至大洋洲。**公司在南非运营9个地下金矿和地表处理业务，其中地表业务包括 Kalgold 露天金矿和一些尾矿回收处理项目，在巴布亚新几内亚运营 Hidden Valley 项目。在布局上，公司主要以金矿为主，主要为地下矿山，同时公司还拥有全球最大的黄金尾矿再处理业务，此外公司也成功拓展了资产种类，在澳大利亚拥有 Eva 铜矿项目和巴新 Wafi-Golpu 铜金矿项目。

(3) **营收逐步上升，盈利修复中。**公司营收整体呈上升趋势，报表盈利波动幅度较大，近两年黄金价格上涨和产量增加增厚业绩。FY2024年公司归母净利润4.71亿美元，同比增长84%，主要是黄金价格上涨和黄金销量增加推动。费用方面，公司三费支出中主要是销售和管理费用居多，三费自FY2021年有所抬升后保持稳定，由于收入的增加，三费占比逐步走低。

➤ **资源主要集中南非，海外储备夯实未来发展。**资源禀赋来看，公司矿山主要集中在南非，其中部分地下矿山资源量依然较丰富，同时在巴布亚新几内亚和澳大利亚有海外储备资产，截至2024年6月，公司持有矿山黄金储量合计为886吨，权益储量为807吨。白银储量合计为420吨，平均品位为25.6g/t，铜储量合计为233万吨，平均品位为1.23%。**产量来看，公司近几年产量稳中有升。**黄金总产量从FY2020的37.86吨增长到FY2024年的48.57吨，复合增速为5.1%，其中南非地下矿山产量占比最多，各矿山增减不一，自FY2021完成收购产量明显提升后整体保持较稳定。**成本来看，公司黄金成本近几年波动上行。**黄金板块，公司全维持成本(AISC)从FY2020年的1293美元/盎司上升至FY2022年的1709美元/盎司，再下降至FY2024年的1500美元/盎司，成本的上升主要是受到了矿山深度增加、矿山老化、南非黄金产业的整体困境等因素的影响，近两年公司实现更为严格的成本管控措施实现了成本的下降。**分矿山来看，FY24南非高品位地下矿产量占全公司黄金权益产量的31.60%；南非地下优化矿产量占全公司黄金权益产量的39.24%；南非高利润地表资产产量占全公司黄金权益产量的18.66%；国际资产项目 Hidden Valley 占全公司黄金权益产量的10.5%。**

➤ **远期增量：公司经营范围扩展到铜矿，未来增量项目主要是 Wafi-Golpu 铜金项目和 Eva 铜项目。**从战略规划上来看，公司未来整体产量预计维持稳定，其中南非部分地下矿山寿命临近，产量或逐渐下滑，部分地下矿山则有寿命延长的规划，增量则主要来自海外项目，对冲了南非的减量，公司预计至FY34，南非产量占比将从2024财年的90%下降到67%，海外资产产量占比将从2024财年的10%上升到33%。**具体增量项目来看：1) Wafi-Golpu 铜金项目：位于巴布亚新几内亚，Harmony 和纽蒙特子公司各持有50%股份。**项目黄金品位0.86g/t，铜品位1.2%，资源储量为422吨黄金和435万吨铜。该矿山预估可持续开采年限为28年，于2018年完成可行性研究，首次生产计划暂定于2031年，公司预计投入生产后每年产出16.1万铜和8.27吨黄金。**2) Eva Copper 铜项目：位于澳大利亚昆士兰州，公司持股100%。**Eva Copper 铜品位0.40%，资源量为147万铜和14吨黄金。目前处于可行性研究更新阶段。公司预计寿命期内每年或生产4.5万吨铜和0.44吨黄金

➤ **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 孙二春**

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

**研究助理 袁浩**

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

### 相关研究

- 1.海外黄金股观察系列之四：金田黄金：南非金矿巨头，并购走向全球-2024/11/06
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

# 目录

<b>1 南非顶级黄金生产商</b> .....	<b>3</b>
1.1 历史悠久，持续扩张 .....	3
1.2 整体经营稳健，盈利修复中 .....	5
<b>2 资源主要集中南非，海外资源奠定未来发展空间</b> .....	<b>8</b>
2.1 资源禀赋尚可，部分矿山增储潜力较大 .....	8
2.2 产量：近几年公司黄金产量稳中有升 .....	14
2.3 公司黄金生产成本近几年波动上升 .....	15
2.4 分矿山来看，核心资产为南非地下矿山和巴新项目 .....	17
<b>3 远期增量：目光转向海外，金铜并重发展</b> .....	<b>26</b>
3.1 黄金产量预计稳定，海外增量对冲南非减量 .....	26
3.2 项目细览：大型优质项目，未来贡献可观 .....	28
<b>3 风险提示</b> .....	<b>34</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>35</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>36</b>

# 1 南非顶级黄金生产商

## 1.1 历史悠久，持续扩张

哈莫尼金矿公司从一家单矿运营公司发展成为具有全球影响力的矿业集团。哈莫尼公司于 1950 年作为矿业公司 Rand Mines 的子公司成立，合作运营哈莫尼矿。

1954 年，公司首次开采黄金。

1972 年，在 Barlow 和 Rand Mines 合并后，公司的所有权转让给 Barlow Rand Group。

1996 年，在纳斯达克的首次上市，开启了公司的扩张时代。

1997 年，公司与 Randgold & Exploration 的服务协议终止，标志着公司从单一租赁采矿业务扩展到独立的、多业务的世界级黄金生产商，继而开始实施收购战略，首先收购了 Lydenburg Exploration Limited，以及 Unisel、Grootvlei 和 Consmoedder 业务。

1998 年至 2000 年期间，公司接连在南非的自由邦省、普马兰加省、豪登省和西北省获得了采矿权。

2002 年，公司进入巴布亚新几内亚，获得了 Hidden Valley 勘探项目的初始股份。

2003 年，African Rainbow Minerals Gold 收购了公司 20% 的股份。

2010 年，公司与 Newcrest Mining Limited 合资的第一个海上绿地项目 Hidden Valley 正式开业。

2012 年，公司推出了第一个员工持股计划——Tlhankanelo 员工股份信托，该计划让 33,000 名公司员工受益。

2016 年，公司收购了 Hidden Valley 的全部所有权。

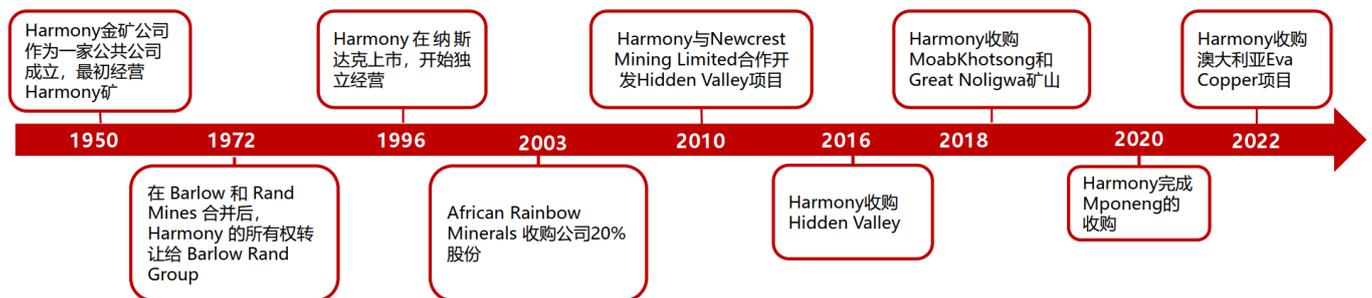
2018 年，公司收购了 Moab Khotsong 和 Great Nologwa 矿山。

2020 年，公司收购了 Mponeng 及相关资产。

2022 年，公司收购了澳大利亚昆士兰州北部的 Eva 铜矿项目，标志着其开始战略多元化，成为面向未来可持续发展的矿业集团。

2023 年，公司宣布位于南非自由邦省的 30 兆瓦太阳能光伏发电厂已投入使用。

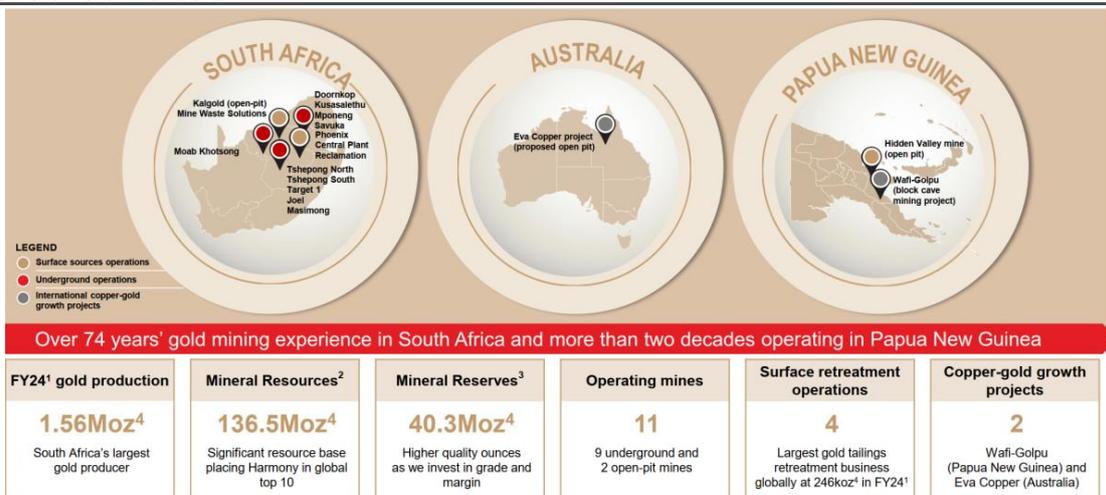
图1：哈莫尼金矿发展历史



资料来源：哈莫尼官网，民生证券研究院

**资源丰富，主要聚集在南非，成功拓展至大洋洲。**作为南非顶级的黄金生产企业，公司FY2024黄金产量高达48.6吨，产量贡献主要源自于公司在南非和巴布亚新几内亚的资产，公司在南非运营9个地下金矿和地表处理业务，其中地表业务包括Kalgold露天金矿和一些尾矿回收处理项目，而巴布亚新几内亚的Hidden Valley项目产量贡献逐年增长。**在资产布局上**，公司资源主要聚集在南非，在南非生产经验超74年，并成功拓展至大洋洲，在巴布亚新几内亚运营时间也超过了20年，未来澳大利亚和巴新的项目将是公司主要的增量来源。**在资产组合上**，公司主要以金矿为主，且主要为地下矿山，其中多座为世界著名超深金矿井，同时公司还拥有全球最大的黄金尾矿再处理业务，彰显了公司矿山开发的技术水平和成本控制能力，此外公司也成功拓展了资产种类，在澳大利亚拥有Eva铜矿项目和巴新Wafi-Golpu铜金矿项目，是公司未来重要的增量来源。该公司的资产布局如下：

图2：哈莫尼黄金资产布局图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**表1：哈莫尼的金矿资产**

		权益	FY2024 产量	状态
南非地下项目	Moab Khotsong	100%	6.60	在产
	Mponeng	100%	8.75	在产
	Tshepong North	100%	3.25	在产
	Tshepong South	100%	3.13	在产
	Doornkop	100%	3.47	在产
	Joel	100%	1.73	在产
	Target 1	100%	1.86	在产
	Kusasaletu	100%	3.84	在产
	Masimong	100%	1.78	在产
	Bambanani	100%	0.00	闭坑
南非地表项目及尾矿回收	Unisel	100%	0.00	闭坑
	Mine Waste Solutions (尾矿处理)	100%	3.77	在产
	Phoenix (尾矿处理)	100%	0.92	在产
	Central plant reclamation (尾矿处理)	100%	0.61	在产
	Savuka (尾矿处理)	100%	0.61	在产
巴布亚新几内亚	废石堆场	100%	1.72	在产
	Kalgold	100%	1.42	在产
	Hidden Valley	100%	5.10	在产
	Wafi-Golpu	50%	-	待产

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表2：哈莫尼铜矿资产**

地区	国家	铜矿	权益	2023 年产量 (万吨)	2023 年权益产量 (万吨)	状态
大洋洲	澳大利亚	Eva Copper	100%	-	-	待产
	巴布亚新几内亚	Wafi-Golpu	50%	-	-	待产

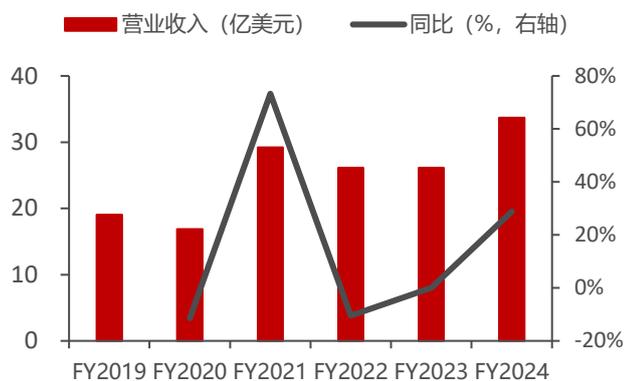
资料来源：公司年报，民生证券研究院

## 1.2 整体经营稳健，盈利修复中

公司营收整体呈上升趋势，报表盈利波动幅度较大，近两年黄金价格上涨和产量增加增厚业绩。营收方面，FY2021 年公司营收同比增长 73.3%，跨过 25 亿美元后，整体保持稳定，FY2019-FY2024 年复合增速 12.1%，FY2024 年公司实现营收 33.67 亿美元，同比增长 28.8%。从营收结构上来看，公司主营业务收入来自黄金和银，其中黄金占比达到 95% 以上。

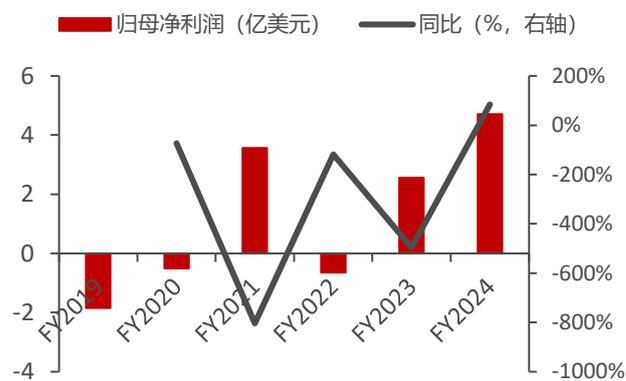
利润方面，过去 5 年公司归母净利润波动较大。FY2024 年公司归母净利润 4.71 亿美元，同比增长 84%，主要是黄金价格上涨和黄金销量增加推动。

图3: 公司营收情况



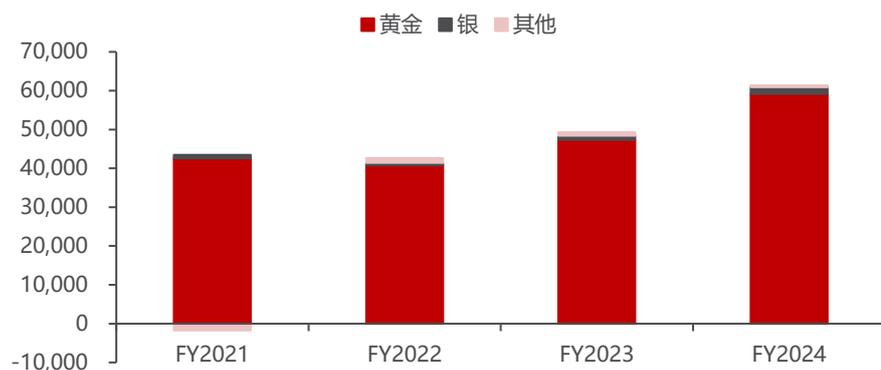
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图4: 公司盈利情况



资料来源: ifind, 公司定期报告, 民生证券研究院

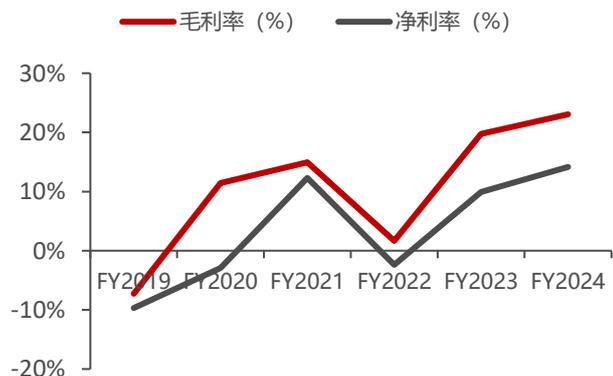
图5: 公司营收结构中黄金是主要收入来源 (单位: 百万美元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

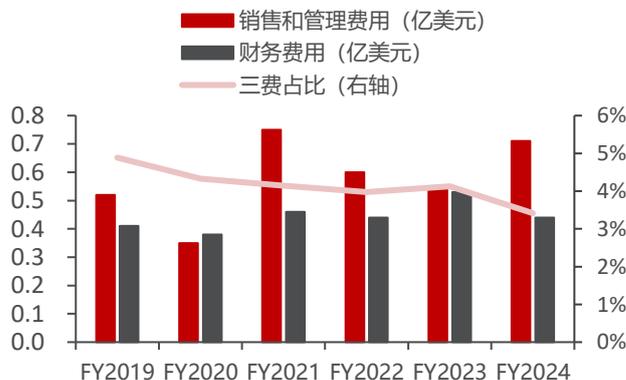
毛利率、净利率呈波动上升趋势，三费占比呈逐年下降趋势。FY2022 后公司毛利率、净利率向上修复，主要得益于金价上升。费用方面，公司三费支出中主要是销售和管理费用居多，三费自 FY2021 年有所抬升后保持稳定，而由于收入的增加，三费占比逐步走低。

图6: 公司毛利率、净利率情况



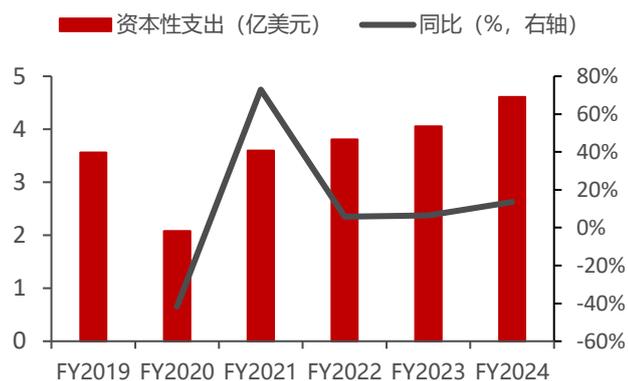
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7: 公司三费情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

资本开支整体稳定上升，资产负债率波动下降。资本支出方面，自 FY2021 年后保持逐年小幅上升，FY2024 年资本支出 4.6 亿美元左右。FY2019-FY2024 年间，公司资产负债率呈现下降趋势，FY2024 资产负债率降至 32%。

**图8：公司资本开支情况**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**图9：公司资产负债率**


资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2 资源主要集中南非，海外资源奠定未来发展空间

### 2.1 资源禀赋尚可，部分矿山增储潜力较大

从储量来看，截至 2024 年 6 月，公司持有矿山黄金储量合计为 886 吨，权益储量为 807 吨，其中地下矿山部分储量为 401 吨，占比 45.3%，平均品位达到 6.72g/t。白银储量合计为 420 吨，平均品位为 25.6g/t，铜储量合计为 233 万吨，平均品位为 1.23%。

从资源量来看，截至 2024 年 6 月，公司持有矿山黄金资源量（探明+控制+推测的）合计为 3336 吨，权益资源量为 3174 吨，其中地下矿山部分资源量为 2388 吨，占全部资源量比例 71%，地下部分未来增储潜力较大，平均品位达到 8.92g/t。白银资源量合计为 1440 吨，平均品位为 3.11g/t，铜资源量合计为 581.9 万吨，平均品位为 1.39%。

表3：截至 2024 年 6 月，公司矿山合计储量和资源量

品种	储量（证实+可信）			资源量（探明+控制+推测）		
	矿石（百万吨）	品位	金属量	矿石（百万吨）	品位	金属量
金	1409.4	-	886	2560.1	-	3336
银	16.4	25.6	420	463.1	3.11	1440
铜	190	1.23	2330	805.3	1.39	5819

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：品位的单位：黄金和白银为 g/t，铜为%

金属量的单位：黄金和白银为吨，铜为千吨

**黄金板块储量细分来看**，南非地下矿山、南非地表业务、巴布亚新几内亚地区黄金储量分别为 401、300、186 吨，权益储量分别为 401、300、107 吨。**分矿山来看**，**地下矿山方面**，主要是 Mponeng 和 Moab Khotsong 两座地下核心矿山资产，储量分别为 140、110 吨，占地下部分 62%。**地表业务方面**，公司主要是处理回收尾矿及废石堆中的黄金，在南非自由州和西北部地区公司仍然具备较多的回收资源以供地表业务的持续发展。**在巴布亚新几内亚地区**，公司未来重要的增量项目 Golpu 目前拥有 159 吨黄金储量，公司持股占比 50%，权益储量达到 80 吨。

表4: 截至 2024 年 6 月, 公司黄金储量为 886 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 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨
<b>南非地下</b>									
<b>Free State region</b>									
Tshepong North	3.0	4.77	14	2.0	5.57	11	5.0	5.09	25
Tshepong south	2.4	8.02	19	0.2	7.08	2	2.6	7.94	21
Joel	2.1	4.70	10	0.8	4.36	3	2.9	4.61	14
Masimong	0.8	4.36	3	0.2	4.59	1	0.9	4.40	4
Target 1	2.5	4.27	11	1.1	4.87	6	3.6	4.46	16
<b>Total Free State underground</b>	<b>10.7</b>	<b>5.33</b>	<b>57</b>	<b>4.3</b>	<b>5.20</b>	<b>23</b>	<b>15.0</b>	<b>5.29</b>	<b>80</b>
<b>West Rand region</b>									
Doornkop South Reef	4.8	4.01	19	8.7	4.51	39	13.6	4.33	59
Kusasaletu	2.0	6.33	13	0.001	3.82	0.004	2.0	6.33	13
Mponeng	4.5	9.67	43	10.9	8.86	97	15.4	9.09	140
<b>Total West Rand region</b>	<b>11.3</b>	<b>6.66</b>	<b>75</b>	<b>19.7</b>	<b>6.93</b>	<b>136</b>	<b>31.0</b>	<b>6.83</b>	<b>211</b>
<b>North West region</b>									
Moab Khotsong	3.4	7.69	26	10.3	8.14	84	13.6	8.03	110
<b>Total North West region</b>	<b>3.4</b>	<b>7.69</b>	<b>26</b>	<b>10.3</b>	<b>8.14</b>	<b>84</b>	<b>13.6</b>	<b>8.03</b>	<b>110</b>
<b>南非地下合计</b>									
	<b>25.4</b>	<b>6.23</b>	<b>158</b>	<b>34.3</b>	<b>7.07</b>	<b>242</b>	<b>59.6</b>	<b>6.72</b>	<b>401</b>
<b>南非地表</b>									
<b>Kraaipan Greenstone Belt</b>									
Kalgold	10.3	0.99	10	8.4	1.18	10	18.7	1.07	20
<b>Free State region - Surface</b>									
<b>Tailings</b>									
Other Free State tailings	86.5	0.27	23	585.5	0.22	131	672.0	0.23	154
Phoenix	24.3	0.29	7	-	-	-	24.3	0.29	7
Central	-	-	-	41.2	0.28	11	41.2	0.28	11
<b>Total Free State</b>	<b>110.9</b>	<b>0.27</b>	<b>30</b>	<b>626.8</b>	<b>0.23</b>	<b>142</b>	<b>737.6</b>	<b>0.23</b>	<b>173</b>
<b>North West region - Surface</b>									
<b>Tailings</b>									
Mispah	-	-	-	66.3	0.31	20	66.3	0.31	20
Vaal River tailings	-	-	-	139.3	0.30	41	139.3	0.30	41
Mine Waste Solutions	7.5	0.28	2	161.4	0.25	40	168.9	0.25	42
<b>Total North West</b>	<b>7.5</b>	<b>0.28</b>	<b>2</b>	<b>367.1</b>	<b>0.28</b>	<b>101</b>	<b>374.6</b>	<b>0.28</b>	<b>103</b>
<b>West Rand - Surface</b>									
West Wits tailings	-	-	-	12.3	0.32	4	12.3	0.32	4
<b>Total West Rand</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12.3</b>	<b>0.32</b>	<b>4</b>	<b>12.3</b>	<b>0.32</b>	<b>4</b>
<b>南非地表合计 (包括 Kalgold)</b>									
	<b>128.7</b>	<b>0.33</b>	<b>43</b>	<b>1014.5</b>	<b>0.25</b>	<b>257</b>	<b>1143.2</b>	<b>0.26</b>	<b>300</b>
<b>南非合计</b>									
	<b>154.1</b>		<b>201</b>	<b>1048.8</b>		<b>500</b>	<b>1202.8</b>		<b>701</b>
<b>巴布亚新几内亚</b>									
Hidden Valley	1.0	0.92	1	15.4	1.68	26	16.4	1.63	27
Hamata	-	-	-	0.1	1.68	0.2	0.1	1.68	0.2

Golpu	-	-	-	190	0.83	159	190	0.83	159
<b>巴布亚新几内亚合计</b>	<b>1.0</b>	<b>0.92</b>	<b>1</b>	<b>205.5</b>	<b>0.9</b>	<b>185</b>	<b>206.5</b>	<b>0.9</b>	<b>186</b>
<b>HV Hamata</b>	<b>1.0</b>	<b>0.92</b>	<b>1</b>	<b>15.5</b>	<b>1.68</b>	<b>26</b>	<b>16.5</b>	<b>1.63</b>	<b>27</b>
<b>全公司合计</b>	<b>155.1</b>		<b>202</b>	<b>1254.3</b>		<b>684</b>	<b>1409.4</b>		<b>886</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：表中 Golpu 为全部资源量，公司持有 50%

白银板块储量细分来看，主要是来自巴新项目 Hidden Valley 的伴生资源量，公司白银权益储量达到 420 吨，24 年白银产量达到 110.2 吨，银作为副产品用于抵扣黄金生产成本。

表5：截至 2024 年 6 月，公司白银储量为 420 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 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨
<b>巴布亚新几内亚</b>									
Hidden Valley	1.0	19.58	20	15.4	26.02	400	16.4	25.62	420

资料来源：公司公告，民生证券研究院

铜板块储量细分来看，主要是巴新 Golpu 大型铜矿项目，为公司未来重要的增量项目，该项目尚未生产，矿山储量达到 233 万吨，公司拥有其中 50% 权益，权益储量为 116.5 万吨，矿山禀赋较好，品位达到 1.23%。

表6：截至 2024 年 6 月，公司的铜储量为 233 万吨

项目	证实储量			可信储量			合计		
	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨
<b>巴布亚新几内亚</b>									
Golpu	-	-	-	190.0	1.23	2 330	190.0	1.23	2330

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：表中 Golpu 为全部资源量，公司持有 50%

黄金板块资源量细分来看，南非地下地区、南非地表业务、巴布亚新几内亚地区、澳大利亚地区黄金资源量分别为 2388、428、507、14 吨，权益资源量分别为 2388、428、344、14 吨。分矿山来看，地下矿山方面，Mponeng 和 Moab Khotsong 两座地下核心矿山资产资源量依然丰富，分别为 765、289 吨，此外则是 Tshepong North 和 Tshepong South 两座地下深矿井资源量较为丰富，整体来看公司地下矿山部分未来增储的空间较大。地表业务方面，资源量集中在南非自

由州和西北部地区的尾矿库、废石堆等回收资源，而唯一的露天金矿 Kalgold 资源量仅有 69 吨，储量仅为 20 吨，该矿年均产量 1 吨多，因此矿山仍可运营较长的时间。在巴新和澳大利亚地区，公司未来重要的增量项目 Golpu 及相关勘探权拥有 326 吨黄金资源量，公司持股占比 50%，权益资源量达到 163 吨，而澳洲的 Eva 铜矿增量项目伴生的黄金资源量为 14 吨。

表7：截至 2024 年 6 月，公司的黄金资源量为 3336 吨

项目	探明的			控制的			推测的			合计		
	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨
<b>南非地下</b>												
<b>Free State region</b>												
Tshepong North	14.3	11.98	172	6.1	10.53	65	7.9	10.16	80	28.4	11.16	317
Tshepong South	8.1	12.55	102	8.9	11.09	98	22.8	11.03	251	39.8	11.35	452
Joel	3.8	7.34	28	3.5	7.03	25	0.4	8.27	3	7.7	7.24	55
Masimong	2.5	9.42	24	0.4	8.83	4	0.01	8.97	0.1	3.0	9.33	28
Target 1	7.3	7.09	52	5.1	6.42	32	3.9	5.75	22	16.2	6.56	106
Target 3	0.6	9.19	6	2.9	10.17	30	1.2	8.66	11	4.8	9.66	46
<b>Total Free State Underground</b>	<b>36.6</b>	<b>10.44</b>	<b>382</b>	<b>27.0</b>	<b>9.42</b>	<b>254</b>	<b>36.2</b>	<b>10.16</b>	<b>368</b>	<b>99.8</b>	<b>10.06</b>	<b>1004</b>
<b>West Rand region</b>												
Doornkop South Reef	4.9	6.70	33	6.9	7.19	50	2.0	8.53	17	13.8	7.21	100
Doornkop Maln Reef	0.1	5.38	0.4	0.05	5.51	0.3	0.02	5.32	0.1	0.1	5.41	1
Doornkop Kimberley reef	18.1	3.36	61	12.1	3.15	38	10.1	3.28	33	40.3	3.28	132
Kusasaletu	1.6	11.99	19	5.7	9.99	57	2.4	8.81	21	9.7	10.02	97
Mponeng	5.6	16.95	96	21.0	14.56	306	32.1	11.34	364	58.8	13.03	765
<b>Total West Rand region</b>	<b>30.4</b>	<b>6.88</b>	<b>209</b>	<b>45.8</b>	<b>9.85</b>	<b>451</b>	<b>46.6</b>	<b>9.34</b>	<b>436</b>	<b>122.8</b>	<b>8.92</b>	<b>1095</b>
<b>Klerksdrop operation</b>												
Moab Khotsong	5.2	16.81	88	9.8	15.53	152	2.7	18.16	49	17.7	16.31	289
<b>Total North West region</b>	<b>5.2</b>	<b>16.81</b>	<b>88</b>	<b>9.8</b>	<b>15.53</b>	<b>152</b>	<b>2.7</b>	<b>18.16</b>	<b>49</b>	<b>17.7</b>	<b>16.31</b>	<b>289</b>
<b>南非地下合计</b>	<b>72.2</b>	<b>9.40</b>	<b>678</b>	<b>82.5</b>	<b>10.38</b>	<b>857</b>	<b>85.5</b>	<b>9.97</b>	<b>853</b>	<b>240.2</b>	<b>9.94</b>	<b>2 388</b>
<b>南非地表</b>												
<b>Kraaipan Greenstone Belt</b>												
Kalgold open-pit	18.7	1.09	20	22.6	1.30	29	7.9	1.60	13	49.2	1.27	62
Kalgod tailng dam	-	-	-	-	-	-	23.8	0.26	6	23.8	0.26	6
<b>Total Kalgold</b>	<b>18.7</b>	<b>1.09</b>	<b>20</b>	<b>22.6</b>	<b>1.30</b>	<b>29</b>	<b>31.7</b>	<b>0.60</b>	<b>19</b>	<b>73.0</b>	<b>0.94</b>	<b>69</b>
<b>Free State region - Surface Tailings</b>												

Other Free State tailings	169.3	0.27	46	585.5	0.22	131	15.5	0.19	3	770.3	0.23	180
Phoenix	44.9	0.27	12	-	-	-	-	-	-	44.9	0.27	12
Central	-	-	-	43	0.27	11	-	-	-	43	0.27	11
Waste rock dumps												
Free State WRD	-	-	-	0.1	0.55	0.04	11.6	0.44	5	11.7	0.44	5
<b>Total Free State</b>	<b>214.3</b>	<b>0.27</b>	<b>58</b>	<b>628.6</b>	<b>0.23</b>	<b>142</b>	<b>27</b>	<b>0.3</b>	<b>8</b>	<b>869.9</b>	<b>0.24</b>	<b>208</b>
<b>North West region -</b>												
<b>Surface</b>												
<b>Tailings</b>												
Mispah	-	-	-	66.3	0.31	20	4.8	0.21	1	71.1	0.3	21
Kop Paydam	-	-	-	11.2	0.21	2	-	-	-	11.2	0.21	2
Vaal River tallings	-	-	-	180.6	0.28	51	74.8	0.13	10	255.4	0.24	61
Mine Waste Solutions	59.8	0.21	13	161.5	0.25	40	-	-	-	221.3	0.24	53
Waste rock dumps												
Moab MOD	-	-	-	1.9	0.30	1	-	-	-	1.9	0.30	1
Vaal River WRD	-	-	-	-	-	-	2.5	0.24	1	2.5	0.24	1
<b>Total North West</b>	<b>59.8</b>	<b>0.21</b>	<b>13</b>	<b>421.4</b>	<b>0.27</b>	<b>115</b>	<b>82.1</b>	<b>0.14</b>	<b>11</b>	<b>563.3</b>	<b>0.25</b>	<b>138</b>
<b>West Rand region -</b>												
<b>Surface</b>												
<b>Tailings</b>												
West Wits tailings	-	-	-	38	0.32	12	-	-	-	38	0.32	12
Waste rock dumps												
West Wits WRD	-	-	-	0.2	0.37	0.1	-	-	-	0.2	0.37	0.1
<b>Total West Rand</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>38.2</b>	<b>0.32</b>	<b>12</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>38.2</b>	<b>0.32</b>	<b>12</b>
<b>南非地表合计 (包括 Kalgold)</b>	<b>292.8</b>	<b>0.31</b>	<b>91</b>	<b>1110.8</b>	<b>0.27</b>	<b>299</b>	<b>140.8</b>	<b>0.27</b>	<b>38</b>	<b>1544</b>	<b>0.28</b>	<b>428</b>
<b>南非合计</b>	<b>364.9</b>		<b>770</b>	<b>1193.3</b>		<b>1156</b>	<b>226.4</b>		<b>891</b>	<b>1785</b>		<b>2816</b>
<b>巴布亚新几内亚</b>												
Hidden Valley	1.8	0.86	2	45.3	1.34	61	1.0	1.12	1	48.1	1.32	63
Hamata	-	-	-	1.9	1.91	4	0.2	1.49	0.3	2.0	1.87	4
Wafi	-	-	-	54.0	1.66	89	20.0	1.37	26	74.0	1.58	114
Golpu	-	-	-	345.0	0.72	249	70.0	0.62	44	415.0	0.70	292
Nambonga	-	-	-	-	-	-	24.0	0.69	16	24.0	0.69	16
Kerimenge	-	-	-	-	-	-	16.4	1.07	18	16.4	1.07	18
<b>巴布亚新几内亚合计</b>	<b>1.8</b>	<b>0.86</b>	<b>2</b>	<b>446.1</b>	<b>0.90</b>	<b>402</b>	<b>131.6</b>	<b>0.80</b>	<b>105</b>	<b>579.5</b>	<b>0.87</b>	<b>507</b>
<b>澳大利亚</b>												
Little Eva	-	-	-	155.9	0.06	10	24.1	0.07	2	180.0	0.07	12
Bedford	-	-	-	2.1	0.15	0.3	1.3	0.13	0.2	3.4	0.14	0.5
Lady Clayre	-	-	-	5.1	0.15	1	1.1	0.08	0.1	6.2	0.14	1
Ivy Anne	-	-	-	5.2	0.07	0.4	1.2	0.07	0.1	6.4	0.07	0.5
<b>澳大利亚合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>168.3</b>	<b>0.07</b>	<b>12</b>	<b>27.7</b>	<b>0.08</b>	<b>2</b>	<b>196.0</b>	<b>0.07</b>	<b>14</b>
<b>全公司合计</b>	<b>366.7</b>		<b>771</b>	<b>1807.8</b>		<b>1570</b>	<b>385.6</b>		<b>998</b>	<b>2560.</b>		<b>3336</b>

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 表中 Golpu 为全部资源量, 公司持有 50%

白银板块资源量细分来看，主要是巴布亚新几内亚地区项目伴生的白银资源量，其中在产项目 Hidden Valley 伴生白银资源量 933 吨；未来增量项目 Golpu 伴生白银资源量 507 吨，权益资源量为 254 吨。

表8：截至 2024 年 6 月，公司的白银资源量为 1440 吨

项目	探明的			控制的			推测的			合计		
	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨									
<b>巴布亚新几内亚</b>												
Hidden Valley	1.8	18.96	34	45.3	19.28	873	1.0	26.29	27	48.1	19.42	933
Golpu	-	-	-	345.0	1.30	435	70.0	1.10	72	415.0	1.30	507
总计	1.8	18.96	34	390.3	3.35	1 308	71.0	1.39	99	463.1	3.11	1 440

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：表中 Golpu 为全部资源量，公司持有 50%

铜板块资源量细分来看，主要是集中在公司未来的增量项目上，其中巴新项目 Golpu 为铜金矿项目，拥有铜资源量 435 万吨，权益资源量 218 万吨，品位达 0.99%；澳大利亚 Eva 项目拥有铜资源量 147 万吨，品位处于平均水平，为 0.4%

表9：截至 2024 年 6 月，公司的铜资源量为 582 万吨

项目	探明的			控制的			推测的			合计		
	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨									
<b>巴布亚新几内亚</b>												
Golpu	-	-	-	345.0	1.10	3 800	70.0	0.86	600	415.0	1.10	4 300
Nambonga	-	-	-	-	-	-	24.0	0.20	47	24.0	0.20	47
巴布亚新几内亚总计	-	-	-	345.0	1.10	3 800	94.0	0.69	647	439.0	0.99	4 347
<b>澳大利亚</b>												
Little Eva				155.9	0.34	531	24.1	0.34	81	180.0	0.34	612
Turkey Creek				22.4	0.42	95	3.6	0.43	15	26.0	0.42	110
Blackard				79.0	0.48	375	40.3	0.44	176	119.2	0.46	551
Scanlan				17.4	0.58	101	7.6	0.45	34	25.1	0.54	135
Bedford				2.1	0.57	12	1.3	0.46	6	3.4	0.53	18
Lady Clayre				5.1	0.38	19	1.1	0.37	4	6.2	0.38	23
Ivy Anne				5.2	0.34	18	1.2	0.33	4	6.4	0.34	22
澳大利亚总计	-	-	-	287.2	0.40	1 150	79.1	0.41	321	366.3	0.40	1 472
全公司总计				632.2	1.5	4950	173.1	1.1	968	805.3	1.39	5819

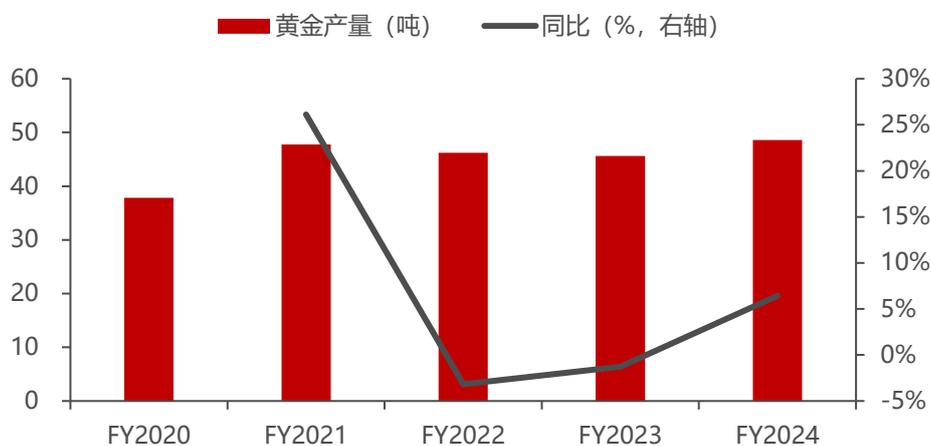
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 产量：近几年公司黄金产量稳中有升

公司近几年黄金产量稳中有升，黄金总产量从 FY2020 的 37.86 吨增长到 FY2024 年的 48.57 吨，复合增速为 5.1%，其中南非地下矿山产量占比最多。

从黄金产量来看，FY2021 年公司产量增长较多，增幅达到 21%，当年新增黄金产量近 10 吨，主要是公司 2020 年 10 月收购了 Mponeng 地下矿山的收购以及 Mine Waste Solutions 尾矿再处理公司所实现的并购产量增长，同时得益于矿山收购，公司废石堆回收业务由于可利用原料增加同样实现了黄金产量增长，共同形成了当年的增量。FY2022 年和 FY2023 年公司黄金产量有所下滑，一方面是废石堆场产量持续萎缩，主要是 Kopanang 工厂地表处理难以盈利而关闭以及可利用废石量下降；另一方面则是矿山端存在减量，Bambanani 和 Unisel 经济寿命接近尾声而陆续关闭，Hidden Valley 在 2022 财年由于输送机故障影响产量也出现阶段性的下滑。FY2024 公司共生产 48.57 吨黄金，同比增加 6.41%，产量出现回升，主要是 Mponeng 和 Hidden Valley 矿山因矿石品位提升明显实现产量增长，而 Mine Waste Solutions 公司因回收矿山品位和回收效率提升实现产量提升接近一吨。

图10：近几年公司黄金产量大体呈上升趋势



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表10：2020-2024 年公司细分矿山的黄金产量

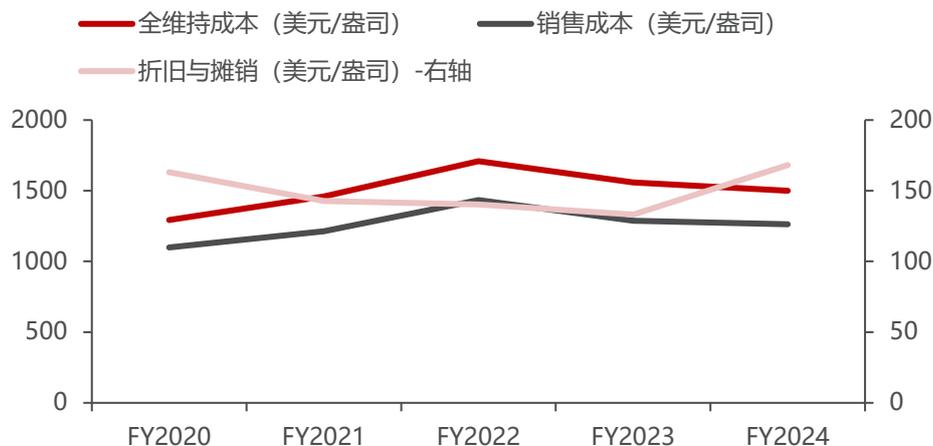
黄金产量 (吨)		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
南非地下项目	Moab Khotsong	6.59	7.17	6.51	6.67	6.60
	Mponeng	0.00	5.45	6.09	7.45	8.75
	Tshepong North	7.29	7.42	3.79	3.35	3.25
	Tshepong South	0.00	0.00	3.23	3.43	3.13
	Doornkop	2.99	3.67	3.44	4.21	3.47

	Joel	1.39	1.42	1.56	1.95	1.73
	Target 1	2.24	1.60	1.80	1.27	1.86
	Kusasaletu	3.01	4.00	4.57	3.46	3.84
	Masimong	2.00	2.01	1.91	1.96	1.78
	Bambanani	2.13	1.99	1.43	0.00	0.00
	Unisel	0.98	0.25	0.00	0.00	0.00
	<b>合计</b>	<b>28.64</b>	<b>34.97</b>	<b>34.32</b>	<b>33.75</b>	<b>34.41</b>
	Mine Waste Solutions (尾矿处理)	0.00	2.06	2.90	2.80	3.77
	Phoenix (尾矿处理)	0.82	0.78	0.77	0.83	0.92
南非地表项 目及尾矿回 收	Central plant reclamation (尾矿处理)	0.62	0.56	0.59	0.58	0.61
	Savuka (尾矿处理)	0.00	0.00	0.49	0.59	0.61
	废石堆场	1.75	3.58	2.32	1.54	1.72
	Kalgold	1.15	1.11	1.14	1.17	1.42
	<b>合计</b>	<b>4.35</b>	<b>8.09</b>	<b>8.20</b>	<b>7.52</b>	<b>9.06</b>
巴布亚新几 内亚	Hidden Valley	4.87	4.69	3.71	4.37	5.10
	<b>哈莫尼公司合计</b>	<b>37.86</b>	<b>47.75</b>	<b>46.23</b>	<b>45.65</b>	<b>48.57</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.3 公司黄金生产成本近几年波动上升

**公司黄金成本近几年波动上升。**黄金板块，公司全维持成本 (AISC) 从 FY2020 年的 1293 美元/盎司上升至 FY2022 年的 1709 美元/盎司，再下降至 FY2024 年的 1500 美元/盎司。成本的上升主要是受到了矿山深度增加、矿山老化、南非黄金产业的整体困境等因素的影响。例如，其运营的姆波能矿 (Mponeng) 为世界上最深的矿井之一，这些矿井的维护和深层开采导致运营成本增加。此外，通货膨胀、供应链等问题同样造成公司成本的上升。但是，2023 年及 2024 年公司采取了严格的成本管理措施，包括优化矿山管理和改善设备维护计划，以提高生产的可持续性，在控制成本及提高效率上有显著的成果，实现了成本的下降。

**图11: 近几年公司成本变化**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**表11: FY2020-FY2024 年公司细分矿山的黄金全维持成本**

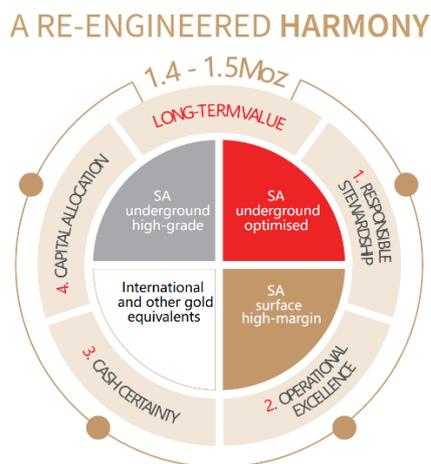
黄金全维持成本 (美元/盎司)		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
南非地下项目	Moab Khotsong	1126	1266	1513	1370	1329
	Mponeng	1333	1333	1771	1373	1306
	Tshepong North	1416	1647	2033	1708	1795
	Tshepong South	1289	1374	1725	1474	1667
	Doornkop	1642	1891	2011	1665	1905
	Joel	1623	2488	2475	3332	2593
	Target 1	1833	1644	1513	1871	1761
	Kusasaletu	1302	1544	1729	1621	1866
	Masimong	1039	1295	1742	1448	—
	Bambanani	1218	1580	—	—	—
	Unisel	1363	1515	1749	1581	1610
	合计	0	1216	1245	1262	1008
	Mine Waste Solutions	901	1034	1251	1144	1026
	Phoenix	774	1014	1083	1108	1075
南非地表项目及尾矿回收	Savuka Tailings	0	0	1258	989	1027
Dumps	962	1252	1443	1506	1349	
Kalgold	1371	1828	1973	1728	1579	
合计	1031	1285	1392	1338	1171	
巴布亚新几内亚	Hidden Valley	1120	1383	2067	1785	1352
哈莫尼公司合计		1293	1460	1709	1558	1500

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.4 分矿山来看，核心资产为南非地下矿山和巴新项目

公司将自身的资产组合分为四类：**1) 南非地下高品位矿山(SA underground high-grade)**：Moab Khotsong and Mponeng；**2) 南非地下优化矿山 (SA underground optimised)**：Doornkop, Kusasalethu, Joel, Target 1, Tshepong North, Tshepong South and Masimong；**3) 南非地表高利润项目 (SA surface high-margin)**：Mine Waste Solutions and other tailings retreatment operations, rock dumps and Kalgold；**4) 国际项目 (International)**：Hidden Valley, Eva copper project and Wafi-Golpu copper-gold project。

图12：公司的资产组合分类



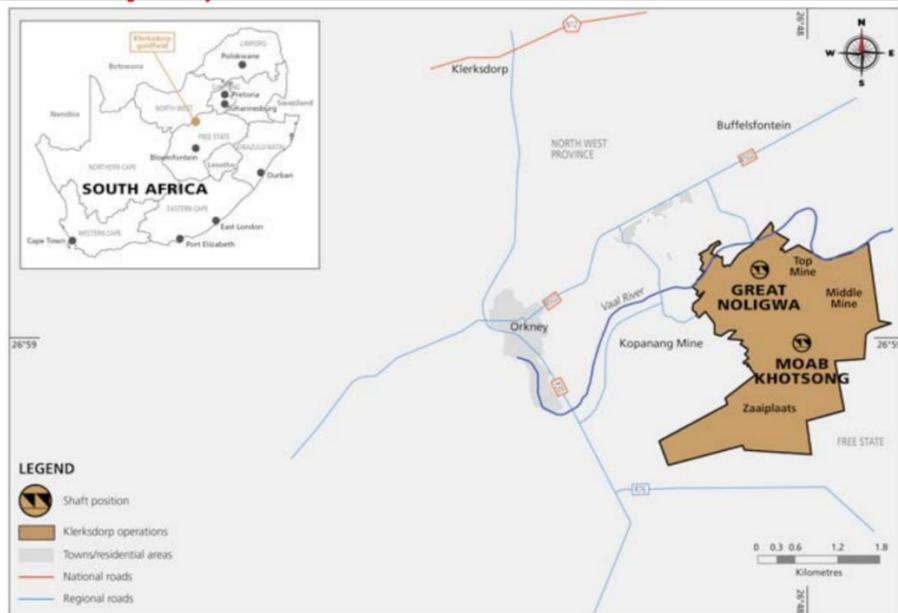
资料来源：公司官网，民生证券研究院

### 2.4.1 南非地下高品位矿山

FY2024 公司南非高品位地下矿产量占全公司黄金权益产量的 31.60%，包括 Moab Khotsong (产量占比 14%) 和 Mponeng (产量占比 18%) 两座矿山，FY2024 产量分别为 6.6 吨、8.75 吨。Mponeng 和 Moab Khotsong 都至少有 20 年的矿山寿命，未来可持续贡献黄金产量。

Moab Khotsong 是一个位于 Orkney 和 Klerksdorp 镇附近的地下矿山项目，距离约翰内斯堡西南约 180 公里。该矿于 2003 年开始生产，公司于 2018 年 3 月从 AngloGold Ashanti Limited 收购，持有 100% 权益。

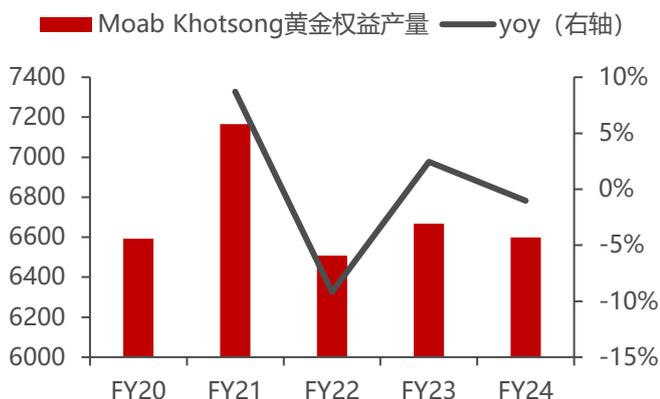
图13: Moab Khotsong 金矿地理位置



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

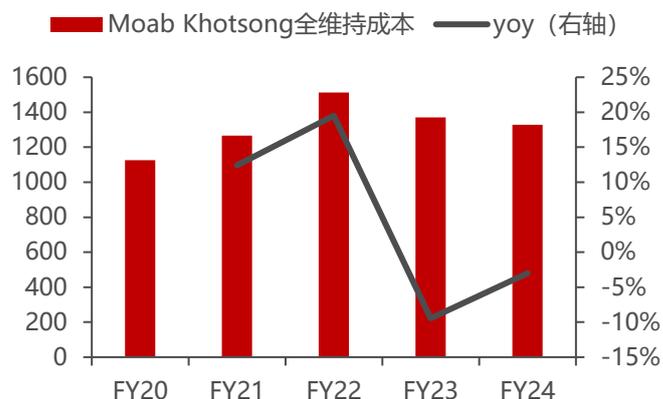
**产量方面**, 受到矿石品位和回收率下降等原因, FY22 产量相较 FY21 有所下降, FY23-24 原矿品位上升, 产量增加, FY24 黄金权益产量为 6.6 吨。**成本方面**, 随着原矿入选品位回升, FY23-24 全维持成本有所下降, FY24 全维持成本相较 FY23 下降 3.0%, 为 1329 美元/盎司。

图14: Moab Khotsong 金矿 FY20-FY24 黄金权益产量 (单位: kg)



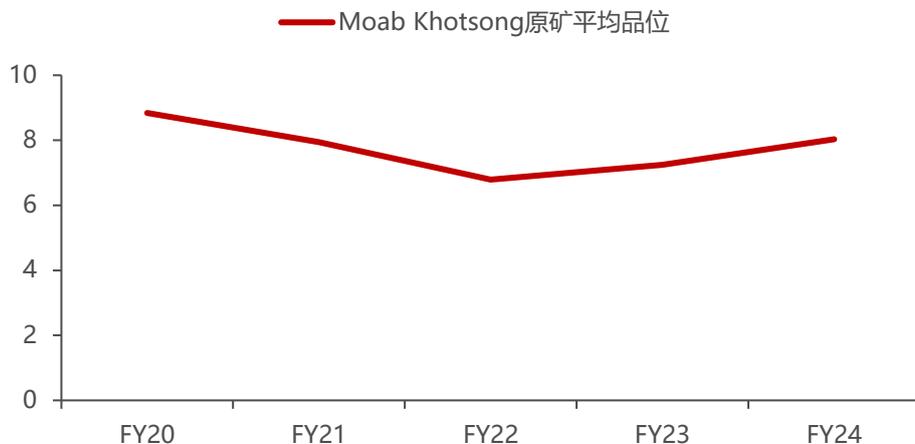
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: Moab Khotsong 金矿 FY20-FY24 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

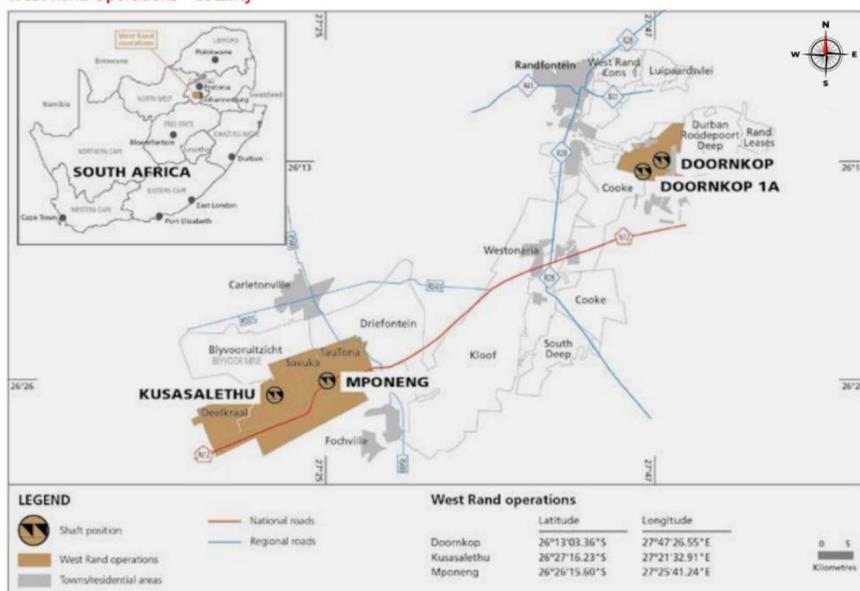
图16: Moab Khotsong 金矿 FY20-FY24 原矿入选品位 (g/t)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Mponeng 是一个位于 Carletonville 镇附近的地下矿山项目, 距离约翰内斯堡西南约 90 公里。该矿自 1986 年开始生产, 公司于 2020 年 10 月从 AngloGold Ashanti Limited 手中收购, 拥有 100% 权益, 目前是最深的金矿。

图17: Mponeng 金矿地理位置

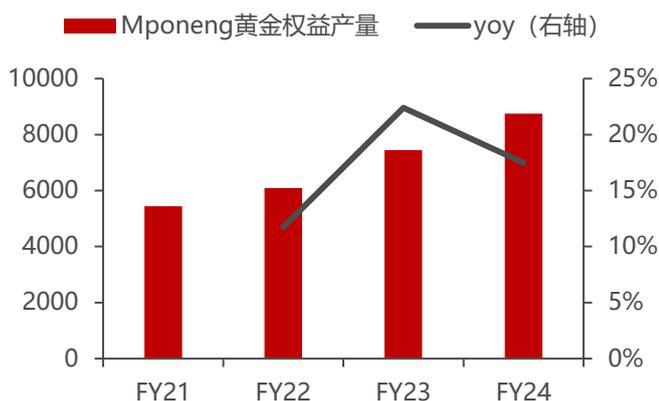


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**产量端**, 收购以来 Mponeng 产量持续增长, 是公司最大的单体金矿, FY24 产量同比增长 17.5%, 产量为 8.75 吨。**成本端**, 随着原矿品位逐年提高以及产量增长下, 矿山全维持成本在 FY23-24 下降明显, 其中 FY24 全维持成本相较 FY23

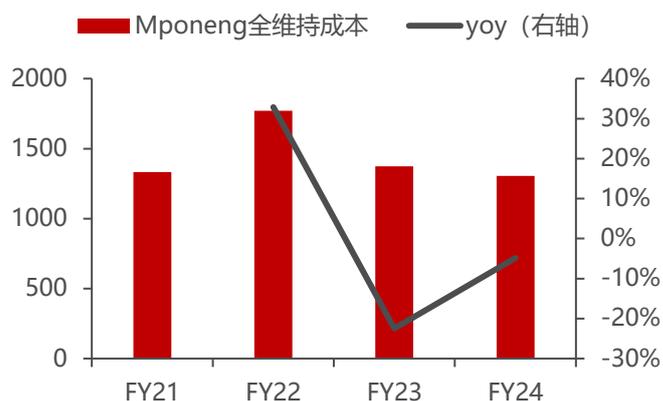
下降 4.8%，为 1306 美元/盎司。FY24，Mponeng 自由现金流达到 2.04 亿美元，占公司自由现金流比重最高，同比增长 78.4%。

图18: Mponeng 金矿 FY21-FY24 黄金权益产量 (单位: kg)



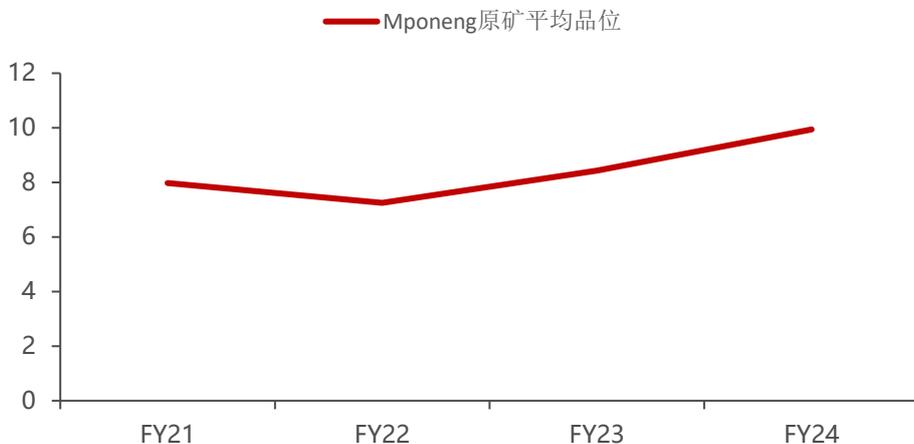
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: Mponeng 金矿 FY21-FY24 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20: Mponeng 金矿 FY21-FY24 原矿入选品位 (g/t)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 2.4.2 南非地下优化矿山

这部分资产包括了地下矿山中除了 Moab Khotsong 和 Mponeng 两座高品位矿山以外的其他所有地下矿山，FY2024 公司南非地下优化矿山产量占全公司黄金权益产量的 39.24%，合计产量达到 19.07 吨。这些矿山具体包括了 Tshepong North、Tshepong South、Doornkop、Joel、Target 1、Kusasaletu、Masimong、Bambanani (已关闭)、Unisel (已关闭)，其中在产的矿山尚有 7

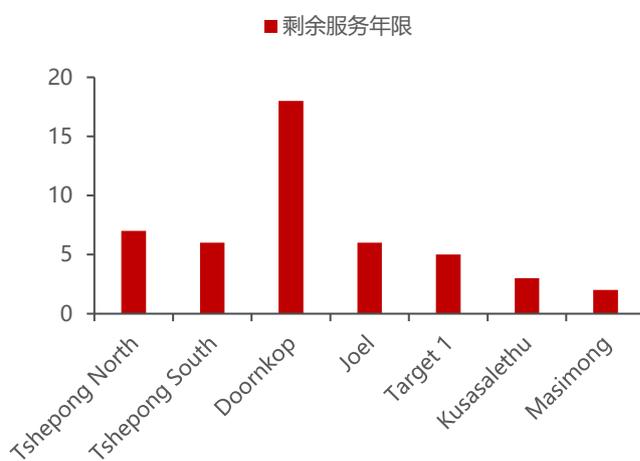
座, 这些矿山大多进入了生命周期后半阶段, 只有个别矿山还拥有较长的寿命, 这些矿山的储量占比仅为 17%, 资源量占比为 39%, 整体尚有一定增储潜力, 但所剩不多的储量或对未来的产量贡献形成挑战, 比较考验公司的运营管理。从近五年产量趋势来看, 这部分资产产量缓慢下降, 在地下矿山中产量占比从 77% 下降到 55%, 占公司产量比例从 58% 下降到 39%。但得益于良好的管理运营以及效率的提升, 这部分业务依然可以为公司贡献较好的利润, 但未来的增长则或许难以依赖这部分业务。

图21: 公司南非矿山布局



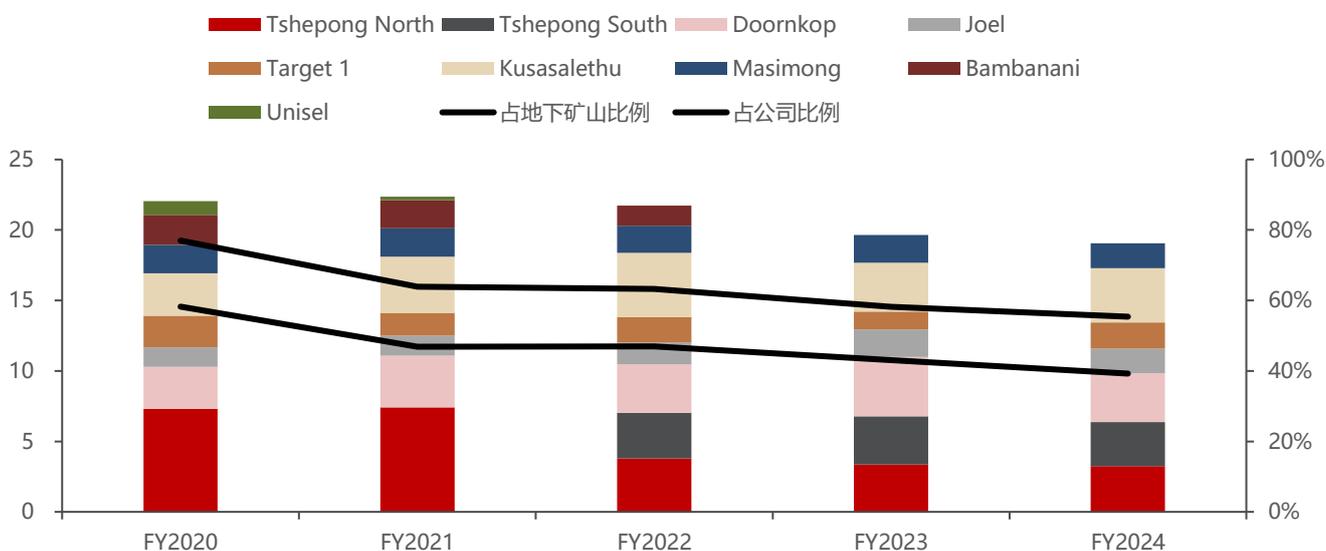
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 公司南非地下优化矿山大多进入生命周期后半段



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 南非地下优化矿山近 5 年产量变化趋势 (单位: 吨)



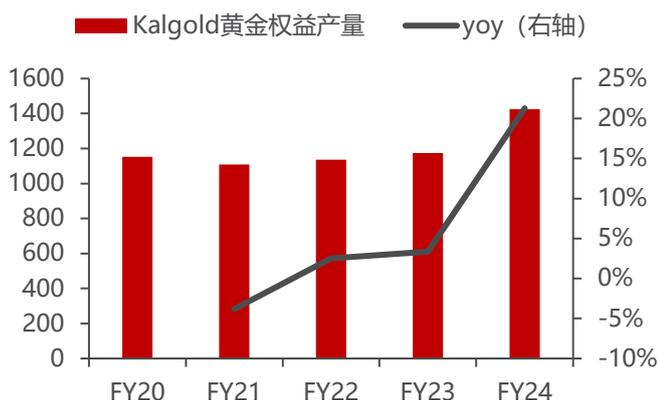
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 2.4.3 南非地表高利润项目

FY2024 公司南非高利润地表资产产量占全公司黄金权益产量的 18.66%，FY2024 合计产量达到 9.1 吨。公司南非地表业务主要包括两类，一类是公司在南非唯一的露天矿山 Kalgold（产量占比 2.93%）；另一类则是一些尾矿、废石堆回收项目，包括 Mine Waste Solutions、Phoenix、Central plant reclamation、Savuka 四个尾矿处理项目和废石堆回收项目。

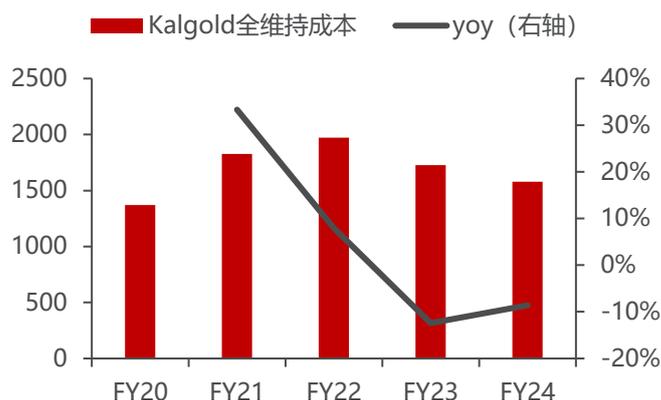
Kalgold 是位于西北省的一个长寿露天金矿，矿山剩余寿命 12 年，公司持有 100% 权益。产量端，随着原矿平均品位的提升，矿山产量 FY22 以来逐年增长，FY24 同比增长 21.28%，产量 1.43 吨。成本端，受益于原矿品位的提升，全维持成本自 FY22 以来逐年降低，FY24 全维持成本为 1579 美元/盎司。

图24: Kalgold 金矿 FY20-FY24 黄金权益产量 (单位: kg)



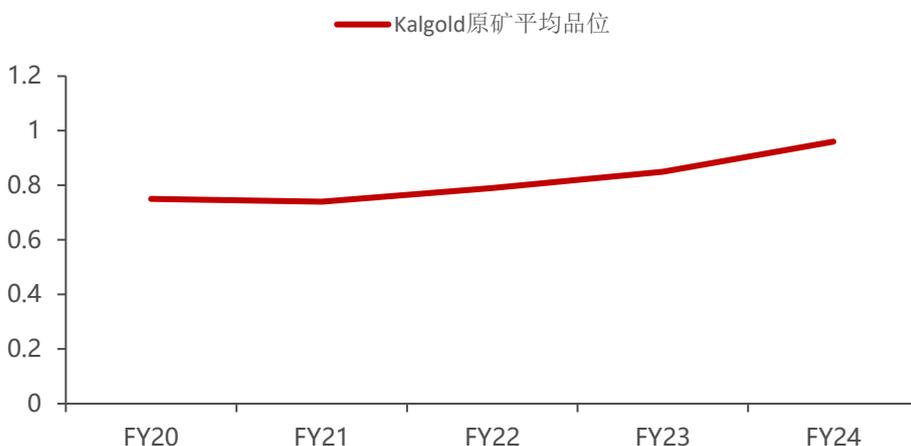
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图25: Kalgold 金矿 FY20-FY24 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

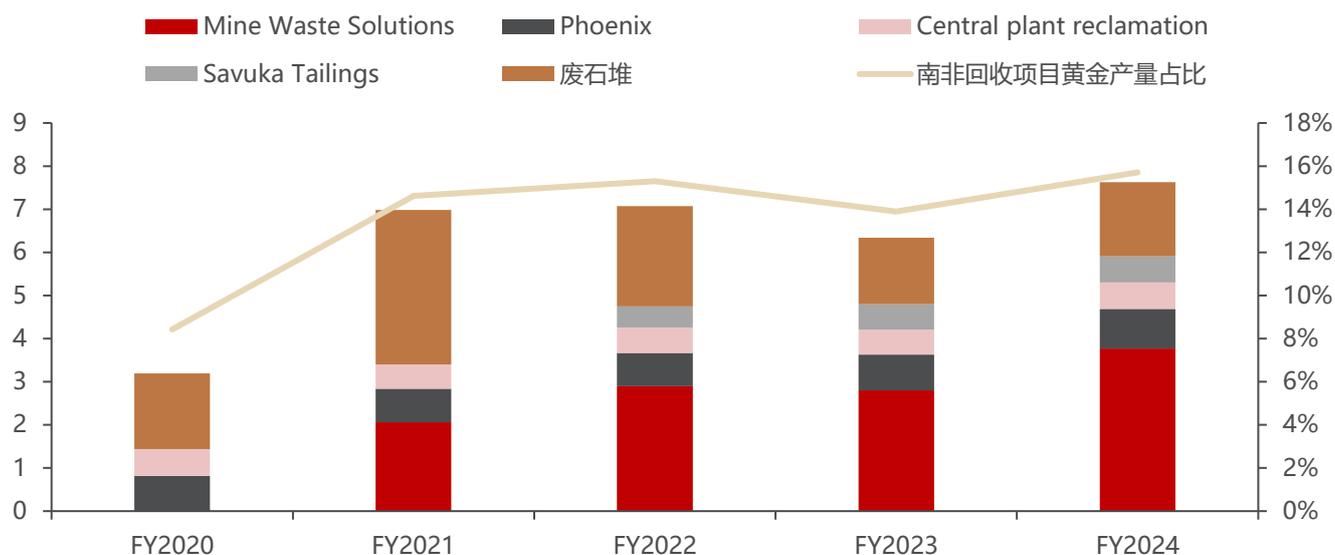
图26: Kalgold 金矿 FY20-FY24 原矿入选品位 (g/t)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司的尾矿回收项目是公司产量重要的补充来源，自 2020 年收购 Mine Waste Solutions (MSW) 实现产量增长以来，公司从低品位矿山和尾矿中回收实现的黄金产量维持在 6-7 吨左右水平，产量占比 15%左右。

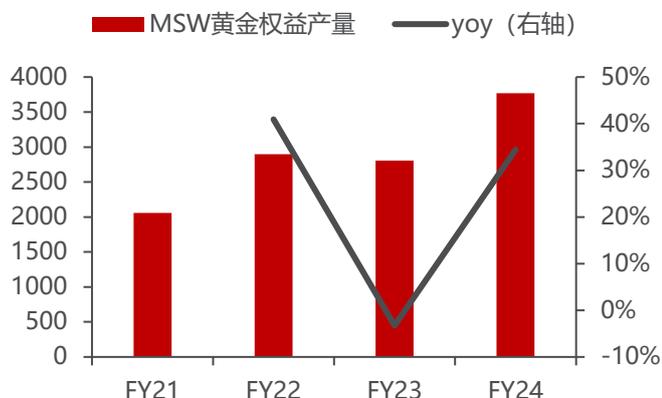
图27：南非回收项目近 5 年产量变化趋势（单位：吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

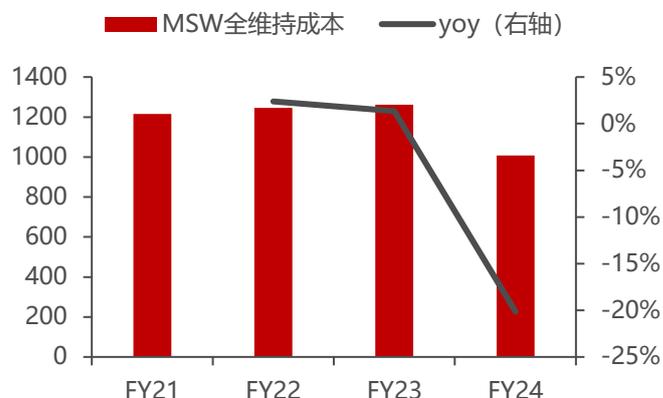
回收项目中产量最大的为 Mine Waste Solutions (MSW)，FY2024 产量为 3.77 吨，可以比得上一座地下矿山，在回收业务中产量占比 49.4%。Mine Waste Solutions (MSW) 是公司位于西北省 Klerksdorp 附近的尾矿回收项目，是公司几个尾矿回收项目中产量最高的。它主要重新处理分散在 Vaal 河和 Stilfontein 地区尾矿库中的低品位矿石，该项目为公司于 2020 年 10 月从 AngloGold Ashanti Limited 手中收购。**产量端**，FY24 回收品位提高至 0.166g/t，同时得益于回收效率改善，产量同比增长 34.4%，产量 3.77 吨。**成本端**，FY24 全维持成本同比降低 20.1%，为 1008 美元/盎司。

图28: MSW FY21-FY24 黄金权益产量 (单位: kg)



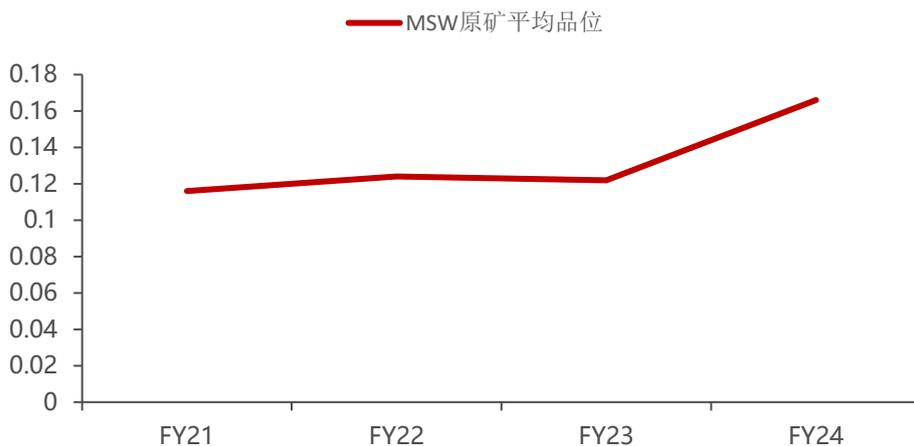
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图29: MSW FY21-FY24 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: MSW FY21-FY24 原矿入选品位 (g/t)

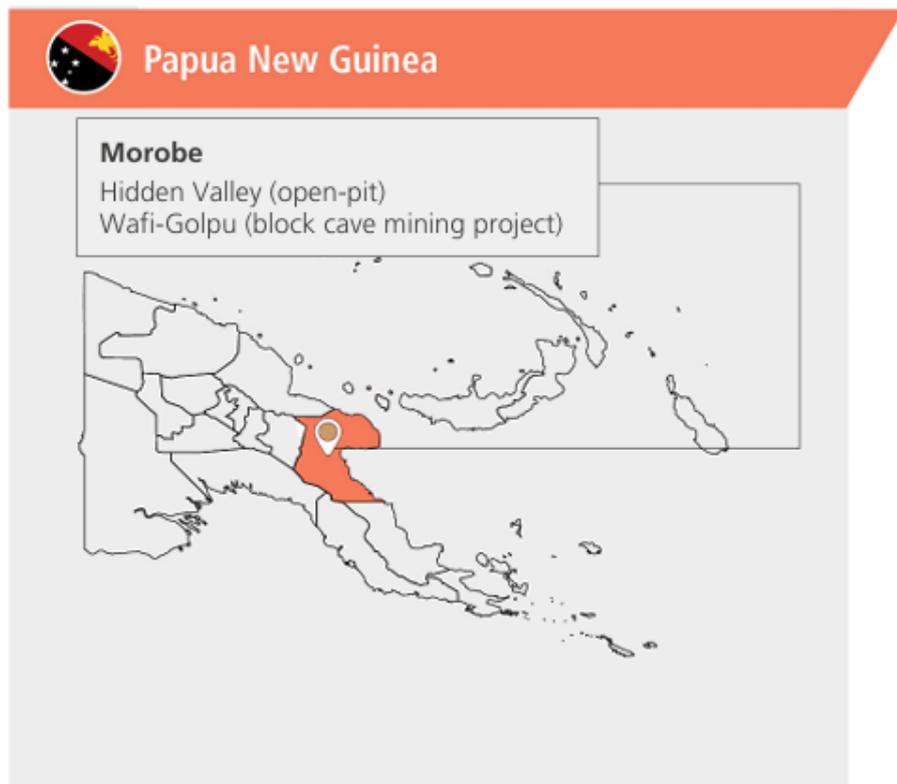


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

#### 2.4.4 国际项目: 巴布亚新几内亚 Hidden Valley

FY2024 公司国际资产产量占全公司黄金权益产量的 10.5%, 由 Hidden Valley 项目贡献, FY2024 产量达到了 5,1 吨。除了公司 100%持有的 Hidden Valley 矿山,公司在巴布亚新几内亚的资产还包括 Wafi-Golpu 项目(50%持股), Wafi-Golpu 项目是公司未来重要的增量项目, 目前尚未生产, 我们将其放在第三部分介绍。

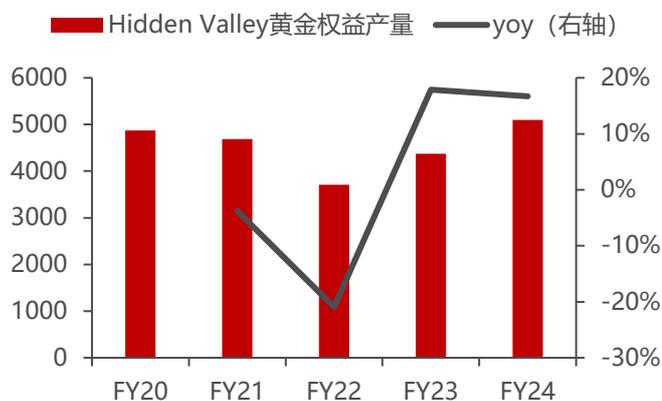
图31：公司巴布亚新几内亚矿山布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

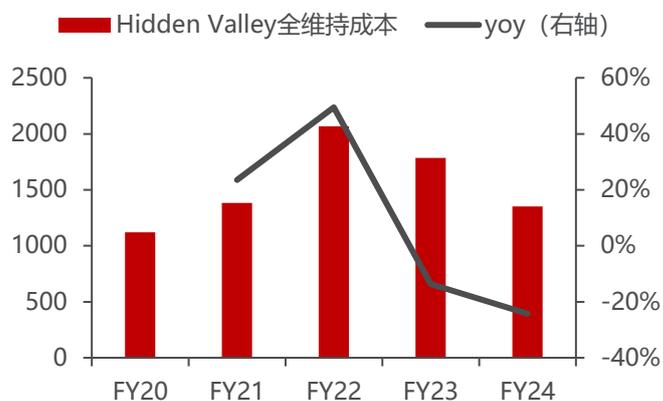
Hidden Valley 是位于巴布亚新几内亚莫罗贝省的一个露天金银矿，距离莫尔兹比港西北约 210 公里，公司 100% 持股。**产量端**，FY22 输送带遭到损坏，导致工厂长时间无法处理矿石，期间使用库存矿石加工，库存矿石品位较低拉低了当年平均矿石品位，产量也受到影响。FY24 通过开采 Kaveroi 和 Big Red 高品位区域产量同比增长 16.7%。**成本端**，FY24 受益于开采高品位地区，全维持成本同比降低 24.3%，为 1352 美元/盎司。

图32：Hidden Valley 金矿 FY20-FY24 黄金权益产量 (单位：kg)



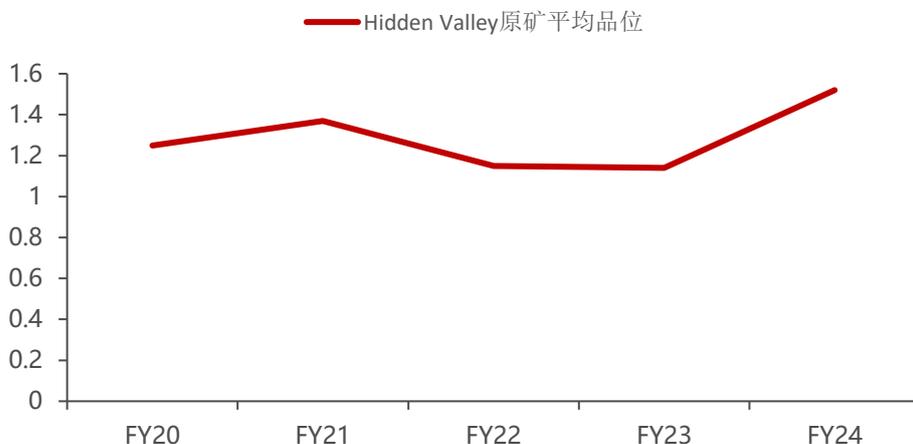
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图33：Hidden Valley 金矿 FY20-FY24 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34: Hidden Valley 金矿 FY20-FY24 原矿入选品位 (g/t)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3 远期增量: 目光转向海外, 金铜并重发展

#### 3.1 黄金产量预计稳定, 海外增量对冲南非减量

从战略目标上来看, 未来公司预计维持 1.4-1.5 百万盎司黄金产量 (约 43.5-46.6 吨), 整体产量预计维持稳定, 但产量分布区域变化较大, 主要增量来自海外。

分区域看:

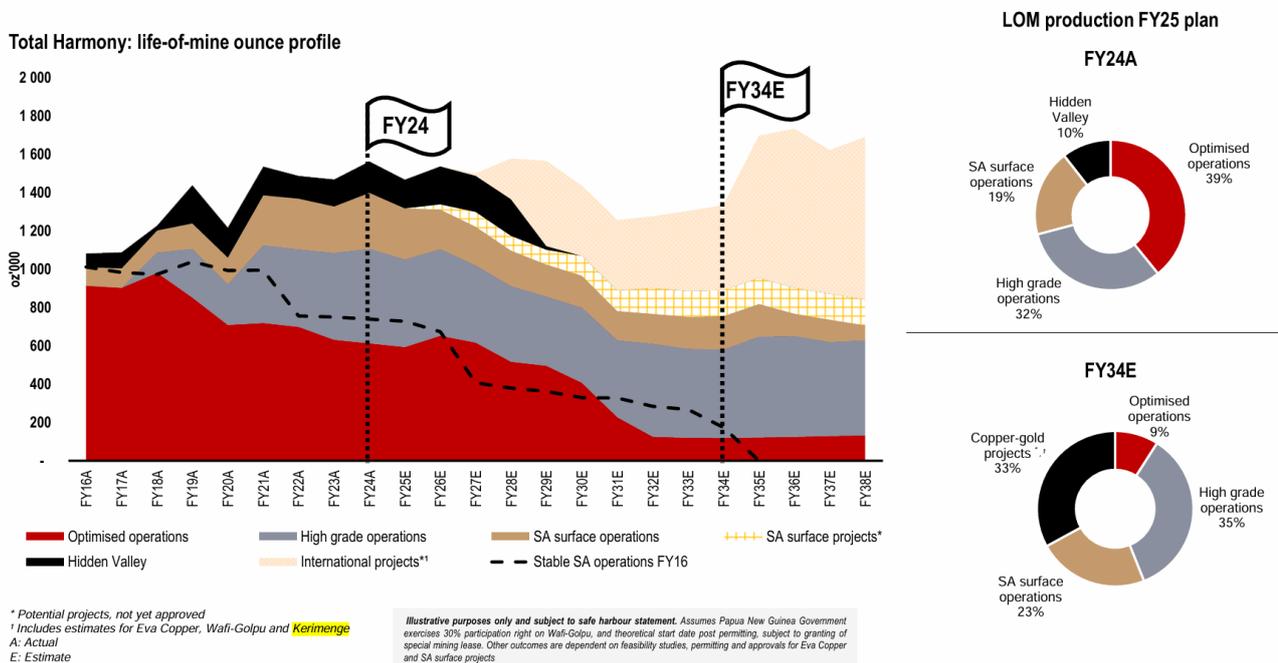
**南非地下矿山部分**, 公司预计高品位矿山将持续维持稳定生产, 得益于其仍有较长的服务年限, 公司预计 FY34 产量占比为 35%, 相较于 FY24 比例仍有小幅度提升;

**南非优化矿山部分**, 由于部分项目服务年限临近, 该部分的产量贡献将逐步萎缩, 至 FY34, 公司预计地下优化部分产量占比仅为 9%。

**南非地上处理部分**, 公司预计在当前项目继续维持以及未来潜在项目加持下, 产量贡献预计维持稳定, 至 FY34 产量贡献占比达到 23%, 较 FY24 也有小幅度提升。

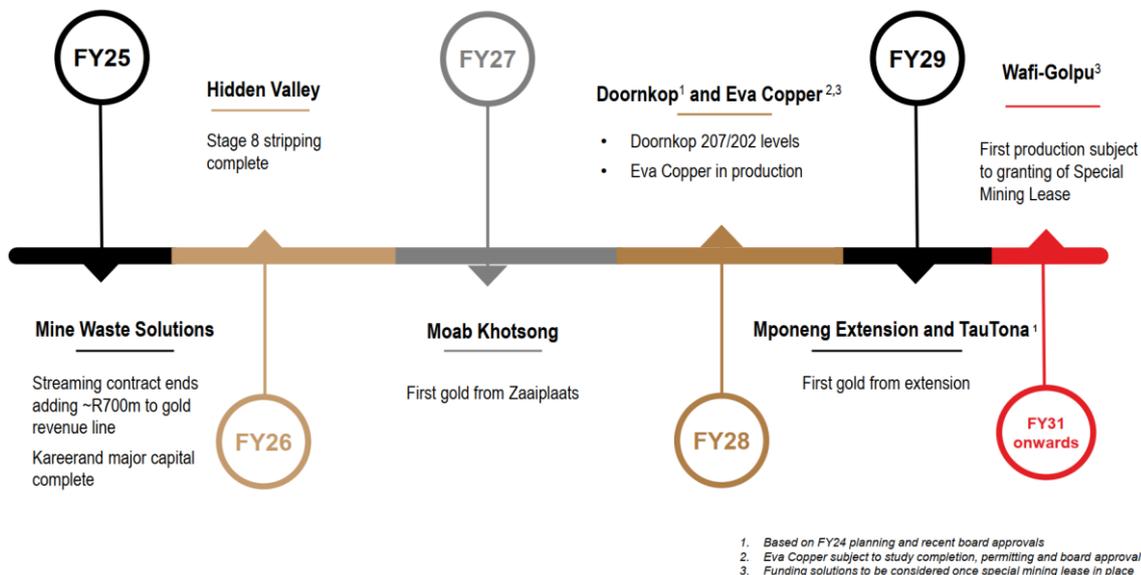
**公司未来主要的增长来源来自于海外资产**, FY24 公司海外在产资产仅有 Hidden Valley 一个项目, 产量占比为 10%, 该项目预计将在 FY2030 左右关闭, 而位于澳大利亚的 Eva copper 项目和位于巴布亚新几内亚的 Wafi-Golpu 项目将为带来黄金和铜的产量增量, 此外公司同样考虑了国际的潜在项目, 预计到 FY34, 国际资产项目的产量贡献占比将达到 33%。

图35：未来生产 1.4 百万盎司黄金当量的资产组合规划



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图36：公司主要项目规划时间线



资料来源：公司公告，民生证券研究院

具体项目上来看，公司现有七项项目，其中 2 项为增量项目，5 项为现有矿山寿命延长。位于巴布亚新几内亚的 Wafi-Golpu 和位于澳大利亚的 Eva Copper 将为公司贡献未来金和铜的增量。

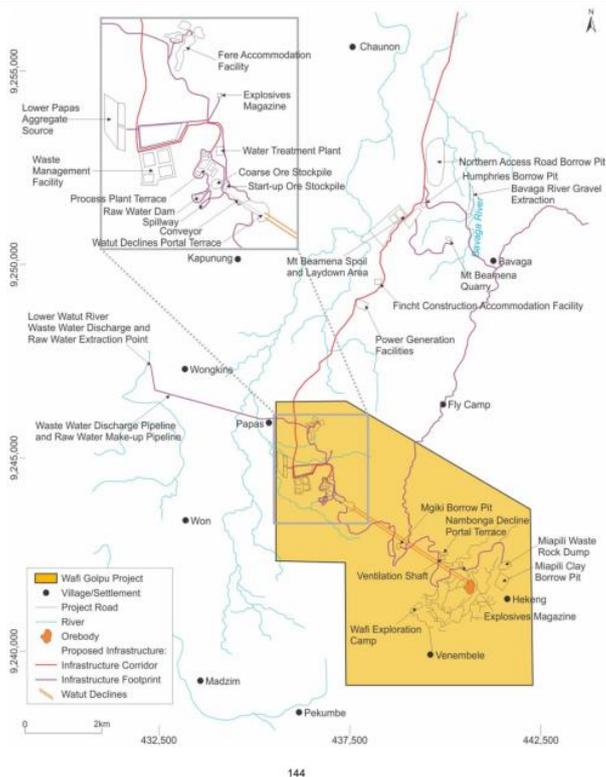
**表12: Harmony 项目汇总**

项目	项目属性	项目描述
Wafi-Golpu	远期勘探储备项目	由 Harmony 和纽蒙特各持有 50% 股份，是世界上最大的铜金项目之一，约占公司总矿产储量的 45.5%
Eva Copper	远期勘探储备项目	处于可行性更新阶段，将从六个露天矿开采原生铜和铜硫化物矿石，并通过铜精矿加工厂进行加工
MWS-Kareerand expansion	现有矿山寿命延长	该项目将 MSW 占地面积增加 340 公顷，并允许 MSW 运营高度达到 100 米
Hidden Valley LoM extension	现有矿山寿命延长	该项目的概念研究/预可行性研究考虑将 Kerimenge 矿产资源 (0.6 百万盎司) 和 Hidden Valley 矿产资源中当前 LoM 之外剩余的 1.6 百万盎司转换为可行的、低风险、高利润的资源。
Moab Khotsong-Zaaipiaats project	现有矿山寿命延长	该项目于 2021 年 10 月获得董事会批准实施。项目开采位于当前 Moab Khotsong 中部矿区下方的 Zaaipiaats 矿体
Mponeng extension	现有矿山寿命延长	该项目将通过开采当前基础设施下方的 VCR 和 CLR 矿体来延长 Mponeng 的矿山寿命。
Doornkop 207L&212L	现有矿山寿命延长	该项目将延伸 Doornkop 207 层和 212 层的矿体深度开采

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.2 项目细览：大型优质项目，未来贡献可观

**Wafi-Golpu: Wafi-Golpu 铜金项目位于巴布亚新几内亚莫罗贝省，该项目由 Harmony 和纽蒙特子公司各持有 50% 股份。Wafi-Golpu 黄金品位 0.86g/t，铜品位 1.2%，资源储量为 420 吨黄金和 435 万吨铜。该矿山预估可持续开采年限为 28 年，于 2018 年完成可行性研究，首次生产计划暂定于 2031 年，公司预计投入生产后每年产出 16.1 万铜和 26.6 万盎司黄金 (8.27 吨)。**

**图37: Wafi-Golpu 示意图**


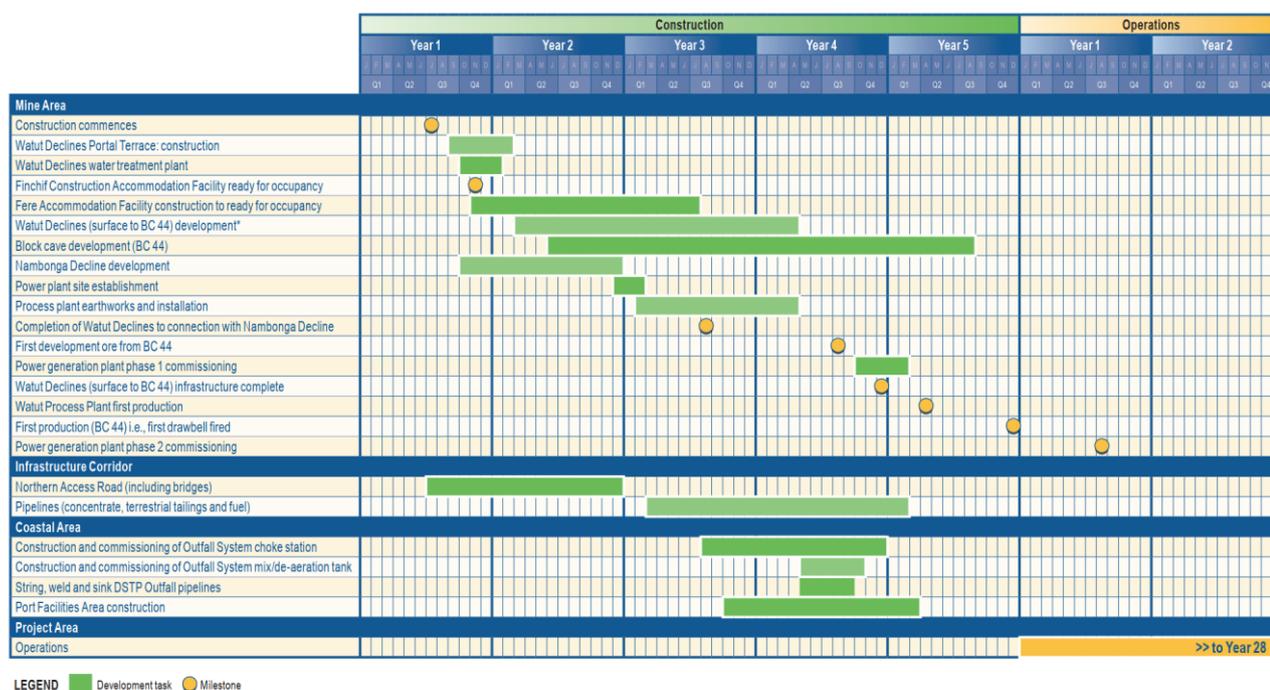
资料来源：Newmont 官网，Harmony 官网，民生证券研究院

**表13: Wafi-Golpu 铜金项目资源量情况**

金属	WAFI	GOLPU	NAMBONGA	小计
铜(万吨)	-	430	4.7	435
金(吨)	112	292	16	420

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

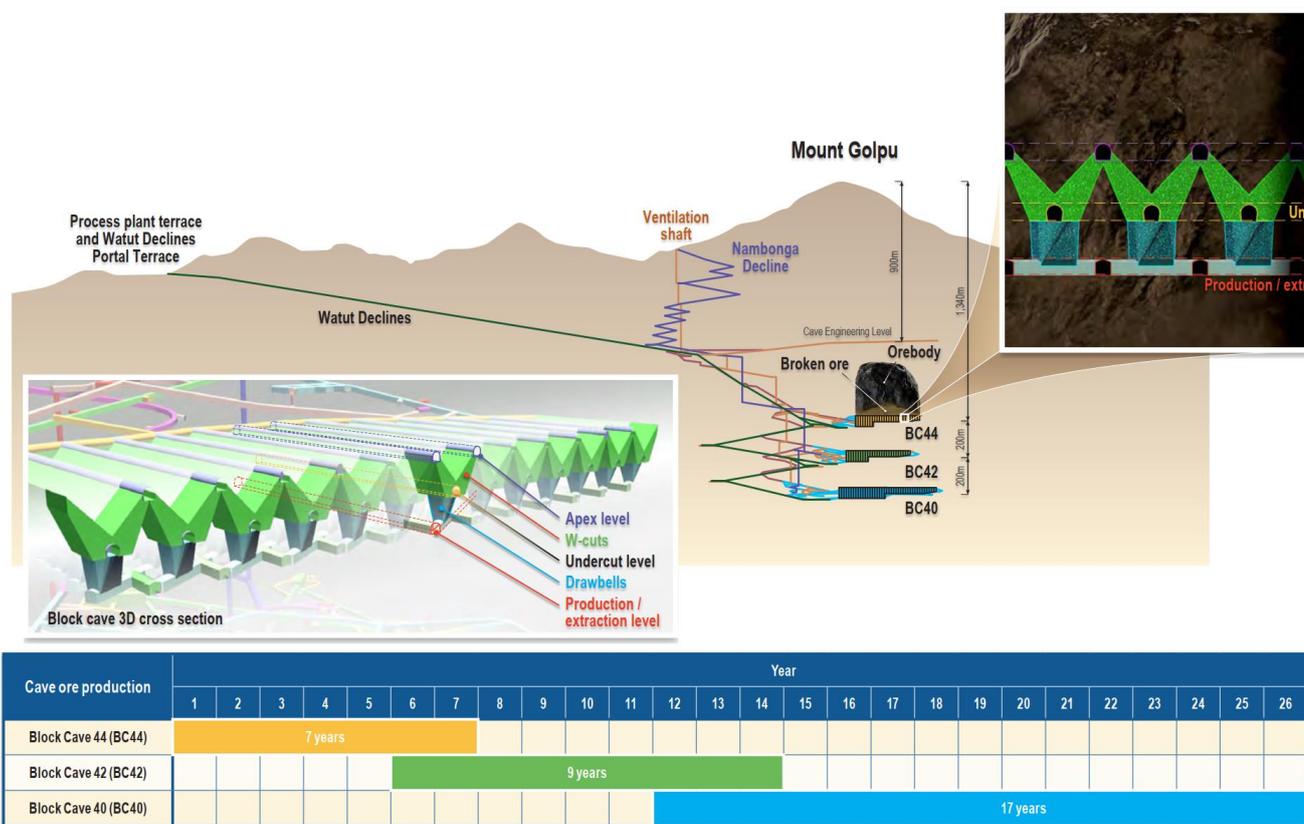
**Wafi-Golpu 铜金项目运营周期 28 年。**项目建设周期大约需要 5 年, 运营时间 28 年, 但建设开始时间取决于法定程序的完成以及获得巴布亚新几内亚国家和项目合资企业 (WGJV) 参与方的批准, 存在不确定性。

**图38: 建设和运营周期规划**


资料来源: Harmony 官网, 民生证券研究院

**Wafi-Golpu 项目主要采用崩落采矿法。**拟采用的崩落采矿法是一种利用近垂直矿体的受控坍塌来破碎和开采矿石的技术。这种地下采矿方法是一种低成本的大规模采矿方法, 可将矿山占地面积最小化

图39：项目主要使用崩落采矿法

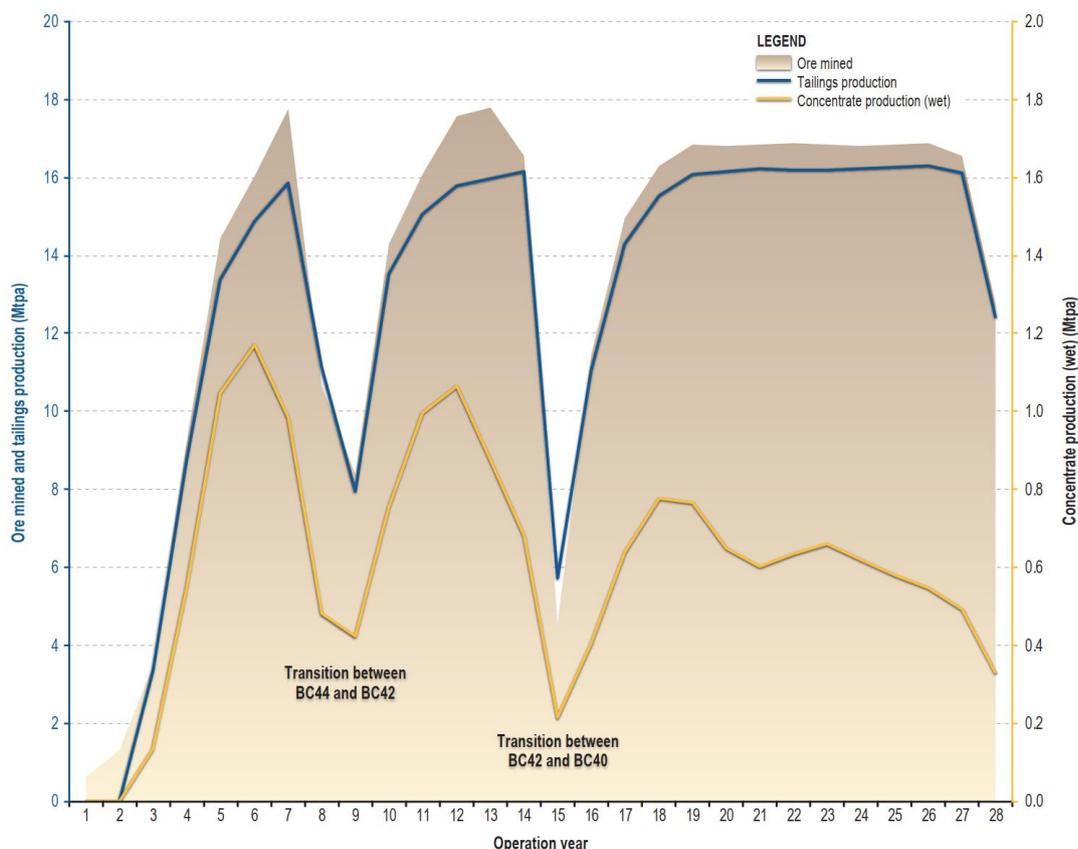


资料来源：Harmony 官网，民生证券研究院

**Wafi-Golpu 规划年处理矿山 1684 万吨，生产 16 万吨铜，8.27 吨黄金。**

在运营的前五年，矿石处理量将逐步提升至超过 1400 万吨/年，之后将逐步达到设计的 1684 万吨/年处理量。在矿山寿命期内，大约将处理 3.76 亿吨矿石。一旦 BC42 的塌陷区到达 BC44，这两个崩落采矿区将合并，BC44 的矿石开采将停止。矿石将在瓦图特加工厂 (Watum Process Plant) 使用常规的粉碎 (即破碎和研磨) 及浮选技术进行加工，以生产铜金精矿。达产状态下，项目每年将生产 16 万吨铜和 8.27 吨黄金

图40：项目矿石处理量规划



资料来源：Harmony 官网，民生证券研究院

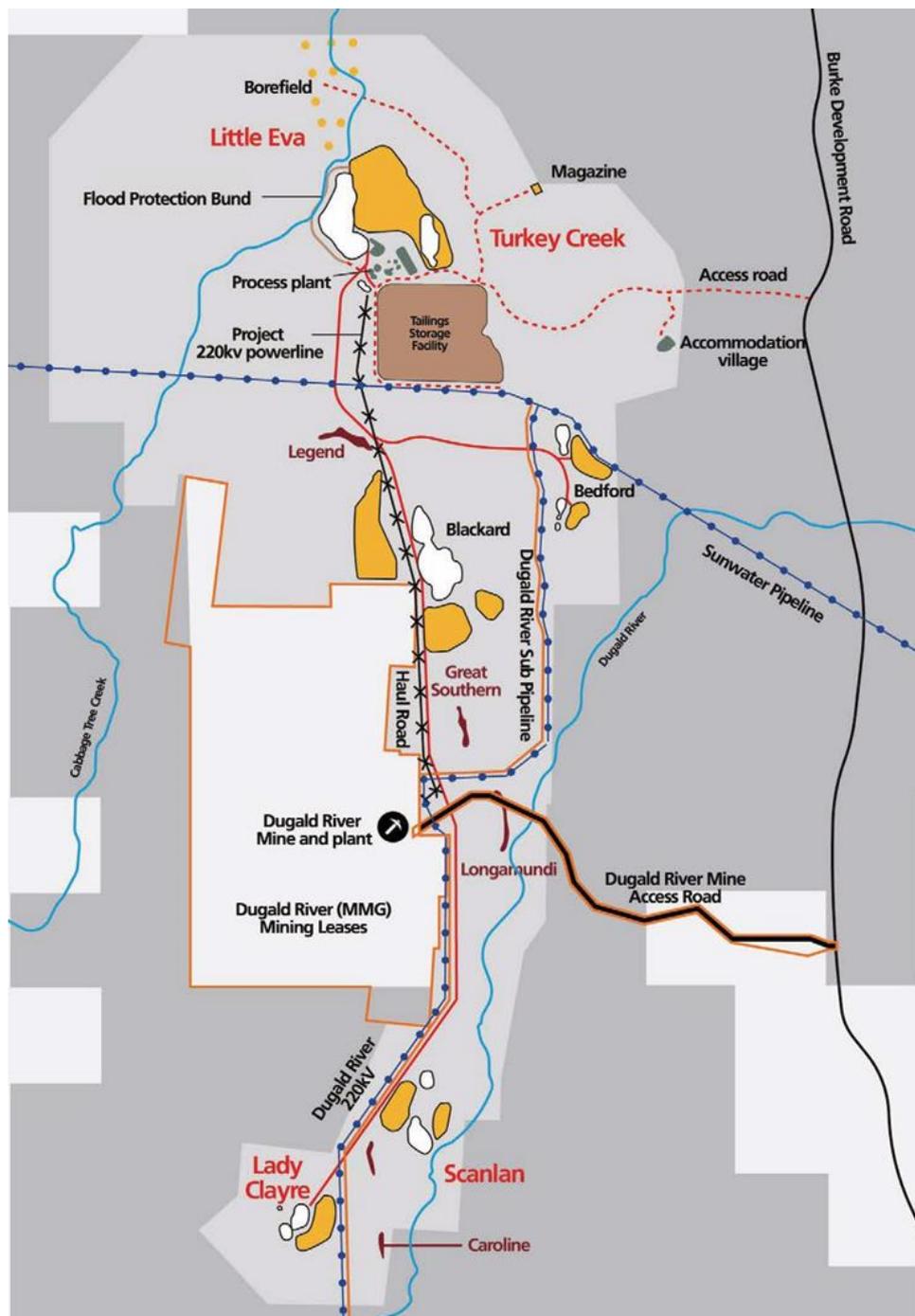
**Eva Copper 项目位于澳大利亚昆士兰州，公司 2022 年收购了 100% 的股权和 16 个勘探矿权。** Eva Copper 铜品位 0.40%，资源量为 147 万铜和 14 吨黄金。目前处于可行性研究更新阶段，未来将从六个露天矿开采原生铜和铜硫化物矿石，加工成铜精矿。公司预计项目在 FY2028 投产，寿命期内每年或生产 4.5 万吨铜和 0.44 吨黄金。

表14：Eva Copper 项目资源量情况

金属	Little Eva	Bedford	Lady Clayre	Ivy Anne	Turkey Creek	Blackard	Scanlan	小计
铜(万吨)	61.2	1.8	2.4	2.2	11.0	55.1	13.5	147
金(吨)	11.9	0.5	0.9	0.5	0.0	0.0	0.0	14

资料来源：公司公告，民生证券研究院

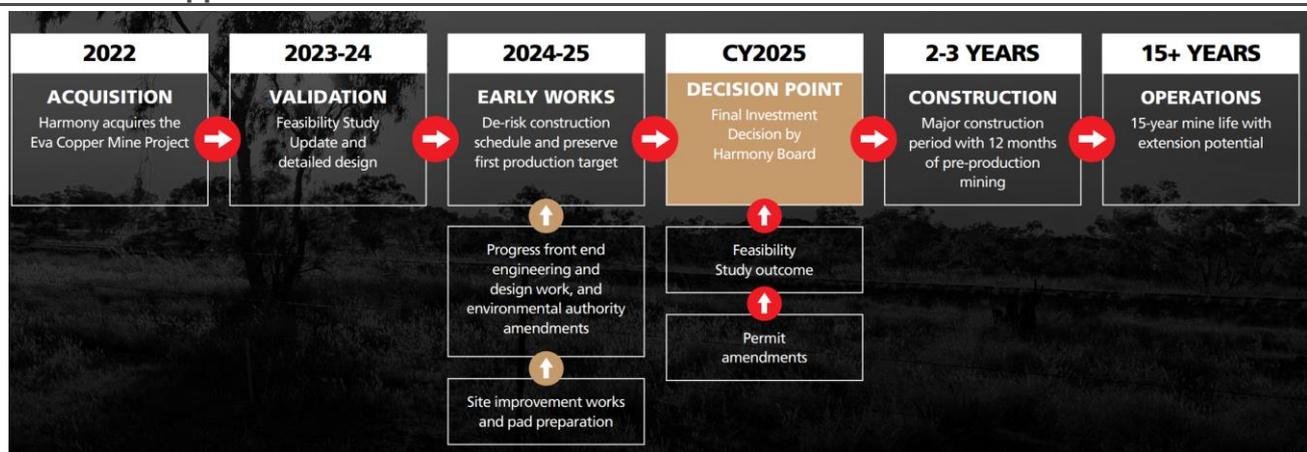
图41: Eva Copper 示意图



资料来源: Harmony 官网, 民生证券研究院

公司预计 2025 年完成项目可行性方案, 2028 年左右投产。项目目前处于可行性研究更新阶段, 公司预计 2025 年可行性方案出结果, 经过董事会批准进入 2-3 年的建设运营阶段, 整个项目的运营周期 15 年左右。

图42: Eva Copper 项目规划时间线



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3 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等相关金属矿物，其价格与金铜价格正相关，若价格下跌，会对公司盈利产生不利影响。

## 插图目录

图 1: 哈莫尼金矿发展历史 .....	4
图 2: 哈莫尼黄金资产布局图 .....	4
图 3: 公司营收情况 .....	6
图 4: 公司盈利情况 .....	6
图 5: 公司营收结构中黄金是主要收入来源 (单位: 百万美元) .....	6
图 6: 公司毛利率、净利率情况 .....	6
图 7: 公司三费情况 .....	6
图 8: 公司资本开支情况 .....	7
图 9: 公司资产负债率 .....	7
图 10: 近几年公司黄金产量大体呈上升趋势 .....	14
图 11: 近几年公司成本变化 .....	16
图 12: 公司的资产组合分类 .....	17
图 13: Moab Khotsong 金矿地理位置 .....	18
图 14: Moab Khotsong 金矿 FY20-FY24 黄金权益产量 (单位: kg) .....	18
图 15: Moab Khotsong 金矿 FY20-FY24 全维持成本 (单位: 美元/盎司) .....	18
图 16: Moab Khotsong 金矿 FY20-FY24 原矿入选品位 (g/t) .....	19
图 17: Mponeng 金矿地理位置 .....	19
图 18: Mponeng 金矿 FY21-FY24 黄金权益产量 (单位: kg) .....	20
图 19: Mponeng 金矿 FY21-FY24 全维持成本 (单位: 美元/盎司) .....	20
图 20: Mponeng 金矿 FY21-FY24 原矿入选品位 (g/t) .....	20
图 21: 公司南非矿山布局 .....	21
图 22: 公司南非地下优化矿山大多进入生命周期后半段 .....	21
图 23: 南非地下优化矿山近 5 年产量变化趋势 (单位: 吨) .....	21
图 24: Kalgold 金矿 FY20-FY24 黄金权益产量 (单位: kg) .....	22
图 25: Kalgold 金矿 FY20-FY24 全维持成本 (单位: 美元/盎司) .....	22
图 26: Kalgold 金矿 FY20-FY24 原矿入选品位 (g/t) .....	22
图 27: 南非回收项目近 5 年产量变化趋势 (单位: 吨) .....	23
图 28: MSW FY21-FY24 黄金权益产量 (单位: kg) .....	24
图 29: MSW FY21-FY24 全维持成本 (单位: 美元/盎司) .....	24
图 30: MSW FY21-FY24 原矿入选品位 (g/t) .....	24
图 31: 公司巴布亚新几内亚矿山布局 .....	25
图 32: Hidden Valley 金矿 FY20-FY24 黄金权益产量 (单位: kg) .....	25
图 33: Hidden Valley 金矿 FY20-FY24 全维持成本 (单位: 美元/盎司) .....	25
图 34: Hidden Valley 金矿 FY20-FY24 原矿入选品位 (g/t) .....	26
图 35: 未来生产 1.4 百万盎司黄金当量的资产组合规划 .....	27
图 36: 公司主要项目规划时间线 .....	27
图 37: Wafi-Golpu 示意图 .....	28
图 38: 建设和运营周期规划 .....	29
图 39: 项目主要使用崩落采矿法 .....	30
图 40: 项目矿石处理量规划 .....	31
图 41: Eva Copper 示意图 .....	32
图 42: Eva Copper 项目规划时间线 .....	33

## 表格目录

表 1: 哈莫尼的金矿资产.....	5
表 2: 哈莫尼铜矿资产.....	5
表 3: 截至 2024 年 6 月, 公司矿山合计储量和资源量.....	8
表 4: 截至 2024 年 6 月, 公司黄金储量为 886 吨.....	9
表 5: 截至 2024 年 6 月, 公司白银储量为 420 吨.....	10
表 6: 截至 2024 年 6 月, 公司的铜储量为 233 万吨.....	10
表 7: 截至 2024 年 6 月, 公司的黄金资源量为 3336 吨.....	11
表 8: 截至 2024 年 6 月, 公司的白银资源量为 1440 吨.....	13
表 9: 截至 2024 年 6 月, 公司的铜资源量为 582 万吨.....	13
表 10: 2020-2024 年公司细分矿山的黄金产量.....	14
表 11: FY2020-FY2024 年公司细分矿山的黄金全维持成本.....	16
表 12: Harmony 项目汇总.....	28
表 13: Wafi-Golpu 铜金项目资源量情况.....	29
表 14: Eva Copper 项目资源量情况.....	31

## 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