

➤ **盎格鲁黄金是全球第六大黄金矿企，资产分布集中在非洲区域。**（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 1998 年，通过持续的收并购，成长为全球第六大黄金矿企，2023 年黄金权益产量为 263.5 万盎司。（2）**深耕非洲金矿资源，黄金产量连年处于行业领先地位。**盎格鲁黄金是一家全球性的金矿开采公司，作为全球领先的黄金生产商之一，盎格鲁展现了卓越的开采能力和持续的竞争力，不仅在非洲这一传统黄金产地拥有深厚根基，更在美洲、澳洲等地积极拓展，成为跨越多国的黄金巨头。公司经营着多个列入世界顶级金矿行列的资产，包括 Geita、Siguiri 及 Tropicana 等金矿，这些顶级金矿的存在，确保了公司在全球黄金生产版图中的稳固地位。（3）**矿山进入成熟期，盈利压力渐显：**从财务指标上看，公司营收整体稳中有升，主要受益于黄金价格上涨。但公司在过去几年的盈利呈现下行趋势，主要受到产量下行及成本抬升影响，叠加重组等操作额外增加成本。从公司未来 5 年展望来看，2024 年起公司黄金产量将重回增长趋势，而成本基本保持稳定，公司利润有望得到修复。

➤ **公司坐拥多座世界级金矿，发展瓶颈渐显。资源禀赋来看，资源储量丰厚，**截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 28 百万盎司，平均品位为 1.66g/t，铜权益储量合计为 147 万吨，平均品位为 1.23%；公司的黄金权益资源量（探明+控制的）合计为 59.91 百万盎司，平均品位为 1.13g/t，铜权益资源量合计为 132 万吨，平均品位为 0.68%。**产量来看，矿山进入瓶颈期，黄金产量压力加大。**2023 年公司共生产 263.5 万盎司黄金（权益量），折 81.96 吨，同比减少 3.6%。从 2018 年以来，公司黄金权益产量持续下滑，2021 年受公共卫生事件和 Obuasi 矿山底柱事故影响产量大幅下滑，2022 年 Obuasi 有所回升，但产量总体仍然呈现下滑趋势，2018-2023 年公司黄金权益产量 CAGR 为 -2.0%。**成本端来看，公司黄金成本近几年持续上行。**公司黄金全维持成本（AISC）从 2018 年的 1,000 美元/盎司上升至 2023 年 1,628 美元/盎司，黄金成本上升主要由于销售成本和维持性支出的增加以及黄金销售量的减少。**分矿山来看，集中分布非洲区域，**非洲地区的核心资产（黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 58.5%）坦桑尼亚的 Geita 金矿，位于刚果金东北部的 Kibali 金矿，位于加纳的 Iduapriem 金矿和 Obuasi 金矿，以及位于几内亚的 Siguiri 金矿。公司在美洲的核心资产（黄金权益产量占比 20.2%）为 Expanded Silicon 金矿、North Bullfrog 金矿、Mother Lode 金矿和 Sterling 金矿；澳洲地区的核心资产（黄金权益产量占比 21.3%）为 Sunrise Dam 金矿和 Tropicana 金矿。

➤ **迟暮之年，尚能饭否？**我们认为公司拟作为全球黄金公司龙头，在产矿山已经成熟期，产量潜能有限，成本压力明显，未来的成长需要关注新矿山能否顺利投产：**1）新矿山能否如期投产。**公司预计盎格鲁黄金 2024、2025 年实现金板块年产量权益量 269 和 275 万盎司，对应 2024-2025 年 CAGR 分别为 2.09%、2.23%。其中，美洲地区增量增加 2.3 万盎司，澳洲地区增加 2.5 万盎司，非洲地区增加 6.7 万盎司。盎格鲁项目主要增量项目分别为加纳的 Obuasi 和美国内华达州的 Beatty 项目。其中 Obuasi 2023 年黄金产量为 22.4 万盎司，2026 年后产量将稳定在 40 万盎司之上。Beatty 位于美国内华达州。项目资源总量为 16.6 百万盎司，矿石总量为 1 百万盎司，预计投产后产量可达 50 万盎司。

➤ **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 任恒

执业证书：S0100523060002

邮箱：renheng@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

研究助理 范钧

执业证书：S0100124080024

邮箱：fanjun@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 有色金属周报 20241019：降息预期+避险需求，金价创新高-2024/10/19
3. 有色金属周报 20241013：国内外政策共振，商品价格继续上行-2024/10/13
4. 海外黄金股观察系列之一：巴里克黄金：历史积淀，资源底蕴熠熠生辉-2024/10/11
5. 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

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1 全球第六大黄金矿企，资产分布广泛	3
1.1 持续扩张，全球布局	3
1.2 整体经营稳健，盈利修复中	7
2 坐拥多座世界级金矿，禀赋优潜力大	10
2.1 全球领先黄金巨头，资源禀赋优异	10
2.2 产量：近几年公司黄金产量持续下滑	13
2.3 成本：公司黄金成本近几年持续上行	14
2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产	15
3 远期增量：资源潜力雄厚，产量平稳增长	28
4 风险提示	31
插图目录	32
表格目录	32

1 全球第六大黄金矿企，资产分布广泛

1.1 持续扩张，全球布局

公司通过持续收并购成长为全球第六大黄金头部矿企。盎格鲁黄金于 1998 年成立,通过整合 Anglo American Corporation of South Africa Limited (AAC) 及其关联公司,合并为一家单一、专注且独立的黄金公司。

1999 年: AngloGold 进行了一系列的收购,包括在北美和南美的 Minorco 的黄金权益,以及在澳大利亚的 Acacia Resources。

2000 年: 公司收购了包括马里的 Morila 矿、坦桑尼亚的 Geita 矿和南非的 OroAfrica 等在内的多个矿山的股份。

2004 年: AngloGold 与 Ashanti Goldfields Corporation 合并,成立了 AngloGold Ashanti Limited。同时,公司出售了其在澳大利亚的 Western Tanami 项目,并在俄罗斯与 Polymetal 形成了战略联盟。这一合并标志着公司向全球扩张的重要一步。

2005 年: 公司完成了对其对冲账目的重大重组,并签署了 7 亿美元的循环信贷设施; 公司出售了澳大利亚 Laverton 地区的勘探资产; 公司还获得了中国 Dynasty Gold Corporation 8.7% 的股份。

2006 年: 公司通过股权融资筹集了 5 亿美元,并收购了 Amikan 和 AS APK 两家勘探公司,作为与 Polymetal 战略联盟的初步贡献,同时与 B2Gold 共同成立新公司在哥伦比亚北部进行矿产勘探,并与 Antofagasta 合作探索哥伦比亚南部新金铜矿,公司正式进军铜板块。此外,公司实施员工持股计划和 Izingwe Holdings 的股权收购。

2008-2014 年: 在此期间, AngloGold Ashanti 进行了一系列的收购和出售,包括完全拥有 Golden Cycle、São Bento, 以及出售 Nufcor International Limited。

2015 年, 盎格鲁将美国的 Cripple Creek & Victor 矿出售给了 Newmont Mining Corporation。

2018 年, 盎格鲁出售了瓦尔河的资产, 以及在 Nufcor 和 Margaret Water Company 的全部权益。并且, TauTona 矿正在被有序关闭。

2019 年, Obuasi 金矿实现了首次浇注, 标志着自 2016 年采矿活动暂停以来, 该金矿成功开始重建为现代化的机械化采矿作业。

2020 年: AngloGold Ashanti 完成了其在南非剩余矿山的销售, 进一步简化了其资产组合。

2021 年: 公司完成了对 Corvus Gold 的收购, 这增强了其在内华达州的土地所有权。

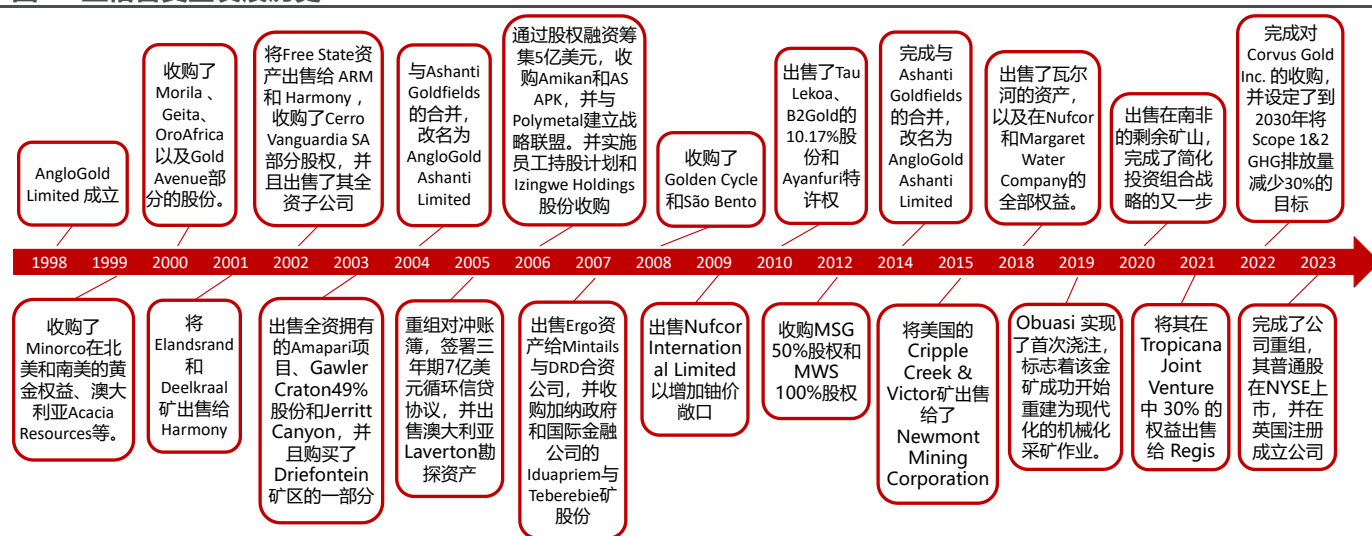
2022 年: 公司完成了对 Corvus Gold Inc. 的收购, 并在 10 月设定了到 2030

年将范围 1 和 2 的温室气体排放量减少 30%的目标（以 2021 年为基准年）。

2023 年：公司完成了公司重组，其普通股在纽约证券交易所（NYSE）主要上市，并将公司注册地迁至英国。

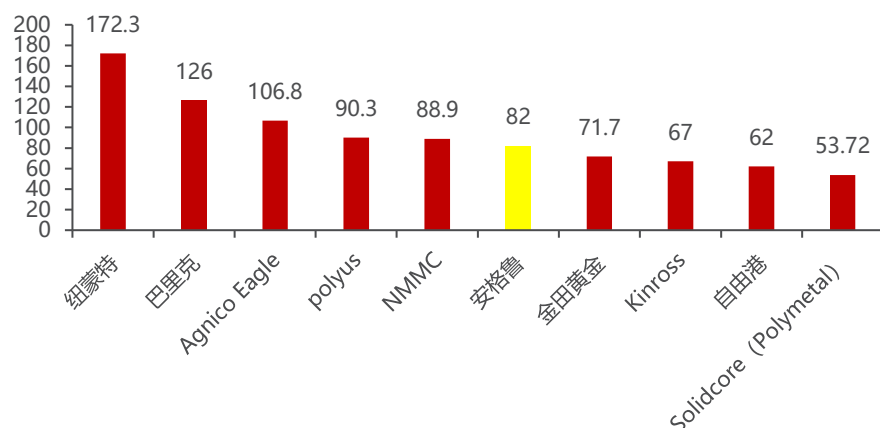
2024 年：公司以 25 亿美元的现金和股票收购其规模较小的竞争对手 Centamin，此次收购是 AngloGold 将其战略中心进一步转向非洲的重要标志。而 Centamin 的主要资产苏卡里金矿，将为 AngloGold 提供极具潜力的增长机会。

图1：盎格鲁黄金发展历史



资料来源：盎格鲁黄金官网，民生证券研究院

公司是全球第六大黄金生产商，黄金产量连年处于行业领先地位。安格魯黄金是一家全球性的金矿开采公司，作为全球领先的黄金生产商之一，安格魯展现了卓越的开采能力和持续的竞争力，不仅在非洲这一传统黄金产地拥有深厚根基，更在全球范围内积极拓展，成为跨越多国的黄金巨头。公司经营着多个列入世界顶级金矿行列的资产，包括 Geita、Siguiri 及 Tropicana 等金矿，这些顶级金矿的存在，确保了公司在全球黄金生产版图中的稳固地位。

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

公司拥有多元化且高质量的全球布局。安格鲁黄金的战略布局放眼全球，资源足迹遍及非洲、南美洲、大洋洲及北美洲四大洲，构建了多元化且高质量的业务项目与勘探活动。作为行业内拥有广泛贵金属资源的公司之一，安格鲁旗下拥有超过 10 个重要金矿项目，以及待产的铜矿项目，这些资源跨越 9 个国家，如加纳、几内亚、澳大利亚及阿根廷等矿业重镇，凸显了其在全球矿业版图中的广泛影响力与深远布局。特别是坦桑尼亚的 Geita 金矿、几内亚的 Siguiri 金矿，以及澳大利亚的 Tropicana 金矿，这些优质资产在 2023 年均实现了可观的黄金产量，分别为公司贡献了数十万盎司的黄金，进一步强化了安格鲁黄金在全球黄金生产领域的领导地位。

图3：盎格鲁黄金资产布局图



资料来源：盎格鲁黄金官网，民生证券研究院

表1：盎格鲁黄金的金矿资产

地区	国家	金矿	权益	2023 年权益产量 (万盎司)	状态
非洲	刚果	Kibali	45.0%	34.3	在产
	加纳	Iduapriem	100.0%	26.8	在产
		Obuasi	100.0%	22.4	在产
		Siguiri	85.0%	22.1	在产
	坦桑尼亚	Geita	100.0%	48.5	在产
澳洲	澳大利亚	Sunrise Dam	100.0%	25.2	在产
		Butcher Well	70.0%	/	待产
		Tropicana	70.0%	31.0	在产
		North Bullfrog	100.0%	/	待产
		Silicon	100.0%	/	待产
美洲	美国	Merlin	100.0%	/	待产
		Mother Lode	100.0%	/	待产
	阿根廷	Sterling	100.0%	/	待产
		Cerro Vanguardia	92.5%	15.2	在产
	巴西	AGA Mineração - Córrego do Sítio	100.0%	4.2	停产
		AGA Mineração - Cuibá	100.0%	25.2	在产
		AGA Mineração - Lamego	100.0%		在产

哥伦比亚	Serra Grande	100.0%	8.6	在产
	Gramalote	50.0%	/	待产
	La Colosa	100.0%	/	待产
	Quebradona	100.0%	/	待产

资料来源：公司年报，民生证券研究院

表2：盎格鲁黄金的铜矿资产

地区	国家	铜矿	权益	2023 年产量 (万吨)	2023 年权益产量 (万吨)	状态
美洲	哥伦比亚	Quebradona	100.0%	/	/	待产

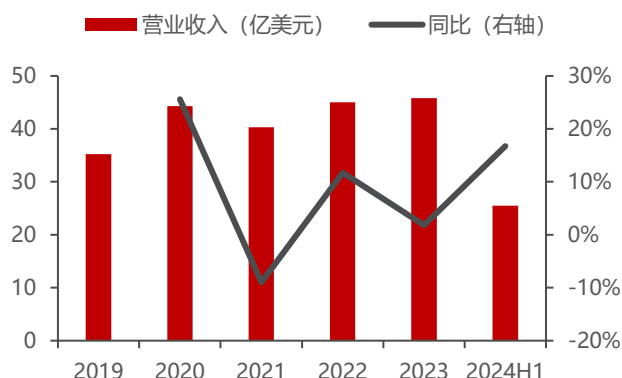
资料来源：公司年报，民生证券研究院

1.2 整体经营稳健，盈利修复中

公司营收整体稳中有升，主要受益于黄金价格上涨。营收方面，近些年公司营收整体稳中有增，2019-2023 年营收从 35.25 亿美元增长到 45.82 亿美元，复合增速为 6.8%，2024 年上半年公司实现营收 25.52 亿美元，同比增长 16.74%。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。

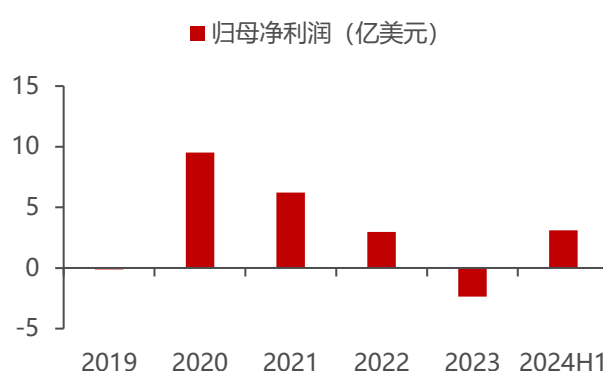
公司在过去几年的盈利呈现下行趋势，主要受到产量下行及成本抬升影响，叠加重组等操作额外增加成本。2020-2023 年公司归母净利润持续下滑，主要原因是产量下滑叠加成本的持续性上涨影响。2023 年，由于公司和阿散蒂公司重组产生相关的成本和相关税收拖累利润，导致利润为负。24H1，由于上半年黄金价格上升较多，因此公司利润有所上涨。

图4：公司营收情况

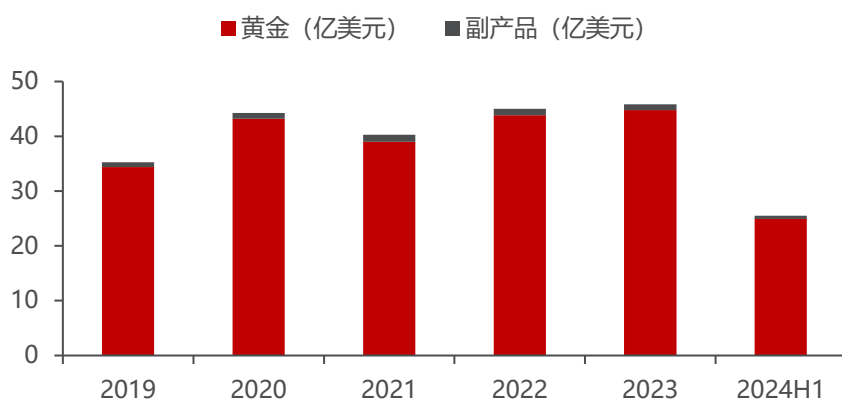


资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：公司盈利情况

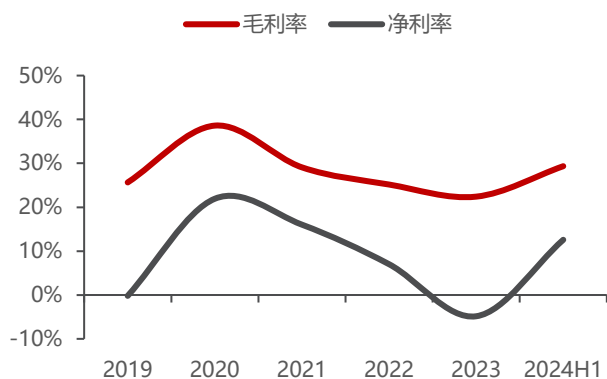


资料来源：ifind，公司定期报告，民生证券研究院

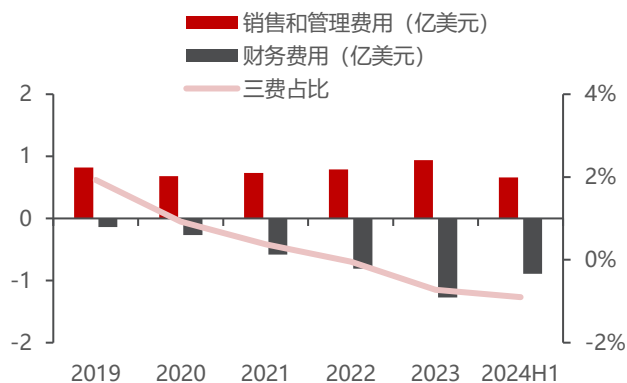
图6：公司营收结构中黄金是主要收入来源


资料来源：ifind，民生证券研究院

毛利率和费用较为稳定,费用占比逐步走低。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。费用方面,公司三费支出中销售与管理费用较为稳定,而财务费用一直为负值且绝对值逐年增大,主要系利息收入持续提升,使得费用占比也逐年下降。

图7：公司毛利率净利率情况


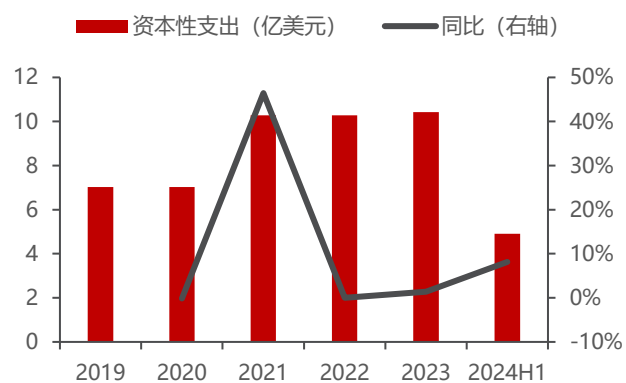
资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：公司三费情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

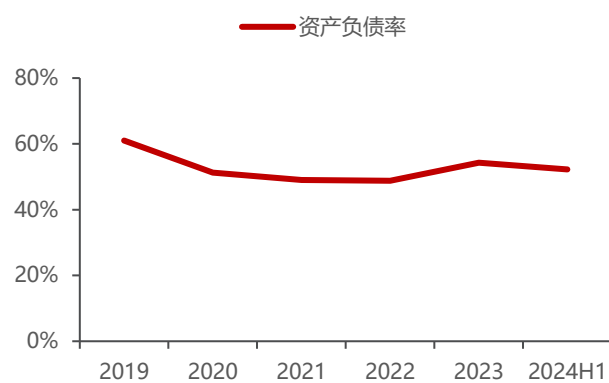
资产负债率基本稳定在 50%，资本开支抬升后稳定在 10 亿美金水平。公司资产负债率基本稳定维持在 50%左右。资本开支方面,2021 年明显抬升后维持稳定,当前资本性支出在 10 亿美金左右。

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

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 15 座矿山有储量（14 座金矿，1 座铜矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 28 百万盎司，平均品位为 1.66g/t，铜权益储量合计为 147 万吨，平均品位为 1.23%。

从资源量来看，公司旗下共有 22 座矿山有资源量（21 座金矿，1 座铜矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益资源量（探明+控制的）合计为 59.91 百万盎司，平均品位为 1.13g/t，铜权益资源量合计为 132 万吨，平均品位为 0.68%。

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 (百万盎司/百万吨)	矿石量 (百万吨)	品位	金属量 (百万盎司/百万吨)
金	526.84	1.66	28.07	1644.89	1.13	59.91
铜	120.01	1.23	1.47	194.06	0.68	1.32

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	\$1,400/oz	\$1,400/oz	\$1,750/oz	\$1,750/oz
铜	\$2.90/lb	\$2.90/lb	\$3.50/lb	\$3.50/lb

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，非洲地区、美洲地区和澳洲地区分别有 5、5、2 座矿山，黄金权益储量分别为 19、3、3 百万盎司（600、80、81 吨）。分矿山来看，公司体内前 5 大矿山分别为 Obuasi、Kibali、Geita、Siguiri、Iduapriem，储量占比分别为 25.4%、16.6%、11.9%、11.2%、7.6%，合计为 72.7%。

铜板块储量细分来看，美洲地区有 1 座矿山 Quebradona，铜权益储量为 1.47 百万吨。

表5：截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 28 百万盎司（873 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
非洲地区									
Kibali (45.0%)	13.82	3.44	1.53	33.36	2.92	3.13	47.18	3.07	4.66
Iduapriem	6.29	0.97	0.2	42.95	1.35	1.86	49.25	1.30	2.06
Obuasi	3.79	10.12	1.23	19.03	9.60	5.87	22.83	9.68	7.11
Siguiri (85.0%)	12.21	0.62	0.24	75.78	0.78	1.90	87.99	0.76	2.14
Geita	14.27	1.01	0.46	40.25	2.21	2.86	54.52	1.90	3.33
非洲地区合计	50.40	2.26	3.67	211.37	2.30	15.63	261.77	2.29	19.29
美洲地区									
Cerro Vanguardia (92.5%)	2.09	3.26	0.22	7.21	1.91	0.44	9.30	2.21	0.66
AGA Mineração - Córrego do Sítio	0.84	3.10	0.08	2.01	4.42	0.29	2.86	4.03	0.37
AGA Mineração - Cuiabá	1.67	5.10	0.27	3.91	4.99	0.63	5.58	5.02	0.90
AGA Mineração - Lamego	0.36	3.27	0.04	0.86	3.53	0.10	1.22	3.45	0.13
Serra Grande	2.41	2.84	0.22	3.07	2.79	0.28	5.48	2.81	0.49
美洲地区合计	7.38	3.52	0.83	17.06	3.15	1.73	24.44	3.26	2.56
澳洲地区									
Sunrise Dam	10.53	1.50	0.51	5.72	2.89	0.53	16.25	1.99	1.04
Tropicana (70.0%)	14.81	1.11	0.53	17.64	1.84	1.05	32.44	1.51	1.57
澳洲地区合计	25.33	1.27	1.04	23.36	2.10	1.58	48.69	1.67	2.61
预计项目									
Quebradona	—	—	—	120.01	0.67	2.60	120.01	0.67	2.60
North Bullfrog	—	—	—	71.93	0.43	1.00	71.93	0.43	1.00
预计项目合计	—	—	—	191.94	0.58	3.60	191.94	0.58	3.60
全公司合计	83.11	2.07	5.54	443.73	1.58	22.53	526.84	1.66	28.07

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均为各矿山权益量

表6：截至 2023 年底，公司的铜权益储量合计为 147 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 百万吨	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
Quebradona	—	—	—	120.01	1.23	1.47	120.01	1.23	1.47
美洲地区合计	—	—	—	120.01	1.23	1.47	120.01	1.23	1.47
全公司合计	—	—	—	120.01	1.23	1.47	120.01	1.23	1.47

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，非洲地区、美洲地区和澳洲地区分别有 5、5、3 座矿山，黄金权益资源量分别为 20、6、3 百万盎司（628、175、100 吨）。分矿山来看，公司体内黄金资源量前 5 大矿山分别为 Obuasi、Siguiri、Geita、Iduapriem、Kibali，资源量占比分别为 25.2%、15.7%、12.1%、8.6%、8%，合计为 69.6%。

铜板块资源量细分来看，美洲地区有 1 座矿山。铜权益资源量为 1.32 百万吨。

表7：截至 2023 年底，公司的黄金权益资源量（探明+控制的）合计为 60 百万盎司（1863 吨）

表1：截至2023年底，公司的黄金权益资源量（探明+控制的，合计为66.6百万盎司（1,005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 吨
非洲地区								
Kibali (45.0%)	刚果	5.79	3.65	0.68	18.11	2.83	1.65	72.35
Iduapriem	加纳	0.98	1.5	0.05	53.39	1.42	2.45	77.53
Obuasi		3.47	7.77	0.87	28.83	6.95	6.44	227.20
Siguiri (85.0%)	几内亚	—	—	—	128.41	1.11	4.57	142.03
Geita	坦桑尼亚	8.96	2.59	0.75	37.00	2.32	2.76	109.07
非洲地区合计		19.2	3.79	2.35	265.74	2.09	17.87	628.18
美洲地区								
Cerro Vanguardia (92.5%)	阿根廷	5.5	2.62	0.46	13.80	2.49	1.10	48.78
AGA Mineração - Córrego do Sítio	巴西	3.03	3.31	0.32	7.80	3.16	0.79	34.70
AGA Mineração - Cuiabá		3.39	8.31	0.91	3.22	6.08	0.63	47.81
AGA Mineração - Lamego		1.12	3.57	0.13	2.64	2.25	0.19	9.95
Serra Grande		3.51	3.33	0.38	8.36	2.69	0.72	34.14
美洲地区合计		16.57	4.13	2.20	35.82	2.99	3.43	175.38
澳洲地区								
Sunrise Dam	澳大利亚	15.49	1.89	0.94	18.82	1.87	1.13	64.58
Butcher Well (70%)		—	—	—	—	—	—	—
Tropicana (70.0%)		11.26	1.41	0.51	10.61	1.81	0.62	35.13
澳洲地区合计		26.75	1.69	1.46	29.43	1.85	1.75	99.71
预计项目								
Gramalote (50%)	哥伦比亚	—	—	—	—	—	—	—
La Colosa		—	—	—	833.49	0.87	23.35	726.31
Quebradona		45.15	0.37	0.54	148.91	0.34	1.60	66.82
North Bullfrog		—	—	—	42.02	0.31	0.42	12.91
Silicon	美国	—	—	—	121.56	0.87	3.40	105.90
Merlin		—	—	—	—	—	—	—
Mother Lode		24.33	0.63	0.49	35.91	0.92	1.06	48.28
Sterling		—	—	—	—	—	—	—

预计项目合计	69.48	0.46	1.03	1,181.90	0.79	29.84	960.22
全公司合计	132.00	1.66	7.03	1,512.89	1.09	52.88	1,863.48

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均为各矿山权益量

表8：截至 2023 年底，公司的铜权益资源量（探明+控制的）合计为 132 万吨

项目	国家	探明的			控制的			探明+控
		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	制的
								金属量 百万吨
美洲地区								
Quebradona	哥伦比亚	45.15	0.69	0.31	148.91	0.68	1.01	1.32
美洲地区合计		45.15	0.69	0.31	148.91	0.68	1.01	1.32
全公司合计		45.15	0.69	0.31	148.91	0.68	1.01	1.32

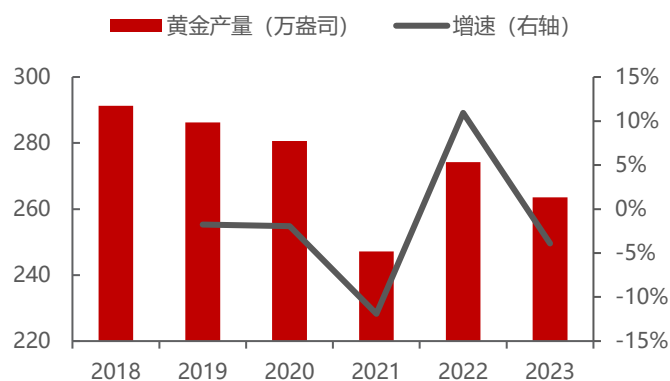
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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，黄金产量近几年持续下滑。2023 年公司共生产 263.5 万盎司黄金（权益量），折 81.96 吨，同比减少 3.6%。从 2018 年以来，公司黄金权益产量持续下滑，2021 年受公共卫生事件和 Obuasi 矿山底柱事故影响产量大幅下滑，2022 年 Obuasi 有所回升，但产量总体仍然呈现下滑趋势，2018-2023 年公司黄金权益产量 CAGR 为-2.0%。

图11：近几年公司黄金权益产量持续下滑

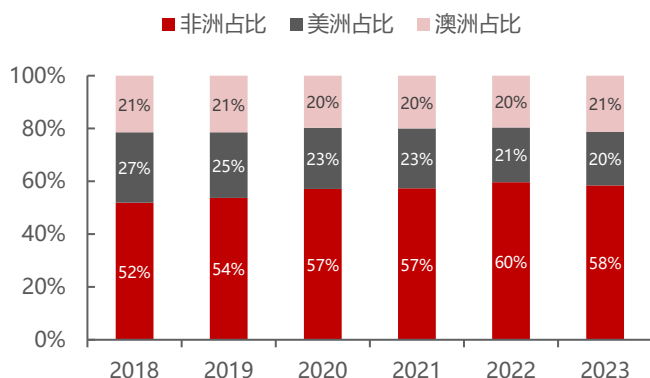


资料来源：公司公告，民生证券研究院

非洲是公司黄金的主要产区。2023 年公司在产金矿 10 个，其中非洲 5 个、美洲 3 个、澳洲 2 个。从产量来看，2023 年非洲黄金产量 154.1 万盎司，占比 58%，美洲和澳洲产量 53.2、56.2 万盎司，占比 20%、21%。大部分矿山 2023

年权益产量都在 20 万盎司以上, 坦桑尼亚的 Geita 矿产量最高, 为 48.5 万盎司, 也是公司在非洲的主力矿山。

图12: 公司黄金权益产量占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

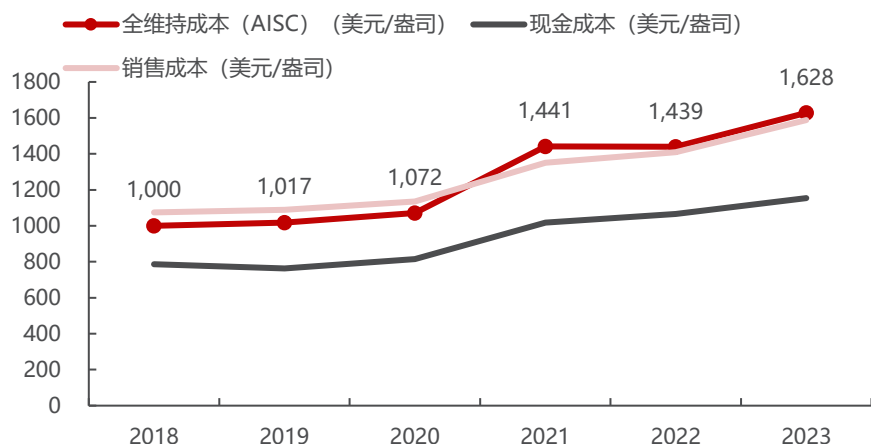
表9: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金权益产量

国家	矿山	权益占比	权益产量 (万盎司)					
			2018	2019	2020	2021	2022	2023
加纳	Iduapriem	100%	25.4	27.5	27.5	20.2	24.8	26.8
	Obuasi	100%	0	0.2	12.7	10.8	25	22.4
几内亚	Siguiri	85%	24.2	21.3	21.4	25.8	27.9	22.1
坦桑尼亚	Geita	100%	56.4	60.4	62.3	48.6	52.1	48.5
刚果金	Kibali	45%	36.3	36.6	36.4	36.5	33.7	34.3
马里	Morila	40%	3	2.7	0	0	0	0
	Sadiola	41%	5.9	5.1	0	0	0	0
阿根廷	Cerro Vanguardia	92.5%	28.2	22.5	17.3	14.5	17	15.2
巴西	AGA Mineracao	100%	36.4	36.2	36.2	33.1	31.1	29.4
	Serra Grande	100%	13	12.3	11.4	8.3	8.8	8.6
澳大利亚	Sunrise dam	100%	28.9	25.4	25.6	22.9	23.2	25.2
	tropicana	70%	33.6	36	29.8	26.5	30.6	31
合计			291.3	286.2	280.6	247.2	274.2	263.5

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.3 成本: 公司黄金成本近几年持续上行

公司黄金成本近几年持续上行。公司黄金全维持成本 (AISC) 从 2018 年的 1,000 美元/盎司上升至 2023 年 1,628 美元/盎司, 黄金成本上升主要由于销售成本 and 维持性支出的增加以及黄金销售量的减少。

图13：18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

表10：2018-2023 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
AFRICA Joint Ventures	820	767	810	856	979	951
Kibali - Attributable 45%	752	704	809	856	979	951
AFRICA Subsidiaries	941	947	975	1,266	1,291	1,563
Iduapriem	977	890	985	1,619	1,299	1,329
Obuasi	-	-	1,316	1,653	1,264	1,777
Siguiri - Attributable 85%	930	1,176	1,397	1,267	1,428	1,976
Geita	940	894	814	1,029	1,227	1,403
AUSTRALIA	1,038	990	1,225	1,500	1,345	1,487
Sunrise Dam	1,223	1,246	1,320	1,573	1,666	1,583
Tropicana - Attributable 70%	843	757	1,061	1,326	1,014	1,304
AMERICAS	855	1,032	1,003	1,587	1,718	1,713
Cerro Vanguardia	652	859	931	1,353	1,301	1,581
AngloGold Ashanti Mineração	973	1,107	1,050	1,519	1,841	1,615
Serra Grande	945	1,105	953	2,220	2,053	2,198
公司合计	1,000	1,017	1,072	1,441	1,439	1,628

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：公司合计只包含子公司的成本

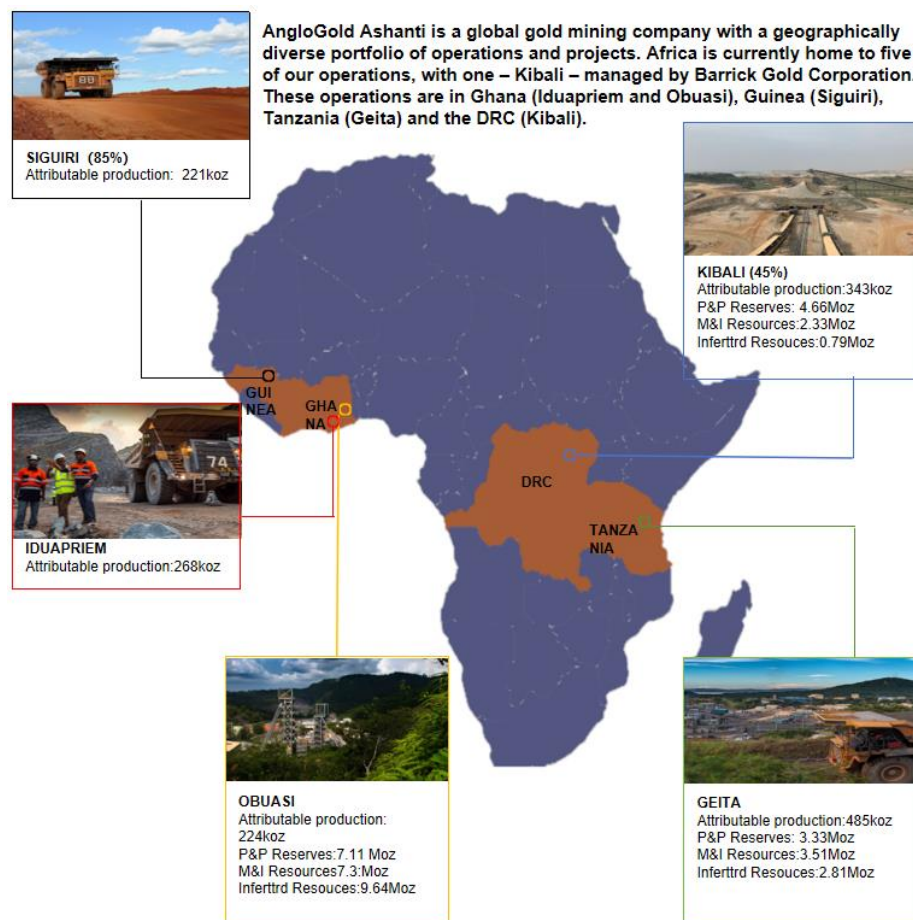
2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产

2.4.1 非洲地区：核心资产为位于坦桑尼亚的 Geita 金矿、刚果金的 Kibali 金矿、加纳的 Obuasi 和 Iduapriem 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58.5%。主要来自于位于坦桑尼亚的 Geita 金矿(占比 18.4%)，位于刚果金东北部的 Kibali

金矿（占比 13.0%，盎格鲁黄金公司持股 45%，巴里克黄金公司持有 45%，国有黄金矿企 SOKIMO 持有 10%），位于加纳的 Iduapriem 金矿（占比 10.2%）和 Obuasi 金矿（占比 8.5%）和位于几内亚的 Siguiri 金矿（占比 8.4%，公司持有 85%，剩余股权由当地政府持有）。

图14：公司非洲地区布局

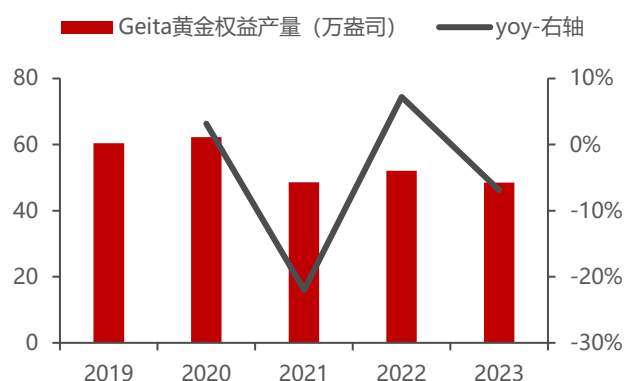


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：产量、资源量、储量均为 2023 年数据

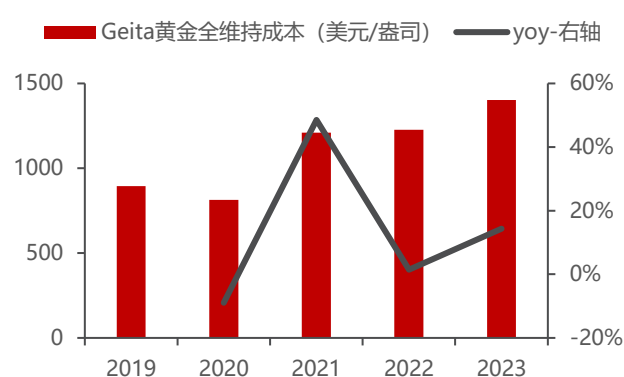
坦桑尼亚的 Geita 金矿是一座露天+地下金矿，公司持股 100%。成本端，全维持成本从 2022 年的 1,227 美元/盎司增加到 2023 年的 1,403 美元/盎司，同比增长 14.34%。这种边际增加主要是由于黄金产量下降、采矿计划的变更、Nyamulilima 露天矿和 Nyankanga 地下矿的采矿成本增加，以及 Star、Comet 和 Nyankanga 地下矿的回填增加导致。**产量端**，Geita 在 2023 年生产了 485,000 盎司黄金，相比之下，2022 年生产了 521,000 盎司。黄金产量下降主要是由于计划中的 2023 年上半年的磨机停机以及开采的矿石品位下降所致。

图15: Geita 金矿 2019-2023 年黄金权益产量 (单位: 万盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: Geita 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

表11: Geita 矿石处理量及回收品位情况

项目	2023 年	2022 年
矿石处理量 (万吨)	548.0	569.4
露天矿	278.8	330.3
地下矿	269.2	239.1
回收品位 (g/t)	2.75	2.84
露天矿	2.01	1.69
地下矿	3.52	4.43

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (注: 数据不包含 CdS)

刚果金东北部的 Kibali 金矿是一座露天+地下金矿。由巴里克和盎格鲁阿申蒂 (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。**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%)。**产量端**, Kibali 生产了 343,000 盎司黄金, 相比之下, 2022 年生产了 337,000 盎司。黄金产量增加主要是由于处理的矿石吨位增加。

图17: Kibali 金矿 2019-2023 年黄金权益产量 (单位: 万盎司)

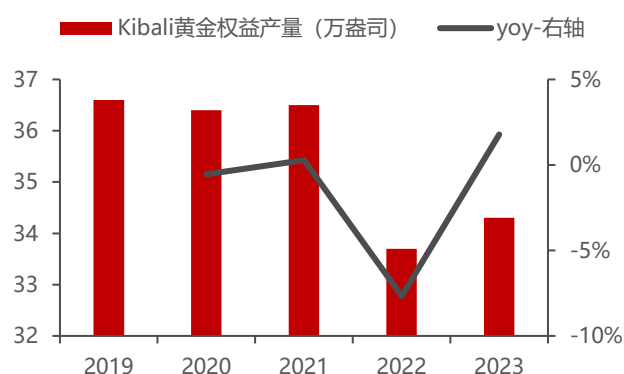
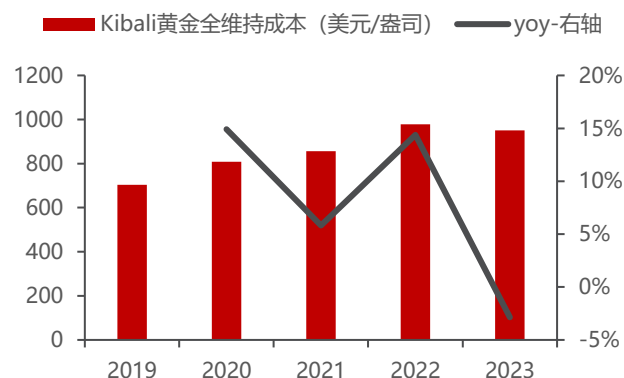


图18: Kibali 金矿 2019-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

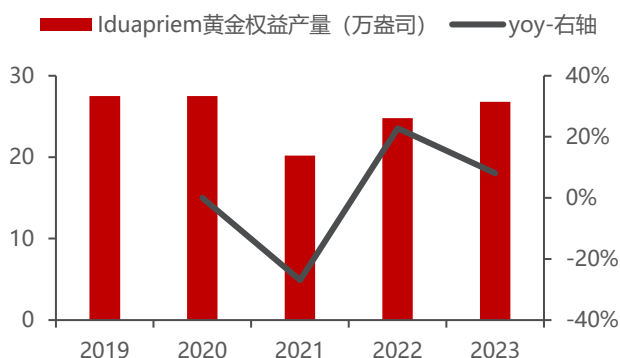
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表12: Kibali 矿石处理量及回收品位情况

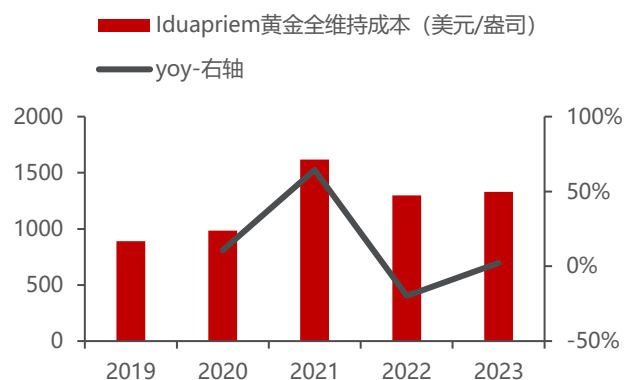
项目	2023 年	2022 年
矿石处理量 (万吨)	370.0	351.6
露天矿	206.5	200.5
地下矿	163.5	151.1
回收品位 (g/t)	2.89	2.98
露天矿	1.58	1.09
地下矿	4.54	5.50

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：数据不包含 CdS）

加纳南部的 Iduapriem 金矿是一座露天金矿。公司控股 100%。产量端，黄金产量增长了 8%，达到 268,000 盎司，相比之下，2022 年为 248,000 盎司。产量增加主要是由于矿石品位的提高，因为矿场从 Teberebie Cut 2 开采了更高品位的矿石吨位，部分抵消了由于新尾矿设施（TSF）投入使用导致处理的矿石吨位减少。成本端，全维持成本近两年相对稳定，比 2021 年下降 26%，主要是因为黄金产量的提高和有利的矿石库存变动，这些因素超过了因平均黄金价格上升导致支付的更高矿产使用费（特许权使用费）。

图19: Iduapriem 金矿 2019-2023 年黄金权益产量 (单位: 万盎司)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20: Iduapriem 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

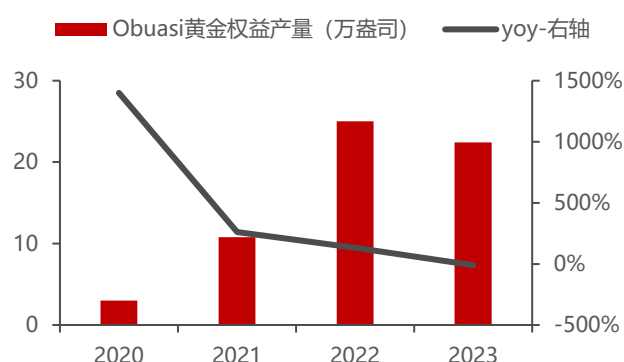
表13: Iduapriem 矿石处理量及回收品位情况

项目	2023 年	2022 年
矿石处理量 (万吨)	534.0	544.8
露天矿	534.0	544.8
回收品位 (g/t)	1.54	1.42
露天矿	1.54	1.42

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：数据不包含 CdS）

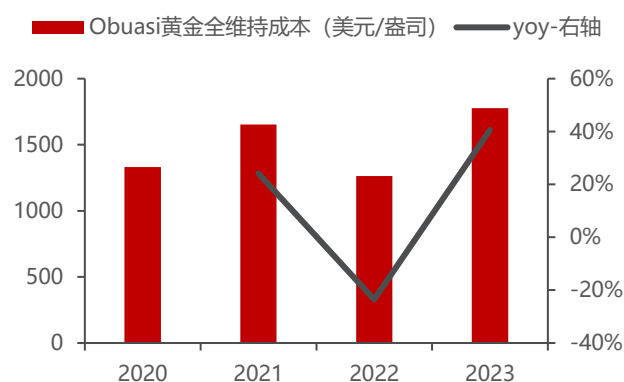
加纳东北部的 Obuasi 金矿是一座地下金矿。公司持股 100%。**产量端**，2023 年，Obuasi 的黄金产量为 224,000 盎司，而 2022 年的产量为 250,000 盎司。黄金产量下降主要是由于开采的矿石品位较低，部分被处理的矿石吨位增加所抵消。年中在高品位矿段遇到的不良地质条件促使决定减缓生产速度以确保操作人员的安全。较慢的采矿速度导致地下矿石的品位降低和处理量减少，对产量和成本产生了不利影响。**成本端**，全维持成本每盎司同比有所增加，主要是由于黄金产量较低。Obuasi 预计在 2024 年将生产 275,000 至 300,000 盎司黄金，在 2025 年将生产 325,000 至 375,000 盎司黄金，随着其逐步达到稳定生产状态，产量将继续增加。

图21: Obuasi 金矿 2020-2023 年黄金权益产量 (单位: 万盎司)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22: Obuasi 金矿 2020-2023 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

表14: Obuasi 矿石处理量及回收品位情况

项目	2023 年	2022 年
矿石处理量 (万吨)	127.8	122.9
地下矿	101.7	106.2
其他	26.1	16.7
回收品位 (g/t)	5.45	6.32
地下矿	6.58	7.11
其他	1.05	1.35

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：数据不包含 CdS）

2.4.2 美洲地区：核心资产为 AGA Mineração 金矿、Serra Grande 金矿、Cerro Vanguardia 金矿

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 20.2%。主要来自于位于巴西的 AGA Mineração 金矿（占比 11.2%）和 Serra Grande 金矿（占比 3.3%），位于阿根廷的 Cerro Vanguardia 金矿（占比 5.8%）。公司股拥有 AGA Mineração 和 Serra Grande 100% 的股权，Cerro Vanguardia 92.5% 的股权（剩余 6.5% 为 Fomicruz SE 所有）。公司在美国和哥伦比亚还分别有 4 个、2 个绿地项目正在开发中。

图23：公司北美洲地区金矿布局

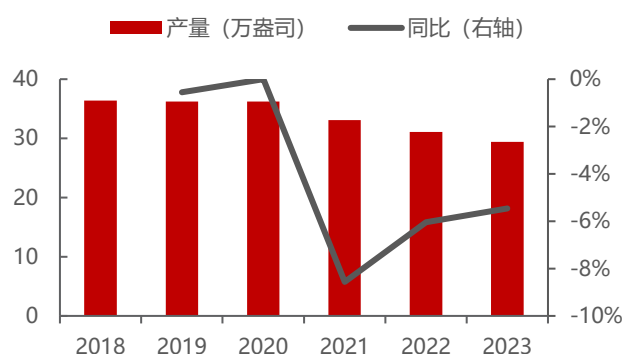

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：公司南美洲地区金矿布局

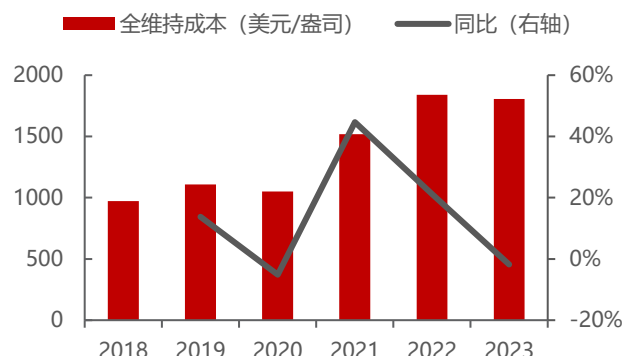

资料来源：公司公告，民生证券研究院

巴西的 AGA Mineração 包含 Cuiabá、Lamego、CdS 三个矿山。 AGA Mineração 矿区位于巴西东南部的米纳斯吉拉斯州（Minas Gerais），包含库亚巴（Cuiabá）、拉梅戈（Lamego）和科尔雷戈·多·西蒂奥（Córrego do Sítio，简称 CdS）的采矿业务，其中 CdS 由于产量低（2022 年 2 吨）且成本高昂，于 2023 年 8 月进入维护保养状态。Cuiabá 和 Lamego 的矿石都在 Cuiabá 金矿厂加工，生产的精矿通过架空索道运输到 Queiroz 工厂进一步加工和精炼，Cuiabá 金矿厂的年处理量为 175 万吨。

2023 年 AGA Mineração 矿产金产量 8.3 吨，同比下滑 5.47%。 产量端，2023 年的矿产金产量比上一年下降了 5.47%，主要是由于 2023 年 8 月 Córrego do Sítio 矿进入维护和保养状态停产，处理的矿石量减少，但 Cuiabá 矿的回收品位提高部分抵消了这一影响。**成本端**，2023 年矿产金全维持成本 1807 美元/盎司，同比下降 1.85%，主要原因是副产品收入下降，因为在 Queiroz 冶金厂恢复运营之前仍然暂停销售硫酸，而与劳动力、承包商和消耗品相关的运营成本上升，此外巴西雷亚尔兑美元平均升值 3%，尾矿储存管理相关的额外运营成本也增加。

图25: AGA Mineração 2018-2023 年黄金产量


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: AGA Mineração 2018-2023 年黄金全维持成本


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

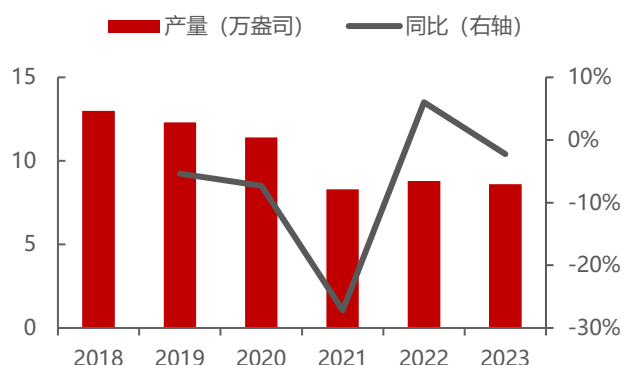
表15: AGA Mineração 矿石处理量及回收品位情况

项目	2023 年	2022 年
矿石处理量 (单位: 万吨)	162.70	186.90
地下矿	52.60	186.90
其他	110.10	—
回收品位 (单位: g/t)	4.82	4.02
地下矿	4.91	4.00
其他	4.78	—

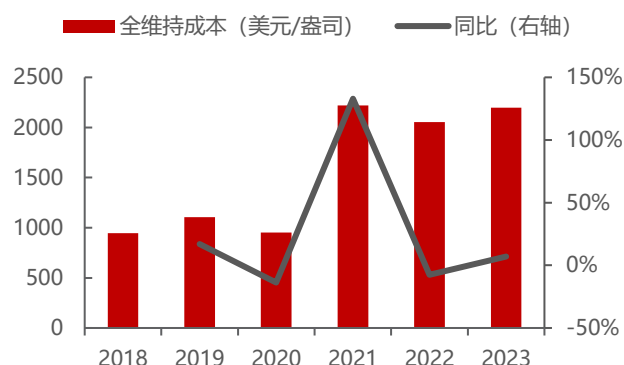
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (注: 数据不包含 CdS)

巴西的 Serra Grande 拥有三个地下矿山和一个露天矿。Mineração Serra Grande (简称 MSG) 由 AngloGold Ashanti 全资拥有, 位于巴西中部戈亚斯州西北部。Serra Grande 矿场包括三个地下矿, 即 Mina III、Mina Nova 和 Mina Palmeiras, 以及一个露天矿。Serra Grande 配套冶金厂年处理矿石产能达 150 万吨。

Serra Grande 2023 年矿产金产量 2.44 吨, 同比下滑 2.27%。产量端, 2023 年的矿产金产量同比下降 2.27%, 主要是由于矿石处理量减少, 部分被回收品位的提高所抵消。**成本端**, 2023 年矿产金全维持成本 2198 美元/盎司, 比 2022 年高出 7.06%, 主要原因是黄金产量略有下降、矿石库存变动不利以及与劳动力、承包商、额外技术服务相关的运营成本增加, 以及巴西雷亚尔兑美元平均升值 3%。

图27: Serra Grande 2018-2023 年黄金产量


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图28: Serra Grande 2018-2023 年黄金全维持成本


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

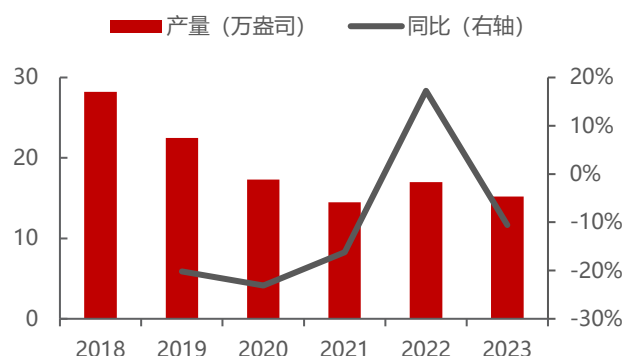
表16: Serra Grande 矿石处理量及回收品位情况

项目	2023 年	2022 年
矿石处理量 (单位: 万吨)	112.50	120.20
露天矿	7.20	21.50
地下矿	105.30	98.70
回收品位 (单位: g/t)	2.37	2.28
露天矿	1.27	1.84
地下矿	2.44	2.37

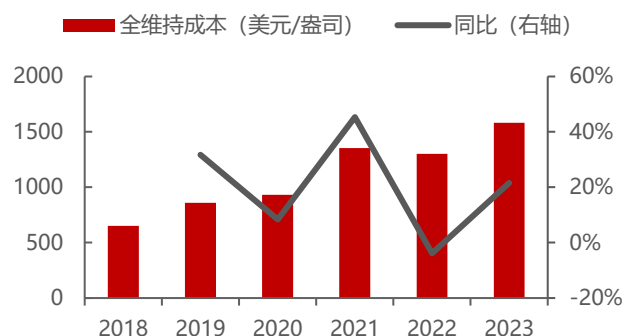
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

阿根廷的 Cerro Vanguardia 运营多个露天矿+地下矿。Cerro Vanguardia 位于阿根廷巴塔哥尼亚南部的圣克鲁斯省, 拥有多个高剥采比的小型露天矿和多个窄矿脉地下矿。矿山由 CVSA 公司 (Cerro Vanguardia S.A., 简称“CVSA”) 运营, CVSA 的 92.5% 的股份由 AngloGold Ashanti 持有, 其余 7.5% 的股份由国有企业 Fomicruz SE 持有。

2023 年 Cerro Vanguardia 矿产金产量 4.3 吨。产量端, 2023 年的矿产金产量 4.3 吨, 同比下滑 10.59%, 产量同比下降的主要原因是选矿量下滑及回收品位较低。**成本端**, 2023 年矿产金全维持成本达到 1581 美元/盎司, 同比上升 21.52%, 全维持成本同比增长的主要原因是堆浸扩建支出增加以及废物剥离资本支出增加。2023 年矿产金平均回收品位 1.68g/t, 较 2022 年降低 0.17g/t。

图29: Cerro Vanguardia 2018-2023 年黄金产量


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: Cerro Vanguardia 2018-2023 年黄金全维持成本


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表17: Cerro Vanguardia 矿石处理量及回收品位情况

项目	2023 年	2022 年
矿石处理量 (单位: 万吨)	280.70	284.85
露天矿	74.70	77.00
地下矿	41.50	40.70
其他	164.50	167.15
回收品位 (单位: g/t)	1.68	1.85
露天矿	2.25	2.46
地下矿	5.80	6.50
其他	0.39	0.44

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司在美国有四个绿地项目: Expanded Silicon 金矿 (含 Silicon 和 Merlin 矿区)、North Bullfrog 金矿、Mother Lode 金矿和 Sterling 金矿 (含 Crown Block 矿区)。四个矿区均位于美国内华达州, 公司拥有其 100% 所有权。2023 年公司批准了 **North Bullfrog 金矿** 的可行性研究, 当地、州和联邦的许可程序正在进行中, 预计于 2025 年上半年获得许可后开始施工。公司预计该项目将是内华达州最先投入生产的项目, 预计前 5 年的平均产量为 11.7 万盎司, 生命周期内平均产量 6.2 万盎司, 预计服务年限 13 年, 全维持成本前 5 年预计平均 882 美元/盎司, 生命周期内平均 854 美元/盎司。**Merlin 矿区** 的初步可行性研究预计在 2024 年继续进行, 初步评估的推断黄金资源量为 910 万盎司, 平均品位为 0.99g/t。截止 2023 年底, Expanded Silicon 金矿的黄金探明和控制资源量为 340 万盎司, 推断资源量为 990 万盎司。

表18：美国内华达州金矿项目情况

	可信储量 (万盎司)	品位 (g/t)	探明资源量		控制资源量		推断资源量		项目状态
			源量 (万盎司)	品位 (g/t)	源量 (万盎司)	品位 (g/t)	源量 (万盎司)	品位 (g/t)	
North Bullfrog	100	0.43	/	/	42	0.31	26	0.26	开发阶段，等待政府许可
Silicon	/	/	/	/	340	0.87	81	0.7	勘探阶段
Merlin	/	/	/	/	/	/	905	0.99	勘探阶段
Mother Lode	/	/	49	0.63	106	0.92	17	0.55	勘探阶段
Sterling	/	/	/	/	/	/	91	0.85	Sterling 矿区处于保养维护阶段，Crown Block 矿区处于勘探阶段

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司在哥伦比亚有两个绿地项目：La Colosa 金矿和 Quebradona 铜矿。哥伦比亚地区项目对公司矿产资源贡献重大，包括两个项目：拉科洛萨 (La Colosa) 和克夫拉多纳铜矿 (Quebradona)。**La Colosa 项目**由公司全资拥有并管理，目前处于勘探阶段的项目，尚未公布矿产储量，露天开采 (可能会有一些地下开采) 是首选的采矿方法，项目目前处于早期阶段，已经确定了一些可能的技术方案，所有这些方案都需要大量的资金投入，由于国家和地方环境部门在发放环境许可证方面的延迟，该项目处于不可抗力状态，因此项目仍被搁置。最近一次为期一年的不可抗力许可将于 2024 年 6 月 22 日到期，在此期间，根据特许权合同完成采矿项目各个阶段的特定时间表被暂停。**Quebradona 项目**由公司全资拥有并管理，包括新查基罗矿床，Quebradona 是一个重要的铜金斑岩矿床，在 2016 年完成了一项概念研究，并在 2018 年完成了一项预可行性研究，首次公布矿产储量。Quebradona 是一个以铜为主、金和银为副产品的铜矿，目前处于开发阶段，首选的采矿方法是分段崩落法，从地下开采矿床，公司正在为 Quebradona 项目准备一份新的环境影响评估，预计将于 2027 年与环境许可证申请一起提交给 ANLA (国家环境许可管理局)。

表19：公司在哥伦比亚有两个绿地项目情况

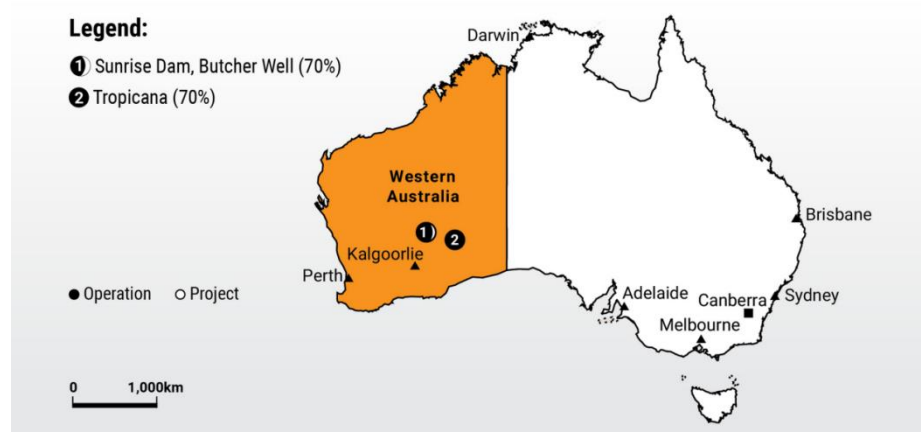
项目	黄金资源量		铜资源量		项目状态
	资源量 (吨)	品位 (g/t)	资源量 (万吨)	品位 (%)	
Quebradona 铜矿	66.82	0.34	132	0.68	预计将于 2027 年与环境许可证申请一起提交给 ANLA
La Colosa 金矿	726.31	0.87	-	-	处于不可抗力状态，项目仍被搁置

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4.3 澳洲地区：核心资产为澳大利亚的 Sunrise Dam 金矿和 Tropicana 金矿

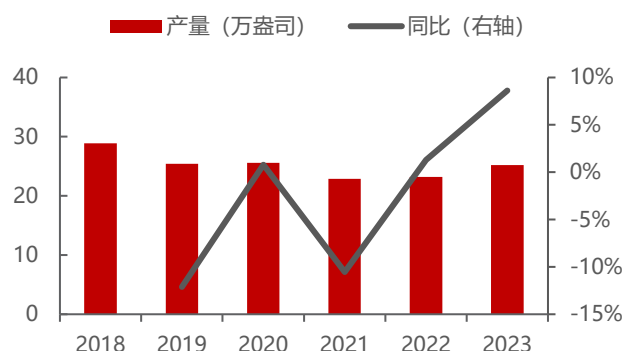
2023 年公司在澳洲地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 21.3%。主要来自于澳大利亚西澳大利亚州的 Sunrise Dam 金矿 (占比 9.6%) 和 Tropicana 金矿 (占比 11.8%)。此外，西澳大利亚州还有一个 Butcher Well 金矿在勘探阶段。公司拥有 Sunrise Dam 100% 的股权，Tropicana 70% 的股权 (剩余 30% 为 AFB Resources Pty Limited 所有)，Butcher Well 70% 的股权 (剩余 30% 为 Northern Star Resources Limited 所有)。

图31：公司澳洲地区布局

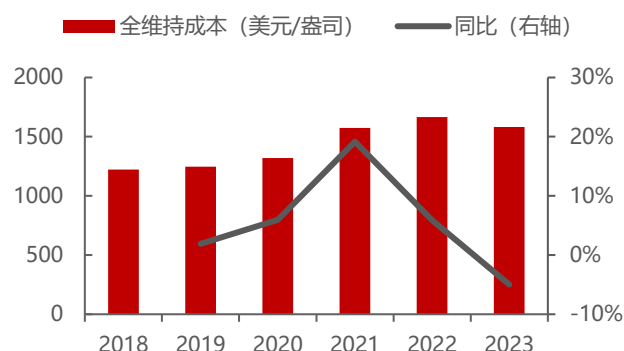


资料来源：公司公告，民生证券研究院

Sunrise Dam 金矿是一座露天+地下金矿。公司拥有其 100% 所有权，矿区位于 Kalgoorlie 东北 205 公里处。**产量端**，2018-2021 年权益产量有小幅下滑，2021-2023 年有所回升，2023 年权益产量 25.2 万盎司，产量上升的主要原因是开采品位提高，部分增量被加工原矿数量减少所抵消。**成本端**，全维持成本逐年上升，2023 年有小幅下降，为 1583 美元/盎司，主要是因为地下开发减少导致的持续性资本支出减少。

图32: Sunrise Dam 金矿 2018-2023 年黄金权益产量


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图33: Sunrise Dam 金矿 2018-2023 年黄金全维持成本


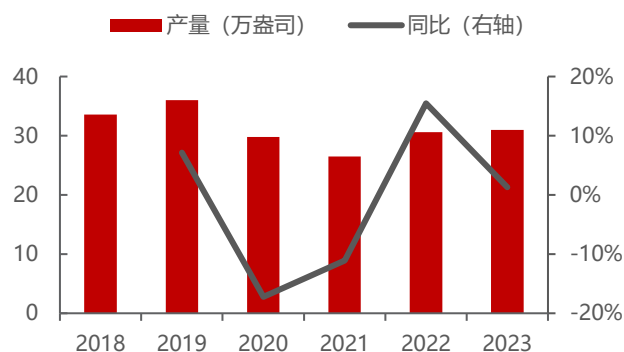
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表20: Sunrise Dam 矿石处理量及回收品位情况

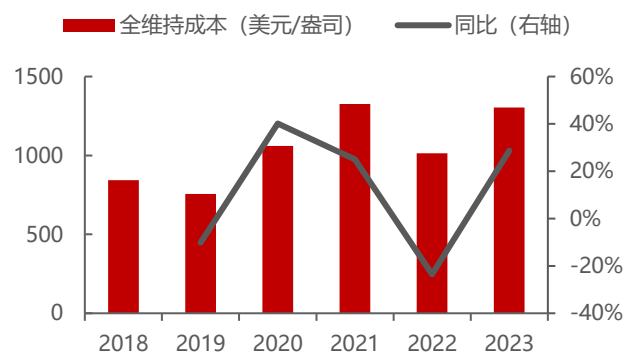
	2023 年	2022 年
矿石处理量 (万吨)	390.2	395.3
露天矿	139.0	178.4
地下矿	251.2	216.9
回收品位 (g/t)	2.01	1.83
露天矿	1.31	1.14
地下矿	2.40	2.40

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Tropicana 金矿是一座露天+地下金矿。公司拥有其 70%所有权, 剩下 30% 所有权属于 AFB Resources Pty Limited (Regis Resources Ltd 的子公司), 矿区位于 Kalgoorlie 东北偏东 330 公里处。**产量端**, 2019-2021 年权益产量有小幅下滑, 2021-2023 年有所回升, 2023 年权益产量 31 万盎司, 产量上升的主要原因是开采品位提高, 部分增量被加工原矿数量减少所抵消。**成本端**, 全维持成本震荡上行, 2023 年同比上涨, 为 1304 美元/盎司, 主要是因为钻探和爆破相关的剥离和采矿成本增加, 以及环境修复和其他非现金成本增加。

图34: Tropicana 金矿 2018-2023 年黄金权益产量


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图35: Tropicana 金矿 2018-2023 年黄金全维持成本


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表21: Tropicana 矿石处理量及回收品位情况

	2023 年	2022 年
矿石处理量 (万吨)	663.7	673.7
露天矿	534.1	575.0
地下矿	129.6	98.7
回收品位 (g/t)	1.45	1.41
露天矿	1.18	1.15
地下矿	2.56	2.93

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Butcher Well 金矿仍处于早期勘探阶段。公司拥有其 70%所有权, 剩下 30% 所有权属于 Northern Star Resources Limited, 矿区位于 Sunrise Dam 西南 20 公里处。该矿山包含 Butcher Well 和 Lake Carey 两个矿区, 占地 339.56 平方公里。该矿山处于早期勘探阶段, 仅公布了黄金推断资源量 34 万盎司, 没有公布黄金储量。未来 Butcher Well 的矿石将通过卡车运输到 Sunrise Dam 的加工厂进行加工, 该加工厂的年处理量为 410 万吨, Butcher Well 矿石将作为补充, 以保持加工厂的充分运转。

表22: Butcher Well 金矿项目情况

项目	推断资源量 (万盎司)	品位 (g/t)	项目状态
Butcher Well (70%)	34	3.69	勘探阶段

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 远期增量：资源潜力雄厚，产量平稳增长

产量端，公司预计盎格鲁黄金 2024、2025 年实现金板块年产量权益量 269 和 275 万盎司（取中间值），对应 2024-2025 年 CAGR 分别为 2.09%、2.23%。其中，美洲地区增量增加 2.3 万盎司，澳洲地区增加 2.5 万盎司，非洲地区增加 6.7 万盎司。

表 10：2024-2025 年盎格鲁黄金板块产量预测

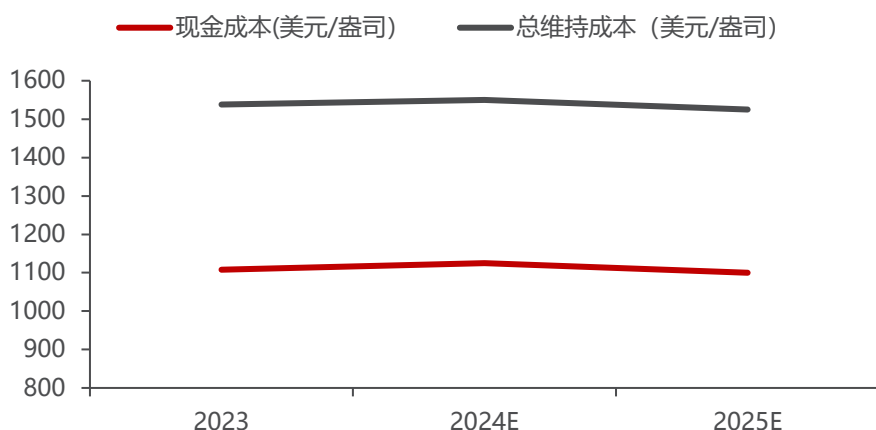
金产量（万盎司）	2023A	2024E	2025E
美洲地区	53.2	54.3	55.5
澳洲地区	56.2	57.4	58.7
非洲地区	154.1	157.3	160.8
合计	263.5	269	275
年增长率		2.09%	2.23%
权益量 CAGR		2.16%	

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

成本端，公司预计 2024、2025 年现金成本（含合资企业）分别为 1125 和 1100 美元/盎司，总维持成本（含合资企业）将分别为 1550 和 1525 美元/盎司，整体保持平稳。

图36：盎格鲁成本预测（单位：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：含合资企业

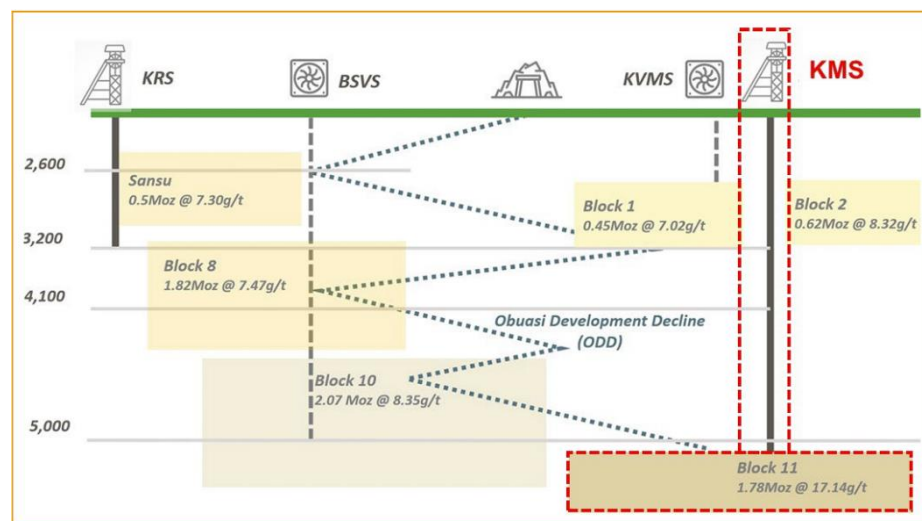
项目方面，盎格鲁项目主要增量项目分别为加纳的 Obuasi 和美国内华达州的 Beatty 项目。

表 11：盎格鲁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	Obuasi	加纳	100%	预计产量为：2024 年为 275 – 320 千盎司，2025 年为 325 – 375 千盎司，到 2026 年达到稳定状态生产>400 千盎司
	North Bullfrog	美国内华达州	100%	矿物储量为 1.0 百万盎司,可行性研究已批准,预计 2026H1 开始出矿，前五年平均年黄金产量 117 千盎司
	Merlin	美国内华达州	100%	可行性预研究正在进行中，有 9.1 百万盎司的推测矿产资源。
	Sililcon	美国内华达州	100%	预估有 4.22 百万盎司的推测矿产资源。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

加纳东北部的 Obuasi 金矿是一座地下金矿。2023 年，Obuasi 的黄金产量为 22.4 万盎司，通过采用更宽的钻孔，并改善了竖井，矿山生产效率提高，公司预计 Obuasi 在 2024 年将生产 27.5-30 万盎司黄金，在 2025 年将生产 32.5-37.5 万盎司黄金，2026 年后产量将稳定在 40 万盎司之上。

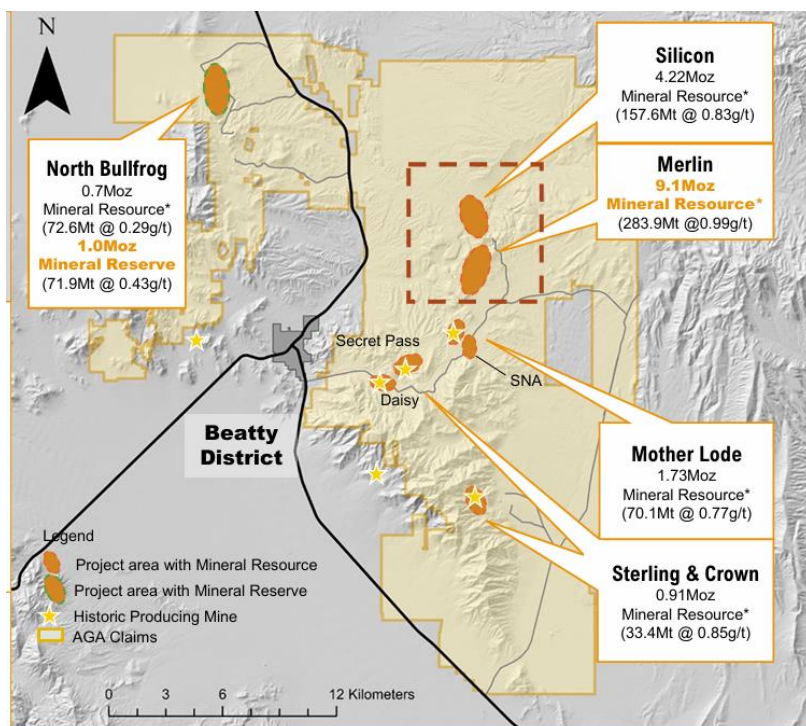
图37：Obuasi 竖井改善工程


资料来源：wind，民生证券研究院

Beatty 位于美国内华达州。项目资源总量为 16.6 百万盎司，矿石总量为 1 百万盎司，预计投产后产量可达 50 万盎司。

其中 North Bullfrog 矿物储量为 1.0 百万盎司,可行性研究已批准,目前正在进行基础配套设施工作，预计 2026H1 开始出矿，前五年平均年黄金产量 11.7 万盎司，生命周期内平均年黄金产量 6.2 万盎司，矿山生命周期 13 年，全维持成本为 854 美元/盎司。

图38: Beatty 项目资源分布图



资料来源: wind, 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:	盎格鲁黄金发展历史	4
图 2:	2023 年世界黄金生产商产量排行 (单位: 吨)	5
图 3:	盎格鲁黄金资产布局图	6
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	8
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	9
图 10:	公司资产负债率	9
图 11:	近几年公司黄金权益产量持续下滑	13
图 12:	公司黄金权益产量占比	14
图 13:	18 年以来公司黄金成本持续上行	15
图 14:	公司非洲地区布局	16
图 15:	Geita 金矿 2019-2023 年黄金权益产量 (单位: 万盎司)	17
图 16:	Geita 金矿 2019-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)	17
图 17:	Kibali 金矿 2019-2023 年黄金权益产量 (单位: 万盎司)	17
图 18:	Kibali 金矿 2019-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)	17
图 19:	Iduapriem 金矿 2019-2023 年黄金权益产量 (单位: 万盎司)	18
图 20:	Iduapriem 金矿 2019-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)	18
图 21:	Obuasi 金矿 2020-2023 年黄金权益产量 (单位: 万盎司)	19
图 22:	Obuasi 金矿 2020-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司)	19
图 23:	公司北美洲地区金矿布局	20
图 24:	公司南美洲地区金矿布局	20
图 25:	AGA Mineração 2018-2023 年黄金产量	21
图 26:	AGA Mineração 2018-2023 年黄金全维持成本	21
图 27:	Serra Grande 2018-2023 年黄金产量	22
图 28:	Serra Grande 2018-2023 年黄金全维持成本	22
图 29:	Cerro Vanguardia 2018-2023 年黄金产量	23
图 30:	Cerro Vanguardia 2018-2023 年黄金全维持成本	23
图 31:	公司澳洲地区布局	25
图 32:	Sunrise Dam 金矿 2018-2023 年黄金权益产量	26
图 33:	Sunrise Dam 金矿 2018-2023 年黄金全维持成本	26
图 34:	Tropicana 金矿 2018-2023 年黄金权益产量	26
图 35:	Tropicana 金矿 2018-2023 年黄金全维持成本	26
图 36:	盎格鲁成本预测 (单位: 美元/盎司)	28
图 37:	Obuasi 竖井改善工程	29
图 38:	Beatty 项目资源分布图	30

表格目录

表 1:	盎格鲁黄金的金矿资产	6
表 2:	盎格鲁黄金的铜矿资产	7
表 3:	截至 2023 年末, 公司储量和资源量情况汇总	10
表 4:	储量和资源量价格假设	10
表 5:	截至 2023 年底, 公司的黄金权益储量合计为 28 百万盎司 (873 吨)	11
表 6:	截至 2023 年底, 公司的铜权益储量合计为 147 万吨	11
表 7:	截至 2023 年底, 公司的黄金权益资源量 (探明+控制的) 合计为 60 百万盎司 (1863 吨)	12
表 8:	截至 2023 年底, 公司的铜权益资源量 (探明+控制的) 合计为 132 万吨	13
表 9:	2018-2023 年公司细分矿山的黄金权益产量	14

表 10:	2018-2023 年公司细分矿山的黄金全维持成本.....	15
表 11:	Geita 矿石处理量及回收品位情况.....	17
表 12:	Kibali 矿石处理量及回收品位情况.....	18
表 13:	Iduapriem 矿石处理量及回收品位情况.....	18
表 14:	Obuasi 矿石处理量及回收品位情况.....	19
表 15:	AGA Mineração 矿石处理量及回收品位情况.....	21
表 16:	Serra Grande 矿石处理量及回收品位情况.....	22
表 17:	Cerro Vanguardia 矿石处理量及回收品位情况.....	23
表 18:	美国内华达州金矿项目情况.....	24
表 19:	公司在哥伦比亚有两个绿地项目情况.....	24
表 20:	Sunrise Dam 矿石处理量及回收品位情况.....	26
表 21:	Tropicana 矿石处理量及回收品位情况.....	27
表 22:	Butcher Well 金矿项目情况.....	27
表 11:	盎格鲁黄金远期增量项目汇总.....	29

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
公司评级	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
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