

► **金罗斯黄金是全球第八大黄金企业。** (1) **公司行业地位突出，后起之秀：**公司前身可追溯至 1993 年，Plexus Resources、CMP Resources 和 Ontario 合并，成立现在的 Kinross Gold，总部位于加拿大，之后通过持续并购，成长为全球第八大黄金企业。公司由北美起家，在加拿大、美国、巴西、智利和毛里塔尼亚拥有 6 座在产矿山。(2) **黄金贡献多数利润，整体经营稳健：**2022 年受俄乌冲突影响，公司营收、利润均有所下降，之后稳定恢复。结构方面，黄金营收占比达到 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 87%至 13.42 亿美元，此后尽管金价仍有所上涨，但由于成本抬升与地缘政治因素，公司的归母净利润波动明显。公司资产负债表健康，未来资本开支有所增加，资产负债率稳定在 40%左右，2023 年资本开支增加 50%，主要用于 Great Bear 项目的发展。

► **公司北美起家，资源版图扩张至非洲与南美洲。**资源禀赋来看，公司的矿山主要分布在非洲、北美洲、南美洲的巴西和智利，旗下营运共有 8 座矿山，截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 2275.7 万盎司（合计 707.8 吨），平均品位为 0.8g/t，白银权益储量合计为 2365.3 万盎司（735.7 吨），平均品位为 45.7g/t。**产量来看，公司近几年黄金产量整体呈现下滑趋势，白银产量持续增加。**黄金产量从 2018 年的 75.7 吨下降到 2023 年的 64 吨，CAGR 为-2.73%。白银产量，2022 年主要由于 La Coipa 矿的投产，当年产量增长 64.5%，2023 年公司共生产 238.6 万吨。**成本来看，公司金银成本近几年持续上行，公司黄金全维持成本从 2018 年的 959 美元/盎司上升至 2023 年 1284 美元/盎司。****分矿山来看，公司在非洲地区的黄金权益产量占全公司黄金权益产量的 30.1%，全部来自于位于毛里塔尼亚西北部的 Tasiast，北美地区的黄金权益产量占比 33.2%。**主要来自于位于美国的 Fort Knox 金矿（占比 14.1%）、Round Mountain 金矿（占比 11.4%）、Bald Mountain 金矿（占比 7.7%）。

► **远期展望：聚焦勘探增储，重点发展 Great Bear 项目。**1) **产量与成本指引：产量：**金罗斯预测 2024 年黄金当量产量 2.1 百万盎司（约 65 吨），前三季度黄金产量 56.4 万盎司，同比 2023 年减少 3.6%，销量 55 万盎司，同比 2023 年减少 3.6%。**成本：**预计 2024 年生产销售成本 1020 美元/盎司，总维持成本 1360 美元/盎司。**资本开支：**2024 年 Q3 黄金板块资本支出 278.7 百万美元，同比 2023 年下降 1.8%，公司预计 2024 年全年资本支出为 1050 百万美元。2) **增量项目：**公司远期增量主要来自现有五个矿山勘探工作和两个远期项目。其中公司远期核心增量项目 Great Bear 具有高品位大体量低成本特点。预计矿山寿命约 12 年，黄金总产量 5.3 百万盎司，公司预计前八年内每年生产超过 50 万盎司黄金，生产销售成本为每盎司 594 美元。矿山投产后有望进一步优化公司成本控制水平。

► **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

1. 有色金属周报 20241124：美元强势商品承压，继续关注锂行业出清信号-2024/11/24
2. 锂行业动态报告：澳矿停产，行业出清信号明显-2024/11/20
3. 海外黄金股观察系列之九：科尔黛伦：历史悠久，步履蹒跚-2024/11/19
4. 海外黄金股观察系列之八：B2Gold：低成本黄金矿企的扩张之路-2024/11/17
5. 有色金属周报 20241117：强美元致商品承压，期待金属价格反弹-2024/11/17

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 全球第八大黄金矿企，资产组合优秀	3
1.1 后起之秀，全球布局	3
1.2 整体经营稳健，盈利重拾增长	5
2 坐拥多座世界级金矿，禀赋优潜力大	8
2.1 全球领先黄金巨头，资源禀赋优异	8
2.2 产量：黄金近年有所下滑	11
2.3 成本：金银持续上行	13
2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产	13
3 远期展望：勘探增储持续，多矿山同步布局	18
3.1 产量：预计 2024 年黄金产量 210 万盎司	18
3.2 项目细览：聚焦勘探增储，重点发展 Great Bear 项目	19
4 风险提示	25
插图目录	26
表格目录	26

1 全球第八大黄金矿企，资产组合优秀

1.1 后起之秀，全球布局

金罗斯黄金发展历史对比其他黄金龙头企业相对较短，通过持续的收并购成长为全球黄金头部矿企，并进军白银板块。1993 年，Plexus Resources Corporation、CMP Resources 和 1021105 Ontario Corp（加拿大安大略省的编号公司(Numbered Company)）合并，成立现在的 Kinross Gold Corporation，总部位于加拿大。

1993 年 6 月 1 日，金罗斯黄金公司 IPO，同时登陆 TSX 和 NASDAQ。

1998 年，Kinross 与 Amax Gold(前称 Kinam Gold)合并，此次合并为 Kinross 新增了 Fort Knox 金矿。

2002 年，Kinross、TVX Gold 和 Echo Bay Mines 以 30 亿美金合并，保留 Kinross Gold 之名，交易于 2003 年 1 月获得通过。

2002 年，Kinross 以安大略省蒂明斯的矿业资产与 Placer Dome 成立合资公司 Porcupine Joint Venture(51%Placer Dome, 49%Kinross)。

2003 年，公司在纽约证券交易所挂牌上市。

2006 年，Kinross 出售位于加拿大的 Lupin Mine 以及位于津巴布韦的 Blanket Mine，同时，收购 Crown Resources Corporation。

2007 年，Kinross 与 Goldcorp 进行资产置换，金罗斯黄金收到 2 亿美金以及保留部分 La Coipa Gold Mine(TVX 合并获得)资产，但须放弃其持有的 Porcupine Joint Venture 49%股权和 Musselwhite Mine 的 31.9%股份。

2010 年，Kinross 以 71 亿美金购买了红背山矿业公司(Red Back Mining)剩余的 91%股份，包括位于非洲的两个金矿(Chirano 和 Tasiast)。

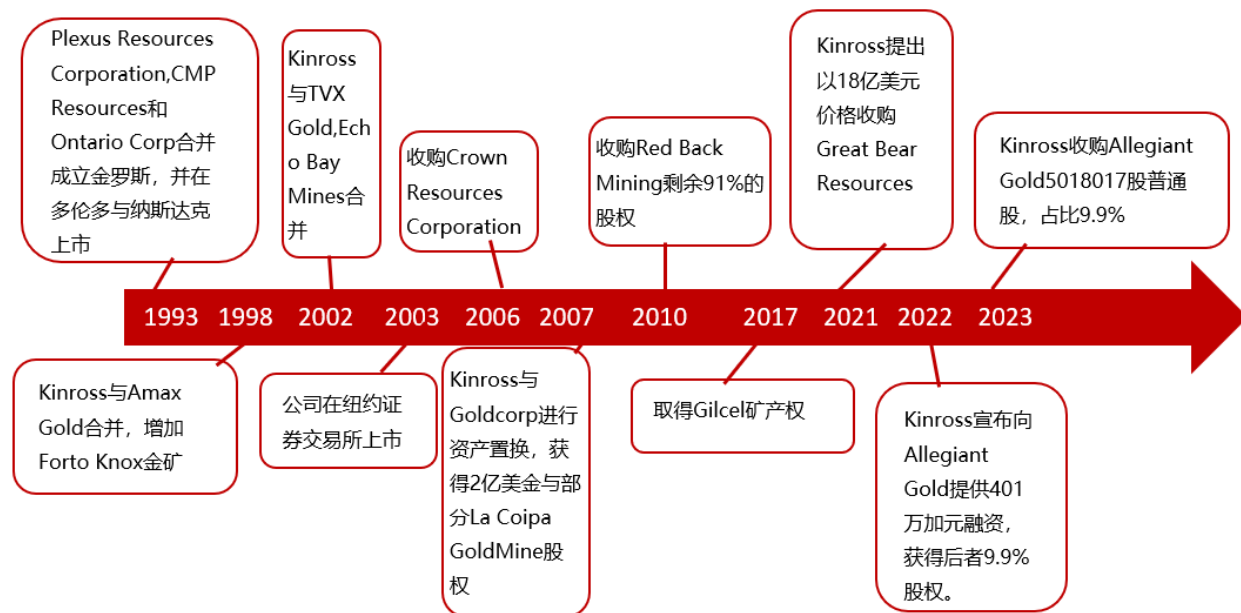
2017 年 12 月，Kinross 在阿拉斯加费尔班克斯东北约 25 英里处的吉诺摩尔(Gilcel)获得矿权，该地块占地 709 英亩，位于 Fort Knox 金矿附近，据估计该地块含金 210 万盎司。

2021 年 12 月，Kinross 提出以每股 29 美元(约合 18 亿美元)的价格收购 Great Bear Resources，其拥有加拿大安大略省红湖的一座矿山。

2022 年 3 月 14 日，Allegiant Gold (OTCQX:AUXXF)宣布由 Kinross Gold (KGC)提供 401 万加元的融资和战略投资，这将加速内华达州东区的勘探和开发活动。Kinross 将拥有 Allegiant 已发行股份的 9.9%。

2023 年 1 月 17 日，Kinross Gold(KGC)收购 Allegiant Gold 的 5,018,017 股普通股。

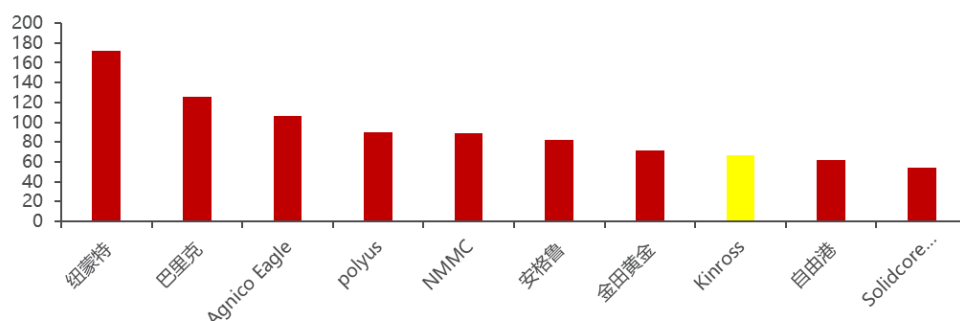
图1：金罗斯黄金发展历史



资料来源：金罗斯官网，民生证券研究院

公司是全球第八大黄金生产商，黄金产量连年处于行业领先地位。金罗斯是加拿大第三大黄金开采公司，持有的在产矿山包含一个大型金银矿，两个世界一级金矿，三个大型金矿，保证了公司在全球黄金生产领域具有稳固的市场地位。

图2：2023 年世界黄金生产商产量排行（单位：吨）



资料来源：INN，民生证券研究院

布局全局，资源遍布三大洲，黄金+白银的优质资产组合。作为业内世界级黄

金和白银资产组合公司之一，公司拥有包含 2 个世界一级金矿在内的 6 个在产金矿，包含 1 个世界一级金矿在内的 4 个新兴项目，其中 Paracatu、Tasiast 等矿产，以及新兴的 Great Bear 项目均是公司优质一级资产，Paracatu 和 Tasiast 在 2023 年贡献了公司超过 50% 的黄金产量。这些宝贵的资源与项目横跨三大洲，覆盖 5 个国家，包括加拿大、美国、巴西、智利等全球矿业重要地区，彰显了公司在全球范围内的深远影响力和战略眼光。

图3：金罗斯黄金资产布局图

Kinross Operations and Projects



资料来源：金罗斯官网，民生证券研究院

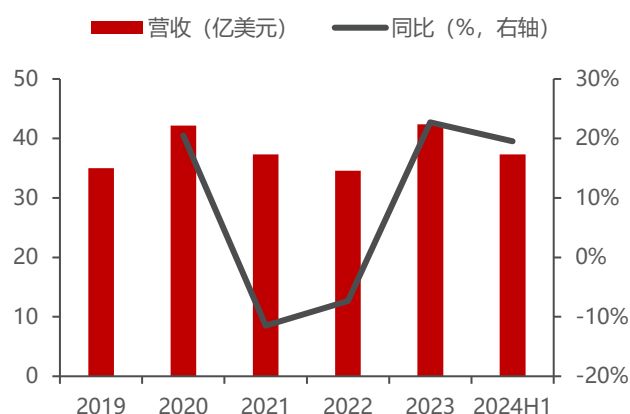
1.2 整体经营稳健，盈利重拾增长

黄金产量下滑，公司营收整体较为稳定，盈利波动幅度较大，营收方面，2023 年公司营收同比增长 23%，过去几年营收基本维持在 40 亿美元上下，2019-2023 年复合增速为 3.9%，2024 年前三季度公司实现营收 37.33 亿美元，同比增长 19%，主要由于金价的上涨。从营收结构上来看，公司主营业务收入来自黄金和白银，其中主要是黄金，占比达到 95% 以上。

利润方面，过去 5 年公司在利润上的波动较大，主要是资产价值变化所致（收购重新评估资产、资产的减值或转回等事项），**而经调整后净利润 (Adjusted net earnings) 则更能反映公司经营层面的盈利情况**。2020 年公司归母净利润较高的原因主要在于 2020 年期间，金价整体较高，当年调整后归母净利润为 9.7 亿美

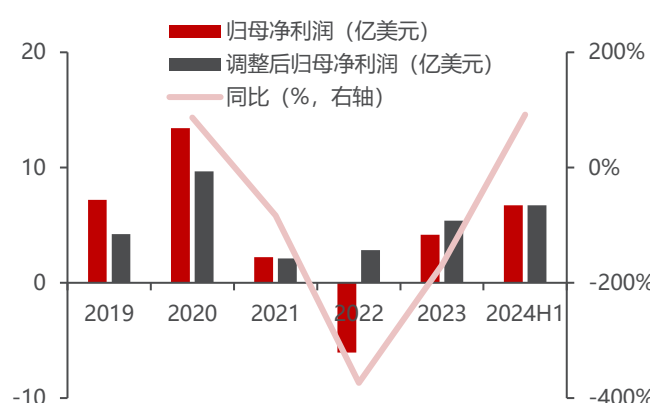
元，主要是公司黄金价格上涨与销售成本的降低。2021 年公司归母净利润为 2.2 亿美元，而经调整后的净利润为 2.1 亿美元，主要由黄金生产成本上升与产量下降所致。22 年受俄乌冲突的影响，公司出售其位于俄罗斯的 Kupol 矿及相关资产并计提 6.7 亿美元的资产减值损失，使得当年的净利润为负，而调整的净利润较上年变动不大。23 年公司整体量减价增，因此经调整后的净利润变化并不明显。24H1，由于前三季度黄金和白银的价格同比上升较大，因此公司利润增幅明显。

图4：公司营收情况



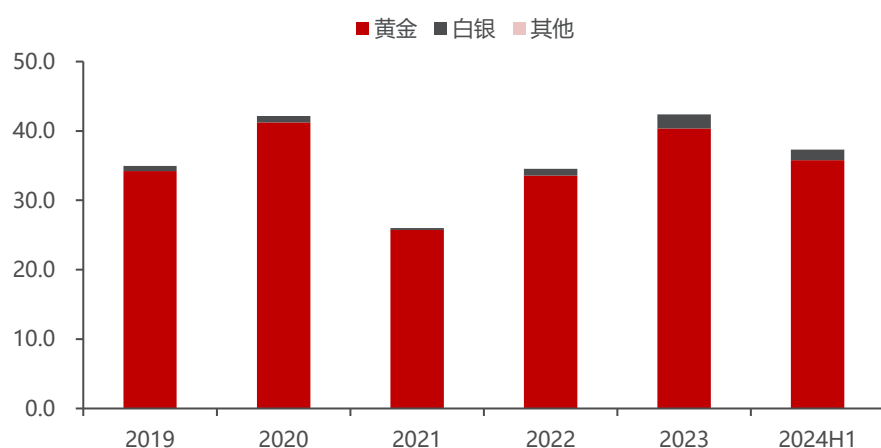
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：公司盈利情况



资料来源：ifind，公司定期报告，民生证券研究院

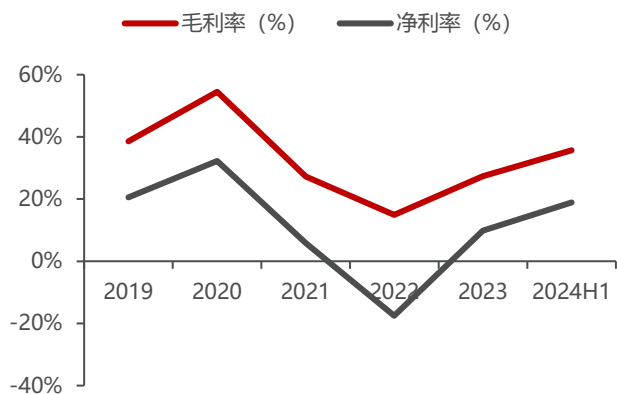
图6：公司营收结构中黄金是主要收入来源（单位：百万美元）



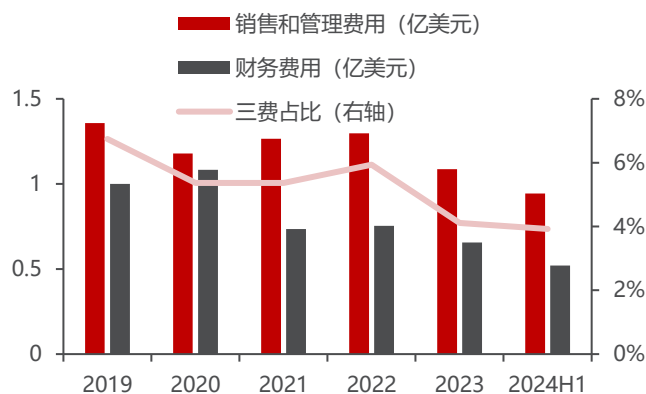
资料来源：ifind，民生证券研究院

毛利率和费用较稳定。公司毛利率整体较为稳定，2020 年以来有所下滑主要系成本上升所致，净利率方面由于利润的波动性较大从而也呈现较大的波动，自 2022 年见底以后便持续的向上修复中。费用方面，公司三费支出中主要是销售与

管理费用居多，而销售费用逐年下降使得费用占比也逐步走低，整体费用同样比较稳定。

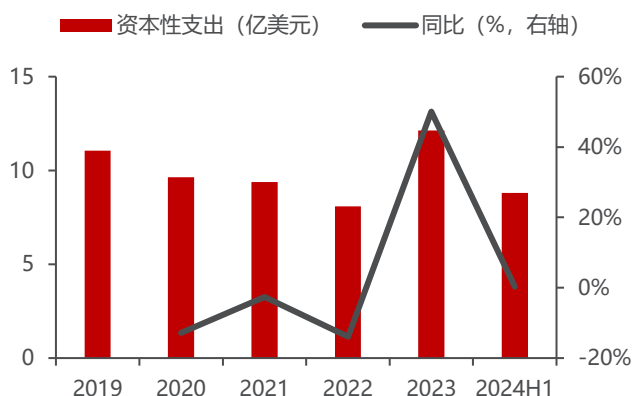
图7：公司毛利率净利率情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

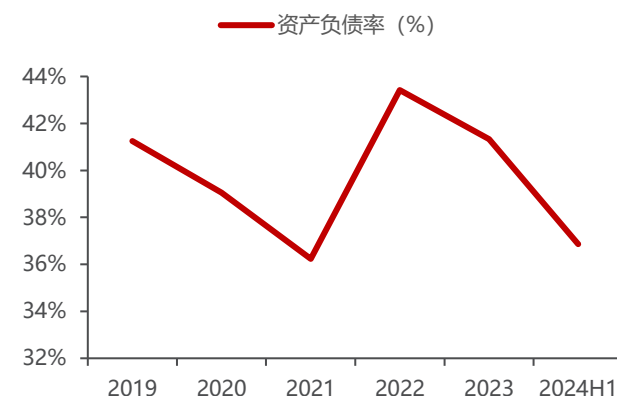
图8：公司三费情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

资产负债率较低，资本开支逐年降低后趋于稳定。公司资产负债率较低，稳定维持在 40%左右。资本开支方面，2019 以来，逐年降低，2023 年明显抬升，2023 年资本性支出在 12.124 亿美元左右，近几年的折旧摊销逐年增加。

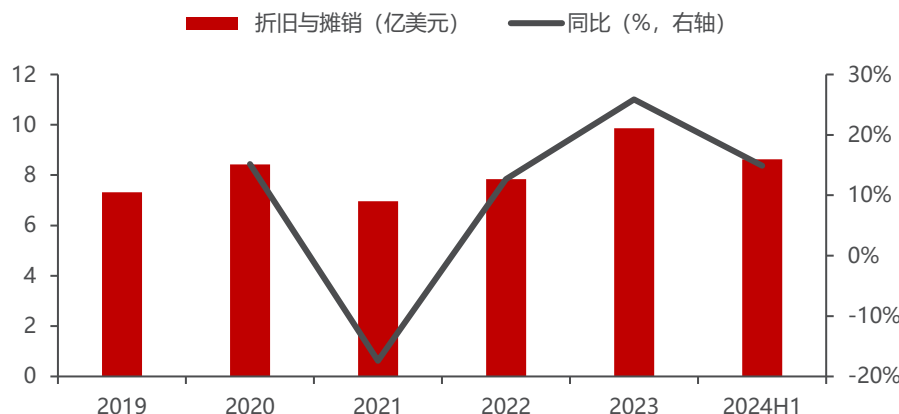
图9：公司资本开支情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：公司资产负债率


资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：公司折旧与摊销情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

2 坐拥多座世界级金矿，禀赋优潜力大

2.1 全球领先黄金巨头，资源禀赋优异

从储量来看，公司旗下共有 8 座矿山有储量（6 座金矿，2 座金银矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 2275.7 万盎司（合计 707.8 吨），平均品位为 0.8g/t，白银权益储量为合计为 2365.3 万盎司（735.7 吨），平均品位为 45.7g/t。

从资源量来看，公司旗下共有 12 座矿山有资源量（9 座金矿，3 座金银矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益资源量（探明+控制的）合计为 4872.5 万盎司（合计 1515.5 吨），平均品位为 0.7g/t，白银权益资源量为合计为 5762.6 万盎司（1792.3 吨），平均品位为 38.6g/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（含储量，探明+控制）			权益资源量（探明+控制+推断）		
	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	937.81	0.8	707.82	2169.30	0.7	1515.52	2582.55	0.7	1872.71
银	16.09	45.7	735.69	46.44	38.6	1792.34	49.71	38.6	1916.81

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。金属量的单位：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	\$1,700/oz	\$1,700/oz
银	\$17.50/oz	\$17.50/oz	\$21.30/oz	\$21.30/oz

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2022 年 Lobo Marte 的金储量与资源价格假设分别为\$1,200/oz 和\$1,600/oz，2023 年未变。2022 年 Manh Choh 的金与银储量假设为\$1,300/oz 和\$17/oz，资源量价格假设则分别\$1,600/oz 和\$22/oz

黄金板块储量细分来看，北美地区、南美地区、非洲地区分别有 4、3、1 座矿山，黄金权益储量分别为 476.3、1294、505.5 万盎司（148、402、157 吨），占比分别为 20.9%、56.9%、22.2%。分矿山来看，公司体内前 5 大矿山分别为 Lobo Marte、Paracatu、Tasiast、Round Mountain、Fort Knox，储量占比分别为 29.6%、23.9%、22.2%、8.7%、7.0%，合计为 91.4%。

表3：截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 2275.7 万盎司（707.8 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 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
北美地区									
Bald Mountain (100%)	0.64	0.5	0.9	27.63	0.5	48	28.27	0.5	48.9
Fort Knox (100%)	17.03	0.4	22.9	119.59	0.4	135.7	136.62	0.4	158.6
Manh Choh (70%)	0.00	2.7	0	2.88	7.7	70.9	2.89	7.6	70.9
Round Mountain (100%)	5.49	0.4	7	72.45	0.8	190.8	77.93	0.8	197.9
北美合计	23.16	0.4	30.9	222.55	0.6	445.4	245.71	0.6	476.3
南美地区									
La Coipa (100%)	1.29	1.6	6.5	11.92	1.8	69.5	13.21	1.8	76
Lobo Marte (100%)	0.00	0.0	0	160.70	1.3	673.3	160.70	1.3	673.3
Paracatu (100%)	293.50	0.5	433.7	122.15	0.3	111	415.65	0.4	544.6
南美合计	294.79	0.5	440.2	294.77	0.9	853.8	589.56	0.7	1294
非洲地区									
Tasiast (100%)	56.72	1.1	207.2	45.83	2.0	298.2	102.55	1.5	505.5
非洲合计	56.72	1.1	207.2	45.83	2.0	298.2	102.55	1.5	505.5
公司共计	374.66	0.6	678.3	563.15	0.9	1597.4	937.81	0.8	2275.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：Manh Choh 矿金罗斯持股 70%，Contango ORE 持股 30%。

白银板块储量细分来看，全部来自北美的 Manh Choh 和南美的 La Coipa，两个矿山均为金银伴生矿，权益储量分别为 124.9、2240.4 万盎司（38.8、

696.8 吨)，占比为 5.2%与 94.7%。

表4：截至 2023 年底，公司的白银权益储量合计为 2365.3 万盎司（735.7 吨）

项目	证实储量			可信储量			合计		
	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
北美地区									
Manh Choh (70%)	0.4	4.4	0.1	288.1	13.5	124.9	288.5	13.5	124.9
北美合计	0.4	4.4	0.1	288.1	13.5	124.9	288.5	13.5	124.9
南美地区									
La Coipa (100%)	128.6	74.4	307.7	1191.8	50.4	1932.7	1320.5	52.8	2240.4
南美合计	128.6	74.4	307.7	1191.8	50.4	1932.7	1320.5	52.8	2240.4
公司共计	129	74.2	307.7	1479.9	43.2	2057.6	1609	45.7	2365.3

资料来源：公司公告，民生证券研究院

黄金板块资源量细分来看，北美地区、南美地区、非洲地区分别有 6、4、1 座矿山，黄金权益资源量分别为 1104.7、1299.1、193 万盎司（343.6、404.1、60 吨），占比分别为 42.5%、50.0%、7.5%。分矿山来看，公司体内黄金资源量前 5 大矿山分别为 Maricunga、Bald Mountain、Round Mountain、Paracatu、Great Bear，资源量占比分别为 23.9%、14.2%、12.9%、11.7%、10.8%，合计为 73.6%。

表5：截至 2023 年底，公司的黄金权益资源量合计为 2596.8 万盎司（807.7 吨）

项目	国家	探明的			控制的			探明+控制的		
		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
北美地区										
Bald Mountain (100%)	美国	7.74	0.7	18	232.97	0.5	350.6	240.72	0.5	368.6
Fort Knox (100%)		4.14	0.4	5	66.13	0.3	69.7	70.27	0.3	74.7
Great Bear (100%)	加拿大	1.84	2.6	15.2	31.03	2.7	266.1	32.87	2.7	281.3
Curlew Basin (100%)	美国	0.00	0.0	0	1.99	6.4	40.8	1.99	6.4	40.8
Manh Choh (70%)		0.00	0.0	0	0.44	2.3	3.2	0.44	2.3	3.2
Round Mountain (100%)		0.00	0.0	0	120.55	0.9	336.1	120.55	0.9	336.1
北美合计		13.72	0.9	38.2	453.10	0.7	1066.5	466.82	0.7	1104.7
南美地区										
La Coipa (100%)	智利	6.01	1.8	34.7	19.82	1.6	102.8	25.83	1.7	137.5
Lobo Marte (100%)		0.00	0.0	0	99.44	0.7	236.6	99.44	0.7	236.6
Maricunga (100%)	巴西	64.73	0.7	152.1	221.60	0.7	468.8	286.33	0.7	620.9
Paracatu (100%)		81.95	0.5	125.3	212.57	0.3	178.8	294.53	0.3	304.1
南美合计		152.69	0.6	312.1	553.44	0.6	987	706.13	0.6	1299.1

非洲地区

Tasiast (100%)	毛里塔尼亚	9.62	0.9	28.4	48.94	1.0	164.6	58.55	1.0	193
非洲合计		9.62	0.9	28.4	48.94	1.0	164.6	58.55	1.0	193
公司共计		176.02	0.7	378.7	1055.47	0.7	22181.1	1231.49	0.7	2596.8

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。

白银板块资源量细分来看，北美地区、南美地区分别有 2、1 座矿山，均为金银伴生矿，白银权益资源量分别为 123.4、3397.3 万盎司（38.4、1018.3 吨），占比分别为 3.6%、96.4%。分矿山来看，公司白银权益资源主要来自 La Coipa。

表6：截至 2023 年底，公司的白银权益资源量合计为 3397.3 万盎司（1056.7 吨）

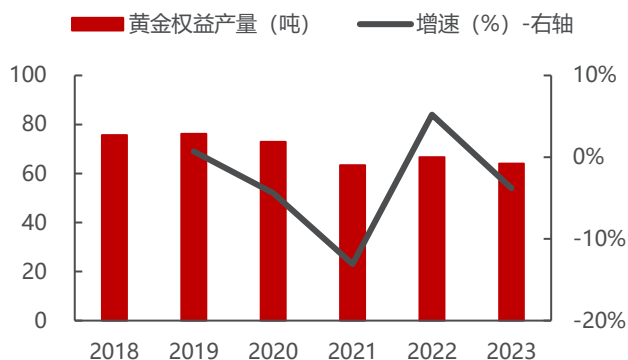
项目	探明的			控制的			探明+控制的		
	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 万盎司
北美地区									
Manh Choh (70%)	0	0.0	0	0.436	9.1	12.8	0.436	9.1	12.8
Round Mountain(100%)	0	0.0	0	4.085	8.4	110.6	4.085	8.4	110.6
北美合计	0	0.0	0	4.52	8.5	123.4	4.52	8.5	123.4
南美地区									
La Coipa (100%)	6.006	29.5	569.7	19.824	42.4	2704.2	25.83	39.4	3273.9
南美合计	6.006	29.5	569.7	19.824	42.4	2704.2	25.83	39.4	3273.9
公司共计	6.006	29.5	569.7	24.344	36.1	2827.6	30.35	34.8	3397.3

资料来源：公司公告，民生证券研究院

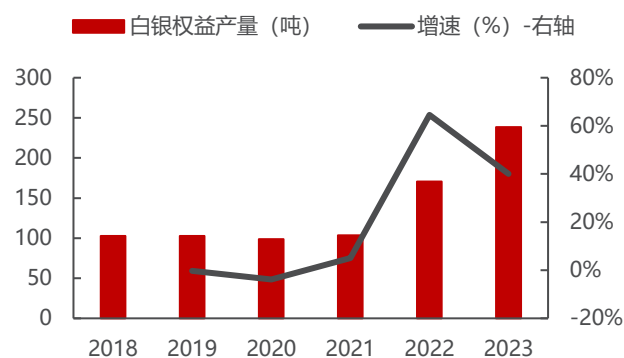
注：各矿山均为权益量，且资源量不包含储量。

2.2 产量：黄金近年有所下滑

公司进入成熟期，黄金产量除 2022 年外均持续下滑，白银产量受新矿投产影响有所增长。黄金方面，2023 年公司共生产 64.1 吨黄金（权益量），同比减少 3.8%，2018 年-2023 年公司黄金权益产量整体维持下滑趋势，CAGR 为-2.73%，2022 年产量有所增加，主要由于 Tasiast 开采品位提高以及 2021 年 6 月该矿因为火灾停产三个月。从白银产量来看，2022 年主要由于 La Coipa 矿的投产，该矿是一座大型金银矿，白银品位高达 115.5g/t，产量同比增长 64.5%，2023 年公司共生产 238.6 万吨，尽管在 2022 年 6 月 Kupol 矿山被出售给 Asante Gold Corporation，但 La Coipa 矿山进入第二年生产期，生产技术大幅提高，矿石开采量是 22 年的 1.5 倍，增长将近 40%。

图12：近几年公司黄金权益产量持续下滑


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：近几年公司白银权益产量持续增加


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表7：2018-2023 年公司细分矿山黄金产量

黄金产量 (吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tasiast (100%)	7.8	12.2	12.6	5.3	16.8	19.3
Paracatu (100%)	16.2	19.3	16.9	17.1	18.0	18.3
La Coipa (100%) ⁽¹⁾	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	5.2
Fort Knox (100%)	7.9	6.2	7.4	8.2	9.1	9.0
Round Mountain (100%)	12.0	11.2	10.1	8.0	7.0	7.3
Bald Mountain (100%)	8.9	5.8	5.9	6.4	6.7	4.9
Kupol(100%) ⁽²⁾	14.0	15.2	14.7	13.5	4.8	0.0
Chirano(90%) ⁽³⁾	7.1	6.3	5.2	4.8	2.6	0.0
Maricunga(100%) ⁽⁴⁾	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公司合计	75.7	76.2	72.9	63.3	66.6	64.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：（1）La Coipa 矿山 2022 年 2 月开始运营。

（2）Kupol 矿山，公司在 2022 年 6 月为避免俄乌冲突的影响将其出售给 Highland Gold Mining。

（3）Chirano 矿山，金罗斯持股 90%，加纳政府持股 10%，2022 年出售给 Asante Gold Corporation。

（4）Maricunga 矿山在 2019 年因为水资源与环境问题停产，至今未复产。

表8：2018-2023 年公司细分矿山的白银产量

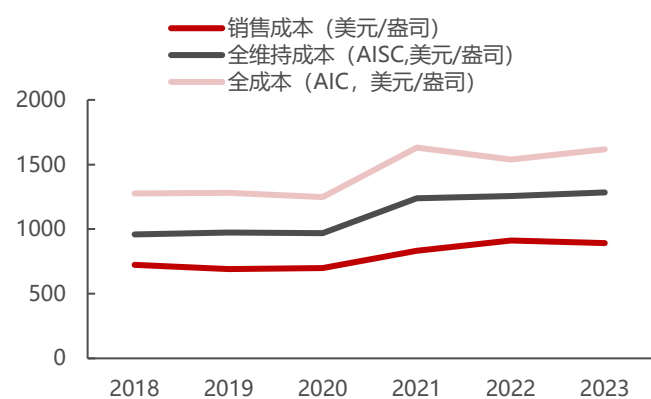
白银产量 (吨)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
La Coipa (100%)	0.0	0.0	0.0	0.0	130.1	238.6
Kupol(100%)	102.8	102.5	98.6	103.5	40.3	0.0
公司合计	102.8	102.5	98.6	103.5	170.4	238.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 成本：金银持续上行

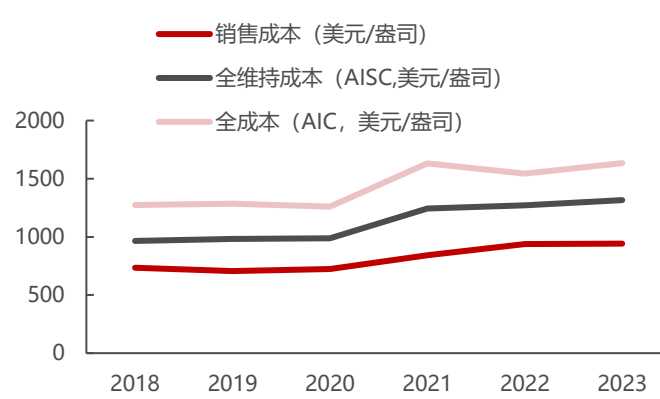
公司金银成本近几年持续上行。黄金板块，公司全维持成本（AISC）从 2018 年的 959 美元/盎司上升至 2023 年 1284 美元/盎司，CAGR 为 4.98%，主要或由于产量下滑，以及金价上涨后矿石入选品位有所下降。白银板块，由于白银在公司营收中占比低，且是黄金的副产品，其成本变动受黄金成本变动的影响，将白银价值折合成黄金后，2018-2023 年黄金当量成本持续增加。

图14：黄金成本持续增加



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：黄金当量成本持续上行



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销售成本

黄金销售成本 (美元/盎司)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tasiast (100%)	945.6	589.1	579.8	724.9	705.7	655.3
Paracatu (100%)	825.4	665.5	661.6	748.5	861.9	916.0
La Coipa (100%)	-	-	-	-	967.4	1088.9
Fort Knox (100%)	838.9	1067.1	1056.2	1011.0	1204.1	1181.8
Round Mountain (100%)	719.9	692.9	677.3	917.9	1365.9	1517.7
Bald Mountain (100%)	611.6	726.7	815.0	866.3	975.5	1416.8
Kupol(100%)	641.9	642.9	642.4	704.6	545.8	-
Chirano(90%) ⁽¹⁾	761.8	942.4	1177.1	1303.4	1598.8	-
Maricunga(100%)	1093.8	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：（1）Chirano 矿山，金罗斯持股 90%，加纳政府持股 10%。

2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产

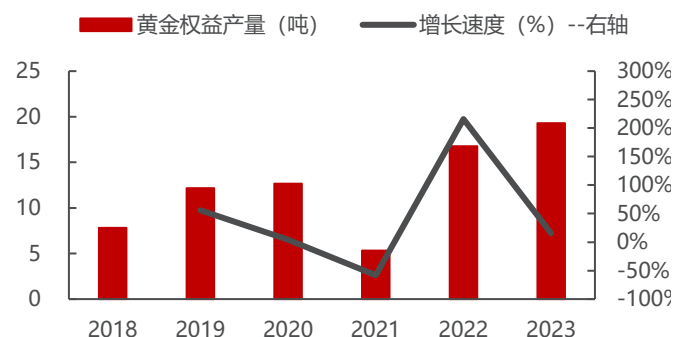
2.4.1 非洲地区：核心资产为毛里塔尼亚的 Tasiast

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 30.1%。

全部来自于位于毛里塔尼亚西北部的 Tasiast, 2010 年收购 Red Back Mining Inc, 并获得其在该矿 100% 的股权。

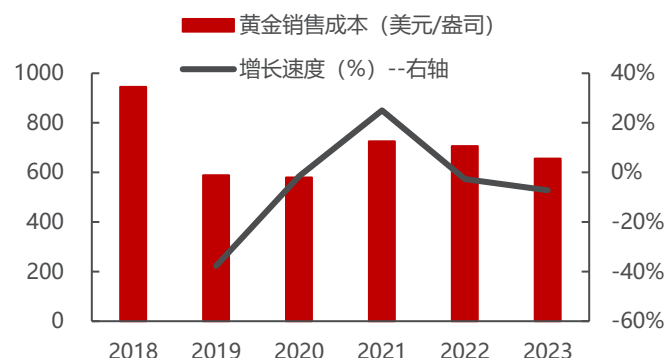
Tasiast 金矿是一座露天矿, 为公司一级资产 (Tier One gold mines)。产量端, 2018-2020 年由于入选品位与回收率的提高, 产量持续增加, 2021 年 6 月, 该矿发生火灾, 停产将近三个月, 导致产量下降, 2022 年, 在回收率与入选品位此长彼消的作用下, 产量增加 215%。**成本端**, 主要受益于产量与销量的增长, 近几年黄金销售成本逐年减少, 2023 年黄金平均销售成本为 655.3 美元/盎司, 同比降低 7.1%。

图16: Tasiast 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



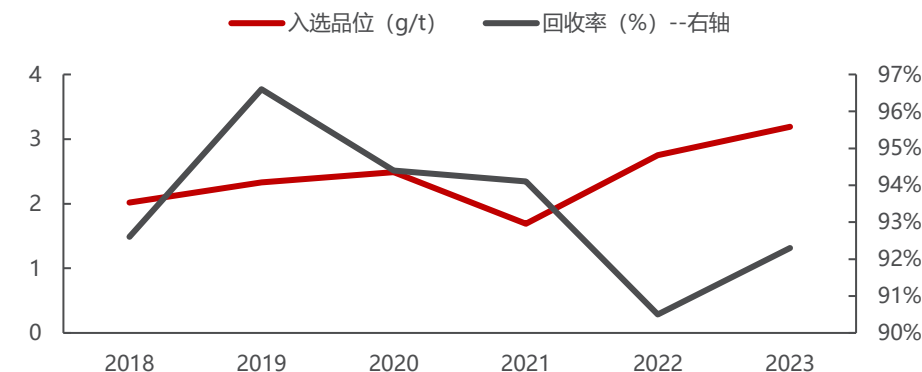
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: Tasiast 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: Tasiast 金矿近几年入选品位持续上升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

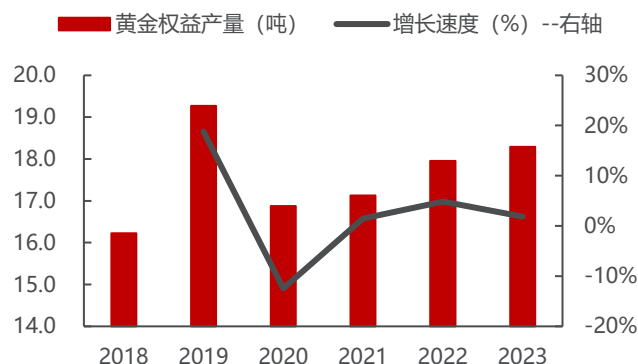
2.4.2 南美地区: 核心资产为巴西的 Paracatu 金矿

2023 年公司在南美地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 36.7%。主要来自于位于巴西的 Paracatu 金矿 (占比 28.5%, 公司持股 100%) 和位于智利的 La Coipa 金矿 (占比 8.2%, 公司持股 100%)。2023 年公司白银权益产量

全部来自 La Coipa, 达到 238 吨。

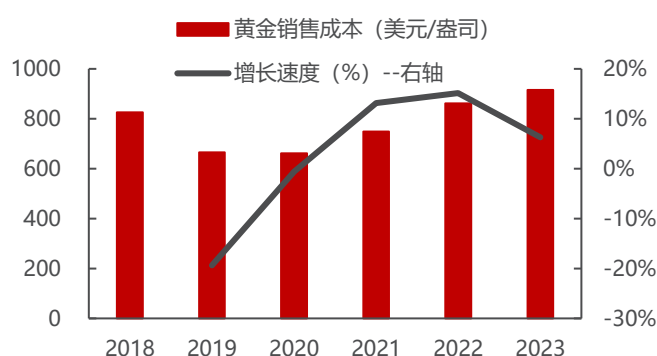
巴西的 Paracatu 是南美地区的一级黄金资产 (Tier One gold mines) 矿山寿命长达 2032 年。是一座由金罗斯主导生产的露天矿。**产量端**, 该矿山近几年受到品位抬升、回收率上升等因素影响, 黄金产量逐年增加。2023 年黄金产量较上年增加 1.8%, 主要原因是回收率的提高抵消了入选品位下降的影响。**成本端**, 近几年黄金平均销售成本逐年增长, 主要由消耗品价格的上涨、维护成本的提高所致, 2023 年黄金平均销售成本为 916 美元/盎司, 同比增长 6.3%。

图19: Paracatu 金矿 2018-2023 年黄金权益产量(单位: 吨)



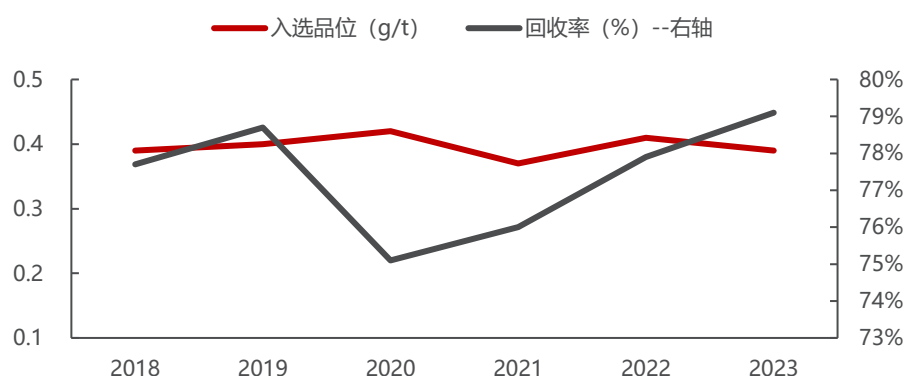
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: Paracatu 金矿 2018-2023 年黄金销售成本(单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: Paracatu 金矿近几年入选品位和回收率持续上升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

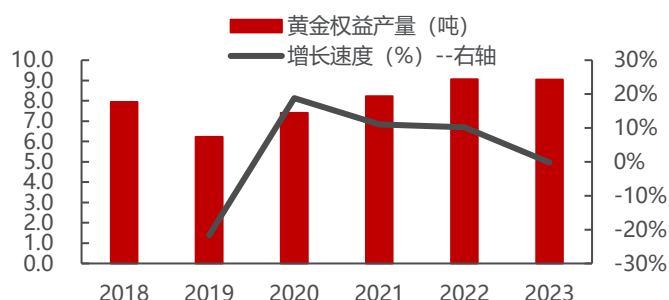
其他资产: 智利的 La Coipa 是一座金银矿, 也是一座露天矿, 贡献了公司全部的白银产量。**产量端**, 该矿自 2013 年 10 月以来暂停了开采活动, 2022 年重新开始投产, 2023 年黄金权益产量为 5.2 吨。**成本端**, 近几年成本变动不明显, 黄金销售成本维持在 1000 美元/盎司左右。

2.4.3 北美地区：核心资产为美国的 Fort Knox 金矿和 Round Mountain 金矿

2023 年公司在北美地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 33.2%。主要来自于位于美国阿拉斯加费尔班克斯市附近的 Fort Knox 金矿 (占比 14.1%)，位于美国内华达州奈县的 Round Mountain 金矿 (占比 11.4%)，位于美国内华达州的 Bald Mountain 金矿 (占比 7.7%)，以上矿山公司均 100% 持股。

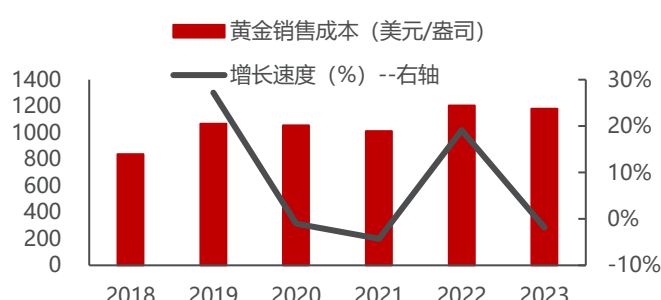
美国阿拉斯加的 Fort Knox 金矿是一座露天金矿。产量端，受益于入选品位的提高，2019 年以来产量持续增加，2023 年黄金权益产量为 9 吨。成本端，尽管黄金产量持续增加，但是由于燃料、电力和试剂等消耗品的通胀成本压力的提高，以及与该矿相关的承包商成本的上升，近几年矿山成本逐年增长，2022 年黄金平均销售成本为 1204 美元/盎司，同比增加 19%。

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



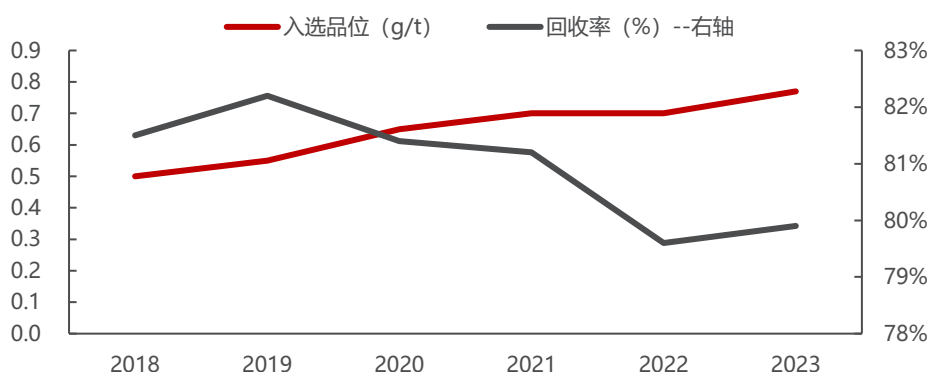
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：Fort Knox 金矿 2018-2023 年黄金销售成本(单位：美元/盎司)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

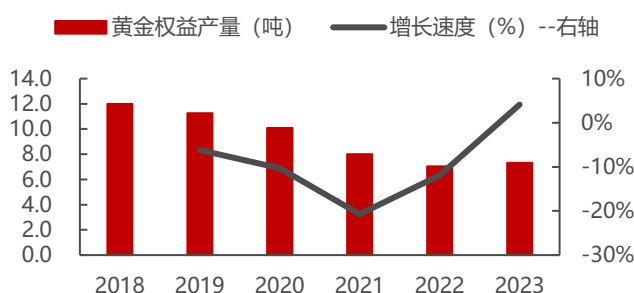
图24：Fort Knox 金矿近几年入选品位持续增加



资料来源：公司公告，民生证券研究院

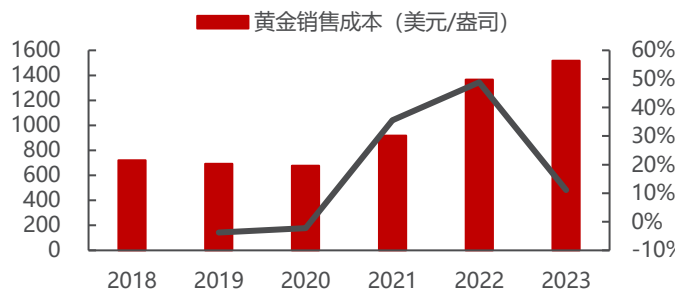
美国内华达州奈县的 Round Mountain 金矿是一座露天金矿。产量端，2018-2022 年，由于入选品位与回收率的持续下滑，黄金权益产量持续下降，2023 年受益于入选品位的提高，产量有所抬升，当年为 7.3 吨，同比增加 4%。成本端，由于产量的减少以及堆浸板的成本增加、与资本开发有关的采矿活动比例降低以及更高的特许权使用费，黄金的平均销售成本逐年增加，2023 年黄金的平均销售成本 1517 美元/盎司，同比增加 11%。

图25: Round Mountain 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



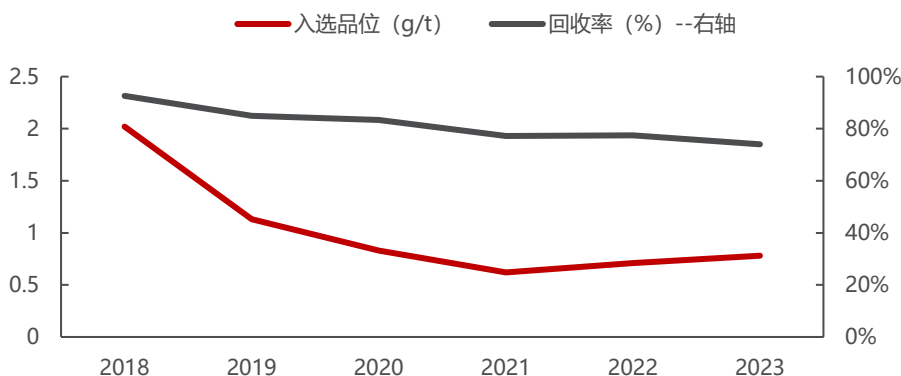
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: Round Mountain 金矿 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图27: Round Mountain 金矿入选品位与回收率持续下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

其他资产: 美国内华达州的 Bald Mountain 金矿是一座露天金矿，2016 年公司从巴里克收购该矿山。**产量端**，近几年黄金权益产量较为稳定，维持在 5-6 吨水准。**成本端**，随着消耗品价格的上涨，该矿山黄金的平均销售成本逐年增加，2023 年黄金平均销售成本为 1417 美元/盎司，同比增长近 20%。

3 远期展望：勘探增储持续，多矿山同步布局

3.1 产量：预计 2024 年黄金产量 210 万盎司

产量端，截止 2024 年 9 月底，公司黄金产量 163 万盎司，同比 2023 年增加 1.3%，销量 159 万盎司，同比 2023 年减少 1.3%；其中单 2024 年 Q3 黄金产量 56.4 万盎司，同比 2023 年减少 3.6%，销量 55 万盎司，同比 2023 年减少 3.6%。公司预测 2024 年黄金当量产量 2.1 百万盎司（约 65 吨），其中美国黄金产量为 73 万盎司，其次毛里塔尼亚 61 万盎司，巴西 51 万盎司，智利 25 万盎司。

表10：2024 年金罗斯产量和成本指引

国 家	生产指引（黄金当量盎司/万）	销售成本指引（每售出黄金当量盎司美元）
美国	73	1330
巴西	51	1080
智利	25	800
毛里塔尼亚	61	670
合计	210	1020

资料来源：公司公告，民生证券研究院

成本端，公司截止 2024 年 9 月底，黄金销售生产成本 1613.3 百万美元，同比 2023 年增加 7.4%；2024 年 Q3 黄金销售生产成本 564.3 百万美元，同比 2023 年增加 8.4%。截止 2024 年 9 月底黄金资本支出 794.8 百万美元，同比 2023 年增加 1%；2024 年 Q3 黄金资本支出 278.7 百万美元，同比 2023 年减少 1.8%。预测 2024 年生产销售成本 1020 美元/盎司，总维持成本 1360 美元/盎司，资本支出 1050 百万美元。

表 11：金罗斯黄金成本&资本性开支情况

金板块	2024 年 9 月底	同比	2024Q3	同比
黄金销售生产成本（百万\$）	1613.3	+7.4%	564.3	+8.4%
黄金资本支出（百万\$）	794.8	+1%	278.7	-1.8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司远期增量主要来自现有五个矿山勘探工作和两个远期项目。金罗斯的勘探策略侧重于高质量的棕地项目，并在几个矿山的现有区域内发现新资源。通过与、初级勘探公司建立合作伙伴关系，最大限度利用有前景的绿地机会。

表 12：金罗斯现有增量项目

金属类型	项目	项目属性	2023 年产量 (万盎司)	远期勘探
金	Paracatu 矿山	现有矿山基础上勘探	59	预计到 2025 年底，预计将增加近 3 万米的金刚石钻孔，该公司继续进行优化和分析工作，重点是确定优化矿山计划，矿山的使用寿命预计将持续到 2032 年。
	Tasiast 矿山	现有矿山基础上勘探	62	截至目前，勘探工作发现了主要矿区北部和南部以及沿线的金矿和矿产资源，有几个矿床的勘探前景有待后续勘探和钻探。
	Fort Knox 矿山	现有矿山基础上勘探	29	继续通过对预计金矿化情况的勘探评估，评估在现有地块范围内扩大现有作业的潜力。
	Round Mountain 矿山	现有矿山基础上勘探	24	2023 年上半年开始建设 X 期地下矿山斜坡，并计划于 2024 年完成建设。
	Bald Mountain 矿山	现有矿山基础上勘探	16	勘探包括在矿山目标附近进行钻探，以及对高潜在目标进行划分和早期钻探测试。
	Great Bear 项目	远期项目	——	2024 年的钻探和勘探重点是扩大 LP、Hinge、Limb，确定深部矿化，确定项目区周围的新靶区，全面的勘探和开发计划旨在支持成为高品位、大型的露天矿。
	Manh Choh 项目	远期项目	——	2024 年的勘探计划将继续进行 Tetlin 土地包的区域勘察工作。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 项目细览：聚焦勘探增储，重点发展 Great Bear 项目

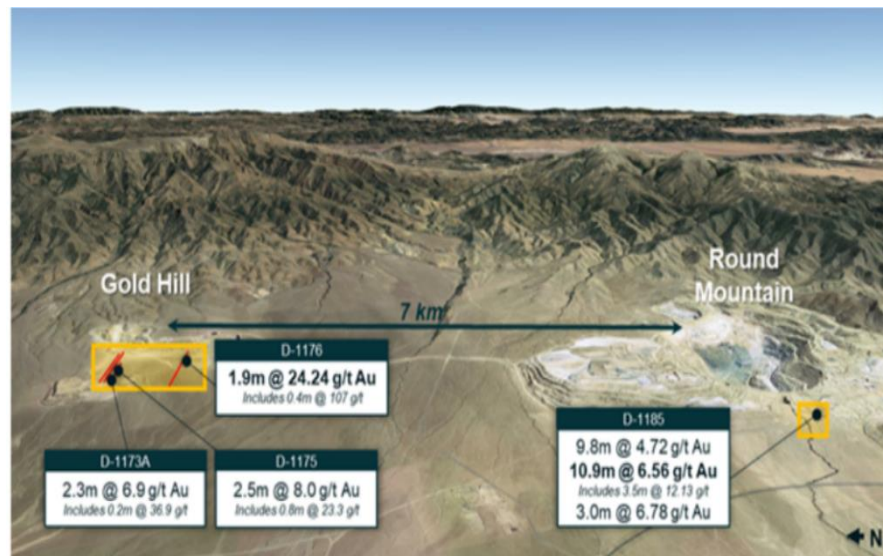
Round Mountain 矿山位于美国内华达州，是长寿命的露天矿，由金罗斯公司 100%持有。该矿山 2024 年 Q3 矿石品位为 0.74 克/吨，生产矿石 295.8 万吨，矿石处理量 182.2 万吨，2024 年前三季度黄金产量 17 万盎司，销售量 17 万盎司。公司计划于 2024 年完成 Round Mountain 地下勘探项目并在 Gold Hill 进一步发掘高品位新矿脉。

图 28：Round Mountain 矿山示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 29: Round Mountain——Gold Hill 矿山地图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Bald Mountain 矿山位于美国内华达州, 由金罗斯公司 100%持有。该露天矿山 2024 年 Q3 矿石品位为 0.53 克/吨, 生产矿石 638.4 万吨, 矿石处理量 638.4 万吨, 2024 年前三季度黄金产量 14 万盎司, 销售量 13 万盎司, 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司拥有约 370 万盎司黄金资源量以及一系列高质量的靶区, 公司目前正在探索更多资源转换和勘探机会。2024 年勘探策略专注于北部和南部作业区六个目标区域。

图 30: Bald Mountain 矿山示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Fort Knox 矿山位于美国阿拉斯加州,由金罗斯公司 100%持有。该矿山 2024 年 Q3 矿石品位为 3.44 克/吨,生产矿石 761.2 万吨,矿石处理量 692.7 万吨,2024 年前三季度黄金产量 27 万盎司,销售量 27 万盎司。矿山预期寿命至 2030 年。Fort Knox 矿山在未来预计继续对金矿化情况进行勘探评估,评估在现有地块范围内扩大现有作业的潜力。

图 31: Fort Knox 金矿山示意图



资料来源:公司公告,民生证券研究院

Manh Choh 项目位于美国阿拉斯加州,2020 年 9 月,金罗斯收购该项目 70% 股份。该项目在 2024 年 7 月 8 日投产,公司预计 Manh Choh 将在阿拉斯加地区的黄金产量增加约 64 万盎司。截止 2023 年年底探明和推断的储量为 70.9 万盎司黄金和 125 万盎司白银。**2024 年 Manh Choh 的勘探计划将继续进行 Tetlin 区域的勘察工作。**

Paracatu 矿山位于巴西,是巴西最大的金矿,也是世界上最大的金矿之一,由金罗斯公司 100%持有。该矿山 2024 年 Q3 矿石品位为 0.38 克/吨,生产矿石 1312.7 万吨,矿石处理量 1455.1 万吨,2024 年前三季度黄金产量 40 万盎司,销售量 40 万盎司。Paracatu 矿山的勘探工作大多集中在巩固和增加已知矿体的矿产资源和储量,2024 年,预计将继续对该矿西南和东北部分进行钻探计划。公司已规划矿山勘探目标,并计划在 2025 年取得阶段性进展,预计矿山的使用寿命将维持到 2032 年。

La Coipa 矿山位于智利,金罗斯于 2007 年收购 100%权益。该矿山 2024 年 Q3 矿石品位 2.17 克/吨,2024 年前三季度生产矿石 251 万吨,黄金产量 19 万盎司,销售量 18 万盎司。金罗斯预计 La Coipa 全年产量达到约 100 万盎司,

并将矿山寿命从 2024 年延长至 2026 年初。

图 32: La Coipa 矿山示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

Lobo-Marte 项目位于智利，由金罗斯公司 100%持有，为大型、长寿命、低成本矿山。截止 2023 年年底探明和推断的储量为 6733 千盎司黄金。Lobo-Marte 的可行性研究结果于 2021 年 11 月公布，其中包括 16 年的矿山寿命。公司预计矿山在生命周期内产出 470 万盎司黄金，全维持成本约 680 美元/盎司。

图 33: Lobo-Marte 项目示意图



资料来源：金罗斯官网，Geology，民生证券研究院

Tasiast 矿山位于毛里塔尼亚地区，由金罗斯公司 100%持有。该露天矿山 2024 年 Q3 矿石品位为 2.46 克/吨，生产矿石 174.8 万吨，矿石处理量 220.3 万吨，2024 年前三季度黄金产量 48 万盎司，销售量 47 万盎司。Tasiast 矿山勘探钻探活动于 2023 年年底开始。截至目前，勘探工作发现了主要矿区北部和南部以及沿线的金矿和矿产资源，另有几个矿床有待后续勘探。金罗斯于 2010 年 9 月收购了 Tasiast 金矿，2023 年完成扩建项目，进一步将矿石处理量提高到 24000 吨/天，该矿山寿命持续到 2033 年。

图 34: Tasiast 矿山示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

Great Bear 项目位于加拿大地区，2022 年 2 月金罗斯收购该项目并 100%持有。该项目是公司重点关注项目，2023 年 2 月，公司宣布了该项目的初步矿产资源估算情况，2024 年 9 月公司完成了该项目的初步经济评估，预计矿山寿命约 12 年，黄金总产量约 5.3 百万盎司，预计前八年内每年生产超过 50 万盎司，生产销售成本为每盎司 594 美元。2024 年在主矿区和周围地带进一步扩大勘探活动，将该矿打造成高品位大型露天矿。

图 35: Great Bear 项目示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 风险提示

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

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

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

插图目录

图 1: 金罗斯黄金发展历史	4
图 2: 2023 年世界黄金生产商产量排行 (单位: 吨)	4
图 3: 金罗斯黄金资产布局图	5
图 4: 公司营收情况	6
图 5: 公司盈利情况	6
图 6: 公司营收结构中黄金是主要收入来源 (单位: 百万美元)	6
图 7: 公司毛利率净利率情况	7
图 8: 公司三费情况	7
图 9: 公司资本开支情况	7
图 10: 公司资产负债率	7
图 11: 公司折旧与摊销情况	8
图 12: 近几年公司黄金权益产量持续下滑	12
图 13: 近几年公司白银权益产量持续增加	12
图 14: 黄金成本持续增加	13
图 15: 黄金当量成本持续上行	13
图 16: Tasiast 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	14
图 17: Tasiast 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)	14
图 18: Tasiast 金矿近几年入选品位持续上升	14
图 19: Paracatu 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	15
图 20: Paracatu 金矿 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)	15
图 21: Paracatu 金矿近几年入选品位和回收率持续上升	15
图 22: Fort Knox 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)	16
图 23: Fort Knox 金矿 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)	16
图 24: Fort Knox 金矿近几年入选品位持续增加	16
图 28: Round Mountain 矿山示意图	19
图 29: Round Mountain—Gold Hill 矿山地图	20
图 30: Bald Mountain 矿山示意图	20
图 31: Fort Knox 金矿示意图	21
图 32: La Coipa 矿山示意图	22
图 33: Lobo-Marte 项目示意图	22
图 34: Tasiast 矿山示意图	23
图 35: Great Bear 项目示意图	24

表格目录

表 1: 截至 2023 年末, 公司储量和资源量情况汇总	8
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 2275.7 万盎司 (707.8 吨)	9
表 4: 截至 2023 年底, 公司的白银权益储量合计为 2365.3 万盎司 (735.7 吨)	10
表 5: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益资源量合计为 2596.8 万盎司 (807.7 吨)	10
表 6: 截至 2023 年底, 公司的白银权益资源量合计为 3397.3 万盎司 (1056.7 吨)	11
表 7: 2018-2023 年公司细分矿山黄金产量	12
表 8: 2018-2023 年公司细分矿山的白银产量	12
表 9: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金销售成本	13
表 10: 2024 年金罗斯产量和成本指引	18

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。	公司评级	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