

## B2Gold: 低成本黄金矿企的扩张之路

2024年11月17日

➤ **B2Gold: 低成本运营的国际化黄金矿企。** (1) **成功持续的收并购铸就快速成长之路:** B2Gold 公司于 2007 成立, 通过持续成功的项目收并购, 快速成长为全球知名黄金矿企。2024 年权益产量为 33 吨。(2) **资源丰富, 覆盖非洲、北美、亚洲多个国家。** 公司资产涵盖全球黄金矿山, 覆盖了非洲、亚洲和美洲的多个国家, 资源主要集中在产量较高、成本低廉的矿区, 并通过收购和参股方式扩展到不同地区, 使公司在全球黄金市场中保持竞争力, 公司目前拥有项目仍然可以保证公司未来的成长。(3) **营收稳健, 盈利修复中。** 公司的营收和盈利结构稳健, 依靠低成本的矿山运营和景气的金价实现了较好的财务表现, 过去 5 年公司归母净利润波动较大。公司归母净利润波动较大, 主要受黄金价格波动以及投资回报波动。费用方面, 公司三费支出中主要是销售和管理费用居多。2024H1 公司资本支出大幅攀升, 主要是公司对 Goose 项目进行开发所致, 公司预计该项目将在 2025 年开始贡献产量。

➤ **资源主要集中在非洲, 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的弗里德堡、纳米比亚, 菲律宾有一个矿山正在运营, 以及加拿大努纳武特的一个正在建设中的矿山, 此外, 在马里、芬兰、科特迪瓦和哥伦比亚等几个国家拥有其他开发和勘探项目组合。截至 2023 年 12 月, 公司持有矿山黄金权益储量为 312.13 吨, 平均品位为 1.64g/t。产量来看, 公司近三年总产量保持稳定。2018-2020 年, 公司黄金产量增速较快, 2020 年金矿总产量 28.2 吨, 同比增长 16.9%, 主要由于 Fekola 金矿产量大幅增加。2020-2023 年, 公司黄金产量相对平稳, 2023 年三大矿山黄金总产量 28.1 吨, 权益产量 24.2 吨, 同比增加 2%。**成本来看, 公司金矿成本持续上行, 增幅明显。** 公司金矿成本明显上行, 整体来看, 全维持成本 (AISC) 从 2018 年的 663 美元/盎司上升至 2023 年 1199 美元/盎司, 期间 CAGR 为 12.6%, 五年时间成本增幅高达 80.1%, 我们预计主要由于矿石品位及回收率的下降。**分矿山来看, 2020-2023 年, Fekola 金矿产量整体小幅下降, Masbate 矿山产量较为稳定, Otjikoto 矿山产量整体提升, 公司总产量保持稳定。** 三大矿山成本均明显提升, 第一大矿山 Fekola AISC 从 2018 年的 520 美元/盎司提升至 2023 年的 1194 美元/盎司, 期间 CAGR 为 18.1%, 增幅最为显著。

➤ **远期增量: 公司金矿资源向全球拓展, 未来增量项目主要是 Goose 项目、Fekola 项目和 Gramalote 项目。** 从战略规划上来看, 根据公司预计, B2Gold2024 年可实现黄金权益产量 20.62 吨, 2025 年可实现黄金权益产量 27.25 吨, 到 2030 年可实现黄金权益产量 55.45 吨, 对应 2024-2030 CAGR 为 14.81%。**具体增量项目来看: 1) Goose 项目:** 位于加拿大, 公司持有 100% 股份。项目黄金品位 6.02g/t。该矿山预计 2025 年第三季度全面投产, 2026 年至 2031 年的平均黄金产量预计将超过每年 8.79 吨。**2) Fekola Complex 项目:** 位于马里, 公司持有 80% 股份。项目黄金品位 2.13g/t, 矿石量储量 49440 万吨, 金属量 151.67 吨。2023 年产量 16.73 吨黄金, 在其 16 吨至 17 吨的指导范围内。2025 年, 公司预计 Fekola Complex 的黄金产量将大幅增加。其中, Fekola Regional 预计 2025 年开始, 每年产量可达 2.8 吨。**3) Gramalote 项目:** 位于哥伦比亚, 公司持有 100% 股权。预计 2025 年完成项目可行性研究, 预计寿命 12.5 年, 寿命期黄金产量 65.2 吨, 前 5 年年均黄金产量 6.63 吨。

➤ **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

**研究助理 袁浩**

执业证书: S0100123090011

邮箱: yuanhao@mszq.com

**研究助理 南雪源**

执业证书: S0100123070035

邮箱: nanxueyuan@mszq.com

### 相关研究

1. 有色金属周报 20241110: 化债新政托底国内经济, 看好工业金属价格-2024/11/10
2. 海外黄金股观察系列之七: 沙尘暴黄金: 优秀的矿业投资者-2024/11/09
3. 有色金属行业 2024Q3 总结: Q3 盈利环比回落, 国内外宏观即将共振-2024/11/07
4. 海外黄金股观察系列之六: 哈莫尼: 稳健经营的南非金矿巨头-2024/11/07
5. 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

# 目录

<b>1 B2Gold：低成本运营的国际化黄金矿企</b> .....	<b>3</b>
1.1 成功持续的收并购铸就快速成长之路 .....	3
1.2 营收稳健，盈利修复中 .....	5
<b>2 资产遍布全球，禀赋优潜力大</b> .....	<b>7</b>
2.1 资源禀赋尚可，部分矿山增储潜力较大 .....	7
2.2 产量：三大金矿在产，总产量近三年保持稳定 .....	9
2.3 成本：金矿成本持续上行，增幅明显 .....	10
2.4 分地区来看，三大金矿位于非洲和菲律宾.....	10
<b>3 远期增量：资源优质，产量增长潜力大</b> .....	<b>16</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>20</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>21</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>21</b>

# 1 B2Gold：低成本运营的国际化黄金矿企

## 1.1 成功持续的收并购铸就快速成长之路

**B2Gold 金矿公司从一家小型勘探公司发展成为全球知名的黄金生产商。**

B2Gold 公司由原 Bema Gold 公司的高层和技术团队于 2007 年创立。CEO 兼创始人 Clive Johnson 此前曾领导 Bema Gold，将其从一家小型勘探公司发展成一家中等规模的国际黄金生产商，直到 2007 年被 Kinross Gold 收购。

2009 年，通过与 Central Sun Mining Inc. 合并，收购尼加拉瓜的 El Limon 和 La Libertad 矿场。

2010 年，La Libertad 矿在完成从封闭堆浸矿到传统磨矿的改造后开始生产黄金。

2011 年，通过与 Auryx Gold Corp 合并，收购纳米比亚的 Otjikoto 项目。

2013 年，收购菲律宾的 Masbate 黄金项目、Kiaka 项目以及布基纳法索和加纳的勘探项目，Otijkoto 矿山开工建设。

2014 年，通过与 Papillon Resources Limited 合并收购马里的 Fekola 项目。

2015 年，Otijkoto 矿山实现商业生产，Fekola 矿开始建设。

2017 年，Fekola 矿实现商业生产。

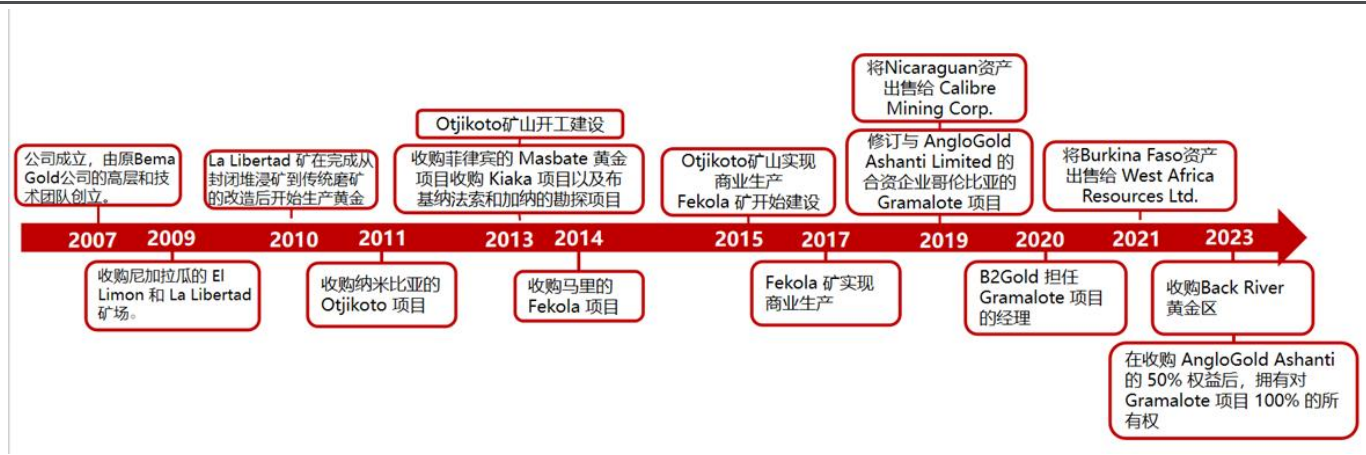
**2019 年，修订与 AngloGold Ashanti Limited 的合资企业哥伦比亚的 Gramalote 项目，B2Gold 获得该项目的运营控制权，同年将 Nicaraguan 资产出售给 Calibre Mining Corp。**

2020 年，B2Gold 担任 Gramalote 项目的经理。

2021 年，将 Burkina Faso 资产出售给 West Africa Resources Ltd。B2Gold 黄金总产量超过 104 万盎司。

2023 年，收购位于加拿大努纳武特的 Sabina Gold & Silver Corp 及其 100% 拥有的 Back River 黄金区。进一步提升 Gramalote 项目的权益至 100%。

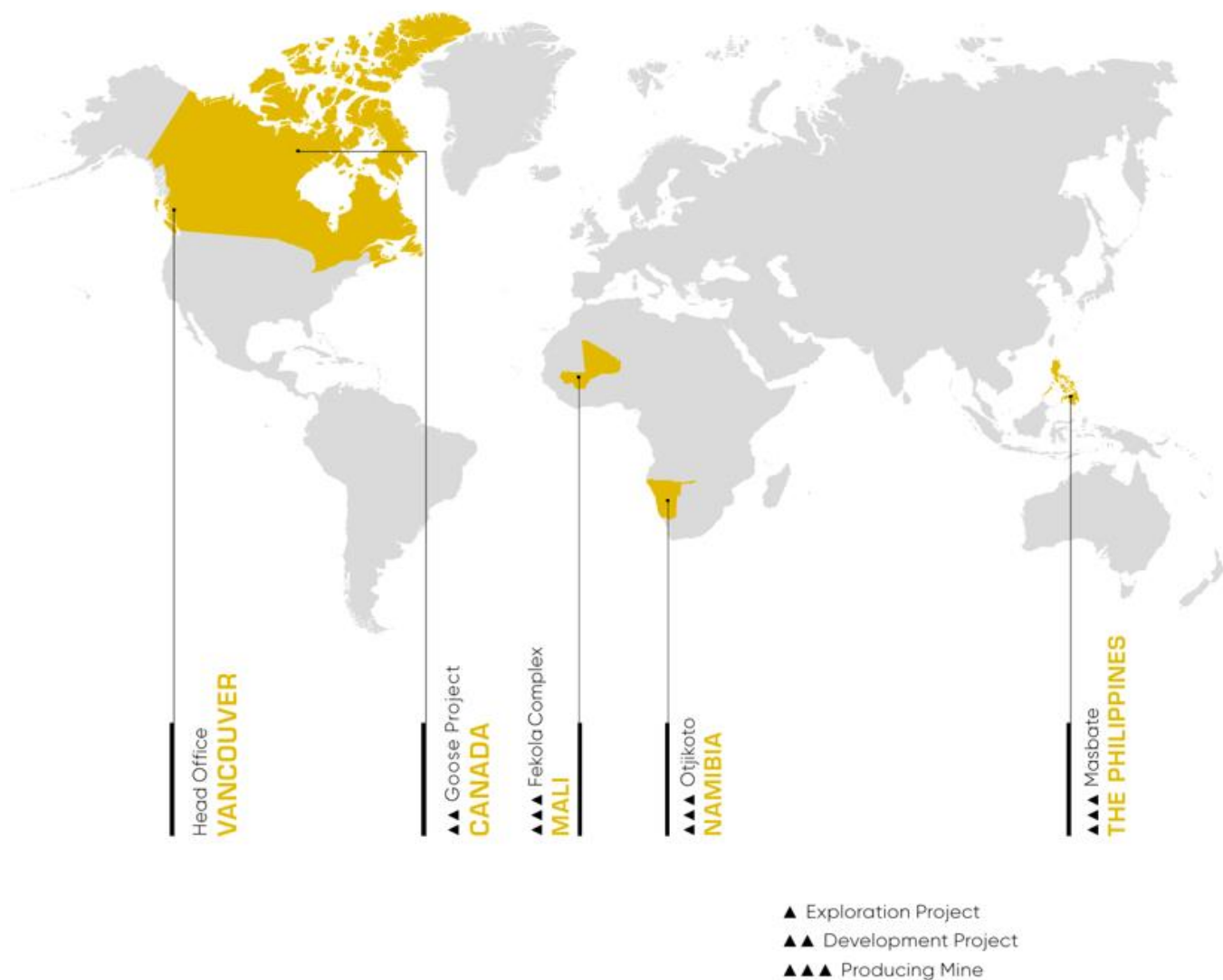
图1：B2Gold 金矿发展历史



资料来源：B2Gold 官网，民生证券研究院

资源丰富，覆盖非洲、北美、亚洲多个国家。作为全球知名的黄金生产商，公司 2023 年黄金产量高达 33 吨（包含 Calibre 公司所占产量 2.14 吨），产量贡献主要源自于公司在非洲和亚洲的资产。在资产布局上，公司以全球黄金矿山为主，覆盖了非洲、亚洲和美洲的多个国家，资源主要集中在产量较高、成本低廉的矿区，并通过收购和参股方式扩展到不同地区，使公司在全球黄金市场中保持竞争力。在资产组合上，主要由低成本的生产矿山和潜在的勘探项目构成，Fekola 和 Masbate 作为核心矿山，产量和成本优势明显，Otjikoto 作为成长性资产提供了稳定的支持，而通过参股 Calibre 项目，公司进一步平衡了投资收益和地理多样化的风险。此外，公司还在非洲其他地区 and 菲律宾进行勘探，以不断寻找新的黄金资源，为未来的发展奠定基础。该公司的资产布局如下：

图2：B2Gold 黄金资产布局图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**表1: B2Gold 的金矿资产**

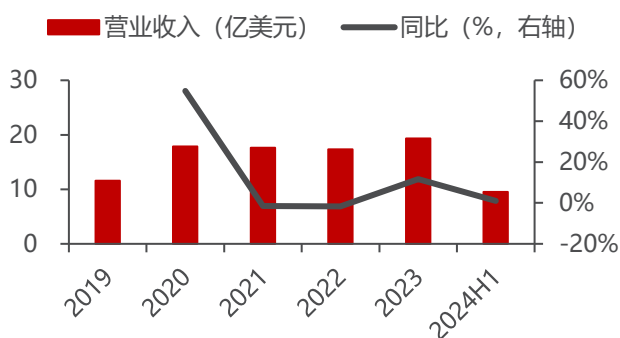
地区	国家	金矿	权益	2023 年产量 (万盎司)	2023 年权益产量 (万盎司)	状态
非洲	马里	Fekola Mine	80%	59.02	47.22	在产
		Fekola Regional: Anaconda 地区和 Dandoko 地区	90%	0	0	待产
	纳米比亚	Otjikoto Mine	90%	20.86	18.77	在产
亚洲	菲律宾	Masbate Mine	40%	19.35	7.74	在产
北美	加拿大	Back River Gold District: Goose Project	100%	0	0	待产
南美	哥伦比亚	Gramalote	100%	0	0	待产

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

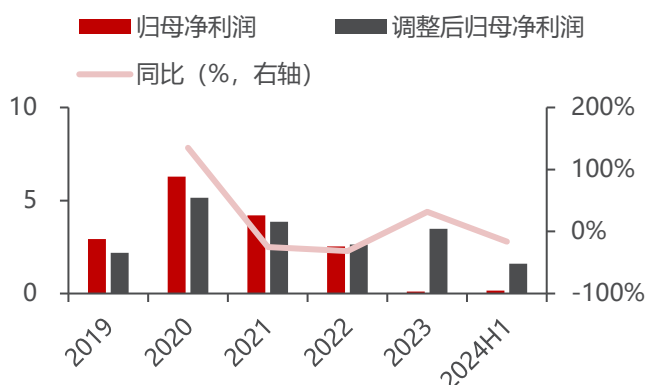
## 1.2 营收稳健, 盈利修复中

公司的营收和盈利结构稳健, 依靠低成本的矿山运营和景气的金价实现了较好的财务表现。营收方面, 2020 年公司营收同比增长 54.80%, 跨过 15 亿美元后, 整体保持稳定, 2019-2023 年复合增速 10.85%, 2024H1 年公司实现营收 9.54 亿美元, 同比增长 1.02%。

利润方面, 过去 5 年公司归母净利润波动较大。公司归母净利润波动较大, 主要受黄金价格波动以及投资回报波动 (例如收并购事项带来的资产价值重估导致减值等) 等影响, 2023 年公司减值支出总额为 3.22 亿美元, 其中 Gramalote 计提了 1.12 亿美元, Fekola 计提了 2.06 亿美元, 导致当年归母净利润基本为 0; 2024 年上半年则主要是公司继续对 Fekola 计提了 1.94 亿美元, 致上半年利润基本为 0。

**图3: 公司营收情况**


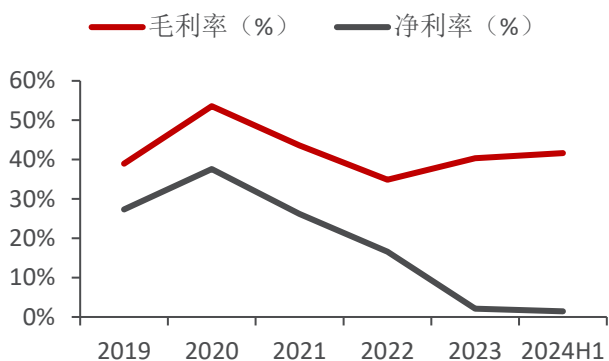
资料来源: ifind, 民生证券研究院

**图4: 公司盈利情况 (单位: 亿美元)**


资料来源: ifind, 公司定期报告, 民生证券研究院

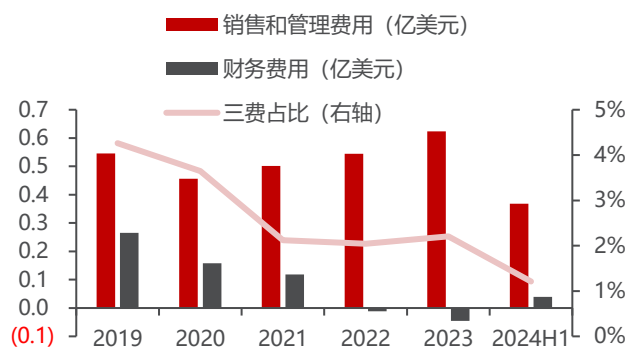
毛利率保持基本稳定，净利率波动较大，三费占比呈逐年下降趋势。2019-2024 年公司毛利率整体较为稳定，净利率方面由于利润的波动性较大从而也呈现较大的波动。费用方面，公司三费支出中主要是销售和管理费用居多，三费基本保持稳定，而由于收入的增加，三费占比逐步走低。

图5：公司毛利率、净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

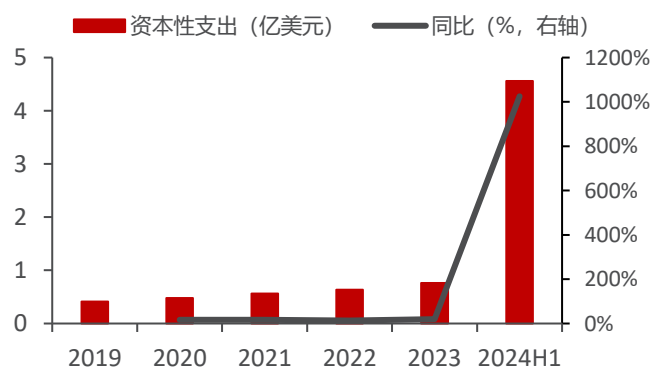
图6：公司三费情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

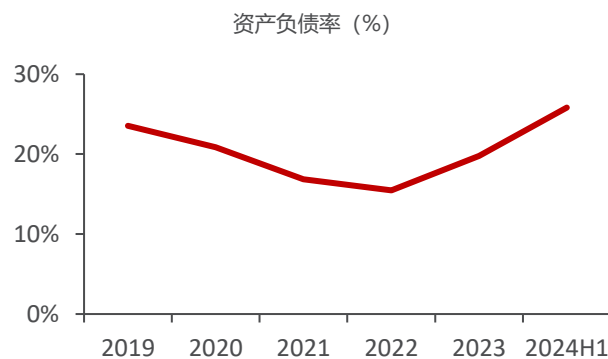
2024 年资本开支攀升，资产负债率持续提升，但保持在较低水平。资本支出方面，2019-2023 年支出整体较为稳定，2024H1 年资本支出 4.6 亿美元，同比大幅上涨 1025%，主要是 2024 年公司在 Goose 项目开发中支出大幅提升，公司预计该项目将在 2025 年开始贡献产量。2019-2024 年间，公司资产负债率先降后升，从 2022 年起持续提升，但整体保持在较低水平，基本维持在 20%左右。

图7：公司资本开支情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图8：公司资产负债率



资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2 资产遍布全球，禀赋优潜力大

### 2.1 资源禀赋尚可，部分矿山增储潜力较大

B2Gold 公司拥有三个正在运营的矿山。公司三个正在运营的矿山分别位于马里的 Fekola、纳米比亚的 Otjikoto 和菲律宾的 Masbate。此外，公司在加拿大努纳武特有一个正在建设中的矿山 Goose，在马里、芬兰和哥伦比亚等几个国家拥有其他开发和勘探项目组合。

图9：B2Gold 公司全球资产分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

从储量来看，公司正在运营的 3 座矿山贡献大部分储量，截至 2023 年 12 月 31 日，3 座矿山中黄金证实+可信储量合计为 210.07 吨，平均品位为 1.64g/t。

从资源量来看，公司正在运营的 3 座矿山贡献大部分资源量，截至 2023 年 12 月 31 日，3 座矿山中黄金探明+控制的资源量合计为 561.04 吨，平均品位为 1.13g/t。

表2：截至 2023 年底，公司在营 3 座矿山储量和资源量情况

品种	储量 (证实+可信)			资源量 (探明+控制)		
	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)
金	170.72	1.64	210.07	601.72	1.13	561.04

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，截至 2023 年，公司金矿权益储量（证实+可信）共计 312.13 吨，主要由 Fekola、Masbate、Otjikoto 和 Goose 等矿山贡献。其中，马里的 Fekola 矿的权益金矿储量高达 158.76 吨，位列第一，占比 51%。分矿山来看，Otjikoto、Masbate、Goose，储量占比分别为 1.8%、14.63%、20%，合计为 36.43%。

表3：截至 2023 年底，公司的黄金权益储量（证实+可信的）为 312.13 吨

国家	项目	证实的			可信的			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
马里	Fekola Mine(80%)	—	—	—	38.4	1.63	56.98	38.4	1.63	56.98
	Fekola Regional(90%)	—	—	—	12.42	1.97	22.40	12.42	1.97	22.40
	Total Fekola Complex(82.6%)	—	—	—	51.04	1.70	79.38	51.04	1.70	79.38
菲律宾	Masbate Gold Project (100%)	—	—	—	65.8	0.76	45.64	65.8	0.76	45.64
纳米比亚	Otjikoto Open Pit and Wolfshag Underground(90%)	—	—	—	3.06	2.07	5.67	3.06	2.07	5.67
加拿大	Goose Project	8	5.54	39.69	10.7	6.29	62.37	10.7	6.29	62.37
<b>全公司合计</b>		<b>8</b>	<b>5.54</b>	<b>39.69</b>	<b>181.42</b>	<b>1.64</b>	<b>272.44</b>	<b>189.42</b>	<b>1.64</b>	<b>312.13</b>

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，截至 2023 年，公司金矿权益资源量（探明+控制）共计 988.28 吨，主要由 Fekola、Masbate、Otjikoto 和 Goose 等矿山贡献。其中，马里的 Fekola 矿的权益金矿资源量高达 1604 万盎司，位列第一，占比 46%。分矿山来看，Otjikoto、Masbate、Gramalote、Goose，资源量占比分别为 2.5%、8.23%、12.07%、31.15%，合计为 54%。

表4：截至 2023 年底，公司的黄金权益资源量（探明+控制的）为 988.28 吨

国家	项目	探明的			控制的			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
马里	Fekola Open Pit(80%)	—	—	—	68.66	1.31	81.65	68.66	1.31	81.65
	Cardinal Zone	—	—	—	7.2	1.43	9.36	7.2	1.43	9.36
	Total Fekola Mine(80%)	—	—	—	75.86	1.32	91.00	75.86	1.32	91.00
	Anaconda Area	—	—	—	47.35	1.17	50.46	47.35	1.17	50.46
	Dandoko Area	—	—	—	71.55	1.55	10.21	71.55	1.55	10.21
	Total Fekola Regional(90%)	—	—	—	54.5	1.22	60.39	54.5	1.22	60.39
菲律宾	Total Fekola Complex	—	—	—	130.1	1.28	151.67	130.1	1.28	151.67
	Masbate Gold Project (100%)	—	—	—	109.63	0.81	81.36	109.63	0.81	81.36



纳米比亚	Otjikoto Mine	—	—	—	36.87	0.74	24.95	36.87	0.74	24.95
哥伦比亚	Gramalote Project	—	—	—	192.22	0.68	119.35	192.22	0.68	119.35
	Goose Project	9.71	5.75	51.03	16.6	6.18	144.59	26.31	6.18	144.59
加拿大	George Project	—	—	—	7.14	5.34	34.87	7.14	5.34	34.87
	Total Back River Gold District	—	—	—	23.75	5.93	128.43	23.75	5.93	128.43
<b>全公司合计</b>		<b>9.71</b>	<b>5.75</b>	<b>51.03</b>	<b>841.43</b>	<b>0.58</b>	<b>937.2</b>	<b>851.1</b>	<b>1.13</b>	<b>988.2</b>
							<b>5</b>	<b>4</b>		<b>8</b>

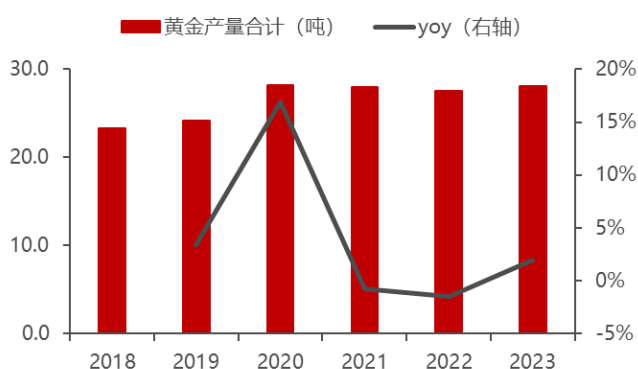
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：均为各矿山权益量

## 2.2 产量：三大金矿在产，总产量近三年保持稳定

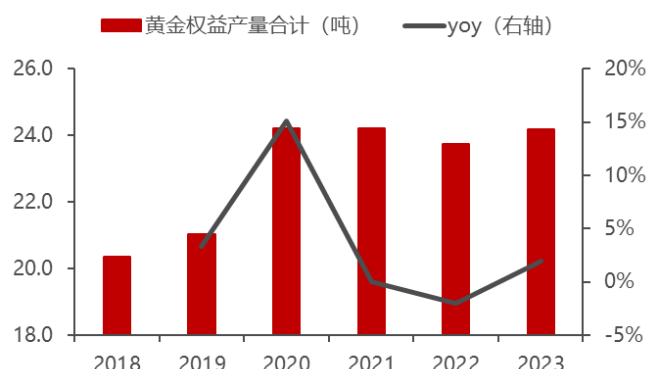
公司目前三大金矿在产，产量近年来相对稳定。产量方面，2018-2020年，公司黄金产量增速较快，2020年金矿总产量28.2吨，同比增长16.9%，主要由于Fekola金矿产量大幅增加。2020-2023年，公司黄金产量相对平稳，2023年三大矿山黄金总产量28.1吨，权益产量24.2吨，同比增加2%，分矿山来看，2020-2023年，Fekola金矿产量整体小幅下降，Masbate矿山产量较为稳定，Otjikoto矿山产量整体提升，导致公司总产量保持稳定。

图10：公司黄金总产量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：公司黄金权益产量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5：2018-2023年公司分矿山的黄金权益产量

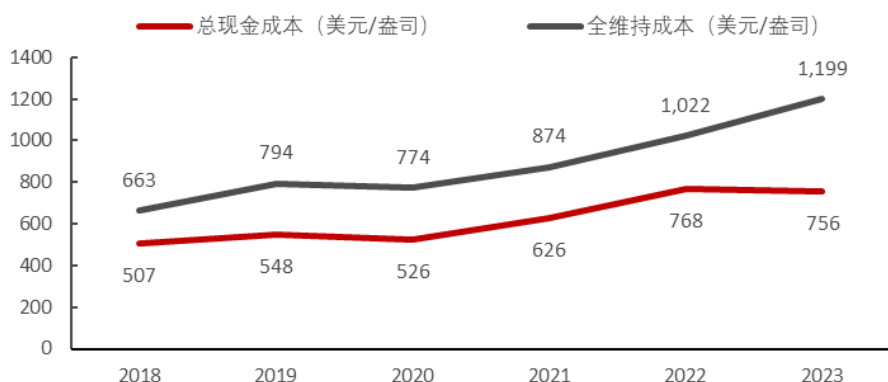
黄金权益产量 (盎司)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fekola (80%)	10.0	10.3	14.1	12.9	13.6	13.4
Masbate (100%)	6.1	6.2	5.8	6.3	6.0	5.5
Otjikoto (90%)	4.3	4.5	4.3	5.0	4.1	5.3
<b>B2Gold 合计</b>	<b>20.4</b>	<b>21.0</b>	<b>24.2</b>	<b>24.2</b>	<b>23.7</b>	<b>24.2</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.3 成本：金矿成本持续上行，增幅明显

**金矿成本持续上行，增幅明显。**受矿山品位下滑影响，公司金矿成本明显上行，整体来看，全维持成本 (AISC) 从 2018 年的 663 美元/盎司上升至 2023 年 1199 美元/盎司，期间 CAGR 为 12.6%，五年时间成本增幅高达 80.1%，我们预计主要由于矿石品位及回收率的下降。**分矿山来看**，三大矿山成本均明显提升，第一大矿山 Fekola AISC 从 2018 年的 520 美元/盎司提升至 2023 年的 1194 美元/盎司（品位由 2.58g/t 下滑至 2.13g/t），期间 CAGR 为 18.1%，增幅最为显著；Masbate AISC 从 2018 年的 713 美元/盎司提升至 2023 年的 1143 美元/盎司（品位由 1.29g/t 下滑至 0.97g/t），期间 CAGR 为 9.4%；Otjikoto AISC 从 2018 年的 724 美元/盎司提升至 2023 年的 984 美元/盎司（品位由 1.53g/t 提升至 1.91g/t），期间 CAGR 为 6.3%。

图12：2018-2023 年公司金矿成本 CAGR 为 12.6%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表6：2018-2023 年公司分矿山的黄金全维持成本 (美元/盎司)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	18-23 年 CAGR
Fekola	520	641	599	765	867	1,194	18.1%
Masbate	713	815	985	914	1,104	1,143	9.4%
Otjikoto	724	895	920	908	1,161	984	6.3%
加权平均成本	663	794	774	874	1022	1199	12.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

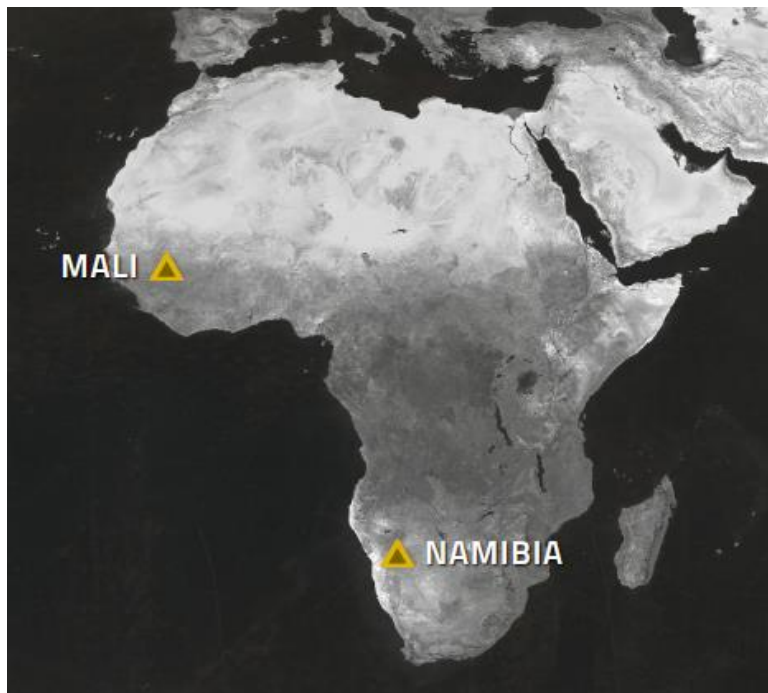
## 2.4 分地区来看，三大金矿位于非洲和菲律宾

### 2.4.1 核心支撑之非洲地区：Fekola 金矿和 Otjikoto 金矿

2023 年公司在非洲地区的黄金权益产量占公司黄金权益产量的 77.33%。主要来自位于马里的 Fekola 金矿（权益产量占比 55.33%）和位于纳米比亚的

Otjikoto 金矿（权益产量占比 22%）。其中，Fekola 金矿是 B2Gold 于 2014 年 10 月通过与 Papillon Resources Limited 合并取得，Fekola 金矿由公司持股 80%，剩余 20% 由马里政府持有；Otjikoto 矿位于纳米比亚中北部，由公司持股 90%，当地矿业公司 Evi Mining 持有 10% 股份。

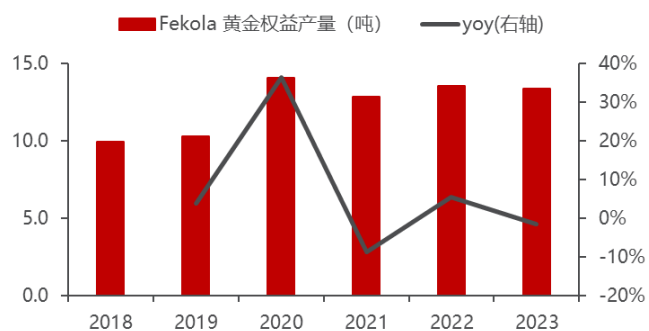
图13：公司非洲地区资源布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

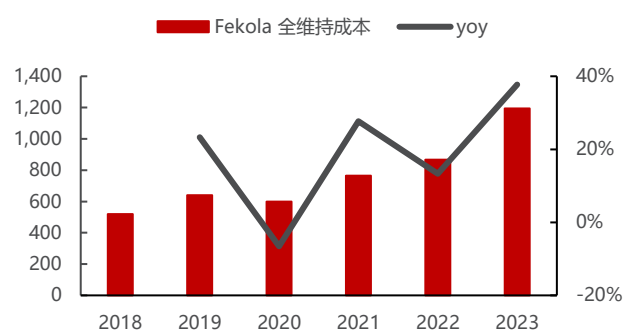
Fekola 矿位于马里西南部，马里和塞内加尔的边界，位于首都巴马科以西约 500 公里处。B2Gold 于 2014 年 10 月通过与 Papillon Resources Limited 合并收购世界级的 Fekola 项目，由公司持股 80%，马里政府持股 20%。**产量端**，2023 年该矿的黄金权益产量 13.4 吨，同比下降 1%，主要原因是回收率的下降。**成本端**，Fekola 金矿成本提升明显，2023 年全维持成本为 1,194 美元/盎司，高于每盎司 1,085 美元至 1,145 美元的最初指引区间，但接近修订后指引每盎司 1,175 美元至 1,235 美元的下限。23 年全维持成本较 22 年增加 38%，主要原因是 23 年持续性资本支出增加。

图14: Fekola 矿山 2018-2023 年黄金权益产量



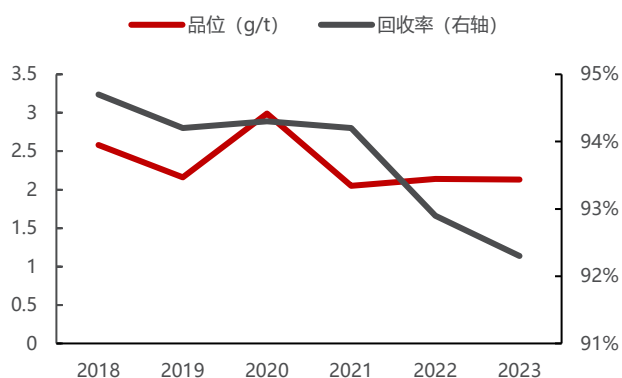
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: Fekola 矿山 2018-2023 年黄金全维持成本(单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

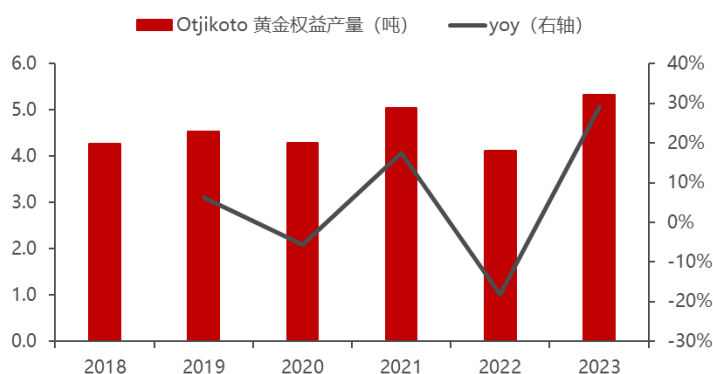
图16: Fekola 金矿 2018-2023 年原矿品位及回收率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

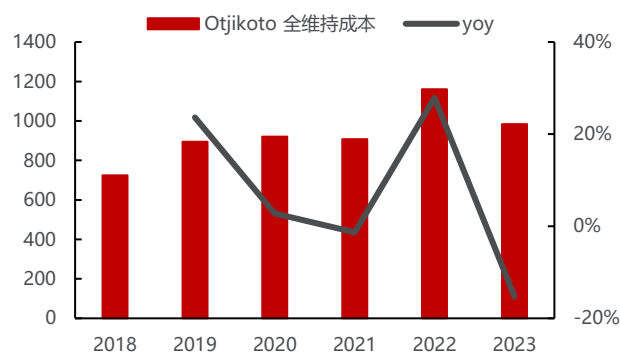
Otjikoto 矿位于纳米比亚中北部，距离该国首都温得和克以北约 300 公里，2011 年公司通过与 Auryx 金矿公司合并取得 Otjikoto 金矿，并于 2012 年 12 月取得采矿许可证，目前该矿山由公司持股 90%。**产量端**，2023 年 Otjikoto 的黄金权益产量 5.3 吨，同比增长 29%，主要原因是矿石品位和回收率的上升。**成本端**，矿山 2018-2023 年 AISC 成本整体提升，但 2023 年 Otjikoto 全维持成本为 984 美元/盎司，低于最初的指引范围，并且较 22 年下降 15%，主要原因是 23 年矿山销量的增加以及现金运营成本和资本支出的减少。

图17: Otjikoto 金矿 2018-2023 年黄金权益产量



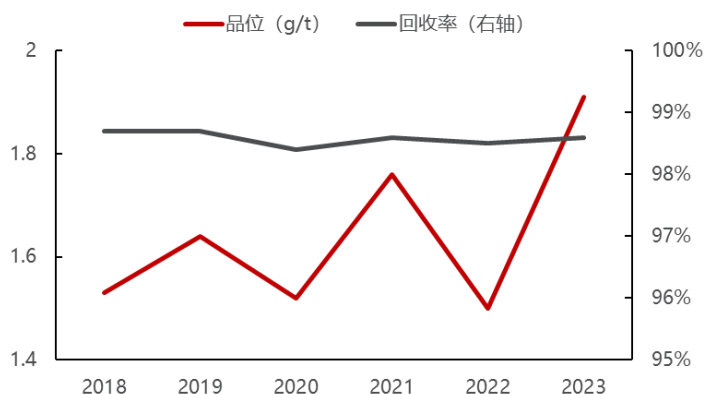
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18: Otjikoto 金矿 2018-2023 年全维持成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19: Otjikoto 金矿 2018-2023 年原矿品位及回收率

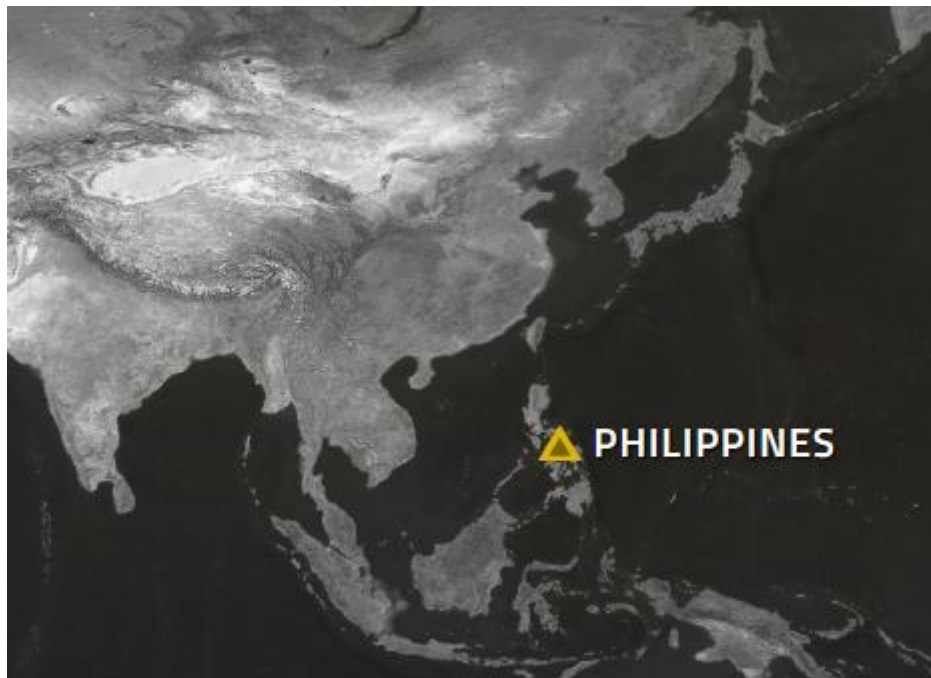


资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.4.2 核心支撑之东南亚地区：Masbate 金矿

2023 年公司在东南亚地区的黄金权益产量占公司黄金权益产量的 22%，来自于位于菲律宾的 Masbate 金矿。

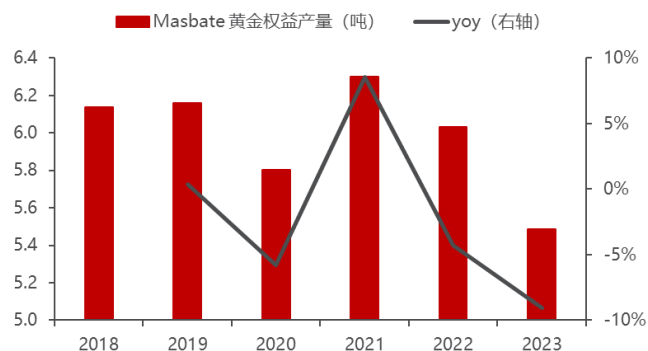
图20：公司东南亚地区布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

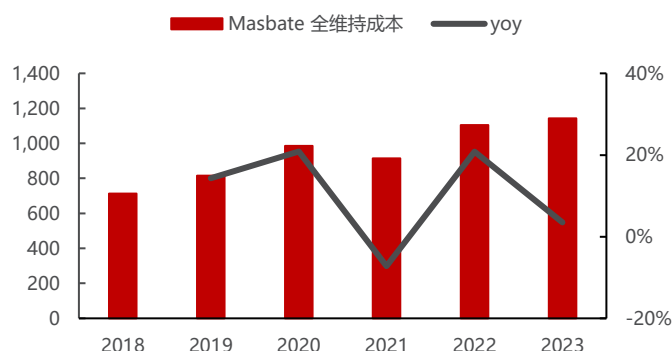
Masbate 金矿位于菲律宾的 Masbate 岛，公司持有该矿山 100% 的股份。产量端，2023 年矿山黄金产量 5.5 吨，超过其指引范围的上限。与 22 年相比下降 9%，主要原因是矿石品位及回收率的下降。成本端，2018-2023 年矿山 AISC 成本上升明显，2023 年矿山全维持成本为 1,143 美元/盎司，较 22 年增加 4%，主要由于矿山品位及回收率小幅下滑。

图21：Masbate 金矿 2018-2023 年黄金权益产量



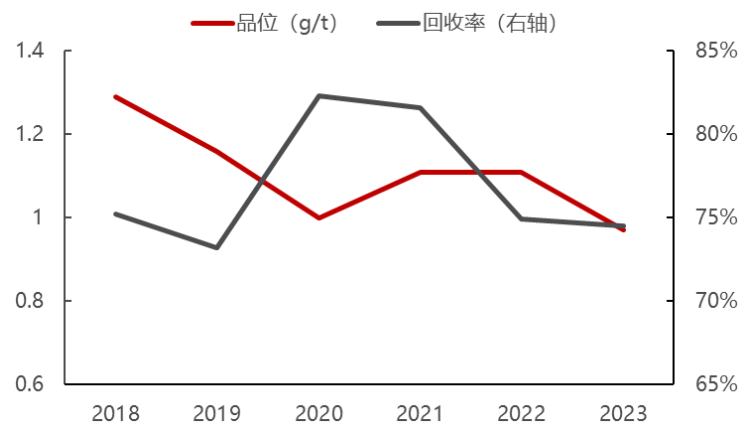
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图22：Masbate 金矿 2018-2023 年黄金全维持成本 (美元/盎司)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23: Masbate 金矿 2018-2023 年原矿品位及回收率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3 远期增量：资源优质，产量增长潜力大

B2Gold 黄金未来的增量项目分别为黄金矿山 Goose、Fekola、Gramalote。

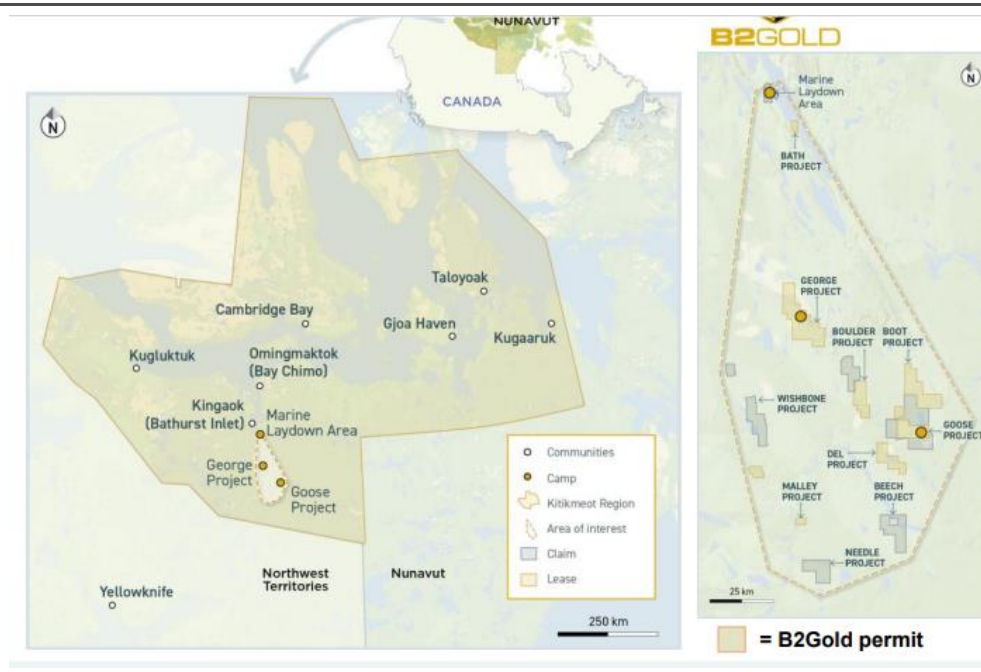
表7：B2Gold 增量信息汇总

金属类型	项目	地点 (国家)	进度指引
金	Goose	加拿大努纳武特	预计 2025 年一季度项目建设完成，2025 年二季度首次投产，2025 年三季度商业化生产，2026 年至 2031 年的平均黄金产量预计将超过每年 31 万盎司
	Fekola	马里	2025 年一季度，Fekola Regional 首次投产，2025 年中，Fekola 地下金矿首次投产，产量预计 2025 年开始每年可达 10 万盎司，Fekola 磨矿的矿石饲料保持在每年 900 万吨左右
	Gramalote	哥伦比亚	展开可行性工作，目标是在 2025 年中期完成可行性研究

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**Goose 金矿是露天+地下金矿。**公司拥有 100%所有权。位于加拿大的努纳武特。这是全球为数不多的规模庞大、经济效益良好的建设阶段黄金项目之一。资源端，Goose 项目拥有 6 个金矿，允许开采 26.3 Mt 的矿产资源，黄金品位 6.02 g/t，黄金量 144.59 吨，是全球品位最高的未开发露天矿。产量端，Goose 项目预计建设周期为两年，2025 年第一季度完成建设，二季度首批黄金投产，2026 年至 2031 年的平均黄金产量预计将超过每年 8.79 吨。成本端，Goose 项目修订建设和矿山开发资本支出估算约 15.4 亿美元，比先前的预测增长 23%。主要原因是由于矿山开发和某些资本项目的加速，导致第一批黄金生产推迟了一个季度，这些项目此前预计将在第一批黄金生产后发生。

图24：Goose 金矿项目建设计划

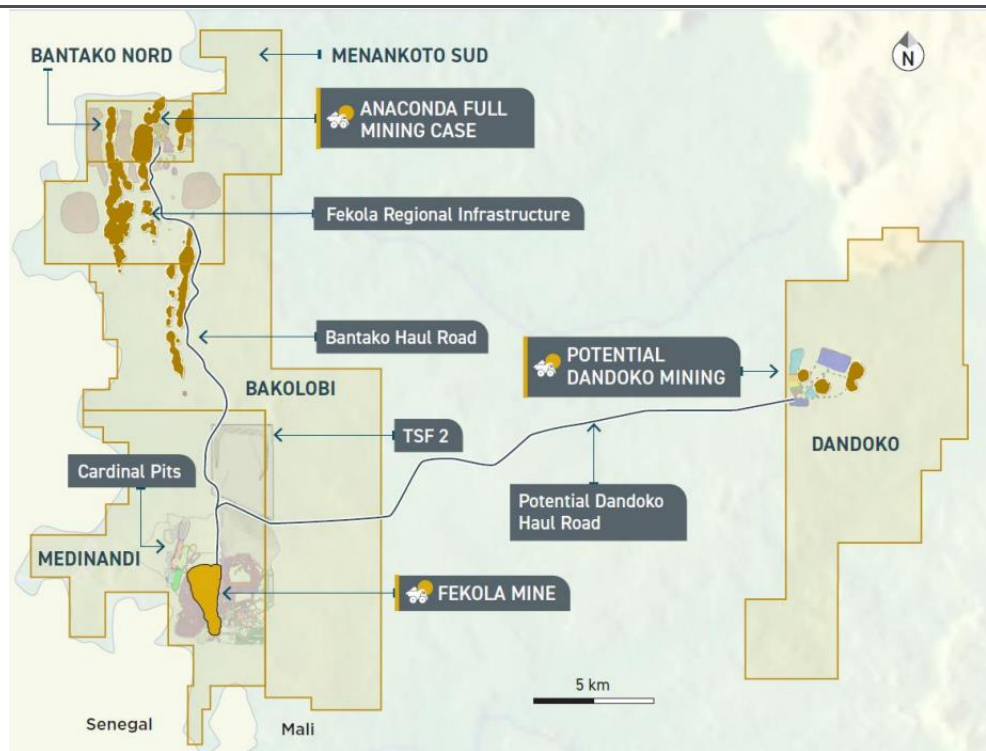


资料来源：公司公告，民生证券研究院



**Fekola 金矿是一座露天金矿。**公司拥有 80%的所有权。位于马里西南部，马里和塞内加尔之间的边界上，凯耶以南约 210 公里处。产量端，2023 年，Fekola Complex 生产了 16.73 吨黄金，平均金品位为 2.13g/t，平均金回收率为 92.3%。2024 年，Fekola Complex 的黄金产量预计为 12.33 吨，相对于 2023 年下降，主要原因是 Bantako Nord 许可证向开采许可证的转换延迟，导致产量下降，推迟了 LoM 计划中原定于 2024 年运往 Fekola 工厂并生产的 2.26-2.28 吨黄金。2025 年，公司预计 Fekola Complex 的黄金产量将大幅增加，因为计划对 Fekola 和 Cardinal 矿坑的高品位矿石进行开采和加工，以及 Anaconda 地区的高品位矿石的全年贡献。Fekola Regional 项目预计 2025 年后每年产量可达 2.8 吨，在项目的剩余寿命期内，Anaconda 地区生产 17 吨黄金，Dandoko 地区生产 5.67 吨黄金。成本端，Fekola 2024 年的全维持成本预计为 1510-1570 美元/盎司，相比 2023 年增加，原因是 Anaconda 地区 Bantako Nord 部分的开采许可证推迟了，以及更高的维持资本支出（Bantako Nord 许可证目前有效期为 2024 年 11 月 26 日，可再延长一次，有效期为三年，至 2027 年 11 月 26 日）。

图25: Fekola 金矿项目建设计划



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**Gramalote 金矿是一座露天金矿。**公司拥有 100%的股权。位于哥伦比亚首都波哥大西北约 230 公里处，安蒂奥基亚省首府麦德林东北约 100 公里处。项目建设期 2.5 年，公司预计将在 2024 年第二季度末完成初步经济评估，2025 年中

完成项目可行性研究。产量端，公司预计项目寿命 12.5 年，寿命期内黄金产量为 65.2 吨，前五年的年均黄金产量为 6.63 吨，项目的平均寿命年黄金产量为 5.24 吨。成本端，项目具有低成本结构，现金运营成本为 622 美元/盎司，AISC 为 886 美元/盎司。利润端，公司预计税后净现值为 7.78 亿美元，税后 IRR 为 20.6%。

图26: Gramalote 金矿项目建设计划



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8: B2Gold 金板块增量资源汇总

资源情况	地点 (国家)	权益	品位 (g/t)	储量 (矿石量)	资源量 (矿石量)	金属量 (吨)
Goose	Nunavut, Canada	100%	5.97	18.69Mt	26.31Mt	144.3
Fekola	Mali	80%	1.70	49.44Mt	124.31Mt	151.67
Gramalote	Colombia	100%	0.68	-	192.22Mt	119.35

资料来源：公司公告，民生证券研究院

产量端，根据公司预计，B2Gold2024 年可实现黄金权益产量 20.62 吨，2025 年可实现黄金产量 27.25 吨，到 2030 年可实现可归属黄金当量产量 55.45 吨，对应 2025-2030 年 CAGR 为 14.81%。

**表9: 2024-2030 年 B2Gold 黄金权益产量预测**

金产量 (吨)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Fekola Mine(80%)	13.39	9.87	11.82	12.84	13.96	15.17	16.49	17.92
Fekola Regional(90%)	0.00	0.00	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55	2.55
Masbate(100%)	5.49	5.53	6.62	7.20	7.82	8.50	9.24	10.04
Otjikoto(90%)	5.32	5.23	6.27	6.81	7.40	8.05	8.75	9.51
Goose(100%)	0.00	0.00	0.00	8.79	8.79	8.79	8.79	8.79
Gramalote(100%)	0.00	0.00	0.00	6.63	6.63	6.63	6.63	6.63
<b>合计</b>	<b>24.19</b>	<b>20.62</b>	<b>27.25</b>	<b>44.82</b>	<b>47.16</b>	<b>49.69</b>	<b>52.45</b>	<b>55.45</b>
<b>年增长率</b>		<b>-14.75%</b>	<b>32.13%</b>	<b>64.46%</b>	<b>5.21%</b>	<b>5.38%</b>	<b>5.55%</b>	<b>5.71%</b>
<b>权益量 CAGR</b>				<b>14.81%</b>				

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

**成本端, 公司预计 2024 年黄金板块总维持成本将分别为 1450 美元/盎司。**

总体来看, 受益于 2023 年开发多个矿山产量增加, 公司预计 2024 年金板块现金成本/全维持成本分别为 865/1450 美元/盎司, 其中全维持成本同比上升约 20.73%。

## 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: B2Gold 金矿发展历史.....	3
图 2: B2Gold 黄金资产布局图.....	4
图 3: 公司营收情况.....	5
图 4: 公司盈利情况 (单位: 亿美元).....	5
图 5: 公司毛利率、净利率情况.....	6
图 6: 公司三费情况.....	6
图 7: 公司资本开支情况.....	6
图 8: 公司资产负债率.....	6
图 9: B2Gold 公司全球资产分布.....	7
图 10: 公司黄金总产量.....	9
图 11: 公司黄金权益产量.....	9
图 12: 2018-2023 年公司金矿成本 CAGR 为 12.6%.....	10
图 13: 公司非洲地区资源布局.....	11
图 14: Fekola 矿山 2018-2023 年黄金权益产量.....	12
图 15: Fekola 矿山 2018-2023 年黄金全维持成本 (单位: 美元/盎司).....	12
图 16: Fekola 金矿 2018-2023 年原矿品位及回收率.....	12
图 17: Otjikoto 金矿 2018-2023 年黄金权益产量.....	13
图 18: Otjikoto 金矿 2018-2023 年全维持成本 (单位: 美元/盎司).....	13
图 19: Otjikoto 金矿 2018-2023 年原矿品位及回收率.....	13
图 20: 公司东南亚地区布局.....	14
图 21: Masbate 金矿 2018-2023 年黄金权益产量.....	14
图 22: Masbate 金矿 2018-2023 年黄金全维持成本 (美元/盎司).....	14
图 23: Masbate 金矿 2018-2023 年原矿品位及回收率.....	15
图 24: Goose 金矿项目建设计划.....	16
图 25: Fekola 金矿项目建设计划.....	17
图 26: Gramalote 金矿项目建设计划.....	18

## 表格目录

表 1: B2Gold 的金矿资产.....	5
表 2: 截至 2023 年底, 公司在营 3 座矿山储量和资源量情况.....	7
表 3: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益储量 (证实+可信的) 为 312.13 吨.....	8
表 4: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益资源量 (探明+控制的) 为 988.28 吨.....	8
表 5: 2018-2023 年公司分矿山的黄金权益产量.....	9
表 6: 2018-2023 年公司分矿山的黄金全维持成本 (美元/盎司).....	10
表 7: B2Gold 增量信息汇总.....	16
表 8: B2Gold 金板块增量资源汇总.....	18
表 9: 2024-2030 年 B2Gold 黄金权益产量预测.....	19

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	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