

埃尔拉多黄金：资产优化不断，发展潜力可期

2024年11月06日

► **埃尔拉多黄金资产优化不断，建设运营经验丰富。** (1) **公司发展历史悠久，建设运营经验丰富：**公司发展历史可追溯至 1992 年，通过持续的收并购，公司在全球建设运营多个黄金矿山，2023 年黄金权益产量为 48.5 万盎司。(2) **深耕近东、北美金矿资源，矿山资产持续更替。**埃尔拉多黄金是一家全球性的金矿开采公司，在公司发展历程中开发过墨西哥、巴西、中国、土耳其、加拿大、希腊、罗马尼亚等多个国家的矿山，目前聚焦于土耳其、加拿大和希腊的优质矿山进行开发，持续开辟新的增长点。(3) **老矿山进入成熟期，新项目蓄势待发：**从财务指标上看，公司营收整体稳中有升，今年以来业绩大幅增长，主要受益于黄金价格上涨。近年来，公司资本支出持续增加，不断投入 Skouries 等新增项目开发建设。从公司 2024-2027 年指引来看，公司黄金产量将继续保持增长趋势，新项目也将带来铜等其他金属增量，公司利润有望持续增长。

► **公司布局多座优质金矿，发展潜力可期。**从储量来看，公司旗下共有 6 座矿山贡献储量，截至 2023 年 9 月份，公司的黄金权益储量合计为 11.72 百万盎司，平均品位为 1.04g/t；从资源量来看，公司旗下共有 10 座矿山贡献资源量（9 座金矿，1 座多金属矿含银铅锌），公司的黄金资源量（探明+控制的）合计为 22.79 百万盎司，平均品位为 1.02g/t。**产量来看，公司黄金产量整体稳中有升。**2018-2023 年，公司黄金产量从 34.91 万盎司增长到 48.51 万盎司，年复合增长率约 6.8%，整体产量呈现稳中有升趋势，主要受益于 Lamaque Complex 矿稳步放量，目前是公司最大黄金生产矿山。**成本端来看，公司黄金成本近几年小幅上行。**2018-2023 年，公司黄金现金运营成本从 625 美元/盎司增长到 743 美元/盎司，总现金成本从 650 美元/盎司增长到 850 美元/盎司，全维持成本 (AISC) 从 994 美元/盎司增长到 1220 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。**分矿山来看，集中分布土耳其、加拿大和希腊，土耳其的核心资产（黄金权益产量占比 49.7%）为 Kışladağ 金矿和 Efemçukuru 金矿。加拿大的核心资产（黄金权益产量占比 36.5%）为 Lamaque Complex 金矿；希腊的核心资产（黄金权益产量占比 13.8%）为 Olympias 金矿。**

► **未来看点：**埃尔拉多黄金是中型黄金公司，老矿山逐渐进入成熟期，未来的成长需要关注新矿山能否顺利投产及优质资产储备：**1) 新项目投产进度。**公司预计 Skouries 项目于 2025 年底商业化生产，到 2027 年实现黄金产量 20 万盎司，成为公司黄金产量最大的矿山，对应 2023-2027 年公司整体黄金产量的 CAGR 为 10%；同时，Skouries 项目也会生产铜精矿，公司预计到 2027 年实现铜矿产量 7000 万磅，成为新的业务增长点。**2) 储备项目整合开发。**除 Skouries 项目外，公司还有 Perama Hill、Sapes、Bourlamaque 矿山处于早期勘探论证阶段，关注公司后期的持续勘探结果。这些矿山资产位于现有在产项目附近，公司可以最大限度地调动临近资源进行投入开发，复制现有矿山建设运营经验，有利于零散矿山进行整合，降低整体运营成本。**3) 业务版图拓展。**公司持续收并购其他中小型矿业公司，公司未来仍计划通过勘探和收购吸纳新的黄金和其他金属矿山资源，使用针对性地框架和模型定位最有前景的矿山地点，对投资组合进行排名和评分，把握新的机会。

► **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：qizuxue@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. 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
2. 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
3. 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
4. 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
5. 有色金属周报 20241019：降息预期+避险需求，金价创新高-2024/10/19

目录

1 资产优质，建设运营经验丰富	3
1.1 资产优化不断，聚焦近东、北美	3
1.2 整体经营稳健，盈利持续修复	6
2 拥有多座优质金矿资源，发展潜力可期	9
2.1 全球主要黄金公司之一，资源禀赋优异	9
2.2 产量：新矿爬坡，近几年公司黄金产量稳中有升	13
2.3 成本：资源优质，公司黄金成本近几年小幅上行	14
2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产	14
3 远期增量：Skouries 项目即将投产，产量持续增长可期	21
4 风险提示	24
插图目录	25
表格目录	25

1 资产优质，建设运营经验丰富

1.1 资产优化不断，聚焦近东、北美

埃尔拉多黄金通过收并购持续更替新老矿山资产。埃尔拉多黄金成立于1992年4月，致力于低成本地生产黄金。公司通过收并购持续更新公司矿山资源，并先后于多伦多证券交易所、纽约证券交易所上市。

1994年，公司的La Colorada矿山开始首次商业生产，并获得该矿山100%所有权，正式开启公司黄金版图。

1996年，公司从温哥华证券交易所转到多伦多证券交易所上市。

1996年，公司从Gencor收购获得巴西的Sao Bento金矿和土耳其的Efemçukuru金矿。

1996年，Eldorado Corporation Ltd更名为Eldorado Gold Corporation，并与HRC Development Corporation合并。

1996年，公司在土耳其Kişladağ进行绿地勘探，该地区未来成为公司旗舰资产，也是土耳其现在最大的金矿。

2000年，La Trinidad矿山复垦完成，公司出售La Colorada矿山，正式退出墨西哥。

2005年，公司收购Afcán Mining，并获得中国北方的滩涧山金矿，该矿山于2006年建设完成，2007年投产，标志着公司黄金生产业务正式进入中国。

2008年，公司进军希腊，从Frontier Pacific收购获得Perama Hill矿山。

2008年，公司从Brazauro Resources收购获得巴西Tocantinzinho金矿，并把Sao Bento矿山出售给Anglogold Ashanti。

2009年，公司收购Sino Gold，并获得锦丰金矿和白山金矿，成为中国最大的外资黄金生产商。

2009年，公司在纽约证券交易所上市。

2012年，公司收购European Goldfields，此次收购不但扩大了公司在希腊的黄金生产业务(Skouries、Olympias、Stratoni 矿山)，还使得公司通过Certej矿山进入罗马尼亚。

2014年，公司收购Glory Resources，并获得Sapes矿山。

2016年，公司向中国黄金集团出售中国矿山资产，正式退出中国。

2021年，公司收购QMX Gold，QMX拥有的项目位于Abitibi绿岩带，紧邻加拿大的Lamaque矿山，此次收购可以进一步扩大公司加拿大项目的增长潜力。

2021年，公司向G Mining出售巴西的Tocantinzinho矿山，正式退出巴西。

2022年，Stratoni矿山停产，进入维护阶段。

2024年，Skouries矿山生产建设大部分完成，公司计划于2025年底开始商业生产。

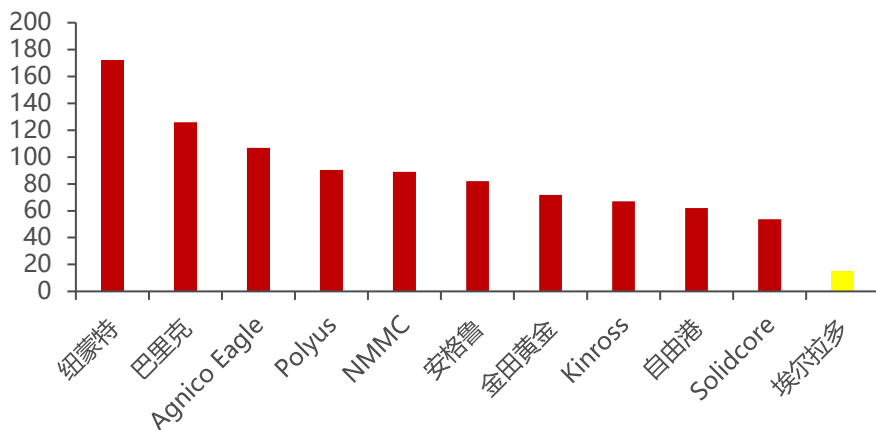
图1： 埃尔拉多黄金发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

公司是中型黄金公司，新增项目有发展潜力。埃尔拉多黄金 2023 年黄金产量 15.09 吨，产量与全球前十大黄金生产商还有一定差距。近年来，公司保持稳定生产，产量稳中有增，未来仍有新增项目投产计划，公司预计黄金产量持续增长。

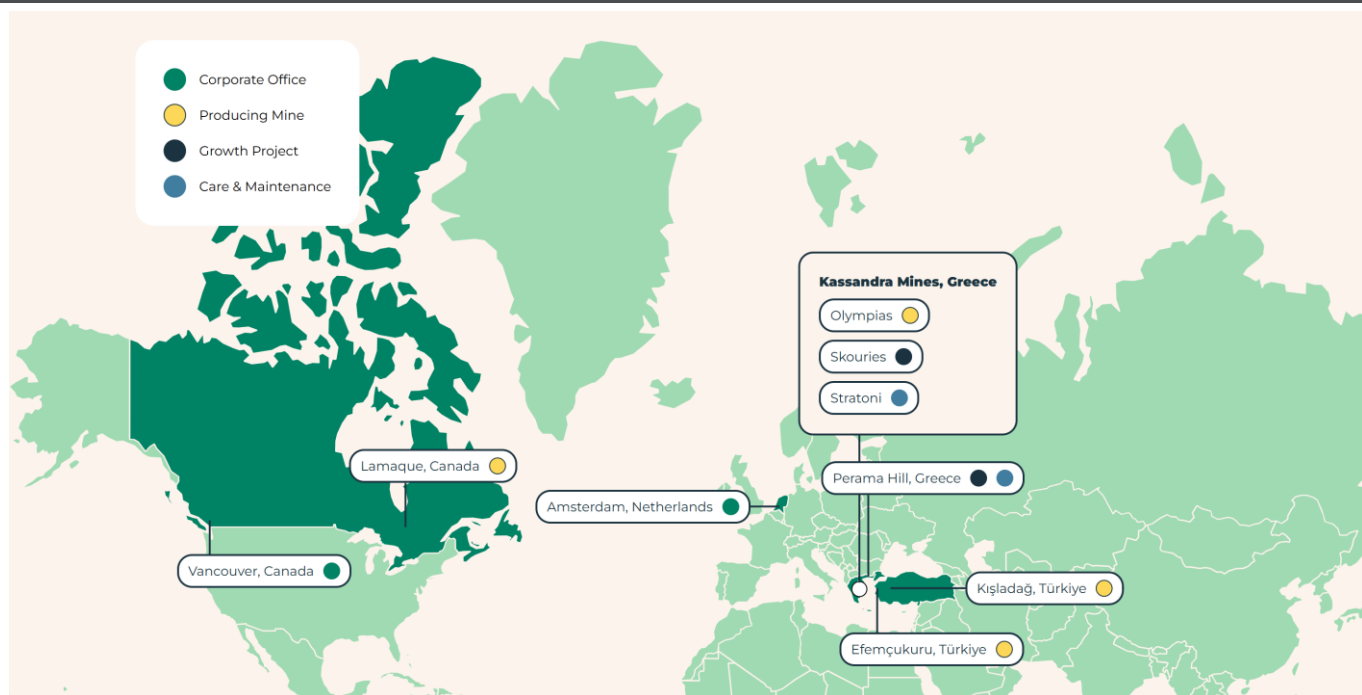
图2： 2023 年世界前十大黄金生产商和埃尔拉多黄金产量（单位：吨）



资料来源：INN，公司公告，民生证券研究院

聚焦近东、北美矿山资源。公司目前拥有在产矿山 4 座、建设中矿山 1 座及数个研究规划中项目。在产矿产主要位于近东地区的土耳其、希腊以及北美地区的加拿大。所有在产矿山都以黄金为主要矿产，希腊的 Olympias 矿山还伴生有银、铅、锌矿，建设中的希腊 Skouries 矿山主要生产金和铜。公司曾通过收购控制了墨西哥、巴西、中国等地矿山，不过目前都已转让或停产。公司现有和未来矿山项目都集中在近东和北美地区，未来公司将继续深耕这些区域，提升公司竞争力。

图3：埃尔拉多黄金资产布局图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

表1：埃尔拉多黄金的矿山资产

国家	矿山名称	权益	2023 年黄金产量 (万盎司)	状态	可采年限 (基于证实+可信储量)	金属类型
加拿大	Lamaque	100%	17.7	在产	5	金
	Olympias	100%	6.7	在产	15	金-银-铅-锌
希腊	Skouries	100%	0	25 年底投产	20	金-铜
	Perama Hill	100%	0	停产开发	8	金-银
	Stratoni	100%	0	停产	3	银-铅-锌
土耳其	Kışladağ	100%	15.5	在产	13	金
	Efemçukuru	100%	8.6	在产	6	金

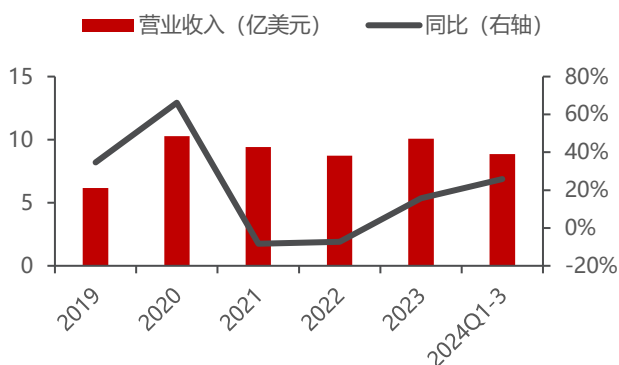
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 整体经营稳健，盈利持续修复

公司营收稳中有升。营收方面，2020 年公司营收同比增长 66%，2020-2023 年公司营收整体保持稳定，复合增速为-0.6%，2024 年前三季度公司实现营收 8.87 亿美元，同比增长 25.9%。从营收结构上来看，公司主营业务收入来自黄金，营收占比约为 90%左右。

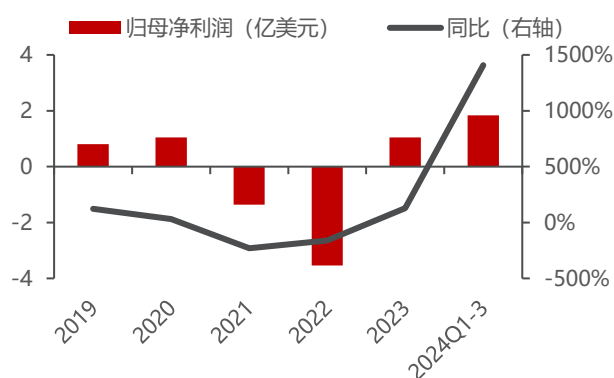
金价上行助推 2024 年业绩大幅增长。公司除 21、22 年亏损外均保持盈利。2021 年，公司归母净利润为-1.36 亿美元，主要是因为土耳其里拉贬值造成的汇兑损失、Stratoni 矿山的关停造成的资产减值和债务再融资造成财务费用增加所致。2022 年，公司归母净利润为-3.54 亿美元，主要是因为 Kışladağ 矿山减产黄金产销量下滑、国际形势紧张造成运营成本增加和折旧、非现金资产减值增加所致。24Q1-3，由于黄金价格同比上升较多，因此公司利润增幅明显。根据公司 2024-2027 年产量指引来看，Skouries 矿山预计从 2025 年开始投产，公司黄金产量预计继续上升，公司长期业绩有望保持增长。

图4：公司营收情况



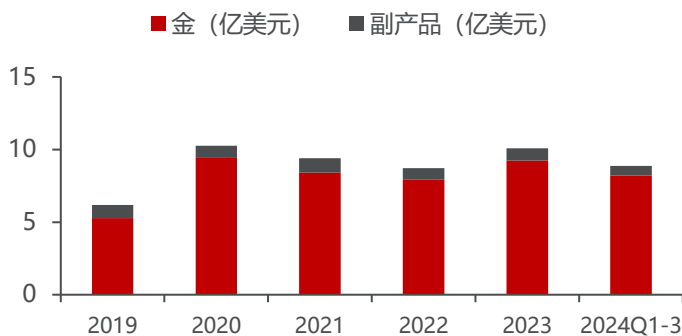
资料来源：ifind，民生证券研究院

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

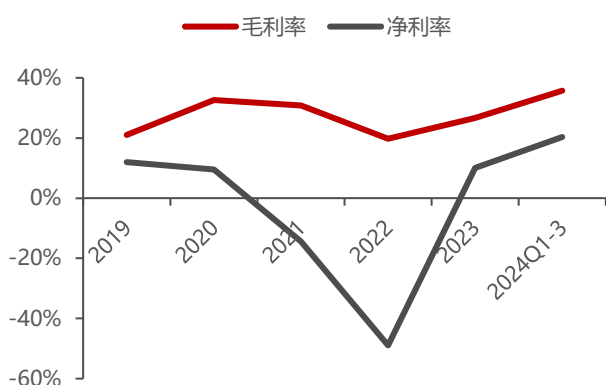
图6：公司营收结构中黄金是主要收入来源



资料来源：ifind，民生证券研究院

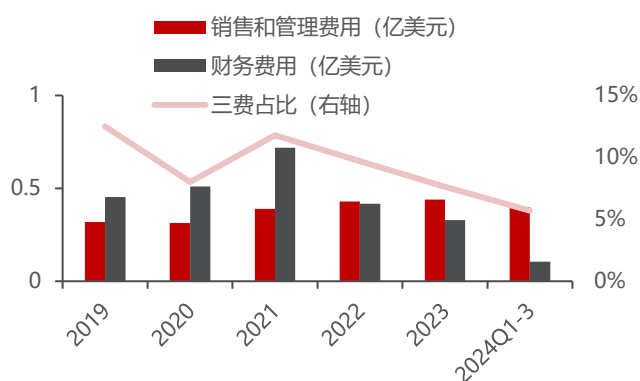
毛利率和销售管理费用较稳定。公司毛利率整体较为稳定，2022 年以来有所下滑主要系成本上升所致，净利率方面由于利润的波动性较大从而也呈现较大的波动，自 2022 年见底以后便持续的向上修复中。费用方面，公司三费支出中主要是财务费用居多，而财务费用逐年下降使得费用占比也逐步走低，整体费用同样比较稳定。

图7：公司毛利率净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

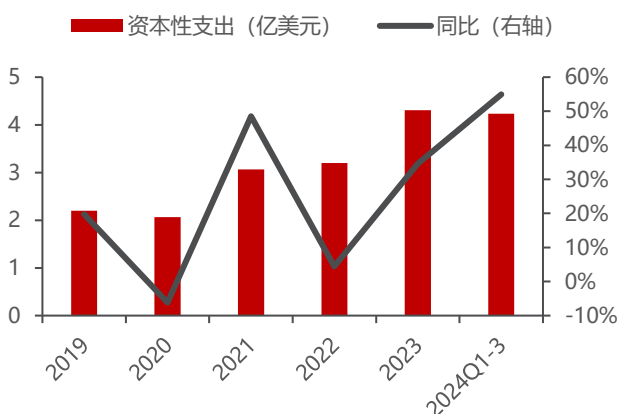
图8：公司三费情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

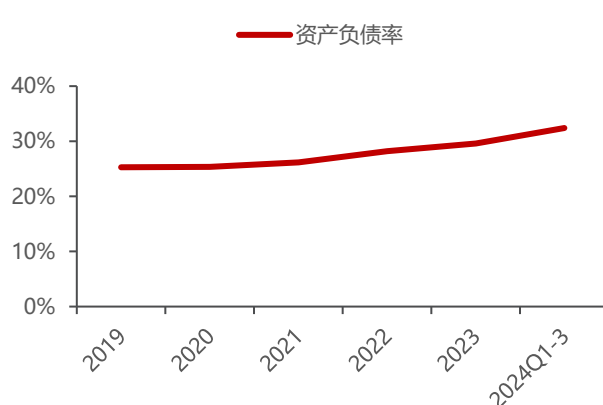
资产负债率、资本开支逐年抬升。公司近年来资本开支稳步抬升，用于支持新项目开发建设，24Q1-3 资本开支为 4.23 亿美元，同比增长 54.93%，资产负债率为 32.4%，相比 23 年底增加 2.81 个百分点，每年的折旧摊销 2.2 亿美元左右。

图9：公司资本开支情况



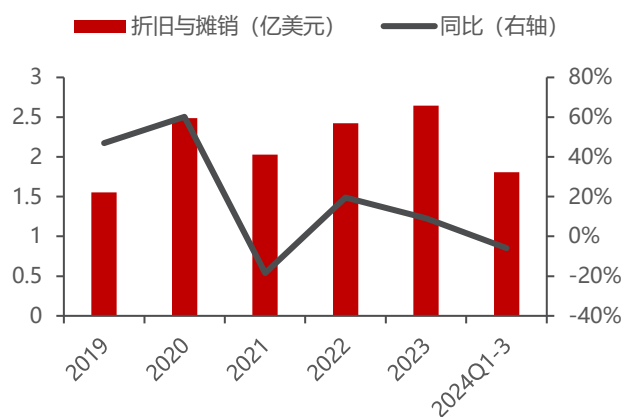
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：公司资产负债率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：公司折旧与摊销情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

2 拥有多座优质金矿资源，发展潜力可期

2.1 全球主要黄金公司之一，资源禀赋优异

从储量来看，公司旗下共有 6 座矿山有储量（6 座均为金矿），截至 2023 年 9 月份，公司的黄金权益储量合计为 11.72 百万盎司，平均品位为 1.04g/t，白银权益储量合计为 37.45 百万盎司，平均品位为 61.00g/t，铜权益储量合计为 74 万吨，平均品位为 0.50%，铅权益储量合计为 37.4 万吨，平均品位为 4.20%，锌权益储量合计为 46.8 万吨，平均品位为 5.30%。

从资源量来看，公司旗下共有 10 座矿山有资源量（9 座金矿，1 座多金属矿含银铅锌），截至 2023 年 9 月份，公司的黄金权益资源量（探明+控制的）合计为 22.79 百万盎司，平均品位为 1.02g/t，白银权益资源量合计为 94.61 百万盎司，平均品位为 25.00g/t，铜权益资源量合计为 111.8 万吨，平均品位为 0.47%，铅权益资源量合计为 69.2 万吨，平均品位为 5.00%，锌权益资源量合计为 91.4 万吨，平均品位为 6.60%。

表2：截至 2023 年 9 月份，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 (千吨)	品位	金属量 (千盎司/千吨)	矿石量 (千吨)	品位	金属量 (千盎司/千吨)
金	350,665	1.04g/t	11,717	697,448	1.02g/t	22,791
银	19,148	61.00g/t	37,450	115,849	25.00g/t	94,612
铜	147,116	0.50%	740	239,974	0.47%	1,118
铅	8,856	4.20%	374	13,830	5.00%	692
锌	8,856	5.30%	468	13,830	6.60%	914

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：金属量金、银单位为千盎司，铜、铅、锌为千吨

表3：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	\$1,300/oz	\$1,400/oz	\$1,800/oz	\$1,800/oz
银	\$17.00/oz	\$19.00/oz	/	\$24.00/oz
铜	\$2.75/lb	\$2.75/lb	\$3.50/lb	\$3.50/lb
铅	\$2,000/t	\$2,000/t	/	\$2,400/t
锌	\$2,400/t	\$2,500/t	/	\$2,600/t

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2023 年 Skouries 和 Perama Hill 项目金的储量价格假设为 \$1300/oz

黄金板块储量细分来看，土耳其、加拿大和希腊分别有 2、1、3 座矿山，黄金权益储量分别为 4.31、0.87、6.53 百万盎司，占比分别为 36.78%、7.48%、55.75%。分矿山来看，公司矿山按储量排序分别为 Kışladağ、Skouries、Olympias、Perama Hill、Lamaque Complex、Efemçukuru，储量占比分别为 32.08%、30.98%、16.28%、8.49%、7.48%、4.69%。

表4：截至 2023 年 9 月份，公司的黄金权益储量

项目	证实储量			可信储量			合计		
	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司
土耳其									4309
Efemçukuru	1,290	5.18	215	2,082	5.01	335	3,372	5.08	550
Kışladağ	163,085	0.68	3,543	13,491	0.50	216	176,576	0.67	3,759
加拿大									877
Lamaque Complex	1,033	6.07	202	3,422	6.14	675	4,454	6.12	877
希腊									6532
Olympias	2,354	8.88	672	6,502	5.91	1,235	8,856	6.70	1,907
Perama Hill	3,116	4.08	409	7,176	2.54	586	10,292	3.01	995
Skouries	73101.00	0.87	2,053	74,015	0.66	1,576	147,116	0.77	3,630
全公司合计	243,978	0.90	7,093	106,687	1.35	4,624	350,665	1.04	11,717

资料来源：公司公告，民生证券研究院

白银板块储量细分来看，主要集中在希腊的 2 座矿山，分别为 Olympias、Perama Hill，白银权益储量分别为 35.81、1.64 百万盎司，占比分别为 95.62%、4.38%。

表5：截至 2023 年 9 月份，公司的白银权益储量

项目	证实储量			可信储量			合计		
	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司
Olympias	2,354	126	9,568	6,502	126	26,242	8,856	126	35,810
Perama Hill	3,116	4.0	403	7,176	5.4	1,237	10,292	5.0	1,639
全公司合计	5,470	57	9,971	13,678	62	27,479	19,148	61	37,450

资料来源：公司公告，民生证券研究院

铜、铅、锌板块储量细分来看，主要集中在希腊的 2 座矿山，分别是 Olympias、Skouries，铜权益储量主要集中在 Skouries，达到 74 万吨，铅锌权益储量集中在 Olympias，权益储量分别为 37.4 万吨铅和 46.8 万吨锌。

表6: 截至 2023 年 9 月份, 公司的铜、铅、锌权益储量

项目	证实储量			可信储量			合计		
	矿石量 千吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 千吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 千吨	品位 %	金属量 千吨
Skouries	73,101	0.52	381	74,015	0.48	359	147,116	0.50	740
铜权益储量合计	73,101	0.52	381	74,015	0.48	359	147,116	0.50	740
Olympias	2,354	4.0	94	6,502	4.3	280	8,856	4.2	374
铅权益储量合计	2,354	4.0	94	6,502	4.3	280	8,856	4.2	374
Olympias	2,354	4.7	111	6,502	5.5	357	8,856	5.3	468
锌权益储量合计	2,354	4.7	111	6,502	5.5	357	8,856	5.3	468

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, 土耳其、加拿大、希腊、罗马尼亚分别有 2、3、3、1 座矿山, 黄金权益资源量分别为 7.49、3.74、9.60、3.83 百万盎司, 占比分别为 32.86%、16.41%、42.13%、16.80%。分矿山来看, 公司体内黄金资源量前 5 大矿山分别为 Kışladağ、Skouries、Certej、Olympias、Lamaque Complex, 资源量占比分别为 27.60%、22.07%、16.80%、14.03%、8.20%, 合计为 88.71%。

表7: 截至 2023 年 9 月份, 公司的黄金权益资源量

项目	探明的			控制的			探明+控制的		
	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	品位 g/t	矿石量 千吨
土耳其									7490
Efemçukuru	1,558	7.15	365	3,991	6.51	835	5,580	6.69	1,200
Kışladağ	286,037	0.61	5,585	44,280	0.50	705	330,317	0.59	6,290
加拿大									3740
Lamaque Complex	1,183	8.12	309	5,936	8.19	1,561	7,119	8.17	1,870
Triangle, Plug #4, Parallel	1,183	8.12	309	5,627	7.58	1,370	6,810	7.67	1,679
Ormaque	0	0.00	0.00	309	19.24	191	309	19.24	191
希腊									9602
Olympias	3,447	10.59	1,174	8,992	7.00	2,024	12,439	8.00	3,198
Perama Hill	3,093	4.15	412	10,973	2.73	962	14,066	3.04	1,374
Skouries	90,714	0.85	2,479	149,260	0.53	2,551	239,974	0.65	5,030
罗马尼亚									3829
Certej	29,300	1.73	1,626	58,653	1.17	2,203	87,953	1.35	3,829
全公司合计	415,362	0.89	11,950	282,086	1.20	10,841	697,448	1.02	22,791

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

白银板块资源量细分来看，希腊和罗马尼亚分别有 3、1 座矿山，黄金权益资源量分别 68.40、26.21 百万盎司，占比分别为 72.29%、27.71%。分矿山来看，公司体内矿山按照白银资源量排序分别为 Olympias、Certej、Stratoni、Perama Hill，资源量占比分别为 61.96%、27.71%、7.17%、3.16。

表8：截至 2023 年 9 月份，公司的白银权益资源量

项目	探明的			控制的			探明+控制的		
	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	品位 g/t	矿石量 千吨
希腊									68,398
Olympias	3,447	152	16,849	8,992	144	41,770	12,439	147	58,619
Perama Hill	3,093	4	415	10,973	7	2,579	14,066	7	2,994
Stratoni	0	0	0	1,391	152	6,785	1,391	152	6,785
罗马尼亚									26,214
Certej	29,300	9	8,111	58,653	10	18,103	87,953	9	26,214
全公司合计	35,840	22	25,375	80,009	27	69,237	115,849	25	94,612

资料来源：公司公告，民生证券研究院

铜铅锌板块资源量细分来看，主要分布在希腊的 3 座矿山，铜资源主要在 Skouries 矿山，权益资源量为 111.8 万吨；铅资源主要在 Olympias、Stratoni，权益资源量分别 60.8、8.4 万吨；锌资源主要在 Olympias、Stratoni，权益资源量分别 79.7、11.7 万吨。

表9：截至 2023 年 9 月份，公司的铜、铅、锌权益资源量

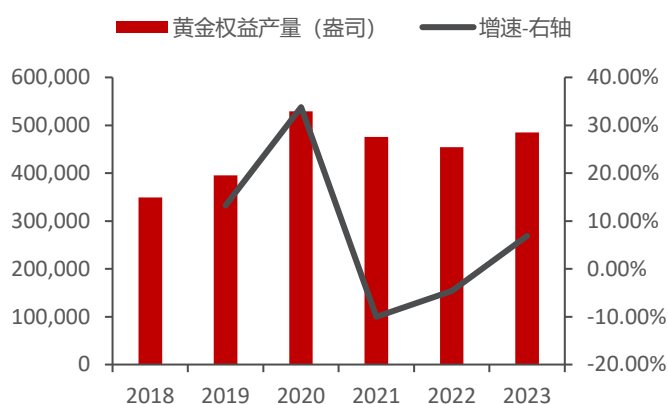
项目	探明的			控制的			探明+控制的		
	矿石量 千吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 千吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 千吨	品位 %	金属量 千吨
Skouries	90,714	0.51	466	149,260	0.44	652	239,974	0.47	1,118
铜权益资源量合计	90,714	0.51	466	149,260	0.44	652	239,974	0.47	1,118
Olympias	3,447	4.8	167	8,992	4.9	441	12,439	4.9	608
Stratoni	0	0.0	0	1,391	6.0	84	1,391	6.0	84
铅权益资源量合计	3,447	4.84	167	10,383	5.1	525	13,830	5.0	692
Olympias	3,447	5.9	204	8,992	6.6	593	12,439	6.4	797
Stratoni	0	0.0	0	1,391	8.4	117	1,391	8.4	117
锌权益资源量合计	3,447	5.9	204	10,383	6.8	710	13,830	6.6	914

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 产量：新矿爬坡，近几年公司黄金产量稳中有升

公司黄金产量整体稳中有升。2018-2023年，公司黄金产量从3.49百万盎司增长到4.85百万盎司，年复合增长率约6.8%，整体产量呈现稳中有升趋势，主要受益于Lamaque Complex矿稳步放量。Lamaque Complex矿于2019年投产，2019-2023年黄金产量从1.14百万盎司增长到1.77百万盎司，目前是公司最大黄金生产矿山。

图12：近几年公司黄金权益产量整体稳中有增



资料来源：公司公告，民生证券研究院

土耳其和加拿大是公司黄金的主要产区。2023年公司在产金矿4个，其中土耳其2个、加拿大1个、希腊1个。从产量来看，2023年土耳其黄金产量24万盎司，占比49.66%，加拿大和希腊产量分别为17.7、6.71万盎司，占比36.50%、13.84%。公司主力矿山为Kışladağ、Lamaque Complex，2023年权益产量都在15万盎司以上，加拿大的Lamaque Complex矿产量最高，为17.7万盎司。

表10：2018-2023年公司细分矿山的黄金权益产量

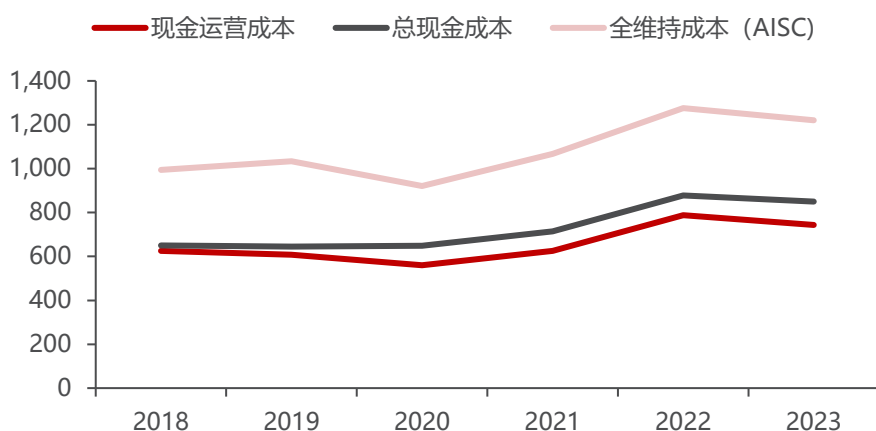
黄金权益产量 (盎司)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Efemçukuru	95,038	103,767	99,835	92,707	87,685	86,088
Kışladağ	172,009	140,213	226,475	174,365	135,801	154,849
Lamaque Complex		113,940	144,141	153,201	174,097	177,069
Olympias	46,750	37,411	58,423	55,577	56,333	67,133
合计	349,147	395,331	528,874	475,850	453,916	485,139

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 成本：资源优质，公司黄金成本近几年小幅上行

公司黄金成本近几年小幅上行。2018-2023 年，公司黄金现金运营成本从 625 美元/盎司增长到 743 美元/盎司，总现金成本从 650 美元/盎司增长到 850 美元/盎司，全维持成本 (AISC) 从 994 美元/盎司增长到 1220 美元/盎司，黄金成本上升主要由劳动力成本及消耗品成本的增加以及黄金销售量的波动。

图13：18 年以来公司黄金成本持续上行 (美元/盎司)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表11：2018-2023 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
Efemçukuru	834	923	918	901	1,091	1,154
Kışladağ	812	593	664	797	1,000	900
Lamaque Complex		1,078	827	1,017	1,036	1,089
Olympias	1,297	1,837	1,541	1,715	2,155	1,688
合计	994	1,034	921	1,068	1,276	1,220

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产

2.4.1 土耳其：Kışladağ 金矿和 Efemçukuru 金矿

Kışladağ 金矿位于土耳其中西部安纳托利亚高原的西部边缘，位于爱琴海岸东部 180 公里的伊兹密尔和安卡拉之间。Kışladağ 金矿的深入勘探始于 1997 年，矿山于 2006 年开始商业化生产。公司拥有矿山 100% 所有权。

Efemçukuru 金矿位于土耳其西部伊兹密尔省的 Efemçukuru 村附近，位于

伊兹密尔市西南约 20 公里。公司通过收购 Tüprag 公司获得 Efemçukuru 矿床的 100% 所有权，于 2011 年 11 月开始商业化生产。

图14：土耳其 Kışladağ 金矿和 Efemçukuru 金矿



Kışladağ

Location:

Uşak Province, Türkiye

Commodities:

Gold

Type of deposit:

Gold porphyry

Type of mine/processing method:

Open pit/heap leach

Life of mine:

13 years¹

Ownership:

100% Eldorado

Workforce:

1,271

2023 production:

154,849 oz Au

Proven and probable gold reserves¹:

3,759 Koz at 0.67 g/t



Efemçukuru

Location:

İzmir Province, Türkiye

Commodities:

Gold

Type of deposit:

Epithermal vein

Type of mine/processing method:

Underground/flotation

Life of mine:

6 years¹

Ownership:

100% Eldorado

Workforce:

892

2023 production:

86,088 oz Au

Proven and probable gold reserves¹:

550 Koz at 5.08 g/t

资料来源：公司公告，民生证券研究院

土耳其的 Kışladağ 金矿是一座露天矿。产量端，Kışladağ 金矿产量呈现震荡波动，2020-2022 年矿山产量持续下滑，得益于矿石处理量的提升和北部堆浸系统在 Q3 投入使用，2023 年产量出现回升。**成本端**，Kışladağ 金矿成本震荡小幅上行，现金运营成本从 2019 年的 435 美元/盎司增长到 2023 年的 657 美元/盎司，全维持成本 (AISC) 从 2019 年的 593 美元/盎司增长到 2023 年的 900 美元/盎司，2024 年生产成本将小幅增加，主要原因是劳动力成本和燃料、炸药、水泥、

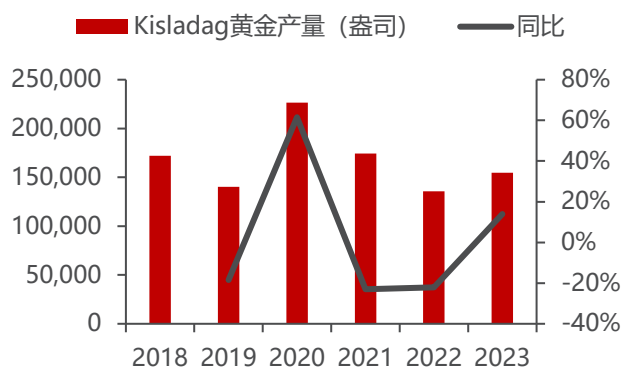
氰化物等辅料消耗增加。

表12: Kışladağ 金矿年度运营数据梳理

项目	2023 年	2022 年
黄金产量 (盎司)	154849	135801
矿石处理量 (吨)	13220164	11287923
品位 (g/t)	0.78	0.74
生产成本 (百万美元)	122.8	120.1
现金运营成本 (美元/盎司)	657	773
完全维持成本 (美元/盎司)	900	1000

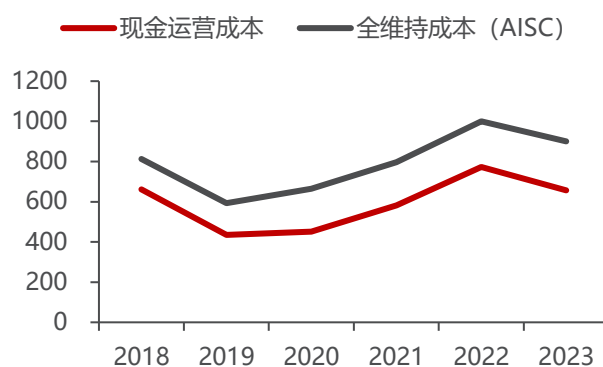
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: Kışladağ 金矿黄金权益产量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: Kışladağ 金矿成本 (美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

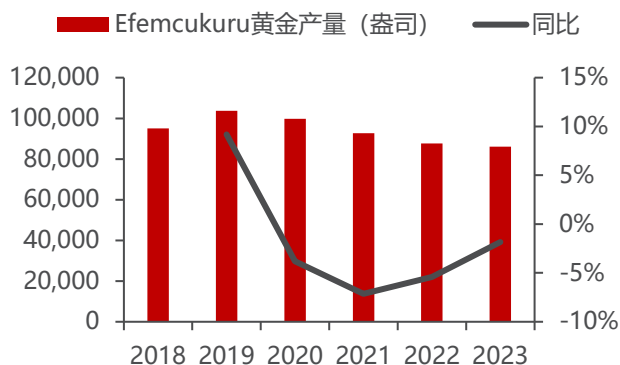
土耳其的 Efemçukuru 金矿是一座地下矿。产量端, Efemçukuru 金矿产量呈现小幅下滑, 黄金产量从 2019 年的 10.4 万盎司下降至 2023 年的 8.6 万盎司, 主要因为矿石品位的逐渐下滑。**成本端**, Efemçukuru 金矿成本呈现上行趋势, 现金运营成本从 2019 年的 599 美元/盎司增长到 2023 年的 797 美元/盎司, 全维持成本 (AISC) 从 2019 年的 923 美元/盎司增长到 2023 年的 1154 美元/盎司, 2024 年生产成本将小幅增加, 主要原因是劳动力成本和辅料消耗增加。

表13: Efemçukuru 金矿年度运营数据梳理

项目	2023 年	2022 年
黄金产量 (盎司)	86088	87685
矿石处理量 (吨)	547089	544450
品位 (g/t)	5.64	5.82
生产成本 (百万美元)	80.1	73.1
现金运营成本 (美元/盎司)	797	701
完全维持成本 (美元/盎司)	1154	1091

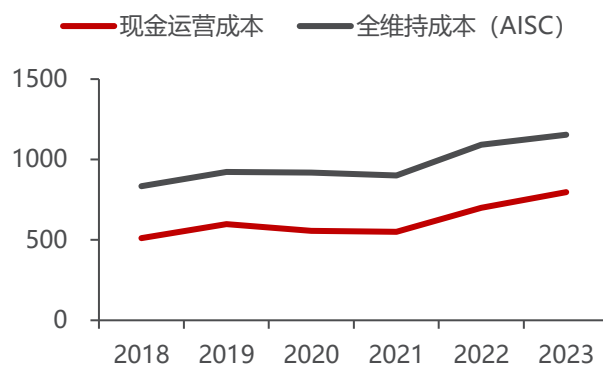
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: Efemçukuru 金矿黄金权益产量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: Efemçukuru 金矿成本 (美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.4.2 加拿大 : Lamaque Complex 金矿

Lamaque Complex 金矿为埃尔拉多黄金公司 2023 年产量最大金矿。

Lamaque Complex 金矿在魁北克省的瓦尔德奥尔市附近, 位于蒙特利尔西北约 550 公里处。Lamaque Complex 金矿有高质量的水电供应以及有充足的水源供采矿作业使用。从 20 世纪 30 年代初开始, 历史悠久的 Sigma 和 Lamaque Complex 矿山开始生产黄金; Eldorado 于 2017 年通过收购 integra Gold Corp 收购了 Lamaque 项目; Eldorado 于 2019 年 3 月 31 日实现了商业生产。Lamaque Complex 金矿资源主要分布在 the Triangle Mine (Upper and Lower)、the Ormaque Deposit、the Parallel Deposit、the Plug #4 Deposit, 大部分集中在 Triangle 和 Ormaque Deposit。

图19: 加拿大 Lamaque Complex 金矿



Lamaque Complex²

Location:
Québec, Canada

Commodities:
Gold

Type of deposit:
Orogenic gold

Type of mine/processing method:
Underground/flotation

Life of mine:
5.5 years at Upper Triangle¹

Ownership:
100% Eldorado

Workforce:
703

2023 production:
177,069 oz Au

Proven and probable gold reserves¹:
877 Koz at 6.12 g/t

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

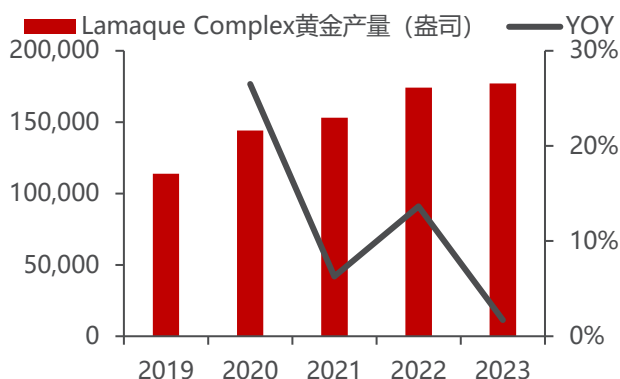
加拿大的 Lamaque Complex 金矿是一座地下金矿，公司持股 100%。产量端，Lamaque Complex 金矿产量呈现持续提升趋势，从 2019-2023 年，黄金产量从 1.14 百万盎司增长到 1.77 百万盎司。成本端，Lamaque Complex 金矿成本稳中有升现金运营成本从 2019 年的 556 美元/盎司增长到 2023 年的 643 美元/盎司，全维持成本 (AISC) 从 2020 年的 827 美元/盎司增长到 2023 年的 1089 美元/盎司，成本缓慢上行主要系消耗品（燃料、氰化物、炸药）的使用增加以及劳动力成本增加。

表14: Lamaque Complex 金矿年度运营数据梳理

项目	2023 年	2022 年
黄金产量 (盎司)	177069	174097
矿石处理量 (吨)	838419	833297
品位 (g/t)	6.76	6.65
生产成本 (百万美元)	119.5	116.7
现金运营成本 (美元/盎司)	643	642
完全维持成本 (美元/盎司)	1089	1036

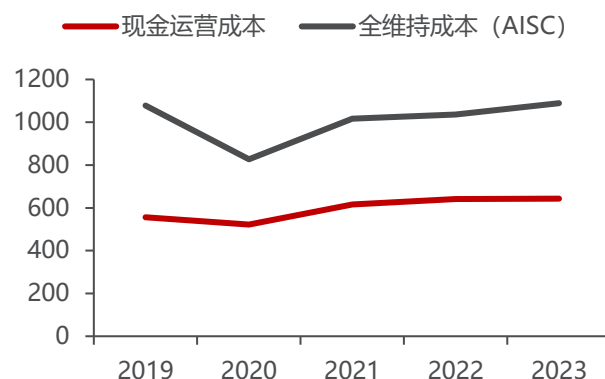
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20: Lamaque Complex 金矿黄金权益产量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21: Lamaque Complex 金矿成本 (美元/盎司)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4.3 希腊：Olympias 金矿

Olympias 金矿位于希腊北部 Halkidiki 半岛的 Kassandra Mines 综合体内，距离希腊第二大城市塞萨洛尼基约 100 公里。2012 年，埃尔拉多收购了欧洲金矿矿业（荷兰）有限公司，并间接拥有 Hellas Gold 公司 95% 的权益，该公司是拥有该项目的特许权的欧洲金矿公司。2020 年，Eldorado 从 Aktor（一个无关的第三方）手中购买了 Hellas Gold 剩余 5% 的所有权。

图22: 希腊 Olympias 金矿


Olympias

Location:

Halkidiki Peninsula, Greece

Commodities:

Gold, silver, lead, zinc

Type of deposit:

Polymetallic carbonate replacement

Type of mine/processing method:

Underground/flotation

Life of mine:

 15 years¹
Ownership:

100% Eldorado

Workforce:

850

2023 production:

67,133 oz Au

Proven and probable reserves¹:

1,907 Koz Au at 6.70 Au g/t; 35,810 Koz Ag at 126 Ag g/t; 374 Kt Pb at 4.2%; 468 Kt Zn at 5.3%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

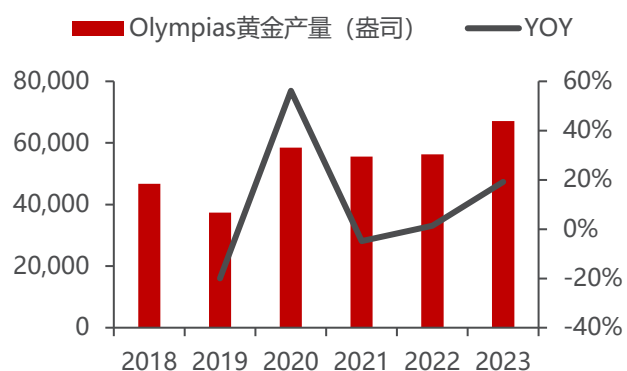
希腊的 Olympias 金矿是一座地下金矿, 公司持股 100%。产量端, Olympias 金矿产量呈现缓慢提升趋势, 从 2018-2023 年, 黄金产量 4.68 万盎司增长到 6.71 万盎司。成本端, Olympias 金矿成本震荡小幅上行, 现金运营成本从 2018 年的 764 美元/盎司增长到 2023 年的 1133 美元/盎司, 全维持成本 (AISC) 从 2018 年的 1297 美元/盎司增长到 2023 年的 1688 美元/盎司。

表15: Olympias 金矿年度运营数据梳理

项目	2023 年	2022 年
黄金产量 (盎司)	67133	56333
矿石处理量 (吨)	454122	454122
品位 (g/t)	8.23	8.00
生产成本 (百万美元)	156.5	149.5
现金运营成本 (美元/盎司)	1133	1409
完全维持成本 (美元/盎司)	1688	2155

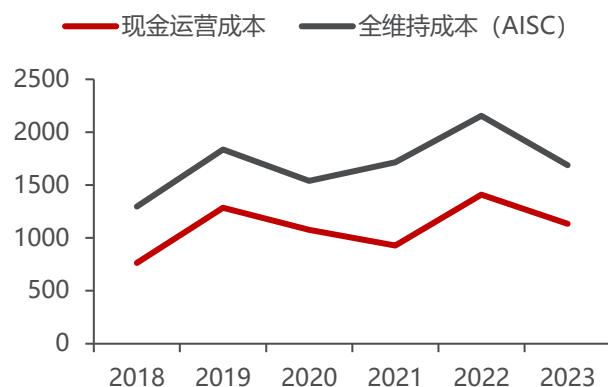
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: Olympias 金矿黄金权益产量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: Olympias 金矿成本 (美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 远期增量：Skouries 项目即将投产，产量持续增长可期

埃尔拉多黄金公司未来黄金产量有望持续快速增长，未来四年年复合增长率有望达 10%。公司目前四大在产矿山黄金产量预计基本保持稳定，希腊的 Skouries 矿山预计于 2025 年投产，并持续贡献增量，公司预计埃尔拉多黄金公司 2023-2027 年黄金产量将从 48.5 万盎司增长到 70.5 万盎司（取中间值），对应 2023-2027 年的年复合增长率约 10%。其中，公司预计 Skouries 矿山 2025-2027 年黄金产量预计分别为 5.5、15、20 万盎司，铜产量分别为 17.5、55、70 百万磅。

表16：埃尔拉多黄金公司黄金板块产量预测

黄金权益产量 (千盎司)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Lamaque Complex	177	183	175	190	190
Kışladağ	155	188	180	158	170
Efemçukuru	86	80	75	80	65
Olympias	67	80	85	85	80
Skouries	-	-	55	150	200
合计	485	530	570	663	705
年增长率		9%	8%	16%	6%
年复合增长率			10%		

资料来源：公司官网，民生证券研究院

表17：埃尔拉多黄金公司铜板块产量预测

铜权益产量 (百万磅)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Skouries	-	-	17.5	55	70
合计	-	-	17.5	55	70
年增长率	-	-		214%	27%
年复合增长率			100%		

资料来源：公司官网，民生证券研究院

成本端，公司预计 2024 年总现金成本约 910-940 美元/盎司，完全维持成本约为 1260-1290 美元/盎司，整体同比预计略有增长。资本支出方面，预计 2024 年维持性资本开支约 135-145 百万美元，成长性资本开支约 495-540 百万美元。

表18: 埃尔拉多黄金 2024 年成本及资本开支展望

矿山	总现金成本 (美元/盎司)	完全维持成本 (美元/盎司)	维持性资本开支 (百万美元)	成长性资本开支 (百万美元)
Lamaque Complex	700-800	1180-1280	85-95	17-22
Kışladağ	820-920	890-990	10-17	85-95
Efemçukuru	1080-1180	1290-1390	12-17	6-9
Olympias	980-1080	1280-1380	28-33	14-18
Skouries				350-380
TOTAL	910-940	1260-1290	135-145	495-540

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

希腊的 Skouries 金铜矿是一座露天+地下矿山。Skouries 金铜矿位于希腊北部 halkidiki 半岛, 该高品位铜金斑岩矿床将采用常规露天和地下采矿技术相结合的方法进行开采。该矿的初始寿命为 20 年, 预计平均每年可生产 14 万盎司黄金和 6700 万磅铜。到 2024 年第三季度末, Skouries 金铜矿包括第一阶段建设在内的整体项目进度已完成 79%, 预计将于 2025 年第三季度进行首次生产, 并于 2025 年底进行商业生产。

图25: 希腊的 Skouries 金铜矿



Skouries¹

Location:

Halkidiki Peninsula, Greece

Commodities:

Gold, copper

Type of deposit:

Copper-gold porphyry

Type of mine/processing method:

Open pit and underground/gravity circuit and flotation

Life of mine:

 20 years²

Ownership:

100% Eldorado

Workforce:

449

Proven and probable reserves²:

3,630 Koz Au at 0.77 Au g/t; 740 Kt Cu at 0.50%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

希腊的 Perama Hill 矿山是一个潜在的前期项目, 未来有望进入开发序列。

Perama Hill 矿山是位于希腊北部色雷斯地区的浅成热液型金银矿床, 目前正在开发中, 如果开发成功, 将使用传统的碳浸流程来回收黄金。该项目黄金权益储量约 99.5 万盎司, 平均品位 3.01g/t, 白银权益储量约 163.9 万盎司, 平均品位 5.0g/t, 矿山生命周期约 10 年。

图26: 希腊的 Perama Hill 矿山



Perama Hill

Location:

Thrace region of northern Greece

Commodities:

Gold, silver

Type of deposit:

Epithermal gold-silver

Type of mine/processing method:

Open pit/whole ore, carbon-in-leach

Life of mine:

10 years²

Ownership:

100% Eldorado

Workforce:

6

Proven and probable reserves²:

995 Koz Au at 3.01 Au g/t; 1,639 Koz Ag at 5.0 Ag g/t

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 风险提示

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

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

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

插图目录

图 1: 埃尔拉多黄金发展历史.....	4
图 2: 2023 年世界前十大黄金生产商和埃尔拉多黄金产量 (单位: 吨)	4
图 3: 埃尔拉多黄金资产布局图.....	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.....	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整体稳中有增.....	13
图 13: 18 年以来公司黄金成本持续上行 (美元/盎司)	14
图 14: 土耳其 Kışladağ 金矿和 Efemçukuru 金矿.....	15
图 15: Kışladağ 金矿黄金权益产量.....	16
图 16: Kışladağ 金矿成本 (美元/盎司)	16
图 17: Efemçukuru 金矿黄金权益产量.....	17
图 18: Efemçukuru 金矿成本 (美元/盎司)	17
图 19: 加拿大 Lamaque Complex 金矿.....	17
图 20: Lamaque Complex 金矿黄金权益产量.....	18
图 21: Lamaque Complex 金矿成本 (美元/盎司)	18
图 22: 希腊 Olympias 金矿.....	19
图 23: Olympias 金矿黄金权益产量.....	20
图 24: Olympias 金矿成本 (美元/盎司)	20
图 25: 希腊的 Skouries 金铜矿.....	22
图 26: 希腊的 Perama Hill 矿山.....	23

表格目录

表 1: 埃尔拉多黄金的矿山资产.....	5
表 2: 截至 2023 年 9 月份, 公司储量和资源量情况汇总.....	9
表 3: 储量和资源量价格假设.....	9
表 4: 截至 2023 年 9 月份, 公司的黄金权益储量.....	10
表 5: 截至 2023 年 9 月份, 公司的白银权益储量.....	10
表 6: 截至 2023 年 9 月份, 公司的铜、铅、锌权益储量.....	11
表 7: 截至 2023 年 9 月份, 公司的黄金权益资源量.....	11
表 8: 截至 2023 年 9 月份, 公司的白银权益资源量.....	12
表 9: 截至 2023 年 9 月份, 公司的铜、铅、锌权益资源量.....	12
表 10: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金权益产量.....	13
表 11: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金全维持成本.....	14
表 12: Kışladağ 金矿年度运营数据梳理.....	16
表 13: Efemçukuru 金矿年度运营数据梳理.....	16
表 14: Lamaque Complex 金矿年度运营数据梳理.....	18
表 15: Olympias 金矿年度运营数据梳理.....	19
表 16: 埃尔拉多黄金公司黄金板块产量预测.....	21
表 17: 埃尔拉多黄金公司铜板块产量预测.....	21
表 18: 埃尔拉多黄金 2024 年成本及资本开支展望.....	22

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