

伊格尔矿业：并购成功典范，实现跨越发展

2024年12月03日

➤ **通过并购扩张，公司跻身全球第三大金矿企业。** (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 1953 年，通过并购扩张，公司在全球建设运营多个黄金矿山，2023 年黄金产量为 107 吨。(2) 2022 年收购 KLG，实现黄金产量跨越式增长。公司 2022 年收购 KLG，获得了其在安大略省的 Detour Lake 矿、Macassa 矿、澳大利亚的 Fosterville 矿的 100% 权益，实现黄金产量跨越式增长，跻身全球第三大金矿企业。(3) 在产矿山平稳，勘探项目增长潜力可期：从财务指标上看，公司营收整体稳中有升，23 年以来业绩大幅增长，主要受益于黄金价格上涨。资本支出方面，自 2020 年后逐年上升，2023 年资本支出 16.53 亿美元左右。从公司 2024-2026 年指引来看，近两年公司黄金产量保持稳定，但公司勘探项目众多，未来增长潜力较大。

➤ **公司布局金矿众多，资产矿山主要集中在加拿大。**从储量来看，截至 2023 年 12 月，公司持有矿山黄金储量合计为 1674 吨，权益储量为 1663 吨，其中地下矿山部分储量为 679 吨，占比 40.55%，平均品位 1.3g/t。产量来看，公司近几年黄金产量不断攀升，黄金总产量从 2020 年的 54 吨增长到 2023 年 107 吨，复合增速为 26.3%，其中加拿大地区的矿山产量占比最多。2022 年公司产量增幅达到 52%，主要是公司收购了 KLG，获得了其在安大略省的 Detour Lake 矿、Macassa 矿、澳大利亚的 Fosterville 矿的 100% 权益。成本端来看，公司黄金成本近几年小幅上行。公司黄金全维持成本 (AISC) 从 2020 年的 1051 美元/盎司上升至 2024 前三季度的 1214 美元/盎司。一方面辅料价格上涨，另一方面是能源成本上升导致公司黄金生产成本增加。分矿山来看，公司矿山主要集中在加拿大。加拿大的核心资产为 Canadian Malartic Complex 和 Detour Lake Mine 金矿，黄金权益产量占全公司比例分别为 17.6%、19.7%；加拿大以外，主要资产为澳大利亚 Fosterville、芬兰 Kittila、墨西哥 Pinos Altos，黄金权益产量占全公司比例分别为 8.1%、6.8%、2.8%。

➤ **未来看点：勘探项目持续推进，增量潜力未来可期。**公司在产黄金矿山产量预计基本保持平稳，但是公司持续推进勘探项目，未来增量潜力可期：1) 在产项目黄金产量整体保持平稳。公司预计 2024 年的黄金产量约为 107 吨，2025-2026 年黄金产量中枢约保持 109 吨水平，整体基本保持平稳。具体来看，得益于基础设施优化、运营改善、产能扩建等因素刺激，LaRonde mine、Detour Lake mine、Macassa mine、Meliadine mine 产量整体有望持续提升，同时，由于品位下滑、检修、关停等影响，Canadian Malartic complex、Fosterville mine、Creston Mascota mine、La India mine 产量预计逐步减少。2) 勘探项目持续推进增量潜力可期。公司目前拥有 5 个重点勘探项目，合计黄金储量达 274 吨，具体包括 Hope Bay 项目 (100%)、Hammond Reef 项目(100%)、Kirkland Lake 项目 (100%)、Wasamac 项目(100%)、San Nicolás 铜锌项目(50%)，未来增量潜力可期。

➤ **风险提示：**地缘政治风险，项目投产不及预期的风险，金属价格波动风险。

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

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 20241130：美元高位回落，期待金属价格反弹-2024/12/01
2. 海外黄金股观察系列之十：金罗斯黄金：后起之秀-2024/11/28
3. 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
4. 锂行业动态报告：澳矿停产，行业出清信号明显-2024/11/20
5. 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

目录

1 世界第三大黄金生产商	3
1.1 历史悠久，持续并购扩张.....	3
1.2 整体经营稳健，盈利扩张中.....	6
2 布局矿山众多，资源主要集中在加拿大	9
2.1 资源禀赋尚可，勘探项目潜力较大.....	9
2.2 产量：并购先行，公司黄金产量不断增长.....	16
2.3 公司黄金生产成本有所上行.....	17
2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产.....	18
3 远期增量：短期黄金产量平稳，勘探项目远景可期	31
3.1 未来两年黄金产量基本保持平稳.....	31
3.2 勘探项目持续推进，远景增量可期.....	33
4 风险提示	41
插图目录	42
表格目录	43

1 世界第三大黄金生产商

1.1 历史悠久，持续并购扩张

1953年，五家银矿公司合并，成立了钴矿联合矿业公司。

1957年，钴矿联合矿业公司重组，并更名为 Agnico Mines Limited，股票在多伦多证券交易所上市。

1966年，Agnico 建造了一座每天处理 1000 吨矿石的回收厂，从 Cobalt Lake 的尾矿中回收银。

1972年，Agnico Mines Limited 与 Eagle Gold Mines Limited 合并，成立了 Agnico Eagle Mines Limited。

1974年，Joutel 矿区在魁北克西北部开始生产，直到 1993 年，共生产了约 110 万盎司的黄金。

1986年，Agnico Eagle 增加了对 Dumagami Mines Limited 的所有权。

1988年，Dumagami 矿区开始黄金生产。

1989年，Agnico Eagle 收购了 Dumagami Mines Limited 的剩余股份。

1994年，Agnico Eagle 在纽约证券交易所上市，交易代码为 AEM。

2000年，Agnico Eagle 收购了位于魁北克西北部的 Lapa 金矿。

2006年，Agnico Eagle 收购了墨西哥的 Pinos Altos 项目。

2007年，Agnico Eagle 收购了 Cumberland Resources，获得了加拿大努纳武特地区 Meadowbank 金矿项目的完全控制权。

2008年，Val-d'Or 的 Goldex 矿开始黄金生产。

2009年，Kittila 矿、Lapa 矿和 Pinos Altos 矿开始黄金生产。

2010年，Meadowbank 矿开始黄金生产，Agnico Eagle 收购了 Comaplex Minerals，获得 Meladiane 金矿项目的全部控制权。

2011年，Agnico Eagle 收购了 Grayd Resources 和 La India 及 Tarachi 矿区。

2013年，Goldenex 矿区的 M 和 E 区开始开采，La India 矿开始黄金生产。

2014年，Agnico Eagle 收购了 Akasaba West 金铜矿床，与 Yamana Gold 成立了 Osisko Mining Corp. 的合作伙伴关系。

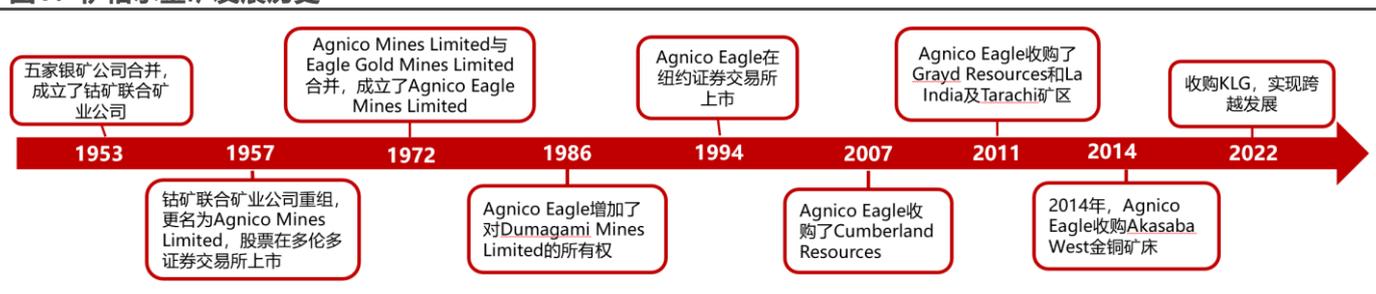
2015年，批准了 Golden Deep 1 项目的 Dx 和 D 区的开发，Meadowbank

矿的寿命通过扩展 Vault 坑延长至 2018 年。

2017 年, Agnico Eagle 庆祝 60 周年纪念日。

2018 年, LaRonde Zone 5 开始商业生产。

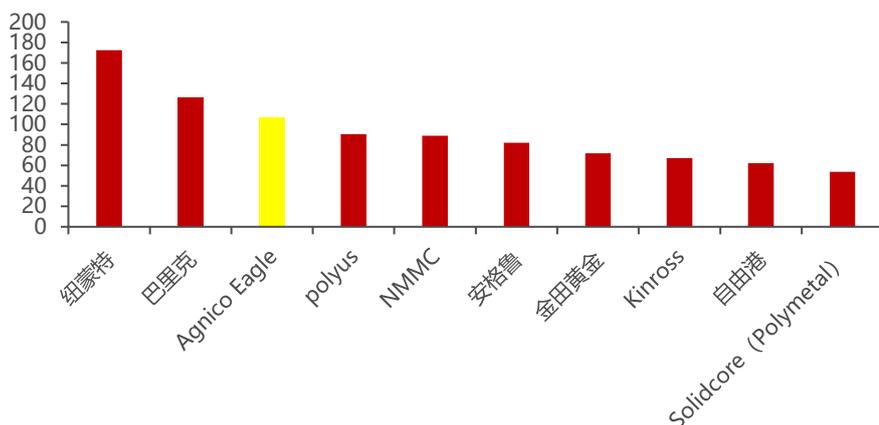
图1: 伊格尔金矿发展历史



资料来源: 伊格尔矿业官网, 民生证券研究院

公司是全球第三大黄金生产商, 黄金产量连年处于行业领先地位。伊格尔黄金是一家总部位于加拿大的全球领先黄金矿业公司, 2023 年矿产金产量 107 吨。其股份约 57.62% 由对冲基金和其他机构投资者持有。该公司在加拿大、澳大利亚、芬兰和墨西哥等多个国家拥有金矿, 这些金矿为其稳定的黄金产量提供了坚实基础。

图2: 2023 年世界黄金生产商产量排行 (单位: 吨)

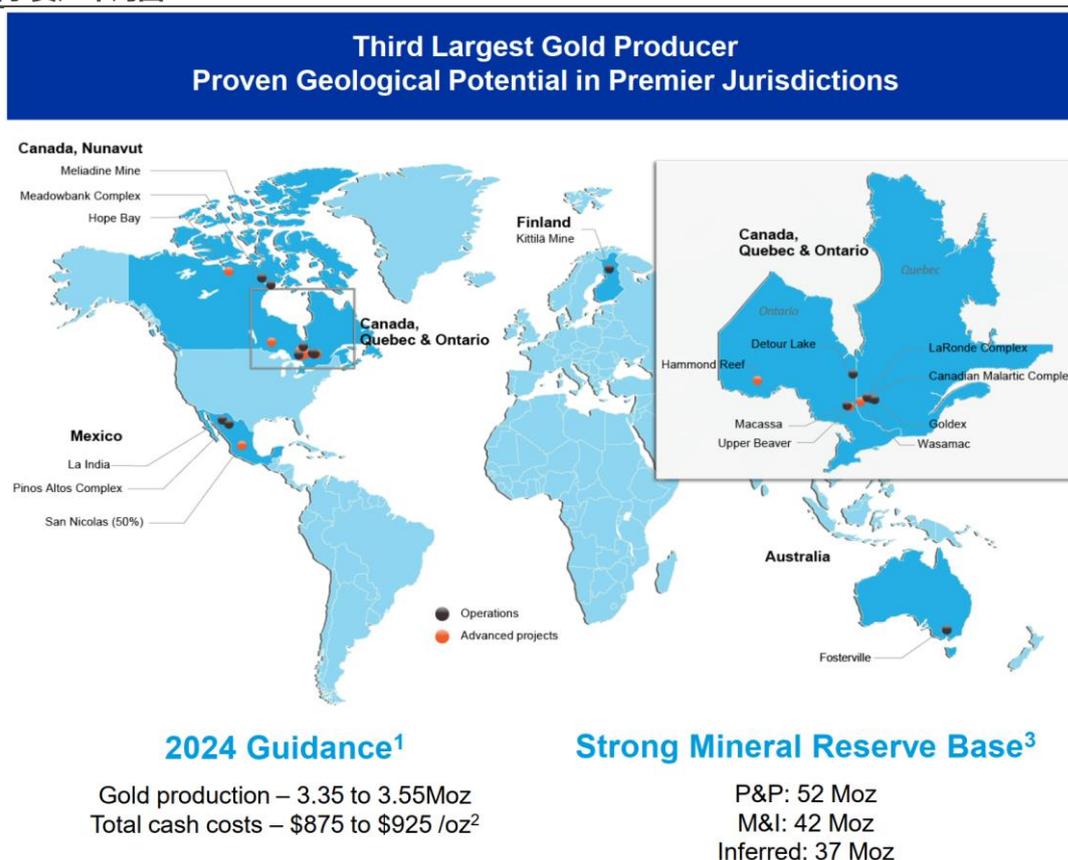


资料来源: INN, 民生证券研究院

资源丰富, 主要聚集在加拿大, 覆盖美洲、欧洲、大洋洲等多个地区。作为世界第三大黄金生产商, 公司预计 2024 年黄金产量将在 3.35 至 3.55 百万盎司之间, 总现金成本预计在每盎司 875 至 925 美元之间。在资产布局上, 公司在加拿大拥有多个运营中的金矿, 包括位于努纳武特的 Meliadine 矿、魁北克的 LaRonde

Complex、Detour Lake 矿、Canadian Malartic Complex 以及安大略省的 Macassa 矿和 Upper Beaver 矿。此外，公司在芬兰拥有 Kitila 矿，在墨西哥有 La India 矿和 Pinos Altos Complex，以及在澳大利亚的 Fosterville 矿。在资产组合上，公司的收入以黄金的生产与销售为主，此外，公司还通过勘探和开发白银、锌和铜矿的经营活动，进一步增加其收入来源。该公司的资产布局如下：

图3：伊格尔资产布局图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：伊格尔的金矿资产

	权益	2023 产量 (吨)	状态
LaRonde Complex	100%	9.5	在产
Canadian Malartic Complex	100%	18.8	在产
Goldex Mine	100%	4.4	在产
加拿大 Detour Lake Mine	100%	21.1	在产
Macassa Mine	100%	7.1	在产
Meliadine Mine	100%	11.3	在产
Meadowbank Complex	100%	13.4	在产
Hope Bay Project	100%	-	待产

	Hammond Reef	100%	-	待产
	Kirkland Lake Regional	100%	-	待产
	Wasamac	100%	-	待产
	Timmins East Properties	100%	-	待产
芬兰	Finland	100%	-	待产
澳大利亚	Fosterville Mine	100%	8.6	在产
	Northern Territory	100%	7.3	在产
	Pinos Altos Mine	100%	3.1	在产
墨西哥	La India Mine	100%	2.4	在产
	San Nicolás	50%	-	待产

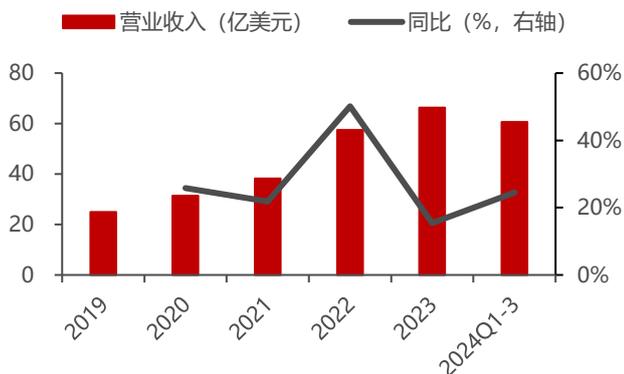
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 整体经营稳健，盈利扩张中

公司营收整体呈上升趋势，盈利波动幅度较大，近两年黄金价格上涨和产量增加增厚业绩。 营收方面，2023 年营业收入增加 9 亿美元，同比增长 15.4%，这主要是由于黄金销售量增加 6.8%以及黄金价格上涨。2019-2023 年复合增速 27.66%，2024Q1-3 年公司实现营收 61 亿美元，同比增长 24%。从营收结构上来看，公司主营业务收入来自黄金，占比达到 95%以上。

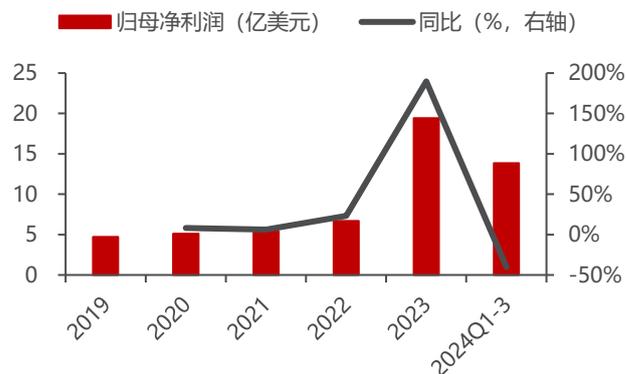
利润方面，2023 年归母净利润大幅上升。 2019-2022 年公司归母净利润维持在 5 亿美元左右的水平，2023 年大幅上升，同比增加 190%，主要得益于黄金价格上涨和黄金销量增加推动。

图4：公司营收情况



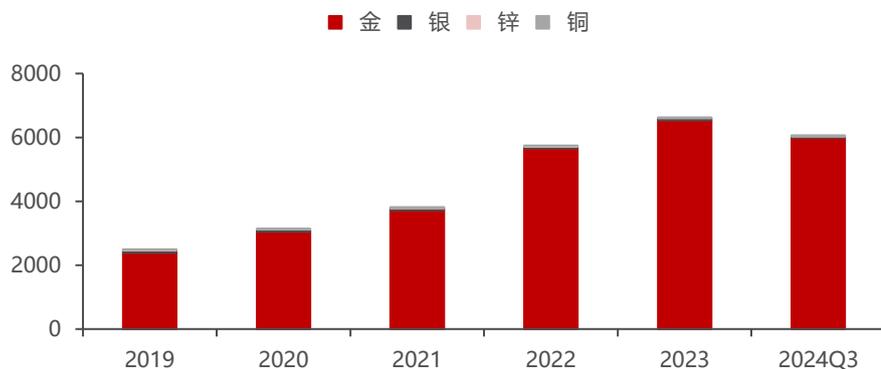
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：公司盈利情况



资料来源：ifind，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）

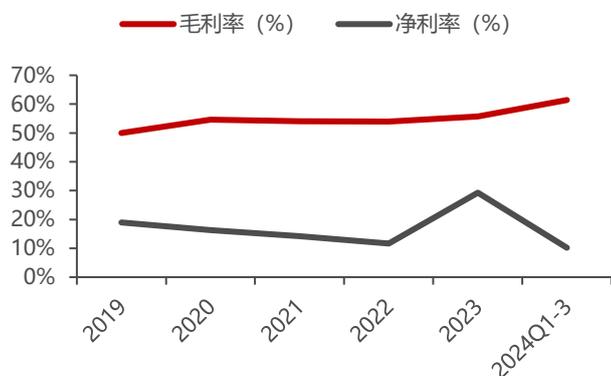


资料来源：ifind，民生证券研究院

毛利率呈现波动上升趋势，净利率波动相对较大，三费占比呈波动下降趋势。

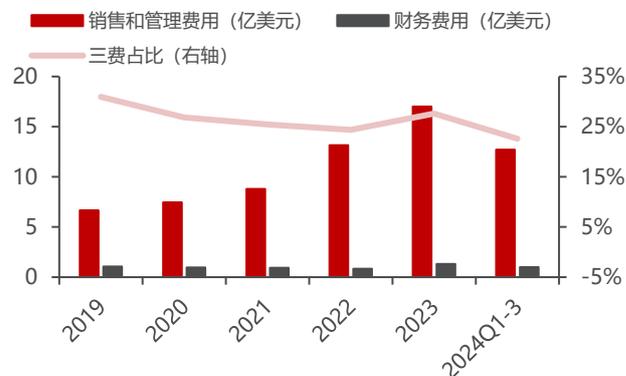
2022年后公司毛利率、净利率向上修复，主要得益于金价上升。费用方面，三费自2019年后一直保持稳定上升趋势，而由于收入的增加，除2023年的略有提升外，三费占比逐年走低。

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

资本开支呈现上升趋势，资产负债率经历下降后趋于稳定。资本支出方面，自2020年后逐年上升，2023年资本支出16.53亿美元左右；2024Q1-3，资本支出已达12.56亿美元。2022-2024Q3资产负债率趋于稳定，维持在30%的水平。

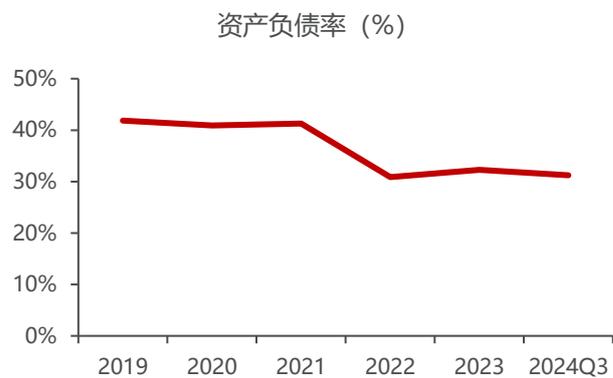
2022年后逐年上升，2023年资本支出16.53亿美元左右；2024Q1-3，资本支出已达12.56亿美元。2022-2024Q3资产负债率趋于稳定，维持在30%的水平。

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 布局矿山众多，资源主要集中在加拿大

2.1 资源禀赋尚可，勘探项目潜力较大

从储量来看，截至 2023 年 12 月，公司持有矿山黄金储量合计为 1674 吨，权益储量为 1663 吨，其中地下矿山部分储量为 679 吨，占比 40.55%，平均品位达到 1.3g/t。白银储量合计为 1770 吨，平均品位为 24.43g/t，铜储量合计为 667 千吨，平均品位为 0.87%。锌储量合计为 884 千吨，平均品位为 1.39%。

从资源量来看，截至 2023 年 12 月，公司持有矿山黄金资源量（探明+控制）合计为 1368 吨，权益资源量为 1365 吨，其中地下矿山部分资源量为 521 吨，占全部资源量比例 38.1%，地下部分平均品位达到 1.15g/t。白银资源量合计为 1905 吨，平均品位为 28.97g/t。铜资源量合计为 104 千吨，平均品位为 0.28%。锌资源量合计为 162 千吨，平均品位为 0.78%。

表2：截至 2023 年 12 月，公司矿山合计储量和资源量

品种	储量（证实+可信）			资源量（探明+控制）		
	矿石（百万吨）	品位	金属量	矿石（百万吨）	品位	金属量
金	1,287.28	1.30	1,673.62	1,188.57	1.15	1,367.96
银	72.45	24.43	1,770.07	65.76	28.97	1,904.78
铜	76.55	0.87	666.56	37.22	0.28	103.72
锌	63.53	1.39	884.02	20.70	0.78	161.67

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：品位的单位：黄金和白银为 g/t，铜和锌为%

金属量的单位：黄金和白银为吨，铜和锌为千吨

黄金板块储量细分来看，加拿大、澳大利亚、欧洲、墨西哥的黄金储量分别为 1472、52、111、38 吨。分矿山来看，地下矿山方面，主要是 East Gouldie 和 Kittilä 两座地下核心矿山资产，储量分别为 161、111 吨，占地下部分 40.14%。露天矿山方面，公司通过卡车和装载机等进行矿石开采，其 Detour Lake 露天矿是重要项目，总储量为 620 吨，占露天部分的 78.28%。

表3: 截至 2023 年 12 月, 公司黄金储量为 1,674 吨

项目	证实储量			可信储量			合计		
	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨
LaRonde mine	2.34	4.98	11.66	8.57	6.79	58.16	10.91	6.40	69.83
LaRonde zone 5	4.45	2.11	9.36	4.52	2.30	10.39	8.97	2.20	19.75
LaRonde complex Total	6.79	3.10	21.03	13.09	5.24	68.55	19.88	4.51	89.58
Canadian Malartic	45.47	0.58	26.50	45.33	1.09	49.27	90.81	0.83	75.77
East Gouldie	0.00	0.00	0.00	47.01	3.42	160.90	47.01	3.42	160.90
Odyssey deposits	0.02	2.25	0.03	4.42	2.17	9.58	4.44	2.17	9.61
Canadian Malartic Total	45.49	0.58	26.53	96.76	2.27	219.75	142.25	1.73	246.28
Goldex	0.80	2.60	2.05	16.87	1.54	25.94	17.67	1.59	27.99
Akasaba West	0.20	0.84	0.16	4.82	0.89	4.29	5.03	0.89	4.45
Quebec Total	53.28	0.93	49.80	131.55	2.42	318.56	184.83	1.99	368.30
Detour Lake (Above 0.5 g/t)	70.05	1.14	79.78	484.63	0.90	436.35	554.68	0.93	516.13
Detour Lake (Below 0.5 g/t)	48.66	0.43	20.71	215.71	0.38	83.02	264.37	0.39	103.73
Detour Lake Total	118.70	0.85	100.46	700.35	0.74	519.37	819.05	0.76	619.83
Macassa mine	0.25	16.17	4.01	3.96	14.34	56.76	4.21	14.45	60.78
Macassa Near Surface	0.00	4.23	0.00	0.12	5.96	0.68	0.12	5.93	0.68
AK deposits	-	0.00	0.00	0.74	6.69	4.98	0.74	6.69	4.98
Macassa Total	0.25	16.10	4.01	4.82	12.96	62.42	5.07	13.11	66.44
Upper Beaver	-	0.00	0.00	7.99	5.43	43.39	7.99	5.43	43.39
Hammond Reef	-	0.00	0.00	123.47	0.84	103.36	123.47	0.84	103.36
Ontario Total	118.95	0.88	104.48	836.63	0.87	728.57	955.58	0.87	833.01
Amaruq	3.01	1.58	4.76	9.47	3.76	35.64	12.48	3.24	40.40
Amaruq	0.05	5.96	0.28	2.83	5.81	16.42	2.88	5.81	16.70
Meadowbank complex Total	3.06	1.65	5.04	12.30	4.23	52.07	15.36	3.72	57.11
Melia	0.27	4.27	1.15	4.63	4.46	20.65	4.90	4.45	21.80
Melia	1.51	7.57	11.48	11.85	6.30	74.59	13.36	6.44	86.06
Meliadine Total	1.78	7.08	12.60	16.48	5.78	95.24	18.26	5.91	107.84
Hope Bay	0.09	6.77	0.62	16.12	6.51	105.04	16.22	6.52	105.66
Nunavut Total	4.93	3.71	18.29	44.90	5.62	252.34	49.83	5.43	270.63
Fosterville	0.68	12.52	8.49	7.90	5.55	43.82	8.58	6.10	52.32
Australia Total	0.68	12.52	8.49	7.90	5.55	43.82	8.58	6.10	52.32
Kittilä	0.98	4.11	4.04	25.94	4.14	107.43	26.93	4.14	111.47
Europe Total	0.98	4.11	4.04	25.94	4.14	107.43	26.93	4.14	111.47
Pinos Altos	0.02	1.21	0.03	2.36	1.21	2.86	2.39	1.21	2.89
Pinos Altos	2.39	2.14	5.10	4.15	2.17	9.02	6.54	2.16	14.12
Pinos Altos Total	2.41	2.13	5.13	6.51	1.82	11.85	8.92	1.90	16.98
San Nicolás (50%)	23.86	0.41	9.77	28.76	0.39	11.14	52.62	0.40	20.90
Mexico Total	26.27	0.57	14.90	35.28	0.65	22.99	61.54	0.62	37.88
Total Gold	205.10	0.98	200.00	1,082.19	1.36	1,473.68	1,287.28	1.30	1,673.62

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 表中 San Nicolás 为全部资源量, 公司持有 50%

白银板块储量细分来看，主要是 San Nicolás 项目，公司白银储量达到 965 吨，24 年白银产量达到 93 吨，银作为副产品用于抵扣黄金生产成本。

表4: 截至 2023 年 12 月，公司白银储量为 1,770 吨

项目	证实储量			可信储量			合计		
	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	吨	百万吨	g/t	吨	百万吨	g/t	吨
LaRonde	2.34	14.32	33.53	8.57	21.60	185.07	10.91	20.04	218.60
Pinos Altos	0.02	43.30	1.03	2.36	36.35	85.91	2.39	36.42	79.13
Pinos Altos	2.39	40.03	95.49	4.15	47.41	196.76	6.54	44.71	292.25
Pinos Altos Total	2.41	40.06	96.55	6.51	43.40	282.67	8.92	42.50	379.21
San Nicolás (50%)	23.86	23.93	570.94	28.76	20.91	601.32	52.62	22.28	1,172.26
Total Silver	28.61	24.50	701.01	43.84	24.38	1069.06	72.45	24.43	1,770.07

资料来源：公司公告，民生证券研究院

铜板块储量细分来看，主要是 San Nicolás 大型铜矿项目，为公司未来重要的增量项目，该项目尚未生产，矿山储量达到 591.53 千吨，公司拥有其中 50% 权益，权益储量为 295.77 万吨。

表5: 截至 2023 年 12 月，公司的铜储量为 667 千吨

项目	证实储量			可信储量			合计		
	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	%	千吨	百万吨	%	千吨	百万吨	%	千吨
LaRonde	2.34	0.19	4.56	8.57	0.30	25.34	10.91	0.27	29.90
Akasaba West	0.20	0.44	0.89	4.82	0.50	24.26	5.03	0.50	25.15
Upper Beaver	-	-	-	7.99	0.25	19.98	7.99	0.25	19.98
San Nicolás (50%)	23.86	1.26	299.81	28.76	1.01	291.72	52.62	1.12	591.53
Total Copper	26.40	1.16	305.26	50.14	0.72	361.30	76.55	0.87	666.56

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：表中 San Nicolás 为全部资源量，公司持有 50%

锌板块储量细分来看，主要是 San Nicolás 项目，为公司未来重要的增量项目，该项目尚未生产，矿山储量达到 777.43 千吨，公司拥有其中 50% 权益，权益储量为 388.72 万吨。

表6: 截至 2023 年 12 月, 公司的锌储量为 884 千吨

项目	类型	证实储量			可信储量			合计		
		矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨
LaRonde San	地下	2.34	0.62	14.42	8.57	1.08	92.16	10.91	0.98	106.59
Nicolas (50%)	露天	23.86	1.61	383.31	28.76	1.37	394.12	52.62	1.48	777.43
Total Zinc		26.20	1.52	397.74	37.33	1.30	486.28	63.53	1.39	884.02

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, 加拿大、澳大利亚、欧洲、墨西哥的黄金资源量 (探明+控制) 分别为 1137、99、58、73.8 吨, 权益资源量分别为 1137、99、58、73.5 吨。分矿山来看, 地下矿山方面, Wasamac 和 Goldex 两座地下核心矿山资产资源量比较丰富, 分别为 68、51 吨。露天矿山方面, 资源量集中在加拿大的露天金矿 Detour Lake, 资源量达 575 吨。

表7: 截至 2023 年 12 月, 公司的黄金资源量为 1368 吨

项目	探明的			控制的			探明的&控制的			推测的		
	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨
LaRonde mine	-	-	-	6.42	3.06	19.66	6.42	3.06	19.66	1.57	5.67	8.90
LaRonde zone 5	-	-	-	10.59	2.27	24.07	10.59	2.27	24.07	10.44	3.38	35.27
LaRonde complex Total	-	-	-	17.02	2.57	43.76	17.02	2.57	43.76	12.01	3.68	44.17
Canadian Malartic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.17	0.81	6.66
Odyssey	-	-	-	1.37	1.71	2.33	1.37	1.71	2.33	19.70	2.29	45.19
East Malartic	-	-	-	11.13	2.04	22.74	11.13	2.04	22.74	65.75	2.12	139.34
East Goulddie	-	-	-	4.85	1.56	7.59	4.85	1.56	7.59	45.24	2.29	103.61
Odyssey Project Total	-	-	-	17.36	1.88	32.66	17.36	1.88	32.66	130.69	2.20	288.11
Canadian Malartic Total	-	-	-	17.36	1.88	32.66	17.36	1.88	32.66	138.86	2.12	294.77
Goldex	12.36	1.86	22.99	18.84	1.50	28.21	31.20	1.64	51.20	16.15	1.68	27.09
Akasaba West	-	-	-	4.04	0.70	2.83	4.04	0.70	2.83	-	-	0.00
Wasamac	-	-	-	27.85	2.43	67.59	27.85	2.43	67.59	9.23	2.66	24.54
Quebec Total	12.36	1.86	22.99	85.11	2.06	175.05	97.47	2.03	198.04	176.25	2.22	390.60
Detour Lake	30.86	1.45	44.60	697.82	0.74	513.83	728.68	0.77	558.46	58.32	0.62	35.96
Detour Lake	-	-	-	-	0.00	0.00	-	0.00	0.00	21.81	2.23	48.55
Detour Lake zone 58N	-	-	-	2.87	5.80	16.61	2.87	5.80	16.61	0.97	4.35	4.23

Detour Lake Total	30.86	1.45	44.60	700.69	0.76	530.4	731.5	0.79	575.0	81.10	1.09	88.74
						7	5		7			
Macassa	0.26	10.32	2.67	1.91	8.35	15.92	2.17	8.58	18.60	3.69	9.21	34.03
Macassa Near Surface	-	-	-	0.07	6.14	0.40	0.07	6.14	0.40	0.13	6.62	0.87
AK deposits	-	-	-	0.16	6.95	1.15	0.16	6.95	1.15	0.28	5.69	1.62
Macassa Total	0.26	10.32	2.67	2.14	8.17	17.48	2.40	8.40	20.12	4.11	8.89	36.48
Aquarius	-	-	-	23.11	1.49	34.40	23.11	1.49	34.40	0.50	0.87	0.44
Holt complex	5.81	4.29	24.88	5.88	4.75	27.93	11.69	4.52	52.84	9.10	4.48	40.75
Anoki-McBean	-	-	-	3.92	2.77	10.86	3.92	2.77	10.86	0.87	3.84	3.33
Upper Beaver	-	-	-	3.64	3.45	12.53	3.64	3.45	12.53	8.69	5.07	44.04
Upper Canada	-	-	-	2.01	1.62	3.23	2.01	1.62	3.23	1.02	1.44	1.46
Upper Canada	-	-	-	8.43	2.28	19.22	8.43	2.28	19.22	17.59	3.21	56.48
Upper Canada Total	-	-	-	10.44	2.15	22.46	10.44	2.15	22.46	18.61	3.11	57.95
Hammond Reef	47.06	0.54	25.47	86.30	0.53	45.97	133.37	0.54	71.48	-	-	0.00
Ontario Total	83.99	1.16	97.66	836.12	0.84	702.1	920.1	0.87	799.7	122.9	2.21	271.7
						3	1		6	7		2
Amaruq	-	-	-	4.76	2.62	12.47	4.76	2.62	12.47	0.24	2.87	0.68
Amaruq	-	-	-	8.54	4.37	37.29	8.54	4.37	37.29	3.94	4.75	18.72
Amaruq Total	-	-	-	13.30	3.74	49.77	13.30	3.74	49.77	4.17	4.65	19.38
Meadowbank complex Total	-	-	-	13.30	3.74	49.77	13.30	3.74	49.77	4.17	4.65	19.38
Meliadine	0.00	3.17	0.00	4.61	3.14	14.49	4.62	3.14	14.49	1.14	4.45	5.04
Meliadine	0.42	4.64	1.96	7.63	4.49	34.21	8.05	4.49	36.17	9.99	6.42	64.07
Meliadine Total	0.42	4.63	1.96	12.24	3.98	48.71	12.66	4.00	50.67	11.12	6.22	69.11
Hope Bay	-	-	-	10.73	3.64	39.03	10.73	3.64	39.03	12.11	5.41	65.57
Nunavut Total	0.42	4.63	1.96	36.27	3.79	137.5	36.70	3.80	139.5	27.40	5.62	154.0
						1			0			6
Fosterville	0.82	2.81	2.30	1.77	3.87	6.84	2.59	3.53	9.14	0.33	2.72	0.90
Fosterville	0.26	3.99	1.06	8.76	4.20	36.83	9.02	4.20	37.88	9.69	4.60	44.57
Fosterville Total	1.08	3.10	3.36	10.53	4.15	43.67	11.61	4.05	47.03	10.02	4.54	45.44
Northern Territory	0.27	3.65	1.00	16.42	1.42	23.30	16.69	1.46	24.29	13.54	1.75	23.70
Northern Territory	-	-	-	5.12	5.39	27.59	-	5.39	27.59	4.28	4.45	19.07
Northern Territory Total	0.27	3.65	1.00	21.53	2.36	50.89	21.80	2.38	51.88	17.82	2.40	42.80
Australia Total	-	3.21	4.32	32.06	2.95	94.55	32.06	2.96	98.91	27.84	3.17	88.24
Kittilä	-	-	-	-	-	0.00	-	-	-	0.37	3.89	1.46
Kittilä	4.30	2.91	12.50	13.63	2.93	39.97	17.93	2.93	52.47	6.19	5.13	31.73
Kittilä Total	4.30	2.91	12.50	13.63	2.93	39.97	17.93	2.93	52.47	6.57	5.06	33.19
Barsele	-	-	-	3.18	1.08	3.45	3.18	1.08	3.45	2.26	1.25	2.83
Barsele	-	-	-	1.16	1.77	2.05	1.16	1.77	2.05	13.55	2.10	28.43
Barsele Total	-	-	-	4.34	1.27	5.47	4.34	1.27	5.47	15.81	1.98	31.26
Europe Total	4.30	2.91	12.50	17.97	2.53	45.44	22.27	2.60	57.95	22.38	2.88	64.45
Pinos Altos	-	-	-	1.27	1.03	1.31	1.27	1.03	1.31	0.45	1.27	0.56

Pinos Altos	-	-	-	10.39	1.92	20.00	10.39	1.92	20.00	1.43	1.87	2.67
Pinos Altos Total	-	-	-	11.66	1.83	21.31	11.66	1.83	21.31	1.88	1.73	3.23
La India	4.48	0.52	2.30	0.81	0.54	0.44	5.29	0.52	2.74	0.07	0.40	0.03
San Nicolás (50%)	0.26	0.08	0.03	3.04	0.20	0.59	3.30	0.19	0.62	2.47	0.13	0.31
Tarachi	-	-	-	19.29	0.58	11.23	19.29	0.58	11.23	0.24	0.52	0.12
Chipriona	-	-	-	10.98	0.92	10.14	10.98	0.92	10.14	0.98	0.66	0.65
El Barqueño Gold	-	-	-	8.83	1.16	10.30	8.83	1.16	10.30	9.63	1.13	10.92
Santa Gertrudis	-	-	-	19.27	0.91	17.51	19.27	0.91	17.51	9.82	1.36	13.34
Santa Gertrudis	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.08	3.44	31.23
Santa Gertrudis Total	-	-	-	19.27	0.91	17.51	19.27	0.91	17.51	18.90	2.36	44.57
Mexico Total	4.74	0.49	2.33	73.88	0.97	71.51	78.62	0.94	73.81	34.15	1.75	59.81
Total Gold	107.1	1.32	141.7	1,081.4	1.13	1,226.	1,188.	1.15	1,367.	410.9	2.50	1,028.
	6		7	1		19	57		96	9		90

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：表中 San Nicolás 为全部资源量，公司持有 50%

白银板块资源量细分来看，主要是墨西哥地区的 Chipriona 项目伴生的白银资源量，其中在产项目的伴生白银资源量 1106 吨。

表8：截至 2023 年 12 月，公司的白银资源量为 1905 吨

项目	探明的			控制的			探明的&控制			推测的		
	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 吨
LaRonde	-	-	-	6.42	11.98	76.95	6.42	11.98	76.95	1.57	12.25	19.22
Pinos Altos	-	-	-	1.27	21.60	27.34	1.27	21.60	27.34	0.45	31.74	14.12
Pinos Altos	-	-	-	10.39	50.99	530.00	10.39	50.99	530.00	1.43	36.19	51.79
Pinos Altos Total	-	-	-	11.66	47.80	557.34	11.66	47.80	557.34	1.79	35.13	65.94
La India	4.48	2.72	12.16	0.81	2.61	2.12	5.29	2.70	14.31	0.07	2.18	0.16
San Nicolás (50%)	0.26	6.40	1.68	3.04	11.86	36.02	3.30	11.43	37.67	2.47	9.26	22.86
Chipriona	-	-	-	10.98	100.72	1,106.23	10.98	100.72	1,106.23	0.98	86.77	84.66
El Barqueno Silver	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.39	124.06	545.03
El Barqueno Gold	-	-	-	8.83	4.73	41.77	8.83	4.73	41.77	9.63	16.86	162.30
Santa Gertrudis	-	-	-	19.27	3.66	70.57	19.27	3.66	70.57	9.82	1.85	18.20
Santa Gertrudis	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.08	23.31	211.60
Santa Gertrudis Total	-	-	-	19.27	3.66	70.57	19.27	3.66	70.57	18.90	12.16	229.82

Total Silver	4.74	2.92	13.84	61.02	30.99	1,890.97	65.76	28.97	1,904.78	39.87	28.34	1,129.93
---------------------	-------------	-------------	--------------	--------------	--------------	-----------------	--------------	--------------	-----------------	--------------	--------------	-----------------

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：表中 San Nicolás 为全部资源量，公司持有 50%

铜板块资源量细分来看，主要是集中在 San Nicolás 项目，拥有铜资源量 39.02 千吨，权益资源量 19.51 千吨，品位达 0.94%；LaRonde 项目和 El Barqueno Gold 项伴生的铜资源量分别为 8.61 千吨和 16.40 千吨，品位处于接近平均水平 0.25%，分别为 0.28%和 0.22%。

表9：截至 2023 年 12 月，公司的铜资源量为 103.72 千吨

项目	探明的			控制的			探明的&控制			推测的		
	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨
LaRonde	-	-	-	6.42	0.13	8.61	6.42	0.13	8.61	1.57	0.28	4.37
Akasaba West	-	-	-	4.04	0.43	17.27	4.04	0.43	17.27	-	-	-
Upper Beaver	-	-	-	3.64	0.14	5.14	3.64	0.14	5.14	8.69	0.20	17.28
San Nicolás (50%)	0.26	1.35	3.53	3.04	1.17	35.49	3.30	1.17	39.02	2.47	0.94	23.14
Chipriona	-	-	-	10.98	0.16	17.29	10.98	0.16	17.29	0.98	0.12	1.17
El Barqueno Gold	-	-	-	8.83	0.19	16.40	8.83	0.19	16.40	9.63	0.22	21.15
El Barqueno Silver	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.39	0.04	1.85
Total Copper	0.26	1.35	3.53	36.96	0.27	100.20	37.22	0.28	103.72	27.72	0.25	68.98

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：表中 San Nicolás 为全部资源量，公司持有 50%

锌板块资源量细分来看，主要是集中在 Chipriona 项目，拥有伴生的锌资源量 91.64 千吨，品位达 0.83%。

表10：截至 2023 年 12 月，公司的锌资源量为 161.67 千吨

项目	探明的			控制的			探明的&控制			推测的		
	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 千吨
LaRonde	-	-	-	6.42	0.74	47.40	6.42	0.74	47.40	1.57	0.36	5.60
San Nicolás (50%)	0.26	0.39	1.01	3.04	0.71	21.62	3.30	0.69	22.63	2.47	0.62	15.36
Chipriona	-	-	-	10.98	0.83	91.64	10.98	0.83	91.64	0.98	0.73	7.07
Total Zinc	-	-	1.01	20.44	0.79	160.66	20.70	0.78	161.67	5.01	0.56	28.03

资料来源：公司公告，民生证券研究院

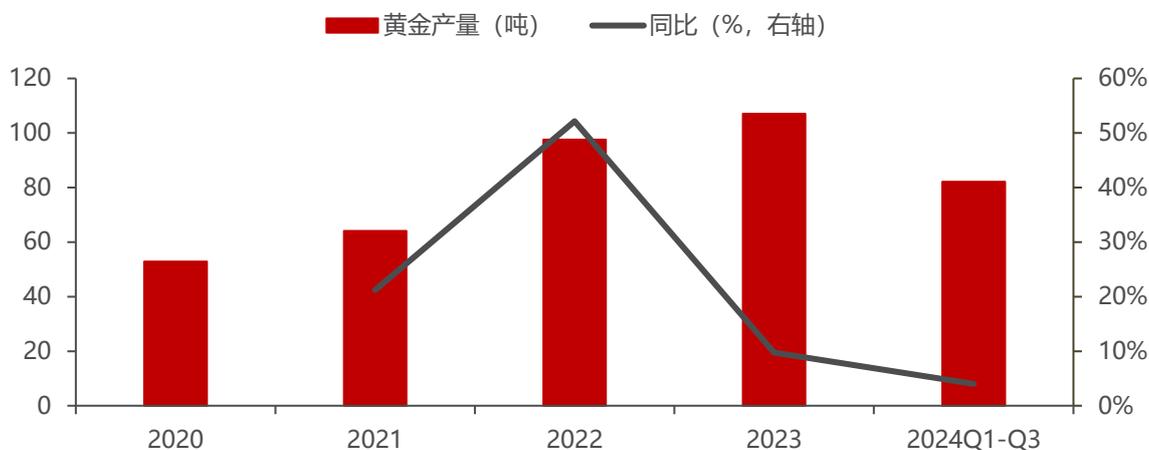
注：表中 San Nicolás 为全部资源量，公司持有 50%

2.2 产量：并购先行，公司黄金产量不断增长

公司近几年黄金产量不断攀升，黄金总产量从 2020 年的 54 吨增长到 2023 年 107 吨，复合增速为 26.3%，其中加拿大地区的矿山产量占比最多。

从黄金产量来看，2022 年公司产量增长较多，增幅达到 52%，当年新增黄金产量近 34 吨，主要是公司 2022 年 2 月收购了 KLG(Kirkland Lake Gold Ltd)，获得了其在安大略省的 Detour Lake 矿、澳大利亚的 Fosterville 矿和安大略省的 Macassa 矿的 100% 权益。这些矿山在收购时已完成建设并实现商业生产，为 2022 年的黄金产量增长做出了贡献。例如，Detour Lake 矿在收购前已有一定的生产基础，收购后其产量被纳入公司的总产量。2023 年公司黄金产量增速有所下滑，主要由于部分矿山产量下降，例如 Meadowbank Complex 地区的气候条件较为恶劣，影响了露天开采作业的正常进行，同时运输道路也因北美驯鹿迁移出现状况，导致矿石运输受阻。

图11：近几年公司黄金产量不断攀升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表11：公司细分矿山产量情况

黄金产量 (吨)	2020	2021	2022	2023
LaRonde Mine	8.97	9.61	8.86	7.34
LaRonde zone 5 Mine	1.92	2.20	2.23	2.20
Canadian Malartic complex	8.84	11.12	10.25	18.79
Goldex complex	3.97	4.17	4.40	4.39
Quebec Total	23.69	27.10	25.73	32.71
Detour Lake	-	-	20.25	21.07
Macassa	-	-	5.62	7.11

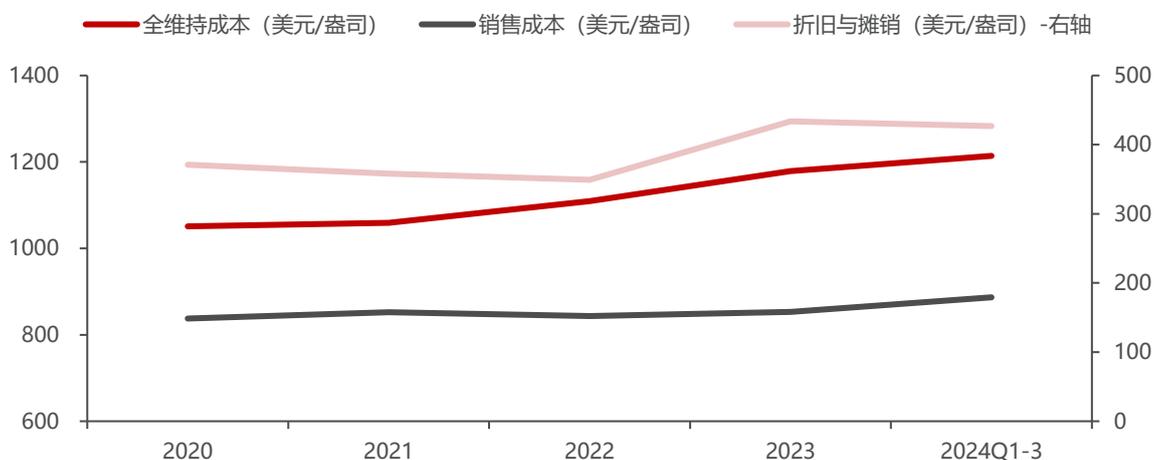
Ontario Total	-	-	25.88	28.18
Meliadine	9.92	12.18	11.60	11.33
Meadowbank complex	6.51	10.10	11.63	13.43
Hope Bay Project	-	1.75	-	-
Nunavut Total	16.43	22.29	23.22	24.75
Kittilä	6.47	7.44	6.75	7.29
Finland Total	6.47	7.44	6.75	7.29
Fosterville	-	-	10.52	8.64
Australia Total	-	-	10.52	8.64
Pinos Altos	3.57	3.95	3.00	3.04
La India	2.64	1.98	2.32	2.36
Creston Mascota Mine	1.20	0.40	0.08	0.02
Mexico Total	7.41	6.32	5.41	5.42
公司合计	54.01	63.15	97.51	106.99

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 公司黄金生产成本有所上行

公司黄金成本近几年波动上升。黄金板块，公司全维持成本 (AISC) 从 2020 年的 1,051 美元/盎司上升至 2024Q3 年的 1,214 美元/盎司。一方面是原材料价格波动影响，公司生产所需的关键采矿和建筑原材料价格不稳定，如矿石、钢铁等原材料价格上涨，直接导致生产成本增加，进而推动全维持成本上升；另一方面是能源成本增加，例如 Kittila Mine 位于芬兰，当地能源供应情况及价格波动对其影响较大，当电力价格上涨时，该矿山的开采设备和选矿厂等运营所需的大量电力成本增加，从而导致全维持成本上升。

图12：近几年公司成本变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表12：公司细分矿山总现金成本

总现金成本 (美元/盎司)	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3
LaRonde	466.00	476.00	623.00	840.00	991.00
LaRonde Zone 5	755.00	790.00	1,021.00	1,148.00	-
Goldex	634.00	684.00	765.00	820.00	945.00
Lapa	-	-	-	-	-
Kittila	805.00	835.00	980.00	871.00	1,033.00
Pinos Altos	749.00	858.00	1,249.00	1,229.00	1,426.00
Creston Mascota	605.00	408.00	793.00	-	-
Meadowbank	1,404.00	1,201.00	1,210.00	1,176.00	923.00
Meliadine	774.00	634.00	863.00	980.00	908.00
Hope Bay	-	1,063.00	-	-	-
La India	788.00	939.00	1,056.00	1,241.00	1,963.00
Canadian Malartic complex	723.00	663.00	787.00	824.00	906.00
Detour Lake	-	-	657.00	735.00	812.00
Macassa	-	-	683.00	731.00	763.00
Fosterville	-	-	378.00	488.00	602.00
Consolidated AEM	775.00	770.00	793.00	865.00	897.00

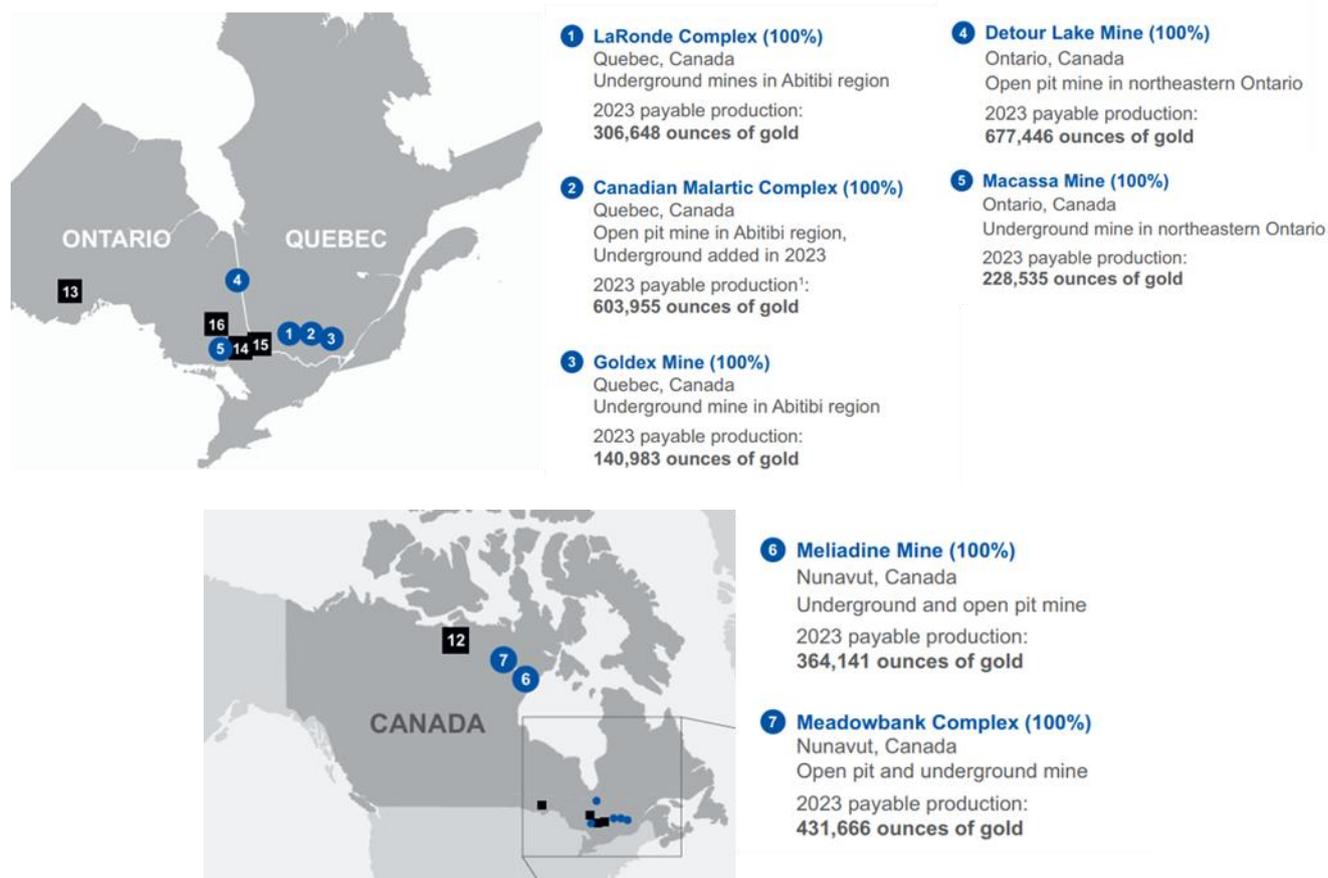
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产

2.4.1 加拿大：核心资产是 Canadian Malartic Complex 金矿和 Detour Lake Mine 金矿

加拿大是公司的主要黄金产区，2023 年公司在加拿大的黄金权益产量占全公司黄金权益产量的 80%。加拿大地区的矿山主要分布在魁北克、安大略、努纳武特三个区域，权益产量占全公司比例分别为 30.6%、26.3%、23.1%。其中产量最大的是魁北克地区的 Canadian Malartic Complex 金矿和安大略地区 Detour Lake Mine 金矿，权益产量占全公司比例分别为 17.6%、19.7%。截至 2023 年底，公司加拿大在产的 8 个矿山所有权均为 100%。

图13: 加拿大金矿资产布局



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表13: 加拿大金矿资产开发情况 (截至 2023 年底)

矿山	地区	获得年份	开始建设	开始商业生产	预估矿山寿命	剩余寿命	备注
LaRonde mine	魁北克	1992	1985	1988	2034	11	
LaRonde Zone 5 mine	魁北克	2003	2017	2018	2032	9	
Canadian Malartic complex	魁北克	2014	收购前已于 2011 年开始商业生产		2042	19	包括 Odyssey 矿床
Goldex mine	魁北克	1993	2012	2013	2031	8	Goldex Extension Zone (GEZ) 于 2005 年开始建设, 2008 年开始商业生产, 2011 年停产; 目前生产的是 M 矿区和 E 矿区
Meadowbank complex	努纳武特	2007	2007	2010	2028	5	包括 Amaruq 矿区, Amaruq 于 2019 年开始商业生产, 地下部分于 2022 年开始商业生产
Meliadine mine	努纳武特	2010	2017	2019	2032	9	

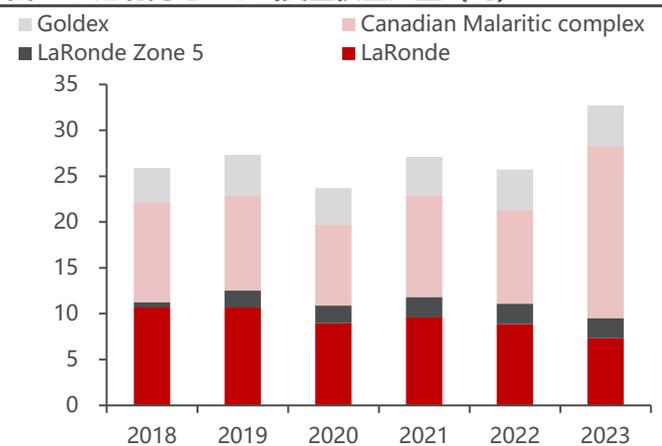
Detour Lake mine	安大略	2022	收购前已于 2013 年开始商业生产	2052	29	
Macassa mine	安大略	2022	收购前已于 1933 年开始商业生产	2030	7	包括 Amalgamated Kirkland 矿床

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：除 Canadian Malaritic Complex (CMC) 以外，其余矿山获得年份均为获得 100%所有权的年份，CMC 为获得 50%所有权的年份，剩下 50%所有权于 2023 年 3 月 31 日获得。

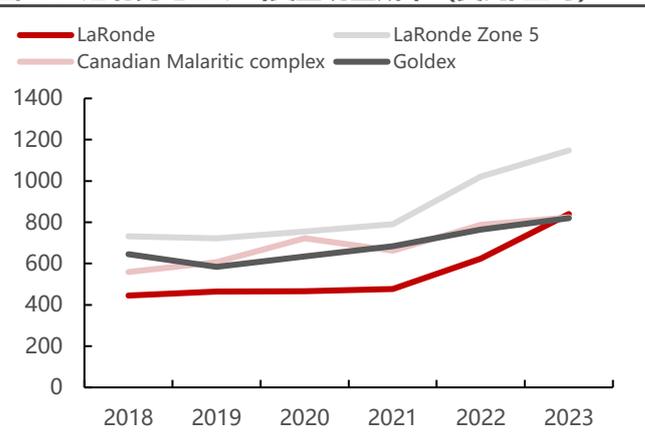
魁北克地区主要是 LaRonde、LaRonde Zone 5、Canadian Malaritic Complex 和 Goldex 四座矿山。四座矿山均位于魁北克省西南部的 Abitibi 绿岩带，LaRonde 和 Canadian Malaritic Complex 是其中较大的黄金生产矿山。在 2023 年 3 月之前，公司占 Canadian Malaritic Complex 权益为 50%，23 年 3 月公司收购剩下 50%权益，达到了 100%权益，因此 2023 年权益产量有明显增加。

图14：魁北克地区矿山黄金权益产量（吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

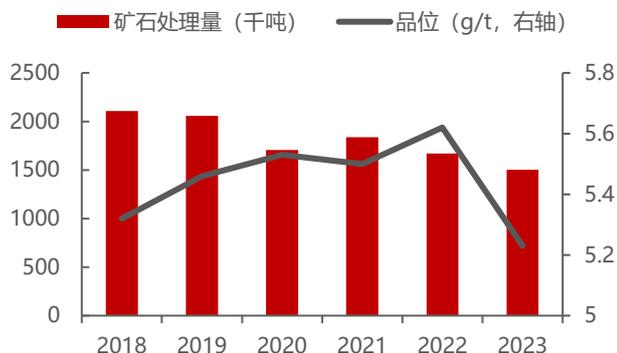
图15：魁北克地区矿山黄金现金成本（美元/盎司）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

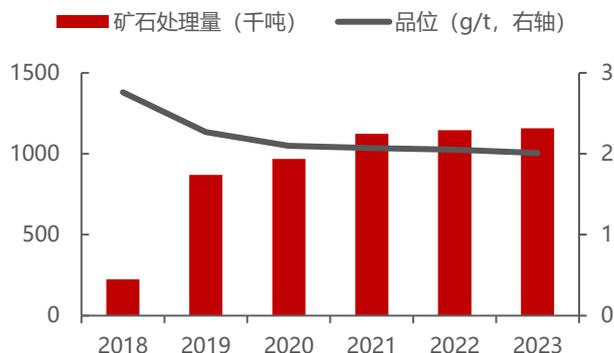
LaRonde Complex 金矿是地下矿，包含 LaRonde 和 LaRonde Zone 5 两个矿山。产量端，LaRonde Complex 黄金产量小幅下滑，2023 年 LaRonde 和 LaRonde Zone 5 黄金产量分别为 7.3 和 2.2 吨，主要是 LaRonde 矿山的开采深度达到了 3km 以下，地应力导致的地质活动（如地震）会影响矿石开采，原矿产量有所下滑，目前公司正在积极采取措施降低地质活动影响。**成本端**，LaRonde 和 LaRonde Zone 5 金矿现金成本增加，23 年现金成本分别为 840 和 1148 美元/盎司，主要是因为黄金产量下降、地下维护成本上升和副产品收益下降。

图16: LaRonde 矿山矿石处理量和黄金品位



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: LaRonde Zone 5 矿山矿石处理量和黄金品位

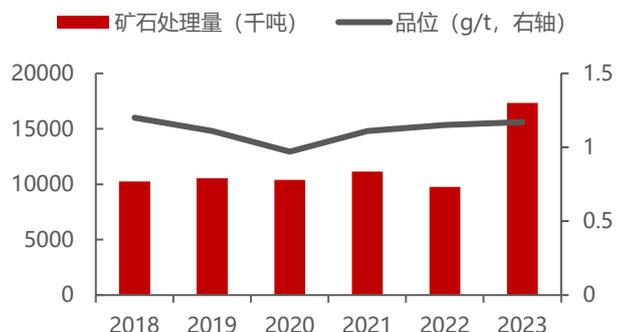


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Canadian Malaritic Complex 金矿是露天+地下矿，包含 Malaritic（露天）、Barnet（露天）和 Odyssey（地下）三个矿山。产量端，Canadian Malaritic Complex 整体产量稳中有增，由于权益比例的增加，23 年黄金权益产量大幅增加至 18.8 吨。Malaritic 于 2023 年上半年开采完毕，进入尾矿处理阶段，Barnet 维持正常生产，Odyssey 矿山 2023 Q2 开始投产，后续扩产建设仍在进行中，二期工程预计 2027 年完工。成本端，Canadian Malaritic Complex 金矿现金成本震荡上行，2023 年现金成本增加至 824 美元/盎司，主要原因是收购剩余权益对库存公允价值的调整。

Goldex 金矿是地下矿。产量端，Goldex 整体产量维持增长，23 年黄金权益产量为 4.4 吨。Akasaba West 项目于 2023 年 11 月投产，2024 年进行商业化生产。成本端，Goldex 金矿现金成本小幅上行，2023 年现金成本增加至 820 美元/盎司，主要原因是地下开采和维护成本增加。

图18: Canadian Malaritic Complex 矿山矿石处理量和黄金品位



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

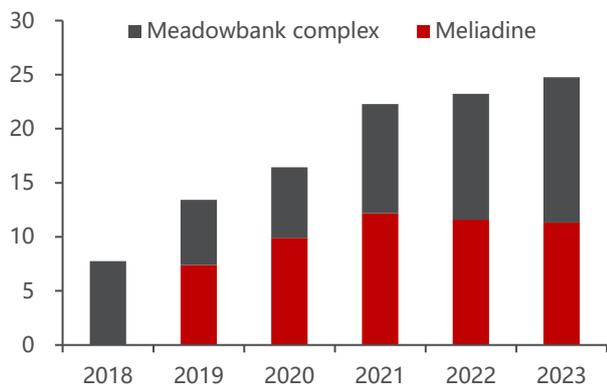
图19: Goldex 矿山矿石处理量和黄金品位



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

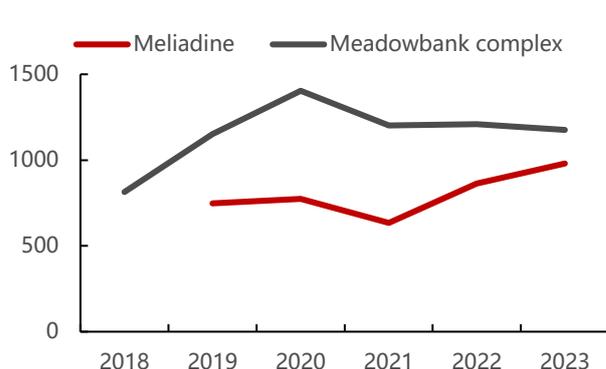
努纳武特地区主要是 Meliadine 和 Meadowbank Complex 两座矿山。 Meadowbank Complex 中的 Meadowbank 矿区已于 2019 年停止生产，目前在产的是 Aramuq 矿区，Aramuq 卫星矿区和地下矿区别于 19 年和 22 年投产。2020 年，公司批准了 Meliadine 的二期扩建计划，加快了 Tiriganiaq 露天矿的开发。得益于 Meliadine 和 Meadowbank Complex 矿山的投扩产，努纳武特地区黄金产量持续增长。

图20：努纳武特地区矿山黄金权益产量（吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：努纳武特地区矿山黄金现金成本（美元/盎司）

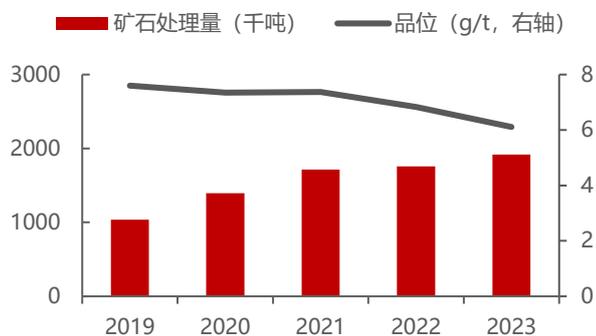


资料来源：公司公告，民生证券研究院

Meliadine 金矿是地下+露天矿。产量端，Meliadine 产量维持平稳，23 年黄金权益产量为 11.3 吨，二期选矿厂扩建正在按计划进行，预计 24 年底矿石处理能力达到 6000 吨/天，26 年达到 6250 吨/天。**成本端**，Meliadine 金矿现金成本震荡上行，2023 年现金成本增加至 980 美元/盎司，主要原因是选矿和物流成本增加。

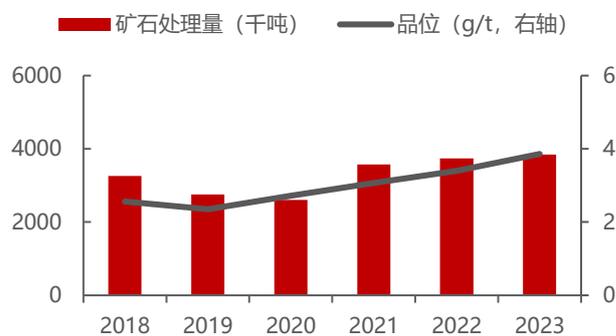
Meadowbank Complex 金矿是露天+地下矿，目前在产的是 Aramuq 矿山。产量端，Meadowbank Complex 产量大幅增长，23 年黄金权益产量大幅增加至 13.4 吨，主要是因为矿石开采量和黄金品位的增加。**成本端**，Meadowbank Complex 金矿现金成本高位震荡，2023 年现金成本为 1176 美元/盎司，主要原因是黄金产量上升和加元汇率疲软导致成本下降，部分被开采、选矿和物流成本增加所对冲。

图22: Meliadine 矿山矿石处理量和黄金品位



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

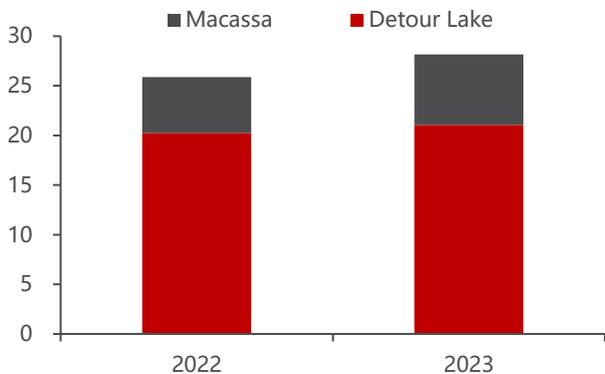
图23: Meadowbank Complex 矿山矿石处理量和黄金品位



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

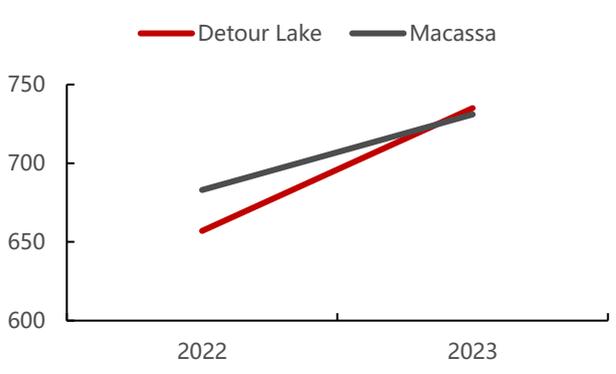
安大略地区主要是 Detour Lake 和 Macassa 两座矿山。公司于 2022 年 2 月收购 Kirkland Lake 获得这两座矿山，位于安大略省东北部。Macassa 在产的 South Mine Complex 是一个高品位矿区，2023 年黄金品位高达 16.47g/t，Detour Lake 矿山未来也有扩产计划，两座矿山黄金现金成本均较低。

图24: 安大略地区矿山黄金权益产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图25: 安大略地区矿山黄金现金成本 (美元/盎司)



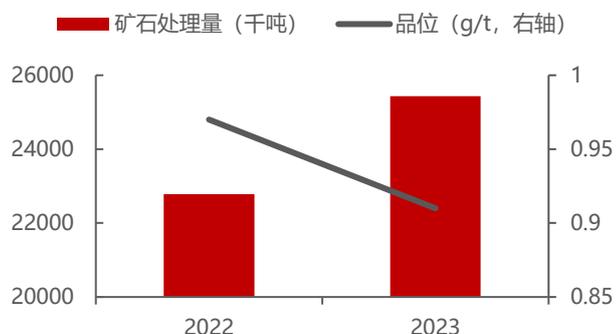
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Detour Lake 金矿是露天矿。产量端，Detour Lake 2023 年黄金产量同比增加至 21.1 吨，公司对矿山的尾矿管理区进行了扩建，对电力设备进行了升级，为 2025 年的矿山扩建做积极准备。**成本端**，Detour Lake 金矿现金成本小幅上行，2023 年现金成本增加至 735 美元/盎司，主要原因是燃料和电力价格上涨导致的采矿、维护和选矿成本增加。

Macassa 金矿是地下矿。产量端，Macassa 2023 年黄金产量同比增加至 7.1 吨，公司加强地下钻探使得矿石开采量大幅提升，新增资源对枯竭资源实现了增量替代。**成本端**，Macassa 金矿现金成本小幅上行，2023 年现金成本增加至 731 美

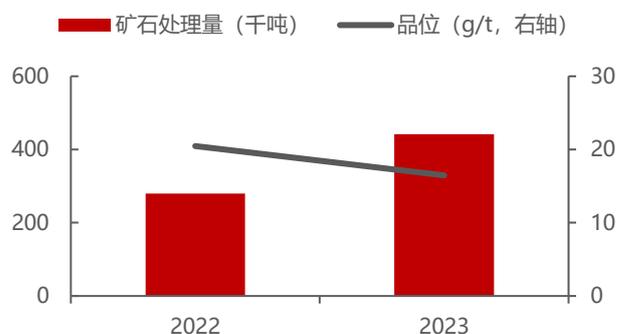
元/盎司，主要原因是矿山开采成本增加，部分被黄金产量上升和家园汇率疲软所对冲。

图26: Detour Lake 矿山矿石处理量和黄金品位



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图27: Macassa 矿山矿石处理量和黄金品位



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.4.2 澳大利亚: Fosterville 金矿

2023 年公司澳大利亚的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 8.1%。

Fosterville 矿山是公司在澳大利亚的唯一矿山，位于澳大利亚东南部墨尔本北部 130km 处。公司于 2022 年收购 Fosterville 100% 的权益，根据目前的矿山开采计划，可以生产至 2033 年。

图28: 澳大利亚 Fosterville 金矿

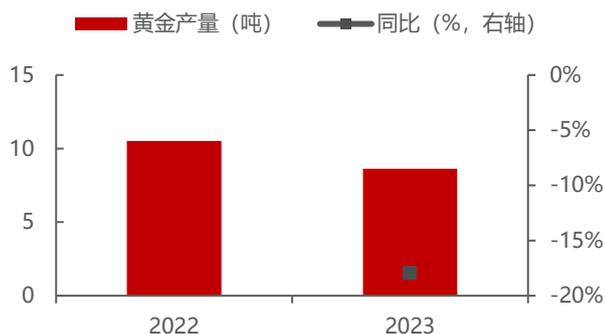


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Fosterville 金矿是一座地下矿。产量端，Fosterville 金矿 2023 年黄金产量

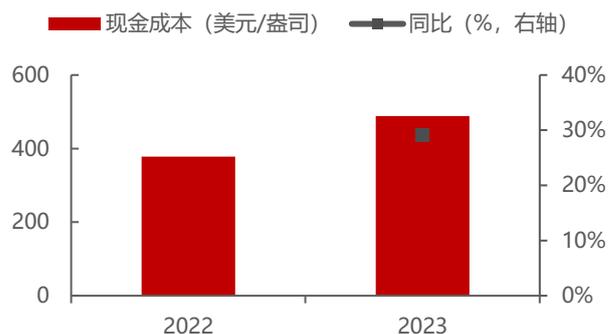
小幅下降至 8.6 吨,主要是因为黄金品位降低导致黄金产量下滑,预计到 24 年底,高品位的 Swan 矿区将消耗殆尽,公司计划增加采矿量来弥补品位的下滑。**成本端**,Fosterville 金矿成本上升,2023 年现金成本增加至 488 美元/盎司,主要是因为黄金产量下滑导致单吨成本上升。

图29: Fosterville 金矿黄金权益产量



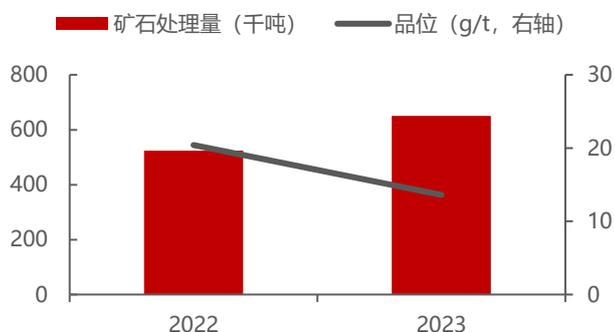
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图30: Fosterville 金矿现金成本



资料来源:公司公告,民生证券研究院

图31: Fosterville 矿山矿石处理量和黄金品位



资料来源:公司公告,民生证券研究院

2.4.3 芬兰: Kittila 金矿

2023 年公司芬兰的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 6.8%。Kittila 金矿是公司在芬兰的唯一矿山,位于芬兰北部的拉普兰地区,公司拥有 100%权益。Kittila 金矿于 2008 年建设完毕,2009 年实现商业生产。根据目前的采矿计划,Kittila 金矿可以生产至 2035 年。

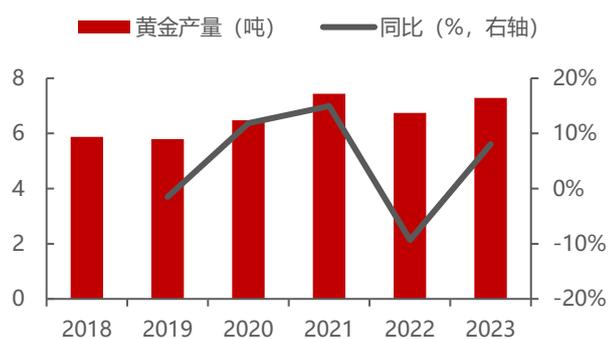
图32: 芬兰 Kittila 金矿



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

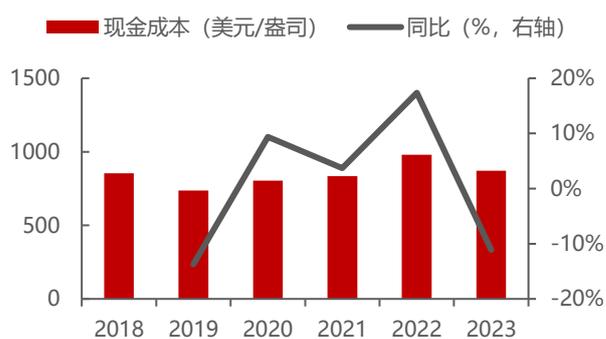
Kittila 金矿是一座地下矿。产量端, Kittila 金矿产量呈现缓慢提升趋势, 从 2018-2023 年, 黄金产量 5.9 吨增长到 7.3 吨, 矿山设备不断完善, 2023 年底矿石坡面传送带投入使用, 所有矿石都通过传送带进行运输。**成本端**, Kittila 金矿成本震荡波动, 2023 年现金成本下跌至 871 美元/盎司, 主要是因为黄金产量上升导致的单吨成本下降。

图33: Kittila 金矿黄金权益产量



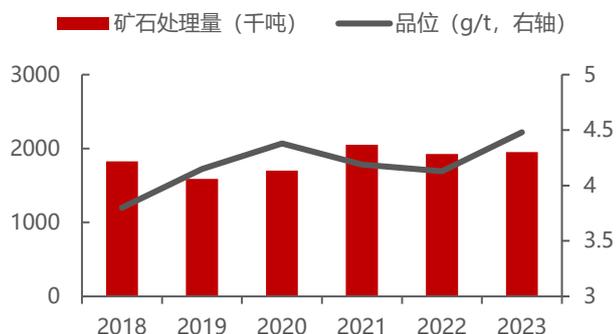
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图34: Kittila 金矿现金成本



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图35: Kittila 矿山矿石处理量和黄金品位

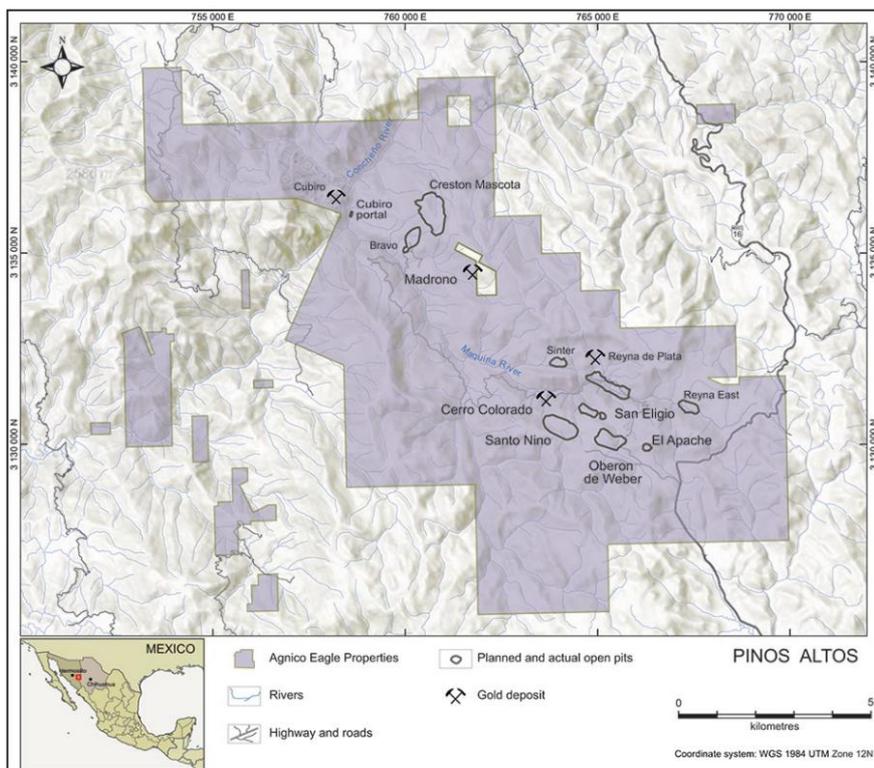


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.4.4 墨西哥：核心资产是 Pinos Altos 金矿

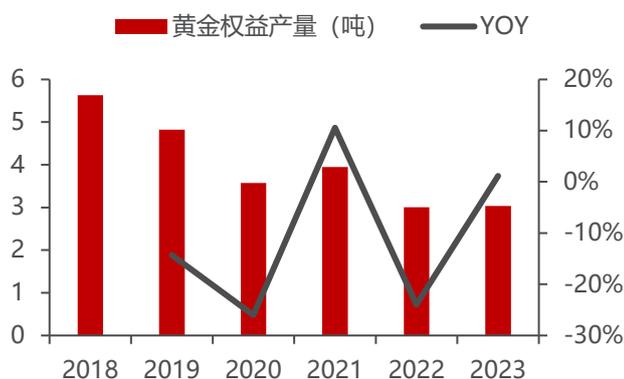
Pinos Altos 是一个地下矿，黄金储量约 54.6 万盎司（约 17 吨）。Pinos Altos 金矿位于墨西哥北部山区，位于奇瓦瓦市以西 220 公里处。Pinos Altos 金矿于 2009 年 11 月实现商业生产，根据目前的采矿计划，该矿预计将一直生产到 2028 年。截至 2023 年 12 月 31 日，Pinos Altos 矿估计已探明和可能的矿产储量为 54.6 万盎司黄金和 1219 万盎司白银，平均品位约每吨黄金 1.90 克，每吨白银 42.5 克。

图36: Pinos Altos 金矿

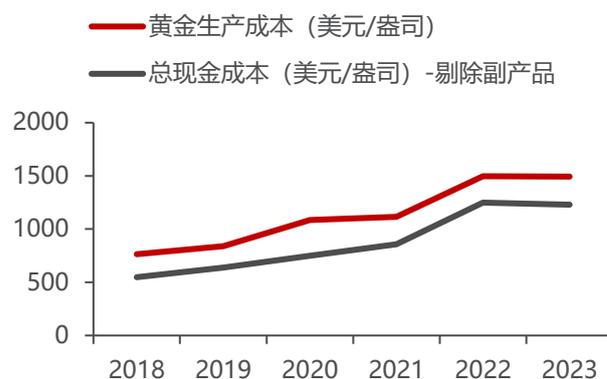


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

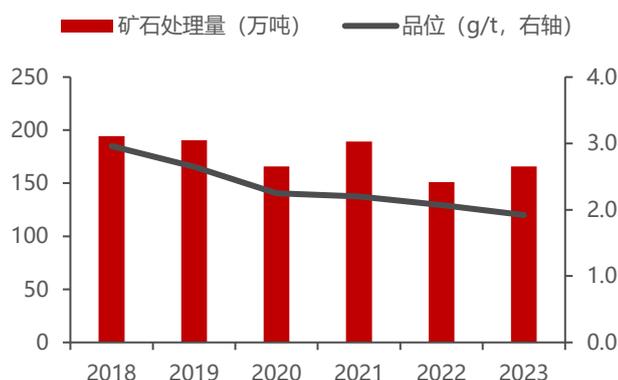
Pinos Altos 金矿产量整体呈现下降趋势，成本由于产量下滑呈现持续抬升趋势。2018-2023 年，Pinos Altos 金矿黄金产量从 5.6 吨下降到 3 吨，主要由于矿石量下降叠加品位下滑，矿石量从 195 万吨下滑到 166 万吨，黄金平均品位从 2.96g/t 下滑到 1.92g/t。从成本端来看，2018-2023 年黄金平均生产成本从 764 美元/盎司增长到 1495 美元/盎司，总现金成本从 548 美元/盎司增长到 1229 美元/盎司。

图37: Pinos Altos 金矿黄金权益产量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图38: Pinos Altos 金矿成本 (美元/盎司)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

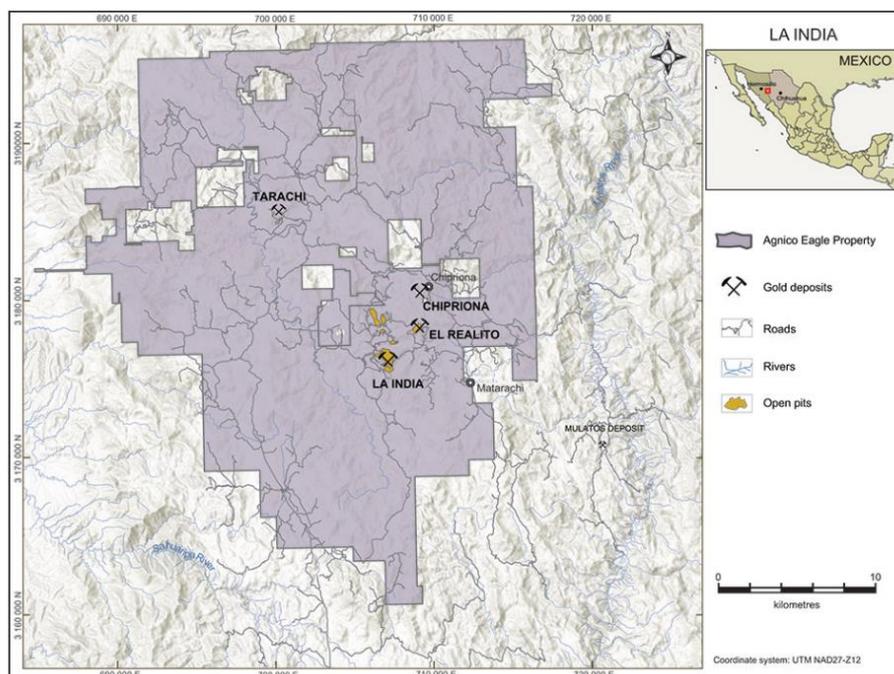
图39: Pinos Altos 矿山矿石处理量和黄金品位


资料来源：公司公告，民生证券研究院

La India 金矿露天矿开采已停止，残余堆浸贡献少量黄金产量。La India 金矿位置位于 Pinos Altos 矿西北侧，距离约 70 公里。Agnico Eagle 于 2011 年 11 月从 Grayd Resource Corporation 手中收购了 La India 油田，并在 22 个月内完成了设计、许可、施工和启动。La India 于 2014 年 2 月 1 日实现商业生产。随着 2023 年露天矿的枯竭，露天矿的开采于 2023 年第四季度停止，预计 2024 年剩余的黄金产量将来自堆浸垫的残余浸出。截至 2023 年 12 月 31 日，估计 La

India 矿没有矿产储量。

图40: La India 金矿



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

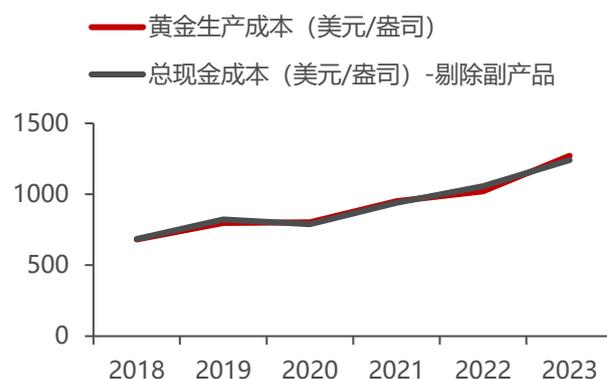
La India 金矿近年产量小幅下滑, 成本缓慢抬升。2018-2023 年, La India 金矿黄金产量从 3.2 吨下滑到 2.4 吨, 矿石处理量从 613 万吨下滑到 301 万吨, 平均品位从 0.72g/t 变化到 0.87g/t。从成本来看, 2018-2023 年, La India 金矿黄金的平均生产成本从 682 美元/盎司增长到 1271 美元/盎司。总现金成本从 685 美元/盎司增长到 1241 美元/盎司。

图41: La India 金矿黄金权益产量



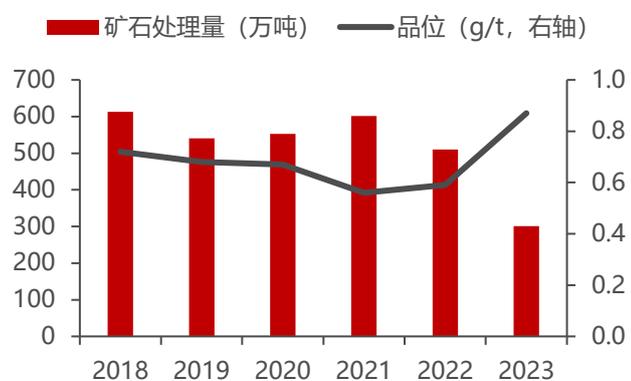
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图42: La India 金矿成本 (美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图43: La India 矿山矿石处理量和黄金品位



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 远期增量：短期黄金产量平稳，勘探项目远景可期

3.1 未来两年黄金产量基本保持平稳

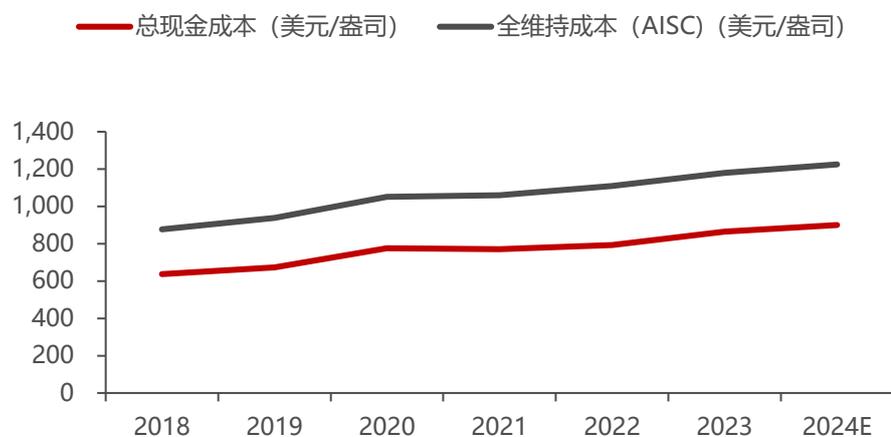
未来两年黄金产量基本保持平稳。预计公司 2024 年的黄金产量约为 107 吨，2025-2026 年黄金产量中枢约保持 109 吨水平，整体基本保持平稳。具体来看，得益于基础设施优化、运营改善、产能扩建等因素刺激，LaRonde mine、Detour Lake mine、Macassa mine、Meliadine mine 产量整体有望持续提升，同时，由于品位下滑、检修、关停等影响，Canadian Malaritic complex、Fosterville mine、Creston Mascota mine、La India mine 产量预计逐步减少。

图44：伊格尔黄金公司黄金板块产量预测

黄金权益产量 (吨)	2023A	2024E	2025E	2026E
LaRonde mine	7.34	9.18	9.64	10.58
LaRonde Zone 5 mine	2.20			
Canadian Malaritic complex	18.79	19.60	19.13	17.42
Goldex mine	4.39	4.04	4.04	4.04
Detour Lake mine	21.07	21.46	22.55	23.64
Macassa mine	7.11	8.55	10.26	0.00
Meliadine mine	11.33	11.51	11.97	12.75
Meadowbank complex	13.43	15.24	15.40	14.00
Fosterville mine	8.64	6.53	4.67	4.67
Kittila mine	7.29	7.15	7.15	7.46
Pinos Altoa mine	3.04	3.19	4.04	3.73
Creston Mascota mine	0.02	—	—	—
La India mine	2.36	0.86	—	—
伊格尔矿业公司合计	107	107	109	109

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司黄金成本预计呈现稳步抬升趋势。总现金成本方面，预计 2024 年每盎司黄金的总现金成本预计在 875 美元至 925 美元，与 2023 年每盎司 865 美元的总现金成本相比，成本的增加主要是由于劳动力、备件和维护成本的增加，预计到 2026 年单位成本基本维持稳定。看全维持成本，预计 2024 年每盎司全维持成本将在 1200 美元至 1250 美元，与 2023 年每盎司 1179 美元相比主要是由于每盎司总现金成本和持续资本支出的增加，预计到 2026 年，每盎司黄金的全维持成本将保持稳定。公司目前勘探重点包括钻探 Detour Lake 矿床的西部和深部，以帮助优化露天矿作业，并进一步推进潜在的地下开采方案，增加 Odyssey 矿山的地下矿产储量和矿产资源，并继续在其他运营资产和 Hope Bay 进行大型勘探项目。

图45：公司黄金成本展望


资料来源：公司公告，民生证券研究院

预计到 2026 年公司每年的资本支出将基本维持稳定。2024 年，公司资本支出（不包括资本化勘探）中枢约为 16.5 亿美元，其中包括大约公司运营矿山的持续资本支出为 9.16 亿美元，开发资本支出约为 7.37 亿美元，资本化勘探支出预计约 1.09 亿美。与 2023 年相比，资本支出的增加主要是由于 Canadian Malartic 的所有权在 2023 年第二季度增加到 100%，同时额外的维护和移动设备采购带来 Detour Lake 的资本支出增加。

图46：伊格尔黄金公司资本开支展望

	资本开支 (千美元)		资本化勘探 (千美元)		合计 (千美元)
	Sustaining Capital	Development Capital	Sustaining	Non-Sustaining	
LaRonde complex	86,100	68,200	2,300	-	156,600
Canadian Malartic complex	135,900	167,500	-	7,100	310,500
Goldex mine	52,800	7,700	2,900	-	63,400
Detour Lake mine	274,800	201,100	-	20,300	496,200
Macassa mine	59,400	97,800	2,100	32,900	192,200
Meliadine mine	70,200	82,400	5,500	13,200	171,300
Meadowbank complex	94,000	-	-	-	94,000
Fosterville mine	35,800	41,100	-	11,000	87,900
Kittila mine	87,200	2,900	1,900	5,400	97,400
Pinos Altoa mine	19,800	15,400	1,800	500	37,500
San Nicolas project	-	17,000	-	-	17,000
Other	-	35,900	-	1,700	37,600
Total Capital Expenditures	91,600	737,000	16,500	92,100	1,761,600

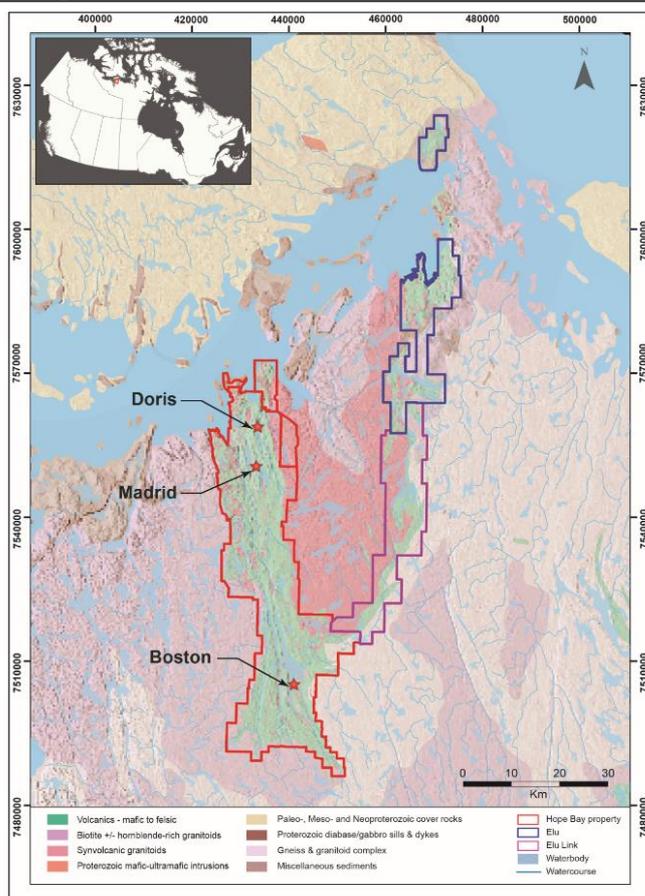
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 勘探项目持续推进，远景增量可期

3.2.1 Hope Bay 项目 (100%)

Hope Bay 项目拥有三个金矿 (Doris, Madrid and Boston) , 面积约 191342 公顷, 有 90 多个区域勘探目标。Hope Bay 位于 Nunavut 的 Kitikmeot 地区, 位于 Yellowknife 东北约 685 公里, Cambridge Bay 西南约 125 公里。该地块包括 Hope Bay 和 Elu greenstone belts 的部分地区。2021 年 2 月 2 日, Agnico Eagle 收购了位于加拿大 Nunavut Kitikmeot 地区 Hope Bay 物业的运营商 TMAC Resources Inc.。TMAC 于 2017 年初开始从位于 Hope Bay 的第一座矿山 Doris 生产黄金, 并在 Doris 加工厂加工黄金, 该加工厂最初的铭牌产能为 1000 吨/天, 并在 2018 年中期扩大到 2000 吨/天。Agnico Eagle 于 2021 年 2 月接管了采矿业务, 生产一直持续到 2021 年 9 月底。自 2021 年 9 月以来, Hope Bay 的生产活动一直处于暂停状态, 主要重点是勘探。

图47: Hope Bay



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Hope Bay 项目黄金储量约 340 万盎司 (约 106 吨) , 生命周期预计持续 12-15 年。截至 2023 年 12 月 31 日, 预计 Hope Bay 已证实和可信的黄金储量为 340 万盎司, 品位为 6.52 g/; 控制的黄金资源量为 126 万盎司, 品位为 3.64 g/t, 推断黄金资源量为 210 万盎司, 品位为 5.41 g/t。目前正在对各种未来生产方案进行内部评估, 包括在 Hope Bay 运营一座 4,000 吨/天的矿山的潜力, 该矿山最终可能以合理的成本和资本支出水平每年生产 25 至 30 万盎司黄金, 至少持续 12 至 15 年。目前的研究只评估了 Doris 和 Madrid 矿床的产量, Boston 矿床的开发可能会提高矿山的寿命和生产状况。

图48: Hope Bay 储量及资源量

项目	采矿方法	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
Hope Bay	地下	93	6.77	20	16,123	6.51	3,377	16,216	6.52	3,397

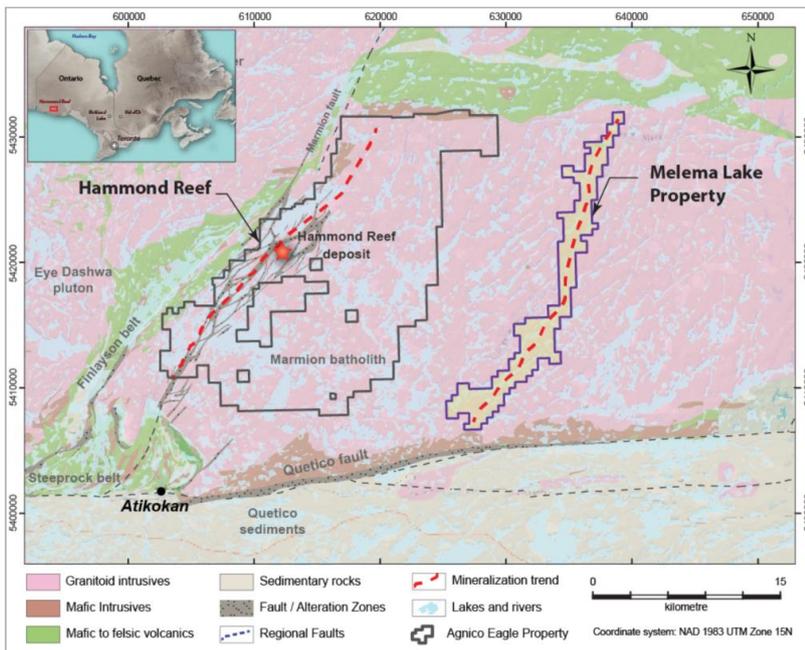
项目	采矿方法	探明的			控制的			探明+控制的		
		矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司
Hope Bay	地下	—	—	—	10,734	3.64	1,255	10,734	3.64	1,255

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院。

3.2.2 Hammond Reef 项目(100%)

Hammond Reef 金矿床是一个高吨位、低品位的金矿床。Hammond Reef 项目位于安大略省 Thunder Bay 以西约 260 公里处, 占地约 32,136 公顷。2014 年, 该公司收购了哈蒙德礁项目 50% 的股份, 这是其首次收购加拿大 Malartic 综合设施的一部分。2018 年, Agnico Eagle 收购了其尚未拥有的剩余 50%, 从而使 Agnico Eagle 拥有该项目 100% 的所有权。2020 年 1 月, 公司行使优先购买权, 以 1200 万美元的价格从 Kinross Gold Corporation 手中回购 Hammond Reef 项目 2% 的 NSR 特许权使用费。

图49: Hammond Reef



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Hammond Reef 项目黄金储量约 332 万盎司 (约 103 吨)。截至 2023 年 12 月 31 日, 露天矿可能矿产储量估计为 332 万盎司黄金, 品位 0.84g/t。此外, 该项目探明和控制的黄金资源量约 230 万盎司黄金, 品位 0.54g/t。如果未来获得开发批准, 采矿活动预计将在两个露天矿场进行, 该工厂将采用传统的磨矿工艺, 设计产能为 30,000 吨/天, 平均回收率为 89.1%。预计黄金年平均产量约为 27.2 万盎司, 平均总现金成本为每盎司 748 美元, 平均 AISC 为每盎司 806 美元。公司需要额外的联邦和省许可才能开始施工活动, 并要求 2.5 年的施工时间表。目前, 该项目尚未获得 Agnico Eagle 的开发批准。

图50: Hammond Reef 储量及资源量

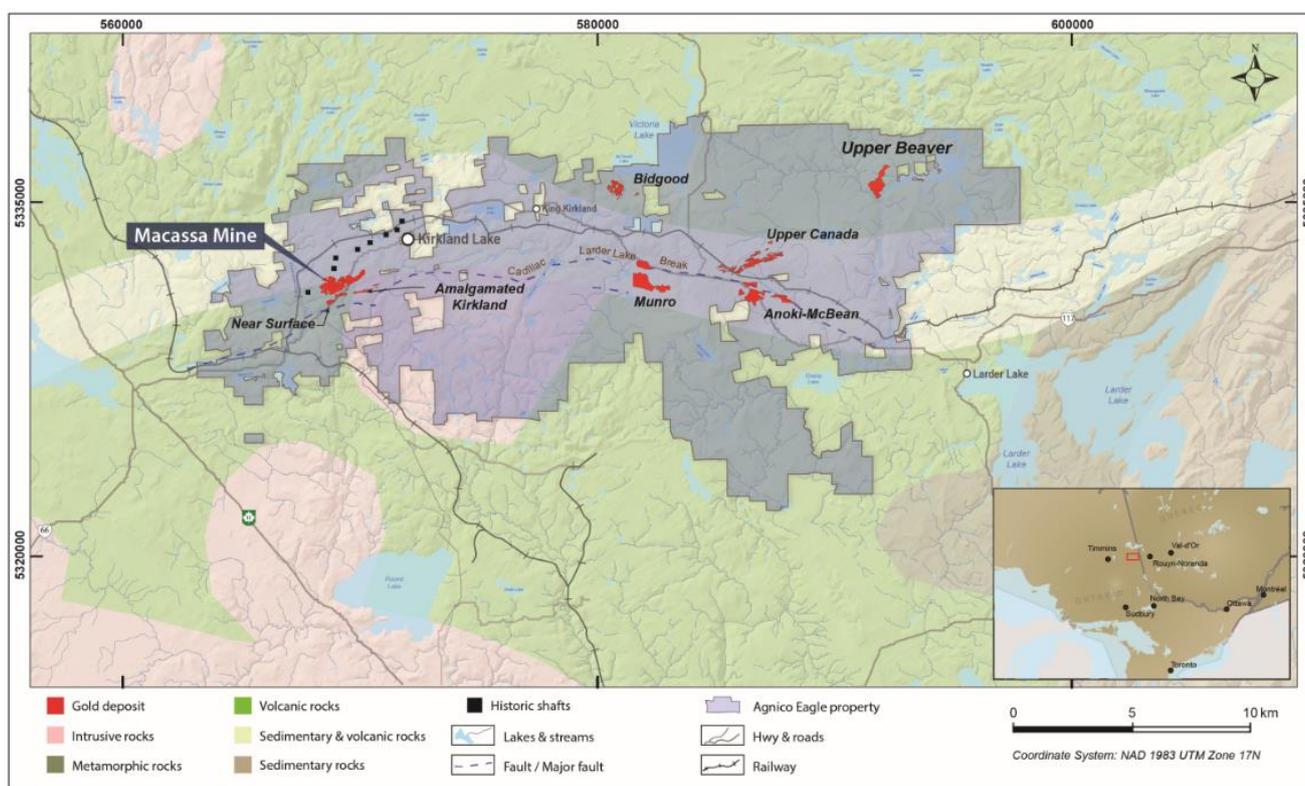
项目	采矿方法	证实储量			可信储量			合计		
		矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司
Hammond Reef	露天	—	—	—	123,473	0.84	3,323	123,473	0.84	3,323
项目	采矿方法	探明的			控制的			探明+控制的		
		矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司	矿石量 千吨	品位 g/t	金属量 千盎司
Hammond Reef	露天	47,063	0.54	819	86,304	0.53	1,478	133,367	0.54	2,298

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2.3 Kirkland Lake 项目 (100%)

在 2022 年 2 月与 Kirkland Lake Gold 完成合并后, Agnico Eagle 现在控制着位于 Kirkland Lake Gold 高产矿区 Macassa 矿区外的 1,863 个矿产, 占地约 29,469 公顷 (295 平方公里), 该矿区历史上到 2021 年底已生产了超过 2500 万盎司的黄金。2014 年, Agnico Eagle 收购了 Kirkland Lake 项目 50% 的股份, 这是其首次收购加拿大 Malartic 综合设施的一部分, 2018 年, Agnico Eagle 收购了其尚未拥有的剩余 50%, 从而使 Agnico Eagle 拥有该项目 100% 的所有权。Agnico Eagle 在该矿区最先进的勘探项目是位于 Macassa 矿以东 27 公里的 Upper Beaver 金铜矿床, 其次 Kirkland Lake 项目还拥有 Upper Canada 矿床。

图51: Kirkland Lake Regional



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Upper Beaver 项目黄金储量约 140 万盎司 (约 44 吨)。 Upper Beaver 矿床距离 Macassa 矿约 27 公里, 距离 Holt 矿群约 60 公里。截至 2023 年 12 月 31 日, Upper Beaver 在地下可能矿产储量中拥有约 140 万盎司黄金和 20,000 吨铜, 黄金品位约 5.43 g/t, 铜品位约 0.25%; 地下控制的矿产资源量约有 40.3 万盎司黄金和 5100 吨铜, 黄金品位 3.45g/t, 铜品位约 0.14%; 地下推断矿产资源中有 142 万盎司黄金和 17284 吨铜, 黄金品位 5.07g/t, 铜品位约 0.20%。

图52: Upper Beaver 和 Upper Canada 储量及资源量

项目	采矿方法 (金属)	证实储量			可信储量			合计		
		矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量
		千吨	g/t, %	千盎司, 吨	千吨	g/t, %	千盎司, 吨	千吨	g/t, %	千盎司, 吨
Upper Beaver	地下 (黄金)	—	—	—	7,992	5.43	1,395	7,992	5.43	1,395
Upper Beaver	地下 (铜)	—	—	—	7,992	0.25	19,980	7,992	0.25	19,980
项目	采矿方法	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
		千吨	g/t, %	千盎司, 吨	千吨	g/t, %	千盎司, 吨	千吨	g/t, %	千盎司, 吨
Upper Beaver	地下 (黄金)	—	—	—	3,636	3.45	403	3,636	3.45	403
Upper Canada	露天 (黄金)	—	—	—	2,006	1.62	104	2,006	1.62	104
Upper Canada	地下 (黄金)	—	—	—	8,433	2.28	618	8,433	2.28	618
Upper Canada	(黄金)	—	—	—	10,439	2.15	722	10,439	2.15	722
Total										
Upper Beaver	地下 (铜)	—	—	—	3,636	0.14	5,135	3,636	0.14	5,135

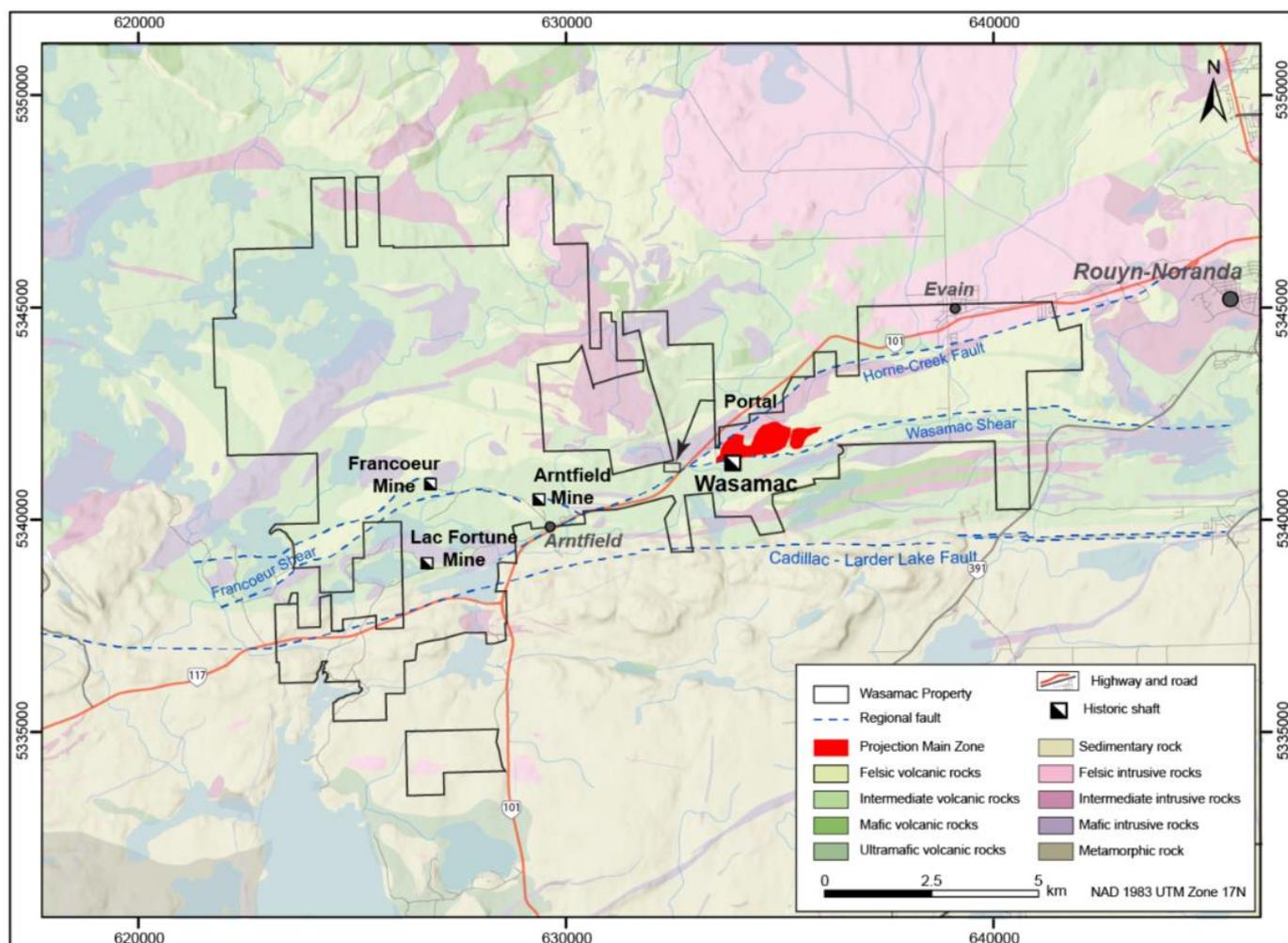
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 黄金品位单位是 g/t, 铜是%; 黄金金属量单位是千盎司, 铜金属量单位是吨。

3.2.4 Wasamac 项目(100%)

Wasamac 是魁北克西北部的黄金项目, 包括 6 个采矿特许权、266 个矿产要求权和 5 个采矿租约, 占地约 10,547 公顷。Wasamac 项目位于鲁因-诺兰达采矿中心西南偏西 15 公里处, 位于公司 100% 拥有的 Canadian Malartic Complex 以西约 100 公里处。Agnico Eagle 于 2023 年 3 月通过收购 Yamana Gold 在加拿大的资产, 获得了 Wasamac 资产 100% 的权益, 是 Agnico Eagle 于 2023 年 3 月收购 Yamana Gold 加拿大资产的一部分。Wasamac 项目包括三个曾经生产金矿: Wasamac、Francoeur 和 Arntfield。Wasamac 矿的历史产量发生在 1965 年至 1971 年之间, 大约生产了 25.4 万盎司黄金, 品位 4.16 g/t 黄金。Francoeur 矿的历史产量发生在 1968 年至 2001 年的三个不同时期, 大约生产了 508,642 盎司黄金, 品位为 6.10 克/吨黄金。Arntfield 矿的历史产量发生在 1935 年至 1942 年之间, 产量约为 61,500 盎司黄金, 品位 3.98 g/t 黄金。

图53: Wasamac 项目



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Wasamac 项目黄金资源量合计接近 300 万盎司 (约 93 吨)。截至 2023 年 12 月 31 日, Wasamac 矿产资源的探明+控制的矿产资源为 217 万盎司黄金, 品位 2.43 g/t, 推断的矿产资源为 79 万盎司黄金, 品位 2.66 g/t。Agnico Eagle 认为, Wasamac 有潜力成为地下大宗采矿业务, 每年可生产高达 20 万盎司的黄金。

图54: Wasamac 储量及资源量

项目	采矿方法	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
		千吨	g/t	千盎司	千吨	g/t	千盎司	千吨	g/t	千盎司
Wasamac	地下	—	—	—	27,850	2.43	2,173	27,850	2.43	2,173

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2.5 San Nicolás 铜锌项目(50%)

San Nicolas 是墨西哥最大的未开发 VMS 矿床, 也是世界上最大的未开发 VMS 矿床之一, 矿产储量包含约黄金 67 万盎司 (约 21 吨), 白银 3769 万盎司, 铜 59 万吨, 锌 78 万吨。San Nicolás 项目位于墨西哥中部的萨卡特卡斯州, 占地 8888 公顷, 位于萨卡特卡斯市东南约 60 公里处, 海拔 2150 米。Agnico Eagle 于 2023 年 4 月从 Teck Resources Limited 手中收购了该项目 50% 的权益, 两家公司已建立了 50/50 的长期合资伙伴关系, 以推进 San Nicolas 的许可和开发。截至 2023 年 12 月 31 日, 在占 Agnico Eagle 50% 权益的基础上, San Nicolas 拥有 5260 万吨已探明和可能的矿产储量, 对应约黄金 67 万盎司, 白银 3769 万盎司, 铜 59 万吨, 锌 78 万吨, 平均品位为铜 1.12%, 锌 1.48%, 金 0.40 g/t, 银 22 g/t。Teck 于 2021 年 3 月完成了一项预可行性研究, 描述了具有吸引力的经济效益和项目参数: 1) 露天开采、加工和浮选作业, 2) 预计 2026 年首次投产, 预计矿山寿命为 15 年, 具有延长矿山寿命和区域勘探的巨大潜力, 3) 预计在生产的前五年, 铜精矿年产量为 6.3 万吨, 锌精矿年产量为 147 万吨, 4) 平均铜品位 1.13%, 锌品位 1.49%。

图55: San Nicolás 储量和资源量

项目	采矿方法 (金属)	证实储量			可信储量			合计		
		矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量
		千吨	g/t, %	千盎司, 吨	千吨	g/t, %	千盎司, 吨	千吨	g/t, %	千盎司, 吨
San Nicolas (50%)	露天 (黄金)	23,858	0.41	314	28,761	0.39	358	52,619	0.40	672
San Nicolas (50%)	露天 (白银)	23,858	23.93	18,356	28,761	20.91	19,333	52,619	22.28	37,689
San Nicolas (50%)	露天 (铜)	23,858	1.26	299,809	28,761	1.01	291,721	52,619	1.12	591,530
San Nicolas (50%)	露天 (锌)	23,858	1.61	383,313	28,761	1.37	394,115	52,619	1.48	777,428

项目	采矿方法	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
		千吨	g/t, %	千盎司, 吨	千吨	g/t, %	千盎司, 吨	千吨	g/t, %	千盎司, 吨
San Nicolas (50%)	露天 (黄金)	261	0.08	1	3,037	0.20	19	3,297	0.19	20
San Nicolas (50%)	露天 (白银)	261	6.40	54	3,037	11.86	1,158	3,297	11.43	1,211
San Nicolas (50%)	露天 (铜)	261	1.35	3,526	3,037	1.17	35,489	3,297	1.18	39,015
San Nicolas (50%)	露天 (锌)	261	0.39	1,012	3,037	0.71	21,618	3,297	0.69	22,630

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 黄金、白银品位单位是 g/t, 铜、锌是%; 黄金、白银金属量单位是千盎司, 铜、锌金属量单位是吨。

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: 伊格尔金矿发展历史	4
图 2: 2023 年世界黄金生产商产量排行 (单位: 吨)	4
图 3: 伊格尔资产布局图	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)	7
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	8
图 10: 公司资产负债率	8
图 11: 近几年公司黄金产量不断攀升	16
图 12: 近几年公司成本变化	17
图 13: 加拿大金矿资产布局	19
图 14: 魁北克地区矿山黄金权益产量 (吨)	20
图 15: 魁北克地区矿山黄金现金成本 (美元/盎司)	20
图 16: LaRonde 矿山矿石处理量和黄金品位	21
图 17: LaRonde Zone 5 矿山矿石处理量和黄金品位	21
图 18: Canadian Malaritic Complex 矿山矿石处理量和黄金品位	21
图 19: Goldex 矿山矿石处理量和黄金品位	21
图 20: 努纳武特地区矿山黄金权益产量 (吨)	22
图 21: 努纳武特地区矿山黄金现金成本 (美元/盎司)	22
图 22: Meliadine 矿山矿石处理量和黄金品位	23
图 23: Meadowbank Complex 矿山矿石处理量和黄金品位	23
图 24: 安大略地区矿山黄金权益产量 (吨)	23
图 25: 安大略地区矿山黄金现金成本 (美元/盎司)	23
图 26: Detour Lake 矿山矿石处理量和黄金品位	24
图 27: Macassa 矿山矿石处理量和黄金品位	24
图 28: 澳大利亚 Fosterville 金矿	24
图 29: Fosterville 金矿黄金权益产量	25
图 30: Fosterville 金矿现金成本	25
图 31: Fosterville 矿山矿石处理量和黄金品位	25
图 32: 芬兰 Kittila 金矿	26
图 33: Kittila 金矿黄金权益产量	26
图 34: Kittila 金矿现金成本	26
图 35: Kittila 矿山矿石处理量和黄金品位	27
图 36: Pinos Altos 金矿	27
图 37: Pinos Altos 金矿黄金权益产量	28
图 38: Pinos Altos 金矿成本 (美元/盎司)	28
图 39: Pinos Altos 矿山矿石处理量和黄金品位	28
图 40: La India 金矿	29
图 41: La India 金矿黄金权益产量	29
图 42: La India 金矿成本 (美元/盎司)	29
图 43: La India 矿山矿石处理量和黄金品位	30
图 44: 伊格尔黄金公司黄金板块产量预测	31
图 45: 公司黄金成本展望	32
图 46: 伊格尔黄金公司资本开支展望	32
图 47: Hope Bay	33
图 48: Hope Bay 储量及资源量	34
图 49: Hammond Reef	35
图 50: Hammond Reef 储量及资源量	35
图 51: Kirkland Lake Regional	36
图 52: Upper Beaver 和 Upper Canada 储量及资源量	37
图 53: Wasamac 项目	38
图 54: Wasamac 储量及资源量	39

图 55: San Nicolás 储量和资源量40

表格目录

表 1: 伊格尔的金矿资产.....	5
表 2: 截至 2023 年 12 月, 公司矿山合计储量和资源量.....	9
表 3: 截至 2023 年 12 月, 公司黄金储量为 1,674 吨.....	10
表 4: 截至 2023 年 12 月, 公司白银储量为 1,770 吨.....	11
表 5: 截至 2023 年 12 月, 公司的铜储量为 667 千吨.....	11
表 6: 截至 2023 年 12 月, 公司的锌储量为 884 千吨.....	12
表 7: 截至 2023 年 12 月, 公司的黄金资源量为 1368 吨.....	12
表 8: 截至 2023 年 12 月, 公司的白银资源量为 1905 吨.....	14
表 9: 截至 2023 年 12 月, 公司的铜资源量为 103.72 千吨.....	15
表 10: 截至 2023 年 12 月, 公司的锌资源量为 161.67 千吨.....	15
表 11: 公司细分矿山产量情况.....	16
表 12: 公司细分矿山总现金成本.....	18
表 13: 加拿大金矿资产开发情况 (截至 2023 年底)	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。	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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048