

➤ **全球优秀矿业投资者，商业模式与众不同。** (1) **聚焦金矿，商业模式灵活创新：**沙尘暴黄金 2007 年成立，逐步成长为优秀的矿业投资者，资产主要聚焦于金矿，模式上不同于一般矿山企业，公司基本不参与矿山具体运营，主要通过为矿山开发提供资早期资金，待矿山投产后低价获取矿山部分产量或矿权来获取收益。(2) **全球化布局，矿权丰富：**公司目前参与超 230 个矿权，其中 41 个在产，矿山横跨南美、北美和非洲，主要分布在智利、秘鲁、加拿大、美国、南非等国家，全球化布局，降低政策风险。(3) **经营稳健，高速增长后业绩回落：**随着矿权投资逐步增加，2019-2023 年公司处于高速增长期，营收复合增速为 19.05%，2023 年公司处理部分矿权资产，归母净利润增速回落，2024H1 由于主要矿山的销量下降及成本提升原因，业绩有所下滑。

➤ **矿权丰富，金矿成本持续提升。**资源禀赋来看，公司矿权资源丰富，旗下主要 22 座矿山黄金储量 4641.4 万盎司，平均品位 1.05g/t，铜储量 7.33 万吨，平均品位 0.33%，白银储量 3.85 万盎司，平均品位为 12.18g/t。权益角度，截至 2023 年，贵金属矿山权益储量 176.7 万盎司黄金当量，其中 Hod Maden、Platreef、Blyvoor 和 Greenstone 矿山权益储量均超过 10 万盎司。铜矿权益储量共计 21.4 万盎司黄金当量，其中 Chapada 矿储量占比为 48.6%。**产量来看，公司近几年黄金权益销量稳步提升。**金矿权益销量由 2020 年的 5.2 万盎司增长至 2023 年的 9.7 万盎司。产量方面，主要矿山产量有所下滑，2023 年四座主要金矿总产量 26.73 万盎司，同比下降 5.3%。其中南美黄金产量 16.4 万盎司，同比上升 7.98%，非洲黄金产量 10.3 万盎司，同比下降 20.89%。**成本来看，主要矿山金矿成本持续上行。**黄金板块，Aurizona 矿 AISC 从 2020 年的 926 美元/盎司上升至 2023 年 1440 美元/盎司，CAGR 为 15.86%，Mercedes 矿 AISC 从 2020 年的 1145 美元/盎司上升至 2023 年 1769 美元/盎司，CAGR 为 15.60%，或主要由于产量下滑及矿石入选品位有所下降。白银板块，Cerro Moro 矿 AISC 从 2021 年的 11.51 美元/盎司上升至 2023 年的 18.17 美元/盎司，CAGR 为 16.44%。**矿山结构来看，**南美地区公司的核心资产为巴西的 Aurizona 金矿（金矿产量占全公司黄金权益产量的 45.1%），阿根廷的 Cerro Moro 银矿（银矿产量占全公司白银权益产量的 81.3%）和秘鲁的 Antamina 铜矿（铜矿产量占全公司铜权益产量的 43.3%）；北美地区的核心资产为墨西哥的 Mercedes 银矿（白银权益产量占全公司比例 0.8%）。

➤ **公司优势：**我们认为公司作为独特黄金投资的开创者，未来公司优势主要体现在以下几点：**1) 产量增长潜力大。**到 2028 年，沙尘暴黄金产量公司预计将达到约 125,000 黄金当量盎司。金板块增量来源于 Greenstone 等可研及在建金矿项目，铜板块来源于阿根廷和秘鲁的铜矿开发项目。**2) 全球化布局，业务版图辽阔。**公司现有增量资源横跨北美洲（墨西哥）、南美洲（秘鲁、阿根廷、智利、巴西）及非洲地区（南非、科特迪瓦），全球化业务布局为公司资源增量打下了坚实的基础。**3) 资源优质，潜在业绩贡献能力强。**部分远期增量矿山具有大体量高品位的特征，其中金板块 Blyvoor 项目品位超过 7 克/吨，银板块 Cerro Moro 的白银储量品位高达 293g/t，资源禀赋高，铜板块 Caserones 项目具有长寿命和高产量的特征，众多项目有望为沙尘暴带来长期稳定的收益来源。

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

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 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 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
3. 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
4. 海外黄金股观察系列之五：埃尔拉多黄金：资产优化不断，发展潜力可期-2024/11/06
5. 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

目录

1 商业模式的开拓者，成就为优秀矿业的投资人	3
1.1 商业模式与众不同，全球化布局	3
1.2 经营整体稳健，销量下滑影响业绩	6
2 参股多座世界级金矿，主要矿山成本有所上行	8
2.1 聚焦金矿，资产全球化分布	8
2.2 金矿权益销量稳步提升，近年主要矿山产量有所下滑	12
2.3 主要矿山金银成本持续上行	13
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：全球化布局，资源优势潜力大	19
3.1 金板块：资源优质,增长潜力大.....	19
3.2 铜板块：多国布局，未来可期.....	21
4 风险提示	25
插图目录	26
表格目录	26

1 商业模式的开拓者，成就为优秀矿业的投资人

1.1 商业模式与众不同，全球化布局

风雨兼程十四载，持续寻找全球优质矿山，金矿行业优秀的矿业投资者。沙尘暴黄金 2007 年成立，逐步成长为优秀的矿业投资者，资产主要聚焦于金矿，模式上不同于一般矿山企业，公司基本不参与矿山具体运营，主要通过为矿山开发提供早期资金方式进行投资合作，待矿山投产后低价获取矿山部分产量或矿权来获取收益。

2007 年，公司成立，最初名为 Sandstorm Resources，总部位于加拿大温哥华，通过提供融资给处于早期阶段的矿业公司，来换取未来矿山投产后的收益。

2009 年，公司与 Luna Gold 公司签订协议，预定以低于 400 美元/盎司的价格购买巴西 Aurizona 金矿全生命周期 17% 的产量，标志着其贵金属投资业务的启动。

2011 年，公司更名为沙尘暴黄金有限公司 (Sandstorm Gold Ltd.)，并且继续增加对金矿的投资，以提升公司未来的黄金产量。

2012 年，公司在纽约证券交易所正式上市，股票代码为 SAND。同年，在多伦多证券交易所上市，进一步扩大其国际投资者中的影响力。

2013 年，公司收购 Premier Royalty Inc.，大幅拓展公司在加拿大和全球范围内的黄金资产。同年，公司与 Entree Gold 签订蒙古 Oyu Tolgoi 铜金矿的投资协议。

2015 年，公司与 Yamaha Gold 签订阿根廷 Cerro Moro 矿、Chapada 铜矿投资协议。

2016 年，公司签订与土耳其 Hod Maden 矿的合作协议。

2017 年，公司以现金加增发方式收购 Mariana Resources，而间接拥有其持有的土耳其 Hod Maden 项目的股权。

2018 年，Cerro Moro 矿开始商业生产。

2021 年，公司投资 Vale 公司，该公司拥有 Sossego 铜金矿和其他矿区生产的铜金与部分铁矿。

2022 年，公司以 5.9 亿美元收购 Nomad Royalty Company，同年，公司继续投资秘鲁 Antamina 矿山、南非 Blyvoor 矿山和 Greenstone 矿山。

2023 年，公司增加对 Hod Maden 项目的投资，进一步提高公司金矿资产。

图1：沙尘暴黄金发展历史



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资源遍布五大洲，金银铜的优质资产组合。作为矿业投资领域的领军企业之一，公司目前拥有超过 230 个矿权，其中约 40 个矿正在生产，项目横跨五大洲，覆盖加拿大、美国、巴西、阿根廷等数十个国家。公司核心资产包括位于阿根廷的 Cerro Moro 金矿、墨西哥 Mercedes、南非 Blyvoor 金矿、以及秘鲁的 Antamina 铜矿等。这些资产不仅有助于提升公司的现金流，还能在全球黄金和铜市场波动的情况下为公司提供稳定的收入来源。

图2：沙尘暴黄金资产布局


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表1：沙尘暴黄金的主要矿产

地区	国家	矿山	品种	Royalty 协议	Stream 协议		2023 权益 黄金当量 (oz)	状态
				Royalty Terms	Stream Terms	Ongoing Payment		
	秘鲁	Antamina	铜及其他	0.55%NPI	-	-	6569	在产
			银		1.66%Ag	2.5% of spot	1150	
	巴西	Aurizona	金	Au≤\$1500=3.0%NSR, Au\$1501-2000=4.0%NSR, Au>\$2000=5.0%NSR	-	-	5087	在产
南美	智利	Caserones	铜	Cu>\$1.25/lb=0.63%NSR; Cu<\$1.25/lb=varies	-	-	4181	在产
	阿根廷	Cerro Moro	银	-	20%Ag	30% of spot	13585	在产
	巴西	Chapada	铜	-	4.2%Cu	30% of spot	7015	在产
	厄瓜多尔	Frutal del Norte	金	0.9%NSR	-	-	3999	在产
	巴西	Vale Royalties	铁矿石	0.05%Net Fe Sales	-	-	3109	在产
北美	墨西哥	Mercedes	金银	-	14.3 koz Au (2024-2028.04)	25% of spot	12794	在产
	美国	Relief Canyon	金	1.4-2.8%NSR	32 koz Au over 5.5 yrs	30-65% of spot	4772	在产

加拿大	Greenstone	金	-	2.375%Au	20% of spot	-	待产	
布基纳法索	Houndé	金	2.0%NSR	-	-	2967	在产	
非洲	南非	Blyvoor	金	-	10%Au	\$572/oz	2292	在产
	科特迪瓦	Bonikro	金	-	6%Au	\$400/oz	4797	在产
	南非	Platreef	金	-	37.5%Au	\$100/oz	-	待产
欧亚	土耳其	Hod Maden	铜金	2.0%NSR	20%Au	50% of spot	-	待产

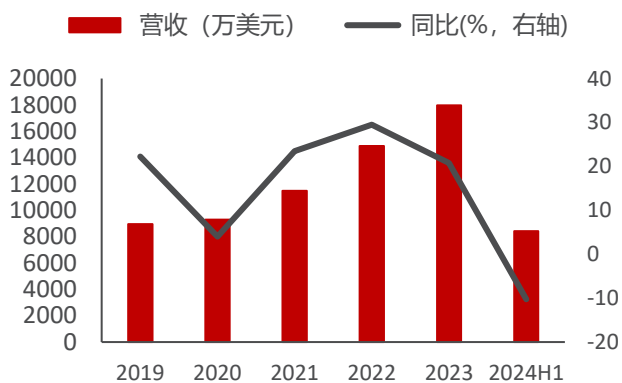
资料来源：公司年报，公司官网，民生证券研究院

注：Spot 指现货价格，NSR 指 Net Smelter Returns，NPI 指 Net Profit Interests。

1.2 经营整体稳健，销量下滑影响业绩

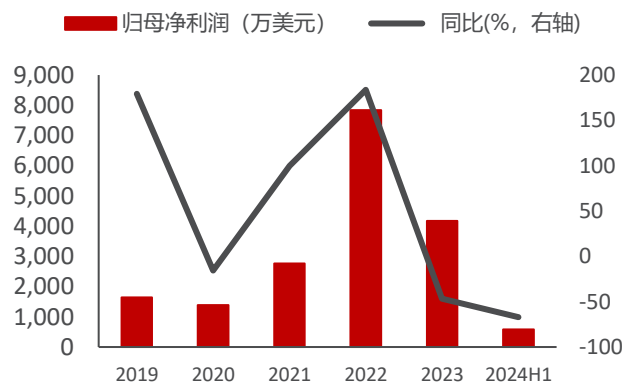
营收稳步提升，归母净利高速增长后有所回落。 营收方面，近年公司处于高速增长期，2019-2023 年复合增速为 19.05%，2023 年公司实现营收 17963.6 万美元，同比增长 20.78%，2024H1 由于关键矿山的产量下降，营收有所下滑。从营收结构上来看，公司主营业务收入来自金铜等矿种销售和特许权使用费 (Royalty)，其中近几年销售收入占比 60%-70%左右；利润方面，2022 年公司收购 Nomad，新获得二十多个投资协议或特许权使用费。同年，公司对 Hod Maden、Entreé Resources Ltd. 的股权进行转让，归母净利润同比增长 183.69%。2023 年开始公司归母净利润增速回落。2024 年起，因 Mercedes 矿山黄金交付量下滑，Cerro Moro 矿山品位下降等原因，业绩有所下滑。

图3：公司营收情况



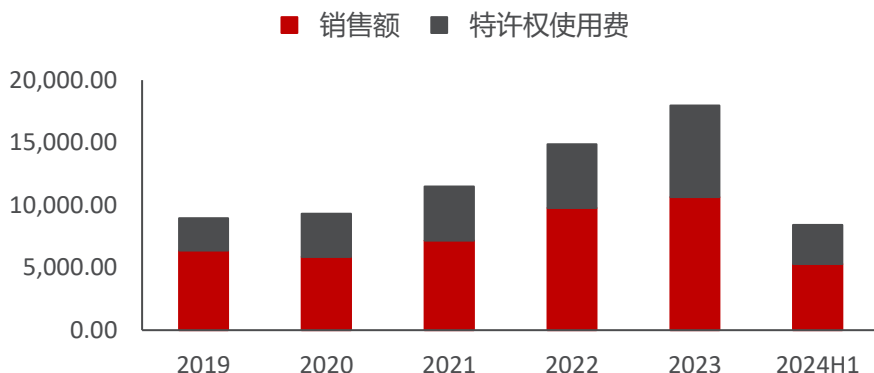
资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：公司归母净利润情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

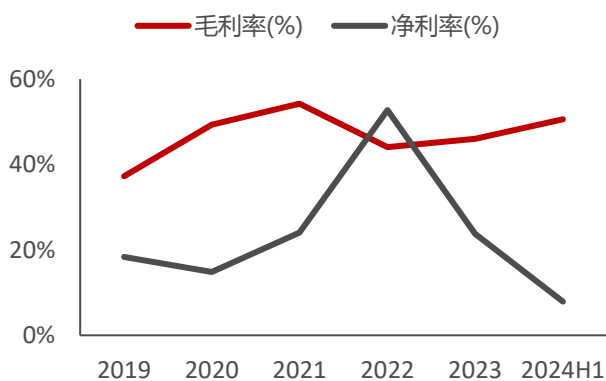
图5：公司营收结构（万美元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

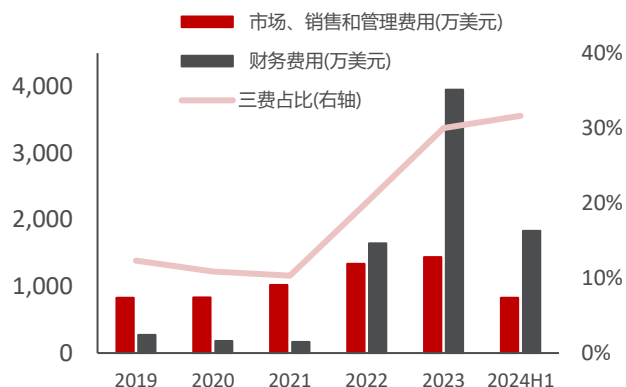
毛利率稳定，财务费用率上升，净利率下降。公司毛利率整体较为稳定，净利率方面由于利润的波动性较大从而也呈现较大的波动，近两年主要由于矿端产量下降、营业费用率增大而导致净利率下降。费用方面，公司三费支出中财务费用居多，且自2021年以来涨幅较大，24H1财务费用率22%，主要由于近年公司加大新资产的收购，债务提升，从而导致利息支出的上升；销售与管理费用率近几年稳定在10%左右，2023、2024H1三费费用率稳定在30%左右。

图6：公司毛利率净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

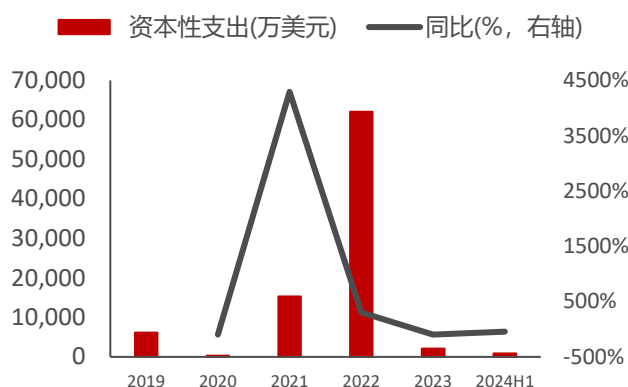
图7：公司三费情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

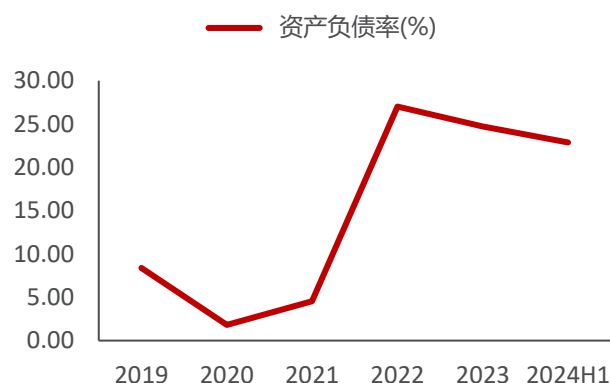
2022年资本开支大幅抬升，之后资产负债率逐步降低。资本开支方面，2022年明显抬升后维持稳定下降趋势，当年资本支出为6.2亿美元，主要源于2022年收购Nomad Royalty以及Horizon Copper和Sandbox Royalties的收购和重组协议，加强其在贵金属领域的业务重心。2022年之后，公司资产负债率开始下降，24H1维持在25%左右。2022年起每年折旧摊销在7000万美元左右震荡。

图8：公司资本开支情况



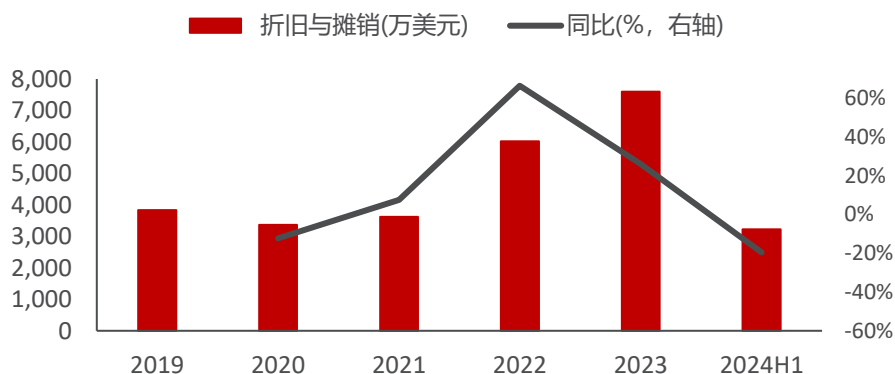
资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：公司资产负债率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：公司折旧与摊销情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

2 参股多座世界级金矿，主要矿山成本有所上行

2.1 聚焦金矿，资产全球化分布

截至目前，公司共参与 230 个以上矿权，其中 41 个矿在产，资源较为丰富。

从资源量来看，公司旗下共有 22 座矿山贡献大部分资源量，截至 2024 年 8 月，22 座矿山中黄金探明+控制的资源量合计为 6280.8 万盎司(合计 1780.6 吨)，平均品位为 0.67g/t，铜探明+控制的资源量合计为 20.92 万吨，平均品位为 0.39%，白银探明+控制的资源量合计为 7.89 亿盎司 (2.24 万吨)，平均品位为 8.30g/t。

从储量来看，公司旗下有 22 座矿山贡献大部分储量，截至 2024 年 8 月，22 座矿山中黄金证实+可信储量合计为 4641.4 万盎司 (合计 1315.81 吨)，平均品位为 1.05g/t，铜证实+可信储量合计为 7.33 万吨，平均品位为 0.33%，白银证

实+可信储量为合计为 3.85 万盎司 (1.09 万吨), 平均品位为 12.18g/t。

表2: 截至 2024 年 8 月, 公司关键的 22 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	金属量	矿石量 (百万吨)	品位	金属量
金	1258.3	1.05	1315.81	2673	0.67	1780.6
铜	2231	0.33	7.33	5238.8	0.39	20.92
银	894.6	12.18	1.09	2697.9	8.30	2.24

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 品位的单位铜为%, 黄金和白银为 g/t, 金属量的单位铜和白银为万吨, 黄金为吨

金矿板块分矿山来看, 截至 2023 年, 公司金矿权益储量 (证实+可信) 共计 176.7 万盎司, 主要由 Hod Maden、Platreef、Blyvoor 和 Greenstone 等矿山贡献, 权益储量均超过 10 万盎司, 其中, Hod Maden 矿的权益金矿储量高达 46.5 万盎司, 位列第一。

表3: 截至 2023 年, 公司金矿权益储量、资源量情况

矿山	状态	Royalty Ounces		
		证实+可信黄金当量 (koz)	探明+控制黄金当量 (koz)	推断黄金当量 (koz)
Antamina Silver Stream	在产	13	40	69
Aurizona	在产	48	32	33
Blyvoor	在产	293	39	39
Bonikro	在产	23	17	17
Cerro Moro	在产	15	9	5
Frutal del Norte	在产	44	12	12
Greenstone	在产	120	21	44
Houndé	在产	33	8	4
Corani	待产	34	12	11
Gualcamayo DCP	待产	-	26	5
Hod Maden	待产	465	39	28
Horne 5	待产	96	30	29
Hugo North Ext.Gold/Silver Stream	待产	32	73	91
Lobo-Marte	待产	49	17	3
Platreef	待产	253	24	54
Roberson(Cortex Complex)	待产	21	10	10
Troilus	待产	61	93	15
Woodlawn	待产	11	0	0
Other		157	257	200
合计		1767	759	669

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: Royalty Ounces 指公司根据其与各矿山签订的 Stream 和 Royalty 协议, 估算的矿山储量和资源量中归公司所有的部分。

铜板块分矿山来看，截至 2023 年，公司铜矿权益储量（证实+可信）共计 21.4 万盎司，主要由 Antamina、Caserones 和 Chapada 贡献，其中 Chapada 矿的证实+可信黄金当量高达 10.4 万盎司，占比为 48.6%。

表4：截至 2023 年，公司铜矿权益储量、资源量情况

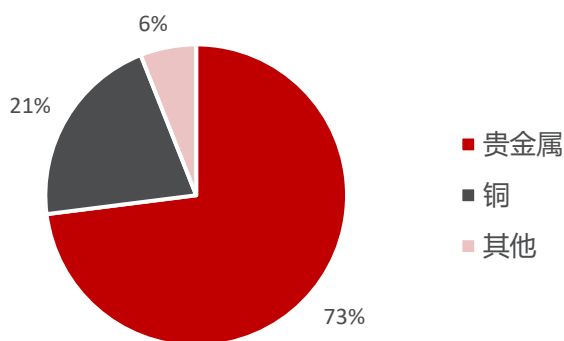
矿	状态	Royalty Ounces		
		证实+可信黄金当量 (koz)	探明+控制黄金当量 (koz)	推断黄金当量 (koz)
Antamina NPI Royalty	在产	25	64	132
Caserones	在产	66	38	10
Chapada	在产	104	170	7
Hugo North Ext. Copper Stream	待产	11	25	30
MARA (Agua Rica) NSR Royalty	待产	-	61	3
Other		9	33	144
合计		214	391	326

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：Royalty Ounces 指公司根据其与各矿山签订的 Stream 和 Royalty 协议，估算的矿山储量和资源量中归公司所有的部分

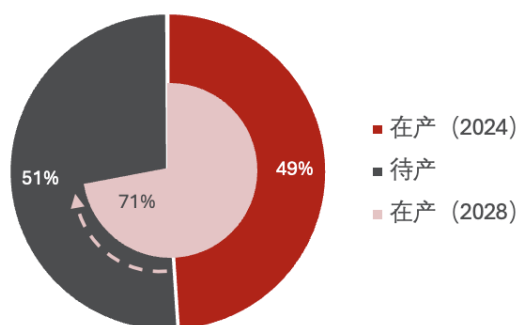
聚焦贵金属，在产矿山占比逐步提升。2023 年，公司权益资源中贵金属占比 73%，铜占比 21%，贵金属是公司资产的重心。2024 年，公司拥有的资源中在产矿山占比 49%，待产矿山占比 51%，根据公司预测，2028 年时在产矿山的比例将提升至 71%。

图11：公司权益资源中矿种分布（2023 年）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：公司权益资源分布（分矿山状态）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

黄金板块，公司在南美地区主要拥有 Aurizona 和 Mercedes 矿山的资产，在非洲地区拥有 Blyvoor 和 Bonikro 矿山的资产，四座矿山黄金储量（证实+可信）分别为 1660、267、5140、571 千盎司，探明+控制黄金资源量分别为 868、128、8350、1393 千盎司。品位方面，Blyvoor 和 Mercedes 的品位（储量）分别高达 5.54g/t 和 3.75g/t，资源禀赋良好。

表5：公司主要矿山的黄金储量、资源量和品位

地区	国家	项目	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 千盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 千盎司
南美	巴西	Aurizona	32.3	1.6	1660	18.1	1.49	868
	墨西哥	Mercedes	2.2	3.75	267	3.8	4.7	128
非洲	南非	Blyvoor	28.8	5.54	5140	36.8	7.05	8350
	科特迪瓦	Bonikro	13.7	1.3	571	32.8	1.32	1393

资料来源：公司公告，民生证券研究院

白银板块，公司在南美地区主要拥有 Antamina 和 Cerro Moro 矿山的矿权，在北美地区拥有 Mercedes 矿山的资产，三座矿山白银储量（证实+可信）分别为 77874、11300、2100 千盎司，资源量（探明+控制）分别为 247220、8200、5150 千盎司。品位方面，Cerro Moro 的白银品位（储量）高达 293g/t，资源禀赋较好。

表6：公司主要矿山的白银储量、资源量和品位

地区	国家	项目	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 千盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 千盎司
南美	秘鲁	Antamina	226.2	10.7	77874	673	11.4	247220
	阿根廷	Cerro Moro	1.2	293	11300	0.8	339.2	8200
北美	墨西哥	Mercedes	2.2	29	2100	3.8	42.4	5150

资料来源：公司公告，民生证券研究院

铜板块，公司拥有矿权的三座矿山全部集中在南美地区，分别为 Antamina、Caserones 和 Chapada 矿山，三座矿山的铜储量（证实+可信）分别为 4690、5990 和 3075mlbs，探明+控制铜资源量分别为 12357、9434 和 6912mlbs。根据 2022 年全球铜矿产量数据，Antamina 是世界第三大铜矿，年产 56 万吨铜当量。

表7：公司主要矿山的铜储量、资源量和品位

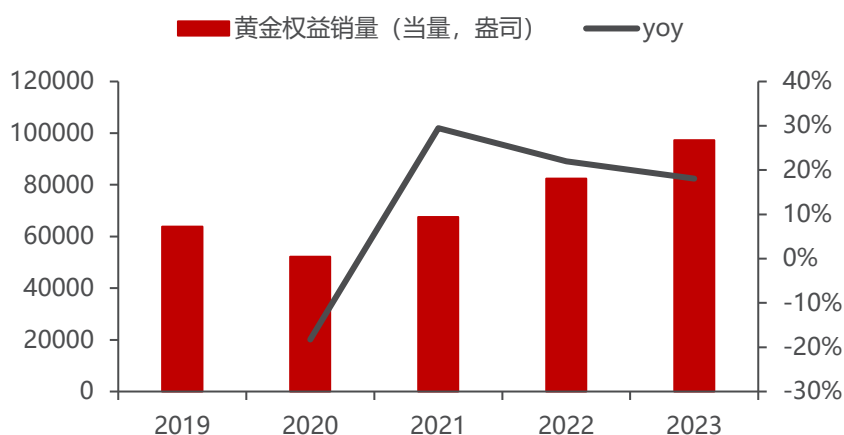
地区	国家	项目	证实+可信储量			探明+控制资源量		
			矿石量 百万吨	品位 %	金属量 mlbs	矿石量 百万吨	品位 %	金属量 mlbs
南美	秘鲁	Antamina	226.2	0.94	4690	673	0.83	12357
	智利	Caserones	886.4	0.31	5990	1501.9	0.28	9434
	巴西	Chapada	608.8	0.23	3075	1301.9	0.24	6912

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 金矿权益销量稳步提升，近年主要矿山产量有所下滑

金矿权益销量稳步提升。随着公司资产布局增多，金矿销量稳步提升，权益销量由 2020 年的 5.2 万盎司增长至 2023 年的 9.7 万盎司。**产量方面**，2023 年四座主要金矿总产量 26.73 万盎司，同比下降 5.3%。细分来看，南美地区 2023 年黄金产量为 164486 盎司，同比上升 7.98%，非洲地区 2023 年黄金产量为 102870 盎司，同比下降 20.89%，2023 年两地区产量分别占比 61.5%和 38.5%。

图13：公司黄金权益销量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8：2020-2023 年公司主要矿山黄金产量

地区	国家	项目	年产量 (oz)			
			2020	2021	2022	2023
南美	巴西	Aurizona	130237	134961	102368	120626
	墨西哥	Mercedes	35000	42000	49957	43860
非洲	南非	Blyvoor	-	-	37042	22920
	科特迪瓦	Bonikro	110000	76000	93000	79950
合计			275237	252961	282367	267356

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：Blyvoor 矿的产量未披露，2022 年与 2023 年的产量由沙尘暴黄金年报中的可归属黄金当量推算。

主要白银矿山产量有所波动，2023 年产量下滑。2023 年公司主要的三座矿山白银总产量 2179.86 万盎司，同比下降 13.5%。来矿山看，南美地区 2023 年白银产量为 2163.16 万盎司，同比下降 13.5%，北美地区 2023 年白银产量为 167019 盎司，同比下降 15.07%，2023 年两地区产量分别占比 99.23%和 0.77%。

表9: 2020-2023 年公司主要矿山白银产量

地区	国家	项目	年产量 (oz)			
			2020	2021	2022	2023
南美	秘鲁	Antamina	5355000	6135000	4964000	3912000
	阿根廷	Cerro Moro	14233043	18580434	20041304	17719565
北美	墨西哥	Mercedes	168000	123000	196655	167019
	合计		19756043	24838434	25201959	21798584

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: Cerro Moro 的年产量由公司年报中披露的该矿山贡献的可归属黄金当量推算

主要铜矿山产量稳中有涨。公司的铜矿产量主要来自南美地区。2023 年主要的三座矿山总产量 329.12 千吨, 同比上升 2.45%。分矿山来看, 2023 年 Antamina、Caserones 和 Chapada 矿山产量分别为 142.4、141、45.7 千吨, 铜产量占比分别为 43.27%、42.84%和 13.89%。

表10: 2020-2023 年公司主要矿山铜产量

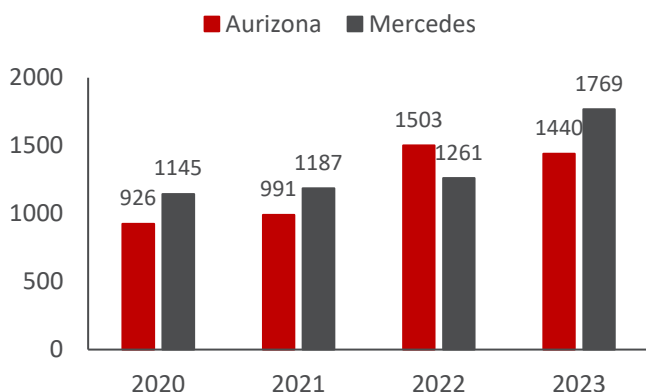
地区	国家	项目	年产量 (kt)			
			2020	2021	2022	2023
南美	秘鲁	Antamina	127.7	150	152.5	142.4
	智利	Caserones	121	116	123	141
	巴西	Chapada	50.04	52.02	45.74	45.72
	合计		298.74	318.02	321.24	329.12

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.3 主要矿山金银成本持续上行

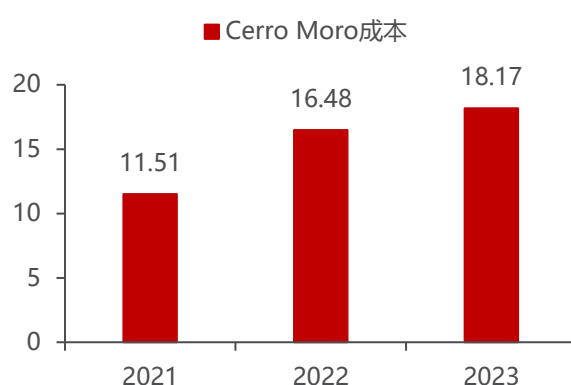
主要矿山成本持续上行。黄金板块, 主要金矿山 Aurizona 矿的全维持成本 (AISC) 从 2020 年的 926 美元/盎司上升至 2023 年 1440 美元/盎司, CAGR 为 15.86%, Mercedes 矿的全维持成本 (AISC) 从 2020 年的 1145 美元/盎司上升至 2023 年 1769 美元/盎司, CAGR 为 15.60%, 或主要由于产量下滑及矿石入选品位有所下降。白银板块, Cerro Moro 矿的 AISC 从 2021 年的 11.51 美元/盎司上升至 2023 年的 18.17 美元/盎司, CAGR 为 16.44%。

图14: 2020 年以来主要金矿山成本 (\$/oz)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 2021 年以来主要银矿山白银成本 (\$/oz)



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 黄金板块: 核心资产为位于巴西的 Aurizona、位于墨西哥的 Mercedes

Aurizona 金矿是一座的露天+地下金矿。位于巴西北部的 Maranhão 州。**产量端**, 产量约为 329 克, 平均品位为 1.3 克/吨。矿石经重碳浸出厂处理, 金回收率平均为 88%。在 11 年的矿山寿命期间的总产量为 1.5 万盎司黄金, 包括估计的已探明和可能的矿产储量为 1.66 万盎司黄金 (含 3230 万吨, 1.6 克/吨黄金, 露天矿的截止品位为 0.35-0.47 克/吨, 地下矿为 1.8 克/吨), 预计平均年产量为 13.7 万盎司。预可行性研究还包括一个更新的矿产资源估计, 其中总测量和指示资源 (不包括储量) 增加到估计 868,000 盎司, 含 18.1 Mt, 1.5 g/t 黄金 (露天矿的截止品位为 0.3 g/t, 地下资源的截止品位为 1.0 g/t)。**成本端**, Aurizona 矿的全维持成本 (AISC) 从 2020 年的 926 美元/盎司上升至 2023 年 1440 美元/盎司, CAGR 为 15.86%。

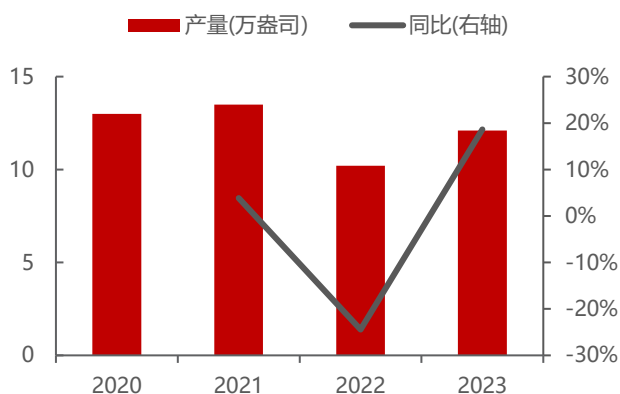
图16: Aurizona 金矿地理位置

● LOCATION Maranhão, Brazil



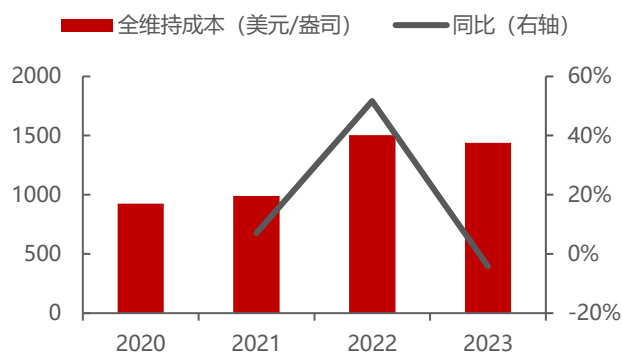
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: Aurizona 金矿 2020-2023 年黄金权益产量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: Aurizona 金矿 2020-2023 年黄金全维持成本



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Mercedes 金矿是一座露天金矿。位于墨西哥北部的索诺拉州, 亚利桑那州图森以南 300 公里。梅赛德斯的地产包括墨西哥政府租赁的约 693 平方公里的矿产开采权。**产量端**, 截至 2021 年 12 月 31 日, 探明和可能储量总计 220 万吨, 品位为 3.75 g/t 黄金和 29.0 g/t 白银, 含 26.7 万盎司黄金和 2.1 万盎司白银。测量和指示资源包含约 3.8 公吨, 等级为 4.7 克/吨黄金和 42.4 克/吨白银, 包含约 57.5 万盎司黄金和 5.15 万盎司白银。推断矿产资源总量为 0.9 公吨, 黄金品位为 4.5 克/吨, 白银品位为 41.0 克/吨, 包含约 12.8 万盎司黄金和 120 万盎司白银 (2.1 克/吨黄金品位, 除了 Diluvio 2.0 克/吨黄金品位)。矿产资源包括矿产储量。**成本端**, Mercedes 矿的全维持成本 (AISC) 从 2020 年的 1145 美元/盎司上升至 2023 年 1769 美元/盎司, CAGR 为 15.60%, 主要或由于产量下滑, 以及金价

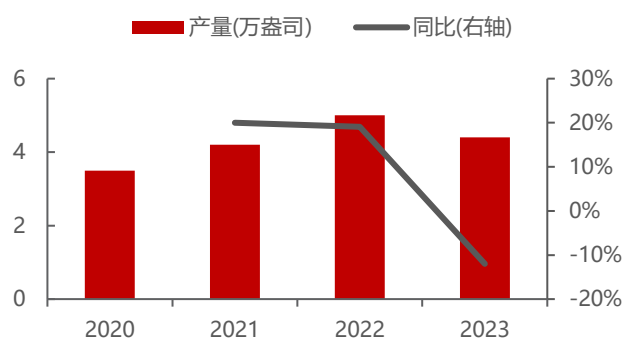
上涨后矿石入选品位有所下降。

图19: Mercedes 金矿地理位置



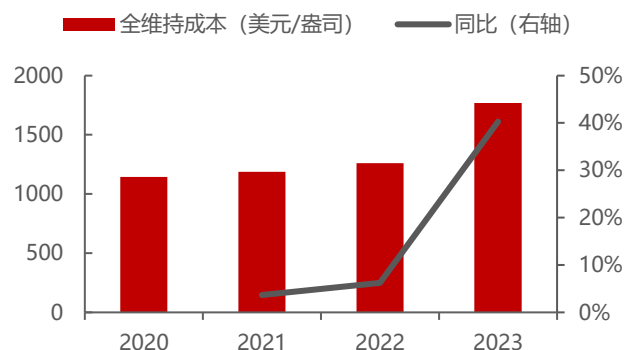
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: Mercedes 金矿 2020-2023 年黄金权益产量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: Mercedes 金矿 2020-2023 年黄金全维持成本



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

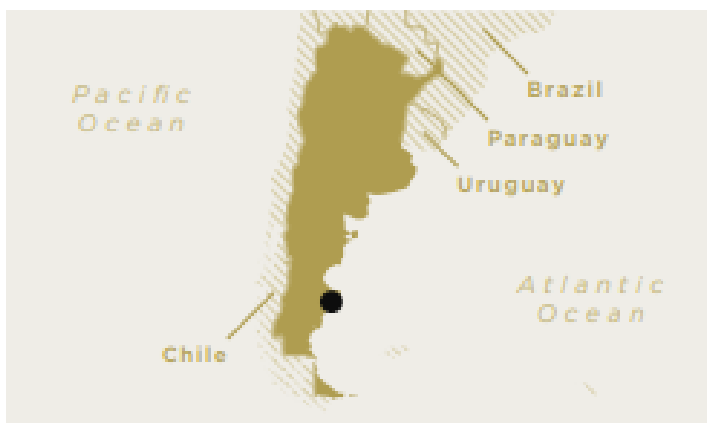
2.4.2 白银板块: 核心资产为位于阿根廷的 Cerro Moro

Cerro Moro 银矿是一座露天金银矿。位于阿根廷圣克鲁斯省沿海港口城市 Deseado 港西南约 70 公里处的 Deseado 地块内。**产量端**, Cerro Moro 拥有许多高品位的浅成低温热液型金银矿床, 其中一些将通过露天开采, 一些将通过地下开采方法开采。该工厂的处理能力为 1000 吨/天, 由破碎、研磨和浮选回路组成。截至 2023 年 6 月 30 日, 探明和可能储量估计为 120 万吨, 平均品位为 276 克/吨银 (1130 万盎司), 7.4 克/吨金 (301900 盎司)。以 1600 美元/盎司的黄金和 19.00 美元/盎司的白银计算, 储备的“噪音感应强度”临界值分别为 210.71 美元/吨 (地下) 和 124.72 美元/吨 (露天)。在 2023 年 3 月 31 日完成对 Yamana 的

收购后，今年剩余时间的产量为 3.55 万盎司白银和 84.6 万盎司黄金。**成本端**，Cerro Moro 矿的 AISC 从 2021 年的 15.62 美元/盎司上升至 2023 年的 18.17 美元/盎司，CAGR 为 7.85%。

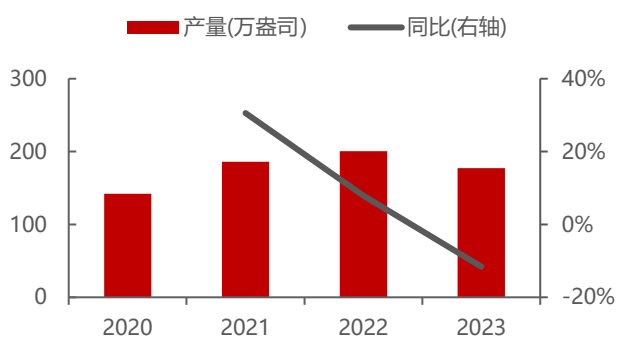
图22: Cerro Moro 银矿地理位置

● LOCATION Santa Cruz, Argentina



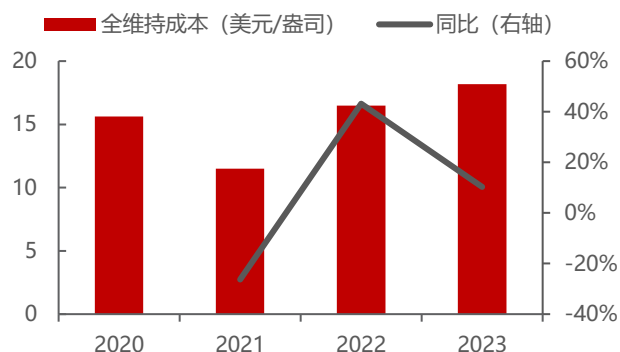
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: Cerro Moro 银矿 2020-2023 年白银权益产量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: Cerro Moro 银矿 2020-2023 年白银全维持成本



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.4.3 铜板块: 核心资产为位于智利的 Caserones

Caserones 铜矿是一座露天铜矿。由 Minera Lumina copper Chile 拥有和运营, Lundin mining Corporation (70%) 和 JX Nippon mining & Metals Corporation (30%) 间接拥有。Caserones 位于智利安第斯山脉的第三区, 位于 Maricunga 矿带的南端。**产量端**, 截至 2023 年 12 月 31 日, 已探明和可能的矿产储量 (100%基础) 估计为 8.864 亿吨, 品位为 0.31% Cu 和 0.01% Mo, 含

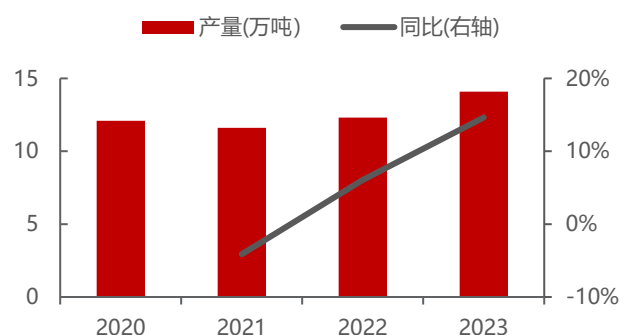
2,717 kt Cu 和 94 kt Mo (截止品位基于选矿厂处理的矿石的 NSR 值 11.70 美元/吨, 交付给 SX/EW 堆浸的矿石为 3.65 美元/吨)。测量和指示资源量 (100%基础) 为 1,501.9 Mt, 品位为 0.28% Cu 和 0.01% Mo, 含 4,279 kt Cu 和 154 kt Mo (露天矿品位 0.13% Cu)。报告的矿产资源包括矿产储量。Sandstorm 在 2022 年收购 Nomad royalty Company Ltd.时获得了 Caserones 的特许权。**成本端**, Chapada 矿 2022 年的 AISC 为 3.36 美元/磅, 同比上升 92%, 主要或由于通胀压力上行、能源价格上涨与矿端产量降低, 2023 年 AISC 与 2022 年基本持平。

图25: Caserones 铜矿地理位置



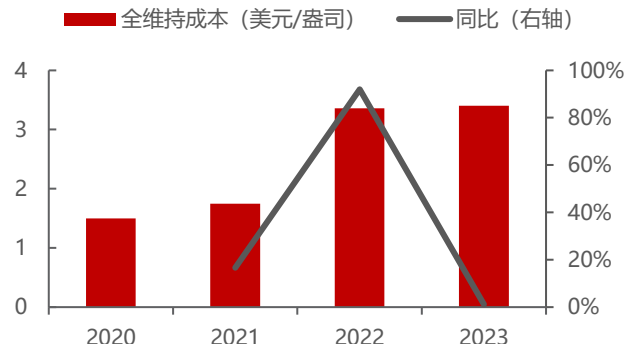
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: Caserones 铜矿 2020-2023 年铜权益产量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图27: Caserones 铜矿 2020-2023 年铜全维持成本



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 远期增量：全球化布局，资源优势潜力大

沙尘暴黄金未来的增量项目分别为黄金矿山 Grennstone，铜矿山 Mara、Antamina，铂金矿山 Platreef，以及铜金矿山 Hod Maden。

表11：沙尘暴增量信息汇总

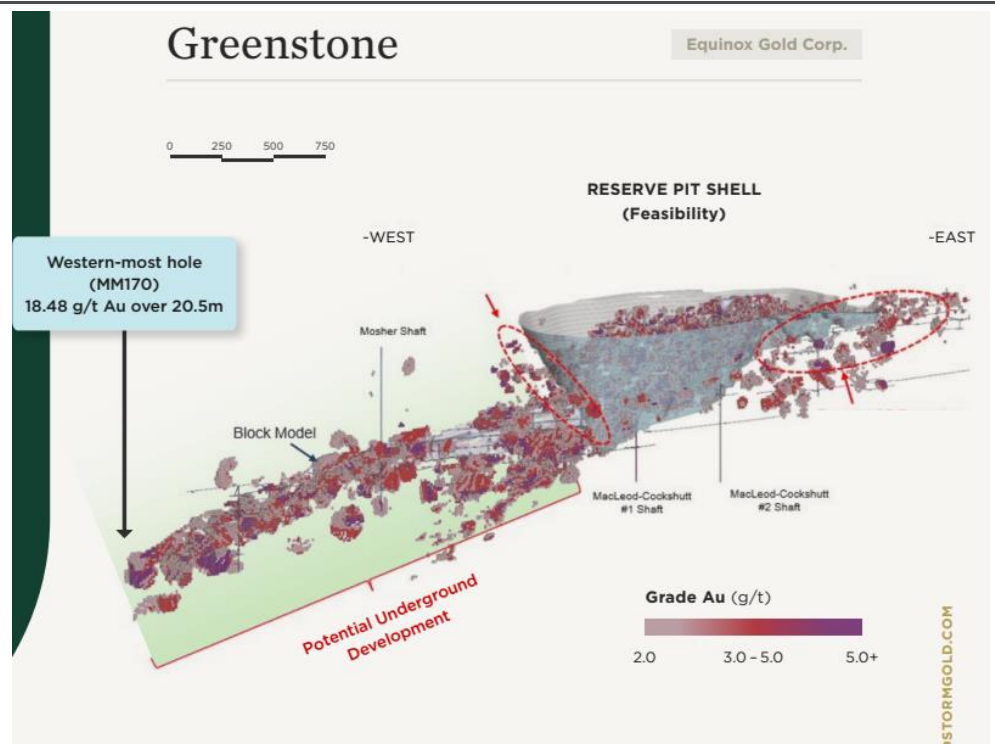
金属类型	项目	地点 (国家)	进度指引
金	Grennstone	加拿大安大略	2024 年 5 月实现首次金矿开采。有望于 2024 年投入商业生产。头五年每年 400 万盎司黄金
铜	Mara	阿根廷卡塔马卡	平均每年增加 2-3 万 GEO，平均每年现金流 3000 万至 5000 万美元。储量寿命为 28 年。
	Antamina	秘鲁安第斯	2024 年 2 月获得 MEIA 研究的批准。20 亿美元分 8 年投资于矿山优化和扩展，将矿山寿命延长至 2036 年。
铂金	Platreef	南非林波波	计划在 2024 年下半年进行最新的可行性研究，选矿厂将在 2025 年上半年提速，选矿厂增加到约 400 万吨/年。
铜金	Hod Maden	土耳其阿尔特温	2024 年上半年，预计 Hod Maden 的早期工程建设活动将继续，前期资本支出估计为 3.09 亿美元。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1 金板块：资源优质,增长潜力大

Greenstone 金矿是加拿大最大的露天金矿之一。位于安大略省桑德贝市东北约 275 公里处，杰拉尔顿镇以南 4 公里处。Greenstone 以历史悠久的硬石金矿为中心，将四个历史悠久的地下金矿合并为一个巨大的露天金矿开发项目。目前的露天矿总储量为 144.7Mt，按 1.23g/t 计算，含黄金 5.7 万盎司，边界品位 0.3g/t。首次黄金浇铸将于 2024 年实现，预计 2024 年实现商业化生产，前五年年产 40 万盎司黄金，潜在的处理能力扩展和地下矿山未包含在当前矿山经济效益中。2024 年 10 月，Greenstone 发布了一份更新的技术报告，概述了一个露天矿的设计，该露天矿在最初的 15 年寿命内产量超过 500 万盎司。硬岩主坑的开采将分五个主要阶段进行，在此之前将有一个启动坑。露天矿产生覆盖层和废石 788.6 Mt (包括历史尾矿和地下回填)，平均寿命条带比为 5.5:1。

图28: Greenstone 金矿项目建设计划



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表12: 沙尘暴金板块增量资源汇总

资源情况	地点 (国家)	品位 (g/t)	储量 (矿石量)	资源量 (矿石量)	金属量
Greenstone	Ontario, Canada	1.27	129.7Mt	15.8Mt	20.06Mt

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

根据公司预计, 沙尘暴黄金 2024 年实现可归属黄金当量产量 8.25 万盎司, 到 2028 年可实现可归属黄金当量产量 12.5 万盎司, 2024-2028 平均年增长率 10.94%, 对应 CAGR 为 5.75%。

表 10: 2024-2028 年沙尘暴可归属黄金当量产量预测

金产量 (万盎司)	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
合计	9.70	8.25	9.15	10.15	11.26	12.5
年增长率		-15%	10.94%	10.94%	10.94%	10.94%
权益量 CAGR			5.75%			

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2 铜板块：多国布局，未来可期

MARA 是一个斑岩型铜矿。位于阿根廷卡塔马卡省。Mara 项目最初是由 Yamana Gold、嘉能可和 Newmont 于 2020 年 12 月组建的合资企业，通过 Minera Alumbraera 工厂和采矿基础设施与 Agua Rica 项目的整合而形成的。该地产位于著名的 Farallón Negro 火山群以东，该火山群拥有生产 Alumbraera 矿。该项目已探明和可能的矿产储量为 11.8 亿桶铜和 7.4 万盎司金，其中铜和金的品位分别为 0.48% 和 0.2 克/吨（铜截止量为 0.2%）。

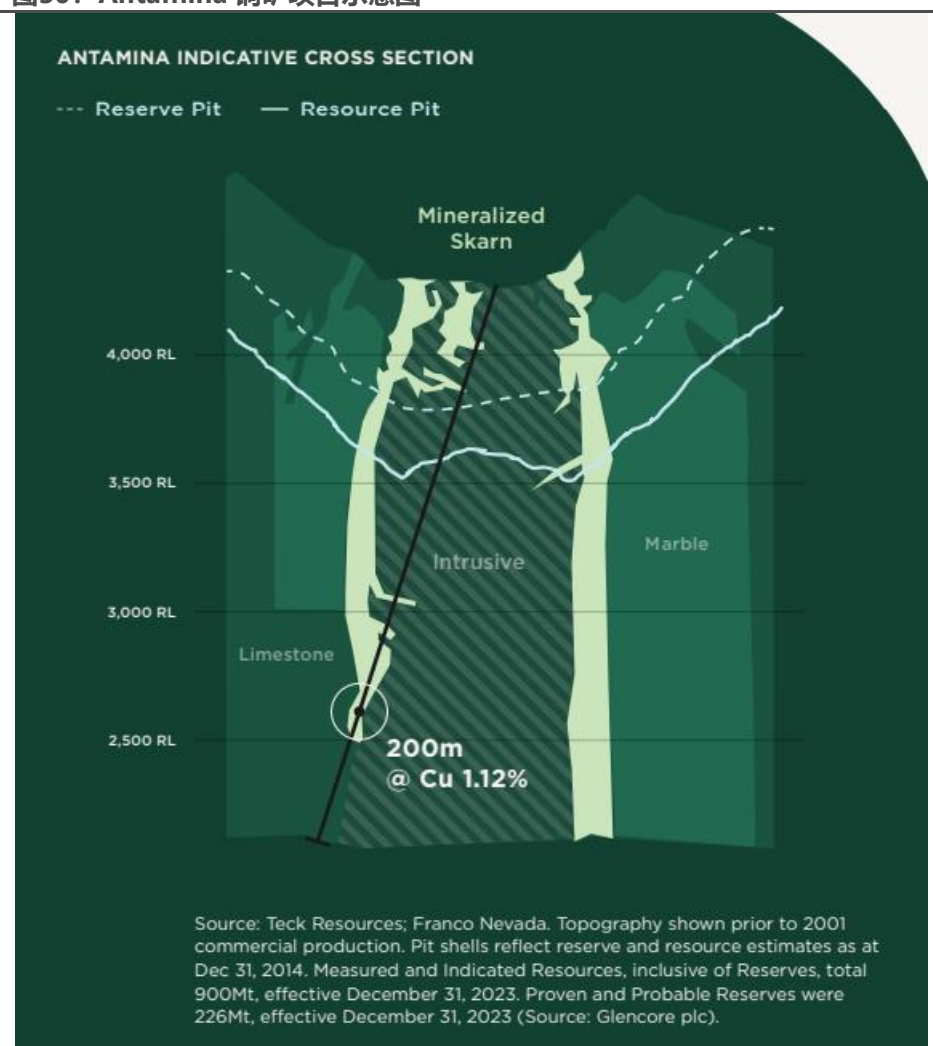
图29：Mara 铜矿示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

Antamina 是一个露天铜矿。位于秘鲁安第斯山脉，利马以北 270 公里处。根据 2022 年全球顶级铜矿的估计产量，以铜当量 (CuEq) 为基础，它是世界第三大铜矿，年产量约为 560,000 CuEq 吨。目前该矿的运营能力为每天 14.5 万吨。除了铜，Antamina 也是一个重要的锌和银生产商。主要股东包括嘉能可公司 (33.75%)、必和必拓公司 (33.75%)、泰克资源有限公司 (22.5%) 和三菱公司 (10%)。Antamina 蕴藏的资源可支持数十年的高品位铜矿开采寿命。截至 2023 年 12 月 31 日，矿产储量总计 2.26 亿吨，铜含量为 0.94%，锌含量为 0.56%，银含量为 10.7 克/吨，钼含量为 0.024%。测量和指示资源量总计为 6.73 亿吨，铜含量为 0.83%，锌含量为 0.51%，银含量为 11.4 g/t，钼含量为 0.016%。

图30: Antamina 铜矿项目示意图



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

表13: 沙尘暴铜板块增量资源汇总

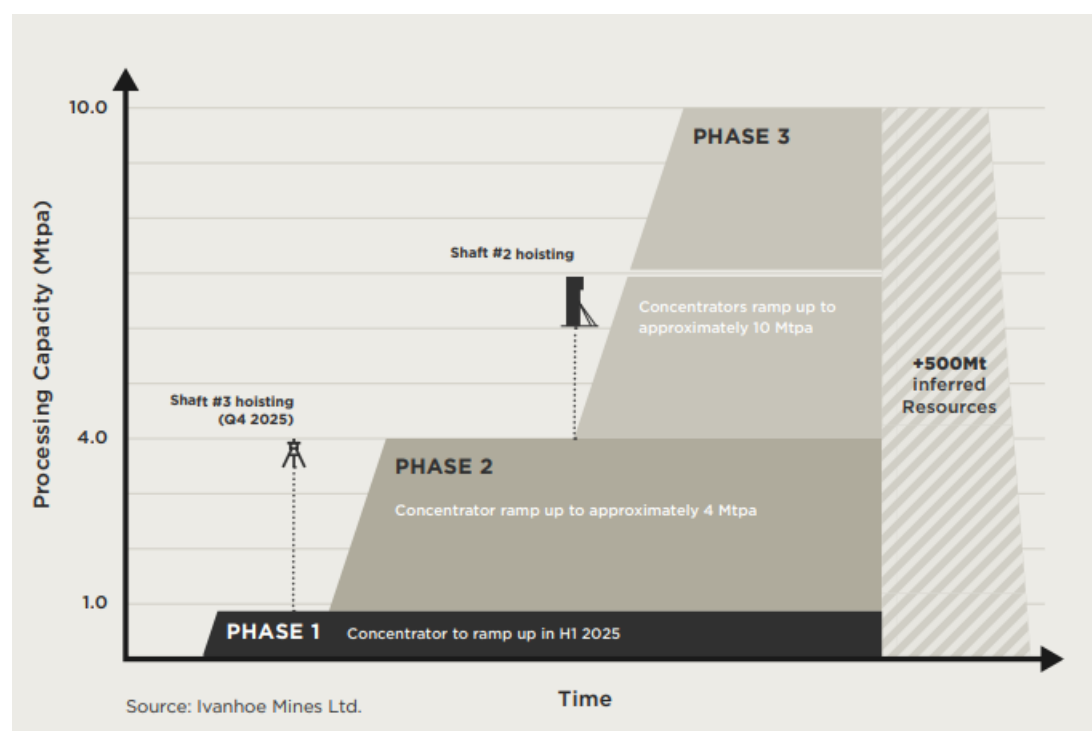
资源情况	地点 (国家)	品位	储量 (矿石量)	资源量 (矿石量)	金属量
Mara	Catamarca, Argentina	0.51%	-	1020Mt	5.2Mt
Antamina	Ancash, Peru	0.94%	226Mt	673Mt	6.33Mt

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

Platreef 是一个开发阶段的项目, 包含一个新的大型 PGM。位于南非东北部, 位于 Bushveld 火成岩复合体的北翼, 是世界上最大的铂族金属 (PGM) 来源。该项目由艾芬豪矿业 (64%)、伊藤 chu、JOGMEC 和日本天然气公司 (10%) 组成的日本财团以及通过“黑人经济赋权倡议”组织的当地团体 (26%) 拥有。该矿床目前是世界上正在开发的最大的贵金属矿床之一。Platreef 矿床目前的储量为 1.252 亿吨, 平均储量为 4.37 3PE+Au (Pt + Pd + Rh +Au), 铜含量为 0.16%,

镍含量为 0.34%。项目计划在 2024 年下半年进行最新的可行性研究，以优化第二阶段的开发计划，并在 2025 年初进行热调试和增产。

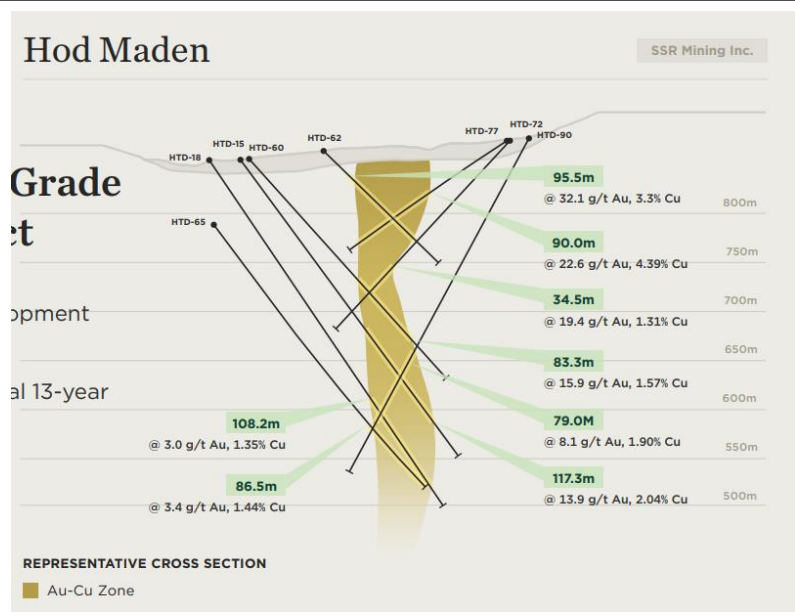
图31：Platreef 铂族金属矿山项目建设计划



资料来源：公司官网，民生证券研究院

Hod Maden 项目是一个铜金矿。位于东部 Pontides 成矿带 Türkiye 东北部。主带金铜矿化以半块状至块状硫化物和多相石英硫化物角砾岩为主。该项目已探明+可能矿产储量为 870 万吨，平均品位为 8.8 克/吨黄金和 1.5%铜，含 245 万盎司黄金和 2.87 亿磅铜，基于 82 美元/吨的收支平衡 NSR 临界值，采场的增量 NSR 临界值为 63 美元/吨，开发为 40 美元/吨 (2020 年 7 月)。预计黄金和铜的平均回收率分别为 85%和 93%。前期资本支出估计为 3.09 亿美元，一旦矿山启动并运行，全部维持成本估计为每盎司黄金副产品 334 美元，每盎司黄金副产品 595 美元。按 5%的贴现率计算，税前净现值为 13 亿美元，内部回报率为 41%。

图32: Hod Maden 铜金矿项目示意图



资料来源: 公司官网, 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) 项目投产不及预期的风险。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) 金属价格波动的风险。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: 沙尘暴黄金发展历史	4
图 2: 沙尘暴黄金资产布局	5
图 3: 公司营收情况	6
图 4: 公司归母净利润情况	6
图 5: 公司营收结构 (万美元)	7
图 6: 公司毛利率净利率情况	7
图 7: 公司三费情况	7
图 8: 公司资本开支情况	8
图 9: 公司资产负债率	8
图 10: 公司折旧与摊销情况	8
图 11: 公司权益资源中矿种分布 (2023 年)	10
图 12: 公司权益资源分布 (分矿山状态)	10
图 13: 公司黄金权益销量	12
图 14: 2020 年以来主要金矿山成本 (\$/oz)	14
图 15: 2021 年以来主要银矿山白银成本 (\$/oz)	14
图 16: Aurizona 金矿地理位置	15
图 17: Aurizona 金矿 2020-2023 年黄金权益产量	15
图 18: Aurizona 金矿 2020-2023 年黄金全维持成本	15
图 19: Mercedes 金矿地理位置	16
图 20: Mercedes 金矿 2020-2023 年黄金权益产量	16
图 21: Mercedes 金矿 2020-2023 年黄金全维持成本	16
图 22: Cerro Moro 银矿地理位置	17
图 23: Cerro Moro 银矿 2020-2023 年白银权益产量	17
图 24: Cerro Moro 银矿 2020-2023 年白银全维持成本	17
图 25: Caserones 铜矿地理位置	18
图 26: Caserones 铜矿 2020-2023 年铜权益产量	18
图 27: Caserones 铜矿 2020-2023 年铜全维持成本	18
图 28: Greenstone 金矿项目建设计划	20
图 29: Mara 铜矿示意图	21
图 30: Antamina 铜矿项目示意图	22
图 31: Platreef 铂族金属矿山项目建设计划	23
图 32: Hod Maden 铜金矿项目示意图	24

表格目录

表 1: 沙尘暴黄金的主要矿产	5
表 2: 截至 2024 年 8 月, 公司关键的 22 座矿山储量和资源量情况	9
表 3: 截至 2023 年, 公司金矿权益储量、资源量情况	9
表 4: 截至 2023 年, 公司铜矿权益储量、资源量情况	10
表 5: 公司主要矿山的黄金储量、资源量和品位	11
表 6: 公司主要矿山的白银储量、资源量和品位	11
表 7: 公司主要矿山的铜储量、资源量和品位	11
表 8: 2020-2023 年公司主要矿山黄金产量	12
表 9: 2020-2023 年公司主要矿山白银产量	13
表 10: 2020-2023 年公司主要矿山铜产量	13
表 11: 沙尘暴增量信息汇总	19
表 12: 沙尘暴金板块增量资源汇总	20
表 13: 沙尘暴铜板块增量资源汇总	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