



Metals Focus

Precious Metals Weekly

第 361 期
2020/07/02

黄金

因新冠肺炎确诊病例数再度飙升提振避险需求，金价持稳于近八年来高点。

白银

5月份日本银粉出口量较上月下降逾20%，创四个月来新低。本年迄今总出口总量下滑13%。

铂金

加利福尼亚州出台新法规，要求自2024年起卡车制造商必须在本州销售一定比例的零排放卡车。

钯金

6月份前三周期间，中国乘用车销量同比下滑13%，较上月同期相比则下降2%。

黄金矿企股票基本面未来预计表现强劲

新冠肺炎疫情及其引发的金融动荡已提振黄金避险需求，黄金ETP持仓量升至历史高位，纽约商品交易所黄金期货净多头仓位不断增长，都印证了这一点。此外，因金价上涨推动黄金生产企业的利润率上升，黄金矿企股票的基本面也有所改善。不过也应看到，自2011年上一轮黄金牛市见顶以来，黄金矿企的股价表现在大部分时间内都跑输金价表现，其原因包括矿企的利润率低，债务水平又高，而且随金价下跌还被迫定期减记资产价值。因此，很多主流投资者对黄金矿企的股票深感失望，转而投资其他行业。因此目前更关键的问题是，市场情况是否有所改变。

过去18个月期间，黄金矿业内已发生多宗并购交易，利好于行业发展。股东回报率已开始提高，分红派息也再次上升。以下内容摘自我们的2020年一季度“黄金矿企同业分析”报告，说明了主要黄金矿企的情况。该报告按季度发布，对比和分析全球12家最大黄金矿企的各项生产经营指标。

生产

在新冠肺炎疫情爆发之前，纳入同业分析的这些大型黄金矿企产量就以每年下降约4%的速率逐年走低。近年来这些企业纷纷剥离小规模和/或高成本的非核心矿业资产，产量随之下降。之所以要剥离非核心资产，是为了使现金流量和股东回报率实现最大化，而非使产量实现最大化。疫情爆发后很多国家实施封锁措施，导致矿山遭临时关闭，可能对一些矿企产生冲击，不过对产量的影响将主要体现在二季度。



Discover Valcambi.
Naturally inspired.
Perfectly presented.

valcambi
suisse

Metals Focus 感谢其合作单位——中国黄金协会
对《贵金属周报》中文版的支持



Metals Focus感谢下列机构对《贵金属周报》中文版的支持

valcambi
suisse

www.valcambi.com



A PALLION COMPANY
www.ABCbullion.com



www.marsh.com



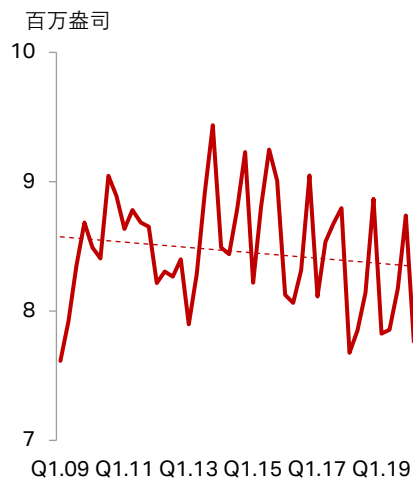
RAND REFINERY

www.randrefinery.com



www.aurus.com

同业企业等量黄金产量

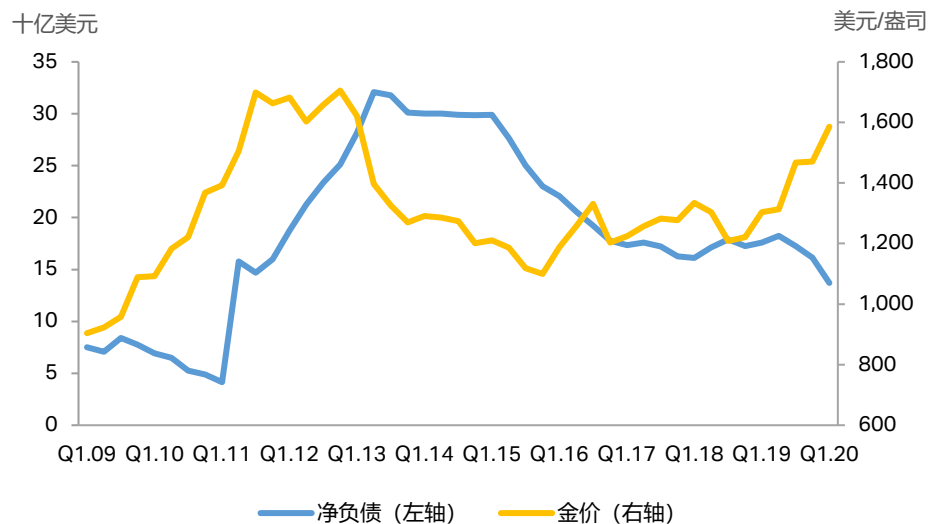


数据来源: Metals Focus Gold Peer Group Analysis(MF黄金矿企同业分析报告)

成本

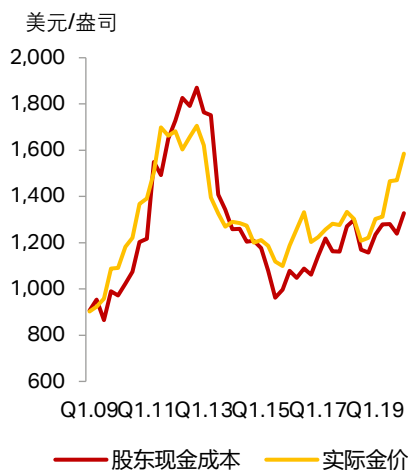
总维持成本 (AISC) 是黄金矿业内使用最广泛的成本衡量指标。然而, 要正确评估一家企业的整体盈利能力, 还必须考虑未包括在总维持成本中的其他成本。为此, 我们将项目资本支出、现金缴纳的税款、利息等项目也纳入我们所称的“股东现金成本”之中。数据显示, 自2015年三季度降至低点以后, 大型黄金矿企的绝对成本一直逐步上升。在此期间, 虽然金价也呈现类似走势, 但依然压制利润率上行。不过2019年下半年金价涨幅远高于成本升幅, 推动这些企业的利润率上升。新冠肺炎疫情爆发之后, 金价不断攀升逼近历史高点。与此同时, 汇率变化和低油价又有助于矿企降低成本。在这些因素的共同作用下, 2020年大型黄金矿企的利润率将进一步走高。尽管部分国家实施的防疫封锁措施导致矿山遭临时关闭, 对其中部分企业产生了一些不利影响。

同业企业净负债



数据来源: Metals Focus Gold Peer Group Analysis(MF黄金矿企同业分析报告)

股东现金成本*与金价



数据来源: Metals Focus Gold Peer Group Analysis(MF黄金矿企同业分析报告)

*金价扣除资本支出的现金流

债务

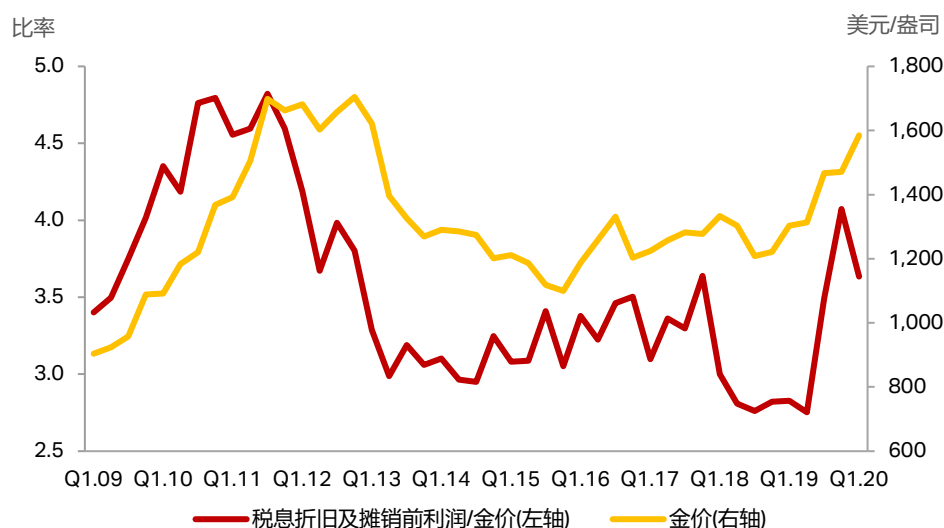
2013年时, 因很多大型黄金矿企为新项目融资而不断提高债务水平, 其净债务在当时升至峰值。增加举债规模是这些企业为实现产量最大化的发展战略的一个组成部分。然而随着金价下跌, 其发展战略随之发生变化, 削减成本以维持利润率并使现金流量最大化, 成为优先目标。降低债务水平是其中一项重要举措。因此, 目前这些矿企的债务水平已较历史峰值下降57%。随着债务水平下降, 利润率又不断提高, 纳入我们同业分析的很多矿企已有能力提高分红派息, 同时还继续降低负债率。

杠杆

如果金价上涨10%而生产成本保持不变, 则黄金矿企的盈利将上升20% (假定其毛利率为50%)。这是买入黄金股票并承担额外风险的

主要理由，即所谓杠杆效应。若该杠杆率很小或甚至为负值，之后EBITDA（扣除利息、税项、折旧及摊销前盈利）对金价的比率会再度上升，杠杆将随之恢复。

税前利润与金价



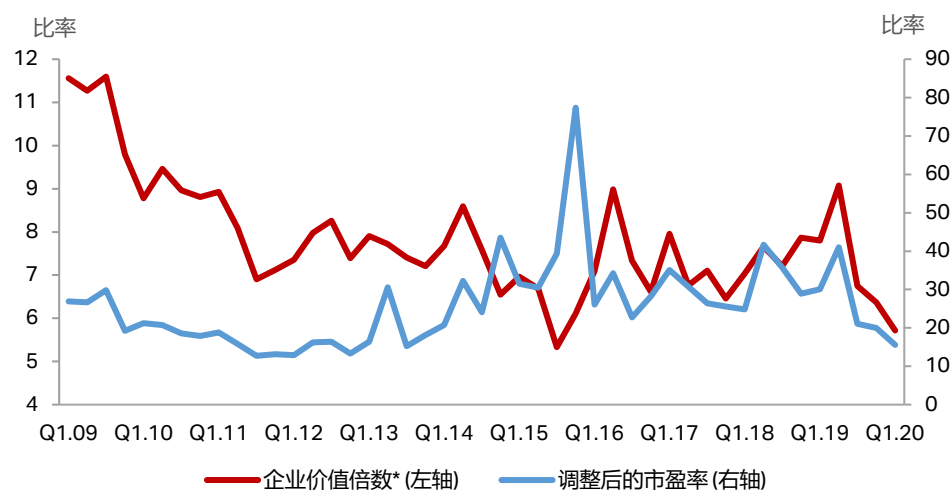
数据来源: Metals Focus Gold Peer Group Analysis(MF黄金矿企同业分析报告)

估值

在对黄金股票进行估值时，有多个不同的指标可用。我们选择的是EV（企业价值）对EBITDA的比率。尽管基本面有所改善，3月底大型黄金矿企的EV/EBITDA比率仍处于接近十年来低位的水平，显示这些企业的股票被普遍低估。

尽管价格基本面强劲，大型黄金矿企的股票仍可能遭受全球股市大幅下行带来的负面冲击。不过综合考虑上述因素，加之我们预期年底前金价将涨破1,900美元/盎司关口，总体上看黄金矿业领域的前景较为光明。

企业价值倍数*与市盈率



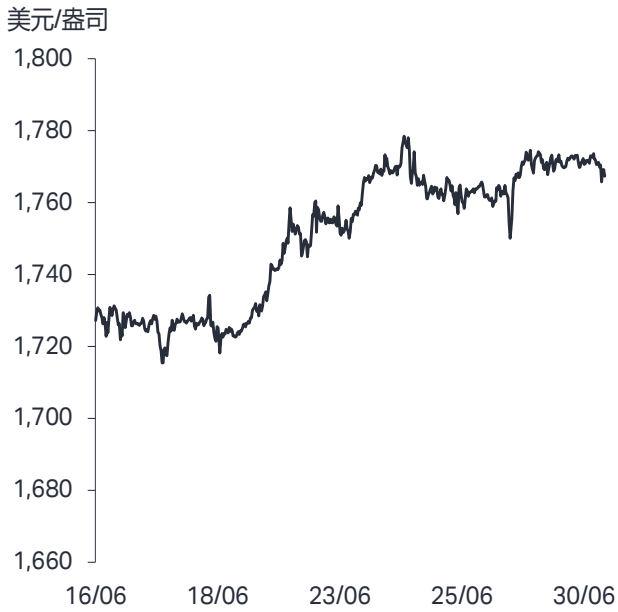
数据来源: Metals Focus Gold Peer Group Analysis(MF黄金矿企同业分析报告)

*企业价值倍数=企业价值(EV)/税息折旧及摊销前利润(EBITDA)



图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



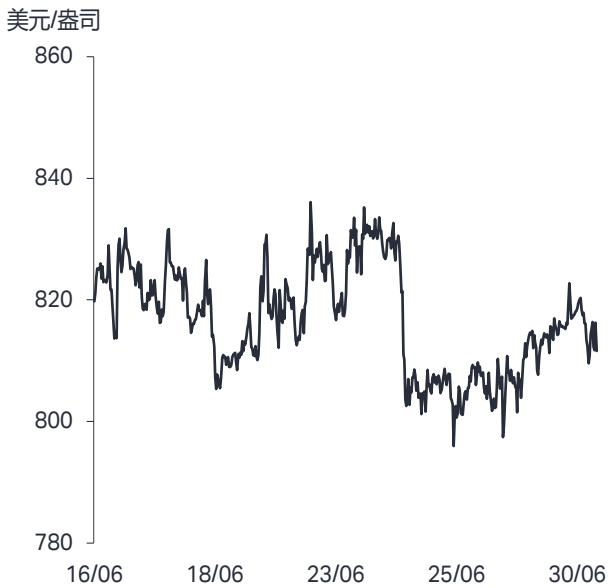
来源: Bloomberg

白银



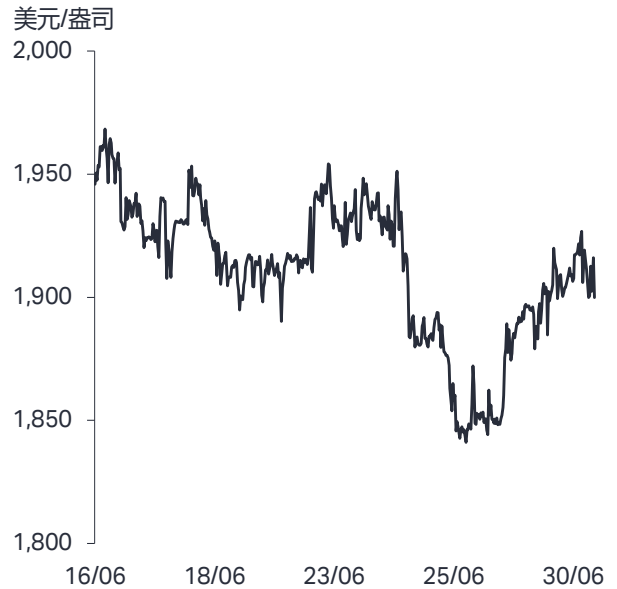
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

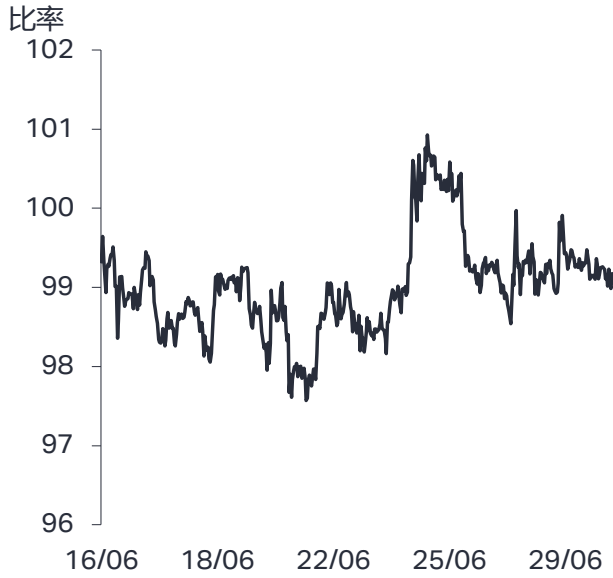


来源: Bloomberg



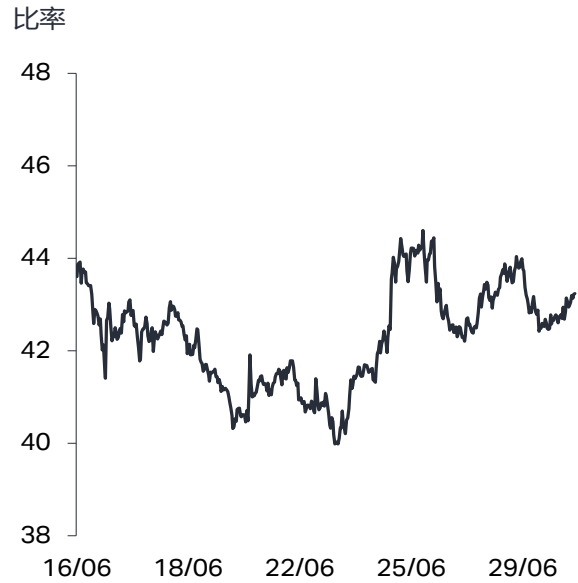
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



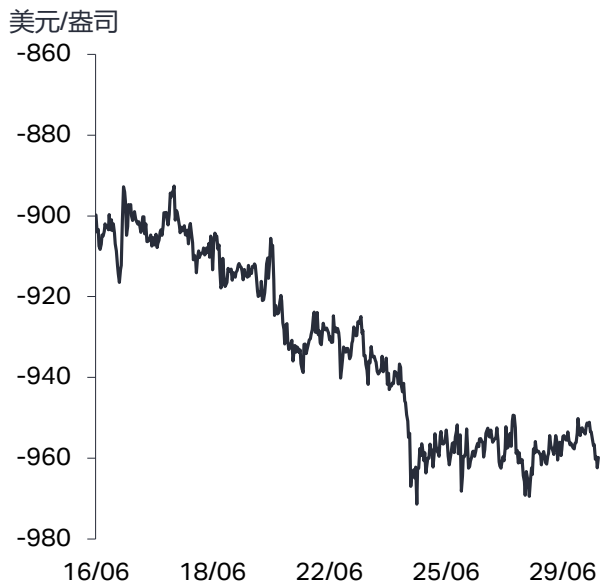
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



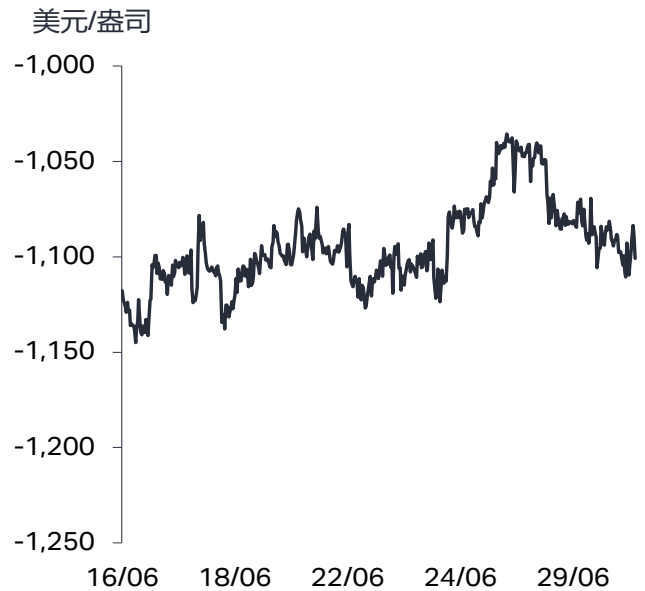
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

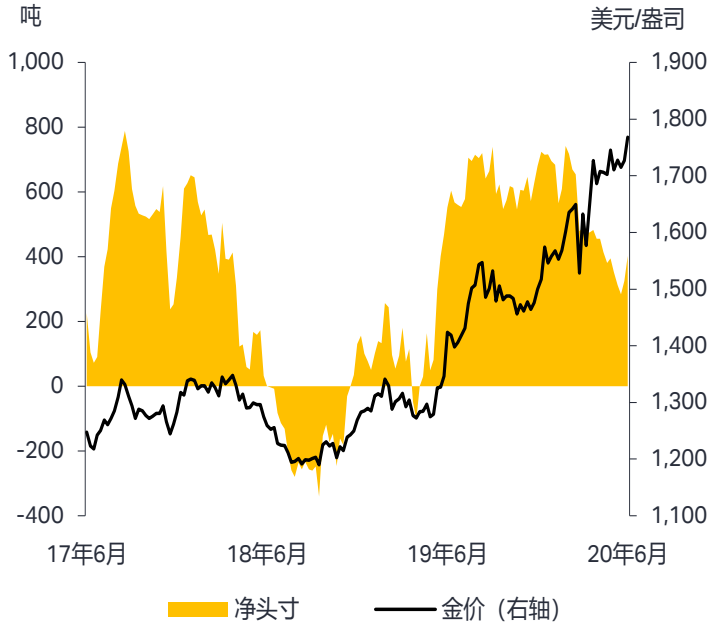


来源: Bloomberg



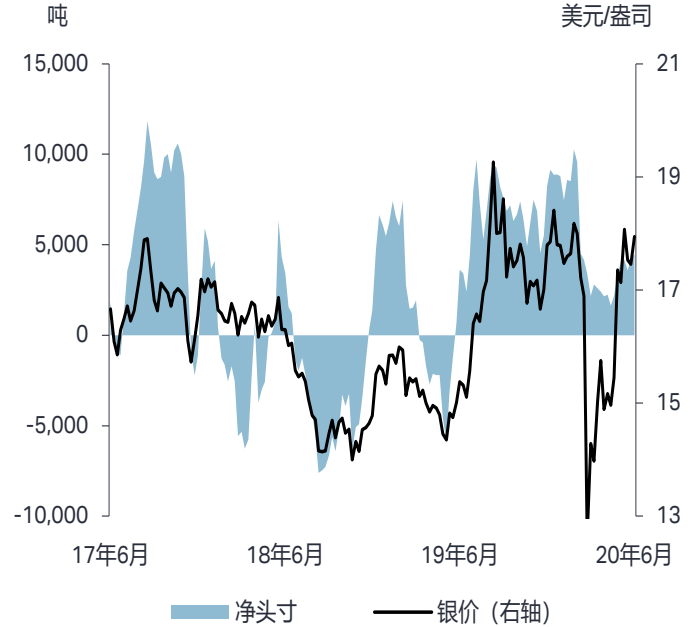
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



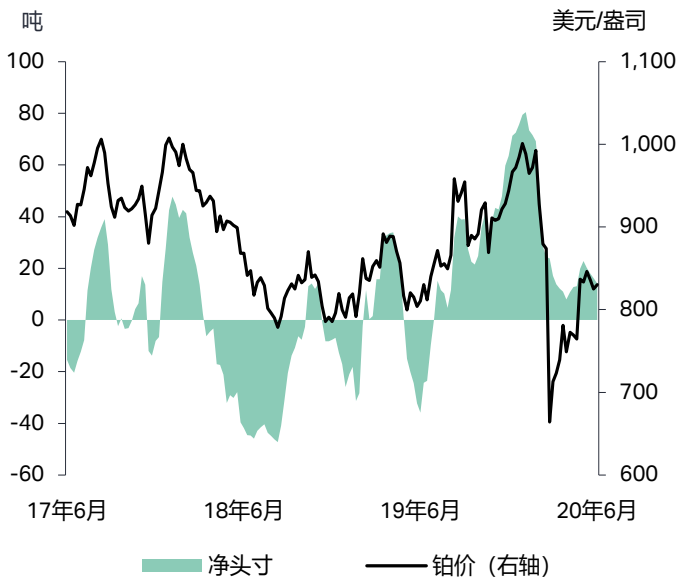
*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

白银



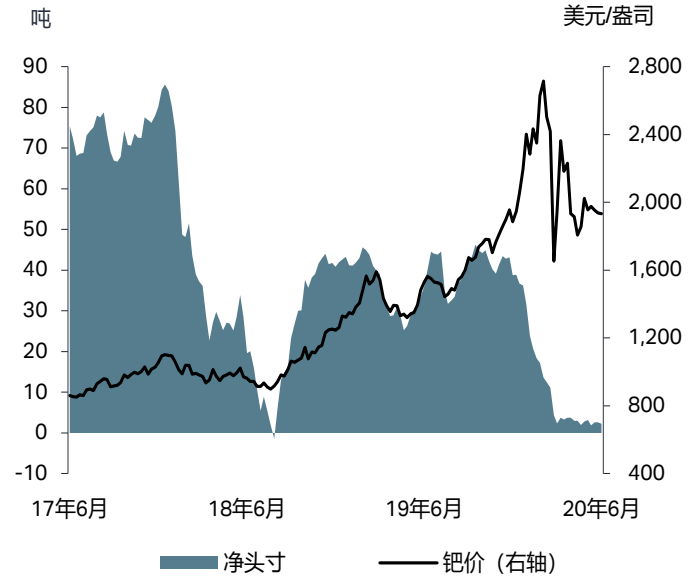
*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

铂金



*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

钯金



*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg



图表 - ETP 持仓

黄金



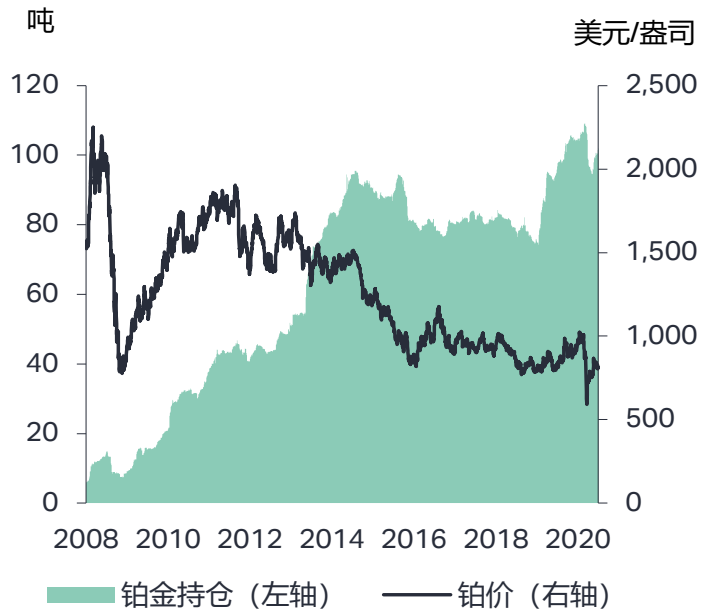
来源: Bloomberg

白银



来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金



来源: Bloomberg



Metals Focus - 金属聚焦团队

Philip Newman, 董事

Charles de Meester, 董事

[Neil Meader](#), 调研及顾问经理

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 高级顾问 - 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问 - 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Sanjay Saraf, 区域销售总监

[Neelan Patel](#), 区域销售总监

Mansi Belge, 研究助理 - 孟买

Adarsh Diwe, 研究助理 - 孟买

[Mirian Moreno](#), 业务经理

Nikos Kavalis, 董事 - 新加坡

Adam Webb, 矿业组主管

Wilma Swarts, 铂组金属主管

[Philip Klapwijk](#), 首席顾问

Chirag Sheth, 南亚地区顾问 - 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员 - 上海

Çagdas D. Küçükemiroglu, 顾问 - 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 顾问 - 孟买

Francesca Rey, 顾问 - 马尼拉

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员 - 上海

Sarah Tomlinson, 研究员

Sonya Boromand, 办公室经理

Metals Focus - 联系方式

地址

Unit T, Reliance Wharf

2-10 Hertford Road

London N1 5ET

U.K.

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

www.metalsfocus.com



MetalsFocus金属聚焦

微信扫描二维码, 关注我的公众号

免责声明与版权声明

除非另有说明, 本报告中所有知识产权的拥有或持牌人均均为Metals Focus Ltd。本报告(包括任何附件和附件)是为收信人独家使用而编写的。本报告中任何内容均不构成购买或出售贵金属或相关证券或投资的要约, 也不构成关于购买或出售贵金属或相关证券或投资的建议。在根据本报告的内容采取(或不采取)任何行动之前, 您必须获得专业或专家的建议。虽然我们已尽一切努力提供在本报告中公布的信息, 但Metals Focus Ltd并不保证其内容的准确性或通用性。本公司对任何错误或遗漏概不负责, 亦不对任何损失或损害承担任何责任, 亦不对任何第三方承担任何责任。

本报告(包含本报告的任何部分)不得在未经Metals Focus明确书面同意的情况下复制、分发、传输或传达给任何第三方。本报告以电子方式提供, 只有已获发个人用户牌照的获授权用户, 才可下载本报告的副本。如有需要, 可向Metals Focus Ltd购买额外的用户许可证。任何未经授权的工作行为可能导致民事或刑事诉讼。

Copyright © Metals Focus Ltd, 2020