



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 382 期

2020/11/27

### 黄金

市场预期新冠疫苗即将面世，拜登有望顺利完成权力交接，提振了市场风险偏好情绪，金价跌至四个月来的低点。

### 白银

金/银价格比率继续在76:1至78:1区间内窄幅波动。

### 铂金

10月份欧盟国家新商用车销量下滑1.2%，本年迄今的总销量下降22%。

### 钯金

根据政府最新发布的绿色发展计划，英国将从2030年起禁止销售新汽油车和柴油车。

### 黄金矿企的利润飙升，但其股票似乎遭低估

Metals Focus编制的“黄金矿企同业分析报告”按季度发布，对比分析全球领先黄金矿企的生产经营情况，点击此处了解订阅信息。该报告内容涵盖多种指标和比率数据，有助于深入了解这些矿企的业绩。最新一期同业分析报告显示，今年三季度纳入同业分析矿企的利润已升至创纪录水平，扣除总资本支出后的现金流量达到48亿美元，亦创出新高。三季度的现金流量较二季度大幅增加27亿美元，与去年同期相比更增加33亿美元。

### 金价走高与成本控制促使利润上升

今年三季度全行业的盈利能力环比和同比均上升，其主要驱动因素是金价持续上涨，矿企又严格控制成本。该季度纳入同业分析矿企的加权平均黄金价格为1,892美元/盎司，环比和同比涨幅分别达11%和29%。

同时，成本得到有效控制，同业矿企均继续将严格控制运营成本和资本支出作为重点，以使其旗下矿山创造的价值最大化。二季度，一些矿山因新冠肺炎疫情而被迫暂停运营，其他很多矿山也不得不实施额外的抗疫措施，面临成本上升。而三季度大部分矿山都已恢复满负荷生产，成本上行压力得到一定程度缓解。此外，低油价、本币对美元走弱等其他因素亦有助于矿企降低成本。因此，三季度同业矿企的现金成本基本与上个季度持平。

四季度迄今现货黄金均价为1,891美元/盎司，同时预计矿企的成本不会大幅上升，纳入同业矿企的利润率有望保持在与三季度差不多的较高水平。



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



[www.valcambi.com](http://www.valcambi.com)



A PALLION COMPANY  
[www.ABCbullion.com](http://www.ABCbullion.com)



[www.marsh.com](http://www.marsh.com)

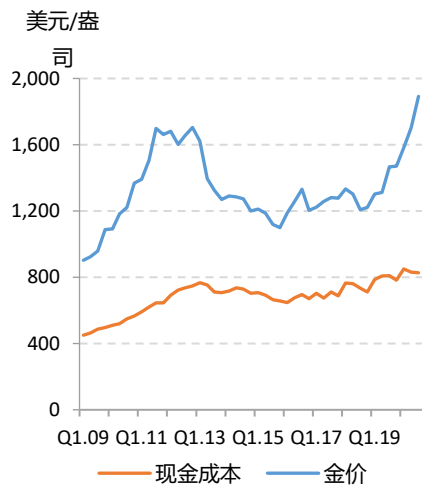


[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)



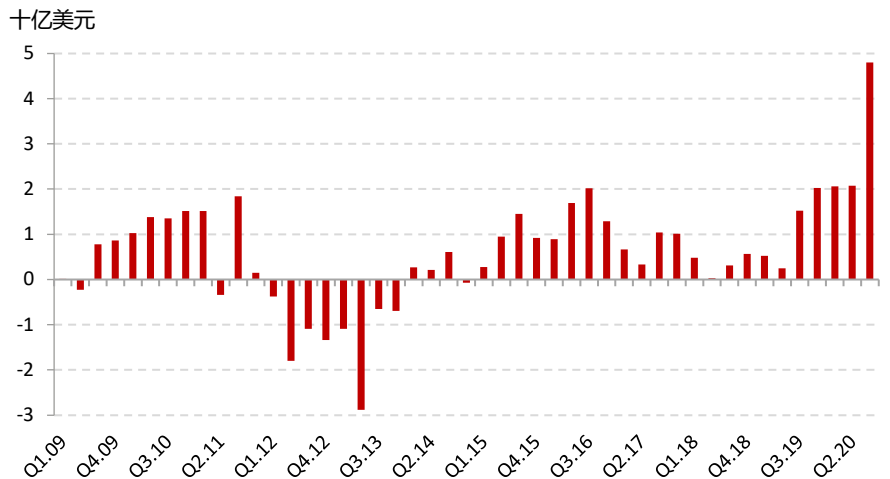
[www.aurus.com](http://www.aurus.com)

总现金成本与金价



数据来源: Metals Focus同业企业分析报告

剔除资本支出后现金流处于历史新高



数据来源: Metals Focus同业企业分析报告

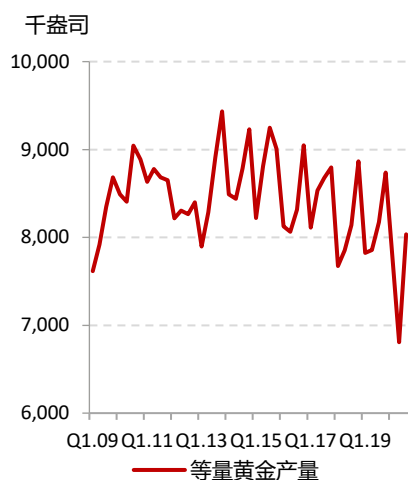
产量增加,但资本支出仍受抑制

今年二季度,多家同业公司因多国政府实施防疫封锁措施,而被迫暂停旗下矿山运营,不过在该季度结束前多数防疫限制措施就已解除,三季度这些矿山都已恢复正常产能,使其黄金产量强劲回升,现金流量亦较二季度增加。

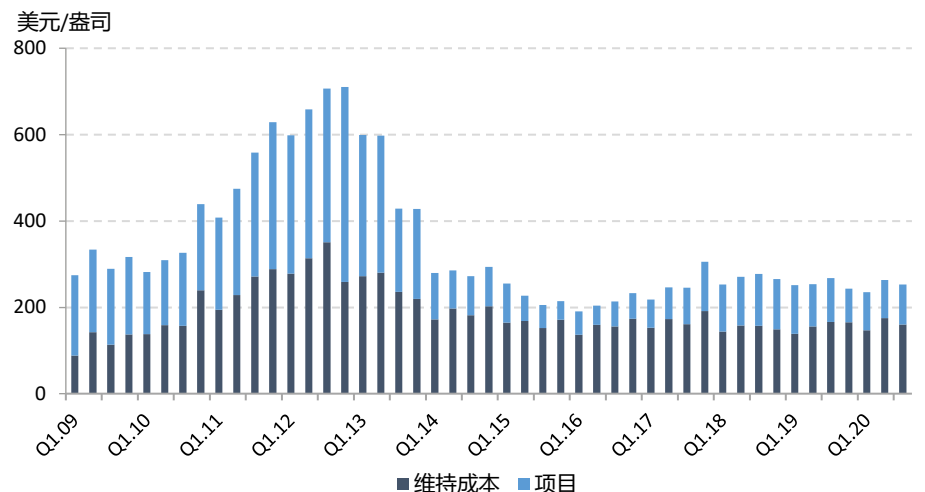
由于目前矿企更着重于产生现金流量并削减债务,而非为提高未来产能而进行投资,很长一段时间以来,其资本支出都保持在较低水平,增长乏力。我们认为这些矿企的资本支出水平过低了,不足以维持中期至长期内的产量。目前这些矿企的折旧费用高于其维持资本支出,就已显示出这一点。鉴于目前资本支出不足,而企业的现金流增加,未来其资本支出水平可能会继续上升。

资本支出仍然承压

同业企业黄金产量



数据来源: Metals Focus同业企业分析报告



数据来源: Metals Focus同业企业分析报告



分红收益



数据来源: Metals Focus同业企业分析报告

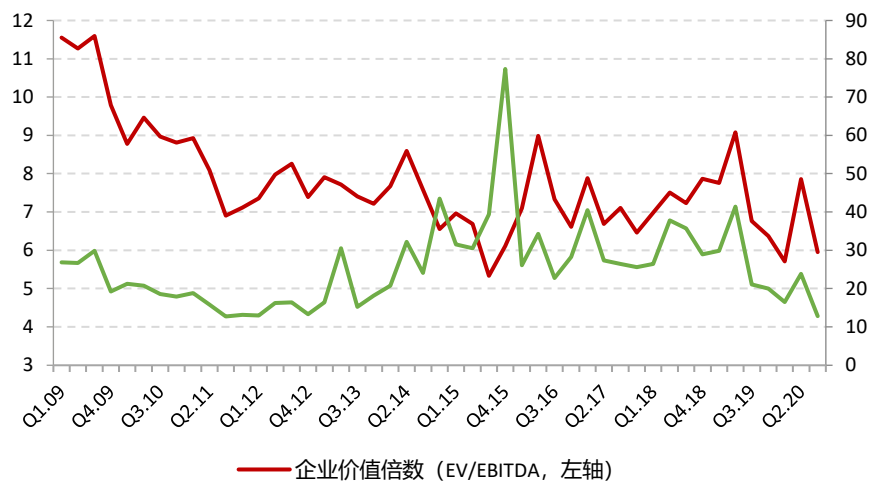
## 股息虽仍较低,但股票似乎遭低估

自2015年以来,得益于金价不断上涨和更为有效的成本控制,纳入同业分析矿企所产生的现金流量持续增长,而这些现金大部分又被用于降低近十年来前五年期间不断膨胀的净债务。目前提高股息已获得一定程度的重视,但从全行业来看,所支付的股息水平仍较低。考虑到新冠肺炎疫情导致的生产中断已大为缓解,现金流量又保持在高位,我们预期这些矿企的股息将进一步提高。

对投资者来说,现在最大的问题是:这些利好消息多大程度上在这些矿企的股价中得到了体现?自三季度结束以来,纽约证券交易所的黄金股票指数(“金甲虫”指数,简称HUI)已下跌逾10%。我们使用以下图表显示可能是最为广泛使用的股票估值指标,即EV(企业价值)对EBITDA(扣除利息/税项/折旧及摊销前盈利)的比率。第三季度的EV/EBITDA比率数据显示,上市黄金矿企股票遭低估,自2009年以来该比率连续两个季度下降,尚属首次。

投资者在使用现金流折现法评估黄金矿企的当前股价时,可能预期未来金价将走低和/或成本将走高,因此判定目前实现的现金流是不可持续的。但不论事实证明这种论断正确与否,黄金矿企所采取的行动都可能激励投资者对黄金股进行重新估值。例如,在巴里克黄金与兰德黄金公司合并,纽蒙特公司和加拿大黄金公司合并后,盈利能力都已跃升至新水平。同业矿企目前产生的现金流增加,而其股票估值又明显偏低,或将促使其增加并购活动,以使其盈利能力达到与上述两家公司类似的水平。

## 企业价值倍数 (EV/EBITDA)比率显示股票被低估



数据来源: Metals Focus同业企业分析报告



# 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



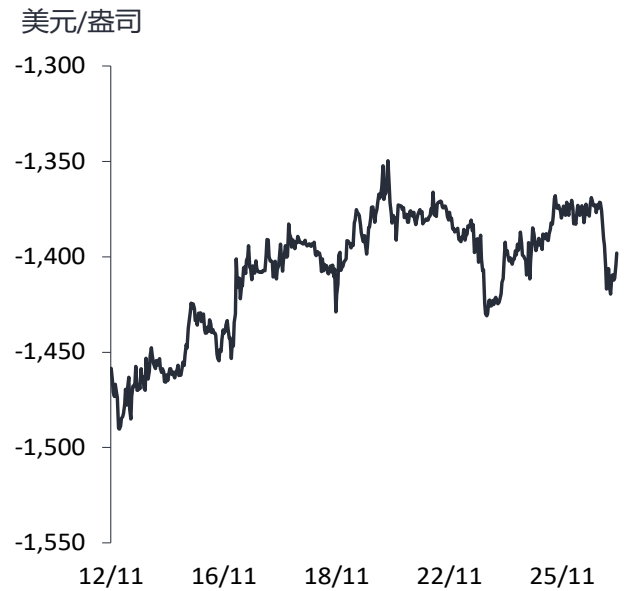
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

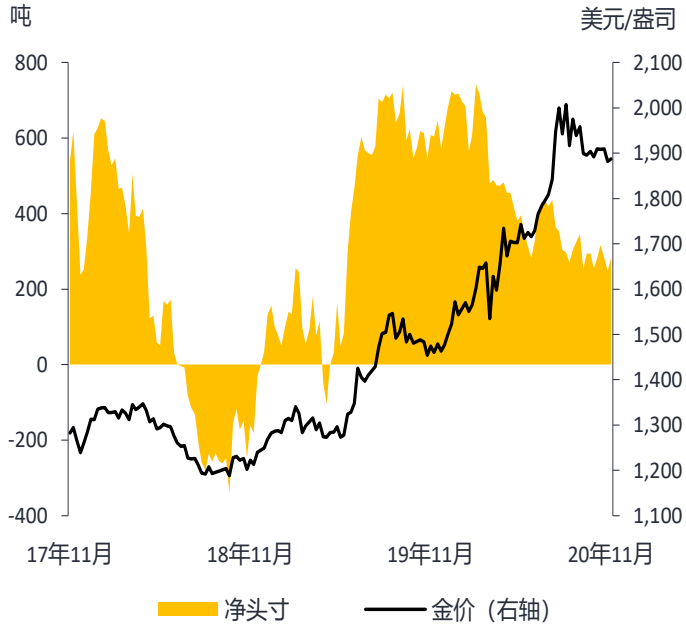


来源: Bloomberg



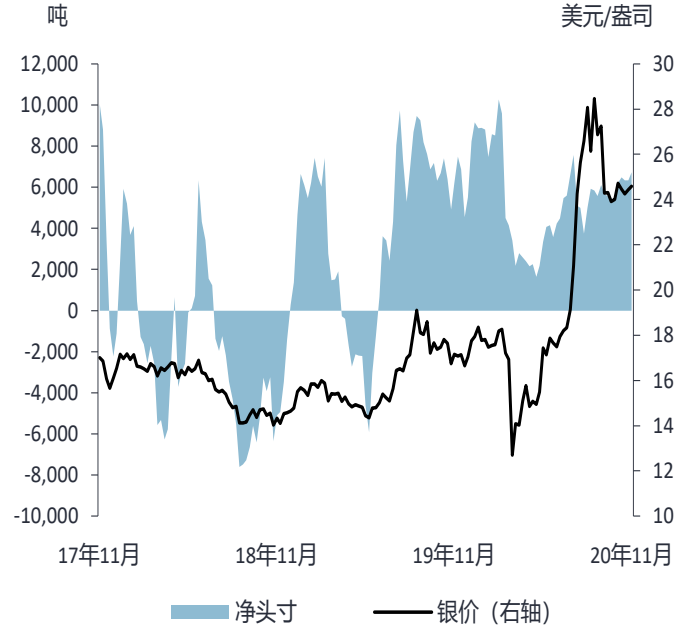
# 图表- CME 期货净头寸\*

## 黄金



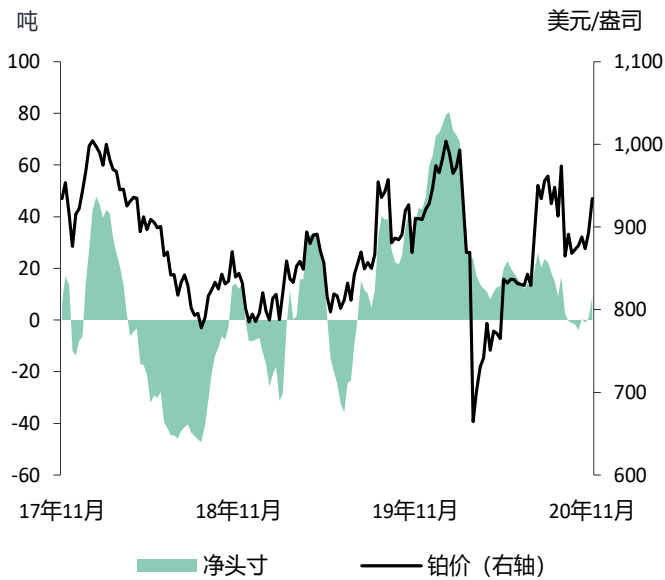
\*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

## 白银



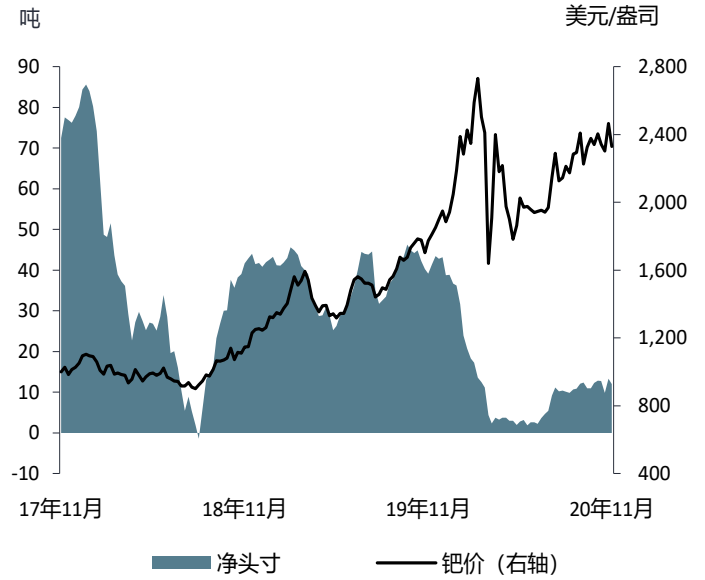
\*管理基金头寸 (Managed money) ; Source: Bloomberg

## 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



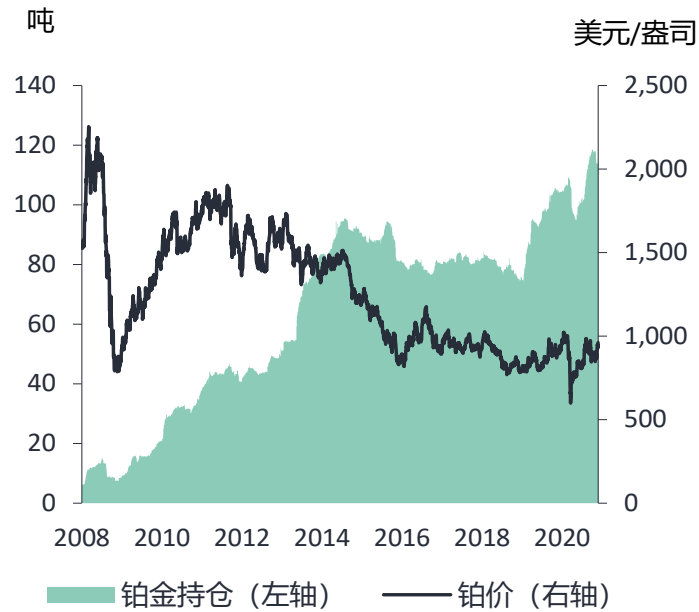
来源: Bloomberg

## 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, 常务董事  
Charles de Meester, 常务董事  
Neil Meader, 金银业务主管  
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, 常务董事 - 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  
Gloria Titilayo, 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  
微信扫描二維碼，关注我们公众号

## 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。