



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 423 期  
2020/09/23

### 黄金

本周二，中国恒大集团债务危机加剧后，金价自一个月来的低点回升，但因FOMC（联邦公开市场委员会）政策会议即将举行，回升幅度受限。

### 白银

金/银价格比率触及79:1，创十个月来新高。

### 铂金

8月份欧洲新乘用车上牌数量同比下降19%，至62.3万辆。

### 钯金

上周管理基金持有的NYMEX钯金期货净空头仓数触及6.3万盎司，创出历史新高。

### 虽然基本面强劲，主要黄金矿企的估值仍然较低

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。该报告列报多种指标和比率数据，有助于深入了解这些矿企的业绩表现。上周发布的最新一期同业分析报告显示，虽然债务水平不断下降，派发的股息持续上升，但主要黄金矿企的估值仍然较低。

在结束于2012年的上一轮黄金牛市期间，为提高产量，黄金矿企越来越多地采用举债方式为项目开发筹资。但随着牛市结束后金价开始持续下跌，企业利润率不断收窄，情况发生了变化，这些矿企重新调整了削减成本和资本支出优先顺序，以实现现金流最大化并降低债务水平。总体来看，该策略基本上是成功的——纳入同业分析的矿企净债务已从2013年的峰值320亿美元降至目前的60亿美元。得益于金价不断上涨，矿企利润率提高，使其能增加派发的股息，而且一些公司还开始实施股票回购计划。尽管同业矿企的加权平均股息收益率仍为3.1%，但创出了2009年我们开始汇编相关数据以来的新高。

不过虽然上述财务指标持续改善，黄金矿业的股票评级却较为滞后。今年二季度，黄金矿企EV（企业价值）/EBITDA（未计利息、税项、折旧及摊销前盈利）比率的加权平均值和调整后的市盈率均接近2009年以来的最低值。

这显示尽管基本面强劲，但这些矿企相对于历史估值水平被低估。造成其估值较低的有多个因素，包括产量下降、成本上升、环保问题等。

Multi-functional solutions.



Armillary Coins

Very Swiss.

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



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

MARSH

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

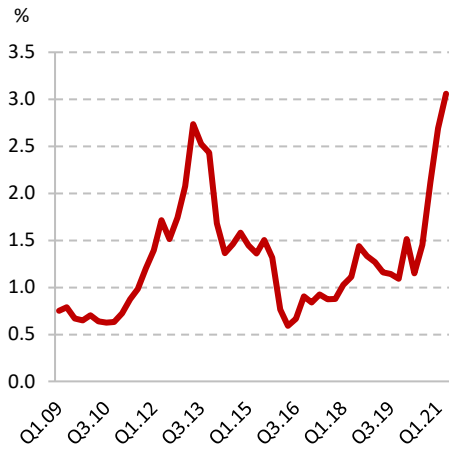


[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)



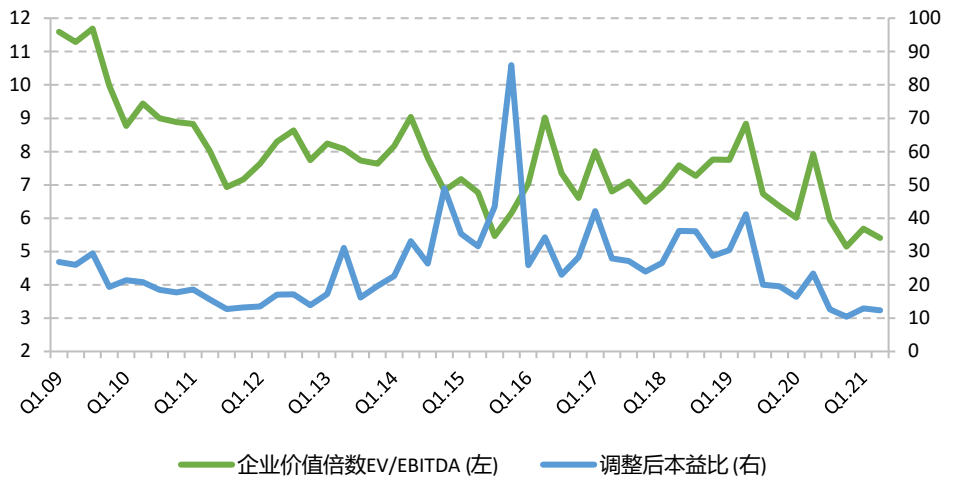
[www.aurus.com](http://www.aurus.com)

### 主要黄金矿企股息收益率



数据来源: 黄金矿企同业分析报告

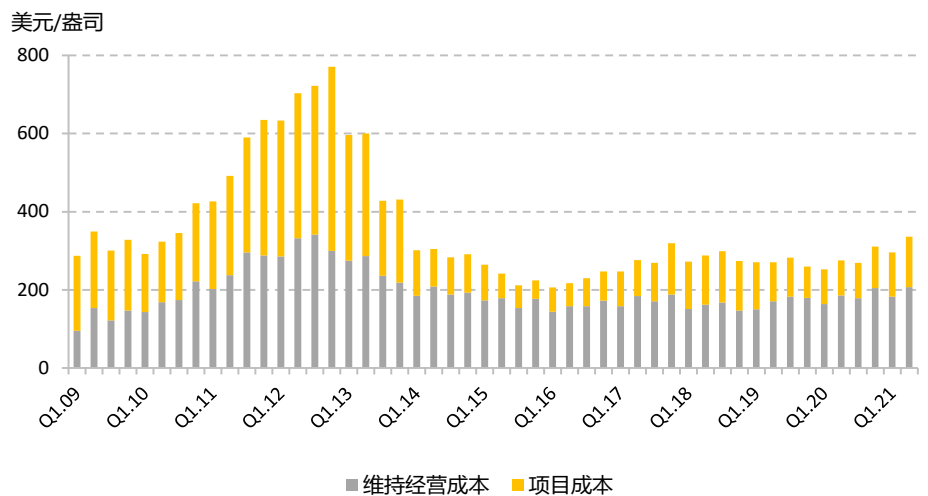
### 企业价值倍数 (EV/EBITDA) 与本益比 (PER)



数据来源: 黄金矿企同业分析报告

2014年以来, 纳入同业分析黄金矿企的产量持续下降, 期间总产量的降幅达8%左右。2012年上一轮黄金牛市结束后, 黄金矿企极为重视现金流, 因此削减了勘探支出并把所有形式的资本支出降至最低水平, 还削减持续现金成本。产量持续下降显示削减成本导致了产出减少。为维持产量水平, 黄金矿企必须进行再投资, 然而我们的分析显示其投资并不足以维持产出水平。不过从好的一面来看, 为应对产量下降问题, 目前这些矿企已开始提高再投资水平。例如, 分摊到单位产品的资本支出就已较去年增加三分之一。

### 主要黄金矿企资本支出



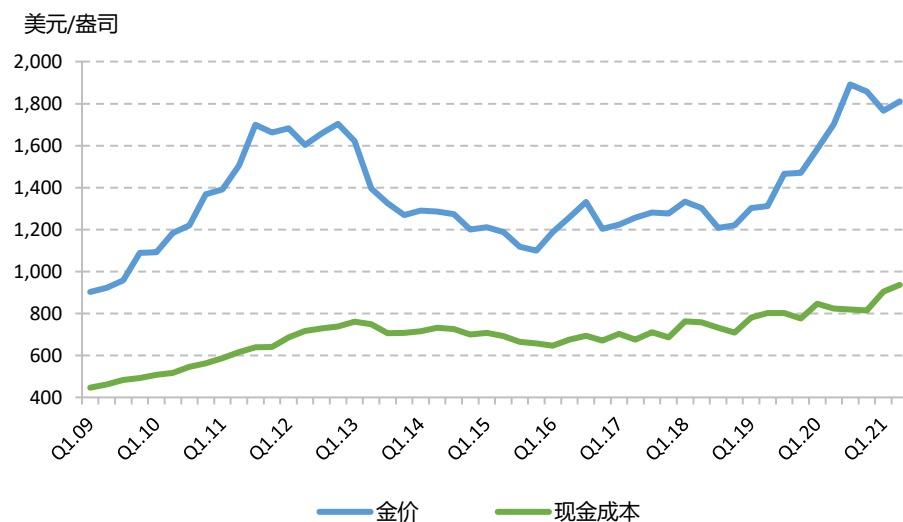
数据来源: 黄金矿企同业分析报告

2016年一季度以来, 纳入同业分析黄金矿企现金成本的加权平均值逐步上升。受多个因素的影响, 包括美元相对矿企所在国的货币贬值、新冠肺炎疫情导致产生额外成本、矿石品位不断



下降、劳动力和电力成本等投入品成本上升等，2020年底以来现金成本更加速上升。成本上升，叠加产量下降，对黄金矿企的股票估值产生了负面影响。

### 主要黄金矿企现金成本与金价



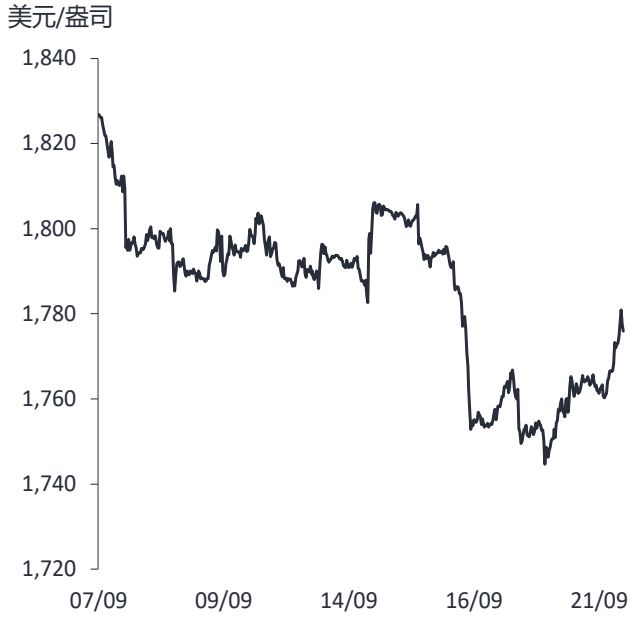
数据来源: 黄金矿企同业分析报告

同时，近年来各国政府对采矿业环境足迹的监测力度日益加大，黄金矿业也不例外。具体而言，采矿产生的温室气体（GHG）排放成为监测重点。我们编制的“黄金矿企ESG（环保、社会责任和公司治理）分析报告”显示，纳入同业分析的矿企每产出一盎司黄金，一般会排放相当于一吨二氧化碳。而除碳排放外，采矿作业还对当地生态环境产生影响，已导致越来越多重视环保的投资者对黄金矿企不感兴趣，这可能也是黄金矿企估值承压的原因之一。

全行业正加大力度解决环保问题。全球最大的两家黄金矿企纽蒙特公司和巴里克公司，均已宣布其目标是在2030年前将温室气体排放量减少30%，并在2050年前实现零排放。主要黄金生产企业大多也公布了类似目标。同时，在评价黄金矿企的ESG表现时，其生产经营对所在国家和社区经济和社会发展的正面影响应被纳入考虑。黄金矿山常位于偏远和欠发达的地区，在为这些地区提供就业机会并注入投资方面发挥着关键作用。矿企每产出一盎司黄金，其产值的十分之一以上部分以税金和矿产资源权益金形式支付给所在国政府。该财政收入对推动作为产金国的发展中国家的经济增长起着尤其重要的作用。

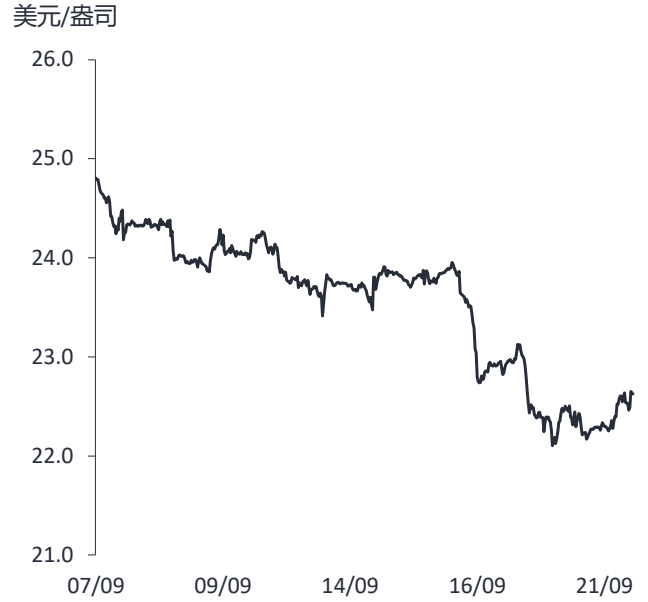
# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



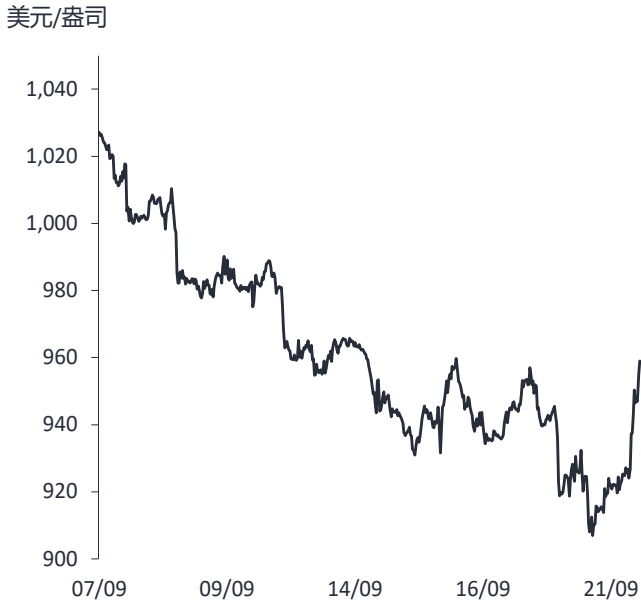
来源: Bloomberg

## 白银



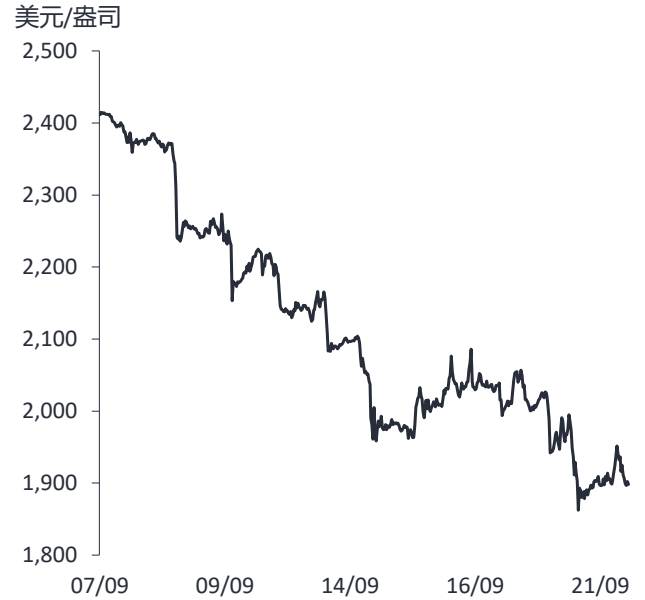
来源: Bloomberg

## 铂金



来源: Bloomberg

## 钯金

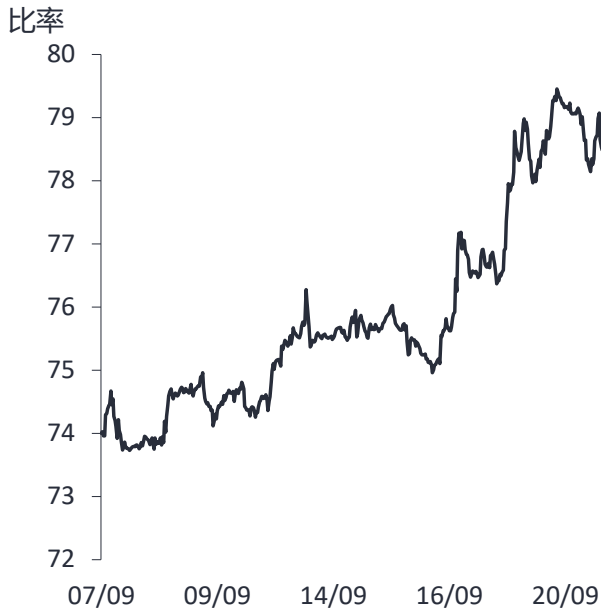


来源: Bloomberg



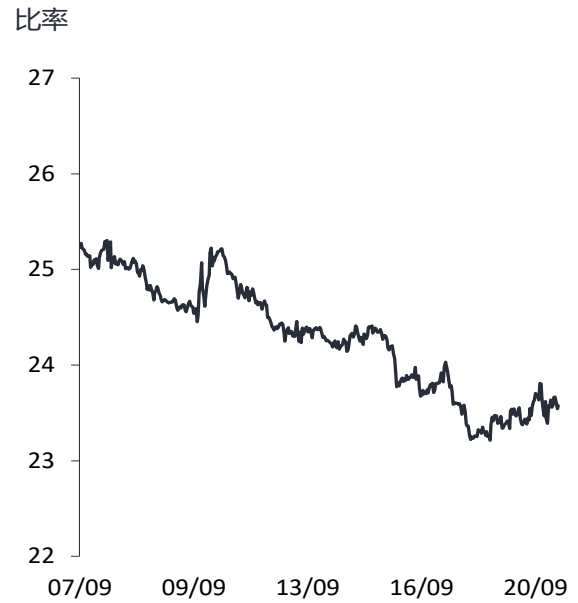
# 图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



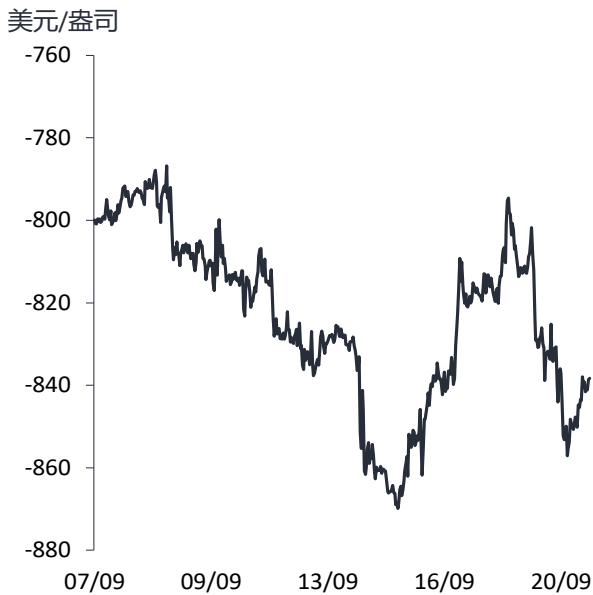
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



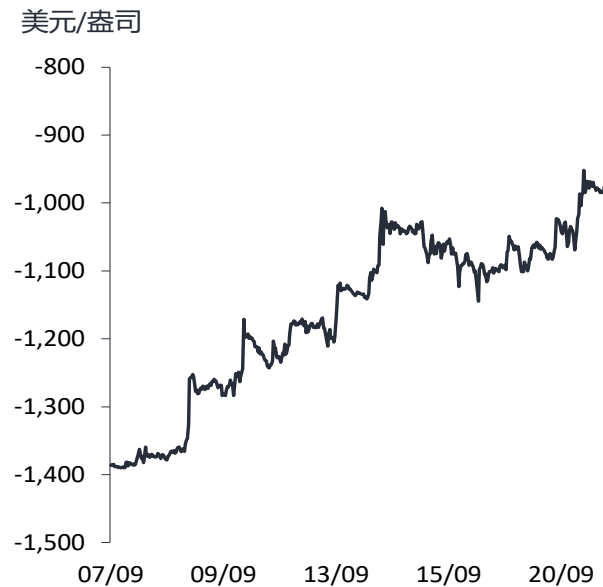
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

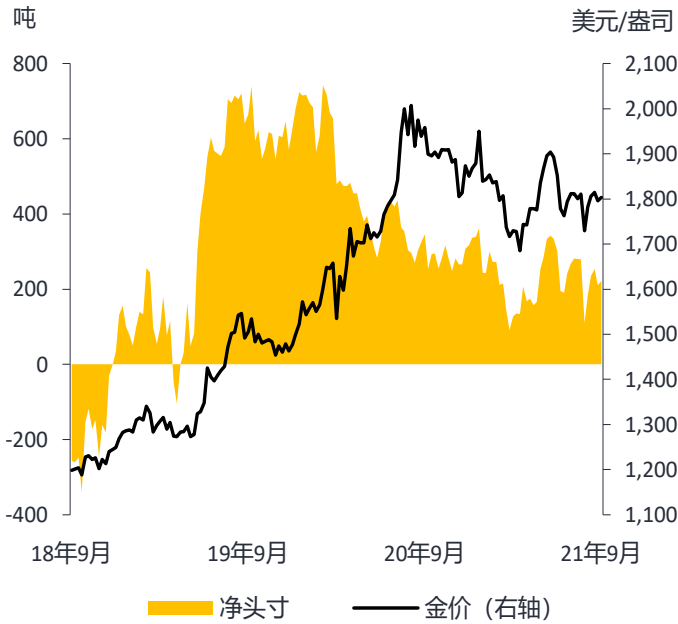


来源: Bloomberg



# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



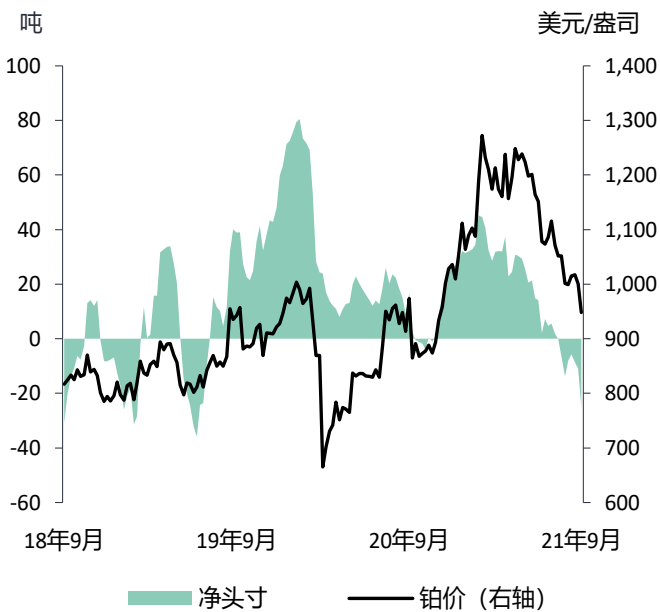
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 白银



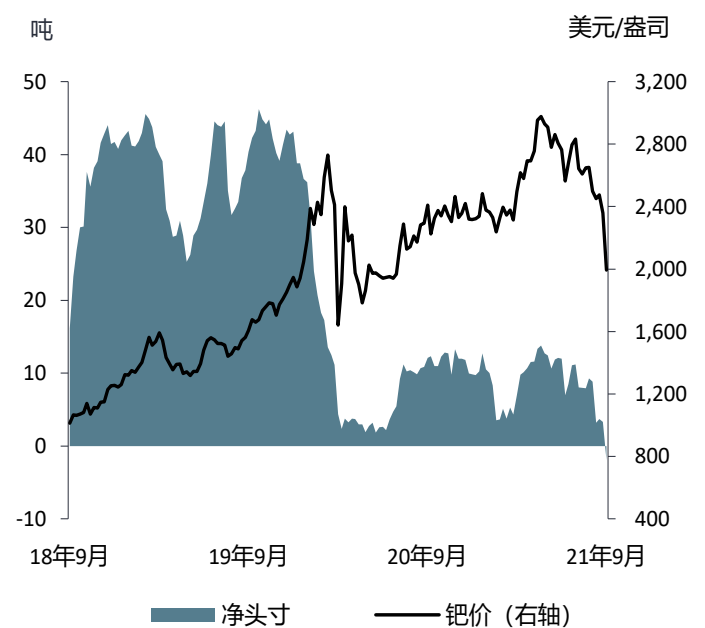
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 铂金



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

## 钯金



\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: 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

Mansi Belge, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究助理-孟买

Neelan Patel, 区域销售总监

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, 高级顾问 - 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

## Metals Focus - 联系方式

地址

6th Floor, Abbey House  
74-76 St John Street,  
London EC1M 4DT  
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。