



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 528 期
2023/10/19

黄金

上周，管理基金持有的CME（芝加哥商品交易所集团）黄金期货净仓位自2022年11月8日以来首次转为净空头。

白银

意大利可再生能源生产商 Vexuvo 公司将在未来三年投资 16 亿美元建设太阳能电池板工厂。

铂金

上周铂价随金价走低而跌至 854 美元/盎司，创 2022 年 9 月份以来新低。

钯金

在旗下位于加拿大的三家工厂 4,300 名工人罢工后，通用汽车公司已与加拿大工会 Unifor 达成结束罢工的临时协议。

一篮子铂族金属价格下跌对南非铂族金属供应的影响几何？

2023 年迄今南非 6E 一篮子铂族金属价格已下跌 40%。虽然其中除黄金外其他所有金属的价格均走弱，但导致一篮子价格下跌的主因还是铑和钯金的价格大幅走低。营收急剧下降导致南非铂族金属矿企的盈利能力和股东回报从高位快速下行。

南非铂族金属矿企目前的当务之急是削减成本，以维持一些矿山的生产经营。这些企业的股价大幅下跌已反映出这一点，2023 年迄今我们所跟踪铂族金属矿企的估值下降了 51%，总市值减少 260 亿美元。虽然很多矿企均强调指出不会在亏损情况下运营矿山，但多个因素严重阻碍其裁员和关闭矿井。有鉴于此，我们预计矿企将出清半成品库存并努力通过使产量最大化来降低单位生产成本。从短期来看，这将有助于缓冲因一篮子铂族金属价格暴跌而大幅减产。

与之前周期相比，本周期内主要铂族金属矿企控制资本支出的力度已加大。在 2007-2008 年周期的高峰期，矿企资本支出的平均值达现金流的 60%，主要用于通过矿山开发来提高产量。相比之下，在 2021-2022 年周期的高峰期，矿企资本支出的平均值仅为现金流的 34%。虽然 2022 年资本支出同比上升 17%，但这主要是由于通胀高企和用于维持资产完整性尤其是加工基础设施的投资额



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



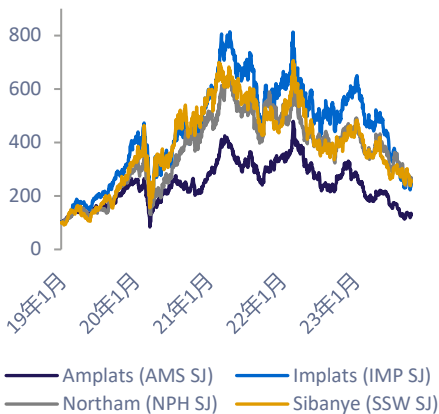
www.aurus.com



www.randrefinery.com

南非铂族金属企业股票

指数, 2019年1月2日 = 100



数据来源: 彭博社, Metals Focus。

增加。大体而言, 现有铂族金属生产商并不追求产量增长。尽管矿企管理层并未预见到铂族金属价格会像今年这样快速大幅下跌, 但在作出投资决策时都认识到一篮子价格因铑价飙涨而升至创纪录高位后可能将回落。因此, 为抵御价格下跌带来的风险, 矿企努力降低生产风险并加强资产定位。

为应对当前价格下行态势, 矿企的供应合理化努力将与之前的周期显著不同。在2008年的高峰后, 新建矿山的关闭导致供应遭大幅度削减。这些关闭的矿山都面临运营挑战, 而且都是基于铂金价格将持续保持强劲这一假设而建成的。

不过在最近周期内, 新矿山开发并非由高铂价推动, 而是由来自铑和钯金的高收入所推动。尽管矿企无疑已从过去周期的经验中吸取了教训, 但近期控制资本支出主要是由于其不能确定铑价是否会持续处于高位。矿企基于对6E铂族金属一篮子价格的长期预测而作出投资决策, 具备开采经济性的矿产储量和未来的采矿计划也都基于该预测价格而确定。虽然南非各矿企的预测价格存在一些差异, 但平均而言对6E铂族金属一篮子价格的长期预测值约为1,700美元/盎司, 明显高于当前的现货价格(约1,260美元/盎司)。

阻止短期内铂族金属供应大幅下降的一大关键因素是, 很多矿企的管理层认为处于成本曲线底部可一定程度上抵御价格不断下跌, 而要降低单位成本的话, 使产量最大化则尤为重要。预计与2016-2018年价格下行期间采取的策略类似, 资本充裕的铂族金属生产商将努力使产量最大化, 把自己定位为激烈竞争环境下幸存的企业。

目前铂族金属矿企持有大量过剩半成品库存, 也有助于维持其铂族金属供应量。据我们估算, 由于冶炼厂维护检修, 叠加南非国家电力公司拉闸限电, 截至2023年上半年结束时铂族金属过剩渠道库存量约为140万盎司, 与2020年底时的峰值水平相当, 当时ACP转化炉工厂停工导致半成品库存量飙升。2021年矿企从这些库存中释放了约75万盎司铂族金属, 把全球铂金总供应量推升至630万盎司, 创十年来新高。

幸运的是, 当时供应量飙升期间需求也强劲, 与当前市况截然不同。由于铂族金属价格不断下跌带来资产负债表压力, 铂族

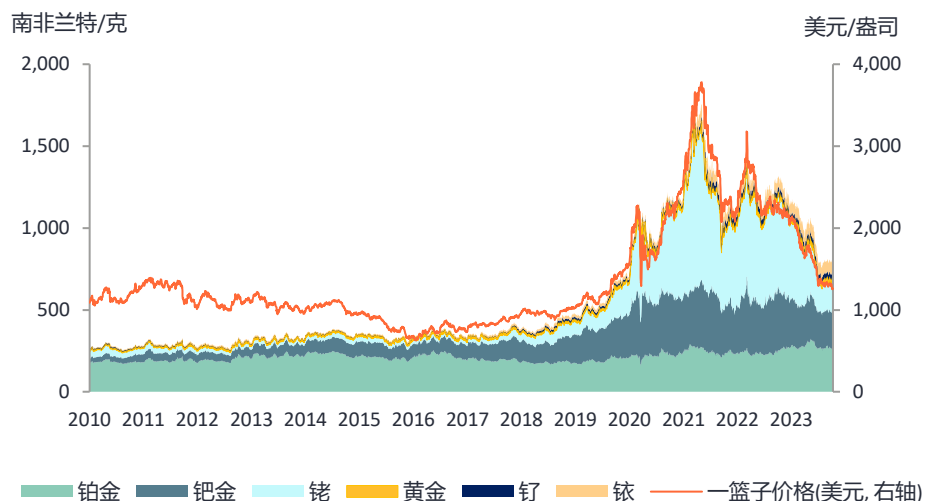


金属生产商优先考虑通过出清过剩库存来释放营运资金。销售的暂时增长将为生产商的利润率提供一定缓冲，从而可能会延迟削减产量。

根据我们的十年期铂族金属价格预测，中长期内铂价将获得支撑，但钯价和铑价则将继续承压。预测矿企因利润压力而关闭矿山和进行供应合理化的确切时间极具挑战性，因为这些决策不仅取决于市况的动态变化，还取决于管理层愿意在多大程度上削减资产负债表。近年来铂族金属矿企的盈利水平较高导致非必要成本增加，因此我们预计矿企在因利润率下降压力而减产之前，应会先大幅削减成本。正如诺瑟姆公司的首席财务官Alet Coetzee所指出的：“在这种时期，你真的不能只考虑削减茶和咖啡之类小额费用，而是需要考虑削减更大的开支项目”。

削减成本最终将影响产量，而各铂族金属相对价格的变化使情况更为复杂。值得注意的是，虽然今年铂金价格下跌了18%，但其在篮子价格中的占比却大幅上升。截至今年三季度，铂金在一篮子铂族金属总价格中的占比达34%，为2019年二季度以来最高水平。这种变化使不同矿体的开采经济性发生了改变，特别有利于梅林斯基岩层中铂金含量较高的矿体被开采。

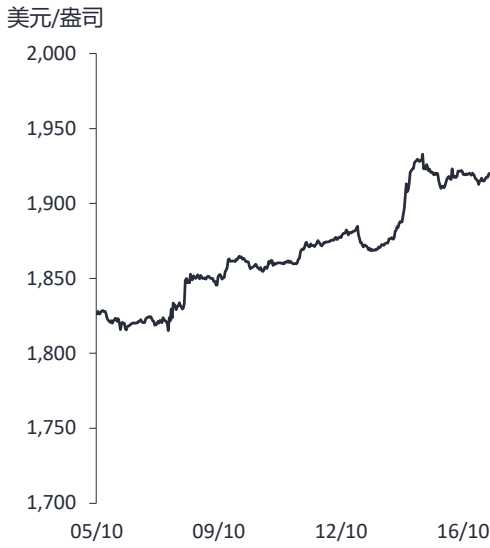
南非6E金属一篮子价格



数据来源：彭博社，Metals Focus。

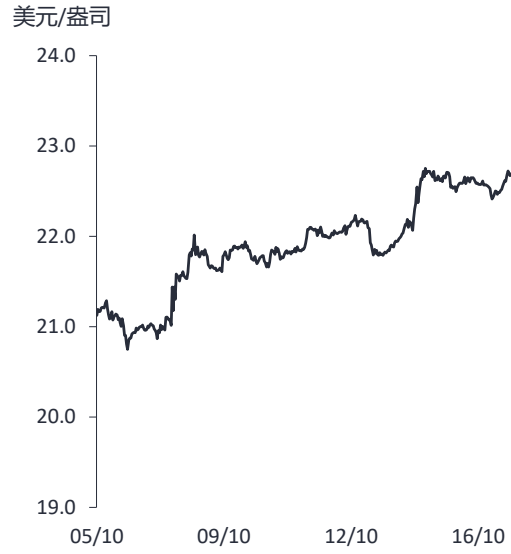
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



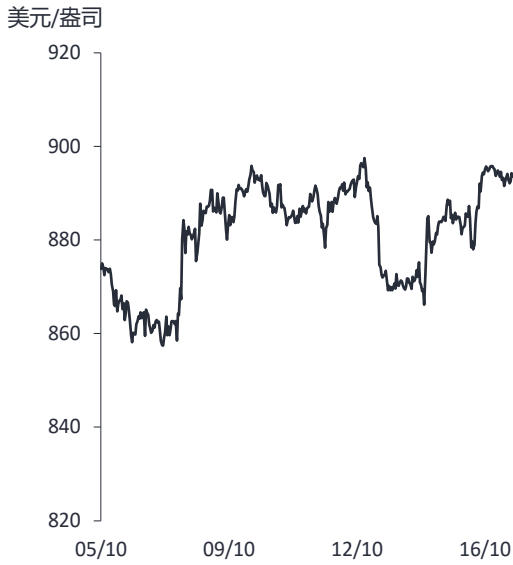
来源: Bloomberg

白银



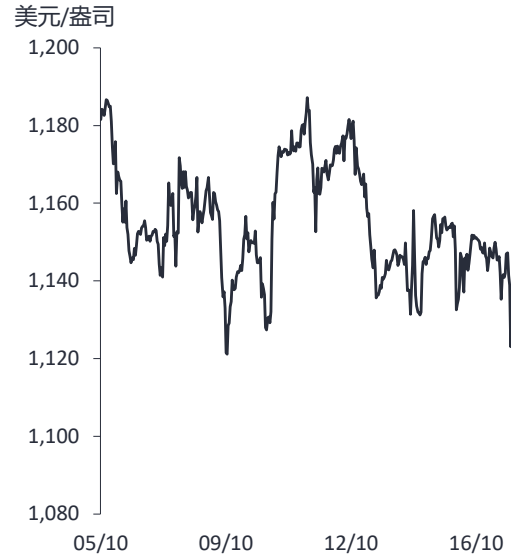
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

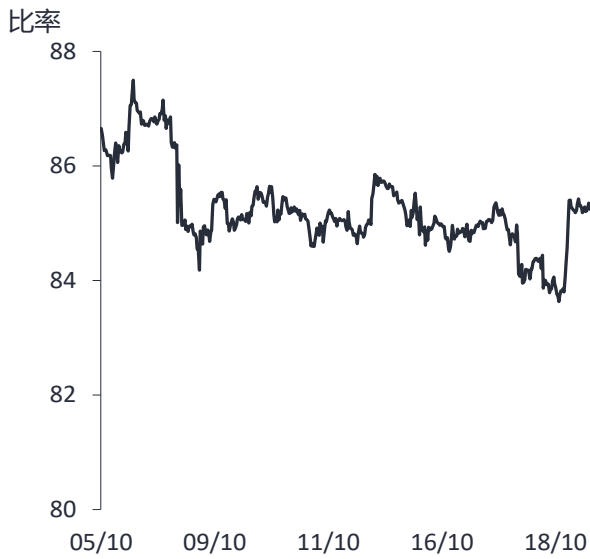


来源: Bloomberg



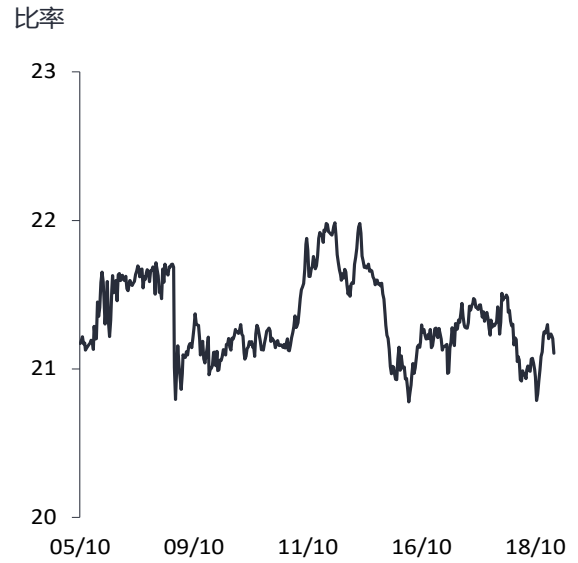
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



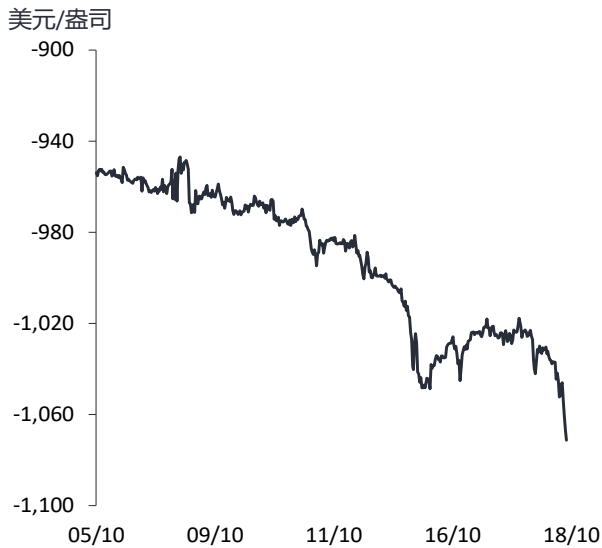
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



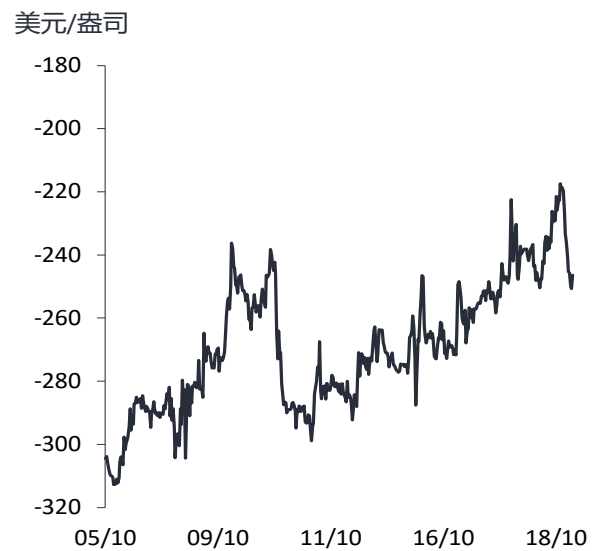
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

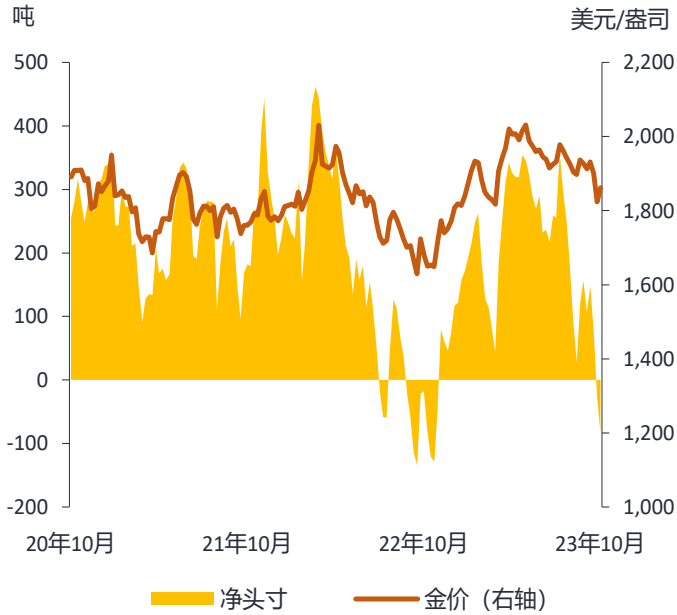


来源: Bloomberg



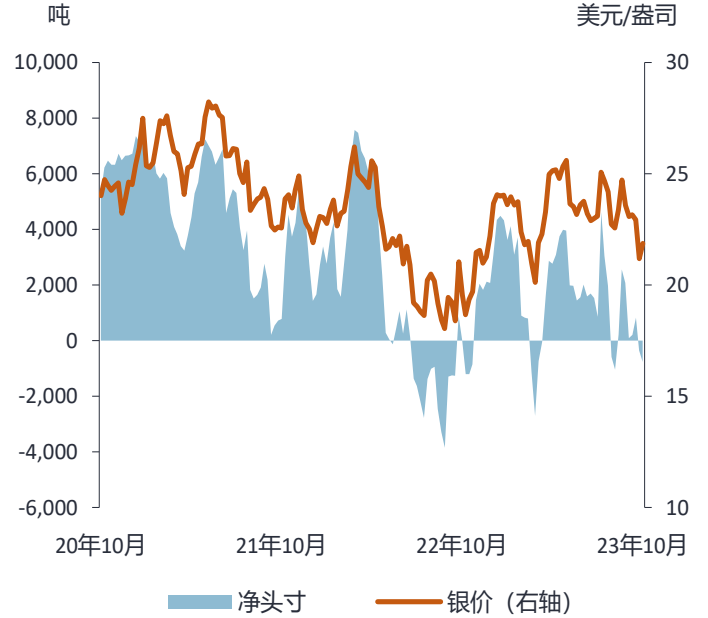
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



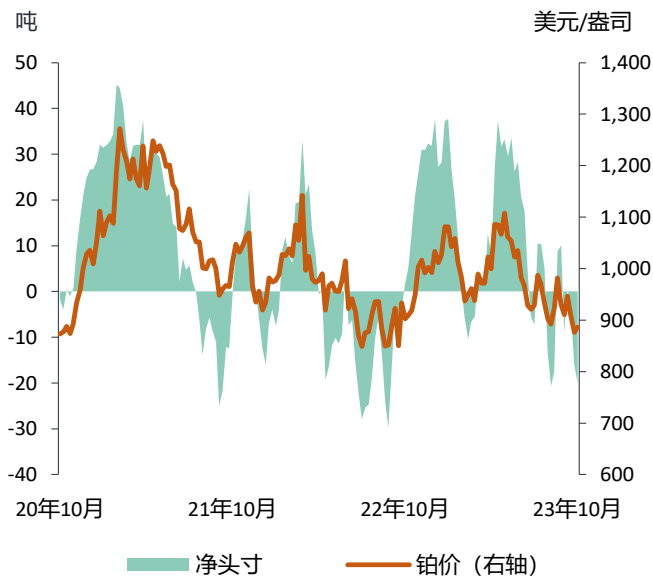
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

白银



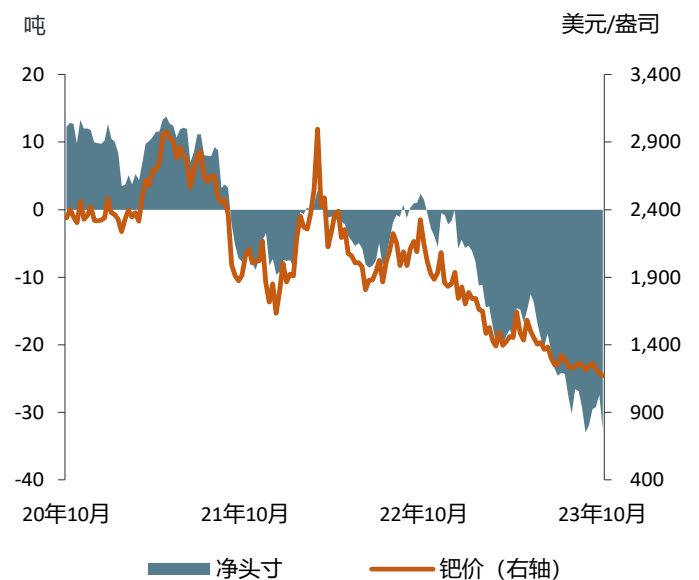
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

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



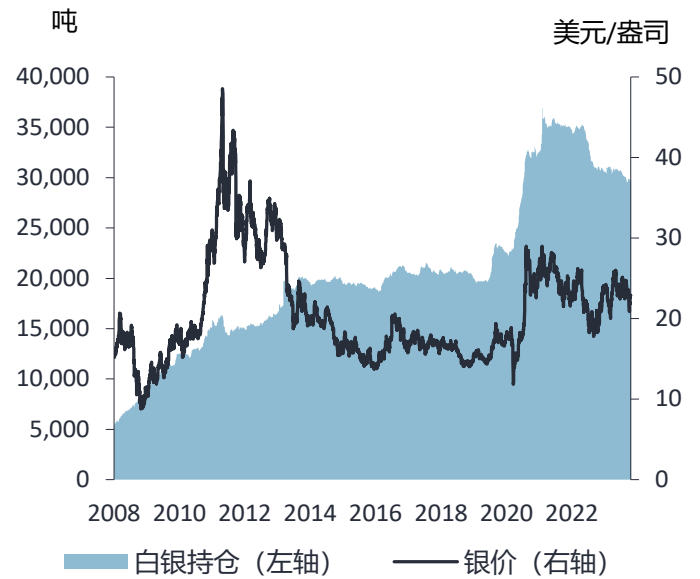
图表 - ETP 持仓

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

Neelan Patel, 区域销售总监

Jacob Smith, 铂族金属高级研究员

Mirian Moreno, 业务经理

Ghananshu Karekar, 研究助理-孟买

Adarsh Diwe, 研究员-孟买

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

Erin Coyle, 销售及市场经理

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。