



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 537 期
2023/12/20

黄金

上周，因美国通胀数据发布后黄金涨势受阻，金价保持在三周来的低位附近。目前市场关注焦点已转向央行政策会议。

白银

上周，随着银价跌破23美元/盎司，金/银价格比率升至87:1上方，创11月中旬以来新高。

铂金

为提高冶炼产能，巴斯夫环境催化剂和金属解决方案公司将收购瑞典Arc金属公司。

钯金

11月印度乘用车销量同比上升17%，至36万辆。

虽面临多重逆风，黄金矿企已恢复分红派息

连Metals Focus编制的《黄金矿企同业*分析报告》按季度发布，详尽分析全球领先黄金矿企的生产经营情况，提供关于黄金矿业的独家信息，其中很多为重要信息。最新一期《黄金矿企同业分析报告》强调指出，2023年三季度黄金矿企的产量和利润均下降。这也是纽克雷斯特矿业公司被纽蒙特公司收购后最后一次单独发布报告的季度。

随着市场认识到利率已见顶，美元也不断走弱，黄金价格已创出历史新高。但自2021年中以来，大多数大型黄金矿企的股价表现都不佳，目前仍如此。

就成本而言，人们普遍认为随着金价上涨，采矿成本也会同样快速上升，因此不会产生任何正杠杆效应。鉴于各黄金矿企通常采用不同的方法报告和衡量成本，我们编制了一个统一且明确的成本衡量指标，即“股东现金成本”，包括总维持成本、项目资本支出、现金课税、利息和矿产资源权益金。扣除这些成本后的收益可用于派发股息，偿还债务或开展企业并购活动。

对比2009年至2023年三季度期间的股东现金成本和黄金价格，可以明显看出成本随金价上涨同步上升，导致为股东可用的资金所剩无几。这意味着黄金矿企基本上未能从金价上涨中实现杠杆效应，对矿企相



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



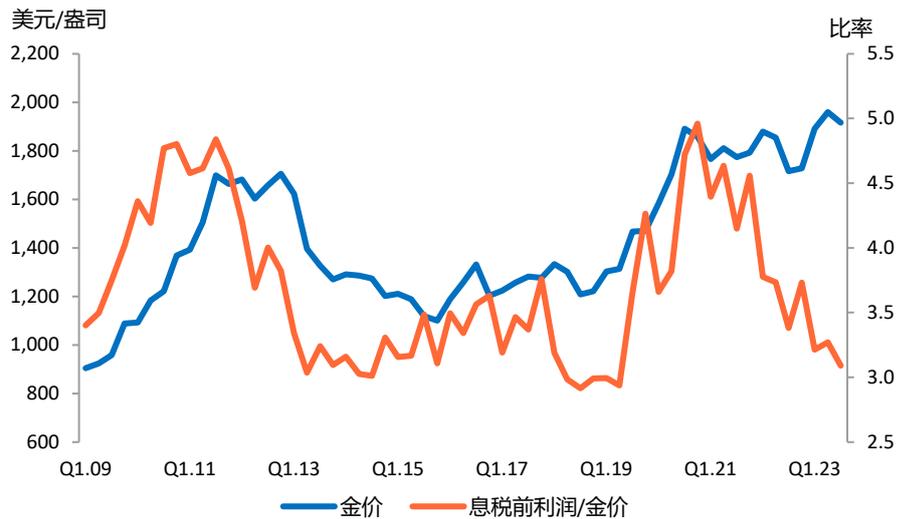
www.aurus.com



www.randrefinery.com

对于金价的累计利润的评估结果支持该观点。矿企EBITDA（扣除利息、税项、折旧及摊销前盈利）与黄金价格的比率可被视为一种“现金转化”比率，换言之，代表矿企将其黄金销售价转化为税前盈利的能力。该比率接近正常的 EBITDA 利润率。自2020 年底以来该转化比率持续下降，显示金价持续上涨期间矿企的现金流为负值。

税前利润与金价



数据来源: 各公司报告, Metals Focus

就以黄金当量盎司计的产量而言，2013年以来纳入同业分析矿企的合计产量持续下降。此外，储量数据显示一些矿企旗下矿山的开采寿命已不足十年。这意味着纳入我们同业分析的黄金矿企以牺牲中长期增长为代价，优先投资于能增加短期现金流的项目。2009年以来矿企资本支出与固定资产折旧的比率显示2015年以来其投资额持续下降，更进一步证明了这一点。

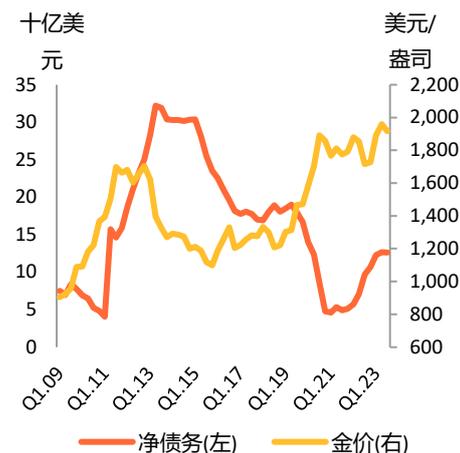
资本支出与折旧比率



数据来源: 各公司报告, Metals Focus



净债务



数据来源: 各公司报告, Metals Focus

需要强调指出的是,虽然黄金矿企扣除资本支出后产生的现金已升至创纪录高位,但其中大部分用于偿还债务。纳入我们同业分析黄金矿企的净债务在2013年达到峰值,之后持续大幅下降。事实上其中一家矿企目前的净现金流已为正值。这显示这些矿企现在的业务模式已与2013年之前大不相同,那时它们的净债务水平都很高,通过发行股份为项目筹资。

分红派息也已恢复,目前几乎所有纳入我们同业分析的黄金矿企都定期派息,不过股息率仍较低。据我们测算,截至2023年三季度底,纳入同业分析黄金矿企的隐含股息率仅为3.3%。

总而言之,过去几年间纳入我们同业分析的黄金矿企都面临显著逆风。成本大致随金价上涨同步上升,因此我们认为为了维持产量,这些矿企必须增加资本投资。而由于目前削减债务的工作已基本完成,提高派息率可期。

* 纳入同业分析的黄金矿企包括: 伊格尔矿业公司、英美黄金阿散蒂公司、巴里克黄金公司、奋进矿业公司、金田公司、哈莫尼公司、金罗斯公司、纽克雷斯特矿业公司、纽蒙特公司、多金属公司、西班牙耶-静水矿业公司。

加权股价与黄金价格

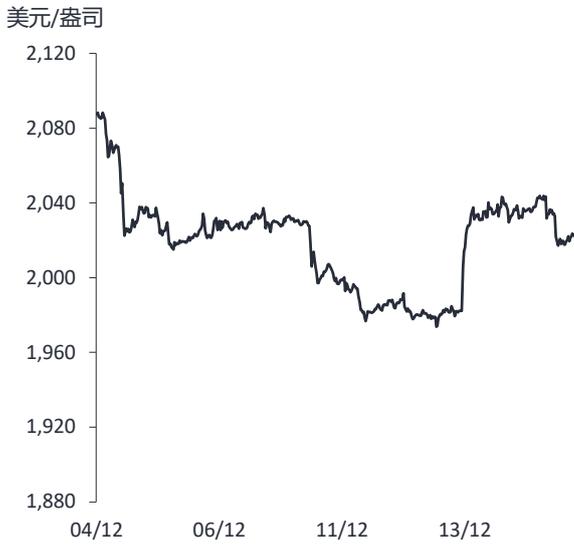


数据来源: 各公司报告, Metals Focus



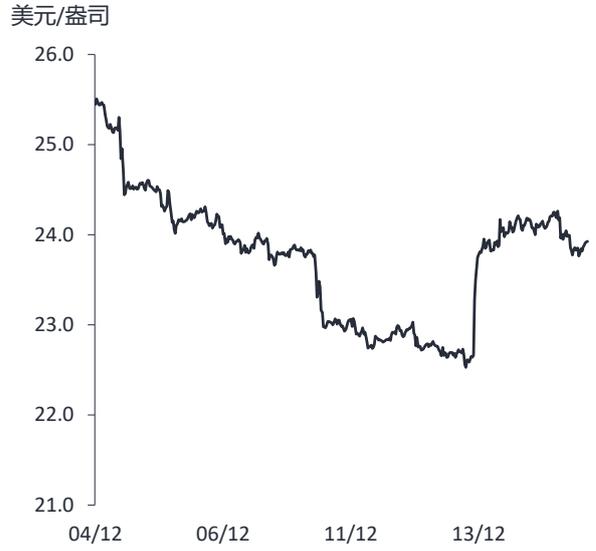
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



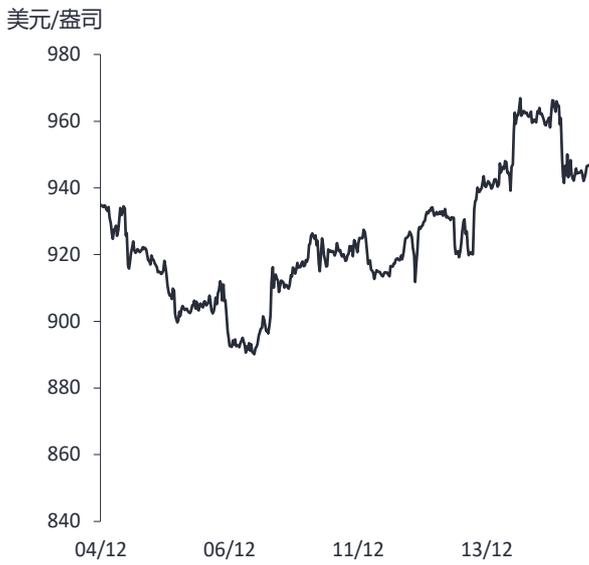
来源: Bloomberg

白银



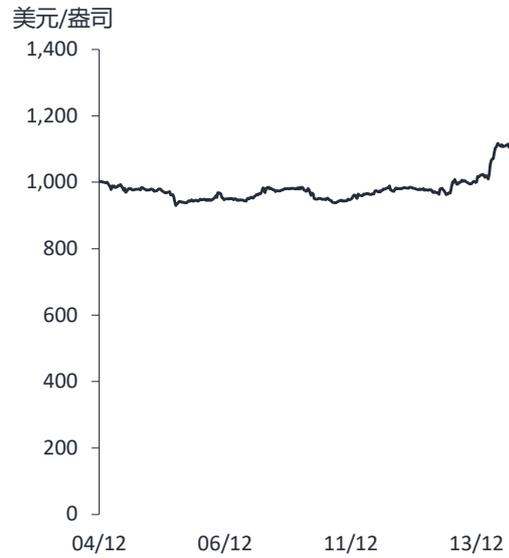
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金

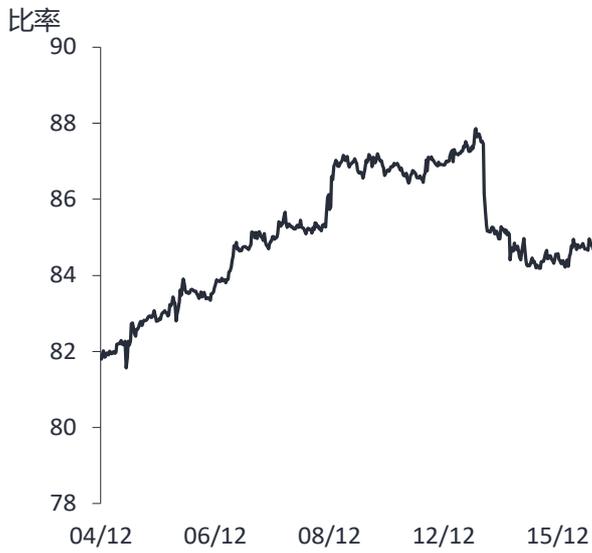


来源: Bloomberg



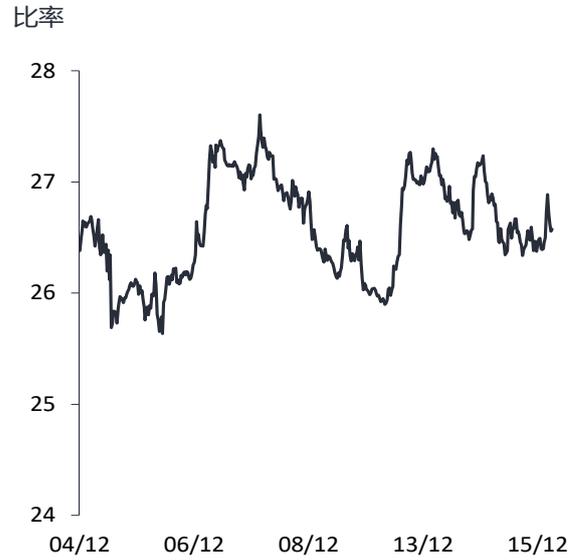
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



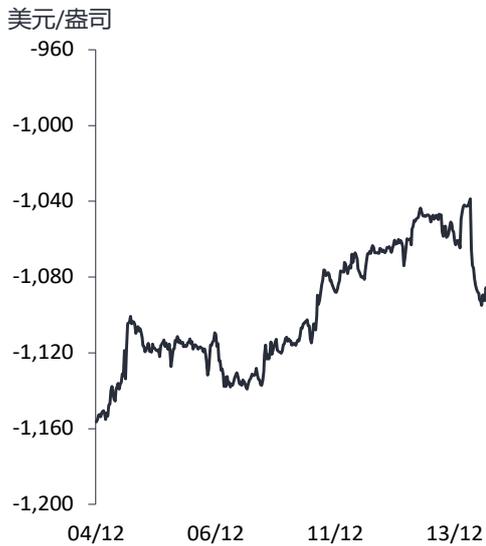
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



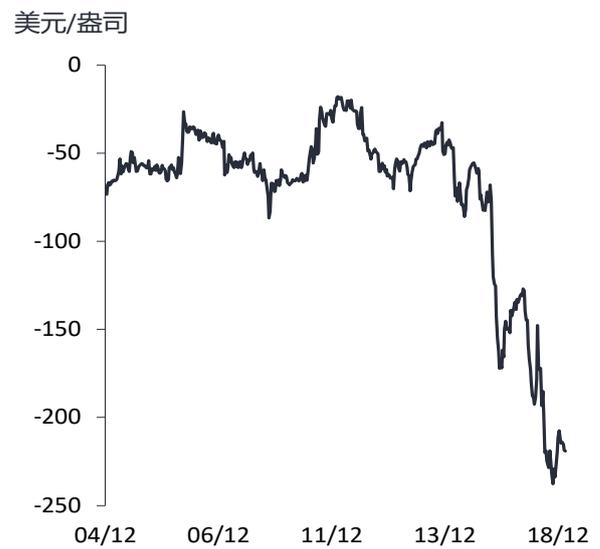
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差

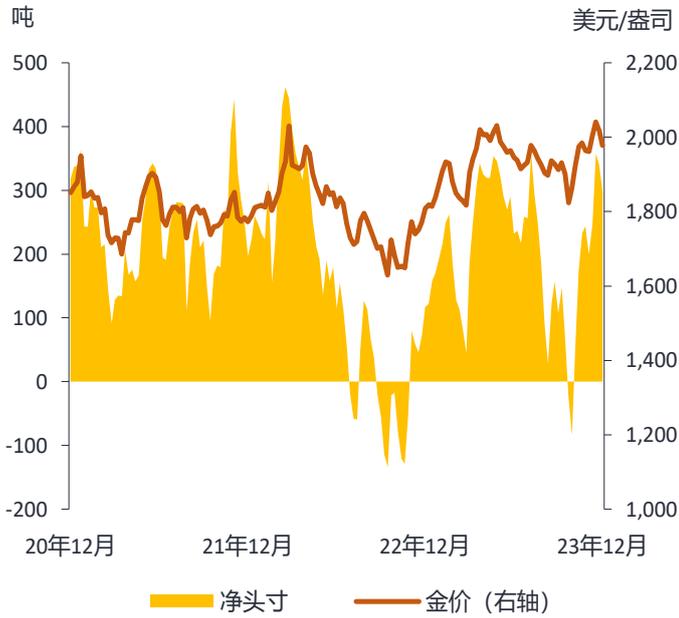


来源: Bloomberg



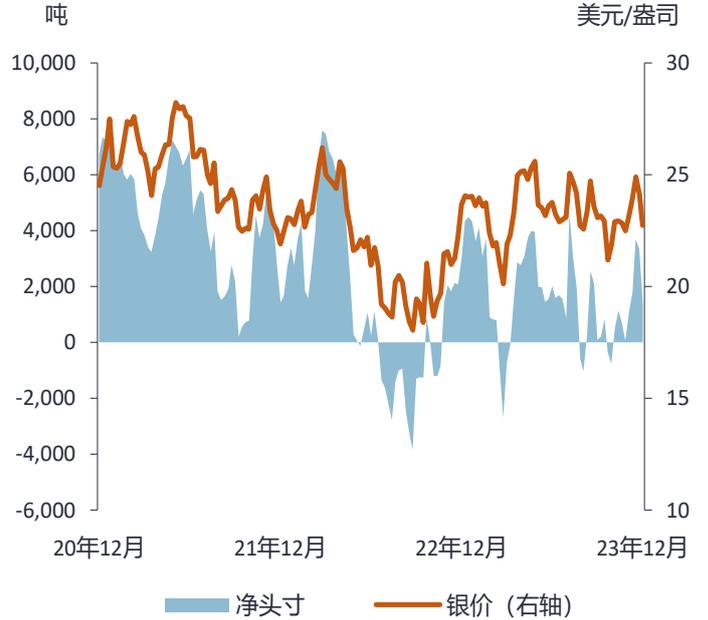
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



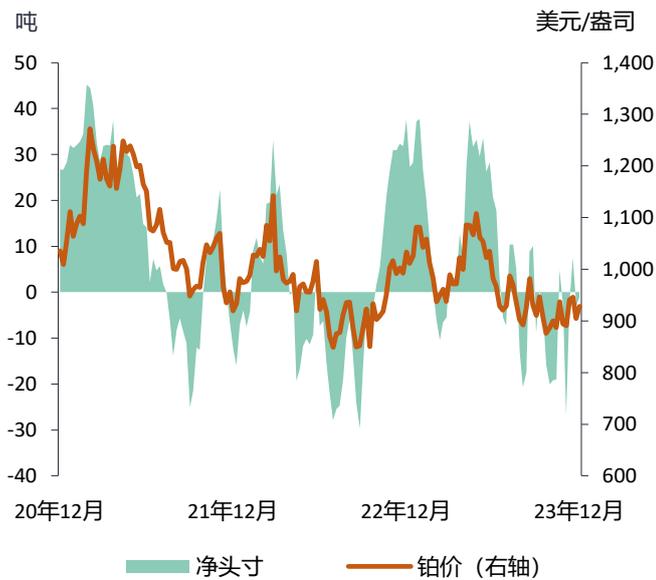
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

白银



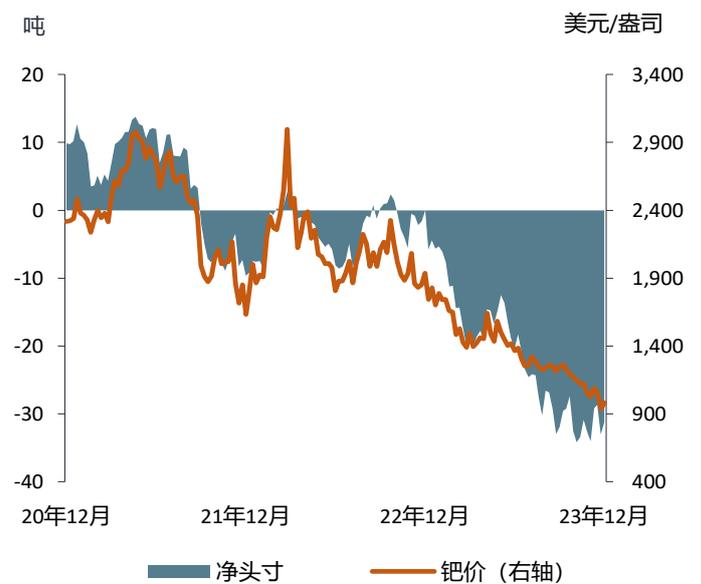
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

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

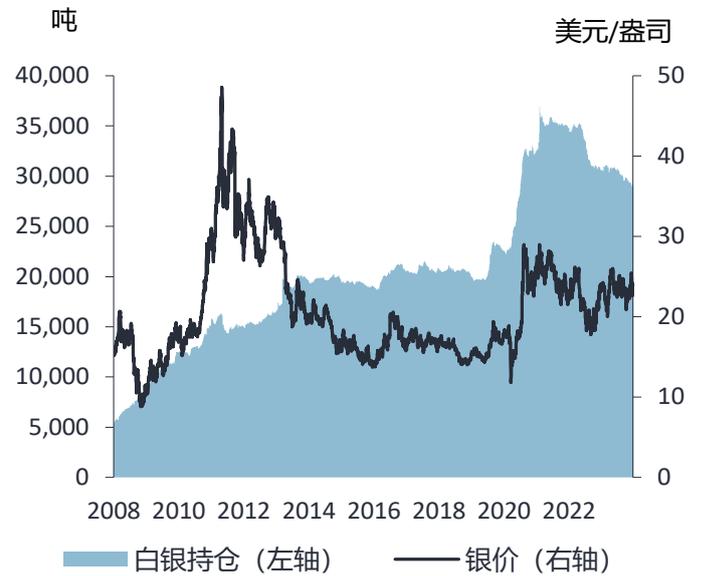
图表 - ETP 持仓

黄金



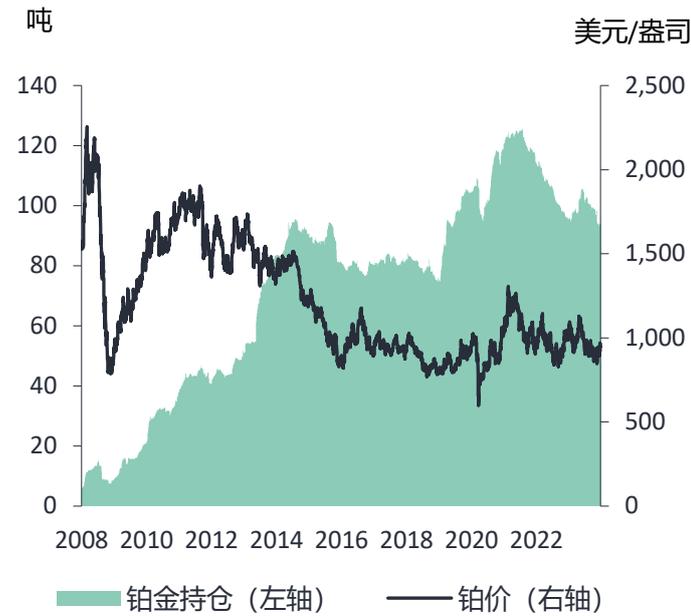
来源: Bloomberg

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

Sarah Timlinson, 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

Tim Wright, 高级矿业研究员

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。