



# Metals Focus 金属聚焦

## 贵金属周报

第 542 期  
2024/02/07

### 黄金

上周，因中东地区紧张局势推高避险需求，金价交投于2,030美元/盎司一线。

### 白银

CME管理基金持有的白银期货净仓位于十四周来首度转为净空头。

### 铂金

通用汽车公司和本田公司合资设立的工厂已开始氢燃料电池的商业化生产。

### 钯金

诺里尔斯克镍业公司预计由于地缘政治挑战持续存在，叠加冶炼炉停产检修，2024年其钯金产量将下降12%左右，至240万盎司，创数十年来新低。

## 为何说铂族金属矿企能否存续可能取决于营收而非成本

由于2023年一篮子铂族金属价格同比下跌38%，很多铂族金属矿企正面临利润压力。我们估计在当前现货价格下，全球矿产铂族金属总供应量的约一半以总维持成本（AISC）计的利润率均为负值，处于亏损状态。在这一背景下，2024年铂族金属供应走势的可能取决于矿企如何应对价格下跌：是退出市场，还是选择维持生产，以利用成为剩余生产商的优势？

就哪些矿山将关闭给出确切的答案颇具挑战性。例如，不同于大多数黄金矿山，铂族金属矿山的多金属特性十分显著，没有单一金属能决定矿业生产是否具有经济性。在黄金市场下行期间，每盎司黄金生产成本最高的矿山会因金价不断下跌而承受的压力最大。然而就铂族金属而言，由于各矿山产出的金属构成不同，只要其铂族金属产量产生的营收高于其竞争对手，每盎司生产成本最高的矿山并不一定会首先被关闭。

面临利润率压力，铂族金属矿山正在实施成本削减措施。矿企通常首先削减公司总部的行政管理费用，然后可能中止或推迟项目开发，接着减少维持性资本支出，这虽会导致矿山开采寿命缩短，但能降低当前生产成本。最后，矿企可能会考虑关闭矿山中成本更高的区段，包括关闭矿井，并将全矿投入保养和维护。在这个周期内，与ESG（环保、社会责任和公司治理）相关支出（例如脱硫投资等）也被削减。

铂族金属矿业总体状况已发生转变——从业内大多

# 2024



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)

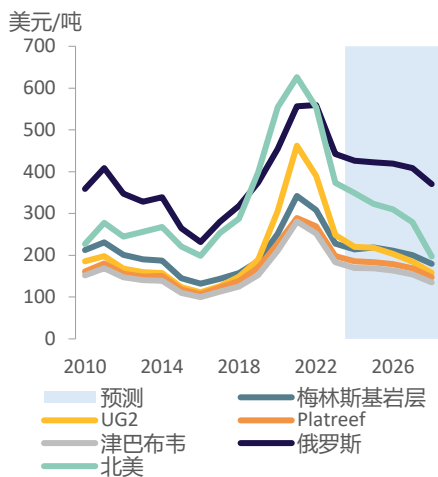


[www.aurus.com](http://www.aurus.com)



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

## 原地礁矿价值



数据来源: 彭博社, Metals Focus.

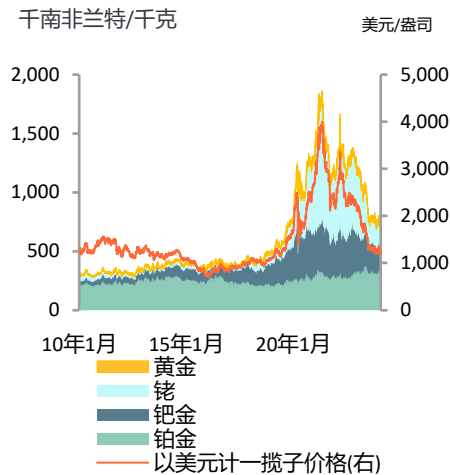
数企业的盈利能力升至创纪录水平, 表现为拥有强劲的资产负债表和充裕的资金, 转变为在更为正常的名义一篮子价格下运营。全行业内首家因成本原因被关闭的大型矿山是Pilanesberg矿山。背后的原因除利润率承压外, 还包括该矿山的所有者Sedibelo资源公司融资遇到困难。相比之下, 体量更大的采选冶一体化生产商则尚未被这些问题困扰。

因2023年钯金价格同比下跌37%, 主产钯金的矿企(其营收主要来自钯金生产)持续承压(不过其合计产量仅占全球矿产钯金总供应量的10%左右)。然而确定退出价格是一项复杂的工作。以羚羊铂业公司2022财年的报告为例, 该公司评估后认为旗下Lac des Iles矿山持续经营所需的一篮子铂族金属价格最低为1,160美元/盎司左右。但在2023财年的报告中, 该公司称在较前述价格低三分之一的850美元/盎司下, 该矿山的生产经营仍具经济可行性。盈亏平衡价格下降并不来自于成本削减, 事实上采矿和加工成本还上升3%, 至67美元/每吨加工的矿石。在更低价格下矿业生产仍具韧性得益于提高储量认定品位和停止在高成本采矿区作业等措施。实施这些措施后, 羚羊铂业公司的钯金储量减少35%(约为100万盎司), 矿山开采寿命也缩短至五年。

产量约占全球矿产钯金总供应量40%的诺里尔斯克镍业公司, 生产经营状况也复杂。在2023年上半年财务报告(现有的最新报告)中, 该公司称金属销售收入减少18亿美元, 降幅为21%。虽然销售和分销渠道的重新配置也对销售收入产生了影响, 但更大的原因还是金属价格下跌。钯金和镍的价格均大幅下跌, 使该公司面临双重挑战。2023年镍价同比下跌15%, 跌幅虽相对温和, 但目前仍继续下跌, 已较2023年均价低23%。诺里尔斯克镍业公司预计由于印尼供应量持续增长, 2024年镍将继续供应过剩。2021年时该公司制定了雄心勃勃的战略计划, 要在2030年后钯金产量提升到400万盎司以上, 而鉴于目前疲软的市况和地缘政治挑战, 我们目前预计到2030年时其钯金产量将更接近于270万盎司。

在南非, 位于利润率曲线上半区段的矿山大都集中于西翼矿区, 因此更易于因利润率承压而遭关闭。值得注意的是, 除Zondereinde深部矿山等少数例外, 大多数矿山的现场成本都相近, 通常约为120美元/吨。鉴于这些矿山开采的目标矿体相同, 成本相近在情理之中。不过虽然成本相近, 矿石价值却可能存在很大差异。如果开采目标是储量中的高品位区域, 某些矿体尤其是露天矿有条件灵活调整采矿计划, 但对位于UG2和梅林斯基岩层的矿体来说一般不具可行性。就这些矿体而言, 为适应低价环境而调整采矿计划通常涉及

## 南非4E一揽子金属价格



数据来源: 彭博社, Metals Focus.

战略性地关闭成本更高、更老旧的矿井。

UG2岩层中矿石铑和铱（目前价值最高的两种铂族金属）的含量通常是普通矿石的两倍。近年来得益于铑价处于高位，UG2岩层采矿的利润率一直高于梅林斯基岩层，使UG2生产商稳居利润率曲线的底部。然而2023年铑价大幅走弱，而铂价却稳定。因此矿企从开采铂金含量高的梅林斯基岩层矿石所获营收与开采UG2岩层矿石所获营收间的差值已大幅收窄。在目前的现货价格下，UG2岩层矿石原地价值的溢价率仅为6%左右。

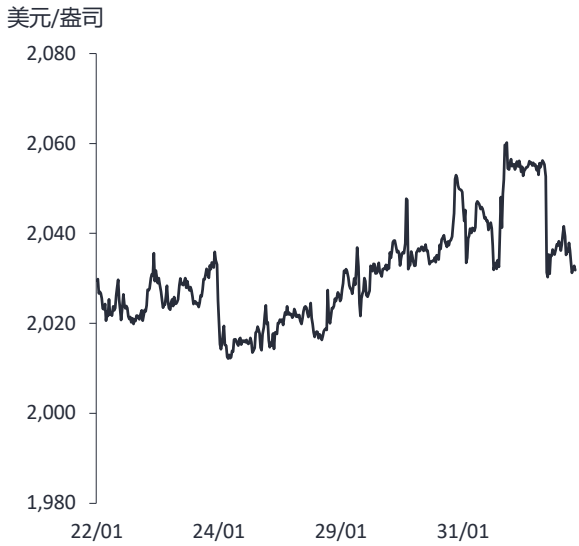
根据我们的五年期铂族金属价格预测，铂价将相对于铑价走强，因此到2026年左右梅林斯基岩层矿石有望回归溢价常态。在这一背景下，西翼矿区中UG2生产商将面临日益加大的利润率压力，更易于因成本问题而关闭矿山。不过预测具有相当大的不确定性。铑价波动率很高，有可能快速重塑利润率曲线。例如，中国玻璃纤维制造商出售其铑库存加剧了铑价急剧下跌之势，而据信出售尚未完成。因此，南非矿山退出铑供应的具体顺序可能会受到工业用户铑库存规模的影响。

很多时候导致矿山关闭的并不仅仅是市场状况。当矿山面临现金流问题时，生产商在生产中断后恢复的能力通常受限。羚羊铂业公司近期就旗下贝福肯矿山爆发自发罢工发表的声明就很好地说明了这一点：“铂族金属行业的财务可持续性面临风险。这一非法抗议行动加剧了贝福肯矿山的财务可持续性问题，给该矿山正常生产经营和保障工人就业的能力带来了额外压力。”

虽然经济因素导致羚羊铂业、Amandelbult、Marikana等西翼矿区铂族金属生产商承受压力，但生产中断可能引发大规模供应退出。预测何时会爆发自发罢工颇为困难，但罢工频率持续上升则是事实。此外，今年南非将举行选举，南非国家电力公司又持续拉闸限电，也可能导致矿企与社区和工人的关系恶化，进而导致矿业生产中断，使本已陷入困境的铂族金属矿业面临更大压力。

# 图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

## 黄金



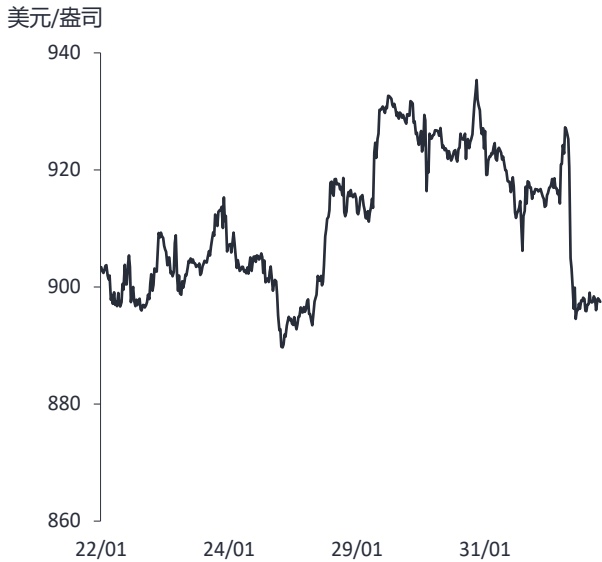
来源: Bloomberg

## 白银



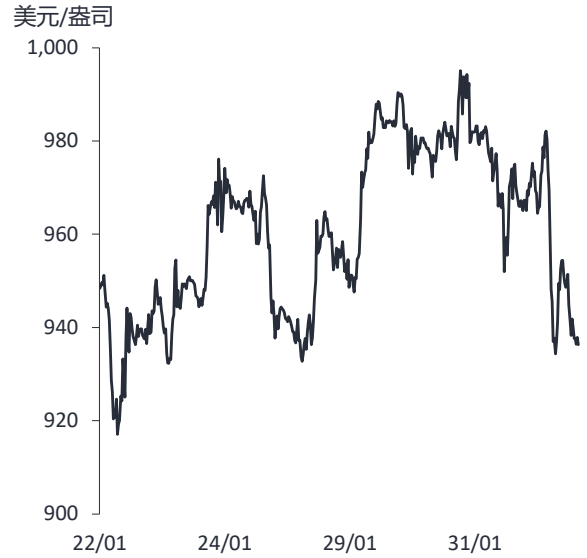
来源: Bloomberg

## 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



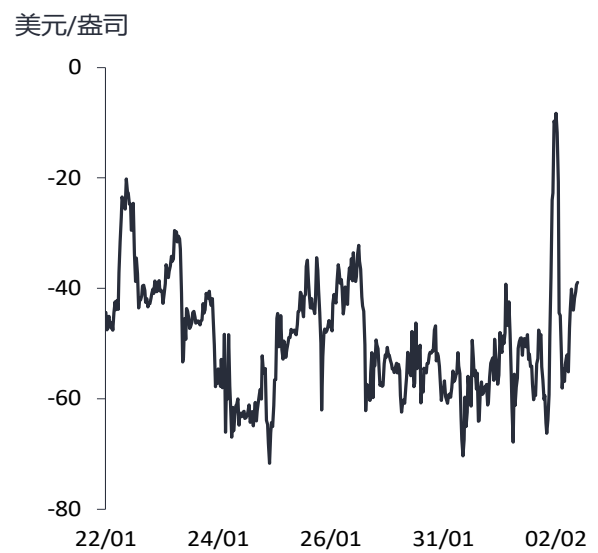
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg



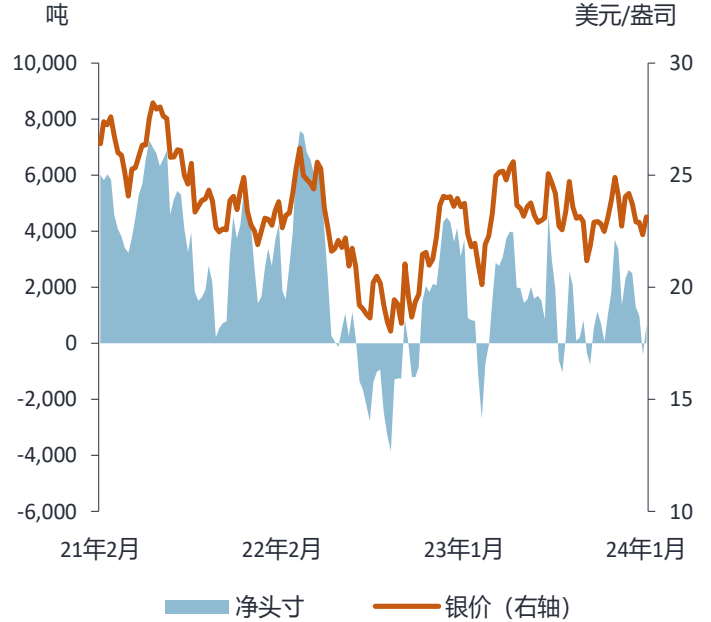
# 图表 - CME 期货净头寸\*

## 黄金



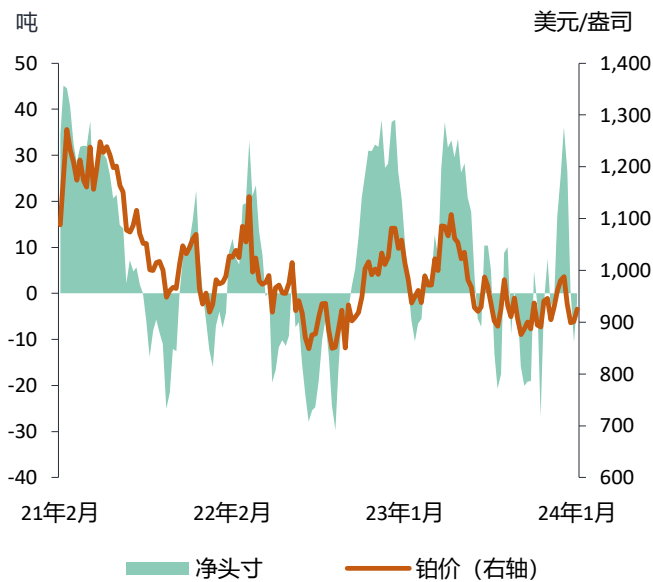
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 白银



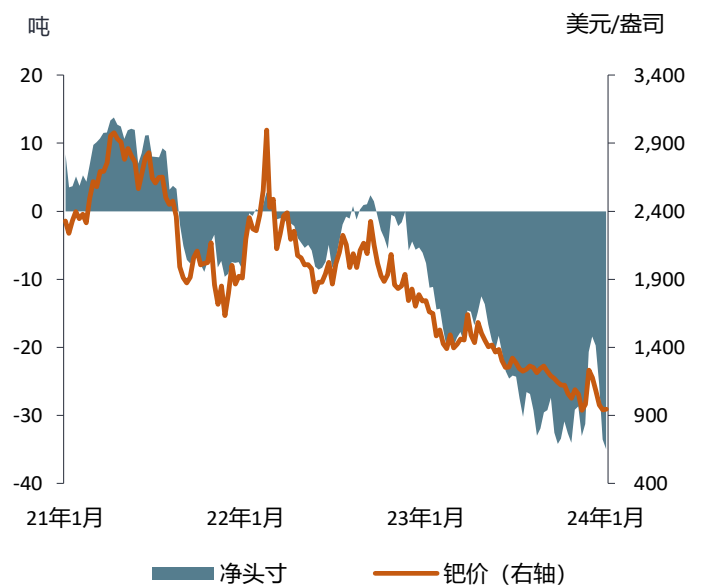
\*管理基金头寸 (Managed money) ;  
来源: Bloomberg

## 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



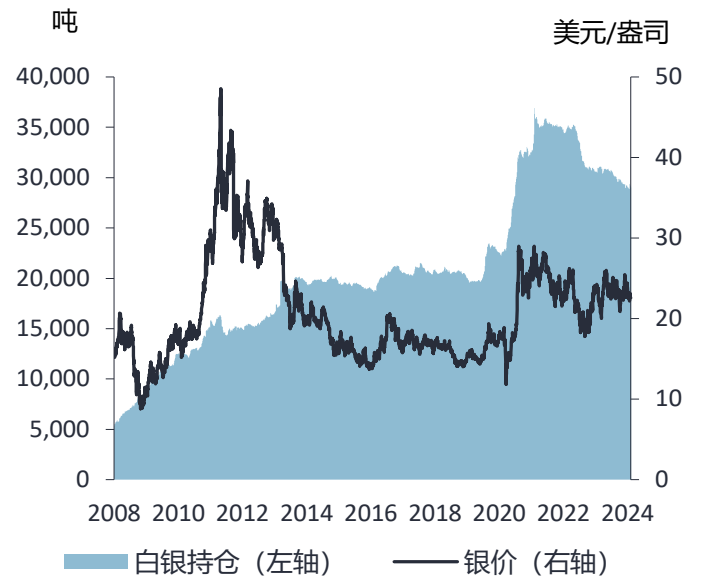
# 图表 - ETP 持仓

## 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。