



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 512 期

2023/07/05

黄金

两周前，在投资者等待美联储主席鲍威尔国会证词之前，美元走强，金价跌破1,935美元/盎司。

白银

5月份印度白银进口量为32吨，创数据系列中该月进口量的第二低值。

铂金

六月前三周，南非铂金ETP的持仓量减少10万盎司（降幅为11%），仅上周持仓量就减持了7.5万盎司铂金。

钯金

得益于供应限制有所缓解，5月份全球轻型汽车年化销量从4月份的8,600万辆升至8,900万辆。

2023年全球价值最高的二十大黄金项目

比较黄金矿山和黄金项目的价值颇具挑战性。以年为单位，可以通过考察产量、成本、利润率和现金流量来比较不同的资产，但要评估尚未投产的矿山或项目的价值，未来的潜在现金流量也需要纳入考虑。评估矿业资产最常用的方法是现金流折现估值法（DCF）。该估值法基于矿山未来的期望现金流量来评估资产价值，对于越远期的预测现金流量采用越高的折现率。每个项目采用的折现率可能各有不同，需将货币的时间价值和项目的风险状况纳入考虑。一般而言，对于风险更大的项目将采用更高的折现率。

采用DCF模型计算出来的价值被称为净现值（NPV）。公司披露信息时常使用该指标来展示项目的价值。然而由于计算时采用的假定不同，径直比较已公布的不同项目的净现值是有问题的。就黄金项目而言，所采用的黄金和白银、铜等关键副产品的未来价格假定，决定未来营收数字，因此是计算净现值的一大关键要素。由于每家公司采用不同的价格假定，所披露的项目净现值并不能直接进行比较。有鉴于此，我们创制了“黄金矿山成本标杆对比工具”，并将其纳入我们编制的内容更为广泛的“黄金矿山成本分析报告”（该报告按季度发送给订阅者）。使用该工具，用户可以调整计算财务指标时采用的未来金属价格预测的假设，从而可以对黄金矿山和项目进行同类比较。

使用该新分析工具，我们编制出全球价值最高的



You dream is served

Valcambi Green Gold

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



www.valcambi.com



A PALLION COMPANY
www.ABCbullion.com



www.aurus.com



www.randrefinery.com

二十大黄金开发项目列表，项目净现值采用我们专有的五年期黄金和价格预测值计算。该列表不包括已进入中后期建设阶段的项目。由于过去几年发生的项目建设资本支出中很大一部分在计算净现值时未被纳入，这些项目的净现值不能直接进行比较。为比较之目的，我们对所有项目都采用8%的折现率。

极地黄金公司位于俄罗斯的Sukhoi Log项目是价值最高的黄金项目，净现值达91亿美元。这主要归因于该项目的规模很大，预计每年黄金产量可达220万盎司，约为年产位居第二的项目Soto Norte的五倍多。据估算，Sukhoi Log项目的建设资本支出将达40亿美元，远高于上表中所列其他项目。不过其资本密度，即建设资本支出除以矿山寿命期内的产量，则相对较低，为106美元/盎司。尽管价值高，但Sukhoi Log项目开发面临俄罗斯入侵乌克兰引发的一系列问题。2022年早期，极地公司曾计

2023年全球价值最高的二十大黄金项目

项目名称	所在国家	控股所有者	净现值（百万美元）
Sukhoi Log	俄罗斯	极地黄金公司（100%）	9,057
Blackwater	加拿大	阿耳特弥斯黄金公司（100%）	2,830
Mt Todd	澳大利亚	维斯塔黄金公司（100%）	1,509
Soto Norte	哥伦比亚	Minesa矿业公司（100%）	1,471
Stibnite	美国	Perpetua资源公司（100%）	1,407
Volta Grande	巴西	Belo Sun矿业公司（100%）	1,349
Eskay Creek	美国	Skeena资源公司（100%）	1,325
Springpole	加拿大	第一黄金矿业公司（100%）	1,150
Montagne D'or	法国	Guiana Orea矿业公司（100%）	1,144
Ahafo（北）	加纳	纽蒙特公司（100%）	1,093
Windfall	加拿大	Osisko矿业公司（100%）	992
Lobo Marte	智利	金罗斯黄金公司（100%）	979
Yenipazar	土耳其	Virtus矿业公司（100%）	865
Tocantinzinho	巴西	矿业合资公司（100%）	862
Loma Larga	厄瓜多尔	Dundee贵金属公司（100%）	836
Meyas Sand	苏丹	珀耳修斯矿业公司（70%）	782
Kiaka	布基纳法索	西非资源公司（90%）	698
Chulbatkan	俄罗斯	极地黄金公司（100%）	664
Agi Dagi & Camyurt	土耳其	Alamos黄金公司（100%）	568
Kalana	马里	奋进矿业公司（80%）	545

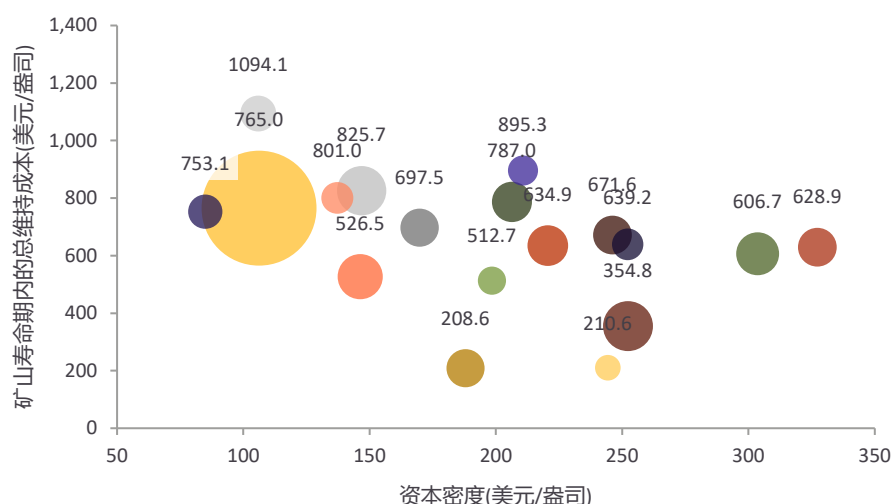
计算净现值（2023年净现值）使用Metals Focus的五年期黄金和白银价格预测值，折现率为8%。所有数字均由Metals Focus估算，可能与相关公司报告的数字有差异。数据来源：Metals Focus金矿成本服务报告

划在2027年将该矿山投入试生产。然而在多家主要加工设备制造商停止向俄罗斯生产商供货后，目前计划已延迟，迫使公司寻求采购替代设备并重新设计规划项目。

阿耳特弥斯黄金公司位于加拿大的Blackwater项目是价值第二高的黄金项目，净现值为28亿美元。该项目的估值高，得益于



项目总维持成本、资本密集度、年产量



气泡尺寸代表年产量。因矿山寿命期内其总维持成本的均值为负数，Yenipazar项目未被纳入图表。所有数字均由 Metals Focus 估算，可能与相关公司报告的数字有差异。数据来源：Metals Focus

其总维持成本 (AISC) 较低 (矿山寿命期内为527美元/盎司)，能产生强劲的现金流。此外，Blackwater 项目有望在2025年实现商业化生产，早于列表中大多数其他项目。因此相对于投产日期更晚的项目，针对Blackwater 项目现金流采用的折现率更低。维斯塔黄金公司位于澳大利亚的Mt Todd项目是价值第三高的黄金项目，净现值为15亿美元。该项目矿山寿命期内的平均品位和资本密度与Blackwater项目极为相似，但矿山寿命期内AISC的均值则要高得多，达826美元/盎司。因成本更高，该项目的预期现金流低于Blackwater项目，因此估值也更低。

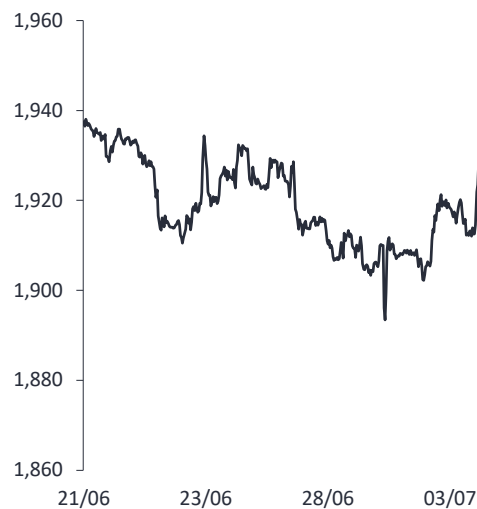
需要强调指出的是，列表中一些项目的风险远高于其他一些项目，而使用同一折现率计算净现值时这些风险未被纳入考虑。举例而言，珀耳修斯矿业公司的Meyas Sands项目位于局势动荡的苏丹，因此与位于加拿大、澳大利亚等内部十分稳定国家的项目相比，风险就要高得多。

从列表中我们可以清楚看到多数项目的所有者均为初级矿业公司。大型矿业公司的后备项目中缺乏大型新项目，显示其策略主要侧重于通过并购实现增长，而非追求内生增长。一般而言，采用该策略投入的资金更多，但与自行开发较早期阶段的项目相比，收购在产矿山或即将投产的项目风险会更低。

图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金

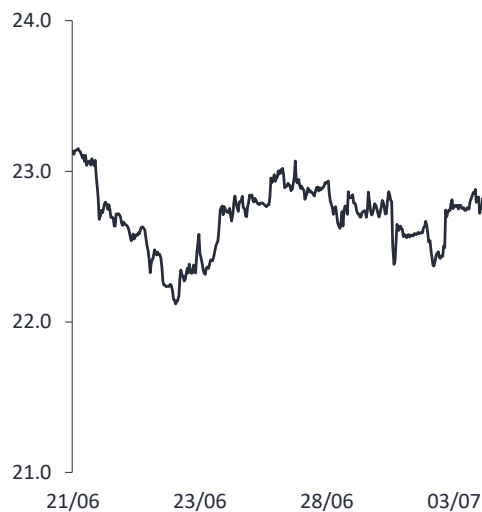
美元/盎司



来源: Bloomberg

白银

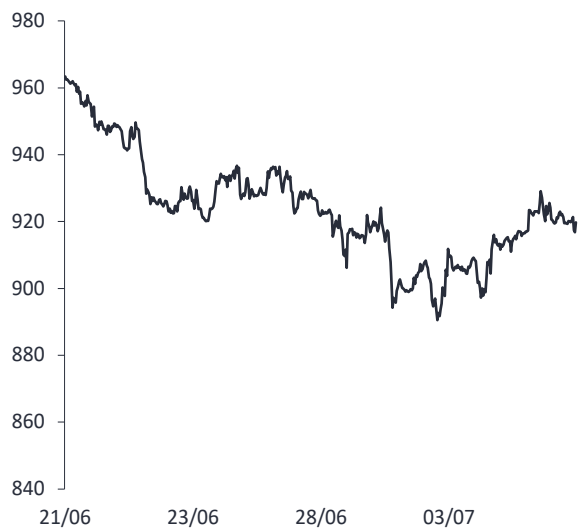
美元/盎司



来源: Bloomberg

铂金

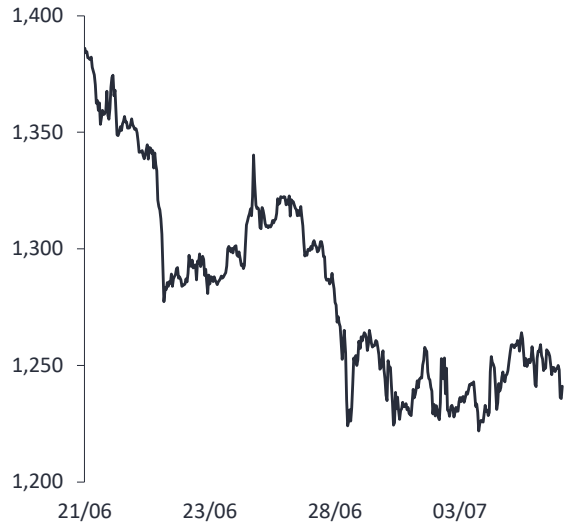
美元/盎司



来源: Bloomberg

钯金

美元/盎司

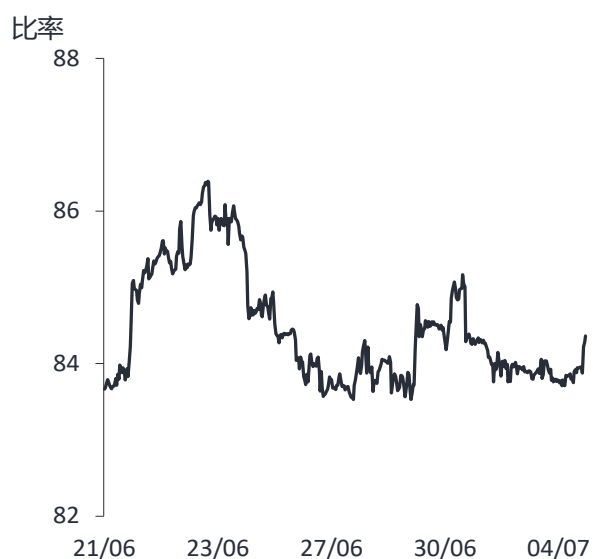


来源: Bloomberg



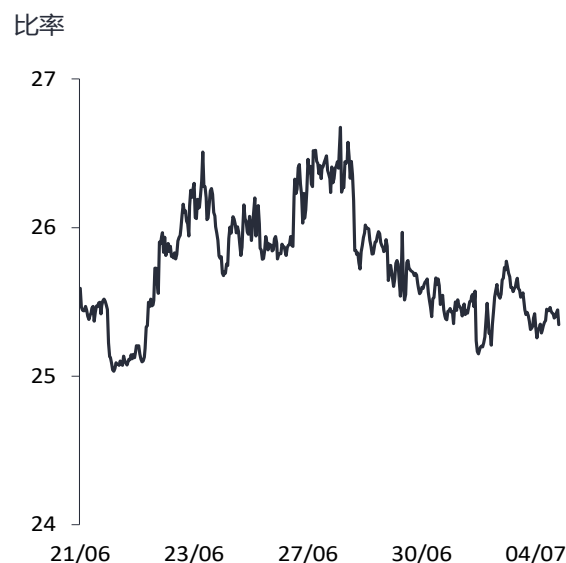
图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



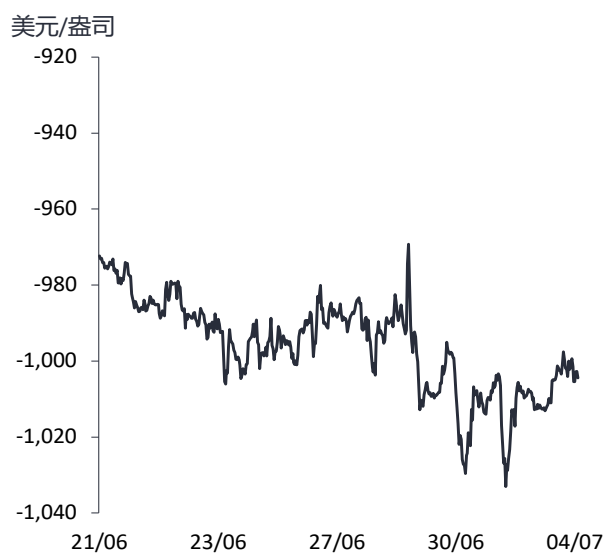
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



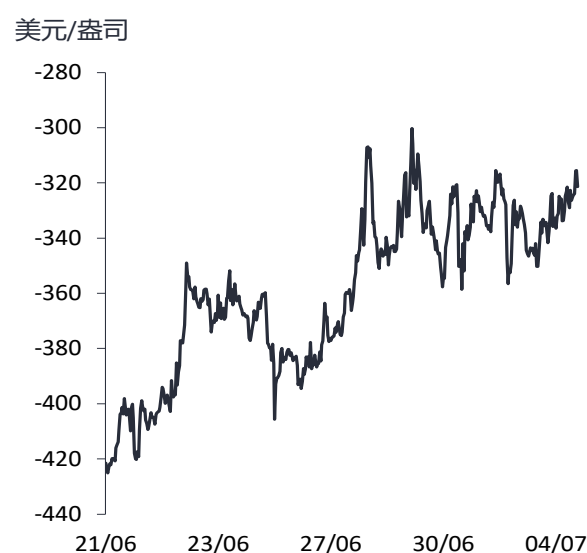
来源: Bloomberg

铂金-黄金 价差, 美元/盎司



来源: Bloomberg

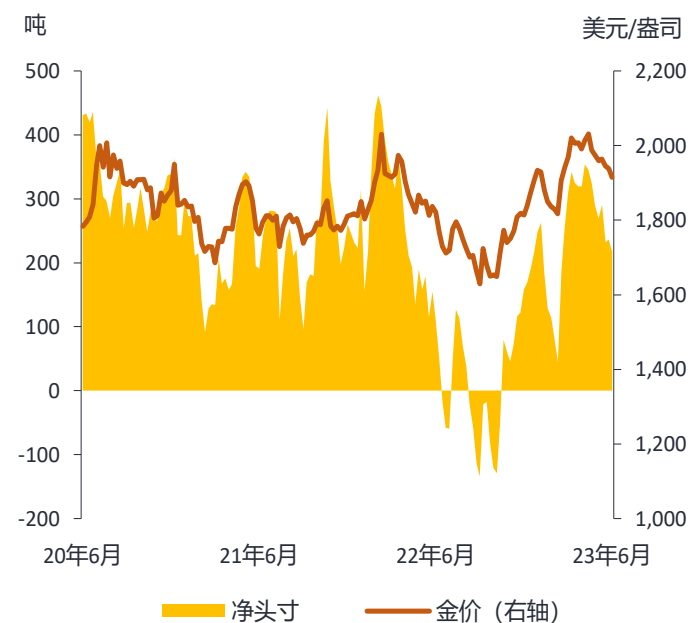
铂金-钯金 价差



来源: Bloomberg

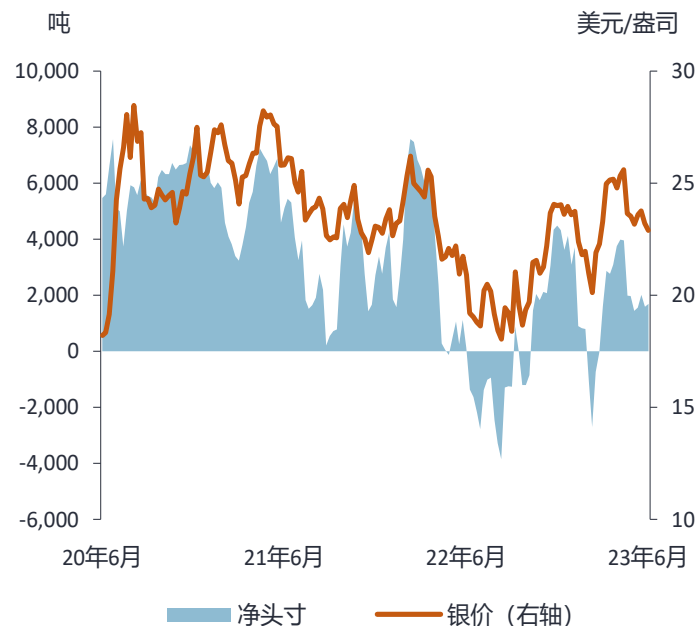
图表 - CME 期货净头寸*

黄金



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

白银



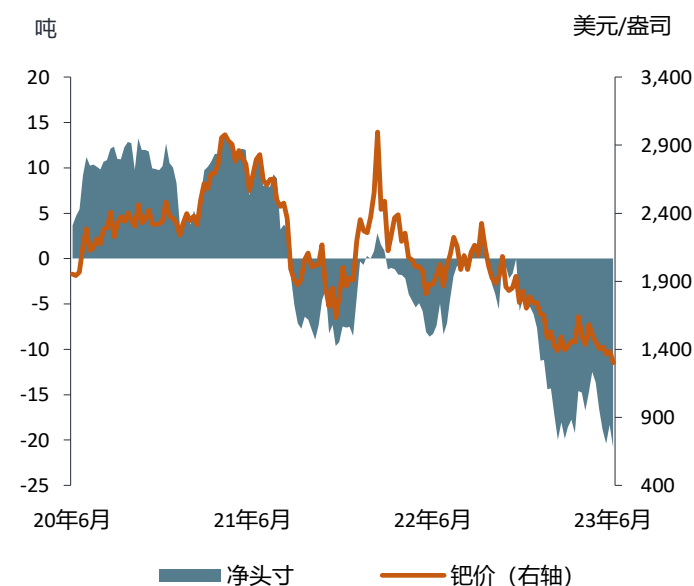
*管理基金头寸 (Managed money) ;
来源: Bloomberg

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



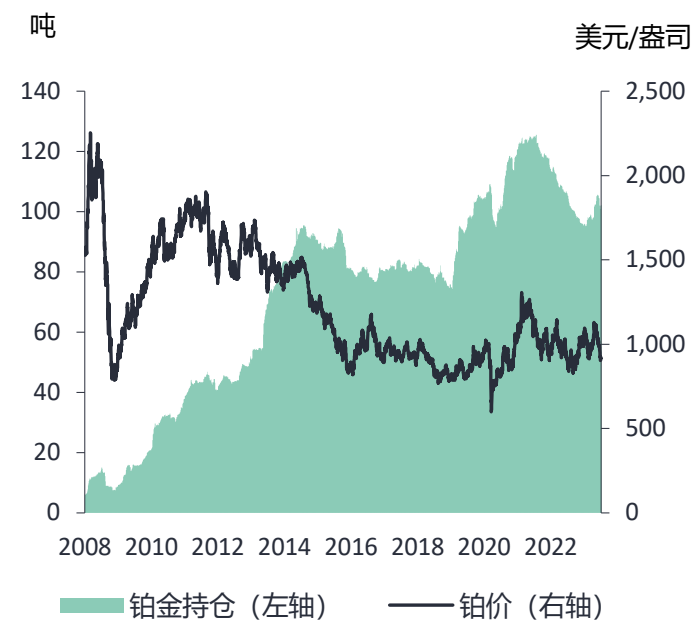
来源: Bloomberg

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。