



Metals Focus 金属聚焦

贵金属周报

第 617 期
2025/08/08

黄金

7月30日，投资者静待美联储议息会议，金价自三周以来的低点小幅回升。

白银

2025上半年中国新增光伏装机212.2GW，累计装机超1.1TW (1TW=1000GW)

铂金

津巴布韦铂业新冶炼厂年处理量提升两倍，六种铂族金属（6E）产能达109万盎司。

钯金

中国四大车企之一上汽集团2025上半年销量突破200万辆，同比增12.4%。

白银市场近期行业整合是否改善全球矿产供应前景？

在贸易战不断演变、美国通胀居高不下以及贸易不确定性引发全球增长担忧的背景下，白银仍处于波动期。受创纪录或接近纪录的高工业需求推动，白银市场正经历连续第五年结构性短缺。预计未来几年这一短缺状态将持续，导致地上库存不断减少。展望未来，这将支撑白银价格在未来几年保持高位。

然而，尽管价格前景向好，全球矿山供应长期预计将下降。这主要是由于现有矿山产量减少，部分矿山已进入生命周期末期。如果能够落地投资以推动开发阶段项目投产，这些产量损失将部分被新投产项目抵消。

与 2023 年形成鲜明对比的是，去年并购活动激增。正如我们在《全球白银年鉴2025》中所提到的，全年共公布 32 笔交易，总交易额达 30 亿美元，远超 2018 年创下的 19 亿美元的前期峰值。其中包括 First Majestic 以 8.93 亿美元收购 Gatos Silver, 以及 Coeur Mining 以 15 亿美元收购 Silvercrest Metals。2025 年这一势头持续，泛美白银 (Pan American Silver) 以 21 亿美元收购 MAG Silver, 邓迪贵金属 (Dundee Precious Metals) 以 13 亿美元收购亚得里亚金属 (Adriatic Metals)。而今年以来，截至 7 月初，并购交易价值已超过 2024 年，达到 36 亿美元。此轮并购潮是否改善了全球矿山供应前景？



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



Bulmint

www.bulmint.com



www.randrefinery.com



PRESTIGE
BULLION

www.realkruggerand.com



MENNICA
POLSKA

ISTNIEJE OD 1766 R.

www.invest.mennica.com.pl

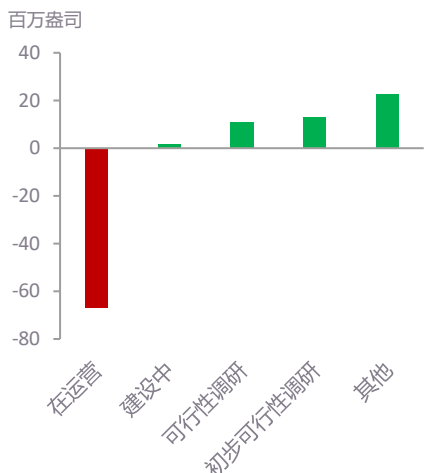


www.axedras.com

Miller

www.miller-insurance.com

各阶段项目矿产供应前景



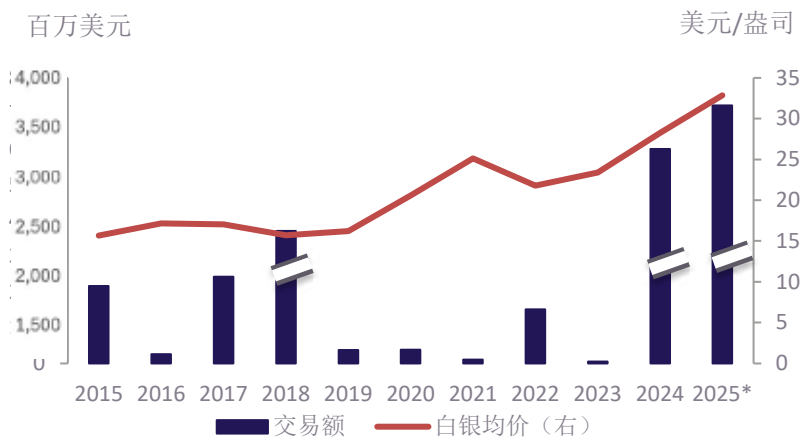
数据来源: Metals Focus

Coeur、First Majestic 和泛美白银的交易均围绕收购成熟的生产项目,即分别收购 Las Chispas、Cerro Los Gatos 和 Juanicipio (44% 股权)。这些交易的共性目标是希望获得高利润率的矿石,以支持产生自由现金流。2024 年,原生白银矿的总维持成本(AISC)自 2020 年以来首次下降,同比下降 13% 至 14.58 美元 / 盎司,但长期趋势仍向上。

以主产白银业务统计,这三个项目在 2024 年均实现正利润率。Las Chispas 和 Juanicipio 均处于成本曲线底部25%区间,而 Cerro Los Gatos 则处于25%-50%之间。Juanicipio 的低成本运营主要得益于其较高的选矿厂处理量和白银原矿品位。值得注意的是,这三个项目均有副产品收益,2024 年白银分别占其年度收入的 53%、70% 和 64%。高自由现金流使企业能够将资金再投资,用于勘探、资源转化或扩张等活动。这可能有利于延长矿山寿命或产量增加,为长期生产提供支撑。

本轮行业整合还将 Las Chispas、Cerro Los Gatos 和 Vareš 从单一资产运营公司转移至多项目运营公司旗下。这对项目与收购方均产生协同效益。首先,它提供了更强的财务实力和稳定性,因为多元化的收入来源减少了对单一项目的依赖。其次,如果某一项目收益表现不佳或面临运营问题,投资组合中的其他业务可以抵消其负面影响。对于Vareš项目来说,这一点尤其明显,该项目于 2025 年第二季度实现商业化规模生产,因为近期投产的矿山可能面临更大挑战。

公布的已完成的交易价值总额*

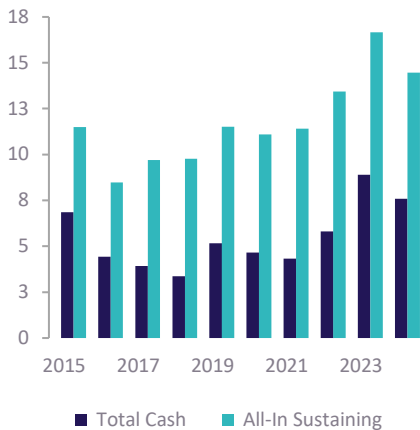


注: *在交易公布当年价值的汇总; 2025年为截止到7月10日的交易总额
数据来源: 彭博社



全球生产成本

美元/盎司 (副产品*)



*以副产品计算的成本

数据来源: Metals Focus银矿成本服务报告

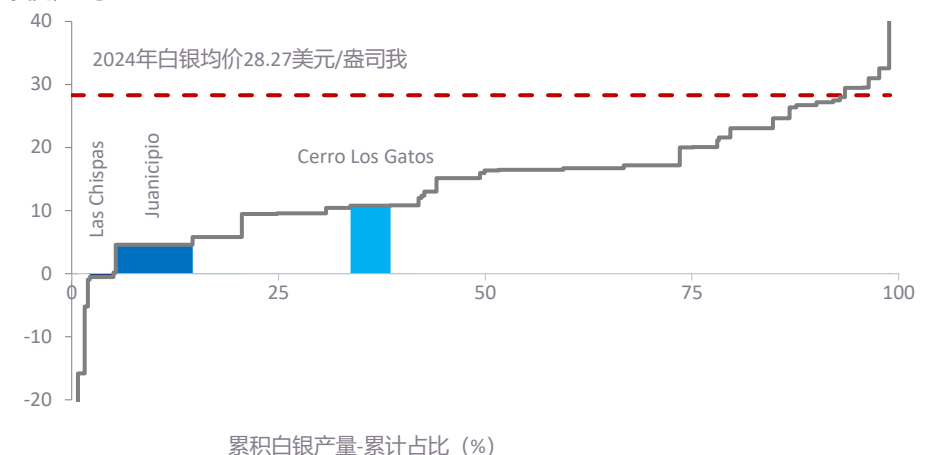
第三,大公司通常资金实力更为雄厚,从而更易为扩张或开发活动提供资金。规模化经济(如设备、燃料和物资的批量采购)效益,还能提高运营效率,降低成本。大公司还可以利用技术团队,内部共享专业知识以及人力资源、法律和 IT 等集中化服务,有助于降低项目相关的管理成本。

最后,这类收购增加了收购方的矿石储量和矿产资源。通过这种方式积累资源,很大程度上消除了绿地勘探的风险。如果新收购的资源与现有业务距离较近,还有可能带来规模经济优势。Coeur 在墨西哥收购 Las Chispas 后,其储量基础增加 14%,即 3350 万盎司(1042 吨),达到 2.71 亿盎司(8414 吨)。同样,First Majestic 通过收购 Cerro Los Gatos 和 Esther 矿床,其可归属白银储量增加 70%,即 3940 万盎司(1225 吨),达到 9560 万盎司(2972 吨)。虽然这并未增加整个行业的总储量基础,但在大型企业运营下,投入勘探投资的潜力更大。

综合来看,近期的并购活动通过将单一高利润率项目整合到多项目的投资组合中,改善了全球白银供应前景。这提高了企业财务方面的抗风险能力,并释放了更大的再投资增长潜力,这有助于资源转化和矿山寿命延长。然而,随着部分在运营项目达到实际使用寿命,仍需要新项目成功投产来支持长期供应增长。

2024年全球主产银矿生产成本

美元/盎司



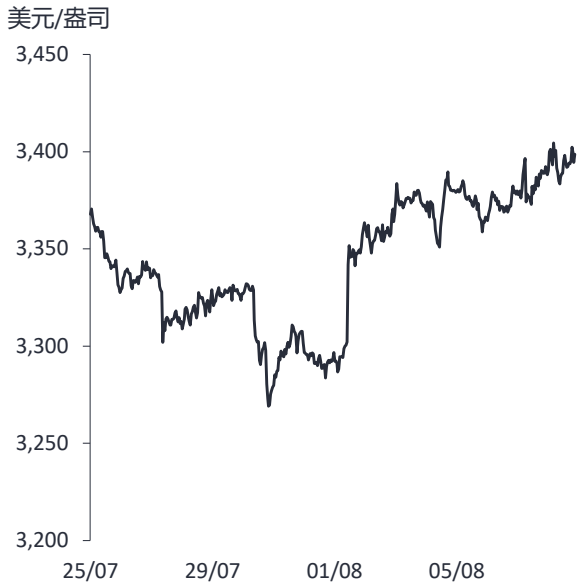
*以副产品计算成本

数据来源: Metals Focus银矿成本服务报告



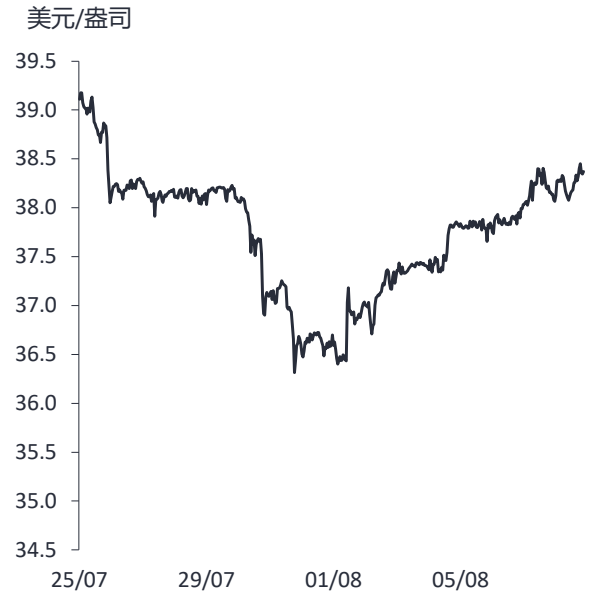
图表 - 各贵金属价格 美元/盎司

黄金



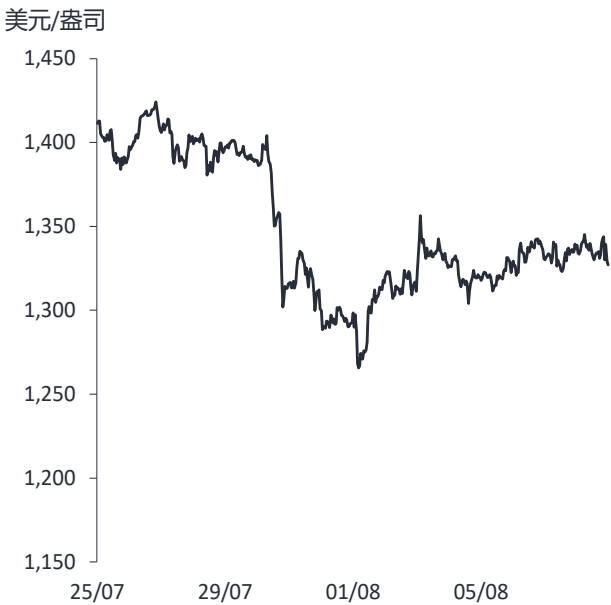
来源: Bloomberg

白银



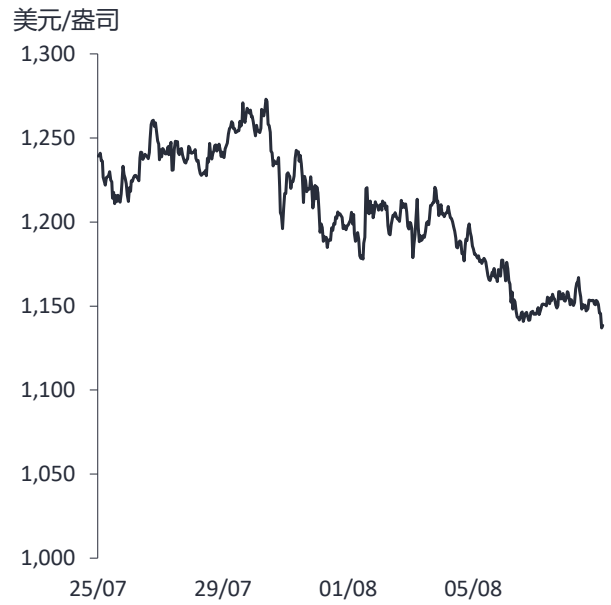
来源: Bloomberg

铂金



来源: Bloomberg

钯金



来源: Bloomberg



图表 - 比率与价差

黄金：白银比率



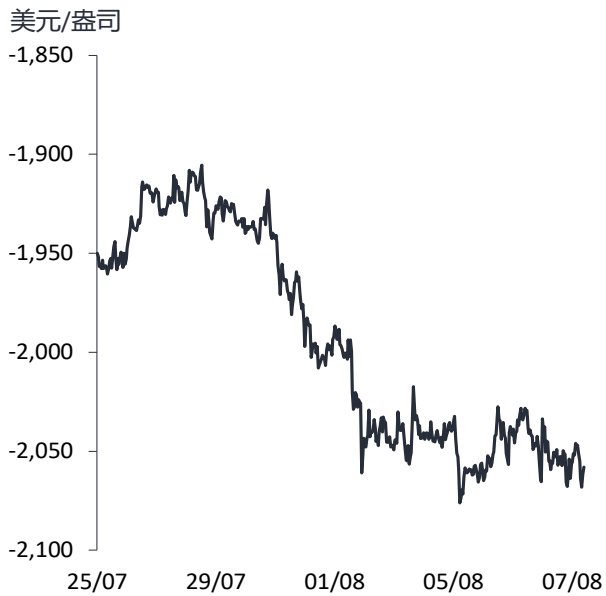
来源: Bloomberg

黄金：原油 (布伦特) 比率



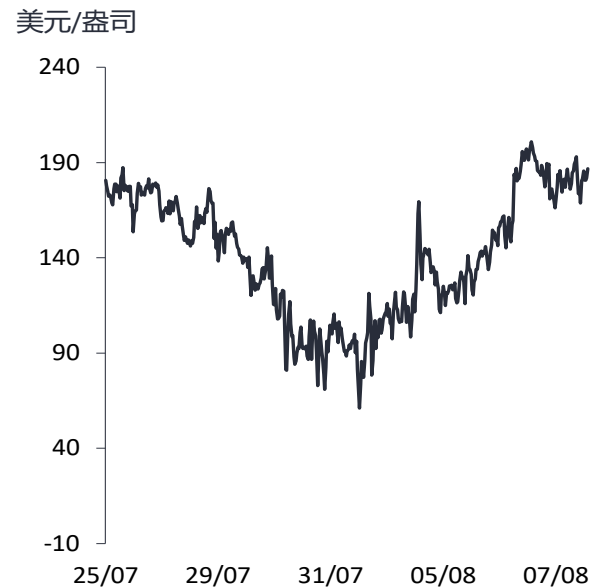
来源: Bloomberg

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



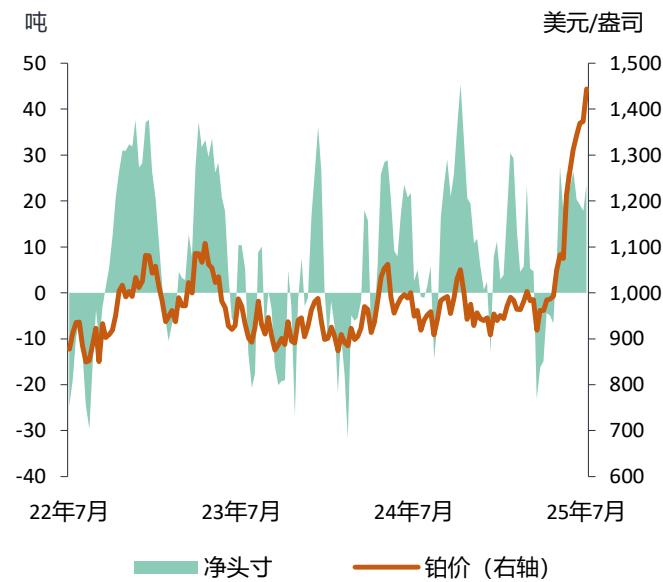
*管理基金头寸 (Managed money);
来源: Bloomberg

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



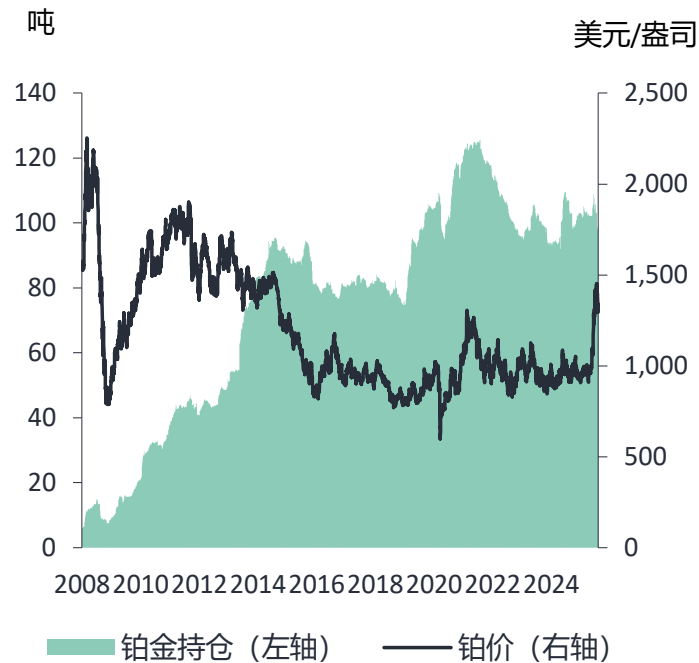
来源: Bloomberg

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

Nilesh Pise, 研究助理-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

Celine Zarate, 顾问 - 马尼拉

Jie Gao, 研究员-上海

Ross Embleton, 矿业研究员

Erin Coyle, 销售及市场经理

Donnadee Francisco, 矿业研究员-马尼拉

Ruby Tagoon, 初级矿业研究员-马尼拉

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。