

铂金远景

价格依旧疲弱及矿企削减资本支出，铂金的供应风险不容忽视

南非的铂族金属矿商都宣布了以成本为导向的重组，以应对 2023 年更低的铂族金属一篮子价格。矿商的工作重点是节约现金，为了减少资本支出，他们推迟了若干项增产和置换计划。重组公告(到目前为止)不太可能对近期产量产生实质性影响。然而，之前由于资本支出下降而导致的产量缓慢下降可能会重演。由于 WPIC 发布的 2 至 5 年供需展望使用了矿企公开产量指引区间的中间值汇总，因此铂族金属一篮子价格的持续疲软和资本支出的减少对矿产供应的潜在下行风险并未纳入 WPIC 的展望。

剔除 2020 年南非产量受新冠疫情延长停产影响的因素，2024 年预测将是我们自 2013 年以来所发布系列报告中铂金总供应量的最低水平(图 1)。我们最新的《铂金季刊》([链接](#))预测，2024 年矿山总供应量将同比减少 3%，至 548.9 万盎司。2024 年矿山供应的小幅下降与 2023 财年的成本曲线形成鲜明对比，该曲线估计，按现货铂族金属一篮子价格计算，几家矿企正处于亏损状态。由于 2022 年和 2023 年成本曲线之间的明显变化(图 3 和图 4)，供应可能对价格的反应较慢。尽管在 2022 财年和 2023 财年的成本曲线上，估计 35% 的俄罗斯以外地区的产量都是亏损的，但南非兰特贬值(图 6)和运营改善(成本约束和产量增加)帮助了 2023 年的情况趋于平缓。因此，第四季度 6 种金属产量的平均现金损失从 2022 财年的-247 美元降至 2023 财年的-148 美元/盎司，使运营更接近盈亏平衡。

Edward Sterck
研究总监

+44 203 696 8786

esterck@platinuminvestment.com

Wade Napier
分析师

wnapier@platinuminvestment.com

Jacob Hayhurst-Worthington
助理分析师

jworthington@platinuminvestment.com

Brendan Clifford
机构销售主管

+44 203 696 8778

bclifford@platinuminvestment.com

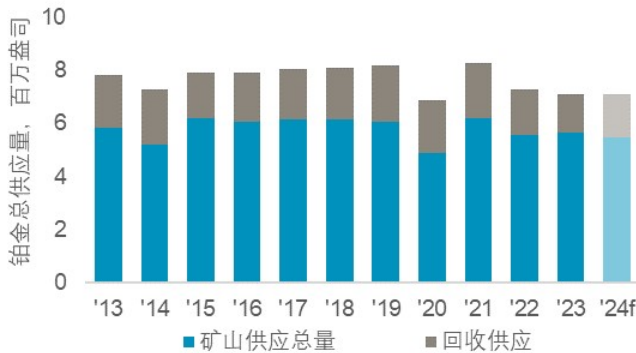
世界铂金投资协会

www.platinuminvestment.com

166 Piccadilly,
London, W1J 9EF

2024 年 3 月 27 日

图 1：铂金供应预计将同比下降 1%



来源: SFA(牛津) 2013 - 2018、金属聚焦 2019 - 2024 预测

图 2：资本支出的减少对矿山产量构成了压力



来源: 彭博社、庄信万丰、SFA(牛津)、金属聚焦、WPIC 研究

随着资本支出的削减，这一负利润率可能进一步收窄。南非铂族金属矿企预计 2024 财年的持续资本支出将同比下降 11%(图 7)，相当于每 6E 盎司平均减少 25 美元的总维持成本 (AISC)。这些因素累积起来有助于提高南非的供应韧性。因此，在小型重组、矿山资产寿命结束和一些增产项目延迟之后，南非的精炼产量预计到 2024 年仅会同比下降 1%。这一结果反映了之前讨论过的矿企容忍当前利润率的短期行动([链接](#))。

尽管短期盈利能力可能得到缓解，但资本支出的减少可能会减少矿山供应。2008 年至 2023 年间实际资本支出的持续减少(图 2)导致南非精炼铂产量下降(自 2006 年以来复合年增长率-1.7%)。如果未来的供应与过去资本支出减少的趋势相匹配，到 2028 年，每年约 25 万盎司的供应风险可能会加深我们预测的从 2025 至 2028 年期间年均 51.8 万盎司这一铂金市场缺口(图 8)。

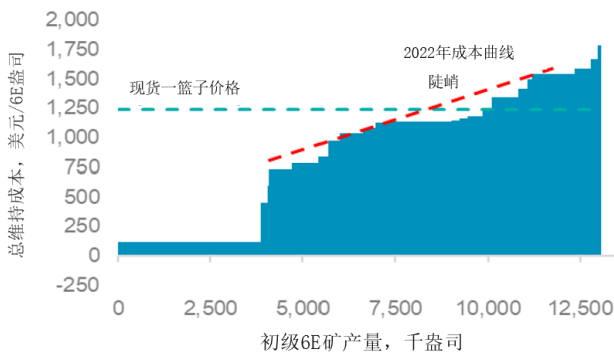
为了应对铂族金属低迷的价格，铂族金属矿企正专注于提高效率 and 减少资本支出。

较低的实际资本支出影响了矿企维持产量的能力。未来供应的下行风险可能会扩大预测的铂金市场短缺。

作为投资资产，铂金的吸引力来自以下：

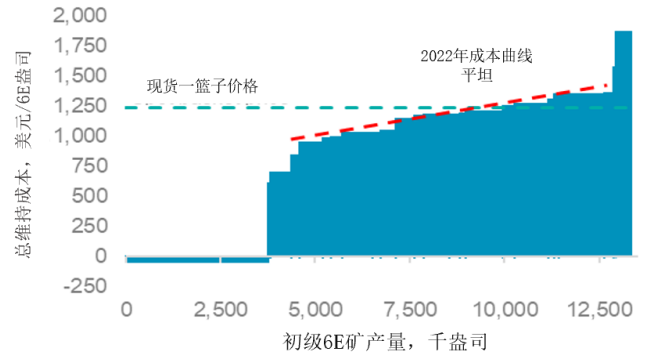
- WPIC研究表明，铂金市场从2023年起进入连续短缺时期。
- 考虑到铂金在电解槽和燃料电池中的应用，它可以被视为投资日益增长的氢经济的代表。
- 受南非电力短缺和对俄罗斯制裁的阻碍，铂金供应仍然受到挑战。
- 汽车中的铂钯替代，推动汽车领域的铂金需求继续增长。
- 铂金价格仍处于历史低位，远低于黄金和钯金。

图 3:2022 年全面维持成本曲线斜率陡峭，第四分位数的生产成本平均比现货价格高出 247 美元/ 6E 盎司



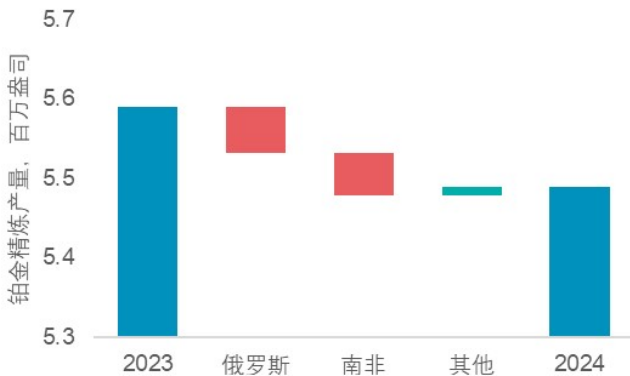
来源：公司数据、彭博社、WPIC 研究

图 4:与 2022 年相比，2023 年的全面维持成本曲线趋于平缓，第四季度的生产成本比现货价格平均高出 148 美元/ 6E 盎司



来源：公司数据、彭博社、WPIC 研究

图 5:由于俄罗斯和南非的产量下降，预计 2024 年铂金矿山供应量将同比下降 3%



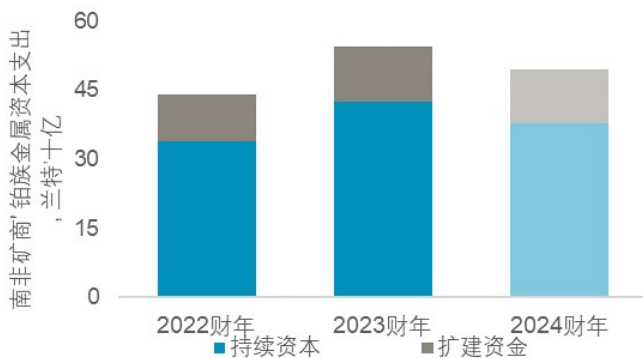
来源：金属聚焦、WPIC 研究

图 6:自 2021 年中以来，南非兰特相对于美元稳步贬值，帮助提高南非的成本竞争力



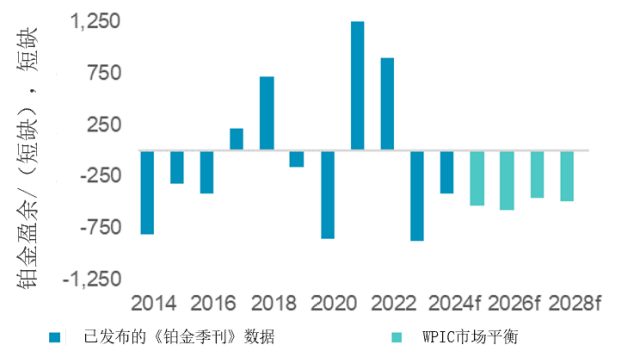
来源：彭博社、WPIC 研究

图 7:南非的可持续资本支出在 2024 财年预测同比下降 11%，这有助于降低未来的全面维持成本



来源：彭博社、公司数据、WPIC 研究

图 8: 如果资本支出减少导致矿山供应减少，那么在 2025 年至 2028 年间，铂市场短缺可能会加深，超过 51.8 万盎司的年均预测缺口



来源：SFA（牛津）2014-2018、金属聚焦 2019-2024（预测）、其后为 WPIC 研究

重要公告和免责声明：本发行材料仅限于教育目的。发行方(世界铂金投资协会 World Platinum Investment Council)由世界领先的铂金生产商成立，旨在开发铂金投资需求的市场，其使命在于通过具有执行力的行业见解和目标明确的发展规划，激励现货铂金的投资需求，为投资者提供铂金相关的支持知情决策的信息，并携手金融机构和市场参与者共同开发投资者需要的产品和渠道。

本发行材料绝不是、也绝不应该被曲解为关于任何证券的售卖意向书或购买意向的鼓吹性材料。发行方发行本材料，绝不企图传达任何指令，绝不安排、建议或企图促成任何涉及证券或商品的交易，或为其相关事宜充当代理方，不管材料中是否提及。本发行材料绝不企图提供任何税务、法律或投资建议，材料中的任何内容绝不应该被曲解为购买、销售或持有任何投资或证券、或涉及任何投资策略或交易活动的建议。发行方绝不是、也绝不意图成为证券经纪人、或注册投资顾问，或在美利坚合众国或大不列颠联合王国的法律下注册，包括《2000年金融服务和市场法》(英国)(Financial Services and Markets Act 2000)或《高级管理人员和认证制度》(Senior Managers and Certifications Regime)，或由金融行为监督局(英国)(Financial Conduct Authority)注册。

本发行材料绝不是、也绝不应该被曲解为直接针对于或适合于任何特定投资者的个性化投资建议。任何投资决策的形成仅限于咨询专业投资顾问后。基于您自身的投资目标、财务状况以及风险承受能力，您在决定任何投资、投资策略、证券或相关交易是否适合您方面全权负责。根据您的商业、法律、税务现状或状况，您应该咨询您的商业、法律、税务或会计顾问。

本发行材料所采纳的任何信息都认为是可靠的。但是本材料发行方无法确保这些信息的准确性和完备性。本发行材料包括前瞻性声明，包括关于本行业预期的持续增长声明。本材料发行方声明：本材料所提及的任何前瞻性陈述(即不含历史信息的所有陈述)都带有可能影响未来实际结果的风险性和不确定性。**世界铂金投资协会 World Platinum Investment Council**的所有标志、服务标记、商标都属于其独家所有。本发行材料中提及的所有其它商标都属于各商标持有方的财产。本材料发行方并不隶属于、联合于或关联于上述商标持有方，或受其赞助、批准或原创，特别声明除外。本材料发行方所做的所有声明都不是针对任何第三方商标的任何权利。

WPIC 研究的 MiFID II 状态

世界铂金投资协会(WPIC)已经根据 MiFID II(欧洲金融工具市场指令修订版)对其内容和服务进行了内外部审查。因此 WPIC 就其研究服务对其客户以及客户的合规/法律部门强调以下内容：WPIC 的研究内容明显属于**次要非货币利益类别**，可以继续免费提供给所有资产管理人，可以免费分享给各个投资组织。

1. WPIC 不从事任何金融工具的具体执行业务。WPIC 不从事任何造市、销售交易、贸易或股票交易活动。(也不存在任何可能性刺激诱因)。
2. WPIC 研究内容可以通过多种渠道广泛传播至所有利益相关方，因此根据 MiFID II (ESMA/FCA/AMF)标准，其内容属于“次要非货币利益类别”。WPIC 研究可以通过其官网免费获取，其研究信息聚合平台没有任何权限许可要求
3. WPIC 没有、也不会对其研究服务的使用者收取任何费用，WPIC 清晰告知机构投资者不会对其就免费内容收取任何费用。

更多细节信息请查看 WPIC 网站：

<http://www.platinuminvestment.com/investment-research/mifid-ii>