



Metals Focus金属聚焦

贵金属周报

第 660 期
2026/06/18

黄金

6月初，在美国国内就业报告强劲、美伊敌对行动再度升级以及通胀率三年来首次升至4%以上的影响下，金价跌破4150美元/盎司，上述因素强化了市场对美联储加息的预期。

白银

6月初，金银比自4月初以来首次升至65以上。

铂金

韦斯威铂业（Wesizwe Platinum）对旗下南非巴古邦（Bakubung）项目进行重组，将计划产能由每年100万吨提升至350万吨。

钯金

5月份中国乘用车销量同比下降22%，至151万辆，而出口量同比增长75%。

尽管现金流创纪录，各黄金矿企仍保持谨慎克制

Metals Focus 《Gold Peer Group Analysis》是一份针对全球主要黄金矿企的季度评估报告。通过汇总全行业运营与财务数据，该报告为观察塑造行业格局的趋势提供了独特视角。近年来，最引人注目的一大变化便是金价大幅上涨推动企业现金生成能力显著增强。这自然引出一个重要问题：面对不断增加的现金流，黄金矿企究竟如何使用这些资金？

该行业近期现金生成规模之大值得着重强调。2025年我们同业企业创造了258亿美元的自由现金流，几乎是2024年92亿美元的三倍。就在数年前，这一数字还颇为令人吃惊，而在我们有分析记录的历史中，这也代表着现金生成最强劲的一段时期。这一激增背后的原因并不难理解。2025年四季度，同业企业加权平均金价达到4120美元/盎司。而平均现金成本为1323美元/盎司。由此推算的经营利润率为Metals Focus开展此项分析15年来观察到的最高水平，而且优势相当明显。

但矿企产量其实并未出现上升，这一点尤为值得注意。2025年四季度同业企业黄金总产量为630万盎司，低于两年前逾700万盎司的水平，由此可看出行业盈利能力改善并非由产量增长推动，而几乎完全得益于实现金价走强。

尽管成本仍在继续上升，但其涨幅远低于黄金价



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



www.ABCbullion.com



www.bulmint.com



www.randrefinery.com



www.realkrugerrand.com



www.invest.mennica.com.pl

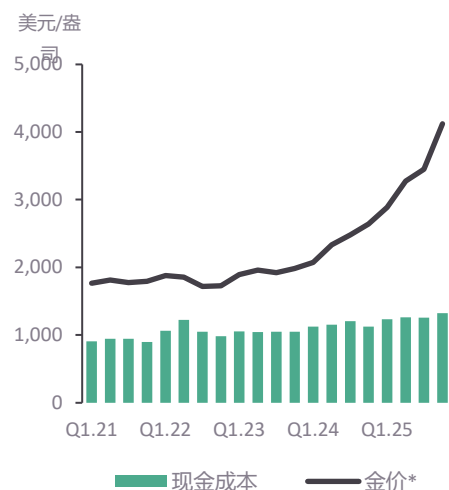


www.axedras.com

millier

www.millier-insurance.com

现金成本与金价*



*实际加权平均价格。

同业企业包括: Agnico Eagle, AngloGold Ashanti, B2Gold, Barrick Mining, Endeavour Mining, Gold Fields, Harmony Gold, Kinross Gold, Newmont, Solidcore Resources and

Sibanye-Stillwater

数据来源: 彭博社

格增长。自2009年以来,同业企业现金成本季度平均增长1.6%左右。成本通胀仍是行业面临的一个重要问题,但近期金价涨幅已大幅超过经营成本上升幅度,推动矿企利润率显著扩张。

接下来的一个问题是:这些生成的现金流向了哪里?答案是其中相当一部分资金被重新投入运营。2025年四季度总资本开支达到682美元/盎司,高于两年前的528美元/盎司。同期维持性投资和增长性投资均有所增加。其中维持现有业务的资本开支从303美元/盎司增至364美元/盎司,项目资本开支则从206美元/盎司升至280美元/盎司。

勘探支出也有所增加。同期计入费用绿地勘探支出从60美元/盎司升至78美元/盎司。综合来看,这些数据表明,矿企管理团队并非只是从现有资产中收获现金。与此相反,当前现金流中有相当一部分正被用于维持生产、开发未来项目及补充矿产储量。

鉴于产量一直在下降,这一点尤为重要。可喜的是,同业企业整体储量年限基本保持稳定,维持在20年左右。这表明到目前为止,各矿企已成功补充已开采产量,并维持其长期运营可持续性。

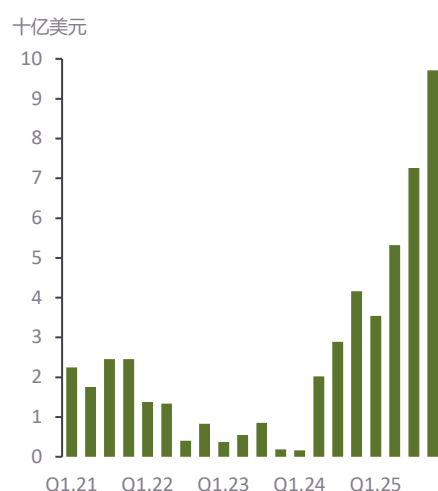
各国政府也在分享行业的繁荣成果。2025年同业企业实际税率达到33%,接近过去15年来最高水平。随着金价上涨,行业新增盈利中有相当一部分通过税收流向资源所在国政府。

资产负债表修复或许是目前现金最显著的用途。就在两年前,同业企业还报告净债务153亿美元。而到2025年底,这一状况已转变为63亿美元的净现金头寸。超210亿美元的转变是该行业多年来财务实力最显著的一次改善。

股东回报也大幅上升。2025年四季度同业企业支付股息达30亿美元,而两年前仅为8.85亿美元。这一超三倍增长反映出该行业现金生成能力增强,也表明矿企管理团队更愿将现金直接返还给投资者。不过股票回购活动仍相对克制。同业企业已发行股份总数于2023年三季度达到119亿股的峰值,到2025年底为114亿股。尽管回购计划也为股东回报增长作出贡献,但并非现金的主要用途。

综合来看,上述数据勾勒出一幅颇具意味的图景。以往的大宗

总自由现金流



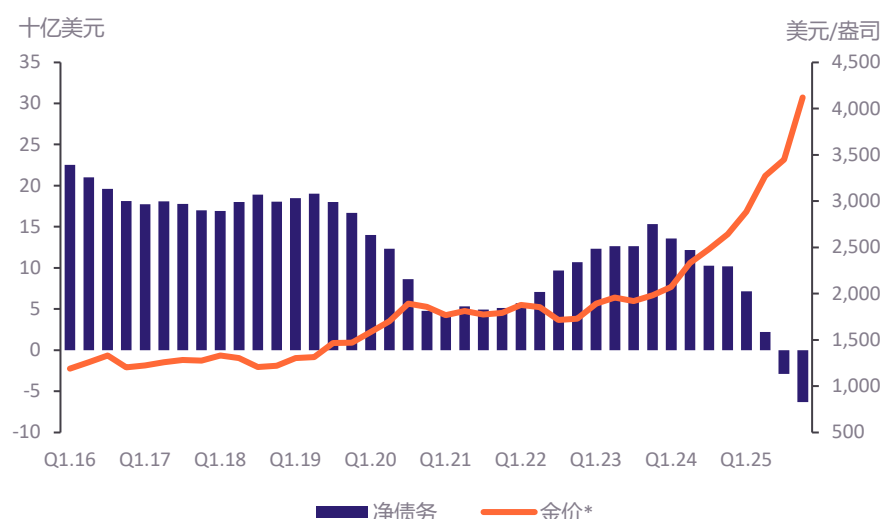
数据来源: Metals Focus Gold Peer Group Analysis Q4.25

商品周期往往伴随着激进的并购、扩张计划以及某些情况下杠杆的过度使用。而当前这一轮周期则明显不同。面对创纪录的现金生成水平,矿企管理团队普遍采取更为保守自律的做法。债务已被削减,股息有所增加,对现有及未来项目的投资上升,勘探支出也进一步增强。

更有意思的是,投资者尚未给予该行业显著更高的估值倍数。当前同业企业加权平均企业价值/息税折旧摊销前利润比率为5.4倍,而2023年初则为7倍以上。尽管资产负债表更为稳健,股息提高,盈利能力也达到创纪录水平,但从历史标准来看,估值仍然偏低。

这是否反映出投资者对当前黄金价格可持续性的谨慎态度仍有待讨论。然而可以明确的是,如今的黄金矿企与以往参与牛市的那些企业表现截然不同。当前周期最引人注目的特征或许并不在于黄金矿企创造了多少现金流,而在于其使用这些资金时所表现出的克制与审慎。

净债务与金价*



*实际加权平均价格。

数据来源: Metals Focus Gold Peer Group Analysis Q4.25

Metals Focus - 全球办事处

伦敦 | 新加坡 | 上海 | 孟买 | 台湾 | 香港 | 伊斯坦布尔 | 马尼拉 | 约翰内斯堡

商务信息与合作请联络：

Charles de Meester, 董事总经理
charles.demeester@metalsfocus.com
+44 7809 125 334

Neelan Patel, 销售总监
neelan.patel@metalsfocus.com
+44 7783 448 891

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人或持牌人均均为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。