

过去十年，黄金行业勘探费用超过了500亿美元，几乎是之前的20年总投入的两倍。但是更多的投入并没有发现更多的储量。

从2011年至2015年，黄金价格急剧下降。2015年，尽管全球宏观经济仍然有许多不确定性，但在触底1056美元/盎司后，金价开始反弹。2016年，黄金价格最高达1430美元/盎司。

金价的上涨与黄金行业全力降低成本这两种因素叠加在一起，使得黄金公司的现金流开始增加，债务总额明显减少。2017年，15家最大的全球黄金公司净债务额不到240亿美元，比2014年峰值时减少100亿美元。杠杆率也已经降低，如净债务与未计利息比率从1.6倍下降到2018年的1.1倍。由此不难看出，行业资产负债表和成本结构更为健康，企业也能偿还债务，给股东返还现金。“增长”这个词，再次出现在管理议程和投资者说明中。

但是，投资者并没有忘记，2005年至2014年期间，1000亿美元交易狂欢所造成的后果，以及黄金股票所遭受的“报应”。从2010年开始，尽管黄金价格上涨了10%，但衡量大市值黄金矿业公司的黄金股指数(GDX)却下降了60%；代表初级矿业公司的黄金小盘股指数(GDXJ)下降了74%。这种状况反映了2011年黄金行业的严峻局势、臃肿僵化的成本结构，以及过于杠杆化的资产负债表，同时也反映出投资者开始意识到许多管理团队所交易的项目已经失败。因此，与2011年峰值相比，2017年完成交易仅仅90亿美元、下降幅度达80%就不足为奇了。

大型黄金公司把并购作为一种取代和驱动储量增加的历史惯性。从1998年至2011年，仅次于棕地勘探的并购，成为大公司储量增长的第二大来源，相当于这一时期所增加储量的42%。除非公司找到、建设或者购买新的矿山，否则公司最终将因储量耗尽而破产。

替代资源的紧迫性

南非的威特沃特斯兰德盆地是全球历史上最大的黄金资源储藏地，在开采了超过1000吨黄金后，于1970年达到产量峰值。之后，南非产金量急剧下降。2017年，该国只生产了157吨黄金，降幅达84%。全球最深金矿姆波能(Mponeng)储量和矿藏的评估显示，到2050年，南非黄金矿业将可能不再盈利。

储量下降绝不是黄金矿业公司在威特沃特斯兰德盆地一家存在的问题。全球主要的黄金基地，如美国的卡林山谷(Carlin Trend)和澳大利亚南部卡尔古利的超级坑矿坑(Super Pit)等许多地方，也同样面临着储量耗尽的问题。2012年至2017年期间，全球大型黄金公司的黄金资源储量从9.67亿盎司(约3万吨)下降到7.13亿盎司(约2.2万吨)，下降幅度达26%，矿山平均服

务年限从19年下降到16.5年。同一时期，通过勘探发现的高品位、世界级规模的矿床更少。尽管技术的进步也许可以把目前不盈利的新增储量加以利用，但对于很多黄金公司来说，仍然存在着储量耗尽或者接近于耗尽的风险。因此，补充和增加储量的战略需求不断增多。

更少的矿床更长的生产

在20世纪的70年代、80年代和90年代，是黄金勘探的高光时刻。好几个大型黄金矿田被发现、建设和开采。这一时期，黄金行业发现了至少一个超过5000万盎司(约1555吨)储量的金矿和至少十个超过3000万盎司(约933吨)的金矿。但2000年以后，黄金行业还没有发现以上两类规模的矿山。甚至1500万盎司(约467吨)储量的矿山也鲜有发现。

尽管每年发现的黄金资源储量有变化，但在过去这些年里，每年黄金勘探投入的趋势均呈现滞后效应。2003年至2008年间，为改善行业状况的勘探预算快速增加，新发现相应增加，尽管还是远低于1990年代水平。但是，尽管勘探预算在2012年达到105亿美元的峰值，金矿发现的峰值却在2006年提前出现，大约为2.06亿盎司(约6407吨)。从那时开始，新发现的矿床量和含金储量均逐渐减少。明显减少的趋势在2010年升级，从那时起至今，还没有发现储量超过4000万盎司(约1244吨)的矿床。虽然短期看来影响不大，但反映出了一种结构性的改变。这种改变为黄金行业带来重要影响。

一是更少的矿床发现。当放在一个更长时间的维度观察时，这种结构的变化愈发清晰。虽然黄金勘探预算自2012年以来明显下降，但勘探费用仍然保持在历史高位。过去十年，黄金行业勘探费用超过了500亿美元，几乎是之前的20年总投入的两倍。但是更多的投入并没有发现更多的储量。与之前20年间在222处发现了1.7亿盎司(约5287吨)储量相比，过去十年里，仅仅在41处发现了2.16亿盎司(约6718吨)的储量。尽管绿地勘探投资接近10亿美元，但在过去十年里，20家大公司中的9家没有找到超过100万盎司(约3110吨)储量的矿带。如金罗斯(Kinross)投入了大约2.65亿美元也没有找到主要矿带。还应注意的是，与上世纪80年代至90年代找到的大约500万盎司(约156吨)相比，过去十年大约是3400万盎司(约1057吨)，平均发现量正在下降，而平均品位大约1.5克/吨。

从上世纪80年代到90年代早期，美国、加拿大、澳大利亚这几个国家占有所有黄金储量发现的40%。在20世纪90年代，聚焦点转移到拉丁美洲和非洲。而最近一些年，加拿大的重要性重现。如今，加拿大已占全球资源发现的30%。此外，正在发现的储量大的地区还包括加拿大中部、中亚、俄罗斯东部、厄瓜多尔、蒙古国和中国。

地球化学和已知资源外推法仍然是具有前景的主要找矿方法。这与发现深度仍然大

多数在深部地表下200米至300米相一致。过去十年中，最大的例外是在中国山东省发现了四个1000米以浅的棕地储量。对于资金有限的初级勘探公司来说，转向深部勘探是一个重大挑战。很少有公司能发现1700米以浅的深部矿体。

二是较长时间的投入生产。即使储量有了大的发现，但把储量转化成生产的时间也更长。2010年至2017年间，40家进入商业化生产的主要新金矿，从早期的靶区勘探到生产运营，平均交付时间为20年。其中10年至13年的时间用于初勘，从可研报告到商业化生产，项目进度平均时间为七年。与1990年代纽蒙特位于澳大利亚的布丁顿(Boddington)矿山和其他主要矿山平均12年至15年的交付时间相比，形成了鲜明对比。交付时间更长的原因包括，无论金价涨跌都需要扩充资本进一步投资，来自于政府、当地社区和非政府组织的更多审查，更严格的环保法规，在更多偏远地区建立基础设施的挑战。

过去七年的影响

尽管业界已经注意到这种结构性变化，但从2011年开始的成本整合和资产负债去杠杆化，使得形势变得更加严峻。2012年，20家主要黄金公司的资源储量，在经过五年同比增长后，大幅下降了10亿盎司(约3.1万吨)。至2017年末，储量为7.13亿盎司(约2.2万吨)，下降幅度达25%，明显低于2007年的水平。

过去七年储量状况恶化的原因有四个方面。

一是初级勘探公司融资环境枯竭。近年来，黄金矿业巨头日益依赖于规模较小的初级勘探公司进行勘探，以补充其储量消耗。在20世纪80年代，初级黄金勘探公司新发现的资源储量占比为15%至30%，已发现资源量的占比更低。但从2000年开始，初级勘探公司新发现资源储量占比达65%至75%，已发现资源量占比达60%至70%。如今，当投资者不再钟情于那些传统上依赖公募和私募基金进行勘探项目的高风险勘探公司时，初级勘探公司资金匮乏。过去五年里，传统形式的资金已经枯竭，只有40家公司首次公募(IPO)，筹集资金3.89亿美元。同一时期，与前四年相比，初级勘探公司后续股票发行的权益股收益减少了一半，为1500万美元。其他融资渠道如银行借款、私募或定向增发、权利金和金属流等，融资效果十分有限。行业从发现储量到开始生产和产生收益的交付时间较长。鉴于这个原因，初级勘探公司一直难以从银行借款，而且通常有限制条件。尽管权利金和金属流等融资工具已经越来越普遍，金属流公司和初级勘探公司也进行了大量交易，如美国的皇家黄金公司(Royal Gold)有超过300个项目权益，但大多数交易规模小，而且大的投资机会瞄准接近于生产或者棕地拓展等后期阶段的项目。2011年，长腾公司(Chieftain Metals)与皇家黄金公司达成金属流投融资协议，皇家黄金公司同意提前支付6000万美元，推进位于加拿大的图尔西阔(Tulsequah Chief)项目的初始经济评估研究。作为回报，皇家黄金公司有权购买该矿山所生产的12.5%份额，价格为450美元/盎司

，并以黄金支付。实际上，在该项目支付了4.8万盎司(约1.5吨)黄金后，价格为500美元/盎司、份额降低到7.5%。

二是专业勘探预算大幅度缩减并聚焦于棕地项目。2011年，黄金价格达到峰值后，大多数黄金巨头迅速转向，开始降低成本，因而勘探预算大幅压缩。行业年勘探预算从2012年的105亿美元，减少到2016年的32亿美元。仅在2017年，勘探预算开始恢复，增加了40亿美元，增长幅度为20%，但仍然低于峰值时的50%多。此外，勘探预算也从可能的高风险项目，向增加矿山服务年限的低风险棕地项目倾斜。2011年至2017年，最大的20家黄金公司勘探投入额127亿美元。其中，超过75%的投入分配给后期阶段的项目和现有矿床周边地区。削减投入和限定范围的影响，意味着当矿业公司把附近资源转换成储量后，就几乎没有可接替的开采储量。

三是修正边际品位，重新分级原矿体储量。2008年至2011年黄金价格高企期间，矿业公司把低于历史边际平均品位归类为低品位原矿。至2012年底，用于储量评估的长期黄金平均价格比之前的五年提高了140%，平均价格为大约1400美元/盎司。最高的是巴里克和金田公司，为1500美元/盎司。

2011年价格峰值后，储量的最显著的变化在2013年。在八家最大黄金公司中，有六家下调了长期价格假设。据估计，在从储量中剔除的超过1亿盎司(约3110吨)中，20%至50%的比例是更低的长期价格假设的结果。反过来就使得储量平均品位就提高了8%。之后几年，下行修正持续进行。如今，这几家公司的长期价格假设更为保守，大多数认为在1100美元/盎司至1200美元/盎司区间。

四是加速损耗的高品位储量。面对黄金价格下降和成本压力，许多公司依靠高品位储量。尤其是那些低品位和难处理原矿石的公司，利润对于黄金价格更为敏感。简单地说，采富矿如同吃白菜心——就是采原矿体的高品位区域——以得到短期经济利益，剩下的部分等金价上涨后再采。但在实践中很难做到，因为剩下的原矿体只会变得边际经济，结果导致基础储量损失。采富矿在短期内可能成为黄金公司降低成本的最有效方法。但对于一些公司来说，其长远的影响是大量的现有储量和资源将被浪费。2016年，大约60%的黄金矿山的入选原矿品位超过矿山储量品位。尽管有时候用采掘计划来搪塞，但实际上，大部分都是精心设计以增加现金流和维持运营为目的。比如格兰尼斯密斯(Granny Smith)、塞罗内格罗(Cerro Negro)和蓝岭(Turquoise Ridge)等公司，都通过采富矿来维持运营。据估计，在2012年至2016年期间，以减少储量为代价来采集富矿，黄金公司额外生产了大约100吨至200吨黄金。

来源: 中国黄金网

关注同花顺财经微信公众号(th518)，获取更多财经资讯