

推荐（维持）

黄金巨头崛起之路兼论中外黄金股估值

2019 年 02 月 21 日

贵金属系列深度报告

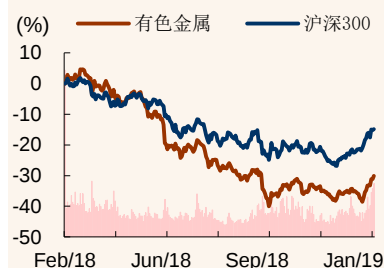
上证指数 2761

行业规模

		占比%
股票家数（只）	115	3.2
总市值（亿元）	13544	2.8
流通市值（亿元）	11167	2.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.9	-5.0	-28.1
相对表现	-1.7	-11.6	-14.8



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《美零售数据疲软 继续推荐贵金属板块——招商有色锂钴周报》2019-02-17
- 2、《关注节后消费和库存变化——招商有色基本金属周报》2019-02-17
- 3、《美联储“鸽派”定调 黄金继续上攻——招商有色锂钴周报》2019-02-11

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

黄梓钊

0755-83295441
huangzizhao@cmschina.com.cn
S1090517090003

研究助理

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

本篇报告对巴里克黄金发展历程进行了梳理、针对历史上数次重要的并购前后市场的波动进行的讨论，同时进一步分析在投资矿业股的不同阶段所适用的估值体系。

- **三十余载外延之路，铸成一代黄金巨头。**巴里克黄金凭借数次关键外延，奠定成本+规模的核心优势，崛起为全球黄金巨头。目前公司采矿项目遍及 15 个国家，资源遍布四个大洲，2017 年矿产金产量继续保持世界第一。2018 年 9 月，巴里克黄金宣布与 RandGold 进行股份合并，合并后巴里克占股 67%，新公司坐拥全球十大成本最低金矿中的五座，预计年产 650 万盎司的黄金。
- **纠偏多元化战略，资产瘦身引领估值修复。**2013 年以来，伴随金价下行以及国际矿业投资环境的恶化，使包括巴里克黄金在内的黄金矿企盈利能力大幅削弱。同时，巴里克黄金备受争议的多元化战略（收购铜资产）也对其资产负债表构成了较大拖累。2015 年，对旗下资产配置瘦身、增强资产负债表、合理最大化自由现金流，降低负债水平大幅，净利润扭亏为盈，估值重迎修复。
- **矿业股估值方法的思考：绝对估值法在黄金股上的缺陷及相对估值法的应用特点。**通过绝对估值法现金流折现模型对巴里克黄金的内在价值进行了一个初步评估，认为其目前股价存在低估。但是矿业投资具有的周期性、时间长、风险高等特点，相关参数的区间范围波动后，绝对估值法很难精准的对黄金企业进行估值。相对估值法的除了提供横向对比的体系外，在周期的各个阶段拐点的判断上也更加可靠（上行阶段，关注 PE；周期下行时，关注 EBITDA；周期谷底关注 PB。）；此外，单吨储量市值等指标，同样能在板块躁动下帮助投资者在板块内部轮动选股上提供参考。
- **弹性之美：黄金股票，金价趋势性上涨时的更优选择。**海外黄金矿业板块与金价走势呈高度一致：从近 15 年 FT 金矿指数、XAU 金矿指数与伦敦现货黄金价格的走势来看，黄金股票指数的走势与金价走势高度相关。在金价处在趋势性上涨通道中，海外黄金股票弹性比直接投资黄金更大。这一点同样表现在国内市场，A 股、H 股的黄金贵金属板块在金价上涨阶段股价弹性明显优于金价，且倾向于先于金价达到高点。
- **拿 A 股还是拿海外标的？A 股黄金股赚钱效应更明显。**在 2004 年来国际金价的三个上涨阶段中，中国的黄金龙头企业山东黄金以及中金黄金，涨幅均大幅领先 WIND 黄金指数。表明中国的黄金龙头在金价处于阶段性上涨通道时，相比行业板块具有更高弹性。海外黄金龙头股在金价上涨阶段表现分化，龙一的投资价值更为显著：2004 年以来，巴里克黄金股价的累计涨幅在大部分时间力压板块指数，纽蒙特矿业则一直难获相对收益。此外，在 2004 以来金价的三次上涨阶段中，巴里克黄金仅在第二个牛市中跑输 XAU 金矿股票指数，超额收益极为明显，而纽蒙特矿业前两个阶段涨幅均落后于 XAU 金矿股票指数。

风险提示：黄金价格大幅下跌、黄金需求端大幅萎缩、美元指数继续维持强势。

正文目录

一、巨人足迹：巴里克黄金发展史	8
1、资源布局四大洲，黄金巨头三十而立	8
2、发展历程上的数次关键外延，奠定成本+规模的核心优势	13
1984：收购 Camflo 矿业公司:收获顶级勘探团队	13
1986：收购 Goldstrike 矿:独具慧眼，低价淘得日后旗舰矿山	14
1994：收购 LAC Minerals：成为全球第三大黄金公司	14
2001：收购 Homestake：产量跃居世界第二	15
2005：收购 Placer Dome Inc.：成为全球最大黄金生产商	16
2011：备受争议的多元化战略(铜)：高价收购 Equinox Minerals	18
2018：强强联手 RandGold，巨头合体重夺全球霸主之位	19
3、受益于纠偏多元化战略及资产瘦身，负债端及盈利能力改善显著。	23
资源总量上结构性减配：瘦身黄金资产，专注高质量黄金资产	23
壮士断腕，剥离表现不佳的铜矿资产	24
四大战略颇具成效：负债端及盈利能力改善显著	25
战略调整助股价跑赢金价	26
二、红玫瑰与白玫瑰？黄金股应如何估值	28
1、精准的模糊？矿产行业的特点与绝对估值法应用的局限	28
金矿：漫长而复杂的开采生命周期	28
矿业投资的主要特点	29
股利折现法（DDM）	30
经济附加值法（EVA）	31
实物期权定价法	31
现金流折现法：基于巴里克黄金公司的思考	31
2、相对估值法	33
判断周期的底部或顶部的估值指标：市盈率与市净率	33
EV/EBITDA——在周期往复通道中更适宜的判断指标之一	36
板块内轮动判断指标——单吨储量市值	37
三、弹性之美——为何黄金股是更好的配置选择？	39
1、历数 2005 年以来的三轮黄金牛市	39

2、买黄金还是黄金股票——金价上涨阶段的选择	39
3、中外黄金龙头股在金价上涨阶段表现	41

图表目录

表 1: 巴里克黄金发展史	8
表 2: 2018 年巴里克黄金旗下主要金矿 (单位: 吨)	9
图 1 2017 年黄金产量	10
图 2 2017 年黄金储量 (Measure and Indicate)	10
图 3 北美洲资源分布图	11
图 4 南美洲资源分布图	11
图 3 Goldstrike	11
图 4 Cortez 项目	11
图 7 非洲资源分布图	12
图 8 Loulo-Gounkoto 综合体	12
图 9 Loulo-Gounkoto 综合体	12
图 10 大洋洲矿山的地理布局图	13
图 11 Kalgoorlie 矿	13
图 12 Kalgoorlie 矿	13
图 13 Robert Smith: 巴里克黄金勘探技术团队的灵魂人物	14
图 14 Robert Smith 担任首席发展官期间 Barrick 黄金产量 (吨)	14
图 15 Goldstrike: 巴里克黄金旗舰矿	14
图 16 Goldstrike 黄金储量 (吨)	14
表 3: 收购 LAC Minerals 期间股价、金价变动	15
图 17 收购 LAC Minerals 期间股价、金价走势	15
图 18 收购 Homestake 前后黄金产量 (吨)	16
图 19 收购 Homestake 后黄金储量 (吨)	16
表 4: 收购 Homestake 期间股价、金价变动	16
图 20 收购 Homestake 期间股价、金价走势	16
图 21 Placer Dome Inc. 北美洲矿山分布	17
图 22 Placer Dome Inc. 大洋洲矿山分布	17
表 5: 2005 年 Barrick 与 Placer Dome 金矿资源对比 (吨):	17

表 5: 收购 Placer Dome 期间股价、金价变动	17
图 23 收购 Placer Dome 期间股价、金价走势	18
图 24 2008~2013 LME 铜价&黄金价格	18
图 25 Equinox Minerals 铜资源储量(单位: billion pounds).....	19
图 26 收购 Equinox Minerals 期间股价、金价走势	19
图 27 2017 年 RandGold 旗下主要矿产分布	19
图 28 RandGold 黄金产量(吨)	20
图 29 RandGold 旗下矿可归属黄金资源储量 (吨)	20
表 7 巴里克与 RandGold 合并期间股价、金价变动	20
图 30 巴里克与 RandGold 合并期间股价、金价走势	20
表 8: 历次收购前公司黄金储量 (吨)	21
表 9: 历次收购前公司现金成本	21
图 31 巴里克公司股价与其黄金储量走势	22
图 32 2013-2017 出售、剥离的黄金资产	23
图 33 2017 年 top10 黄金生产商	23
表 10: 2013-2017 年被剥离矿山项目品位、成本及储量	23
表 11: 2017 年公司主力矿山品位	24
图 34 2013-2017 年被剥离黄金项目资源量占上一年的资源总量的比重	24
图 35 巴里克 2013 年营业收入结构	25
图 36 巴里克 2017 年业务收入结构	25
图 37 2013-2017 巴里克负债情况 (亿,美元)	25
图 38 2012~2017 年巴里克黄金净资产负债率 (%)	25
图 39 2012~2017 年巴里克黄金成本	26
图 40 2012~2017 年巴里克黄金毛利率	26
图 41 巴里克营业收入情况 (\$ billions)	26
图 42 2012-2017 巴里克盈利情况 (\$ billions)	26
图 43 2013-2017 年巴里克黄金股价与金价走势	27
图 44 2013-2017 年巴里克黄金股价与金矿板块走势	27
表 6: 战略调整期巴里克股价与金价、金矿板块变动幅度	27
图 45 金矿的生命周期	28
图 46 HUI 黄金企业指数	29

图 47 全球矿业勘探投资趋势	30
图 48 近十年海外黄金龙头企业股息率	30
图 49 近十年国内黄金龙头企业股息率	30
表 13: 巴里克黄金 DCF 模型	32
图 50 行业 EPS 走势	33
图 51 A 股黄金板块 PB 走势	33
图 52 A 股黄金板块净资产走势	33
表 14: 三次周期中 A 股黄金板块的 PB 估值中枢	34
图 53 海外黄金板块 PB 走势	34
图 54 海外黄金板块净资产走势	34
表 15: 三次周期中海外黄金板块的 PB 估值中枢	34
图 55 A 股黄金板块 EPS 走势	35
图 56 A 股黄金板块 PE 走势	35
表 16: 三次周期中 A 股黄金板块的 PE 估值中枢	35
图 57 海外黄金板块 EPS 走势	36
图 58 海外黄金板块 PE 走势	36
表 17: 三次周期中海外黄金板块的 PE 估值中枢	36
图 59 行业 EV/EBITADA 走势	37
表 18: 三次周期中海外黄金板块的 EV/EBITDA 中枢	37
图 60 海外龙头单吨储量市值	38
图 61 国内龙头单吨储量市值	38
表 19: 海外龙头市值/资源价值指标	38
表 20: 国内龙头市值/资源价值指标	38
表 22: 历次黄金上涨阶段价格变动（伦敦现货黄金：以美元计价）	39
图 66 2005—2018 年国际黄金价格走势（伦敦现货黄金：以美元计价）	39
图 67 金价与相关矿业股指数走势基本一致	40
图 68 金价与 XAU 金矿指数走势	40
表 23: 金价与海外黄金股票指数变化幅度	40
表 24: 金价与国内黄金股票指数变化幅度	40
图 69 金价与 WIND 贵金属指数（A 股）走势	41
图 70 金价与港交所黄金与贵金属指数（H 股）走势	41

图 71 中国黄金龙头股与 WIND 黄金走势	41
图 72 2004 年以来山东黄金股价与金价累计涨幅情况	42
图 73 2004 年以来中金黄金股价与金价累计涨幅情况	42
表 25: 中国黄金龙头股与黄金股指变化幅度	42
图 74 2004 年以来海外黄金龙头股与黄金股指数累计涨幅	43
表 26: 海外黄金龙头股与黄金股指数变化幅度	43

一、巨人足迹：巴里克黄金发展史

1、资源布局四大洲，黄金巨头三十而立

灵魂掌舵人彼得蒙克，百年基业始于石化天然气产业。巴里克黄金的前身是一家叫巴里克资源的北美私营石油和天然气公司，1983年，公司由于石油和天然气业务发展受挫，创始人彼得·蒙克（1927-2018）决定将公司主营业务转向于黄金业务。1983~2019年，巴里克黄金在历经多轮黄金周期下，走出波澜壮阔的黄金巨头崛起之路。其发展历程共分为5个阶段：1）1983-1987年由石油天然气公司向黄金矿企过渡的转型期；2）1988-2006年由大型兼并带动的迅速崛起期；3）2007-2012年巩固龙头地位的稳健发展期；4&5）2013-2017年的战略收缩期以及2018开启的强强联手，力挽颓势的时期。

砥砺前行三十五载，资源布局四大洲。经过35年的并购历程，巴里克黄金已经在阿根廷，澳大利亚，加拿大，智利，刚果民主共和国，秘鲁，美国和赞比亚等15个国家开展采矿业务和项目，覆盖了北美洲、南美洲、大洋洲以及非洲，形成了一张布局全球的金矿（铜）资源网。

表 1：巴里克黄金发展史

发展阶段	核心模式	时间	标志事件	意义
1983-1987 年：由石油天然气公司向黄金矿企过渡的转型期	从投资小型矿山，到收购矿业公司，逐步过渡为专业的黄金矿企	1983 年	投资了两座小矿山，并于多伦多证券交易所上市	转型后，以黄金企业的身份站稳脚跟，获得了一支世界级的勘探团队
		1984 年	收购了 Camflo 矿业公司，该公司在魁北克省和美国内华达州拥有金矿	
		1985 年	收购了位于犹他州的 Mercur 矿	
		1986 年	收购了位于内华达州的 Goldstrike 矿	
1988-2006 年：经由大型金矿兼并退出公司规模迅速崛起	持续通过全球大型矿企/项目的收购整合，占领核心金矿资源	1994 年	收购了加拿大矿业公司 Lac Minerals，成为全球第三大金矿开采公司	布局全球，迅速成为世界黄金龙头
		1996 年	8 亿美金收购拥有秘鲁 Pierina 矿等产权的 Arequipa Resources	
		1999 年	以 3.5 亿美金收购了坦桑尼亚金矿公司 Sutton Resources Ltd.	
		2001 年	以 23 亿美元的股票收购了美国历史最悠久的矿业公司之一 Homestake 矿业公司，成为全球第二大黄金生产商	
		2005 年	以 104 亿美元收购竞争对手加拿大黄金矿业公司 Placer Dome Inc.，成为全球最大的黄金生产商	
2007-2012 年：占据龙头地位后的稳健发展期	扩张速度减缓，注重现有业务的稳健经营；充分利用资	2009 年	巴里克黄金发起了当时加拿大历史上最大的股票发行。	整合之前急速扩张的业务，黄金产量稳居

2013-2017 年：战略收缩期	本市场的融资功能；一定程度上进行多元化战略。	2010 年	在塔桑尼亚成立了一个独立公司——非洲巴里克黄金（African Barrick Gold），随后非洲巴里克黄金登陆伦敦交易所	世界第一。同时增大铜矿资产的比重以分散黄金业务风险。
		2011 年	击败中国五矿集团，以 73 亿加元(折合 77 亿美元)的现金收购了澳大利亚铜矿公司 Equinox	
		2013 年	以 3 亿美金出售其位于澳大利亚西部的 Yilgarn South	
		2015 年	以 2.98 亿美元的现金价格向紫金矿业出售旗下子公司 Barrick Niugini 50% 的股权	
	坚持精简组织、强化资产负债表、合理最大化自由现金流以及重新关注核心地区的高质量资产四大战略。缩减产量、降低成本，通过出售资产获得资金以减少债务	2015 年	以 5.5 亿美元出售位于澳大利亚的 Cowal 金矿项目	在经济下行、投资环境恶化的情况下得以渡过难关，以微弱优势保持世界第一的位置
		2015 年	以 10 亿美元出售智利的 Zaldivar 铜矿 50% 股权	
		2015 年	以 7.2 亿美元出售 Round Mountain 矿 50% 权益、Bald Mountain 矿全部权益、Spring Valley 项目 70% 权益和 Ruby Hill 矿 100% 权益	
2018 起：强强联手，力挽颓势期	通过巨头之间的合并，强强联手，走出经营困境	2017 年	以 9.6 亿美元向山东黄金转让阿根廷贝拉德罗（Valedero）金矿 47.5% 的股权	
		2018 年	与南非兰德黄金资源公司达成价值 180 亿美元的并购协议，巴里克黄金将拥有合并后公司 67% 的股份	合并后的公司年产量将超过 650 万盎司，有望扭转近几年的发展颓势

资料来源：招商证券

在 17 年口径下，黄金储量（Measure and Indicate）近 3000 吨，美洲占比逾 9 成。2017 年公司 M&I 口径下，黄金储量为 2802.35 吨，其中北美洲储量为 1428.98 吨，占比达 51%，南美洲占比 41% 次之，非洲和大洋洲占比分别为 5% 和 3%。

表 2：2018 年巴里克黄金旗下主要金矿（单位：吨）

	产量（2017）	产量（2018E）	Mineral	Ore reserves
Barrick Nevada	71.54	63.76-70.14	Cortez : 59.10	Cortez : 311.04
			Goldstrike: 49.77	Goldstrike: 261.27
Loulo-Gounkoto	22.72	21.46	Loulo: 245.72	Loulo : 161.74
			Gounkoto: 115.08	Gounkoto: 93.31
Pueblo Viejo	20.22	17.88 – 18.35	250.38	223.95
Kibali	18.54	22.71	404.35	270.6

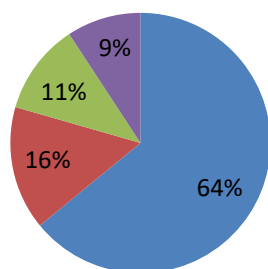
Veladero	13.44	8.55 – 10.26	40.43	87.09
Lagunas Norte	12.04	7.78 – 8.40	29.55	124.41
Kalgoorlie	11.45	8.71 – 10.26	17.76	120
Tongon	8.98	9.02	59.1	37.32
Porgera	7.31	5.91 – 6.69	57.54	62.21
Turquoise Ridge	6.56	7.46 -8.40	46.66	183.51
Hemlo	6.1	5.60- 6.22	55.99	55.05
Morila	2.18	2.95	8.4	5.91
Golden Sunlight	1.28	0.93 -1.56	5.57	0.93
Goldrush+Fourmile	预测 15.55 吨/ 年	预计 2021 或 2022 投产	292.37	46.66

资料来源：公司官网，招商证券

按 17 年口径，公司产量逾 6 成贡献来自于北美洲。2017 年公司黄金产量 165.56 吨，其中有 64%来自北美洲，余下的 59.5 吨产量中，南美洲、大洋洲和非洲分别贡献了余下的 16%、11%和 9%。

图 1 2017 年黄金产量

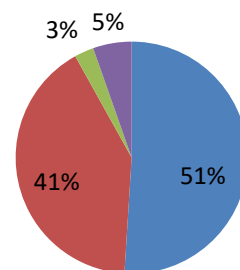
■ 北美洲 ■ 南美洲 ■ 大洋洲 ■ 非洲



资料来源：公司官网，招商证券

图 2 2017 年黄金储量 (Measure and Indicate)

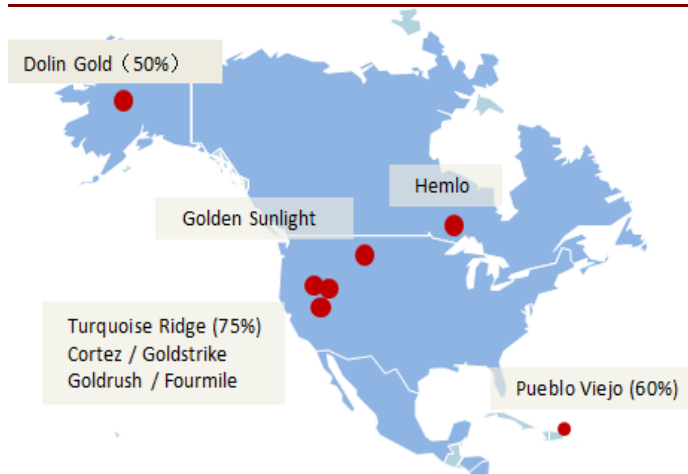
■ 北美洲 ■ 南美洲 ■ 大洋洲 ■ 非洲



资料来源：公司官网，招商证券

美洲（北美&南美）——是巴里克黄金核心资产“弹药库”。2017 年巴里克在整个美洲的黄金产量为 131.54 吨，其北美洲产量 106.06 吨，占比 80.63%，主要由美国内达华州 Goldstrike 和 Cortez 矿的合计贡献 54.67%；南美洲产量 25.47 吨，占比 19.37%；主要由 Veladero 和 Lagunas Norte 分别贡献 10.22%和 9.15%；巴里克在美洲（北美&南美）资源量占总量比值逾 90%。旗下的 Goldstrike、Cortez、Pueblo Viejo、Veladero 、Lagunas Norte 等黄金产量居前的矿山都坐落在美洲。

图 3 北美洲资源分布图



资料来源：招商证券

图 4 南美洲资源分布图



资料来源：招商证券

美洲主力矿山——**Goldstrike 矿** 与 **Cortez 矿**。Goldstrike 与 Cortez 位于美国内华达州，2017 年合计黄金产量达 71.54 吨，生产成本仅为 455 美元/盎司，不论是从产量还是成本角度，皆称得上是巴里克在美洲的旗舰矿山。其中，Goldstrike 矿区是世界上最大的 Carlin（卡林）型矿，与 Newmont Mining 的 Carlin 矿区相邻，矿石品位高达 5.99 克/吨；而 Cortez 矿是内华达州运行时间最长的金矿，矿石储量在巴里克所有矿山中排名第一。

图 3 Goldstrike



资料来源：招商证券

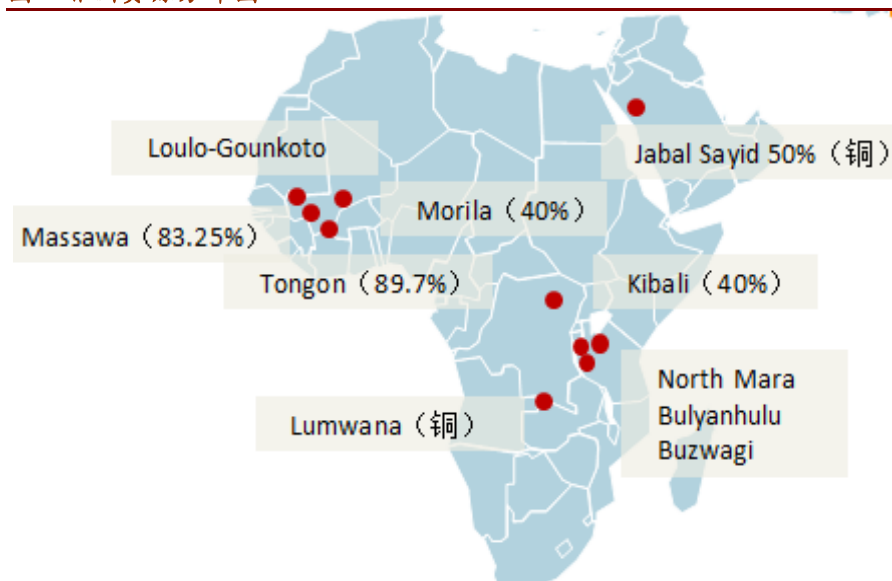
图 4 Cortez 项目



资料来源：招商证券

非洲——巴里克黄金资源开发最具潜力的地区之一。巴里克黄金在非洲的子公司 Acacia Mining Plc 是坦桑尼亚最大的黄金开采公司（前身为非洲巴里克黄金公司），控制着 North Mara、Bulyanhulu 和 Buzwagi 三处矿山。按照 17 年口径，巴里克在非洲的黄金资源储量为 150.91 吨。与 RandGold 合并后，巴里克在非洲新增了包括 Loulo-Gounkoto 综合体、Morila、Kibali 和 Tongon 等多处金矿，预计未来在非洲的黄金产量和资源储量具备大幅提升的潜能。

图 7 非洲资源分布图



资料来源：招商证券

非洲主力矿山——Loulo-Gounkoto 综合体。 Loulo-Gounkoto 综合体于 2018 年在与 RandGold 合并后纳入旗下。Loulo-Gounkoto 综合体位于马里西部，包括两个不同的采矿许可证，2018 年预计黄金产量可达 21.46 吨，该综合体生产成本为 543.1 美元/盎司，矿石品位 Loulo 矿为 4.6 克/吨，Gounkoto 为 4.1 克/吨。目前巴里克拥有 80% 的权益，剩余的权益由马里州拥有。

图 8 Loulo-Gounkoto 综合体



资料来源：招商证券

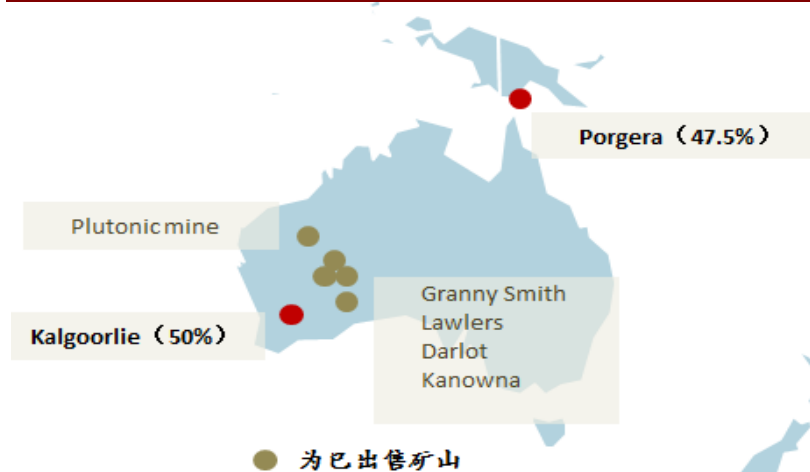
图 9 Loulo-Gounkoto 综合体



资料来源：招商证券

大洋洲——曾是巴里克黄金希望重点发展的地区，13 年后逐步“减配”。巴里克在 21 世纪初通过收购 Homestake 和 Placer Dome Inc.，在澳大利亚攻城略地，一度控制了澳大利亚 30% 的黄金产量。但 2013 年以来，收缩战略下的巴里克黄金出售了澳大利亚境内包括 Granny Smith, Lawlers, Darlot 在内的多处矿山以及 Valedero 矿 50% 的股份。目前公司在大洋洲主要拥有 Kalgoorlie (50%) 和 Valedero (47.5) 两处金矿。

图 10 大洋洲矿山的地理布局图



资料来源：招商证券

大洋洲主力矿山——**Kalgoorlie 矿**。Kalgoorlie 矿位于澳大利亚西部，巴里克和 Newmont Mining 各持有其 50% 的权益。Kalgoorlie 包括了被称为“超级坑”的 Fimiston Open Pit，该矿是澳大利亚最大的露天开采金矿之一。2017 年，Kalgoorlie 黄金产量为 11.45 吨，生产成本为 642 美元/盎司，预计 2018 年产黄金 8.71~10.26 吨。

图 11 Kalgoorlie 矿



资料来源：招商证券

图 12 Kalgoorlie 矿



资料来源：招商证券

2、发展历程上的数次关键外延，奠定成本+规模的核心优势

1984：收购 Camflo 矿业公司:收获顶级勘探团队

1983 年正式转向黄金业务后，寻找具有潜力的工作矿山成了巴里克的当务之急。1984 年，巴里克收购了负债累累的魁北克 Camflo 矿业有限公司，从而获得了以地质师 Robert Smith 为首的顶尖矿业勘探团队。公司给予 Robert Smith 极大的尊重与信任，任命其为首席发展官长达 13 年，在这期间 Robert Smith 立下汗马功劳，带领巴里克从 1984 年生产 57,000 盎司黄金的小型企业发展成为 1996 年产量超过 300 万盎司的公司。

Robert Smith 掌舵，使得 Camflo 成为魁北克成本最低的地下黄金生产商之一。1985 年巴里克收购犹他州的 Mercur 矿，在 Robert Smith 抵达 18 个月后，Mercur 的价值是

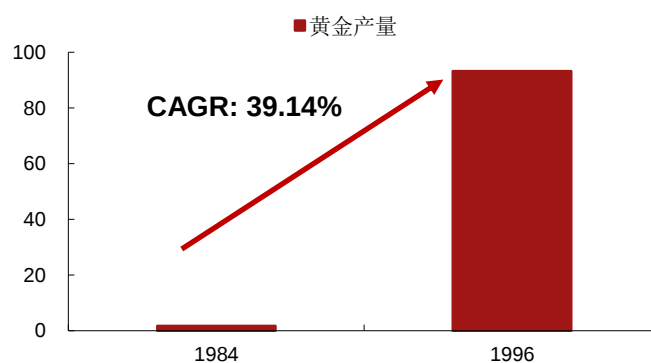
其原始购买价的五倍。在巴里克收购 Goldstrike 矿后, Robert Smith 将硫化物矿石的黄金回收率从 30% 提高到 90%, 使 Goldstrike 成为世界上最有效率的金矿之一。在 Robert Smith 团队的努力工作下, 巴里克不仅成功实施了多项兼并收购, 以较低成本获得了多个极具潜力的金矿项目, 同时地质勘探工作取得了重大成果, 资源储量大幅增加。

图 13 Robert Smith: 巴里克黄金勘探技术团队的灵魂人物



资料来源: 公司资料、招商证券

图 14 Robert Smith 担任首席发展官期间 Barrick 黄金产量 (吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

1986: 收购 Goldstrike 矿: 独具慧眼, 低价淘得日后旗舰矿山

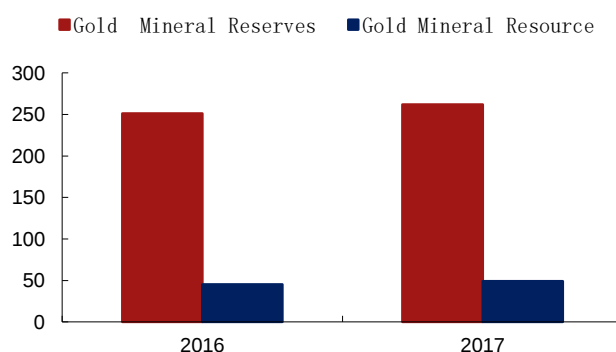
Goldstrike 矿山位于美国内华达州, 原是一个很不起眼的黄金产地。原矿主仅看重地表的氧化矿, 估算其仅有 60 万盎司的黄金储量, 随后以 6200 万美元的价格卖给了巴里克公司。巴里克公司组织技术人员勘探后, Goldstrike 矿山深部可能隐藏着大型金矿。事实证明, 巴里克公司的技术判断是正确的。自 1986 年收购 Goldstrike 以来, 它已经生产了 4200 万盎司的黄金。2016 年, Goldstrike 生产了 1,096,000 盎司黄金, 成为世界第三大金矿。在巴里克的持续勘探下, Goldstrike 的黄金储量还有进一步扩大的潜力。

图 15 Goldstrike: 巴里克黄金旗舰矿



资料来源: 公司公告、招商证券

图 16 Goldstrike 黄金储量 (吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

1994: 收购 LAC Minerals: 成为全球第三大黄金公司

LAC Minerals 是一家加拿大矿业公司, 在北美和南美拥有丰富的资源储备。1994 年,

巴里克在收购 LAC Minerals 时面临着 Royal Oak 的竞争, 最终巴里克凭借高质量资产, 更具流动性的股票和强劲现金头寸击败了 Royal Oak 竞标方面的吸引力。LAC Minerals 1993 年在美洲的黄金产量共计 108 万盎司, 同年, 巴里克在加拿大的黄金产量也不过为 160 万盎司, LAC Minerals 成为巴里克在拉丁美洲的强大立足点。收购完成后, 巴里克黄金产量显著增加, 成功跻身全球前三。

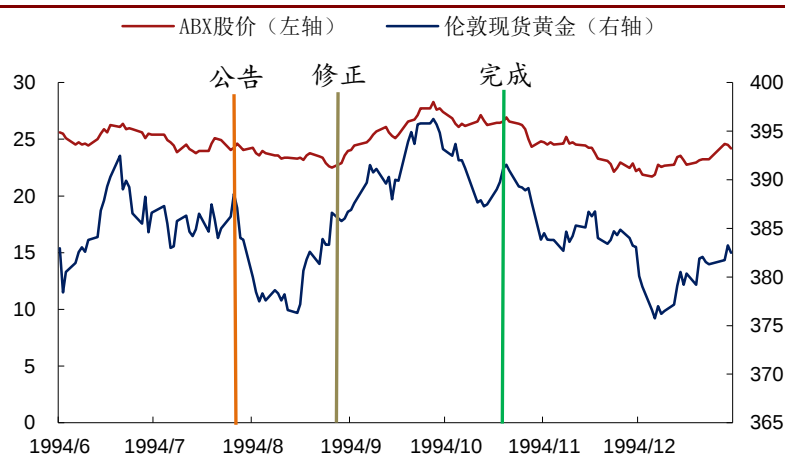
收购 LAC Minerals 公告日至修正日, 巴里克股价下跌 4.80%, 伦敦现货黄金下跌 0.75%; 至完成日, 巴里克股价上涨 10%, 伦敦现货黄金上涨 0.92%。整体股价与金价同向变动, 但股价表现显著跑赢金价。

表 3: 收购 LAC Minerals 期间股价、金价变动

	时间	巴里克公司 股价	变化幅度	伦敦现货 黄金价格	变化幅度
公告日 (基期)	1994/7/25	24.05	-	386.20	-
修正日	1994/8/24	22.90	-4.80%	383.30	-0.75%
完成日	1994/10/18	26.45	10.00%	389.75	0.92%

资料来源: Bloomberg, 招商证券

图 17 收购 LAC Minerals 期间股价、金价走势

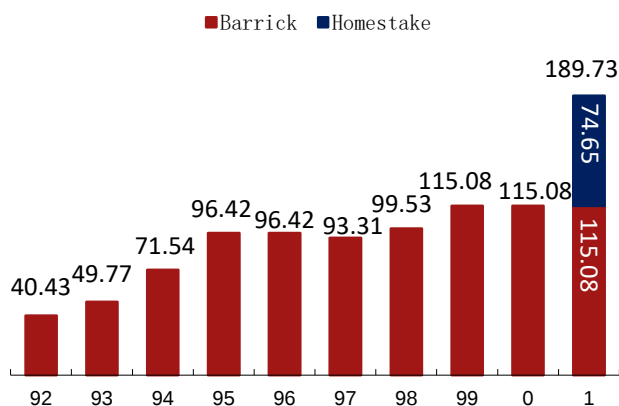


资料来源: Bloomberg, 招商证券

2001: 收购 Homestake: 产量跃居世界第二

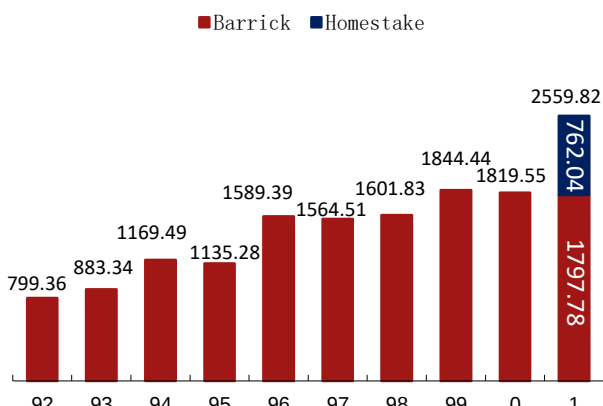
2001 年, 公司以 23 亿美元的股票收购了美国历史最悠久的矿业公司之一 Homestake 矿业公司。Homestake 是规模大且成本较低黄金生产商, 在拉丁美洲和澳大利亚均拥有矿山。在收购 Homestake 后, 巴里克进一步巩固了在拉丁美洲的优势, 同时接管了位于澳大利亚的四个矿山, 巴里克也由此将业务拓展到大洋洲。并入 Homestake 后, 巴里克的黄金产量增长了 64.9%, 黄金储量增长了 42.4%, 一举成为世界第二大黄金公司。

图 18 收购 Homestake 前后黄金产量 (吨)



资料来源：公司年报，招商证券

图 19 收购 Homestake 后黄金储量(吨)



资料来源：公司年报，招商证券

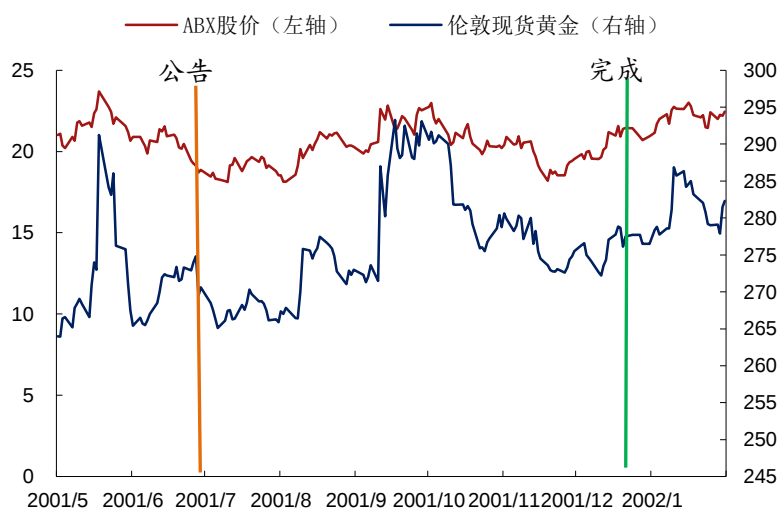
收购 Homestake 公告日至完成日,巴里克股价上涨 7.95%,伦敦现货黄金上涨 1.78%。整体股价与金价同向变动,弹性大于金价。

表 4: 收购 Homestake 期间股价、金价变动

	时间	巴里克公司 股价	变化幅度	伦敦现货 黄金价格	变化幅度
公告日 (基期)	2001/6/25	19.43		272.90	
完成日	2001/12/17	20.98	7.95%	277.75	1.78%

资料来源：Bloomberg，招商证券

图 20 收购 Homestake 期间股价、金价走势



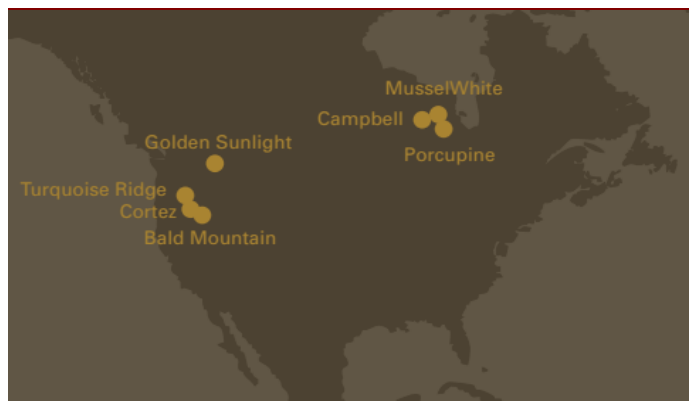
资料来源：Bloomberg，招商证券

2005：收购 Placer Dome Inc.：成为全球最大黄金生产商

Placer Dome Inc.是世界前五大矿业公司，在北美洲和大洋洲拥有丰富的矿山资源，在南美洲和非洲也有经营的矿山。

2005 年，巴里克在收购 Placer Dome Inc. 时，遇到了来自纽蒙特公司的竞争。当时，纽蒙特公司黄金产量位居世界首位，比巴里克公司更具竞争力。最终巴里克不惜将报价提高 9.8%，以 104 亿美元的价格成功收下 Placer Dome Inc.。收购完成后，巴里克公司接管了来自全球各地的 12 个运营的矿山以及 3 个项目，控制了澳大利亚 30% 的黄金产量，同时也超越纽蒙特公司，问鼎全球最大的黄金生产商。

图 21 Placer Dome Inc. 北美洲矿山分布



资料来源：公司年报，招商证券

图 22 Placer Dome Inc. 大洋洲矿山分布



资料来源：公司年报，招商证券

表 5：2005 年 Barrick 与 Placer Dome 金矿资源对比（吨）：

	Proven and Probable		Measured and Indicated	
	Barrick	Placer	Barrick	Placer Dome
北美洲	715	684	124	591
南美洲	1275	0	156	0
澳洲	342	280	187	124.
大洋洲	435	591	93	436
总计	2768	1555	560	1151

资料来源：公司年报，招商证券

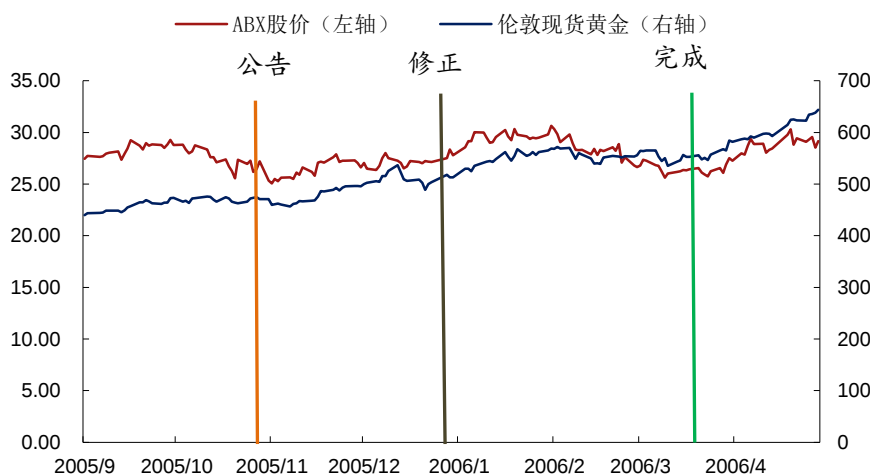
收购 Placer Dome 公告日至修正日，巴里克股价上涨 7.21%，伦敦现货黄金上涨 6.21%；至完成日，巴里克股价上涨 3.89%，伦敦现货黄金上涨 17.42%。整体股价与金价同向变动，但股价弹性小于金价。此次收购主要是受到同业竞标影响，报价在修正日后提高，市场对于本次收购的乐观情绪有所消退，呈现股价收益前高后低的特点。

表 5：收购 Placer Dome 期间股价、金价变动

	时间	巴里克公司 股价	变化幅度	伦敦现货 黄金价格	变化幅度
公告日（基期）	2005/10/31	25.33	-	470.75	-
修正日	2005/12/22	27.16	7.21%	500	6.21%
完成日	2006/3/16	26.32	3.89%	552.75	17.42%

资料来源：Bloomberg，招商证券

图 23 收购 Placer Dome 期间股价、金价走势

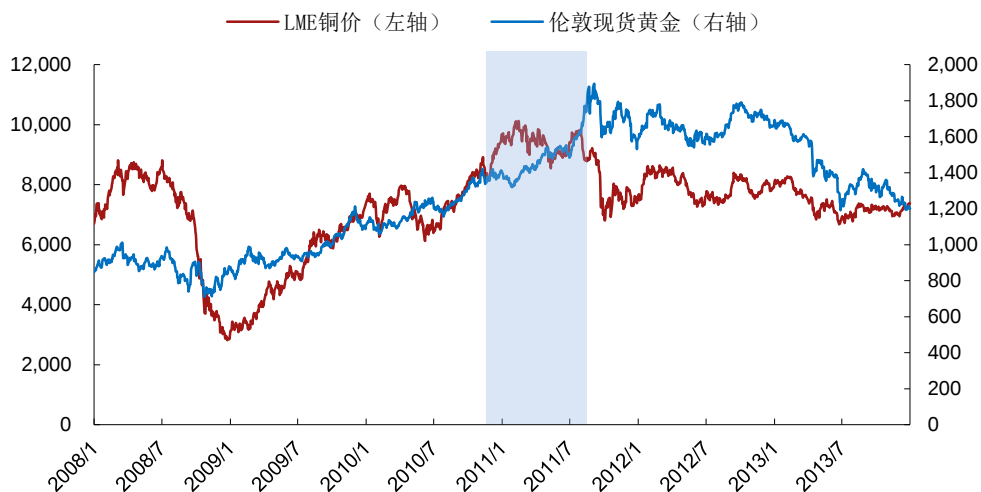


资料来源：Bloomberg，招商证券

2011：备受争议的多元化战略(铜)：高价收购 Equinox Minerals

2011 年，公司管理层认为黄金价格已处于高位，而铜价表现较为强劲，未来有必要适当增加铜资产的比重以分散风险。巴里克当年斥资 77 亿美元，击败了中国五矿集团，收购了加拿大铜矿公司 Equinox Minerals。

图 24 2008~2013 LME 铜价&黄金价格



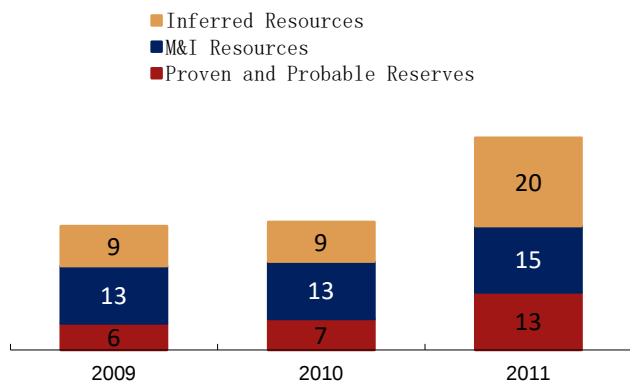
资料来源：招商证券

Equinox Minerals 的主要资产包括 Lumwana 矿以及 Jabal Sayid 项目。其中位于赞比亚的 Lumwana 是世界上铜储量和资源最丰富的矿区之一。收购完成后，巴里克的铜储量几乎翻了一番，铜产量得到了大幅增长，黄金的销售收入占比降低至 80%。

然而，资本市场对此次交易并不认可，从 2011 年 4 月提出报价到 7 月交易最终完成，巴里克股价一度大幅下挫。至收购完成日，巴里克股价下跌 5.07%，同一时期，伦敦现货黄金上涨了 6.45%，整体股价与金价呈反向变动。投资者认为，正是由于巴里克高价

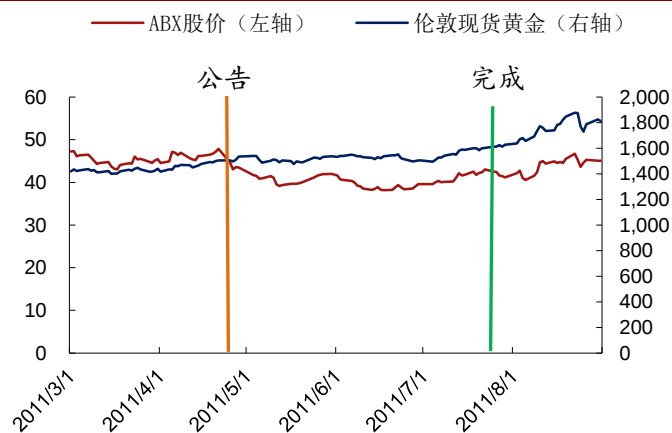
收购 Equinox，导致公司市盈率降低，影响了投资收益。在接下若干年中，巴里克在对外的宣传中也出现一些微妙变化，几乎不再提及多元化商品策略，转而表示将致力于成为全球最好的黄金公司。

图 25 Equinox Minerals 铜资源储量(单位: billion pounds)



资料来源：公司年报，招商证券

图 26 收购 Equinox Minerals 期间股价、金价走势

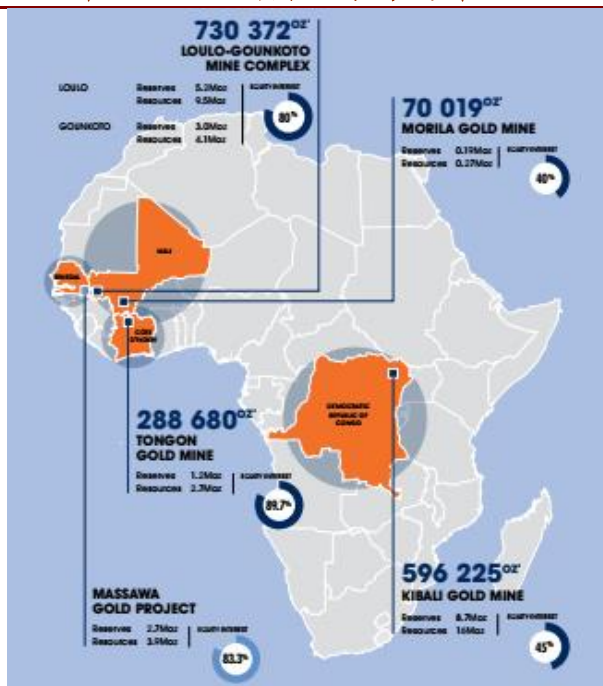


资料来源：Bloomberg，招商证券

2018：强强联手 RandGold，巨头合体重夺全球霸主之位

RandGold 是一家在撒哈拉以南非洲地区开采、勘探金矿的黄金开采公司，是英国最大的黄金生产商。其在非洲建造、资助和运营了多个金矿，包括 Loulo 金矿、Gounkoto 金矿、Morila 金矿、Kibali 金矿和 Tongon 金矿等。并购 Randgold 这一选择，能帮助巴里克巩固其在非洲的地位，且能有效提升其产量前景并重振投资者对该行业的兴趣。

图 27 2017 年 RandGold 旗下主要矿产分布

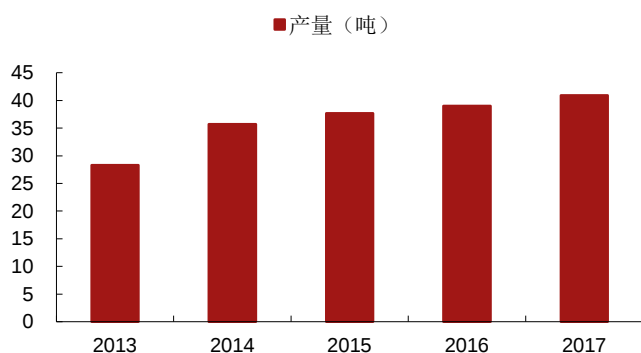


资料来源：公司年报，招商证券

2018年9月，巴里克宣布与 RandGold 进行股份合并，合并后市值约 183 亿美元。根据这笔交易，巴里克将拥有合并后公司 67% 的股份。该交易自 2019 年 1 月 1 日起生效。据公开交易资料显示，合并后的新公司将拥有全球十大成本最低金矿中的五座，每年将生产 650 万盎司的黄金。

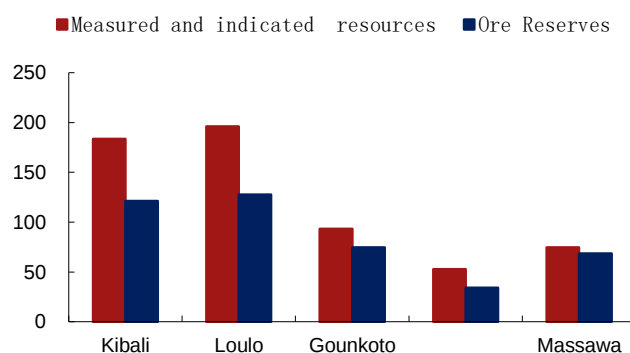
由于以巴里克黄金为代表的黄金矿企近几年大都以收缩战略为主，勘探活动不断减少，黄金储量逐渐下滑。这次巴里克黄金与 RandGold 的合并，侧面也反映了在行业景气度较低时，巨头往往采取抱团战略。

图 28 RandGold 黄金产量(吨)



资料来源：公司年报，招商证券

图 29 RandGold 旗下矿可归属黄金资源储量 (吨)



资料来源：公司年报，招商证券

两大巨头的“握手言欢”，重新提振了投资者对巴里克多年来收益不佳的低迷情绪，股价在短期内获得了大幅上涨，上涨幅度远超金价涨幅。从公告日到合并完成日，巴里克股价上涨了 25.61%，与此同时金价的上涨幅度为 6.66%，

表 7 巴里克与 RandGold 合并期间股价、金价变动

	时间	巴里克公司 股价	变化幅度	伦敦现货 黄金价格	变化幅度
公告日 (基期)	2018/9/24	14.19	-	1,202.75	-
完成日	2019/1/1	17.83	25.61%	1,282.90	6.66%

资料来源：Bloomberg，招商证券

图 30 巴里克与 RandGold 合并期间股价、金价走势



资料来源：Bloomberg，招商证券

思考：海外市场如何去看待龙头矿企的战略外延？纵观巴里克黄金并购黄金矿企 LAC Minerals、Homestake、Placer Dome 以及 RandGold 期间的股价表现，除了收购 Placer Dome 期间股价涨幅落后于金价，其余股价涨幅均跑赢金价。我们认为资本市场对于黄金矿业公司的外延认可度主要来自于以下几个方面的考量：

1) 此次合并/并购能否增储？

巴里克黄金的历次重大外延，并购对手都具有较高的黄金储量。根据统计，并购对手方 Homestake, Placer Dome, RandGold 在并购前拥有的黄金储量，分别达到巴里克黄金储量在收购前的 42.4%、67.2%和 32.6%，该三次并购前后，股价均有明显表现。

表 8：历次收购前公司黄金储量（吨）

历次收购前公司黄金储量（吨）		
2001:收购 Homestake	巴里克黄金 1797.78	Homestake 762.04
2005:收购 Placer Dome	巴里克黄金 2771.32	Placer Dome 1863.10
2018:合并 RandGold	巴里克黄金 2003.07	RandGold 653.17

资料来源：公司年报，招商证券

2) 此次合并作为收购方，公司经营在未来是否能受益（运营效率？资源布局？）？

成本管理一直是巴里克黄金的核心优势。在巴里克黄金的历次外延中，对手方的黄金生产成本均在巴里克黄金的成本可控范围内；数次收购中，巴里克在获得储量增加的同时，之后通过技术整合，逐步降低被收购标的的整体成本。此外，在 2018 年与 RandGold 的合并中，双方董事会对合并的新公司将拥有同行中最低的总现金成本充满信心。

表 9：历次收购前公司现金成本

历次收购前公司现金成本（美元/盎司）		
2001:收购 Homestake	巴里克黄金 145	Homestake 174
2005:收购 Placer Dome	巴里克黄金 212	Placer Dome 241
2018:合并 RandGold	巴里克黄金 526	RandGold 620

资料来源：公司年报，招商证券

3) 在不同的黄金价格背景与展望下，并购过程中出现竞争者的出现公司被动提高出价，市场如何看待？

2005 年 10 月，巴里克黄金公司宣布以 92 亿美金收购 Placer Dome。但是由于受到来自于纽蒙特公司的竞争，Placer Dome 的股东拒绝了巴里克方面的收购要约。12 月，巴里克黄金将收购价格提高到了 104 亿美金，才获得 Placer Dome 的董事会通过。市场对于再次溢价收购的态度在巴里克公司的股价上体现得非常明显：在宣布再次溢价收购前，巴里克黄金股价小幅跑赢金价走势，而再次溢价收购的消息出来后，投资者对这次收购的预期变得谨慎。市场对溢价收购带来的业绩风险的担忧，使巴里克黄金股价转而走低，尽管 Placer Dome 拥有巨大的黄金资源以及较低的生产成本。最终，在整个收购期间，巴里克黄金的股价涨幅远远落后于同期金价涨幅。

可见，市场十分看重黄金矿企收购报价的性价比，溢价收购往往会抵消产量及储量增加

带来的利好，投资者在出现再次溢价收购的情况时，倾向于更具消极情绪。

4) 市场对于企业在不同时机下业务多元化的看法

巴里克黄金于 2011 年斥资 77 亿美元，收购了加拿大铜矿公司 Equinox Minerals。虽然铜价正值高位，公司认为切入铜矿业务是适时之举，且铜业务能一定程度分散黄金业务的风险。但是，市场给巴里克这次多元化尝试并不认可。在收购期间，巴里克黄金股价一度大幅下挫，与金价走势背道而驰。这主要由于投资者认为巴里克黄金涉足铜矿业务后将出现利润下降、成本（同样，铜的开发是一个漫长的过程，项目资本开支也会对收购公司构成拖累）飙升的风险，且巴里克黄金为了击败竞争对手，收购报价远高于 Equinox Minerals 实际价值，市场认为这将给公司带来较大的债务风险。

随后巴里克黄金的经营情况也验证了市场的担忧，随着铜价的后期走低，巴里克黄金铜业务亏损严重，与此同时溢价收购使巴里克负债水平居高不下，侧面反而掣肘了其黄金业务的发展。

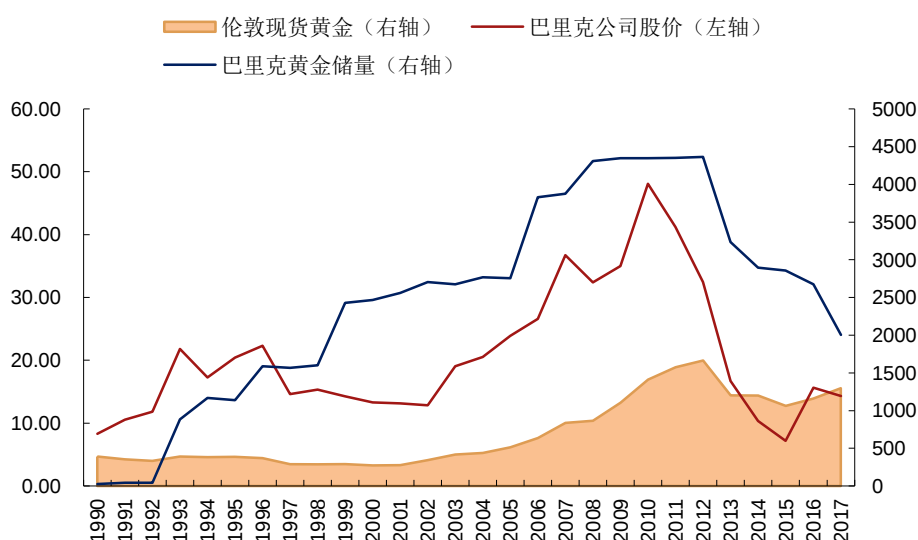
可见，市场对黄金矿企的多元化战略态度谨慎。尤其当企业缺乏足够资金，却强行溢价进行多元化收购时，很难获得市场认可。

结论：

要获得市场对于黄金矿业公司的外延认可，首先外延对手方应能够给收购方带来黄金储量上的增加，并且黄金生产成本应在收购方的可控范围内，收购方在整合后从资源布局、成本竞争角度上应能受益非拖累。此外，收购报价应具性价比，收购过程中的过度溢价，将打击资本市场对公司前景的信心。

对于多元化战略，业务多元化对企业的盈利能力、负债能力及整合能力要求较高，黄金矿企应更为谨慎对待，否则很难获得市场认可。

图 31 巴里克公司股价与其黄金储量走势



资料来源：公司年报，招商证券

3、受益于纠偏多元化战略及资产瘦身，负债端及盈利能力改善显著。

2013 年，在经历了长达 30 年的全球扩张后，随着金价开始进入下行区间，巴里克公司在各国的开发项目，也变得越来越艰难，其中在赞比亚的铜矿项目更是一度被迫停止运营。巴里克黄金的营业收入/净利润在 2012 年达到 143 亿/44.84 亿美元的高点后开始快速下滑。面对严峻的经营下滑局面，巴里克在 2015 年提出着眼于精简组织、增强资产负债表、合理最大化自由现金流以及重新关注核心地区的高质量资产四大战略，以度过经营低谷。

资源总量上结构性减配：瘦身黄金资产，专注高质量黄金资产

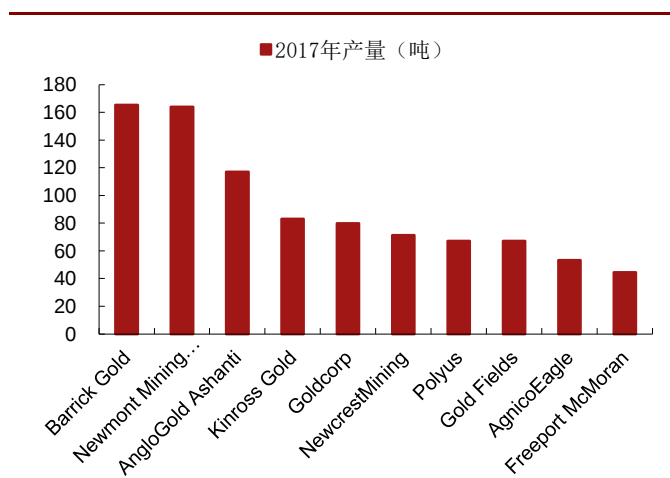
为了渡过艰难时期，自 2013 年起，巴里克黄金便开始出售旗下的部分矿山权益。2015 年为了贯彻强化资产负债表、专注核心资产的战略，巴里克黄金提出减债 30 亿美元的目标，出售了 Cowal 矿、Round Mountain 矿、Bald Mountain 矿、Porgera 矿等多处黄金矿山和项目的权益。受益于多年来积累的核心优质金矿，在资产瘦身、缩减产量的收缩战略下，巴里克黄金 2017 年黄金产量仍以微弱的优势领先第二名的纽蒙特矿业，位居世界第一。

图 32 2013-2017 出售、剥离的黄金资产

时间	出售资产	黄金资源量(吨)
2013	Granny Smith, Lawlers, Darlot	19.38
	Plutonic mine	27.46
2014	Marigold mine	4.91
	Kanowna	15.96
	Ruby Hill, Spring Valley	163.26
2015	Porgera (47.5%)	62.98
	Cowal	53.12
	Bald Mountain,	
	Round Mountain	143.08
2017	Valedero (50%)	51.37

资料来源：公司年报，招商证券

图 33 2017 年 top10 黄金生产商



资料来源：招商证券

从剥离的矿山项目的地理位置来看，主要集中剥离位于大洋洲的资产。Granny Smith, Lawlers, Darlot, Cowal, Plutonic, Kanowna 和 Porgera 都位于大洋洲。从矿山品位来看，大部分被剥离矿山的矿山品位都较低，与 2017 年公司拥有的主力矿山品位相比，差距较大。在品位居前的被剥离矿山中，Kanowna、Lawlers、Darlot 规模不大，黄金资源量较小，Plutonic mine 和 Porgera 则存在成本过高的问题。

表 10：2013-2017 年被剥离矿山项目品位、成本及储量

2013-2017 年被剥离矿山项目	品位 (克/吨)	现金成本 (美元/盎司)	黄金资源量(吨)
Plutonic mine	8.34	1120	27.46
Porgera (47.5%)	5.49	915	62.98

2013-2017 年被剥离矿山项目	品位 (克/吨)	现金成本 (美元/盎司)	黄金资源量(吨)
Kanowna	4.39	641	15.96
Lawlers	4.07	768	4.29
Darlot	3.92	768	3.64
Granny Smith	1.68	768	11.45
Cowal	1.17	608	53.12
Valedero (50%)	0.83	897	51.37
Round Mountain	0.79	936	13.69
Bald Mountain	0.70	724	122.02
Spring Valley	0.62	-	41.24
Marigold mine	0.50	1001	4.91
Ruby Hill	0.48	637	122.02

资料来源：公司年报，招商证券

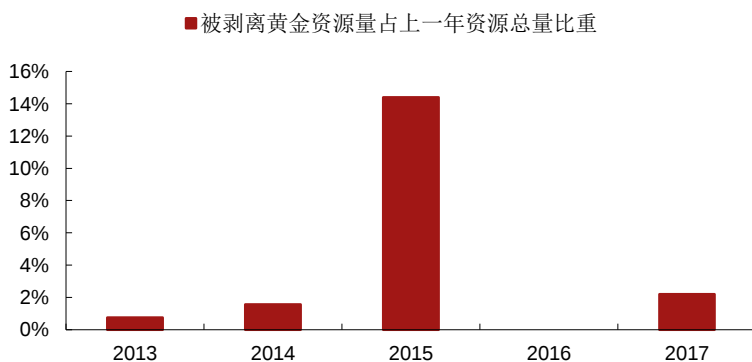
表 11: 2017 年公司主力矿山品位

2017 年主力矿山项目	品位 (克/吨)
Turquoise Ridge	15.53
Goldstrike Underground	10.02
Goldrush	8.12

资料来源：公司年报，招商证券

黄金资产的瘦身主要集中在资产负债表持续恶化的 2012~15 年，其中 2015 年巴里克黄金被剥离的黄金矿山项目资源量达 422.45 吨，占到 2014 年公司黄金资源总量的 14.40%。2013、2014 及 2017 年这一比值分别为 0.75%、1.56%和 2.19%。

图 34 2013-2017 年被剥离黄金项目资源量占上一年的资源总量的比重

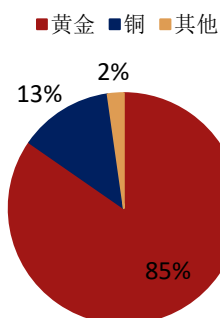


资料来源：公司年报，招商证券

壮士断腕，剥离表现不佳的铜矿资产

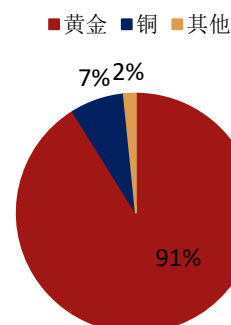
巴里克黄金此前在多元战略的指导下高价收购了 Equinox Minerals 铜矿公司，这一决定导致其债务飙升。在铜价低迷，旗下铜矿资产表现不佳，赞比亚的铜矿项目经营受阻的情况下，巴里克开始溯本清源，纠偏在铜价高位上执行的多元化战略。公司于 2015 年以 10 亿美元出售了智利 Zaldivar 铜矿 50%的权益。至 2017 年，公司铜业务的营业收入占比由 2013 年的 13%降为 7%，黄金业务占比上升至 91%。

图 35 巴里克 2013 年营业收入结构



资料来源：公司年报，招商证券

图 36 巴里克 2017 年业务收入结构

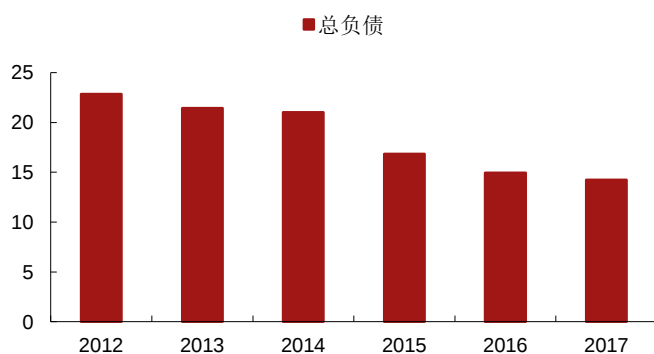


资料来源：公司年报，招商证券

四大战略颇具成效：负债端及盈利能力改善显著

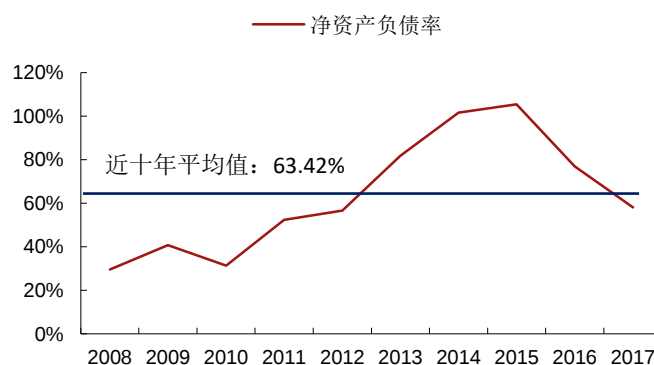
负债水平大幅降低，资产负债表获得修复。2015 年巴里克黄金完成了年初制定的减债目标，将债务减少了 31 亿美元，减少比例高达 24%。随着四大战略的进一步推进，公司资产负债情况不断得到改善。2017 年，公司总负债为 142.41 亿美元，相比 2012 年的 228.42 亿美元，减少了 37.65%，净资产负债率从 2015 年 105.43% 的高点下降至 58.04%。

图 37 2013-2017 巴里克负债情况（亿,美元）



资料来源：Bloomberg，招商证券

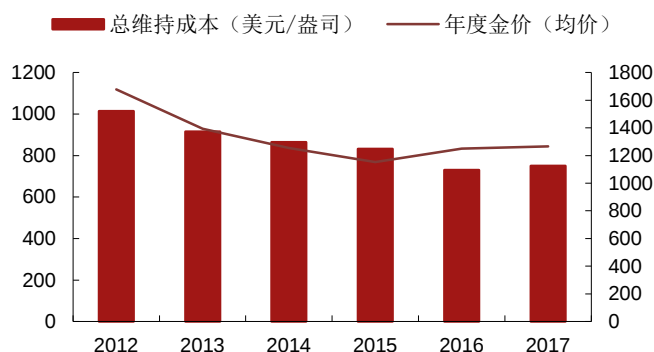
图 38 2012~2017 年巴里克黄金净资产负债率（%）



资料来源：Bloomberg，招商证券

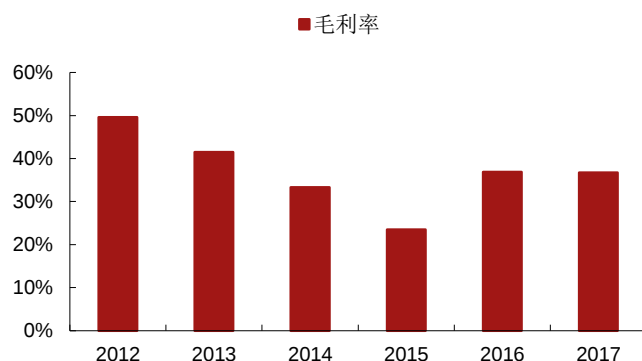
成本控制效果明显，毛利率水平逐渐恢复。近些年，巴里克黄金一直致力于降低黄金业务的成本。2017 年，每盎司黄金的总维持成本从 2012 年的 1014 美元/盎司降至 750 美元/盎司，下降幅度为 26.04%。受益于成本的降低，公司 2016 及 2017 年的毛利率分别为 34.07% 和 36.71%，相比 2015 年的 23.50% 有了大幅度的提高。

图 39 2012~2017 年巴里克黄金成本



资料来源：公司年报，招商证券

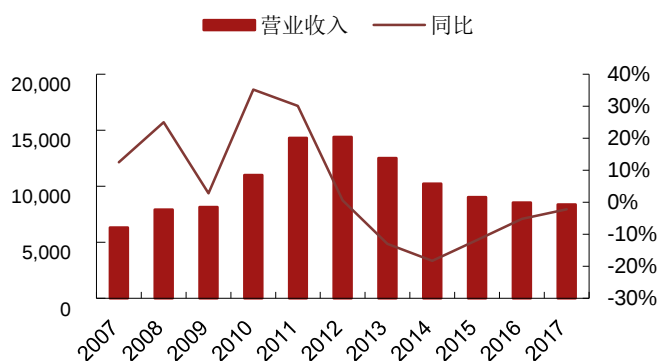
图 40 2012~2017 年巴里克黄金毛利率



资料来源：Bloomberg，招商证券

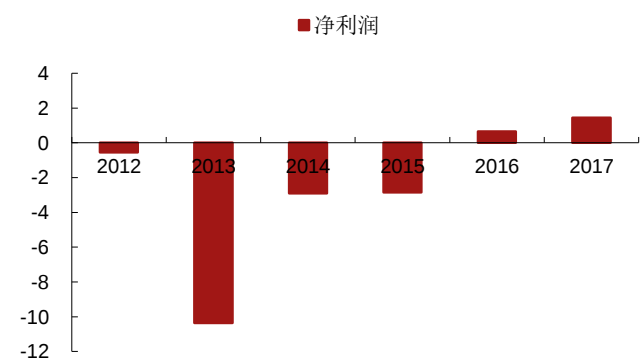
营收逐年企稳，净利润扭亏为赢。近几年公司营业收入下滑趋势逐步减缓。2017 年巴里克黄金的营业收入为 83.74 亿美元，其中黄金业务的收入为 76.31 亿美元，占比高达 91%。在连续多年的亏损后，巴里克黄金在 2016 年扭亏为盈，净利润为 6.55 亿美元，2017 年净利润同比大增至 14.38 亿美元。

图 41 巴里克营业收入情况 (\$ billions)



资料来源：Bloomberg，招商证券

图 42 2012~2017 巴里克盈利情况 (\$ billions)



资料来源：Bloomberg，招商证券

战略调整助股价跑赢金价

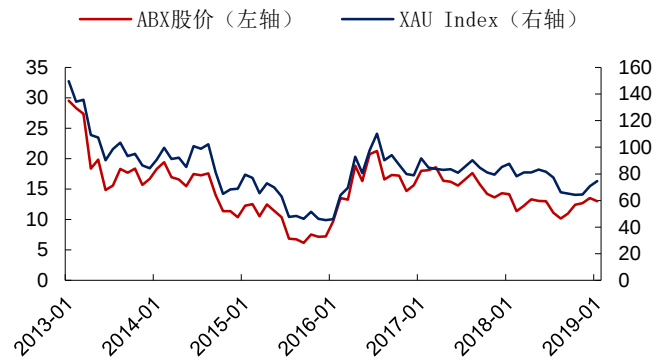
在公司积极的战略调整的影响下，2015 年底公司股价开始止跌回升。从 2015 年初到 2017 年底，公司股价上涨幅度为 45.14%，同期伦敦现货黄金价格上涨 10.62%，金矿板块上涨 7.40%，股价跑赢金矿板块的同时，弹性大于金价。

图 43 2013-2017 年巴里克黄金股价与金价走势



资料来源：Bloomberg，招商证券

图 44 2013-2017 年巴里克黄金股价与金矿板块走势



资料来源：Bloomberg，招商证券

表 6：战略调整期巴里克股价与金价、金矿板块变动幅度

时间	巴里克公司股价	变化幅度	伦敦现货黄金价格	变化幅度	XAU Index	变化幅度
2015 年 1 月	12.34	-	1172	-	79.40	-
2017 年 12 月	17.91	45.14	1296.5	10.62%	85.27	7.40%

资料来源：

二、红玫瑰与白玫瑰？黄金股应如何估值

1、精准的模糊？矿产行业的特点与绝对估值法应用的局限

金矿：漫长而复杂的开采生命周期

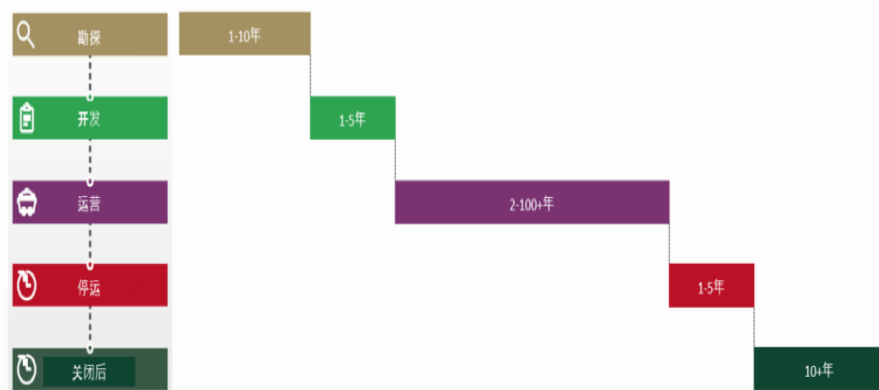
金矿的开发是个漫长而复杂的流程，在矿石的开采之前，需要完成大量的勘探和开发工作。一般来说，金矿需要 10-20 年才能开始生产可精炼材料（原矿或金锭）。其主要分为以下几个阶段

勘探（1-10 年）：一般来说，发现黄金矿藏并不代表就能够进行开采（毕竟大部分黄金资源不会以“狗头金”的形式存在）。在工业化开采项目的初始阶段，需要对矿体附近的地质构成进行调查。在确定了矿藏区域后，通过钻探采样的方式来确定矿石的矿物类型和品位。通过以相关数据对矿体建模后，实现开采可行性（工程上与经济性上）评估。在这一阶段，需要开始和本地社区和政府等利益相关者协商，以确定和评估矿产开采所带来的潜在影响和问题。

开发（1-5 年）：在初步的勘探工作和可行性研究结束之后，必须申报相关材料，以获取必要的许可和执照。所需时间因矿产位置、监管要求和矿石种类等因素而异。在获取许可和执照之后，项目的建设正式开始。其中包括了金矿本身的建设 and 矿产周边基础设施的建设。一般来说，矿山的建设主要分两种：**露天矿山：**对比较浅（深度 ≤ 400 米）且分布均衡的矿体，采用露天开采，即将地表岩层逐层清除。由于不需要深层挖掘，成本低于地下矿山。**地下矿山：**若矿体延伸至地表深处，便需进行地下开采。需要建设复杂的隧道和竖井系统，并支撑通风系统。

运营（2-100 年以上）：矿山的建设完成之后，项目正式开始运作。根据矿体结构，分别采用挖掘、钻孔或是爆破的方法进行开采。在矿石开采出来之后，采用压碎和氰化浸析的方法从中提取有价值的矿物如金、银、铜等。提取的所有金属将被塑造成为未精炼的金属条，即“金锭”，其中包含金和其他金属，黄金一般占 60%-90%。之后这些金属条被送往精炼厂来精炼，矿山开采的寿命受到金价和后续勘探的影响，若金价较高或后续勘探若发现了新的储量，矿山的寿命将有望延长。

图 45 金矿的生命周期



资料来源：世界黄金协会，招商证券

关闭和停运 (1-5 年): 在矿山停止开采之后, 项目不仅必须被安全地停运, 还需要被恢复到原始环境状态, 包括清除废料、确保水质以及恢复原生植被等。同时, 围绕矿山发展成的社区也需得到妥善安置。

关闭后 (10 年以上), 在矿区关闭后, 必须对其进行长期监控, 以确保土地的成功复原。

矿业投资的主要特点

矿业投资的周期性十分明显。 矿业投资活动的周期包括繁荣、衰退、萧条、复苏这 4 个阶段。基本金属和贵金属的价格直接受到宏观经济运行状况的影响。而宏观经济运行的周期性决定了社会对各类金属的需求量有着明显的周期性。因此, 经济周期的变化对矿业企业的经营业绩会造成明显的影响。

图 46 HUI 黄金企业指数

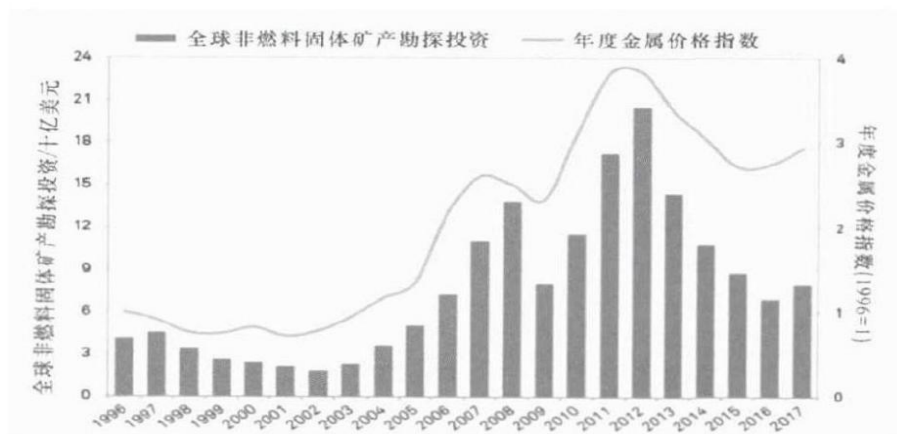


资料来源: 招商证券、中国知网

矿业投资回报期长、风险高决定了矿业企业业绩的波动性。 从前期勘探到可行性研究, 到之后的前期建设和运营。矿业投资较长的周期决定了在投资的每一个环节企业都会面临较高的风险。尤其是在行业的上行周期中, 许多企业为了追逐储量和产量往往会收购和开发一些质量较低的资产。而在行业的下行周期中, 该资产往往成为公司财务上的巨大拖累。以巴里克黄金在阿根廷的 Pacua-Lama 项目为例, 项目自 90 年代便开始筹划, 2009 年开工, 耗资 80 亿美金, 直至 2013 年因费用超支和环境影响而停工, 叠加金价下行的影响, 使得巴里克黄金元气大伤。

矿产资源稀缺性日益提升, 勘探找矿成本不断上升。 随着矿产资源的不断开采, 人们不得不去寻找那些开采难度更高、品位更低的矿产。矿产的开采成本、勘探成本都在不断上升。这给矿产行业的盈利能力施加了很大压力。

图 47 全球矿业勘探投资趋势



资料来源：招商证券、中国知网

股利折现法（DDM）

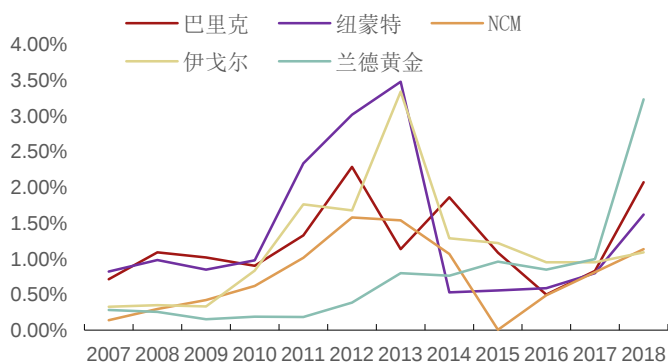
股利折现法假设股利稳定增长，但周期股波动随趋势而动，难以精准对未来估算。股利折现法需要考虑股利在未来预测期的增长问题。那么估值是就要对未来股利数值进行估算，这就引出了关于股利增长率的假设。

股利折现模型核心估值逻辑在于：公司股票价值是未来股息的贴现和：

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

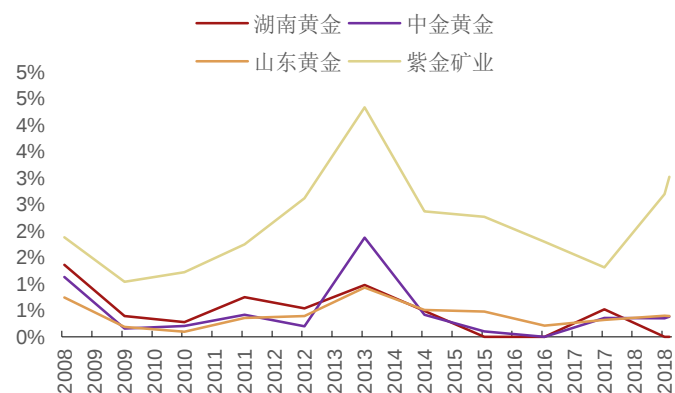
由此股利折现法可以分为：零增长模型、常数增长模型、二阶段增长模型、多阶段增长模型等多种类型。但是基本上都要求目标企业的股利发放保持稳定。而黄金属于周期性行业，公司的盈利随着金价的波动而变化，因此不适用这种估值方法。

图 48 近十年海外黄金龙头企业股息率



资料来源：Bloomberg，招商证券

图 49 近十年国内黄金龙头企业股息率



资料来源：Bloomberg，招商证券

经济附加值法（EVA）

EVA 是指企业资本收益与资本成本之间的差额，周期行业现金流较难精准测算。EVA 是企业的净利润与公司所占用的全部资本成本之间的差值，即公司运用资本为所有者创造的额外价值。如 EVA 为负，则说明股东的价值由于企业经营不善而遭到损失，而如果 EVA 为正，说明公司在运营的过程中除了资本的必要报酬以外还创造了额外的价值。从计算的角度来看，EVA 方法和现金流折现法比较接近，即：

$$EV = \text{投入资本} + \text{EVA 现值}$$

因此，EVA 方法依然面临着预测未来现金流的问题，而周期性行业的现金流预测难度比较大，这一点我们将在现金流折现法中进一步讨论。

实物期权定价法

实物期权定价法在资源和矿产的并购定价中是一种常见的估值方法，其主要特点是考虑到了标的资产的未来价格的不确定性，以及在不同价格下经营者所做出的经营决策上的改变。期权定价法主要采用两种方法：（1）BSM 公式（2）二叉树定价

实物期权的优点在于考虑到了资源价格变化对矿产资源价值的影响，但其有几个天生的缺点：（1）无论是二叉树方法还是 BSM 公式，都假设标的资产的价格服从几何布朗运动，这一点在股市中得到了证明，但在资源并购市场上是否正确还有待商榷；（2）采用风险中性定价，而风险中性只在具有完全流动性的金融市场上才成立，而实物矿产资源交易往往是非标项目、且不连续的交易来达成，并不完全满足。

现金流折现法：基于巴里克黄金公司的思考

周期性企业的现金流预测具有较大随意性。对于黄金这样的周期性产业来说，其现金流往往受到产业周期的影响较大，在进行现金流折现时需要对预测的未来现金流进行平滑，具有较大主观性。

我们可以把大型黄金企业分解为矿产资源包+黄金勘探企业，对两者分别进行估值。一般来说，黄金企业主要分为三种：大型多元化经营的黄金复合、中小型独立矿场以及黄金勘探公司。其中独立矿场能够提供稳定的现金流以及对于金价的杠杆效应，而黄金勘探企业旗下没有成熟的矿产资源，主要依靠对于矿产资源的勘探，具有比较强的投机性。而大型的黄金龙头企业则更像两者的结合体，一方面旗下有数个成熟的矿产项目能够提供现金流，另一方面则又往往积极的从事勘探和外延兼并等行为。

未来现金流的预测。在对黄金资产进行估值时，未来现金流由于受到资源品价格周期性波动的影响，很难准确预测。相比之下，各矿产的黄金产能就更为稳定。在对巴里克黄金进行估值中，对于成熟的运营资产，我们采用公司公布的最后一期综合维持成本（All-In-Sustaining Cost）作为成本起点。根据加拿大矿业协会(Canadian Institute of Mining)的统计，黄金开采中大约 50%的成本来源于劳动力成本。我们假设日常的维护费用和固定成本保持不变。而劳动力费用的上涨速度定位长期的 GDP 增长速度，即 3% 左右。因此总体的成本增长率为 1.5%。

贴现率的选择。贴现率体现了项目生命周期中各种风险因素，根据公司旗下各个项目所处的生命周期、国家以及过去运营情况，应当选择不同折现率。在经过考虑之后，我们

认为公司的资本成本可以比较完整的代表市场对于公司所含各种风险的定价,因此我们采用彭博 WACC (4.1%) 为 DCF 模型中的折现率基准。同时为了对冲利率变化和国家风险的影响,加入了 5% 的风险因子后更合适,总体折现率为 9.1%。

未开发和亏损项目的估值。未开发的矿产项目和亏损项目的现金流很难准确预测或者为负(未开发的项目也极有可能最后失败)。但是这样的资产在并购交易中,买卖双方依然认定其价值。对于这样的资产,一般采用估值方法有实物期权法和折价法,我们采用的是折价法。折价系数我们采用的是矿业投资中的经验数字,即 10%。

表 13: 巴里克黄金 DCF 模型

	产量 (吨)	储量 (吨)	总维持成本 (美元/克)	金价(美元/盎司)		
				1200	1400	1000
				价值 (百万美元)		
Pascua-Lama	-	-	-	1,686	1,967	1,405
Cerro Casale	-	-	-	1,394	1,627	1,162
Goldrush	-	-	-	1,77	2,07	1,48
Barrick	71.9	540.9	625.2	6,571	9,010	4,131
Pueblo Viejo	20.2	211.8	525.6	2,709	3,563	1,855
Lagunas Norte	12.0	118.5	482.7	1,667	2,157	1,178
Veladero	8.9	118.3	986.0	249	593	380
Turquoise	6.6	176.8	734.0	737	1144	334
Kalgoorlie	11.4	112.0	727.8	968	1175	362
Pogera	7.3	59.2	992.2	188	447	152
Hemlo	6.1	51.5	1091.7	43	169	33
Acadia(63.9%)	-	-	-	630	630	630
Randgold	-	-	-	7,942	7,942	7,942
债权价值	-	-	-	5,827	5,827	5,827
总计	-	-	-	18,591	24,262	13,358
股票目标价	-	-	-	10.62	13.85	7.63

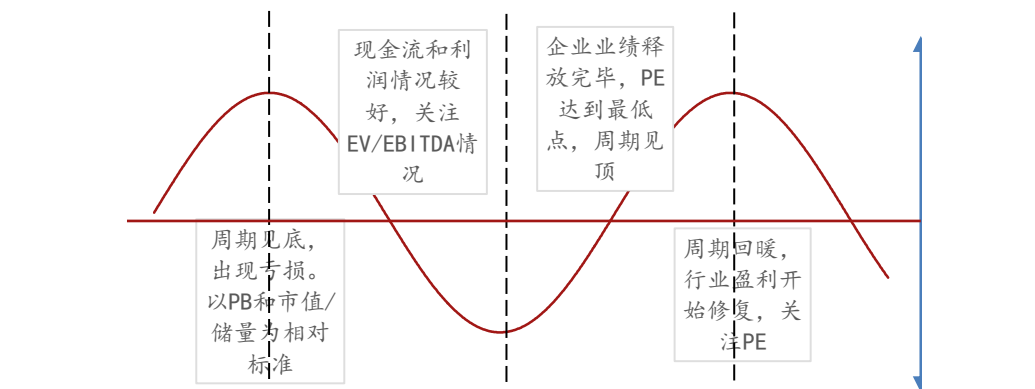
资料来源: Bloomberg, 公司官网

由模型可以看出,巴里克黄金公司的黄金资产(不包括旗下的铜矿)的每股价值在金价为 1200 美元/盎司时为每股 10.62 美元,金价 1400 美元/盎司时为 13.85 美元,金价为 1000 美元时为 7.63 美元。而目前巴里克黄金的股价为 12.25 元。说明其估值目前已经接近其资产内含价值,处于估值低估,未来股价仍存空间。

2、相对估值法

判断周期的底部或顶部的估值指标：市盈率与市净率

图 50 行业 EPS 走势

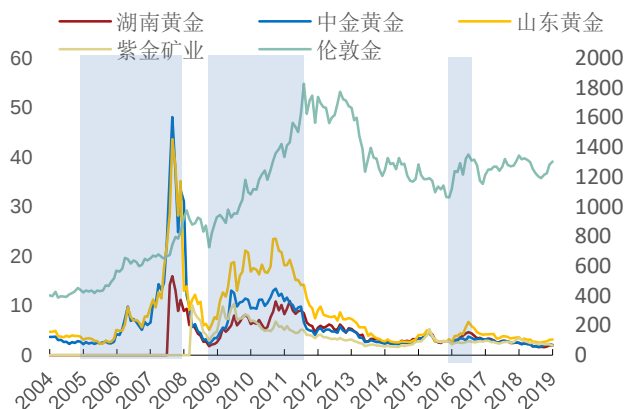


资料来源：招商证券、Bloomberg

行业处于周期底部时，通过 PB（或者净资产）来判断价值最为适用。对于周期性行业来说，当处于周期底部时，企业盈利和现金流均较差（甚至可能处于亏损状态）。因此以盈利能力和现金流为基准的 P/E 和 EV/EBITDA 体系失效。此时适用于通过 PB（或者净资产）进行判断，辅以为市值/储量等指标进行横向比较。

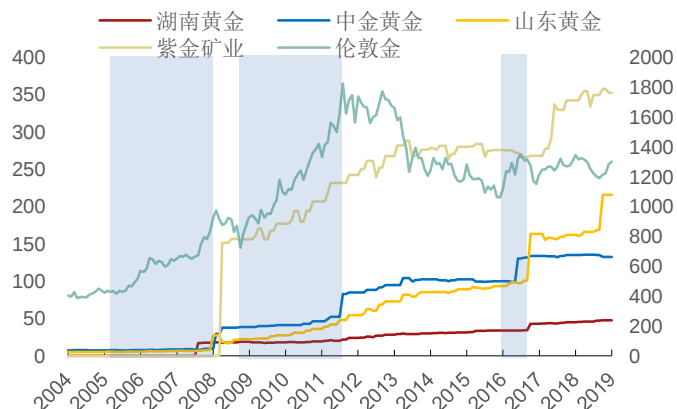
1) A 股黄金板块的历史 PB 底部在 2 倍左右。在 2005-2008 这一轮牛市启动时，A 股黄金板块的 PB 中枢在 3 倍左右，之后随着金价的上行逐渐抬升，在 2006 年底达到 6-8 倍。2007 年，A 股牛市到来，黄金板块领涨，其中山东黄金和中金黄金两大龙头的 PB 触顶 50 倍。在接下来的大跌中，黄金板块触底，PB 中枢在 2-3 倍。同样的，2011 年金价触顶进入调整期，黄金板块的 PB 随着企业净资产的上行和股价的调整下滑，在这轮周期的底部，行业的 PB 中枢处于 2.3-2.8 倍。从历史上来看，A 股黄金板块的历史 PB 底部在 2 倍左右。

图 51 A 股黄金板块 PB 走势



资料来源：Wind，招商证券

图 52 A 股黄金板块净资产走势



资料来源：Wind，招商证券

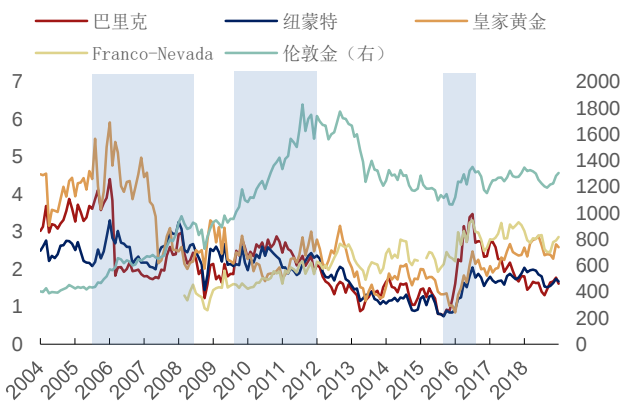
表 14：三次周期中 A 股黄金板块的 PB 估值中枢

时间		湖南黄金	中金黄金	山东黄金	紫金矿业
2005.07-2008.02	最高值	15.9	48.03	43.6	-
	中枢值	11.1	7.1	7.8	-
	最低值	8.9	2.4	2.3	-
2008.10-2011.08	最高值	10.9	2.4	23.5	10.3
	中枢值	7.1	10.1	16.8	5.8
	最低值	1.8	2.3	5.1	2.9
2015.12-2016.09	最高值	4.6	3.8	6.7	2.8
	中枢值	3.7	3.2	4.3	2.6
	最低值	2.4	2.4	2.5	2.2

资料来源：Wind,招商证券

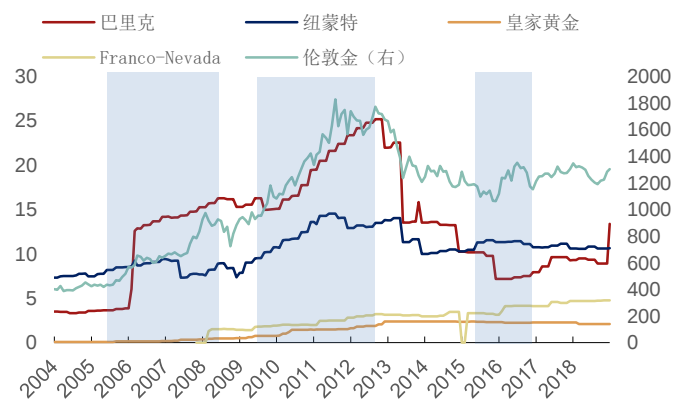
2) 海外黄金板块的 PB 底部在 0.7-0.8 左右。在周期上行时，P/B 随着估值的上升而走高，之后随着企业的投资和扩张回归均值。通过观察，发现上行周期中，行业的稳定 PB 中枢在 2 左右，最高可能到 4-6。而在下行周期中，PB 在 0.8 左右基本触底。

图 53 海外黄金板块 PB 走势



资料来源：Bloomberg, 招商证券

图 54 海外黄金板块净资产走势



资料来源：Bloomberg, 招商证券

表 15：三次周期中海外黄金板块的 PB 估值中枢

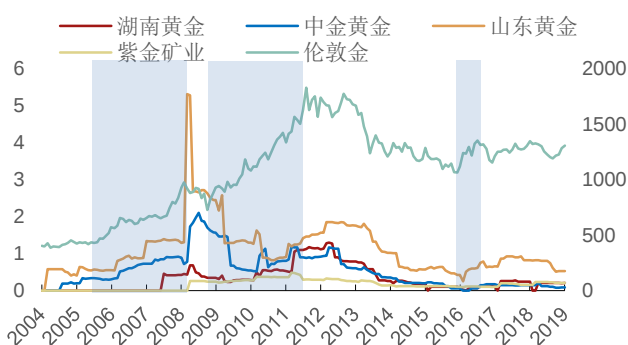
时间		巴里克黄金	纽蒙特矿业	NCM	皇家黄金	Franco-Nevada
2005.07-2008.02	最高值	4.4	3.3	62.0	5.9	-
	中枢值	2.0	2.6	14.6	4.1	-
	最低值	1.7	2.0	3.7	2.2	-
2008.10-2011.08	最高值	2.9	2.7	3.8	3.3	2.2
	中枢值	2.4	2.2	2.9	2.3	1.6
	最低值	1.2	1.4	2.0	1.7	0.9
2015.12-2016.09	最高值	3.5	2.0	2.1	2.5	3.3
	中枢值	2.7	1.6	1.6	1.7	3.0
	最低值	2.4	1.9	2.4	2.5	2.2

资料来源：Bloomberg,招商证券

在周期启动/见顶阶段，市盈率是判断行情更适宜的估值方式。周期启动前，行业估值中枢在 20~30 倍左右。在金价进入上行周期，市场预期转向之后，PE 中枢上行到 40~50 倍左右。而作为周期品种的极致演绎，历史上矿业股在周期（金价）见顶之前往往市盈率指标将达到极致。

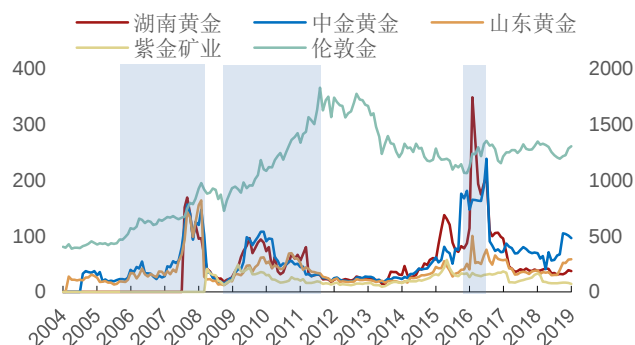
1) A 股黄金板块的历史 PE 顶部在 300 倍左右。在正常水平下，A 股黄金股的 PE 中枢在 20-30 倍左右。2015 年黄金股行情中，A 股黄金股更多的是收到情绪催化，PE 中枢达到了平均 70 倍的水平。在之前的两轮周期中，PE 的中枢为 40~50 倍左右。

图 55 A 股黄金板块 EPS 走势



资料来源：Bloomberg，招商证券

图 56 A 股黄金板块 PE 走势



资料来源：Bloomberg，招商证券

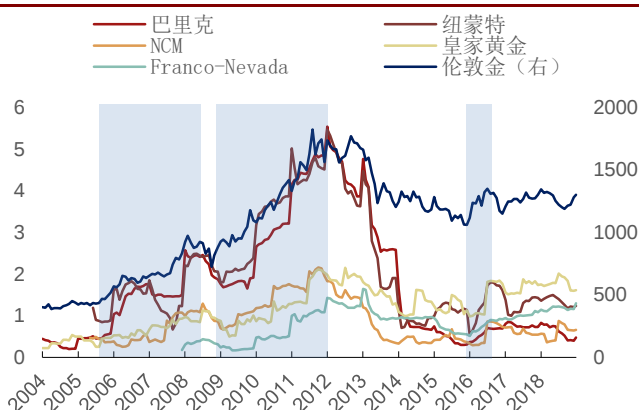
表 16：三次周期中 A 股黄金板块的 PE 估值中枢

时间		湖南黄金	中金黄金	山东黄金	紫金矿业
2005.07-2008.02	最高值	168.8	156.2	164.0	-
	中枢值	120.0	40.7	33.4	-
	最低值	94.9	19.1	13.0	-
2008.10-2011.08	最高值	96.2	107.6	69.1	48.8
	中枢值	55.9	49.1	42.9	22.3
	最低值	18.3	14.7	12.3	12.7
2015.12-2016.09	最高值	348.3	237.9	100.1	33.5
	中枢值	183.5	163.9	52.5	30.5
	最低值	86.9	82.9	39.8	26.3

资料来源：Wind,招商证券

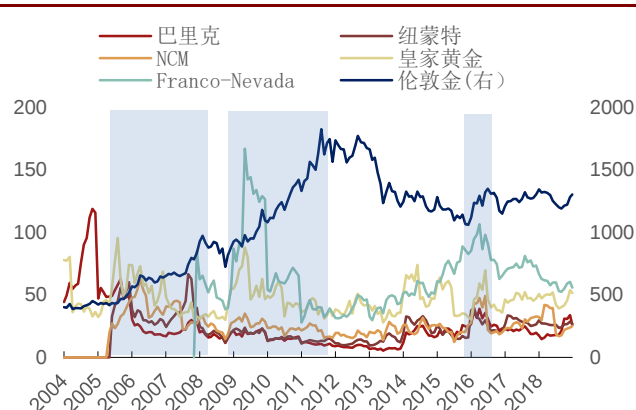
2) 海外黄金板块的 PE 顶部在 60 倍左右。对于巴里克黄金和纽蒙特矿业这样的黄金生产企业来说，在 2005.07-2008.02 这一轮周期中，PE 中枢为 20-35 倍，而 PE 顶部则为 60-65 倍；在第二轮周期中，PE 中枢为 15-25 倍，PE 顶部为 35 倍；而在最后一轮周期中，PE 中枢为 30 倍，PE 顶部为 40-50 倍。而像皇家黄金和 Nevada-Franco 这样的特许权公司来说，PE 中枢和顶部均要高一些。

图 57 海外黄金板块 EPS 走势



资料来源：Bloomberg，招商证券

图 58 海外黄金板块 PE 走势



资料来源：Bloomberg，招商证券

表 17：三次周期中海外黄金板块的 PE 估值中枢

时间		巴里克黄金	纽蒙特矿业	NCM	皇家黄金	Nevada-Franco
2005.07-2008.02	最高值	62.6	-	66.7	62.4	-
	中枢值	21.8	-	35.9	36.9	-
	最低值	17.0	-	23.3	22.4	-
2008.10-2011.08	最高值	22.5	23.7	35.1	87.9	167.0
	中枢值	15.3	15.9	24.3	47.5	62.7
	最低值	10.3	11.0	14.6	30.0	27.8
2015.12-2016.09	最高值	39.0	39.7	49.1	69.7	106.6
	中枢值	31.2	28.0	33.8	46.5	89.0
	最低值	23.8	15.8	19.3	30.2	77.9

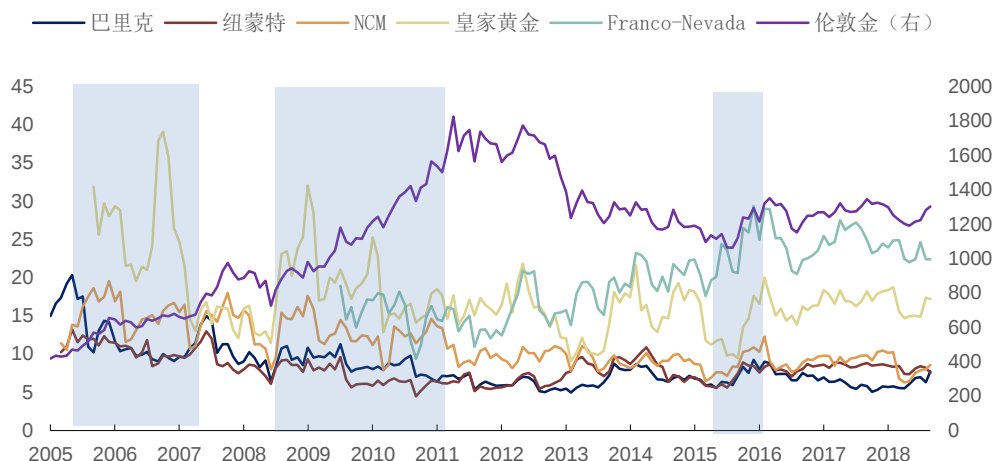
资料来源：Bloomberg，招商证券

此外：黄金特许权公司的 PE 水平和估值弹性高于黄金生产企业。皇家黄金公司和 Franco-Nevada 是两家主营黄金特许权的公司。主要业务是为巴里克黄金、纽蒙特矿业这样的矿产运营商提供融资，条件是在其有权在约定的一段时间内按照低价购买这些矿产所生产的金属。由于不必自己承担运营的成本，往往在金价下行时也能够保证比较好的现金流，且资产结构较轻。从行业 PE 的走势来看：（1）黄金特许权公司的 PE 水平明显高于黄金生产企业。（2）在黄金牛市中，特许权公司的估值弹性高于黄金生产企业。在 2009.10-2011.08 这轮牛市启动时，Franco-Nevada 和皇家黄金的 PE 中枢在 40 倍左右，之后分别最高上行至 160 倍和 80 倍，远高于黄金生产企业估值的上调水平。同样的情况在 2015.12-2016.09 这一轮牛市启动时十分明显。

EV/EBITDA——在周期往复通道中更适宜的判断指标之一

EV/EBITDA 是企业价值与息税折旧及摊销前利润的比值。其中企业价值是指企业未来自由现金流的贴现值，其与股权价值的区别在于考虑了债权人在企业中所拥有的权益。即：企业价值=股权价值+债权价值。而息税折旧及摊销前利润是企业自由现金流的近似指标。EV/EBITDA 指标衡量的是企业产生现金流的能力。如果此指标偏低，则可能说明企业的现金流强劲而遭低估，也可能反映市场对企业未来经营缺乏信心。对于矿业企业来说，EV/EBITDA 偏低说明企业现金流良好，抵抗衰退能力强。

图 59 行业 EV/EBITDA 走势



资料来源：招商证券、Bloomberg

周期上行时，表现与 PE 类似。在黄金周期启动不久时，市场对于金价趋势的预期开始发生反转，黄金股的估值开始上行。在经过一段时间的投资和扩产之后，行业的现金流开始修复，推动 EV/EBITDA 回归正常位置。

表 18：三次周期中海外黄金板块的 EV/EBITDA 中枢

时间		巴里克黄金	纽蒙特矿业	NCM	皇家黄金	Nevada-Franco
2005.07-2008.02	最高值	20.4	13.2	19.6	39.1	-
	中枢值	10.9	10.9	15.3	21.6	-
	最低值	9.0	8.4	10.5	13.0	-
2008.10-2011.08	最高值	11.3	9.6	17.6	32.1	18.9
	中枢值	8.5	6.5	12.4	17.9	16.0
	最低值	6.4	4.5	7.9	11.4	9.3
2015.12-2016.09	最高值	9.2	8.9	12.3	20.0	29.3
	中枢值	7.7	8.2	9.7	15.5	25.5
	最低值	5.9	6.5	8.0	9.4	20.6

资料来源：Bloomberg,招商证券

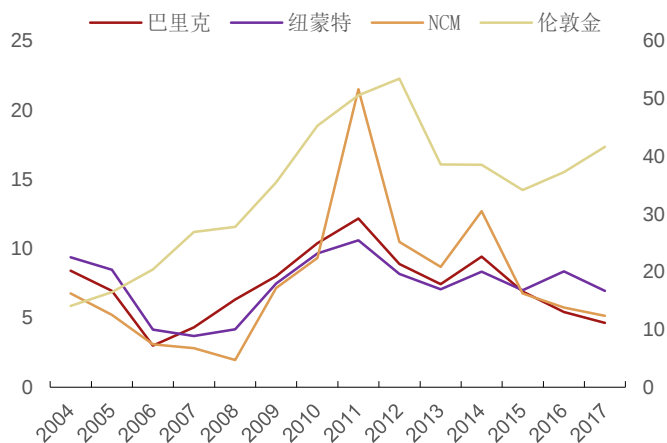
周期触顶时，可以用来判断运营能力。在周期触顶，行业估值回调时，应当更加注重标的的现金流和营运能力，从而最大程度的在可能出现的下行周期中保证安全。需要注意的是，EV/EBITDA 较低并不一定代表着价值的低估，还需要和更具体的运营指标一起分析。如在 2011.08-2015.12 的调整和下行阶段，皇家黄金的表现比巴里克、纽蒙特黄金的表现更出色，原因是特许权公司具有更轻的资产结构和更强的抗衰退能力。

板块内轮动判断指标——单吨储量市值

单吨储量市值指标可以作为板块内部轮动的选股参考。单吨储量市值指标，尤其是调整后的单吨储量市值指标，可作为金价趋势上行背景下的板块内部横向选股参考。在金价的上涨趋势中，行业平均的单吨市值也同时上行。在周期高点处，单吨市值达到顶峰，此时市场给了资产很大的溢价。同样的，在周期的低谷，市场处于悲观状态，资产的折

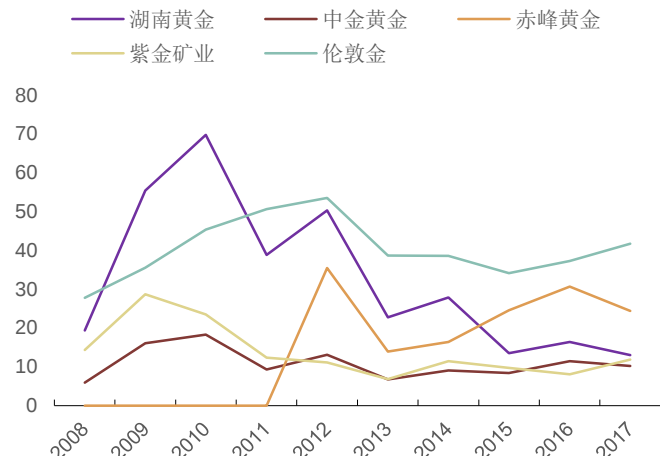
价程度很高。通过市值/储量的指标可以判断行业所处的阶段，也可以帮助筛选暂时遭到低估的股票。从而在板块性投资下实现板块内部轮动。

图 60 海外龙头单吨储量市值



资料来源：Bloomberg，招商证券

图 61 国内龙头单吨储量市值



资料来源：Bloomberg，招商证券

利用市值/资源价值指标，可以更好的判断资产的相对估值情况。市值/资源价值指标考虑到了不同黄金企业通过统一的口径（尤其是可比标的中有多品类业务的），实现了在具体同一时点下各个公司之间的横向比较，为板块内部轮动投资作参考。

表 19：海外龙头市值/资源价值指标

资源储量	黄金储量 (吨)	黄金产量 (吨)	市值/资源价值
巴里克黄金	2004	165	0.17
NCM	1928	73	0.09
兰德黄金	684	40	0.28
纽蒙特矿业	2129	175	0.20

资料来源：Bloomberg，公司官网

表 20：国内龙头市值/资源价值指标

资源储量	黄金储量 (吨)	黄金产量 (吨)	市值/资源价值
山东黄金	883	36	0.27
中金黄金	356	18	0.26
湖南黄金	133	5	0.14
赤峰黄金	55	2	0.42

资料来源：Bloomberg，公司官网

三、弹性之美——为何黄金股是更好的配置选择？

1、历数 2005 年以来的三轮黄金牛市

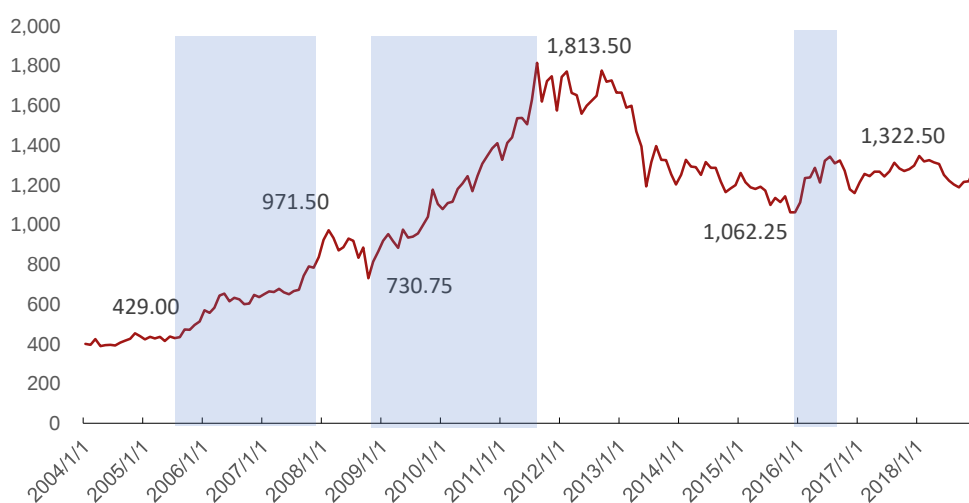
回溯 2004 年，黄金市场出现三次阶段性的牛市，分别是第一阶段（2005-07 至 2008-02），第二阶段（2008-10 至 2011-08）和第三阶段（2015-12 至 2016-09）。前两个阶段持续时间较长，分别持续 31 个月和 34 个月，涨幅分别达 126.46% 和 148.17%。第三次阶段性上涨持续时间较短，只维持了 9 个月，上涨幅度为 24.50%。最近的黄金涨势启动于 2018 年 10 月，主因美国经济边际转弱迹象初现，美联储官方主动透露 2019 年不排除放缓乃至放弃加息，目前涨幅 10.88%。

表 22：历次黄金上涨阶段价格变动（伦敦现货黄金：以美元计价）

	开始时间	黄金价格	结束时间	黄金价格	变化幅度
第一阶段	2005-07	429.00	2008-02	971.50	126.46%
第二阶段	2008-10	730.75	2011-08	1,813.50	148.17%
第三阶段	2015-12	1,062.25	2016-09	1,322.50	24.50%

资料来源：Wind，招商证券

图 66 2005—2018 年国际黄金价格走势（伦敦现货黄金：以美元计价）

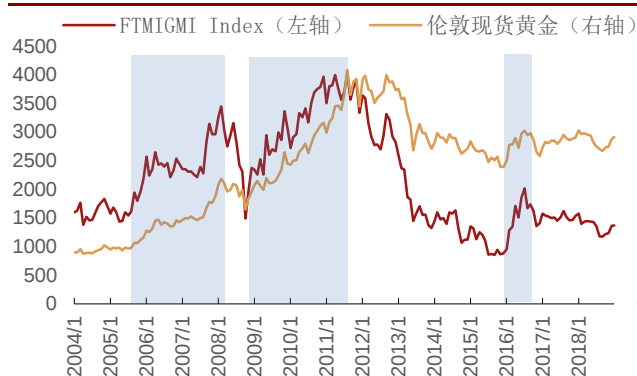


资料来源：招商证券

2、买黄金还是黄金股票——金价上涨阶段的选择

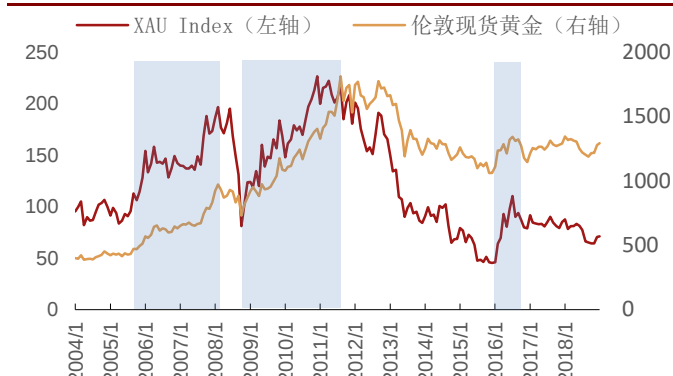
海外黄金矿业板块与金价走势呈高度一致。从近 15 年 FT 金矿指数、XAU 金矿指数与伦敦现货黄金价格的走势来看，黄金股票指数的走势与金价走势高度相关。这说明投资者认可金价是决定黄金公司价值的重要决定因素之一，倾向于通过投资黄金股票来从金价上涨行情中获利。

图 67 金价与相关矿业股指数走势基本一致



资料来源：Bloomberg，招商证券

图 68 金价与 XAU 金矿指数走势



资料来源：Bloomberg，招商证券

弹性-海外黄金股：在金价处在趋势性上涨通道中，海外黄金股票较金价的上涨弹性更大。在 2004 年以来的三个金价上涨阶段中，除了第一阶段黄金股票的涨幅稍微落后于金价涨幅外，另外两个阶段黄金股票表现均好于金价。尤其是 2015 年 12 月至 2016 年 9 月的第三阶段，黄金股票表现大幅领先于金价。

表 23：金价与海外黄金股票指数变化幅度

	时间	伦敦现货黄金	FTMIGMI Index	XAU Index
第一阶段	2005-07 至 2008-02	126.46%	123.39%	116.59%
第二阶段	2008-10 至 2011-08	148.17%	170.74%	168.89%
第三阶段	2015-12 至 2016-09	24.50%	97.34%	107.53%

资料来源：Bloomberg，招商证券

弹性-A&H 黄金股：在金价上涨阶段中，A&H 黄金股票弹性优于金价，且 H 黄金股弹性更大。在 2004 年以来的三个金价上涨阶段中，前两个阶段国内黄金股票指数均大幅跑赢金价。在第三阶段，A 股贵金属指数涨幅稍微落后金价，原因在于 A 股贵金属板块比金价晚一个月开启上涨，若以 2016 年 1 月作为起点，A 股贵金属板块在金价上涨阶段中涨幅高达 78.12%。

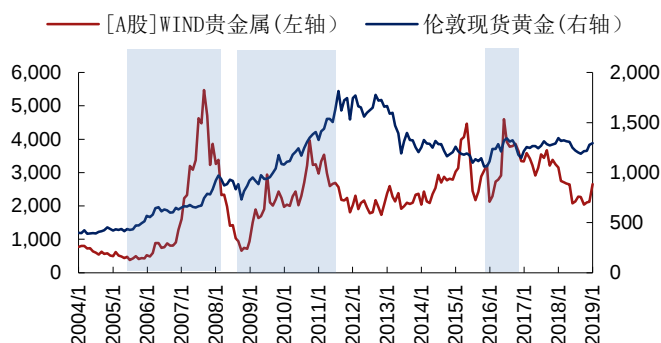
表 24：金价与国内黄金股票指数变化幅度

	时间	伦敦现货黄金	[A 股]WIND	[H 股]港交所黄
第一阶段	2005-07 至 2008-02	126.46%	782.18%	1159.99%
第二阶段	2008-10 至 2011-08	148.17%	286.75%	724.90%
第三阶段	2015-12 至 2016-09	24.50%	17.78%	32.60%

资料来源：Wind，招商证券

弹性-A&H 黄金股：在金价上涨背景下，A&H 黄金股领先于金价结束。这一现象在前两个金价上涨阶段中表现明显。在第一个金价上涨阶段中，A 股 WIND 贵金属指数与 2007 年 9 月达到高点，H 股贵金属指数于 2007 年 10 月达到高点，金价则是在 2008 年 2 月见顶。在第二个金价上涨阶段中，A 股与 H 股贵金属指数于 2011 年 3 月达到高点，金价在 2011 年 8 月见顶。

图 69 金价与 WIND 贵金属指数 (A 股) 走势



资料来源：Wind，招商证券

图 70 金价与港交所黄金与贵金属指数 (H 股) 走势



资料来源：Wind，招商证券

3、中外黄金龙头股在金价上涨阶段表现

中国黄金龙头股在金价上涨阶段存在明显相对收益。在 2004 年来国际金价的三个上涨阶段中，中国的黄金龙头企业山东黄金以及中金黄金，涨幅均大幅领先 WIND 黄金指数。在第一阶段（2005-07 至 2008-02）中，山东黄金的涨幅为 3608.45%，中金黄金涨幅为 2060.18%，而 WIND 黄金指数涨幅为 1665.89%。在第二阶段（2008-10 至 2011-08）和第三阶段（2015-12 至 2016-09）中，山东黄金和中金黄金的涨幅均数倍于 WIND 黄金指数。

图 71 中国黄金龙头股与 WIND 黄金走势



资料来源：WIND,招商证券

图 72 2004 年以来山东黄金股价与金价累计涨幅情况



资料来源：招商证券

图 73 2004 年以来中金黄金股价与金价累计涨幅情况



资料来源：招商证券

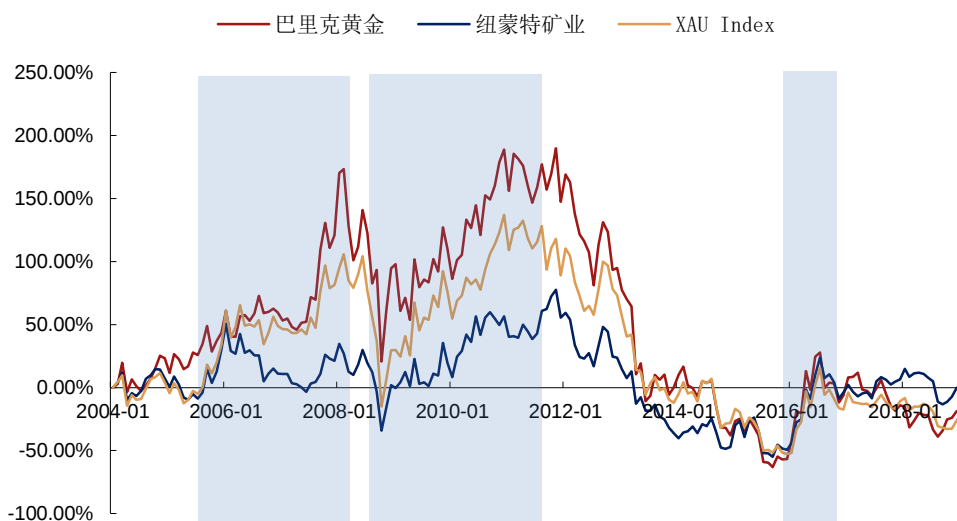
表 25：中国黄金龙头股与黄金股指变化幅度

第一阶段	山东黄金	中金黄金	WIND 黄金
2005-07	7.69	6.63	6.8500
2008-02	285.18	143.22	120.9633
增幅	277.49	136.59	114.11
增长率	3608.45%	2060.18%	1665.89%
第二阶段	山东黄金	中金黄金	WIND 黄金
2008-10	86.14	34.18	17.0200
2011-08	517.77	196.71	29.6700
增幅	431.63	162.53	12.65
增长率	501.08%	475.51%	74.32%
第三阶段	山东黄金	中金黄金	WIND 黄金
2015-12	230.91	108.10	12.6222
2016-09	421.11	140.97	14.3820
增幅	190.20	32.87	1.76
增长率	82.37%	30.41%	13.94%

资料来源：Wind，招商证券

海外黄金龙头股在金价上涨阶段表现不一。2004 年以来，巴里克黄金股价的累计涨幅在大部分时间力压板块指数，纽蒙特矿业则一直难获相对收益。在国际金价的上涨阶段中，巴里克黄金也比纽蒙特矿业更倾向于获得相对收益。在 2004 年以来金价的三次上涨阶段中，巴里克黄金仅在第二个阶段跑输 XAU 金矿股票指数，而纽蒙特矿业前两个阶段涨幅均落后于 XAU 金矿股票指数。在第一阶段（2005-07 至 2008-02）中，巴里克黄金的涨幅为 117.28%，稍微领先于 XAU 金矿股票指数的 116.59%，纽蒙特矿业则表现欠佳，只上涨 39.24%。在第二阶段（2008-10 至 2011-08）中，巴里克黄金与纽蒙特矿业分别以 129.32% 以及 144.30% 的涨幅落后于 XAU 金矿股票指数的 168.89%。第三阶段（2015-12 至 2016-09）情况有所不同，巴里克黄金与纽蒙特矿业均跑赢了 XAU 金矿股票指数。

图 74 2004 年以来海外黄金龙头股与黄金股指数累计涨幅



资料来源：Bloomberg，招商证券

表 26：海外黄金龙头股与黄金股指数变化幅度

第一阶段	巴里克黄金	纽蒙特矿业	XAU Index
2005-07	20.95	31.61	90.76
2008-02	45.52	44.02	196.58
增幅	24.57	12.40	105.82
增长率	117.28%	39.24%	116.59%
第二阶段	巴里克黄金	纽蒙特矿业	XAU Index
2008-10	20.11	22.81	81.06
2011-08	46.13	55.72	217.96
增幅	26.01	32.91	136.90
增长率	129.32%	144.30%	168.89%
第三阶段	巴里克黄金	纽蒙特矿业	XAU Index
2015-12	7.21	17.51	45.30
2016-09	17.30	38.33	94.00
增幅	10.09	20.82	48.71
增长率	140.05%	118.90%	107.53%

资料来源：Bloomberg，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，7 年基本金属研究经验。2017 年 3 月份加入招商证券。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015 年 7 月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。