

美债降级，需求旺季助推金价持续走高

民生精品---动态跟踪报告有色金属行业/黄金

2011 年 08 月 08 日

报告摘要:

● 美债遭降级，信用货币体系遭撼动，黄金或将成为首选投资标的

标普上周五首次取消了美国债务保持了 70 年之久的 AAA 评级至 AA+，这是三大评级机构首次对美债信用等级降级，短期内或导致各种债券及金融衍生品的价格重新评估，中长期可能不会导致金融市场剧烈波动。虽然美国信用评级下调后其债券依然是世界最安全资产，但纸币间相对的“比丑”游戏已经逐渐被投资者认清面目，在没有强势货币的世界格局中，黄金将最可能成为投资避风港，成为首选投资标的。

● 下半年黄金消费旺季即将到来，给予金价有力支撑

从供需面来看，下半年是黄金的消费旺季，印度、中东等消费大国的消费旺季即将到来，随后的西方圣诞节及来年的中国农历春节也极大的促进了黄金消费，统计过去 42 年来的黄金价格上涨，下半年黄金上涨概率明显高于上半年的上涨概率。近三年黄金价格走势来看，下半年黄金价格上涨将是大概率事件。

● 维持黄金年内冲 2000 美元的判断，金价将冲击 2000 美元

维持 2010 年 9 月 8 日《未来一年黄金价格冲击 1500 美元盎司》以及 2010 年 10 月 15 日在深度报告《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》的观点，长期看好黄金。短期美国量化宽松政策预期、欧债危机、将继续促使金价保持强势。

● 持续推荐黄金板块

黄金等贵金属板块在金价不断创新高的作用下，黄金板块将持续受益，数月以来的背离终将结束，重点关注山东黄金、中金黄金、紫金矿业、辰州矿业、荣华实业。

● 风险提示

1) 欧美经济复苏加快；2) 欧美货币政策进一步紧缩；3) 美元指数大幅反弹。

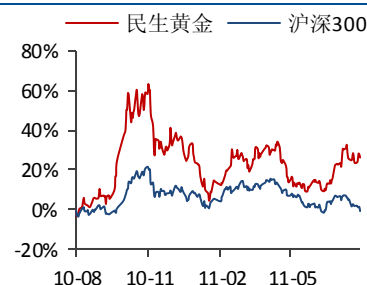
盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2011/08/05	2010A	2011A	2012E	2010A	2011A	2011E	
山东黄金	49.00	0.86	1.41	1.64	56.98	34.86	29.84	强烈推荐
中金黄金	28.29	0.79	0.91	1.11	35.81	31.02	25.59	强烈推荐
紫金矿业	5.50	0.33	0.29	0.37	16.67	18.64	14.74	强烈推荐
辰州矿业	36.69	0.40	1.11	1.43	91.73	32.98	25.68	强烈推荐
荣华实业	15.39	0.01	0.40	0.67	1748.86	38.73	22.93	强烈推荐

资料来源: Wind 一致预期, 民生证券研究所

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 黄玉
执业证号: S01002081120226
电话: (8610)8512 7646
Email: huangyu@mszq.com

分析师: 巨国贤
执业证号: S1080209110062
电话: (86755)2266 2085
邮箱: juguoxian@mszq.com

联系人: 滕越
电话: (8610)8512 7646
Email: tengyue@mszq.com

联系人: 吴怡平
电话: (86755)2266 2087
邮箱: wuyiping@mszq.com

相关研究

- 《未来一年黄金价格冲击 1500 美元盎司》 2010.09.08
- 《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》 2010.10.15
- 《白银偏金融属性，将与黄金同步进入十年牛市》 2010.11.29
- 《有色金属动态报告：地缘政治与消费旺季助推黄金及有色金属价格》 2010.1.4
- 《黄金动态跟踪报告：利比亚危机或将开启黄金、白银新一轮上涨》 2011.02.22
- 《黄金跟踪报告：黄金连创新高，即将站稳 1500 美元》 2011.04.11
- 《黄金跟踪报告：黄金持续创新高，独立行情将至》 2011.04.18
- 《黄金跟踪报告：黄金白银持续强势，山东黄金利好兑现》 2011.04.25

目录

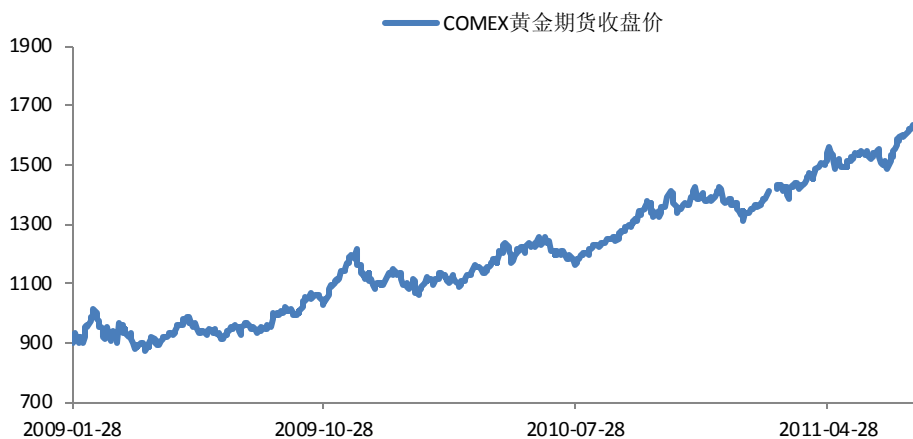
一、标普下调美债评级，黄金最有可能成为首选投资标的	3
二、消费旺季即将到来，黄金价格继续上涨是大概率事件	4
三、维持金价 2011 年上冲 2000 美元/盎司观点	5
四、黄金的金融属性凸显.....	6
五、背离终将修复，持续推荐黄金板块.....	7
六、风险提示	7
插图目录	8
表格目录	8

一、标普下调美债评级，黄金最有可能成为首选投资标的

标普上周五首次取消了美国债务保持了 70 年之久的 AAA 评级至 AA+，认为华盛顿最近达成的预算协议在应对美国财政状况的长期暗淡局面方面做的不够。

这是三大评级机构首次对美债信用等级降级，短期内或导致各种债券及金融衍生品的价格重新评估，中长期可能不会导致金融市场剧烈波动。虽然美国信用评级下调后其债券依然是世界最安全资产，但纸币间相对的“比丑”游戏已经逐渐被投资者认清面目，迷失在纸币游戏中的投资者正在寻求有根的实物资产来保证自己的财富不再“比丑”游戏中缩水，在没有强势货币的世界格局中，黄金将最可能成为投资的避风港，成为首选投资标的。

图 1：金价维持强势，再创新高



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

图 2：美元指数维持低位



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

二、消费旺季即将到来，黄金价格继续上涨是大概率事件

通过统计 1969 年以来的月度涨幅数据，发现，42 年中上涨月份较多的 1-2 月、5 月、9 月、11-12 月。除 5 月外，1-2 月为中国传统春节集中期；9 月为印度排灯节、中东地区的开斋节和宰牲节前夕；11-12 月为西方圣诞节期间，这说明现货消费旺季对黄金价格的助推作用相当明显。

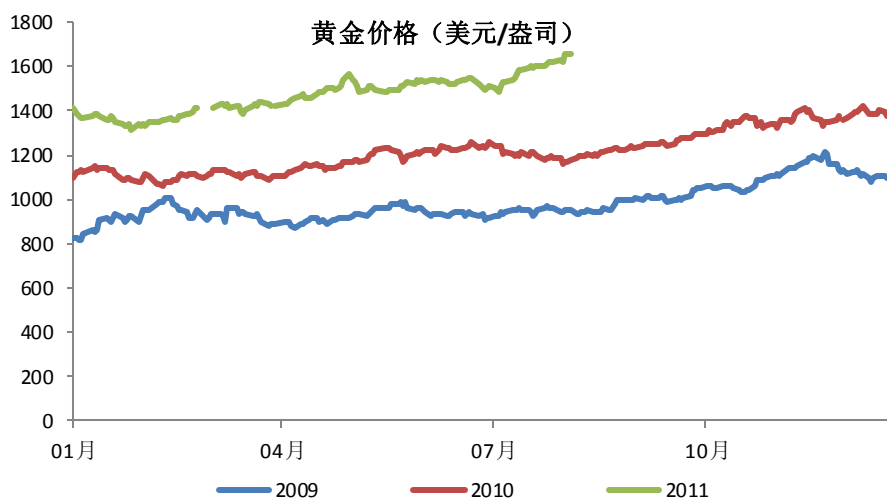
通过统计 1969 年以来的月度涨幅数据，发现，42 年中上涨幅度较多的月份为 1-2 月、5 月、9 月、11-12 月。除 5 月外，1-2 月为中国传统春节集中期；9 月为印度排灯节、中东地区的开斋节和宰牲节前夕；11-12 月为西方圣诞节期间，这说明现货消费旺季对黄金价格的助推作用相当明显。此外，统计黄金上涨概率，我们发现下半年黄金上涨概率明显高于上半年的上涨概率，下半年上涨年数明显高于上半年，持续的消费旺季将助推金价进一步加速上涨。

表 1: 近 42 年金价月度涨幅统计

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
平均涨幅	1.40%	1.33%	-0.32%	0.42%	1.57%	-0.01%	0.35%	0.26%	2.72%	-0.09%	1.36%	1.39%
上涨年数	21	25	21	22	22	21	22	22	28	20	26	22
下跌年数	21	17	21	20	19	21	20	19	14	22	16	20
差值	0	8	0	2	3	0	2	3	14	-2	10	2
涨幅大于 10% 年数	5	2	1	2	4	1	0	1	5	2	3	3
涨幅在 5%-10% 年数	6	5	5	2	4	5	8	4	7	3	8	4
涨幅在 2%-5% 年数	6	10	6	11	5	3	7	7	11	9	7	6
涨幅在 -2%~2% 年数	10	15	16	16	19	18	16	18	9	14	16	19
涨幅在 -5%~-2% 年数	9	5	10	6	6	12	6	7	8	9	6	7
涨幅在 -10%~-5% 年数	5	4	2	5	4	2	5	4	1	5	0	3
涨幅在 -10% 以上年数	1	1	2	0	0	1	0	1	1	1	2	0

资料来源：民生证券研究所

图 3: 黄金价格下半年年上涨是大概率事件



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

三、维持金价 2011 年上冲 2000 美元/盎司观点

2010 年 9 月 8 日我们在深度报告《未来一年黄金价格冲击 1500 美元/盎司》中预期金价在一年内将上冲 1500 美元/盎司，是业内最先预测本轮金价上涨并达此高度的券商；10 月 15 日我们在深度报告《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》上调对金价预期，目前我们依旧维持金价 2011 年上冲 2000 美元/盎司观点。短期预计地缘政治及黄金传统消费旺季将加快金价上行速度。我们的主要观点有：

1、全球黄金存量仅 $20.36 \times 20.36 \times 20.36$ 立方米

从黄金发展的历程来看，五千多年的历史，仅近两个世纪随着产金技术的提高而明显增加。根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，目前全球已确认的地上总存金量为 16.3 万吨左右，按照密度为 19.3 吨/立方米计算，只相当于边长为 20.36 米的正方体房间大小。

2、可交易的黄金仅占 17%，远不能满足旺盛的投资需求

黄金主要用途包括：首饰、官方储备、工业与其他用金、个人投资与 ETF 等交易投资。根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，首饰消费占最大比重，达到 8.36 万吨；各国黄金官方储备总量达 3.04 万吨；工业和其他用金量达到 1.97 万吨；黄金可确定性投资量仅 2.73 万吨，约为当前黄金总量的 17%。其他如黄金制品随同沉船沉入海底等数千吨。

3、货币非黄金化 V.S. 黄金非货币化

从金本位制到布雷顿森林货币体系，再到牙买加体系，黄金从货币化到非货币化的过程中，黄金的货币属性并未根本消失，黄金金融投资属性日益凸显。

黄金从来就没有被完全非货币化，而是货币非黄金化。黄金作为一种公认的金融资产活跃在投资领域，充当国家或个人的储备资产。货币黄金管理始终是世界各国货币管理的重要内容，各国黄金储备，其管理者均为各中央银行，并按货币形式和运行规律管理。尽管黄金非货币化初期各国央行大面积减持黄金，目前主要国家货币黄金储备持有量仍稳中有升。

4、欧元危机与第三轮金价暴涨的开始

欧元将长期保持弱势。欧元区扩张速度较快，新加入的国家经济水平差异较大，但是却要遵守相同的赤字和债务规定；各国实行的货币政策基本统一，但是财政政策又掌握在各国手中。欧盟 27 国经济差异和政策协调的难度，远远大于欧盟刚成立时的 15 国时期。2002 年以后各国央行和金融机构都开始大量储备欧元，结果造成欧元价格从最低时的 0.82 美元最高上升到 1.62 美元。这一次欧元危机，势必引发全球央行和金融机构新一轮的资产配置调整。

5、任何商品都有估值约束，黄金除外

房地产主要受购买力约束、铜和石油等大宗商品主要受工业需求约束、股票主要受内

在价值的约束、债券主要受利率约束，但黄金却没有任何估值约束。因此，在供应有限，工业需求旺盛的基本面配合下，全球央行的储备调整将进一步加大对黄金的需求，黄金的牛市才刚刚开始，上涨空间无约束。

6、过去三十年全球最严重的流动性过剩已经来临

金融危机爆发后，全球主要国家纷纷推出历史上最为宽松的货币政策，央行向实体经济中投放过量的流动性，美国国债利率不断创出历史新低，无风险资产同时也是无收益资产。我们正在经历过去三十年最为严重的流动性过剩的格局，黄金的上涨空间已经打开。

7、从十年股票牛市、十年商品牛市到十年黄金牛市

过去二十年，全球经历了两轮价格牛市。第一轮是上个世纪 90 年代的十年股市牛市，第二轮是过去十年的商品牛市。未来十年，在全球国际货币体系的调整下，黄金有望呈现下一个十年牛市。如果按照过去三十年复合的物价上升速度计算，1980 年的 850 美元相当于现在的 1933 美元，相比于当前 1300 多美元每盎司的价格，金价的上升空间还很大。

整体来看，黄金牛市格局在国际大背景下已形成，在不同历史阶段的各种资产轮涨周期中，未来十年将是黄金的“舞台”，在黄金的国际储备需求、投资需求以及工业用金需求大幅增加下，今年金价有望突破 2000 美金，两至三年内有望冲击 3000 - 5000 美元。

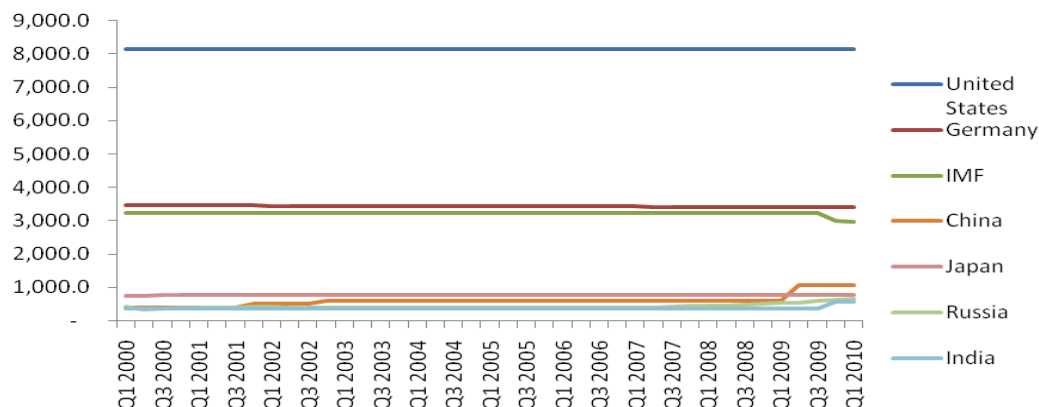
四、黄金的金融属性凸显

自 1971 年美元取消与黄金的直接挂钩，布雷顿森林体系宣告瓦解后，曾经风靡一时的金本位制开始淡出人们的视野。然而，随着国际货币体系不断曝露出这样那样的缺陷，美联储推出一轮又一轮的量化宽松政策，美元面临的“特里芬难题”愈演愈烈，投资者对于美元的信心逐渐丧失，而黄金的金融属性逐渐加强。

美国宪法令行禁止美国发行大量纸币来抵债，但是，允许用黄金和银币来还债，认为无论开采或制造发行多少黄金和银币都是合法的，黄金的货币属性并未根本消失。

黄金从来就没有被完全非货币化，而是货币非黄金化。黄金作为一种公认的金融资产活跃在投资领域，充当国家或个人的储备资产。货币黄金管理始终是世界各国货币管理的重要内容，各国黄金储备，其管理者均为各中央银行，并按货币形式和运行规律管理。尽管黄金非货币化初期各国央行大面积减持黄金，目前主要国家货币黄金储备持有量仍稳中有升。

图 4: 全球主要国家和机构黄金官方储备



资料来源: World Gold Council, 民生证券研究所

五、背离终将修复，持续推荐黄金板块

在黄金价格不断走高的作用下，A 股黄金板块将持续受益，持续推荐黄金板块。重点关注山东黄金、中金黄金、辰州矿业、荣华实业。

回顾 2009 年至今黄金股和黄金的表现，我们发现黄金股和黄金价格基本上维持同步上涨的格局，而近几个月黄金股和黄金价格出现了较大幅度背离，主要是由于黄金板块中山东黄金、中金黄金资产注入预期将节奏放缓所导致，因此背离终将回归。

两大黄金巨头受益于金价上涨带来的业绩提升，仍具有较高的投资价值，未来股价背离将会得到修复，持续关注山东黄金、中金黄金、紫金矿业、辰州矿业和荣华实业。

图 5: 黄金股将和黄金同步上涨



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

六、风险提示

- 1) 欧美经济复苏加快;
- 2) 欧美货币政策进一步紧缩;
- 3) 美元指数大幅反弹。

插图目录

图 1: 金价维持强势, 再创新高	3
图 2: 美元指数维持低位	3
图 3: 黄金价格下半年年上涨是大概率事件	4
图 4: 全球主要国家和机构黄金官方储备	7
图 5: 黄金股将和黄金同步上涨	7

表格目录

表 1: 近 42 年金价月度涨幅统计	4
---------------------------	---

分析师与联系人简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，2008年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究7年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，对有色金属行业发展规律和运行特点具有高度的敏感性，准确预测并把握了2010年黄金、稀有金属、基本金属的行情。

巨国贤，有色金属行业高级分析师，硕士，拥有4年有色金属及新材料科研经验，4年有色金属及新材料行业项目投资经验，4年证券公司有色金属行业研究经验。2010年“水晶球”有色金属行业最佳分析师第六名。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。

吴怡平，有色金属行业助理分析师，武汉大学金融学硕士，经济学学士，擅长公司财务分析，盈利预测。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。