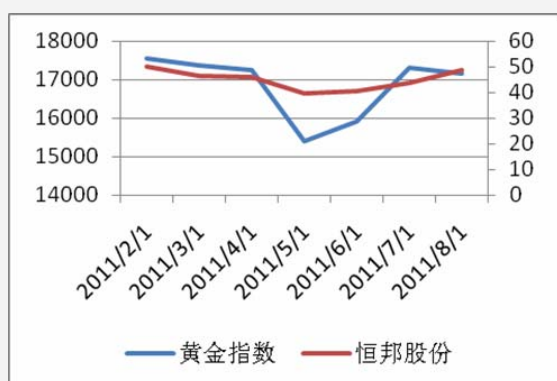




乱世藏金 蓄势待发

——商业周期下行压力催生黄金投资价值

近6个月行业指数相对沪深300走势



研究员 张文刚

投资咨询证书 SA620511010008

电话

邮箱

研究员 周飞

电话 025-83367888-3305

邮箱

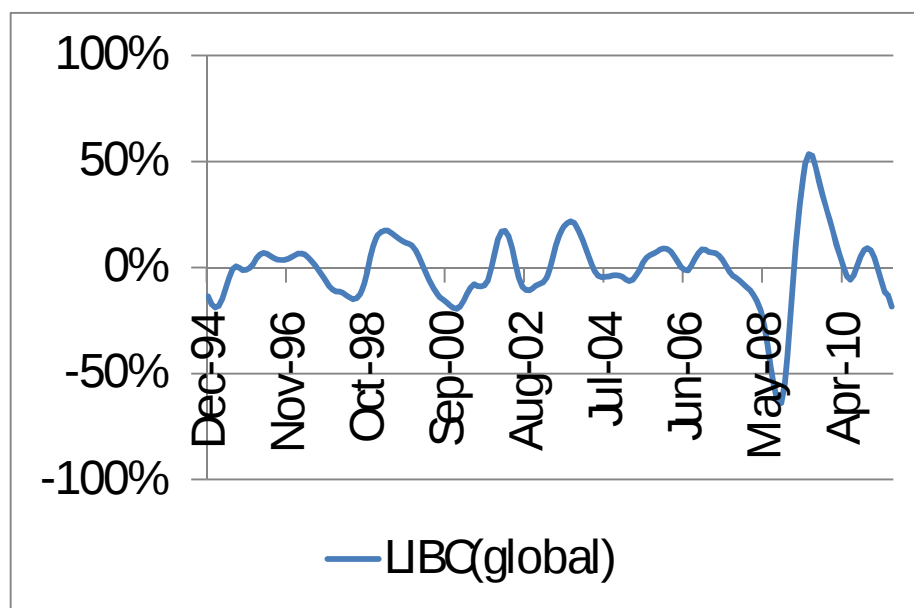
● 内容提要

行业评级： 推荐

- 黄金投资的逻辑：黄金的价格与黄金指数具备较高的相关性，采用2008年以来的月度数据拟合，二者的相关性为0.63。我们认为黄金价格上涨的背后必然包含黄金产量和购买量的增加，因此，黄金价格包含了黄金市场的所有信息，判断黄金价格走势也自然成为黄金股投资的前提；
- 黄金价格趋势判断的逻辑：首先我们利用商业周期指标划分了全球商业周期；其次，我们利用历史数据检验黄金在2000年以后的商业周期收缩阶段的表现，证明其逆周期性；最后，我们沿用一般判断法则判断目前全球商业周期处在收缩阶段，进而推断黄金具备一定上涨空间，特别是在前期市场多头主动调整后；
- 除了一般的商业周期逻辑外，我们认为市场对美联储的QE3预期也将利好金价。因此，黄金价格延续上涨格局将是大概率事件；
- 从国内的黄金产量和零售数据看，我们认为黄金市场的量变可以支撑其进一步的质变，金市在上半年的表现优于去年同期。
- 投资标的：我们认为恒邦股份具备黄金行业中相对的投资优势，其理由在于相对的估值优势和较小的流通市值规模，在国内资金面尚未明朗的市场环境下可适时介入。

- 1, 全球经济处在下行周期中, 市场对黄金的避险要求将是驱动黄金价格上涨的长期动力。根据我们对全球商业周期指标的监测, 全球经济仍然处于较为危险的收缩阶段。按照 ECRI 对美国商业周期的测算, 美国自 2000 年以来便进入漫长的收缩周期。在这一周期中, 我们发现黄金的价格走势是一枝独秀的, 甚至在 2008 年经济危机时, 它的表现也胜过其他大宗商品。(2000 至 2011 年 8 月, 纽约黄金上涨 5.44X, 伦铜上涨 3.9X)

图 1: 全球商业周期处在下行收缩通道



数据来源: 南京证券研究所

我们对 LIBC (Global) 指标按照一般的法则划分了全球的商业周期, 并作出了对黄金的买点 and 买点规定。经过历史数据的模拟检验, 很容易得出黄金具备逆周期的特征, 特别是在 2000 年之后。

表 1: 全球商业周期信号

信号性质	信号预测时期	信号修正日期
买入信号	1995-6	1995-7
卖出信号	1997-7	1997-8
买入信号	1998-11	1998-12
卖出信号	1999-12	2000-1
买入信号	2001-6	2001-7
卖出信号	2002-5	2002-6
买入信号	2003-1	2003-2

卖出信号	2004-2	2004-3
买入信号	2004-10	2004-11
卖出信号	2005-2	2005-3
买入信号	2005-5	2005-6
卖出信号	2006-2	2006-3
买入信号	2006-9	2006-10
卖出信号	2007-3	2007-4
买入信号	2009-3	2009-4
卖出信号	2010-2	2010-3
买入信号	2010-8	2010-9
卖出信号	2011-1	2011-2

数据来源：南京证券研究所

表 2：黄金具有明显的逆周期特征

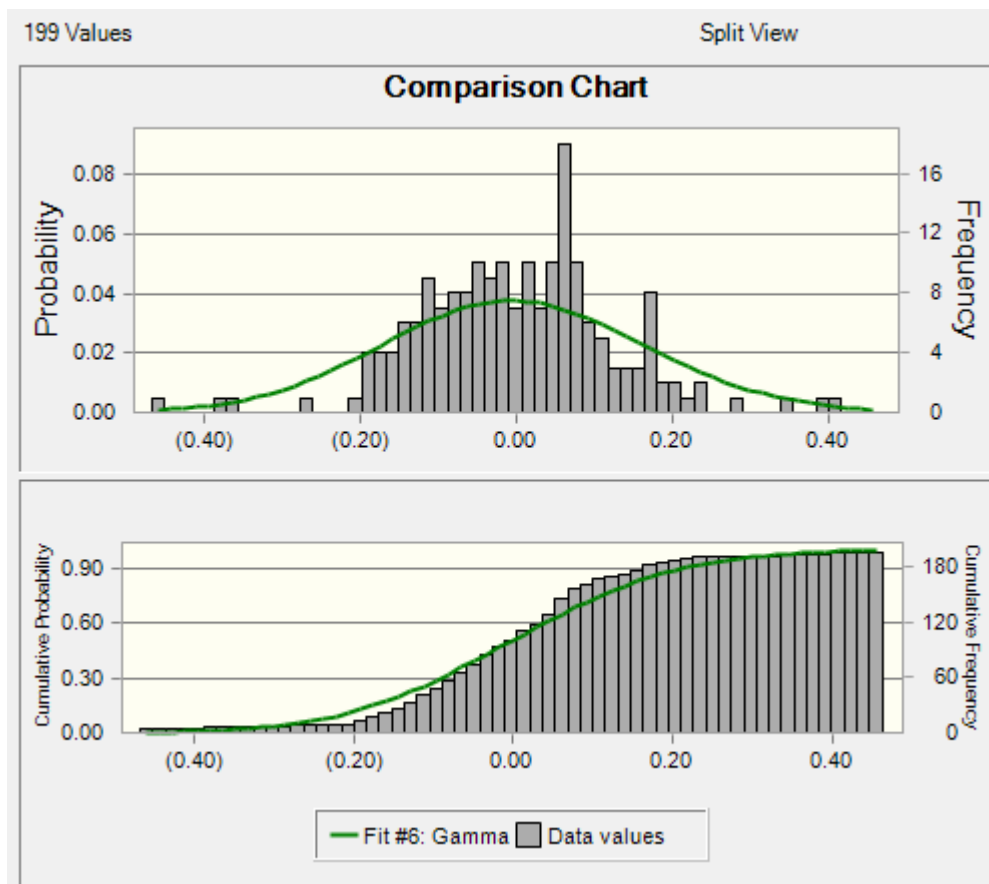
信号性质	信号预测时期	信号修正日期	黄金操作获利
卖出信号	Jul-97	Aug-97	10.30%
卖出信号	Dec-99	Jan-00	6.07%
卖出信号	May-02	Jun-02	-10.28%
卖出信号	Feb-04	Mar-04	-10.79%
卖出信号	Feb-05	Mar-05	4.34%
卖出信号	Feb-06	Mar-06	-8.78%
卖出信号	Mar-07	Apr-07	-31.40%
卖出信号	Feb-10	Mar-10	-13.49%
卖出信号	Jan-11	Feb-11	-34.72%

数据来源：南京证券研究所

根据我们对 LIBC (Global) 指标的历史数据的统计, 认为其分布符合 Gamma 分布, 其中, Location= (5.28), Scale=0.01, Shape=999。从统计规律看, LIBC (Global) 跌破-20%的概率应该不超过 7.5%。相应地, 我们生产出的最新一期的 LIBC (Global) 的数值在-17% (预测值)。尽管远东主要经济体和欧美经济体商业周期出现分化, 但前者在指标中权重不及后者, 我们认为下一期的 LIBC (Global) 跌破-20%的可能性依然较大, 或许又是一个黑天鹅悄然来临。根据目前对这一指标的经验判断, 全球经济进入上行周期 (买点) 仍需要 3 个月左右。换句话说, 黄金依然具有 3 个月的上行的

时间，从以时间换空间的角度，黄金突破 2000 美元/盎司是大概率事件。

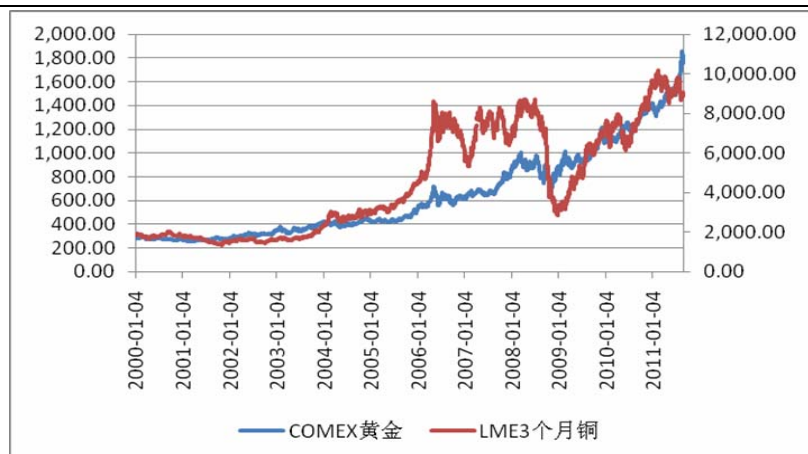
图 2：LIBC（Global）符合 Gamma 分布



数据来源：南京证券研究所

另一方面，在一个下行商业周期下，黄金也可以充分分享流动宽松（预期）带来的金融属性。通过检验 QE1 和 QE2，黄金在此期间上涨了 120%，而且呈现大幅度上扬的格局。

图 3：黄金表现优于金属之王伦铜



请务必阅读正文之后的重要法律声明

数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所

2, 8月23日, 黄金调整源自于国内黄金多头的对冲操作。据央视财经的调查, 国内工农建交四大行联手做空黄金的动机来自于央行本身较大的黄金多头头寸。随着黄金的价格的上涨, 黄金多头存在一个主动调整的要求。在这次调整后, 黄金的非商业性多头持仓将至一年半以来的均值水平之下, 黄金的杀跌动能明显减小。

图 4: 2011-8-23 金市主动调整, 长期上涨趋势不变



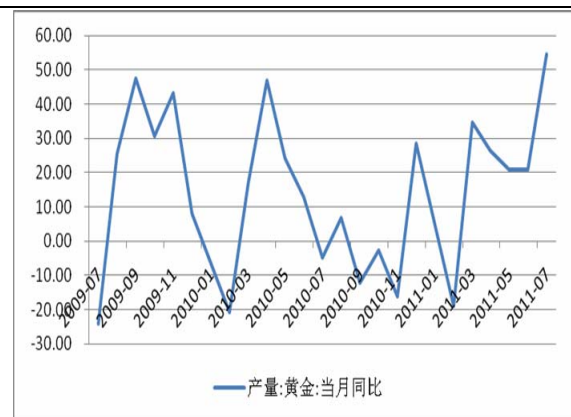
数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所

3, 2011年7月, 国内黄金产量增长率为 54.6%, 增幅创近 2 年来新高。从下游需求看, 黄金 1-7 月份的黄金零售总额增速要高于去年, 平均增速为 42.91%。在黄金上涨的预期不断被提高的情况下, 黄金消费仍可能保持快速增长的态势。

图 5: 黄金零售



图 6: 黄金产量



数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所

4、重点关注公司：恒邦股份

公司未来 3 年自产金矿量有望从目前的 1.5 吨/年增加值 4.5 吨/年左右。非公开发行项目完成后，采选冶项目改造完成后自产金精矿由现在的 1.67 吨提升至 4.5 吨左右，拥有黄金冶炼能力 26 吨/年、白银冶炼能力 150 吨/年，硫酸生产能力 56 万吨/年、铜冶炼能力 2 万吨/年。（数据来源：公司公告）公司计划非公开发行股票，收购集团公司持有的金兴矿业 55%的股权并增资金兴矿业用于采选建设，完成后，恒邦股份将持有金兴 70%的股权比例，公司金资源储量将有目前的 32 吨左右显著提升至接近 40 吨，进一步稳定公司金精矿原料来源，增强公司的可持续发展能力。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 将分别为 1.75、2.12 和 2.55 元，给予“推荐”评级。

表 3：恒邦股份在股指和市值规模上仍具备相对的优势

	预测市盈率(PE, 未来 12 个月)	近 3 月涨幅	流通市值（亿元）
辰州矿业	25.59	13.24%	184.70
恒邦股份	26.69	25.61%	32.63
中金黄金	27.45	12.06%	512.46
山东黄金	30.7	8.97%	365.70
紫金矿业	15.59	16.95%	842.34

数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所



法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

南京证券行业投资评级标准：

推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
推 荐：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。