



策略周報

黃金股是否仍具配置機會

6月以來，黃金股逆市反彈，表現強勢，本文通過對比歷史上黃金股牛市的觸發條件及影響因素探究黃金股行情的持續性。

- **黃金股價與金價高度相關，股價拐點同步或領先于金價。**美元走弱或實際利率走低造就黃金牛市。2000年以來，金價存在三個明顯的上漲區間，絕大多數情況下，黃金股價與金價趨勢高度一致。黃金股在金價上漲階段存在較為明顯的相對和絕對收益，具有明顯的相對收益彈性。作為資產配置的重要部分，黃金股通常作為投資者投資黃金相關資產的重要選擇。
- **估值處于相對低位及金價上行為黃金股牛市開啓必要條件。**市場大漲不是黃金股實現絕對收益的必要條件。歷史上看，2010.6-2010.8及2012.7-2012.9這兩個黃金股牛市中後階段，A股市場表現雖然相對較弱，但黃金股逆市上行，可見黃金股走勢與市場相關性較弱，具備一定程度的抗跌屬性。而通過觀察代表龍頭個股的估值水平變化我們可以看到，牛市啓動前期，龍頭個股估值水平基本處于歷史相對低位。而作為驅動股價上行最為重要的因素，黃金價格為影響黃金股盈利的核心變量。金價上行階段，黃金股更易出現盈利、估值雙升的戴維斯雙擊。
- **當前市場環境預判：弱美元預期下金價上行，黃金股存在配置機會。**驅動金價上行的三個因素都在朝著積極方向變化：1) 中長期美債名義利率還有進一步下行空間，前期緊縮的貨幣政策會繼續侵蝕美國的基本面數據；2) 中美貿易摩擦帶來的關稅上行將通過進口價格抬升後續美國通脹，實際利率進一步走低助力金價；3) 不斷擴大的財政和貿易赤字中期加大了美元的下行壓力，弱美元也是金價行穩致遠的重要支撐。從股票估值角度來看，2018年Q4以來，部分龍頭黃金股估值雖出現一定程度的上行，但整體來看，行業估值尚處于歷史相對低位，預計隨著聯儲加息周期的結束，美元走弱預期下，金價上行趨勢確定，黃金股有望持續分享金價上行帶來的盈利改善。
- **風險提示：中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。**



引言

上周市場出現一些緩和的信號：1) 監管層仍在全力隔離包商銀行對金融市場的負面衝擊，央行通過向頭部券商注入流動性進一步降低了非銀機構被傳染，打破剛兌的可能性；2) 兩國元首通話，中美貿易談判出現重啓的信號，人民幣匯率急升，市場風險溢價提升；3) 美聯儲議息會議釋放降息訊號，海外流動性邊際寬鬆，外資對新興市場配置需求增加；4) 科創板臨近，制度利好釋放，并購重組政策走出緊縮周期。

伴隨這些緩和信號，市場也打破了橫盤震蕩，向上反彈。以消費代表的核心資產與高貝塔成長券商、TMT 行業相繼上揚。如果說這些板塊的反彈在情理之中，那麼黃金股相對強勢則多少有些出乎意料。考慮到後續基本面下行預期及中美貿易摩擦的不確定性，A 股市場反彈高度有限，兼具信用對沖及避險屬性的黃金股配置價值凸顯。本文通過對比歷史上黃金股牛市的觸發條件及影響因素探究黃金股行情的持續性。

金價與股價相關性

美元走弱或實際利率走低造就黃金牛市。2000 年以來，金價存在三個明顯的上漲區間，分別為 2004.1-2008.3，2008.12-2011.9，2016.1-2016.8。其中，前兩階段持續時間較長，漲幅也相對明顯，美元走弱疊加金融危機後量化寬鬆政策引發黃金價格大幅上行；2016 年，基本面數據走弱導致聯儲加息進度不及預期，長債收益率快速下行導致的實際負利率環境利好金價。2018 年以來，美國經濟邊際轉弱，聯儲結束加息周期信號明顯，情境與 2016 年相似。

圖表 1. 黃金價格歷史複盤



資料來源：萬得，中銀國際證券

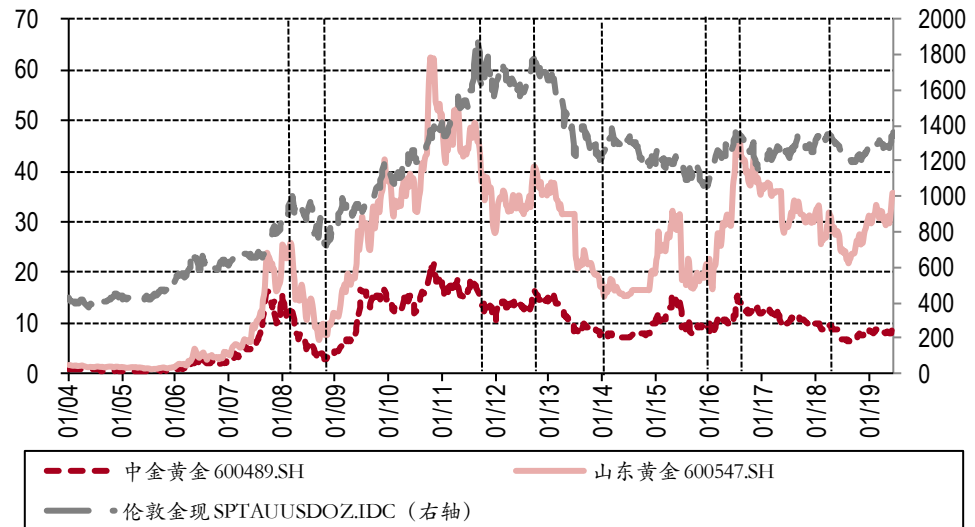
圖表 2. 三次黃金股牛市時長漲幅對比

	開始時間	黃金價格	結束時間	黃金價格	漲幅(%)
階段一	2004/1/2	415.85	2008/3/28	931.05	123.89
階段二	2008/12/5	756.45	2011/9/30	1623.97	114.68
階段三	2016/1/8	1103.97	2016/8/26	1320.59	19.62

資料來源：萬得，中銀國際證券

股價拐點同步或領先于金價。絕大多數情況下，黃金股價與金價拐點高度一致。股價和金價的背離出現在 2007.9-2008.2，2010.11-2011.9 及 2014.11-2015.6。2007 年 9 月，黃金股價率先達到階段性高點，而金價持續攀升至 2008 年 2 月。2010 年，黃金股價自歷史新高回落，金價在隨後的 2011 年 8 月見頂，股價領先金價約半年左右時間。2014 年，受益于寬鬆的貨幣環境及政策條件，金價小幅下跌的情形下，黃金股出現大漲。

圖表 3. 黃金股牛市複盤



資料來源：萬得，中銀國際證券

黃金股在金價上漲階段存在較為明顯的超額收益。2004 年以來，黃金股存在幾個明顯的上漲區間，分別為 2006.3.31-2007.10.12、2008.10.31-2010.11.15 和 2015.9.25-2016.8.5，三個上漲區間包含于金價上漲區間內，可見金價上行為黃金股牛市的必要條件。金價上行區間內黃金股有著顯著的相對和絕對收益。以龍頭企業中金黃金、山東黃金為例，金價上行階段，黃金股漲幅遠高于同階段現貨金價漲幅。具有明顯的相對收益彈性。作為資產配置的重要部分，黃金股通常作為投資者投資黃金相關資產的重要選擇，原因在于：股票流動性更優，相比商品投資者投資意願更強；股票資產彈性更高，能够更大程度的享有金價上漲帶來的收益，長期來看，黃金股票的投資收益遠高于現貨資產。

圖表 4. 不同市場階段下龍頭黃金股相對表現

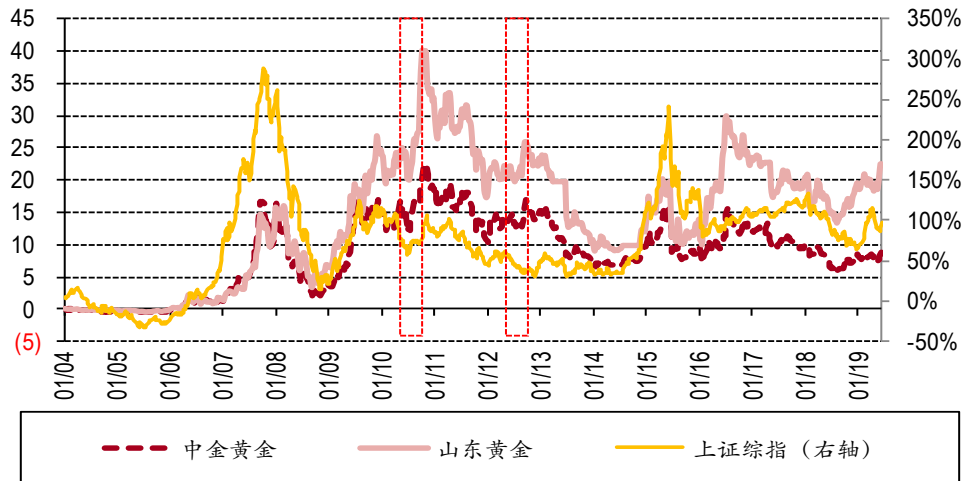
(%)	中金黃金	山東黃金	園城黃金	赤峰黃金	紫金礦業	倫敦金現	上證綜指
2004/1/2-2008/3/28	977.93	1,097.12	15.90			123.89	135.97
2008/4/3-2008/11/28	(54.84)	(34.60)	(56.75)	(54.31)		(9.40)	(45.70)
2008/12/5-2011/9/30	264.09	280.84	196.02	138.54	53.69	114.68	16.87
2011/10/14-2012/10/26	6.52	(5.78)	23.40	90.57	(13.25)	1.82	(15.02)
2012/11/2-2013/12/27	(46.18)	(54.27)	(13.17)	(34.45)	(37.32)	(27.70)	(0.75)
2014/1/3-2015/12/31	16.84	17.40	108.17	82.49	62.31	(14.22)	69.90
2016/1/8-2016/8/26	35.69	86.48	(16.63)	34.63	(2.67)	19.62	(3.64)
2016/9/2-2018/8/31	(49.01)	(46.33)	(54.33)	(49.25)	6.07	(9.47)	(11.15)
2018/9/7-2019/6/20	28.26	51.32	39.46	18.18	0.87	15.98	10.54

資料來源：Wind，中銀國際證券

黃金股牛市啓動條件

市場大漲不是黃金股實現絕對收益的必要條件。歷史上看，2010.6-2010.8 及 2012.7-2012.9 這兩個黃金股牛市中後階段，A 股市場表現雖然相對較弱，但黃金股逆市上行，可見黃金股走勢與市場相關性較弱，具備一定程度的抗跌屬性。

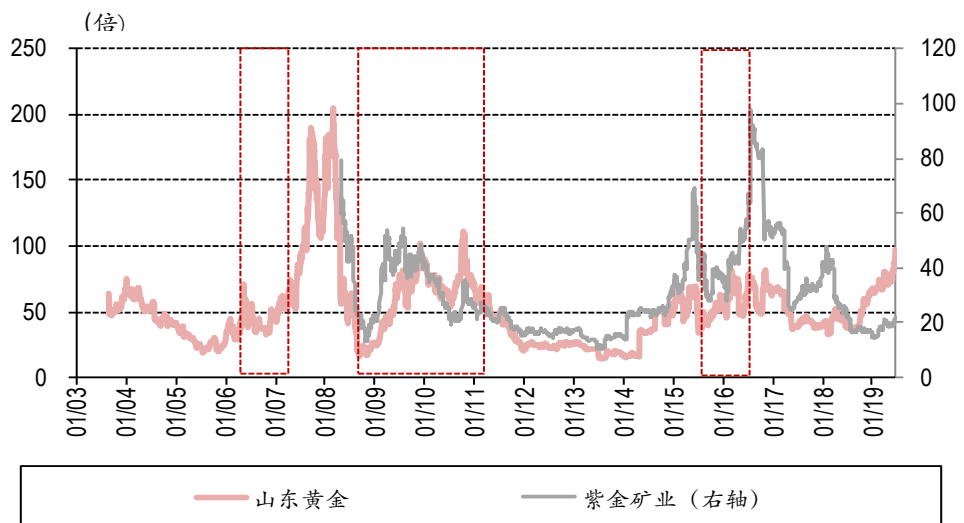
圖表 5. 黃金股存在逆市上行可能性



資料來源：萬得，中銀國際證券

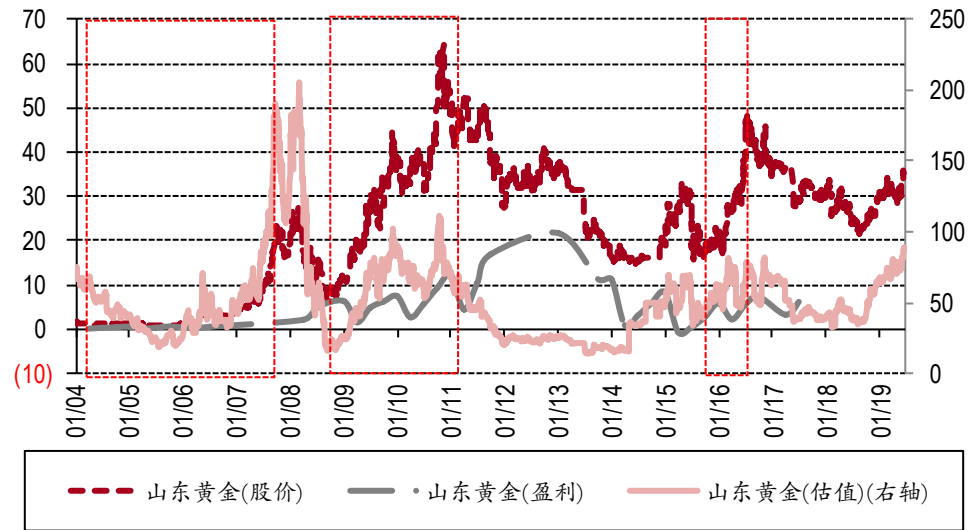
估值處於相對低位及金價上行為黃金股牛市開啓必要條件。通過觀察代表龍頭個股的估值水平變化我們可以看到，牛市啓動前期，龍頭個股估值水平基本處於歷史相對低位。而作為驅動股價上行最為重要的因素，黃金價格為影響黃金股盈利的核心變量。歷史上看，黃金股上漲區間均包含在金價上行區間中，而在上圖所示 A 股市場下行區間，金價上行支撐黃金股盈利持續超預期，進而出現逆市上漲的獨立行情。金價上行階段，黃金股更易出現盈利、估值雙升的戴維斯雙擊。

圖表 6. 龍頭黃金股估值水平變化



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 7. 黃金股盈利估值水平



資料來源：萬得，中銀國際證券

圖表 8. 牛市期間龍頭黃金股盈利、估值水平變化

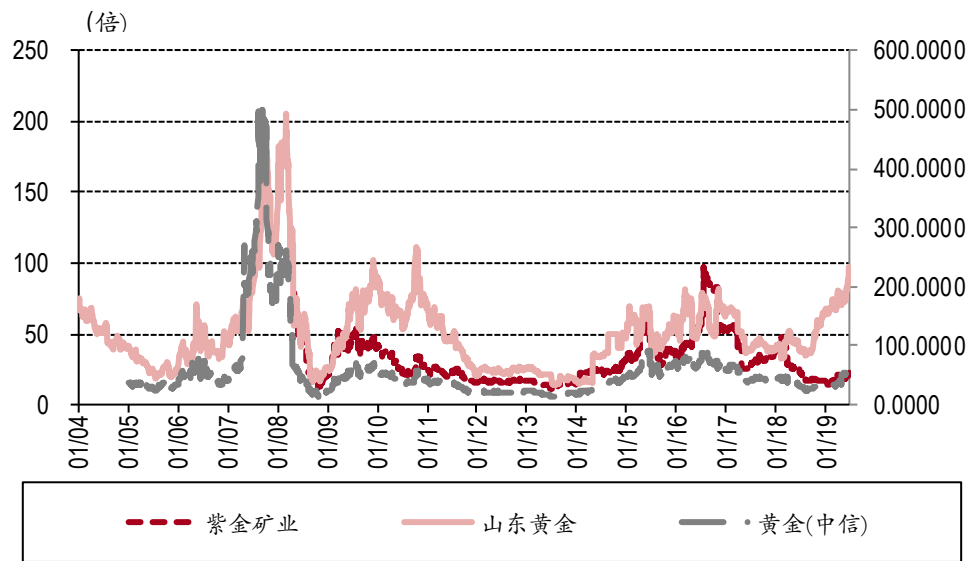
	股價漲幅(%)	市場漲幅(%)	估值分位變化	盈利增速(%)
2006.3.31-2007.10.12	881.79	272.52	0.71	498.38
2008.10.31-2010.11.15	590.99	232.70	0.85	49.71
2015.9.25-2016.8.5	165.17	71.05	0.44	1051.76

資料來源：萬得，中銀國際證券

當前市場環境預判

當前市場環境預判：弱美元預期下金價上行，黃金股存在配置機會。 驅動金價上行的三個因素都在朝著積極方向變化：1) 中長期美債名義利率還有進一步下行空間，前期緊縮的貨幣政策會繼續侵蝕美國的基本面數據；2) 中美貿易摩擦帶來的關稅上行將通過進口價格抬升後續美國通脹，實際利率進一步走低助力金價；3) 不斷擴大的財政和貿易赤字中期加大了美元的下行壓力，弱美元也是金價行穩致遠的重要支撐。從股票估值角度來看，2018年Q4以來，部分龍頭黃金股估值雖出現一定程度的上行，但整體來看，行業估值尚處於歷史相對低位，預計隨著聯儲加息周期的結束，美元走弱預期下，金價上行趨勢確定，黃金股有望持續分享金價上行帶來的盈利改善。

圖表 9. 黃金股當前估值處于歷史低位



資料來源：萬得，中銀國際證券



風險提示

中美貿易摩擦加劇，盈利超預期下行。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自轉載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371