

贵金属

报告日期：2023年08月09日

“下一个机会”系列一：黄金

——关注高弹性及经营稳健的黄金股

投资要点

□ 1、黄金板块前期为什么下跌？

从去年底开始，出于美联储加息放缓等因素，贵金属板块展现出了较高热度，黄金价格整体进入上行区间。此外，今年3月爆出的硅谷银行破产事件，引发了市场对于银行业危机的担忧和年内美联储降息的预期，黄金因避险属性和货币属性继续实现价格的向上突破。

自5月以来，黄金价格出现了回调，伦敦金现几乎跌破1900美元/盎司，各黄金股的股价也整体随之迎来较为明显的调整。我们认为，板块下跌的主要原因在于：

【基本面】美国就业市场和经济增速情况尚可，失业率保持低位，同时银行业危机没有大规模蔓延，减缓了市场对于风险的担忧；

【政策面】美国通胀水平仍处相对高位，美联储延续加息和偏“鹰”表态，使得市场对上半年结束加息、年内开始降息的预期出现偏离。

【资金面】在美国基本面仍具韧性、市场对美联储加息节奏的预期偏离背景下，板块热度有所降温，资金流出效应下对金价产生一定压制。

□ 2、为什么我们认为现在是底部？

【哪些风险已经释放】我们认为，当前黄金价格已经对美联储年内继续加息、且不会降息进行了较为充分的反应。

【哪些风险尚没释放】美国经济可能存在超预期的韧性，进而或对金价产生压力。

【未释放风险怎么看】美债长短端收益率持续倒挂，同时制造业PMI处于枯荣线以下、服务业PMI走弱、美国家庭和非营利组织净资产增速转负，我们认为美国经济压力仍存，长时期保持韧性的可能性或不高。

【极限下行空间多大】全球官方增储黄金、美国经济压力预期、全球多国推进“去美元化”等因素，有望成为黄金价格夯实的托底因素，因此金价继续大幅下行的空间或不大。

□ 3、为什么黄金板块会是下一个机会点？

【压制股价上涨的因素是什么】金价上行存在压力，背后的深层原因在于此前美国通胀仍处高位致使美联储继续加息、经济动能和就业市场情况尚可、美元全球地位仍领先等。

【预计压制因素边际如何变化】往后看，上述压制因素均有望出现边际变化，进而利好金价和黄金股股价上行：

(1) 6月美国通胀回落明显，CPI同比增速3%（前值4%，加息初期22年3月为8.5%），PCE同比增速2.97%（前值3.82%，加息初期22年3月为6.77%）。伴随美联储7月继续加息25BP，时间传导下美国通胀有望继续降温，进而促使加息真正进入末期。

(2) 美国经济动能有望伴随超储消耗而减弱，失业率或从底部回升。7月美国制造业PMI为49，仍处枯荣线以下；服务业PMI为52.3，虽相对可观但仍延续边际下滑的趋势。此前美国经济动能和就业情况尚可，或为2020-2021年宽松政策导致居民累积大量超额储蓄，进而支撑消费行为、减弱工作意向（即不计入劳动力人口）所致。而根据FRBSF的研究，美国居民的超额储蓄或将支持至23Q4；而今年Q1美国和非营利组织净资产同比-2.46%，连续3个季度增速为负——上一轮增速连续为负的区间，为2008Q1~2009Q3——同样说明美国家庭的经济情况在边际走弱。此后伴随超额储蓄逐渐耗尽，美国经济动能或将被削弱，同时释放劳动力供给，短期摩擦性失业有望抬升失业率，并减缓工资增速、利于通胀进一步降温。

行业评级：看好(维持)

分析师：施毅

执业证书号：S1230522100002

shiyi@stocke.com.cn

相关报告

1 《远东贵金属资源梳理》

2023.04.26

2 《金价下跌空间较小 推荐贵

金属板块》2014.10.09

(3) **惠誉下调美国主权评级，预示美国未来的财政压力和债务违约风险。**惠誉将美国长期外币发行人违约评级从 AAA 下调至 AA+，理由是“未来三年预计会出现财政恶化”。此次评级下调，反映了过去 20 年美国相对于其他顶级经济体的治理受到侵蚀，并指出了一系列千钧之际的事件所带来的金融不确定性，其中谈判僵局几乎破坏了美国国债的常规支付。惠誉表示：“一再出现的债务上限僵局和最后一刻的决议削弱了人们对美国财政管理的信心。”

(4) **全球多国持续推进“去美元化”。**根据 Russia Today 报道，金砖国家计划在 8 月的约翰内斯堡峰会上，推出一种以黄金为基础的新货币，与以信贷为基础的美元形成对比。该计划推出后，已有 41 个国家对金砖国家的成员资格和新货币的实施表现出了兴趣。俄罗斯外交部表示，如果非洲国家表现出热情，金砖国家的扩张也可能被列入 7 月底举行的俄罗斯-非洲峰会的议程。我们认为，该消息有望为全球经济去美元化趋势增添新的动力，叠加全球央行增购黄金，如若该货币成功发行，有望在中长期内带动美元等信用货币相对黄金的贬值，进而推升黄金价格。

综上，美国通胀降温+经济压力，有望促使美联储尽快结束加息，并在明年开启降息周期，进而利好金价的上行；同时，“去美元化”趋势也有望成为金价上行的长期催化剂。

□ 4、怎么前瞻把握下一个机会？

【跟踪哪些前瞻性指标】可跟踪的前瞻性指标包括美国 CPI 增速、非农就业人数、美国失业率、美国家庭净资产增速等。

【可能的催化剂是什么】可能的催化剂包括金砖国家新货币成功推出、美联储结束加息、美联储开始降息等。

【时间和幅度怎么判断】参考 CME 的预测，我们认为美联储有望在年内结束加息，并在明年上半年开启降息。根据我们在《美联储调息与金价、黄金股弹性》一文中的研究，以开始降息为原点：前 50~后 35 交易日，金价有望上行，历史区间最大涨幅近 25%（加息结束对金价的历史区间最大催化幅度约 11%），而黄金股相对金价往往具备更高弹性，板块配置价值较高。

□ 5、抓好下一个机会选股思路

【选股思路是什么】在看好金价上行的背景下，建议关注弹性高、以及经营稳健的头部黄金企业。

【推荐组合是什么】

(1) **看好赤峰黄金在困境反转逻辑下的弹性。**在前期矿山品位波动、采矿模型调整、原材料价格上涨、黄金租赁造成浮亏等因素下，公司业绩释放承压。往后看，公司持续推进降本控费工作，矿山品位波动改善明显，并锁定黄金租赁亏损，同时持续推进各矿山的产能建设，有望实现困境反转，未来弹性较大。从公司发布的上半年业绩预告可知，二季度经营改善显著：1) 预计 2023 上半年实现归母净利润 3.27 亿元，同比-20.38%，环比+713.38%；实现扣非净利润 3.71 亿，同比-9.62%，环比扭亏为盈。2) 单季度来看，预计 23Q2 实现归母净利润约 2.52 亿，同比+6.36%，环比+234.63%；实现扣非净利润约 2.4 亿，同比-0.49%，环比+82.45%。

(2) **建议关注山东黄金，看好其龙头地位的稳健经营。**公司自产金产量在国内名列前茅，国企背景保证经营稳健性，同时持续推进降本和资源整合工作，并收购银泰黄金增强行业竞争力，有望充分受益于金价上行的行情。

□ 风险提示

美国经济韧性超预期；美国超预期加息。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>