

国际金价“乘风破浪” 黄金企业景气抬升

2020年9月

联系人

唐大千 +86 (10) 5663 3873
darius.tang@fitchbohua.com

王兴萍 +86 (10) 5663 3871
xingping.wang@fitchbohua.com

国际金价在骤变的外部因素驱动下迭创新高，上行动能仍将持续

2020年6月以来，国际黄金价格走势加速上行。7月27日，伦敦黄金现货价格突破2011年9月1,920美元/盎司的历史高位，并于8月初一举逾越2,000美元/盎司的重要心理关口。惠誉博华认为，黄金的金融属性对价格的影响远超其商品属性，而本轮金价的暴涨是在全球性突发疫情引发的特殊政治、经济与金融因素的叠加作用下形成的，在外部驱动因素尚不具备扭转的预期下，黄金价格的上行动能仍将持续。

图1：国际金价突破历史高位迭创新高（单位：美元/盎司）

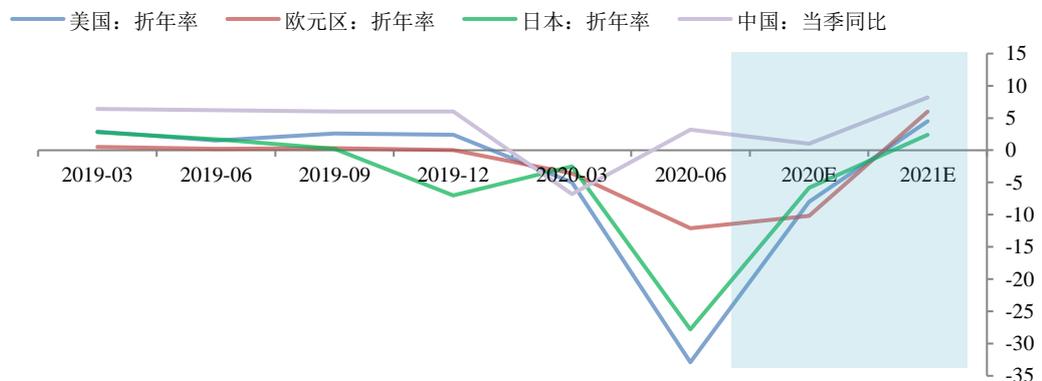


资料来源：LBMA, Choice, 惠誉博华整理

地缘政治紧张、经济复苏迷茫、债务扩张加剧所引发的避险情绪是国际金价上涨的关键原因

2020年，在“逆全球化”抬头的背景下，中东局势、美国大选、大国关系日趋复杂所引发的地缘政治紧张，强化了市场对作为避险工具的黄金的青睐和追捧。突发的COVID-19疫情在全球，特别是在发达经济体的持续蔓延，沉重打击了投资人对经济快速复苏的信心。2020年二季度，美国、欧元区与日本的GDP年化增速分别为-31.7%、-15.0%、-27.9%，均呈现断崖式下滑。尽管欧美经济先行指标于7月已出现复苏反弹，且中国二季度GDP增速率先实现由负转正，但市场对全球疫情在秋冬季节将再次爆发仍抱有高度担忧，对经济的快速重启和复苏持怀疑态度。

图2：全球主要经济体2019-2020上半年GDP增长与未来增速预测（%）



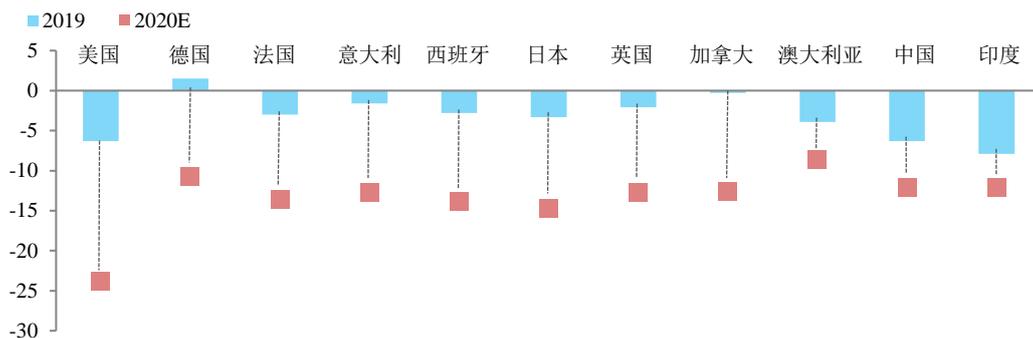
资料来源：美国国家经济分析局，欧盟统计局，日本内阁府，中国国家统计局，IMF, 惠誉博华整理

除对地缘政治、秋冬疫情与经济复苏不确定性的担忧，主权债务的快速扩张风险同样引发市场关注。COVID-19疫情促使公共卫生开支激增，叠加因经济大幅下滑导致的财政收入乏力，各国财政结余（Fiscal Balance）明显恶化。基于国际货币基金组织的预测，世界主要经济体财政结余占

GDP的比重将从2019年的5%以下突破至2020年的10%以上，部分受疫情影响严重的欧美国家，该比重可能接近15%~25%。

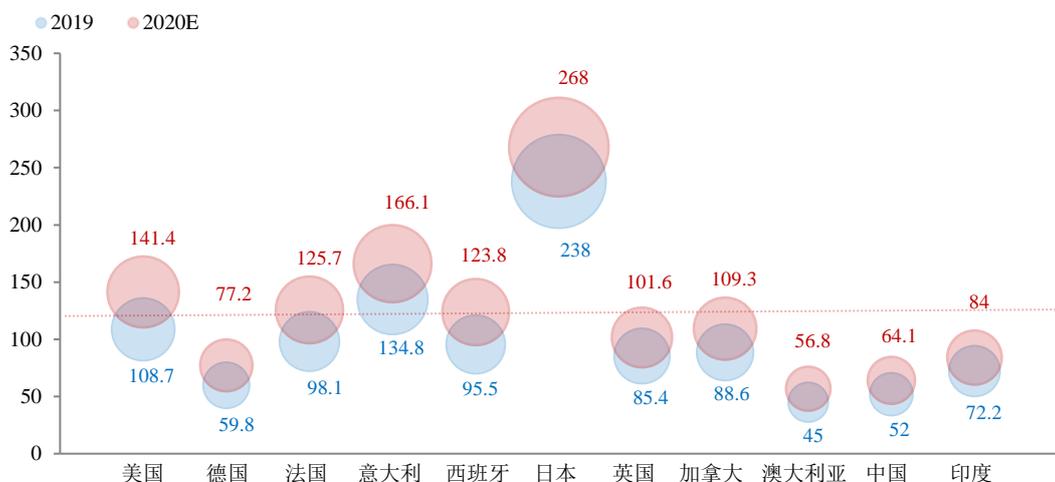
财政开支激增所推动的债务高筑可能催生系统性的金融风险。虽然部分国家（如中国、印度、德国）的债务风险相对可控，但更多的发达经济体政府债务占GDP的比重将显著攀升，其中不乏原欧债危机爆发国。2020年，法国、西班牙、英国、加拿大政府债务占GDP的比重预期将突破100%，而美国、意大利、日本的政府债务比重将上浮近30个百分点至141.4%、166.1%、268.0%，这无疑加剧了市场对新一轮债务危机爆发的担忧，由此引致的避险情绪恰为黄金价格的上涨提供了关键支撑。

图 3：全球主要经济体疫情爆发前后（2019~2020E）财政结余占 GDP 比重（%）



资料来源：IMF, 惠誉博华整理

图 4：全球主要经济体疫情爆发前后（2019~2020E）政府债务占 GDP 比重（%）

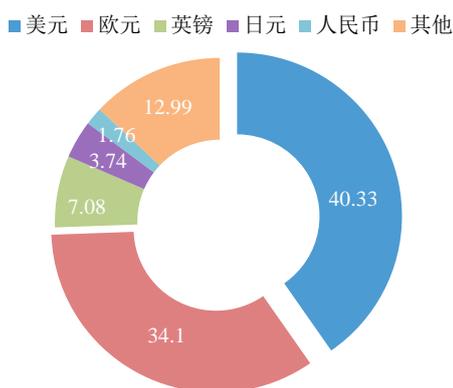


资料来源：IMF, 惠誉博华整理

全球央行实施的激进货币政策为黄金价格的上涨提供了充沛弹药；市场对货币购买力下降的一致预期也是黄金上涨的重要条件

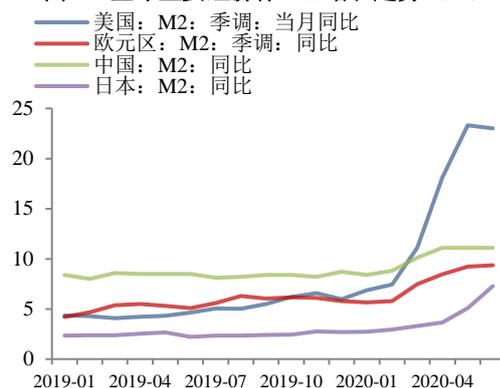
作为合计占国际支付比例近75%的美元与欧元发行主体，美国与欧盟为应对疫情引发的经济下滑，施行了十分激进的大规模货币刺激政策。美国政府通过了2.3万亿美元的《新冠病毒援助、救济与经济安全法案（CARES ACT）》，为个人、企业、地方与联邦政府提供贷款援助；美联储于2020年3月下调联邦基金利率至0~0.25%的历史低位并启动无上限量化宽松操作，在先前承诺的购买不少于5,000亿美元的美国国债与2,000亿美元的机构住房抵押贷款支持证券的基础上，进一步量化宽松直至货币政策被有效传导与市场平稳运行。欧盟在原资产购买计划的基础上，放宽定向长期再融资操作（TLTRO III）条件，并启动总额7,500亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）。广泛的流动性投放使得货币供给量激增，美国与欧元区的M2增速已分别由疫情初期的11%、7.5%劲增至23%、9.4%。

图 5：2020 年 6 月国际支付货币市场份额 (%)



资料来源：SWIFT, Choice, 惠誉博华整理

图 6：全球主要经济体 M2 增长趋势 (%)



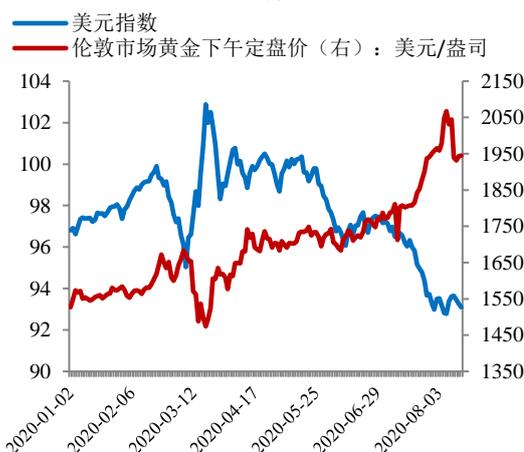
资料来源：Choice, 惠誉博华整理

惠誉博华认为，目前美联储和欧洲央行的货币刺激政策对经济增长的促进作用可能大打折扣。疫情对需求的压制在短期内较难恢复，导致供给端对扩大生产信心不足。货币投放在满足债务周转后，更多地流向了资本市场，推动股票与高收益债券价格迅速反弹。美国三大股指（NDAQ, SPX, DJIA）较 3 月低点涨幅、美银美国高收益企业债有效收益率在同一期间降幅均接近 50%。同时，大规模的货币投放并未流入实体经济，而是滞留在银行系统内部，并以超额准备金等形式流回央行资产负债表以期获得资金收益，这使得货币投放的真实节奏弱于美联储与欧洲央行的扩表速度。为实现调控目标，中央银行有动力采取更为积极的量化措施以使其效果向实体经济转移，投放更多货币，结果引发货币贬值，这是作为天然的抗贬值工具的黄金价格上涨的重要条件。

美元走弱与美债实际收益率跌入负值区间对国际金价上涨推波助澜

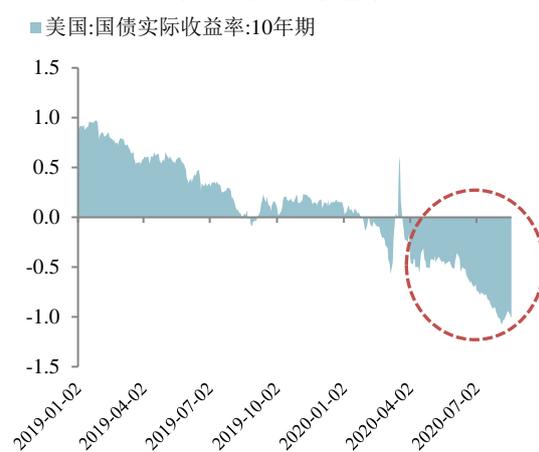
美元作为黄金的标价货币，其指数变化与金价走势的负相关性在疫情影响下愈发强烈。布雷顿森林体系崩溃后，各国货币的价值与其主权信用基本面直接挂钩。由于美国疫情的控制程度及经济复苏表现均不及欧洲、债务规模快速扩张，加之美欧利差的缩减利空美元，美元指数于二季度明显走弱，降幅较一季度高点接近 10%，美元购买力的下降对国际金价的上涨提供了进一步支持。另一方面，美债作为全球无风险资产定价的锚定对象，受市场对通货膨胀预期加强的影响，美国 10 年期国债实际收益率于 3 月下旬跌入负值区间且下探趋势不断加深，促使投资人转向做多机会成本已大幅降低的黄金，在一定程度上作为投资组合中无风险资产的替代，进而助推其价格上涨。

图 7：美元指数与黄金价格



资料来源：Choice, 惠誉博华整理

图 8：美国 10 年期国债实际收益率 (%)



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

惠誉博华认为，市场的避险心理，以及各经济体为应对疫情所实施的量化宽松措施在短期内不会消失，外部环境为金价的进一步上扬提供了充足弹药，国际金价在未来一年内很可能会冲高至 2,200~2,300 美元/盎司水平。

中国是全球最大的黄金消费与实物黄金投资国，但在驱动本轮金价暴涨的 ETF 领域则持仓较小

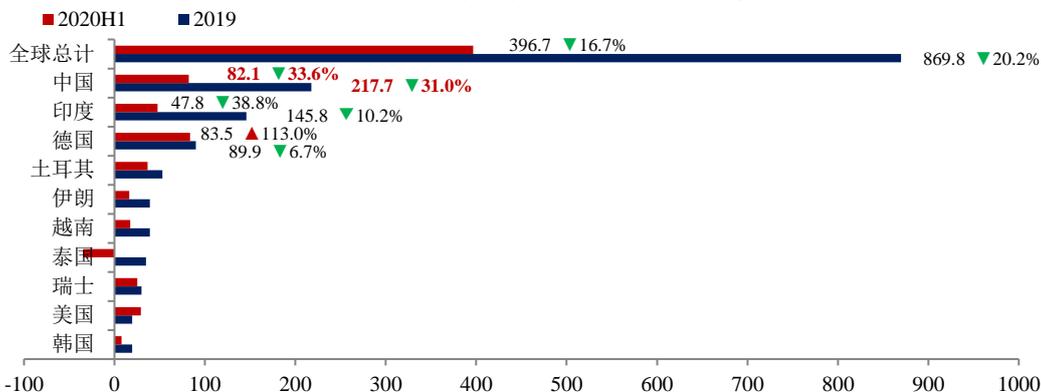
市场对黄金的需求主要包括消费性需求（金饰）、投资性需求（金条，金币及黄金 ETF）、储备性需求与科技性需求（电子产品，牙医及其他工业品）四大类。其中，消费性需求与投资性需求构成了全球黄金需求的两大支柱，在总需求中的占比分别接近 50%、30%。本轮金价的暴涨带有明显的投资驱动属性，黄金 ETF 持仓量由 2019 年末的 2,886.54 吨提升至 2020 年二季度末的 3,618.71 吨，撬动了黄金价格的上涨。中国在黄金 ETF 领域的投资规模相对较小，占全球黄金 ETF 持仓量的比重仅为 1.6%，90% 以上的 ETF 持仓被欧美经济体占据。然而，中国是全球最大的黄金消费与实物黄金投资国。2019 年，中国金饰消费量 681.8 吨，占全球金饰总消费的比重为 32.1%；金条与金币购买量 217.7 吨，占全球实物黄金投资量的比重为 25.0%。

图 9：2019 年与 2020 上半年全球前十大黄金消费性（金饰）需求国（单位：吨，%）



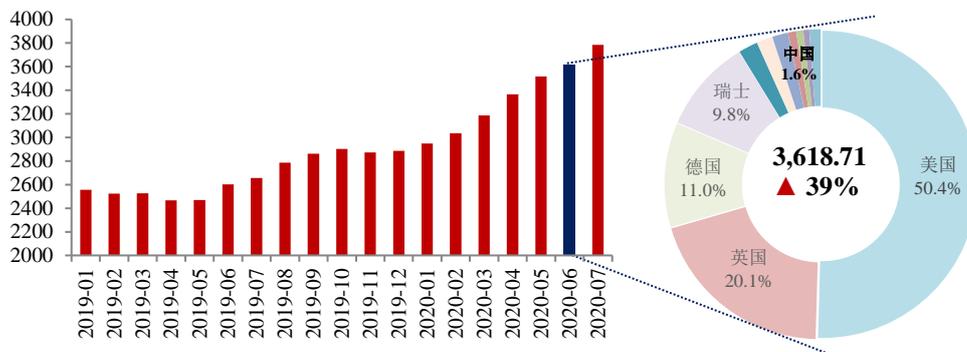
资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 惠誉博华整理

图 10：2019 年与 2020 上半年全球前十大实物黄金投资（金条与金币）需求国（单位：吨）



资料来源：Metals Focus, Refinitiv GFMS, 洲际交易所基准管理机构, 世界黄金协会, 惠誉博华整理

图 11：2019 年与 2020 上半年全球黄金 ETF 持仓量（柱状图）与持仓结构（单位：吨）



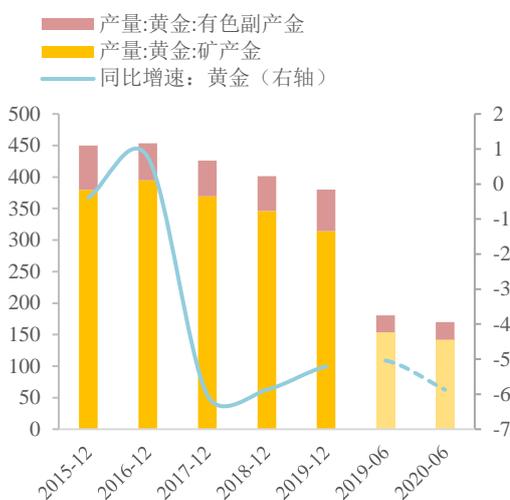
资料来源：各 ETF 提供商；彭博通讯社；洲际交易所基准管理机构；世界黄金协会，惠誉博华整理

2020 年上半年，受疫情带来的消费能力降低与金价走强的双重打击，中国金饰消费量、金条/金币购买量分别为 161.6 吨、82.1 吨，较去年同期分别下滑 53.1%、33.6%。然而，中国经济在实现疫情控制的基础上已逐步重启，消费能力的恢复不可逆转，消费意愿的向上拐点终将到来。

中国是全球最大的黄金生产国，四大黄金生产商在黄金供应格局中占据重要地位

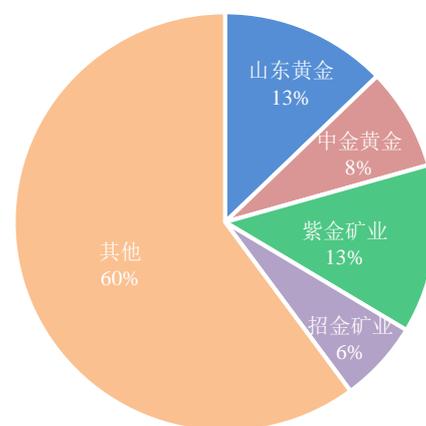
中国是全球最大的黄金生产国，产量已连续十三年居世界首位。但自 2017 年以来，受环境保护政策趋严影响，自然保护区内矿业权与高危废物处理不达标企业被逐步清退，加之连续作业引发的开采难度不断提升，中国黄金产量逐年下降。2019 年，中国黄金产量合计 380.23 吨，同比下滑 5.2%。其中，矿产金产量 314.39 吨，有色副产金产量 65.84 吨。矿产金方面，紫金矿业、山东黄金、中金黄金、招金矿业等中国四大黄金生产企业 2019 年出产量分别为 40.83 吨、40.12 吨、24.69 吨、19.79 吨，产量合计占矿产金总供应量的比重接近 40%，四大黄金生产商在中国黄金供应格局中占据重要地位。

图 12：中国黄金产量与增速（吨，%）



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

图 13：中国四大黄金生产商矿产金份额



资料来源：公司年报, 惠誉博华整理

金价上涨利好中国黄金生产商经营业绩，盈利景气度有所抬升

金价上涨对中国黄金生产商的盈利业绩构成重要利好，上扬的金价有助于企业增加收入、增厚利润和提升盈利水平。2015~2019 年，惠誉博华所选取的中国主要黄金生产企业（含四大黄金生产商及三家以黄金生产为核心的上市公司）营业收入呈逐年增长态势，这一方面得益于黄金产量（含外购冶炼金、金锭等非矿产金产品）的提升，另一方面黄金价格的整体上涨为收入的趋势性上行奠定了基础。2019 年与 2020 年上半年，所选黄金生产企业累计实现营业收入 2,677.83 亿元、1,509.69 亿元，同比分别上涨 22.8%、15.9%，显著高于 2015~2018 年金价低位震荡时期营收涨幅。

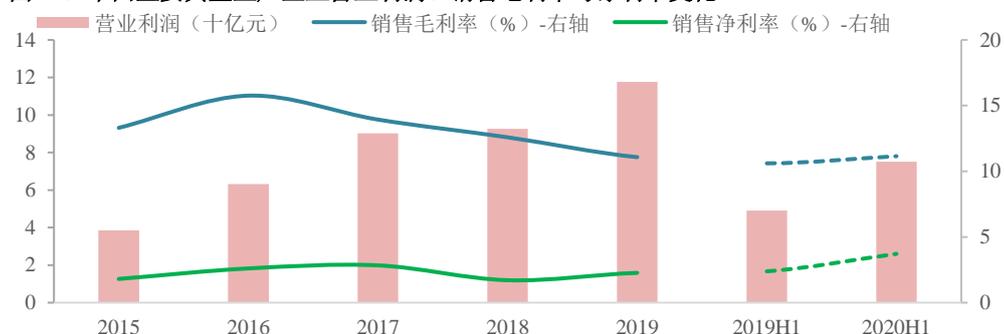
营业利润的变化趋势与营业收入保持一致。2019 年与 2020 年上半年，所选黄金生产企业分别实现营业利润合计 117.7 亿元、75.1 亿元，同比增长 27.0%、53.2%。在环境保护与高危废物处理标准提升、连续作业引发矿石品味降低与开采难度加大、新矿山开拓与技改意愿积极等因素的共同影响下，所选黄金生产企业毛利率中位数自 2016 年起逐年下滑，而净利率中位数基本保持稳定。2020 年上半年，金价大涨带动黄金生产企业毛利率与净利率较 2019 年同期均走高，两项指标中位数增幅分别达到 0.5 个百分点与 1.3 个百分点，其中净利率升至近年新高位置，盈利景气度再次回升。

图 14: 中国主要黄金生产企业营业收入变化



资料来源: Wind, 惠誉博华整理

图 15: 中国主要黄金生产企业营业利润、销售毛利率与净利率变化



资料来源: Wind, 惠誉博华整理

伴随金价趋势性上扬，黄金生产企业经营活动净现金流大幅增加，海外扩张加速导致投资活动净现金流出高企，筹资活动净现金流入激增

得益于金价上扬，2020年上半年中国主要黄金生产企业经营活动现金流量净额较2019年同期增加61.0%。随着已有矿山在持续开采过程中金属量与品位的不断下降，中国黄金生产商积极布局境内外高品位金矿资源。特别是海外矿山经营经验相对丰富的运营商，频频实施跨境大型收购，引发投资活动现金净流出高企，2020年上半年所选黄金生产企业投资活动现金净流出累计已达2019年全年规模的90%以上即206.5亿元，半年度筹资活动现金净流入已超越过去五年平均水平达141.7亿元（上述变化紫金矿业贡献度超过90%）。惠誉博华认为，金价趋势性上扬驱使企业海外扩张提速，但海外投资与收购也蕴含着较大的市场风险、债务积累风险与政治风险，特别是在政局不稳或政策缺乏连贯性的东道国，更应认真评估投资风险，并对收益与成本进行权衡。

图 16: 中国主要黄金生产企业现金流量变化



资料来源: Wind, 惠誉博华整理

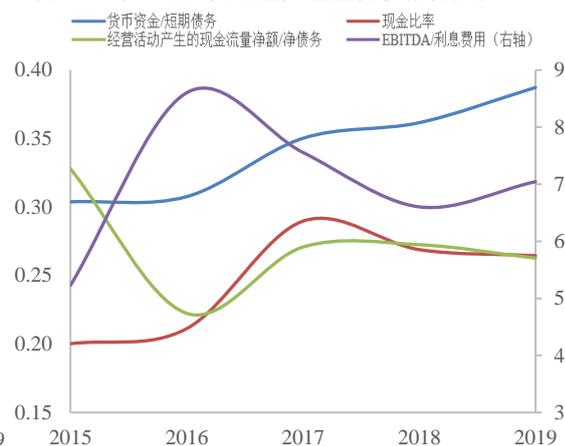
随着投资、并购行为增加，中国黄金生产龙头企业的债务负担与偿债压力可能加大

由于四大黄金生产商在境内外并购行动中更为积极且项目体量更加庞大，其资本结构中债务比重总体高于同业，因而决定性地影响了所选企业 2019 年资产负债率、全部债务资本化比率中位数的变化态势。偿债指标方面，中国主要黄金生产企业 2015~2019 年货币资金/短期债务、现金比率、经营活动产生的现金流量净额/净债务中位数分别在[0.30, 0.39]、[0.20, 0.27]、[0.22, 0.33]区间徘徊，货币资金/短期债务数值逐步优化，但资产与经营所得对债务本金偿还的保障能力仍相对较弱；EBITDA/利息费用整体高于 6.0 倍，利润对利息偿还的保障能力相对较好。惠誉博华预期，随着并购行动的不断推进，中国主要黄金生产企业（特别是四大黄金生产商）的偿债压力存在进一步加大的可能性。

图 17：中国主要黄金生产企业资本结构变化 图 18：中国主要黄金生产企业偿债指标变化



资料来源：Wind, 惠誉博华整理



资料来源：Wind, 惠誉博华整理

惠誉博华预期，市场因地缘政治、经济复苏、债务恶化所产生的避险心理，以及各经济体为应对疫情所实施的量化宽松措施在短期内不会消失，黄金投资甚至投机行为可能刺激国际金价进一步上涨，对价格形成有力支持，使得中国黄金生产企业外部环境利好持续，行业中短期景气度将维持较高水平。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价值的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性（包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性）或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。