

2009 年 2 月 4 日星期三

强于大市

有色金属

分析师：范海波

电 话：010-88656460

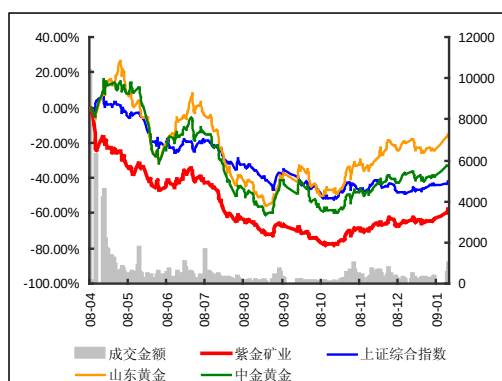
E-mail：fanhaibo@cindasc.com

## 新形势下的黄金 ---

### 避险与投机的最好选择

#### 摘要

#### 行业相对表现



| 重点公司 | 投资评级 |
|------|------|
| 紫金矿业 | 买入   |
| 山东黄金 | 买入   |
| 中金黄金 | 买入   |

#### 相关报告

有色、钢铁行业 2008 四季度投资策略——

黄金和资源类公司的机会（2008-10-10）

金融危机下的黄金——

机遇大于风险（2008-10-20）

紫金矿业（601899）：

矿产资源充沛，黄金前景看好（2008-11-21）

零利率下的黄金——

货币与避险功能体现（2008-12-17）

有色、钢铁行业 2009 年投资策略——

在混沌中寻找出路（2008-12-22）

● 奥巴马新政府开始执政，虽然其8190亿美元的经济刺激方案已获得众议院通过，但共和党议员的集体反对显示，尽管经济迅速恶化，美国的政客仍未有齐心协力、共渡难关的决心。该方案仍需经参议院批准。美国政策的不确定性还体现在布什政府金融救援方案第二阶段的实施上，现各方对3500亿美元使用细节仍存在分歧。美国政府的经济刺激方案和其在较短时间内止住美国经济继续下滑的效果值得怀疑。

● 出于对不确定性的避险，黄金成为重要的投资品种。国际现货黄金在13个交易日内，上涨至2月3日的902.75美元/盎司，涨幅达11.99%。

● 避险资金的进入黄金体现在全球最大的黄金ETF——SPDR GOLD SHARES的持仓量上。2月3日该基金的黄金持仓量达到创纪录的853.37吨。历史数据表明，该基金持仓量与黄金期货价格的相关系数高达0.9334。同时，美国短期国债近期收益率的上升也显示有资金的撤离国债市场。黄金与美元通常此消彼长，但自危机爆发以来，两者共同走强，表明投资者对黄金的货币属性和避险功能的需求。

● 中国是美国国债的最大持有者和购买者。美国新财长的中国操纵汇率论、中国用外汇促进国内发展和对外汇储备的安全性考虑，可能会使中国少买或减持美国国债。由此可能造成美国国债收益率上升，现持有者受损，促使他们寻求黄金等避险工具。

● 中国的黄金储备远低于美国和欧元区，与中国的经济地位严重不相符。中国增加黄金储备的努力也可能成为黄金上涨的动力。

● 在相关报告中，我们反复论证了黄金的投资前景，现黄金的走势正向我们的预计方向发展。目前，国内黄金类公司的预测PE低于北美市场黄金类上市公司平均30X的预测PE。在国外众多行业的PE跌至个位数的今天，黄金类上市公司的高PE反映了市场的信心。我们认为矿山金比重较高的公司有相对安全的投资边际，在新形势下，维持黄金类公司“强于大市”的评级。

## 美国新政府的政策和效果

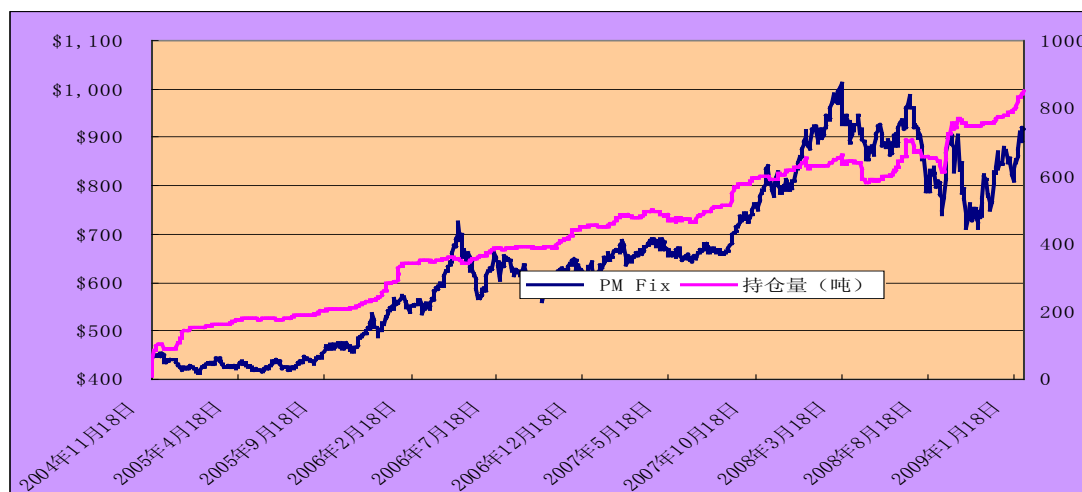
奥巴马新政府开始执政，虽然其 8190 亿美元的经济刺激方案已获得众议院通过，但共和党议员的集体反对票显示，尽管经济迅速恶化，美国的政客仍未有齐心协力、共渡难关的决心。该方案仍需经参议院批准，参议院批准的条件是至少 60 张赞成票，但民主党只有 58 票。2 月 4 日奥巴马的方案在参议院第一轮投票中未通过。在此形势下，美国经济刺激方案和其在较短时间内止住美国经济继续下滑的效果引起了人们的怀疑。

美国政策的不确定性还体现在金融救援方案的实施上。布什政府的 7000 亿美元金融救援计划在其任内只完成了第一阶段，现由于各方对第二阶段 3500 亿美元使用细节存在分歧，原定二月第一周公布的方案被推迟。

出于对不确定性的避险，黄金成为重要的投资品种。国际市场现货黄金由 1 月 15 日的 806.07 美元/盎司，在 13 个交易日内，上涨至 2 月 3 日的 902.75 美元/盎司，涨幅达 11.99%。避险资金的进入体现在全球最大的黄金 ETF——SPDR GOLD SHARES 的持仓量上。2 月 3 日 SPDR GOLD SHARES 的黄金持仓量达到创纪录的 853.37 吨。

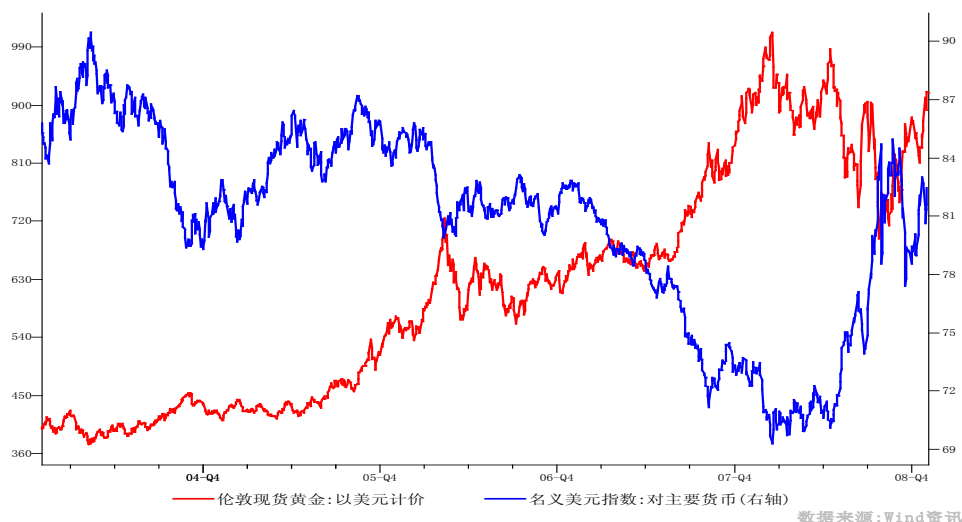
历史数据表明，SPDR GOLD SHARES 的持仓量与黄金期货价格正相关（图 1）。2004 年 11 月 4 日至 2008 年 2 月 2 日，SPDR GOLD SHARES 持仓量与黄金期货价格的相关系数高达 0.9334，相关关系显著。

图 1：SPDR GOLD SHARES 持仓量与黄金期货价格



资料来源：SPDR GOLD SHARES 信达证券研发中心

图 2：黄金价格与美元指数



资料来源：Wind 信达证券研发中心

黄金的货币与避险功能充分体现还表现在黄金价格与美元指数的关系上。黄金以美元计价，长期以来两者呈此消彼长关系。但自危机爆发以来，黄金与美元共同走强表明，目前对黄金的需求更多地是其货币属性和避险要求。在 2008 年 12 月 17 日的报告“零利率下的黄金——货币与避险功能体现”中，我们也通过黄金与白金价格比论证了黄金的货币与避险功能。

我们认为，美国的政治体制决定了其政策的实施不会没有波折，因此黄金的避险功能将不断得到体现。随着越来越多资金的进入，黄金价格短期内站上 1000 美元/盎司存在较大可能。

## 中国的外汇储备

中国是美国国债的最大持有者和购买者，中国的外汇储备约一半投资在美国国债上。前几年，由于中国成为美国国债的最大持有国，美国国内曾担心一旦中国政府以此为武器、大规模减持美国国债，将导致美国债券市场的崩盘。对此，格林斯潘有句名言，“你们放心，没有接盘。”

面对国内的金融、经济危机，美国新财长盖特纳上任三天就抛出中国“操纵汇率”论，

对此中国政府以美国国债为武器进行了回应。以下两点值得关注：

国务院总理温家宝 2 月 2 日在英国指出“我们毕竟有巨额的外汇储备，这些外汇储备是需要加以**经营**的，购买外国国债是一种方式。但是**是否继续买，买多少**，将根据中国的需要，并且按照**外汇安全、保值**的要求来决策。”

“外汇储备是一个国家经济实力的表现。我们正在研究外汇储备如何使用。外汇储备是中央银行用人民币购买的，是中央银行的负债，如果财政使用必须发行国债，购买来用。第一，我们正在探讨、探索如何合理有效地运用外汇储备来为我们的建设服务。第二，外汇必须用在**国外**，用在**对外贸易和对外投资**。因此希望**用外汇来购买**中国亟须的设备和**技术**。”

图 3：美国三个月 T-Bill 收益率



资料来源：Bloomberg 信达证券研发中心

金融危机爆发以后出于避险和资金回流的影响，金融危机的中心国—美国，美元不跌反涨（图 2）。美国政府债券的收益率不断下降，盘中甚至出现过 T-Bill 的负收益，但近期收益率有所上升（图 3），显示有资金撤离的迹象。

美国的政府救援需靠大量发国债获得资金，中国的作用非常重要。无论是少买或减持美国国债，都会使美国国债的收益率上升，使现有的美国国债持有者遭受损失。现中国国内对用外汇储备投资和发展国内经济呼声渐高，面对美国新政府的保守政策和贸易保护主

义，我们认为中国政府少买或部分减持美国国债是可能的，其中温家宝表态“用外汇来购买中国亟须的设备和技术”就存在出售美国国债以换取现金的可能。在此形势下，原有投资在美国国债的避险资金转投黄金这一传统避险工具将推动金价不断走高。

## 中国的黄金储备

黄金是传统的无国界货币，因其稀有性和流动性，在人类历史上普遍被各国作为货币的基础。自布雷顿体系瓦解后，虽然黄金的货币功能在弱化，各国央行仍保留一定的黄金储备，同时黄金也属于外汇储备的一部分。

由于历史原因，中国虽然是全球第一大外汇储备国，但黄金储备在全球黄金储备的比例明显偏低，不但远低于美国和欧元区，也远低于日本。中国的黄金储备仅仅相当于委内瑞拉、菲律宾、泰国三个小国的黄金储备之和，与中国的经济地位严重不相符（表 1）。

表 1：全球和各国黄金储备

|               | 全球     | 美国     | 委内瑞拉  | 日本    | 中国    | 印度    | 菲律宾  | 泰国   |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 黄金储备(百万盎司)    | 847.31 | 261.50 | 11.46 | 24.60 | 19.29 | 11.50 | 4.94 | 2.70 |
| 占全球黄金储备比例 (%) |        | 30.86  | 1.35  | 2.90  | 2.28  | 1.36  | 0.58 | 0.32 |
|               | 欧元区    | 德国     | 法国    | 意大利   | 瑞士    | 荷兰    | 西班牙  | 澳大利亚 |
| 黄金储备(百万盎司)    | 349.19 | 109.72 | 80.13 | 78.83 | 33.44 | 19.69 | 9.05 | 2.57 |
| 占全球黄金储备比例 (%) | 41.21  | 12.95  | 9.46  | 9.30  | 3.95  | 2.32  | 1.07 | 0.30 |

资料来源：Bloomberg 信达证券研发中心

金融危机爆发后，欧美各国政府纷纷推出了数额庞大的救援计划，印钞机的开动意味着中国的外汇储备面临贬值的风险。从“外汇安全、保值的要求”，中国增加黄金储备将可能成为必然。从近年大宗商品市场的规律来看，一旦中国开始增加黄金储备，“中国因素”将是推动黄金价格快速上涨的重要动力。

## 投资评级

我们在 2008 年 10 月以来的一系列相关报告中反复论证了黄金的投资前景，目前黄金

的走势向我们预计的方向发展。

表 2 为国内外黄金公司估值比较。虽然成熟市场大多数行业的 PE 已变为个位数，黄金类上市公司平均预测 PE 仍达 30X，显示投资者的信心。国内黄金类上市公司的预测 PE 低于国际平均水平。

我们认为矿山金比重较高的公司有相对安全的投资边际，在新形势下，我们维持黄金行业的“**强于大市**”的投资评级。

表 2：国内外黄金公司估值比较

| 黄金         |       |        |       |
|------------|-------|--------|-------|
| AUY US     | 17.18 | ABX US | 19.49 |
| K CN       | 41.58 | GG US  | 47.01 |
| ELD CN     | 32.60 | GFI US | 18.47 |
| IMG CN     | 17.91 | GRS US | 87.72 |
| CDE US     | 22.67 | NEM US | 19.66 |
| 平均         | 32.43 | 中位数    | 21.17 |
| 国内         |       | 香港     |       |
| 紫金矿业       | 24.43 | 紫金矿业   | 15.88 |
| 山东黄金       | 21.94 | 招金矿业   | 16.52 |
| 中金黄金       | 27.48 | 灵宝黄金   | 5.19  |
| 2009-02-03 |       |        |       |

资料来源：Bloomberg 信达证券研发中心

## 重点公司

**紫金矿业：**公司主营包括固体矿产采选冶和加工销售，矿产地质勘探及其信息技术服务等。

2007 年紫金矿业的矿产金产量为 24.8 吨，国内市场占有率 10.5%，居全国首位，铜精矿 4.12 万吨，铁精矿 91 万吨。2008 年计划矿产金产量为 29.7 吨，铜精矿 4.9 万吨，铁精矿 126 万吨。

**山东黄金：**公司经营包括黄金地质探矿、开采、选冶；贵金属、有色金属制品、黄金珠宝首饰提纯、加工、生产、销售。2008 年一季度通过增发并入了玲珑金矿、三山岛金矿、沂

南金矿、鑫汇金矿和金仓矿业等矿山资源公司使公司2008上半年矿产黄金达到了7.81吨，超过去年全年的6.15吨，公司矿产黄金业务利润占公司主营业务利润的近98.85%。2008年9月21日公司公告，控股股东在未来可预见的三个月内有针对上市公司储量注入的初步计划。

**中金黄金：**为中国黄金集团旗下唯一上市公司，黄金集团是经国务院批准设立的大型国有企业，其前身为1979年成立的中国黄金总公司。2008年上半年由于集团公司注入资产、鸡笼山公司和山东鑫泰公司黄金产量较上年同期增长使公司矿产金产量增加152.75%。上半年生产矿产金5.51吨，比去年同期的2.18吨增加了3.33吨。上半年公司生产矿山铜6583吨，比去年同期的5047吨增加1536吨（其中：新收购企业增加铜产量1247吨）。9月9日公司公告控股子公司湖北三鑫金铜股份有限公司拟以挂牌价受让中国黄金集团公司出让的西藏中金矿业100%的股权、四川平武中金矿业90%的股权、四川通用投资85%的股权以及安徽太平矿业70%的股权。根据2007年非公开发行时与中国黄金集团签署的后续资产转让协议，约定公司对中金集团下属矿产资源较为丰富、经营状况良好的黄金矿山企业，在中金集团对该等企业的矿权、土地、房产等资产权属规范完毕并进行相关储量评审、审计、评估后，与中金集团签订正式的《资产转让协议》，收购中金集团持有的上述企业的股权/权益。



## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

| 评级     |      | 说明                        |
|--------|------|---------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈买入 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上       |
|        | 买入   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间  |
|        | 持有   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|        | 卖出   | 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上       |
| 行业投资评级 | 强于大市 | 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上       |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|        | 弱于大市 | 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上       |

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司(以下简称“本公司”)认为可靠的已公开信息,但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证报告信息已做最新变更,也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推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,本公司就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。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供承销等业务服务。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。

### 信达证券股份有限公司

地址: 北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编: 100045

传真: 010-88656483

网址: [www.cindasc.com](http://www.cindasc.com)

本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可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。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。