

2009 年 2 月 24 日星期二

强于大市

有色金属

分析师：范海波

电 话：010-88656460

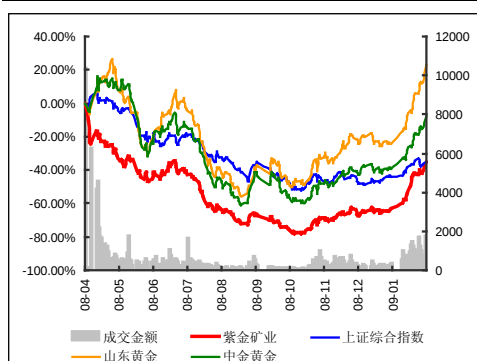
E-mail：fanhaibo@cindasc.com

写在黄金站上 1000 美元之时

谁是金价上涨最大的受益者

摘要

行业相对表现



重点公司	投资评级
紫金矿业	强烈买入
山东黄金	强烈买入
中金黄金	强烈买入

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）

新形势下的黄金——

避险与投机的最好选择（2009-02-04）

紫金矿业（601899）：

● 2009年2月20日，纽约COMEX4月交割黄金期货价收于1002.20美元/盎司，全球最大的黄金ETF SPDR Gold Shares持仓达到创纪录的1028.98吨。2008年该ETF全年增仓152.12吨，但2009年2月的前20天，已增仓185.39吨。

● 进入2009年以来，虽然全球各国经济无明显好转迹象，但短期美国国债收益率的上升显示有资金撤离美国国债市场。我们认为美国国债的减持和SPDR Gold Shares持仓增加表明投资和避险资金开始明显进入黄金。2008年四季度以来，随人们对这场危机的认识程度的深化，美元与黄金共同走强，充分反映了资金避险的需求和黄金避险功能的发挥。

● 金融危机爆发以来，欧美各国政府对金融系统进行了大规模救援，但商业银行纷纷收紧信贷，导致实体经济资金的缺乏。现阶段，如何尽快给实体经济注入资金、防止由于实体经济的危机再次反馈到金融业、导致新一轮的金融危机已成为各国政府的首要问题。收购银行不良资产和银行国有化是欧美政府的措施之一，但投资者对政府官员代替银行家管理信贷缺乏信心。在欧美实体经济的信贷问题找出出路和得到切实解决之前，经济危机远未到底。在此背景下，黄金的避险作用仍将受到更多投资者的关注。

● 美国是全球第一大黄金储备国，其储备约为2008年全球黄金总产量的2.347倍，但其账面价值为每盎司\$42.22，如果按市价计，美联储的杠杆率将降低，美联储无疑是金价上涨的主要受益者。黄金的前景可能是俄罗斯最近宣布要增加黄金储备的原因之一。

● 据WGC最新数据，2008年四季度全球黄金需求同比增加26%，全年同比增加4%，投资需求是黄金需求增加的最大的原因。从近3年的黄金供给来看，全球总体产量平稳。未来矿业金生产面临品位下降和融资问题，特别是勘探项目的融资困难将使全球矿业黄金的产量在未来几年难以增长。

● 在一系列相关报告中，我们已反复论证了黄金的投资前景，目前国内黄金类公司PE与成熟市场类似，黄金类公司是业绩与股价同增的行业。维持黄金类公司“强于大市”的评级，维持紫金矿业、调升山东黄金、中金黄金评级至“强烈买入”。

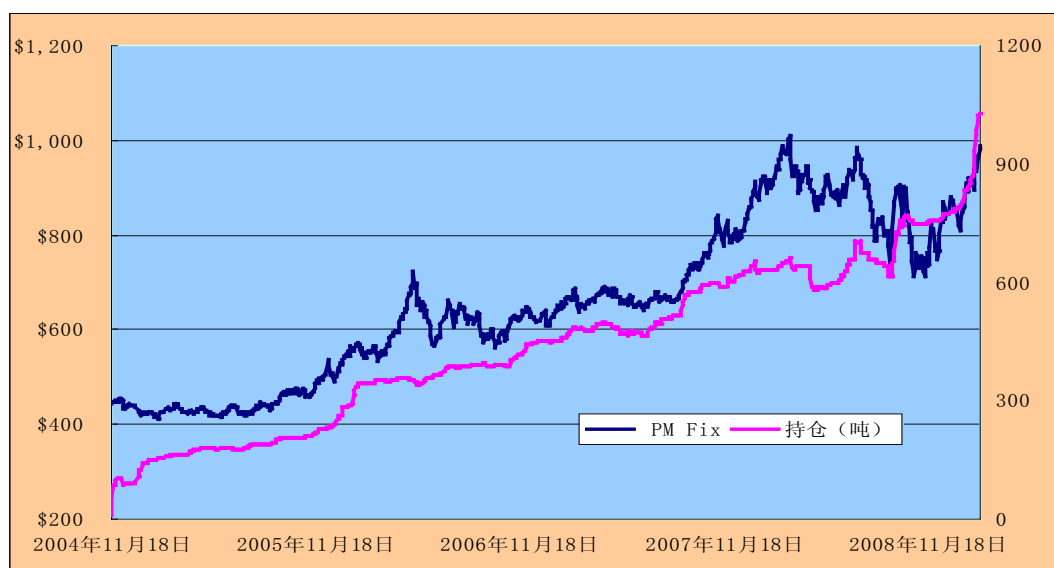
黄金价格与投资资金齐涨

2008 年 10 月金融危机爆发后，我们在多个相关报告中反复论证并预计黄金价格很快将重回 1000 美元/盎司。2009 年 2 月 20 日，黄金价格突破 1000 美元/盎司。纽约 COMEX 商业交易所 4 月交割的黄金期货价格上涨 25.70 美元，涨幅为 2.6%，收于 1002.20 美元/盎司，盘中一度摸高 1007.70 美元/盎司。

避险资金的大规模涌入无疑是推升黄金价格上涨的重要因素之一。全球最大的黄金 ETF SPDR Gold Shares 持仓达到创纪录的 1028.98 吨。2008 年 SPDR Gold Shares 全年增仓 152.12 吨，但至 2 月 20 日，2009 年 2 月的 20 天，SPDR Gold Shares 已增仓 185.39 吨。

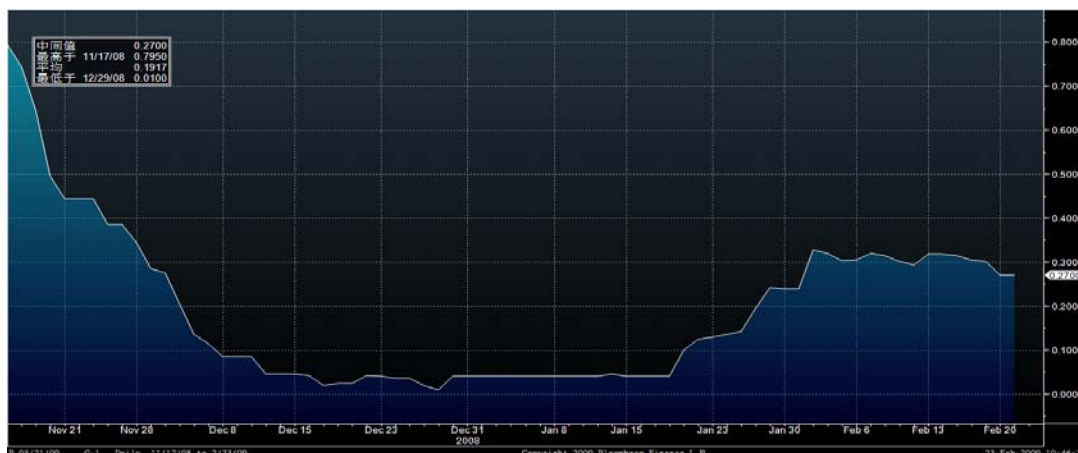
进入 2009 年以来，虽然全球各国经济无明显好转迹象，短期美国国债收益率的上升表明有资金撤离美国国债市场。我们认为美国国债的减持和 SPDR Gold Shares 持仓增加表明投资和避险资金开始明显进入黄金（图 1，2）。而危机爆发以后，特别是 2009 年以来，随人们对这场危机的认识程度的深化，美元与黄金共同走强。这充分反映了资金避险的需求和黄金避险功能的发挥（图 3）。

图 1：SPDR Gold Shares 持仓与金价



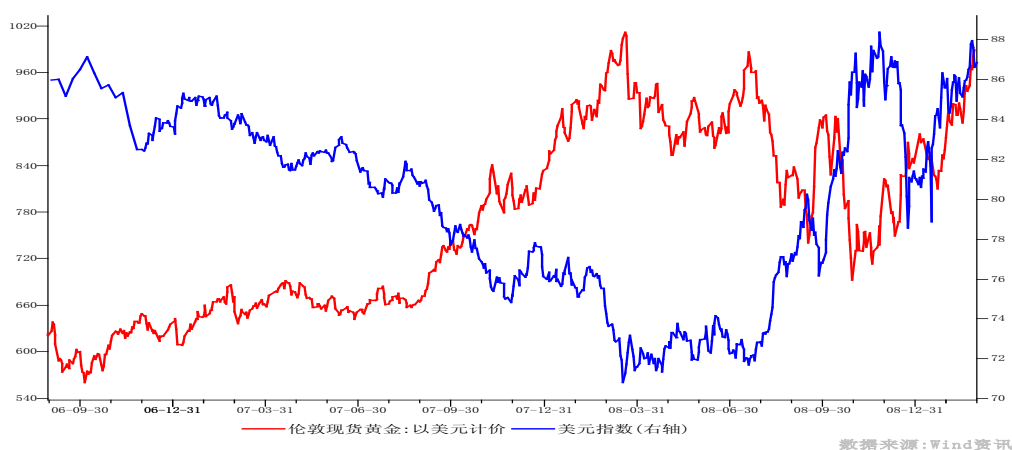
资料来源：SPDR Gold Shares 信达证券研发中心

图 2：美国三个月 T-Bill 收益率



资料来源：Bloomberg 信达证券研发中心

图 3：黄金价格与美元指数



资料来源：Wind 信达证券研发中心

银行信贷与实体经济

金融危机爆发以来，欧美各国政府采取注资和入股的方式对金融系统进行了大规模救援，但商业银行出于对贷款安全的考虑，纷纷收紧信贷，由此导致实体经济资金的缺乏。现阶段，如何尽快给实体经济注入资金、防止由于实体经济的危机再次反馈到金融业、导致新一轮的金融危机已成为各国政府的首要问题。

收购银行不良资产和银行国有化是欧美政府的措施之一。受银行国有化后政府直接调控信贷可能导致银行不良债务上升，近期花旗等银行股价大幅下跌，投资者对政府官员代

替银行家管理信贷缺乏信心。

我们认为，在欧美实体经济的信贷问题找出出路和得到切实解决之前，经济危机远未到底。在此背景下，黄金的避险作用仍将受到更多投资者的关注。

谁是金价上涨最大的受益者

回到我们的题目，借助投资者避险的要求，谁是金价上涨最大的受益者？

自布雷顿体系结束以后，虽然黄金与纸币无定量关系，但黄金仍是欧美各国央行的重要资本，表 1 给出了各国的黄金储备，其中，美国是全球第一的黄金储备国，其黄金储备 8140 吨约为 2008 年全球黄金总产量 3468 吨的 2.347 倍。

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

注：1 吨=32,125 盎司

资料来源：Bloomberg 信达证券研发中心

金融危机发生后，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未来纸币贬值的风险。美国国内也有对美联储政策的批评意见，认为美联储也变成了对冲基金、利用高杠杆推行其政策。

但 2008 年 12 月 7 日美联储前理事、斯坦福集团经济学家 Lyle Gramley 在加拿大商业新闻网的交易日节目中回答有关美联储已变成政府拥有的对冲基金，杠杆率 50 比 1 的说法时说，美联储的资产有一部分是黄金，其账面价值为每盎司 \$42.22，如果按市价计，美联储的杠杆率就会降下来。

我们以美国 261.50 百万盎司的黄金储备计算，假如黄金如众多外资行的预测达到每盎司 \$2000，则可使美联储增加约 5200 亿美元的债务和担保。欧元区的 341.19 百万盎司

黄金同样也将使欧元区国家受益。黄金的前景可能也是俄罗斯最近宣布要增加黄金储备的原因之一。

在华尔街，无数证据表明美联储定期干预和参与黄金和白银市场。2008 年 11 月黄金反托拉斯行动委员会 (GATA) 在一份报告中警告经纪人有可能发生 12 月期金的逼空。Comex 警告各种期货公司 12 月到期的黄金期货合约可能发生逼空，并建议每盎司\$840 平仓。据美国的交易员反映，Comex 的这种警告非常不寻常。

更为有意思的是英国经济学家 Peter Millar 两年前猜测只要黄金变为每盎司\$5000 或\$10000 就能解决美联储的债务问题。的确，黄金变为每盎司\$5000 或\$10000 将使美联储增加债务和担保能力 1.3 至 2.6 万亿美元。

黄金供需

根据世界黄金协会 (WGC) 2009 年 2 月公布的统计数据，2008 年四季度全球黄金需求增加 214.7 吨，同比增加 26%，全年同比增加 4%。投资需求是黄金需求增加的最大的原因，仅 2008 年四季度投资需求增加了 257.6 吨，全年投资需求同比增加 100.1 亿美元，而传统的首饰和工业及牙医用金有所下降。

从近 3 年的供给来看，全球总体产量平稳 (表 2)，其中矿业金保持稳定。虽然 2008 年旧金重炼有所增加，但央行的出售减少。

根据 WGC 预测，未来央行的出售仍将维持低位水平，矿业生产面临品位下降和融资问题，特别是勘探项目的融资困难将使全球矿业黄金的产量在未来几年难以增长。WGC 认为对冲基金的去对冲将要结束，未来唯一可能增加黄金供应的因素是旧金重炼，面对高金价，一些受危机国家的人民可能抛售黄金 (首饰) 来获取现金。

我们认为，虽然全球不断恶化的金融、经济形势和裁员减薪可能使黄金首饰的需求减少，但危机的避险需求和不断升高的黄金价格会吸引更多的资金增加黄金的投资配置。同时，由于不断升高黄金价格的预期，在经济危机见底并明确回升之前，主动性的旧金重炼供应也将下降。需求大于供给将是 2009 年的主题，而这一供需基本面也将进一步推升黄金的价格。

表 2：全球黄金供需（吨）

	2005	2006	2007	2008	Q4' 07	Q1' 08	Q2' 08	Q3' 08	Q4' 08
供应									
矿业生产	2,457	2,076	2,026	2,044	557	422	463	570	588
官方出售	663	370	485	279	97	80	86	42	71
旧金重炼	898	1,129	977	1,146	277	339	275	211	320
总供应	4,018	3,574	3,488	3,468	931	841	824	824	980
需求									
首饰	2,709	2,285	2,401	2,138	488	472	519	672	475
工业、牙医	432	459	461	430	110	111	112	108	99
金条、金币	411	424	446	636	61	86	137	202	212
ETF	208	260	253	321	80	73	4	150	95
总需求	3,734	3,409	3,526	3,659	739	736	771	1,179	973
London PM									
Fix	444.45	603.77	695.39	871.96	786.25	924.83	896.29	871.60	794.76
(\$US/oz)									

资料来源：WGC 信达证券研发中心

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，我们维持黄金行业的“**强于大市**”的投资评级。

表 3 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 仍在 30X，反映国外投资者对黄金未来的预期。目前，国内黄金类上市公司的预测 PE 类似于国际平均。黄金行业是 A 股市场中业绩与股价同增的行业，考虑黄金在危机中的前景和 A 股市场转暖，我们维持紫金矿业“**强烈买入**”的评级，调升山东黄金和中金黄金的评级，由“**买入**”调升至“**强烈买入**”。

表 3：国内外黄金公司估值比较

黄金			
AUY US	21.85	ABX US	19.29
K CN	27.17	GG US	58.39
ELD CN	30.94	GFI US	20.39
IMG CN	23.08	GRS US	90.46
CDE US	25.67	NEM US	24.31
平均	34.16	中位数	24.99
国内		香港	
紫金矿业	38.20	紫金矿业	18.52
山东黄金	34.35	招金矿业	22.86
中金黄金	36.68	灵宝黄金	8.28
2009-02-23			

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、黄金珠宝首饰品提纯、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

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。