

研究员: 林建

 有色金属行业
 (8621)64718888-1286

联系人

 张燕华
 (8621)64718888-1287
 zhangyanhua@stocke.com.cn
 上海市长乐路
 1219 号长鑫大厦
 18 层
 (200031)

黄金再成避风港

——黄金 2009 年 2 季度投资策略

投资要点

与基本金属相比,黄金价格表现出较强的抗跌性。2008 年以来,LME 铜累计下挫了 42%、LME 铝下滑 44%,而 COMEX 黄金却逆势上涨了 17%。黄金一枝独秀,傲视群雄。

金融危机不断蔓延加深,市场风险溢价大幅上升,避险情绪高涨引致对黄金的投资需求大幅上升是推动前期金价大幅上扬的主要原因。虽然 TED Spread 已由 2008 年 10 月 10 日最高的 463 基点回落至目前 105 基点左右,反映市场风险溢价水平已有所改善。然而,现水平 TED Spread 仍比危机前的 12 个月平均值高出 40 多基点,市场的风险溢价(忧虑情绪)仍处于高位,这将对金价维持高位起到支撑作用。

随着金融市场的逐步稳定,前期黄金的避险功能对金价的影响将逐步减弱,黄金抗通胀功能将是影响金价近期走势的主要原因:首先,全球降息在行动,通胀风险在不断积聚;其次,当前美联储大举收购国债引发市场对美元贬值的担忧,美元指数大幅下挫,金价和美元的走势变化逐步恢复过去的负相关关系。

其他影响黄金价格走势的因素还包括:中国和印度可能增加黄金储备;黄金 ETF 的持续增仓;全球经济衰退,居民收入水平下降,有可能影响黄金首饰的需求等等。

基本结论:居民收入水平下降引致的制造性需求下滑,对金价影响有限;受避险情绪影响以及对美元贬值的预期,使得黄金的投资性需求进一步上升;投资需求对金价起主导作用,金价维持高位震荡向上的趋势。

盈利预测与投资评级

代码	简称	最新价格(元)	每股收益 EPS		市盈率 PE		合理估值	投资评级
			08E	09E	08E	09E		
601899	紫金矿业	8.62	0.21A	0.26	40	33	10.40	中性
600547	山东黄金	68.99	1.79A	2.56	39	27	89.60	推荐
600489	中金黄金	48.95	1.43	1.75	34	28	61.25	中性
002155	辰州矿业	12.36	0.16	0.35	77	35	12.25	中性
002237	恒邦股份	60.00	2.15	2.58	28	23	90.30	推荐

正文目录

黄金价格 一枝独秀.....	3
避险需求是推高前期金价的主要原因.....	3
金价走势展望：黄金抗通胀功能将是影响金价未来走势的主要原因.....	4
影响黄金价格走势的其他因素.....	5
居民收入水平下降可能影响黄金首饰的需求.....	5
黄金ETF持续增仓.....	6
中国和印度可能增加黄金储备.....	6
结论：金价维持高位震荡向上趋势.....	7
黄金行业市场表现：跑赢沪深 300.....	7
价量齐升 行业持续景气.....	8
上市公司业绩表现情况：成长性良好.....	9
上市公司横向比较分析.....	9
行业竞争 资源为王.....	9
盈利能力分析.....	9
盈利预测与投资评级.....	10
风险提示.....	10

图目录

图 1：黄金与基本金属价格走势对比图.....	3
图 2： 金融风暴不断蔓延加深市场风险溢价大幅上升.....	4
图 3： 全球降息在行动 通胀风险在积聚.....	4
图 4： 美联储大举购买国债 美元指数大幅下挫.....	5
图 5： 中国黄金储备较小.....	6
图 6： 黄金子行业跑赢沪深 300 和有色全行业.....	7
图 7： 中国黄金历年产量对比图.....	8
图 8： COMEX黄金价格走势对比图.....	8

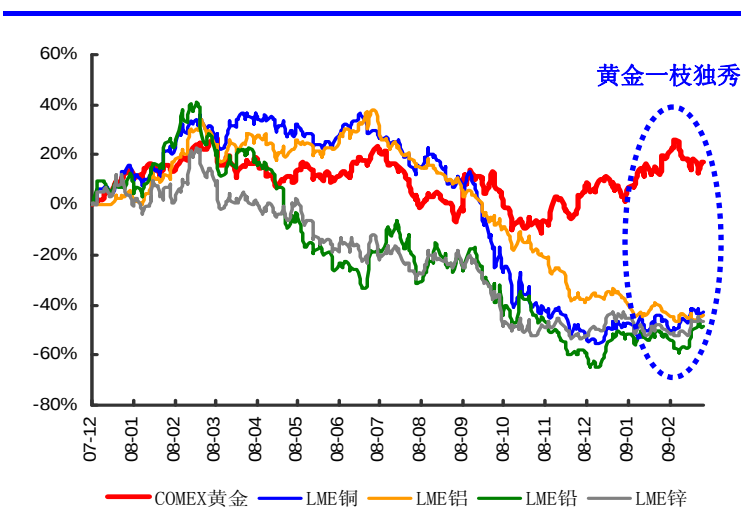
表目录

表 1： 全球黄金供需情况表.....	5
表 2： 世界黄金储备前 10 名国家、地区和组织分布表（数据截至 2005 年 12 月）.....	7
表 3： 黄金上市公司 2008 年业绩预测.....	9
表 4： 黄金资源储量对比表.....	9
表 5： 上市公司盈利能力横向对比表.....	10
表 6： 盈利预测与投资评级.....	10

黄金价格 一枝独秀

与基本金属相比，黄金价格表现出较强的抗跌性，尤其是 2008 年 10 月全球金融危机的爆发，经济衰退引致需求减弱，基本金属出现深幅下挫，LME 铜自 2008 年 7 月份的高位 8940 美元/吨，下挫至 2008 年 12 月份的 2817 美元/吨，跌幅高达 68%；与此对应的是，黄金价格触底反弹，自 2008 年 10 月的底部 681 美元/盎司，大幅上扬至近期的 1007.7 美元/盎司，涨幅高达 48%。黄金一枝独秀，傲视群雄。

图 1：黄金与基本金属价格走势对比图



资料来源:wind资讯

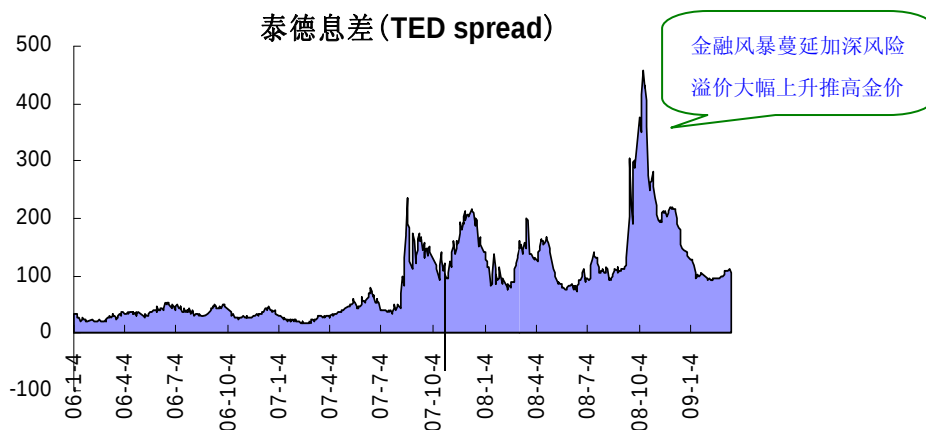
避险需求是推高前期金价的主要原因

金融危机不断蔓延加深,市场风险溢价大幅上升,避险情绪高涨引致对黄金的投资需求大幅上升是推动前期金价大幅上扬的主要原因。

市场风险溢价程度，可参考泰德息差（TED Spread；即美元 3 个月伦敦同业拆息 LIBOR 与美国国库券的息差）。由于美国国库券被认为是无风险的，而 LIBOR 则反映贷款给予商业银行的信贷风险。TED Spread 的扩大，表示放款人认为银行间违约风险正在增加；相反，当银行之间的违约风险被认为是减少了，TED Spread 就会缩窄。当 TED Spread 扩大,放款人更倾向于把资金投向具有保值功能的黄金资产,从而规避银行间的违约风险。

虽然 TED Spread 已由 2008 年 10 月 10 日最高的 463 基点回落至目前 105 基点左右，反映市场风险溢价水平已有所改善。然而，现水平 TED Spread 仍比危机前的 12 个月平均值高出 40 多基点，市场的风险溢价（忧虑情绪）仍处于高位，这将对金价维持高位起到支撑作用。

图 2： 金融风暴不断蔓延加深市场风险溢价大幅上升



资料来源：wind 资讯

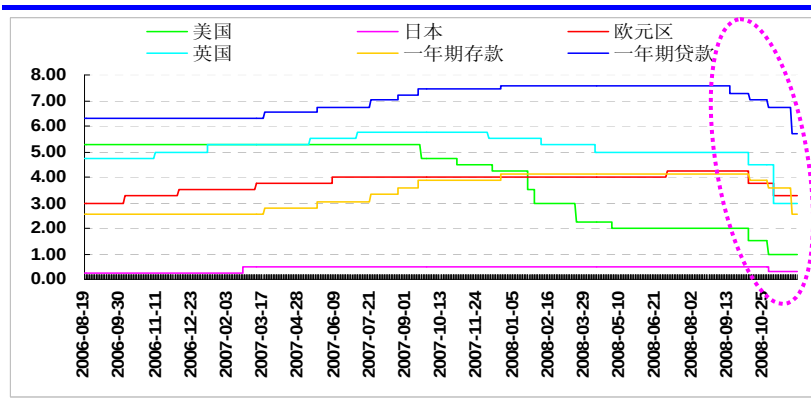
金价走势展望：黄金抗通胀功能将是影响金价未来走势的主要原因

随着金融市场的逐步稳定，前期黄金的避险功能对金价的影响将逐步减弱，黄金抗通胀功能将是影响金价近期走势的主要原因：

首先，全球降息在行动，通胀风险在不断积聚。为应对百年一遇的金融危机对实体经济的影响，各国央行纷纷下调利率水平，增加流动性，减少企业的财务费用，以期阻击经济的下滑。美联储自 2008 年年中以来已大幅降息 425 个基点至 1%，为近半世纪的地位；欧洲央行亦降息至 3.5%，而英格兰银行则减息至 1955 年以来的最低位。

其次，当前美联储大举收购国债引发市场对美元贬值的担忧，美元指数大幅下挫，金价和美元的走势变化逐步恢复过去的负相关关系。

图 3： 全球降息在行动 通胀风险在积聚



资料来源：浙商证券

图 4: 美联储大举购买国债 美元指数大幅下挫



资料来源:wind 资讯

影响黄金价格走势的其他因素

其他影响黄金价格走势的因素还包括: 中国和印度可能增加黄金储备; 黄金 ETF 的持续增仓; 全球经济衰退, 居民收入水平下降, 有可能影响黄金首饰的需求等等。

居民收入水平下降可能影响黄金首饰的需求

黄金需求包括制造性需求和投资性需求, 而制造型需求则包括珠宝、电子产品生产、牙科产品的需求, 及作为其他工业及装饰用途的黄金。根据黄金矿业服务有限公司的资料, 2007 年全球黄金需求中有约 77.8% 属制造型需求, 此项需求的大部分为珠宝制造, 占总制造性需求的 78.2%。金融危机爆发, 全球经济步入衰退, 居民收入水平的下降有可能影响黄金首饰的需求。

表 1: 全球黄金供需情况表

	2005 年	2006 年	2007 年	07 年个项目占比情况%
供应量				
采矿生产供应量	2548	2486	2480	63%
官方销售	663	370	501	13%
旧黄金废料	897	1126	967	24%
生产者对冲净额				
隐含投资缩减净额				
总供应量	4108	3982	3948	100%
需求量				
制造				
珠宝	2708	2284	2401	61%
其他	579	648	671	17%
制造总量	3287	2932	3072	78%
金条储存	264	235	236	6%

生产者反对冲净额	92	410	447	11%
隐含投资净额	465	404	193	5%
总需求量	4108	3981	3948	100%

资料来源：黄金矿业服务有限公司

黄金ETF持续增仓

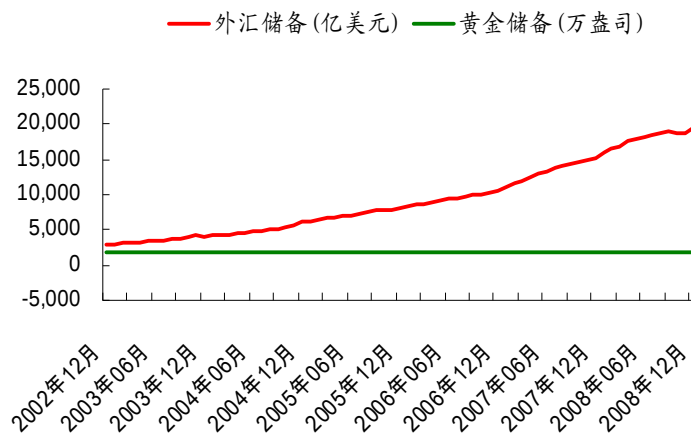
黄金的投资性需求包括钱币及金锭的需求。实物黄金需求主要由为持有黄金的衍生产品及交易所买卖基金（黄金 ETF）的黄金库存增加净额所带动。最近全球最大的黄金 ETF—SPDR Gold Trust 持仓量持续放大，频频创出该 ETF 的最高持仓记录，目前持仓量为 1041.53 吨。黄金 ETF 的持续增仓凸现了黄金投资性需求的旺盛。黄金投资性的增量需求将弥补由于收入下降导致的制造性需求的下滑，从而对未来金价起主导影响作用。

中国和印度可能增加黄金储备

黄金储备较小、金融危机背景下外汇储备贬值风险较大，中国和印度有增加黄金储备的内在需求，一旦两国增加黄金储备，这将对全球黄金市场起到正面的刺激作用。

黄金储备方面，印度拥有的黄金总量在 1-1.5 万吨，其中印度央行（Reserve Bank of India）仅持有大约 400 吨。中国方面，自 2002 年 12 月份以来，黄金储备就一直维持在 1929 万盎司（约合 547 吨）的水平，而外汇储备则由当时的 2864 亿美元增长至 08 年 12 月的 19460 亿美元，短短 6 年间增幅高达 579%，黄金储备没有和外汇储备并驾齐驱。

图 5： 中国黄金储备较小



资料来源：wind 资讯

表 2: 世界黄金储备前 10 名国家、地区和组织分布表 (数据截至 2005 年 12 月)

序号	国家、地区和组织	黄金储备量(吨)	占外汇总储备的百分比 (%)
1	美国	8,133.50	67.5
2	德国	3,427.80	52.4
3	国际货币基金组织	3,217.30	不确定
4	法国	2,856.80	59.3
5	意大利	2,451.80	59.4
6	瑞士	1,290.10	35.2
7	日本	765.2	1.4
8	欧洲中央银行	719.9	22.2
9	荷兰	716.9	52.4
10	中国	600	1.2

资料来源: 世界黄金协会 (WORLD GOLD COUNCIL)

随着金融危机在全球蔓延加深, 外汇资产价值缩水的风险在不断升高。据报道, 部分由于非美元资产价值缩水, 全球最大的外汇储备国中国 2009 年 1 月的外汇储备减少大约 300 亿美元, 而印度仅在 3 月 6 日当周外汇储备就减少了 19.8 亿美元, 至 2472.9 亿美元。因此, 中国和印度有可能减少外汇储备而增加黄金储备的内在需求。实际上, 近期中国计划增加黄金储备的消息已经对黄金市场造成了影响。

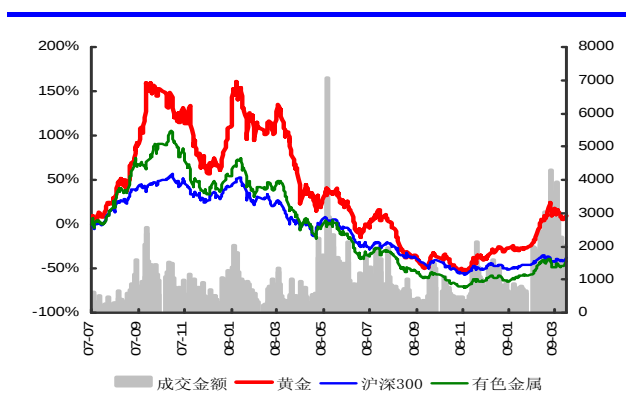
结论: 金价维持高位震荡向上趋势

居民收入水平下降引致的制造性需求下滑, 对金价影响有限; 受避险情绪影响以及对美元贬值的预期, 使得黄金的投资性需求进一步上升; 投资需求对金价起主导作用, 金价维持高位震荡向上的趋势。

黄金行业市场表现: 跑赢沪深300

黄金行业市场表现出色, 远远跑赢大盘指数: 2009 年以来, 黄金行业大幅上涨 69%, 而同期沪深 300 仅上涨 26%。

图 6: 黄金子行业跑赢沪深 300 和有色全行业



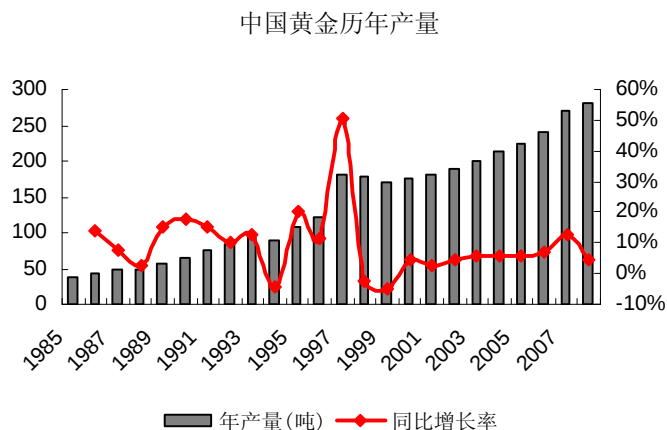
资料来源: wind 资讯

价量齐升 行业持续景气

黄金股表现出色，主要得益于黄金行业的持续景气，行业 2008 年出现量价齐升的可喜现象。

2008 年全国黄金行业克服雨雪低温冰冻、汶川特大地震、全球金融风暴对企业生产造成的不利影响，黄金产量达到 282.007 吨，同比增长 4.26%。而金价受到投资需求的推动，2008 年全年维持高位震荡态势，全年均价为 872 美元/盎司，高于 2007 年均价 698 美元/盎司 25 个百分点。

图 7： 中国黄金历年产量对比图



资料来源：CEIC

图 8： COMEX 黄金价格走势



资料来源：wind 资讯

上市公司业绩表现情况：成长性良好

具体到上市公司方面，黄金股表现出良好的成长性：中金黄金和恒邦股份 08 年净利预增 100%和 90%；山东黄金已经公布 08 年报，净利润增长 72%；辰州矿业地处湖南，由于受到雪灾影响，而且公司的收入结构中黄金占比较小，仅为 32%，因此 2008 年业绩下滑了 50%。

表 3：黄金上市公司 2008 年业绩预测

公司名称	07 年净利润	净利增长率	08 年净利润	总股本	08EPS
恒邦股份	96,978,400	90%	184,499,500	95,800,000	2.15E
山东黄金	369,255,233	72%	636,808,184	355,768,102	1.81A
紫金矿业	2,548,322,469	20%	3066200909	14,541,309,100	0.22A
中金黄金	256,534,871	100%	513,069,742	359,366,350	1.43E
辰州矿业	140,866,216	-50%	87,190,172	547,400,000	0.16E

资料来源：浙商证券 注：08 年业绩山东黄金、紫金矿业为实际值，其余为根据上市公司业绩预告而测算得出

上市公司横向比较分析

通过以上分析，我们判断 09 年 2 季度金价将维持高位震荡向上的趋势，黄金行业依然维持高景气度。在此基础上，我们对黄金个股进行横向对比：资源储备、盈利能力、估值等等，通过对比从中挖掘那些最具有投资价值的股票。

行业竞争 资源为王

那些掌握上游资源的上市公司将从金价的上涨中获益最大。从黄金资源总量来看，紫金矿业和中金黄金储量最大，分别达到 638 吨和 292 吨；摊薄至每股含金量，中金黄金、山东黄金和恒邦股份位列前三甲分别为 0.81 克、0.42 克和 0.38 克。

表 4：黄金资源储量对比表

证券代码	证券简称	黄金资源(吨)	黄金产量(吨)	保障程度(年)	每股含金量(克)
600489.SH	中金黄金	292.44	75.63	3.9	0.81
601899.SH	紫金矿业	701.00	57.3	12.2	0.05
002155.SZ	辰州矿业	29.09	3.36	8.6	0.05
600547.SH	山东黄金	150.0	15.0	10.0	0.42
002237.SH	恒邦股份	35.97	8.09	4.4	0.38
平均		241.70	31.88	7.84	0.34

资料来源：浙商证券

盈利能力分析

除了考虑公司资源数量之外，我们还需要考察资源的质量，毕竟矿山的品味、坑采还是露天采、以及冶炼技术等要素将影响公司的生产成本，进而影响公司

的盈利能力。紫金山露天开采以及先进的冶炼技术使得紫金矿业公司具有最强的盈利能力，08 年 3 季度销售毛利率高达 40.2%；先进的冶炼技术加上完整的上下游产业链，则是恒邦股份维持较高销售毛利率的法宝，毛利为 19.9%。

表 5： 上市公司盈利能力横向对比表

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE	销售净利率	销售毛利率
002155.SZ	辰州矿业	9.3	12.9	33.6
600489.SH	中金黄金	12.2	4.9	11.7
002237.SZ	恒邦股份	18.2	11.5	19.9
601899.SH	紫金矿业	21.2	25.0	40.2
600547.SH	山东黄金	28.2	3.8	8.4

资料来源：wind 资讯 浙商证券

盈利预测与投资评级

表 6： 盈利预测与投资评级

代码	简称	最新价格（元）	每股收益 EPS		市盈率 PE		合理估值	投资评级
			08E	09E	08E	09E		
601899	紫金矿业	8.62	0.21	0.26	40	33	10.40	中性
600547	山东黄金	68.99	1.79	2.56	39	27	89.60	推荐
600489	中金黄金	48.95	1.43	1.75	34	28	61.25	中性
002155	辰州矿业	12.36	0.16	0.35	77	35	12.25	中性
002237	恒邦股份	60.00	2.15	2.58	28	23	90.30	推荐

资料来源:wind 资讯 最新股价更新至 2009 年 3 月 18 日

风险提示

黄金价格波动风险

人民币升值风险

研究员介绍:

林建: 东华大学国际贸易专业，本科；上海财经大学国际贸易专业，硕士研究生。曾从事纺织服装国际贸易 2 年，在美国杰拉德金属公司从事行业研究和国际贸易 3 年。现为浙商证券研究所有色金属、纺织服装行业研究员。

中性: 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;

回避: 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

推荐: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;

中性: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;

回避: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。