

[2009.04.05]

黄金是抵御通胀最佳“标的”

- 2 季度有色金属投资策略

✍ 靳海明

☎ 86-10-58362778

✉ jinhaiming58@yahoo.com.cn

- 核心观点:
- 在通胀过程中，黄金的表现与通胀最相关
 - 提高全年黄金价格预测
 - 中国收储、美元贬值促使有色金属价格反弹
 - 维持黄金行业买入、其它有色行业中性评级

投资要点:

● 在通胀过程中，黄金的表现与通胀最相关

美国财政政策走到尽头，美联储开动“印钞机”促使经济复苏。作为全球贸易的基准货币，美元数量化扩张，其他主要经济体必然被动跟进，对美元以及全球货币的贬值预期正在增强，大通胀似乎正在形成。通胀发生过程中不可避免发生商品价格上涨，但黄金与其它商品比较，黄金的金融属性大于工业属性，黄金抗通胀的表现要强于其它商品。

● 提高全年黄金价格预测

由于对美元贬值的预期明确导致黄金投资需求量大幅，全球矿产黄金增长幅度有限，而各国央行也将改变对黄金的看法，会适时收储，这些都将刺激黄金价格走强。渤海证券将2009年黄金价格从800美元/盎司提高到980美元/盎司，对应国内价格为217元/克。

● 维持黄金行业买入评级

个股推荐：山东黄金、中金黄金、紫金矿业。

● 中国收储、美元贬值促使有色金属价格反弹

目前统计到中国铝收储量为131万吨、铜的收储量30.2万吨、锌收储38万吨、铅收储13.7万吨、锡收储3万吨。中国收储缓解了市场过剩，同时与美元贬值重叠造成LME以及上海期货交易所有色金属价格大幅反弹。在这次反弹中，基本金属中的铜、铅表现抢眼，铝、镍表现疲软。而没有期货市场的小金属，由于没有受到基金青睐，基本还处于底部区域。

● 维持铜、铅锌、铝、小金属中性评级

有色金属股票1季度受到投资者追捧，指数远远跑赢上海综合指数，虽然有向好的预期，但行业估值较高，只存在交易性机会，维持中性评级。

个股推荐：海亮股份

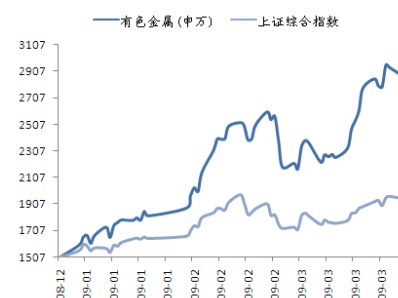
子行业评级

子行业名称	评级
黄金	买入
铜	中性
铝	中性
铅锌	中性
小金属	中性

推荐公司

公司名称	评级
山东黄金	买入
中金黄金	买入
紫金矿业	买入
海亮股份	买入

1 季度有色金属指数走势



相关报告

《未来可以复制

-紫金矿业深度投资价值报告》

《探究山东黄金高速扩张之路

-山东黄金价值投资报告》

《行业地位提升，将最先受益经济复苏

-海亮股份调研报告》

目 录

1. 黄金是抵御通胀最佳“标的”	4
1.1. 一季度黄金价格走势符合预期	4
1.2. 对美元贬值以及全球货币通膨预期在增强	5
1.3. 长期看，以美元为国际结算货币体系有待完善——美元地位动摇	6
1.4. 基本面：印度需求未能修复对黄金价格上涨构成压力	6
1.5. 提高全年黄金价格预测	8
1.6. 继续给予黄金行业买入评级，个股推荐：山东黄金、中金黄金、紫金矿业	8
2. 全球释放流动性提振有色金属价格	12
2.1. 中国激进财政政策、收储政策为有色金属价格托底	12
2.2. 美国政府开始大量注入流动性也促进经济指标好转	13
2.3. 提高 2009 年基本金属平均价	15
2.4. 国内追求高收益投资理念推动有色金属股价在 1 季度彪升	17
2.5. 个股推荐：海亮股份	18

图 表

图 1: 国际黄金和原油价格走势	4
图 2: LME 铜、铅、锌现货与伦敦黄金现货价格走势	5
图 3: 美元指数与 CRB 指数以及黄金走势之间关系	6
图 4: 1 季度黄金指数与大盘比较	8
图 5: 1-2 月份我国 M1、M2 同比回升较大	12
图 6: 美国房屋开工及销售走势	13
图 7: 美国采购经理人指数及密歇根大学消费信心指数	14
图 8: 美元指数与基本金属走势	14
图 9: MB 部分小金属走势	15
图 10: 有色申万二级指数与上海综合指数比较	17

表 1:	全球 ETF 持仓变化	单位: 吨	7
表 2:	全球黄金供求平衡	单位: 吨	7
表 3:	3.31 日国内黄金股估值		8
表 4:	中国收储粗略统计	单位: 万吨	12
表 5:	全球铜供求平衡	单位: 万吨	15
表 6:	全球精铅市场供求平衡	单位: 万吨	15
表 7:	全球锌市场平衡	单位: 万吨	16
表 8:	全球铝供求平衡表	单位: 万吨	16
表 9:	2009 年伦敦金属价格预测	单位: 美元/吨	16
表 10:	2009 年上海金属价格预测	单位: 元/吨	16
表 11:	有色金属与其它周期行业指数 PE 比较		17

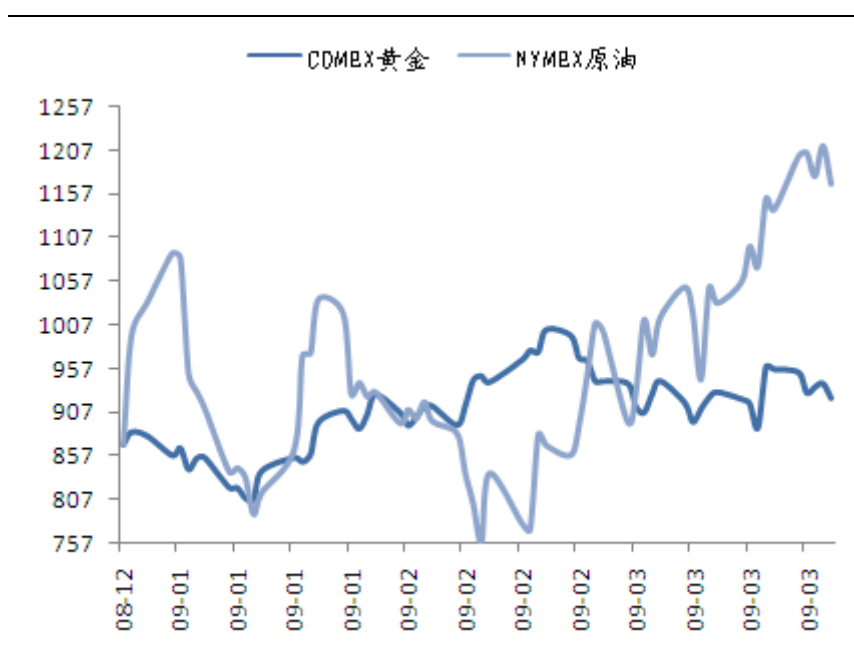
1. 黄金是抵御通胀最佳“标的”

1.1. 一季度黄金价格走势符合预期

在 2009 年有色金属投资策略中，渤海证券认为在全球金融危机日益演化以及全球货币体系紊乱的过程中，黄金将扮演保值的重要角色，虽然以印度为代表的珠宝首饰领域需求减少，但投资需求将是拉动黄金需求总量的重要因素。黄金波动区间将在 600-1000 美元/盎司之间波动，并不排除黄金有再创新高的可能。

在全球金融危机深度演化的过程中，黄金在 2 月 19 日，上摸 1005.35 美元/盎司，此后受抛压回调，在 900-960 美元之间进行整固，见图 1。

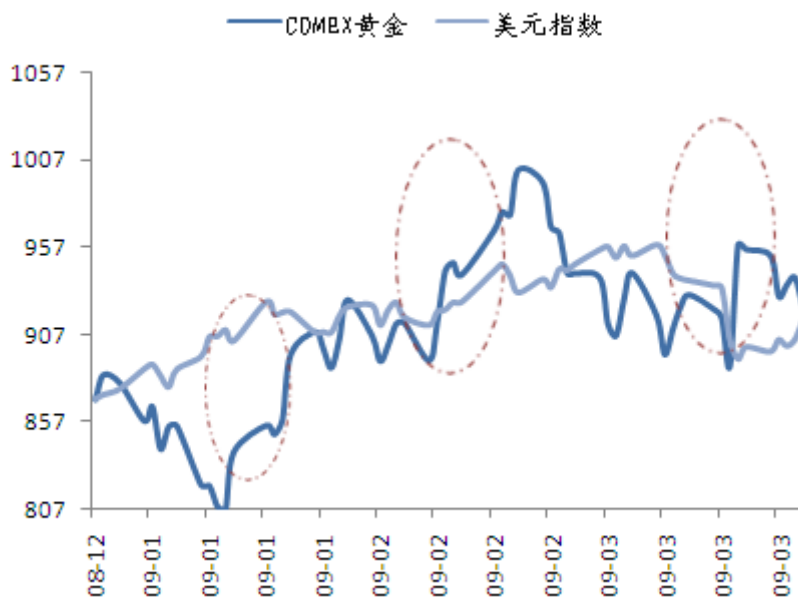
图 1：国际黄金和原油价格走势



资料来源：Wind、渤海证券研究所

在全球经济向下寻求底部过程中，黄金与美元指数走势之间出现了些戏剧性的变化，通常黄金价格走势与美元负相关，但我们看到 1 季度黄金价格与美元正相关的走势居多，这主要是由于黄金具有的货币属性被市场普遍接受，见图 2。

图 2: LME 铜、铅、锌现货与伦敦黄金现货价格走势



资料来源: Wind、渤海证券研究所

1.2. 对美元贬值以及全球货币通胀预期在增强

2008 年年底美元利率降至 0.25% 的 35 年来最低点,使得美国财政政策走到尽头。

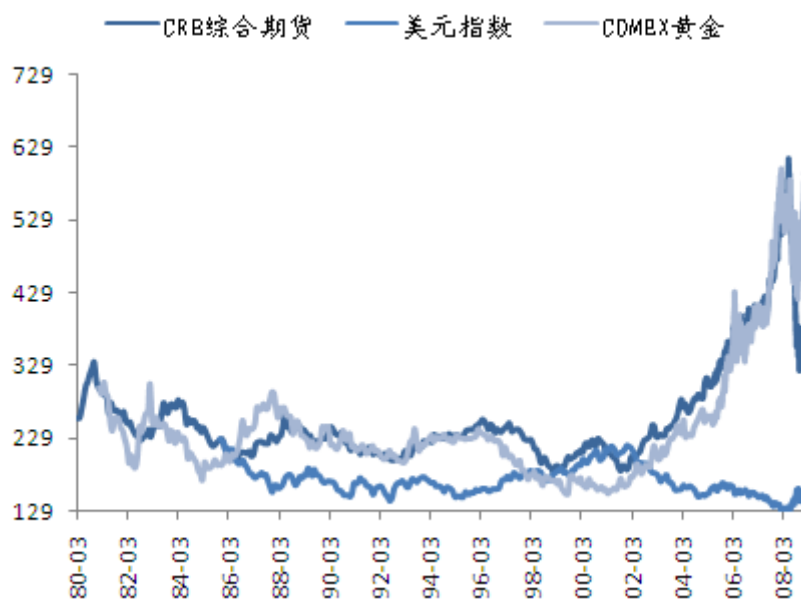
“失业、证券和房产价值缩水、信贷条件紧缩,导致消费者信心受挫,减少开支。”在确认美国经济尚未走出谷底后,美联储决定动用一切可用手段促使经济复苏。美联储负责公开市场操作的联邦公开市场委员会 3 月 18 日召开会议,决定美联储在未来 6 个月内购入最高 3000 亿美元长期国债。美联储同时决定,将在原先决定购买 5000 亿美元抵押贷款证券的基础上,再购买 7500 亿美元抵押贷款证券。美联储还将购买两大住房抵押贷款机构“房地美”和“房利美”的 1000 亿美元债券,使美联储今年以来购买这两大房贷机构债券总额翻番。

作为全球贸易的基准货币,美元数量化扩张,其他主要经济体必然被动跟进(目前除美国外,开动印钞机进行数量化扩张的还有英国央行、日本央行、瑞士央行等)。美国通过印钞票来解决其债务问题,这其实是降低美元的含金量,对美元的贬值预期正在增强。

在通胀过程中,黄金的表现与通胀最相关

通胀发生过程中不可避免发生商品价格上涨,但黄金与其它商品比较,黄金的金融属性大于工业属性,黄金抗通胀的表现要强于其它商品。如 1970 年代布雷顿森林体系的解体后各国货币大幅贬值,使得黄金出现了第二次大的跃升,当时的一轮黄金牛市如果从 1971 年 8 月 15 日美国宣布停止美元按固定比价兑换黄金开始算起,一直持续到 1980 年 9 月,涨幅超过 20 倍。目前全球范围内数量型放松货币政策刚刚开始,主要货币竞相贬值,全球经济还未见到企稳迹象,使得黄金这种近百年来产量一直小幅、稳定增长的特殊商品依然具备继续重估的空间。

图 3: 美元指数与 CRB 指数以及黄金走势之间关系



资料来源: Wind、渤海证券研究所

1.3. 长期看，以美元为国际结算货币体系有待完善——美元地位动摇

3月14日，二十国集团财长和央行行长会在英国南部的霍舍姆区召开。中国、欧盟、俄罗斯等交替发声，呼吁改革以美元为主导的国际货币体系，终结美元独霸的时代，美元地位却遭到前所未有的挑战。

中国央行行长周小川倡议将IMF(国际货币基金组织)的特别提款权(SDR)，发展为超主权储备货币，并逐步替换现有储备货币即美元。这一观点得到了俄罗斯等其它金砖四国的支持，同时欧盟也向美元施压，提出打破国际金融旧体系的建议。美元地位由于自身危机受到影响，并且这种影响仍在继续，可以肯定的是美元作为全球货币地位已经受到冲击，只是现在很难判断这种冲击的程度。在这种背景下，投资者必然将目光转向黄金或其它商品以寻求保值，各国政府也将适当调整外汇储备。

1.4. 基本面：印度需求未能修复对黄金价格上涨构成压力

由于国际金价不断上涨，加上印度国内黄金再生工业发展迅速，从2007年以来印度国内黄金的进口一直在下降，根据有关方面统计的数据，2007年印度进口黄金在600吨，2008年黄金进口下降将近47%到402吨。2009年3月份印度进口黄金量微乎其微，1-2月合计进口黄金量估计不足2吨，而进口下降最主要是因为国内没有太多需求。而在2008年1-3月，印度国内进口黄金分别达到18吨，23吨和21吨。高价加上国际金融危机抑制了需求，不过由此刺激了印度国内黄金的再生回收，一方面再生金价格比较便宜，另外也不需要从海外进口。目前印度是世界最大的黄金白银消费国之一，印度农村婚姻和节日黄金消费量巨大，目前散藏于印度国内民间的黄金估计有13000吨，主要以珠宝首饰形式存在。除非国际黄金价格大幅下降，预计印度国内黄金进口量将继续维持较低的水平。

投资需求抵消了珠宝需求的下降

黄金 ETF 自 2008 年下半年开始不断加仓，2009 年仍然延续这种思路，截止到 3 月 27 日，ETF 公开的黄金持有量共计 1305.35 吨，较 2009 年初上升 39.28%，完全抵消了珠宝行业需求下降以及流入市场的再生金。

表 1: 全球 ETF 持仓变化 单位: 吨

基金名称	2009.01.02	2009.03.27	变化%
SPDR Gold Shares	780.23	1127.44	44.50%
Gold Bullion Securities	118.53	136.03	14.76%
Gold Bullion Securities (ASX)	11.51	12.49	8.51%
New Gold Debentures	26.93	29.23	8.54%
Dubai Gold Securities		0.16	
合计	937.2	1305.35	39.28%

资料来源: 渤海证券研究所

印度快速萎缩的珠宝需求有望回升

印度低于 400 吨黄金的需求将是过去十年中最忠实黄金消费国的最低需求了。信贷紧缩、经济下跌以及消费者的行为严重地抑制了黄金珠宝产品的需求、另一方面废旧金的回收力度正在加大，从而增加的黄金供应量。

但我们认为，全球经济正在好转的预期正在增强，废旧黄金的利用也有限度，印度珠宝生产商在下半年不得不接受高于 900 美元以上的黄金价格。也只有印度黄金需求量恢复，黄金才能真正走出向上的行情。

表 2: 全球黄金供求平衡 单位: 吨

	2005	2006	2007	2008	2009E
矿山产量	2519	2481	2447	2500	2550
再生金	861	1107	937	1000	1200
官方抛售	656	367	485	270	150
推断净投资	/	-373	-373	-200	-200
总供给	4036	3582	3496	3570	3700
加工业需求	3280	2741	2891	2736	2580
其中: 首饰需求	2712	2283	2453	2326	2180
其他需求	568	458	438	410	400
金条囤积	261	421	441	550	650
生产商对冲减持量	131	-22	-36	-30	-30
推断净投资需求	364	260	251	350	600
总需求	4036	3400	3547	3606	3800

资料来源: GFMS、安泰科、渤海证券研究所

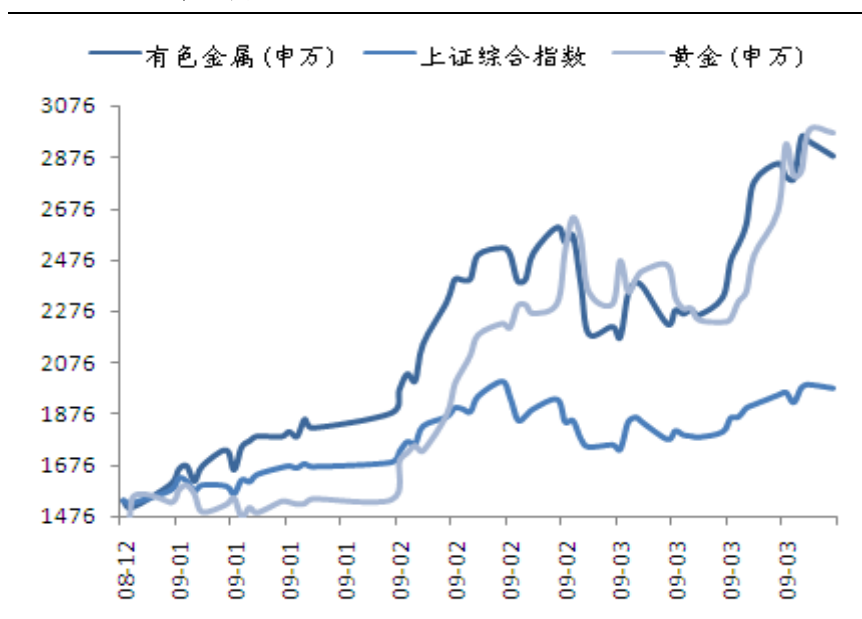
1.5. 提高全年黄金价格预测

由于对美元贬值的预期明确导致黄金投资需求量大幅，全球矿产黄金增长幅度有限，而各国央行也将改变对黄金的看法，会适时收储，这些都将刺激黄金价格走强。渤海证券将 2009 年黄金价格从 800 美元/盎司提高到 980 美元/盎司，对应国内价格为 217 元/克。

1.6. 继续给予黄金行业买入评级，个股推荐：山东黄金、中金黄金、紫金矿业

黄金股票 1 季度表现明显强于大盘，但和有色金属指数基本一致。

图 4: 1 季度黄金指数与大盘比较



资料来源：Wind、渤海证券研究所

表 3: 3.31 日国内黄金股估值

证券代码	证券简称	市净率 (PB)	2009-3-30 (EV2/EBITDA)	2008	2009 PE	2010 PE
002155.SZ	辰州矿业	5.6418	57.1119	144.2557	41.1621	28.4812
002237.SZ	恒邦股份	0	49.1393		41.7037	29.909
600489.SH	中金黄金	0	27.4839		31.4155	25.7526
600547.SH	山东黄金	12.5455	23.0813	44.5431	31.2287	25.3643
601899.SH	紫金矿业	9.9049	22.2814	52.1195	49.7736	40.3747

资料来源：Wind

个股推荐：由于提高了 2009 年黄金价格，以及对黄金个股未来发展看好，我们调整对黄金个股评级，建议买入山东黄金、中金黄金、紫金矿业。

紫金矿业 (601899)

关注公司国际购并

✍ 靳海明

☎ 86-10-58362778

✉ Jinhaiming58@yahoo.com.cn

本报告导读:

- 公司风险控制能力较强, 经营出色
- 正确战略、良好经营模式和充足现金流是公司发展有力保证
- 公司业绩符合预期, 继续维持“买入”评级

投资要点:

- 2009年2月5日, 紫金矿业发布业绩预告称: 预计2008年归属于母公司所有者的净利润不低于30亿元, 比上年同期增长17%以上。
- 业绩基本符合预期: 在3季报点评时预测公司2008年每股收益为0.24元, 较公司公告的0.21元略高, 但基本相符。
- 公司风险控制能力较强: 2008年9月下旬开始, 除黄金外有色产品价格出现大幅下跌, LME铜价最低到2900美元, 锌价也从1800美元快速下跌到1000美元, 跌幅巨大。在这种情况下, 公司果断对存货进行处理, 并采取套保等经营措施应对, 使公司在这轮价格下跌中损失相对最小。
- 报告期内公司内部经营新变化: 8月12日董事会会议审议同意公司收购青海威斯特铜业有限责任公司33.5%的股权, 交易完成后, 公司持有青海威斯特股权从60%增至100%; 8月15日, 公司参股22%的西藏玉龙铜矿投产, 10月21日, 玉龙铜矿产出电解铜; 根据8月4日新闻显示, 公司控股的俄罗斯图瓦塔什特克多金属矿开工, 塔什特克多金属矿开工预示着公司在海外收购矿山进入建设期; 12月1日紫金矿业集团股份有限公司控股企业洛阳紫金银辉黄金冶炼有限公司提前完成了对洛宁华泰矿业开发有限公司股权的全部收购。洛宁华泰地处河南省洛宁县, 该公司拥有两个在产黄金矿山, 拥有采矿权总面积17.22km², 2008年1-10月累计生产金精矿含金723公斤; 公司拟与大股东闽西兴杭国有投资公司各出资50%共同组建20万吨铜冶炼项目, 紫金山铜矿开发后可以满足大部分原料供应。
- 正确的抉择、良好的经营模式以及充足的现金流为公司未来发展铺平道路: 在全球金融危机爆发, 商品价格大幅下跌背景下, 紫金矿业风景独好。公司在2008年金属高位并未大规模扩张, 而是加强风险控制, 减少存货损失, 保有充足现金, 公司资产负债率目前不足30%。紫金在行业低迷时的扩张模式让我们有理由相信公司在未来将继续有大规模的并购活动, 公司目前已经授权董事会决定10亿元投资矿产资源的决议, 这也符合我们对公司的判断(见价值投资报告)。
- 继续维持公司买入评级: 对公司2009年、2010年、2011年业绩预测小幅调整至0.27元、0.41元、0.63元, 维持买入评级不变。

(百万元, 元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	15047	16984	23616	37521	56955
EBITDA(百万元)	5264	5802	8592	13220	18574
净利润	2548	3066	4777	7637	10937
摊薄 EPS(元)	0.19	0.21	0.33	0.53	0.75
PE(X)	56.0	51.5	33.0	20.7	14.4
EV/EBITDA(X)	28.2	3.0	1.7	0.9	0.5
PB(X)	20.0	0.8	0.6	0.5	0.3
ROIC	27.11%	18.97%	22.73%	27.59%	29.66%
总资产周转率	1.07	0.79	0.84	1.09	1.26

评级: 买入

上次评级: 买入

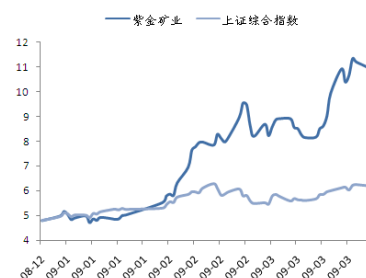
目标价格: 14.0

上次预测: 8.0

当前价格: ¥10.88

2009.04.05

紫金矿业一年走势



公司简介

是国内最大黄金生产企业, 公司目前正在向多元化、全球化矿业巨头发展, 拓展迅速。

相关报告

《未来可以复制-紫金深度研究报告》

《在危机中蛰伏-紫金3季报点评》

中金黄金(600489)

黄金价格走高将使公司价值重估

✍ 靳海明

☎ 86-10-58362778

Jinhaiming58@yahoo.com.cn

- 报告导读:
- 中期票据发行有利公司生产经营
 - 集团有继续注入资产的预期
 - 暂时给予公司中性评级

投资要点:

- **股东会通过发行中期票据决议:** 中金黄金股份有限公司 2009 年第一次临时股东大会于 2009 年 1 月 6 日以现场方式在北京召开。会议通过了《关于公司发行中期票据的议案》。本次中金黄金股份有限公司在银行间债券市场发行中期票据的具体方案: 1. 在中华人民共和国境内发行本金总额不超过 17 亿元人民币的中期票据, 可分期发行, 具体发行额度提请股东大会授权董事会根据实际情况与承销商协商确定; 2. 发行中期票据的期限为不超过五年; 3. 发行中期票据的利率按照市场情况决定, 具体发行利率提请股东大会授权董事会根据实际情况与主承销商协商确定; 4. 发行对象为全国银行间市场机构投资者, 不向社会公众发行; 5. 募集资金用于公司的生产经营活动。
- **中期票据发行将增强公司资金流, 有利公司生产经营:** 虽然目前公司还没有对募集资金的具体用途予以披露, 但从公司的生产经营中可以看出, 公司在高速扩张过程中对资金需求是巨大的, 公司在 2008 年 3 月份收购了陕西久盛矿业公司, 下属控股子公司湖北三鑫金铜股份有限公司 10 月受让中国黄金集团公司出让的西藏中金矿业有限公司等四公司; 其次陕西久盛矿业、苏尼特金矿等大型金矿项目都需要大量资金投入, 这势必会对公司资金量提出更高要求。如果公司中期票据能够顺利发行, 对公司在 2009 年扩张以及新项目的建设都将是利好。
- **如果集团有继续资产注入行为将改变公司评级:** 中国黄金集团作为公司的控股股东, 由于其在行业中的独特地位, 使得公司在资源扩张上具有优势, 集团在下半年成功收购阳山金矿, 并将进一步展开勘探工作。中金黄金股份有限公司是中国黄金集团控股的唯一一家上市公司, 集团资产的不断注入将对公司生产经营产生重大影响, 也将会对评级产生影响, 我们将密切跟踪集团在资产注入方面的动作。
- **调整为买入评级:** 公司在 2007 年实行增发以及 2008 年并购后, 目前黄金储量达到 270 吨, 预计 2008-2010 年矿产金产量将达到 11.5 吨、13.2 吨和 17 吨, 每股收益分别为 1.59 元、2.15 元和 3.06 元, 调整为买入评级。

(百万元, 元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万 元)	5385	11250	13774	13302	13126
EBITDA(百万元)	585	757	1301	1700	2380
净利润	148	257	570	773	1100
摊薄 EPS(元)	0.53	0.92	1.59	2.15	3.06
PE(X)	72.2	41.6	24.1	17.7	12.5
EV/EBITDA(X)	18.4	14.0	7.7	5.5	3.6
PB(X)	10.3	8.6	2.3	2.0	1.7
ROIC	20.37%	19.37%	13.96%	12.67%	13.11%
总资产周转率	2.76	3.78	2.39	1.57	1.35

评级:

买入

上次评级: 中性

目标价格: 70

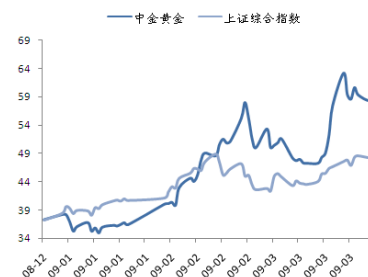
上次预测:

当前价格:

¥ 59.3

2009.04.05

公司股价走势图



公司简介

公司是中国黄金集团控股唯一一家上市公司, 通过增发和收购, 资产质量有大幅提高, 并且大股东仍有注入资产预期。

相关报告

山东黄金(600547)

公司对 09 年黄金产量预期保守

✍ 靳海明

☎ 86-10-58362778

Jinhaiming58@yahoo.com.cn

- 报告导读:
- 公司业绩低于预期
 - 山东黄金主业突出并仍处于扩张期
 - 集团资产注入预期是影响公司股价的关键
 - 不考虑资产注入, 公司目前股价基本合理

投资要点:

- **2008 年公司业绩低于预期:** 2009 年 2 月 28 日, 山东黄金发布年度报告显示, 2008 年实现销售收入 198.73 亿元, 同比增长 75.22%; 实现利润总额 8.96 亿元, 同比增长 37.85%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.65 亿元, 同比增长 292.77%; 净资产收益率加权平均为 31.7%, 同比提高 8.44 个百分点; 基本每股收益 1.81 元/股, 同比提高 56.43%。

公司 2008 年业绩较预测有很大差距, 主要原因如下: 公司 2008 年共生产矿产黄金 15.55 吨, 低于 16.8 吨的预测; 单位黄金营业成本较 2007 年有较大上升, 2008 年公司单位黄金营业成本达到 90.26 元/克, 同比提高 40.35%, 超出预期; 公司黄金销售价格平均为 195 元/克, 较上海黄金交易所全年均价稍高。

- **山东黄金主业突出并仍处于扩张期:** 山东黄金 90%以上的收入来自黄金业务, 主业非常突出。2008 年通过增发注入玲珑金矿、三山岛金矿、鑫汇金矿、金仓金矿以及沂南金矿后, 公司的黄金储量达到 167 吨, 采选能力都大幅提高。根据公司公告显示, 目前公司主要的扩建项目有三个, 分别是焦家金矿新建建 6000 吨选厂, 计划在 2009 年 5 月投产; 三山岛扩建 8000 吨选厂, 2010 年投产, 该项目目前已经开始建设; 最后是鑫汇金矿的 1300 吨选厂扩建项目, 也将在 2009 年投产。除了以上两个大项目外, 公司所属矿山目前都有改造项目, 如焦家深部开拓项目、新城深部开拓项目、玲珑金矿改造(东风项目、玲珑选厂改造、九曲井项工程)、沂南金矿改造(金场西山口恢复工程、金龙金场选厂改造工程)等。这些项目的实施都会对公司 2009 年的黄金产量作出贡献。
- **集团资产注入预期是影响公司股价的关键:** 山东黄金集团是山东黄金的控股公司, 2008 年集团拥有的探矿权面积达到 360 余平方公里, 集团黄金储量增加到 400 多吨。山东黄金集团近两年持续的资源并购为集团发展打下良好基础, 也为山东黄金矿业股份有限公司的增发预留了足够的想象空间。
- **调整为买入评级:** 根据公司年报披露的 2009 年的矿产金产量预计达到 17.46 吨, 我们预计 2009-2011 年公司的每股收益将分别达到 3.35 元、4.15 元和 4.52 元, 调整为买入评级。

(百万元, 元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	9930	19873	24121	23119	21038
EBITDA(百万元)	501	1287	1978	2385	2589
净利润	193	637	1191	1476	1608
摊薄 EPS(元)	1.21	1.79	3.35	4.15	4.52
PE(X)	57.7	38.9	20.8	16.8	15.4
EV/EBITDA(X)	23.0	19.9	12.4	9.8	8.7
PB(X)	11.1	10.2	6.8	5.0	4.1
ROIC	16.14%	21.52%	34.59%	31.09%	27.99%
总资产周转率	6.11	6.58	5.46	4.37	3.26

评级:

买入

上次评级: 中性

目标价格: 98

上次预测:

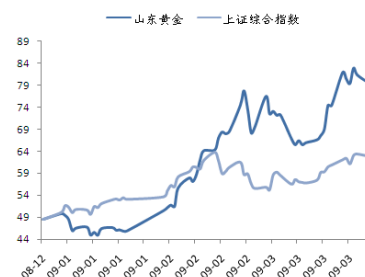
70

当前价格:

¥ 80.3

2009.04.05

1 季度公司股价走势图



公司简介

山东黄金是黄金类上市公司中主营业务最为突出, 区位优势强的黄金上市公司, 未来产能产量有进一步提升空间。

相关报告

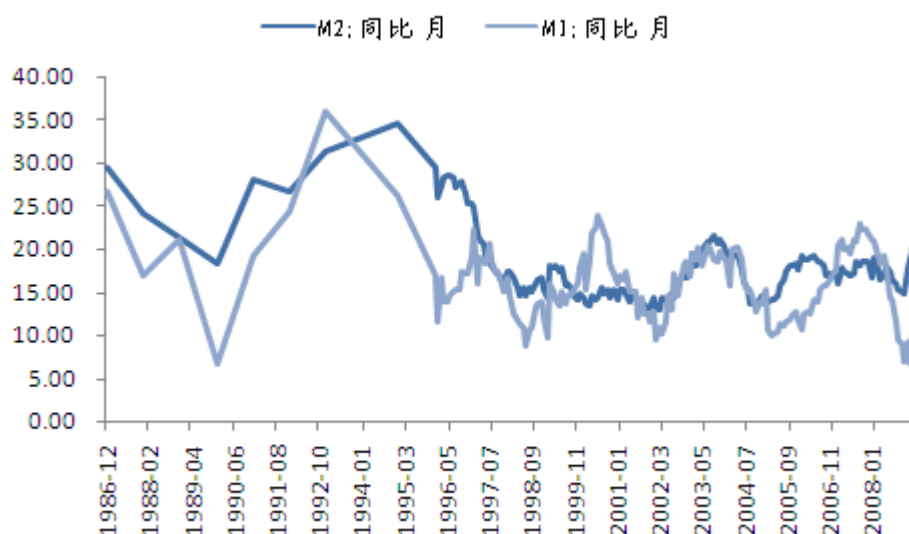
《探究山东黄金高速扩张之路-山东黄金价值分析报告》
《黄金仍是保值首选--山东黄金 3 季度报告点评》

2. 全球释放流动性提振有色金属价格

2.1. 中国激进财政政策、收储政策为有色金属价格托底

2008 年底至今，中国政府连续出台对抗“金融危机”对国内经济影响，出台 4 万亿基础设施投资刺激政策、全面推进产业结构调整和优化升级，制定汽车、钢铁等十个重点产业的调整和振兴规划、出台刺激房地产销售政策、增加出口产品退税等一系列措施，同时实施宽松的财政政策，为经济注入充足的流动性。我们可以看到房地产销售数据回升，钢铁产量继续上涨，发电量出现回升等等积极的现象。

图 5: 1-2 月份我国 M1、M2 同比回升较大



资料来源: Wind

中国收储政策改变了 LME 基本金属的运行轨迹

为了提高国内有色企业开工率和盈利能力，国家以及地方政府从 1 月份开始陆续出台有色金属收储方案，目前统计到的铝收储量为 131 万吨、铜的收储量 30.2 万吨、锌收储 38 万吨、铅收储 13.7 万吨、锡收储 3 万吨。

表 4: 中国收储粗略统计 单位: 万吨

	国储	云南	河南	陕西	广西	合计
铜	30	0.2				30.2
铝	58	18	50		5	131
铅		10.4		3.3		13.7
锌	10	23.6		4.4		38
锡		3				3

资料来源: 渤海证券研究所

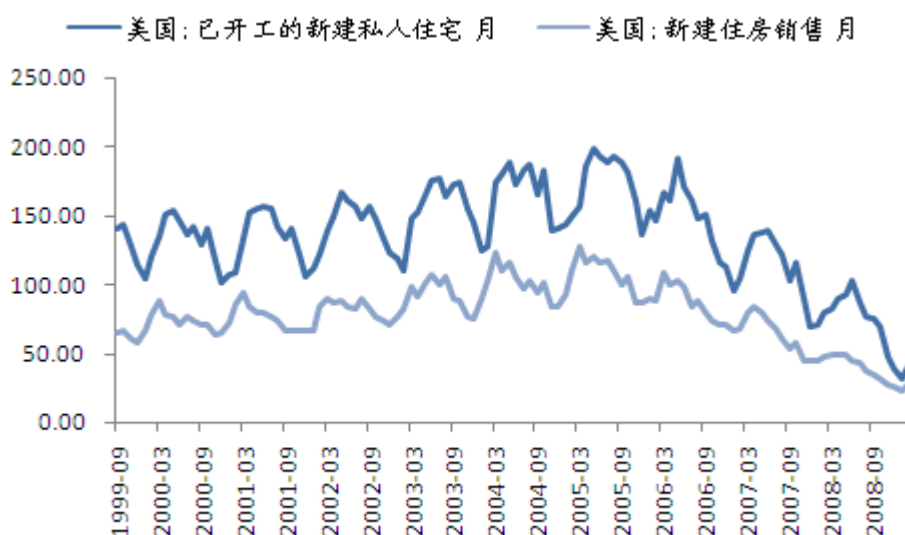
中国有色金属收储稳住了国内有色金属价格，缓解了国内企业资金压力，随着价格的上涨，目前有色金属闲置产能开始部分启动。由于国际有色金属价格低于国内价格，贸易商开始纷纷进口，从而刺激 LME 金属价格上扬，中国政府也间接参与了全球救市。

2.2. 美国政府开始大量注入流动性也促进经济指标好转

为了确保美国金融系统维持正常运转，美联储在未来 6 个月内购入最高 3000 亿美元长期国债。美联储同时决定，将在原先决定购买 5000 亿美元抵押贷款证券的基础上，再购买 7500 亿美元抵押贷款证券。美联储还将购买两大住房抵押贷款机构“房地美”和“房利美”的 1000 亿美元债券，使美联储今年以来购买这两大房贷机构债券总额翻番。

受美国持续为市场注入流动性刺激，美国经济开始出现积极迹象，2 月份美国新建私人住房以及新房销售都出现了探底回升的走势；同时，2 月份采购经理人指数以及密歇根大学消费指数也有所回升。

图 6： 美国房屋开工及销售走势

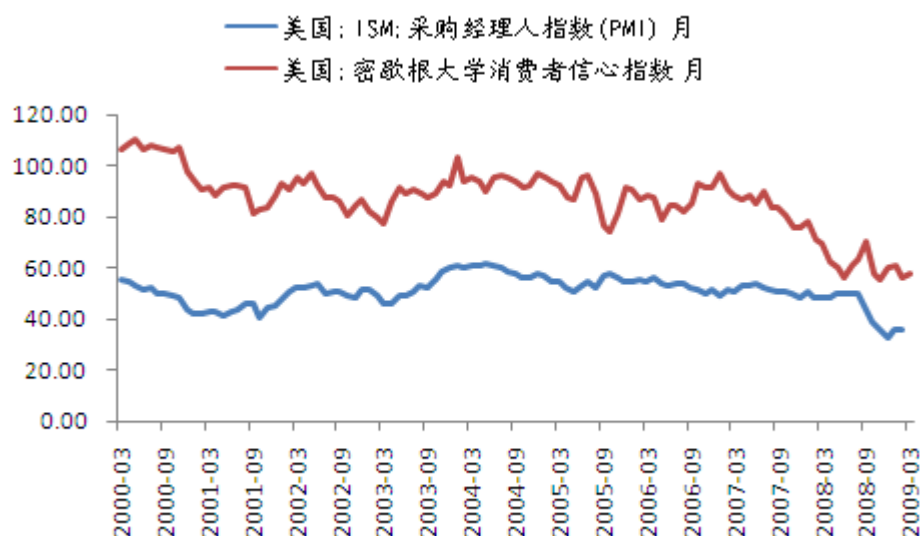


资料来源: Wind

作为全球贸易的基准货币，美元数量化扩张，其他主要经济体必然被动跟进（目前除美国外，开动印钞机进行数量化扩张的还有英国央行、日本央行、瑞士央行等）。美国通过印钞票来解决其债务问题，这其实是降低美元的含金量，对美元的贬值预期正在增强。

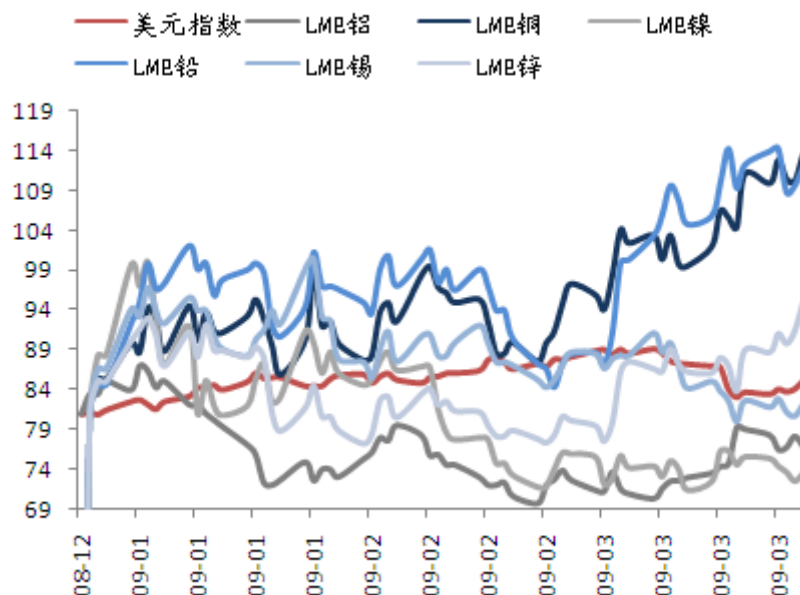
这种预期对与中国的收储计划重叠造成 LME 以及上海期货交易所有色金属价格大幅反弹，仿佛一夜之间商品牛市又回来了，生产商、贸易商欢呼雀跃，也许只有下游的消费者才知个中滋味。在这次反弹中，基本金属中的铜、铝表现抢眼，铝、镍表现疲软。而没有期货市场的小金属，由于没有受到基金青睐，基本还处于底部区域。

图 7: 美国采购经理人指数及密歇根大学消费信心指数



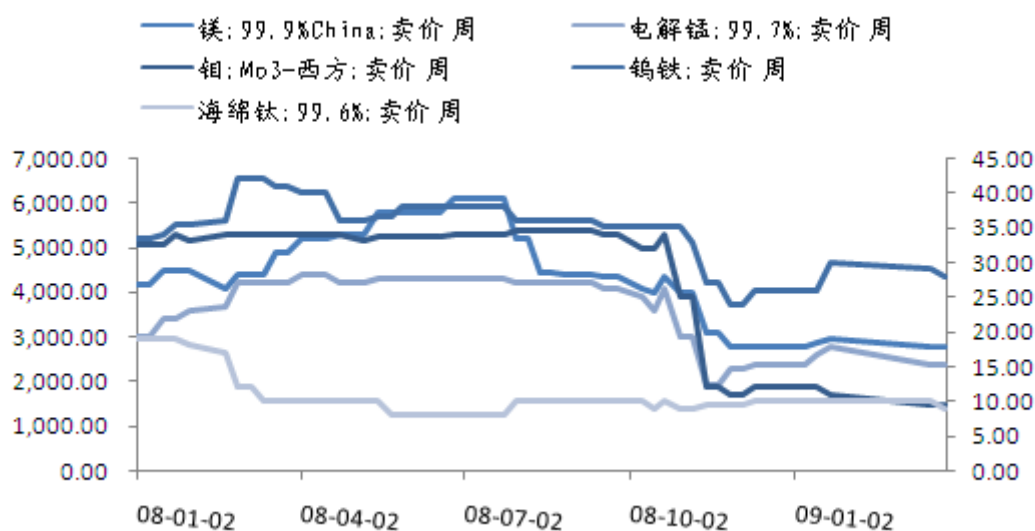
资料来源: Wind

图 8: 美元指数与基本金属走势



资料来源: Wind

图 9: MB 部分小金属走势



资料来源: Wind

2.3. 提高 2009 年基本金属平均价

由于全球释放流动性，经济出现局部好转迹象，使得市场开始出现乐观预期；同时货币贬值的危险时刻存在，也迫使部分资金进入商品保值。因此，提高有色金属价 2009 年平均价格，调整供求平衡：

调整供求平衡：由于刺激政策的出台以及中国政府收储的影响，基本金属过剩量有所降低。

表 5: 全球铜供求平衡 单位: 万吨

全球市场	2006	2007	2008	2009E
产量	1743.7	1816.5	1839	1640
消费量	1766.1	1812.2	1829	1600
供求平衡	-22.4	4.3	10	40

资料来源: 渤海证券研究所

表 6: 全球精铅市场供求平衡 单位: 万吨

	2006	2007	2008	2009E
世界精铅产量	794.8	809.0	825.0	790
美国 DLA 抛销量	1.0	0	0.5	1.0
世界精铅消费量	813.4	817.0	821.0	770
世界铅市平衡	-17.6	-8.0	4.5	21

资料来源: 渤海证券研究所

表 7: 全球锌市场平衡 单位: 万吨

	2006	2007	2008	2009E
锌产量	1065	1141	1180	1050
锌消费	1115	1157	1152	1010
锌供求平衡	-50	-16	+28	+40

资料来源: 渤海证券研究所

表 8: 全球铝供求平衡表 单位: 万吨

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009
全球供应	3193	3397	3820	4100	3720
全球消费	3197	3433	3780	4075	3500
全球平衡	-4	-36	40	25	220

资料来源: 渤海证券研究所

上调 2009 年有色金属平均价:

表 9: 2009 年伦敦金属价格预测 单位: 美元/吨

	高点	低点	均价
铜	5000	2200	3500
铝	1500	1200	1300
锌	1500	1000	1250
铅	1400	850	1150
锡	14000	9000	110000
镍	14000	9000	11500

资料来源: 渤海证券研究所

表 10: 2009 年上海金属价格预测 单位: 元/吨

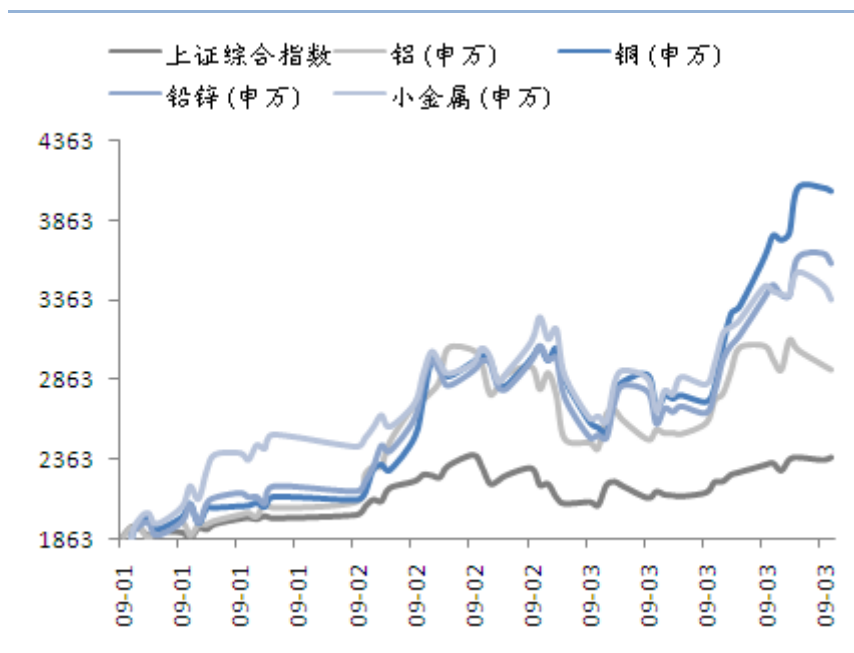
	高点	低点	均价
铜	37000	22000	29000
铝	14000	10000	12500
锌	13000	8200	11000
铅	12000	7500	10500
锡	14000	9000	11000
镍	130000	80000	10500

资料来源: 渤海证券研究所

2.4. 国内追求高收益投资理念推动有色金属股价在 1 季度彪升

2007 年下半年开始，有色金属股票受到投资者热烈追捧，股价连创新高，泡沫化严重，伴随着有色金属价格剧烈下跌，有色金属股价跌幅巨大。追求高收益资金正是看到有色金属价格存在向上反弹空间，又一次拉动之前的人气板块，再次形成市场热点。从图 10 中我们看到，1 季度有色金属股票指数远远跑赢上海综合指数。

图 10: 有色申万二级指数与上海综合指数比较



资料来源: Wind , 渤海证券研究所

从表 11 万德统计的有色行业估值情况我们看到，目前有色金属股票 PE 已经远高于其它周期性行业，即使存在价格向好的预期，但“想说爱你不容易”，继续给予中性评级。

表 11: 有色金属与其它周期行业指数 PE 比较

板块名称	2008	预测市盈率(算术平均)[年度] 2009	预测市盈率(算术平均)[年度] 2010
SW 有色金属	578.16	58.47	38.62
SW 采掘	34.37	24.42	14.94
SW 房地产	33.93	20.54	17.62
SW 黑色金属	55.28	20.17	13.39
SW 机械设备	70.52	38.49	36.39

资料来源: Wind

2.5. 个股推荐：海亮股份

经济恢复应该从最终端开始，在有色金属价格低迷以及下游行业竞争不激烈的加工行业，伴随着我国经济的逐步恢复和国外产业的底部启稳，加工业将最先感受春的气息。在这些行业寻找，我们也会发现具有投资价值的公司。

我国铜管行业新进入的强大竞争者很少，目前还是以金龙、海亮、张铜3家为领导者。2008年下半年，高新张铜股份有限公司由于资金链断裂，生产经营面临困境，行业主要领跑者就剩下河南金龙铜管和海亮股份有限公司，而且海亮和高新张铜都在南方市场，海亮股份将利用这次机会很好补充市场，也为后续发展打开空间。易贸资讯对国内18家铜管企业调研显示，1月份铜管企业开工率继续走低，这18家铜管生产企业总产能为97.8万吨/年，折合月耗铜量为8.15万吨/月。数据显示，1月调研企业实际月精铜用量为2.82吨左右，整体开工率为34.6%，同比下降31.8%，较11月下降12.6%，开工率继续走低。其中，空调管的企业开工率继续下降。但3月份出现大幅回升，3月铜管企业整体开工率为71.9%，同比下降6.4%，较1月上升37.3%。

海亮股份 (002203)

出口退税拟大幅提高有利提升产量、业绩

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价格: ¥14

上次预测:

当前价格: ¥10.3

2009.03.26

✍ 靳海明

☎ 86-10-58362778

✉ Jinhaiming58@yahoo.com.cn

核心观点:

- 公司发展战略清晰并正在实施
- 海亮股份行业地位提升
- 低铜价以及出口退税率提高有利公司经营

投资要点:

● 铜管行业竞争现状给海亮股份提供扩张机会

在中国铝业、江西铜业等大公司投入巨资介入铜板带、铜线杆等铜加工领域,铜管行业新进入的强大竞争者很少,目前还是以金龙、海亮、张铜3家为领导者。2008年下半年,高新张铜股份有限公司由于资金链断裂,生产经营面临困境,行业主要领跑者就剩下河南金龙铜管和海亮股份有限公司,而且海亮和高新张铜都在南方市场,海亮股份将利用这次机会很好补充市场,也为后续发展打开空间。

● 低铜价有效提高海亮股份毛利率,缓解资金压力和经营风险

预计2009年国内铜价平均在26000元左右,海亮股份毛利率将大幅提升,预计2009年毛利率将达到10.5%,在加工费用不变的情况下,铜价下跌有利提升公司毛利率,毛利率的提升减小了公司流动资金压力,从而降低财务费用或提升其他项目盈利能力,同时也大大减小公司经营风险。

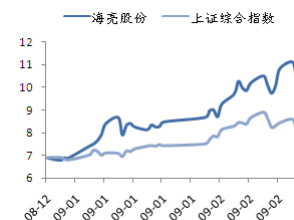
● 出口退税增加提高公司出口竞争力(温总理讲话拟继续提高有色退税)

从2008年12月1日开始,财政部、国家税务总局将铜管产品(不包括内螺纹铜管,该部分退税率13%)出口退税率先前的5%提高到9%。产品出口退税的增加将增加公司利润,提高公司出口竞争能力,而且我国对出口企业的扶持才刚刚开始,未来出口退税仍然有进一步下调的空间。

● 越南基地建设以及参股银行折射公司战略

公司在越南设厂可以有效降低生产成本,提升公司铜管产品全球竞争力,有望成为公司的出口基地。2008年12月17日,公司购买宁夏银行8000万股股份,占宁夏银行2008年底增资扩股后总股份的6.8%。参股银行也使公司投资价值获得提升。

● **投资建议:** 预计2009-2011年公司每股收益分别为0.6元、0.9元和1.4元,给予公司买入评级,目标价13元。



公司简介

海亮股份是我国第二大铜管生产企业,最大的铜管出口企业,公司近年来在行业中竞争力逐步增强,海外拓展频有动作。

相关报告

《经济恢复加工先行—买入海亮股份》

《出口退税调整有利公司长期发展——海亮股份事件点评》

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万					
元)	6768	7906	4049	5250	7135
EBITDA(百万元)	232	255	346	501	731
净利润	174	175	240	360	549
摊薄 EPS(元)	0.50	0.44	0.60	0.90	1.37
PE(X)	20.3	23.4	17.1	11.4	7.5
EV/EBITDA(X)	18.0	16.5	10.1	6.2	3.5
PB(X)	4.4	2.7	2.4	2.1	1.7
ROIC	10.76%	6.55%	12.81%	16.83%	21.24%
总资产周转率	2.74	2.57	1.31	1.68	1.90

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	有色行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	机械行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	宏观策略研究员 黄锋 +86 22 2845 1131
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资本市场制度创新研究 张超博士 +86 22 8837 0826		私募股权基金研究 黄亚玲博士	

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn