

## 有色金属行业

评级: 中性

行业研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

近期报告:

《中金岭南(000060)冶炼产能提升的同时,资源保障能力提升》  
2009年8月26日

《厦门钨业(600549)主业稳步发展,能源新材料业务成盈利新亮点》2009年7月6日

《有色金属行业周报:铜短期内调整压力加大,关注铝基本面的好转》2009年6月15日

《黄金股的比较研究》2009年4月17日

《金价及黄金股最新点评》2009年2月13日

《以色列空袭加沙事件助推金价》2008年12月29日

《重申黄金股的战略机遇》2008年12月18日

《黄金股面临战略机遇》2008年12月9日

## 黄金方向的选择?

## 投资要点

■ 上周,现货黄金价格冲高,突破 1000 美元/盎司的关口,并一举冲至 1024.28 美元/盎司的高位,为首次有效突破 1000 美元/盎司,我们认为,近期美元的持续贬值无疑是金价上涨的最重要原因。

■ 千元关口会成为金价新的平台还是又一次瓶颈?我们认为,在当前位置,需要关注几个问题:

(1) 从美国近期公布的价格指数看,8 月份 CPI 环比上涨 0.4%,同比下跌 1.5%,核心 CPI 同比增幅为 1.4%,8 月份 PPI 环比增长了 1.4%,同比下降了 4.3%,扣除波动性较大的能源与食品价格因素不计,核心 PPI 同比增幅为 0.2%,我们认为,这组数据暗示美国将来通胀上升风险增加,此外,我们注意到,目前美联储总资产规模较 2008 年初大幅增长、美国政府 8 月份财政赤字达到 1.11 万亿,这的确导致美元贬值,而市场对美元货币深刻的信心开始动摇,这又将直接推高金价。

(2) 上周以来的轮胎特保案升级的中美贸易摩擦曾对美元的走高提供了短暂支撑,但是我们认为从中长期来看,中美的贸易关系有恶化倾向,投资者担心中国可能会减少美国资产的购买规模,这种情况可能会令美元承受下行压力,而另一方面,从我国公布的外汇储备数据来看,最近几个月,我国又新增了黄金储备。

(3) 新公布的美国 8 月份工业产值较 7 月份增加 0.8%,为连续第二月上漲了,这对经济正在复苏提供进一步的凭证,美联储主席伯南克也表示,经济衰退可能已经结束。而据海外权威媒体周三公布的调查显示,由于全球经济显现复苏迹象,从而降低了美元作为避险货币的魅力,投资者对于美元的看空情绪达到 18 个月来最高。接受该媒体调查的 1851 名受访者预计,未来 6 个月内美元料将走软,同时美国国债收益率将上升。

(4) 目前,纽约商品交易所创下黄金非商业最大净多头头寸和商业最大净空头头寸,而此前两次金价触及 1000 美元关口时,非商业净多头头寸和净空头头寸都曾达到一个峰值,虽然市场认为这将是金价反转的一个信号,但我们注意到,商业性净空头头寸增长实际小于总的未平仓合约的增加,即尽管创下黄金的历史空头头寸记录,他们无法销售所有的买压。

此外，上周黄金白银双双进入现货溢价，这表明即刻发送实物黄金的需求要大于实际能满足的数据，而这对贵金属而言是小概率事件，且通常被看作是相关商品的看涨信号。

(5) 国际货币基金组织(IMF)上周五表示，将依照新出炉的央行黄金协议，自2009年9月27日起五年内，每年出售黄金规模为403.3吨黄金库存(相当于其总持金量的八分之一)，五年总计不超过2000吨，这批黄金将直接售予各国央行，抑或在黄金市场上卖出。而根据GFMS(英国黄金矿业服务公司)就央行购金与售金的调查结果显示，2009年下半年央行会在净额基础上买入黄金，这要是因为：CBGA成员的销售被预计仍维持在较低水平(第三次协议将每年的销售上限从500公吨减至400公吨，反映出集团中的黄金持有者出售黄金的意图不强烈)；CBGA外的其他世界地区近两年成了黄金的净买家，而市场增加了对美元长期稳定性的担心刺激了这种发展。

■ **我们的看法：**综合上述分析来看，我们认为金价有进一步上冲新高的动力，我们不去预测上行的空间，但可以肯定的是，金价将有较长的一段时间运行在1000美元/盎司之上。

■ **投资建议：**我们认为从中长期看，A股市场会震荡上行，而黄金年均价的上升无疑有助于黄金企业业绩的提升。根据目前行业估值来看，黄金股PE略低于行业平均水平，但PB高企；根据P/NAV法估值，中金黄金和山东黄金估值偏高，而紫金矿业和辰州矿业具有相对估值优势。我们给予下调中金黄金和山东黄金至“中性”评级，给予紫金矿业和辰州矿业“增持”评级。

图 美国 CPI 及核心 CPI 同比变动情况



图 美国 PPI 及核心 PPI 同比变动情况

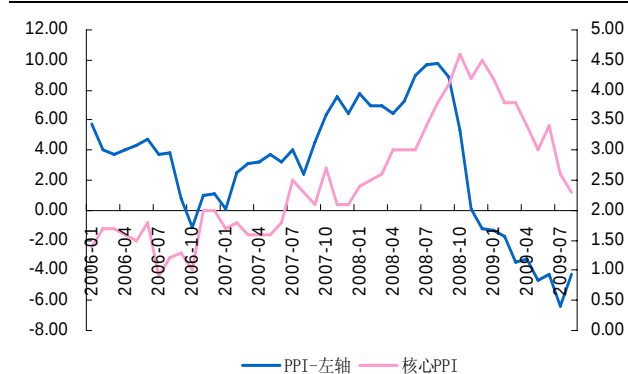
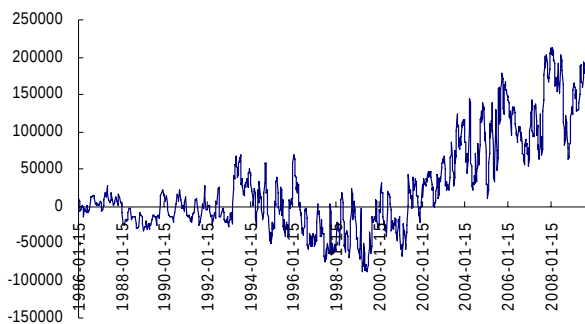


图 目前 COMEX 黄金非商业净多头持仓量达历史高点

图 目前 COMEX 黄金商业净空头持仓量达历史高点

纽约商品期货交易所黄金非商业净多头持仓量（每周）



纽约商品期货交易所黄金商业净空头持仓量（每周）

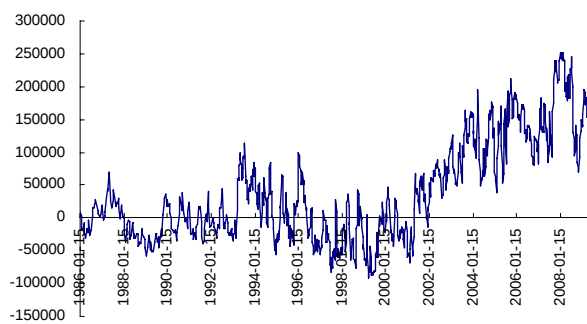


图 美国财政赤字变化

美国政府的财政赤字变化

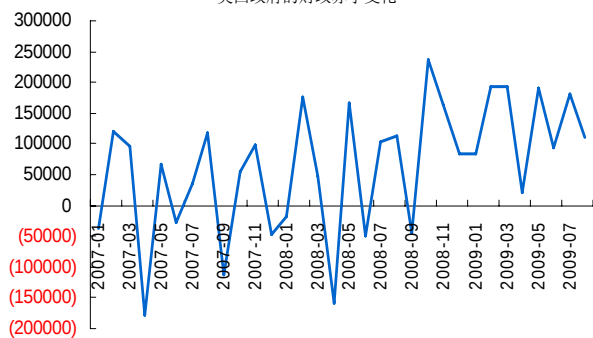


图 美联储总资产一年来增幅较大

美联储总资产

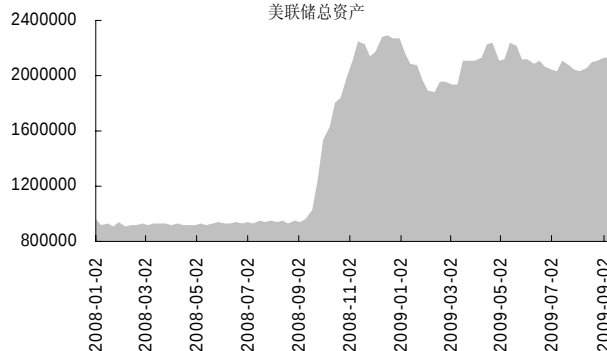


图 2003 年至今我国外汇储备变动（单位：亿美元）

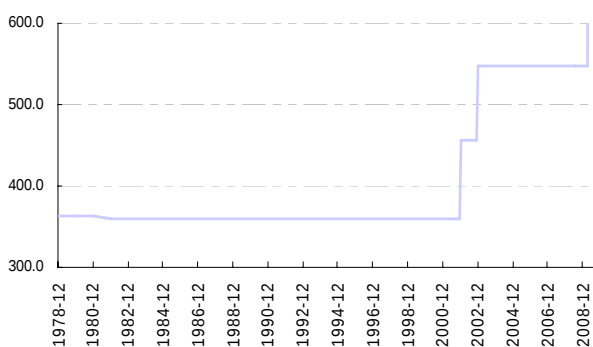


图 全球最大的黄金 ETF 持仓量变化

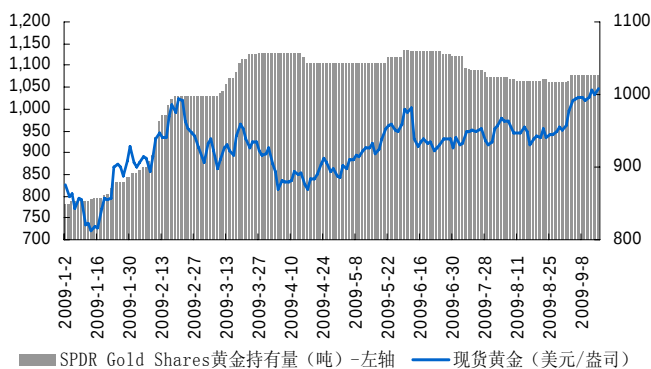


表 国际金价和国内现货价格走势对比

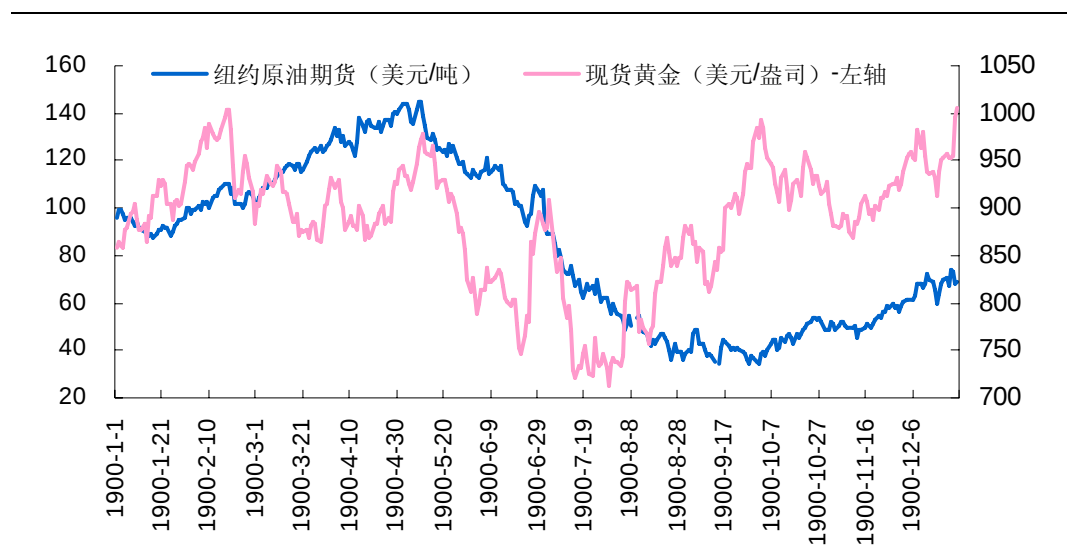


图 现货黄金与美元指数走势对比图

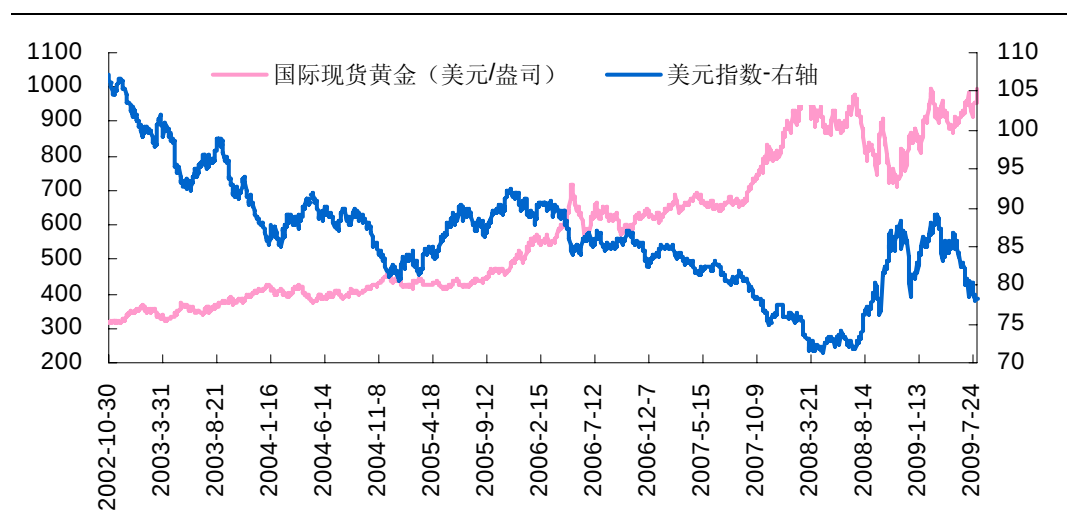


图 美元指数与纽约轻质原油走势对比图

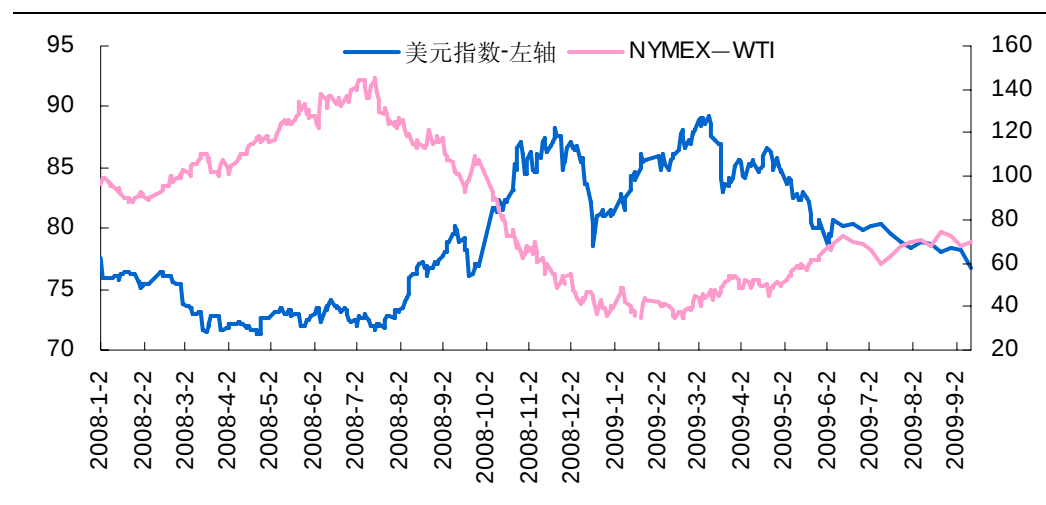


表 黄金公司 P/NAV 分析

|                 | 中金黄金   | 山东黄金     | 紫金矿业     | 辰州矿业   |
|-----------------|--------|----------|----------|--------|
| 代码              | 600489 | 600547   | 601899   | 002155 |
| 储量 (吨)          | 345    | 191      | 701.5    | 80     |
| 吨完全成本 (万元)      | 13800  | 11100    | 10000    | 12000  |
| 黄金长期平均售价 (万元)   | 19000  | 19000    | 19000    | 19000  |
| 净利润 (亿元)        | 120.9  | 109.6125 | 536.6475 | 47.6   |
| 股价 (2009.9.18)  | 59.02  | 67.78    | 9.63     | 25.46  |
| P/NAV           | 3.47   | 4.26     | 2.61     | 2.93   |
| P/NAV=2.0 时公司股价 | 34.04  | 31.81    | 7.38     | 17.39  |
| P/NAV=3.0 时公司股价 | 51.06  | 47.71    | 11.07    | 26.09  |
| P/NAV=3.5 时公司股价 | 59.57  | 55.67    | 12.92    | 30.43  |

注：在国际上，P/NAV 在 1.5-3.5 倍的区间被视为合理

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。