

有色行业

行业研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

近期报告:

《有色金属行业周报: 市场处于过渡期, 但仍须观察迪拜债务问题是否扩大》2009 年 11 月 30 日

《有色金属行业周报: 市场在等待契机以蜕变, 关注突破点》2009 年 11 月 23 日

《有色金属行业周报: 基本金属市场围绕数据的部分利好和美元的反复涨跌而波动》2009 年 11 月 16 日

《有色金属行业晨报: 短期内美元将对金属价格走势影响更大》2009 年 11 月 13 日

《有色金属行业周报: 在震荡中找到更多经济回暖的证据》2009 年 11 月 9 日

《有色金属行业晨报: 美联储决议维持利率不变》2009 年 11 月 5 日

迪拜危机或许是次机会

——金价飙升背后的敏感因素分析

投资要点

■ **美元疲软只是目前金价持续新高的“一个”因素。**自十一长假期间国际现货黄金有效突破 1000 美元/盎司以来, 短短一个多时间里, 国际金价不断新高, 截至 11 月 30 日, 国际现货黄金价格最高触及 1195 美元/盎司。我们注意到, 近期黄金价格和美元走势之间的关联性并不是那么强烈, 与此同时, 国际宏观经济面的一些敏感因素, 包括“印度买金”事件, 让我们不禁思考, 目前美元的疲软只是金价上涨的一个因素, 而还有其他同样重要的因素在起作用, 而这些敏感的因素甚至可能在暗示明年金融资本的生存环境在发生一些变化。

■ **目前政府财政赤字扩大和通胀预期全面加强。**在这里我们先梳理近期黄金方面的信息:

(1) 据 OECD 估计, 今年日本国债占国民生产总值(GDP)的比例, 将高达 187%, 并很快达到 200%, 到 2014 年, 有关比例更会上升至 246%。与此同时, 日本财务大臣藤井裕久本宣布, 为应对税收减少, 政府将增发新国债。对此, 投资者感到日本政府大规模增发国债可能是一场噩梦的开始, 因为该国最终可能因无力偿还部分债券持有人而陷入主权债券危机, 或令日元币值陷入不稳定的崩溃。然而, 日本并非唯一陷入债务危机的国家, 如果以政府债务余额来计算, 世界多个国家政府债务占 GDP 的比重都超过 100%, 而它们又不得不继续举债以填补巨额赤字。

(2) 根据美国 10 月收支账户数据显示, 美国资产储备已经在 2008 年 9 月之前的 12 个月里从平均 19 亿美元上升到 1 万亿美元, 这些新增的美元以接近零利率进入到银行体系中, 并处于银行的负债表中, 而终有一天, 个人和商业所持的货币供应将如雨后春笋般涌出。法国兴业银行分析师 Dylan Grice 认为, 美国拥有近 2.63 亿盎司黄金(是全球最大的黄金持有者), 而美联储的货币基础是 1.7 万亿美元, 因此若美元完全由黄金所支持, 则当前金价应为约 6,300 美元, 即美元只有 15%是由黄金支持的。黄金价格真会涨到 6,300 美元吗? 与其说 Grice 是在预测黄金价格, 倒不如说他是在嘲讽与抨击美联储。

(3) 日前以色列银行宣布, 自今年 12 月起把基准利率提高 25 个基点至 1%, 这是以央行自 8 月底以来再次做出升息决定, 主要是因为国内通货膨胀有所加剧, 同时有迹象表明以色列经济正在迅速走出衰退。

总的来看，我们认为上涨的财政赤字、迅速增长的货币供应已经导致当前通货膨胀预期全面加强。

- **投资建议：**我们认为，世界各国采取大规模财政刺激措施导致的通胀压力上升、美国债务水平不可持续性导致美元丧失世界储备货币地位的压力，尤其是此次印度央行在场外市场向 IMF 购买了 200 吨的黄金大大刺激了其他国家采取非常规手段避免美元资产贬值的需求。上周五，受到迪拜世界（Dubai World）债务拖欠的恐惧影响，市场风险偏好急剧回落，投资者纷纷撤出高风险资产，外加上当天日本央行和瑞士央行购买美元报道的刺激，美元指数强劲反弹，黄金价格出现快速回落，但我们却认为，迪拜危机也许会成为其他国家，包括中国吸纳黄金和石油资产的时机，我们预计金价还将继续新高，而新兴市场央行的增持预期将是中期黄金价格走高的动力之一。此外，按照德意志银行研究数据显示，2009 年期间 ETFs 商品基金中管理资金大幅增长，达到 18 个月前的高位水平，不过 ETFs 中商品组成仓位却有变动，欧美 ETFs 商品基金中贵金属总资金量占比逾 70%，其中最主要的是黄金 ETFs，这也会对金价形成支撑。综合黄金公司 P/NAV 分析及估值情况来看，我们给予紫金矿业“增持”评级，给予山东黄金、中金黄金“中性”评级。

图 国际现货黄金与美元指数走势对比图

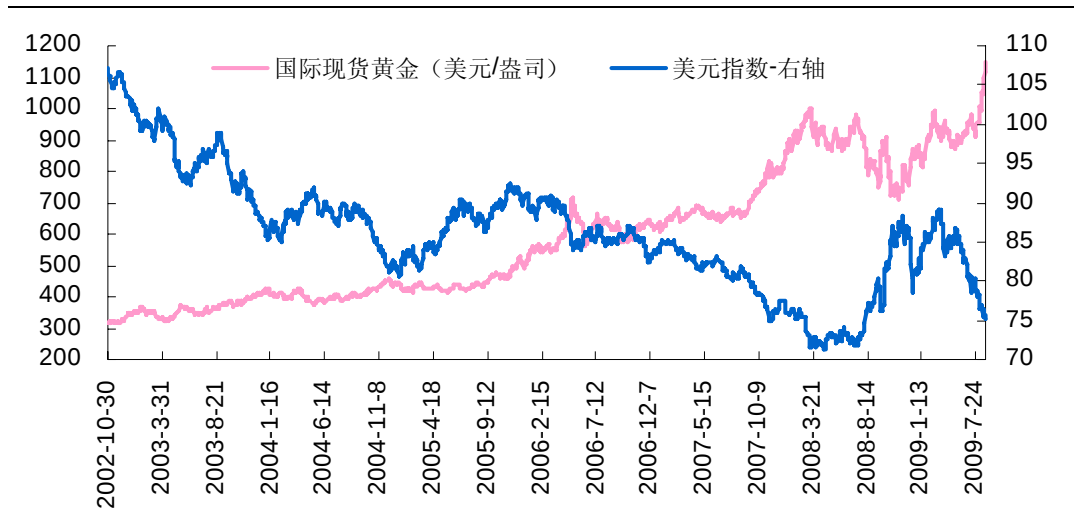


图 纽约原油期货与现货金价走势对比图

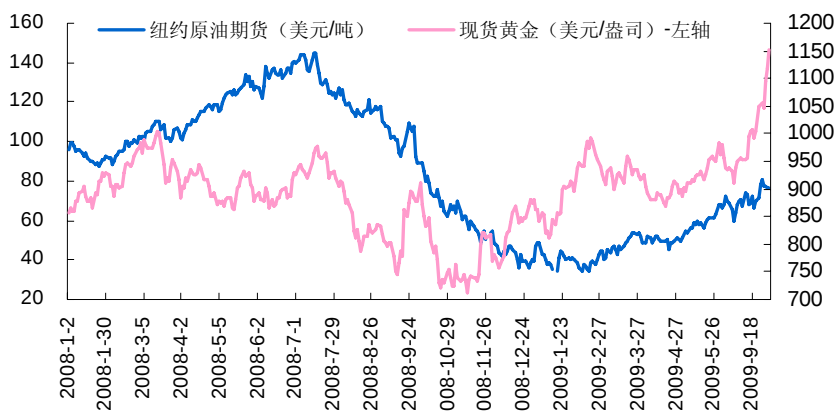
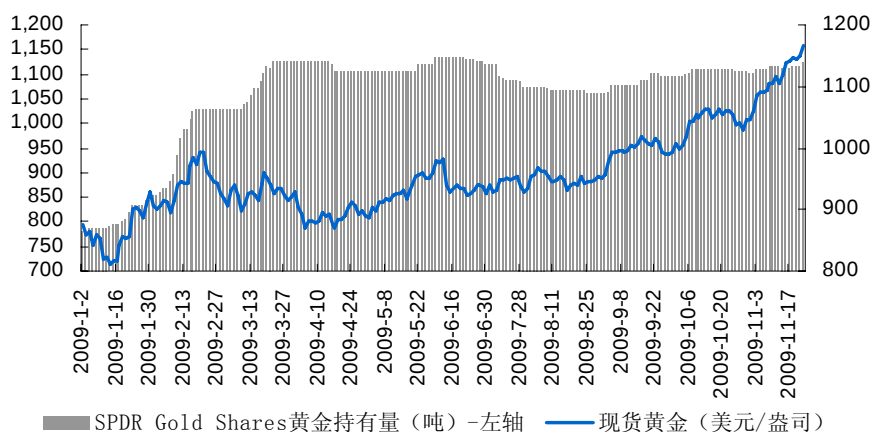
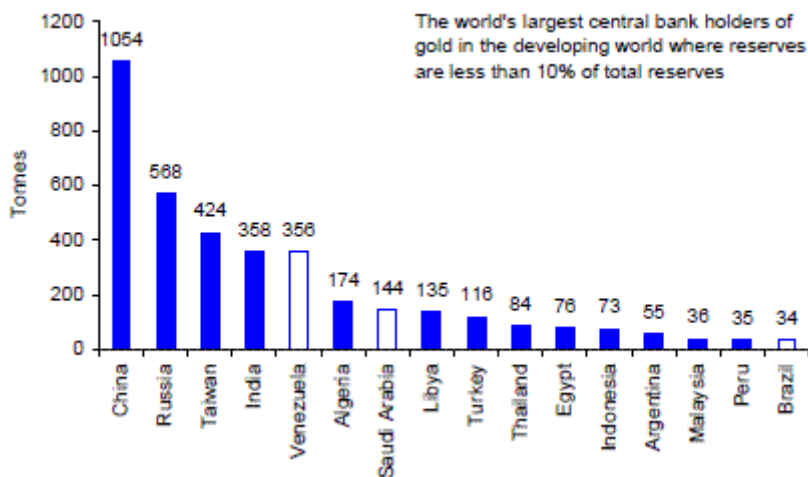


图 SPDR 黄金持仓量与国际金价走势对比图



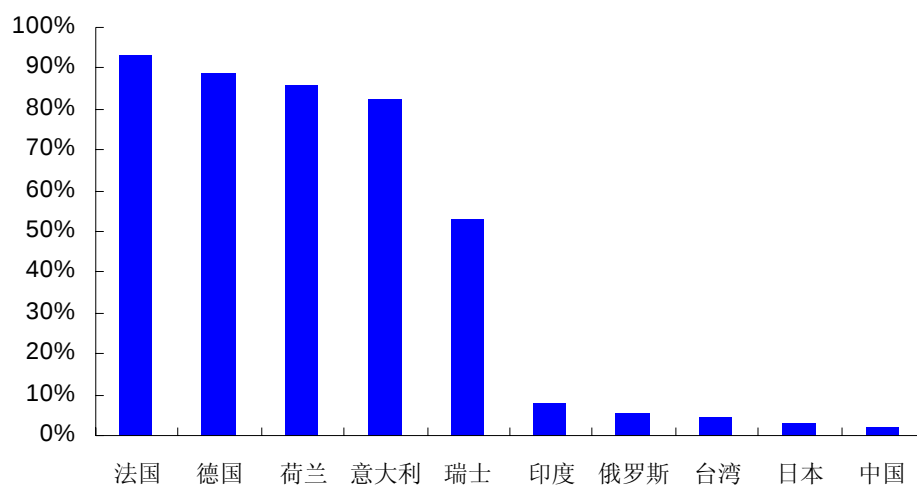
来源：SPDR，日信研究

图 新兴经济体央行黄金储备（单位：吨）



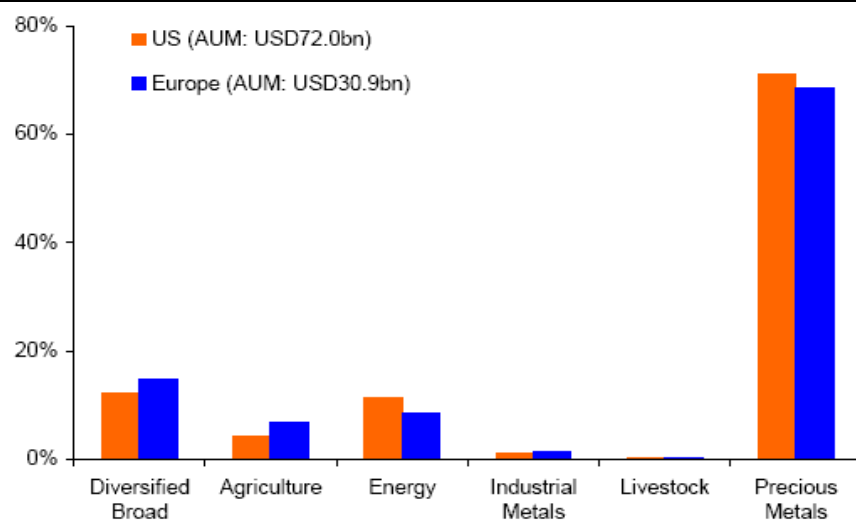
来源：德意志银行

图 各国黄金储备占资产储备比例，中国黄金储备占比不足 2%



来源：各国央行报告，日信研究

图 ETFs 商品构成份额



来源：德意志银行

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
储量 (吨)	310	185	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)	134.55	113.17	536.65	47.60
股价 (2009-11-30)	60.68	84.59	10.70	27.64
P/NAV	3.57	5.32	2.90	3.18
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：紫金矿业仅考虑到黄金资源，且不包括近期公告收购的资产

表 黄金公司估值比较

代码	简称	最新价格	每股收益		市盈率 P/E		市净率 PB (MRQ)
		2009-11-30	09E	10E	09E	10E	
中金黄金	600489	60.68	0.48	0.76	126.4	79.8	11.62
山东黄金	600547	84.59	1.23	1.52	68.8	55.7	21.75
紫金矿业	601899	10.70	0.26	0.31	41.2	34.5	8.78
恒邦股份	002237	54.12	1.98	2.03	27.3	26.7	8.97
辰州矿业	002155	27.64	0.20	0.38	138.2	72.7	8.30

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。