



分析师：关健鑫 符彩霞

Tel: 010-59355985

Email: guanjx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

有色金属

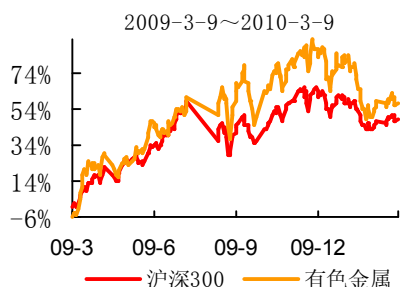
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持

市场数据

有色金属行业指数	3738.62
沪深 300 指数	3286.18
上证指数	3053.23
深证成指	12437.57
中小板指数	5928.45

行业指数相对沪深 300 表现



相关研究

人民币升值！黄金将受何影响？

黄金股投资需秉承“资源为王”策略

投资要点

● 1、近期人民币升值预期逐步抬头，其影响可谓是“牵一发而动全身”，那么在此背景下，黄金将受到何种影响？对于广大的黄金及黄金股投资者来说，如果不注意人民币升值这一因素，2010 年的投资或不甚理想？

● 2、人民币升值将打压国内金价！如果我们以美元金价作为计价基准，并假设其在一段时间内保持不变，由于人民币一直处于升值状态，那么以美元作为计价基准的国内现货金就一直处于相对贬值，这意味着等量的人民币所代表的购买力增强，而由其所标示的黄金价格将会下跌。

● 3、国际金价动态变化时影响国内金价运行的重要影响因素。那么人民币升值下，国内金价究竟是上涨还是下跌？我们认为，这主要取决于两方面因素：一是人民币升值幅度有多大；二是国际金价的涨跌幅度有多大。我们认为，黄金牛市中国际黄金价格涨幅将远超过人民币升值幅度，这样将有效对冲掉人民币升值给国内金价带来的负面影响，最终仍将推动国内金价上涨。

● 5、黄金股投资需秉承“资源为王”策略。在人民币升值预期下，国外热钱会大量涌入，热钱的回流将加剧国内的流动性，其结果必然是要寻觅投资标的，从房地产市场就能初见端倪。由此可见，拥有大量的资源储备（即未开采出来的资源）将成为热钱追逐的重点对象。那么，对于黄金上市公司而言，谁能更胜一筹，完全要看其拥有的黄金资源储备。我们认为，紫金矿业（601899）作为我国大型黄金生产企业，无论黄金储量及矿产金产量，还是生产成本，都具有明显的竞争优势。

一、人民币升值预期增强

新年伊始，美国通过种种措施制造贸易摩擦，要求人民币升值的压力不断加大。不仅如此，美国政府还以对台军售、奥巴马接见达赖等卑劣方式换取施压人民币升值的筹码。此外，美国《华尔街日报》2月26日消息说，美国一个由两党参议员组成的团体敦促奥巴马政府对有关中国政府“继续通过人为操纵让汇率维持低位”的作法展开紧急调查，并称，“如果美国政府不着手调查，那么美国制造商的利益将会受到严重影响”。如果调查之后美国政府认定中国通过认为操纵让汇率维持低位的话，将对所有出口至美国的中国产品征收反倾销税，就不仅仅是铜板纸征反倾销税的问题了，其后果不堪设想。种种迹象表明，当前人民币升值的外部压力巨大。就国内情况而言，近日商务部、工业和信息化部也开始对劳动密集型行业进行压力测试，这似乎预示着人民币升值是迟早的事情，只是升值幅度和开始时间的问题。

因此，近期市场上对于人民币升值预期逐步抬头，若这种预期成为现实，其影响可谓是“牵一发而动全身”。在此背景下，国内金价及黄金生产企业也将受到一定程度的影响。对于广大黄金及黄金股投资者来说，如果不考虑人民币升值这一因素，2010年的投资或不甚理想？。

二、人民币升值将打压国内金价

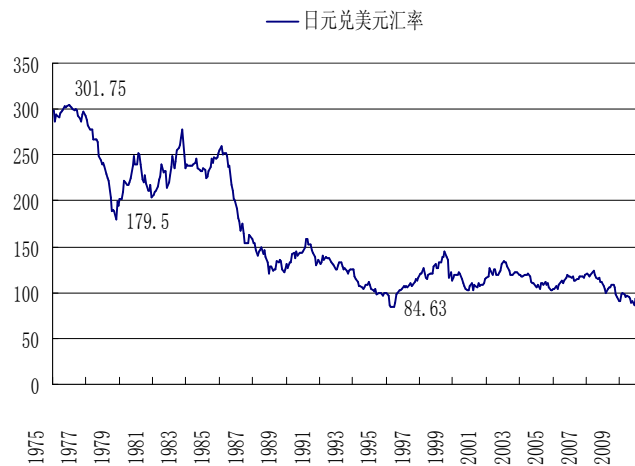
众所周知，黄金价格的定价权在国际市场，国际黄金价格对国内黄金价格具有很强的导向作用，并且我国对黄金原料以及标准黄金的进口实行无关税、免增值税的政策，因此，长期以来国内黄金价格与国际市场价格基本一致。两个市场的黄金价格不会出现明显的价格倒挂现象，因为一旦差价过大，将引发国内外黄金“蚂蚁搬家”式的套利操作。

国际黄金价格一般以“美元/盎司”标示，国内黄金价格则按照汇率及重量单位换算成以人民币标示的“元/克”。如果我们以美元金价作为计价基准，并假设其在一段时间内保持不变，由于人民币一直处于升值状态，那么以美元作为计价基准的国内现货金就一直处于相对贬值，这意味着等量的人民币所代表的购买力增强，而由其所标示的黄金价格将会下跌。举个简单的例子，假设国际金价维持不变，若人民币升值5%，国内人民币金价将相应贬值5%。

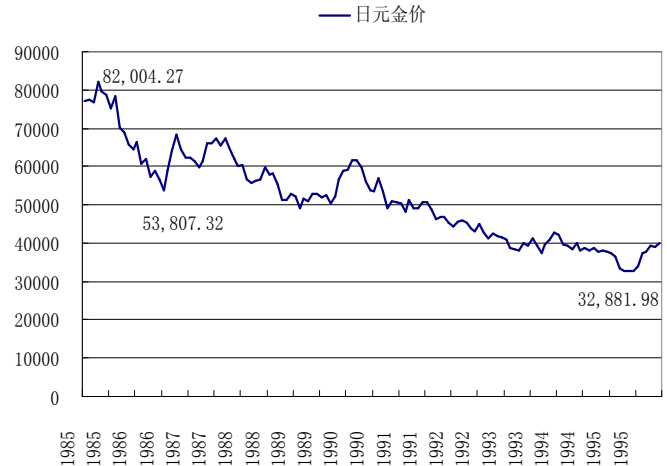
上世纪八十年代日元大幅升值的背景下，日元金价的走势就是一个很好的例子。1985年9月22日，以美国为首的英、法等国家以日本贸易顺差过大为由签订了著名的“广场协议”，用行政干预的手段逼迫日元升值。在此之后，日元大涨小落，不断升值，日元兑美元汇率从最初的240:1，一直到1995年79:1的高点。与此同时，日元金价出现了大幅下跌，由1985年的最高点82004.27日元/盎司，跌至1995年初的32881.98日元/盎司。

图 1：1975-2009 年日元兑美元汇率

图 2：1985-1995 年日元金价



资料来源：Bloomberg 民族证券



资料来源：WGC，民族证券

此外，2005 年 7 月 21 日中国人民银行宣布人民币兑美元升值 2%，次日国内上海黄金交易所内的各种黄金产品价格均出现了小幅下跌，每克黄金价格跌幅在一元左右。

我们通过以上分析及对历史数据的统计得出重要结论：由非美元升值而产生的该国内黄金价格下跌压力是客观存在的。那么对于人民币升值来说，也将对国内黄金价格形成下跌压力。换句话说，人民币升值将打压国内黄金价格。

三、国内金价最终仍将上涨

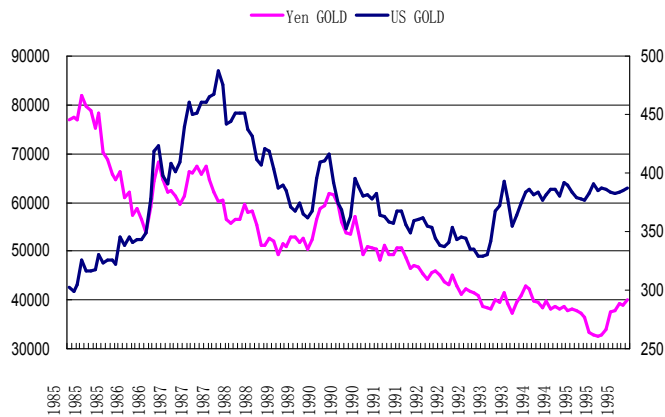
虽然人民币升值将打压国内黄金价格，但值得注意的是，以上分析都是基于国际金价（美元金价）保持不变为前提的，当然这在实际中是不完全成立的，国际金价动态变化将成为影响国内金价运行的又一个重要推动力。

那么在此背景下，国内金价究竟是上涨还是下跌？我们认为，这主要取决于两方面因素：一是人民币升值幅度有多大；二是国际金价的涨跌幅度有多大。前者无疑是打压国内金价的负面因素，在国际金价不变的前提下，人民币升值幅度越大，国内金价下跌的程度也越大，因此国内投资黄金必须首先承担人民币升值后的汇率损失。后者则对国内金价具有很强的导向作用，有助涨助跌的效果。如果在人民币升值期间，国际金价出现明显的下跌趋势，那国内金价只会加速下跌，因为两方面因素都将对国内金价形成利空。如果在人民币升值期间，国际金价出现明显的上涨趋势，将对国内金价由人民币升值造成的下跌压力形成抑制作用，若国际金价能够大幅上涨，幅度远远高于人民币升值幅度，将对冲掉人民币升值的负面影响，国内金价也可能出现逆势上扬的态势。

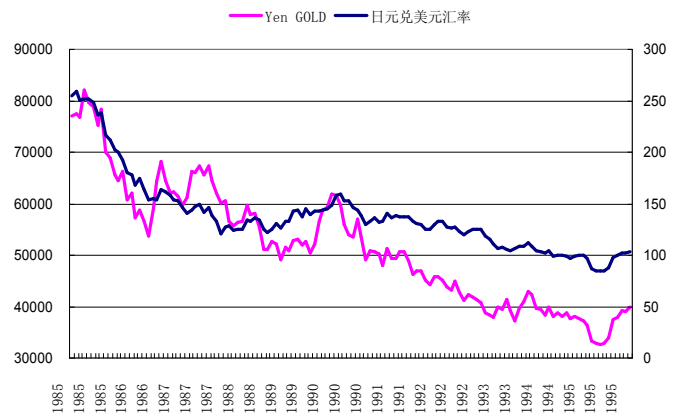
同样以日元金价走势为例。我们选取了 1985 年至 1988 年、1990 年至 1995 年两个时间段内日元升值幅度、美元金价上涨幅度及日元金价下跌幅度三个参数：在 1985 年至 1988 年期间，日元大幅度升值，但在美元金价上升 40.95% 的背景下，日元金价仍是下跌了 33.87%；在 1990 年至 1995 年期间，日元仍然是大幅度升值，与上一阶段不同的是这期间美元金价变动较小，仅上涨了 4 个百分点左右，而日元金价则是下跌了 44.97%，跌幅超过了前一阶段。我们简单对比即可发现，第一阶段的日元升值幅度更多，它意味着日元的购买力在第一阶段上升得更多，这本应该使同期的日元金价跌幅更大。但由于国际市场美元金价上涨幅度较大，有效地抵消了因日元升值而导致的日元金价下跌的幅度。

图 1：1985 至 1995 年日元金价与美元金价比较

图 2：1985 至 1995 年日元金价与日元兑美元汇率比较



资料来源：WGC 民族证券



资料来源：WGC，民族证券

表 1 日元金价变动情况

日元升值期间	日元兑美元汇率	日元升值幅度	美元金价变动幅度	日元金价变动幅度
1885.01-1988.12	254.8—125.05	103.75%	38.4%	-31.50%
1990.04-1995.04	158.5—83.51	89.80%	4.43%	-44.97%

资料来源：彭博，WGC 民族证券

通过以上数据统计，我们可以得出一项公式：

1+日元金价涨跌幅 $\approx$ (1+美元金价涨跌幅)/(1+日元升值幅度)；

由此可见，在日元升值的背景下，美元金价的变动幅度确实在很大程度上影响了日元金价的跌幅，即美元金价的上升相当有效地抵消了因日元升值而导致的日元金价下跌。那么，从长期来看，人民币升值后以其标示的金价究竟是上涨还是下跌，完全取决于国际金价变动及人民币升值幅度这两股影响力量孰大孰小。我们以国际金价和人民币升值为参数，对国内金价做了一个敏感性分析。

假设 1：国际黄金价格 1100 美元；

假设 2：人民币兑美元汇率为 6.82；

重量单位换算：每盎司黄金约等于 31.10 克；

计算公式为：国内黄金价格（元/克）=国际黄金价格（美元/盎司）*6.82/31.10

由此计算得出国内黄金价格约等于 241.2 元/克。

表 2 国内黄金价格敏感性分析

国内黄金价格（元/克）		人民币升值幅度				
		1%	2%	3%	4%	5%
国际黄金价格 （美元/盎司）	1000	217.04	214.79	212.86	210.61	208.68
	1050	227.89	225.53	223.50	221.14	219.12
	1100	238.75	236.27	234.15	231.67	229.55
	1150	249.60	247.01	244.79	242.20	239.98
	1200	260.45	257.75	255.43	252.73	250.42

资料来源：民族证券 蓝色框内表示国际金价的涨幅抵消掉了人民币升值带来的负面影响

从以上数据可以看出，在人民币升值背景下，只有国际黄金价格出现一定幅度的上涨，

才能对冲掉人民币升值给国内金价带来的负面影响。详见上表中蓝色框区域。

我们认为，当前促使黄金牛市继续前行的多重因素仍然存在，金价有望涨的更高。那么，国际黄金价格的涨幅也将远超过人民币升值幅度，这样将有效对冲掉人民币升值给国内金价带来的负面影响，最终仍将推动国内金价上涨。

四、黄金股投资需秉承“资源为王”策略

虽然人民币升值对国内黄金价格造成一定负面影响，但作为实物黄金与金矿，在受到人民币升值的影响方面是存在本质区别的。黄金是冶炼成型后的商品，在全球范围内可以流动，而对于金矿而言，是不可以流动的，这点类似于房地产，它不可以全球范围内流动。那么在人民币升值预期下，国外热钱会大量涌入，热钱的回流将加剧国内的流动性，其结果必然是要寻觅投资标的，从房地产市场就能初见端倪。由此可见，拥有大量的资源储备（即未开采出来的资源）将成为热钱追逐的重点对象。那么，对于黄金上市公司而言，是否能更胜一筹，完全要看其拥有的黄金资源储备。

目前国内 A 股市场中从事黄金采选、冶炼及生产的上市公司主要有三家，分别是紫金矿业(601899)、山东黄金(600547)、中金黄金(600489)。黄金生产企业所拥有的黄金资源储量是未来企业盈利的基础。目前来看，三家公司黄金资源储量各不相同。紫金矿业排名第一，其权益黄金储量为 783 吨；中金黄金位居第二，其权益黄金储量为 326.98 吨；山东黄金排名第三，其权益黄金储量为 170 吨。可见，紫金矿业在黄金资源储备方面的竞争优势非常明显。

我们认为，紫金矿业（601899）作为我国大型黄金生产企业，无论黄金储量及矿产金产量，还是生产成本，都具有明显的竞争优势。

现阶段，公司矿产金产量在上市公司内居第一位，铜精矿产量仅次于江西铜业，排名国内第二；锌精矿产量排名国内第三。但相比自身的资源储量而言，公司目前的产量规模相对较小，未来仍存在较大的提升空间，产量的增长无疑将提高公司单位时间内的经济效益。2010 年公司产量增长主要来源于两个方面：一是，新建成项目的达产，比如塔吉克斯坦 ZGC 项目预计 2010 年开始逐渐达产，全部投产年产量有望达到 7 吨左右。此外，东坪金矿预计 2010 年可增加 1 吨左右的黄金产量；二是，公司现有开采的金矿的矿产金量也将保持稳定增长。

公司是我国黄金行业中生产成本最低的生产商之一，也是世界同类企业生产成本最低的生产商之一，中国黄金生产企业大型矿山综合成本平均在 380 美元/盎司左右，公司矿产金生产成本仅为国内平均水平的 76%左右，与国内同行相比较，具有明显的成本优势。

此外，公司在 A 股黄金上市公司中属于估值最低，基本面最好的公司。随着国际黄金价格的逐渐攀升、新增产能的逐步投产，公司将迎来新一波高速增长。我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.28 元、0.40 元和 0.59 元。合理动态市盈率估值应该在 30 倍以上。目前股价相对低估，我们给予“推荐”评级。

分析师简介

毕业于哈尔滨工程大学产业经济学专业，经济学硕士学位、工学学士学位。2008 年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，具有证券执业资格。主要负责有色金属行业、旅游行业及相关上市公司的研究工作，对周期性行业及消费行业的发展动向有着深刻的理解，曾在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《中国有色金属》期刊上发表过相关研究报告。研究特长：从产业发展与公司财务运营的角度发掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于± 10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn