



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010年5月18日

金属及采掘

研究部

蔡宏宇 CFA, CAIA

联系人

caihy@cicc.com.cn

韩永

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207070057

hanyong@cicc.com.cn

重申近期对黄金类股票的偏好 防御性及成长性兼顾

投资要点:

近期欧洲债务风险加剧, 带动欧元大幅贬值, 美元指数走强, 市场避险情绪再度升温, 金价更是创出了1236.5元的新高。欧洲政府前所未有的救市计划没有完全缓解市场的焦虑。中国方面, 4月CPI及PPI高于市场预期, 加上欧洲政府数量型宽松政策的推出, 使得市场对中长期通胀的担忧进一步加剧, 这些都将利好金价, 我们重申防御性投资策略, 维持近期黄金类股票相对我们跟踪的其它周期性股票更安全的判断。

理由:

第一, 欧洲债务危机风险增大, 可能造成欧洲乃至全球金融、信贷市场剧烈波动, 进而拖累全球经济复苏。而刚刚公布的7500 亿欧元的救助方案也只能解“燃眉之急”, 难以解决欧元区经济长期以来高负债的结构性问题。

第二, 全球经济和金融市场在金融危机之后, 仍将不时受到危机“余震”的影响, 包括去年年底的迪拜债务危机和当下的欧元区债务危机。在国家主权债务危机逐渐演变成全球性的系统性风险的情况下, 黄金成为规避风险的港湾。

第三, 全球对于黄金的投资需求处于上升阶段。投资方面, 黄金对于投资组合可以起到多元化的作用。世界上最大的黄金ETF (SPDR) 显示投资者在持续增持黄金, 持有量达到了1214吨; 而央行增储黄金的趋势也将有所继续。

第四, 中长期通胀风险成为刺激金价上涨的催化剂。历史表明, 金价在通胀不断上升的环境中表现较好。中国4月份的CPI和PPI均高于市场预期, 而欧洲及前期美国数量型宽松政策也为全球范围内的中长期纸币贬值, 通胀升温提供了催化剂, 刺激金价走强。

估值与建议:

我们重申近期对黄金类股票的偏好。我们目前2010年的平均金价假设是\$1100/oz。中金海外策略组认为金价年末可触及\$1500/oz。如果假设金价二、三、四季度分别实现均价\$1250/oz、\$1300/oz 及\$1400/oz, 全年均价有望达\$1265/oz, 高于我们基本假设15%。将\$1265/oz金价带入我们的模型, 我们覆盖的四家黄金公司(紫金、山金、中金、招金)的2010年盈利将增长15%-35%, 而PE估值将下降15%-25%。另外, 这四家公司都有在金价以外的驱动—招金有不断的国内收购(年初至金已有30吨资源增长, 8%), 中金和山金有母公司资产注入预期, 紫金有海外并购(风险较国内稍大, 短期直接增长较少, 但紫金一直锲而不舍)。所以, 只要黄金价格维持高位, 哪怕年底不触及\$1500/oz, 在经济复苏面临诸多不确定因素, 长期通胀风险上升, 及央行增储等背景下, 这些股票也还是较好的投资种类。产量增长方面, 招金和中金2010年更加显著(大于20%)。而估值方面, 紫金最具吸引力, 当然股价也反映了公司海外收购更高的风险及铜资产增加对黄金估值的摊薄。招金2010年PE为19.7倍, 低于其历史中值25.2倍。山金和中金估值较高, 分别为50.3倍及49.3倍, 比历史中值(34.4倍及43.6倍)要高, 但A股通常赋予黄金股较高的溢价。

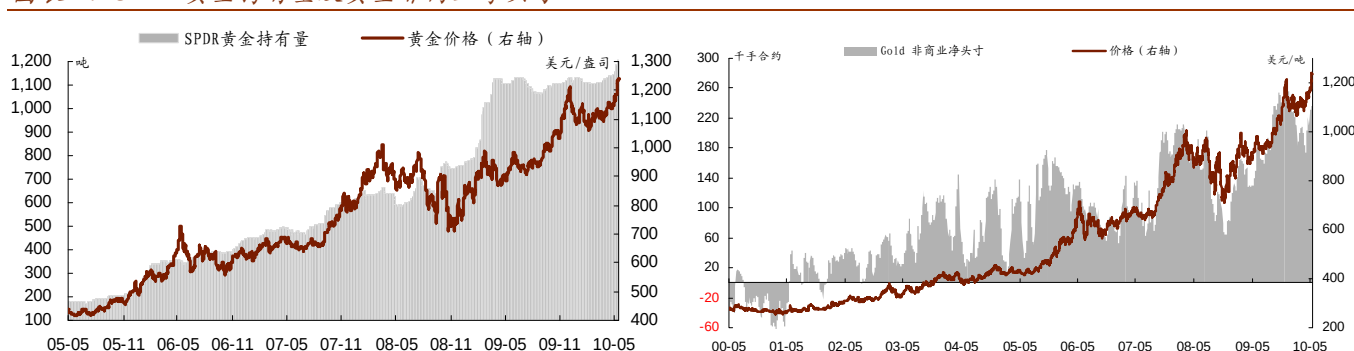
风险: 欧洲债务危机逐步缓解, 市场信心逐步恢复, 黄金价格回落或增长低于预期。

图表 1：黄金公司盈利对金属价格的敏感性

金价(美元/盎司)	2010E EPS (RMB)	2010E EPS (RMB)	变化率	2010E PE	2010E PE
	1100	1265(15% higher)		1100	1265(15% higher)
山东黄金	1.58	2.16	36.7%	50.3	36.8
中金黄金	1.22	1.64	34.4%	49.3	36.7
紫金矿业-A	0.35	0.40	14.3%	23.3	20.4
紫金矿业-H	0.35	0.40	14.3%	15.1	13.2
招金矿业	0.73	0.92	26.0%	19.7	15.7

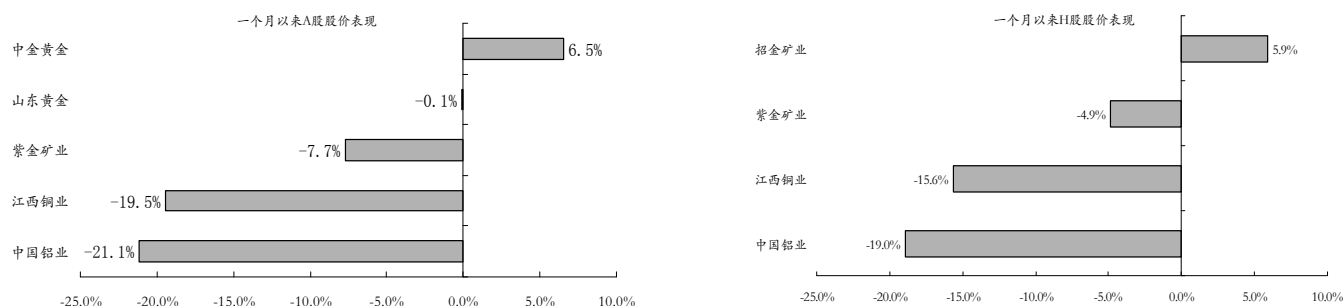
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：SPDR 黄金持有量及黄金非商业净头寸



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 3：一个月以来 A 股及 H 股有色公司股价表现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 4: 重点公司估值表

彭博代码	评级	2010-05-17 收盘价	货币	上涨 空间	市值 百万元	YTD表现 3M或交易 百万股	P/B(x) 2009 2010E	P/E(x) 2009 2010E	EV/EBITDA(x) 2009 2010E	EBITDA Margin 2009 2010E	ROE 2009 2010E	Net Debt/Equity 2009 2010E	BPS 2009 2010E	EPS 2009 2010E	EPS增长率 2009 2010E
指数															
上证综指	SHCOMP INDEX	2696.6			15,552,130	-18%	2.7 2.1	20.1 15.8							
香港国企指数	HSCEI INDEX	11589.0			4,013,494	-9%	2.1 1.9	14.3 12.0							
基本金属															
中国铝业H	2600.HK	审慎推荐	港币	35%	94,266	-18%	36	1.7 1.5	n.a. 18.8	38.7 12.6	11% 18%	-3% 6%	82% 84%	4.21 4.60	-0.37 0.37 n.a. n.a.
目标价			港币					2.2 2.0	n.a. 25.4	30.7 10.0					
中国铝业A	601600.CH	限制*	人民币		143,360	-27%	19	2.8 2.7	n.a. 33.3	51.5 16.7				3.73 3.99	-0.34 0.32 n.a. n.a.
江西铜业H	358.HK	审慎推荐	港币	41%	46,370	-16%	17	1.8 1.5	17.5 13.5	14.2 9.6	10% 11%	12% 15%	36% 35%	8.53 9.91	0.88 1.13 16% 29%
目标价			港币					2.5 2.2	24.6 19.1	12.9 9.0					
江西铜业A	600362.CH	审慎推荐	人民币		92,650	-24%	9	4.1 3.6	39.4 31.5	16.0 11.2				7.55 8.52	0.78 0.97 15% 25%
黄金															
紫金矿业H	2899.HK	审慎推荐	港币	34%	90,302	-16%	30	4.4 3.4	22.2 14.7	13.6 10.9	34% 37%	22% 25%	-5% -9%	1.42 1.82	0.28 0.42 34% 51%
目标价			港币					5.8 4.6	29.6 19.7	14.3 11.7					
紫金矿业A	601899.CH	审慎推荐	人民币		118,803	-15%	67	6.5 5.2	34.0 23.3	15.2 12.4				1.25 1.56	0.24 0.35 32% 46%
招金矿业	1818.HK	审慎推荐	港币	25%	24,689	9%	2	4.4 3.9	29.2 19.9	15.5 13.1	44% 42%	16% 18%	-17% -15%	3.85 4.40	0.58 0.85 34% 47%
目标价			港币					5.5 4.8	36.6 24.9	21.4 18.2					
中金黄金	600489.CH	审慎推荐	人民币		47,523	3%	11	12.1 10.2	117.9 49.2	41.9 26.3	7% 10%	10% 18%	9% 10%	4.95 5.86	0.51 1.22 -16% 140%
山东黄金	600547.CH	审慎推荐	人民币		56,524	-1%	10	19.6 15.0	75.7 50.3	74.5 58.3	7% 8%	29% 32%	19% -6%	4.05 5.31	1.05 1.58 36% 50%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 5: 金属公司估值与历史中值比较 (which one compared with histo medium?)

	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	江西铜业H	紫金矿业H	招金矿业
中值+1倍标准差	34.1	36.5	44.8	69.0	14.3	33.3	29.1
中值	22.4	27.6	34.4	43.6	10.0	25.6	24.9
中值-1倍标准差	10.6	18.7	23.9	18.1	5.7	17.9	20.7
目前水平	31.6	23.3	50.3	49.3	13.6	15.1	19.7
金价1265US\$/oz	31.6	20.4	36.8	36.7	13.6	13.2	15.7
目前水平相对中值	41%	-15%	46%	12%	35%	-41%	-8%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 全球金属公司估值表

公司名称	股票代码	货币单位	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			ROE		
			2010-5-17	(百万美元)	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
国际综合公司																
CVRD	VALE5 BZ	雷亚尔	43.70	141,552	10.5	7.3	5.9	1.8	1.5	1.5	7.0	5.4	4.1	20.0	22.2	23.7
BHP Billiton	BHP AU	澳元	38.64	179,709	15.9	10.2	9.2	4.4	3.4	2.7	7.1	4.8	4.4	29.3	36.6	31.2
Rio Tinto	RIO LN	英镑	33.98	112,862	19.0	8.0	6.8	2.4	1.9	1.5	11.4	5.3	4.7	15.1	25.4	23.8
Xstrata plc	XTA LN	英镑	10.97	45,885	67.8	8.5	6.8	1.5	1.2	1.1	8.0	4.7	4.0	2.4	16.0	17.4
Anglo American PLC	AAL LN	英镑	27.51	53,099	21.1	10.0	7.6	2.2	1.7	1.5	9.5	5.4	4.4	10.5	17.6	19.5
Vedanta Resources	VED LN	英镑	25.58	10,046	7.9	5.4	4.6	2.0	1.5	1.1	3.4	2.5	2.3	33.1	37.4	29.9
平均					20.6	9.3	8.3	2.3	1.9	1.6	8.5	5.5	5.0	17.4	23.6	21.8
黄金（国际）																
北美																
Barrick Gold	ABX CN	加元	45.76	46,360	n.a.	16.2	15.7	2.8	2.6	2.3	13.7	8.6	8.4	-28.2	14.8	15.5
Kinross Gold	K CN	加元	19.25	13,640	42.8	31.8	26.6	2.4	2.3	2.1	11.7	10.4	9.9	6.0	7.5	9.1
Agnico-Eagle	AEM CN	加元	65.32	10,417	n.a.	35.4	26.1	3.6	3.5	3.1	52.6	15.4	11.9	3.3	7.4	11.8
Goldcorp	GG US	美元	45.49	33,485	39.8	27.4	28.4	2.1	1.9	1.8	18.0	14.1	14.1	5.5	6.6	5.9
IAMGold	IMG CN	加元	19.55	7,231	61.1	26.9	19.7	2.9	2.6	2.4	18.0	12.2	9.8	5.6	9.2	10.6
Eldorado Gold	ELD CN	加元	17.88	9,867	68.8	53.7	27.4	3.6	3.4	3.1	51.9	26.5	15.8	6.0	6.4	9.2
Royal Gold	RGLD US	美元	52.11	2,556	63.1	37.8	29.9	2.2	2.1	2.0	25.7	16.6	14.9	3.5	n.a.	n.a.
Newmont Mining	NEM US	美元	57.13	28,345	21.5	16.1	14.9	2.4	2.2	1.9	8.4	6.8	6.5	14.4	15.0	12.0
Buenaventura	BVN US	美元	36.64	10,300	13.9	12.3	12.6	3.8	3.3	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	25.8	22.7	21.3
Yamana Gold Inc	AUY US	美元	11.32	8,479	17.8	16.7	17.7	1.2	1.1	1.0	9.7	9.1	8.6	5.6	6.9	N/A N/A
平均					41.1	27.4	21.9	2.7	2.5	2.3	23.3	13.3	11.1	4.8	10.7	11.9
黄金（中国）																
瑞金矿业	246 HK	港币	13.98	1,396	17.8	13.3	11.5	4.3	3.2	2.5	9.8	6.5	5.7	35.3	27.7	24.7
招金矿业	1818 HK	港币	16.94	3,180	28.7	19.7	17.3	4.5	4.0	3.5	15.4	12.6	11.5	15.8	17.7	16.5
紫金矿业H	2899 HK	港币	6.21	15,894	22.2	15.1	12.3	4.4	3.7	3.2	13.8	10.4	8.7	22.3	25.4	22.7
紫金矿业A	601899 CH	人民币	8.17	15,894	34.0	23.3	18.6	6.5	5.7	5.1	15.4	11.8	10.2	22.3	25.4	22.7
中金黄金	600489 CH	人民币	60.11	7,238	91.1	49.3	42.9	11.4	10.1	8.9	42.9	24.7	22.1	9.6	18.3	19.3
山东黄金	600547 CH	人民币	79.44	8,908	75.7	50.3	44.4	19.6	15.0	12.1	41.1	29.9	30.0	25.9	29.8	23.9
平均					44.9	28.5	24.5	8.5	6.9	5.9	23.1	16.0	14.7	21.9	24.0	21.6

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。