

黄金——1300 美元/盎司指日可待

国内外价格：中国央行表示计划维持宽松货币政策，美国 9 月消费者信心指数从 8 月份的 68.9 下降至 66.6，创自 2009 年 8 月以来新低。美元指数疲软令 LME 本周基本金属全线上涨。其中有锡涨幅最大，为 7.9%，铜/铝/镍涨幅均在 3% 以上。铅锌均有 1% 左右增长。COMEX 黄金本周上涨 2.3%，本周三次创新高，12 月期货达到 1277.5 美元/盎司。SPDR 黄金 ETF 持金量出现比上周增加 6 吨，国内金属本周铜/铝/锡均上涨 1% 以上，其他金属均有小于 1% 的小幅增长。

本周我们跟踪的小金属中，钨精矿上涨 1.2%。稀土氧化物价格除氧化钕上涨 1.9%，氧化铈上涨 1% 以外，其他稀土氧化物与上周基本持平。碳酸稀土本周上涨 1%。

交易所库存：本周全球交易所金属库存中铅/镍小幅上涨，其余金属库存小幅下降。铜、镍和锡今年来库存累计降幅为 18.1%，24.4% 和 49.1%。

黄金：避险需求+通胀预期+亚洲央行买入=1300 美元/盎司指日可待：1) 美国将执行更积极的量化宽松政策，市场预期美联储将开始更积极的量化宽松政策，投资者转向黄金避险。南非黄金巨头 AngloGold Ashanti 目前黄金套保量为 270 万盎司，比上次公布的 310 万盎司降低 13%，并公布将在 2011 年初之前平仓剩余的所有黄金套保。显示公司看好黄金价格会继续上涨。2) 亚洲央行购买黄金和印度婚嫁季节来临带来的需求上升。泰国黄金储备 7 月增加 50 万盎司。GFMS 预期今年全球央行将净买入 15 吨黄金，俄罗斯和亚洲国家央行可能会继续增加黄金储备。同时随着供应渠道的拓宽，中国对黄金的投资需求将大幅增长 3) 粮食价格上涨引发的通胀预期，上一轮粮食价格大幅上涨阶段（07 年 6 月—08 年 3 月）黄金价格同期上涨 49%。我们认为在目前的价格和市场环境将会有更多的资金流入黄金，离我们的目标价 1300 美元/盎司更近一步。

我们的观点：近期中美均表示将继续维持宽松货币政策，对于商品和股票等风险资产来说，流动性好转对其有支撑，但经济增速放缓预期对其有压力。从中长期看，我们认为国内宏观调控大的基调不会发生明显变化，特别是国内 M1 增速仍处高位，恐继续下滑，流动性看对股市整体仍有压力。

投资标的：建议继续关注黄金和小金属板块。推荐：山东黄金（买入），中金黄金（买入），宝钛股份（买入），金钼股份（买入），贵研铂业（买入）。

同时建议适当关注基本金属。7 月份以来小金属涨幅凌厉，但基本金属相对滞后。在小金属涨幅凌厉情况下，基本金属后期可能成为攻守兼备的品种。建议关注：中金岭南（买入），另外预期近期国家上调电价将是大势所趋，建议关注自备电比例高的电解铝生产商，例如焦作万方（增持）。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

张镭

有色金属行业资深分析师

8621-63325888 × 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060035

徐建花

执业证书编号：S0860109121342

杨宝峰

执业证书编号：S0860207100115

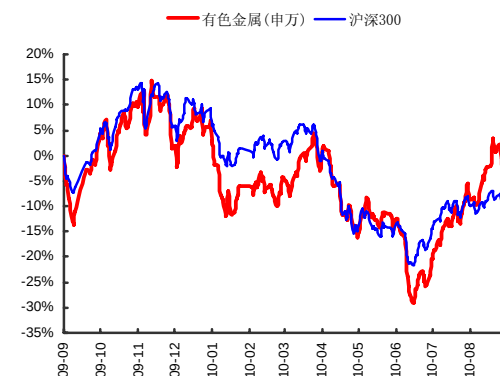
行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 金属

报告日期 2010 年 9 月 18 日

行业表现



重点覆盖公司盈利预测和估值表

	评级	EPS				PE		
		09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E
山东黄金	买入	1.05	0.83	1.13	1.19	53	39	37
中金黄金	买入	0.66	0.76	0.97	1.28	46	36	27
宝钛股份	买入	0.04	0.19	0.69	1.31	129	35	19
金钼股份	买入	0.17	0.36	0.6	0.92	50	30	19
中金岭南	买入	0.47	0.6	0.85	0.91	26	19	17
贵研铂业	买入	0.08	0.63	0.89	1.22	57	40	30
焦作万方	增持	0.4	0.89	1.12	1.39	24	19	15

（一）行业动态

- 8月中国铜材产量为91.9万吨，继7月之后环比继续下滑，降幅在0.5%。8月淡季及限电对下游铜材加工企业的影响延续，由于铜加工最集中的江浙两省执行限电政策，导致这部分地区铜材产量下滑明显，但随着时间推移，预计因限电而影响的终端消费的订单将会从江浙两地转移至其他地区。此外，根据我们的调研，电力领域对铜的消费已经开始出现增长，预计在9月整体铜消费处于恢复的状态下，铜材产量将止跌回升，出现一定的增长。
- 8月中国精铜产量为39.70万吨，环比7月减少了0.1万吨，降幅为0.3%，同比增幅为9.1%。从8月上海有色网调研数据反馈的结果来看也与统计局公布的结果相吻合，SMM数据显示8月国内大中型冶炼企业开工率略有下滑，主要原因是包括金隆铜业、赤峰云铜、天津大通等企业在8月进行检修。从9月的情况来看，并无冶炼企业有新的检修计划，且伴随着消费旺季的来临，将会刺激冶炼企业生产热情回升，预计9月我国精铜产量会有所增加。
- 8月中国铜精矿产量为11.1万吨，略高于7月的10.40万吨，位于年内的高位。之所以国内铜精矿的产量会出现增长，与8月走高的铜价密不可分，由于国产铜精矿的成本比较平稳，其盈利空间与铜价密不可分，所以8月铜价的拉涨刺激国内矿山生产热情加大，产量也因此回升，若进入9月铜价继续维持高位，且冶炼企业产量有所提高的话，预计9月我国铜精矿产量也将维持在11万吨左右的高位。
- 中国海关总署10日公布的初步数据显示，中国8月铜、铜合金和铜半成品进口量同比增加17%至379,527吨，较上月的342,901吨增加11%。海关数据显示，2009年8月，中国进口铜和铜产品325,098吨。数据还显示，今年1-8月，中国进口铜、铜合金和铜半成品295万吨，同比减少0.5%。
- 美国8月生产者物价指数(PPI)较前月上升0.4%，创3月以来最大升幅(预估为上升0.3%)，7月为升0.2%。美国费城联储银行周四公布的数据显示，美国大西洋沿岸中部地区9月制造业活动指数为-0.7，8月为-7.7。
- 花旗银行9月15日发布的报告指出，国家发改委于14日与五大电力集团代表会面，就上调七个省份的电价方案征询意见。七省包括河北、山东、山西、陕西、青海、甘肃和海南。方案建议七省火电机组上网电价调升1.5-2.5分/度，平均幅度6.2%，而全部天然气发电机组的电价上调3分/度。花旗报告指出这七省有机会于下月起调高电价。据了解，七省上网电价上调一事确实已在推进，但目前调整方案仍未完全确定，离出台估计还会有一段时间，下个月开始执行的可能性不大。

（二）一周有色金属价格和库存/库需比变化

LME本周基本金属全线上涨。其中有锡涨幅最大，为7.9%，铜/铝/镍涨幅均在3%以上。铅锌均有1%左右增长。COMEX黄金本周上涨2.3%，本周三次创新高，12月期货达到1277.5美元/盎司。SPDR黄金ETF持金量出现比上周增加6吨，

国内金属本周铜/锌/锡均上涨1%以上，其他金属均有小于1%的小幅增长。

本周全球交易所金属库存中铅/镍小幅上涨，其余金属库存小幅下降。铜、镍和锡今年以来库存累计降幅为18.1%，24.4%和49.1%。

本周我们跟踪的小金属中，钨精矿上涨1.2%。稀土氧化物价格除氧化钕上涨1.9%，氧化镨上涨1%以外，其他稀土氧化物与上周基本持平。碳酸稀土本周上涨1%。

表 1：国内外有色金属价格和库存变动 / 小金属价格变动

国内长江	最新价	一周变动	一月变动	三月变动	今年变动
铜	59300	1.2%	3.0%	14.3%	0.6%
铝	15280	0.7%	0.9%	6.5%	-7.8%
铅	16500	0.9%	1.4%	14.4%	3.4%
锌	17800	1.0%	1.9%	20.1%	-13.9%
镍	171500	0.9%	1.8%	10.6%	21.2%
锡	148750	1.2%	-0.8%	6.8%	17.4%
黄金	277.55	1.9%	3.2%	1.7%	13.5%
LME 三月期					
铜	7720	3.1%	6.4%	20.0%	4.7%
铝	2180	3.8%	6.9%	12.1%	-2.2%
铅	2202.5	0.8%	7.1%	26.2%	-9.4%
锌	2151	1.9%	4.5%	24.3%	-16.0%
镍	23200	3.1%	7.7%	18.4%	25.2%
锡	23600	7.9%	14.3%	35.2%	39.2%
黄金 (Comex)	1274.3	2.3%	3.8%	1.4%	16.1%
交易所库存					
铜	562899	-1.9%	-6.0%	-17.8%	-18.1%
铝	4888207	-0.2%	-1.4%	-1.7%	-0.8%
铅	191750	0.4%	-0.4%	1.0%	30.9%
锌	855238	-0.3%	0.0%	-3.4%	29.6%
镍	119412	0.2%	2.6%	-8.0%	-24.4%
锡	13625	-2.5%	-5.6%	-32.9%	-49.1%
小金属	最新价	一周变动	一月变动	三月变动	今年变动
碳酸稀土矿	20,100	1.0%	3.6%	21.8%	91.4%
中钨富钨矿	123,500	0.0%	1.2%	28.6%	99.2%
氧化钨	235,500	1.9%	9.5%	28.0%	81.2%
氧化锆	216,000	0.0%	3.3%	17.4%	83.1%
氧化镧	31,500	0.0%	0.0%	8.6%	16.7%
氧化镨	1,358	0.0%	-1.1%	24.0%	120.7%
氧化铈	2,900	0.0%	0.0%	16.0%	81.3%
氧化铈	3,005	1.0%	2.7%	11.3%	22.7%
钼精矿	2,035	0.0%	0.0%	2.3%	6.5%
钨精矿	87,500	1.2%	3.9%	6.1%	27.7%
钽铁矿	75.0	-0.7%	3.4%	53.1%	108.3%
欧洲钛铁	7.4	-2.0%	0.0%	20.3%	48.0%
美国废钛	2.3	0.0%	7.1%	12.5%	95.7%
锆	925.0	-1.3%	-1.3%	-2.6%	-1.3%
铈	10,350	0.0%	11.0%	19.0%	80.0%
钴	20.0	1.5%	11.1%	5.9%	-4.8%

铽

2,075

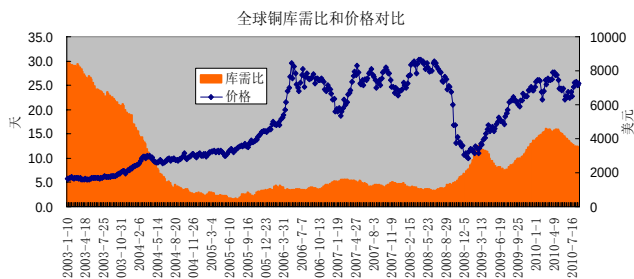
0.0%

-1.2%

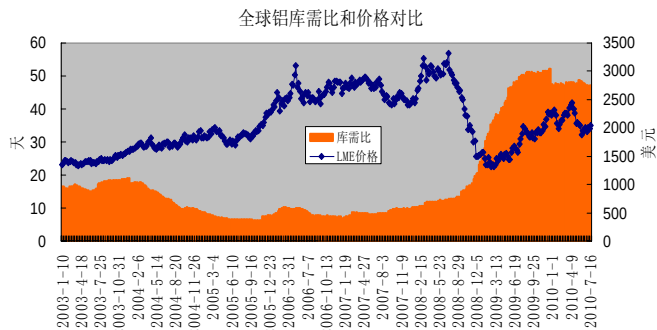
-14.4%

-14.4%

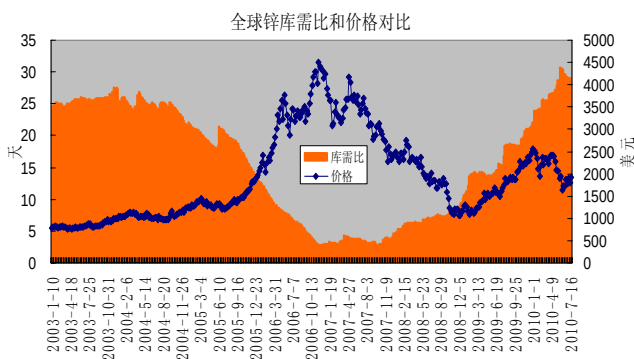
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 1: 铜交易所库存可供全球消费 11.4 天, 环比降 0.2 天


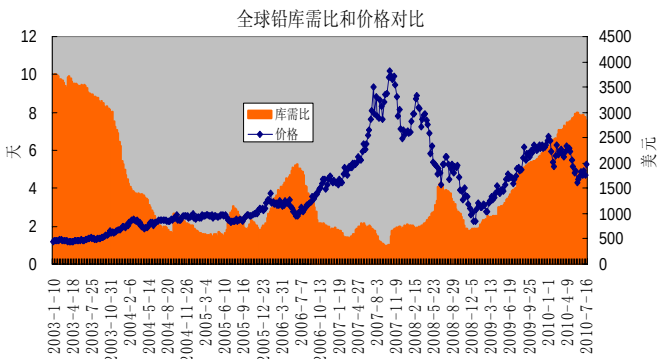
资料来源: BLOOMBERG, 东方证券研究所

图 2: 铝交易所库存可供全球消费 47 天, 环比降 0.1 天


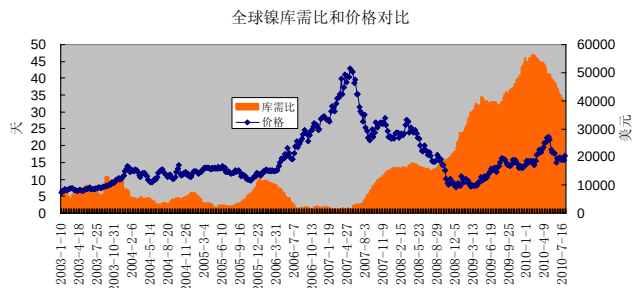
资料来源: BLOOMBERG, 东方证券研究所

图 3: 锌交易所库存可供全球消费 28.6 天, 环比降 0.1 天


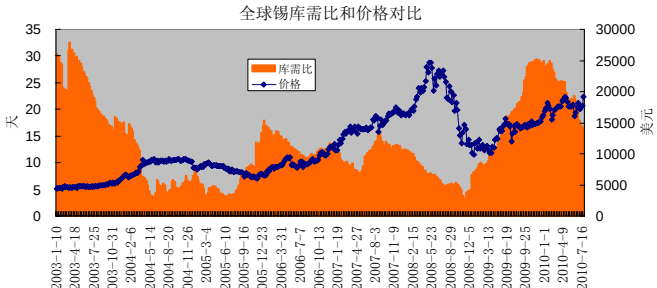
资料来源: BLOOMBERG, 东方证券研究所

图 4: 铅交易所库存可供全球消费 8 天, 与上周持平


资料来源: BLOOMBERG, 东方证券研究所

图 5: 镍交易所库存可供全球消费 33.8 天, 环比增 0.1 天


资料来源: BLOOMBERG, 东方证券研究所

图 6: 锡交易所库存可供全球消费 14.2 天, 环比降 0.4 天


资料来源: BLOOMBERG, 东方证券研究所

(三) 避险需求+通胀预期+亚洲央行买入=1300 美元/盎司指日可待

美国消费者信心疲弱，以及预期美联储将继续实行货币宽松政策，导致投资者继续买入黄金避险保值。COMEX 黄金期货本周第三次创下历史新高后回落，交投最活跃的 12 月合约每盎司上涨 3.7 美元，收于 1277.5 美元的收盘价历史新高，周五 COMEX 黄金收于 1274.7 美元/盎司，本周涨幅为 2.3%。据美国商品期货交易委员会的数据，在到 9 月 14 日为止的一周里，纽约商品交易所里大投机商持有的净多头仓位增加了 4564 手，达到 244261 手。

投资需求方面，最大的黄金 ETF SPDR Gold Shares 持金量增加 6 吨多，突破了 1300 吨大关，到 1300.825 吨。年初至今我们追踪的主要 ETF 黄金持有量增加 163.57 吨，涨幅 12%。自 2002 年初以来，基金黄金持仓与金价走势之间的相关性高达 82.5%。考虑由于目前基金持仓仍不及 6 月高位，预计这为金价继续回升提供了空间。9 月和 10 月是印度人的传统婚嫁月份及中国国庆，这期间对黄金的季节性需求上涨也会对黄金价格右推动作用。

我们看好近期黄金价格的主要逻辑：1) **美国将执行更积极的量化宽松政策**，高盛建议美联储在 11 月前买入 1 万亿美元的国债以提振美国经济。市场预期美联储将开始更积极的量化宽松政策，投资者转向黄金避险。南非黄金巨头 AngloGold Ashanti 目前黄金套保量为 270 万盎司，比上次公布的 310 万盎司降低 13%，并公布将在 2011 年初之前平仓剩余的所有黄金套保。显示公司看好黄金价格会继续上涨。2) **亚洲央行购买黄金和印度婚嫁季节来临带来的需求上升**。泰国 7 月黄金进口数量大幅提高，IMF 数据显示泰国黄金储备 7 月增加 50 万盎司。如此大幅提升很有可能是央行购买黄金。GFMS 预期今年全球央行将净买入 15 吨黄金，这将是 1988 年以来首次出现。俄罗斯和亚洲国家央行可能会继续增加黄金储备。3) **粮食价格上涨引发的通胀预期**，上一轮粮食价格大幅上涨阶段（07 年 6 月-08 年 3 月）黄金价格在这段期间上涨 49%。4) **我们看好中国拓宽黄金供应渠道后中国需求对黄金价格的推动作用**。中国 09 年黄金消费量达到 423 吨，达到世界产量的 10%。按照世界黄金协会的预测，中国的黄金需求将在未来 10 年内增长一倍。随着供应渠道的拓宽，中国对黄金的投资需求将大幅增长。我们认为在目前的价位和市场环境将会有更多的资金流入黄金，离我们的目标价 1300 美元/盎司更近一步。

如果我们回去看之前历史高点 1980 年的最高价位为 \$850/oz，用通货膨胀折算后相当于 2010 年的美元价格为 \$2,245/oz，1980 年平均金价为 \$613/oz，相当于 2010 价格 \$1619/oz。目前最高价位是 \$1251/oz，仍有很大上升空间。金价再创新高指日可待。

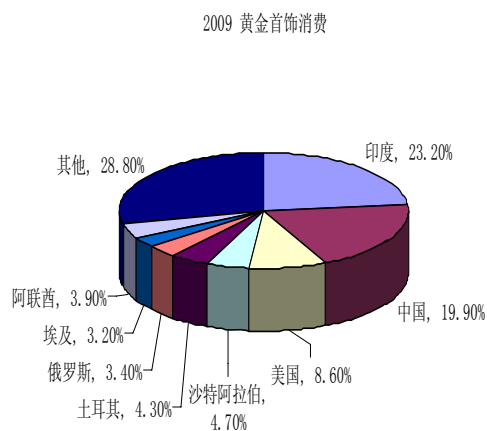
表 4：黄金 ETFs 投资 (纽约，伦敦，悉尼，新加坡，约翰内斯堡)

	总量 (吨)	环比%	变化 (吨)	金价(US\$/oz)	环比%
8-31-09	1,247.26	-1%	-13.51	949.67	2%
9-30-09	1,291.36	4%	44.10	996.59	5%
10-30-09	1,302.72	1%	11.37	1,043.16	5%
11-30-09	1,328.48	2%	25.76	1,181.10	13%
12-30-09	1,326.17	0%	-2.31	1,092.50	-8%

1-29-10	1,303.87	-2%	-22.30	1,083.00	-0.9%
2-26-10	1,293.54	-1%	-10.32	1,117.70	3.2%
3-26-10	1,306.31	1%	12.77	1106.5	-1.0%
4-27-10	1,325.00	1%	18.69	1166.5	5.4%
5-29-10	1,450.36	3.4%	47.89	1214.3	3.2%
6-25-10	1,503.79	3.7%	53.43	1255.5	3.4%
7-16-10	1,502.01	0.0%	-0.24	1205.5	-0.4%
7-23-10	1,474.98	-1.8%	-27.03	1189.4	-1.3%
7-30-10	1,468.37	-0.4%	-6.61	1181.1	-0.7%
8-22-10	1,489.15	1.4%	20.78	1227.4	3.9%
8-27-10	1,488.48	0.0%	-0.67	1238.1	0.9%
9-3-2010	1486.2	-0.20%	-2.95	1247	3.90%
9-10-2010	1482.3	-0.26%	-3.9	1248.4	1.10%
9-17-10	1,489.74	0.5%	7.44	1274.7	2.1%

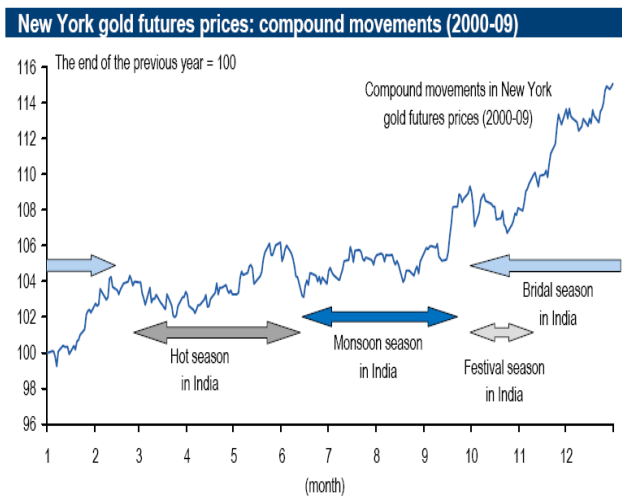
资料来源：Exchange Traded Gold, 东方证券研究所

图 7：2009 黄金首饰消费



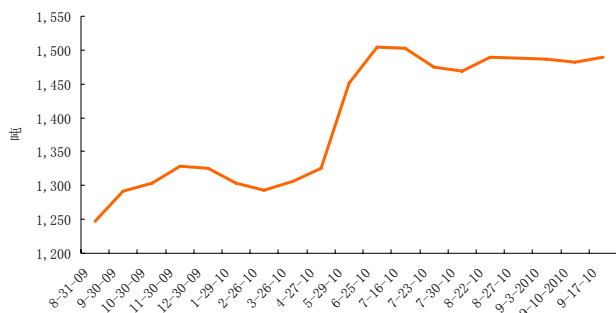
资料来源：WGC, 东方证券研究所

图 8：黄金价格走势和印度节日的关系



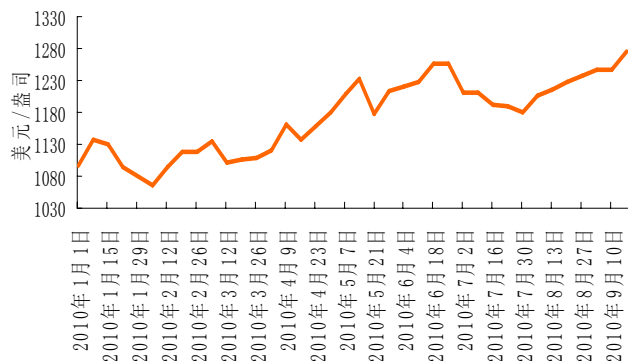
资料来源：Daiwa, 东方证券研究所

图 7：黄金主要 ETF 持金量



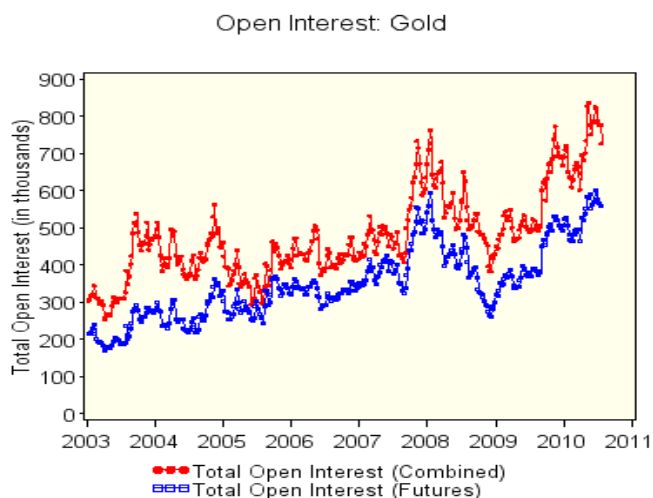
资料来源：Exchange Traded Gold，东方证券研究所

图 8：黄金价格走势



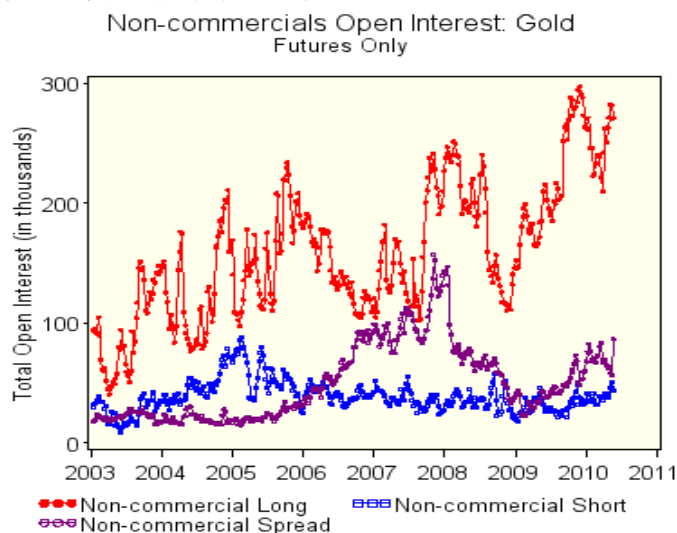
资料来源：BLOOMBERG，东方证券研究所

图 9：黄金期货商品性投资



资料来源：CFTC，东方证券研究所

图 10：黄金期货非商品性投资兴趣



资料来源：CFTC，东方证券研究所

我们的观点

建议继续关注黄金和小金属板块。推荐：山东黄金（买入），中金黄金（买入），宝钛股份（买入），金钼股份（买入），贵研铂业（买入）。

同时建议适当关注基本金属。7 月份以来小金属涨幅凌厉，但基本金属相对滞后。本上周伯南克表示如有需要，将启动二次定量宽松货币政策；本周以来中国公布 PMI 数据好于预期，经济数据继续向好，但 CPI 高于预期，引发市场较大分歧。在小金属涨幅凌厉情况下，基本金属后期可能成为攻守兼备的品种。建议关注：中金岭南（买入），焦作万方（增持）。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn