

金价 1300 美元不是顶，重点关注山东黄金

民生精品---动态研究报告/有色行业

2010 年 09 月 27 日

报告摘要:

● 金价创纪录新高，符合我们预期

黄金价格在中秋节期间创历史新高，上涨因素有二：其一，上周二美联储发布利率决策声明，此次声明令市场认为美联储将实施宽松货币政策；其二，上周四欧洲与美国公布的经济数据表现不佳，进一步触发了投资者购买黄金的避险需求。

● 黄金 1300 美元不是顶，再创新高无悬念

2010 年 9 月 8 日我们发表的《未来一年黄金价格冲击 1500 美元盎司》的观点是：在黄金供给有限的背景下，黄金官方储备需求及民间投资需求上升远超过黄金供给能力。如果按照金价每上涨 100 美元，需要消化 1-3 个月的时间来判断，那么未来一年内黄金价格将可能会上升至每盎司 1500 美元以上，两年内，黄金价格或冲击 2000 美元/盎司的新高。

● 金价每涨 100 美元，山东黄金业绩增厚 0.13 元

山东黄金与金价敏感性最大。黄金均价每上涨 10 元/克，山东黄金的 EPS 增加 0.06 元、中金黄金的增加 0.03 元、紫金矿业增加 0.01 元，因此，黄金价格的上涨对三大黄金类公司的受益影响由高到低的顺序是山东黄金、中金黄金、紫金矿业。

● 投资建议与评级

在黄金价格呈上涨趋势的背景下，相关性最强的纯黄金类股票将有所表现。三家公司对比，我们推荐山东黄金和中金黄金；紫金矿业由于持续的环保事件对其造成负面影响，可能对年度业绩造成较大影响，给予“中性”评级。

民生证券研究所

分析师：黄玉

执业证书编号：S01002081120226

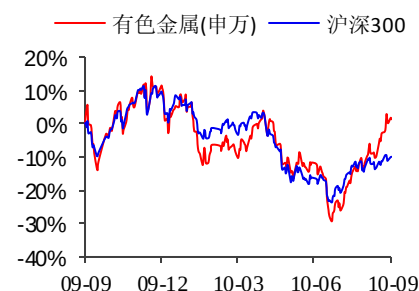
电话：(8610)8512 7646

Email: huangyu@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年行业与沪深 300 走势比较



相关研究

1. 《未来一年黄金价格冲击 1500 美元盎司》2010.09.08

盈利预测和财务指标

重点公司	EPS			PE		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
广晟有色	0.11	0.23	0.40	355.97	199.64	117.34
厦门钨业	0.31	0.48	0.69	109.53	71.34	49.94
中科三环	0.14	0.33	0.43	128.28	55.42	42.74
云南锗业	0.83	0.72	0.96	103.06	85.64	64.83
山东黄金	1.05	0.81	1.00	84.05	54.38	44.34

资料来源：WIND 一致性预期，民生证券研究所

目录

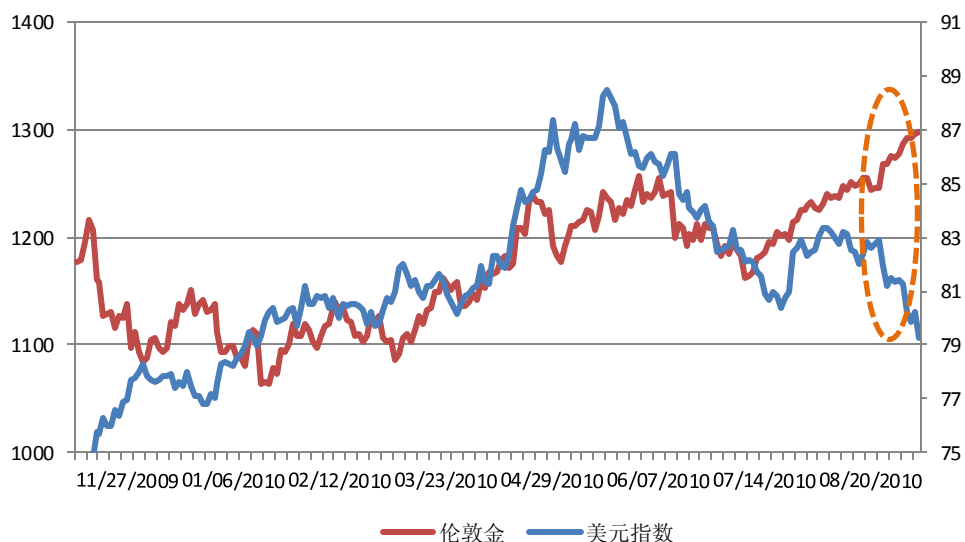
一、黄金价格在中秋节期间创历史新高.....	3
二、黄金一年内将上冲 1500 美元	3
(一) 全球黄金存量仅 20.36×20.36×20.36 立方米	3
(二) 可交易的黄金仅占 17%，远不能满足旺盛的投资需求	5
(三) 历史上金价的两次大涨	6
(四) 欧元危机与第三轮金价暴涨的开始	7
三、金价每上涨 100 美元，山东黄金 EPS 增厚 0.13 元.....	7
(一) 山东黄金业绩与金价敏感性最高	8
(二) 紫金具有资源优势，但山金资源扩张增长较快.....	8
(三) 国内外黄金类公司估值对比	9
图目录.....	12
表格目录	12

一、黄金价格在中秋节期间创历史新高

中秋假期期间(9月22日-24日)国际股票市场总体表现较好,恒指连续两日上涨并创5个月新高,美股22日、23日虽有回落,但24日大幅收高,而日经指数与欧洲三大股市表现相对疲弱。

黄金期货从上周三开始,受到美元汇率下滑的影响,连续三日创下历史新高,上周五收盘突破每盎司1300美元。我们认为,黄金本次向上突破并不意外,符合我们之前预期。主导本次短期上涨的因素有两点:其一是上周二美联储发布利率决策声明,声明表示会在必要时采取更多量化宽松政策来支撑经济增长,该声明令市场认为美联储将实施宽松货币政策;其二是上周四欧洲与美国公布的经济数据表现不佳,进一步触发了投资者购买黄金的避险需求。

图1:美元指数大幅下跌支撑伦敦金上涨



资料来源: 文华财经, 民生证券研究所

二、黄金一年内将上冲1500美元

2010年9月8日我们在《未来一年黄金价格冲击1500美元/盎司》报告中预期价格在未来一年内将上冲1500美元/盎司,当天伦敦金的收盘价格为1255美元/盎司,我们的主要观点如下:

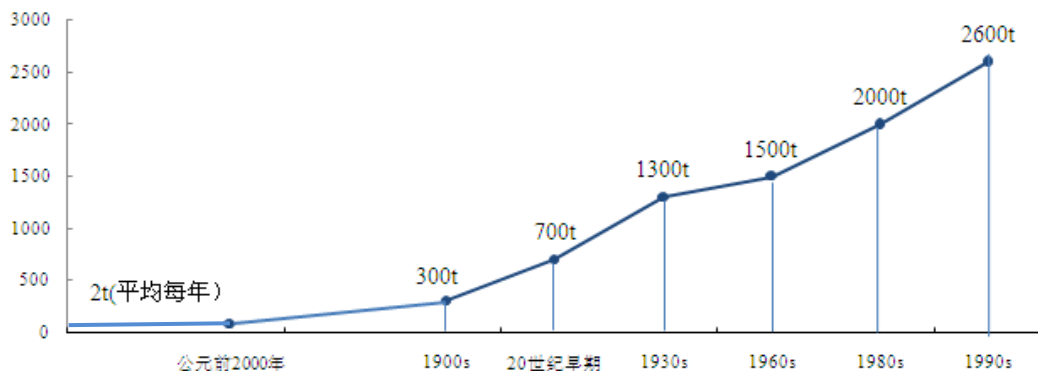
(一) 全球黄金存量仅 $20.36 \times 20.36 \times 20.36$ 立方米

从黄金发展的历程来看,五千多年的历史,仅近两个世纪随着产金技术的提高而明显增加。根据世界黄金协会2010年最新统计数据显示,目前全球已确认的地上总存金量为16.3万吨左右,按照密度为19.3吨/立方米计算,只相当于边长为20.36米的正方体房间大小。

1、20 世纪前黄金历史年均开采量只有 2 吨左右

在 19 世纪之前数千年的历史中,人类总共生产的黄金不到 1 万吨,平均每年产 2 吨,进入 20 世纪后,世界上黄金的生产总体呈上升趋势,20 世纪 90 年代以来世界黄金产量相对比较稳定,2000 年以来世界黄金产量平均稳定在 2600 吨左右。鉴于黄金为不可再生资源,若未来十年不能勘探到大型高品位矿床,预计每年的产量将保持在 2500 吨左右。

图 2: 黄金产量未来十年将稳定在 2500 吨

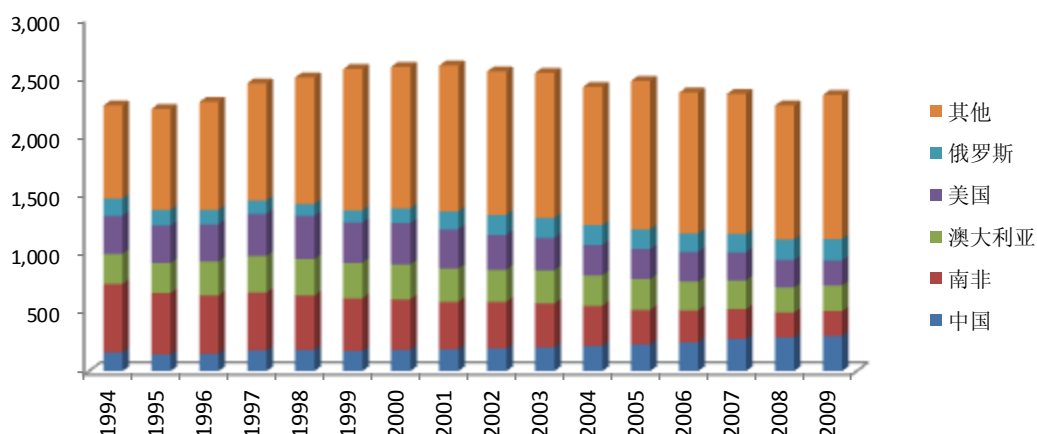


资料来源: GFMS, 民生证券研究所

2、各国矿产金增速减缓, 未来十年供应趋紧

尽管一些国家目前的黄金产量有所提高,如澳大利亚、秘鲁、印尼的黄金产量都在增加,但南非、美国等黄金生产大国的黄金产量却在下降,这将使得全球的黄金产量难有显著提高。此外,由于金矿产业投资周期长、开采成本高,如果在一个地方勘探出金矿,按照正常的程序需要 7-10 年才能生产出黄金。从历史数据看,全球矿产金数量不可能快速增长,未来几年世界黄金产量不会变化很大。

图 3: 世界主要黄金生产国矿产金产量 (吨)

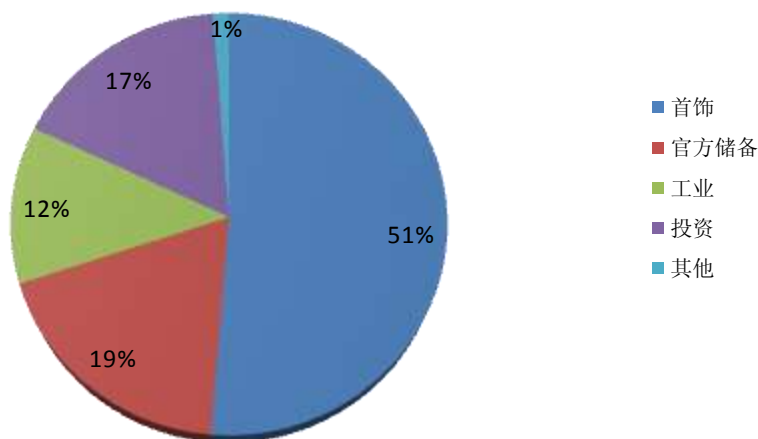


资料来源: WGC, 民生证券研究所

（二）可交易的黄金仅占 17%，远不能满足旺盛的投资需求

黄金主要用途包括：首饰、官方储备、工业与其他用金、个人投资与 ETF 等交易投资。根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，首饰消费占最大比重，达到 8.36 万吨；各国黄金官方储备总量达 3.04 万吨；工业和其他用金量达到 1.97 万吨；黄金可确定性投资量仅 2.73 万吨，约为当前黄金总量的 17%。其他如黄金制品随同沉船沉入海底等数千吨。

图 5：黄金主要消费量用途分布图

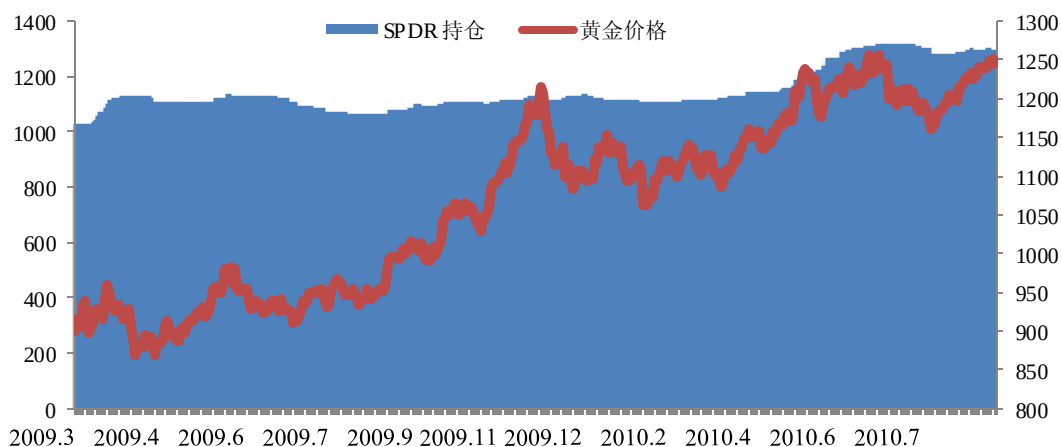


资料来源：WGC，民生证券研究所

传统需求稳定增长，投资需求中可交易金的杠杆效应放大

黄金价格的不断上涨与黄金投资需求的上升密不可分，尤其是当经济低迷、金融动荡及通胀高企时，对黄金的投资需求将快速增加。从投资黄金的黄金 ETFs 基金以及其他黄金衍生品持仓变化上，我们可以发现一些端倪。按 WGC 数据计算，投资者通过 ETFs 在 2010 年第二季度购买了 273.8 吨黄金，创历史第二大季度资金流入纪录，这也令 ETFs 持有的黄金总量达到纪录新高 2041.8 吨，以季度末伦敦午盘定盘价计算，约合 816 亿美元。

图 6：SPDR 黄金持仓量持续上升



资料来源：Bloomberg，民生证券研究所

（三）历史上金价的两次大涨

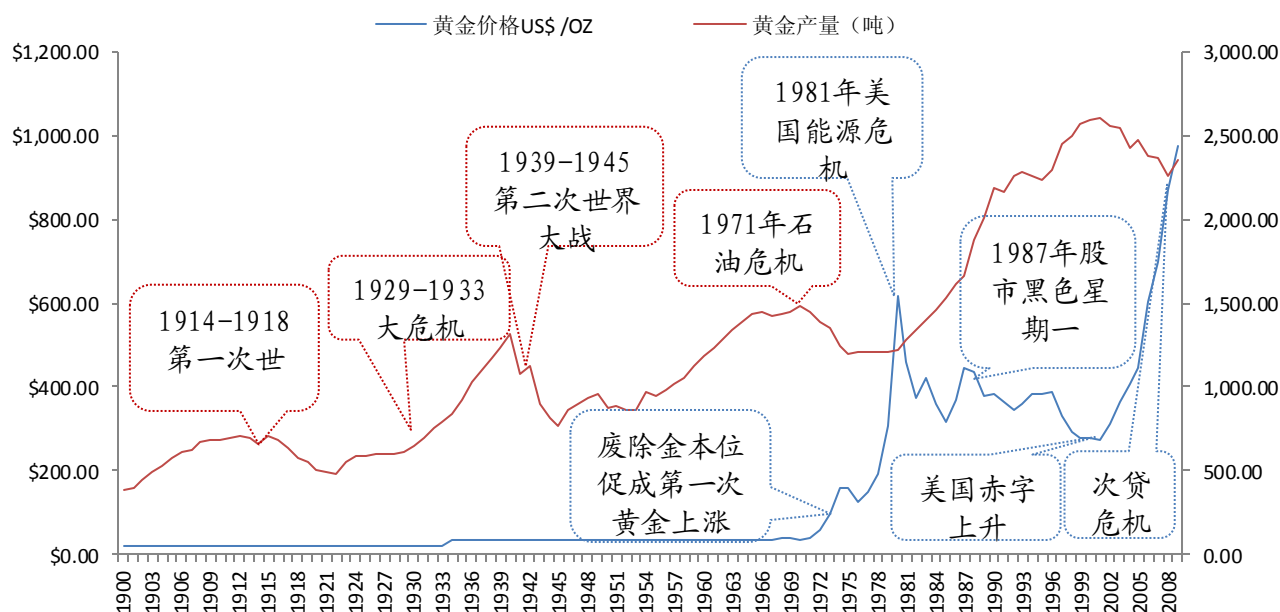
1、废除金本位造成第一次金价上涨

布雷顿体系崩溃后，以多元储备和有管理的浮动汇率特征的牙买加体系开始建立，在一定程度上解决了“特里芬难题”。但即便在多元储备条件下，不论其币种和内部结构如何变化，国际清偿力的需求仍要靠这些国家货币的逆差输出来满足，实质上没有变化，多元储备体系不可能从根本上解决“特里芬难题”。

美元和欧元的“特里芬难题”无法解决是全球国际货币体系面临的难题，这种国际货币体系的困境会推动各国金融资产配置调整，集保值、避险及清算支付能力于一体的黄金必然是各国央行的重要选择，继而必然推动黄金价格持续上涨。

金本位废除后，黄金货币金融属性得到极大发挥，金价的市场价格迅速拉升。1979年底至1980年初是黄金价格波动最为剧烈的阶段。1979年11月26日(据 NYMEX 期货价格)价格为390美元/盎司，而不到2个月，1980年1月18日，黄金价格已涨到850美元/盎司。

图7：黄金价格与黄金产量走势凸显黄金金融属性



资料来源：IMF，WGC，民生证券研究所

2、美元危机造成第二轮金价上涨

2001年开始的美元危机是黄金价格第二轮暴涨的根本原因。过去三十年间，美元与黄金价格呈现出明显的负相关关系。20世纪最后二十年中，在美元全球化、各国央行加大美元战略储备以及美国经济复苏的大背景下，美元连续走强，黄金价格长期低位徘徊。2001年以后，美国“双赤字”政策下大量输出货币，特里芬难题无解，加上欧元崛起削弱了美元的国际货币地位，国际美元存量与美国黄金存量严重不对称，最终诱发“黄金—美元危机”。

图 8：美元危机带来金价第二轮暴涨

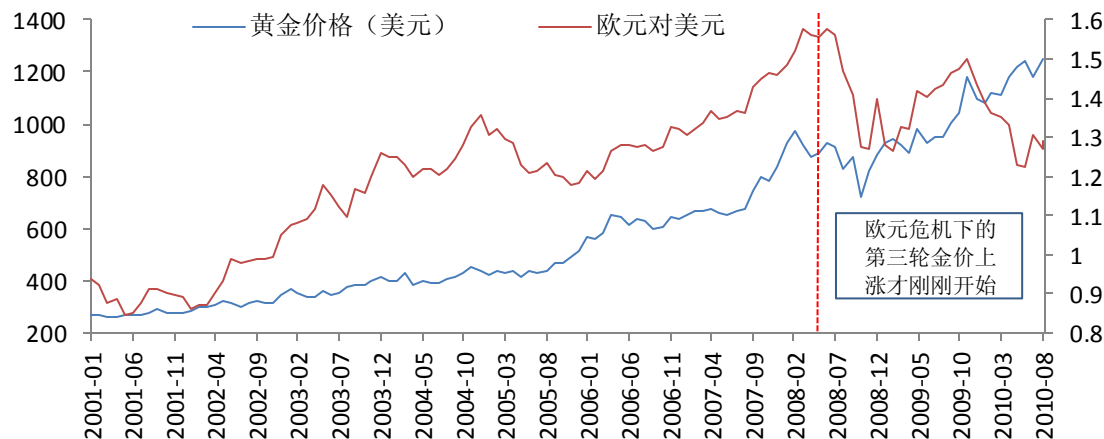


资料来源：CEIC，民生证券研究所

（四）欧元危机与第三轮金价暴涨的开始

欧元也同样面临着特里芬难题的两难局面，加上欧洲债务危机彻底暴露了欧盟经济的脆弱性，欧元将长期保持弱势。欧元危机势必会推动各国金融资产配置调整，进而推动黄金价格持续上涨，黄金的第三轮暴涨才刚刚开始。

图 9：欧元危机与第三轮金价暴涨的开始



资料来源：CEIC，民生证券研究所

整体来看，我们认为在黄金供给有限的背景下，黄金官方储备需求及民间投资需求上升远超过黄金供给能力，如果按照金价每上涨 100 美元，需要消化 1-3 个月的时间来判断，那么未来一年内黄金价格将可能会上升至每盎司 1500 美元以上。伴随国际货币体系调整，两年内，黄金价格或冲击 2000 美元/盎司的新高。

三、金价每上涨 100 美元，山东黄金 EPS 增厚 0.13 元

对于黄金类股票的选择上，我们采取两种方法来对比纯黄金公司的投资价值：一是黄金类公司业绩对金价涨跌的敏感性；二是从资源储量的扩张前景来判断公司的长期价值。

（一）山东黄金业绩与金价敏感性最高

我们将上市公司中纯黄金类公司山东黄金、中金黄金、紫金矿业近三年业绩与金价做了敏感性分析，发现山东黄金与金价敏感性最大，紫金矿业最低，其原因通过数据检验发现，公司主要利润贡献为黄金业务占比越大，公司业绩对黄金敏感性越强。

按照黄金均价每上涨 10 元/克，山东黄金的 EPS 增加 0.06 元、中金黄金的 EPS 增加 0.03 元、紫金矿业 EPS 增加 0.01 元，因此，黄金价格的上涨对三大黄金类公司的受益影响由高到低的顺序是山东黄金、中金黄金、紫金矿业。

表 1：纯黄金公司 2010 年 EPS 与金价的敏感性

单位：元

公司\金价	220	230	240	250	260	270	280	290	ΔEPS 金价上涨 10 元/克
山东黄金	1.09	1.34	1.40	1.46	1.52	1.58	1.64	1.69	0.06
中金黄金	0.32	0.59	0.62	0.65	0.67	0.70	0.72	0.75	0.03
紫金矿业	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25	0.26	0.27	0.28	0.01

资料来源：民生证券研究所

基于 2010 年 9 月 8 日《未来一年黄金价格冲击 1500 美元盎司》文中的宏观分析与基本面分析，我们认为，在黄金供给有限的背景下，黄金官方储备需求及民间投资需求上升远超过黄金供给能力，如果按照金价每上涨 100 美元，需要消化 1-3 个月的时间来判断，那么未来一年内黄金价格将可能会上升至每盎司 1500 美元以上。伴随国际货币体系调整，两年内，黄金价格或冲击 2000 美元/盎司的新高。

因此大胆推测当金价大幅上涨时，金价变动对这三家上市公司带来的业绩贡献。

表 2：国际金价每上涨 100 美元/盎司对应的各公司 EPS

	1100	1200	1300	1400	1500	1600	1700	1800	1900	2000	金价上涨 100 美元/盎司
国际金价	1100	1200	1300	1400	1500	1600	1700	1800	1900	2000	
国内金价	240.58	262.45	284.32	306.19	328.06	349.93	371.80	393.67	415.54	437.41	
山东黄金 EPS	1.40	1.53	1.66	1.79	1.92	2.04	2.17	2.30	2.43	2.56	0.13 元
中金黄金 EPS	0.62	0.68	0.73	0.79	0.85	0.90	0.96	1.02	1.07	1.13	0.06 元
紫金矿业 EPS	0.23	0.25	0.28	0.30	0.32	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.02 元

资料来源：民生证券研究所

（二）紫金具有资源优势，但山金资源扩张增长较快

从三家黄金生产商 2009 年年底的黄金储备量和矿产金来看，目前黄金储量排名第一的是紫金矿业，其保有黄金储量为 714.7 吨、矿产金产量 28.7 吨；中金黄金保有黄金储量 421 吨，位居第二、矿产金产量为 17 吨；山东黄金排名第三，其保有黄金储量为 280 吨，矿产金产量为 17.6 吨。

成本方面，紫金矿业具有绝对优势，每克金的现金生产成本是 58 元，其完全成本则是 100 元/克左右，为业内最低；山东黄金的完全成本为 110~112 元/克左右；中金黄金的完全成本则达到 138~140 元/克。

尽管紫金矿业在整体资源量上占绝对优势，但从近一年来山东黄金收购资源的进程、以及集团注矿的预期，山东黄金资源扩张的增速可能会加快，因此，从资源增速的角度，我们预期山东黄金的优势将在近两年内显现。

表 3：2009 年三家公司的每股矿产金/股价比值相差不大

	2009 年权益矿产金 (克)	股本 (股)	矿产金/股 (克/股)	股价 (元)	每股矿产金/股价
山东黄金	17600000	1423000000	0.01236824	42.60	0.000290
中金黄金	17000000	1423000000	0.01194659	35.31	0.000338
紫金矿业	28700000	14541000000	0.00197373	6.50	0.000304

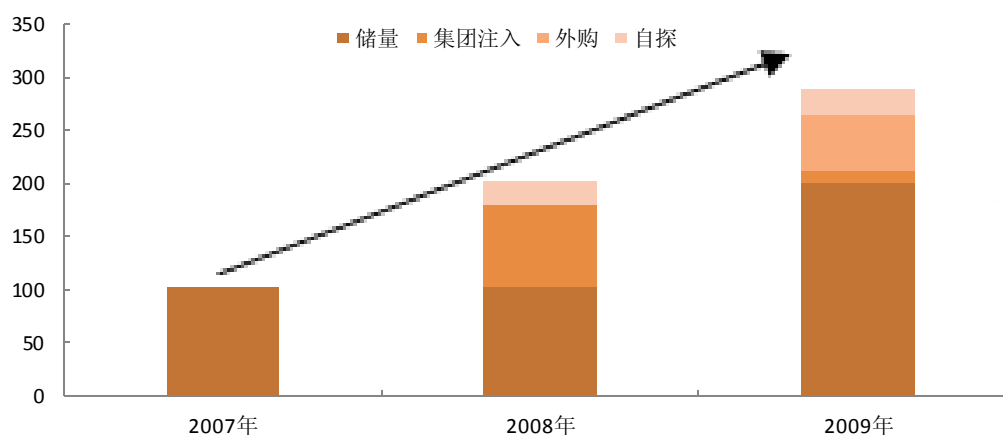
资料来源：公司公告，民生证券研究所

表 4：山东黄金近两年收购资源情况 (吨)

年份	购入方式	矿山	储量
2008 年	集团	金仓金矿	58.0
		三山岛金矿	10.0
		玲珑金矿	5.0
		沂南金矿	3.3
2009 年	集团	三山岛外国控矿权	11.2
	外购	柴胡栏子金 S 矿	19.8
		新立金矿	33.2

资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 10：山东黄金具有产量提升潜力 (吨)



资料来源：CEIC，民生证券研究所

(三) 国内外黄金类公司估值对比

从公司长短期盈利能力角度分析，我们对比了国外前十大黄金生产商（按截止于 8 月 31 日市值顺序排列）和国内 5 家 A 股与 H 股上市的相关公司，从实际产量/市值来看，山东黄金、中金黄金和紫金矿业三家公司均为 0.3，处于全球黄金行业的中游位置、国内的偏下游位置。从资源储量/市值的数据来看，中金黄金在三家公司中最高、山东黄金最低，与其他公司相比，提升空间较大。

表 5: 国内外黄金类股票资源量对比

代码	简称	矿金产量 (吨)	黄金储量 (吨)	总市值 (亿元)	产量/市值	储量/市值
国际						
NEM US Equity	NEWMONT MINING	202.83	3495.21	302.10	0.67	11.57
ABX CN Equity	BARRICK GOLD CRP	230.88	3190.75	492.35	0.47	6.48
K CN Equity	KINROSS GOLD	76.83	2987.51	126.91	0.61	23.54
G CN Equity	GOLDCORP INC	75.31	2066.77	348.15	0.22	5.94
NCM AU Equity	NEWCREST MINING	54.81	1909.55	182.47	0.30	10.46
PLZL RM Equity	POLYUS GOLD	39.22	1788.44	2692.98	0.01	0.66
YRI CN Equity	YAMANA GOLD INC	25.98	1468.48	80.03	0.32	18.35
HAR SJ Equity	HARMONY GOLD MNG	44.43	1328.80	327.71	0.14	4.05
ANG SJ Equity	ANGLOGOLD ASHANT	143.04	892.07	1147.78	0.12	0.78
GFI SJ Equity	GOLD FIELDS LTD	119.47	706.82	748.26	0.16	0.94
国内						
600547 CH Equity	SHANDONG GOLD-MI	17.60	280.00	616.19	0.03	0.45
600489 CH Equity	ZHONGJIN GOLD	17.00	421.00	501.78	0.03	0.84
2899 HK Equity	ZIJIN MINING GRP	30.65	714.70	1008.95	0.03	0.71
246 HK Equity	REAL GOLD MINING	3.63	290.00	108.08	0.03	2.68
3330 HK Equity	LINGBAO GOLD-H	14.83	121.00	22.83	0.65	5.30
1818 HK Equity	ZHAOJIN MINING-H	11.31	253.00	311.16	0.04	0.81

资料来源: bloomberg 民生证券研究所

从国内外 PE 对比发现,国内 A 股市场黄金类股票 PE 明显高于国外, H 股与国际水平相近,而作为 A 股与 H 股均有的紫金矿业则显示出与国际相接轨的相对合理估值。历史上看,国际矿业公司由于上市之初的高成长性及良好预期获得了一定溢价,随着公司经营的稳健,PE 回落并长期处于均衡水平,而 A 股市中的这三家公司一方面受制于 A 股市场的发展历程,一方面投资者对公司未来成长性良好预期催生了目前公司的高估值,因此,我们认为,若从近期市场对集团资产注入的预期强烈程度来看,山东黄金目前这种高估值在当前背景下是合理的。

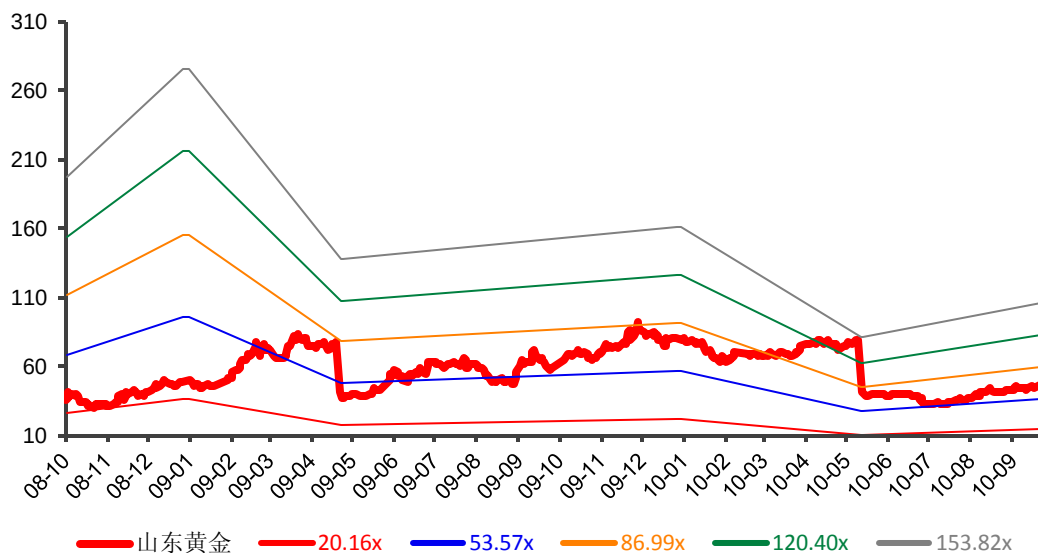
表 6: 国内外主要黄金公司 PE 对比

代码	简称	2010PE	2011PE
国际			
NEM US Equity	NEWMONT MINING	16.59	15.54
ABX CN Equity	BARRICK GOLD CRP	15.23	14.25
K CN Equity	KINROSS GOLD	26.61	21.72
G CN Equity	GOLDCORP INC	36.06	25.52
NCM AU Equity	NEWCREST MINING	20.74	18.15
PLZL RM Equity	POLYUS GOLD	21.16	15.64
YRI CN Equity	YAMANA GOLD INC	17.65	14.87
HAR SJ Equity	HARMONY GOLD MNG	17.60	12.99
ANG SJ Equity	ANGLOGOLD ASHANT	#N/A N/A	#N/A N/A
GFI SJ Equity	GOLD FIELDS LTD	21.37	15.66
国内			
600547 CH Equity	SHANDONG GOLD-MI	53.44	43.56
600489 CH Equity	ZHONGJIN GOLD	50.09	40.01
2899 HK Equity	ZIJIN MINING GRP	16.45	11.25

246 HK Equity	REAL GOLD MINING	13.31	9.30
3330 HK Equity	LINGBAO GOLD-H	16.19	11.16
1818 HK Equity	ZHAOJIN MINING-H	26.35	20.12

资料来源: Bloomberg 民生证券研究所

图 11: 山东黄金 PE - BANDS



资料来源: WIND 民生证券研究所

整体来看,我们认为在黄金价格呈上涨趋势的背景下,相关性最强的纯黄金类股票将有所表现。基于前文的对比分析,我们给予山东黄金和中金黄金“推荐”评级,而紫金矿业受到连续环保事件的负面影响,将可能对年度业绩造成较大影响,给予“中性”评级。

插图目录

图 1: 美元指数大幅下跌支撑伦敦金上涨	3
图 2: 黄金产量未来十年将稳定在 2500 吨	4
图 3: 世界主要黄金生产国矿产金产量 (吨)	4
图 5: 黄金主要消费量用途分布图	5
图 6: SPDR 黄金持仓量持续上升	5
图 7: 黄金价格与黄金产量走势凸显黄金金融属性	6
图 8: 美元危机带来金价第二轮暴涨	7
图 9: 欧元危机与第三轮金价暴涨的开始	7
图 10: 山东黄金具有产量提升潜力 (吨)	9
图 11: 山东黄金 PE - BANDS	11

表格目录

表 1: 纯黄金公司 2010 年 EPS 与金价的敏感性	错误!未定义书签。
表 2: 国际金价每上涨 100 美元/盎司对应的各公司 EPS	错误!未定义书签。
表 3: 2009 年三家公司的每股矿产金/股价比值相差不大	错误!未定义书签。
表 4: 山东黄金近两年收购资源情况 (吨)	错误!未定义书签。
表 5: 国内外黄金类股票资源量对比	错误!未定义书签。
表 6: 国内外主要黄金公司 PE 对比	错误!未定义书签。

分析师简介

黄玉, 有色行业分析师, 硕士, 具有证券投资咨询执业资格, 08年加盟民生证券研究所, 从事期货及证券研究6年以上, 对行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易, 亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可, 任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭明	孟辉	韦珂嘉
电话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com