

有色金属行业/黄金

行业研究/动态报告

推荐 维持评级

价格升势驱动金银股估值修复

——黄金跟踪报告

民生精品---动态报告/有色金属行业/黄金

2010 年 12 月 2 日

报告摘要:

● 美元指数反弹暂告一段，金价有望挑战历史新高

正如民生证券宏观组在 10 月下旬做出的美元走势判断，近期美元指数快速并大幅反弹，我们认为，美元指数短期回调的可能性加大。近期国内外利空消息的释放告一段落，金价若站稳 1400 美元/盎司以后，将有望挑战前期高点。

● 白银与黄金高度相关，将同步上涨

与黄金类似，白银同样具备资产保值、规避风险的属性，从历史统计分析白银与黄金价格高度相关，2010 年至今相关系数高达 0.92。本轮有色金属急跌的过程中，白银不跌反弱 1.41%，有望近期挑战历史新高。

● 贵金属金融属性引领价格 驱动价格上行

全球黄金存量仅 $20.36 \times 20.36 \times 20.36$ 立方米，供给有限，需求旺盛，金融属性凸显。未来白银的供求关系将保持相对稳定，预计 2011 年全球白银供给约增加 3%，需求增速在 -0.1% 左右，上涨的驱动力主要来自逐年扩大的投资需求。贵金属的金融属性将促使两者价格同步走高。

● 黄金白银股已经进入估值修复期

黄金股的上涨滞后于金价的上涨，短期随有色板块调整后存在估值修复的机会。预计黄金白银股普遍受益，重点关注相关上市公司山东黄金（600547）、荣华实业（600311）、中金黄金（600489）、豫光金铅（600531）、驰宏锌锗（600497）、st 威达（000603）等。

● 风险提示

1) 欧债危机的扩大；2) 国内货币收紧政策的延续。

盈利预测与财务指标

重点公司	EPS			净利润增长率 %		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
山东黄金	1.05	0.89	1.20	17.08	68.93	35.22
中金黄金	0.66	0.79	1.06	-10.91	116.27	33.39
荣华实业	-0.17	0.07	0.43	-1686.62	142.76	483.25
豫光金铅	0.45	0.55	0.76	74.20	21.65	37.93
驰宏锌锗	0.28	0.44	0.70	71.19	70.10	58.04
江西铜业	0.78	1.26	1.60	2.81	86.39	26.55
云南铜业	0.30	0.38	0.61	113.31	29.51	58.25
恒邦股份	0.78	0.78	1.23	-19.88	-0.07	56.79
西部矿业	0.25	0.48	0.62	7.99	88.42	29.81

资料来源: Wind 资讯一致性预期, 民生证券研究所

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

助理分析师: 滕越

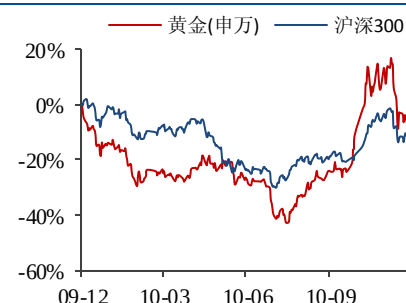
执业证书编号: S0100109070818

电话: (8610)8512 7645

Email: tengyue@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

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究

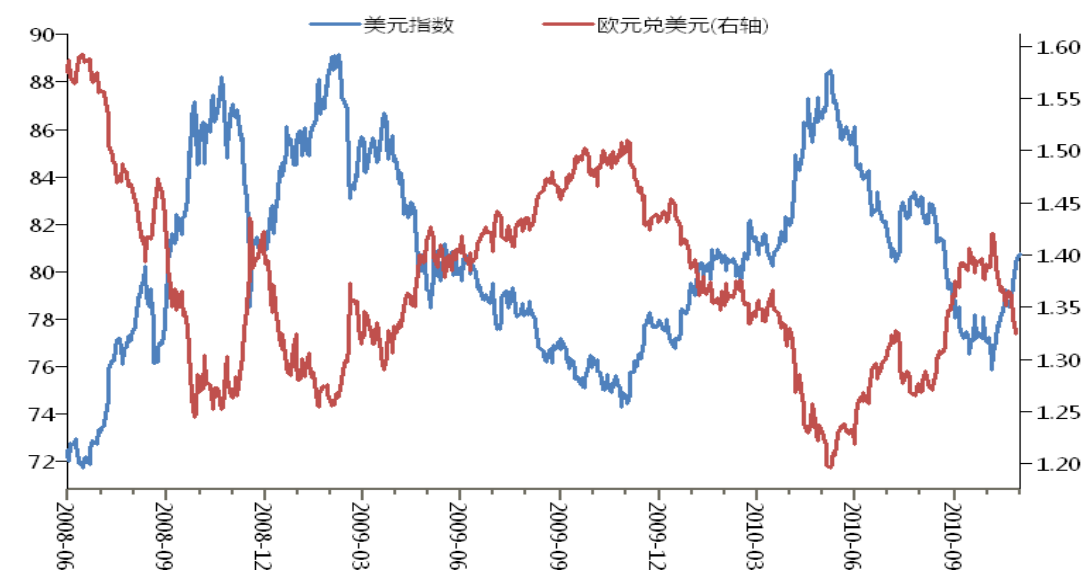
1. 《未来一年黄金价格冲击 1500 美元盎司》2010.09.08
2. 《黄金价格 1300 美元不是顶，关注山东黄金》2010.09.27
3. 《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》2010.10.15
4. 《白银偏金融属性，将与黄金同步进入十年牛市》2010.11.29
5. 《山东黄金(600547)深度报告: 黄金龙头王者归来》2010.10.18
6. 《荣华实业(600311)调研简报: 成功转型 点石成金潜力巨大》2010.11.18

一、美元指数反弹暂告一段，有助金价重返升势

正如民生证券宏观组在 10 月下旬做出的美元走势判断，近期美元指数反弹态势明显，自 11 月 4 日美元指数下跌到 75.63 以来，到目前为止已经反弹至 81，一个月的时间内反弹幅度达到 7.1%，远快于自 8 月 24 日 83.56 到 11 月 4 日 75.63 的下滑速度。欧债危机的延续，促使美元指数快速反弹，反弹幅度与速度已经透支了对美国经济复苏及欧债危机的限度，我们认为，短期回调的可能性加大。

此外，国内方面，2010 年 11 月份的 PMI 为 55.2%，比上月上升 0.5 个百分点，为连续第四个月回升，显示我国制造业仍处在继续扩张的水平。加之央行表态我国货币政策调控效果已初步显现，令市场加息预期有所减缓，近期利空消息的释放也告一段落。所以，从整个宏观经济背景、通胀预期及实物需求旺季等因素将汇集至一点激发黄金上涨。

图 1：欧债危机是短期内美元指数快速上行的主要原因



资料来源：Wind，民生证券研究所

2010 年 9 月 8 日我们在深度报告《未来一年黄金价格冲击 1500 美元/盎司》中预期价格在一年内将上冲 1500 美元/盎司，是业内最先预测本轮金价上涨并能达此高度的券商；10 月 15 日我们在深度报告《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》上调对金价预期，尽管近期受国内货币收紧预期影响以及美元指数反弹影响而出现短期下跌，但不改上升趋势。

我们的主要理由有：

1、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。

2、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。

3、货币非黄金化 V.S. 黄金非货币化

从金本位制到布雷顿森林货币体系，再到牙买加体系，黄金从货币化到非货币化的过程中，黄金的货币属性并未根本消失，黄金金融投资属性日益凸显。

黄金从来就没有被完全非货币化，而是货币非黄金化。黄金作为一种公认的金融资产活跃在投资领域，充当国家或个人的储备资产。货币黄金管理始终是世界各国货币管理的重要内容，各国黄金储备，其管理者均为各中央银行，并按货币形式和运行规律管理。尽管黄金非货币化初期各国央行大面积减持黄金，目前主要国家货币黄金储备持有量仍稳中有升。

4、欧元危机与第三轮金价暴涨的开始

欧元将长期保持弱势。欧元区扩张速度较快，新加入的国家经济水平差异较大，但是要遵守相同的赤字和债务规定；各国实行的货币政策基本统一，但是财政政策又掌握在各国手中。欧盟 27 国经济差异和政策协调的难度，远远大于欧盟刚成立时的 15 国时期。2002 年以后各国央行和金融机构都开始大量储备欧元，结果造成欧元价格从最低时的 0.82 美元最高上升到 1.62 美元。这一次欧元危机，势必引发全球央行和金融机构新一轮的资产配置调整。

5、任何商品都有估值约束，黄金除外

房地产主要受购买力约束、铜和石油等大宗商品主要受工业需求约束、股票主要受内在价值的约束、债券主要受利率约束，但黄金却没有任何估值约束。因此，在供应有限，工业需求旺盛的基本面配合下，全球央行的储备调整将进一步加大对黄金的需求，黄金的牛市才刚刚开始，上涨空间无约束。

6、过去三十年全球最严重的流动性过剩已经来临

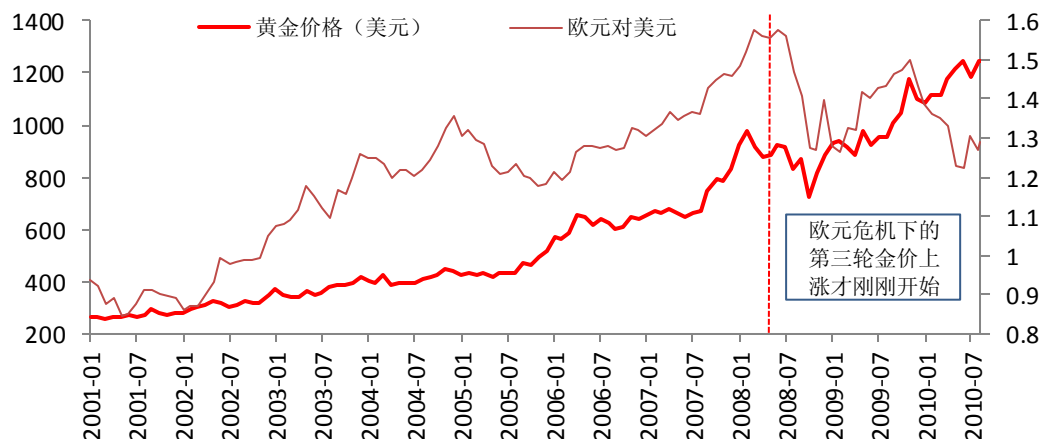
金融危机爆发后，全球主要国家纷纷推出历史上最为宽松的货币政策，央行向实体经济中投放过量的流动性，美国国债利率不断创出历史新低，无风险资产同时也是无收益资产。我们正在经历过去三十年最为严重的流动性过剩的格局，黄金的上涨空间已经打开。

7、从十年股票牛市、十年商品牛市到十年黄金牛市

过去二十年，全球经历了两轮价格牛市。第一轮是上个世纪 90 年代的十年股市牛市，第二轮是过去十年的商品牛市。未来十年，在全球国际货币体系的调整下，黄金有望呈现下一个十年牛市。如果按照过去三十年复合的物价上升速度计算，1980 年的 850 美元相当于现在的 1933 美元，相比于当前 1300 多美元每盎司的价格，金价的上升空间还很大。

整体来看，黄金牛市格局在国际大背景下已形成，在不同历史阶段的各种资产轮涨周期中，我们认为未来十年是黄金的“舞台”，在黄金的国际储备需求、投资需求以及工业用金需求大幅增加下，未来一年内金价有望突破 2000 美金，两至三年内有望冲击 3000 - 5000 美元。

图 2：黄金价格的第三轮暴涨已经开始



资料来源：CEIC，民生证券研究所

二、黄金白银股短期估值修复期到来

1、本轮急跌中，金价小跌，白银强势上涨

2010 年 11 月 12 日至 11 月 30 日的急跌中，金价小跌 1.56%，白银不跌反涨，涨幅为 1.41%，以铜为代表的基本金属跌幅最大，其中铜大跌-5.39%。相对应的 A 股市场有色板块，黄金板块大幅下跌 17.41%，铜板块下跌 16.75%，与期货价格跌幅形成鲜明对比。

表 1：贵金属子板块跌幅最小

品种	11-12	11-30	涨跌幅	板块涨跌幅
黄金	1408.32	1386.36	-1.56%	-17.41%
白银	27.69	28.08	1.41%	--
铜	8865	8387	-5.39%	-16.75%

资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

在此次 13 个交易日的下跌后，黄金板块的 PE 已经从 12 日的 45.79 倍下降至 40.78 倍，而 A 股市场 PE 仅从 19.66 倍调整至 18.91 倍，从黄金企业基本面近几年优于其他基本金属及我们对其未来上涨趋势的判断来看，估值目前出现的偏离急需修复，因此，黄金股将在短期内大幅反弹。

表 2：黄金板块有估值修复空间

板块名称	涨跌幅 (%)	PE (整体法)	11 月 12 日 PE (TTM,整体法)	11 月 30 日 PE (TTM,整体法)
SW 有色金属	-14.31	76.09	57.93	50.73
SW 金属新材料 II	-10.62	85.56	90.81	84.49
SW 金属新材料 III	-14.21	212.8	171.95	160.89

SW 磁性材料	-7.82	61.77	69.8	64.71
SW 有色金属冶炼 II	-15.51	75.31	56.06	48.81
SW 铝	-10.32	57.04	44.67	41.76
SW 铜	-16.75	55.44	43.18	36.46
SW 铅锌	-18.47	89.1	60.73	50.94
SW 黄金	-17.41	55.93	45.79	40.78
SW 小金属	-16.95	198.7	112.15	97.46
全部 A 股	-4.91	23.54	19.66	18.91

资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

2、黄金股调整完毕, 短期重点关注山东黄金和荣华实业

黄金股的上涨滞后于金价的上涨, 短期随有色板块调整后存在估值修复的机会。预计贵金属股票普遍受益, 重点关注相关上市公司山东黄金(600547)、荣华实业(600311)、中金黄金(600489)、辰州矿业(002155)、恒邦股份(002237)、万好万家(600576)、豫光金铅(600531)、驰宏锌锗(600497)、st 威达(000603)等。

表 3: 黄金股近期走势及估值

公司名称	股价 12 月 1 日	年初 至今	上月 涨幅	PE		PB 2009
				静态	动态	
山东黄金	54.55	36.04	-8.46	104.08	73.72	26.96
荣华实业	19.63	22.73	-9.17	-112.59	-360.81	14.92
中金黄金	39.61	-11.94	-13.17	108.10	54.04	14.41
紫金矿业	8.37	-5.16	-3.53	34.37	27.06	6.70
恒邦股份	49.78	27.64	-15.92	63.54	58.84	7.84
辰州矿业	32.37	67.49	17.62	176.07	97.18	9.65
平均		13.86	-5.44	97.23	62.17	13.41

资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

注: PE 平均剔除荣华实业, 其余平均值均为整体平均

三、白银价格欲再创历史新高, 重点关注相关公司

2010 年 11 月 29 日我们在深度报告《白银偏金融属性, 将与黄金同步进入十年牛市》中预计白银将与黄金价格同步走高。

我们的主要理由有:

1、贵金属投资需求旺盛, 白银黄金高度相关。

金融危机的延续没有结束, 欧债危机背后更多的是对整个欧元机制的担忧, 11 月 23 日朝鲜冲突更引发了市场避险需求, 黄金、白银价格及美元指数短时间内冲高。与黄金类似, 白银同样具备资产保值、规避风险的属性, 从历史统计分析白银与黄金价格高度相关, 2010 年至今相关系数高达 0.92。

2、未来白银供给稳定增加, 全球需求保持稳定

未来白银的供求关系将保持相对稳定, 预计 2011 年白银供给约增加 3%, 而主要的工

业需求未来二至三年内的平均增速在 3% 左右，珠宝首饰的需求可能会小幅下降，全球需求增速在 -0.1% 左右。因此，上涨的驱动力主要来自于逐年扩大的投资需求，加之贵金属的特质属性，将与黄金价格同步走高。

表 4：预测未来 2~3 年全球供需增速

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	十年 平均	2006~2008 平均	预计 2~3 年
矿产产量	591	606.2	593.9	596.6	613	636.8	640.9	664.4	684.7	709.6			
增速		2.57%	-2.03%	0.45%	2.75%	3.88%	0.64%	3.67%	3.06%	3.64%	2.07%	2.46%	3%
工业运用	374.2	335.6	340.1	350.8	367.6	407	427	456.1	443.4	352.2			
增速		-10.32%	1.34%	3.15%	4.79%	10.72%	4.91%	6.81%	-2.78%	-20.57%	-0.22%	2.98%	3%
总需求	919.1	870.9	853.1	869.3	868.2	916.3	907.2	888.7	888.3	889			
增速		-5.24%	-2.04%	1.90%	-0.13%	5.54%	-0.99%	-2.04%	-0.05%	0.08%	-0.33%	-1.03%	-1%

资料来源：GFMS，民生证券研究所

3、贵金属的十年牛市来临，白银将紧跟黄金步伐

过去二十年，全球经历了两轮价格牛市。第一轮是上个世纪 90 年代长达十年的股票市场牛市，第二轮是过去十年出现的资产资源品的大牛市。未来十年，在全球国际货币体系的调整下，黄金有望呈现出下一个十年牛市，白银作为依附于黄金的贵金属，历史上基本追随于黄金，我们认为白银的贵金属气质将在未来十年与黄金同步体现。

4、白银生产企业受益于银价上涨

未来白银价格的上涨将增强白银生产企业生产积极性，同时提高企业的盈利能力，伴生银矿的其他金属生产企业也将有充足的动力生产银副产品。目前上市公司中白银生产企业 2009 年产量情况如下表所示：

表 1：白银股票近期走势对比及 EPS 分析

公司名称	股价 12-1	年初至今 涨幅 (%)	上月涨幅 (%)	PE		PB	2009 年白 银产量(吨)	2010 年计划 产量(吨)	EPS 增加
				静态	动态				
豫光金铅	34.28	63.15	9.94	75.83	59.60	7.53	611.19	730	0.152
中金岭南	20.07	11.67	-11.16	76.89	52.74	8.14	126.82	160	0.022
山东黄金	54.55	36.04	-8.46	104.08	73.72	26.96	11.43	13.37	0.001
中金黄金	39.61	22.73	-9.17	108.10	54.04	14.41	43.31	50.67	0.006
紫金矿业	8.37	-11.94	-13.17	34.37	27.06	6.70	125.40	146.72	0.005
恒邦股份	49.78	-5.16	-3.53	63.54	58.84	7.84	42.03	49.18	0.027
江西铜业	34.78	-13.13	-20.48	51.26	30.22	5.28	237.00	277.29	0.012
铜陵有色	24.80	12.66	-6.77	52.81	43.76	5.62	340	406	0.014
云南铜业	23.60	-22.90	-15.83	79.48	60.56	7.60	162.42	190.03	0.009
驰宏锌锗	23.98	-7.84	-16.39	91.91	66.53	5.71	168.05	180	0.038
西部矿业	16.88	16.04	-5.54	66.86	32.62	3.88	109.96	128.65	0.008
*ST 威达	27.14	251.55	10.59	-1043.41	-745.54	52.35	147.50	192.14	0.184

资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

注：山东黄金 2009 年产量为估算产量，*ST 威达 2009 年产量为注入资产银都矿业精矿含银量，斜体产量数据均为

估计产量；*ST 威达 EPS 增加考虑了拟增发股本

根据上市公司目前产量，豫光金铅的白银产量遥遥领先于其他公司，江西铜业、驰宏锌锗、云南铜业白银产量紧随其后。白银价格上涨将提升以上公司业绩，按照 2010 年产量数据计算，假设 2010 年平均价格为 4.3 元/克，约合 19 美元/盎司，2011 年均价为 7 元/克，约合 27.4 美元/盎司。对应上市公司 EPS 将增加 0.001~0.184 元不等，前四位分别为：
*ST 威达、豫光金铅、驰宏锌锗、恒邦股份，最受益于白银价格上涨。

分析师简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，2008年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究6年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，对有色金属行业发展规律和运行特点具有高度的敏感性，准确预测并把握了2010年黄金、稀有金属、基本金属的行情。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。

主要覆盖公司：山东黄金、荣华实业、中金黄金、紫金矿业、贵研铂业、江西铜业、铜陵有色、锡业股份、中科三环、厦门钨业、云南锗业等。

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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	13401098997	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	libeiduo@mszq.com

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

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。