

有色金属行业/黄金

行业研究/动态跟踪报告

推荐 维持评级

利比亚危机或将开启黄金、白银新一轮上涨

民生精品---动态跟踪报告/有色金属行业/黄金

2011 年 02 月 22 日

报告摘要:

● 金价突破 1400 整数关口，银价创近 30 年新高

受利比亚动荡局势影响，黄金价格 21 日大涨 1.22%，突破 1400 整数关口。白银价格在工业需求增加和利比亚动荡局势双重影响下，创近 30 年新高。维持 2010 年 10 月 15 日在深度报告《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》以及 2011 年 11 月 29 日《白银偏金融属性，将与黄金同步进入十年牛市》的观点，长期看好黄金、白银。

● 利比亚危机或将开启黄金、白银新一轮上涨

从中长期来看，金价与油价波动趋势基本一致，2002 年以来二者相关性达到 0.75，相关程度非常高。利比亚是非洲第三大产油国，主要供应欧洲地区，目前的利比亚危机预计影响了利比亚 6% 的原油出口量，直接导致国际油价和金价大幅上涨，这或将成为黄金、白银等贵金属开启新一轮上涨行情的导火索。

● 美国经济复苏强劲，基本金属价格将维持高位

近期美国数据较好，经济增长的恢复关键取决于消费和就业的增长，目前消费市场的超预期上升和就业市场的温和改善意味着美国经济的复苏好于预期。预计随着美国经济好转的加速，铜、铝等基本金属的消费规模将持续，基本金属的价格在经济复苏的背景下将持续高位。

● 铜、锡、金仍为一季度首选投资品种

短期来看，由于国内货币政策持续紧缩，有色 A 股涨幅远不及国际价格涨幅，低估值有向上修复需求。一季度仍以铜、锡、金三个品种为主线投资，贵金属板块重点关注辰州矿业、荣华实业、中金黄金、山东黄金、豫光金铅；基本金属重点关注江西铜业、铜陵有色、西部矿业、锡业股份。

● 风险提示

欧美加息预期；大宗商品价格大幅下跌；下游需求放缓。

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	1.21	17.08	69.02	37.08
中金黄金	0.66	0.81	1.13	-10.91	122.06	38.71
辰州矿业	0.18	0.53	0.93	44.14	189.07	74.05
荣华实业	-0.17	0.07	0.43	-1686.62	142.76	483.25
豫光金铅	0.45	0.43	0.59	74.20	21.65	37.93
江西铜业	0.78	1.27	1.63	2.81	87.03	28.78
铜陵有色	0.47	0.63	1.00	1.10	34.44	58.64
西部矿业	0.25	0.48	0.65	7.99	90.55	34.96
锡业股份	0.21	0.44	0.66	471.06	172.17	49.66

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

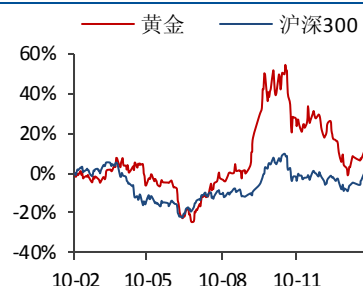
联系人：滕越

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. 《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》2010.10.15
3. 《白银偏金融属性，将与黄金同步进入十年牛市》2010.11.29
4. 《黄金跟踪报告：价格升势驱动金银股估值修复》2010.12.02
5. 《有色金属动态报告：地缘政治与消费旺季助推黄金及有色金属价格》2010.1.4

目录

一、维持金价 2011 年上冲 2000 美元/盎司观点	3
二、白银价格续创 30 年新高点	4
三、利比亚危机或将开启黄金、白银新一轮上涨	5
四、美国经济回暖对基本金属价格形成有利支撑	6
五、金、银、铜、锡、仍为一季度投资优选品种	8
六、风险提示	9
附：近期报告	10
插图目录	11
表格目录	11

一、维持金价 2011 年上冲 2000 美元/盎司观点

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》中预期金价在一年内将上冲 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，目前我们依旧维持金价 2011 年上冲 2000 美元/盎司观点。短期预计地缘政治及黄金传统消费旺季将加快金价上行速度。

我们的主要观点有：

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，但是却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

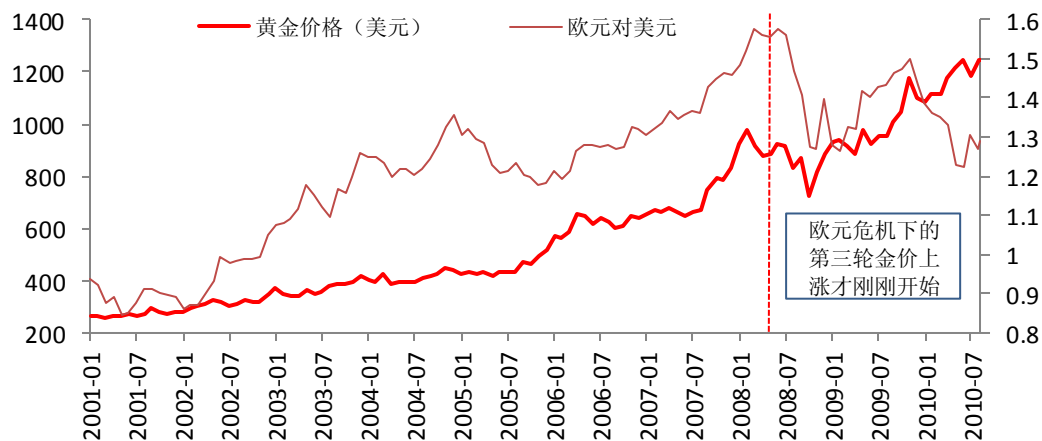
金融危机爆发后，全球主要国家纷纷推出历史上最为宽松的货币政策，央行向实体经济中投放过量的流动性，美国国债利率不断创出历史新低，无风险资产同时也是无收益资产。我们正在经历过去三十年最为严重的流动性过剩的格局，黄金的上涨空间已经打开。

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，未来十年将是黄金的“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，今年金价有望突破 2000 美金，两至三年内有望冲击 3000-5000 美元。

图 1：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、白银价格续创 30 年新高点

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。从历史走势来看，白银品种相对黄金具有更多的工业属性，因而具有更高的波动性，往往上涨幅度更大。

图 2：白银价格与黄金同步上涨



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

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。随着出口和下游需求的增加，我国供给过剩局面得到缓解、未来供需稳步增加。通过分析国内外白银市场供需情况，银价上涨的驱动力主要来自于逐年扩大的投资需求，加之白银的贵金属特质属性，将与黄金价格同步走高。

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，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提高企业的盈利能力，根据对现有白银生产企业产量及盈利情况的预测，银价上涨将增加公司未来收益，EPS 增厚 0.001~0.184 元不等，其中豫光金铅、驰宏锌锗、恒邦股份、*ST 威达，最受益于白银价格上涨。

三、利比亚危机或将开启黄金、白银新一轮上涨

自西方工业革命后，原油一直充当着现代工业社会运行的重要战略物资，它在国际政治、经济、金融领域占有举足轻重的地位，“石油美元”的出现足以说明原油在当今世界经济中的重要性。黄金与原油之间存在着正相关的关系，即金价和油价通常是同向变动的。

20 世纪 70 年代初，布雷顿森林体系崩溃之后，黄金价格与原油价格双双脱离了与

美元的固定兑换比例，出现了价格大幅飙升的走势，但从中长期来看，金价与油价波动趋势基本是一致的，只是幅度有所区别，2002 年以来二者的相关性达到 0.75，相关程度也是非常高的。

图 3：黄金和原油价格相关关系达到 0.75



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

目前，利比亚抗议活动近日愈演愈烈，各地流血冲突已造成多人丧生。利比亚国内紧张局势导致国际油价和金价 21 日大幅上涨。伦敦市场油价突破每桶 105 美元大关，创两年半来新高；金价突破每盎司 1400 美元大关，创七周来新高。利比亚是非洲第三大产油国，原油日出口量达 110 万桶，主要供应欧洲地区，局势动荡预计影响了利比亚 6% 的原油出口量。英荷皇家壳牌、意大利 ENI 能源集团等石油公司或准备将部分员工撤出利比亚。利比亚局势动荡或将成为黄金、白银等贵金属开启新一轮上涨行情的导火索。

四、美国经济回暖对基本金属价格形成有利支撑

1、美国消费就业数据向好

美国经济增长的恢复关键取决于消费和就业的增长，目前消费市场的超预期上升和就业市场的温和改善都意味着美国经济的复苏好于预期。2011 年 1 月份美国 PMI 大幅上升，各项指标环比均有所好转，尤其是订单库存和新出口订单的环比大幅增长表明美国经济复苏加速。

密歇根大学 2 月 11 日公布的数据显示，美国 2 月密歇根大学消费者信心指数初值为 75.1，为 10 年 6 月以来的最高水平，略高于预期的 75.0。今年 1 月份美国失业率由前一个月的 9.4% 降至 9%，好于市场预测的增至 9.5%，这也是 21 个月以来的最低点，持续申请失业救济比例维持于 3.1% 的水平。

此外，美联储上调 2011 年美国经济增长预期，美国实体经济在未来三年有望实现可持续增长。2011 年 GDP 增速将高于 2010 年增速，2012 年、2013 年 GDP 将呈现进一步温和加速增长的态势。

表 1: 美联储上调 2011 年美国经济增长预期

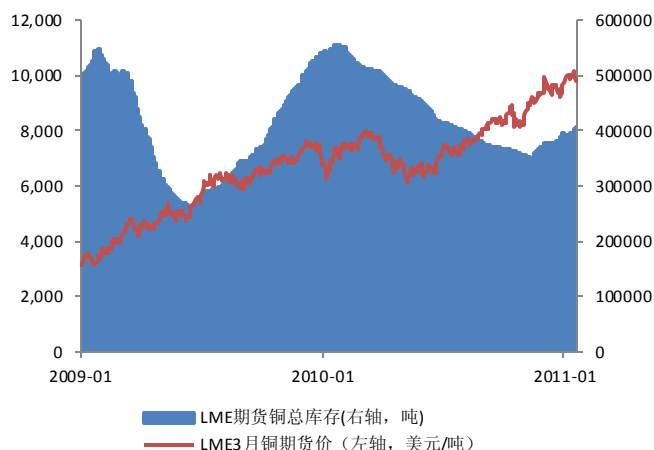
观测指标		2011 年	2012 年	2013 年
真实 GDP 增速	2011 年 1 月预测	3.4-3.9	3.5-4.4	3.7-4.6
	2010 年 11 月预测	3.0-3.6	3.6-4.5	3.5-4.6
失业率	2011 年 1 月预测	8.9-9.0	7.6-8.1	6.8-7.2
	2010 年 11 月预测	8.9-9.1	7.7-8.2	6.9-7.4
PCE 通胀指数	2011 年 1 月预测	1.3-1.7	1.0-1.9	1.2-2.0
	2010 年 11 月预测	1.1-1.7	1.1-1.8	1.2-2.0
核心 PCE 通胀	2011 年 1 月预测	1.0-1.3	1.0-1.5	1.2-2.0
	2010 年 11 月预测	0.9-1.6	1.0-1.6	1.1-2.0

资料来源: wind, 民生证券研究所

2、短期基本金属将维持高位震荡

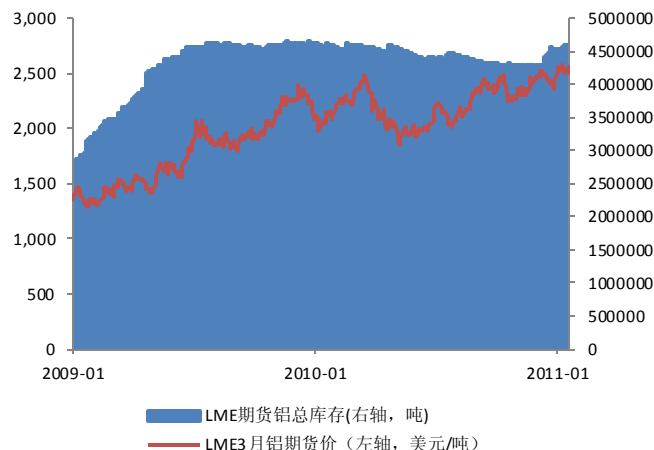
数据显示美国经济好转正在加速, 预计铜、铝等基本金属的消费量将逐步增加, 这是支撑其价格难以大幅下跌的关键因素。但由于近几个月内基本金属涨幅较大并多次突破历史新高点, 投机资金短期获利了结将影响基本金属价格快速上扬。预计以铜为首的基本金属在万点整数关口将维持高位震荡。

图 4: LME 铜整数关口持续震荡



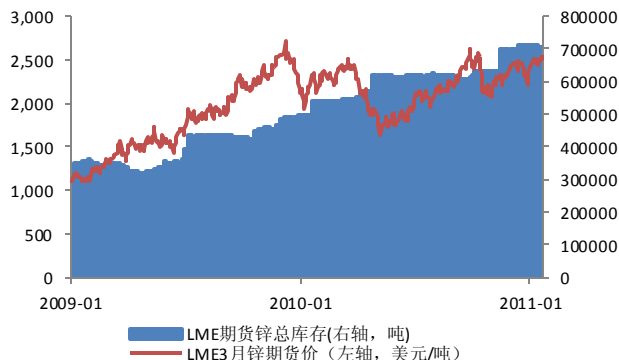
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 5: LME 铝价格试图破两年新高



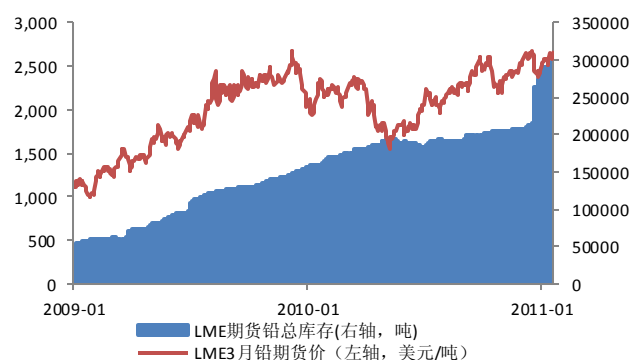
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 6: LME 锌冲击 2009 年底高点



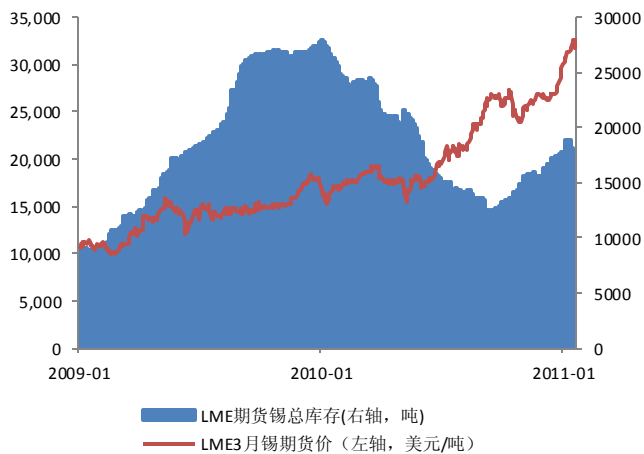
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 7: LME 铅价持续冲高



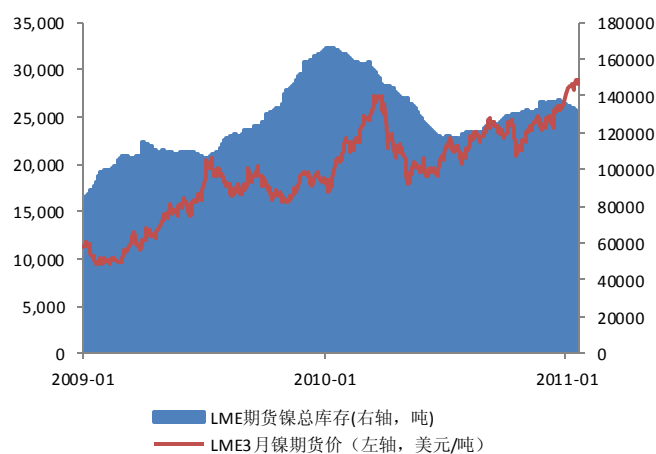
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 8: LME 锡价屡创新高, 上涨动力十足



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 9: LME 镍价创出新高



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 10: 美元指数短期维持低位

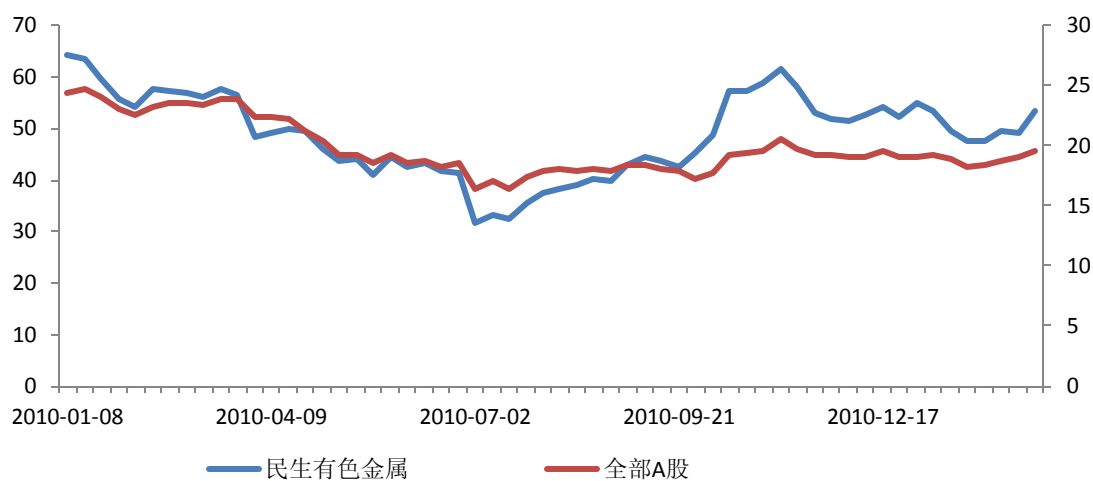


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

五、金、银、铜、锡、仍为一季度投资优选品种

目前金价再次突破 1400 美元整数关, 黄金、白银依旧看好, 而基本金属类股票安全边际相对较高, 一季度金、银、铜、锡为首选。贵金属板块重点关注辰州矿业、荣华实业、中金黄金、山东黄金、豫光金铅; 基本金属重点关注江西铜业、铜陵有色、西部矿业、锡业股份。

图 11: 有色金属滚动 PE 平均 53.33



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

六、风险提示

- 1) 欧美加息预期;
- 2) 大宗商品价格大幅下跌;
- 3) 下游需求放缓。

附：近期报告

表 2：近期报告总结

日期	报告名称	内容	评级	变动	股票/品种
2010/1/4	《有色金属动态报告：地缘政治与消费旺季助推黄金及有色金属价格》	维持 2010 年 10 月 15 日在深度报告《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》的观点，长期看好黄金。短期预计受地缘政治及黄金消费旺季双重因素影响，金价有望快速上攻，重点关注山东黄金、中金黄金、荣华实业、豫光金铅。基本金属一季度重点关注铜、锡，相关公司为江西铜业、铜陵有色、西部矿业、锡业股份。	中性	维持	山东黄金、中金黄金、荣华实业、豫光金铅；江西铜业、铜陵有色、西部矿业；锡业股份。
2011/1/19	《博云新材(002297)调研报告：募投项目陆续达产，步入增长快车道可期》	博云新材（002297）技术实力雄厚，飞机、汽车模具募投项目陆续达产，产能成倍以上增长，未来和霍尼韦尔合资打造中国大飞机刹车系统将进一步提高公司实力，但业绩释放时间存在不确定性，预计 2010 年-2012 年的 EPS 分别是 0.12 元、0.20 元、0.34 元，合理估值 20—24 元，首次给予“谨慎推荐”评级。	谨慎推荐	首次	博云新材
2011/1/19	《辰州矿业(002155)调研报告：金锑钨齐头并进，今年将是业绩爆发期》	辰州矿业（002155）在金、锑、钨价 2011 年上涨预期的前提下，主营业务盈利能力持续提升，减值准备计提将大幅缩小，预期今年是业绩爆发年。预计 2010 年-2012 年的 EPS 分别是 0.45 元、1.23 元、1.95 元，合理区间在 33.37-38.12 元，给予“推荐”评级。	推荐	首次	辰州矿业
2011/1/25	《章源钨业(002378)快报点评：业绩虽低于预期，但产品应用前景广阔》	章源钨业（002378）公布公司业绩快报，低于预期。公司资源优势突显行业竞争力、看好硬质合金应用的军工、航天航空、机械加工领域，期待公司高性能、高精度涂层刀片项目产能释放。我们下调公司未来三年的营业收入，分别为 13.9 亿元、16.5 亿元和 21.1 亿元，对应三年的每股收益为 0.36 元、0.52 元、0.80 元，给予“谨慎推荐”评级。	谨慎推荐	下调	章源钨业
2011/1/26	《利源铝业(002501)点评报告：产品结构调整初显成效，业绩符合预期》	利源铝业（002501）公布 2010 年业绩预告，净利润同期增长 55%-85%。2010 年所得税税率或下降至 15%，对业绩影响显著。募投项目预期将在 2012 年下半年投产。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.98 元、1.33 元、1.89 元（未考虑所得税影响），首次给予“谨慎推荐”评级。	谨慎推荐	首次	利源铝业
2011/1/27	《辰州矿业(002155)深度报告：内生增长外延扩张，让“业绩”飞》	辰州矿业（002155）在金、锑、钨价 2011 年上涨预期的前提下，主营业务盈利能力持续提升，减值准备计提将大幅缩小，预期今年是业绩爆发年。预计 2010 年-2012 年的 EPS 分别是 0.45 元、1.23 元、1.95 元，合理区间在 33.37-38.12 元，给予“推荐”评级。	推荐	首次	辰州矿业

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 黄金价格的第三轮暴涨已经开始	4
图 2: 白银价格与黄金同步上涨	5
图 3: 黄金和原油价格相关关系达到 0.75	6
图 4: LME 铜整数关口持续震荡	7
图 5: LME 铝价格试图破两年新高	7
图 6: LME 锌冲击 2009 年底高点	7
图 7: LME 铅价持续冲高	7
图 8: LME 锡价屡创新高, 上涨动力十足	8
图 9: LME 镍价创出新高	8
图 10: 美元指数短期维持低位	8
图 11: 有色金属滚动 PE 平均 53.33	9

表格目录

表 1: 美联储上调 2011 年美国经济增长预期	7
表 2: 近期报告总结	10

分析师及联系人简介

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、中金黄金、紫金矿业、荣华实业、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和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	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@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。