

主题投资将具有超额收益

相关图表、数据

报告要点

■ 二月份市场上涨的主要因素

我们认为二月份整体上来说 A 股此轮反弹进入快速上涨时期，有几个理由。第一是流动性的充裕，银行放贷速度加快，第二，低估值，有很多行业的估值水平仍然处于相当低的水平，第三，大小非解禁影响的减小，第四，3 月份两会的召开可能会有持续的政策出台，第五，近期的产业振兴计划还在不断出台，对于前期看空的地产行业似乎也即将迎来转机。另外，海外市场近期的持续上涨也给 A 股营造了良好的外部环境。

■ 主题投资有超额收益

近期迪斯尼受益类股成为市场热捧的明星。迪斯尼和世博会并不是一种纯粹的概念，通过对香港上市公司的研究发现，这种大规模的项目还是能给企业业绩带来实质性的影响，而其估值水平往往提前反映，并且相关受益的股票按照基建、交通运输、旅游消费的顺序可以轮炒很长时间。在实体经济尚未确认复苏之前，我们认为事件性的机会将成为市场投资的热点。

分析师：张凡
8621-63290499
zhangfan@cjsc.com.cn

■ 自然灾害将造成农业相关板块的分化

冬季北方干旱天气将主要影响冬小麦和玉米的生产和收获，从而造成相关农作物减产；由于小麦主要用来加工面粉、而玉米是大牲口主要饲料来源，二者减产必然造成中游行业原料成本的上涨。另一方面，严重干旱天气有可能直接造成牲畜饮水困难。但是有部分服务于农业的股票可能因此受益。

联系人：杨靖凤
8621-63217917
yangjf@cjsc.com.cn

■ 2009 年黄金可能存在重要的投资机会

从金融属性来看，黄金价格受美元走势、全球通胀率、避险保值需求因素影响较大。09 年全球经济将继续经历金融危机的冲击，各国政府为了尽快挽救和刺激经济，不顾未来出现通胀的可能，大量超发货币，降低利率，这可能导致后期流动性出现泛滥，货币也有贬值的风险，而经济的下行期也使得过多的流动性无法寻找除了黄金之外更好的投资标的。上述几个因素可能使得未来金价出现一定的上涨。

对 A 股市场的思考

市场持续升温，主题投资有超额收益

节后第一周，A 股领涨全球。我们认为二月份整体上来说 A 股此轮反弹进入快速上涨时期，有几个理由。第一是流动性的充裕，银行放贷速度加快，第二，低估值，有很多行业的估值水平仍然处于相当低的水平，第三，大小非解禁影响的减小，第四，3 月份两会的召开可能会有持续的政策出台，第五，近期的产业振兴计划还在不断出台，对于前期看空的地产行业似乎也即将迎来转机。另外，海外市场近期的持续上涨也给 A 股营造了良好的外部环境。

本周 A 股市场的热点较为明显，迪斯尼受益类股成为市场热捧的明星。我们曾经在上期周报里探讨过这个问题，前期我们也发布了一篇名为《掘金上海经济再起飞：围绕世博和迪斯尼的主题投资策略》的报告，有关迪斯尼更加深入的报告我们将会在近期发布。研究发现，迪斯尼和世博并不是一种纯粹的概念，通过对香港上市公司的研究发现，这种大规模的项目还是能给企业业绩带来实质性的影响，而其估值水平往往提前反映，并且相关受益的股票按照基建、交通运输、旅游消费的顺序可以轮炒很长时间，所以这类大项目的影响还是需要重视。在实体经济尚未确认复苏之前，我们认为事件性的机会将成为市场投资的热点。除了世博会和迪斯尼之外，区域与局部发生的事件也会是我们关注的主题机会。

自然灾害可能造成的影响

进入春季以后，我国的旱情加重。目前旱情主要集中于华北和中部省区。据国家防总统计，截至 2 月 3 日，北方冬麦区受旱面积 1.39 亿亩，重旱 4102 万亩，另外有 393 万人、194 万头大牲畜因旱发生饮水困难，全国作物受旱面积 1.46 亿亩，比往年多 4312 万亩。

本年度全国冬小麦播种面积约 3.3 亿亩，以此计算则受灾面积约 43%。

图：最新旱情状况



资料来源：长江证券研究部，公开信息

冬季北方干旱天气将主要影响冬小麦和玉米的生产和收获，从而造成相关农作物减产；由于小麦主要用来加工面粉、而玉米是大牲口主要饲料来源，二者减产必然造成中游行业原料成本的上涨。另一方面，严重干旱天气有可能直接造成牲畜饮水困难。但是有部分服务于农业的股票可能因此受益。

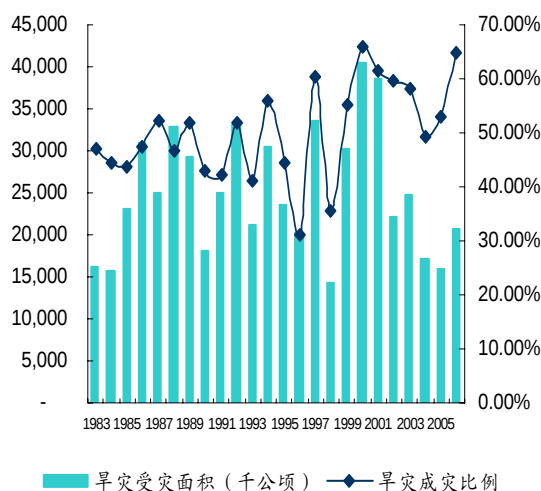
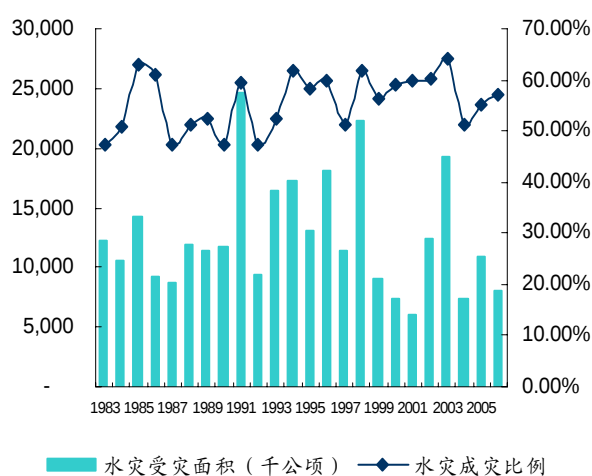
◆ 对作物价格影响

（1）受灾和成灾的区分

我国是水涝干旱多发国家，每年遭受水涝灾害和干旱灾害的农作物面积均超过播种面积 2 成；而真正对作物生长造成损害的（成灾）面积又需要再次基础上打个折扣。

图：水灾受灾和成灾

图：旱灾受灾和成灾



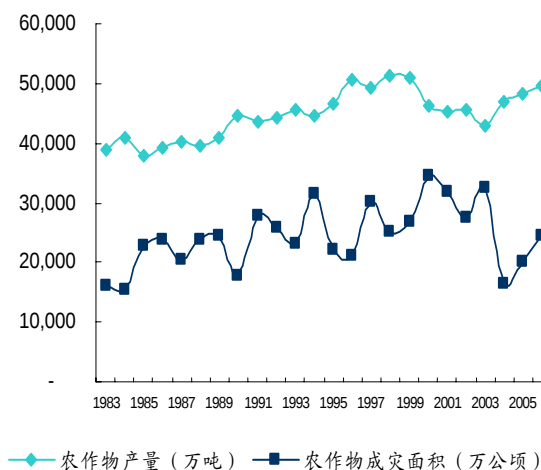
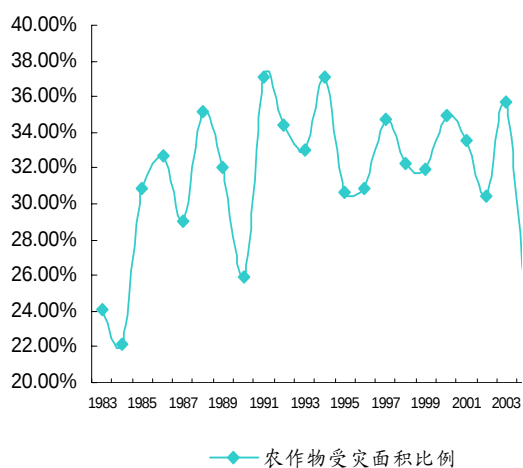
资料来源：长江证券研究部整理

（2）成灾和产量

农作物产量和成灾面积基本上呈现反向关系，但这一关系在 2004 年后出现明显变化，这或许同 2004 年起中央持续加大对农业的投入和关注力度有关。

图：历年农作物受灾面积比例

图：历年农作物产量和成灾面积



资料来源：长江证券研究部整理

(3) 农作物生长特性和产量

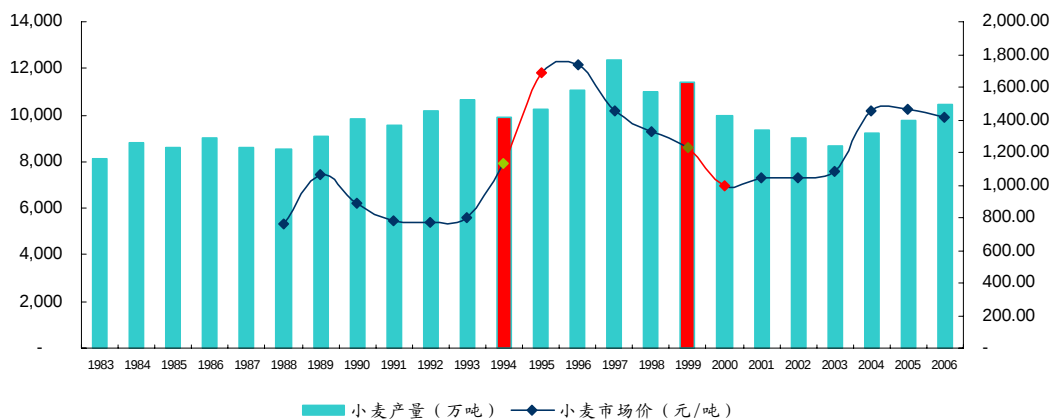
由于农作物自身生长特性，虽然成灾但若后期进行妥善照料有可能挽回损失。比如本次受灾的冬小麦，对天气最为敏感的时候是每年的5月份。小麦生成最为关键，对降水最为需要的时期是在5月初到5月中旬的抽穗一扬花阶段。当然，如果目前的小麦产区降水适时、光温条件较好，小麦出苗、分蘖及越冬状况好，也是利于小麦丰收。

(4) 农产品价格影响还应考虑国家储备

2008年我国约40%的小麦被国储收购，近年来国储粮状况也逐步改善。这部分储备粮，将能够在适当的时候用以弥补市场缺口。

综合而言，我们认为大旱或许会对夏粮丰产产生轻微影响，但不至于造成粮食短缺。当然，事态的严重性可能在3月份会更加明朗。正是因此，我们目前的判断只能是趋势性的判断，并且此基础上的潜在分析也是情景性的。

图：小麦受灾情况和当年及次年价格



注：1994和1999年冬小麦经历旱灾。其中1994年干旱，西南减产26.5%；1999年冻害和干旱，减产17.1%。

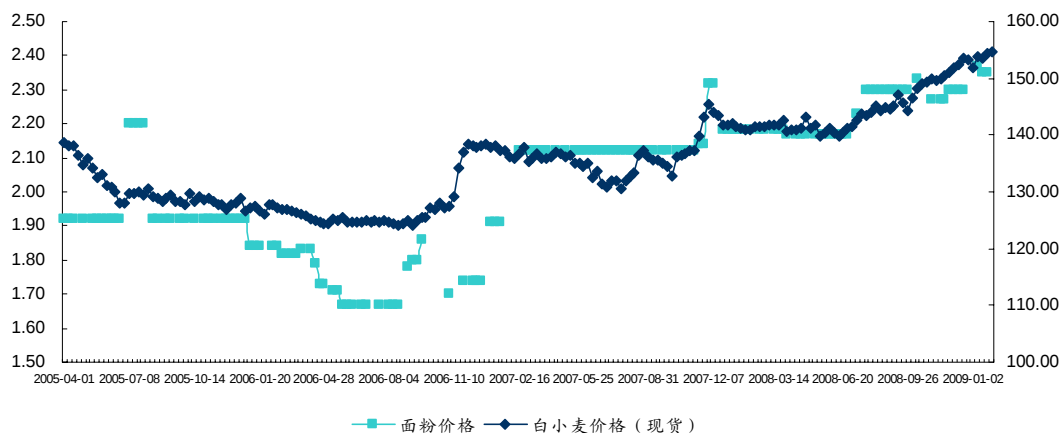
资料来源：长江证券研究部整理

◆ 对中游食品加工行业影响

(1) 对以面粉为主要原料的速冻米面食品行业的影响

速冻米面食品行业主要上市公司为三全食品，其主要产品速冻水饺中面粉成本约13.78%；速冻面点中面粉成本约27.56%（均为招股说明书披露2007H数据）。如果本次特大旱灾造成夏季小麦减产，则势必影响小麦价格；从而面粉价格将水涨船高。并且，三全食品恰好位于灾情严重的冬小麦主产区河南，若小麦价格上涨则三全可能直接受影响。

图：面粉和小麦现货价格（周数据）基本同步



资料来源：长江证券研究部

（2） 若旱情持续，对玉米从而大牲口饲料的影响

如若旱情持续，可能影响北方另一主要作物春玉米的种植。国内，玉米是主要的大牲口饲料之一。而饲料成本的上涨将推高畜牧业成本，从而影响整条肉类产业链。

（3） 持续干旱对畜牧养殖的影响

同水涝灾害类似，干旱天气也有伴生灾害，以疫病最为严重。根据国家防总披露的数据，目前 194 万头大牲口缺水尚不严重。但如果旱区发生动植物疫病，将可能带来更大危害。

投资参考：2009 年黄金可能存在重要的投资机会

黄金天生是一种特殊的金属品种，其既有商品属性又有金融属性，比较来看，黄金的金融属性要更加突出。

黄金不同于其他基本工业金属，它不是用来消耗的，而是主要用来储备的。2007 年全球地表黄金存量约 3.39 万吨，约为每年黄金产量的 14 倍。不管黄金怎样的被“非货币化”，但黄金依然是硬通货，是重要的金融资产和保值手段以及投资工具。金融属性对黄金价格来说影响更大。

从金融属性来看，黄金价格受美元走势、全球通胀率、避险保值需求因素影响较大。

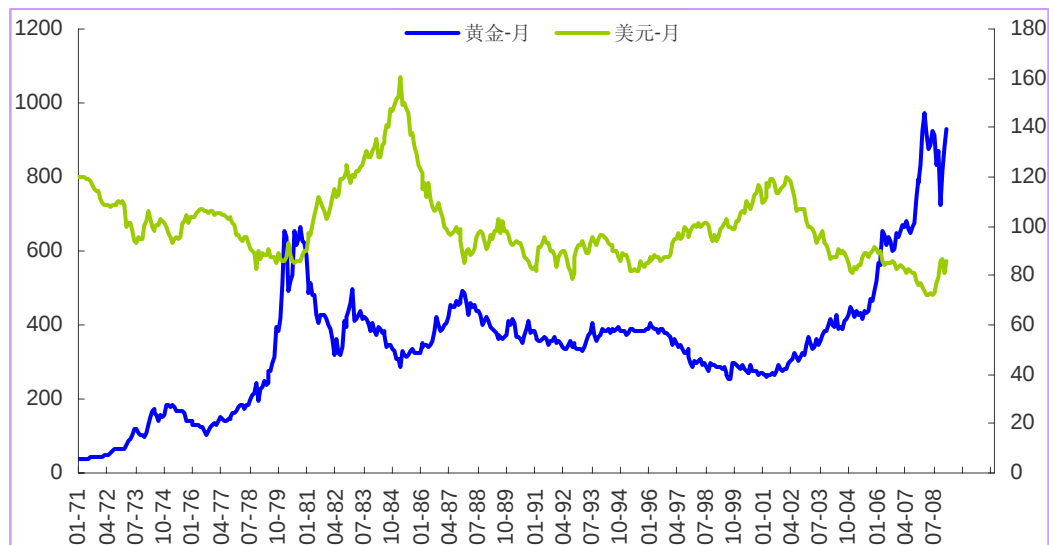
我们对黄金后期价格走势仍有积极的预期。

影响黄金价格的几个因素

（1） 美元汇率与黄金价格负相关

美元走势对黄金价格较大的负相关影响，这主要表现在两个方面，一方面是美元的标价效应，另一方面是投资替代效应。以美元标价的黄金随着美元的贬值，价格相应上升。另一方面黄金可以作为美元资产的替代投资工具。从近 30 年的历史数据统计来看，美元与黄金保持的大概 80% 的负相关关系，因此美元走势对黄金价格的走势具有重要的影响。

图：黄金价格和美元走势近 10 年来保持 80%以上的负相关



资料来源：彭博资讯，长江证券研究所

（2）通货膨胀率与黄金价格正相关

黄金作为典型的保值品，也受通货膨胀的影响。从历史走势来看，金价与通货膨胀率保持较高的正相关度。

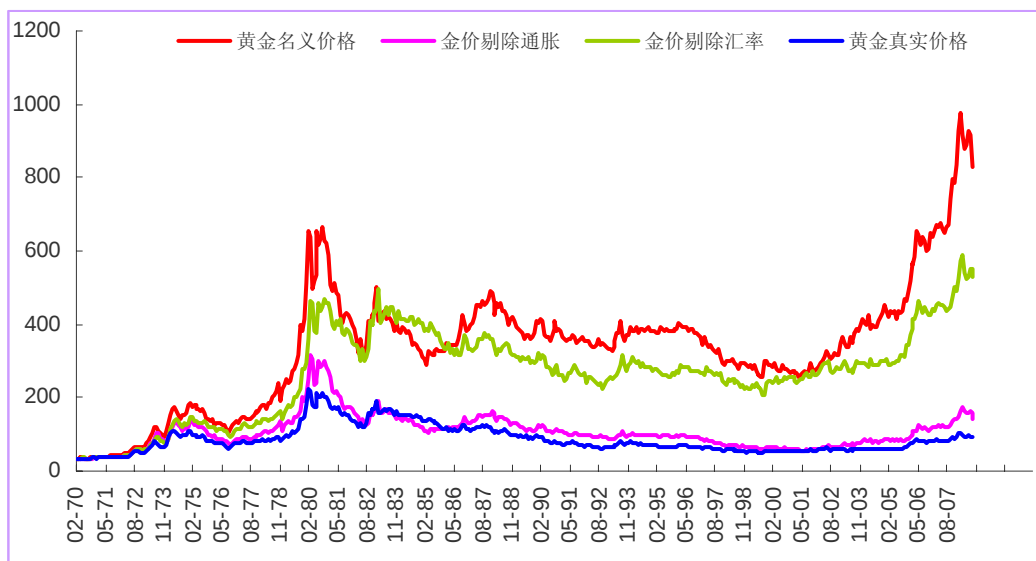
我们认为面临如此严重的金融危机，各个政府纷纷注入大量流动性来挽救经济。大量的流动性注入给未来全球进一步的通货膨胀埋下祸根。但在目前经济出现大幅下滑的情况下，两弊相较取其轻，使得政府对于未来可能出现滞胀的容忍度有所提高。因此虽然短期整个全球经济仍处于紧缩，但大量的流动性注入将使得未来全球可能出现大幅的通货膨胀。

图：黄金价格与通货膨胀率走势比较一致



资料来源：彭博资讯

图：黄金剔除通胀之后的真实价格



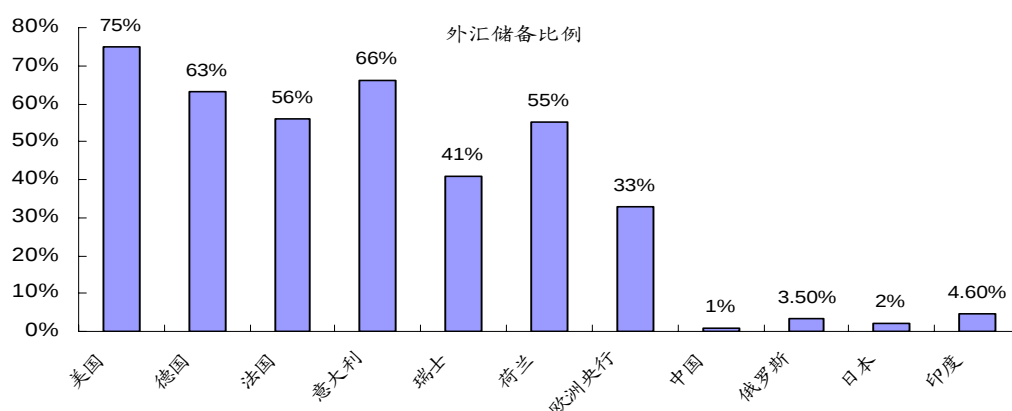
资料来源：彭博资讯

（3）避险保值需求对黄金价格影响很大

此外，避险和保值对黄金价格影响也很大。当国际局势处于动荡时，黄金的避险功能就显现出来。1980年的黄金价格暴涨其中一个重要原因是当时局势不稳，1979年11月发生了伊朗挟持美国人质事件，12月苏联入侵阿富汗，从而使得金价每日以30-50美元速度飙升。而目前大量货币超发所引起的货币贬值也将刺激黄金作为保值的避风港而受到追捧。

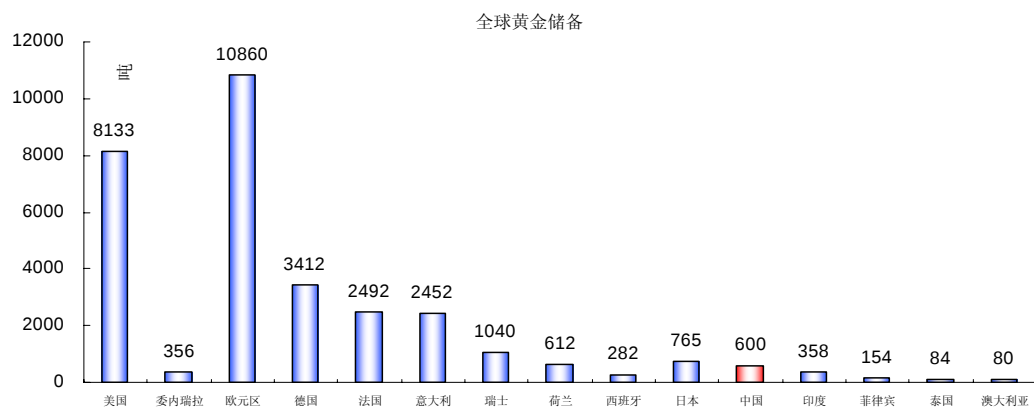
在目前经济衰退，全球经济格局、货币体系有点混乱的情况下，那些以美元为主要外汇储备的国家（尤其是亚洲国家向中、印、俄、日）有可能调整外汇储备结构，增加黄金储备比例。

图：各国黄金储备比例情况



资料来源：国际货币基金组织统计报告

图：全球央行黄金储备情况（2008 年底）



资料来源：彭博资讯，GFMS

我们现在对于黄金的看法

我们总体上认为黄金价格后期仍将有上涨的预期。这主要基于以下的思考：

虽然前面是单独的去分析每个因素对黄金的影响方向，但实际上黄金价格走势是几种因素共同作用的结果。在一般的情况下，黄金价格与美元负相关，但当投资避险保值需求起作用时，黄金价格有可能与美元不出现负相关现象。春节期间黄金价格的上涨就伴随着美元的没有反向下跌（09年春节的此轮金价上涨源于对英镑和欧元的信心危机）。未来我们看好黄金价格的一个重要原因就是投资避险需求因素有可能成为推动金价上涨的主要动力。

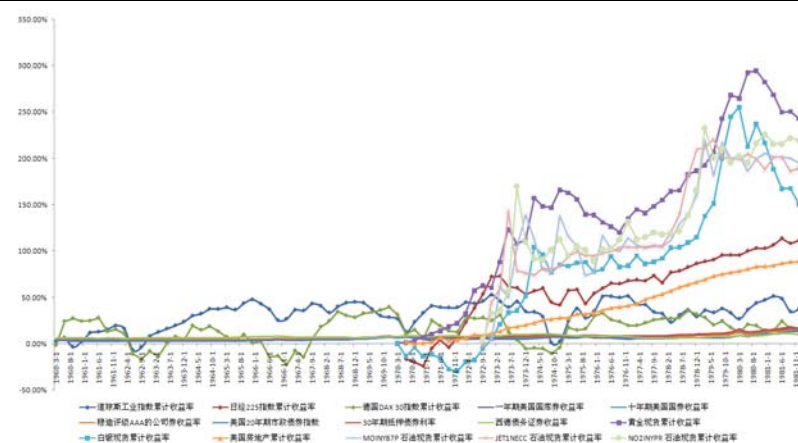
09年全球经济将继续经历金融危机的冲击，各国政府为了尽快挽救和刺激经济，不顾未来出现通胀的可能，大量超发货币，降低利率，这可能导致后期流动性出现泛滥，货币也有贬值的风险。而经济的下行期也使得过多的流动性无法寻找除了黄金之外更好的投资标的（见下表）。上述几个因素可能使得未来金价出现一定的上涨。

表：上世纪 65-75 年间各类资产收益波动情况对比：长波衰退期中贵金属的表现要优于股市和债市，但若经济出现见底回升，则这类投资品的收益率会下降。

标的资产指标	时间区间	月度波动率 (%)	季度波动率 (%)	年度波动率 (%)
道琼斯工业指数	1965~1975	4.34	7.51	15.03
日经 225 指数	1970~1975	5.82	10.07	20.15
德国 DAX30 指数	1965~1975	5.08	8.79	17.58
1 年期美国国债	1965~1975	6.32	11.00	22.00
10 年期美国国债	1965~1975	3.15	5.46	10.92
穆迪 AAA 公司债	1965~1975	1.86	3.22	6.43
20 年美国市政债	1965~1975	3.66	6.33	12.67
30 年美国抵押债	1971~1975	1.73	3.00	6.00
西德债务证券	1965~1975	2.16	3.75	7.50
黄金现货	1970~1975	60.85	105.40	210.80
白银现货	1970~1975	46.39	80.35	160.70
NOIMY87P 石油	1972~1975	39.57	68.54	137.08
JET1NECC 石油	1973~1975	31.09	53.85	107.70
NO2INYP 石油	1972~1975	37.08	64.23	128.46
美国房地产市场	1970~1975	1.09	1.88	3.77

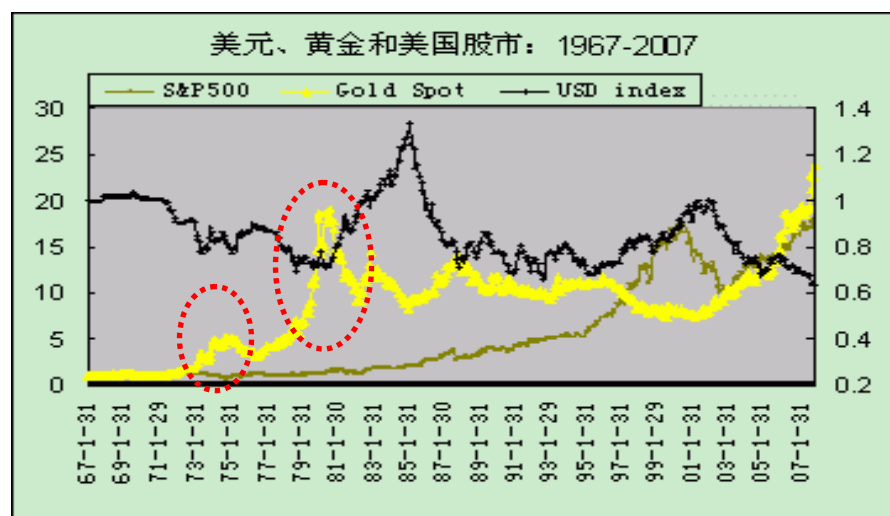
资料来源：彭博资讯，长江证券研究部

图：上世纪 60 - 80 年代各类资产收益对比：长波衰退期中贵金属的表现要优于股市和债市，但若经济出现见底回升，则这类投资品的收益率会下降。



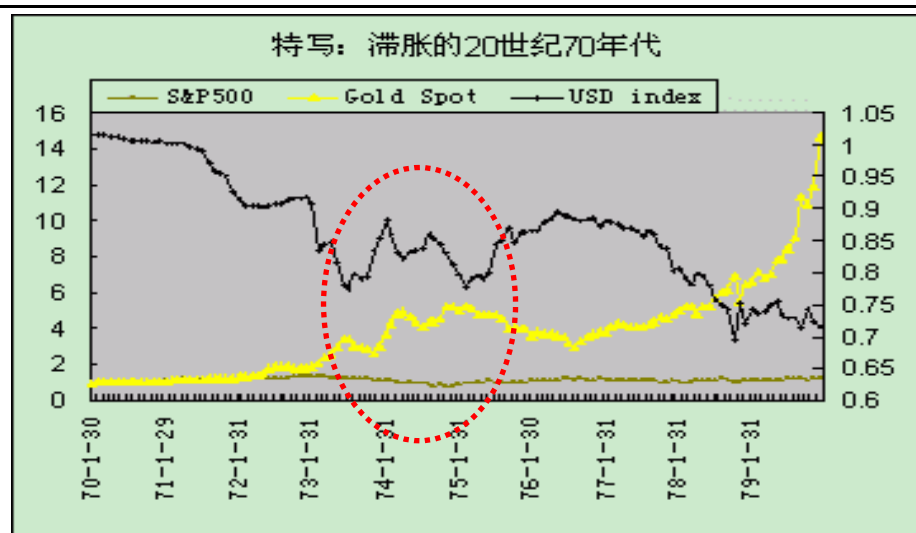
资料来源：彭博资讯，长江证券研究部

图：美元、黄金和美国股市（1967~2007）：在 73~81 年的两次危机中，黄金都有表现



资料来源：长江证券研究部

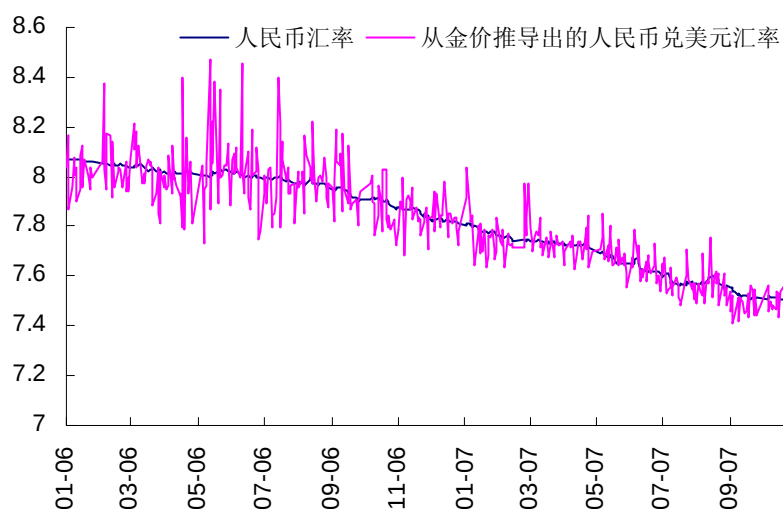
图：滞胀的 70 年代



资料来源：长江证券研究部

此外，国内金价也将因人民币预期后期不会对美元出现大幅升值而消除因汇率变动对国内金价的压制作用。通过我们的研究发现，国内金价除了反映国际金价走势，还受汇率变动的影响。人民币兑美元的升值幅度与国际和国内金价相差幅度完全相符，未来我们预期人民币对美元将不太可能出现大幅升值将打消汇率变动对国内金价上涨的压制顾虑。

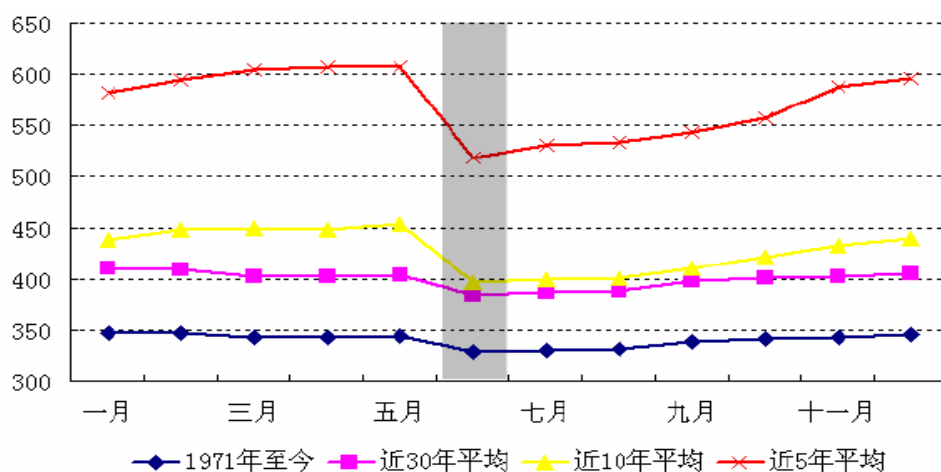
图：人民币汇率与从金价推导出汇率走势非常一致说明人民币预期对美元的停止升值将使国内金价上涨的压制顾虑消除



资料来源：彭博资讯 长江证券研究部

此外，我们分析了黄金价格在过去将近 40 年的价格走势，发现黄金价格在一般在 6 月份会出现一年中的最低点。而 1~5 月份金价很少出现大跌。

图：黄金价格走势的季节性特点 在 1~5 月份黄金价格很少下跌，一般 6 月份是低点



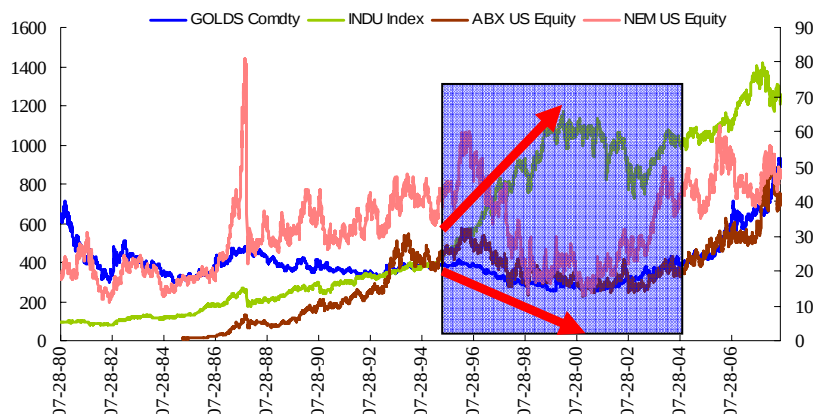
资料来源：彭博资讯 长江证券研究部

金价与黄金股票

如果我们对黄金的上涨预期有可能实现的话，在经济衰退期，我们还需考察“黄金股票的走势到底是跟随股票大盘走势紧密还是与金价走势紧密”？

我们考察了黄金价格与美国道琼斯指数与具有代表性的两支黄金股票Barrick和Newmont的走势对比。在黄金价格与道琼斯指数走势出现方向性差别的时候，我们发现总体上，两支黄金股票走势主要还是跟随金价走，而脱离大盘走势。

图：总体上两支黄金股票相对大盘走势，与金价走势更加紧密



资料来源：彭博资讯 长江证券研究部

重点行业上市公司

山东黄金

- 公司 08 年完成定向增发之后，资源储量和产量都有大幅提升。储量从 80 吨提高到 168 吨，自产金量从 5.5 提高到 16 吨。
- 公司未来仍有储量增加的预期。公司目前的储量 165 吨，大股东山东黄金集团仍有 160~170 吨黄金储量，我们预计后期公司在适当的时候，将继续收购大股东的黄金资产。此外，前期山东又发现 103 吨金矿，在焦家金矿成矿带深部，因为一个矿区一般的只有一个采矿证，因此我们预计公司收购此矿优势还是非常明显。我们在不考虑继续资产收购的情况下，预计公司 08、09、2010 年产量将达到 16.3 吨、18 吨和 21 吨。
- 正如前面所述，我们对黄金后期走势后期仍有积极的预期。
- 基于对金价的上涨预期以及公司储量和产量仍维持扩张趋势，因此我们仍然看好后期股票价格的走势。我们预计公司 080910 年 eps 分别为 1.88 元、2.46 元和 3.32 元。给予“推荐”评级。

表：山东黄金业绩敏感性分析

		金价						
		170	180	190	200	210	220	230
自产黄金产量	16.00	1.52	1.85	2.19	2.53	2.87	3.20	3.54
	16.30	1.55	1.89	2.23	2.58	2.92	3.26	3.61
	17.00	1.61	1.97	2.33	2.69	3.04	3.40	3.76
	18.00	1.71	2.09	2.46	2.84	3.22	3.60	3.98

	19.00	1.80	2.20	2.60	3.00	3.40	3.80	4.20
	20.00	1.90	2.32	2.74	3.16	3.58	4.00	4.42
	21.00	1.99	2.43	2.88	3.32	3.76	4.20	4.65

资料来源：长江证券研究所

表：山东黄金现有矿山基本情况

金矿	金金属量(t)	矿石品位(g/t)	黄金年产量(t)	权益比例%	所在位置
新城金矿	42	4.3	2.25	100	山东莱州
焦家金矿	28	3.45	1.75	100	山东莱州
金洲金矿	12	5.02	1.45	51	山东乳山
金仓金矿	58	4.1	3.52	100	山东莱州
三山岛金矿	11.5	3.22	1.17	100	山东莱州
玲珑金矿	6.9	7.17	1.51	100	山东招远
沂南金矿	0.6	2	0.54	100	山东临沂
鑫汇金矿	8.1	4.53	0.97	100	山东青岛
总计	167.1		13.16		

资料来源：长江证券研究所

中金黄金

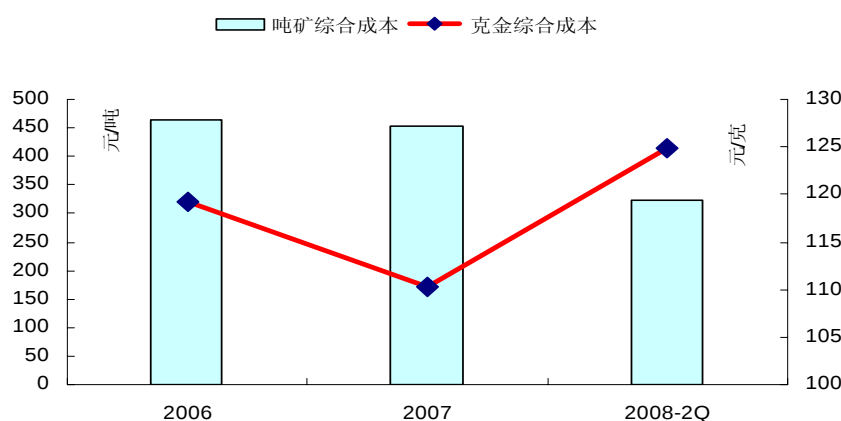
- 我们认为公司未来两年随着陕西太白、河南金源、凤山天成等在建项目的逐步达产，在不考虑未来资产注入的情况下，公司矿产金产量未来2年仍将持续增长。

- (1) 陕西太白3000吨/日选厂改扩建工程，设计规模为3000吨/日，项目总投资5700万元，建设期半年。预计08年底将投产。此扩建项目前4年将主要采用原堆积的低品味尾矿，(400万吨，3000吨扩产每年大概处理100万吨尾矿。)4年之后将采用周边新发现的新原矿。该项目投产约年新增黄金产量300~400公斤。
- (2) 河南金源3000吨改扩建项目总投资为3.1亿元，达产后将年生产黄金1.686吨(增加0.634吨)，项目预计09年中期完成。
- (3) 凤山天成金牙金矿1000吨采选项目，项目总投资9277万元，投产后预计年增金产量1.226吨，预计09年上半年投产。
- (4) 河北峪耳崖金矿低品位堆浸项目。项目总投资13,960万元，投产后年增加黄金0.424吨，该项目2009年初投产。
- (5) 苏尼特金曦3000吨采选项目设计产能3吨，预计09年10月投产。

考虑到五龙矿业公司停产一段时间的影响，我们预计08、09、10年公司矿产金产量将分别达到11.7吨、16吨和20吨。

- 在储量方面，公司一方面加大自有矿山的探矿力度，增加储量，一方面也将继续对外扩张，收购资源，包括集团的矿山。按照之前公司的公告，大股东后期仍有一部分矿山将在适当时候注入公司。除了甘肃阳山矿目前集团控制了162吨（预计总储量308吨，远景储量500吨），预期注入公司的集团13家金矿预计资源量约为223吨，06年产量在6.44吨。因此，我们认为，公司未来3年资源储量将持续增加。
- 正如前面所述，我们对黄金后期走势后期仍有积极的预期。
- 基于上述几个原因，我们看好公司未来的发展趋势。我们预计公司08、09、10年的eps为1.31元、1.78元和2.21元，维持“推荐”评级。

图：中金黄金成本情况



资料来源：公司资料

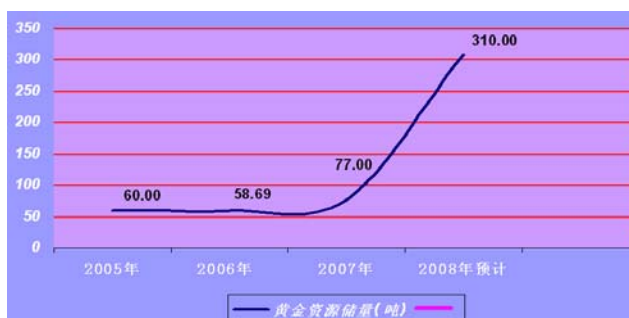
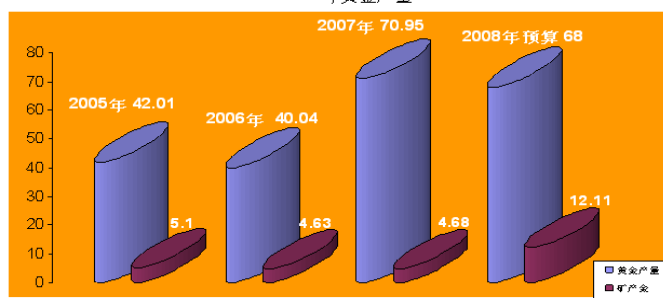
图：集团拟注入资产情况



资料来源：公司资料

图：公司黄金产量（左）及黄金资源储量情况

2005-2008年黄金产量



资料来源：公司资料

表：中金黄金业绩敏感度分析

	170	180	190	200	210	220	230
12.00	0.83	1.08	1.33	1.58	1.83	2.08	2.33
14.00	0.97	1.26	1.55	1.84	2.14	2.43	2.72
16.00	1.10	1.44	1.77	2.11	2.44	2.77	3.11
18.00	1.24	1.62	1.99	2.37	2.75	3.12	3.50
20.00	1.38	1.80	2.21	2.63	3.05	3.47	3.89
22.00	1.52	1.98	2.44	2.90	3.36	3.81	4.27

资料来源：长江证券研究所

表：国际黄金企业储量产量和成本情况

	储量(吨)	产量	成本
Barrick	2566 (07 年底数据)	251	77 元/克 (现金成本)
Newmont	2691 (07 年底数据)	192	87 元/克(直接开采和加工成本)
中金黄金	310 (08 年中期)	12.1 (08E)	---
山东黄金	165 (08 年中期)	16.5 (08E)	---
紫金矿业	663.25 (08 年中期)	24.8 (08E)	---
招金矿业	150 (07 年底数据)	10.4 (08E)	---

资料来源：barrick、newmont，长江证券研究部

表：国际矿业公司估值水平

国际矿业公司-公司名称		PE		PB		EV/EBITDA	
		08	09	08	09	08	09-
黄金		32.27	28.72	2.24	2.04	14.47	12.53

巴里克 Barrick	37.08	20.08	20.77	1.98	1.81	10.82	10.45
纽蒙特 Newmont	39.99	19.99	20.72	2.21	1.98	10.24	9.25
Goldcorp	29.55	48.84	54.12	1.53	1.50	19.01	20.03
Kinross	21.49	42.61	25.91	2.07	1.97	18.42	12.34
Newrest	30.22	29.86	22.09	3.42	2.93	13.87	10.60

资料来源：彭博资讯

注：以上资料来源为长江证券研究部有色金属行业分析师葛军。

分析师介绍

张凡，北京航空航天大学理学学士，上海财经大学金融数学硕士，现为长江证券研究部高级策略分析师，研究领域为国际市场与市场策略，选股与对冲策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
隋立勇	销售经理	(8621) 33130450	13564994177	suily@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。