

2010年9月10日

# 黄金行业

## 全球黄金需求总览

# 增持

尽管今年截至目前黄金价格已上涨了 14%，但我们仍对金价走势持看涨观点，并且认为当前的价格水平没有太大的下行空间。印度和中国的传统节日即将到来，这将推升短期首饰需求，因此中短期内黄金板块仍是较为安全的选择。我们看好与金价走势相关性较高且盈利和产量增长潜力较大的黄金股。招金矿业和瑞金矿业仍是我们在香港上市黄金股中的首选股票。

### 支撑评级的要点

- 中短期内金价走势良好；
- 3、4 季度是黄金首饰需求的传统旺季；
- 估值仍具吸引力。

### 首选买入

- 招金矿业和瑞金矿业。

乐宇坤\*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300200010044

\*徐志杰为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

今年黄金需求依然旺盛

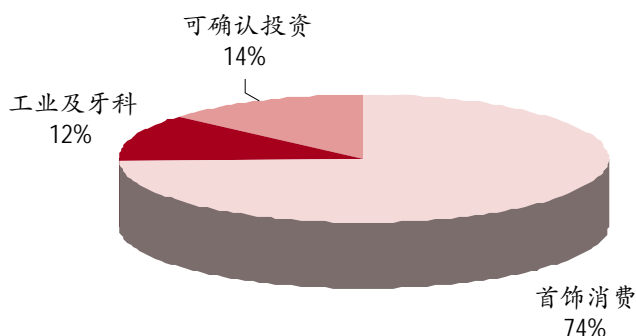
### 需求前景如何？

根据世界黄金协会(WGC)最新发布的黄金需求走势报告，今年年底前黄金需求仍将保持旺盛。中国和印度两个最大的新兴市场仍是推动黄金需求增长的主要动力来源(特别是首饰需求)。经济大环境方面，全球经济复苏的速度仍存在不确定性，因此作为“安全港”，对黄金的投资需求依然强劲。全球经济复苏面临的不确定性主要包括高失业率、消费者信心不足、大量公共债务、以及从长期来看，各国政府过于宽松的货币政策可能导致通胀等，所有这些因素都会推升对黄金作为通胀对冲的需求。

从需求角度来看，我们认为，由于全球经济仍存在不确定性，短期内投资需求将超过首饰需求成为主要的需求增长动力。上半年，投资需求占到了全球黄金总需求的40%，比例明显超过08年的30%、06年的20%和04年的14%。

8月，中国政府出台了《关于促进黄金市场发展若干意见》。该文件可能使中国人通过购买投资工具及珠宝首饰持有黄金的需求上升，但是我们认为，这是一个较为长期的发展规划，规划进行任何修订不会对短期金价产生很大影响。从短期来看，市场可能对中国是否会增加黄金储备更为关注，目前，黄金仅占中国全部外汇的1.6%，而为了使外汇储备除美元以外更加多样化，中国可能会增加黄金储备。

图表 1. 2010 年上半年黄金需求构成



资料来源：世界黄金协会、中银国际研究

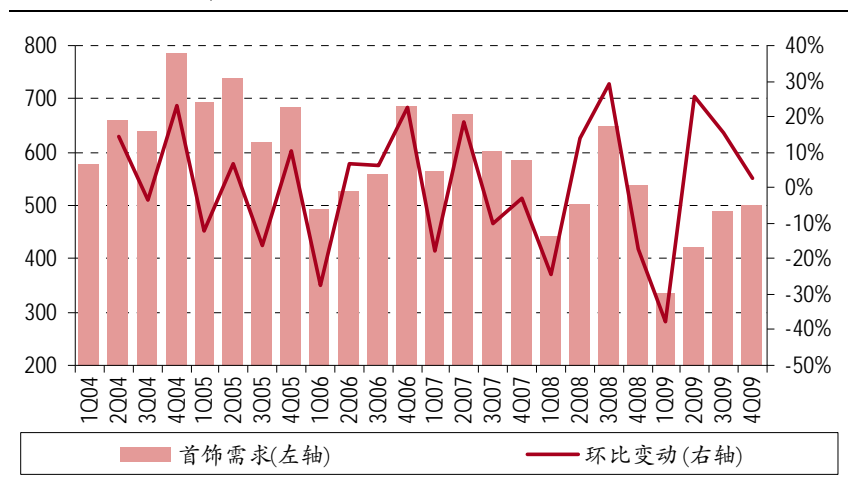
印度和中国市场将推升珠宝需求

### 3、4 季度节日效应将推升黄金首饰需求

3、4 季度是黄金首饰需求的传统旺季。10-11 月期间，印度将迎来结婚旺季和排灯节，而中国人通常也会在农历新年期间购买黄金首饰。2004-2009 年间，3、4 季度全球黄金珠宝需求平均比上半年高出 13%，特别是在 08-09 年，下半年珠宝需求格外强劲，印度和中国的黄金珠宝需求分别比上半年高出 69% 和 7%。

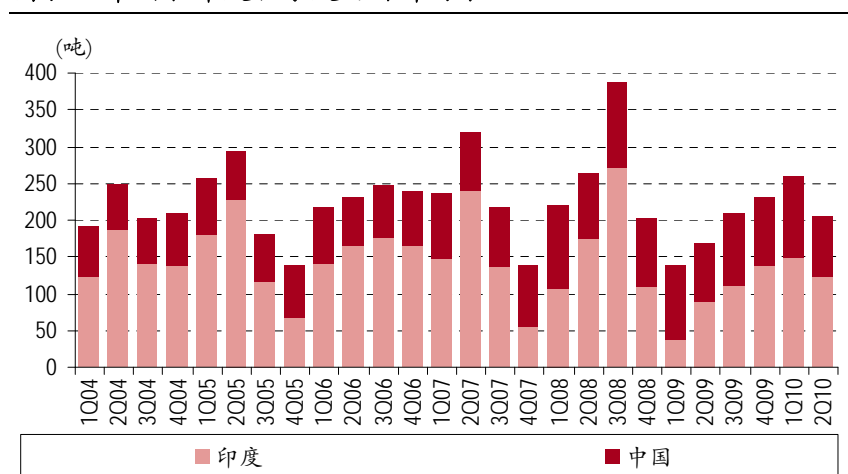
我们认为，当前的较高金价不会影响人们在 3、4 季度购买珠宝的热情。09 年 3、4 季度，平均金价达到了 1,031 美元/盎司，比今年上半年高出 12%，但印度和中国的黄金珠宝需求仍分别比今年上半年高出 103% 和 10%。

图表 2. 全球首饰需求



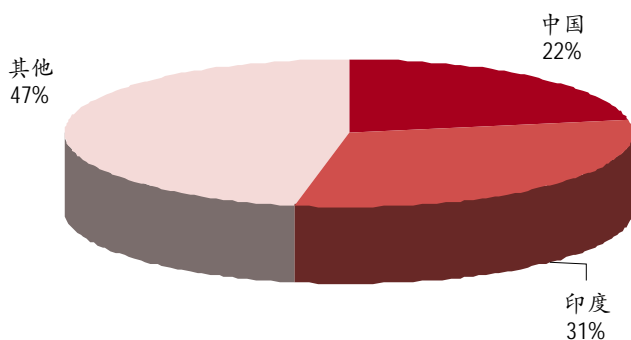
资料来源：世界黄金协会、中银国际研究

图表 3. 中国和印度各季度的首饰需求



资料来源：世界黄金协会、中银国际研究

图表 4. 2010 年上半年全球首饰需求



资料来源：世界黄金协会、中银国际研究

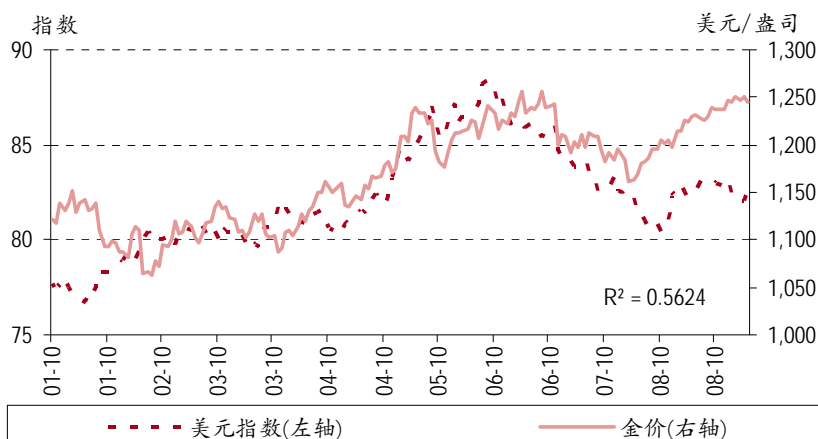
欧洲和美国经济的不确定性推  
升了黄金投资需求

### 黄金是“安全港”

今年年初以来，黄金价格已上涨了 14%，由于经济形势仍充满不确定性，因此黄金作为“安全港”和保值工具格外受到青睐。美国经济复苏的步伐、高失业率、政府债务以及宽松的货币政策可能导致通胀仍是投资者担心的主要问题。2010 年，金价和美元指数之间的相关系数为 0.56。我们并未看到美国经济有明显的回升迹象（最新的失业率仍高达 9.6%），因此投资者担心为避免出现“双谷衰退”，美联储不得不进一步加速货币扩张。而美国政府加速货币扩张可能导致的通胀风险（尽管可能是长期的）将会对金价产生正面影响。

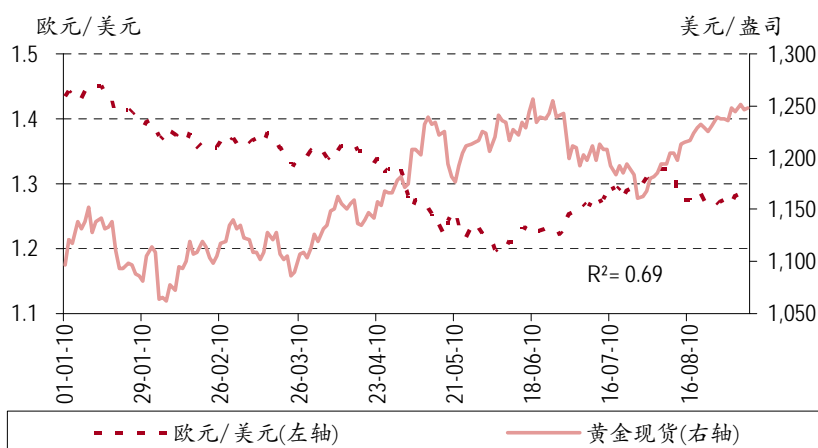
今年截至目前，金价与欧元之间的相关系数高达 0.69。由于上半年欧洲经济形势恶化，因此欧洲投资者大量购买黄金作为避险工具。世界黄金协会最新发布的黄金需求走势报告显示，今年 2 季度，欧洲个人投资需求环比上升了 115%，占全球总个人投资需求的 35%，是 09 年 1 季度（当时，全球金融危机引发投资者大量购买黄金避险）以来的最高水平。欧洲较高的公共债务以及经济增长动力不足使得欧洲经济形势仍然面临不确定性，因此作为避险投资工具，黄金需求可能进一步上升。

图表 5. 金价与美元指数



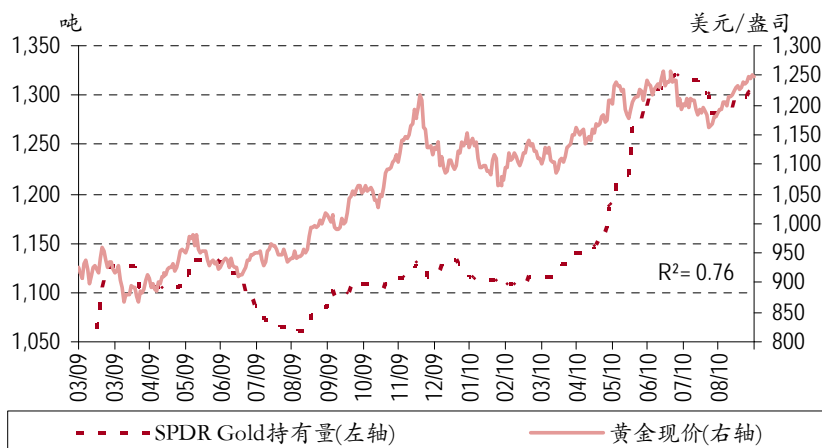
资料来源：彭博、中银国际研究

图表 6. 金价与欧元/美元



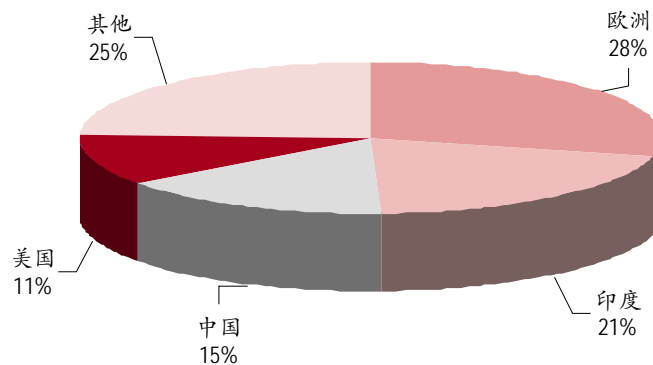
资料来源：彭博、中银国际研究

图表 7. 金价与 SPDR Gold



资料来源：彭博、中银国际研究

图表 8. 黄金投资需求构成 (2010 年上半年)



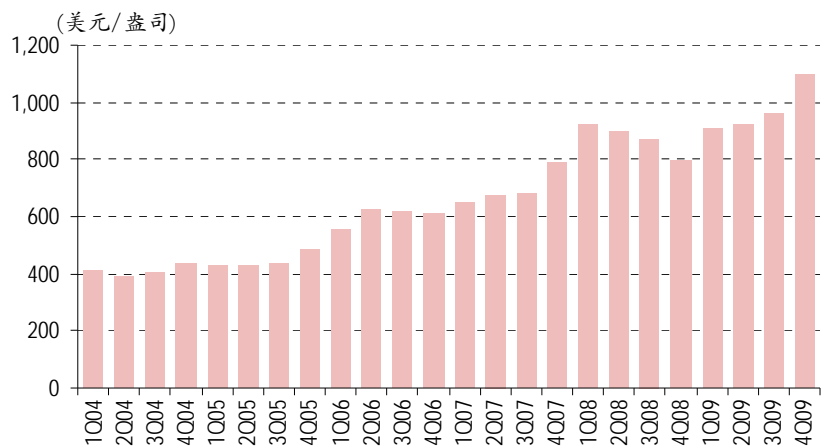
资料来源: 世界黄金协会、中银国际研究

### 料 4 季度金价走高?

2010 年 4 季度金价将受到强劲支撑

受到珠宝需求和某些时期投资需求(例如 09 年 4 季度)走强的刺激, 通常 4 季度金价会受到强劲的支撑。从 2004 年开始, 4 季度黄金价格平均环比上涨 7%。我们认为今年 4 季度这一趋势将持续, 因为来自于中国和印度的珠宝需求、欧洲和美国的投资需求将为金价提供支撑直至 2011 年。我们认为金价较目前水平下滑的空间有限。

图表 9. 平均季度金价



资料来源: 彭博、中银国际研究

中国将开放国内黄金市场

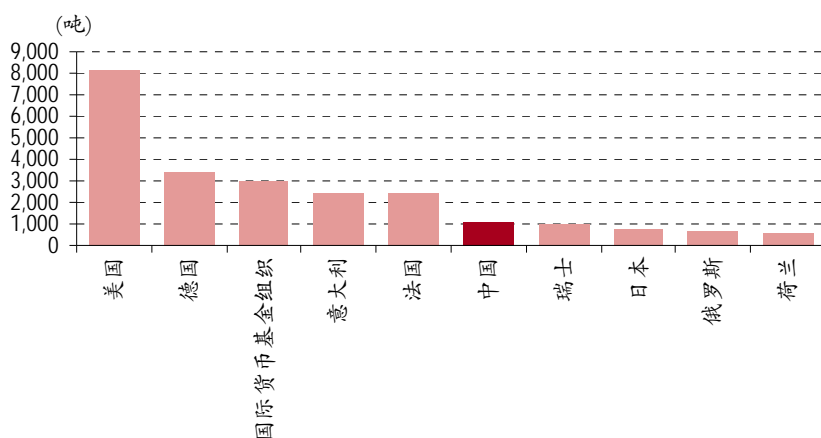
## 中国黄金市场的发展是否是核心动力？

中国人民银行和其他五部委联合发文，共促我国黄金市场健康发展，要点包括以下几方面：

- 向大型金锭生产商提供金融支持，扶持海外投资；
- 国内商业银行对黄金企业要按照信贷原则扩大授信额度，为具备条件的企业发放并购贷款；
- 支持国内黄金企业发行企业债券，降低企业融资成本；
- 扩大黄金的进、出口量；符合要求的商业银行可进一步发展黄金租赁市场，扩大实物黄金的供应渠道；
- 优化政策，促进国内黄金市场的发展；
- 强化沟通与协调，加强黄金市场的监管。

我们认为黄金市场的发展计划还处在初级阶段，因此短期内不会对金价产生任何重大影响。我们关心近期内中央政府是否会提高黄金储备(目前为 1,064 吨，仅占持有总储备的 1.6%)。我们认为，黄金储备量的提高将成为助推未来金价的动力。

图表 10. 央行持有黄金储备



资料来源：彭博、中银国际研究

### 短期内市场看多黄金

## 我们对 2011 年的预测

在过去十年中，金价仅在 2000 年经历了 6.7% 的下滑，从 2000-2009 年的年均复合增长率达到 14.3%，不管在低潮还是高峰，无论前景是否明朗，金价始终都保持了积极的增长态势。我们认为，全球金价恢复将推动珠宝需求升温，同时由于黄金安全的投资特性，任何经济衰弱的迹象都会导致投资需求升温。根据彭博预测，平均金价将达到 1,214 美元/盎司，最乐观的预期高达 1,600 美元/盎司。我们预计 2011、2012 年金价将分别达到 1,195 美元/盎司和 1,205 美元/盎司。

图表 11. 中银国际和市场金价预测之比较

(美元/盎司)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
中银国际研究预测	1,170	1,195	1,205	1,150	1,000
彭博预测(中值)	1,214	1,214	1,187	1,177	1,023

资料来源：彭博、中银国际研究预测

## 首选股票

在香港上市的黄金类个股中，我们最看好招金矿业和瑞金矿业，因为它们与金价变动的关联度最高，同时 2010-11 财年的产量和盈利增长可见性很高(详情请参见我们于 8 月 25 日和 9 月 1 日分别出版的招金矿业和瑞金矿业报告)。

图表 12. 估值比较-香港上市黄金类个股

公司	股票代码	评级	股价 (港币)	市盈率(倍)		企业价值/息税 折旧前利润(倍)		股价/现金流(倍)		股息率(%)		股价/净资 产值
				2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
国际资源	1051.HK	买入	0.43	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0.0	0.0	0.9
瑞金矿业	0246.HK	买入	12.18	11.82	10.86	6.92	6.29	9.37	10.32	0.0	0.0	0.8
招金矿业	1818.HK	买入	20.75	20.40	19.03	14.12	12.94	15.92	14.24	1.93	2.26	1.6
紫金矿业	2899.HK	卖出	5.78	14.80	12.71	11.05	9.51	9.61	8.78	2.73	3.73	1.5
<b>均值</b>				<b>15.67</b>	<b>14.20</b>	<b>10.70</b>	<b>9.58</b>	<b>11.63</b>	<b>11.11</b>	<b>1.17</b>	<b>1.50</b>	<b>1.2</b>

资料来源：彭博、中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 9 月 8 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为卖出或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或卖出)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话:(8621) 6860 4866  
传真:(8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话:(8610) 6622 9000  
传真:(8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话:(4420) 7022 8888  
传真:(4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话:(1) 212 259 0888  
传真:(1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371