

行业研究/动态点评

2019年02月19日

行业评级:

有色金属 增持 (维持)  
基本金属及冶炼II 增持 (维持)

**李斌** 执业证书编号: S0570517050001  
研究员 libin@htsc.com

**孙雪琬** 执业证书编号: S0570518080006  
研究员 0755-82125064  
sunxuewan@htsc.com

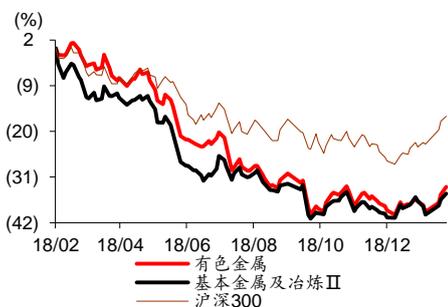
**邱乐园** 执业证书编号: S0570517100003  
研究员 010-56793945  
qiuleyuan@htsc.com

**江翰博** 010-56793962  
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1 《有色金属: 行业周报 (第七周)》2019.02
- 2 《有色金属: 客观论钴锂, 试判中期拐点》2019.02
- 3 《有色金属: 行业周报 (第五周)》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 金银比维持高位, 静待白银需求转暖

### 当前金银比持续维持高位, 静待白银需求复苏

现阶段金银比维持高位, 我们认为未来处于高位的金银比有望以银价涨幅大于金价修复。但 04 年后主导白银价格变动的要素开始由金融属性转变为工业商品属性, 出现了结构性的转变, 因此银价超越金价涨幅并修复处于高位的金银比需要白银的供需格局向好支撑。根据 CRU 和路透的分析, 白银在光伏中的应用占比已经超过 30%, 但是单耗在下降; 新能源汽车作为新增需求在增加, 但基数低。我们认为库存作为相对高频的数据, 04 年之后每次金银比修复都出现了白银库存的下降, 预示工业需求转好。据 wind, 2019.2.19 白银库存仍处于高位, 我们认为当前白银需求向好仍未见起色。

### 2004 年后白银的工业商品属性开始高于其金融属性

白银、黄金相较其他金属具有较强金融属性, 但与黄金相比, 白银自 04 年后全球工业用银产量开始超越零售投资和珠宝生产的用银产量, 我们认为 04 年后主导白银价格变动的要素开始由金融属性转变为工业商品属性, 出现了结构性的转变。据 GFMS, 1990-04 年期间, 全球工业用银年产量均值为 3.16 亿盎司低于零售投资和饰品生产的用银年产量均值 4.77 亿盎司; 2005-10 年期间, 全球工业用银年产量均值为 4.55 亿盎司高于零售投资和饰品生产的用银年产量均值的 3.92 亿盎司。据 GFMS, 2011-17 年期间, 全球工业用银需求量已显著高于饰品用银和投资用银的需求量之和。

### 2004 年后白银供需格局的改善开始影响并加剧银价上涨幅度

从白银供需格局的角度来看, 自 2004 年全球工业用银产量开始超越零售投资和珠宝生产的用银产量后, 白银供需格局的改善开始影响并加剧银价上涨幅度。据 GFMS, 1990-2004 年期间, 供需格局的改善未对银价上涨起到明显的驱动作用。2005-2017 年期间, 出现了两次白银供需格局从供给过剩转变为供不应求, 白银价格均出现显著上涨; 第一次发生在 05-08 年期间, 期间银价由低点至高位涨幅约 222%, 第二次是在 09-11 年期间, 银价由低点至高位涨幅约 282%。

### 后续若金银比高位回调, 白银价格具有较强弹性

自 1971 年布雷顿森林体系解体后, 黄金价格和白银价格比例 (金价/银价) 的波动率开始显著提升。据 Bloomberg 数据, 我们统计了 1950.01-2019.02.08 期间现货黄金价格和现货白银价格的比例, 我们发现不同时期金银比的峰值不同, 且金银比达到所处时期的峰值时, 该比例会进行回调。我们统计了上述期间金银比达到峰值后出现较为显著的回调期间 (幅度 18% 以上, 共 17 个阶段) 黄金和白银的价格走势变化, 我们发现所有 17 阶段, 当金银比在高位出现显著回调后, 无一例外均是白银价格涨幅大于黄金价格, 17 个阶段的白银涨幅均值为 98%, 黄金为 16%。

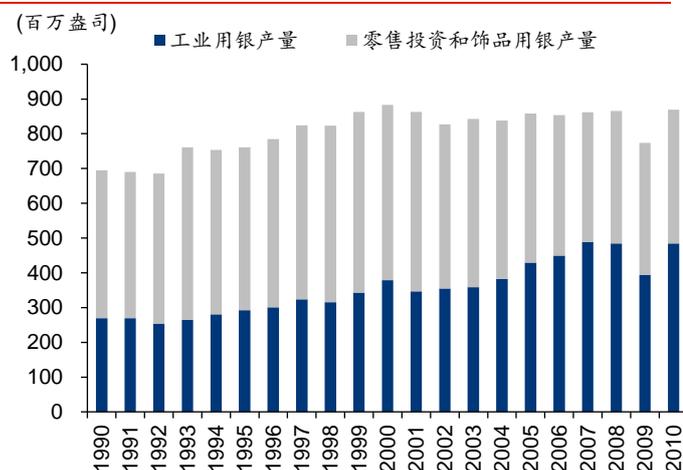
风险提示: 经济形势不及预期、政策调整、需求低迷、价格波动等。

## 2004年后白银的工业商品属性开始高于其金融属性

白银、黄金相较于其他金属具有较强金融属性，但与黄金相比，白银自2004年后全球工业用银产量开始超越零售投资和珠宝生产的用银产量，我们认为2004年后主导白银价格变动的要素开始由金融属性转变为工业商品属性，出现了结构性的转变。据GFMS，1990-2004年期间，全球工业用银年产量均值为3.16亿盎司低于零售投资和饰品生产的用银年产量均值4.77亿盎司；2005-2010年期间，全球工业用银年产量均值为4.55亿盎司高于零售投资和饰品生产的用银年产量均值的3.92亿盎司。据GFMS，2011-2017年期间，全球工业用银需求量已显著高于饰品用银和投资用银的需求量之和。

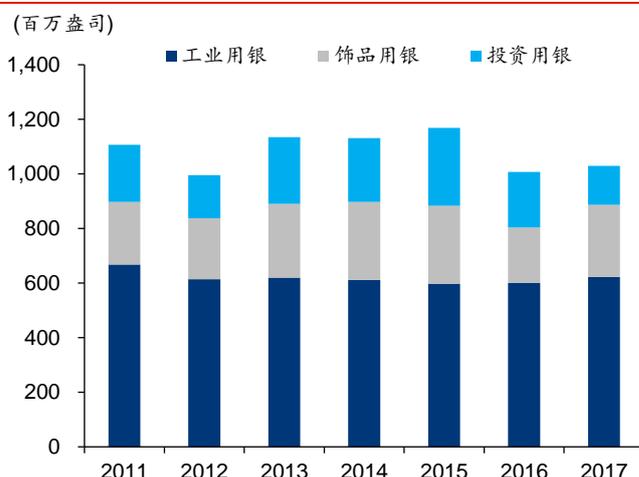
从白银供需格局的角度来看，自2004年全球工业用银产量开始超越零售投资和珠宝生产的用银产量后，白银供需格局的改善开始影响并加剧银价上涨幅度。据GFMS，1990-2004年期间，供需格局的改善未对银价上涨起到明显的驱动作用。2005-2017年期间，出现了两次白银供需格局从供给过剩转变为供不应求，白银价格均出现显著上涨；第一次发生在05-08年期间，期间银价由低点至高位涨幅约222%，第二次是在09-11年期间，银价由低点至高位涨幅约282%。

图表1：1990-2008年全球银制品产量



资料来源：GFMS，华泰证券研究所

图表2：2011-2017年全球白银需求量



资料来源：GFMS，Thomson Reuters，华泰证券研究所

图表3：1990-2017年白银供需变化及银价走势

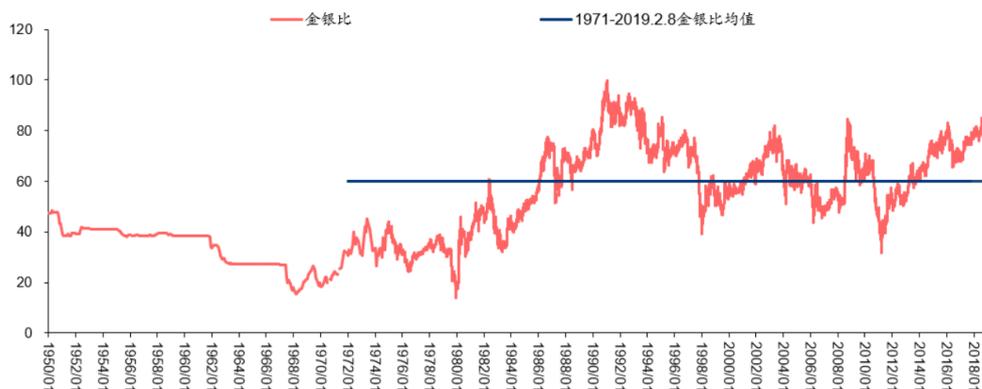


资料来源:GFMS，华泰证券研究所

## 1950年后金银比从高位大幅回调，均是白银价格出现显著上涨

判断金银价格走势，黄金价格与白银价格比例（金价/银价）是重要的分析指标。自1971年布雷顿森林体系解体后，金银比的波动率开始显著提升，之前波动小。据Bloomberg数据，我们统计了1950.01-2019.02.08期间现货黄金价格和现货白银价格的比例，我们发现不同时期金银比的峰值不同，且金银比达到所处时期的峰值时，该比例会进行回调。我们统计了上述期间金银比达到峰值后出现较为显著的回调期间（幅度18%以上，共17个阶段）黄金和白银的价格走势变化，我们发现所有17阶段，当金银比在高位出现显著回调后，无一例外均是白银价格出现显著上涨，而非白银价格稳定黄金价格大幅下跌，17个阶段的白银涨幅均值为98%，黄金为16%。且自1995年后，金银比突破80高位后出现大于18%以上的回调，共计5次。截至2019.02.13金银比为84。

图表4：1950.01-2019.02.8期间金价/银价



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表5: 1970.01-2019.01 期间金银比回调幅度平均约 20%

	金银比	金价	银价	金价涨跌幅	银价涨跌幅	金银比回调幅度
1973/6/29	45	120.12	2.67			
1974/2/28	26	150.23	5.69	25%	113%	-42%
1975/1/20	44	175.00	3.99			
1976/7/7	24	123.30	5.08	-30%	27%	-45%
1978/10/25	39	230.90	5.94			
1980/1/2	14	559.50	39.95	142%	573%	-64%
1980/5/22	46	501.00	10.89			
1980/9/24	30	710.50	23.54	42%	116%	-35%
1982/6/21	61	296.75	4.90			
1983/6/1	32	410.00	12.75	38%	160%	-47%
1986/10/2	78	431.30	5.56			
1987/5/5	51	459.25	8.95	6%	61%	-34%
1988/1/5	73	475.50	6.50			
1988/7/20	57	444.00	7.82	-7%	20%	-22%
1991/2/27	100	360.00	3.61			
1992/5/11	82	336.15	4.11	-7%	14%	-18%
1992/10/8	94	352.50	3.73			
1994/5/23	67	389.60	5.78	11%	55%	-29%
1995/3/3	85	376.80	4.41			
1995/5/4	64	390.70	6.12	4%	39%	-25%
1996/11/6	80	378.00	4.73			
1997/2/14	66	345.20	5.26	-9%	11%	-18%
1997/7/18	77	328.95	4.27			
1998/2/5	39	298.65	7.64	-9%	79%	-49%
1998/12/2	62	293.20	4.71			
1999/8/4	47	256.15	5.48	-13%	16%	-25%
2003/6/5	82	368.75	4.50			
2004/4/6	51	419.45	8.23	14%	83%	-38%
2008/10/10	85	850.10	10.06			
2009/9/16	59	1017.08	17.39	20%	73%	-31%
2010/2/15	71	1100.90	15.56			
2011/4/22	32	1507.04	47.42	37%	205%	-55%
2016/2/26	83	1223.46	14.70			
2016/11/10	68	1259.20	18.61	3%	27%	-19%

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

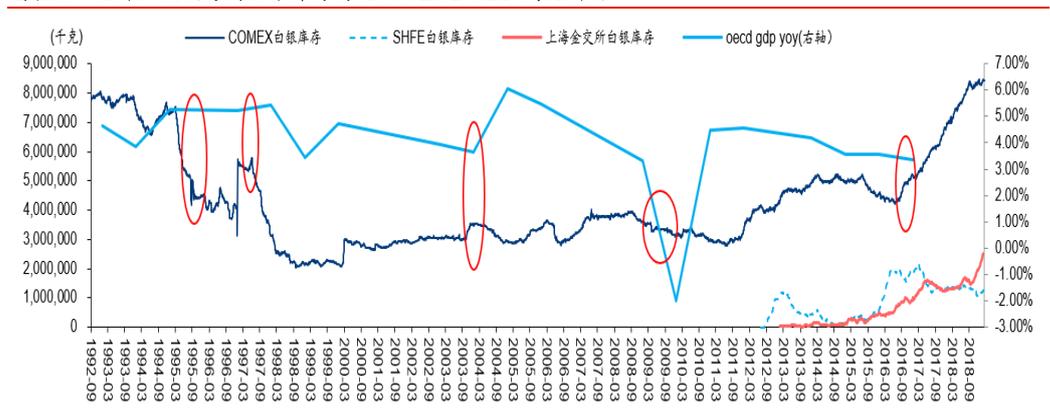
## 当前金银比高位持续时间超历史，静待经济转暖

现阶段金银比维持高位，从前文总结的历史规律来判断，未来处于高位的金银比有望大概率以银价涨幅大于金价修复。但我们认为 2004 年后主导白银价格变动的要素开始由金融属性转变为工业商品属性，出现了结构性的转变，因此银价超越金价涨幅并修复处于高位的金银比需要白银的供需格局向好支撑。

2005 年后金银比恢复正常中枢的周期开始与何时经济转暖休戚相关，每次恢复都伴随经济的复苏。不同于往常，2018H2 至今经济不确定性和美元加息周期放缓预期导致金价上涨，金银比快速上升；但是中美贸易摩擦和脱欧等要素导致全球经济预期下滑，目前金银比已经维持在 80 以上的高位长达近 200 天，显著超出了历史 1-2 月的周期。我们认为这种局面很有可能继续延续，意味着金银比将在中短期持续维持在高位。

光伏和新能源汽车能否成为白银骑士仍需要观察。根据 CRU 和路透的分析，白银在光伏中的应用占比已经超过 30%，但是单耗在下降；新能源汽车作为新增需求在增加，但基数低。我们认为库存作为相对高频的数据，2004 年之后每次金银比修复都出现了白银库存的下降，预示工业需求转好。据 wind，2019.2.19 白银库存仍处于高位，我们认为当前白银需求向好仍未见起色。

图表6：全球三大交易所白银库存情况及 OECD GDP 同比增速



注：红色标注为近五次金银比由 80 以上高位回调时点

资料来源：Wind，OECD，华泰证券研究所

## 风险提示

**宏观经济形势不及预期或政策调整：**国内外宏观经济形势的变化和货币、环保、产能等各方面政策的调整，都可能影响到行业的整体表现。

**下游需求低于预期：**光伏、新能源汽车等下游行业存在增速低于预期的风险，此时对白银需求量减少。

**原材料及产品价格变动风险：**各类金属原料价格对加工和新材料产品的利润影响明显，价格波动可能使行业或公司的盈利能力产生超预期的变动。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com