

白银：冰封王座，从未缺席

■金银比价达到90，已创20年来新高，逼近过去50年的极大值100大关，白银工业属性强化有望驱动金银比价均值回归。第一，本轮黄金先行大幅上涨，白银相对于黄金蓄势待发。从历史上来看，白银因其和黄金相同的金融属性使得两者总是同向而行，从1970年至今相关系数为0.93，显示出两者极强的相关性。我们认为，白银的价格中枢由黄金决定，黄金的上涨有望带动白银继续同步走高。第二，金银比价已到最近二十年高位，政策宽松修复需求预期，供给出现系统性下降，有望激活白银的工业属性，从而带动金银比价均值回归，银价具有极强的上行动能。站在当前时点看，一是全球衰退式宽松有望开启，需求侧预期有望边际改善，金银比价修复箭在弦上。近期全球经济下行压力逐渐增大，势必会倒逼各国政府进行逆周期宽松政策进行对冲，这将带动白银工业需求的否极泰来，从而驱动金银比价显著修复。二是白银供给出现系统性下降。从供需平衡看，2004年至2012年，金银比价与供需平衡具有较明显的负相关性，而2013年以后，相关性减弱，一个重要原因是全球的显性白银库存持续累库，削弱了供需平衡所带来的价格弹性。我们认为，当前矿山白银供给已呈现系统性稳步下行态势，从2015年至今年均下行幅度达到1.5%，未来有可能驱动库存出现下降，驱动金银比价的均值回归。

■白银板块轮动向上，等待白银价格弹性的迸发。站在当前时点看，五月底、六月初经济下行压力增强但政策宽松未至，这是周期品最黑暗的时刻。但是，基于对08年以来全球衰退式宽松的长期观察和规律总结，我们相信，经济下行的数据的逐渐累积一定会使得市场估值挤压至有吸引力的区间，一定会倒逼各国政府进行逆周期政策对冲。货币政策方面，年初至今，降息的央行已经多达14家，新西兰和澳大利亚等发达国家开始降息预示着全球货币宽松已从个案蔓延到群体，从新兴经济体逐步蔓延到发达经济体，我们相信倒逼全球流动性的总闸美联储滑向降息周期只是时间问题。财政政策方面，6月6日发改委等部委联合发布推动重点消费品更新升级的实施方案，明确不得新出台汽车限购规定，不得对新能源车实施限购，进一步提振汽车消费。6月10日国务院下发专项债发行及配套融资工作相关文件，一是允许专项债作为重大项目资本金，二是金融机构可提供配套融资，显示政策对融资松绑。我们正站在新一轮“衰退—宽松”的起点，“黄金—白银—铜、铝”的向上轮动即将开启。

■建议重视白银板块的轮动配置机会，目前推荐顺序依次为银泰资源（黄金+白银）、盛达矿业和金贵银业。当前时点黄金已开启上涨，随着白银工业属性强化驱动金银比价修复，有望带来白银板块系统性配置机会。我们在2019年3月发布的《白银的魅力》深度报告中总结了白银股的三大特点：一是白银股与银价显著正相关；二是业绩弹性相对黄金股较弱；三是稳态估值与启动估值相对黄金股低，重估潜力大。银泰资源黄金和铅锌精矿含银业务分别占比55%和31%，银价上涨将增强业绩弹性；盛达矿业未来三年白银产量预计年均复合增速12%，成长性强；金贵银业冶炼产能近2000吨，库存重估弹性大。综合来看，我们对白银标的的推荐顺序依次是银泰资源、盛达矿业和金贵银业。

■风险提示：1) 全球经济好于预期；2) 全球逆周期宽松政策不及预期；2) 全球白银工业需求不及预期；3) 白银矿山产量增长超出预期。

行业动态分析

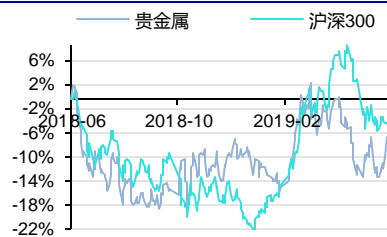
证券研究报告

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.36	-3.51	-7.09
绝对收益	-3.17	-6.05	-12.78

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王政

报告联系人

wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn

010-83321037

相关报告

白银的魅力 2019-03-06

内容目录

1. 白银相对于黄金如影随形，白银工业属性强化有望导致金银比价均值回归.....	3
2. 白银板块轮动向上，等待白银价格弹性的迸发.....	5
3. 风险提示.....	7

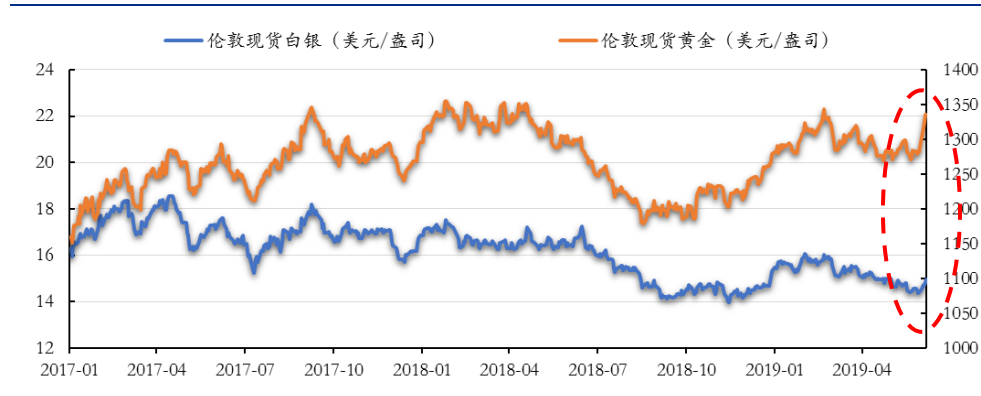
图表目录

图 1：白银因其金融属性相对于黄金具有极强的跟随性.....	3
图 2：金银比价创下二十年新高，逼近五十年历史 100 大关.....	3
图 3：白银库存持续累库.....	4
图 4：白银供需有望好转.....	4
图 5：矿山白银供给出现趋势性下行.....	5
图 6：一旦全球金属价格上行，金银比价迎来修复，银价弹性有望凸显.....	5
图 7：2018 年以来 A 股黄金和白银上市公司启动 PE 对比.....	6
表 1：A 股主要白银公司估值测算（白银价格：元/克）.....	6

1. 白银相对于黄金如影随形，白银工业属性强化有望导致金银比价均值回归

本轮黄金先行大幅上涨，白银相对于黄金蓄势待发。从历史上来看，白银因其和黄金相同的金融属性使得两者总是同向而行，从1970年至今相关系数为0.93，显示出两者极强的相关性。目前黄金自2019年5月21日1271.15美元/盎司到目前的1340.65美元/盎司已经上涨69.5美元/盎司，增长达到5.5%；而白银价格自2019年5月21日14.43美元/盎司到目前的14.91美元/盎司已上涨0.48美元/盎司，增长3.3%，白银价格跟随其后。我们认为，白银的价格中枢由黄金决定，黄金的上涨有望带动白银继续同步走高。

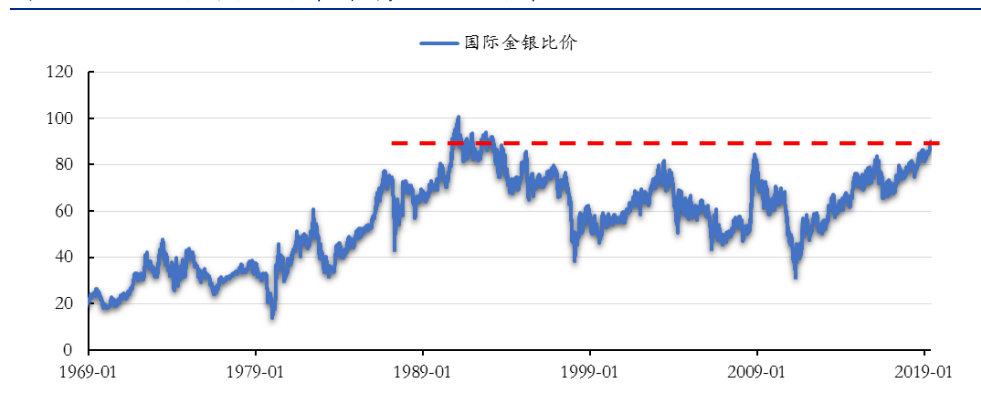
图1：白银因其金融属性相对于黄金具有极强的跟随性



资料来源：Wind，安信证券研究中心

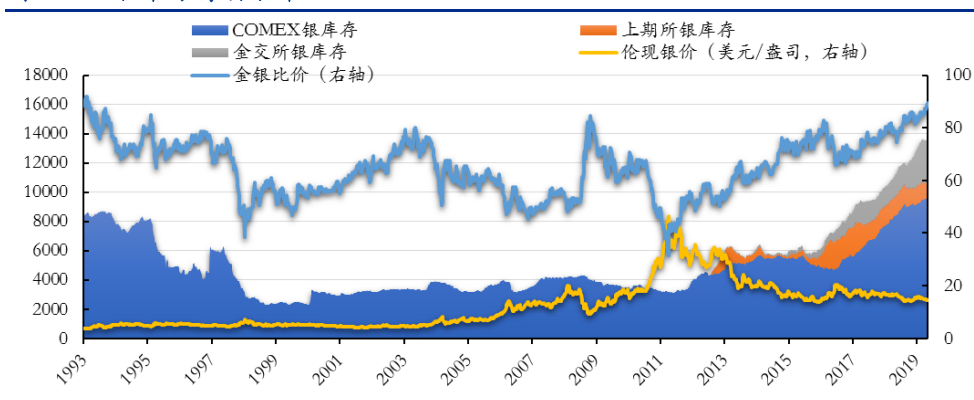
白银工业属性持续偏弱，金银比价已接近五十年历史高位。我们3月份发布的《白银的魅力》报告中已经对金银比价进行了深入分析，我们的研究表明，金银比价与白银工业属性呈负相关关系，而目前由于全球经济下行，导致整体需求疲软，使金银比价不断上行达到90，创下20年新高，逼近历史高点100大关。从另外一个证据，即白银的交易所库存也可以明确看到持续的累库，均说明白银目前的需求相对较弱。

图2：金银比价创下二十年新高，逼近五十年历史100大关



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：白银库存持续累库

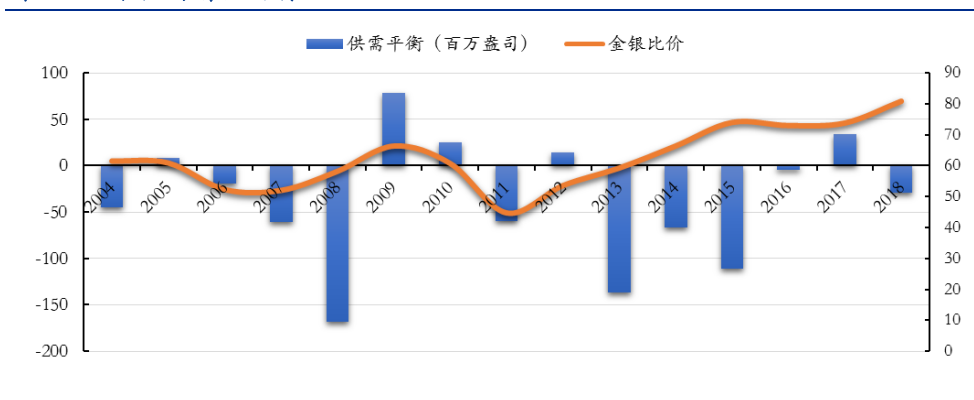


资料来源：Wind，安信证券研究中心

金银比价已到二十年高位，政策宽松修复需求预期，供给侧系统性下降，工业属性转好，金银比价剧烈修复有望激发出白银价格极强的向上弹性。站在当前时点看，一是全球衰退式宽松有望开启，需求侧预期有望边际改善，金银比价修复有望加速。从近期经济数据来看，全球经济下行压力逐渐增大，而面对经济的放缓，各国央行和政府都试图开始进行宽松刺激以及财政刺激尝试托起各自的经济增长，这势必带来全球工业需求的增长，从而带来全球有色金属的价格上涨，在此过程中必将带来银价的加速上涨，使金银比价显著修复。

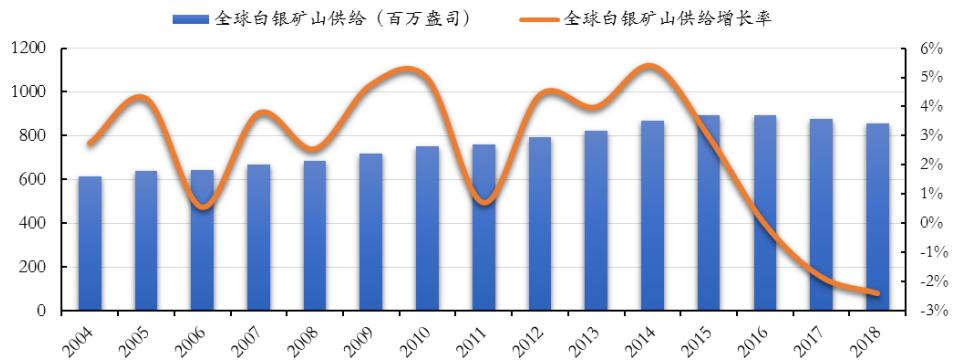
二是白银供给侧系统性下降。从供需平衡看，2004 年至 2012 年，我们观察到金银比价与供需平衡具有较明显的负相关性，而 2013 年以后，相关性减弱，一个重要的原因为全球的显性白银库存持续累库，削弱了供需平衡所带来的价格弹性。但当前矿山白银供给已呈现系统性稳步下行态势，从 2015 年至今年均下行幅度达到 1.5%，有可能驱动库存的下降，驱动金银比价回归。

图 4：白银供需有望好转



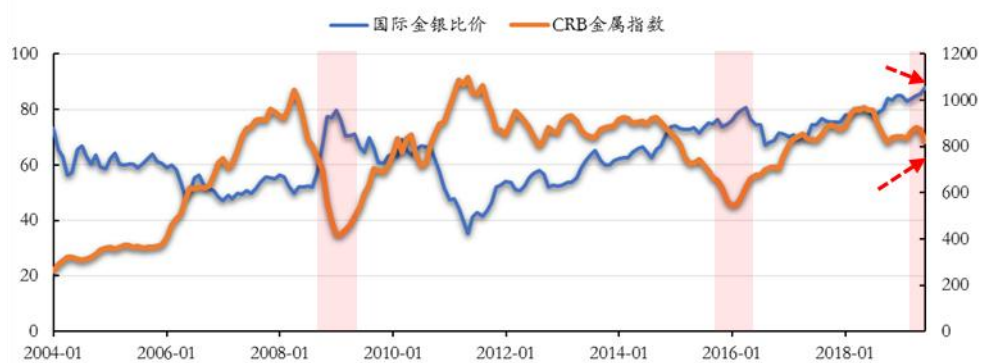
资料来源：GFMS，安信证券研究中心

图 5：矿山白银供给出现趋势性下行



资料来源：GFMS，安信证券研究中心

图 6：一旦全球金属价格上行，金银比价迎来修复，银价弹性有望凸显



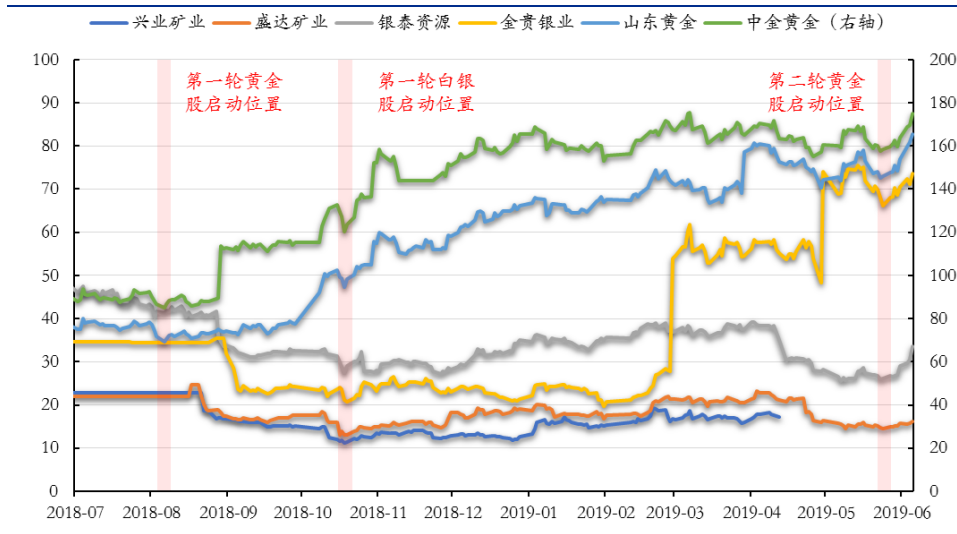
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 白银板块轮动向上，等待白银价格弹性的迸发

穿越黎明前的黑暗，不会缺席的白银。我们站在当前时点，即五月底六月初来看是有色金属最黑暗的时候，但是，黑暗不代表持续还是黑暗，挺过去了也许就是黎明。基于我们长期判断和中期的规律总结，我们坚定地相信，短期内经济衰退的数据的对市场产生了连续打击，各国政府已经开始尝试逆周期政策推动，年初至今降息的央行已经多达 14 家，特别是新西兰和澳大利亚等发达国家开始降息，预示着全球货币宽松已经从个案蔓延到了群体，从新兴经济体逐步蔓延到了发达经济体，我们相信倒逼美国等更多发达国家出宽松政策只是时间问题，我们正站在新一轮“衰退——宽松”的起点，“黄金——白银——铜、铝”的向上轮动即将开启。

建议重视白银板块的轮动配置机会，目前推荐顺序依次为银泰资源（黄金+白银）、盛达矿业和金贵银业。当前时点黄金已开启上涨，随着白银工业属性强化驱动金银比价修复，有望带来白银板块系统性配置机会。我们在 2019 年 3 月发布的《白银的魅力》深度报告中总结了白银股的三大特点：一是白银股与银价显著正相关；二是业绩弹性相对黄金股较弱；三是稳态估值与启动估值相对黄金股低，重估潜力大。银泰资源黄金和铅锌精矿含银业务分别占比 55% 和 31%，银价上涨将增强业绩弹性；盛达矿业未来三年预计白银产量年均复合增速 12%，成长性较强；金贵银业冶炼产能近 2000 吨，库存重估弹性大。综合来看，我们对白银标的的推荐顺序依次是银泰资源、盛达矿业和金贵银业。

图 7：2018 年以来 A 股黄金和白银上市公司启动 PE 对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：A 股主要白银公司估值测算（白银价格：元/克）

公司名称	市值 亿元	白银总 资源量 吨	矿产白银产量 (2019E) 吨	不同银价下归母净利润测算 (亿元, 2019E)					不同银价假设下 PE (2019E)				
				基准 4	10% 4.4	20% 4.8	40% 5.6	80% 7.2	基准 4	10% 4.4	20% 4.8	40% 5.6	80% 7.2
兴业矿业	99.96	12,255	158	5.6	5.8	6.0	6.5	7.5	18.0	17.2	16.5	15.3	13.3
盛达矿业	72.24	5,716	156	4.5	4.8	5.1	5.7	6.8	15.9	15.0	14.1	12.7	10.6
银泰资源	250.90	4,198	120	9.0	9.3	9.6	10.2	11.4	27.8	26.9	26.1	24.6	22.1
金贵银业	67.71	1,248	10(冶炼 1900 吨)	4.4	5.3	6.2	8.1	11.8	15.4	12.7	10.8	8.4	5.7

资料来源：Wind 安信证券研究中心

注：兴业矿业考虑银漫矿业停产 6 个月造成的业绩影响。

3. 风险提示

- 1) 经济好于预期，全球各国货币政策以及财政政策实施不及预期；
- 2) 全球白银工业需求不及预期；
- 3) 白银矿山产量增长超出预期。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、黄孚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034