

行业点评

有色金属

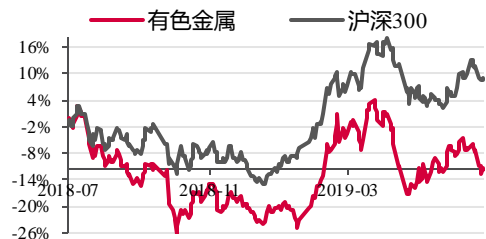
静待白银行情的启动

2019年07月15日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
有色金属	-4.62	-10.05	-11.76
沪深300	4.21	-4.20	9.05

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

18373169614

相关报告

- 《有色金属: 黄金行业深度报告—黄金绽放光芒》 2019-07-10
- 《有色金属: 有色金属行业 2019 年 5 月份报告: 稀土价格上涨, 关注黄金机会》 2019-06-12
- 《有色金属: 有色金属行业 2019 年中期策略报告: 新能源中游材料崛起, 美元推升金、铜机会》 2019-06-04

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
银泰资源	0.33	43.03	0.46	30.87	0.55	25.82	谨慎推荐
盛达矿业	0.60	16.78	0.67	15.03	0.79	12.75	谨慎推荐
兴业矿业	-0.09	-56.67	0.20	25.50	0.38	13.42	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

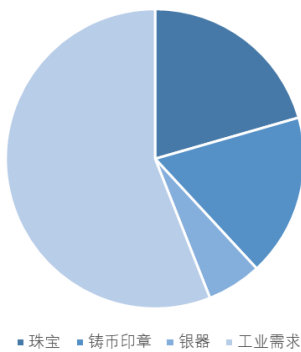
投资要点:

- **白银近年来价格被库存压制。**白银兼具工业属性和金融属性, 其工业需求占据 60% 左右比例, 截止 2019 年 7 月 5 日, COMEX 库存为 3.07 亿盎司 (约为 8750 吨), 占据 2018 年全球白银供给 10.04 亿盎司的 31% (2017 年初库存占据 18%), 高库存压制了价格。从历史库存和价格变动趋势来看, 往往库存先行下行, 对于价格的压制解除, 随后价格经历攀升。且库存下跌结束时, 即为价格上涨结束时。我们认为白银的需求中工业需求和消费需求相对稳定, 而投资需求变动较大, 是决定白银需求变动的主要因素。
- **白银是黄金的影子。**白银和黄金同为贵金属, 白银兼具了黄金的金融属性, 从 1968 年以来两者的价格的相关系数为 0.905。从金融属性角度分析, 白银和美元指数、美国实际利率从逻辑上具有负相关关系。在我们对黄金的价格看涨的逻辑下, 叠加目前金银比处于历史高位, 白银有较强的价格上涨动力。从黄金和白银价格变动时间上, 并未有明显的先后顺序; 从历次的两者价格的周期看, 白银比黄金的价格弹性大。
- **白银标的股价尚需铅锌产品的催化。**对于 A 股的白银标的, 由于大多和铅锌伴生, 从企业毛利角度, 需要考虑铅锌的价格周期。从历史上看, 每次白银行情启动时, 铅锌均处于上升周期。对于全球的基钦周期, 我们认为下半年有望迎来新的周期起点, 需求端有望边际转暖, 同时带动铅锌等价格止跌反弹, 利好 A 股白银标的。建议关注银泰资源、兴业矿业、盛达矿业等。
- **风险提示:**美联储降息节奏放缓; 全球通胀继续走弱, 进入通缩周期; 白银工业需求走弱; 基钦周期节奏走弱。

1 黄金的影子—高库存压制了价格的上涨

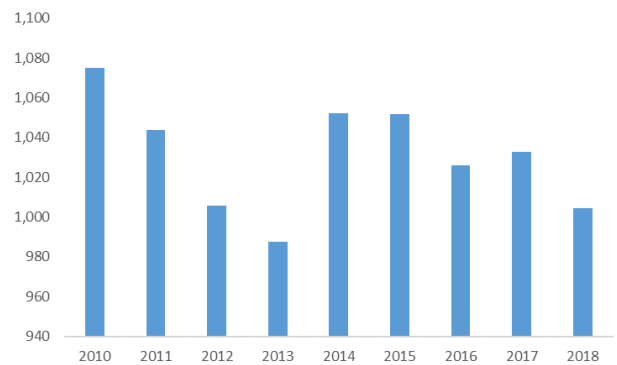
白银的供需结构。根据世界白银协会数据,2018 年全球白银总供应 10.04 亿盎司(折合 28463 吨),其中矿山银 8.57 亿盎司,占比 85%,再生银 1.47 亿盎司,占比 15%。从需求端来看,白银的需求分为工业需求、珠宝首饰等消费需求、具有投资属性的铸币印章需求。需求中的工业需求占据 60%左右比重,其中电子电力行业、光伏行业、焊合金行业占比相对较大;珠宝首饰需求近年保持相对稳定;具有投资属性的铸币印章需求波动较大。

图 1: 白银需求结构 (2018 年)



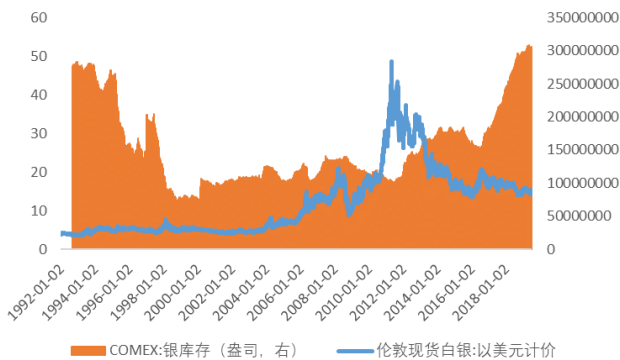
资料来源: 世界白银协会, 财富证券

图 2: 白银的供给 (百万盎司)



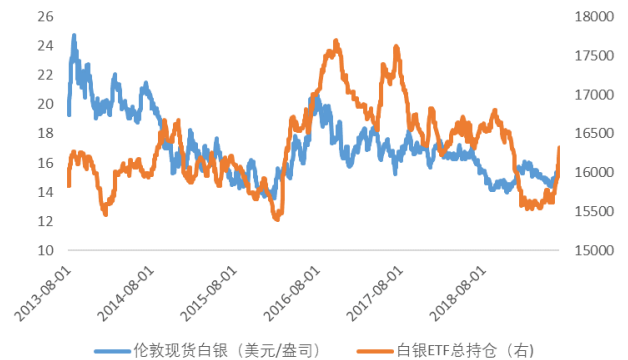
资料来源: 世界白银协会, 财富证券

图 3: Comex 白银库存和白银价格



资料来源: wind, 财富证券

图 4: 白银价格和 ETF 持仓关系 (2013 年以来)

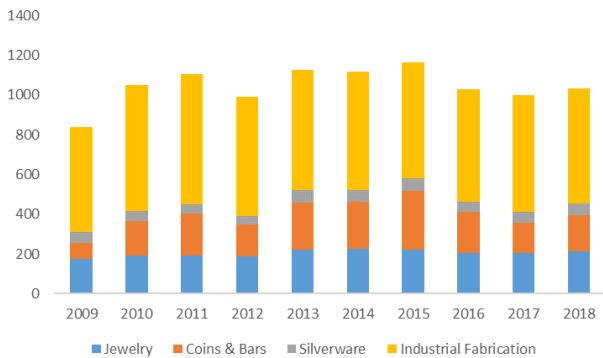


资料来源: wind, 财富证券

从白银的库存来看,截止 2019 年 7 月 5 日,全球最大的白银库存 (COMEX 库存)

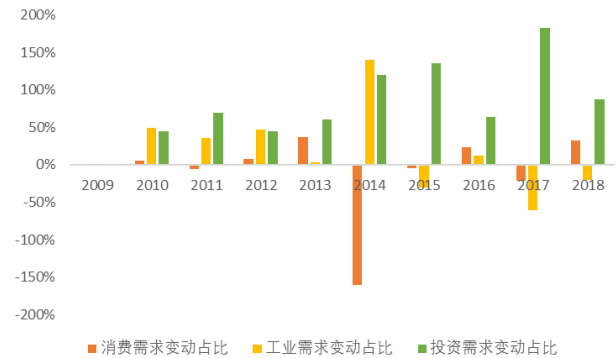
为 3.07 亿盎司（约为 8750 吨），占据 2018 年全球白银供给的 10.04 亿盎司的 31%，而 2017 年初白银 COMEX 库存为 1.83 亿盎司（占据 2018 年全球白银供给的 10.04 亿盎司的 18%），表明目前白银的供需中库存影响较大，这不同于普通金属的供需关系。白银的库存从 2017 年初的 1.83 亿盎司增长到目前的 3.07 亿盎司，增长了 68%，我们认为目前库存不断上升主要是近几年白银供给偏过剩造成的。从历史库存和价格变动趋势来看，往往需求启动带来库存下行，对于价格的压制解除，随后价格经历攀升。且库存下跌结束时，即为价格上涨结束时。

图 5：世界白银需求（2009-2018，百万盎司）



资料来源：世界白银协会，财富证券

图 6：世界白银需求结构变化影响



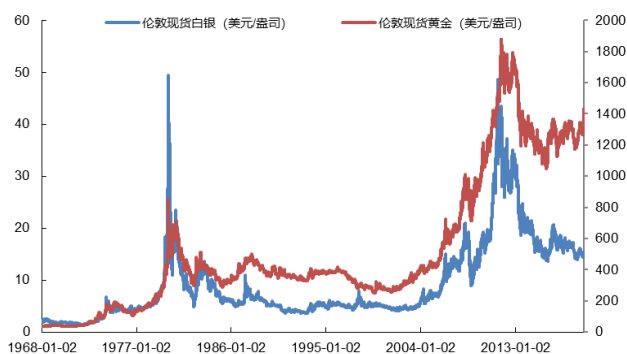
资料来源：世界白银协会，财富证券

从 2000-2018 年度世界白银协会数据看，我们将珠宝和银器需求当作消费需求，铸币印章作为投资需求，剩下的为工业需求。再将每年度的三种类型的需求变动除以每年度总需求的变动量，发现基本上投资需求变动占据总需求变动比例最大（工业需求次之）。我们认为白银的需求中工业需求和消费需求保持相对稳定，剩下的具有投资属性的需求变动较大，而决定白银总需求变化的因素以投资需求为主。白银的投资需求较难衡量，我们采用机构的白银 ETF 持仓看投资需求和市场热度，我们观察机构 ETF 持仓（SLV+PHAG+PSLV+CEF+SLVR+ETPMAG）和白银价格的关系，发现两者具有一定的趋同性，从历史上看，ETF 持仓滞前白银价格变化 3 个月左右，当市场投资热情启动，随后白银的投资需求被拉升，白银价格往往随后上涨。从 2019 年 6 月 1 日到 7 月 4 日，白银 ETF 持仓量从 15618 吨增长到 16317 吨，增长 4.5%。

2 白银和黄金价格具有跟随性

白银和黄金同为贵金属，自然地兼具黄金的金融属性。从历史周期看，白银具有和黄金相似的价格趋势，从 1968 年以来两者的相关系数为 0.905。从金融属性角度分析，白银和美元指数、美国实际利率从逻辑上具有负相关关系。对于美国实际利率，2003 年以来的相关系数为-0.71，和美元指数从 2000 年以来的相关系数为-0.63。

图 7: 1968 年以来白银和黄金价格的趋势比较 (相关系数 0.905)



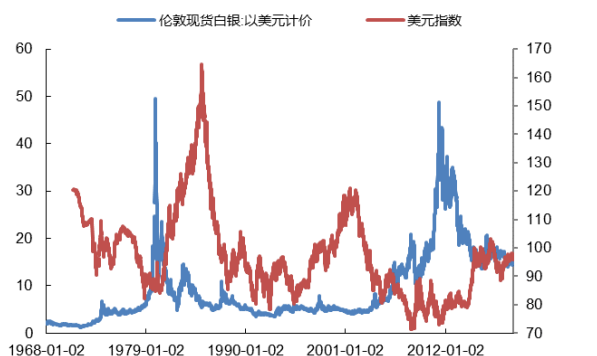
资料来源: wind, 财富证券

图 8: 2010 年以来白银和黄金价格的趋势比较 (相关系数 0.88)



资料来源: wind, 财富证券

图 9: 1968 年以来白银价格和美元指数关系 (相关系数 -0.44)



资料来源: wind, 财富证券

图 10: 2000 年以来白银价格和美元指数关系 (相关系数 -0.63)



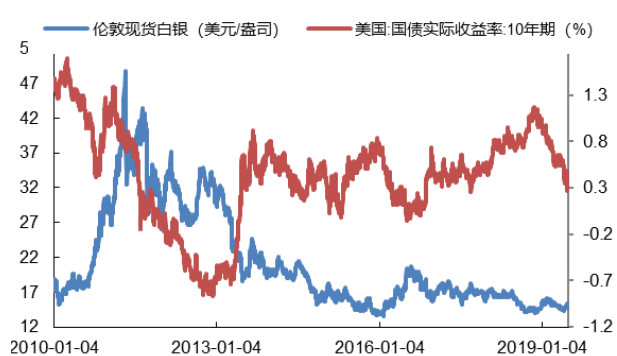
资料来源: wind, 财富证券

图 11: 2003 年以来白银价格和美国实际利率 (相关系数 -0.71)



资料来源: wind, 财富证券

图 12: 2010 年以来白银价格和美国实际利率 (相关系数 -0.43)

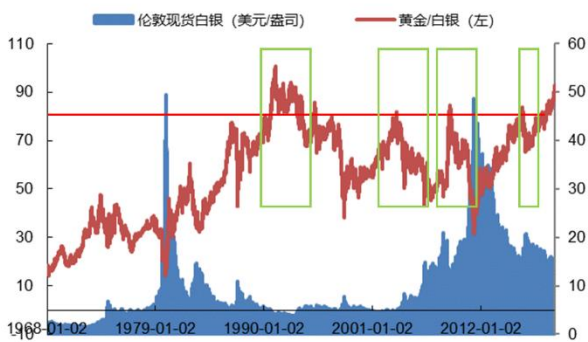


资料来源: wind, 财富证券

从黄金、白银兼具金融属性方面考虑, 两者价格趋势具有一致性, 但是由于白银还

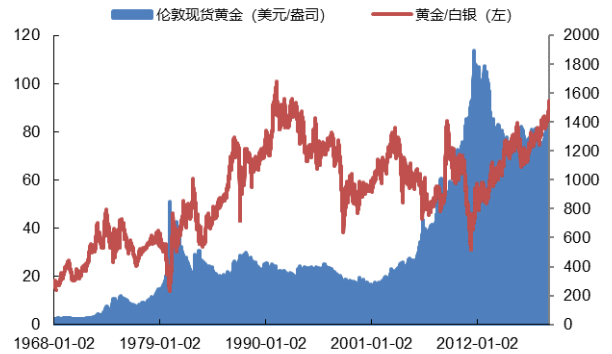
拥有较强的工业属性，价格变动往往并非和黄金完全一致。业界采用金银比来衡量两者价格关系，理论上金银比有一定稳定性，一旦出现金银比的极值，随后均会通过价格的涨跌进行修复。我们统计 1990 年以来四次重要的金银比修复，发现金银比修复基本表现为黄金、白银价格共同上涨，且白银价格涨幅大于黄金。当进行金银比的深度修复时，白银价格有 2-3 倍的涨幅，弹性很大。截止 2019 年 7 月 4 日的金银比是 93，是历史以来的极大值，我们认为黄金价格仍有上涨空间，金银比的修复将以白银的大幅上涨结束。根据 2019 年 7 月 4 日的白银价格 15.28 美元/盎司，黄金价格 1414.90 美元/盎司测算，保守估计未来黄金价格为 1500 美元/盎司。当金银行比修复至 1994 年的低值 67 时，白银价格上涨 46%，价格攀升至 22.39 美元/盎司；当金银行比修复至历史中位数 57.5 时，白银价格上涨 70%，价格攀升至 26.09 美元/盎司。

图 13：金银比与白银价格趋势



资料来源：wind，财富证券

图 14：金银比与黄金价格趋势



资料来源：wind，财富证券

表 1：1990 年以来金银比修复

时间	修复周期（月）	修复前金银比	修复后金银比	修复后金价涨幅	修复后银价涨幅
1991.2-1994.4	14	99	67	6%	53%
2003.6-2006.9	39	81	49	70%	183%
2008.12-2011.5	18	78	35	98%	341%
2016.3-2016.8	5	82	66	10%	37%

资料来源：wind，财富证券

备注：白银价格采用伦敦现货白银，时间区间按照每月 1 号计算

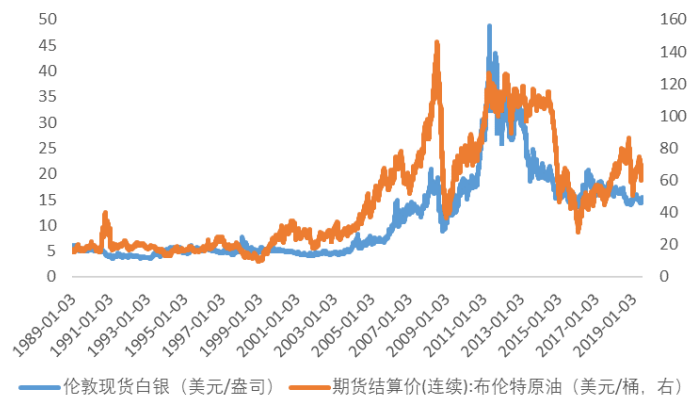
但是我们发现 2017 年度以来白银和黄金的相关系数减弱（相关系数变为 0.27），同时白银和美元指数、美国实际利率相关性减弱。我们认为主要有以下几个因素：（1）2017 年度以来的白银金融属性有一定的弱化，和黄金的跟随属性有一定弱化。其投资需求占比从 2016 年的 20% 下降到 2017 年度的 15% 和 2018 年度的 18%，工业需求占比从 2016

的 55% 上升到 2017 年度的 59% 和 2018 年度的 56%，消费需求占比从 2016 年度的 25% 上升到 2018 年的 26%。(2) 白银 ETF 持仓显示其投资需求处于震荡下行态势，拖累了投资需求。

对于兼具金融属性和工业属性的白银，我们观察国际石油和白银价格关系，发现两者也具有一定的趋同性。油价上涨往往带动通胀预期（带动实际利率的预期下行），催化白银的金融属性，同时油价上涨往往预示着全球经济增长，白银的工业需求得到提升，但是 2018 年以来两者关系有一定的失真，我们认为主要有白银高库存和投资需求走弱的压制，以及近年来的油价上涨更多是供给端的因素，并非是需求端因素占据主导地位。

从白银的供需结构分析，未来白银的供给预计呈现 0 增长。需求方面，主要分为工业需求、消费需求和投资需求等。工业需求中的光伏需求近年来增速较高，根据财富证券电气设备团队观点，2018 年度全球光伏装机量增速 2%，2019 年度预计 5-10% 增速，2020 年度预计 10-15% 增速；新能源汽车方面，随着新能源汽车基数的增大，其拉动的需求也在增大；电子、电工需求预计随着下半年的 PMI 止跌企稳，或将边际回暖。投资需求从 ETF 持仓观察，目前在逐渐增长。消费需求近年保持相对稳定。总的来看，从白银的供需结构和金融属性分析，金融属性有拉动白银价格上涨的动力。供需结构中，供给端预计处于非扩张状态，需求端的工业需求有望随着下半年度 PMI 止跌回升而边际回暖，投资需求目前有一定增长势头。虽然目前企稳的高库存压制了价格表现，但是在需求的拉动下，有望带动库存的下行，看多下半年度白银价格。

图 15：原油和白银价格趋势（相关系数 0.89）



资料来源：wind，财富证券

3 银价和股价关系梳理

国内的白银标的有兴业矿业、盛达矿业、银泰资源、金贵银业等。我们选取较为纯正的白银标的兴业矿业、盛达矿业来观察银价和股价的变动情况，由于银大多和铅锌伴生，从企业毛利角度，需要考虑铅锌的价格周期。从历史上看，每次白银行情启动时，

铅锌均处于上升周期，对白银企业的利润的增厚较为明显。根据 1988 年以来的数据，白银和铅、锌的价格涨跌的相关系数分别是 0.84、0.81。我们发现白银企业的股价变动具有趋同性，兴业矿业、盛达矿业两者的股价变动相关系数是 0.765。同时我们发现白银标的股价的上涨和白银价格的上涨具有以下特点：（1）股价往往在短时间内完成上涨，弹性大；（2）股价的启动往往同步于银价，且股价涨幅高于银价；（3）往往白银价格上涨结束，股价即到达高点。

图 16：白银、铅锌价格周期



资料来源：wind，财富证券

图 17：企业股价和银价变动趋势



资料来源：wind，财富证券

表 2：不同时期白银企业股价相对金价的弹性系数

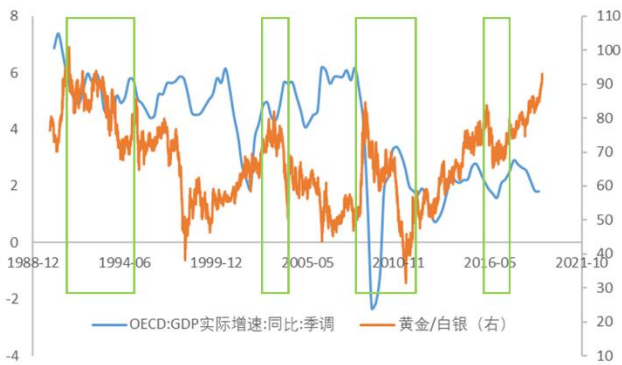
企业	2016.6.1-2016.7.11 (市值涨跌幅)	市值涨跌/银 价(28%)涨 跌	2009.1.1-2011.5 (市值涨跌幅)	市值涨跌/银 价(318%)涨 跌	2006.1.1-2006.7.10 (市值涨跌幅)	市值涨跌/ 银价(22%) 涨跌
兴业矿业	100%	3.6	653%	2.05	78%	3.5
盛达矿业	62%	2.2	389%	1.22	105%	4.8

资料来源：wind，财富证券

备注：盛达矿业 2009.1.1 数据采用停牌前的 2008.2.15 日数据

从企业利润的角度，铅锌价格和白银价格形成共振有利于白银企业股价的催化。我们从基钦周期来看，基钦周期往往是 42 个月的库存周期（3 年半），从 2005 年以来已经经历了 3 个周期。从历史周期推测，第四个基钦周期低点在 2019 年 7 月份左右，目前处于历史的黑暗点。低点之后，往往是 PMI 的上行，带来需求的边际回暖。我们认为全球 PMI 指数有望在下半年止跌回升，全社会需求边际回暖，将带动铅锌价格的反弹和白银的工业需求回暖，从而增厚企业利润。从全球的经济增速来看，往往在经济增速回升的拐点，叠加金银比在高位，触发了白银价格的上涨和金银比的修复。

图 18: 全球经济增速和白银工业需求



资料来源: wind, 财富证券

图 19: 全球 PMI 变动趋势

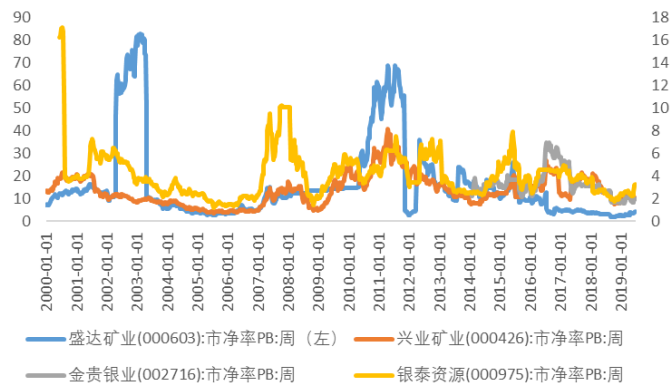


资料来源: wind, 财富证券

4 白银标的梳理

目前 A 股的白银标的主要有盛达矿业、兴业矿业、金贵银业和银泰资源。截止 2019 年 6 月 29 日, 盛达矿业、兴业矿业、金贵银业和银泰资源的市净率分别处于 2010 年以来前 82%、67%、88%、63% 的位置, 估值相对便宜 (银泰资源由于一半业务为黄金, 估值相对较贵)。建议关注银泰资源、兴业矿业、盛达矿业等。

图 20: 重要白银标的 PB 估值



资料来源: wind, 财富证券

表 3: 重要白银企业介绍

公司	公司介绍
银泰资源	主要有黄金、铅锌、银等业务, 2018 年毛利分别占据 55%、21% 和 21%。
盛达矿业	主要有铅锌、银、黄金等业务, 三项业务 2018 年毛利分别占据 72%、16% 和 9%。
兴业矿业	主要有铅锌、含银的伴生矿、锡精矿等业务, 2018 年毛利分别占据 44%、24% 和 20%
金贵银业	主要有白银冶炼、铅业务和其他回收产品以及矿产品等业务, 2018 年毛利分别占比为 50%、4% 和 26%

资料来源: wind, 财富证券

5 风险提示

美联储降息节奏放缓；全球通胀继续走弱，进入通缩周期；白银需求走弱；基钦周期节奏走弱。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438