

2019年10月09日

A股白银板块2019年中报综述及下半年前瞻

白银闪光，精选标的

■2019年上半年受价格和个股风险事件叠加，白银板块受到压制，但三季度白银价格上涨带来板块指数攀升。2019年前三季度白银板块上涨19.7%，落后沪深300 3.6pct，发力时间主要集中在三季度，前两季度疲软主要原因一是白银价格低迷；二是个股出现风险事件持续压低业绩预期和估值。从中报财务表现来看，主要体现在以下四大特征：**第一，营收和归母净利润同比显著下滑。**上半年白银板块营收同比下降10.3%，归母净利润下降39.8%，主要系上半年白银价格均值为3,659元/千克，同比下降1.71%；叠加上半年矿业主力矿山发生矿山安全事故导致停产，金贵银业由于大股东股权质押风险，经营业绩和估值持续受到压制，营收分别下降70.2%和22.6%。**第二，板块ROE同比下降1.0pct，盈利能力有所减弱。**板块ROE从2018年上半年4.9%下降至3.9%，主要受销售净利率大幅下行，上半年板块销售净利率为8.1%，同比下降11pct。**第三，板块经营性现金流继续扩张，投资性现金流显著收缩。**板块经营性现金流达到11.39亿元，同比增长9.2%，主要系银泰资源增产；投资性现金流为5.09亿元，同比下降43.4%，矿业、盛达矿业和金贵银业同比均出现超过50%收缩。**第四，板块三费提升，主要受个股三费大幅增加影响。**上半年白银板块三费同比分别增长-0.004pct、5.16pct和3.1pct，主要来源于矿业主力矿山停产后三费费用率大幅提升所致，其他三家白银公司三费费用率相对保持平稳。

■2019Q3银价中枢随黄金上移，并随着工业属性强化驱动金银比价修复，白银金融和工业属性的叠加切换使其展现出极大弹性，白银上市公司三季度业绩有望迎来显著释放。**第一阶段，金融属性主导阶段(5.30-7.11)，白银价格跟涨。**催化剂是美国总统特朗普于29日晚决定开征25%的关税，刺激金银价格连续大涨，但由于经济疲软使白银工业属性压制，金银比价突破90。**第二阶段，工业属性主导阶段(7.12-9.25)，白银价格涨幅螺旋式超越黄金。**催化剂一是金银比价已创20年新高，有修复需求；二是6月份美国和国内数据均好于预期，国内维持稳增长，流动性预期改善，从而驱动白银工业属性增强，银价涨幅迅速超越黄金，金银比价最低修复到80。

■金银中长期牛市已经确立，2019Q4金银价格短期调整后，有望迎来风险收益比更好的战略级买点，白银板块配置价值凸显。**第一，考虑到2019Q4随着全球逆周期政策逐渐落地，经济本身有望出现向上修复的脉冲，再加上特朗普前期的极限施压对美自身经济形成反噬作用开始显现，中美贸易谈判有望达成阶段性成果，金银价格可能会进入短期调整。但考虑到全球经济放缓、货币超发和冲突上升大势所趋，金银已进入中长期牛市，短期调整过后有望迎来风险收益比更好的战略级买点。****第二，白银工业属性有望继续强化，金银比价修复动能依然强劲。**一是上半年全球前三大白银生产国的白银产量下降1.4%，下半年有望延续；二是白银工业需求最大电子电力领域有望企稳回升，第二大光伏领域有望保持高增长，两大领域近三年对白银需求年均增速分别为0.34%和7.7%，有望持续拉动白银需求。三是Q4逆周期宽松政策值得期待。**第三，目前白银板块建议关注盛达矿业。**考虑到矿业、金贵银业等标的由于受到矿难、大股东质押风险等问题困扰不确定性较大，相比来讲，盛达矿业公司治理较为稳健，未来三年预计白银产量年均复合增速达到12%，具备较好的成长性，建议目前重点关注。

■风险提示：1)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。

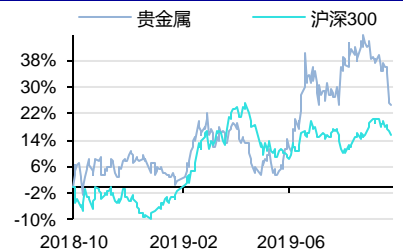
行业深度分析

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	1.76	-3.74	-32.94
绝对收益	-1.64	-3.43	-17.03

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：冰封王座，从未缺席 2019-06-11

白银的魅力 2019-03-06

内容目录

1. 中报综述：上半年受价格和个股风险事件叠加，白银板块受到压制	5
1.1. 2019 年前三季度白银板块上涨 19.7%，主要在第三季度发力.....	5
1.2. 上半年白银板块营收同比下降 10.3%，归母净利润下降 39.8%.....	7
1.3. 上半年白银板块 ROE 同比下降 1.0 pct，盈利能力有所减弱.....	9
1.4. 上半年白银板块经营性现金流继续扩张，投资性现金流显著收缩.....	10
1.5. 上半年白银板块三费提升，主要受个股三费大幅增加影响.....	11
2. 下半年前瞻：工业属性切换打开向上空间，下半年把握螺旋式上升的节奏	13
2.1. 白银金融属性和工业属性的叠加切换使其展现出极大弹性.....	13
2.2. 金银中长期牛市已开启，短期回调带来金、银板块战略级配置机会.....	14
2.3. 下半年供给有望继续呈现趋势性下行.....	15
2.4. 需求旺季到来，工业属性周期有望继续驱动金银比价修复.....	16
2.5. 重视白银板块配置机会，盛达矿业较为突出.....	19
2.6. 盛达矿业：中报稳健增长，更名“盛达资源”转型综合资源型企业.....	19
3. 风险提示	21

图表目录

图 1: 前三季度白银板块上涨 19.7%，落后沪深 300 3.6pct.....	5
图 2: 上半年涨幅在安信有色金属 23 个子板块中排名第 18 位.....	5
图 3: 上半年涨幅在全行业板块中排名第 23 位.....	6
图 4: 2019 年以来白银板块个股定基涨幅.....	6
图 5: 上半年白银均价同比下降 1.71%.....	7
图 6: 上半年板块营收同比下降 10.3% (亿元).....	7
图 7: 兴业矿业和金贵银业同比负增长 (亿元).....	7
图 8: 上半年板块归母净利润同比下降 39.8% (亿元).....	8
图 9: 兴业矿业和金贵银业归母净利润同比为负 (亿元).....	8
图 10: 上半年板块扣非净利润同比下降 47.5% (亿元).....	8
图 11: 兴业矿业和金贵银业扣非净利润同比为负 (亿元).....	8
图 12: 上半年板块销售毛利率下降 5.2 pct% (%).....	8
图 13: 各公司销售毛利率变化 (%).....	8
图 14: 上半年白银板块 ROE 下降 1.0 pct (%).....	9
图 15: 各公司 ROE 变化 (%).....	9
图 16: 上半年白银板块负债率增长 0.6 pct (%).....	9
图 17: 各公司负债率变化 (%).....	9
图 18: 上半年白银板块销售净利率下降 11.0 pct (%).....	10
图 19: 各公司销售净利率变化 (%).....	10
图 20: 上半年白银板块总资产周转率下降 0.04 pct (%).....	10
图 21: 各公司总资产周转率变化 (%).....	10
图 22: 上半年白银板块经营性现金流继续提升 (亿元).....	10
图 23: 各公司经营性现金流变化 (亿元).....	10
图 24: 上半年白银板块投资性现金流继续收缩 (亿元).....	11
图 25: 各公司投资性现金流变化 (亿元).....	11
图 26: 上半年白银板块筹资性现金流减少 (亿元).....	11
图 27: 各公司筹资性现金流变化 (亿元).....	11
图 28: 上半年白银板块销售费用率下降 0.004 pct (%).....	12
图 29: 各公司销售费用率变化 (%).....	12
图 30: 上半年白银板块管理费用率提高 5.2 pct (%).....	12
图 31: 各公司管理费用率变化 (%).....	12
图 32: 上半年白银板块财务费用率提高 3.1 pct (%).....	12
图 33: 各公司管理费用率变化 (%).....	12
图 34: 2018 年以来黄金白银价格跟随情况.....	13
图 35: 2019 年 7 月开始金银比价回归，白银大幅拉升.....	13
图 36: 黄金白银价格启动后，白银通过双属性切换超越黄金涨幅.....	14
图 37: 实际利率回升，金价回调.....	14
图 38: 美国核心 CPI 显示国内通胀压力加大.....	15
图 39: 近年来白银供给已呈现趋势性下行.....	15
图 40: 上半年全球三大白银生产国的白银产量萎缩 (百万盎司).....	16
图 41: 2018 年白银需求中非工业需求和工业需求比例为 44%:56%.....	17
图 42: 历年白银工业应用 (百万盎司).....	17

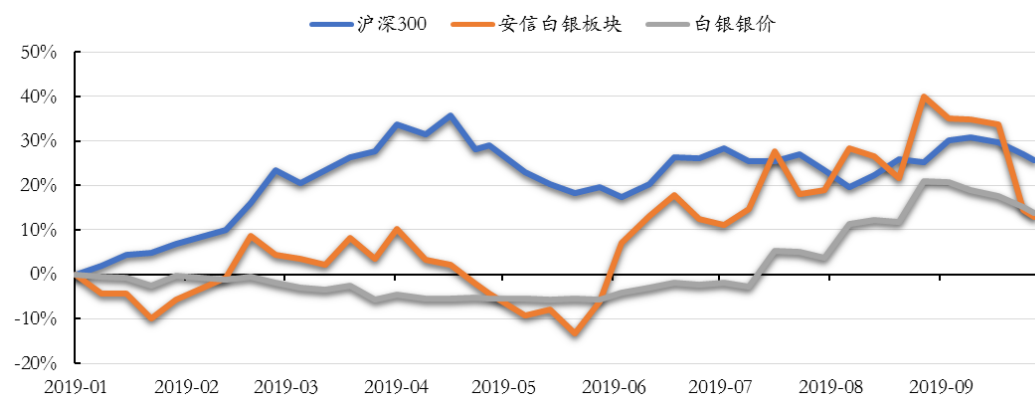
图 43: 计算机、通讯、电子行业固定资产投资触底回升.....	17
图 44: 全球光伏装机容量持续攀升.....	18
图 45: 2018 年以来 A 股黄金和白银上市公司启动 PE 对比.....	19
图 46: 盛达矿业产量预测.....	20
图 47: 盛达矿业营收预测.....	20
图 48: 盛达矿业净利润预测.....	20
表 1: 白银板块 2019 年上半年营收和利润情况汇总 (亿元)	6
表 2: 2010-2018 年白银供需平衡表 (百万盎司)	18
表 3: 盛达矿业业绩弹性测算 (白银价格: 元/克)	21

1. 中报综述：上半年受价格和个股风险事件叠加，白银板块受到压制

1.1. 2019 年前三季度白银板块上涨 19.7%，主要在第三季度发力

前三季度白银板块上涨 19.7%，白银价格上涨 14.4%。2019 年前三季度安信白银板块（表 1 所列 4 家白银上市公司，采用流通市值加权平均）上涨 19.7%，落后沪深 300 3.6pct，主要发力时间在第三季度。上半年板块表现疲软主要原因一是白银价格低迷。上半年白银价格呈下行态势，累计下跌 2.3%，受此影响白银板块持续受到压制。二是个股出现风险事件持续压低业绩预期和估值。上半年兴业矿业主力矿山发生矿山安全事故，对整个内蒙白银矿山企业造成业绩不利预期影响；金贵银业由于大股东股权质押风险，经营业绩和估值持续受到压制。

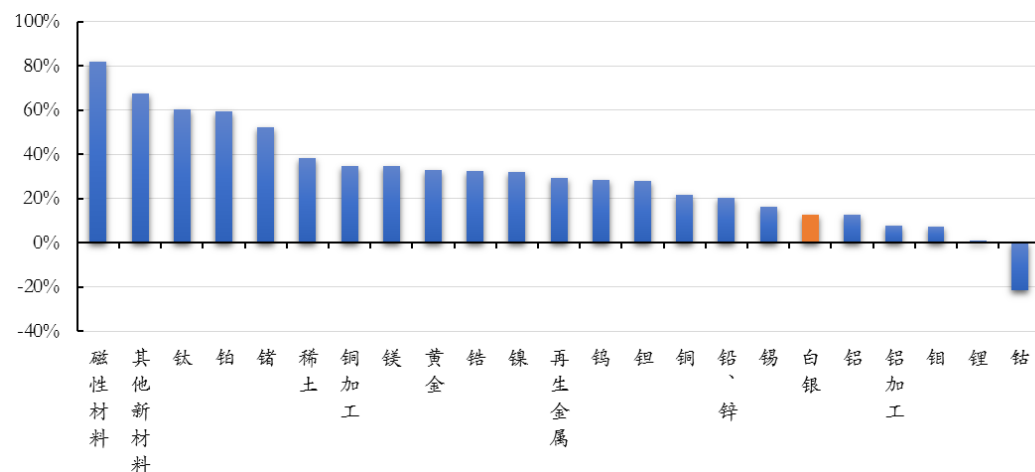
图 1：前三季度白银板块上涨 19.7%，落后沪深 300 3.6pct



资料来源：Wind，安信证券研究中心

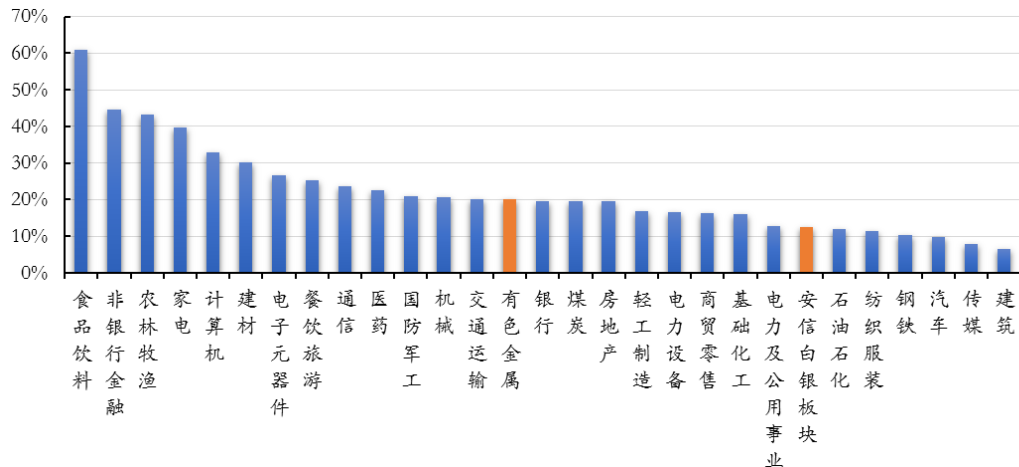
上半年涨幅在安信有色金属 23 个子板块中排名第 18 位。上半年全球贸易摩擦阶段性缓和，美联储按兵不动，国内稳增长政策发力，导致金银价格乏力，白银板块涨幅位列安信有色金属 23 个子板块中排名第 18 位。全行业比较来看，整个有色上半年涨幅 20.1%，位列第 14 位，白银板块涨幅 12.5%，位列第 23 位。

图 2：上半年涨幅在安信有色金属 23 个子板块中排名第 18 位



资料来源：Wind，安信证券研究中心

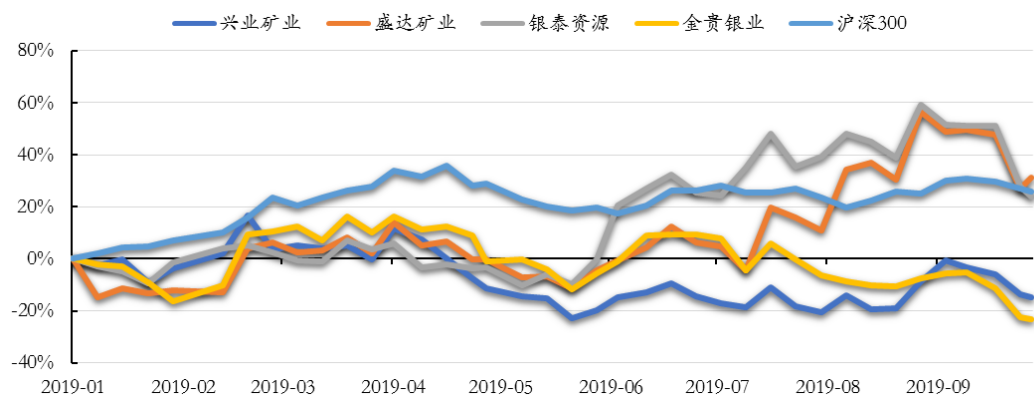
图 3：上半年涨幅在全行业板块中排名第 23 位



资料来源：Wind，安信证券研究中心

5 月之后全球风险偏好显著下行，美联储开启降息周期，白银个股开始跑出超额收益。从个股看，1-5 月个股差距不大，但 5 月开始，受中美贸易摩擦升温，全球开启 risk off 模式，金银价格开始抬升，白银板块上涨，但个股出现分化。银泰资源由于转型黄金公司，受益黄金价格大涨，股价率先拉升；盛达矿业业绩稳步增长，跟随白银价格逐步攀升；兴业矿业由于主力矿山银漫矿业的停产整顿导致公司年度预期营收显著下滑，导致股价持续疲软；金贵银业由于大股东质押风险，现金流紧张，出现股权变动预期，导致公司经营间接受到影响，利润和估值均受到压制。

图 4：2019 年以来白银板块个股定基涨幅



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：白银板块 2019 年上半年营收和利润情况汇总 (亿元)

	营收	同比	归母净利润	同比	扣非净利润	同比	销售毛利率	变动
兴业矿业	3.38	-70.15	-0.78	-121.23	-0.58	-115.73	53.18	-11.95
盛达矿业	11.57	30.88	2.12	9.03	1.25	1.99	26.37	-21.08
银泰资源	25.28	20.63	4.38	60.65	4.37	67.68	32.51	4.86
金贵银业	42.48	-22.55	-0.38	-128.89	-0.42	-131.63	4.99	-2.70

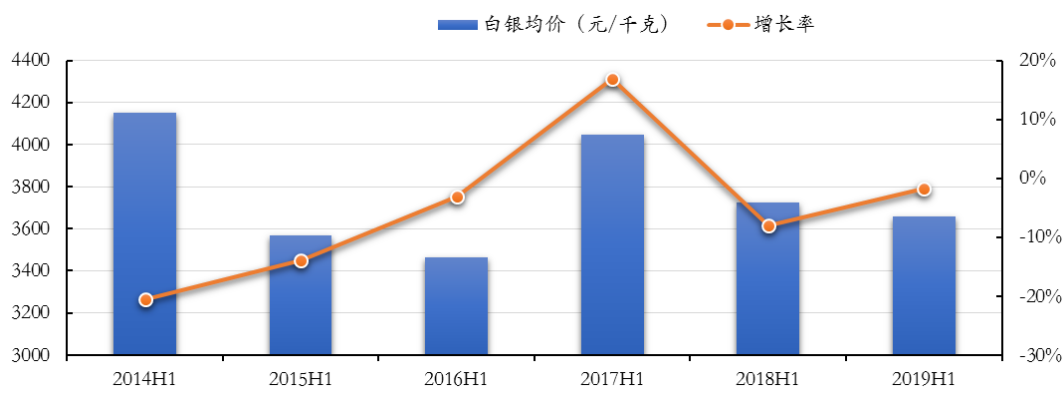
资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.2. 上半年白银板块营收同比下降 10.3%，归母净利润下降 39.8%

板块营收同比下降 10.3%，主要系兴业矿业和金贵银业营收大幅下降。2019 年上半年白银价格均值为 3,659 元/千克，同比下降 1.71%，对板块整体营收形成不利因素。兴业矿业和金贵银业受各自风险事件影响营收同比下行幅度较大，实现营收 3.38 亿元和 54.84 亿元，分别下降 70.2%和 22.6%。盛达矿业上半年并表金山矿业，实现营收 11.57 亿元，同比增长 127.7%。银泰资源上半年青海大柴旦投产，业绩稳定增长，实现营收 25.28 亿元，同比增长 20.6%。

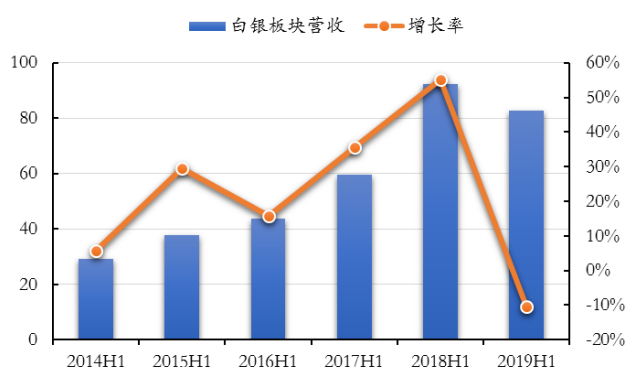
板块归母净利润同比下降 39.8%，扣非净利润同比下降 47.5%，兴业矿业和金贵银业同比转负对板块形成较大冲击。2019 年上半年白银板块归母净利润下降 39.8%，扣非净利润同比下降 47.5%，下降幅度较大主要系上半年兴业矿业和金贵银业归母净利润同比转负所致，分别从 2018 年上半年的 3.68 亿元和 1.31 亿元下降至-0.78 亿元和-0.38 亿元。盛达矿业受并购影响，实现归母净利润 2.12 亿元，同比提升 82.5%。银泰资源实现归母净利润 4.38 亿元，同比增长 60.7%。

图 5：上半年白银均价同比下降 1.71%



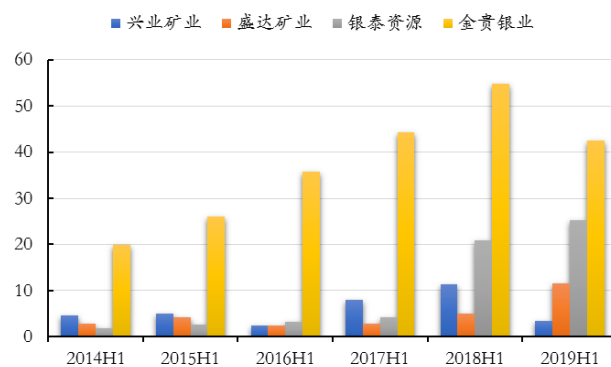
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：上半年板块营收同比下降 10.3% (亿元)



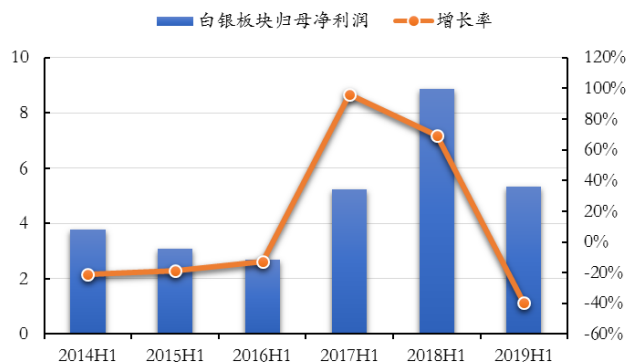
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：兴业矿业和金贵银业同比负增长 (亿元)



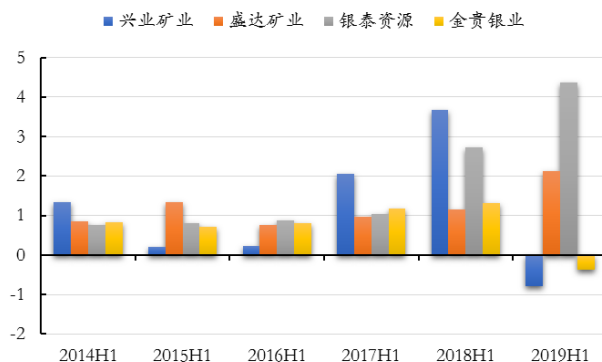
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：上半年板块归母净利润同比下降 39.8% (亿元)



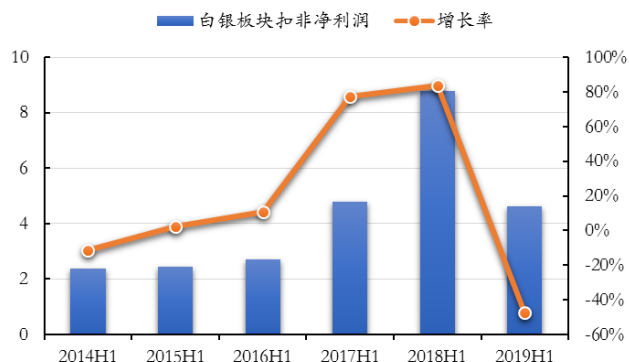
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 9：兴业矿业和金贵银业归母净利润同比为负 (亿元)



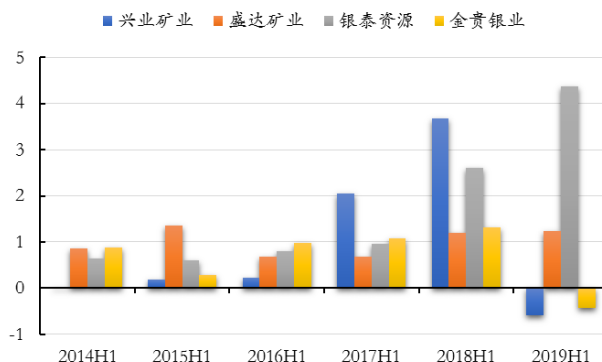
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 10：上半年板块扣非净利润同比下降 47.5% (亿元)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

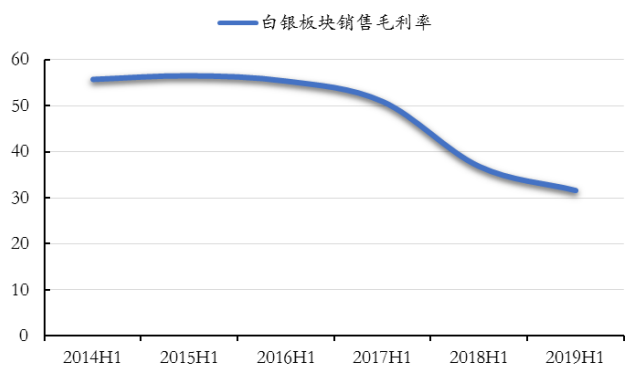
图 11：兴业矿业和金贵银业扣非净利润同比为负 (亿元)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

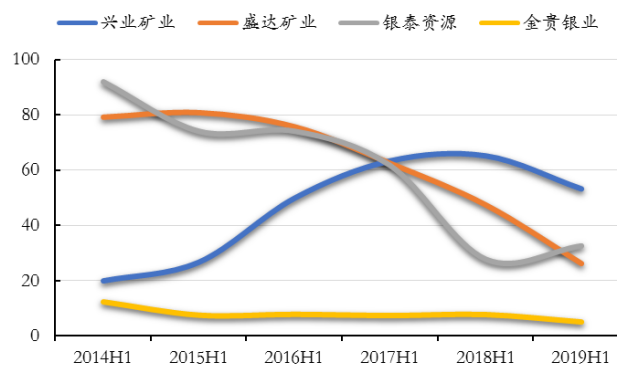
板块加权销售毛利率为 31.6%，同比下降 5.2 pct。2019 年上半年板块销售毛利率延续 2018 年下行态势，一方面因白银价格下跌，另一方面受各白银公司业务情况影响所致。其中盛达矿业毛利率持续下行，2019 年上半年毛利率为 26.4%，同比下降 21.1 pct，主要受公司业务中毛利较薄的有色金属贸易业务不断增长所致。

图 12：上半年板块销售毛利率下降 5.2 pct% (%)



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 13：各公司销售毛利率变化 (%)



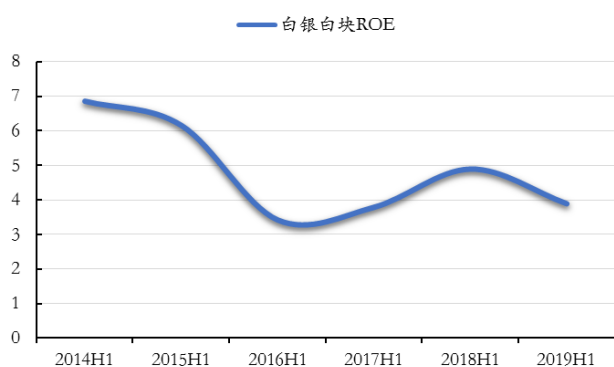
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

1.3. 上半年白银板块 ROE 同比下降 1.0 pct，盈利能力有所减弱

白银板块 ROE 从 2018 年上半年 4.9% 下降至 3.9%，同比下降 1.0 pct，主要受销售净利率大幅下行。2019 年上半年板块 ROE 为 3.9%，同比下降约 1.0 pct，板块 ROE 下行主要受销售净利率的大幅下行和总资产周转率的下降所拖累。分项看，板块资产负债率为 30.5%，同比增长 0.6 pct；板块销售净利率为 8.1%，同比下降 11 pct；板块总资产周转率为 0.23%，同比下降 0.04 pct。

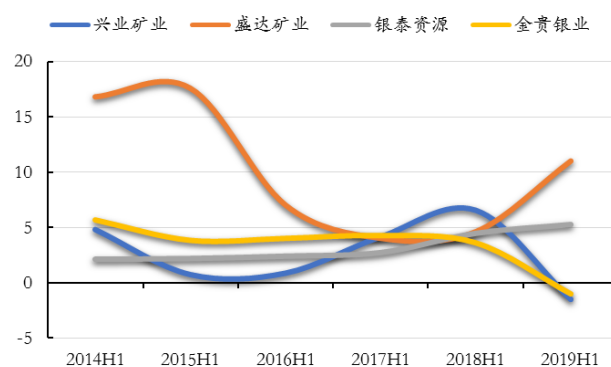
盛达矿业上半年 ROE 为 11.0%，处于行业领先地位。2019 年上半年盛达矿业 ROE 达到 11.0%，同比提升 6.4 pct，遥遥领先于白银白块其他公司。2019 年上半年，公司资产负债率为 38.9%，同比提升 19.9 pct；销售净利率为 20.2%，同比下降 7.9%；总资产周转率为 0.31%，同比提升 0.15%。其中，资产负债率的提升主要系公司 2018 年收购金山矿业 67% 股权采用现金和承担债务方式进行支付。

图 14：上半年白银板块 ROE 下降 1.0 pct (%)



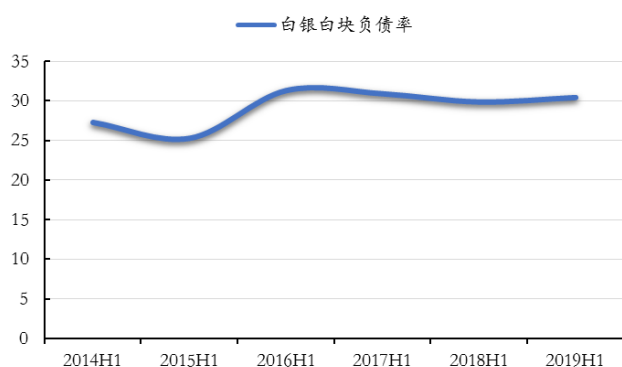
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 15：各公司 ROE 变化 (%)



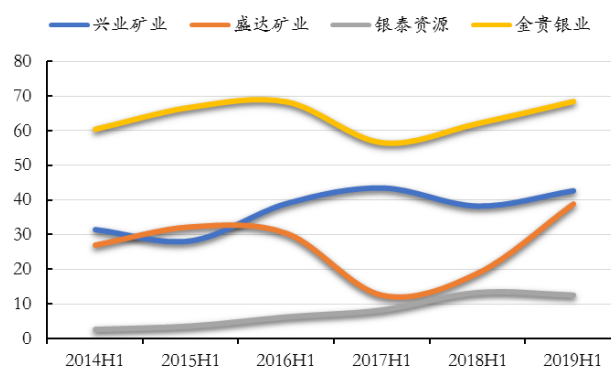
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：上半年白银板块负债率增长 0.6 pct (%)



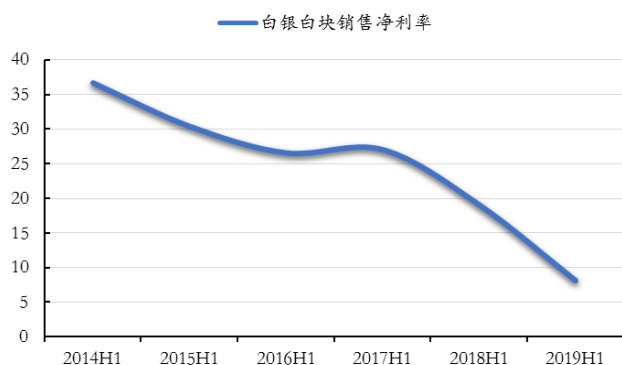
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 17：各公司负债率变化 (%)



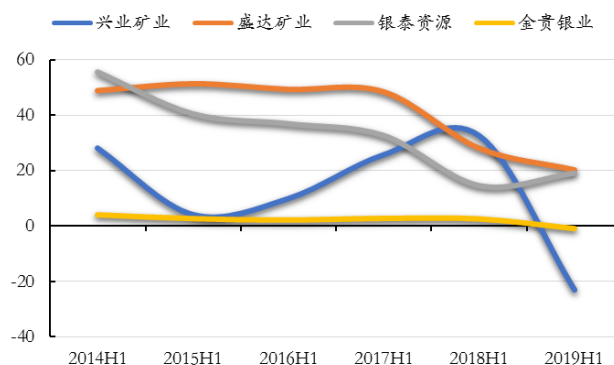
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 18: 上半年白银板块销售净利率下降 11.0 pct (%)



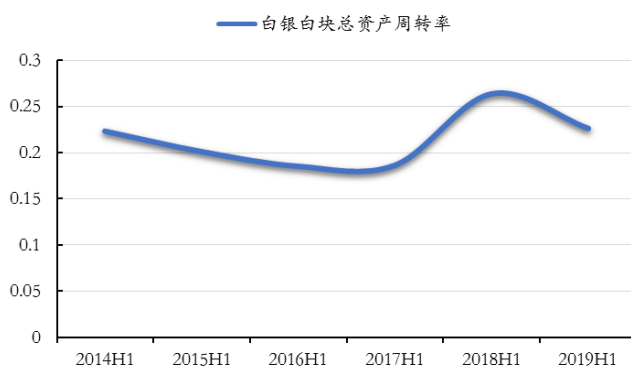
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 各公司销售净利率变化 (%)



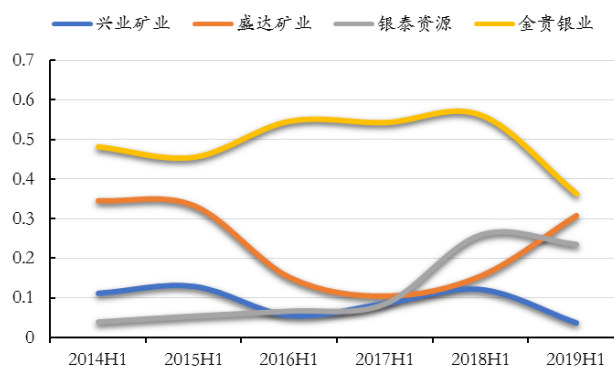
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 上半年白银板块总资产周转率下降 0.04 pct (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 各公司总资产周转率变化 (%)

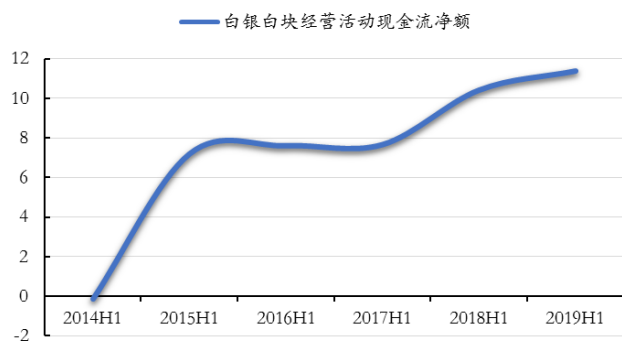


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.4. 上半年白银板块经营性现金流继续扩张, 投资性现金流显著收缩

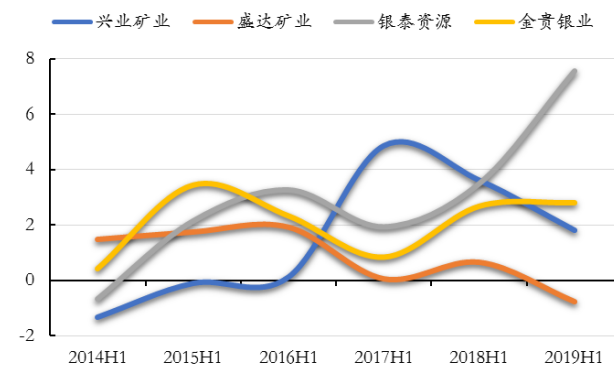
板块经营性现金流继续扩张主要受银泰资源现金流大幅增长。2019 年上半年白银板块经营性现金流达到 11.39 亿元, 同比增长 9.2%, 主要系银泰资源高品位金矿持续投产, 经营性现金流获得大幅增长, 2019 年上半年达到 7.55 亿元, 同比增长 116.8%。兴业矿业和金贵银业经营性现金流分别为 1.82 亿元和 2.81 亿元, 同比分别增长-49.9%和 4.8%, 盛达矿业上半年经营性现金流-0.78 亿元, 同比转负, 主要系购买资产支付现金增加所致。

图 22: 上半年白银板块经营性现金流继续提升 (亿元)



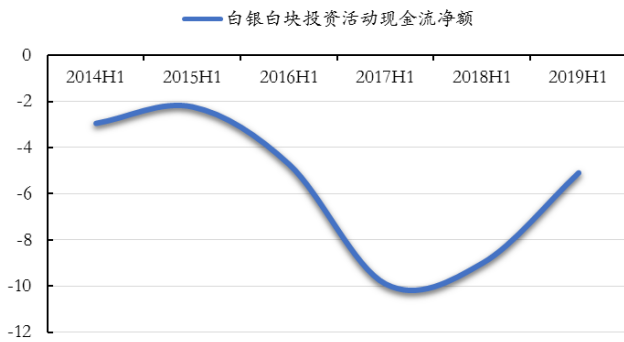
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 各公司经营性现金流变化 (亿元)



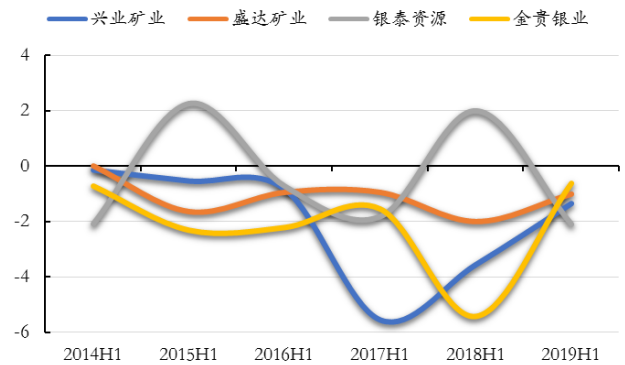
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24：上半年白银板块投资性现金流继续收缩（亿元）



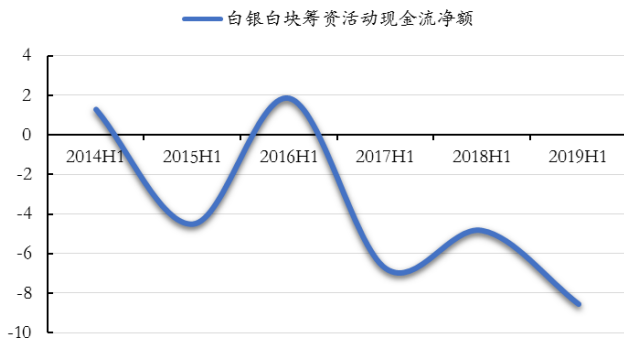
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：各公司投资性现金流变化（亿元）



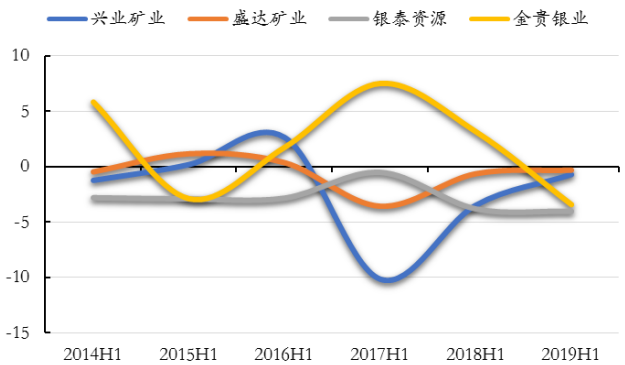
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：上半年白银板块筹资性现金流减少（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：各公司筹资性现金流变化（亿元）



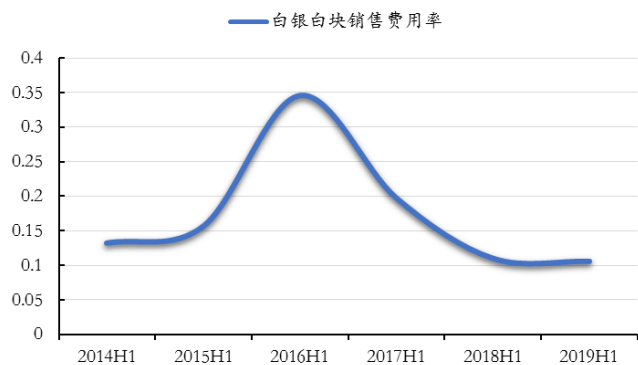
资料来源：Wind，安信证券研究中心

板块投资性现金流显著收缩，主要企业均出现较大幅度下降。2019 年上半年白银板块投资性现金流为 5.09 亿元，同比下降 43.4%，其中兴业矿业、盛达矿业和金贵银业上半年投资性现金流分别为 1.34 亿元、1.02 亿元和 0.62 亿元，同比分别下降 62.2%、49.3%和 88.5%。银泰资源由于投产新矿山，投资性现金流投资由负转正，同比提升 4.11 亿元。从筹资性现金流来看，由于白银企业毛利率高，利润较好，对外部融资依赖度低，内源融资能力充沛，筹资性现金流持续为负。

1.5. 上半年白银板块三费提升，主要受个股三费大幅增加影响

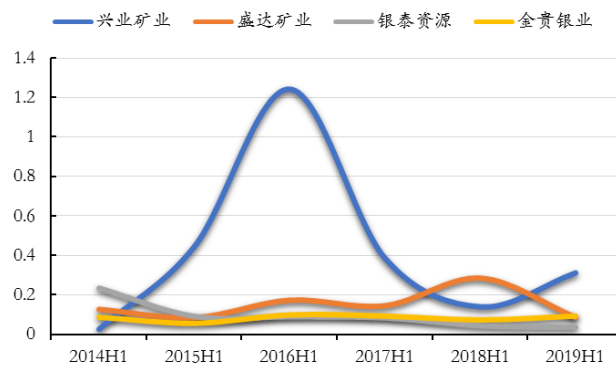
板块三费费用率提升，主要受兴业矿业三费大幅增加影响所致。2019 年上半年白银板块销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.11%、10.9%和 5.9%，同比分别增长-0.004 pct、5.16 pct 和 3.1 pct，三费的提升主要来源于兴业矿业主力矿山停产后三费费用率大幅提升所致，兴业矿业上半年三费分别提升 0.17 pct、31.9 pct 和 16.7 pct。其他三家白银公司三费费用率相对保持平稳。

图 28: 上半年白银板块销售费用率下降 0.004 pct (%)



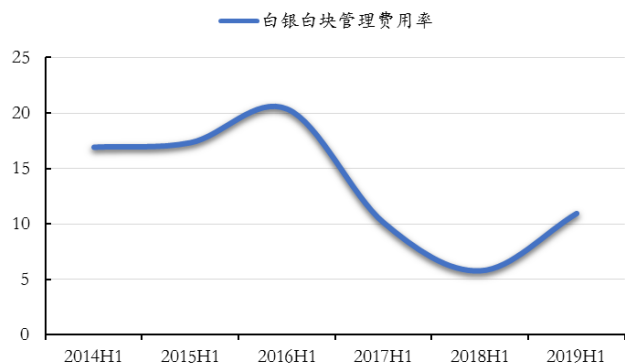
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: 各公司销售费用率变化 (%)



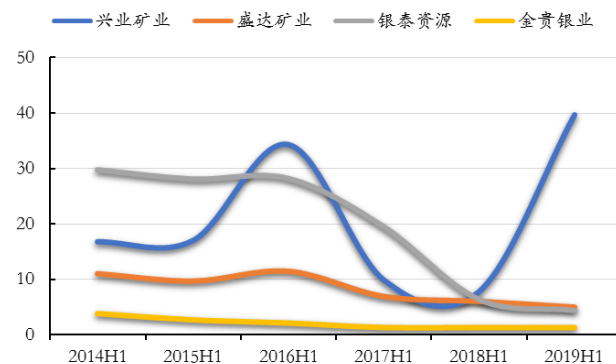
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 30: 上半年白银板块管理费用率提高 5.2 pct (%)



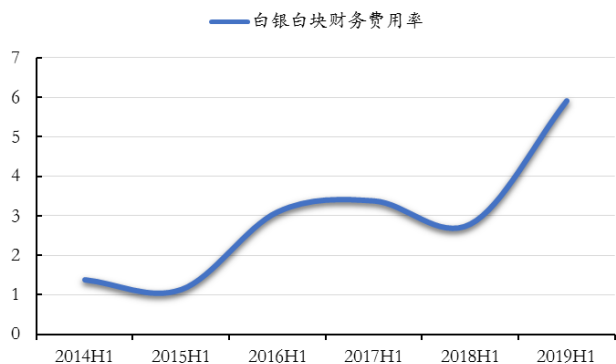
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 31: 各公司管理费用率变化 (%)



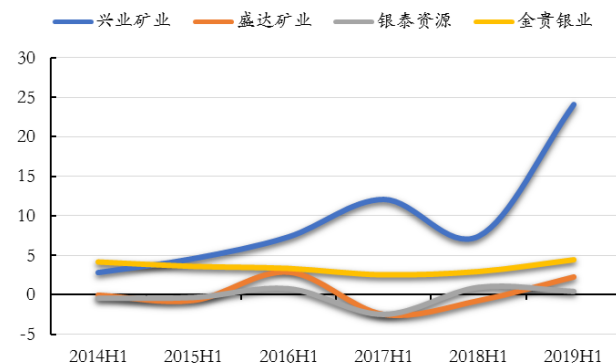
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 32: 上半年白银板块财务费用率提高 3.1 pct (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 33: 各公司管理费用率变化 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

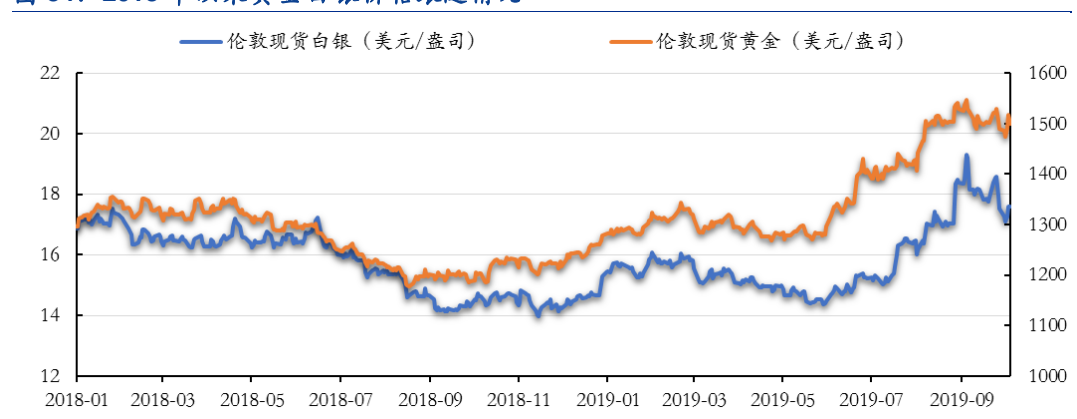
2. 下半年前瞻：工业属性切换打开向上空间，下半年把握螺旋式上升的节奏

2.1. 白银金融属性和工业属性的叠加切换使其展现出极大弹性

白银金融属性和工业属性在不同经济背景下的切换让其价格缠绕着黄金价格迅速攀升。金融属性主导阶段（2019.5.30-2019.7.11），白银价格跟涨。2019年第二轮金银价格启动是在5月30日，催化剂是美国总统特朗普于29日晚决定对从中国进口的500亿美元商品征收25%的关税，刺激金价连续大涨，之后三天合计涨幅3.4%，白银跟随上涨达到2.5%。但是由于经济的疲软让白银的工业属性持续的压制白银价格，让金银比价持续攀升，突破90，最高在7月10日达到93.3。

工业属性主导阶段（2019.7.12-2019.9.25），白银价格涨幅螺旋式超越黄金。白银金融属性切换到工业属性为主导的时间点是7月12日，催化剂一是金银比价已经创下20年新高，有修复需求；二是公布的6月份美国经济数据均出现略好于预期情况；三是国内6月份数据均好于预期，且政策基调仍然维持稳增长，逆周期宽松政策工具仍在考虑范围之内，流动性预期改善。三者因素叠加下，金银比价迎来猛烈修复，白银价格在工业属性为主的带动下，迅速超过黄金涨幅，金银比价最低修复到80。

图 34：2018 年以来黄金白银价格跟随情况



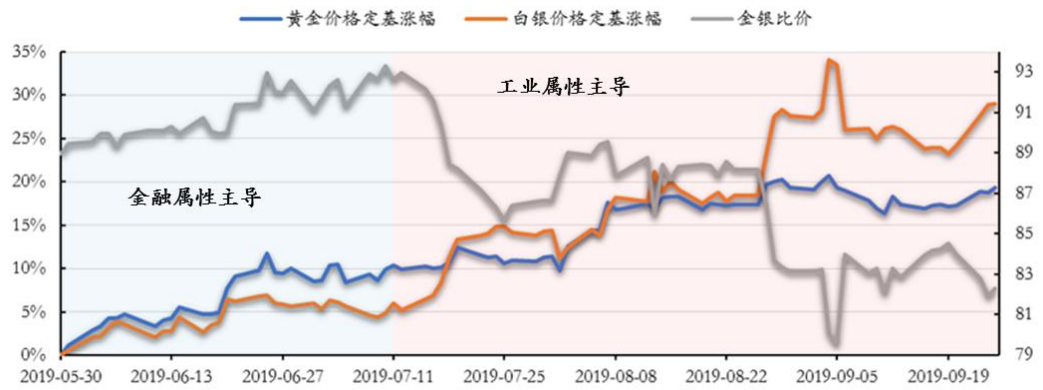
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 35：2019 年 7 月开始金银比价回归，白银大幅拉升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 36: 黄金白银价格启动后, 白银通过双属性切换超越黄金涨幅



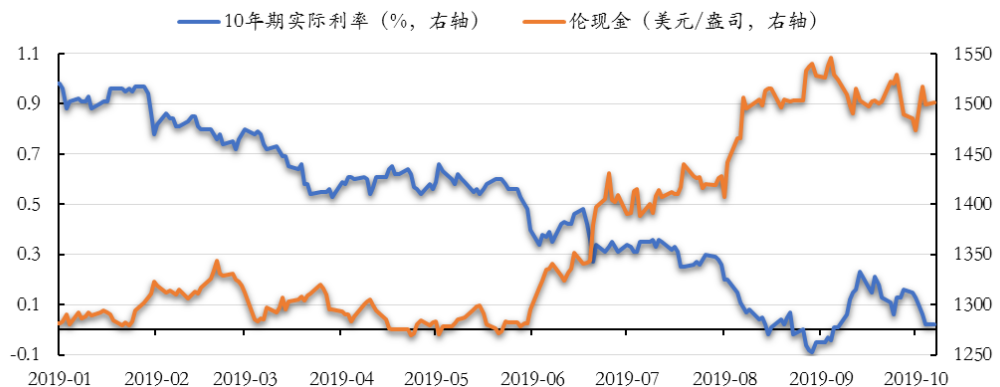
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

白银的强双属性已经开始展现出其威力, 未来有望跟随黄金不断螺旋式攀升。一是由于白银的贵金属金融属性, 在当前经济疲软、货币宽松的背景下, 让白银价格和黄金一样拥有避险保值功能, 从而获得和黄金一样的价格支撑。二是白银的工业属性加持, 在各国逆周期政策的刺激下, 有望持续获得脉冲式的上升动能, 让白银以黄金为锚, 不断跃升。

2.2. 金银中长期牛市已开启, 短期回调带来金、银板块战略级配置机会

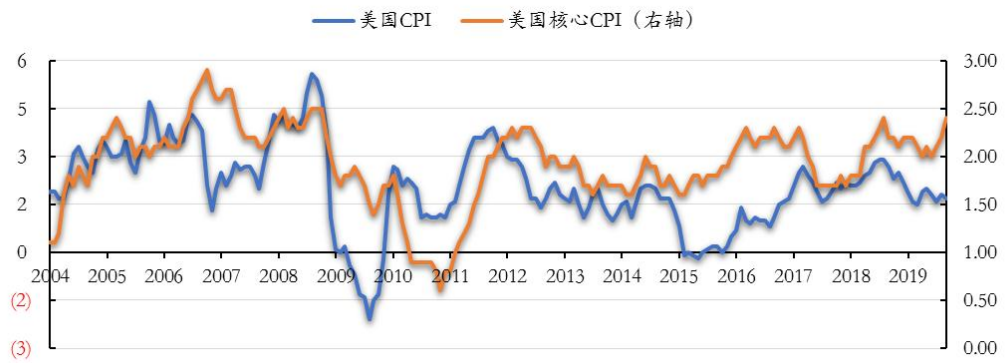
长牛趋势不改, 短期回调有望带来金银板块战略级配置机会。短期来看近期刺激金价大涨的因素均出现缓和, 一方面中方牵头人拟于 10 月 10 日-11 日赴美再次开启新一轮经贸高级别磋商, 中美摩擦缓和; 另一方面, 美国政府加征进口关税不断推升原材料价格, 美国 8 月 CPI 创下 10 年新高, 美联储在两次降息之后表态偏鹰, 美国实际利率 9 月以来已开始出现反弹态势, 黄金价格上涨动能减弱, 亦带来白银价格中枢下移。我们认为, 考虑到 2019Q4 随着全球逆周期政策逐渐落地, 经济本身有望出现向上修复的脉冲, 再加上特朗普前期的极限施压对美自身经济形成反噬作用开始显现, 中美贸易谈判有望达成阶段性成果, 金银价格可能会进入短期调整。但考虑到全球经济放缓、货币超发和冲突上升大势所趋, 金银已进入中长期牛市, 短期调整过后有望迎来风险收益比更好的战略买点。

图 37: 实际利率回升, 金价回调



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 美国核心 CPI 显示国内通胀压力加大

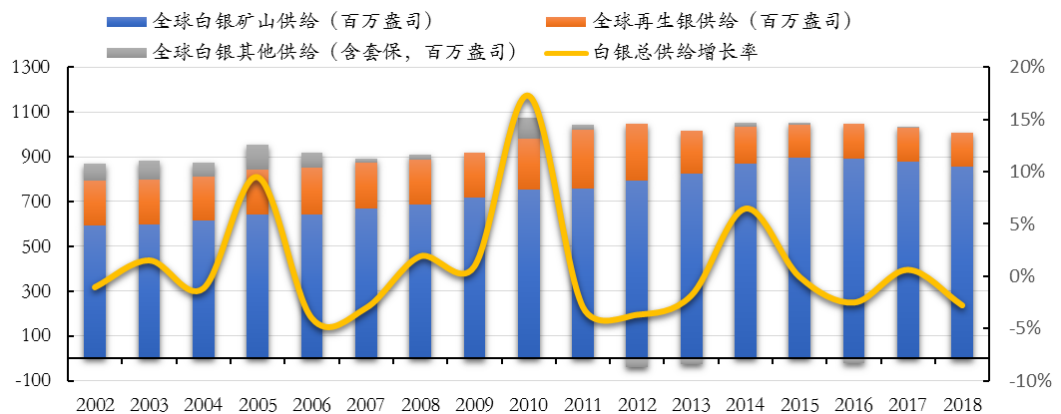


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3. 下半年供给有望继续呈现趋势性下行

近年来白银供给不断下行。近三年白银供给复合增长率为-1.5%，呈现不断下行的趋势。2018年白银总供给10.04亿盎司，同比下降2.75%。其中，矿山供给8.56亿盎司，同比下降2.4%；再生银供给1.51亿盎司，同比下降1.6%

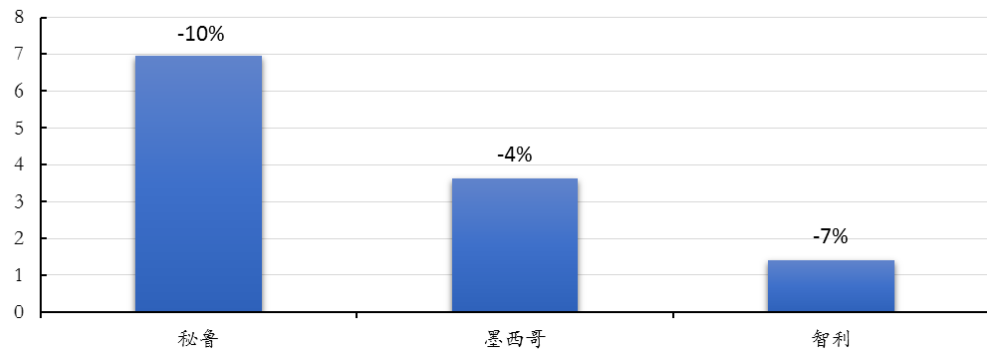
图 39: 近年来白银供给已呈现趋势性下行



资料来源: GFMS, 安信证券研究中心

上半年全球前三大白银生产国的白银产量下降，下半年有望延续。根据各国公布的银矿供应数据，秘鲁上半年的白银产量下降了10%（694万盎司），墨西哥1月至5月下降了4%（363万盎司），智利上半年下降了7%（141万盎司），三个国家合计白银产量下降了约1,200万盎司，占2018年白银矿山产量1.4%。此外，据俄罗斯最大的原银矿业公司 Polymetal 报告称，2019年上半年白银产量与去年同期相比下降了15%，全球白银矿山产量呈现不断下滑态势。我们认为，由于约60%银矿供给是铜铅锌生产的副产品，在当前经济下行周期中，铜铅锌产量的下行将使其对白银供给的影响进一步放大。

图 40: 上半年全球三大白银生产国的白银产量萎缩 (百万盎司)



资料来源: GFMS, 安信证券研究中心

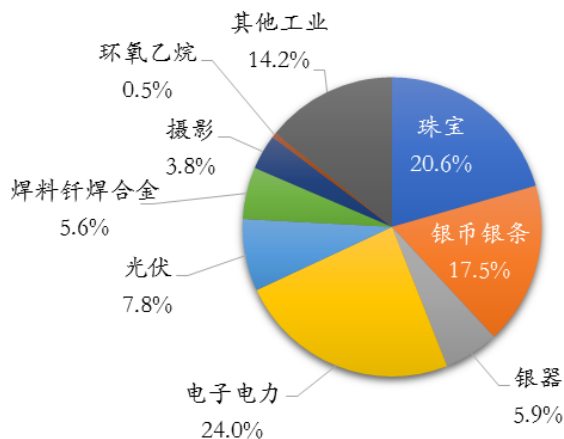
2.4. 需求旺季到来, 工业属性周期有望继续驱动金银比价修复

2018 年白银工业需求占比为 56%，电子电力需求占比最大，光伏需求增幅最大。2018 年，白银非工业需求占比为 44%，分别为珠宝 20.6%、银币银条 17.5%和银器 5.9%；工业需求占比 56%，分别为电子电力 24.0%、光伏 7.8%、焊料钎焊合金 5.6%、摄影 3.8%环氧乙烷 0.5%和其他 14.2%。其中，工业需求中占比最大的是电子电力行业，近三年年均增速为 0.34%，近几年增速最快的行业为光伏，近三年年均增速为 7.7%。

10 月有望迎来行业传统旺季，工业属性有望驱动白银价格上行。从计算机、通信和电子行业看，固定资产投资完成额自 2019 年 2 月份触底后不断攀升，2019 年 8 月增速为 11.1%，下半年有望持续增长。对于对白银需求增速最快的光伏板块来看，全球光伏装机容量持续攀升，2018 年达到 5.05 亿千瓦，同比增长 25.6%，近三年年均增速高达 30.4%，预计 2019 年继续高速增长。

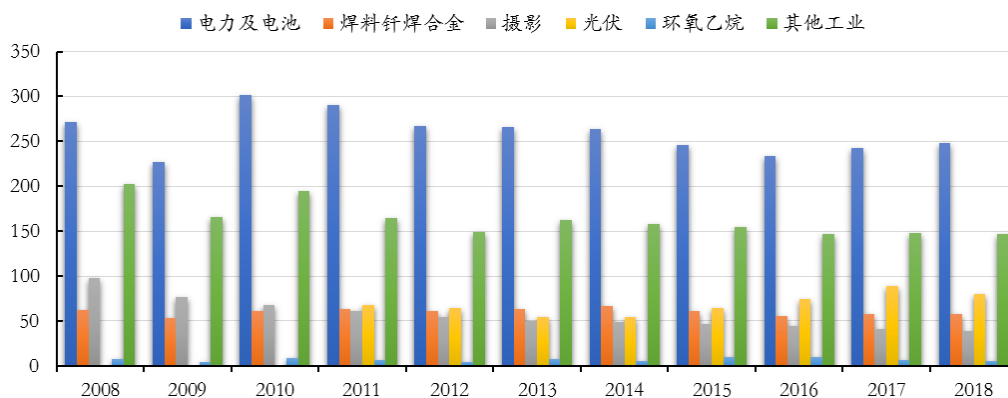
2019Q4 逆周期宽松政策值得期待，有望进一步提升白银工业属性。国外来看，据美联储数据，从 9 月 17 日至 25 日，负责执行美联储公开市场操作的纽约联邦储备银行通过回购债券等操作，连续 7 个交易日向市场累计投放近 5220 亿美元资金（折合人民币约 3.7 万亿），这是 2008 年美国金融危机后的首次，美联储重启 QE 的可能性加大。国内来看，近期经济下行压力仍存，金融委第七次会议确定了后期宏观政策的稳增长基调，加大宏观经济政策的逆周期调节力度，货币政策继续保持稳健，实施积极的财政政策，把财政政策与货币金融政策更好地结合起来，Q4 国内财政+货币政策组合值得期待。

图 41：2018 年白银需求中非工业需求和工业需求比例为 44%:56%



资料来源：GFMS，安信证券研究中心

图 42：历年白银工业应用（百万盎司）



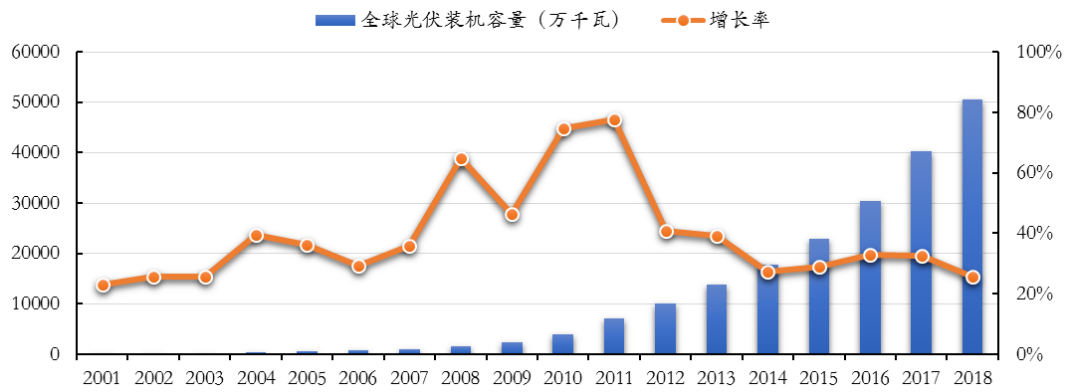
资料来源：GFMS，安信证券研究中心

图 43：计算机、通讯、电子行业固定资产投资触底回升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 44: 全球光伏装机容量持续攀升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: 2010-2018 年白银供需平衡表 (百万盎司)

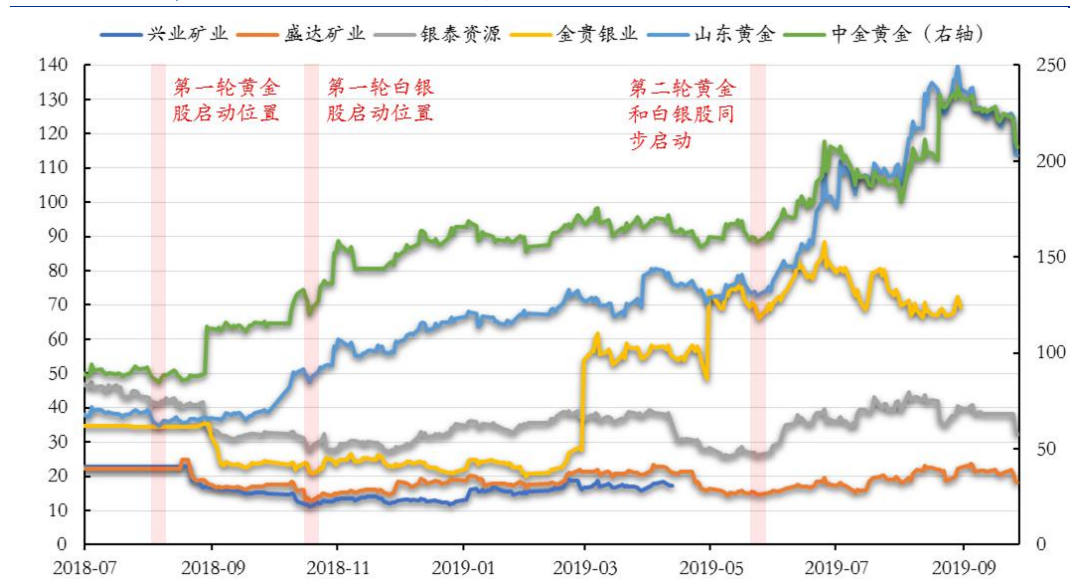
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
供给									
矿山银	753	758.3	791.7	823.3	867.8	893.7	893.4	876.9	855.7
政府出售	44.2	12	7.4	7.9	-	-	-	-	-
再生银	227.2	261.2	253.8	191.2	167.4	150.2	151.8	153.8	151.3
净套保供给	50.4	12.2	-47.1	-34.8	16.8	7.8	-19.4	1.9	-2.8
总供给	1074.8	1043.7	1005.8	987.6	1052.0	1051.7	1025.8	1032.6	1004.2
YOY	17.32%	-2.89%	-3.63%	-1.81%	6.52%	-0.03%	-2.46%	0.66%	-2.75%
需求									
非工业需求	416	450.7	391.7	519.7	522.1	580.1	463.8	412.5	454.8
珠宝	190	191.5	186.7	219.7	227.3	223.3	202.7	204.5	212.5
银币银条	174.1	211.7	161.2	240.7	233.6	293.6	208.7	150.4	181.2
银器	51.9	47.5	43.8	59.3	61.2	63.2	52.4	57.6	61.1
工业需求	633.8	653.0	600.0	604.7	596.5	582.7	566.3	585.7	578.6
电子电力	301.2	290.8	266.7	266.0	263.9	246.0	233.9	243.1	248.5
YOY	32.45%	-3.45%	-8.29%	-0.26%	-0.79%	-6.78%	-4.92%	3.93%	2.22%
焊料钎焊合金	61.2	63.2	61.1	63.7	66.7	61.5	55.3	57.5	58.0
YOY	13.75%	3.27%	-3.32%	4.26%	4.71%	-7.80%	-10.08%	3.98%	0.87%
摄影	67.5	61.2	54.2	50.5	48.5	46.1	44.7	40.9	39.3
YOY	-11.65%	-9.33%	-11.44%	-6.83%	-3.96%	-4.95%	-3.04%	-8.50%	-3.91%
光伏	-	67.4	64.4	54.8	53.9	64.5	74.9	88.9	80.5
YOY			-4.45%	-14.91%	-1.64%	19.67%	16.12%	18.69%	-9.45%
环氧乙烷	8.7	6.2	4.7	7.7	5.0	10.2	10.2	6.9	5.4
YOY	81.25%	-28.74%	-24.19%	63.83%	-35.06%	104.00%	0.00%	-32.35%	-21.74%
其他工业	195.2	164.2	148.9	162.0	158.5	154.4	147.3	148.4	146.9
YOY	17.73%	-15.88%	-9.32%	8.80%	-2.16%	-2.59%	-4.60%	0.75%	-1.01%
总需求	1049.8	1103.7	991.7	1124.4	1118.6	1162.8	1030.1	998.2	1033.4
YOY	25.29%	5.13%	-10.15%	13.38%	-0.52%	3.95%	-11.41%	-3.10%	3.53%
实物供需平衡	25.0	-60.0	14.1	-136.8	-66.6	-111.1	-4.3	34.4	-29.2
ETP 库存	129.5	-24	55.3	2.5	1.4	-17.8	49.8	2.4	-20.3
交易所库存	-7.4	12.2	62.2	8.8	-5.3	12.6	79.8	51.5	71.2
供需平衡	-97.1	-48.2	-103.4	-148.1	-62.7	-105.9	-133.9	-19.5	-80.1
银价 (美元/盎司)	20.19	35.12	31.15	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71
YOY	37.63%	73.95%	-11.30%	-23.63%	-19.80%	-17.82%	9.31%	-0.53%	-7.86%

资料来源: GFMS, 安信证券研究中心

2.5. 重视白银板块配置机会，盛达矿业较为突出

建议重视白银板块的弹性配置机会，目前白银板块建议关注盛达矿业。当前时点来看，6月份以来白银金融属性让其跟涨黄金，7月之后白银工业属性激活，金银比价获得剧烈修复，有望持续带来白银板块系统性配置机会。盛达矿业未来三年预计白银产量年均复合增速12%，成长性强；兴业矿业由于上半年发生矿山安全事故，主力矿山停产至今，尚未有复产时间表，公司业绩仍具有不确定性；金贵银业由于大股东股权质押风险，且违规占用资金，已经触及风险警示情形，自10月9日起，简称改为“ST金贵”，业绩不确定性变大。

图 45：2018 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

2.6. 盛达矿业：中报稳健增长，更名“盛达资源”转型综合资源型企业

2019 年中报业绩继续保持稳健增长。公司发布 2019 年中报业绩，实现营收 11.57 亿元，同比增长 30.88%；归母净利润 2.12 亿元，同比增长 9.03%；归母扣非净利润 1.25 亿元，同比增长 1.99%；基本每股收益 0.31 元/股，同比增长 9.00%，2019 年中报业绩延续 2018 年稳健增长。

确立“原生矿产资源+城市矿山资源”发展战略，更名“盛达资源”，打造综合资源型企业。据公告，公司 2019 年以来，确立了“原生矿产资源+城市矿山资源”双轮驱动的发展战略，致力于将公司打造成有影响力的金属资源提供商。未来发展方向一是继续在资源端进行扩张，利用公司现有优势加大矿产资源获取力度，着重关注贵金属以及下游产业发展迅速的有色金属品种（如镍、钴、锰、锂等电池材料相关资源）；二是切入金属资源回收领域，借助公司在采选领域的经验，从勘探、采选，延伸至金属资源（重点关注镍、钴、锂）的回收再利用，打造完整产业链，强化公司资源以及技术壁垒，由单纯的矿山采选业务升级为集矿山开发、固废、危废处理、资源回收利用等环保、循环经济业务为一体的综合资源型企业。据公告，公司已经建立相关危废资源利用和动力电池回收项目库，目前正在筛选项目，有望年内迈出公司“城市矿山资源”战略并购第一步。

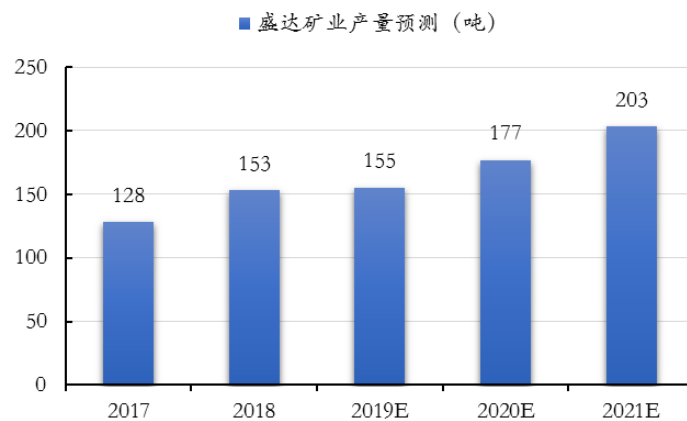
进一步并购白银矿山，强化白银业务布局，巩固白银龙头地位。据公告，公司收购德运矿业 54% 的股权，实现绝对控股。德运矿业持有的巴彦包勒格区银多金属矿探矿权，目前正在开展探转采相关工作，该矿银资源储量丰富且品位高，据公告，银矿体含银金属资源储量 946

吨，平均品位 189 克/吨，伴生银 397 吨，品位 35 克/吨。本次收购完成后，公司白银资源储量接近万吨，优势进一步凸显，白银行业龙头地位进一步巩固。

矿山产能进入释放周期，业绩有望迎来较高增长。公司目前拥有内蒙古银都矿业（90 万吨矿石/年）、金山矿业（48 万吨矿石/年）、光大矿业（30 万吨矿石/年）、赤峰金都（30 万吨矿石/年）、东晟矿业（30 万吨矿石/年）和德运矿业 6 家矿业子公司，年采选能力近 200 万吨，未来矿山逐步投达产，业绩有望迎来较高增长。据公告，一是金山矿业二期有望 2020 年年中投产，金山矿业 48 万吨采选扩能至 90 万吨规模项目的环评批复目前已取得，同时公司 6 月 29 日与甘肃华夏建设签署施工合同，加快推进项目进度。其中，年产 3.5 万吨一水硫酸锰项目计划年底前完成主体建设以及设备安装，初步达到单机调试状态。二是 2017 年收购东晟矿业 70% 股权，预计在 2020 年底投产，目前正在办理探转采手续，其作为银都矿业的分采区，将加大供矿能力，提升银都矿业盈利能力。项目全部达产后公司采选规模合计有望达到 270 万吨，据我们测算，预计公司 2019-2021 年矿产白银权益产量分别为 155 吨、177 吨和 203 吨。

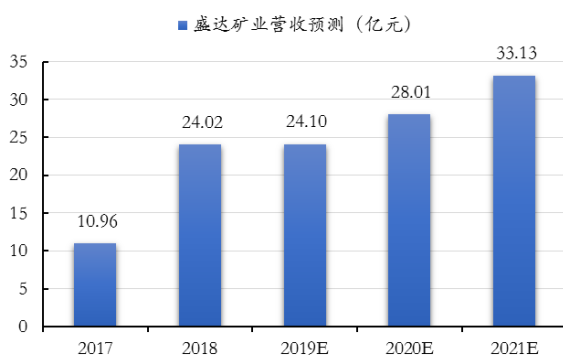
风险提示：1) 白银价格下行；2) 公司自产白银增长不及预期；3) 矿山产能释放不及预期。

图 46：盛达矿业产量预测



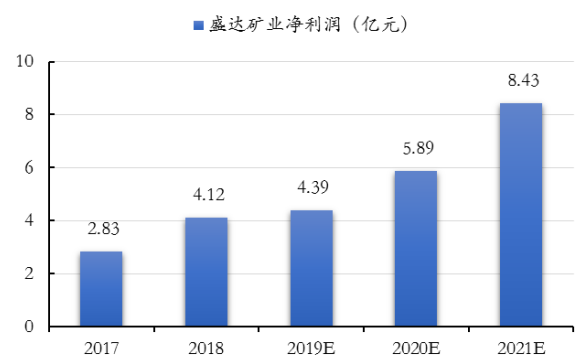
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 47：盛达矿业营收预测



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 48：盛达矿业净利润预测



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 3: 盛达矿业业绩弹性测算 (白银价格: 元/克)

公司名称	市值 (9.30)	白银总 资源量 (权益)	矿产白银产 量 (2019E)	不同银价下归母净利润测算 (亿元, 2019E)					不同银价假设下 PE (2019E)				
	亿元	吨	吨	基准	10%	20%	30%	40%	基准	10%	20%	30%	40%
盛达矿业	95.22	6,809	156	4	4.4	4.8	5.2	5.6	4	4.4	4.8	5.2	5.6
				4.3	4.6	5.0	5.3	5.7	22.4	20.7	19.2	17.9	16.8

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 风险提示

- 1) 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	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	陈盈怡		
	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	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@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