

贵金属行业专题

白银框架分析与趋势展望

超配

核心观点

白银具有商品属性。白银供应包括矿产银和再生银两种，目前矿产银占比约82%。矿产银多数来自伴生多金属矿，其产量变化与铅锌铜金等金属紧密相关，主金属产量的变动在一定程度上影响着白银的供应，近年来保持在2.4-2.8万吨之间。白银在工业中的需求占实物需求比重超过40%，近年来光伏产业高速发展带动工业需求持续增长，2022年光伏用银达到4365吨，同比增长28%。从白银价格过往走势来看，与商品供需缺口变化趋势并不一致，但与投资性需求的变化趋势相近。一方面因为白银的贵金属属性占据定价的主导地位；另一方面全球保有大量白银库存抑制供需影响。但2021年来，白银显性库存持续下降，可自由流动的白银库存较低。库存下降或导致银价对供需变化的敏感性增加，持续增长的工业需求对价格的正向影响边际加强。

白银兼具金融属性。白银作为贵金属，历史价格走势与黄金相似，呈现出与实际利率的负相关关系。1970年代至1980年代初经济滞胀叠加投机需求，以及2000年代中期至2010年代初经济危机催生两轮白银牛市。过往，在降息前后白银价格表现并没有稳定的规律，因不同的历史背景、经济环境、市场预期等涨跌均有出现。但2019年开启的一轮降息背景和当下市场环境存在较多的相似性，或具有更多借鉴意义。2019年美国存在衰退预期而基本面表现较强，随着降息预期抬升，白银价格上涨，到市场悲观预期修复，银价涨幅达34%，且降息后银价弹性较金价更高。当下，在紧货币+宽信用组合下，利率传导钝化，近期美国劳动市场数据、GDP等数据均超预期，表现出较强的经济韧性，市场对于降息的预期延后。随着经济数据强弱变化，市场对于降息节奏的判断有所改变，但方向不变，潜在的降息对银价形成正向推力。

金银比存在回归空间。从金银比角度来看，黄金通常被视为全球通货，在市场走向不明时期可充当通胀对冲和避险资产，因此在经济或地缘政治不明朗的时期，金银比或扩张。比如2008年，金融危机爆发，白银价格回落幅度远超黄金，金银比突破80。而白银的工业应用更为广泛，对经济周期比较敏感，因此在经济复苏时期，由于工业需求上升，金银比或缩窄。比如2011年，随着量化宽松政策效果显现，美国经济进入上行周期，白银价格涨幅明显高于黄金，金银比回落至32。叠加投机影响以及工业需求变化，银价波动通常较金价更为剧烈。目前金银比90处于历史较高水平，2010年来均值为72，中枢回归过程或使得白银具备更大的价格弹性。

白银股股价与银价存在正相关性。白银企业盈利=（价格-成本）*销量，相较于成本，价格波动幅度更大，银价上涨会提升白银企业盈利预期，股价易享受到业绩与估值同步提升的乘数效应。

风险提示：美国经济增长超预期；美国货币政策收紧超预期；美元指数上行超预期；白银需求增长不及预期。

相关标的：盛达资源、兴业银锡、银泰黄金。

行业研究 · 行业专题

有色金属

超配 · 维持评级

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

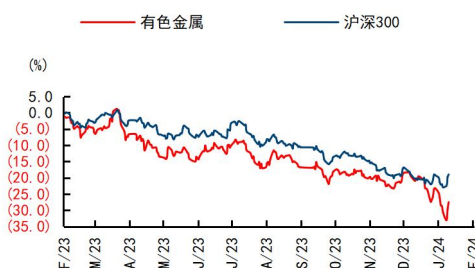
证券分析师：冯思宇

010-88005314

fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金属行业2月投资策略-看好供给侧受限的上游品种-铜、铝、黄金》——2024-02-04

《金属行业1月投资策略-供给侧扰动频发，看好工业金属和黄金》——2024-01-07

《2024年铜精矿长单加工费点评-铜冶炼利润尚可，铜矿供应并不十分充裕》——2023-12-10

《金属行业12月投资策略-实际利率回落，看好黄金和工业金属》——2023-12-04

《金属行业2024年投资策略-供给硬约束，布局顺周期》——2023-11-17

内容目录

白银具有商品属性	5
供给受主金属变化影响	5
白银在光伏领域需求快速增长	6
银价对供需缺口的敏感性有望增强	8
白银兼具金融属性	9
银价历史复盘	10
2019 年降息前银价开启上涨	14
降息预期仍存分歧，金银比存在回归空间	16
相关标的	19
盛达资源（000603. SZ）	19
兴业银锡（000426. SZ）	21
银泰黄金（000975. SZ）	23
风险提示	25

图表目录

图 1: 全球白银供应情况 (万吨)	5
图 2: 矿产白银来源占比 (%)	5
图 3: 白银及其他有色金属矿产量 (百万吨, 千吨)	5
图 4: 再生银及银价变化 (吨, 美元/盎司)	5
图 5: 全球矿产银供应情况 (吨)	6
图 6: 全球前 30 大银矿分布	6
图 7: 银矿生产成本变化 (美元/盎司)	6
图 8: 2022 年全球主要银矿生产成本 (美元/盎司)	6
图 9: N 型 TOPCon 电池使用浆料情况	7
图 10: P 型 PERC 电池使用浆料情况	7
图 11: 全球光伏电池片产量 (GW)	7
图 12: 各种电池技术市场占比 (%)	7
图 13: iShares (SLV) 白银净持仓量 (千吨)	9
图 14: 主要交易所库存量 (万吨)	9
图 15: 伦敦现货白银、黄金价格 (美元/盎司)	9
图 16: 银价与美国国债实际收益率 (% , 美元/盎司)	9
图 17: 金银比变化	10
图 18: 金银比与美国制造业 PMI	10
图 19: 美国 CPI 变化 (%)	11
图 20: 美国失业率变化 (%)	11
图 21: 美国指数变化	12
图 22: 全球实际 GDP 增长率 (%)	12
图 23: 央行净购金情况 (吨)	12
图 24: 美国道琼斯工业平均指数 (点)	12
图 25: 美国 10 年国债实际收益率曲线 (%)	13
图 26: 全球白银需求 (吨)	13
图 27: 美国财政赤字情况 (亿美元, 12MA)	13
图 28: 美元指数与美国 GDP 占全球比重 (1973 年 3 月=100)	13
图 29: 降息前后 180 天白银价格涨跌幅 (%)	14
图 30: 2000-2002 白银现货价格及金银比变化 (美元/盎司)	15
图 31: 2005-2009 白银现货价格及金银比变化 (美元/盎司)	15
图 32: 2018-2019 白银现货价格及金银比变化 (美元/盎司)	15
图 33: 2019 年降息前后金银价格涨跌幅 (%)	15
图 34: 美国未来 12 个月经济衰退概率 (%)	16
图 35: 美国 GDP (%)	16
图 36: 美国非农就业人数及职位空缺数 (千人)	16
图 37: 失业率与劳动力参与率变化 (%)	16

图 38: 美国及欧元区 CPI 变化 (%)	17
图 39: CPI 住所项与房价变化 (%)	17
图 40: 3 月降息预期 (%)	18
图 41: 5 月降息预期 (%)	18
图 42: 公司收盘价与白银价格 (元, 美元/盎司)	19
图 43: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	21
图 44: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	21
图 45: 子公司营业收入 (亿元)	21
图 46: 子公司净利润 (亿元)	21
图 47: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	23
图 48: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	23
图 49: 子公司营业收入情况 (亿元)	23
图 50: 子公司净利润情况 (亿元)	23
图 51: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	24
图 52: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	24
图 53: 子公司营业收入情况 (亿元)	25
图 54: 子公司净利润情况 (亿元)	25
表 1: 全球白银供需平衡表 (吨)	8
表 2: 降息及衰退发生期间白银价格表现	14
表 3: 盛达资源资源情况 (截至 2022 年底)	20
表 4: 兴业银锡资源情况 (截至 2022 年底)	22
表 5: 银泰黄金资源情况 (截至 2022 年底)	24
表 6: 相关公司估值情况	25

白银具有商品属性

供给受主金属变化影响

白银生产主要包括矿产银和再生银两种，目前矿产银占比约 82%。区别于其他金属，白银矿产资源多数是伴生，其产量变化与铅锌铜金等金属紧密相关，近十年来保持在 2.4-2.8 万吨之间。2022 年，全球矿产白银供应为 2.56 万吨，较 2021 年小幅下降 0.63%，秘鲁社会动荡以及俄乌冲突造成较大影响。

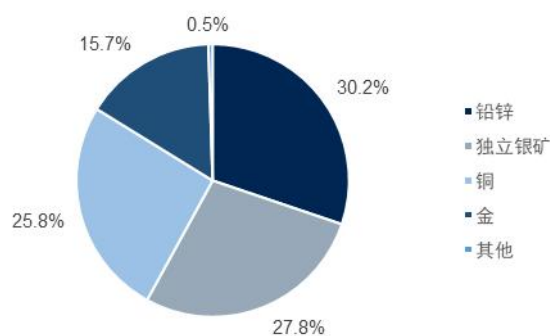
按照矿产银供给结构来看，独立银矿供应占比 27.8%，铅锌伴生 30.2%、铜伴生 25.8%、金伴生 15.7%。2023 年锌价表现低迷，锌矿项目减产不断；铜矿仍处于扩产周期，但这一轮扩张幅度较小。主金属产量的变动在一定程度上约束着白银供应增长。

图1：全球白银供应情况（万吨）



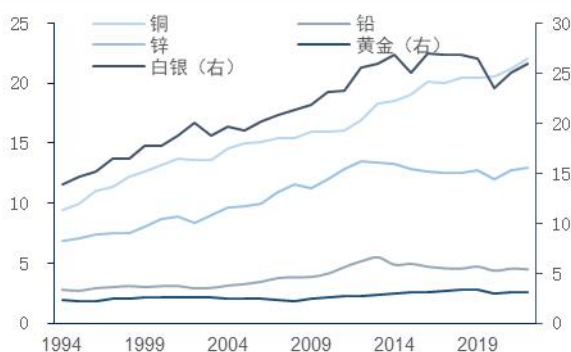
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图2：矿产白银来源占比（%）



资料来源：Metals Focus，国信证券经济研究所整理

图3：白银及其他有色金属矿产量（百万吨，千吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图4：再生银及银价变化（吨，美元/盎司）



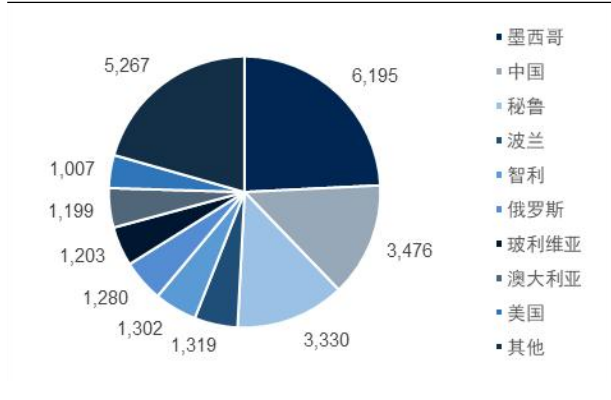
资料来源：Metals Focus，国信证券经济研究所整理

再生银主要从含银固体废弃物，如有价废渣、废件等和贵金属表面处理的镀液、照相行业定影废液显影等废液等中回收，2022 年供应量为 0.56 万吨。其中工业、摄影、珠宝、银器、银币来源占比分别为 55.1%、10.2%、19.1%、13.5%、2.0%。22 年回收增量主要来自于工业用途的增长，特别是废环氧乙烷催化剂的增长。其

供应变化受银价走势影响，银价上涨会刺激再生银供应增加。

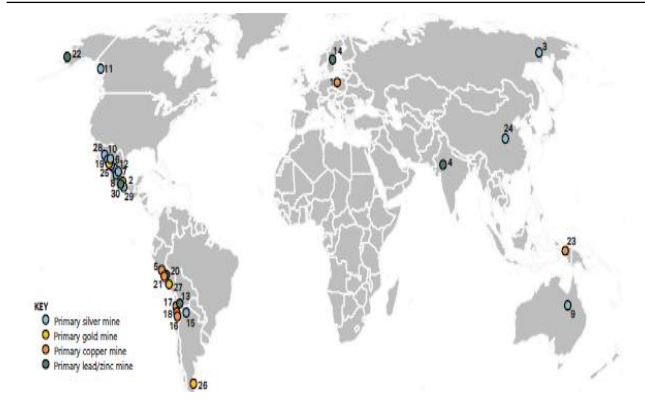
优质白银矿山主要集中在美洲，墨西哥是全球最重要的白银供应国。2022 年墨西哥、中国、秘鲁分别生产白银 6195 吨、3476 吨、3330 吨，合计占到全球总矿产供应的 50.83%。再生银生产主要集中在一些白银消费大国，2022 年东亚、北美、欧洲产生的再生银占到全球的 73.85%。

图5：全球矿产银供应情况（吨）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

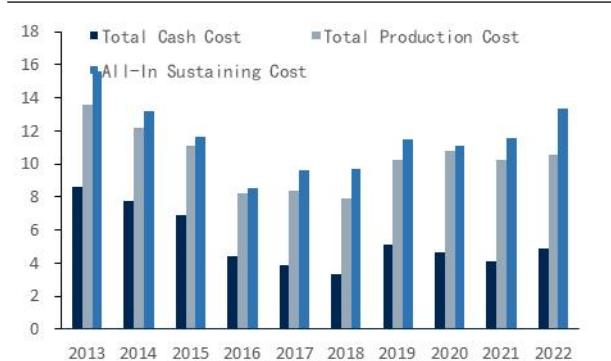
图6：全球前 30 大银矿分布



资料来源：Silver Institute，国信证券经济研究所整理

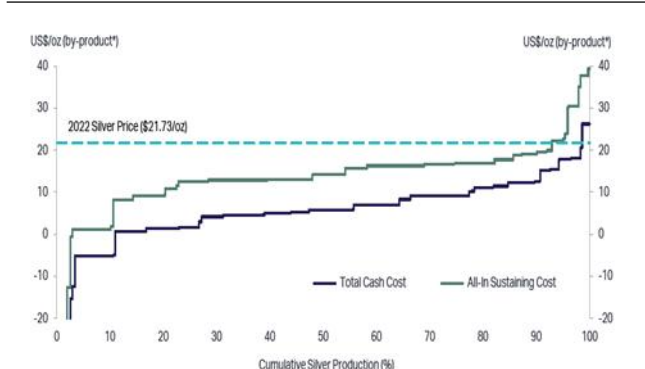
近年来矿产白银生产成本有所上涨。2022 年受通胀影响，能源、人工等费用大幅增加，白银开采费用上涨，TCC 上涨 19.0%至 4.91 美元/盎司，AISC 上涨 15.8%至 13.36 美元/盎司。此外，因为白银通常作为伴生金属，其成本计算也受到主金属价格影响，通常来说，主金属价格上涨会摊薄副产品现金成本。

图7：银矿生产成本变化（美元/盎司）



资料来源：Metals Focus，国信证券经济研究所整理

图8：2022 年全球主要银矿生产成本（美元/盎司）



资料来源：Metals Focus，国信证券经济研究所整理

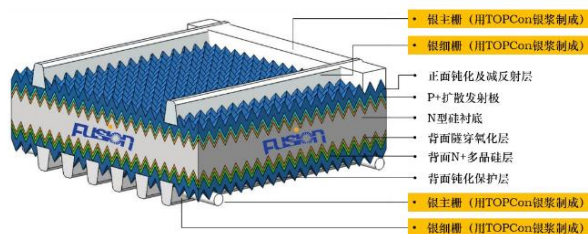
白银在光伏领域需求快速增长

银是所有金属中导电性和导热性最好的金属，具有良好的柔韧性、延展性和反射性等，特殊的金属性质决定了其在工业领域的广泛应用，在一些需要高可靠性、高精度的行业内具有不可替代性。在电气工业中，银被用作电接触材料；在电子浆料领域，银浆是制造与开发电子元件器件、厚膜混合电路和触摸元件的基础材料；在化学与化工材料领域，银在催化剂中有许多特别的应用，此外还作为银钎焊合金材料。

白银工业需求占比远高于黄金。按照世界白银协会口径，白银需求分为实物需求和 ETP 库存。从实物需求结构来看，工业占比长期超过 40%。2022 年，全球白银需求量为 38643 吨，其中工业、实物投资、珠宝、其他需求占比分别为 44.8%、26.8%、18.8%、9.6%。黄金作为贵金属，拥有商品属性、金融属性及货币属性，兼具抗通胀功能和避险功能，在需求结构中工业占比很低。2022 年，全球黄金需求量为 4712.5 吨，其中金饰、投资、各国央行和其他机构、科技需求占比分别为 46.6%、23.9%、23.0%、6.6%。

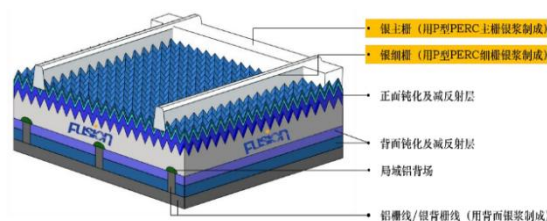
白银的工业需求受经济周期影响，近年来光伏产业高速发展带动工业需求持续增长。光伏银浆是光伏电池的重要原材料，主要通过丝网印刷技术制成栅线，作为光伏电池的电极。根据位置及功能的不同，光伏银浆可分为正面银浆和背面银浆。正面银浆（含银量约 90%）主要起到汇集、导出光生载流子的作用，常用在 P 型电池的受光面以及 N 型电池的双面；背面银浆（含银量约 70%）主要起到粘连作用，对导电性能的要求相对较低，常用在 P 型电池的背光面。

图9：N 型 TOPCon 电池使用浆料情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：P 型 PERC 电池使用浆料情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：全球光伏电池片产量（GW）



资料来源：公司公告、CPIA，国信证券经济研究所整理

图12：各种电池技术市场占比（%）



资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理

随着光伏产业的高速发展，光伏行业用银保持快速增长。2022 年，全球光伏电池片产量加速增长至 366.1GW，同比增长 63.5%，带动银浆市场需求持续扩大。此外，N 型电池市占率的提升也将增加银浆用量。以 N 型晶硅太阳能电池技术为例，其是天然的双面电池，N 型硅基体的背光面亦需要通过银浆来实现如 P 型晶硅电池

正面的电极结构；同时，N型晶硅电池的正面P型发射极需要使用相对P型晶硅电池更多的银浆，才能实现量产可接受的导电性能。因此，N型电池除转换效率要显著高于P型晶硅电池外，对银浆的需求量也要高于P型晶硅电池。根据中国光伏行业协会数据，N型电池中HJT电池对银浆的单位耗量（mg/片）是普通P型电池的2倍左右，从每瓦银浆耗量的角度上来说，N型电池每瓦耗量仍高于P型电池，随着N型硅电池的未来市场占有率增加，正面银浆市场需求量有望进一步增加。2022年，光伏用银达到4365吨，同比增长27.5%，按照白银协会预期，在2023年将增长14.8%至5011吨，占到工业需求的27.9%。

珠宝需求在2022年出现大幅反弹，达到7280吨。其中最主要的增量来自印度，主要因此前受疫情抑制银饰消费恢复，叠加零售商大量补充库存以及更高纯度的925银的普及。

银价对供需缺口的敏感性有望增强

复盘银价变化，白银价格走势与商品供需缺口变化趋势并不一致，但与投资性需求的变化趋势相近。

白银投资包括实物投资和ETF，波动剧烈。2020年全球经济陷入衰退，避险需求叠加流动性宽松，白银投资需求大幅抬升，净实物投资升至6368吨，ETPS净投资达到10299吨。对应银价均值同比增长26.8%至20.55美元/盎司。2022年在地缘政治因素以及对未来经济增长的担忧下，白银实物投资创下历史新高10356吨，其中美国增长4%至4169吨，印度大幅增长188%至2470吨，德国下降3%至1521吨。但ETF持有量在不断上升的实际利率背景下出现净流出。ETPS净投资为-3912吨，白银均价同比下跌13.6%至21.73美元/盎司。

表1：全球白银供需平衡表（吨）

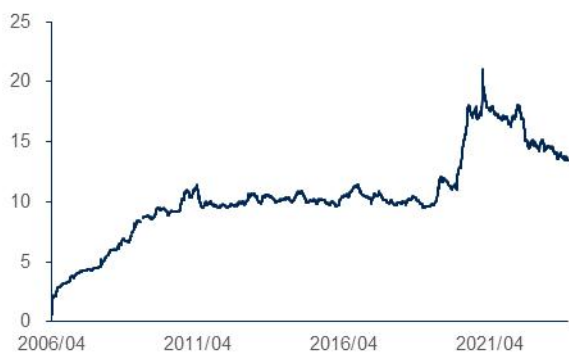
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
供给										
银矿生产	27,433	27,894	27,987	26,861	26,447	26,020	24,329	25,741	25,578	26,193
再生银	4,988	4,568	4,527	4,573	4,620	4,604	5,164	5,453	5,618	5,633
套期保值净供应	332	67	-	-	-	434	264	-	-	-
官方部分净销售	36	33	33	33	37	32	37	48	54	53
总供应量	32,789	32,563	32,548	31,466	31,104	31,089	29,794	31,242	31,250	31,879
需求										
工业	13,714	13,791	14,850	16,026	15,900	15,853	15,201	16,427	17,309	17,929
光伏	1,507	1,684	2,915	3,166	2,877	3,043	3,109	3,423	4,365	5,011
摄影	1,276	1,188	1,080	1,009	977	956	836	862	855	822
珠宝	6,018	6,300	5,883	6,103	6,316	6,263	4,680	5,645	7,280	6,204
银器	1,663	1,813	1,664	1,848	2,086	1,905	969	1,267	2,286	1,731
净实物投资	8,803	9,621	6,621	4,844	5,149	5,816	6,368	8,522	10,356	9,612
套期保值净需求	-	-	374	35	230	-	-	110	557	-
总需求	31,473	32,713	30,472	29,865	30,658	30,794	28,053	32,833	38,643	36,298
供需平衡	1,315	-150	2,076	1,601	446	295	1,741	-1,591	-7,393	-4,419
ETPS 净投资	-9	-532	1,676	223	-666	2,590	10,299	2,020	-3,912	-933
供需平衡除 ETPS 外	1,324	382	400	1,378	1,112	-2,295	-8,558	-3,611	-3,481	-3,486
银价，美元/盎司	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	21.3

资料来源：Silver Institute，国信证券经济研究所整理

银价对供需缺口的敏感性有望增强。以商品属性为主导的金属价格受到供求关系影响，供不应求时会刺激价格上涨。但从白银价格过往走势来看，供需变化对价格的影响并不突出。一方面因为白银的贵金属属性占据定价的主导地位，白银价

格变化与黄金价格变化逻辑趋势相似。另一方面，按照白银协会统计，近年来白银虽然存在供需缺口，但因全球保有大量白银库存，超过白银一年的供应量，导致供需缺口并未引起价格波动。但 2021 年来，白银显性库存持续下降，2023 年底 LBMA、Comex、上金所、上期所合计库存已降至不到 3.8 万吨，处于近年来较低水平，较 21 年库存高点下降 1.6 万吨。并且 LBMA 库存中大部分白银都由 ETF 持有，可自由流动的白银库存较低。库存下降或导致价格对供需变化的敏感性增加，持续增长的工业需求对价格的正向影响边际加强。

图 13: iShares (SLV) 白银净持仓量 (千吨)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 主要交易所库存量 (万吨)

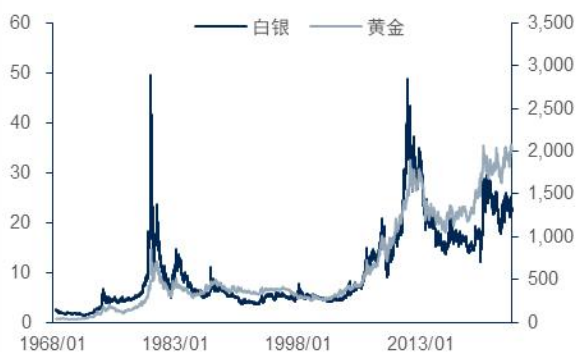


资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

白银兼具金融属性

作为贵金属，白银兼具金融属性与商品属性。虽然白银的工业需求占比远高于黄金，但其历史价格变动方向不由供需决定，而与黄金走势相似，呈现出与实际利率的负相关关系。从金融属性出发，贵金属定价逻辑可简化理解为名义利率与通胀的相对运行节奏变化，而实际利率=名义利率-通胀预期，是指剔除通货膨胀率后储户或投资者得到利息回报的真实利率。在美元为主导的国际货币体系下，金银不生息，而美国国债有息，美债收益率下跌会提升贵金属吸引力。同时贵金属是抗通胀的，而美元会随通胀贬值，高通胀预期会提升金银吸引力。

图 15: 伦敦现货白银、黄金价格 (美元/盎司)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 银价与美国国债实际收益率 (%，美元/盎司)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

在分析银价变化时，除了对于实际利率等因素的分析外，金银比是另一个重要考量，用来衡量白银与黄金之间的差别。金银比指黄金价格与白银价格之比，按每金衡盎司的黄金价格除以白银价格计算。黄金通常被视为全球通货，在市场走向不明时期可充当通胀对冲和避险资产，因此在经济或地缘政治不明朗的时期，金银比或扩张。比如 2008 年，金融危机爆发，白银价格回落幅度远超黄金，金银比突破 80。而白银的工业应用更为广泛，对经济周期比较敏感，因此在经济复苏时期，由于工业需求上升，金银比或缩窄。比如 2011 年，随着量化宽松政策效果显现，美国经济进入上行周期，PMI 持续处于扩张区间，白银工业需求强劲，价格涨幅明显高于黄金，金银比回落至 32。

金银比中枢呈现上移趋势。从长期趋势上看，因为黄金具有更强的货币属性，被各国央行视作重要的储备资产，2010 年来央行增持黄金行为对金价形成推力，对应金银比中枢呈现上移趋势。1968 年来金银比均值为 58.01，2010 年来均值为 71.78。

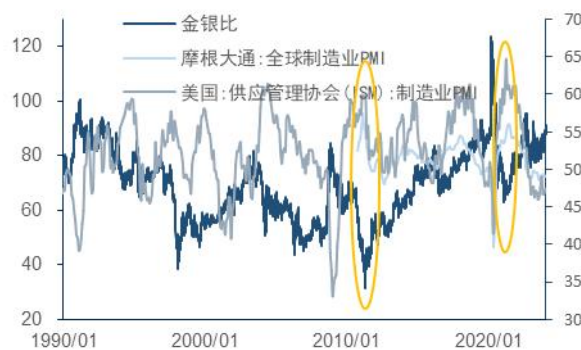
在金融属性之外，因为叠加投机影响以及工业需求变化，银价波动通常较金价更为剧烈。

图 17: 金银比变化



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 18: 金银比与美国制造业 PMI



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

银价历史复盘

历史上，白银也曾作为货币存在。在十九世纪初，英国、美国以外的大多数国家都将货币与白银挂钩，法国将其货币同时与金银挂钩，确保了白银和黄金之间 15.5:1 的稳定兑换率。直到 1873 年，德国用黄金马克取代了一系列以白银为基础的货币；巴黎造币厂限量发行银币，结束了法国数十年来维持的金银复本位制，白银成为了一种主要由外围国家使用的次要货币金属。

1970 年代至 1980 年代初，经济滞胀叠加投机需求催生白银牛市。

1960 年代，黄金价格固定在 35 美元/盎司，白银价格在 2 美元/盎司附近小幅波动。1960-1964 年间，美国通货膨胀率保持较低水平，其后在宽松的货币政策下通货膨胀势头开始显现，越南战争增加了政府支出和赤字，使问题更加严重。1971 年 8 月，美国总统尼克松宣布美元跟黄金脱钩，此后黄金价格全面市场化，此时黄金价格在 43 美元/盎司，白银价格为 1.6 美元/盎司。

随着前后两次石油危机的爆发，通货膨胀问题愈演愈烈，美国 CPI 同比一度攀升

至 14.8%。黄金的抗通胀属性凸显，价格持续上涨，迎来十年牛市。随着黄金价格上涨，白银价格不断上涨，但涨幅相对较小，金银比震荡向上，1973 年中金银比最高升至 48。在这期间，亨特兄弟在期现货市场不断购入白银，囤积大量白银现货。1979 年下半年起，黄金价格加速上涨，7 月突破 300 美元/盎司，银价也突破 9 美元/盎司。到 1980 年初，黄金价格最高升至 850 美元/盎司，此时在投机因素的干预下，白银价格则升至 49 美元/盎司，价格翻五倍，创历史高点，金银比降至 17。到同年 5 月，白银价格跌至 11 美元/盎司，同日金银比为 46。

1979 年 10 月，美联储决策委员决定允许美联储大幅提高利率，以收缩经济，降低通货膨胀压力。较高的利率有效降低了通胀率，但也导致了非常严重的萧条，1982 年失业率达到 10.8%。风险因素催化下，贵金属价格出现反弹。白银价格由 1982 年 6 月的 5 美元/盎司升至 1983 年 2 月的 15 美元/盎司，金银比从 61 降至 35。

图 19: 美国 CPI 变化 (%)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 美国失业率变化 (%)



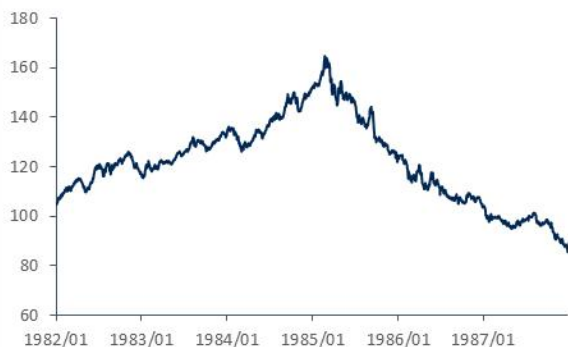
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

1980 年代中期至 2000 年代初贵金属价格表现低迷。

1985 年美国、日本、联邦德国、法国以及英国的财政部长和中央银行行长在纽约广场饭店举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场、诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值、以解决美国巨额贸易赤字问题的协议。80 年代中后期，美元指数大幅回落，黄金配置需求增加，价格上涨，而白银价格表现相对平淡，仅在 1987 年初大幅拉升。金银比持续上涨到 1991 年 2 月最高突破 100。

90 年代互联网经济高速发展，全球经济持续增长，美国股市回报丰厚，资金对黄金配置需求减弱。同时各国中央银行日渐独立以及日益市场化，更加强调储备资产组合的收益，在此背景下没有利息收入的黄金地位有所下降，主要国家抛售黄金导致黄金价格长期处于低迷状态。白银价格同样表现较为平淡，90 年代基本保持在 4-6 美元/盎司间震荡。

图21: 美国指数变化



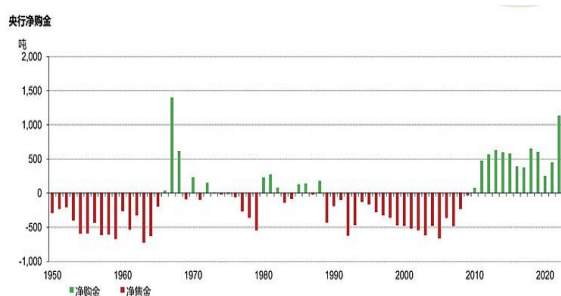
资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图22: 全球实际 GDP 增长率 (%)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图23: 央行净购金情况 (吨)



资料来源: 世界黄金协会, 国信证券经济研究所整理

图24: 美国道琼斯工业平均指数 (点)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

2000 年代中期至 2010 年代初经济危机催生白银牛市。

进入 21 世纪, 基本面疲软、流动性陷阱、安然会计造假事件、911 事件对美国经济以及美股造成持续冲击, 叠加降息周期开启, 贵金属价格震荡企稳。与此同时, 另一个大风险也在积聚, 从 20 世纪 90 年代末到 2006 年, 美国房价急剧上涨, 住房抵押贷款质量明显下降。2007 年次贷危机爆发, 并不断蔓延加剧, 最终演变成全球金融危机。在危机蔓延初期, 白银价格与黄金价格同步上涨, 金银比在 50 左右; 到 2008 年雷曼兄弟破产, 流动性风险加剧, 白银、黄金价格回落, 但白银跌幅更大, 金银比突破 80。

为应对危机, 2008 年美联储启动第一轮量化宽松货币政策, 流动性泛滥下实际利率不断下降, 2010 年欧债危机发酵; 随着经济复苏, 白银工业实物需求恢复。在此期间, 黄金、白银价格持续走高, 白银弹性相对更高, 2011 年 4 月, 白银价格最高升至 48.7 美元/盎司, 金银比为 32。

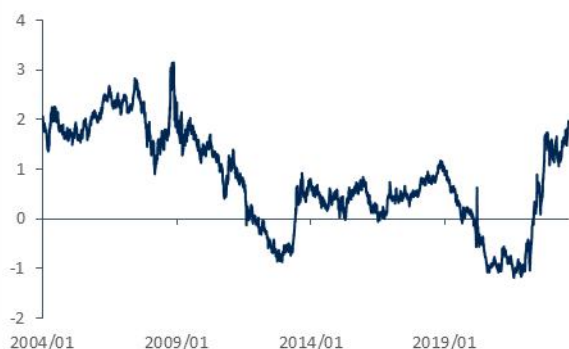
2010 年代白银价格回落幅度超黄金。

随着量化宽松政策效果显现, 美国经济进入上行周期, 2013 年底美联储宣布结束金融危机后第三轮 QE, 市场博弈经济复苏与联储加息, 黄金价格下跌。白银价格随着黄金价格回落, 同期商品需求整体弱势运行, 白银供大于求, 受到商品属性

拖累，2016 年初价格回落至 13.6 美元/盎司，金银比升至 82。

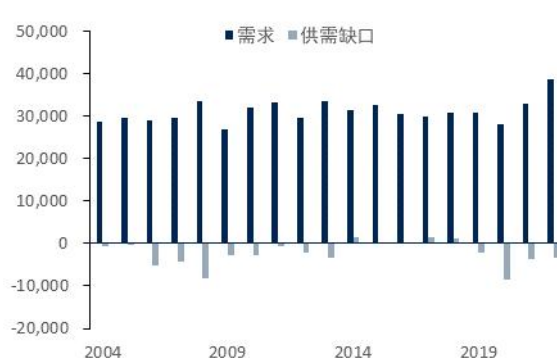
期间针对大型投行涉嫌操纵银价的争议不断，2014 年，伦敦金银市场协会决定对白银定盘价形成机制做出改革，由芝加哥商品交易所和信息服务供应商汤森路透接手白银定盘价相关工作，新的白银定盘价形成机制将改由拍卖决定，不再是通过德意志银行、汇丰银行、加拿大丰业银行三大白银做市商比对交易订单敲定，并引入可供审计的电子化定价，能接纳更多的直接参与者，提升其权威性与透明度。

图 25: 美国 10 年国债实际收益率曲线 (%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 26: 全球白银需求 (吨)



资料来源: Silver Institute, 国信证券经济研究所整理

图 27: 美国财政赤字情况 (亿美元, 12MA)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 28: 美元指数与美国 GDP 占全球比重 (1973 年 3 月=100)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

2020 年后黄金价格上涨并突破前高，白银大幅上涨但并未超过历史高点。

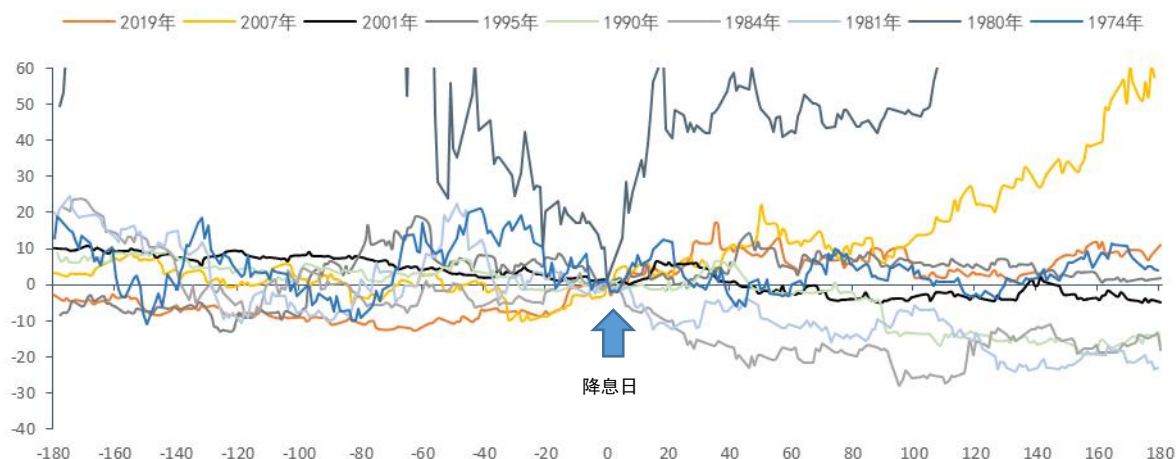
2019 年，美国经济走弱，贵金属价格随之上涨。2020 年初爆发的疫情引发市场动荡，投资者纷纷寻求避险资产，大量资金涌入黄金市场，推升黄金价格，而白银工业需求疲软相对拖累白银价格。3 月 17 日，黄金、白银现货价格分别为 1536.20 美元/盎司、12.44 美元/盎司，金银比达到 123.5，创历史新高。面对全球经济陷入困境的局面，各国央行纷纷开启宽松的货币政策，美联储史无前例的快速扩表。在此背景下，黄金价格大幅上涨，到 2020 年 8 月 6 日创 2073.93 美元/盎司的历史新高。同日，白银价格最高升至 29.83 美元/盎司，金银比为 74.1。2022 年美联储开启加息周期，贵金属价格小幅回落，但在较高的通胀水平以及对经济增长不确定性的担忧下，叠加各国央行购金的大幅提升，贵金属价格震荡向上。2023

年底，黄金价格为 2078 美元/盎司，白银价格为 23.8 美元/盎司。

2019 年降息前银价开启上涨

回顾历史，在降息前后白银价格表现并没有稳定的规律，因不同的历史背景、经济环境、市场预期等涨跌均有出现。

图29：降息前后 180 天白银价格涨跌幅（%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

在 2000 年后可以看到降息开启前夕以及经济企稳后白银价格普遍呈现上涨态势，金银比经历先升后降的过程。降息前夕以及降息初期，实际利率回落预期升高，银价上涨；衰退结束后，经济企稳，白银工业需求走强，银价上涨。

表2：降息及衰退发生期间白银价格表现

末次加息日期	银价	首次降息日期	银价	涨幅	开启降息后三个月	银价	涨幅
2000. 05	5. 0	2001. 01	4. 53	-10%	2001. 04	4. 3	-4%
2006. 06	10. 4	2007. 09	11. 0	6%	2007. 12	13. 0	18%
2018. 12	14. 8	2019. 07	16. 5	12%	2019. 10	18. 1	10%
衰退的起点	银价	衰退的终点	银价	涨幅	衰退结束后三个月	银价	涨幅
2001. 04	4. 3	2001. 11	4. 1	-4%	2002. 02	4. 4	7%
2008. 01	14. 9	2009. 06	13. 9	-7%	2009. 09	16. 5	18%
2020. 03	16. 9	2020. 04	15. 3	-9%	2020. 07	24. 1	57%

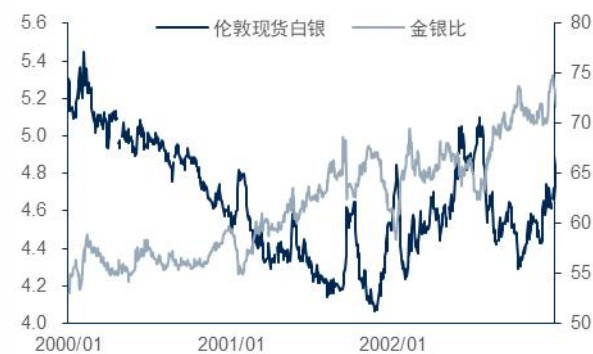
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

2000 年随着美国货币政策收紧叠加垄断相关监管趋严导致互联网泡沫破裂，2001 年 1 月美联储开启首次降息，01 年 3 月至 11 月发生浅衰退。虽然历时较短，但在经济疲软、就业增长低迷、通胀率跌至谷底的情况下，美联储连续降息，利率从 6.5% 降至 2003 年的 1%。从基本面来看，2001 年白银供应增量较大而需求疲软，对银价形成压制。降息开启后金银比向上，但白银价格持续下降，直到走出衰退白银价格触底回升，由 2001 年 11 月 4.07 美元/盎司的低点升至 2002 年 7 月的 5.10 美元/盎司。

2005 年美联储持续加息，但下半年受飓风影响，国际油价走高而美元承压，在此背景下贵金属价格走高，叠加白银 ETF 指数基金发行的刺激，白银价格从 8 月末

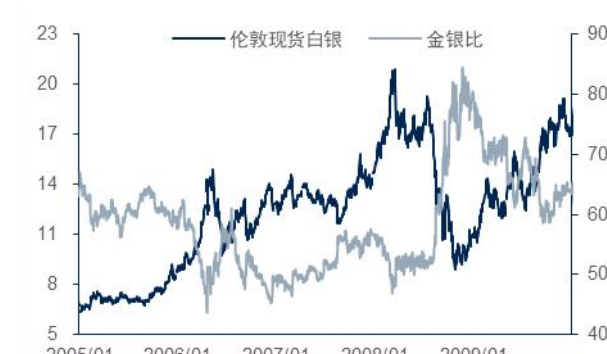
的 6.74 美元/盎司持续上行，到 2006 年 5 月最高升至 14.94 美元/盎司，金银比则持续收敛。2006 年受美国房价急剧上涨影响，住房抵押贷款质量明显下降，6 月迎来末次加息。2007 年 9 月美联储开启首次降息，降息前夕，白银价格再度启动，从 8 月的 11.67 美元/盎司升至 2008 年 3 月的 20.80 美元/盎司，金银比前期持平，后期下降。2007 年次贷危机爆发，并不断蔓延加剧，最终演变成全球金融危机，从 2007 年 12 月到 2009 年 6 月，美国经历了严重的经济衰退，期间白银价格先降后升，金银比先升后降。

图 30: 2000-2002 白银现货价格及金银比变化(美元/盎司)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 2005-2009 白银现货价格及金银比变化(美元/盎司)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

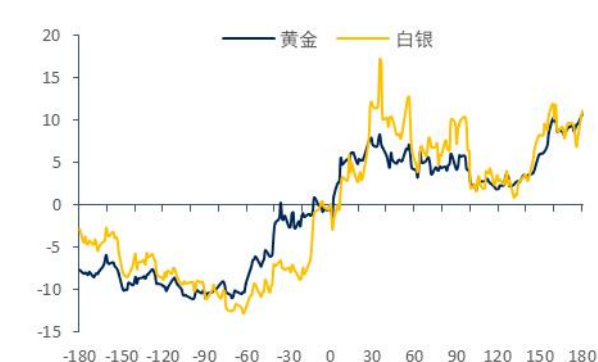
2019 年开启的一轮降息背景和当下市场环境存在较多的相似性，或具有更多借鉴意义。2018 年末市场对美国经济基本面预期降温，美国股市多次出现大幅调整；债市长端利率下行，2018 年 12 月迎来末次加息时长短端利率尚未倒挂，到 2019 年 3 月 3M 和 2Y 美债利率开始倒挂；大宗商品价格也持续下行。到 2019 年 5 月非农数据远低于预期，中美贸易摩擦对经济的影响显现，市场降息预期升温，黄金价格领先白银价格启动上涨。2019 年 7 月 31 日随着全球经济增长放缓美联储开启首次降息。降息后，白银价格涨幅超过黄金。在货币政策转向的同时，特朗普财政减税政策的效果持续发挥，2019 年美国预算赤字破万亿，对整体消费情况起到正向作用。美国经济保持韧性，2019 年 9 月美国失业率降至 3.5%，悲观预期修复。但与当下不同的时，2019 年美国并未面临严峻的通胀问题。可以看到，2019 年随着降息预期抬升，白银价格开始上涨，从 2019 年 5 月的 14.38 美元/盎司升至 9 月的 19.31 美元/盎司，期间涨幅 34.3%，金银比先升后降。

图 32: 2018-2019 白银现货价格及金银比变化(美元/盎司)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2019 年降息前后金银价格涨跌幅(%)



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

降息预期仍存分歧，金银比存在回归空间

美国经济韧性较强。2022 年美联储开启加息周期，连续快速的加息加大了市场对于美国经济衰退的担忧，美债长短端利率持续倒挂，纽约联储衰退概率模型测算经济在接下来 12 个月的某个时候陷入衰退的几率持续攀升。2023 年初银行风险事件发酵，市场一度担忧市场能否有效应对风险，普遍预期年内即会出现降息。但美联储的及时动作以及财政赤字扩张有效改善了经济基本面。近期，各项数据连续超预期，美国经济表现出较强的韧性，市场对经济衰退的担忧减缓，美元也再度走强。

四季度 GDP 放缓，但超市场预期。美国四季度实际 GDP 年化季环比初值 3.3%，预期 2.0%，前值 4.9%。虽然增速边际放缓，但仍较为健康。第四季度的增长主要反映了消费者支出和出口的增长。在服务业中，主要贡献者是食品服务和住宿以及医疗保健。在商品中，增长的主要贡献者是非耐用品以及娱乐用品和车辆。出口的增长反映了商品（以石油为主导）和服务（以金融服务为主导）的增长。

图 34: 美国未来 12 个月经济衰退概率 (%)



资料来源：纽约联储，国信证券经济研究所整理

图 35: 美国 GDP (%)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 36: 美国非农就业人数及职位空缺数 (千人)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 37: 失业率与劳动力参与率变化 (%)

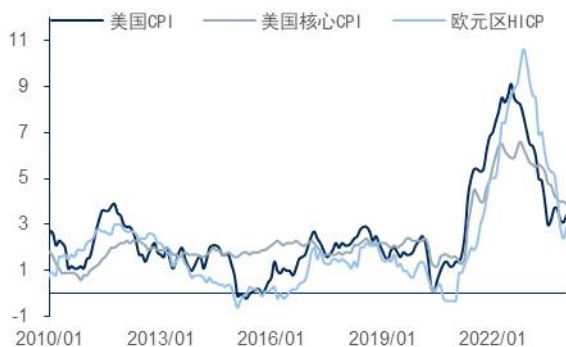


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

就业市场景气超预期。美国 1 月失业率低于预期，保持 3.7%，预期 3.8%，前值 3.7%；劳动参与率保持不变为 62.5%，预期 62.6%，前值 62.5%；非农就业人口增加为 35.3 万人，预期 18.5 万人，前值 21.6 万人（修正 33.3 万人），就业人数新增出现上修，增长主要来自于商业服务和医疗保健行业。职位空缺数从 22 年 3 月开始震荡回落，表明需求层面持续降温，但因劳动力供给增长存在瓶颈，劳动力需求和供给逐步趋于协调。影响劳动力供给的因素较多，包括前期为居民发放的财政补贴、人口老龄化、新冠疫情导致的提前退休以及照顾儿童需求抬升等

通胀回落但仍高于目标。美国 12 月，核心 CPI 同比 3.9%，预期 3.8%，前值 4%，继续放缓；但 CPI 同比 3.4%，预期 3.2%，前值 3.1%，出现反弹；分项来看，能源为负增速，但降速收窄、教育和通信为负增速，食品和饮料、房屋、服饰、其他商品和服务分项增速出现不同幅度的下降；运输、医疗服务、娱乐有所上涨。核心 PCE 物价指数同比 2.9%，预期 3.0%，前值 3.2%，能源和食品环比提升，核心服务环比上行一定程度上受圣诞假期影响，整体也表现出通胀水平较峰值有明显回落。住房服务通胀已从峰值放缓。住所 CPI12 月为 6.2%，此前 2023 年 3 月高点为 8.2%。对利率敏感的地产行业在去年就出现弱化，而因租赁周转缓慢等原因，租金变化滞后。2022 年以来，租金要价和新租赁合同租金的增长速度有所放缓，给今年的住房通胀带来了下行动力。地产行业经过一轮急剧减速后房价出现复苏迹象，但难以排除是供给紧张导致。工资增长仍然较快。劳动力供应不足导致供需偏紧，1 月平均每小时工资环比增长 0.6%，预期 0.3%，前值 0.4%，增速高于预期。在降息开始前可能需要看到更多工资通胀得到抑制的证据。

图 38: 美国及欧元区 CPI 变化 (%)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 39: CPI 住所项与房价变化 (%)



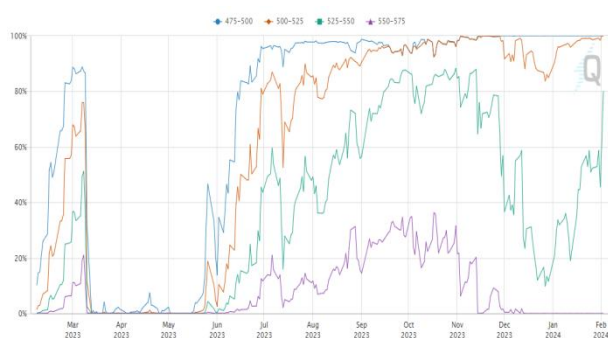
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

市场预期 5 月开启降息。1 月联邦基金目标利率保持 5.25-5.5%，符合市场预期。委员会力求在长期内实现最大就业和 2% 的通货膨胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估传入数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会预计，在对通胀持续向 2% 迈进更有信心之前，不宜降低目标范围。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。经验显示“泰勒规则”主导着美联储利率决策，随着市场变化，美联储利率决策机制也在动态变化。2024 年 1 月，美联储重申长期目标和货币政策战略的声明，委员会准备利用其全部工具实现最大限度的就业和价格稳定目标。就业目标方面委员会的政策决定必须根据对其最高水平的就业不足情况的评估，认识到这种评估必然是不确定的，可能会加以修订。对于通胀目标委员会判断，2% 的长期通胀预期有助于价格稳定和温和的长期利率，并提高委员会

促进最大就业的能力。美联储利率决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据影响。

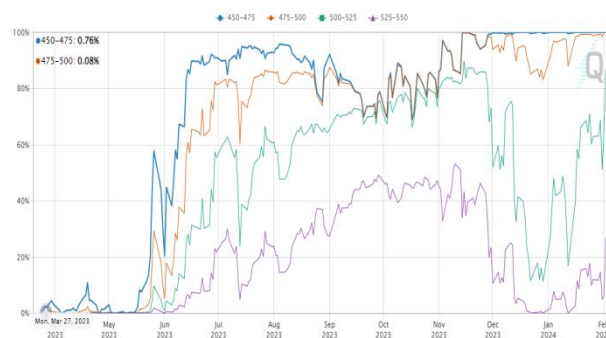
紧货币+宽信用组合下，利率传导钝化，近期美国劳动市场数据、GDP 等数据均超预期，表现出较强的经济韧性，市场对于降息的预期延后。目前 CME 预测显示，3 月降息概率为 15.5%，不变概率为 84.5%；5 月降息概率为 64.8%，不变概率为 35.2%。随着经济数据强弱变化，市场对于降息节奏的判断有所改变，但方向不变。潜在的降息对贵金属价格形成正向推力。此外，全球经济增长存有韧性，叠加光伏领域用银需求快速增长，白银供需偏紧，显性库存持续下降或导致价格对供需变化的敏感性增加。另外，金银比 90 处于历史较高水平，中枢回归过程或使得白银具备更大的价格弹性。

图40：3月降息预期（%）



资料来源：CME，国信证券经济研究所整理

图41：5月降息预期（%）



资料来源：CME，国信证券经济研究所整理

相关标的

复盘历史白银股股价与银价表现出了较强的正相关性。白银企业盈利=（价格-成本）*销量，相较于成本，价格波动幅度更大，银价上涨会提升白银企业盈利预期，股价易享受到业绩与估值同步提升的乘数效应。

图42：公司收盘价与白银价格（元，美元/盎司）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

盛达资源（000603.SZ）

盛达资源主营业务为有色金属矿的采选和销售，主要产品为银锭、黄金以及含银铅精粉、含银锌精粉。公司实际控制人为赵满堂先生，核心矿业资产位于内蒙古。目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业4座在产矿山，以及东晟矿业、德运矿业2座待产矿山，白银资源地质储量规模大且品位高，具备白银资源金属量6274吨，采选能力198万吨/年。

表3：盛达资源资源情况（截至 2022 年底）

	股权比例	生产状态	资源储量矿		银金属 量, 吨	平均品 位, 克/吨	铅金属 量, 万吨	平均品 位, %	锌金属 量, 万吨	平均品 位, %	金金属 量, 千克	平均品 位, 克/吨	其他资源情况	备注
			石量 (探明+ 控制+推断), 万吨	石量 (探明+ 控制+推断), 万吨										
银都矿业	62.96%	在产矿山	487.6	1228.7	253.9	11.9	3.3	22.3	5.6					伴生资源
			174.2	11.9	68.0	1.0	0.7	1.1	1.1					
金山矿业	67.00%	在产矿山	1103.3	2301.7	208.4				6970.2	0.1			锰金属量 261.879.25 吨, 平均品位 1.50%	
光大矿业	100.00%	在产矿山	444.5	373.6	164.1	7.3	1.6	15.4	3.5					伴生银矿
			216.9	70.5	32.5									
			604.2	664.0	265.1	10.1	1.7	10.6	1.8					
金都矿业	100.00%	在产矿山		37.8	10.7								铜金属量 5,189.14 吨, 品位 0.09%	伴生资源
			267.0	556.3	284.9	1.3	1.3	4.6	2.1					
东晟矿业	70.00%	待产, 已 取得采矿 许可证	265.5	34.1	50.6	0.6	0.5	0.2	0.8	255.0	0.1		镓金属量 32.01 吨, 平 均品位 12.7 克/吨; 砷金属 量 11,403 吨, 平均品位 0.55%; 纯硫量 123,917 吨, 平均品位 6.18%	伴生资源
德运矿业	54.00%	待产, 正 在办理探 转采相关 手续	1810.8	612.0	140.5	1.7	1.6	36.1	2.6					
			1806.3	383.7	29.0	2.5	0.4	2.0	0.9					
合计				6274.2		36.3		92.3	7225.2					
2022 年产量				203.0		1.5		2.7	250.1					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司积极推进多项矿山建设，未来产品产销量有望持续提升。

银铅锌精粉方面，银都矿业具备 90 万吨采选能力，但因拜仁达坝银多金属矿已开采 10 余年，目前年采选规模仅为 50-60 万吨。一方面，公司积极推进银都矿业北部 1.43 平方公里探转采相关手续的办理；另一方面，东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿矿区建成后将通过与银都矿业签订委托加工协议由银都矿业代加工后进行销售，或直接将矿石销售给银都矿业，矿区建设筹备工作有序推进。两个项目投产后可有效补充银都矿业采选能力，带动含银铅锌精粉产销量提升。银都矿业历史最高实现净利润 5.36 亿元，2022 年实现净利润 2.74 亿元，同比增长 1.11%，仍是公司最重要的利润来源。

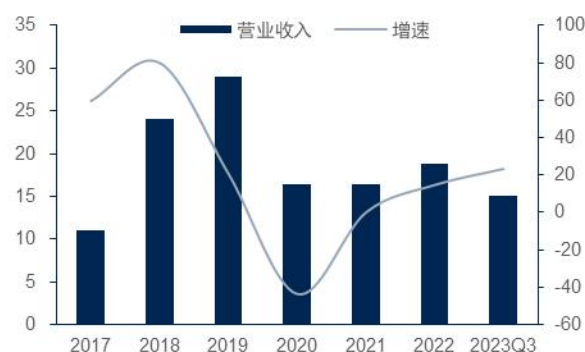
银锭方面，金山矿业具备 48 万吨/年的生产规模，已于 2023 年上半年完成了采矿许可证的变更工作，新采矿许可证证载开采矿种增加了金金属，矿区面积、开采深度均有大幅扩展。为后续生产保障，相关技改工作有序推进，深部基建工程预计 2024 年 10 月验收，为后续开采奠定资源量保障。

黄金方面，公司 2023 年收购鸿林矿业 53% 的股权，实现对鸿林矿业的控股权，鸿林矿业持有菜园子铜金矿的采矿权。菜园子铜金矿工业矿体累计查明资源量金金属资源量 17.05 吨，平均品位 2.82 克/吨。公司计划于一年半内完成菜园子铜金矿的矿山建设工作，尽快推进矿山的实际投产。

2022 年，公司银、铅、锌、黄金产量分别为 203 吨、1.46 万吨、2.71 万吨、250 千克，实现营业收入 18.79 亿元，同比上涨 14.73%；归属于上市公司股东的净利润 3.65 亿元，同比下降 13.54%。2023 年前三季度，受锌金属价格下跌以及个别

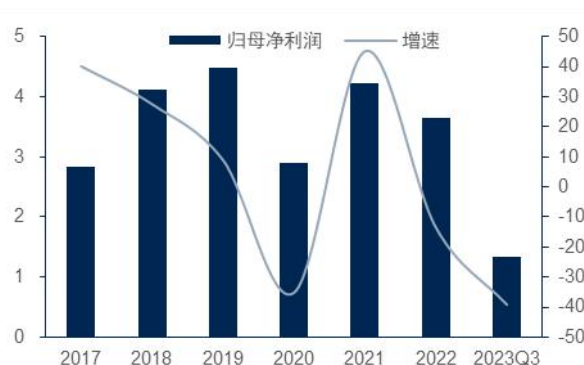
矿山开采矿段银金属品位下降，计提弃置费后成本有所增加的影响，业绩同比下降。实现营业收入 15.03 亿元，同比上涨 23.32%；归属于上市公司股东的净利润 1.34 亿元，同比下降 39.16%。2023 年全年因金山矿业银锭、黄金产量同比下降，金业环保经营情况不及预期计提商誉减值准备，公司预计实现归母净利润 1.4-1.7 万元，同比下降 53.4%-61.6%。

图 43: 公司营业收入及增速（亿元，%）



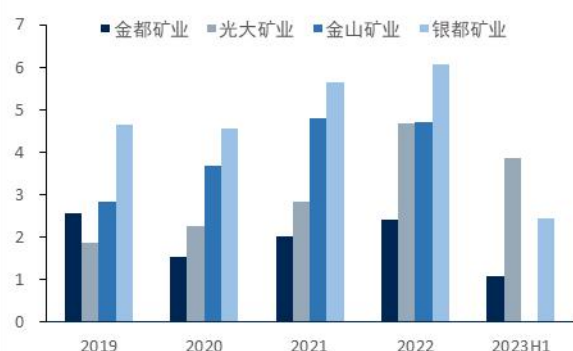
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图 44: 公司归母净利润及增速（亿元，%）



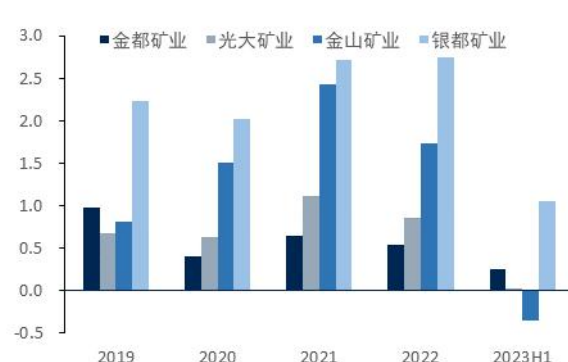
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图 45: 子公司营业收入（亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图 46: 子公司净利润（亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

兴业银锡（000426.SZ）

兴业银锡主营业务为有色金属及贵金属的采选和冶炼，主要产品包括银、锡、铅、锌、铁、铜、锑等，目前主要以精粉或混合精粉等产品销售为主，实际控制人为吉兴业先生。公司注册地赤峰市及重要矿产资源所在地锡林郭勒盟均拥有丰富的矿产资源储备，经过多年的发展，公司旗下已拥有 14 家子公司，包括 9 家矿业子公司，其中银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，融冠矿业为所在地的龙头企业，均具有较强的盈利能力。截至 2022 年底，公司拥有银储量 9988 金属吨、锡储量 19.6 万金属吨、锌储量 191.7 万金属吨。

表4：兴业银锡资源情况（截至 2022 年底）

	矿石量 万吨	银		锡		铅		锌		铜		其他资源情况
		储量 金属吨	品位 g/t	储量 万金属吨	品位 %	储量 万金属吨	品位 %	储量 万金属吨	品位 %	储量 万金属吨	品位 %	
锡林矿业	1,019.5							22.4	2.20%			铁 292.9 万金属吨
融冠矿业	1,173.1	92.3						52.4	5.42%			铁 314.8 万金属吨
银漫矿业 铅锌系统	1,599.0	2,339.2	181.8			14	1.65%	48.9	3.51%			
铜锡系统	4,269.9	6,259.7	195.4	19.6	0.74%			21.7	2.78%	2.5	0.52%	
伴生						13.6	0.32%					锑 18.8 万金属吨, 铟 988.3 金属吨, 镉 9390.2 吨
乾金达矿业	257.7	638.7				14.5	5.63%	14	5.42%	0.6		
荣邦矿业 主产	1,060.7	147.3	111			3.8	1.17%	14	1.65%	0.8	0.62%	
伴生		379.1	43.6			0.8	0.33%	0.5	0.68%	0.2	0.22%	金 166.1 金属吨
锐能矿业	462.6	131.8	28.5			9.9	2.13%	17.8	3.85%			
唐河时代	9,754.9									11.8	0.12%	镍 32.8 万金属吨
博盛矿业	459.5											金 31.0 金属吨
合计		9,988.00		19.6		56.7		191.7		15.8		

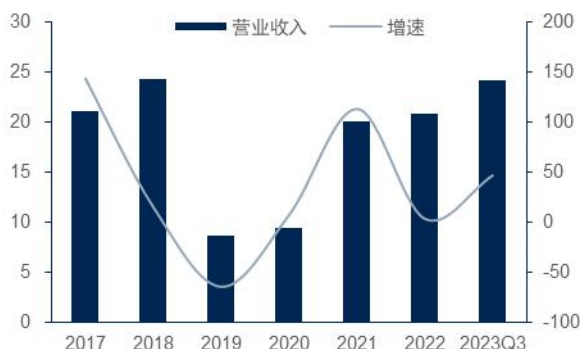
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

银漫技改后产量将连续上台阶，为公司业绩带来弹性。银漫矿业是国内罕见以锡、银为主，共伴生铅、锌、铜、锑的复杂难选矿石，拥有两个采选系统，即铅锌系统和铜锡系统；拥有 I、III、IV 三个区的开采主矿体，其中 I、IV 区开采主矿体供应铅锌系统；III 区开采主矿体供应铜锡系统。公司此次技改的主要项目包括锡石浮选改造项目和原矿石智能抛废项目，目的是使银漫矿业的选矿工艺与未来拟采矿石性质更加匹配，进一步提高锡的选矿回收率和矿石入选品位。技改完成后，银漫矿业锡的回收率将由 50% 提高到 60%，未来将逐步提高至 70%。

收购博盛矿业，整合优质矿产资源。博盛矿业拥有邦布岩金矿的一宗采矿权和一宗探矿权，是西藏地区为数不多拥有金矿采矿权证的企业之一，同时博盛矿业拥有配套选矿厂和尾矿库，具备成熟的生产条件。2023 年 5 月，公司完成了对博盛矿业 70% 股权的收购，交易对价 2.8 亿元，此次收购可为公司下一步推进该区域金矿资源的战略整合提供重要条件。

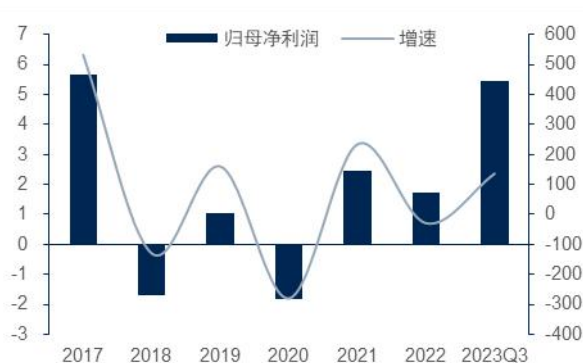
2022 年，公司锌精粉、含铅银精粉、含铜银精粉、锡精粉产量分别为 4.14 万吨、27.07 吨、85.52 吨、2757.74 吨，实现营业收入 20.86 亿元，同比上涨 3.84%；归属于上市公司股东的净利润 1.74 亿元，同比下降 29.44%。2023 年前三季度，因银漫矿业采区三季度以来矿石入选品位较高，且选矿回收率提升，银、锡等公司主要金属品种产量均有大幅提升，叠加金属价格提升，业绩大幅增长，实现营业收入 24.25 亿元，同比上涨 47.13%；归属于上市公司股东的净利润 5.43 亿元，同比上涨 136.20%。2023 年公司预计实现归母净利润 9.65-10.50 亿元，同比上涨 454.92%-503.79%。

图47: 公司营业收入及增速（亿元，%）



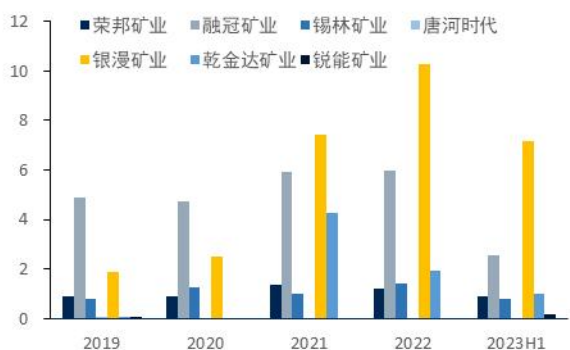
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图48: 公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图49: 子公司营业收入情况（亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图50: 子公司净利润情况（亿元）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

银泰黄金（000975.SZ）

银泰黄金主营业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易，2023 年实控人变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。公司目前拥有 5 个矿山企业，其中在产矿山包括大型黄金矿山黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦，主要产品为合质金；铅锌银多金属矿矿山玉龙矿业，主要产品为铅精粉（含银）和锌精粉（含银）；另外有华盛金矿为公司收购的停产待恢复的黄金矿山。截至 2022 年底，公司保有金金属量 173.9 吨，银金属量 6921.2 吨。

表5: 银泰黄金资源情况 (截至 2022 年底)

矿山名称	持股比例	矿石资源量, 万吨	金资源量, 吨	银金属量, 吨	铅+锌金属量, 万吨	铜金属量, 万吨	锡金属量, 万吨
玉龙矿业	76.67%	5,385.68	0.15	6,832.49	166.71	6.35	1.82
青海大柴旦	90%	1,768.81	72.80				
吉林板庙子	95%	540.50	20.59				
黑河银泰	100%	127.68	9.69	88.71			
华盛金矿	60%	2,322.50	70.67				
合计		10,145.17	173.90	6,921.20	166.71	6.35	1.82

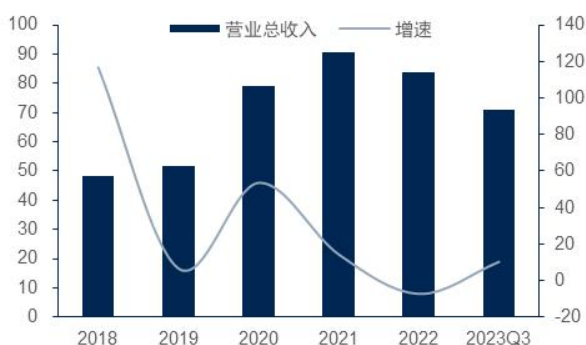
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

玉龙矿业位于内蒙古锡林郭勒盟, 主要产品为铅精粉 (含银) 和锌精粉 (含银), 拥有 6 宗银铅锌矿探矿权证, 探矿权的勘探范围达 42.84 平方公里, 找矿潜力巨大。截至 2022 年末, 玉龙矿业采矿权和探矿权合计保有资源量矿石量 5385.68 万吨, 银金属量 6832.49 吨, 铅金属量 60.85 万吨, 锌金属量 105.86 万吨, 铜金属量 6.35 万吨, 锡金属量 1.82 万吨, 伴生金 152 千克。2023 年末, 公司花敖包特矿区 1118 高地锌多金属矿补充勘探报告通过评审备案, 标志着玉龙矿业外围探矿增储工作取得阶段性成果, 下一步公司将积极推进探转采手续的办理。

新的发展阶段, 公司也提出全新战略目标。要以资源为先, 全球布局, 实现长期接续, 谋求二次飞跃。2025、2026、2028、2030 年矿产金产量目标分别为 12、15、22、28 吨。青海大柴旦成矿条件优越, 是我国首家中外合作的黄金矿山, 近年来持续勘探, 黄金保有资源量由 2017 年 45 吨提升至 2022 年 73 吨; 细晶沟金矿、青龙沟金矿探转采项目有序推进, 未来产量有望提升。华盛金矿是 2021 年公司收购的停产金矿, 属于国内稀有的类卡林型大型金矿, 找矿潜力巨大; 目前正在推进扩证复产工作, 华盛金矿采用露天开采, 生产工艺简单, 开采成本也比较低, 未来具备快速复产条件。

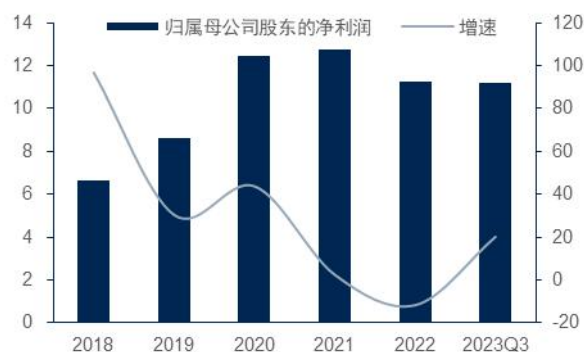
2022 年, 公司生产黄金 7.06 吨, 合并摊销后克金成本仅为 167.54 元/克; 生产矿产品银 190.74 吨, 单位成本 1.83 元/克; 实现营业收入 83.82 亿元, 同比下降 7.29%, 实现归母净利润 11.24 亿元, 同比下降 11.69%。2023 年前三季度, 受益金价上涨, 公司业绩增长, 实现营业收入 70.95 亿元, 同比增长 10.30%, 实现归母净利润 11.18 亿元, 同比增长 20.24%。

图51: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



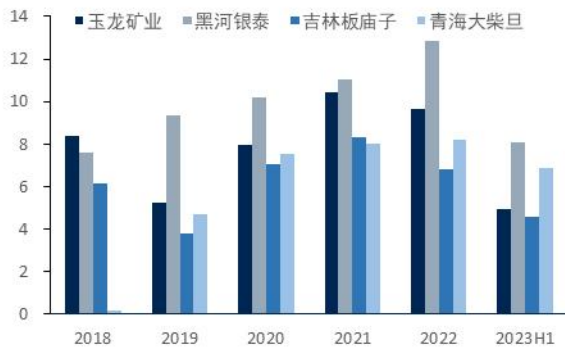
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图52: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



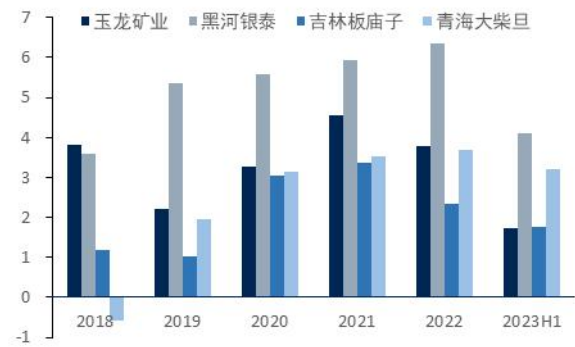
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图53: 子公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图54: 子公司净利润情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

表6: 相关公司估值情况

代码	简称	股价 20240207	总市值 亿元	EPS (元)				PE				PB	投资 评级
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
000603.SZ	盛达资源	8.04	55.47	0.53	0.23	0.63	0.85	15.17	35.73	12.76	9.46	1.78	无评级
000426.SZ	兴业银锡	8.73	160.39	0.09	0.47	0.95	1.00	97.00	18.57	9.19	8.73	2.64	买入
000975.SZ	银泰黄金	15.06	418.17	0.40	0.57	0.61	0.79	37.65	26.42	24.69	19.06	3.72	买入

资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理和预测 (盛达资源为 iFinD180 天一致预测)

风险提示

美国经济增长超预期; 美国货币政策收紧超预期; 美元指数上行超预期; 白银需求增长不及预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032