

2024年04月12日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

金银比价有望回落，白银价格弹性将起

—贵金属行业专题报告

推荐(维持)

投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

fuhh@cfsc.com.cn

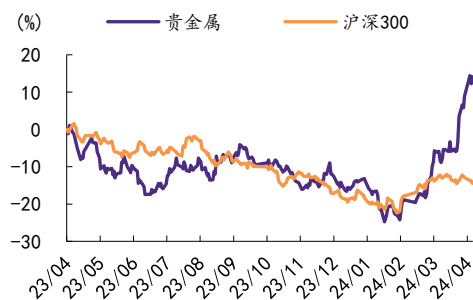
分析师：杜飞 S1050523070001

dufei2@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
贵金属(申万)	21.3	38.3	15.5
沪深300	-2.4	6.3	-14.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《贵金属动态研究报告：预期美联储加息放缓，看好黄金板块配置价值》2022-11-20

当前金银比价处于历史高位

当前金银比价（黄金价格/白银价格）处于历史相对高位，金银比价在2021年5月达到近几年相对底部位置以后，便逐步攀升，当前已大幅超过过去20年68.3的比价均值，达到了83.4。

金银比价波动规律跟白银工业需求的变化有关

过去20年的数据来看，美国制造业PMI数据在底部爬升阶段，金银比价容易回落。因为在全球经济较为疲软的情况下，白银工业需求容易受到负面影响，此时白银价格走势也往往弱于黄金。反之，全球经济回升之时，白银价格走势容易强于黄金。

光伏需求拉动，叠加美国制造业企稳，白银需求缺口将扩大

根据世界白银协会数据统计，2022年之时全球白银需求3.52万吨，其中工业需求占比44.8%。在工业需求中包含光伏需求，光伏的需求为3977.5吨，占总需求的11.3%。保守估计的光伏装机预测下，光伏需求每年保持3.47%的增长。2023-2027年白银总体供需缺口分别为5759、6147、6299、6409、6416吨。

贵金属激发出抗通胀属性价格仍将上行，金银比价有望回归

美国通胀数据方面，2024年2月CPI同比为3.2%，3月为3.5%，连续两个月处于反弹通道之中，美国通胀压力再起。美债名义利率中隐含的通胀预期将有反弹的可能，从而压制美债实际利率，贵金属上涨动力仍存。而美国制造业PMI新订单分项和库存分项均开始反弹，白银工业需求得以释放，金银比价有望回归相对低位。

白银价格弹性将起，推荐“白银”行业

贵金属交易逻辑切换到通胀，叠加美联储今年降息预期仍在，黄金和白银价格有望持续上行。而在美国制造业企稳回升过程中，白银工业需求有望受到拉动，白银价格涨幅有望

超越黄金，作为衡量黄金和白银价格强弱的指标——金银比价有望从高位回落。首次覆盖白银行业，给予“推荐”投资评级。

■ 建议关注公司

建议关注盛达资源：国内银业龙头，储量领先。兴业银锡：聚焦银锡主业，多金属产业并举。

■ 风险提示

1) 美联储超预期加息；2) 美国 PMI 反弹不及预期导致金银比回落不及预期；3) 白银需求低于预期；4) 价格波动风险；5) 建议关注公司的业绩不及预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-04-12 股价	EPS			PE			投资评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
000603.SZ	盛达资源	16.13	0.53	0.53	0.54	23.77	30.43	29.87	未评级
000426.SZ	兴业银锡	13.91	0.09	0.53	0.95	64.34	26.25	14.64	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

正文目录

1、 贵金属齐上涨，金银比价有望回归.....	5
1.1、 金银比价处在历史相对较高位置.....	5
1.2、 金银比价背后的数据参照——相关经济指标.....	6
1.3、 金银比价背后——白银工业属性的波动.....	6
1.4、 白银供需平衡表分析.....	7
1.5、 贵金属交易切换到抗通胀逻辑.....	10
1.6、 美国制造业或将企稳回升，拉动白银工业需求，金银比价或将回落.....	12
2、 白银价格弹性将起，推荐“白银”行业.....	13
3、 建议关注公司.....	13
3.1、 盛达资源：国内银业龙头，储量领先.....	13
3.2、 兴业银锡：聚焦银锡主业，多金属产业并举.....	17
4、 风险提示.....	21

图表目录

图表 1：伦敦金伦敦银价格.....	5
图表 2：金价与历史金银比.....	5
图表 3：金银比与 VIX 指数部分时段有相关性.....	6
图表 4：美国 PMI 走强阶段金银比容易回落.....	6
图表 5：全球白银需求分布.....	7
图表 6：白银工业需求拆分.....	7
图表 7：白银其他类工业需求及增速.....	7
图表 8：光伏用银部位.....	8
图表 9：各种类型光伏电池片占比.....	8
图表 10：各种类型光伏电池片银浆单耗.....	8
图表 11：全球光伏装机预测.....	9
图表 12：全球光伏耗银需求预测.....	9
图表 13：白银工业需求预测.....	9
图表 14：白银总需求预测.....	9
图表 15：白银总供应预测.....	10
图表 16：白银预计保持供需短缺.....	10
图表 17：CME Fedwatch 显示年内美国仍会降息.....	10
图表 18：黄金和美债实际收益率呈较好的反向关系.....	11
图表 19：高通胀预期压制美债实际利率.....	11
图表 20：美国通胀再度反弹.....	11

图表 21: CPI 食品分项基本企稳	11
图表 22: CPI 能源分项反弹	12
图表 23: CPI 住房租金分项下降斜率趋缓	12
图表 24: 美国制造业开始反弹并回到荣枯线之上	12
图表 25: 美国库存和订单开始持续反弹	12
图表 26: 美国居民时薪及可支配收入暂未企稳	13
图表 27: 美国居民消费有反弹迹象	13
图表 28: 重点关注公司及盈利预测	13
图表 29: 盛达资源营业收入及增速	14
图表 30: 盛达资源归母净利润及增速	14
图表 31: 盛达资源公司成矿布局	15
图表 32: 盛达资源公司资源量情况	16
图表 33: 兴业银锡公司发展历程	17
图表 34: 兴业银锡营业收入及增速	18
图表 35: 兴业银锡归母净利润及增速	18
图表 36: 兴业银锡各产品营收中占比	18
图表 37: 兴业银锡各产品毛利中占比	18
图表 38: 2022 年兴业银锡公司各类金属保有资源量	19
图表 39: 兴业银锡公司产品产量	19
图表 40: 银漫矿业净利润	20
图表 41: 银漫矿业技改后产能情况	20

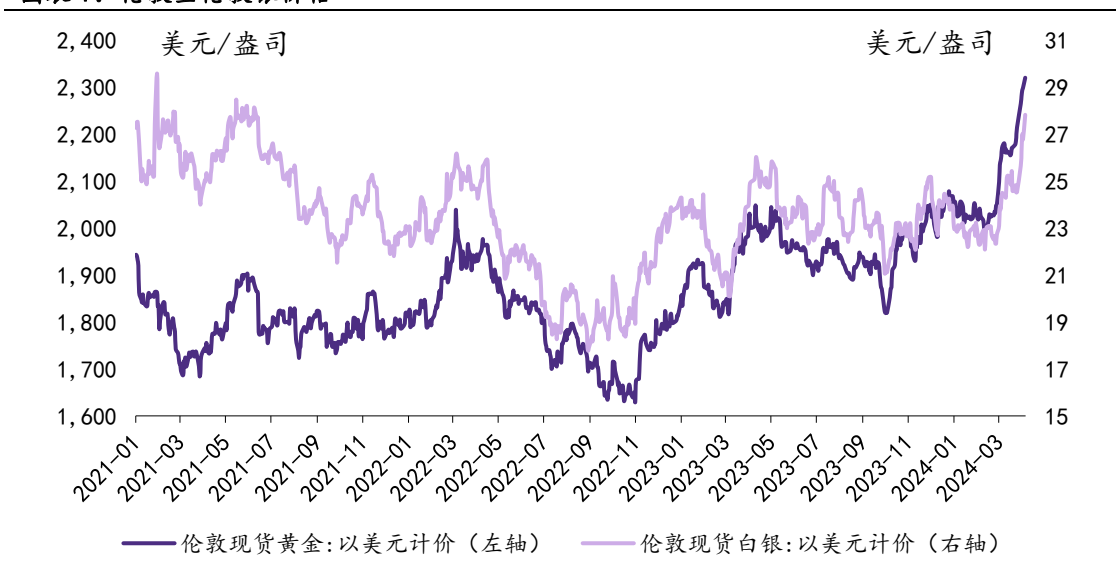
1、贵金属齐上涨，金银比价有望回归

1.1、金银比价处在历史相对较高位置

历史价格来看，白银价格几乎总是跟随黄金价格的趋势。截止至 4 月 8 日，伦敦金价格近一年涨幅达到 318.35 美元/盎司 (+15.9%)，而伦敦白银价格涨幅为 2.89 美元/盎司 (+11.59%)。

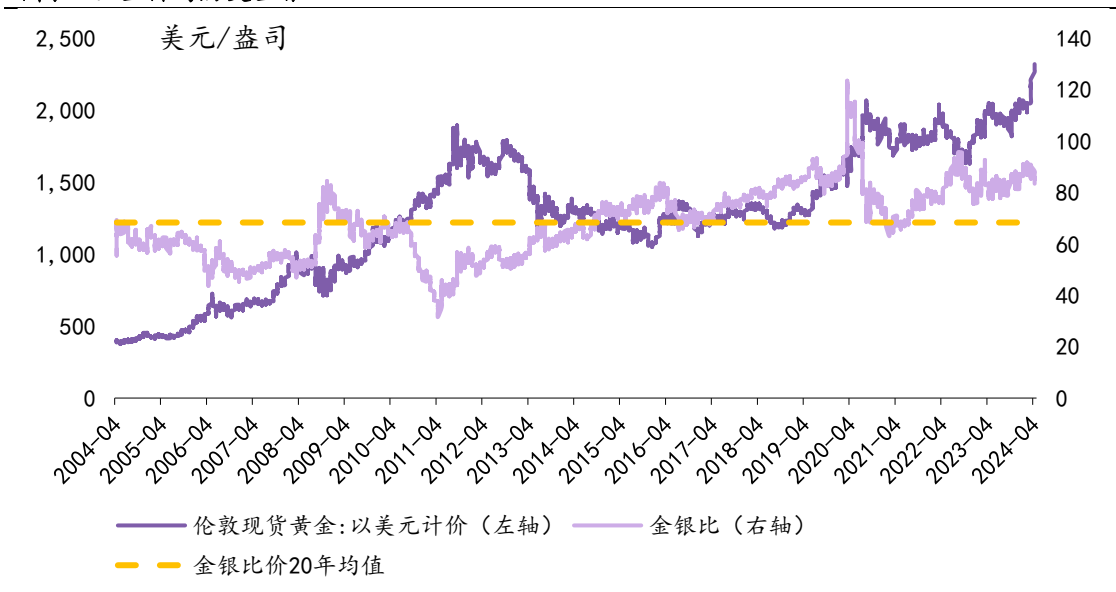
我们观察到，金银比价（黄金价格/白银价格）在 2021 年 5 月达到近几年相对底部位置以后，便逐步攀升，当前已大幅超过过去 20 年 68.3 的比价均值，达到了 83.4。

图表 1：伦敦金伦敦银价格



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：金价与历史金银比



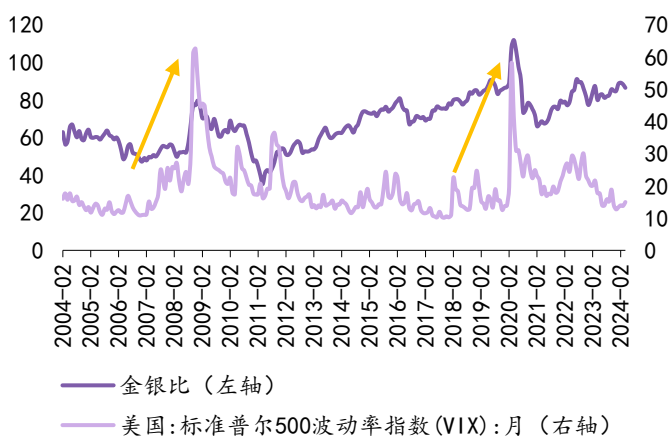
资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、金银比价背后的数据参照——相关经济指标

从 VIX 指数来看，过去 20 年，每当 VIX 指数大幅走高的时候，金银比价容易走高。VIX 指数全称为标普 500 期权波动率指数，也被金融界称为恐慌指数。每当 VIX 指数走高的时候，意味着市场情绪开始对风险资产的担忧提升。

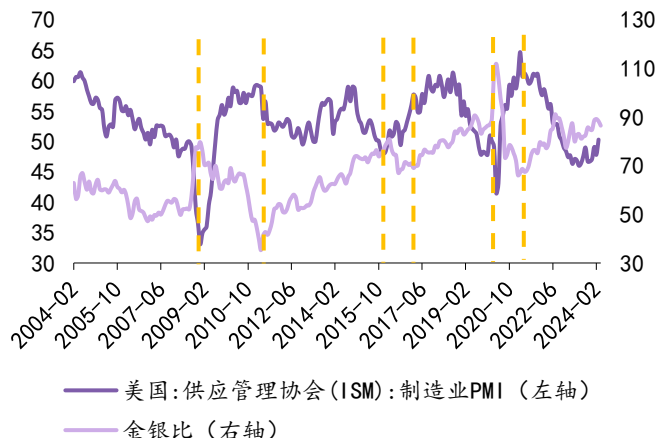
另外从美国制造业 PMI 来看，过去 20 年的数据来看，美国制造业 PMI 数据在底部爬升阶段，金银比价容易回落。比较明显的是 2009-2011 年，2016-2017 年和 2020-2021 年这三个时间段。伴随着美国制造业 PMI 指数的回升，金银比价都出现了自阶段性高点的回落。

图表 3：金银比与 VIX 指数部分时段有相关性



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：美国 PMI 走强阶段金银比容易回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

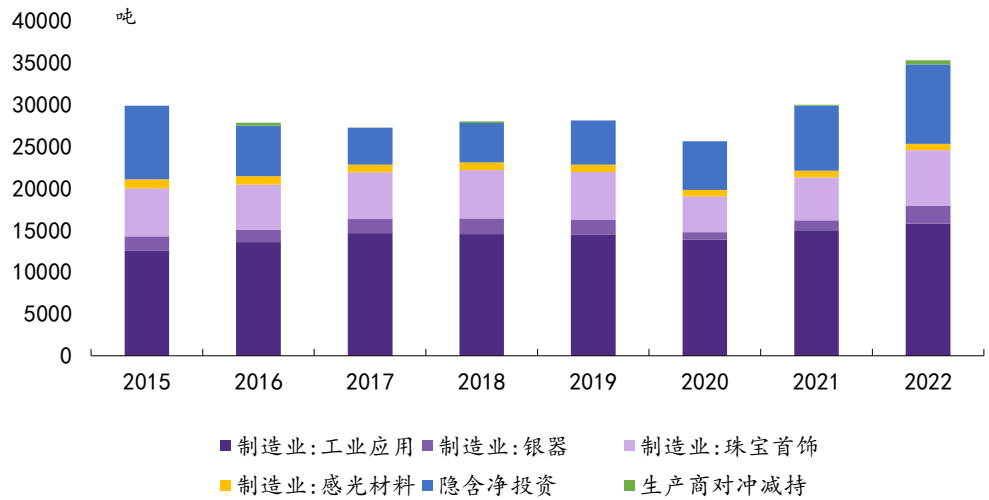
1.3、金银比价背后——白银工业属性的波动

白银与黄金同样作为贵金属，都具有作为储备货币的金融属性，以及作为实物资产避险功能。按照世界白银协会（The Silver Institute）的分布，白银需求主要分为工业应用，银器制造，珠宝首饰，感光材料，投资和生产商对冲。其中工业应用占比最大，在 2022 年，全球总共白银需求为 3.52 万吨，其中工业需求为 1.58 万吨，占比约为 44.9%。而在工业需求的分类中，又分为光伏领域需求，非光伏工业需求，铸币印章和其他类工业需求。

在全球经济较为疲软的情况下，白银工业需求容易受到负面影响，此时白银价格走势也往往弱于黄金。

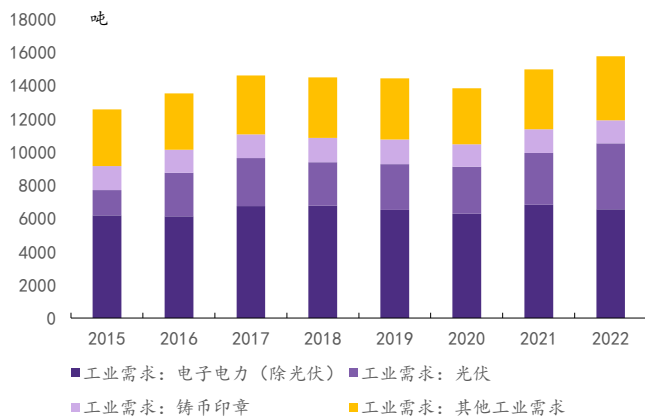
白银工业需求里面，以 2022 年为例，除光伏外电子电力、光伏、铸币印章及其他类工业需求分别为 6554.5、3978、1389、3856 吨；占比分别为 41.55%、25.21%、8.81%、24.44%。我们认为其中除了光伏的需求跟随光伏装机增长趋势较为明显以外，非光伏电子电力需求及其他工业需求整体受经济波动影响大。总体统计来看，2017 年到 2022 年来看，工业需求总体 5 年复合增速为 1.55%，除光伏外电子电力需求 5 年复合增速为 -0.57%。其他类工业需求 5 年复合增速为 1.73%。

图表 5：全球白银需求分布



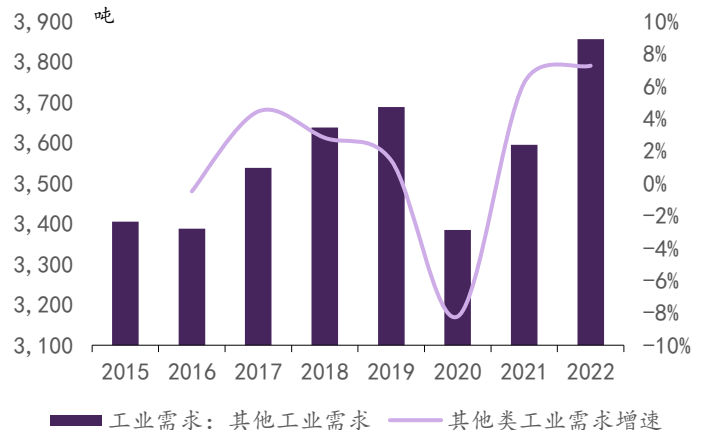
资料来源：世界白银协会，华鑫证券研究

图表 6：白银工业需求拆分



资料来源：世界白银协会，华鑫证券研究

图表 7：白银其他类工业需求及增速



资料来源：世界白银协会，华鑫证券研究

1.4、白银供需平衡表分析

需求方面，光伏单耗下滑，但是装机量仍在高速增长带动光伏耗银持续爬升。

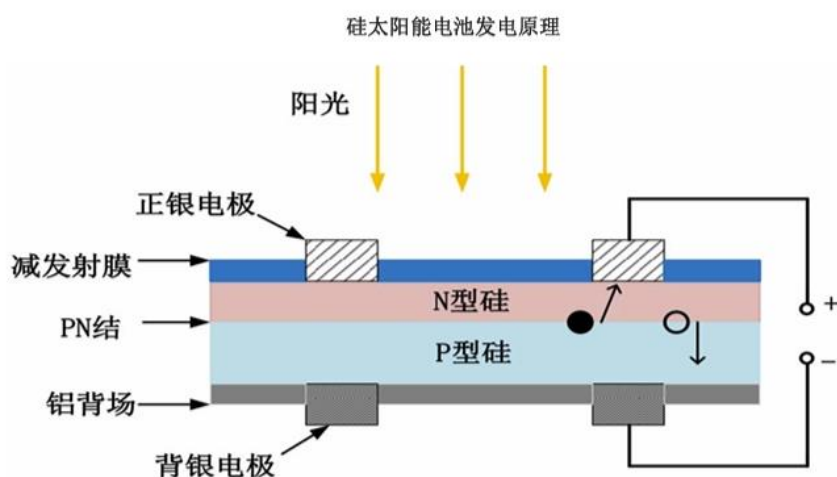
太阳能电池使用的厚膜导体浆料分为三种：受光面的正面银浆、背光面的背面银浆和背面铝浆。三种导体浆料经过丝网印刷过程分别印制在硅片的两面，烘干后经共烧结，形成硅太阳能电池的两端电极。银浆是制备太阳能电池金属电极的关键材料，直接关系到太阳能电池的光电性能。

由于银浆在电池片成本中占比较高，目前主要通过多主栅技术以及减小栅线宽度来减

少正银消耗量。根据中国光伏行业协会数据，主流的三种类型光伏电池片有 p 型 PERC、n 型 TOPCon 和 n 型异质结。其中 n 型异质结电池片的银浆单耗降幅比较大，预计从 2023 年的 115mg/片，到 2027 年左右会降到 84 mg/片，降幅达到了 26.96%。但是 n 型异质结电池片在光伏电池片中的占比不高，即使到了 2027 年，其占比也不到 30%。此外，全球范围内的光伏装机量仍处于增长过程中，因此光伏耗银仍处于增长态势之中。

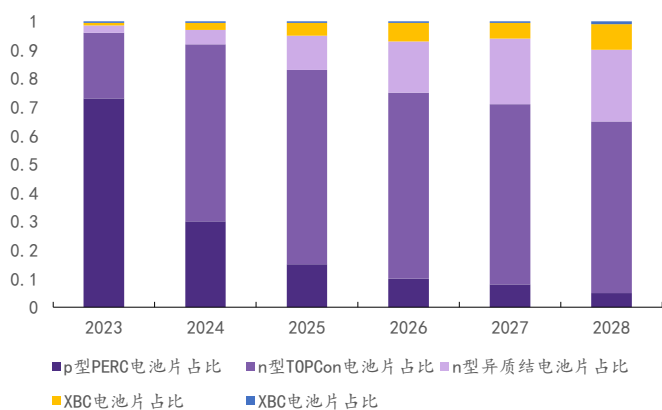
根据计算，保守光伏装机预测情况下，到 2027 年，全球光伏耗银需求为 6659 吨，年化复合增速为 3.47%。乐观光伏装机预测情况下，到 2027 年，全球光伏耗银需求为 7084 吨，年化复合增速为 5.08%。

图表 8：光伏用银部位



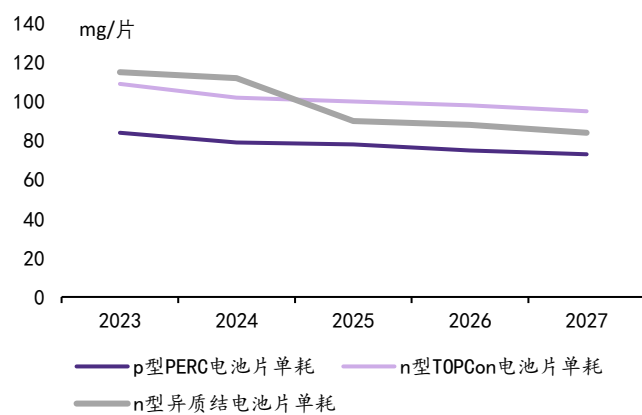
资料来源：帝科股份招股说明书，华鑫证券研究

图表 9：各种类型光伏电池片占比



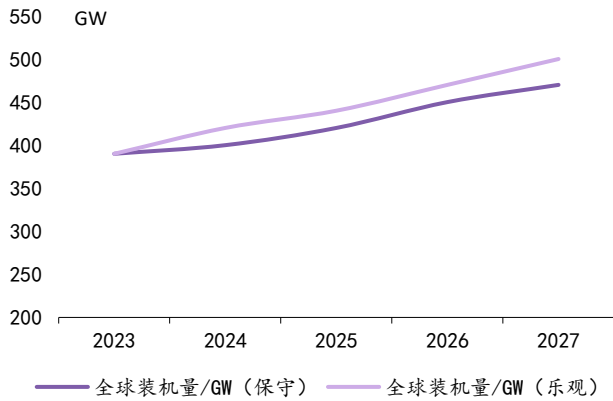
资料来源：中国光伏行业协会，华鑫证券研究

图表 10：各种类型光伏电池片银浆单耗



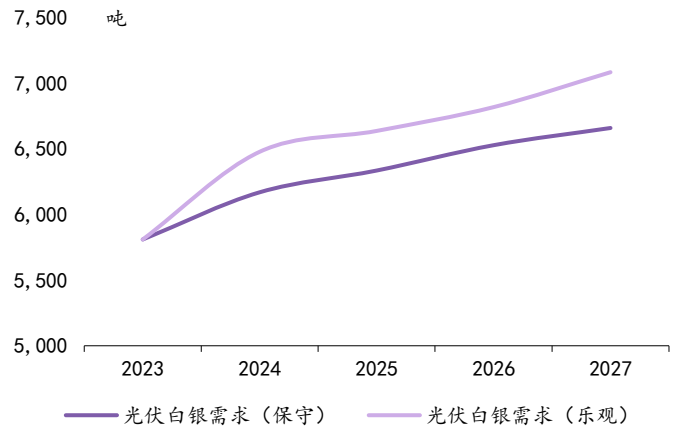
资料来源：中国光伏行业协会，华鑫证券研究

图表 11: 全球光伏装机预测



资料来源: 中国光伏行业协会, 华鑫证券研究

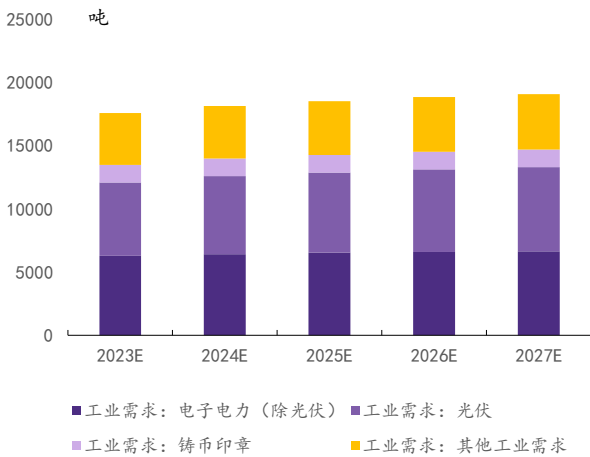
图表 12: 全球光伏耗银需求预测



资料来源: 中国光伏行业协会, 华鑫证券研究

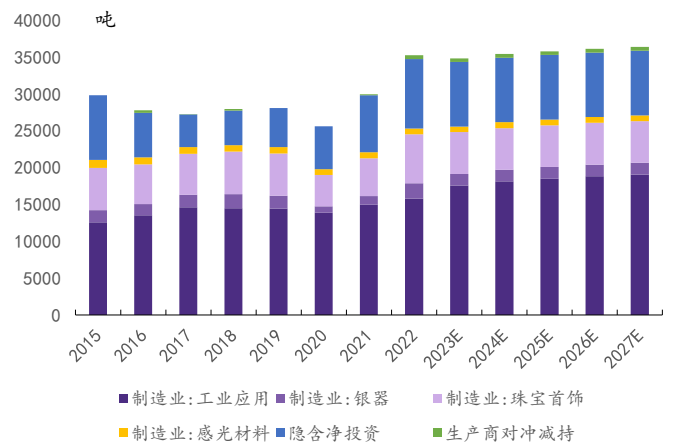
根据我们预测, 2024-2025 年工业需求小幅回升, 叠加前文关于光伏用银的预测, 预计到 2027 年全球白银工业需求为 1.91 万吨, 5 年复合增速为 3.85%。而总需求到 2027 年为 3.63 万吨, 5 年复合增速为 0.63%。

图表 13: 白银工业需求预测



资料来源: 世界白银协会, 中国光伏行业协会, 华鑫证券研究

图表 14: 白银总需求预测

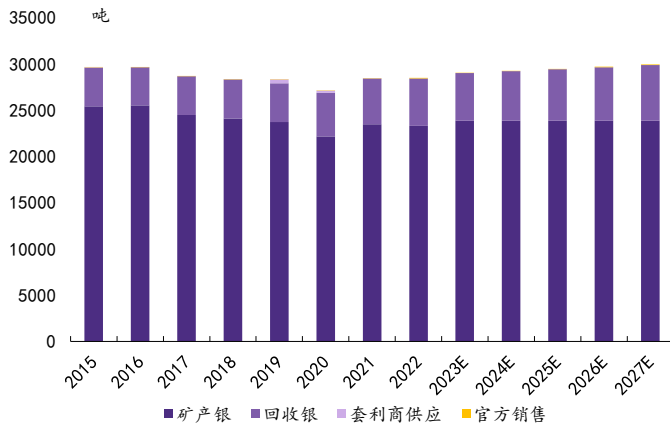


资料来源: 世界白银协会, 中国光伏行业协会, 华鑫证券研究

供应方面预计增长较为缓慢。白银供应整体划分为矿产银和回收银, 矿产银过去 2018-2023 年复合增长为-0.19%, 几乎没有增长, 因此预计后期整体供应稳定。回收银在 2018-2023 年阶段复合增长为 4.05%, 增速较快, 预期后面也保持每年 4%增速。因此白银供应预计到 2027 年增长到 2.99 万吨, 5 年复合增长为 1%。

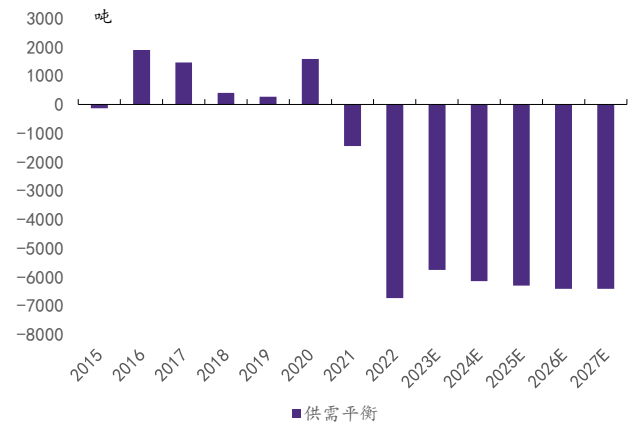
结合前文需求预测, 预计 2023-2027 年白银供应分别短缺 5759、6147、6299、6409、6416 吨。

图表 15: 白银总供应预测



资料来源: 世界白银协会, 华鑫证券研究

图表 16: 白银预计保持供需短缺



资料来源: 世界白银协会, 中国光伏行业协会, 华鑫证券研究

1.5、贵金属交易切换到抗通胀逻辑

由于受到美国经济数据偏强和 3 月非农就业数据超预期的影响, 美国开启降息的时间预期有所延后。但是预期年内仍有两次降息, 降幅达到 50BP。

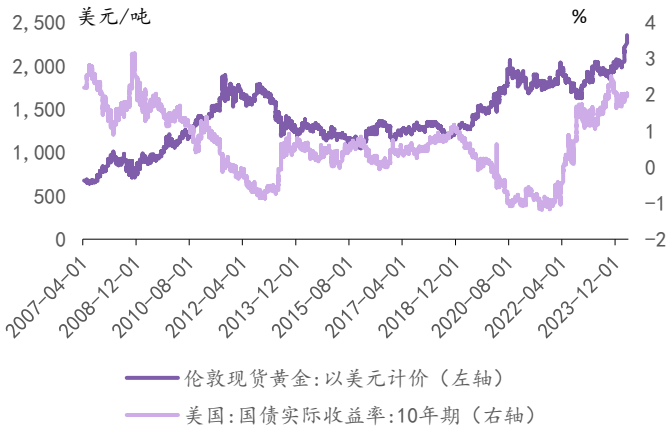
图表 17: CME Fedwatch 显示年内美国仍会降息

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	93.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	22.9%	75.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	8.8%	41.5%	49.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.1%	22.9%	44.8%	28.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.0%	28.7%	40.4%	20.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.6%	4.8%	18.0%	34.0%	31.4%	11.3%
2025/1/29	0.0%	0.2%	1.9%	9.0%	23.1%	33.2%	24.9%	7.6%
2025/3/19	0.1%	0.9%	5.0%	15.1%	27.4%	29.6%	17.5%	4.4%
2025/4/30	0.3%	2.1%	7.9%	18.7%	28.1%	26.1%	13.7%	3.1%

资料来源: CME 网站, 华鑫证券研究

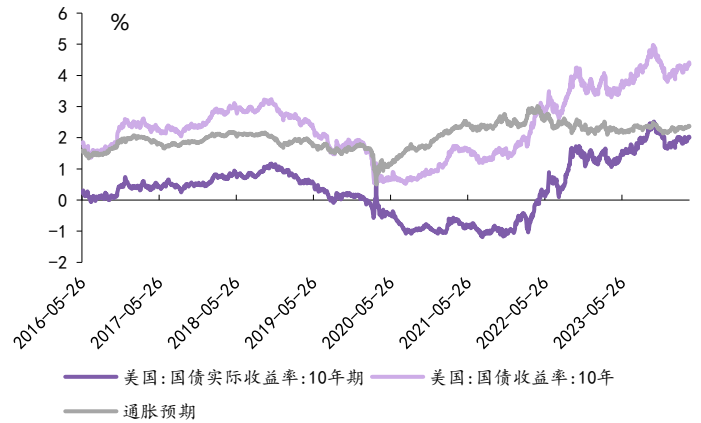
贵金属研究传统框架中, 白银价格跟随黄金价格的趋势, 而黄金价格整体与美债实际利率呈现反向关系。当美债实际利率下行, 贵金属价格整体会有上行动力。近期受美国经济数据超预期拉动, 美债名义利率有所反弹, 但是通胀预期仍然坚挺, 美债实际利率仍处于被压制的状态。

图表 18: 黄金和美债实际收益率呈较好的反向关系



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 19: 高通胀预期压制美债实际利率



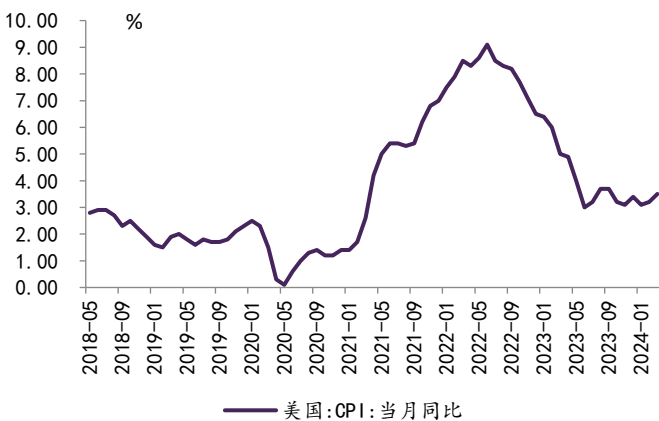
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

从美国通胀数据来看, 2024 年 2 月为 3.2%, 3 月为 3.5%, 连续两个月处于反弹通道之中, 美国通胀压力再起。我们认为美债名义利率中隐含的通胀预期将有反弹的可能, 从而压制美债实际利率。

从分项来看, CPI 食品分项同比近期企稳在 2.2%附近; 住房租金分项价格同比虽然处于下降通道, 但是同比数值仍较高, 且降幅趋缓。其中值得注意的是能源价格分项数据 2 月同比为-4.1%, 相比 1 月+2.7pct, 3 月进一步回升, 且回到正增长, 同比为 0.9%, 相比 2 月+5.0pct。能源分项价格同比回升, 是导致 CPI 整体反弹的主要因素。

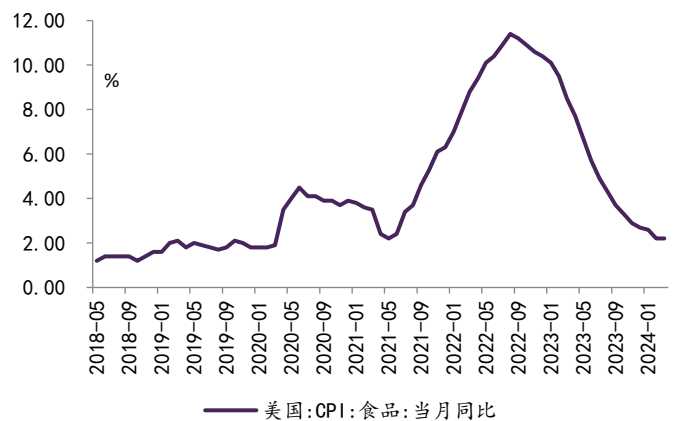
观察原油价格可以发现, 2 月、3 月布伦特原油价格均有所上涨, 为 CPI 能源商品价格带来了回升压力。2 月布伦特原油价格为 81.72 美元/桶, 同比-2.18%, 环比+3.24%。3 月布伦特原油价格为 84.67 美元/桶, 同比+6.89%, 环比+3.61%。

图表 20: 美国通胀再度反弹



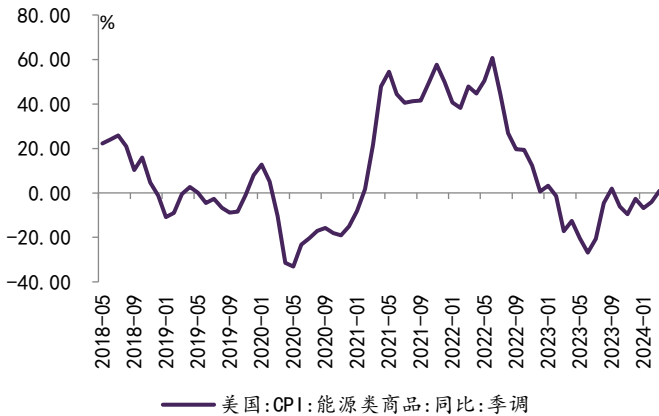
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 21: CPI 食品分项基本企稳

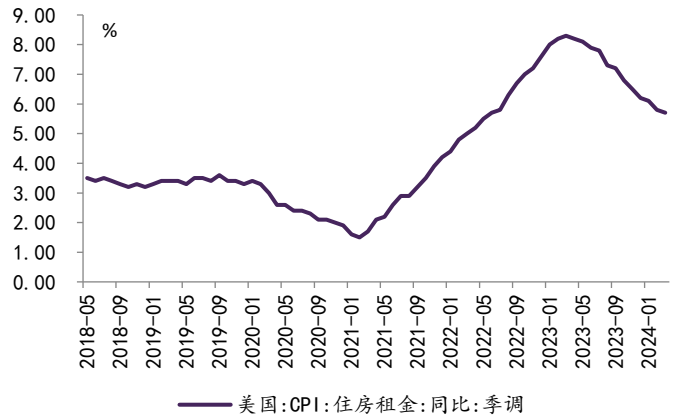


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 22: CPI 能源分项反弹



图表 23: CPI 住房租金分项下降斜率趋缓



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

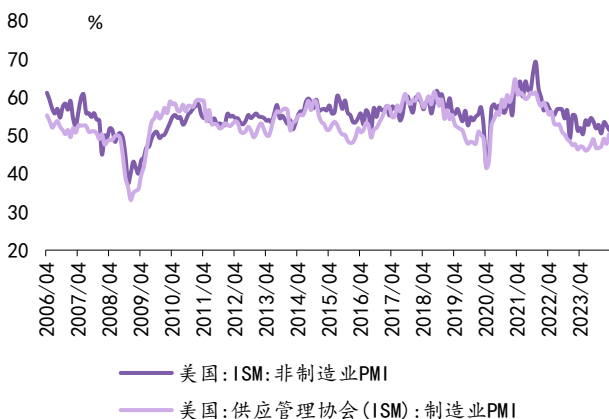
1.6、美国制造业或将企稳回升，拉动白银工业需求，金银比价或将回落

从美国宏观经济数据来看，美国制造业 PMI 在 2024 年 3 月回到了 50 以上，非制造业 PMI 仍保持在 50 以上。制造业 PMI 新订单分项和库存分项均开始反弹，因此结合 PMI 分项数据来看，美国制造业或已进入新订单带动的复苏企稳周期。

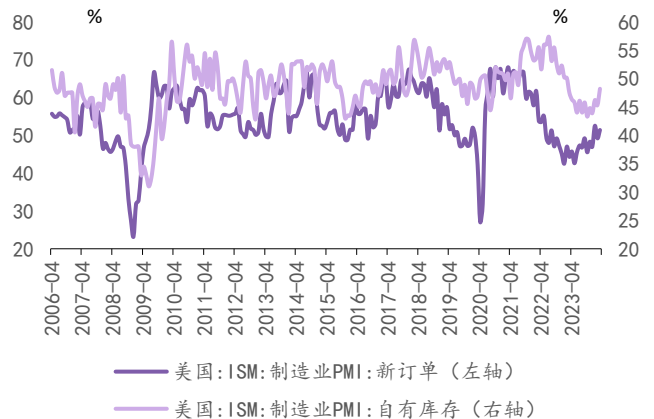
美国居民时薪及可支配收入同比仍在走弱，2024 年 3 月时薪同比为 4.14%，2024 年 2 月可支配收入同比 4.15%，持续处于下降通道。但是美国居民消费同比开始走强，美国个人消费支出同比最新（2024 年 2 月）为 4.88%，已较 1 月反弹。

基本可以认为，美国居民消费或已企稳，制造业进入新订单反弹的补库周期。PMI 有望进一步走高，结合前文的判断，金银比价有望在 PMI 反弹之际开启下行。也就意味着本轮通胀逻辑驱动贵金属上涨过程中，白银价格涨幅将超越黄金。

图表 24: 美国制造业开始反弹并回到荣枯线之上



图表 25: 美国库存和订单开始持续反弹

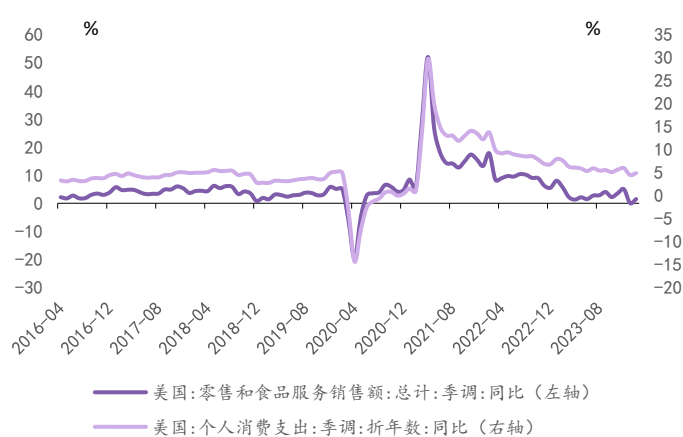
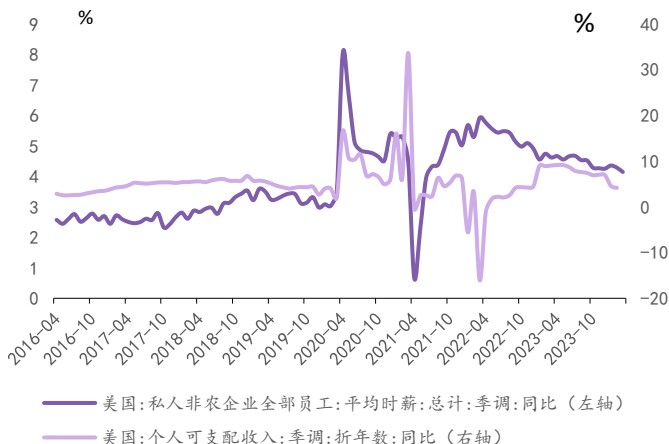


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 26: 美国居民时薪及可支配收入暂未企稳

图表 27: 美国居民消费有反弹迹象



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2、白银价格弹性将起，推荐“白银”行业

根据我们前文的分析，贵金属交易逻辑切换到通胀，叠加美联储今年降息预期仍在，黄金和白银价格有望持续上行。而在美国制造业企稳回升过程中，白银工业需求有望受到拉动，白银价格涨幅有望超越黄金，作为衡量黄金和白银价格强弱的指标——金银比价有望从高位回落。

首次覆盖白银行业，给予“推荐”投资评级。建议关注盛达资源、兴业银锡。

图表 28: 重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-04-12			PE			投资评级	
		股价	2022	2023E	2022	2023E	2024E		
000603.SZ	盛达资源	16.13	0.53	0.53	0.54	23.77	30.43	29.87	未评级
000426.SZ	兴业银锡	13.91	0.09	0.53	0.95	64.34	26.25	14.64	未评级

资料来源: Wind, 华鑫证券研究 (注: 未评级盈利预测取自万得一致预期)

3、建议关注公司

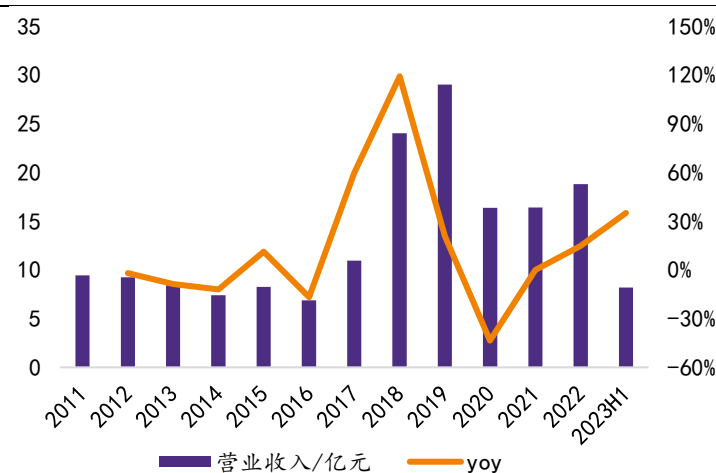
3.1、盛达资源：国内银业龙头，储量领先

盛达金属资源股份有限公司是以矿业开发、销售、贸易、投资及投资管理为主的控股型企业集团。在全国有色金属行业中银的综合生产规模名列前茅，是国内有色金属行业的大型知名品牌企业。

2011年11月，盛达矿业收购银都矿业，矿产资源储量增量，盈利能力大幅提升；2015年9月，盛达矿业收购光大矿业、赤峰金都股权，增厚主业资源；2016年7月定增完成，旗下矿业公司增加至3家，成为有色金属采掘业有影响力的上市公司；2018年12月，收购金山矿业顺利收官，银资源大幅增厚，核心竞争力进一步稳固，成为国内银业龙头；2019年9月，盛达矿业持有德运矿业54%股权，实现绝对控股，万吨银储领跑A股。

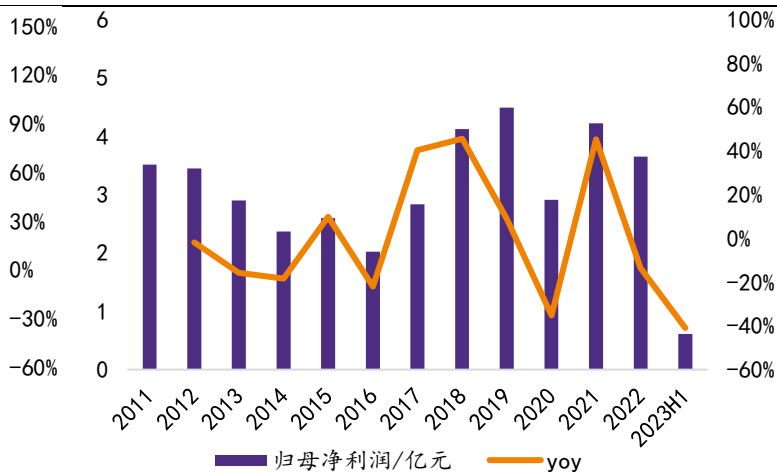
公司2022年实现营业收入18.79亿元，同比增长14.73%；实现归母净利润3.65亿元，同比减少13.54%。公司2023年H1实现营业收入8.17亿元，同比增长35.04%；实现归母净利润0.61亿元，同比减少40.97%。

图表 29：盛达资源营业收入及增速



资料来源：盛达资源公司财报，华鑫证券研究

图表 30：盛达资源归母净利润及增速

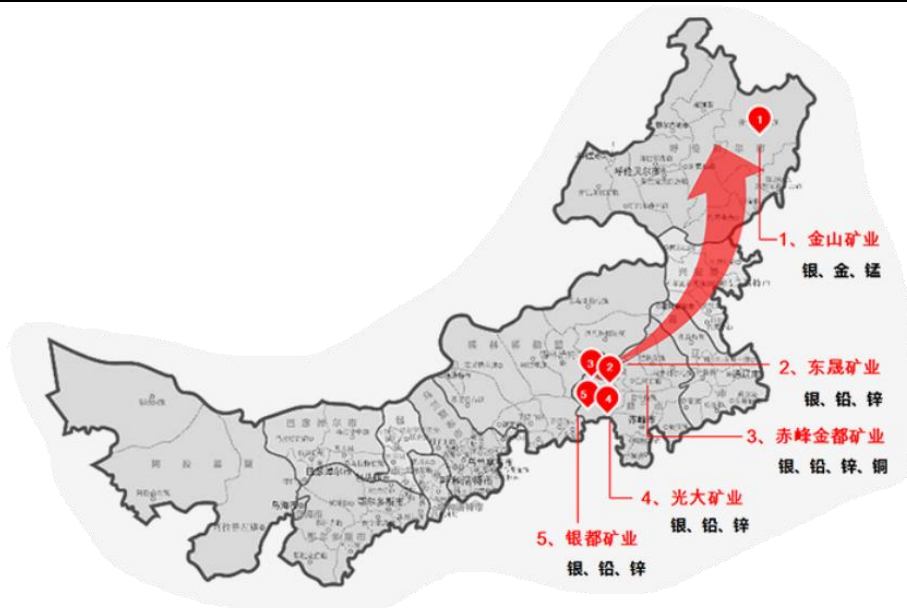


资料来源：盛达资源公司财报，华鑫证券研究

盛达资源作为国内银业龙头企业，目前白银储备量近万吨，年采选能力198万吨，金属采选毛利率长年位居深交所上市公司前列。目前有7家子公司，其中，子公司金山矿业亦为国内单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山之一。公司主要产品为含银铅精粉和锌精粉，公司产品的下游客户主要为冶炼企业和有色金属贸易公司。

内蒙古自治区中东部是我国北方重要的银、铜、铅锌多金属成矿区，独特的地质背景造就其丰富的矿产资源，是国内外瞩目的寻找大型、特大型乃至世界级有色金属矿床重点地区。银都、光大、金都、东晟都归属于“大兴安岭西坡银、铅、锌成矿亚带”。该区域矿山集中，矿区金属品位高，未来深耕挖掘，增储潜力巨大。

图表 31：盛达资源公司成矿布局



资料来源：盛达资源公司官网，华鑫证券研究

公司下属矿业子公司包括银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业和德运矿业。银都矿业、光大矿业和金都矿业为银铅锌矿矿山，金山矿业为银矿矿山，以上矿山均为在产矿山。

银都矿业位于内蒙古自治区巴彦高勒苏木拜仁达坝，是中国北方规模最大的有色金属矿床，矿产资源丰富，主要有价元素为银、铅、锌等。银都矿业拥有的拜仁达坝银多金属矿，资源品位高、储量丰富、服务年限长，毛利率常年在 80% 左右，是国内上市公司中毛利率最高的矿山之一。目前银都矿业采选规模每年约为 50-60 万吨，北部 1.43 平方公里探转采完成并投产后，亦能补充银都矿业采选能力，银都矿业的采选规模最终预估可恢复至 90 万吨/年。

内蒙古光大矿业位于克什克腾旗，主要致力于有色金属矿产的勘查与开发，现有采矿权、探矿权矿山各一处，年采选达 30 万吨。公司人才和技术优势突出，拥有一支专业技术过硬的人才队伍，在行业具有较高地位。

赤峰金都矿产资源丰富，年采选达 30 万吨。公司将以技术创新为依托，以创建绿色矿山为目标，力争打造成为“环境优美、节能环保、综合治理、企地和谐，管理信息化”的新型矿山企业，为地方经济的发展贡献力量。

金山矿业是集采矿、选矿、精炼为一体的有色金属矿山企业，目前主要从事银矿的勘查和采选业务。金山矿业具有丰富的银资源储量，根据 2000 年 4 月国土资源部颁布的“国土资发〔2000〕133 号”《矿区矿产资源储量规模划分标准》，银的金属储量达到或超过 1000 吨为大型矿山标准，金山矿业额仁陶勒盖矿区属于大型银金属矿山，亦为国内单体银矿储量最大、生产规模最大的独立大型银矿山之一，银资源开发利用前景广阔。金山矿业额仁陶勒盖矿区 III-IX 矿段银矿采矿许可证变更后，证载生产规模仍为 48 万吨/年。

东晟矿业地处蒙东地区成矿带，拥有一项采矿权和三项探矿权。其中巴彦乌拉矿区累计探明银金属量超过 556 吨，后期有望资源储量取得较大突破。开发条件成熟，建设周期短，运输距离近，作为银都矿业的分采区，将极大提升供矿能力。东晟矿业已取得的《采

《矿许可证》生产规模为 25 万吨/年，此前正在开展矿山建设前的准备工作，如进展顺利，预计 2024 年下半年投产。该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。德运矿业勘查面积为 35.62km²，正在办理探转采的相关手续。金山矿业 3.5 万吨一水硫酸锰项目完成了对银、锰、金的有效提取和利用。

公司通过控股子公司金业环保切入城市矿山业务，从事含镍、铜、铬等金属的固危废资源化利用业务，其“固体废物无害化资源化综合利用项目”一期火法处置装置已基本建成，形成 20 万吨/年危废处置能力。生产冰镍、冰铜、粗铜、铬铁合金等金属材料，并利用危废处置过程产生的废渣生产岩棉等新型材料。

2022 年公司勘探活动投入的资金为 1292.38 万元，其中资本化金额为 638.09 万元，费用化金额为 654.29 万元。截至 2022 年末，公司下属各矿山资源储量情况如下。

图表 32：盛达资源公司资源量情况

公司名称	矿产类型	矿石量	矿种	金属量	平均品位
银都矿业	主矿	487.6 万吨	银	1228.7 吨	253.39 克/吨
			铅	11.87 万吨	3.29%
			锌	22.32 万吨	5.64%
	伴生矿	174.2 万吨	银	11.9 吨	68 克/吨
			铅	0.98 万吨	0.70%
			锌	1.14 万吨	1.06%
东晟矿业	主矿	267 万吨	银	556.32 吨	284.9 克/吨
			铅	1.31 万吨	1.32%
			锌	4.6 万吨	2.05%
金山矿业	主矿	1103.26 万吨	银	2301.72 吨	208.36 克/吨
			金	6.97 吨	0.1 克/吨
			锰	26.19 万吨	1.50%
光大矿业	主矿	444.52 万吨	铅	7.3 万吨	1.64%
			锌	15.37 万吨	3.46%
	共生银矿	227.64 万吨	银	373.56 吨	164.1 克/吨
	伴生银矿	216.87 万吨	银	70.46 吨	32.49 克/吨
金都矿业	主矿	604.22 万吨	银	663.97 吨	265.12 克/吨
			铅	10.1 万吨	1.67%
			锌	10.56 万吨	1.75%
	伴生矿	-	铜	5189.14 吨	0.09%
			银	37.8 吨	10.68 克/吨
德运矿业	主矿	1810.8 万吨	银	612 吨	140.45 克/吨
			铅	1.66 万吨	1.58%
			锌	36.12 万吨	2.60%
	伴生矿	1806.3 万吨	银	383.72 吨	29.01 克/吨
			铅	2.52 万吨	0.42%
			锌	2 万吨	0.91%

资料来源：盛达资源公司公告，华鑫证券研究

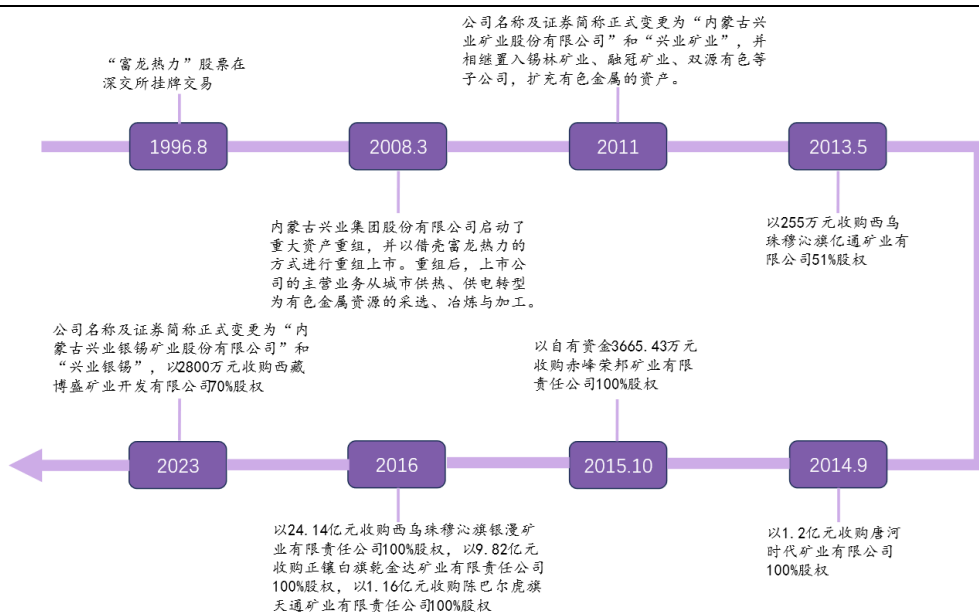
根据储量和生产能力计算，下属矿山持续服务年限都在 10 年以上，其中金山矿业的额仁陶勒盖银矿服务年限在 20 年以上，能够保障公司长期稳定经营和可持续发展。公司重视矿山绿色生态建设，4 座在产矿山已全面实现披绿，为国家级或自治区级绿色矿山，公司目前正在建的矿山也都在按照绿色矿山的标准进行建设，进一步加强公司业务的可持续发展。

3.2、 兴业银锡：聚焦银锡主业，多金属产业并举

公司主营业务为有色金属及贵金属采选与冶炼，拥有二十多年的行业经验和得天独厚的地域条件，储备了雄厚的矿产资源，生产能力及采选技术科技含量在同规模矿山企业中均处于领先地位。

公司已经形成了有色金属资源勘查、储备、开发、冶炼以及有色金属贸易等一系列较为完整的产业链条。公司下属 14 家子公司，可分为五大板块，分别为采掘板块、冶炼板块、投资板块、贸易板块、研发板块。公司拥有的矿产品种多为多金属矿，主要产品为银、锡、铅、锌、铁、铜、锑等有色金属、贵金属及黑色金属，目前主要以精粉或混合精粉等产品销售为主。

图 33：兴业银锡公司发展历程



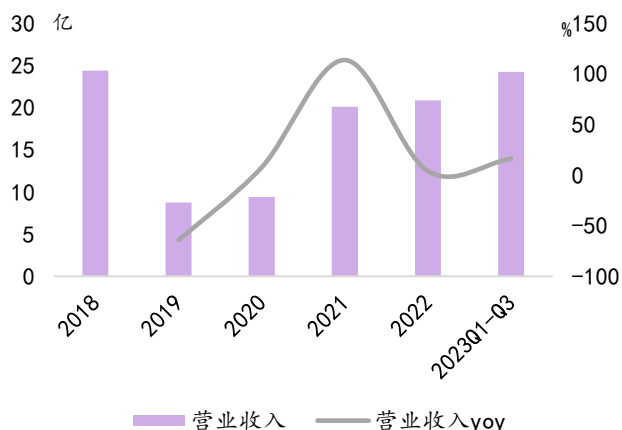
资料来源：兴业银锡公司年报，华鑫证券研究

2022 年公司生产 41408.20 吨锌精粉，351794.94 吨铁精粉，4667.05 吨铅精粉，27066.22kg 含铅银精粉，85519.35kg 含铜银精粉，2757.74 吨锡精粉，284.45 吨低品位锡精粉。

2019 年银漫矿业、融冠矿业、锡林矿业等子公司停工停产停建，2020 年后矿山复产带动业绩重回增长。2019 年，公司旗下子公司银漫矿业因事故停产，融冠矿业和锡林矿业响应政府非煤矿山停产检查要求，分阶段停产，导致公司收入出现大幅下滑。2020 年下半年，伴随银漫矿业复产、乾金达矿业投产，公司营业收入逐渐恢复、提升，业绩有所改善。2019 年至 2023 年，公司营收稳步增长，净利润因锡价波动持续震荡。2022 年实现总营收 20.86 亿元，同比增长 3.84%，实现归母净利润 1.74 亿元，同比下降 29.44%。

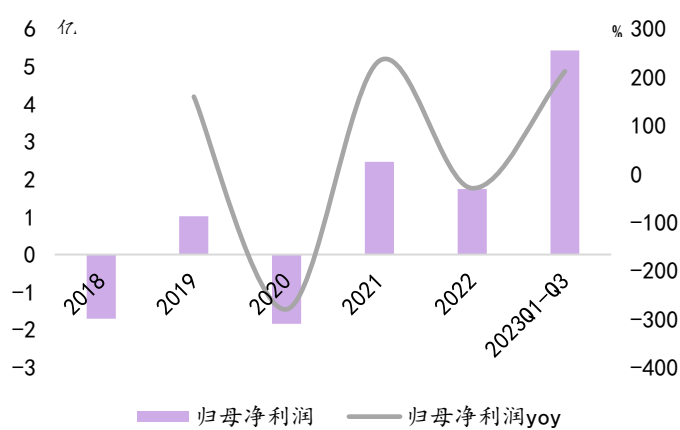
2023 年技改成果优异，业绩大幅增长。2023 年 6 月 9 日银漫矿业选矿厂进行停产技改，选矿工艺在原有的基础上改造锡石浮选，于 7 月 10 日完成并投入使用，经营业绩大幅增长。2023 年前三季度公司实现总营收 24.25 亿元，接近恢复疫情前 2018 年营收状况，并持续上升。2023 年前三季度公司归母净利润为 5.43 亿元，创过去 5 年净利润新高，同比增长 136.20%。

图表 34：兴业银锡营业收入及增速



资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

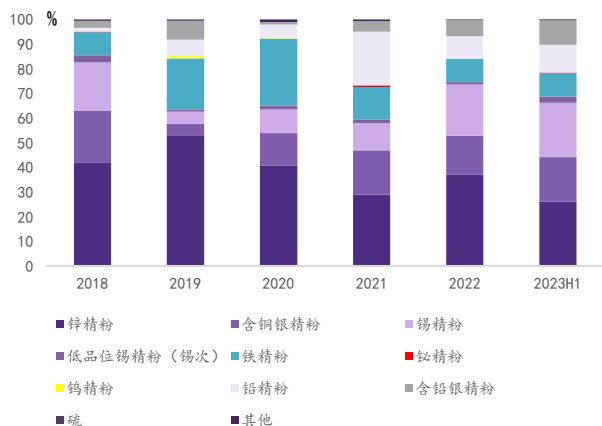
图表 35：兴业银锡归母净利润及增速



资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

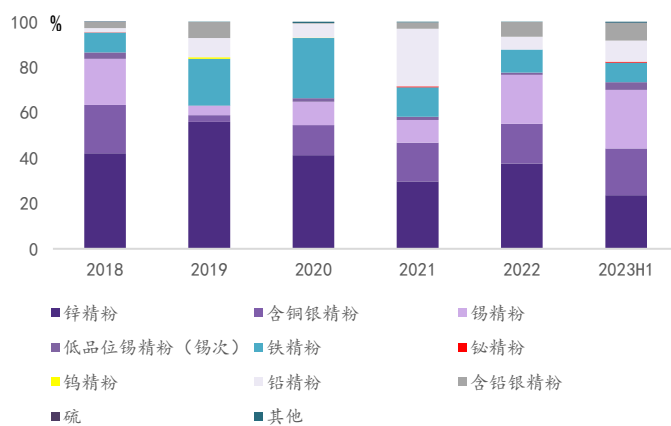
锌锡银贡献主要业绩，锡银占比逐步上升。2018-2022 年，营业收入和毛利中锌精粉均占比第一，锡银业务产出的精粉和混合精粉产品占比逐步上升。2023 年上半年公司营收中锌精粉占比 26.15%，锡精粉占比 22.05%，含铜银精粉占比 18.01%，含铅银精粉占比 9.96%，锡银产品占比较 2021 年均有所上升。2023 年上半年公司毛利中锌精粉占比 23.66%，锡精粉占比 25.73%，含铜银精粉占比 20.62%，含铅银精粉占比 7.90%，锌精粉占比大幅下降，锡银产品占比稳步上升。

图表 36：兴业银锡各产品营收中占比



资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

图表 37：兴业银锡各产品毛利中占比



资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

公司所拥有的矿产资源丰富，储量规模较大，品位较高，具有较强的资源优势。2022 年共计拥有资源储量矿石 20020.68 万吨，锌 191.17 万吨，铁 613.69 万吨，银 9988.02 吨，锡 19.56 万吨，铜 40819.87 吨，钨 1071.66 吨，铅 56.75 万吨，铋 18.84 万吨，镉 9390.17 吨，金 166.07 吨，镍 32.84 万吨。

目前，公司旗下拥有 9 家矿业子公司，其中融冠矿业为所在地的龙头企业，保有矿石储量 1173.1 万吨，锌金属量 52.39 万吨，品位 5.42%，铁金属量 314.80 万吨，品位 29.86%；银漫矿业以铅锌银矿和铜锡银锌矿蕴藏为主，含银量较高、矿产品位较高，剩余

服务年限较长，为国内最大的白银生产矿山之一，保有矿石量共 5868.86 万吨，品位 181.75 克/吨的白银金属量为 2339.19 吨，品位 195.37 克/吨的白银金属量为 6259.66 吨，锡金属量 19.56 万吨，品位 0.74%，均具有较强的盈利能力。

图表 38：2022 年兴业银锡公司各类金属保有资源量

	矿石/万吨	品位	锌/ 万吨	铁/ 万吨	银/吨	铜/吨	铅/ 万吨	锡/ 万吨	镉/ 吨	锑/ 万吨	金/吨	镍/ 万吨	
锡林矿业	(122b+333)	品位	2.20%	28.73%									
	1019.47	金属量	22.44	298.89									
融冠矿业	(122b+333)	品位	5.42%	29.86%									
	1173.1	金属量	52.39	314.80	92.32	83.34							
银漫矿业	(111b+122b+333)	品位	3.51%		181.75g/t	16.84g/t	1.65%	0.52%	0.74%	0.016%	0.321%		
	5868.86	金属量	2.78%	48.90	2339.19	988.32	14.03	24949.36	19.56	9390.17	18.84		
乾金达矿业	(111b+122b+333)	品位	5.42%		373.14g/t		5.63%	0.68%					
	681.06	金属量	13.97		24.56g/t		14.52	5178.45					
荣邦矿业	(111b 或 121b+122b+332+333)	品位	1.65%		110.99g/t		1.17%	0.62%			0.19g/t		
	1060.71	金属量	13.98		43.56g/t		0.33%	0.22%					
锐能矿业	(122b+333)	品位	3.85%		28.50g/t		2.13%						
	462.58	金属量	17.83		131.83		9.89						
唐河时代	(331+332+333)	品位						0.12%				0.34%	
	9754.9	金属量						11.75				32.84	
合计:	20020.68		191.17	613.69	9988.03	1071.66	56.75	40819.87	19.56	9390.17	18.84	166.07	32.84

资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

2022 年公司主要产品锌精粉产量持续达 4 万吨以上，锡精粉，含铜银精粉，含铅银精粉产量大幅上升，主因子公司银漫矿业铅锌矿石、铜锡矿石选矿处理量同比增加。

图表 39：兴业银锡公司产品产量

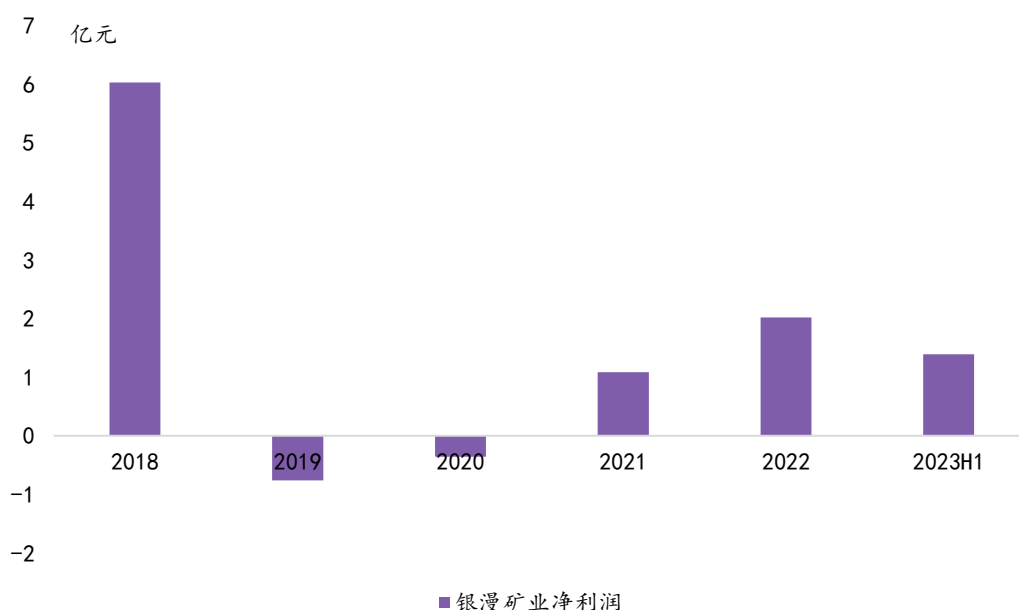
产品	单位	2020	2021	2022
锌精粉	吨	38867.26	40290.70	41408.20
含铜银精粉	吨	58.36	46.46	85.52

锡精粉	吨	1294.21	1160.75	2757.74
低品位锡精粉（锡次）	吨	439.04	311.22	284.45
铁精粉	吨	406585.29	322352.37	351794.94
钼精粉	吨	193.16	21.84	0.00
钨精粉	吨	4.61	0.00	0.00
铅精粉	吨	2225.72	11448.41	4667.05
含铅银精粉	吨	3.18	19.03	27.07

资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

银漫矿业停产后净利润急剧下滑，复产后稳步回升。公司旗下子公司银漫矿业因重大运输安全事故自 2019 年 2 月 24 日起进行停产停业整顿，2019 年净利润大幅下降。2020 年 6 月底，银漫矿业整改通过验收，下半年实现全面复工复产，净利润逐步回升。2023 年上半年银漫矿业净利润达 1.39 亿元，同比增长 27.57%。

图表 40：银漫矿业净利润



资料来源：兴业银锡公司年报，华鑫证券研究

技改完成后，选厂入选品位和锡的回收率显著提高，各金属产量均有明显提升。银漫矿业选厂自 2023 年 6 月 9 日起进行停产技改，于 2023 年 7 月 10 日正式恢复生产。从长期来看，本次停产技改能够提高银漫矿业选厂入选品位，降低选矿成本，提高锡的回收率。根据公司 2023 年 7 月 13 日投资者调研纪要显示，银漫矿业以往所采是低锡高硫难选矿石，自 2023 年起拟采的富锡低硫型原矿，主要品种锡的品位将由 0.6%-0.7% 提升至 1%-1.2%。技改后银漫矿业历史上单班次入选最高品位可达锡 2%、银 300g/t、铜 0.6%、铅 1.5%、锌 3.5%、锑 0.9%，锡的回收率已由原本的 50% 提高至 60%，未来将逐步提高至 70%，为公司创造更大的经济效益。预计 2023 年锌、锡、银单季度最高产量分别达到 3319 吨、3583 吨、42 吨。

图表 41：银漫矿业技改后产能情况

产品	单位	2021 年度各金属产量	2022 年度各金属产量	2023 年度分季度个金属预计产量（本次技改后）				
				一季度	二季度	三季度	四季度	小计
锌金属	吨	4911.59	6813.96	2306.83	2558.00	2482.00	3319.00	10665.83
银金属	吨	68.15	117.74	29.75	32.00	28.00	42.00	131.75

铅金属	吨	1068.15	1358.02	559.09	542.00	630.00	469.00	2200.09
铜金属	吨	945.78	1869.27	404.32	274.00	309.00	970.00	1957.32
镉金属	吨	248.11	859.68	341.36	426.00	503.00	352.00	1622.36
锡金属	吨	1160.75	2757.74	555.26	738.00	1276.00	3583.00	6152.26
锡次金属	吨	311.22	284.45	61.22	81.00	264.00	237.00	643.22

资料来源：兴业银锡公司公告，华鑫证券研究

一期项目满产运营，二期项目推进顺利，投产后可大幅扩大生产规模。根据公司 2023 年 6 月 9 日和 7 月 13 日投资者调研纪要显示，银漫矿业一期生产规模为 165 万吨/年，已实现满产运营，年生产能力处理铅锌矿石 25 万吨，铜锡矿石 140 万吨。银漫二期投产后，与一期合并可实现 297 万吨/年生产规模。银漫矿业二期可行性研究已经通过专家评审，原计划手续获批后将在 2024 年开工建设，目前正在办理自治区立项手续。

4、风险提示

1) 美联储超预期加息；2) 美国 PMI 反弹不及预期导致金银比回落不及预期；3) 白银需求低于预期；4) 价格波动风险；5) 建议关注公司的业绩不及预期等。

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。