

金属与材料

白银的时代，时代的白银

白银供需偏紧的局面对银价形成支撑，制造业活动的增加可能会支持金银比修复行情。金银比（gold silver ratio）是通过黄金和白银价格的比较得出的数值，用于分析金银价格的技术分析。近年来，白银市场呈现出供需偏紧的态势，主要由于供应端受限和需求端工业应用的扩展。金银比的修复行情通常在经济复苏或货币总量扩张时出现。2024 年全球经济继续从新冠疫情中恢复，特别是制造业和工业生产活动的增加，对白银的工业需求产生积极影响，我们认为这可能支持金银比的修复行情。

市场情绪指数的下行通常对应着金银比的下行。VIX 指数标准普尔 500 指数波动率（VIX）与金银比价的相关性不高，但 VIX 快速上行往往对应着金银比价走高，而 VIX 快速下行或者位于低位则往往对应着金银比价的回落。换言之，当市场风险偏好恶化出现避险需求之际，黄金因为其天然优势受到市场追捧，而拥有风险资产属性的白银则表现相对劣势。

宽松的货币政策下可能会支持金银比的修复行情。金银比由银的产业供需决定长期中枢，全球制造业需求周期决定波动周期，经济复苏与货币总量扩张构成下行驱动。在低利率环境下，持有无息资产的机会成本降低，这通常会增加黄金的吸引力。2024 美联储主席表示今年的某个节点开始放松货币政策是可行的，我们认为维持宽松的货币政策可能会支持金银比的修复行情。

当前金银比达到 90 左右的历史高点，白银的价格或被严重低估。历史上，金银比超 90 的情况仅出现了几次，通常与特定的地缘政治情况或经济环境有关。例如，1991-1992 年间地缘政治紧张和去年 9 月的降息潮都影响了金银比。从历史角度来看，金银比的平均水平在 40:1-50:1 之间。随着经济活动的逐步恢复和市场情绪的变化，金银比有望得到调整，预示着未来白银价格的潜在上涨空间。建议关注：盛达资源、兴业银锡、银泰黄金

风险提示：美联储降息的不确定性风险，美国通胀持续性超预期风险，黄金矿山项目投产不及时风险，白银价格承压风险。

证券研究报告

2024 年 04 月 23 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘奕町

分析师

SAC 执业证书编号：S1110523050001

liuyiting@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金属与材料-行业研究周报:宏观与供应扰动共振，沪铜突破八万元》 2024-04-21
- 《金属与材料-行业研究周报:金价对利空钝化，涨势延续》 2024-04-15
- 《金属与材料-行业研究周报:美国就业数据强劲，不改黄金多头趋势》 2024-04-07

内容目录

1. 金银比复盘.....	4
1.1. 金银比基本介绍.....	4
1.2. 白银和黄金锚点的不同.....	4
1.3. 历史金银比变化情况.....	5
1.4. 历史上金银比修复行情.....	5
1.5. M2 货币量及美国财政赤字对金银比的影响.....	8
1.6. 市场情绪和金银比.....	9
1.7. 影响金银比变动的主要因素.....	9
2. 相关标的.....	10
2.1. 盛达资源.....	10
2.2. 兴业银锡.....	12
2.3. 银泰黄金.....	13
3. 当前金银比所处的阶段以及后市展望.....	15
4. 风险提示:.....	16

图表目录

图 1: 白银供应端情况.....	4
图 2: 白银需求端情况.....	4
图 3: 黄金现货价格, 白银现货价格以及金银比走势.....	5
图 4: 1993-1998 金银比和黄金走势.....	6
图 5: 1993-1998 金银比和白银走势.....	6
图 6: 2003.6-2006.9 金银比和黄金走势.....	6
图 7: 2003.6-2006.9 金银比和银价走势.....	6
图 8: 2008.10-2011.4 金银比和黄金走势.....	6
图 9: 2008.10-2011.4 金银比和白银走势.....	6
图 10: 2016.3-2016.7 金银比和黄金走势.....	7
图 11: 2016.3-2016.7 金银比和白银走势.....	7
图 12: 2020.3-2021.2 金银比和黄金走势.....	7
图 13: 2020.3-2021.2 金银比和白银走势.....	7
图 14: 美国 M2 货币量和现货黄金价格走势.....	8
图 15: 美国 M2 货币量和现货白银价格走势.....	8
图 16: 美国财政赤字率和现货白银价格走势.....	8
图 17: 美国财政赤字率和现货黄金价格走势.....	8
图 18: VIX 指数和金银比.....	9
图 19: 盛达资源营收及 yoy.....	10
图 20: 盛达资源归母净利润及 yoy.....	10
图 21: 盛达资源 2022 年分产品毛利贡献.....	11

图 22: 公司主要产品毛利率情况	11
图 23: 兴业银锡营收及 yoy	12
图 24: 兴业银锡归母净利润及 yoy	12
图 25: 2022 兴业银锡营收分产品情况	12
图 26: 2022 兴业银锡毛利分产品情况	12
图 27: 银泰黄金营收及同比增速	13
图 28: 银泰黄金归母净利润及同比增速	13
表 1: 白银近年来供需偏紧	4
表 2: 往年金银比修复行情	5
表 3: 2022 年末盛达资源资源量情况	10
表 4: 盛达资源 2021, 2022 产销量情况	11
表 5: 银泰黄金白银资源量	13
表 6: 银泰黄金分公司产量	14

1. 金银比复盘

1.1. 金银比基本介绍

金银比 (gold silver ratio, gold to silver ratio) 是通过一盎司黄金价格除以一盎司白银价格而得出的数值, 常利用于金银价格的技术分析。

1.2. 白银和黄金锚点的不同

黄金和白银近十年的价格走势趋同, 黄金和白银价格上涨的幅度与发生的时间段又存在不同, 这些异同点是由黄金和白银的各自属性决定的。**黄金金融属性强于商品属性, 白银的需求状况更能体现经济发展的趋势。**工业领域占据了白银总消耗量的大约 50%。相较之下, 2011 年以来黄金在工业领域的应用则不足 10%。这些方面的变化, 使得历史上金银的长期替代关系也发生了变化。

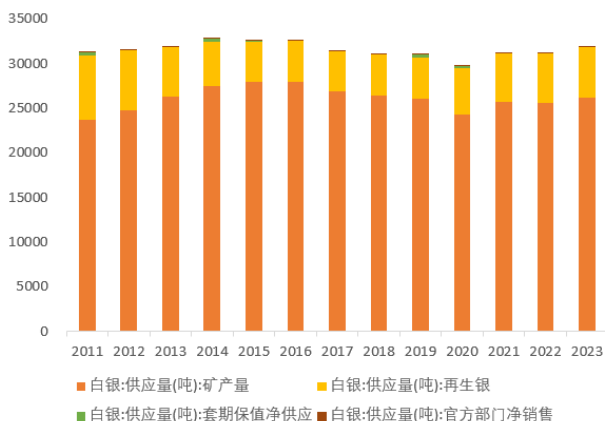
表 1: 白银近年来供需偏紧

	白银:供需平衡(吨)	白银:需求量(吨):总计	白银:供应量(吨):总计
2011	1111.00	32516.00	31405.00
2012	947.00	30639.00	31586.00
2013	-977.00	32930.00	31954.00
2014	1315.00	31473.00	32789.00
2015	-150.00	32713.00	32563.00
2016	2076.00	30472.00	32548.00
2017	1601.00	29865.00	31466.00
2018	446.00	30658.00	31104.00
2019	295.00	30794.00	31089.00
2020	1741.00	28053.00	29794.00
2021	-1591.00	32833.00	31242.00
2022	-7393.00	38643.00	31250.00
2023	-4419.00	36298.00	31879.00

资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

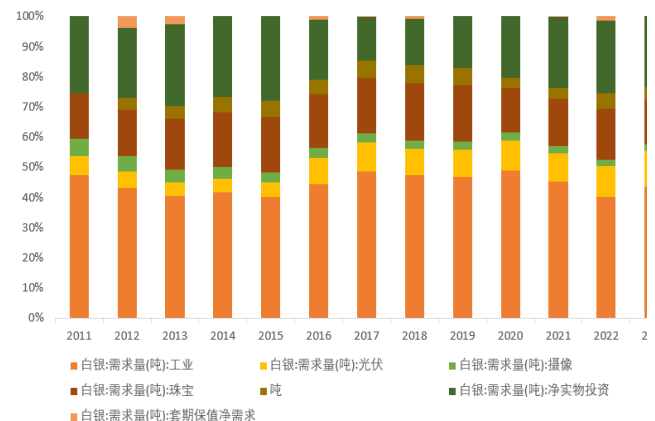
近年来, 白银市场呈现出供需偏紧的态势。主要原因是供应端受限, 包括矿产银产量增长放缓和再生银供应的减少, 矿产银占供给端绝大多数的供应量。而需求端, 工业应用占到了总需求的 50%左右, 需求的主要变化来源于工业应用的扩展和投资需求的增加。这些因素共同主导了白银价格的波动。

图 1: 白银供应端情况



资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

图 2: 白银需求端情况

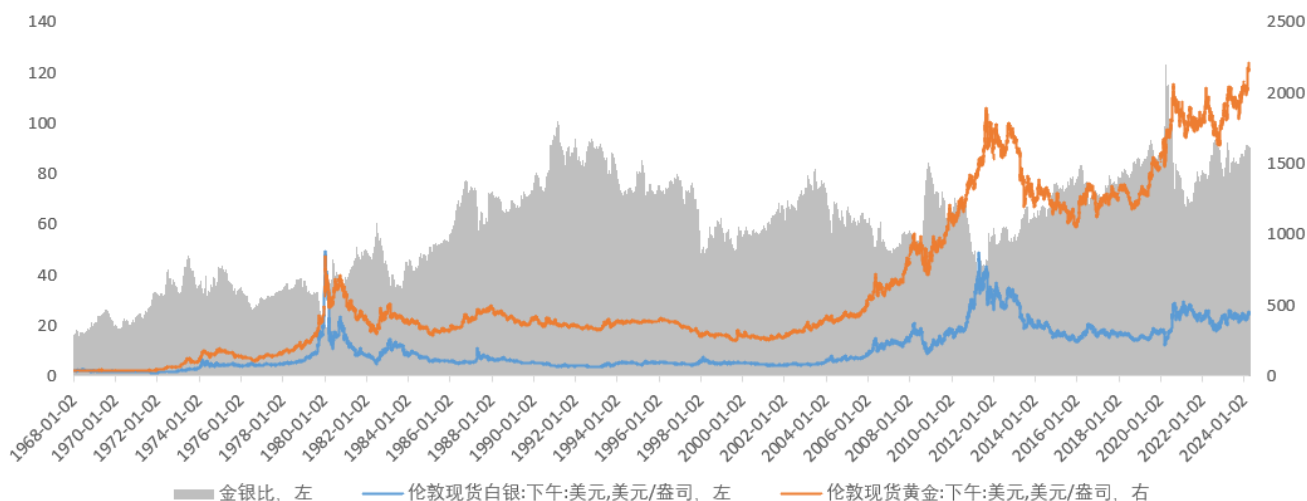


资料来源: 同花顺资讯, 天风证券研究所

1.3. 历史金银比变化情况

近代，美国为了稳定货币，首次以法律的形式将黄金与白银的比价定为 16:1，当时地质学家认为白银的储量大约是黄金储量的 15-16 倍左右，金银比价固定为 16，这样被认为有利于稳定货币，并且促进贸易，但是随着非洲金矿的发现，实行金银复本位的美国货币市场发生了混乱。

图 3：黄金现货价格，白银现货价格以及金银比走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

在最近的 60 年里，金银比价最低到过 14，最大值超过 100，其波动十分剧烈。这一比率在 20 世纪 80 年代早期飙升（由于美联储迅速提高利率，以及俄罗斯入侵阿富汗和伊朗人质危机），并分别在 20 世纪 90 年代初（直到第一次海湾战争结束时）和 2008 年全球金融危机初期都达到了顶峰。在 Covid-19 大流行期间，这一比率曾经攀升至接近 125 的历史高点，意味着购买一盎司黄金需要花费近 125 盎司白银。

1.4. 历史上金银比修复行情

我们通过观察近年来的金银比走势，发现从 1990 年开始至 2020 年共有五次金银比修复行情，我们认为目前可能存在潜在的第六次金银比修复行情。

表 2：往年金银比修复行情

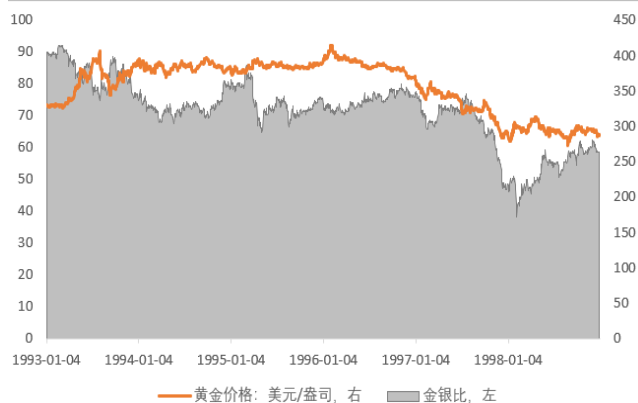
起始日期	结束日期	修复天数	金银比起始值	金银比终值	变化率	金价涨幅	白银涨幅
1993.3.5	1998.2.17	2180	91.93	41.48	54.9%	-9.23%	101.14%
2003.6.5	2006.5.31	1090	81.86	49.73	39.2%	102.80%	160.00%
2008.12.2	2011.4.28	933	82.89	31.53	62.0%	96.86%	417.53%
2016.3.3	2016.7.14	133	83.52	65.36	21.7%	5.87%	35.27%
2020.3.19	2021.2.25	343	122.8	63.73	48.1%	20.72%	132.61%

资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

1993 年至 1998 年期间，金银比下跌主要受到美国经济高速发展、美联储加息政策、白银工业需求增长以及全球经济复苏等因素的影响，导致黄金作为避险资产的吸引力相对减弱，而白银因其工业用途受益于经济增长，需求增加，价格相对上涨，从而推动了金银比的下降。这一时期的金银比走势体现了市场对经济增长和风险资产的乐观情绪，黄金的避险功

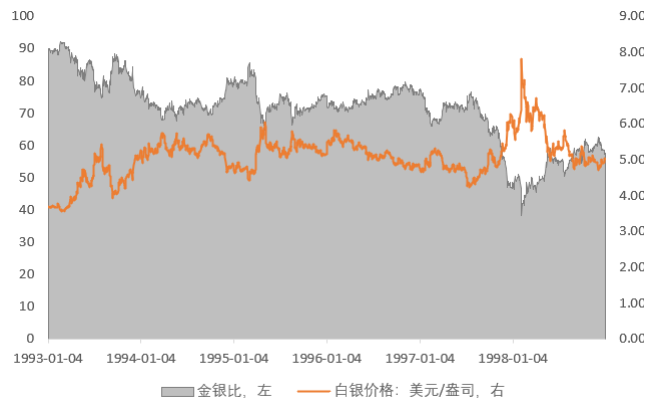
能在这一阶段体现的不明显。金银比一路下降，到1998年降至50:1左右。当时金价下跌10%左右，白银价格上涨100%左右。

图 4：1993-1998 金银比和黄金走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

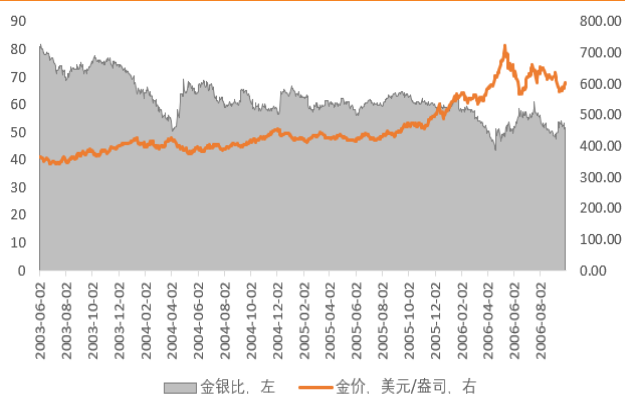
图 5：1993-1998 金银比和白银走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

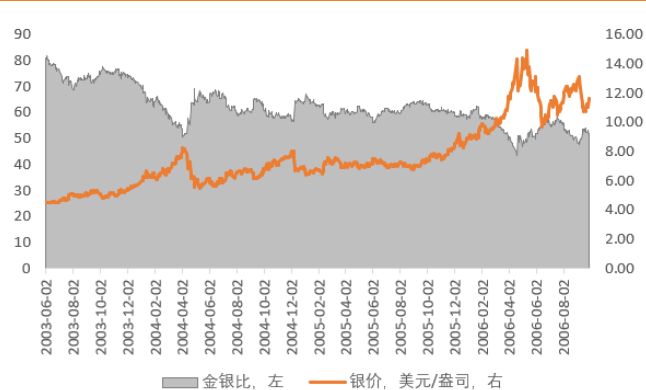
2003年6月至2006年9月的时间段内，金银比出现了显著的下落，从81的高点降至49左右的低点，跌幅达到39%。进入2000年后，为应对美国互联网泡沫破灭引发的经济衰退，美国和欧元区纷纷降息，较低的利率和经济过热促使房价快速上涨，引发美元流动性过剩并使美国通货膨胀率上升；此外，2001年，中国加入WTO之后开始刺激全球经济持续增长。在多方因素的推动下，贵金属牛市随即展开，黄金与白银价格开启上涨，白银因为受到全球工业需求旺盛以及市场容量小且弹性大的支撑，涨幅高于黄金。

图 6：2003.6-2006.9 金银比和黄金走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 7：2003.6-2006.9 金银比和银价走势

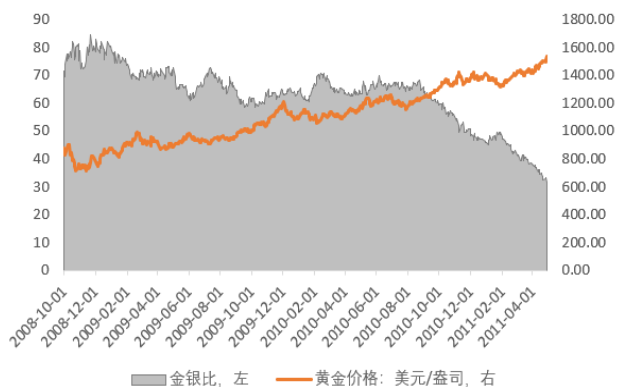


资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

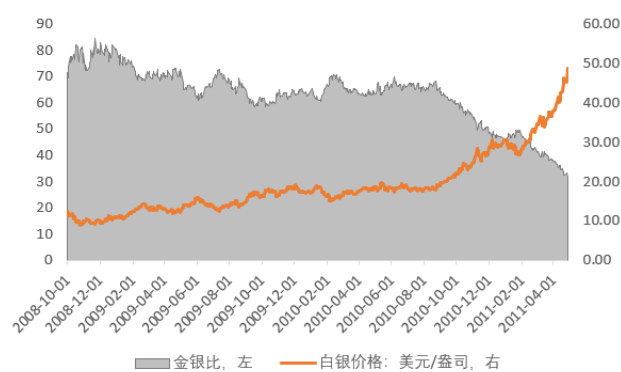
2008年12月2日，金银比达到极值点82.89，当时正值全球金融危机时期。这一次的金银比修复行情主要受到全球金融危机后美联储实施的量化宽松政策影响，导致市场通胀预期上升和对贵金属的需求增加。同时，经济逐渐复苏和工业需求的增加，尤其是对白银的需求，进一步支撑了白银价格。2008年12月至2011年4月，黄金价格涨幅96.86%；白银价格累计涨幅417.53%。金银比也降至最低32:1左右。

图 8：2008.10-2011.4 金银比和黄金走势

图 9：2008.10-2011.4 金银比和白银走势



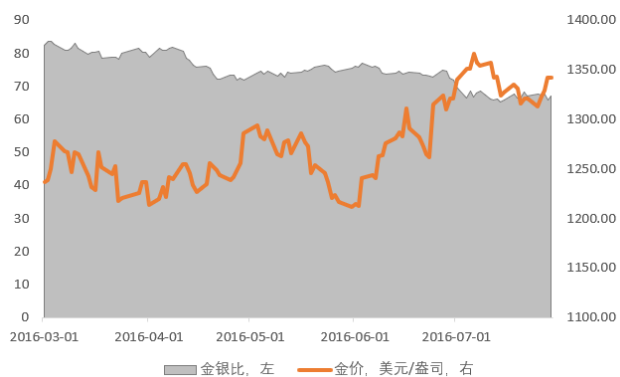
资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

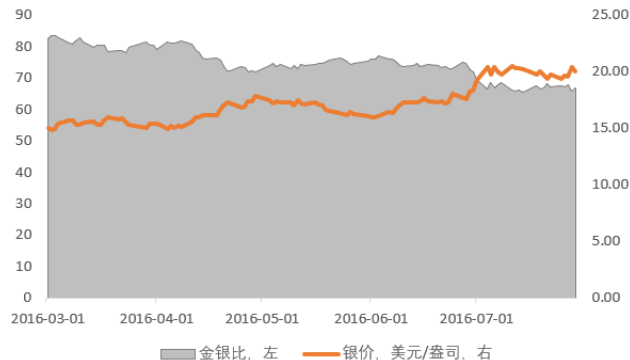
在 2016 年 3 月至 7 月期间，金银比从大约 80 的均值水平下跌，受益于中国降准降息不断释放流动性、全国两会聚焦供给侧改革以及房地产市场不断升温的影响，有色金属工业需求旺盛，价格持续反弹，再度带动银价上涨，银价在三个月的涨幅达 35.27%，黄金却仅仅上涨 5.87%，金银比值随之回落。

图 10：2016.3-2016.7 金银比和黄金走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

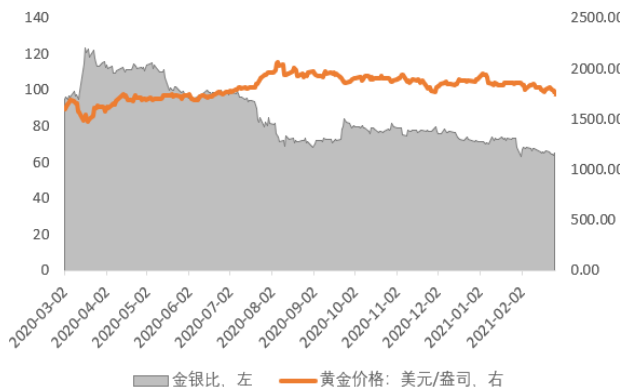
图 11：2016.3-2016.7 金银比和白银走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

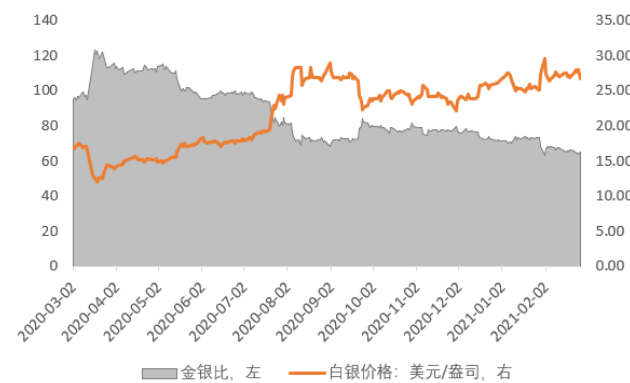
2020 年 3 月，新冠疫情导致全球经济陷入严重衰退，市场经历了剧烈波动。在疫情初期，由于不确定性和风险厌恶情绪的上升，金银比率急剧攀升，反映出市场对避险资产的偏好。后续随着全球 GDP 增长率的逐步复苏和依旧高悬的通胀，金银比率开始下降，在 2021 年 2 月跌至 63 左右，白银在此期间涨幅达到 132.61%。

图 12：2020.3-2021.2 金银比和黄金走势



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

图 13：2020.3-2021.2 金银比和白银走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

近年来有五次金银比达到 90 以上的区间。

1991 年-1993 年，此时正值第一次海湾战争期间，极端的地缘政治情况对金银比价产生严重的影响。2019 年 6 月-2019 年 7 月，此时金融危机后美联储首次进行降息，中美贸易摩擦升级以及英国“脱欧”进程的不确定性上升导致金价上涨。2022 年 9 月，在美联储加息周期中，经济的复苏通常伴随着实际利率的上升。这种利率上升对金银价格产生负面影响，导致它们下跌。在这种市场环境下，白银的价格跌幅往往超过黄金。这种价格变动导致金银比率上升。2023 年 3 月，市场有进一步加息预期，银价短期内有下行动能。2024 年，实际利率可能开展下行周期，叠加巴以冲突等地缘性政治因素主导金价上涨。

经济放缓且美联储开始放宽货币政策时，黄金表现优于白银，金银比上升；而在宽松货币政策推出后的经济复苏期，白银表现优于黄金，金银比下降。

1.5. M2 货币量及美国财政赤字对金银比的影响

图 14：美国 M2 货币量和现货黄金价格走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

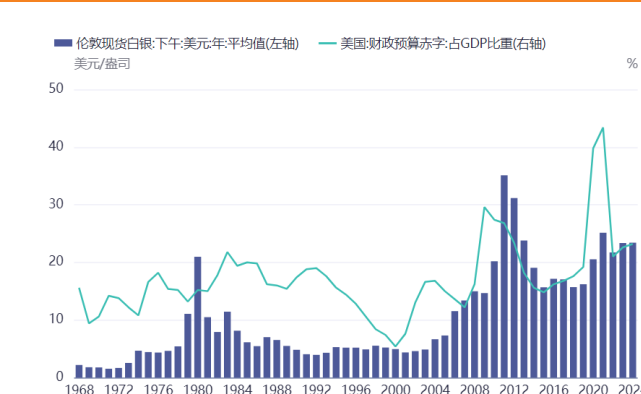
图 15：美国 M2 货币量和现货白银价格走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

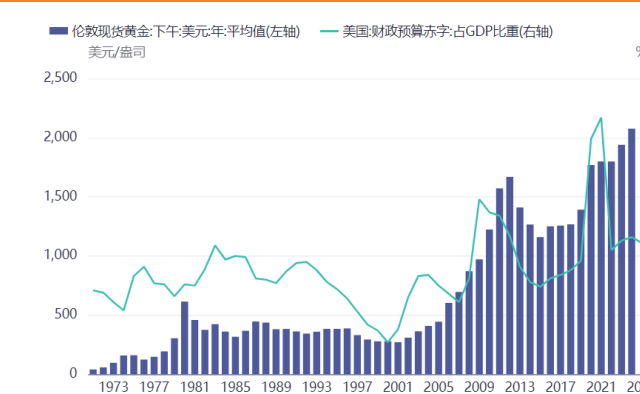
美国 M2 供应量的增加与黄金价格的上涨有很强的正相关性。M2 增长与金银比价呈现负相关性，即 M2 上升通常导致金银比价降低。这一趋势背后的逻辑在于，尽管白银和黄金都对货币政策敏感，但白银的市场规模远小于黄金，容易受到投机活动以及市场情绪的影响。

图 16：美国财政赤字率和现货白银价格走势



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 17：美国财政赤字率和现货黄金价格走势



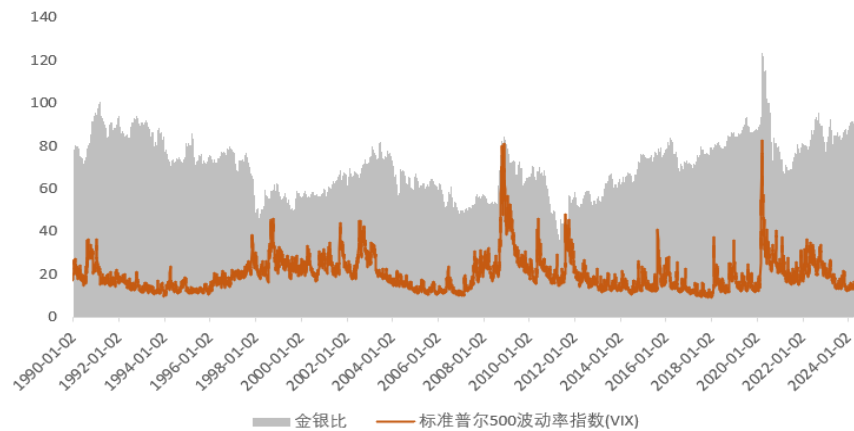
资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

赤字率和金银价格正相关。逻辑是财政赤字率和美指负相关，财政赤字走高则美国经济较差，美元指数走低，金银价格上涨。体现的是贵金属的避险属性，黄金价格和财政赤字率相关系数为 0.65 左右，白银的相关系数在 0.61，说明其和财政赤字有较强烈的正相关性。

在货币政策变动时，白银价格的波动性更大，从而影响金银比价。

1.6. 市场情绪和金银比

图 18：VIX 指数和金银比



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

标准普尔 500 指数波动率（VIX）与金银比价的相关性同样不高，但能看出 VIX 快速上行往往对应着金银比价走高，而 VIX 快速下行或者位于低位则往往对应着金银比价的回落。VIX 指数走低时，表明市场避险需求较低，市场风险偏好的提升会导致投资者倾向于购买股票类等高收益资产，而对于黄金等避险资产的需求会下降。经济衰退或经济危机时代，波动率指数容易出现剧烈波动并且更易出现极值，特别是在避险需求主导的行情中，市场恐慌情绪会带动波动率上升，黄金价格也倾向于上涨，而波动率的上升也会推升黄金期权价格。例如 2008 年金融危机期间，黄金价格和波动率指数均创出历史新高。

1.7. 影响金银比变动的主要因素

经济周期与金银比。金银比的变化与全球经济周期密切相关。在经济扩张期，工业需求增加，会推动白银价格上升，从而降低金银比。相反，在经济衰退期，由于工业需求减少，白银价格可能下跌，金银比则上升。

货币政策与金银比。利率水平的变化对金银比有显著影响。在低利率环境下，持有无息资产的机会成本降低，这通常会增加黄金的吸引力，因为黄金通常被视为对抗通胀和货币贬值的避险资产。然而，如果货币政策预期发生变化，比如加息预期增强，可能会对黄金价格构成压力，而白银由于其工业属性，可能不会受到同样程度的影响，这可能导致金银比下降。

供需状况与金银比。供需基本面也是影响金银比的关键因素。白银的供应受到矿产开发、回收利用等因素的影响，而需求则受到工业应用和投资需求的驱动。当供应紧张或需求增加时，白银价格可能上升，金银比下降。

市场情绪与金银比。市场情绪和投资者预期也会影响金银比。在市场不确定性增加时，投资者可能会寻求避险资产，黄金通常是首选，这可能会推高金银比。然而，如果市场预期经济将快速复苏，投资者可能会转向增长型资产，如白银，这可能会导致金银比下降。

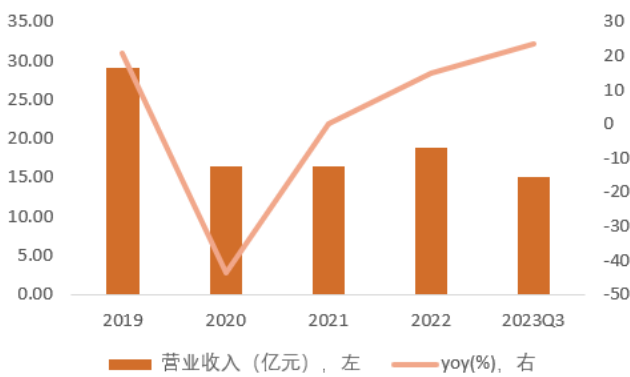
2. 相关标的

2.1. 盛达资源

盛达金属资源股份有限公司主营业务为有色金属矿的采选和销售。公司主要产品为银锭（国标 1#、2#）、黄金以及含银铅精粉（银单独计价）、含银锌精粉。公司下属矿业子公司增至 6 家。公司主力矿山银都矿业拥有的拜仁达坝银多金属矿是国内上市公司中毛利率最高的矿山之一。公司在地质、采选等方面居行业较高地位，采选技术科技含量在同规模矿山企业中处于领先地位。

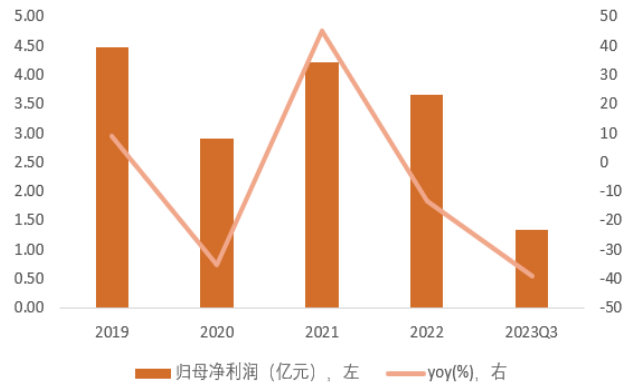
2022 年，公司实现营业收入 18.79 亿元，同比上升 14.73%；归属于上市公司股东的净利润为 3.65 亿元，同比下降 13.54%。公司净利润较上年同期下滑，主要原因包括：白银现货均价较上年同期有一定幅度下跌、矿山计提弃置费用致使本期折旧摊销增加。

图 19：盛达资源营收及 yoy



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 20：盛达资源归母净利润及 yoy



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

公司目前拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业、东晟矿业、德运矿业 6 家矿业子公司，公司所拥有的矿产资源地质储量规模大且品位高，特别是白银资源储量（金属量）接近万吨，资源优势明显。

表 3：2022 年末盛达资源资源量情况

公司名称	矿石量	主要金属	金属量	平均品位
银都矿业	487.6 万吨	银	0.12 万吨	253.39 克/吨
		铅	11.87 万吨	3.29%
		锌	22.32 万吨	5.64%
金山矿业	1103.26 万吨	银	11.9 吨	68 克/吨
		铅	0.98 万吨	0.70%
		锌	1.14 万吨	1.06%
光大矿业	444.52 万吨	银	0.23 万吨	208.36 克/吨
		金	6.97 吨	0.10 克/吨
		锰	26.19 万吨	1.50%
金都矿业	604.22 万吨	铅	7.30 万吨	1.64%
		锌	15.37 万吨	3.46%
		银	0.04 万吨	164.10 克/吨
德运矿业	216.87 万吨	银	70.46 吨	32.49 克/吨
		银	0.07 万吨	265.12 克/吨
		铅	10.10 万吨	1.67%
东晟矿业	216.87 万吨	银	0.07 万吨	265.12 克/吨
		锌	10.56 万吨	1.75%

	--	铜	0.52 万吨	0.09%
	--	银	37.80 吨	10.68 克/吨
		银	0.06 万吨	284.90 克/吨
东晟矿业	267.00 万吨	铅	1.31 万吨	1.32%
		锌	4.60 万吨	2.05%
	435.5 万吨	银	0.06 万吨	140.45 克/吨
	1,388.4 万吨	锌	36.12 万吨	2.60%
德运矿业	105.3 万吨	铅	1.66 万吨	1.58%
		银	0.04 万吨	29.1 克/吨
	1806.3 万吨	铅	2.52 万吨	0.42%
		锌	2.00 万吨	0.91%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司白银产量高，生产规模大。2021 年公司银锭年产量为 84.7 吨，公司 2022 年银锭年产量为 79.9 吨，公司 2021，2022 年金锭产量为 293.3 吨，250.1 吨，且实现满产满销，实现 0 库存。

表 4：盛达资源 2021，2022 产销量情况

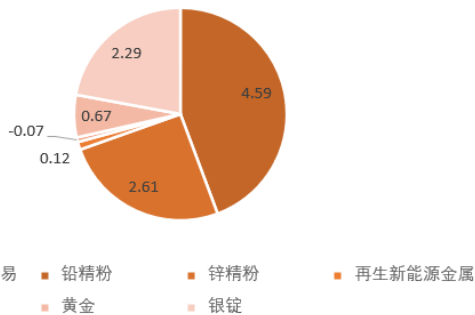
产品	类型	单位	2022	2021
铅精粉	销售量	吨	32048.6	36292.4
	生产量	吨	35928.5	34696.5
	库存量	吨	1053.3	4933.3
锌精粉	销售量	吨	55836.8	53950.3
	生产量	吨	55755.0	50950.3
	库存量	吨	4509.7	4427.9
银锭	销售量	吨	79.9	84.7
	生产量	吨	79.9	84.7
	库存量	吨	0.0	0.0
金锭	销售量	千克	250.1	293.3
	生产量	千克	250.1	293.3
	库存量	千克	0.0	0.0

资料来源：公司公告，天风证券研究所

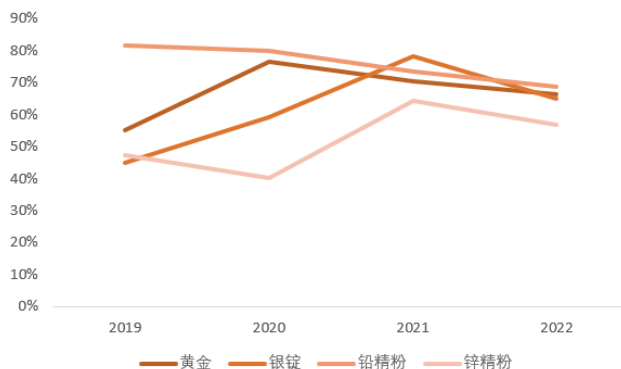
铅精粉、锌精粉和银锭为公司利润主要来源。公司主要产品为银锭、黄金、(含银)铅精粉和锌精粉(银单独计价)。2022 年，主营业务产品铅精粉、锌精粉和银锭三者的毛利总和占总毛利的 93%，公司业务结构集中。公司银产品毛利率水平较高，2021，2022 年银锭毛利率为 78.23%和 65.00%。

图 21：盛达资源 2022 年分产品毛利贡献

图 22：公司主要产品毛利率情况



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所



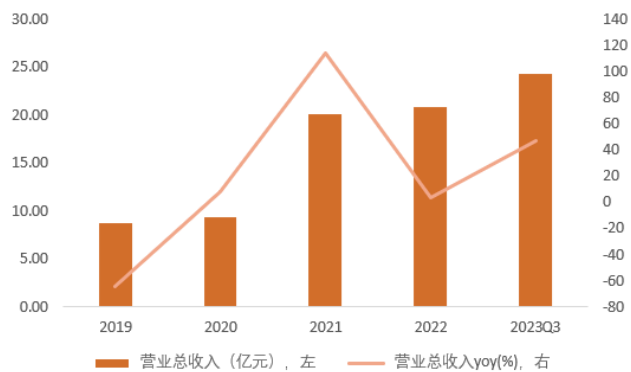
资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2.2. 兴业银锡

内蒙古兴业银锡矿业股份有限公司位于被誉为“中国有色金属之乡”的内蒙古赤峰市，是一家以金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业公司。公司矿产资源品种多样、储备丰富，拥有国内以银、锡为主储量较大的有色多金属矿山，主要产品为铅、锌、铜、铁、锡、铋、钨、锑、银等有色金属、贵金属及黑金属，拥有银漫矿业、乾金达矿业、融冠矿业等十余家子公司。

2019年至2023年以来，公司业绩稳步增长。2023年前三季度，公司归母净利润已达5.4亿元，同比增长136.2%。

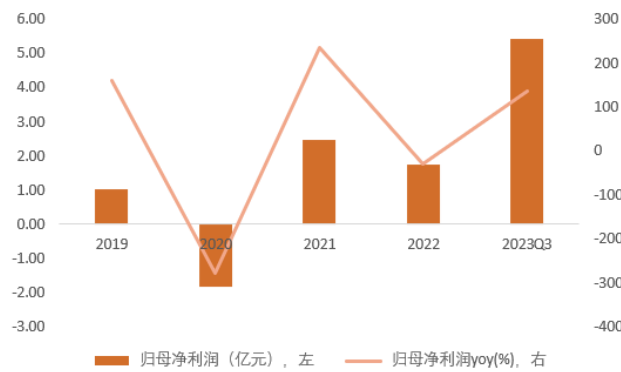
图 23：兴业银锡营收及 yoy



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

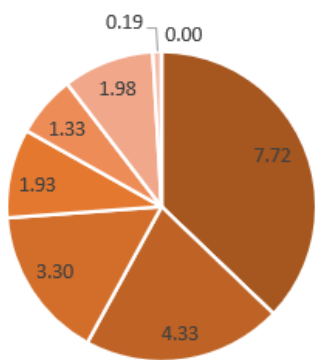
图 25：2022 兴业银锡营收分产品情况

图 24：兴业银锡归母净利润及 yoy



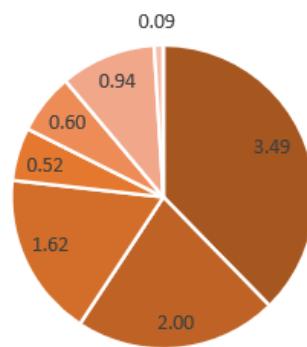
资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 26：2022 兴业银锡毛利分产品情况



■ 锌金属 ■ 锡粉 ■ 含铜银精粉 ■ 铅精粉
■ 含铅银精粉 ■ 铁精粉 ■ 锡次精粉 ■ 铋精粉

资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所



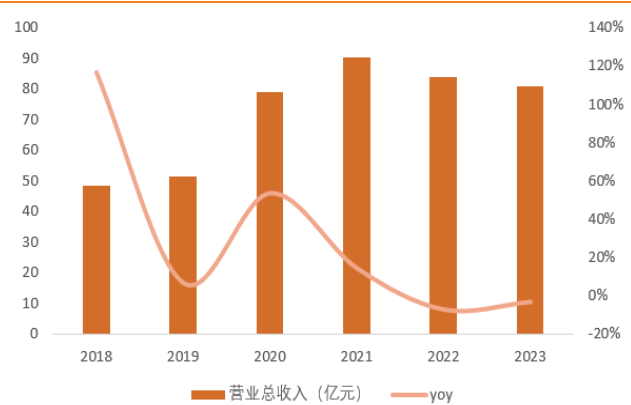
■ 锌金属 ■ 锡粉 ■ 含铜银精粉 ■ 铅精粉
■ 含铅银精粉 ■ 铁精粉 ■ 锡次精粉 ■ 铋精粉

资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

2.3. 银泰黄金

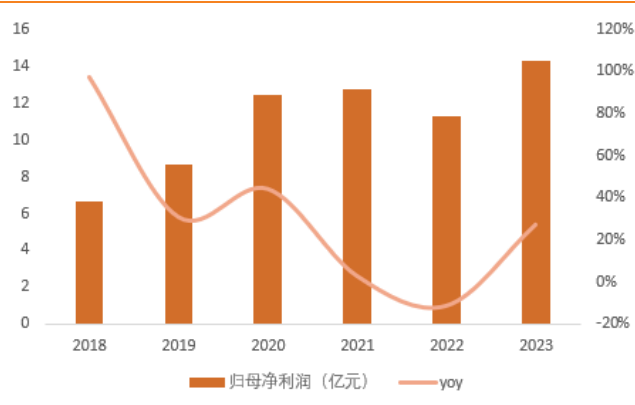
银泰黄金股份有限公司主营业务为贵金属和有色金属矿采选及金属贸易。公司产品以合质金为主，兼具铅锌银等多种金属粉。目前公司共拥有 5 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。公司营收业绩持续增长，2023 年公司实现营收 81.06 亿元，同比减少 3.29%；归母净利润 14.24 亿元，同比增加 26.79%；扣非归母净利润 14.11 亿元，同比增加 37.21%。且公司主营产品合质金毛利水平较高。

图 27：银泰黄金营收及同比增速



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

图 28：银泰黄金归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺资讯，天风证券研究所

截至 2023 年末，公司保有探明+控制+推测金资源量 4,553.6 万吨，黄金金属量 146.66 吨，保有探明+控制+推测银铅锌多金属矿资源量 6,906.4 万吨，银金属量 7,856.90 吨，铅金属量 613,705 吨，锌金属量 1,283,552 吨，铜 126,201 吨。

表 5：银泰黄金白银资源量

矿山名称	探明 (百万吨)	控制 (百万吨)	探明+控制 (百万吨)	推断 (百万吨)	总计 (百万吨)	铅金属量 (吨)(百分百基准)	锌金属量 (吨)(百分百基准)	银金属量 (吨)(百分百基准)	铜金属量 (吨)(百分百基准)
黑河洛克	1.263	0.889	2.152	0.457	2.619			161.923	
玉龙矿业	8.514	28.087	36.601	32.464	69.064	613705	1283552	7856.897	126201
合计	9.776	28.975	38.752	32.93	71.682	613705	1283552	8018.82	126201

资料来源：公司公告，天风证券研究所

高品位矿山成本优势明显，公司旗下矿山黄金资源极其优质。黑河银泰由银泰黄金持有

100%股权，旗下拥有东安金矿采矿权，该金矿是目前国内已探明黄金品位最高的金矿之一，同时伴生白银。玉龙矿业是目前国内矿产银（含银量）最大的单体矿山之一，也是已知国内上市公司中毛利率较高的矿山之一，公司去年实现矿产银 193 吨。

表 6：银泰黄金分公司产量

公司名称	本集团持有权益	选矿量（吨）	矿产金（吨）	矿产银（吨）	铅精粉（吨）	锌精粉（吨）
玉龙矿业	76.67%	1,185,669		175.19	9,494.45	16,502.17
黑河银泰	100%	427,061	2.16	16.50		
吉林板庙子	95%	707,610	1.80	0.39		
青海大柴旦	90%	841,684	3.05	0.92		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 当前金银比所处的阶段以及后市展望

市场预期美联储降息，金银比有下降趋势。从四个方面对金银比目前状况进行总结：1) 美国经济目前正处于一个增长放缓但尚未进入衰退的阶段。虽然存在一定的下行风险，但整体上仍显示出扩张的迹象。2) 美国当前的货币政策正处于一个关键的调整期，美联储主席表示今年的某个节点开始放松货币政策是可行的。3) 白银的供需情况偏紧，近年来白银的供给端增速降低外加需求有所提升，白银的供需基本面对白银价格形成支撑。4) 白银的工业需求增长预期可能推动银价上涨。

历史上，金银比超 90 的情况仅出现了几次，通常与特定的地缘政治情况或经济环境有关。例如，1991-1992 年间地缘政治紧张和去年 9 月的降息潮都影响了金银比。从历史角度来看，金银比的平均水平在 40:1-50:1 之间。当前金银比达到 90 左右，意味着相对于黄金，白银的价格或被严重低估。

下行驱动主要来自于经济复苏或货币总量扩张。回顾历史上金银比出现大幅变化时期，在经济放缓且美联储开始放宽货币政策时，黄金表现显著优于白银，金银比大幅上升；在宽松货币政策推出一段时间后的经济复苏期，白银表现显著优于黄金，金银比大幅下降。此外，在美联储两轮的量化宽松期，货币总量扩张推升通胀预期，金银比显著下行。

我们认为金银比的修复行情正处于启动阶段。这一预期主要受到宽松的货币政策环境、白银工业需求的增加以及市场对贵金属投资兴趣的提升等因素的共同推动。随着经济活动的逐步恢复和市场情绪的变化，金银比有望得到调整，预示着未来白银价格的潜在上涨空间。通过历史复盘我们发现近代的金银比中枢达到了 60 左右的水平。

我们建议重点关注此次金银比可能的修复行情。金银比由银的产业供需决定长期中枢，全球制造业需求周期决定波动周期，经济复苏与货币总量扩张构成下行驱动。在低利率环境下，持有无息资产的机会成本降低，这通常会增加黄金的吸引力。2024 美联储主席表示今年的某个节点开始放松货币政策是可行的，我们认为维持宽松的货币政策可能会支持金银比的修复行情。2024 年全球经济继续从新冠疫情中恢复，特别是制造业和工业生产活动的增加，对白银的工业需求产生积极影响，我们认为这可能支持金银比的修复行情。**建议关注：盛达资源、兴业银锡、银泰黄金。**

4. 风险提示：

美联储降息的不确定性风险：美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会上表示，政策利率可能已达到峰值，在今年某个时候开始放松货币政策是合适的。不过，他也依旧强调，如果合适，美联储会在更长时间内将联邦基金利率目标区间维持在目前水平，所以降息存在较大的不确定性。

美国通胀持续性超预期风险：目前通胀仍然较高，劳动力市场仍然相对紧张，但供需条件持续趋向更好的平衡，宽松的金融条件将增加后续通胀的不确定性。

黄金矿山项目投产不及时风险：因国内外矿山建设，受到地缘因素影响，以及采探矿权办理办理周期不确定等问题影响，矿山投产时间可能不及预期。

白银价格承压风险：因为白银价格上涨，可能会带动一些供货商提高产能的意愿，从而导致白银供需紧张局面缓解，白银价格因此将有所承压。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com