

白银行业专题 冉冉升起的贵金属

行业研究 · 行业专题
有色金属 · 贵金属

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：马可远

010-88005007

makeyuan@guosen.com.cn

S0980524070004

- **白银具有金融属性。**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。美联储发布11月议息决议，联邦基金目标利率下降25bp至4.50%-4.75%，符合市场预期。近期美国各项经济数据仍有韧性，美联储未来降息幅度预期收窄，但暂时不会改变货币政策节奏，市场普遍预期美联储12月将再降息25bp。
- **白银兼具商品属性。**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，2023年光伏用银达到6019吨，同比增长64%。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。
- **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84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：**兴业银锡、盛达资源、山金国际。

[01] 白银的金融属性

[02] 白银的商品属性

[03] 银价复盘

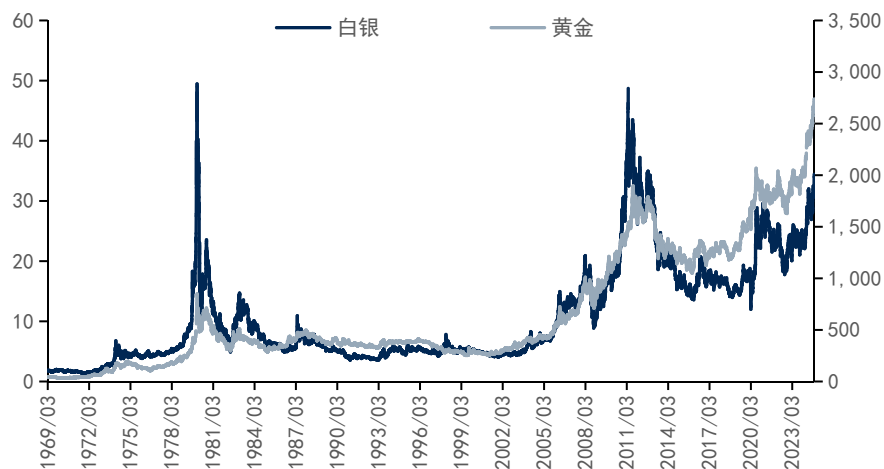
[04] 相关标的

白银的金融属性

金融属性：银价与金价走势相似，呈现出与实际利率的负相关关系

- 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。比如1970年代至1980年代初，经济滞胀刺激银价上涨；2000年代中期至2010年代初经济危机催生白银牛市。
- 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。比如在1970年代，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年银价突破9美元/盎司，到1980年初在投机因素的干预下，白银价格升至49美元/盎司，价格翻五倍，创历史高点。

图：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：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

金银比：经济复苏时期，金银比或缩窄

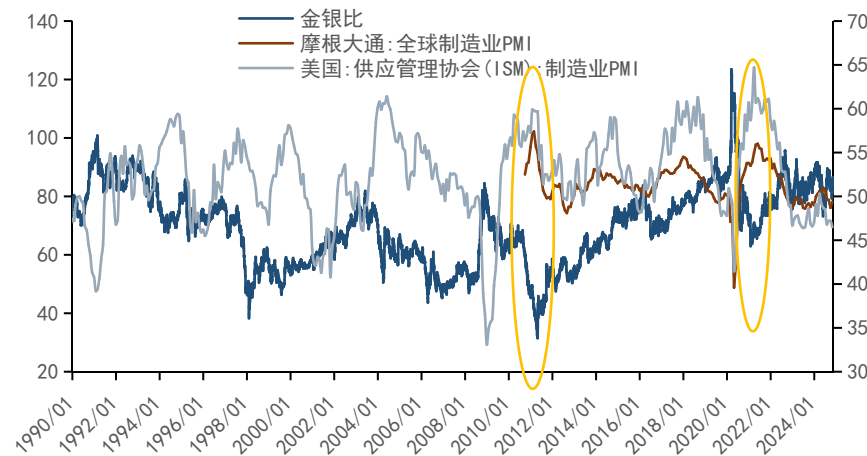
- **金银比用来衡量白银与黄金之间的差别。**金银比指黄金价格与白银价格之比，按每金衡盎司的黄金价格除以白银价格计算。黄金通常被视为全球通货，在市场走向不明时期可充当通胀对冲和避险资产，因此在经济或地缘政治不明朗的时期，金银比或扩张。比如2008年，金融危机爆发，白银价格回落幅度远超黄金，金银比突破80。而白银的工业应用更为广泛，对经济周期比较敏感，因此在经济复苏时期，由于工业需求上升，金银比或缩窄。比如2011年，随着量化宽松政策效果显现，美国经济进入上行周期，PMI持续处于扩张区间，白银工业需求强劲，价格涨幅明显高于黄金，金银比回落至32。
- **金银比中枢呈现上移趋势。**从长期趋势上看，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58.38，2010年来均值为72.45。
- 目前金银比84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：1968年至今金银比



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：金银比与美国制造业PMI

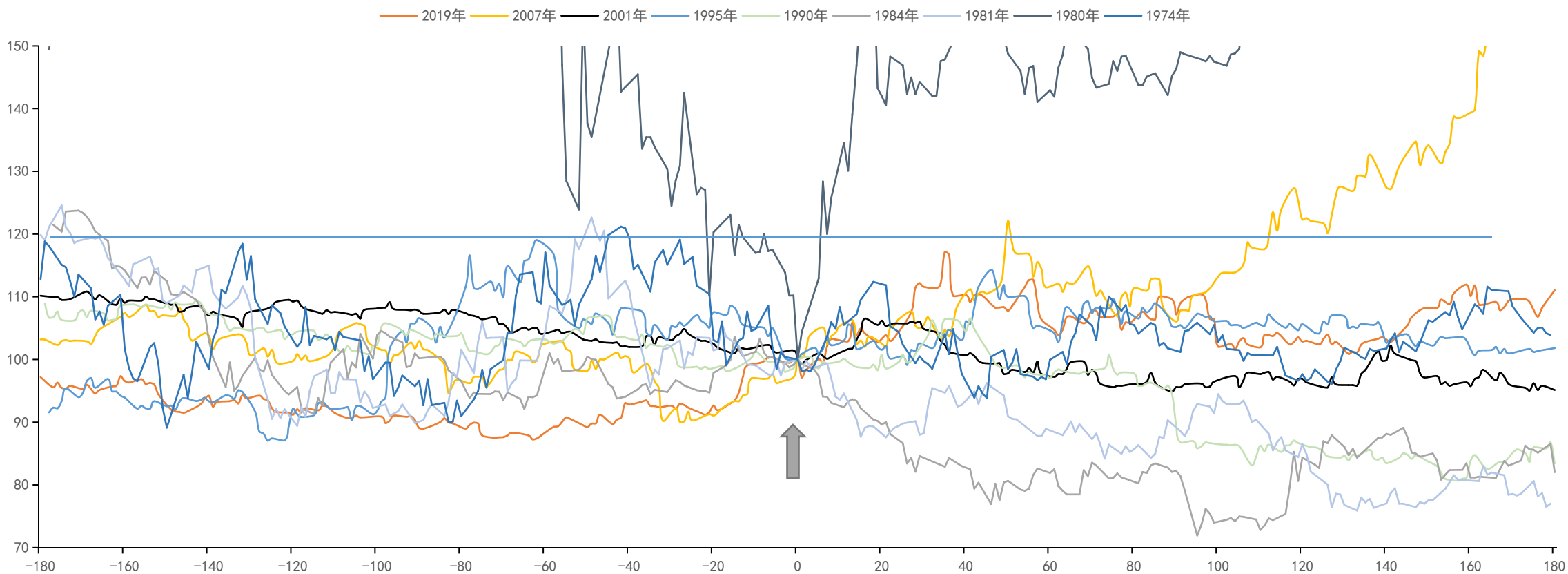


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

金融属性：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：降息前后180天白银价格走势（降息日纵轴银价=100）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

金融属性：2019年降息前银价开启上涨

- 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：降息及衰退发生期间白银价格表现

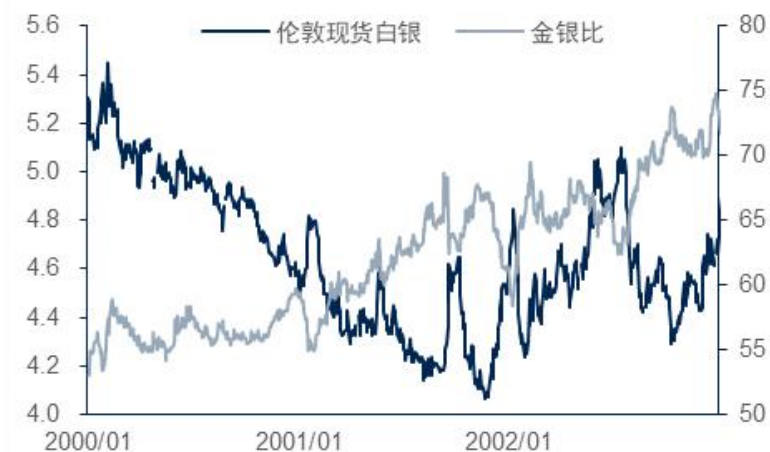
末次加息日期	银价	首次降息日期	银价	涨幅	开启降息后三个月	银价	涨幅
2000.05	5.0	2001.01	4.53	-10%	2001.04	4.3	-4%
2006.06	10.4	2007.09	11.0	6%	2007.12	13.0	18%
2018.12	14.8	2019.07	16.5	12%	2019.10	18.1	10%
衰退的起点	银价	衰退的终点	银价	涨幅	衰退结束后三个月	银价	涨幅
2001.04	4.3	2001.11	4.1	-4%	2002.02	4.4	7%
2008.01	14.9	2009.06	13.9	-7%	2009.09	16.5	18%
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

金融属性：2019年降息前银价开启上涨

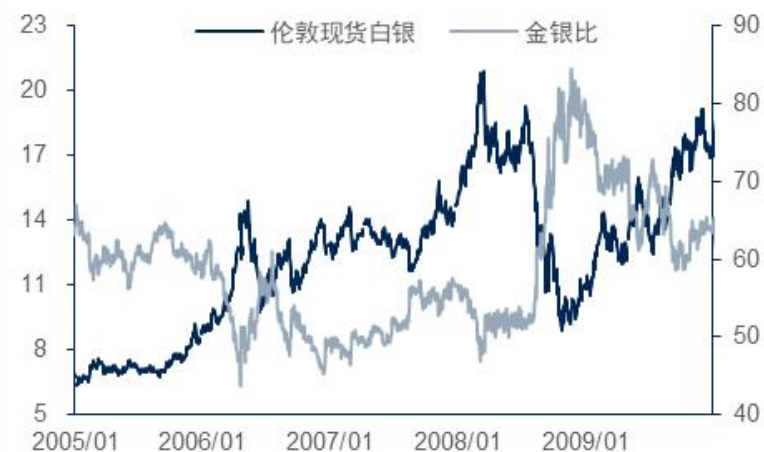
- 2000年随着美国货币政策收紧叠加垄断相关监管趋严导致互联网泡沫破裂，2001年1月美联储开启首次降息，01年3月至11月发生浅衰退。虽然历时较短，但在经济疲软、就业增长低迷、通胀率跌至谷底的情况下，美联储连续降息，利率从6.5%降至2003年的1%。从基本面来看，2001年白银供应增量较大而需求疲软，对银价形成压制。降息开启后金银比向上，但白银价格持续下降，直到走出衰退白银价格触底回升，由2001年11月4.07美元/盎司的低点升至2002年7月的5.10美元/盎司。
- 2005年美联储持续加息，但下半年受飓风影响，国际油价走高而美元承压，在此背景下贵金属价格走高，叠加白银ETF指数基金发行的刺激，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年受美国房价极剧上涨影响，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：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：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

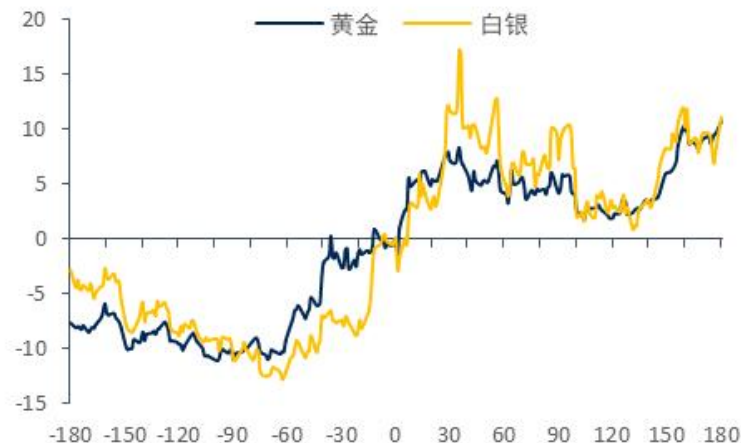
- 2019年开启的一轮降息背景和当下市场环境存在较多的相似性，或具有更多借鉴意义。2018年末市场对美国经济基本面预期降温，美国股市多次出现大幅调整；债市长端利率下行，2018年12月迎来末次加息时长短端利率尚未倒挂，到2019年3月3M和2Y美债利率开始倒挂；大宗商品价格也持续下行。到2019年5月非农数据远低于预期，中美贸易摩擦对经济的影响显现，市场降息预期升温，黄金价格领先白银价格启动上涨。2019年7月31日随着全球经济增长放缓美联储开启首次降息。降息后，白银价格涨幅超过黄金。在货币政策转向的同时，特朗普财政减税政策的效果持续发挥，2019年美国预算赤字破万亿，对整体消费情况起到正向作用。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。但与当下不同的是，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：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

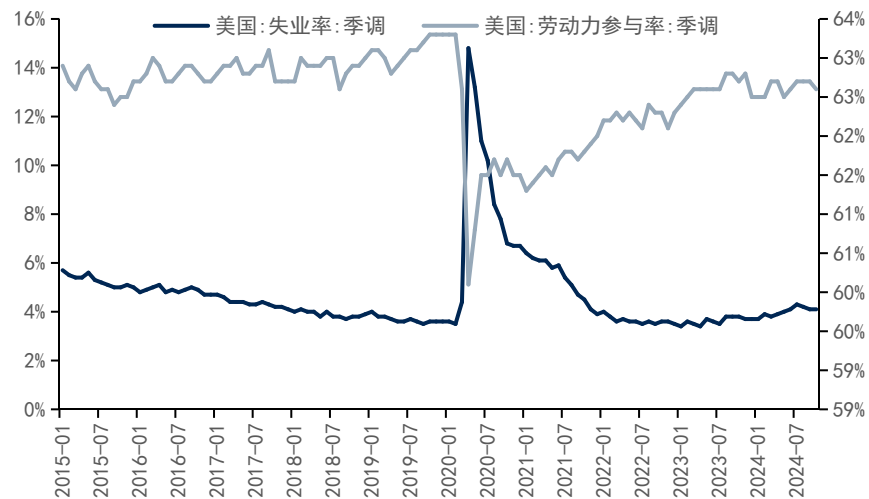
图：2019年降息前后金银价格涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

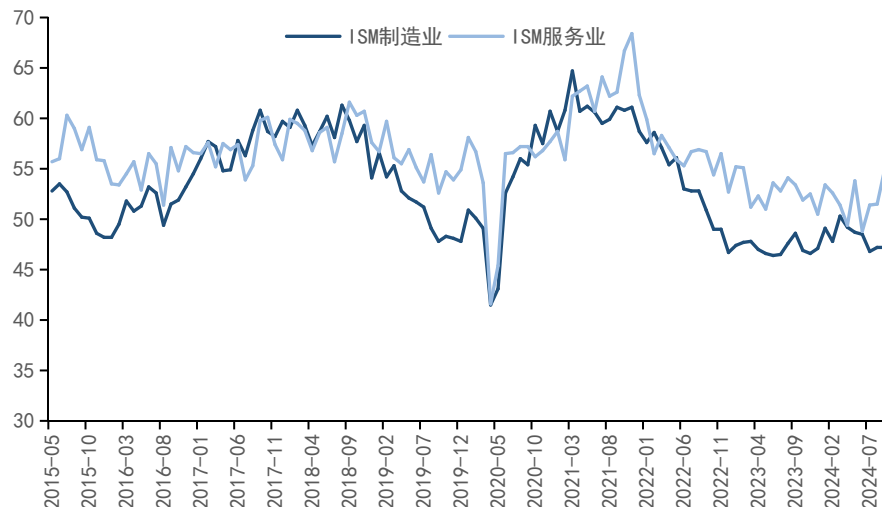
- **今年三季度GDP表现略低预期但依然强劲。**美国商务部于10月30日公布首次预估数据显示，2024年三季度GDP环比折年率增长2.8%，低于预期的3.0%，但依然强劲。其中，三季度的个人消费支出增长3.7%，非住宅类固定资产投资增长3.3%，住宅类固定资产投资下降5.1%。
- **10月失业率环比持平，但非农数据远低于预期。**美国10月失业率环比持平在4.1%，但10月非农就业人数增加仅1.2万人，远低于市场预期的10.5万人，也远低于过去一年的月均水平。10月非农数据大幅回落，主要是由于美国遭遇了两场飓风的侵袭，对劳动力市场产生了不小的冲击，另外从10月1日起由于工资等问题导致新劳动合同谈判破裂，美国东海岸和墨西哥湾沿岸36个港口约4.5万名码头工人举行罢工，罢工持续3天，也对就业数据产生了负面影响。目前来看，10月非农数据的“噪音”，暂时不会改变美联储的货币政策节奏。
- **10月制造业PMI创年内新低。**美国10月ISM制造业PMI为46.7，低于9月的47.2%，创年内新低，表明美国制造业仍面临严峻挑战。其中，新订单指数录得47.1，比9月略微上升1个百分点，但仍位于收缩区间。

图：美国失业率与劳动力参与率



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

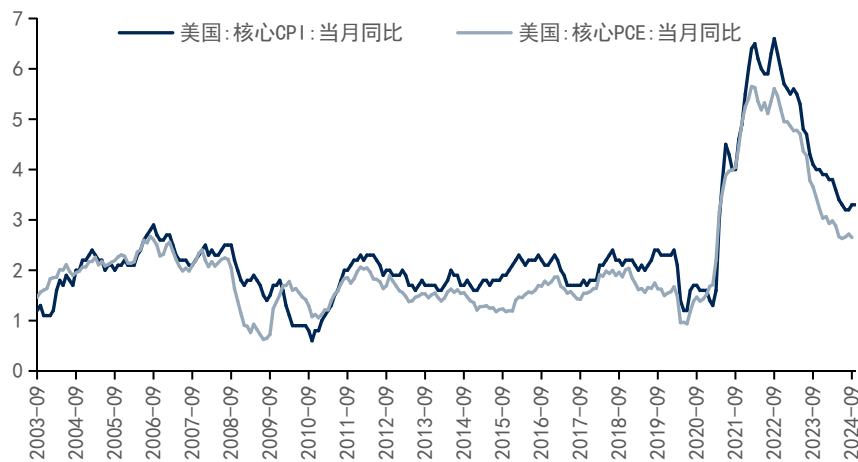
图：PMI变化



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

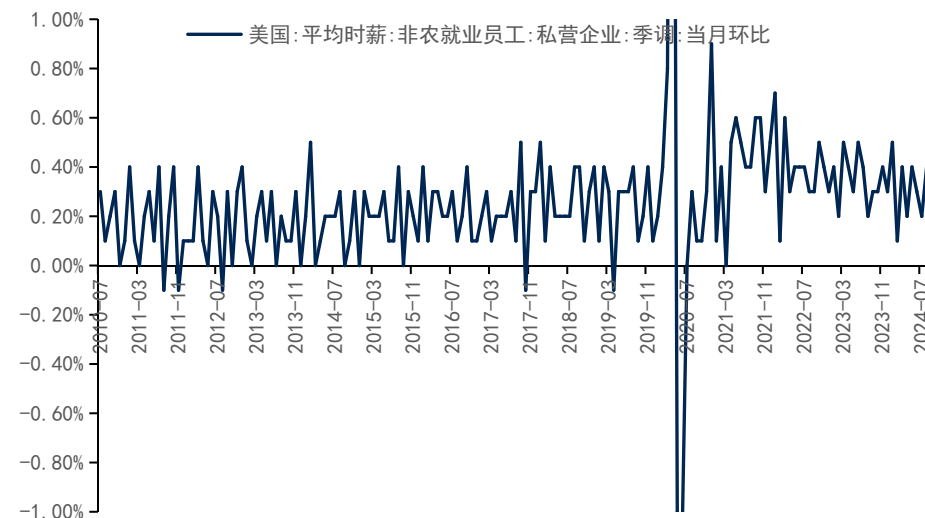
- **9月核心PCE略高于预期。**10月末，PCE数据公布，美国9月核心PCE物价指数同比上升2.7%，预估2.6%，前值2.7%；环比上升0.3%，预估0.3%，前值0.1%。PCE通胀指标略高于预期，也支持了美联储后续放缓降息步伐。
- **10月CPI和核心CPI均符合预期。**美国10月CPI同比增加2.6%，前值2.4%，市场预期2.6%；核心CPI同比增加3.3%，前值3.3%，市场预期3.3%。其中，10月住所CPI当月同比增长4.9%，前值为4.9%，此前2023年3月高点为8.3%；当月环比增长0.3%，前值为0.2%。住房价格在美国核心PCE价格指数中占比达40%。对利率敏感的房地产行业在去年就出现弱化，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，给今年住房通胀带来下行动力。房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。

图：美国CPI和PCE变化（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国非农就业员工平均时薪当月环比

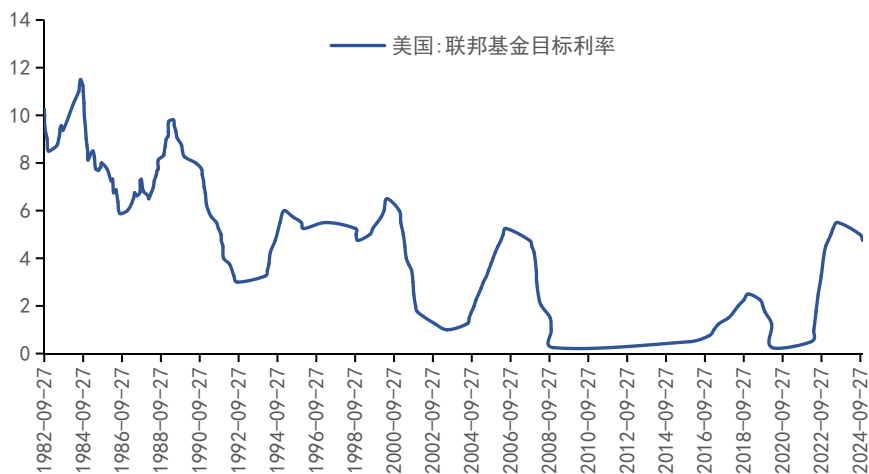


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

宏观数据：11月降息25bp，市场预期12月大概率再降25bp

- 11月议息会议降息25bp。**11月7日，美联储发布11月议息决议，联邦基金目标利率下降25bp至4.50%-4.75%，符合市场预期。通胀和就业方面，委员会力求将通胀率恢复到2%和支持最大限度地就业，实现就业和通胀目标的风险大致平衡。11月议息会议纪要删除了“对通胀正在可持续地向2%迈进更有信心”的表述，并认为劳动力市场已经趋于稳定。此外，委员会缩表节奏不变，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。
- 市场预期12月再降息25bp。**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的影响。近期美国各项经济数据仍有韧性，美联储未来降息幅度预期收窄，但暂时不会改变货币政策节奏，市场普遍预期美联储12月将再降息25bp，目前CME预测显示，12月降息25bp的概率为60.8%，保持不变的概率为39.2%。

图：美国联邦基金目标利率（%，截至11月8日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：CME利率预测（11月20日）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.8%	39.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	55.0%	28.8%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	39.5%	39.3%	11.5%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	18.8%	39.4%	30.8%	8.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.4%	10.7%	28.8%	35.2%	19.7%	4.1%
2025/7/30	0.0%	0.4%	3.9%	15.6%	30.6%	31.1%	15.5%	3.0%
2025/9/17	0.1%	1.3%	6.9%	19.4%	30.7%	27.1%	12.3%	2.2%
2025/10/29	0.3%	2.4%	9.3%	21.6%	30.0%	24.2%	10.4%	1.8%
2025/12/10	0.6%	3.2%	10.8%	22.6%	29.3%	22.6%	9.3%	1.6%

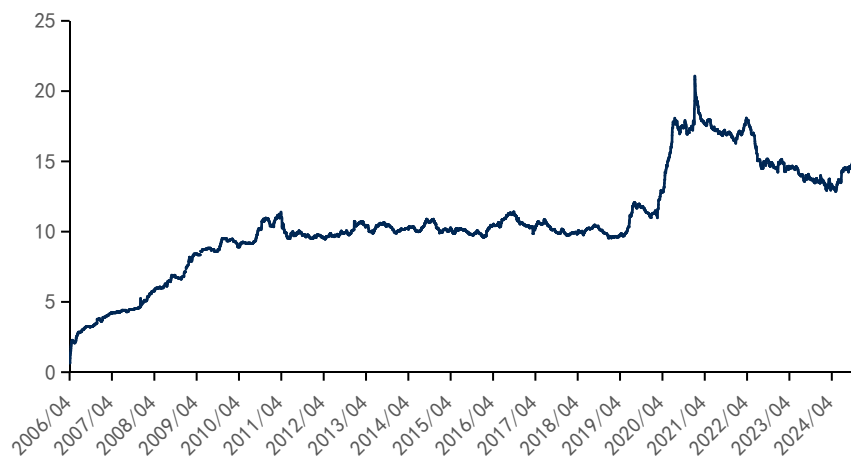
资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

白银的商品属性

商品属性：银价对供需缺口的敏感性有望增强

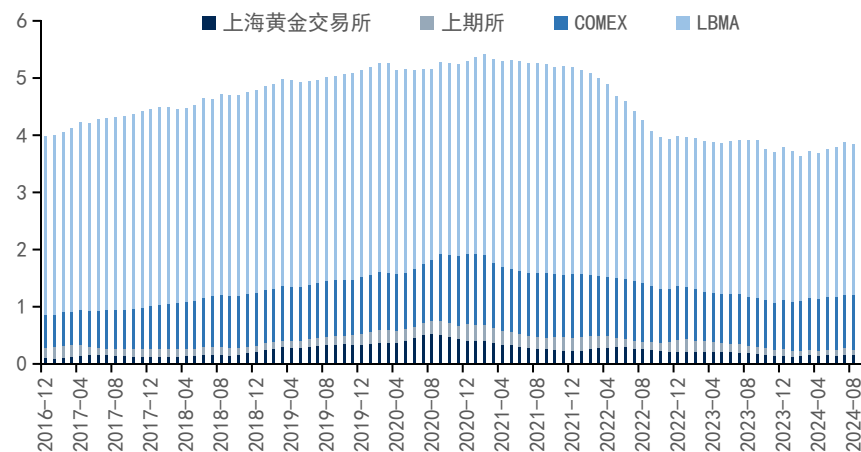
- 复盘银价变化，白银价格走势与商品供需缺口变化趋势并不一致，但与投资性需求的变化趋势相近。白银投资包括实物投资和ETF，波动剧烈。2020年全球经济陷入衰退，避险需求叠加流动性宽松，白银投资需求大幅抬升，对应银价均值同比增长26.8%至20.55美元/盎司。2022年在地缘政治因素以及对未来经济增长的担忧下，白银实物投资创下历史新高10356吨，但ETF持有量在不断上升的实际利率背景下出现净流出，ETPS净投资为-3912吨，白银均价同比下跌13.6%至21.73美元/盎司。
- 银价对供需缺口的敏感性有望增强。以商品属性为主导的金属价格受到供求关系影响，供不应求时会刺激价格上涨。但从白银价格过往走势来看，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，截至2024年11月23日，LBMA、Comex、上期所、上期所合计库存已降至3.9万吨左右，处于近年来较低水平，较21年库存高点下降1.5万吨。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：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：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

商品属性：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。
- 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%。2023年，全球白银需求量为37169吨，其中工业、实物投资、珠宝、其他需求占比分别为54.8%、20.3%、17.0%、7.9%。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。2023年，全球黄金需求量为4898.8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44.3%、19.3%、21.2%、6.1%。

表：全球白银供需平衡表（吨）

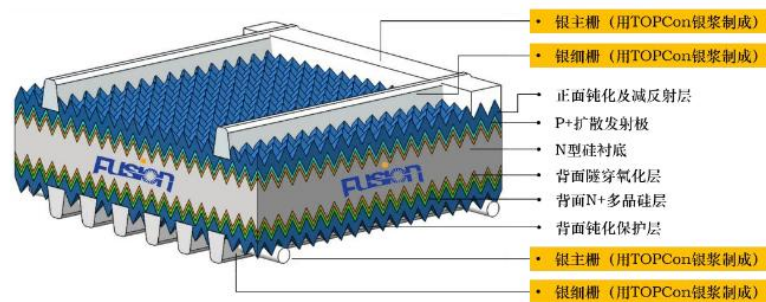
供给	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
银矿生产	27,433	27,894	27,987	26,861	26,457	26,040	24,366	25,785	26,024	25,831	25,614
再生银	4,988	4,572	4,532	4,578	4,625	4,610	5,110	5,403	5,502	5,555	5,564
套期保值净供应	332	68	0	0	0	432	264	0	0	0	0
官方部分净销售	36	34	34	31	37	31	37	47	53	50	47
总供应量	32,789	32,568	32,553	31,470	31,119	31,113	29,778	31,234	31,579	31,436	31,225
需求											
工业	13,714	14,217	15,225	16,373	16,304	16,283	15,853	17,458	18,298	20,354	22,111
光伏	1,507	1,854	2,538	3,089	2,706	2,330	2,575	2,765	3,673	6,019	7,216
摄影	1,276	1,188	1,079	1,008	977	955	837	862	855	840	812
珠宝	6,018	6,298	5,882	6,103	6,320	6,270	4,694	5,661	7,294	6,317	6,572
银器	1,663	1,813	1,664	1,848	2,087	1,907	970	1,266	2,286	1,717	1,829
净实物投资	8,803	9,620	6,622	4,846	5,160	5,829	6,473	8,843	10,485	7,561	6,594
套期保值净需求	-	0	373	34	230	0	0	109	557	379	0
总需求	31,473	33,138	30,845	30,211	31,079	31,243	28,827	34,198	39,775	37,169	37,918
供需平衡	1,315	-569	1,708	1,260	40	-131	952	-2,964	-8,196	-5,732	-6,693
ETPS净投资	-9	-532	1,676	224	-666	2,591	10,298	2,019	-3,913	-1,309	1,555
供需平衡除ETPS外	1,324	-37	31	1,036	706	-2,722	-9,347	-4,983	-4,283	-4,423	-8,249
银价，美元/盎司	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	27.61

资料来源：Silver Institute，国信证券经济研究所整理

商品属性：白银在光伏领域需求快速增长

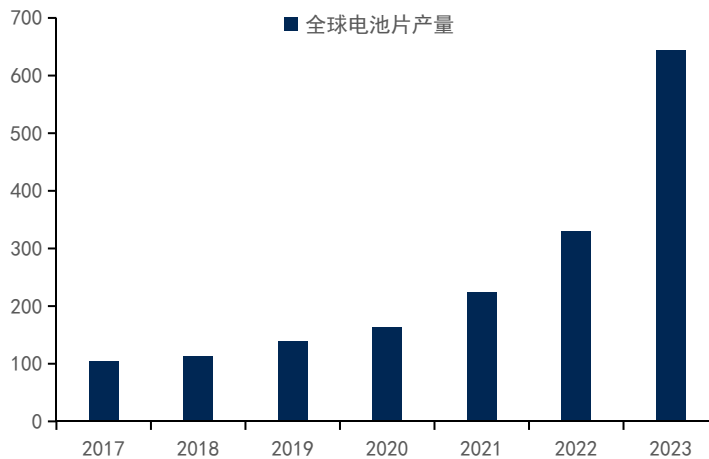
- 白银的工业需求受经济周期影响，近年来光伏产业高速发展带动工业需求持续增长。光伏银浆是光伏电池的重要原材料，主要通过丝网印刷技术制成栅线，作为光伏电池的电极。根据位置及功能的不同，光伏银浆可分为正面银浆和背面银浆。正面银浆（含银量约90%）主要起到汇集、导出光生载流子的作用，常用在P型电池的受光面以及N型电池的双面；背面银浆（含银量约70%）主要起到粘连作用，对导电性能的要求相对较低，常用在P型电池的背光面。
- 随着光伏产业的高速发展，光伏行业用银保持快速增长。2023年，全球光伏电池片产量加速增长至644GW，同比增长95%，带动银浆市场需求持续扩大。此外，N型电池除转换效率要显著高于P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。2023年，光伏用银达到6019吨，同比增长64%，按照白银协会预期，在2024年将增长20%至7216吨，占到工业需求的33%。

图：N型TOPCon电池使用浆料情况



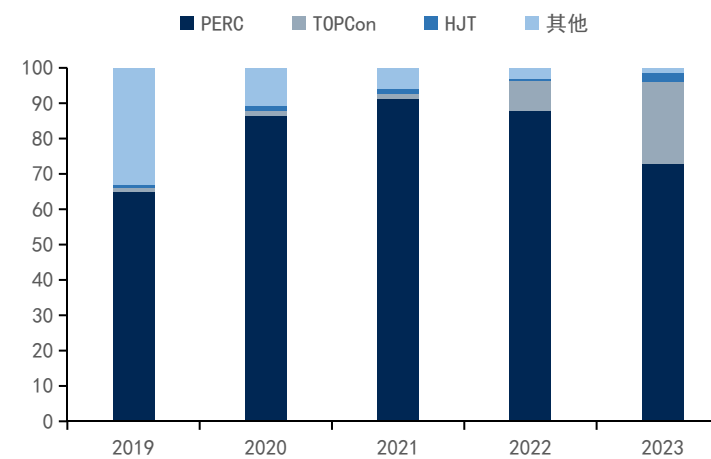
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：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：各种电池技术市场占比（%）

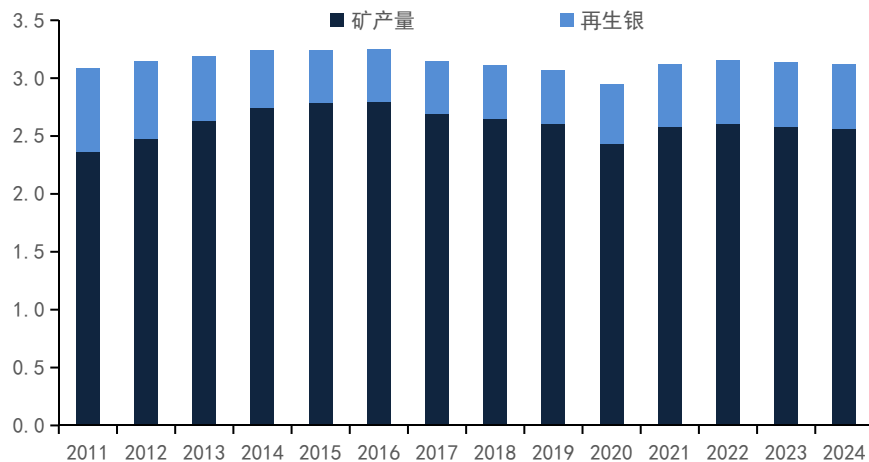


资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理

商品属性：供给受主金属变化影响

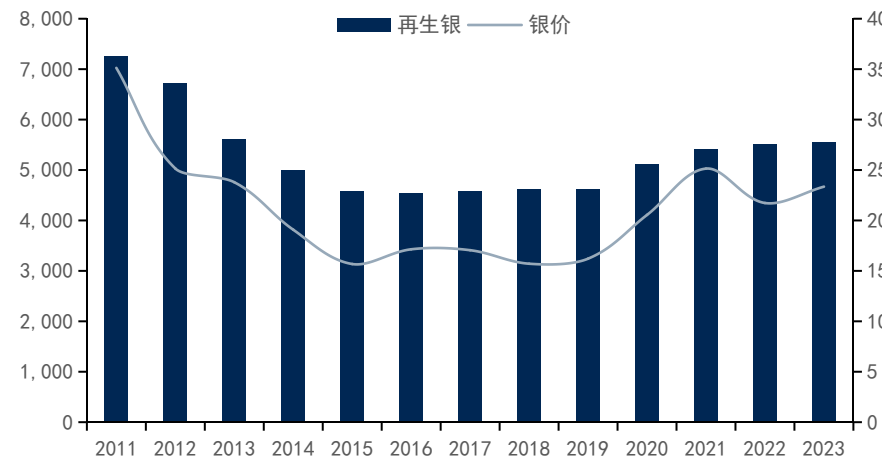
- 白银生产主要包括矿产银和再生银两种，目前矿产银占比约82%。
- 区别于其他金属，白银矿产资源多数是伴生，其产量变化与铅锌铜金等金属紧密相关，近十年来保持在2.4-2.8万吨之间。2023年，全球矿产白银供应为2.58万吨，较2022年小幅下降0.75%，主要由于全球最大的银生产国墨西哥和秘鲁产量减少。
- 矿产银供给结构方面，2023年独立银矿供应占比28.3%，铅锌伴生30.8%、铜伴生26.7%、金伴生13.7%。主金属产量的变动在一定程度上约束着白银供应增长。2023年锌价表现低迷，锌矿项目减产不断；2024年锌矿加工费降至负值；国际铅锌研究小组预测2024年我国锌产量将同比下滑1.8%，全球锌矿产量同比下滑1.4%至1206万吨。铜矿仍处于扩产周期，但这一轮扩张幅度较小，2024年前8月全球矿产铜产量同比增长2.5%至1489万吨。
- 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，2023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55.7%、9.6%、19.3%、13.3%、2.1%。同22年一样，23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。

图：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

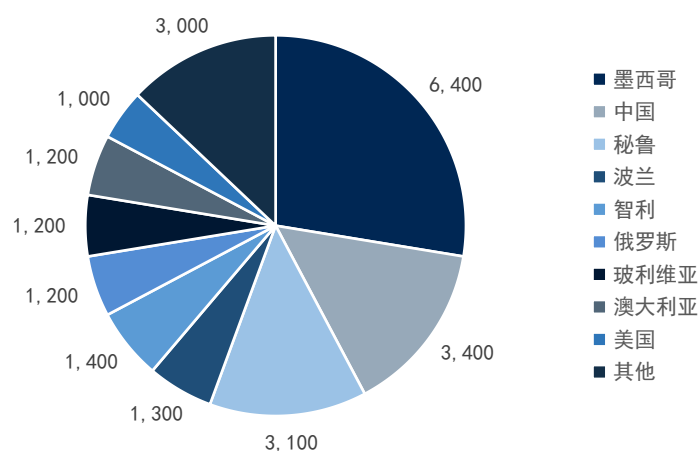
图：再生银及银价变化（吨，美元/盎司）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

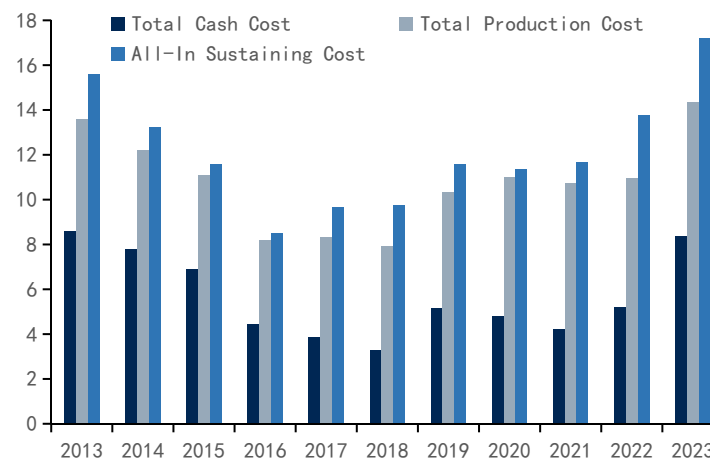
- 优质白银矿山主要集中在美洲，墨西哥是全球最重要的白银供应国。2023年墨西哥、中国、秘鲁分别生产白银6400吨、3400吨、3100吨，合计占到全球总矿产供应的49.62%。再生银生产主要集中在一些白银消费大国，2023年东亚、北美、欧洲产生的再生银占到全球的73.51%。
- 近年来矿产白银生产成本有所上涨。2022年受通胀影响，能源、人工等费用大幅增加，白银开采费用上涨，TCC上涨至5.19美元/盎司，2023年进一步上涨61%至8.38美元/盎司；2022年AISC上涨至13.76美元/盎司，2023年进一步上涨25%至17.18美元/盎司。此外，因为白银通常作为伴生金属，其成本计算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：2023年全球矿产银供应情况（吨）



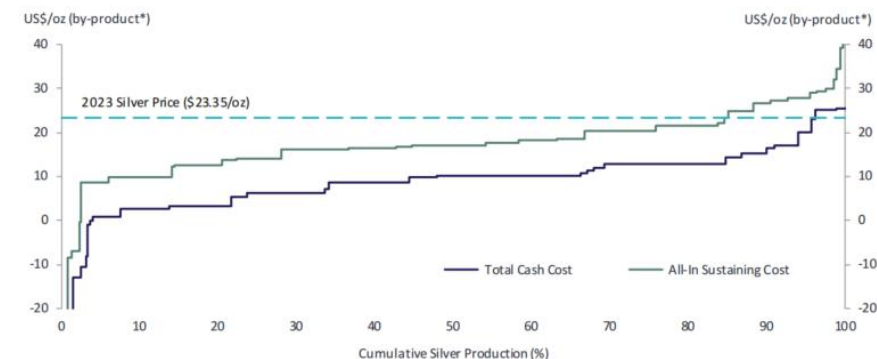
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：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：2023年全球主要银矿生产成本（美元/盎司）



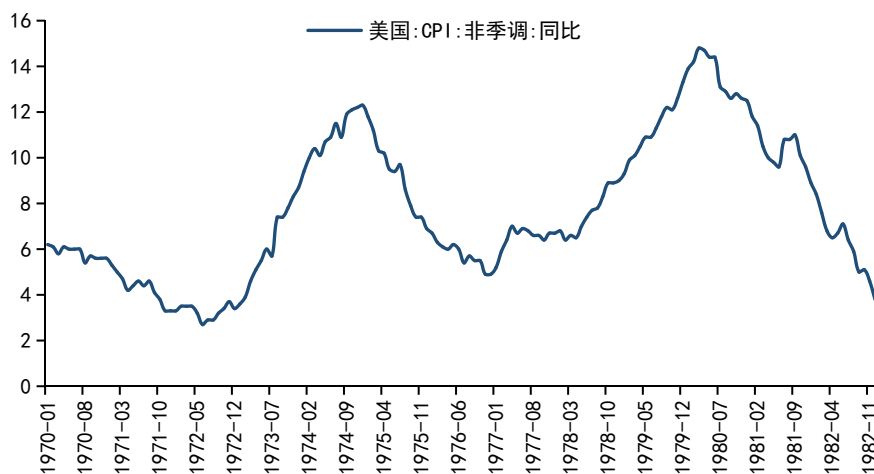
资料来源：Metals Focus，国信证券经济研究所整理

银价复盘

银价复盘：1970年代至1980年代初，经济滞胀+投机需求催生白银牛市

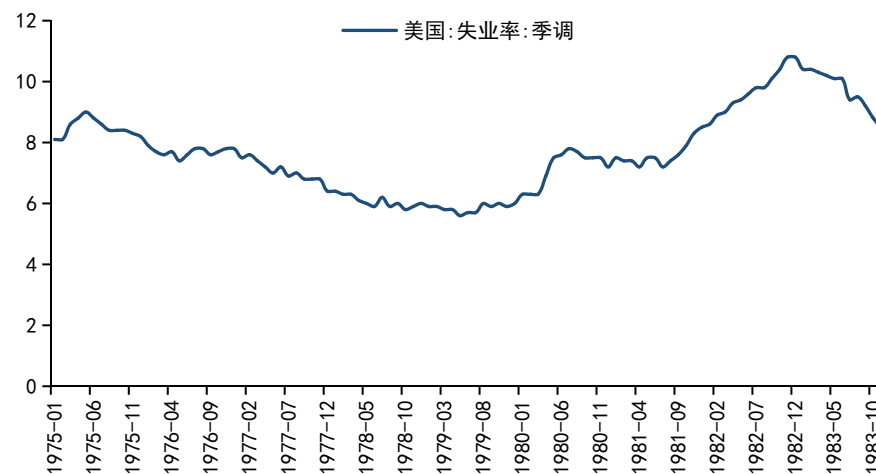
- 1960年代，黄金价格固定在35美元/盎司，白银价格在2美元/盎司附近小幅波动。通货膨胀问题下，1971年8月，美国总统尼克松宣布美元跟黄金脱钩，此后黄金价格全面市场化，此时黄金价格在43美元/盎司，白银价格为1.6美元/盎司。
- 随着前后两次石油危机的爆发，通货膨胀问题愈演愈烈，美国CPI同比一度攀升至14.8%。黄金的抗通胀属性凸显，价格持续上涨，迎来十年牛市。随着黄金价格上涨，白银价格不断上涨，但涨幅相对较小，金银比震荡向上，1973年中金银比最高升至48。在这期间，亨特兄弟在期现货市场不断购入白银，囤积大量白银现货。1979年下半年起，黄金价格加速上涨，7月突破3010美元/盎司，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，创历史高点，金银比降至17。
- 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：美国CPI月度同比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国失业率（%）

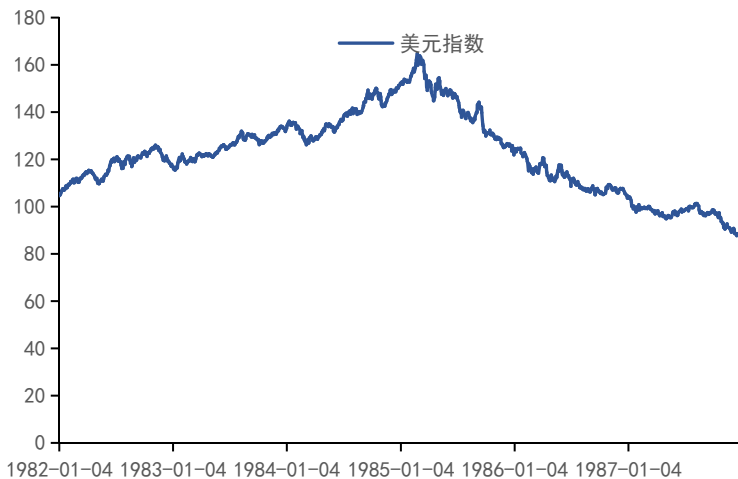


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银价复盘：1980年代中期至2000年代初，贵金属价格表现低迷

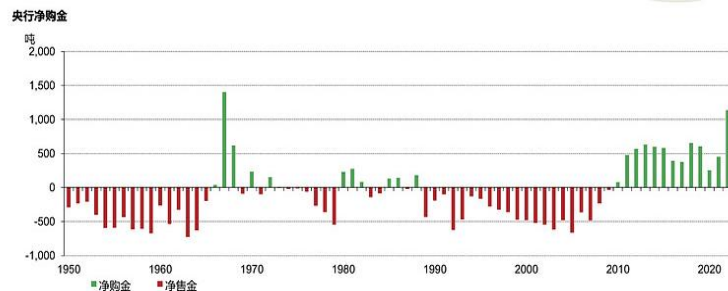
- 1985年美国、日本、联邦德国、法国以及英国的财政部长和中央银行行长在纽约广场饭店举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场、诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值、以解决美国巨额贸易赤字问题的协议。80年代中后期，美元指数大幅回落，黄金配置需求增加，价格上涨，而白银价格表现相对平淡，仅在1987年初大幅拉升。金银比持续上涨到1991年2月最高突破100。
- 90年代互联网经济高速发展，全球经济持续增长，美国股市回报丰厚，资金对黄金配置需求减弱。同时各国中央银行日渐独立以及日益市场化，更加强调储备资产组合的收益，在此背景下没有利息收入的黄金地位有所下降，主要国家抛售黄金导致黄金价格长期处于低迷状态。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：美元指数变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：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：美国道琼斯工业平均指数（点）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银价复盘：2000年代中期至2010年代初，经济危机催生白银牛市

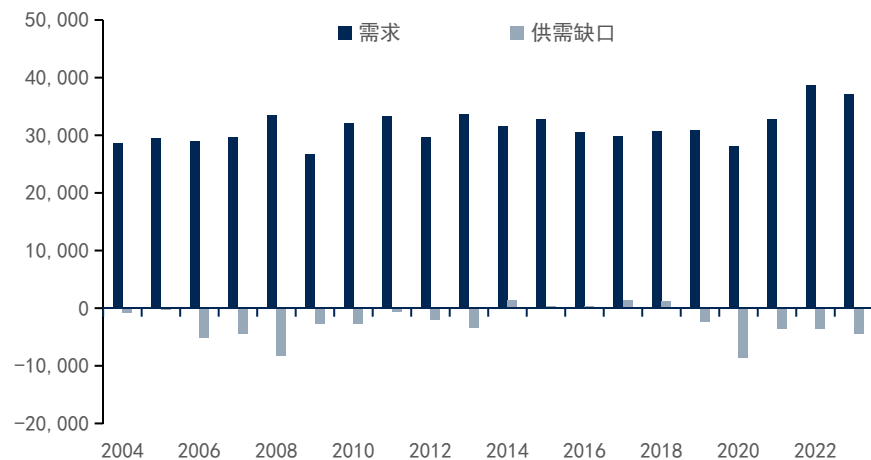
- 进入21世纪，基本面疲软、流动性陷阱、安然会计造假事件、911事件对美国经济以及美股造成持续冲击，叠加降息周期开启，贵金属价格震荡企稳。与此同时，另一个大风险也在积聚，从20世纪90年代末到2006年，美国房价极剧上涨，住房抵押贷款质量明显下降。2007年次贷危机爆发，并不断蔓延加剧，最终演变成全球金融危机。在危机蔓延初期，白银价格与黄金价格同步上涨，金银比在50左右；到2008年雷曼兄弟破产，流动性风险加剧，白银、黄金价格回落，但白银跌幅更大，金银比突破80。
- 为应对危机，2008年美联储启动第一轮量化宽松货币政策，流动性泛滥下实际利率不断下降，2010年欧债危机发酵；随着经济复苏，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。

图：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：全球白银需求（吨）



资料来源：Silver Institute，国信证券经济研究所整理

银价复盘：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：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：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

银价复盘：2020年后金价上涨并破前高，白银未超过历史高点

- 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。

图：银价和美国CPI同比增速走势对比



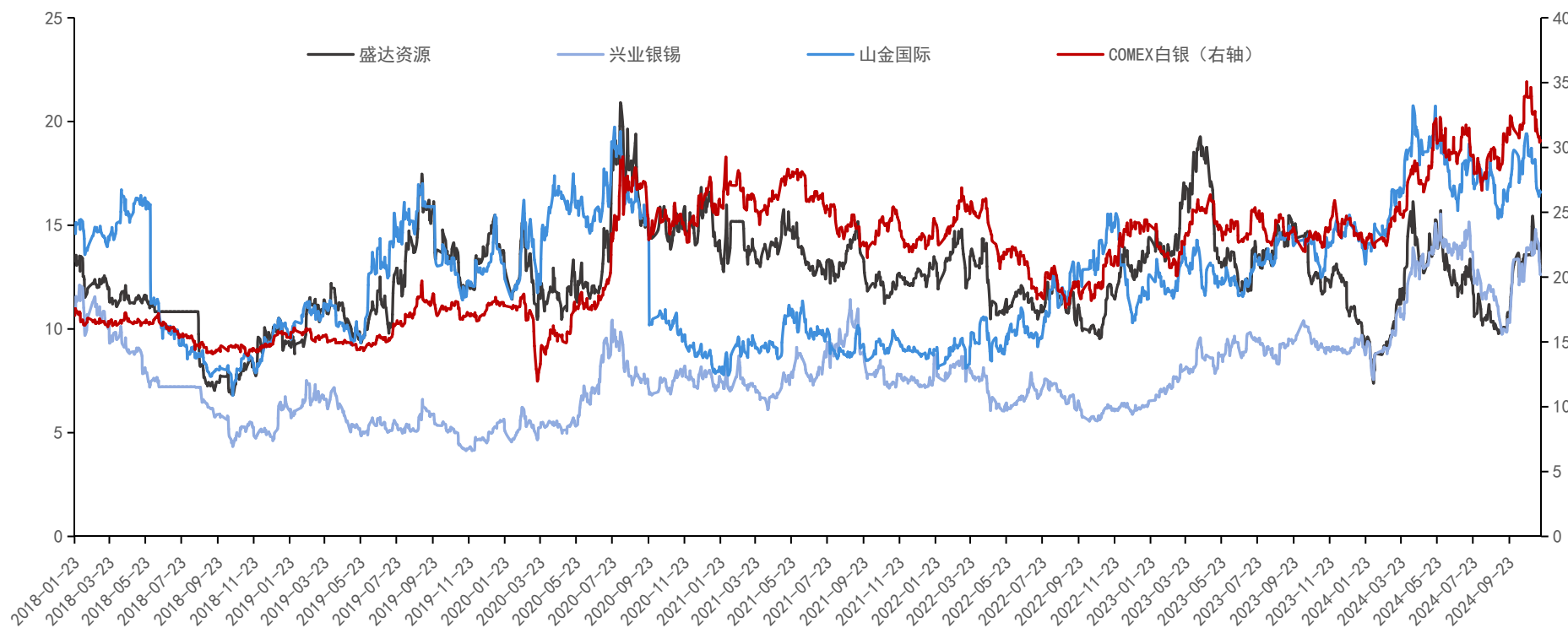
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关标的

白银股股价与银价表现出了较强的正相关性

- 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：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

- 公司是内蒙民企，大股东为兴业集团。公司成立于1996年，主营有色金属及贵金属的采选业务，位于内蒙古赤峰市，主要产品涵盖银、锡、铅、锌、铜、铁、锑等有色金属、贵金属及黑色金属的大型矿业集团，构筑了集地质、采选于一体的产业链。公司控股股东为兴业集团，截至2024年三季度末，兴业集团共持有公司27.27%股份（5亿股左右）；公司实控人、最终受益人为董事长吉兴业先生，通过持有兴业集团83%股份，间接持有上市公司22.63%股份。
- 公司共有8家矿业采选子公司，拥有多个采矿权和探矿权。兴业银锡在内蒙和西藏共有8家从事有色金属采选的子公司，其中主要开采铁和锌的融冠矿业为所在地的龙头企业；主要开采银和锡的银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一，盈利能力较强。随着公司旗下在建矿山的陆续投产，公司的持续经营能力将进一步增强。从子公司贡献的利润来看，2024年上半年银漫矿业净利润7.09亿元、乾金达矿业净利润1.42亿元、融冠矿业净利润0.88亿元，为公司盈利能力最强的三家子公司。资源情况方面，截至2023年底，公司拥有银储量9679金属吨、锡储量19.1万金属吨、锌储量216万金属吨。

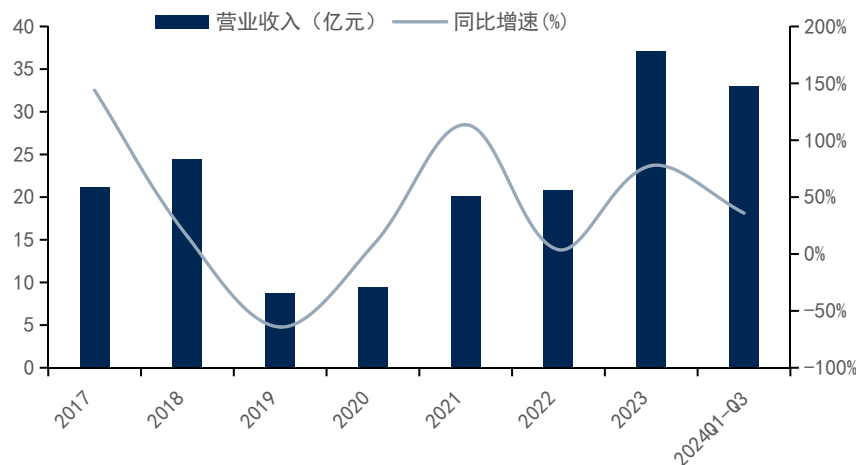
表：2024年上半年公司主要矿业子公司经营情况（按净利润排序，单位：亿元）

子公司简称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
银漫矿业（银、锡）	有色金属采选	42.18	30.92	13.94	8.35	7.09
乾金达矿业	有色金属采选	8.25	4.53	2.86	1.65	1.42
融冠矿业（铁、锌）	有色金属采选	12.32	7.22	3.04	1.05	0.88
锐能矿业	有色金属采选	2.97	1.72	0.57	0.19	0.14
荣邦矿业	有色金属采选	4.56	1.12	1.33	0.12	0.11
锡林矿业	有色金属采选	3.98	2.67	0.78	0.05	0.04
唐河时代	有色金属采选	7.27	1.72	0.00	-0.08	-0.06
博盛矿业	金矿采选	2.15	-9.24	0.04	-0.40	-0.38

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

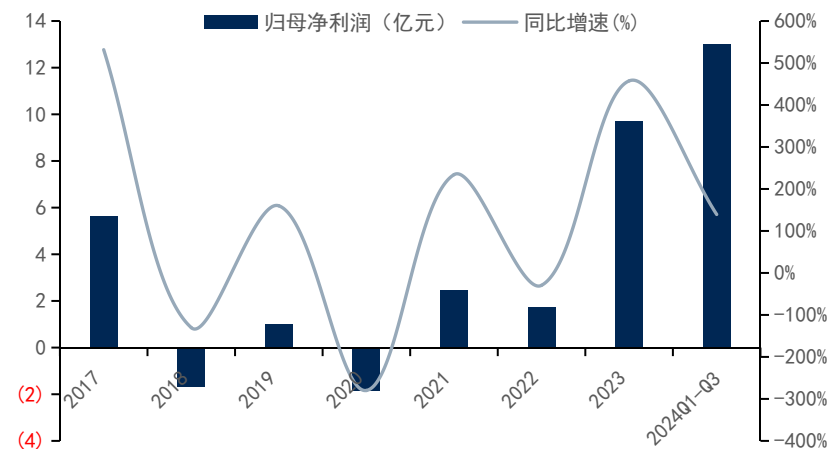
- 最差时候已经过去，经营步入正轨。**2019年2月23日，公司全资子公司银漫矿业采矿承包方的通勤车由辅助斜坡向井下运送其采矿工人时，车辆失控，撞向辅助斜坡巷道，造成重大运输安全事故，导致22人死亡，28人受伤。矿难发生后，银漫矿业于2019年2月24日进行停产停业整顿，选矿厂于2021年5月2日恢复生产，采区于2021年8月21日恢复生产，2022年是公司全面复产的第一个完整年。2024Q1-Q3公司实现营收32.96亿元，同比+35.96%；归母净利润13.00亿元，同比+139.40%；扣非归母净利润13.05亿元，同比+130.96%。
- 银漫技改后产量明显提升，收购FEG20%股权。**银漫矿业是公司的主力矿山，于2023年6-7月进行技改，技改后锡的产量有了明显提升。2023年公司锡产量为7769金属吨，2024年前三季度为6505金属吨，预计2024年全年产量为8500金属吨左右。2023年公司白银产量200吨，2024年前三季度176吨，预计全年产量233吨。另外，2024年9月公司与澳洲上市公司FEG签订《股权认购协议》，以每股0.2澳元的价格分三批认购FEG在澳大利亚证券交易所（ASX）向兴业黄金（香港）定向增发的普通股，占认购完成日其已发行股份的19.99%，合计交易金额约1424.73万澳元，折人民币约6656.79万元。FEG是一家勘探公司，在印尼的巽他岩浆弧上有三个矿业项目，在澳大利亚昆士兰州中部的德拉蒙德盆地和康纳斯弧地区有三个矿业项目，目前均处于勘探阶段，这些项目的矿产资源均以铜金矿为主。此次收购是公司实现“面向全球，布局产业延伸”战略目标的重要一步。

图：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：公司归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- 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。公司核心矿业资产位于内蒙古，实际控制人为赵满堂先生，截至2024Q3对公司持股5.25%。目前公司拥有银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业4座在产矿山，以及菜园子铜金矿、东晟矿业、德运矿业3座在建/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：盛达资源资源情况（截至2023年底）

	股权比例	生产状态	资源储量 (探明+控制+推断), 万吨	矿石量 银金属量, 吨	平均品位, 克/吨	金金属量, 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
银都矿业	62.96%	在产矿山	443.6	1146.2	260.0	11.0	3.4	20.5	5.8				
			158.9	11.9	68.0	0.9	0.7	1.1	1.0				伴生资源
金山矿业	67%→100%	在产矿山	1498.8	3144.2	209.8					9344.3	0.6	锰金属量361,300.63吨, 平均品位2.41%	
光大矿业	100%	在产矿山	223.3	366.1	163.9	6.8	1.6	14.3	3.5				
			191.8	62.6	32.7								伴生银矿
金都矿业	100%	在产矿山	574.9	659.6	265.6	9.6	1.7	10.0	1.7				
				35.3	10.8								铜金属量5,189.14吨, 品位0.09%
东晟矿业	70%	待产, 已取得采矿许可证	267.0	556.3	284.9	1.3	1.3	4.6	2.1				
				265.5	34.1	50.6	0.6	0.5	0.2	0.8	255.0	0.1	
鸿林矿业	53%→100%	在建, 已取得采矿许可证	605.6							17,049	2.82	铜金属量 29,015 吨, 平均品位0.48%	
德运矿业	54%	待产, 已取得采矿许可证	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				7012.0		34.4		88.8		26648.3			
2023年产量				145.1		1.3		2.5		148.0			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：公司于2024年11月发公告，拟以现金6.14亿元收购金山矿业剩余33%股权；2024年10月发布公告，拟以3.6亿元收购鸿林矿业剩余47%股权；目前均尚未完成交割

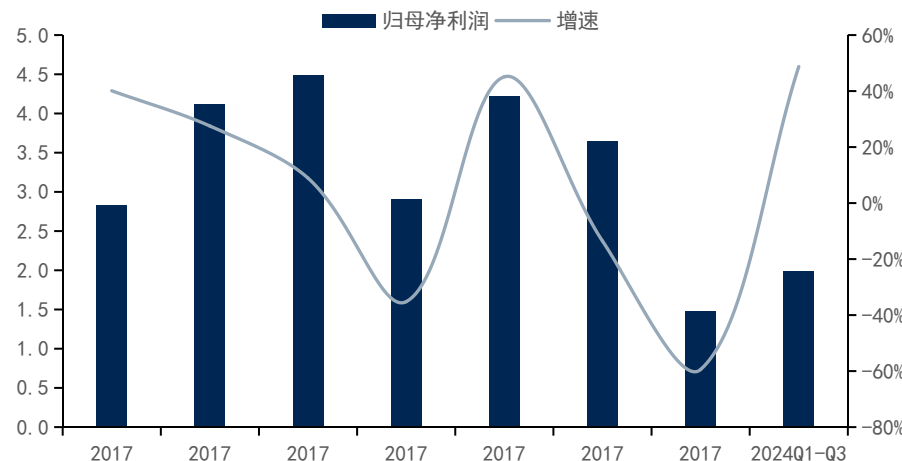
- 银铅锌精粉方面，银都矿业具备90万吨采选能力，目前年采选规模仅为50-60万吨。公司积极推进银都矿业北部1.43平方公里探转采相关手续的办理；东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿矿区建成后将通过与银都矿业签订委托加工协议由银都矿业代加工后进行销售，或直接将矿石销售给银都矿业。
- 银锭方面，为开采深部银金矿体及提高矿山效益，金山矿业自2023年10月开始对采矿工程和选厂进行技改，合计投资1.5亿元左右，技改已经于2024年9月末完成。金山矿业采矿证核准的生产规模为48万吨/年，技改完成后产能将逐渐提升至该水平。2024年11月，公司发布公告称拟以对价6.14亿元收购金山矿业剩余33%股权，收购完成后金山矿业将成为公司的全资子公司；且盛大集团作出业绩承诺，金山矿业2025-2027年累计净利润不低于4.7亿元，即平均每年不低于1.57亿元。
- 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；今年10月公告称拟以3.6亿元收购鸿林矿业剩余47%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2025年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。
- 2023年，公司银、铅、锌、黄金产量分别为145.09吨（同比-28.53%）、1.35万吨（同比-7.97%）、2.48万吨（同比-8.54%）、148.02千克（同比-40.82%）；2024Q1-Q3实现营业收入13.97亿元，同比下滑7.08%；归属于上市公司股东的净利润1.99亿元，同比增加48.73%。

图：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：公司归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

- 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。

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.GSI）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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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