



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年08月29日

基础数据

08月28日收盘价(元)	16.87
总市值(亿元)	116.40
总股本(亿股)	6.90

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师: 李怡然

S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

研究助理: 陈权

chenquan1@xyzq.com.cn

盛达资源(000603.SZ)

白银龙头重拾成长: 金银资源并举, 助力业绩弹性释放

投资要点:

- **国内白银龙头企业, 加快完善黄金资源布局。**公司目前拥有7座矿山资源, 其中在产3座银铅锌矿山(银都矿业、光大矿业、金都矿业)、1座银金矿山(金山矿业), 1座待产金矿山(鸿林矿业-菜园子铜金矿, 2024年公司实现对其全资控股), 2座待产银铅锌矿山(东晟矿业、德运矿业), 目前公司累计查明银金属量约1.2万吨、金金属量约34吨, 年采选能力近200万吨, 2024年公司白银产量达138.6吨金属量。
- **业绩增长隐忧渐消, 经营业绩重拾正轨。**过去两年公司经营业绩出现一定波动, 核心原因来自金山矿业的技改项目导致的白银产量下滑, 2023年子公司金业环保进行了商誉减值准备, 共同造成业绩阶段性承压。目前, 矿山技改已完成, 其产量正逐步恢复, 并且2024年公司收购其剩余股权成为全资控股的同时, 盛达集团做出承诺, 2025-2027年金山矿业累计净利润不低于4.7亿元, 低于承诺的部分集团层将向公司给予现金补偿。
- **存量矿山产量扩容, 待产矿山投产在即, 金银产量有望持续攀升。**公司目前正处在“甩开包袱, 加油干”的节点。短期看, 银都矿业1.43平方公里矿区以及金山矿业技改放量提供明显增量; 中期看, 待产银铅锌矿山预计2026年投产, 叠加菜园子铜矿逐步放量, 进一步支撑公司中长期业绩增长。**2024年公司白银产量为138.6吨金属量, 金产量125.25公斤, 根据我们测算, 2025-2027年公司白银产量(全口径)预计分别为174/216/270吨, 金产量预计分别为494/1285/1737千克。**
- **白银是黄金的“影子”, 经济是白银的“弹簧”, 白银高光时刻渐行渐近。**弱美元周期下, 金价长牛趋势引领银价中枢上行, 工业属性或放大白银弹性。经济周期看, 我们当前正处于美联储再度开启降息前的节点, 近期随着“大美丽法案”的通过, 意味着美国财政赤字未来10年或将增加3.3万亿美元, 货币宽松环境的背景下, 或成为刺激白银价格弹性的“放大器”。从供需属性来看短期内, 白银工业需求仍将保持增长, 长期供给硬约束趋势或将进一步支持全球白银供需紧张格局。
- **盈利预测与投资建议:**公司作为国内白银龙头, 在夯实存量白银矿山项目经营的基础上, 白银与黄金资源扩张布局并举, 有望进一步增厚业绩空间。我们认为, 站在当前时点, 短期有增量(银都矿业产量扩张+金山矿业产量恢复), 中期有接力(东晟矿业达产或贡献61吨白银)。此外, 菜园子铜金矿为公司贡献金矿业弹性。在弱美元周期大背景下, 金银价格中枢有望不断上移, 公司业绩或将迎来量价齐升, 我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为5.00/8.52/10.99亿元, EPS分别对应0.73/1.23/1.59元, 2025年8月28日收盘价对应PE分别为23.3/13.7/10.6倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 贵金属价格大幅波动风险; 待产矿山项目投产进度不及预期; 成本抬升风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2013	2819	3941	4676
同比增长	-10.7%	40.0%	39.8%	18.7%
归母净利润（百万元）	390	500	852	1099
同比增长	163.6%	28.3%	70.2%	29.1%
毛利率	48.5%	46.9%	53.2%	58.1%
ROE	12.8%	14.6%	20.6%	21.8%
每股收益（元）	0.57	0.73	1.23	1.59
市盈率	29.8	23.3	13.7	10.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 国内白银龙头企业，积极战略布局黄金资源	5
(一) 在产矿山经营稳健，扩张贵金属布局版图	5
(二) 业绩增长隐忧渐消，公司经营业绩重拾正轨	7
二、 在产矿山生产保持稳健，扩产增量增厚利润空间	8
(一) 在产白银矿山经营稳健，白银生产能力达 200 吨	9
(二) 白银资源扩产增量，金矿收购再添成长空间	12
三、 白银：金银比修复预期下，弹性空间较大	15
(一) 金银比：静待经济复苏下的金银比修复行情	15
(二) 供给端：长期供给有约束，重视需求变迁及新增动能	17
(三) 需求端：工业需求为主，光伏领域需求贡献新动能	24
四、 盈利预测与投资建议	29
五、 风险提示	31

图目录

图 1、 公司发展历程	5
图 2、 公司白银铅锌矿山资源布局情况	6
图 3、 公司股权结构情况（数据截至 2025Q1）	7
图 4、 2018-2024 年公司营收变化	7
图 5、 2018-2024 年公司归母净利润变化	7
图 6、 2018-2024 年公司收入结构占比变化	8
图 7、 2018-2024 年公司毛利结构占比变化	8
图 8、 2018-2024 年公司盈利能力变化	8
图 9、 2018-2024 年公司分产品盈利能力变化	8
图 10、 2017-2024 年公司铅锌产品产量变化	9
图 11、 2017-2024 年公司银金产品产量变化	9
图 12、 2025-2027E 公司白银产量预测	9
图 13、 2025-2027E 公司黄金产量预测	9
图 14、 2020-2024 年银都矿业营业收入变化	10
图 15、 2020-2024 年银都矿业净利润变化	10
图 16、 2020-2024 年金山矿业营业收入变化	11
图 17、 2020-2024 年金山矿业净利润变化	11
图 18、 2020-2024 年光大矿业营业收入变化	12
图 19、 2020-2024 年光大矿业净利润变化	12
图 20、 2020-2024 年金都矿业营业收入变化	12
图 21、 2020-2024 年金都矿业净利润变化	12
图 22、 金银比与美国制造业 PMI 呈现负相关，当前金银比位于 2000 年以来的较高位置	15
图 23、 白银的价格弹性体现为金银比的修复，往往发生于金银同涨期间 ..	16
图 24、 金银比的修复行情往往伴随着铜价的上涨	17
图 25、 近年全球白银供给增长缓慢	18
图 26、 2024 年全球白银储量主要分布在秘鲁、澳洲	18
图 27、 矿产银是主要的新增白银来源	19
图 28、 2024 各矿种矿产白银量占比	

图 29、	2010-2024 年各大洲白银供给变化.....	19
图 30、	2010-2024 年各国矿山白银供给占比变化.....	19
图 31、	2025 年，矿产银产量或将小幅增加 1.9%至 2.6 万吨.....	21
图 32、	银矿品位与平均产量变化.....	22
图 33、	12 个矿山的品位变化.....	22
图 34、	铜矿前期资本开支不足或将导致产量下降.....	24
图 35、	矿山投产周期不断延长.....	24
图 36、	2024 全球初级银矿生产成本.....	24
图 37、	白银近年需求呈现小幅下降趋势.....	25
图 38、	工业为主导的实物需求，投资需求相对较大.....	25
图 39、	2014 年以来白银需求占比变化.....	25
图 40、	2024 年工业需求同比增长 5.36%.....	26
图 41、	近十年电子电力需求占比 60%以上.....	26
图 42、	2011 年以来光伏用银量逐年增加.....	27
图 43、	白银库存或完成去化.....	28
图 44、	再生银回收高峰在 2030 年以后.....	28
图 45、	公司 2025 年业绩对银、锌价格敏感性分析.....	30

表目录

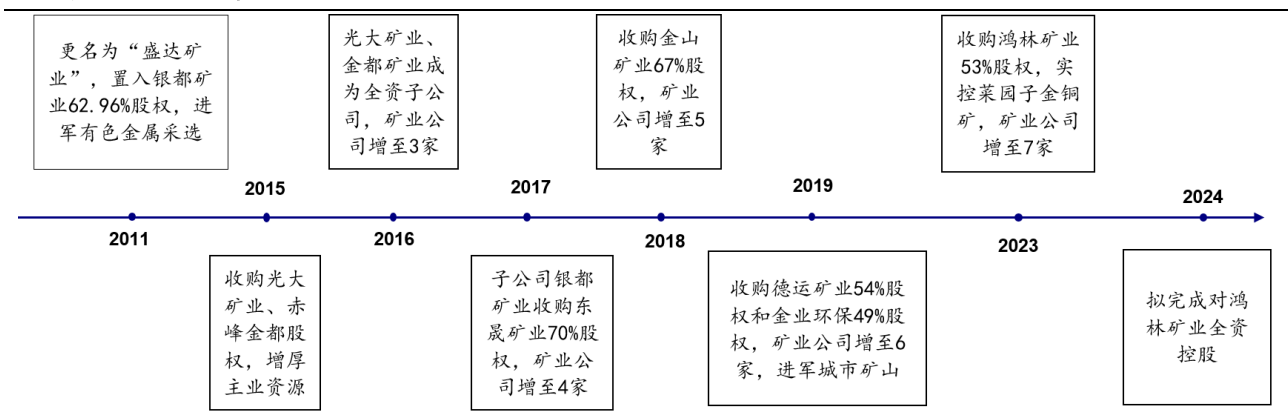
表 1、	2024 年公司主要矿山经营情况（亿元）.....	6
表 2、	银都矿业资源量情况（截至 2024 年）.....	9
表 3、	金山矿业资源量情况（截至 2024 年）.....	10
表 4、	光大矿业与金都矿业的资源量情况（截至 2024 年）.....	11
表 5、	银都矿业拜仁达坝（北矿区）资源量情况（截至 2024 年）.....	13
表 6、	东晟矿业资源量情况（截至 2024 年）.....	13
表 7、	鸿林矿业持有的菜园子铜金矿资源量情况（截至 2024 年）.....	14
表 8、	金银比修复阶段往往发生于金银同涨期间.....	16
表 9、	2024 年全球白银矿业企业 CR10 达到 33%（白银产量，百万盎司）	19
表 10、	全球前 30 大矿山产量变化（百万盎司）.....	22
表 11、	不同光伏银浆替代技术的优劣势分析.....	26
表 12、	全球白银供需平衡表（万吨）.....	28
表 13、	公司盈利预测核心假设.....	29
表 14、	公司核心财务数据及预测.....	30
表 15、	可比公司估值情况（截至 2024 年 8 月 28 日数据）.....	31

一、国内白银龙头企业，积极战略布局黄金资源

(一) 在产矿山经营稳健，扩张贵金属布局版图

国内白银龙头企业，外延并购金矿业务，贵金属资源谋篇布局更上一层楼。2011年，公司通过资产置换方式借壳上市，并收购银都矿业 62.96% 股权，正式进军有色金属矿采选行业。2016年，公司顺利收购光大矿业与赤峰金都 100% 股权，旗下矿业公司增至 3 家；2017-2019 年，相继收购东晟矿业、金山矿业、德运矿业和金业环保，旗下矿业公司增至 6 家并将业务延伸至城市矿山领域。2023 年，公司收购鸿林矿业 53% 股权，实现对菜园子铜金矿的控制权，并在 2024 年实现全资控股，进一步完善贵金属领域战略布局。目前公司已成为国内白银矿产龙头企业，2024 年全年白银产量 138.6 吨金属量，随着白银新增项目扩产有序落地以及菜园子铜金矿的投产，有望进一步夯实贵金属领域的战略布局，提升优质贵金属矿产资源的保有量。

图1、公司发展历程

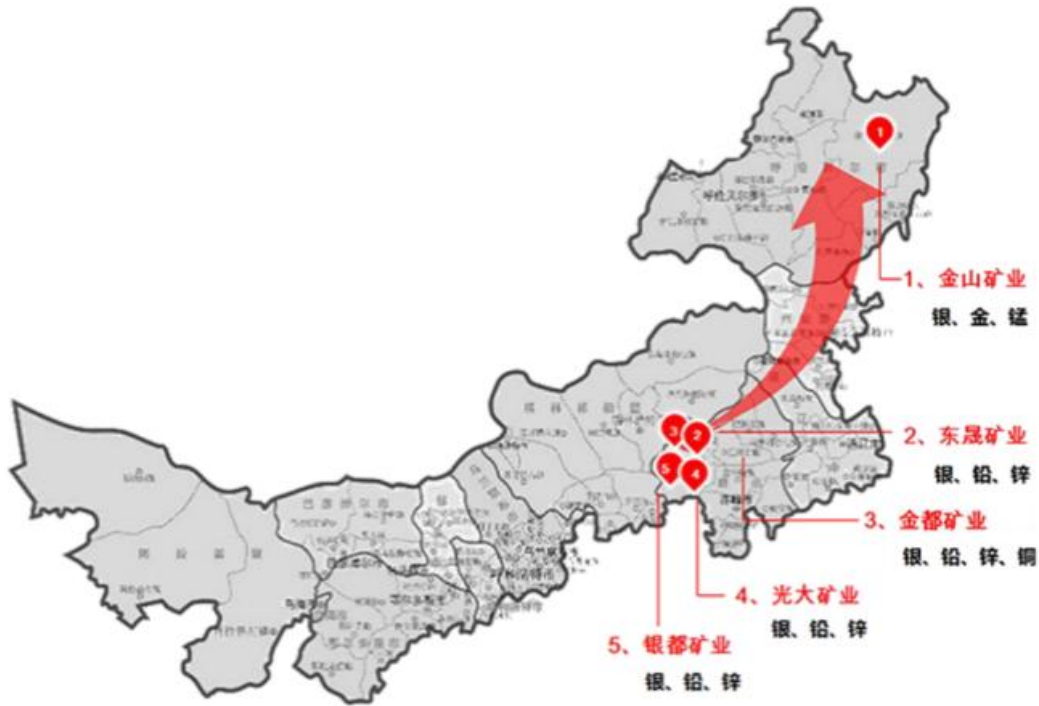


数据来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

白银矿山资源夯实经营业绩底座，控股 7 座矿山资源。公司贵金属业务主要以销售银锭、黄金以及含银铅精粉、含银锌精粉为主，目前拥有 7 座矿山，其中在 3 座银铅锌矿山（银都矿业、光大矿业、金都矿业），1 座银金矿山（金山矿业），1 座待产金矿山（菜园子铜金矿），2 座待产银铅锌矿山（东晟矿业、德运矿业）。

- **在产矿山：**银都矿业拜仁达坝银多金属矿产能 90 万吨/年；金都矿业十地矿区产能 30 万吨/年；光大矿业大地矿区产能 30 万吨/年；金山矿业额仁陶勒盖银矿产能 48 万吨/年。
- **待产矿山：**白银方面，东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿已处于在建状态，建成后产能 25 万吨/年（预计 2026 年投产）；德运矿业巴彦包勒格铅锌多金属矿目前处于待建状态，建成后产能可达 90 万吨/年。**黄金方面，**鸿林矿业菜园子铜金矿已处于在建状态，建成后产能 39.6 万吨/年（预计 2025Q3 试生产）。

图2、公司白银铅锌矿山资源布局情况



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

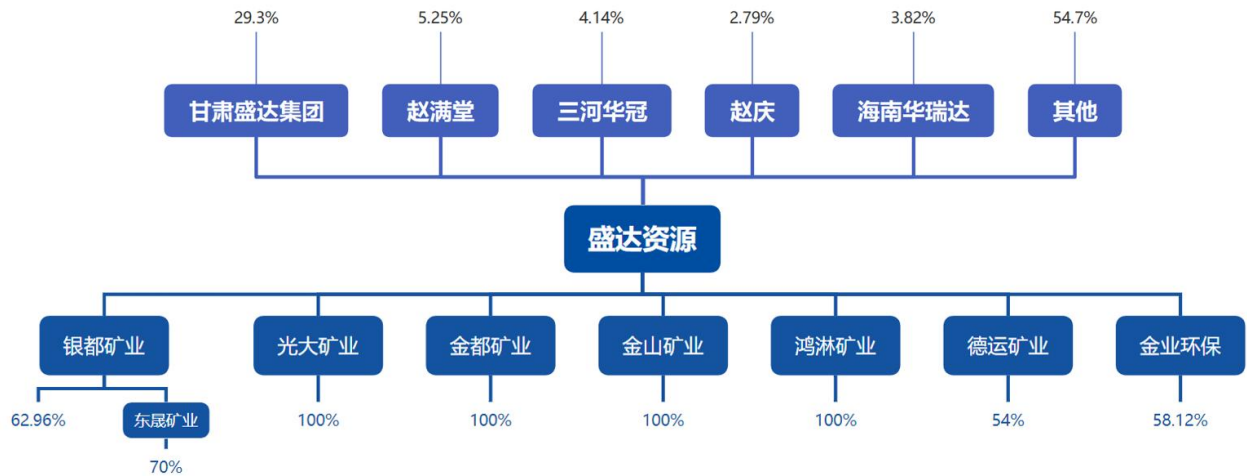
表1、2024 年公司主要矿山经营情况（亿元）

子公司名称	主营品种	营业收入	营业利润	净利润
银都矿业	银、铅、锌	7.15	4.39	3.70
光大矿业	银、铅、锌	6.27	0.41	0.25
金都矿业	银、铅、锌	2.579	0.66	0.56
金山矿业	银、金	2.52	0.23	0.08

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司股权集中度较高，实控人为赵满堂。公司控股股东为甘肃盛达集团，持股 29.3%，实际控制人为赵满堂先生，截至 2025Q1，公司一致行动人间接或直接持有共计 41.48%的表决权，其中盛达集团、三河华冠、赵满堂、赵庆持股比例分别为 29.30%、4.14%、5.25%、2.79%，合计 41.48%。

图3、公司股权结构情况（数据截至 2025Q1）

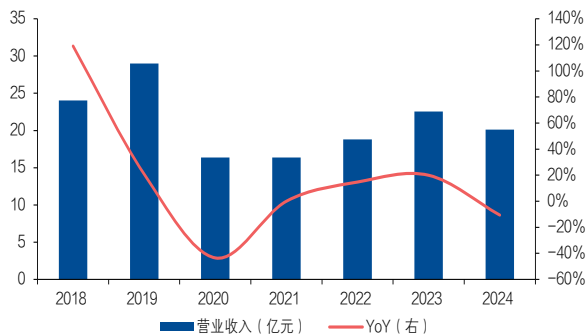


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）业绩增长隐忧渐消，公司经营业绩重拾正轨

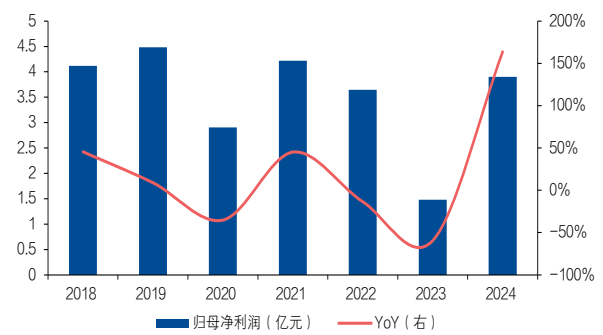
业绩增长困扰渐消，主营产品产量稳步回升。2020 年以来，公司营业收入增长相对稳定，但其归母净利润在 2023 年出现明显下滑，同比下滑 59.4%，出现增收不增利的情况。收入方面，低毛利的贸易业务收入体量明显增加，导致收入规模整体提升明显；利润方面，值得注意的是，2023 年公司归母净利润表现明显低于营收表现，核心原因是金山矿业作为主力矿山实施技术改造，造成当期白银产量大幅下降，对公司利润造成拖累；此外，2023 年公司针对子公司金业环保计提了商誉减值准备，叠加当期铅锌价格整体走势疲软等原因，也对公司当期利润造成一定拖累。2024 年随着金山矿业技改完成，其产量逐步回升，叠加金属价格大幅上涨，助推公司业绩量价齐升。2025 年以来，造成公司业绩大幅波动的拖累因子正逐渐消散，随着公司主营产品的产销量不断提升，业绩有望重拾增长。

图4、2018-2024 年公司营收变化



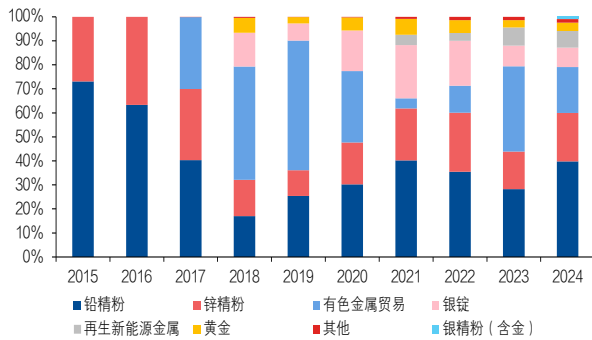
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2018-2024 年公司归母净利润变化



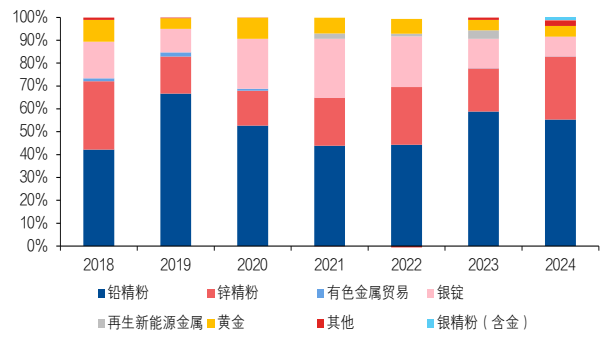
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2018-2024 年公司收入结构占比变化



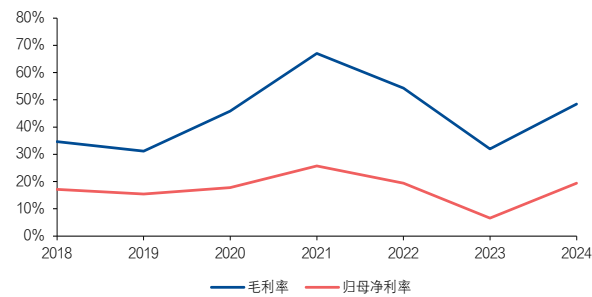
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2018-2024 年公司毛利结构占比变化



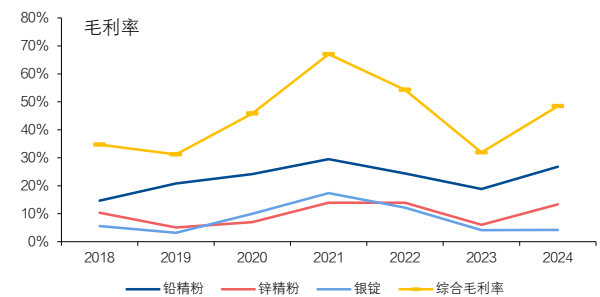
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2018-2024 年公司盈利能力变化



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、2018-2024 年公司分产品盈利能力变化

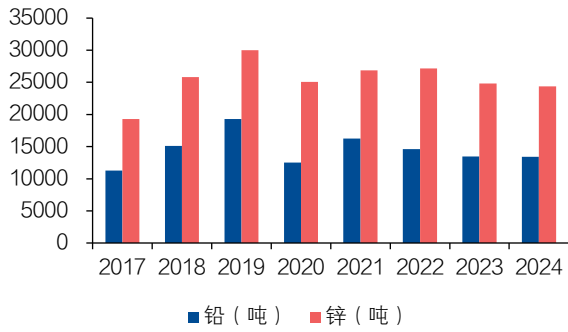


数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、在产矿山生产保持稳健，扩产增量增厚利润空间

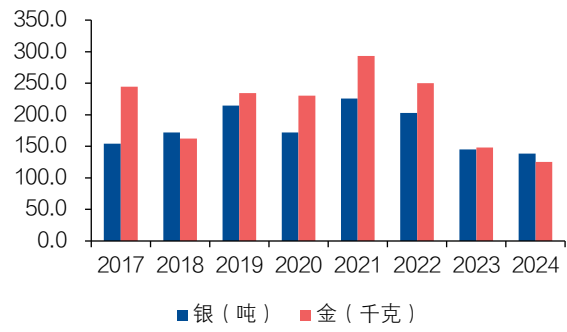
在产矿山生产相对稳健，待产矿山资源禀赋优势明显，支撑公司中长期业绩增长。我们上文针对公司旗下现有矿山情况进行了简要梳理，其中 3 座在产银铅锌矿山，1 座在产银金矿，1 座待产金矿，2 座待产银铅锌矿山。从公司过往的主要产品的产量变化看，2017-2022 年主要产品产量稳中有升，但受金山矿业项目技改的影响，公司整体白银产量出现较为明显的下滑，通过接近 2 年的项目技改优化，金山矿业的生产已全面恢复，产量逐步爬升，公司目前正甩去“包袱”夯实根基。而在贵金属长牛周期的加持之下，公司多个优质待产项目投产规划的有序推进，有望助力公司加速迈向“未来”。**短期视角**，银都矿业 1.43 平方公里矿区以及金山矿业技改放量提供明显增量；**中期视角**，待产银铅锌矿山预计 2026 年投产，叠加菜园子金铜矿逐步放量，进而支撑公司中长期业绩增长。**2024 年公司白银产量为 138.6 吨金属量，金产量 125.3 公斤，根据我们测算，2025-2027 年公司白银产量(全口径)预计分别为 174/216/270 吨，金产量预计分别为 494/1285/1737 千克。**

图10、2017-2024 年公司铅锌产品产量变化



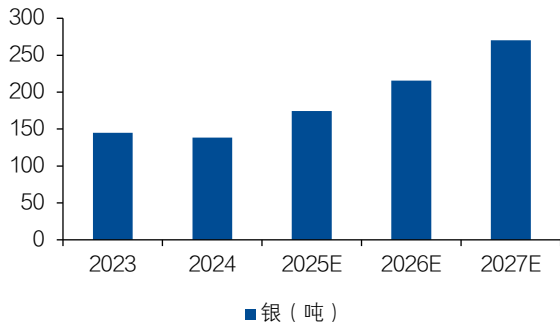
数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、2017-2024 年公司银金产品产量变化



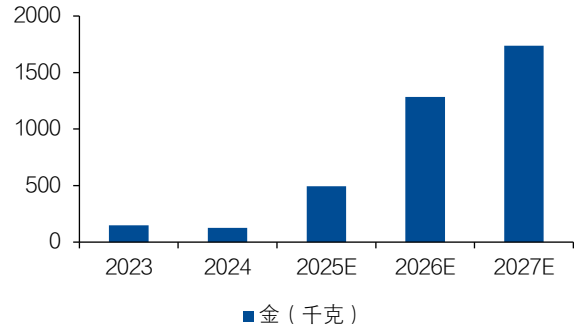
数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2025-2027E 公司白银产量预测



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图13、2025-2027E 公司黄金产量预测



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

(一) 在产白银矿山经营稳健, 白银生产能力达 200 吨

1. 银都矿业: 老牌白银矿山, 白银年产量达 50 吨

银都矿业作为公司主力白银矿山, 年产白银金属量 50 吨, 是公司当前利润的主要来源。银都矿业位于内蒙古克什克腾旗, 矿石采选规模为 50-60 万吨/年, 截至 2024 年底, 银都矿业的银铅锌共生资源量矿石量为 544.2 万吨, 其中银金属量 1182.5 吨, 平均品位 239.28 克/吨; 铅金属量 12.22 万吨, 平均品位 2.74%; 锌金属量 23.05 万吨, 平均品位 4.73%。公司目前持有银都矿业 62.96% 股权, 目前其年矿石处理能力约为 50 万吨, 对应年产出白银产量约 60 万吨, 2024 年银都矿业营业收入 7.15 亿元, 净利润为 3.7 亿元。

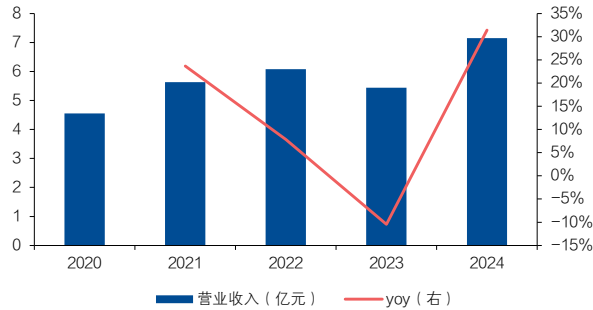
表2、银都矿业资源量情况 (截至 2024 年)

资源量矿石量 (探明+控制+推断): 544.2 万吨		
	金属量 (吨)	平均品位
银	1182.5	239.28 g/t
铅	122208.1	2.74%
锌	230457.1	4.73%
保佑伴生资源量矿石量 (探明+控制+推断)		
	金属量 (吨)	平均品位
银	34	54.49 g/t

铅	5153.8	0.54%
锌	3945.5	0.69%

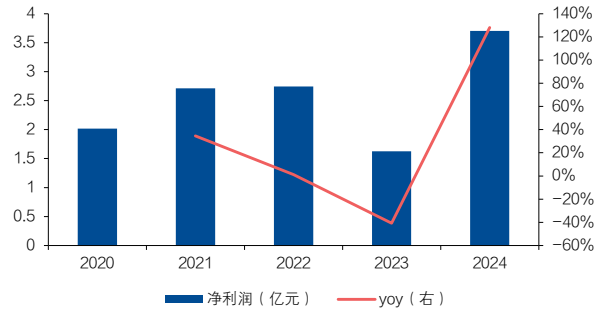
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2020-2024年银都矿业营业收入变化



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、2020-2024年银都矿业净利润变化



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 金山矿业：国内优质独立大型白银矿山，矿石年处理量达 48 万吨

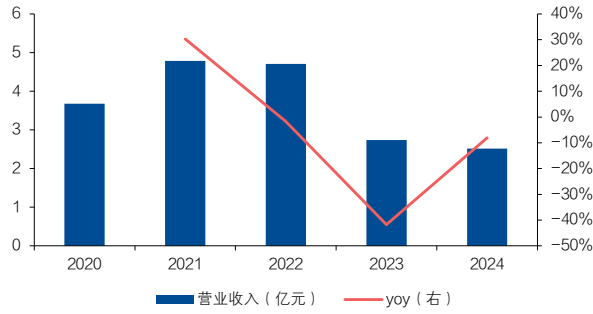
金山矿业是国内白银储量、生产规模最大的独立大型银矿山之一，年矿石处理量达 48 万吨。金山矿业（额仁陶勒盖矿区）位于内蒙古新巴尔虎右旗，金山矿业的生产规模达 48 万吨/年，公司此前持有其 67% 股权，2024 年 11 月公司以 6.14 亿元现金从盛达集团收购了其剩余 33% 股权，成为公司全资子公司。截至 2024 年底，金山矿业额仁陶勒盖矿区 III - IX 矿段银矿采矿许可证范围内拥有保有资源储量矿石量为 1451.25 万吨，银金属量 3076.37 吨，平均品位 211.98 克/吨，金金属量 8988.09 千克，平均品位 0.62 克/吨，锰金属量 35.0 万吨，平均品位 2.41%。2024 年金山矿业营业收入达 2.52 亿元，净利润为 831.4 万元，与过去两年相比波动较大，主要受矿山技改期间产量下滑所致，随着当前金山矿业技改完成并顺利爬坡，2025 年其业绩或将逐步回升。

表3、金山矿业资源量情况（截至 2024 年）

资源量矿石量（探明+控制+推断）：1451.25 万吨		
	金属量	平均品位
银	3076.37 吨	211.98 g/t
金	8988.09 千克	0.62 g/t
锰	35.0 万吨	2.41%

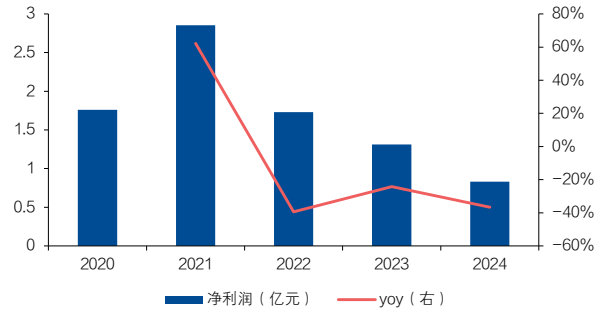
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、2020-2024年金山矿业营业收入变化



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、2020-2024年金山矿业净利润变化



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 光大矿业+金都矿业：生产经营稳定，白银年产量共达 55 吨

公司除此前在产两座主力白银矿山资源外，光大矿业和金都矿业与其相比，在矿石处理量、白银品位上相对较小，两者年矿石处理量共计约 55 万吨，对应白银年产量约 55 吨。

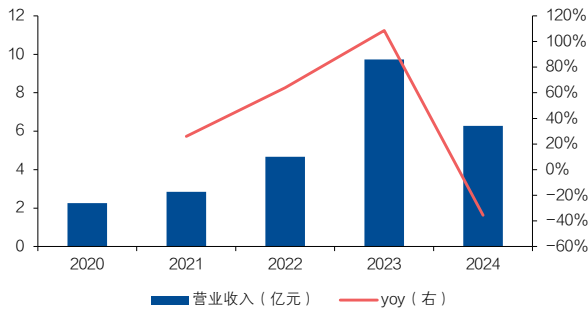
- **光大矿业：**光大矿业（大地矿区）位于内蒙古克什克旗，根据公司公告，截至 2024 年底其保有资源量矿石量为 385.7 万吨，银金属量 324.3 吨，平均品位 163.37 克/吨，铅金属量 6.3 万吨，平均品位 1.63%，锌金属量 13.26 万吨，平均品位 3.44%。公司目前持有光大矿业 100% 股权，2024 年营业收入 6.27 亿元，净利润 0.25 亿元。
- **金都矿业：**金都矿业（十地矿业）位于内蒙古克什克旗，根据公司公告，截至 2024 年底其保有资源量矿石量为 545.4 万吨，银金属量 639.62 吨，平均品位 264.64 克/吨，铅金属量 9.04 万吨，平均品位 1.66%；锌金属量 9.41 万吨，平均品位 1.73%。公司目前持有金都矿业 100% 股权，2024 年营业收入 2.6 亿元，净利润 0.56 亿元。

表4、光大矿业与金都矿业的资源量情况（截至 2024 年）

光大矿业：资源量矿石量（探明+控制+推断）：385.7 万吨		
	金属量（吨）	平均品位
银	324.3	165.37 g/t
铅	63013.1	1.63%
锌	132632.1	3.44%
金都矿业：资源量矿石量（探明+控制+推断）：545.4 万吨		
	金属量（吨）	平均品位
银	639.62	264.64 g/t
铅	90396.3	1.66%
锌	94110.7	1.73%

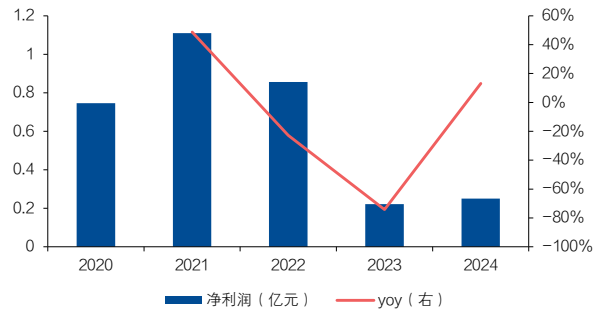
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、2020-2024年光大矿业营业收入变化



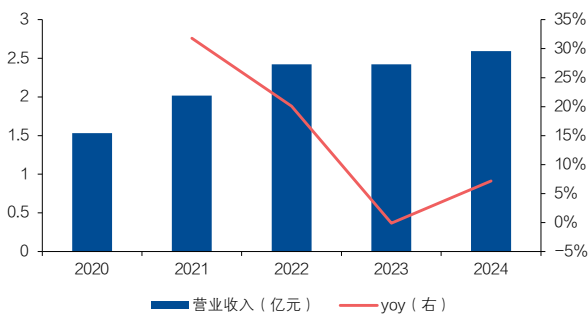
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、2020-2024年光大矿业净利润变化



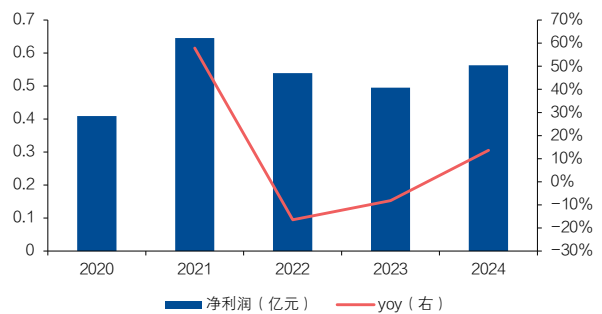
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2020-2024年金都矿业营业收入变化



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、2020-2024年金都矿业净利润变化



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）白银资源扩产增量，金矿收购再添成长空间

1. 金山技改顺利完成，产量有望持续攀升

金山矿业技改完成，降本增效措施有望逐步凸显。金山矿业作为公司核心白银资源之一，随着矿山开采深度的增加，金山矿业井下标高420米（六中段以下）矿石性质已过渡为原生多金属矿，出于降低开采成本、提升金银回收率等因素的考量，公司于2023年8月开始针对该项目进行选矿厂技术改造，并于2024年9月如期完成改造计划，对矿山深部基建工程及2号井、5号井断面扩修等其他配套工程及设施改造，将原处理锰银氧化矿的3000t/d全泥氰化生产工艺改造成处理原生矿的浮选生产工艺，3000t/d生产线浸银车间已被改造为浮选车间、精矿脱水车间及精矿库，目前矿山产量爬坡顺利，在满足年产48万吨生产规模的同时，生产成本较技改前有望进一步下降。

2. 银都矿业产量扩容，东晟矿业投产增量可期

银都矿业新增探矿权，有望进一步扩容白银产量。银都矿业2005年建成投产，2012年具备了采选矿产能90万吨/年的生产能力。该矿山作为公司老牌白银矿山，已经服役20年之久，开采深度不断下探，开采难度不断增加，目前该矿山矿石年处理量为50至60万吨的规模，为进一步巩固生产能力及开拓增量空间，公

公司于 2024 年 2 月获得拜仁达坝（北矿区）探矿权，勘探面积达 1.43 平方公里，且探矿权与采矿权两区坐标属无缝相连，矿业权人均均为银都矿业。其涉及资源量矿石量为 204.9 万吨，其中银金属量 212 吨，平均品位 119.50 克/吨；铅金属量 20912 吨，平均品位 1.19%；锌金属量 41874 吨，平均品位 2.09%。目前公司正积极推进银都矿业的矿业权整合，若采矿权证审批通过，短期内该矿山或能形成有效增产，根据我们测算，北矿区预计将为银都矿业每年扩容约 10 吨的白银产量。

表5、银都矿业拜仁达坝（北矿区）资源量情况（截至 2024 年）

资源量矿石量（探明+控制+推断）：204.9 万吨		
	金属量（吨）	平均品位
银	212	119.5 g/t
铅	20912	1.19%
锌	41874	2.09%
伴生资源量矿石量（探明+控制+推断）：28.4 万吨		
	金属量（吨）	平均品位
银	7	32.41 g/t
铅	453	0.17%
锌	218	0.45%
铜	1500	0.1%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

东晟矿业投产在即，高品位白银矿区，有望贡献年产 61 吨白银增量。东晟矿业（巴彦乌拉银多金属矿）位于内蒙古克什克腾旗，其成立于 2005 年，公司子公司银都矿业于 2017 年完成对其 70% 股权的收购，公司间接持有 70% 股权。截至 2024 年底，东晟矿业的资源量矿石量达 267 万吨，银金属量 556.32 吨，平均品位 284.90 克/吨；铅金属量 13052 吨，平均品位 1.32%；锌金属量 46002 吨，平均品位 2.05%。自 2024 年 7 月公司收到当地矿及有关部门关于项目建设用地批复后，目前基建工程和井建工程正有序推进，项目建成后东晟矿业将形成年矿石处理量 25 万吨的生产规模，建设周期约为 2 年，我们预计对应白银年产量约对 61 吨。该项目拥有超过 280 克/吨的白银品位，将在现有存量矿山扩容的基础上，进一步增厚公司白银产量规模。

表6、东晟矿业资源量情况（截至 2024 年）

资源量矿石量（探明+控制+推断）：267 万吨		
	金属量（吨）	平均品位
银	556.32	284.9 g/t
铅	13052	1.32%
锌	46002	2.05%
伴生资源量矿石量（探明+控制+推断）：265.5 万吨		
	金属量（吨）	平均品位
银	34.06	50.6 g/t
铅	5522	0.45%
锌	2347	0.77%

金	255 (千克)	0.12 g/t
镓	32.01	12.7 g/t
砷	11403	0.55%
硫	123917	6.18%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

德运矿业为公司待建项目，适时推进项目开发建设。公司持有德运矿业 54% 股权，旗下拥有内蒙古自治区阿鲁科尔沁旗巴彥包勒格区铅锌多金矿，根据公司公告，截至 2024 年底，该矿山拥有资源量矿石量 1811 万吨，其中银金属量 612 吨，平均品位 140.45 克/吨；铅金属量 16620 吨，平均品位 1.58%；锌金属量 361160 吨，平均品位 2.60%。公司已于 2024 年 2 月取得采矿权证，证载生产规模达到 90 万吨/年，矿区面积为 2.3206 平方公里，开采深度由 668 米至-60 米标高共有 8 个拐点圈定。此外，德运矿业还拥有一宗巴彥包勒格区铅锌多金属矿勘探的探矿权，勘查面积 33.2873 平方公里。目前，德运矿业正在进一步开展探矿和相关手续办理工作。

3. 外延并购金矿资源，金银并举双轮驱动

菜园子铜金矿作为中大型待产铜金矿山，有望成为公司业绩增长“第二翼”。鸿林矿业持有的菜园子金铜矿项目为中大型待产铜金矿山，公司于 2023 年 11 月增资收购鸿林矿业 53% 股权，于 2024 年 10 月进一步收购其剩余 47% 股权，实现对其 100% 的控股。该项目证载生产规模为 39.60 万吨/年，矿综合回收率为 90.28%，金属含碳、砷量较低，开采成本可得到较好控制，累计查明资源量矿石量 605.6 万吨，金金属量 17049 千克，平均品位 2.82 克/吨；铜金属量 29015 吨，平均品位 0.48%。低品位矿体资源量矿石量 39.4 万吨，金金属资源量 120 千克，平均品位 0.30 克/吨；铜金属资源量 1164 吨，平均品位 0.30%。

根据公司公告，菜园子铜金矿于 2019 年 11 月获得采矿许可证，生产规模约为 39.6 万吨/年，2024 年 3 月公司获得该项目的临时使用土地的批复后，该项目恢复建设，目前其各项采选工程建设有序推进，公司预计 2025 年 7-9 月开始试生产，我们预计 2026 年该项目有望实现达产，根据公司公告披露的数据，我们预计菜园子铜金矿达产后有望贡献黄金产量超 1 吨，在当前金价中枢上行的长牛周期下，预计将为公司贡献可观利润增量。

表7、鸿林矿业持有的菜园子铜金矿资源量情况（截至 2024 年）

资源量矿石量（探明+控制+推断）：605.6 万吨		
	金属量	平均品位
金	17049 千克	2.82 g/t
铜	29015 吨	0.48%
低品位矿体资源量矿石量（探明+控制+推断）：39.4 万吨		
	金属量	平均品位
金	120 千克	0.3 g/t
铜	1164 吨	0.30%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

三、白银：金银比修复预期下，弹性空间较大

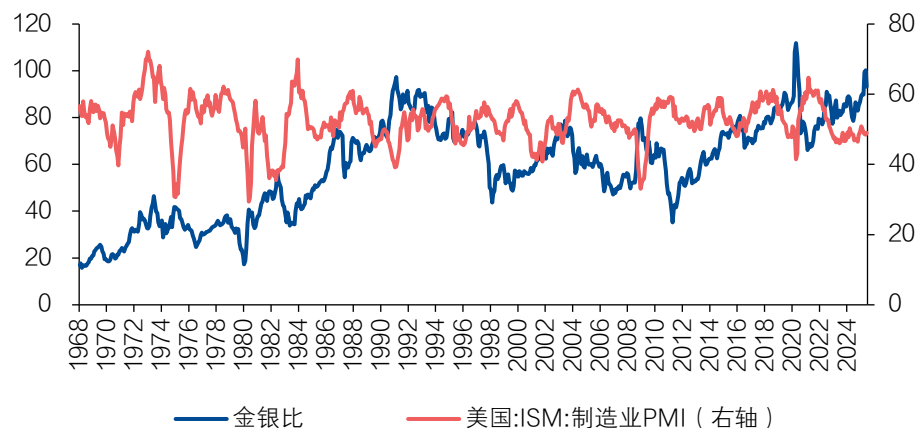
美元周期确定白银方向，工业属性放大白银弹性。根据我们的白银分析框架，我们对待白银弹性分析并非简单的测算供需平衡表或者展望长期的供需关系，这不仅可能令基于此视角的基本面分析失效，也会难以把握投资节奏。通过分析 1970 年代以来的金银价格走势、金银比走势与铜价走势，我们认为美元周期确定白银方向，工业属性放大白银弹性。当前，地缘扰动与通胀上行的预期，金银易涨难跌，较低的金银比具备修复空间，美国已经进入降息周期，2025-2026 年仍具备持续降息的可能性，工业属性加持下的白银值得高度重视。

（一）金银比：静待经济复苏下的金银比修复行情

金银比的拉大源于经济下行周期，白银的工业属性受抑制，白银的弹性或者金银比的向下修复是因为工业属性的发挥，而这往往依赖大的经济或者财政周期。美联储降息周期，静待经济复苏下的金银比修复行情。

截至 2025 年 6 月，金银比为 93.3，1968 年以来的平均值为 58.7，2000 年以来的平均值为 68.7，2000 年以来的极值点为 2020 年 4 月的 111.95，当前位于 2000 年以来的第二高点位置。金银比的持续拉大源于货币超发带来的流动性空转，金银比与铜价、美国制造业 PMI 指数往往呈现负相关关系，从历史看，金银比的拉大往往伴随着 PMI 指数和铜价的下行，这意味着经济周期的下行，而金银比的修复，往往伴随着经济复苏周期中金、银、铜的齐涨，这也往往是最后一涨。

图22、金银比与美国制造业 PMI 呈现负相关，当前金银比位于 2000 年以来的较高位置



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

工业需求与金融属性兼备的弹性品种。工业角度，白银在过去常常被用来制作精美的银器、首饰以及货币而流通，随着工业的发展，白银因其优秀的电热传导等特性被广泛应用于工业、电子、光伏等行业。而白银同时也具备贵金属的稀缺性，

目前仍具有货币属性和投资价值。回顾过去白银与黄金的价格走势。**长视角看**，白银的趋势性涨幅往往不及黄金，市场对于白银的常规定位往往认知为“补涨标的”，但银价在某些阶段的弹性远超“补涨”的狭义范畴，究其原因是在兼具贵金属特性之外，商品属性令其具备相当可观的弹性表现，背后反应的是白银50%来自工业领域的需求处于上升阶段的阶段性表现。

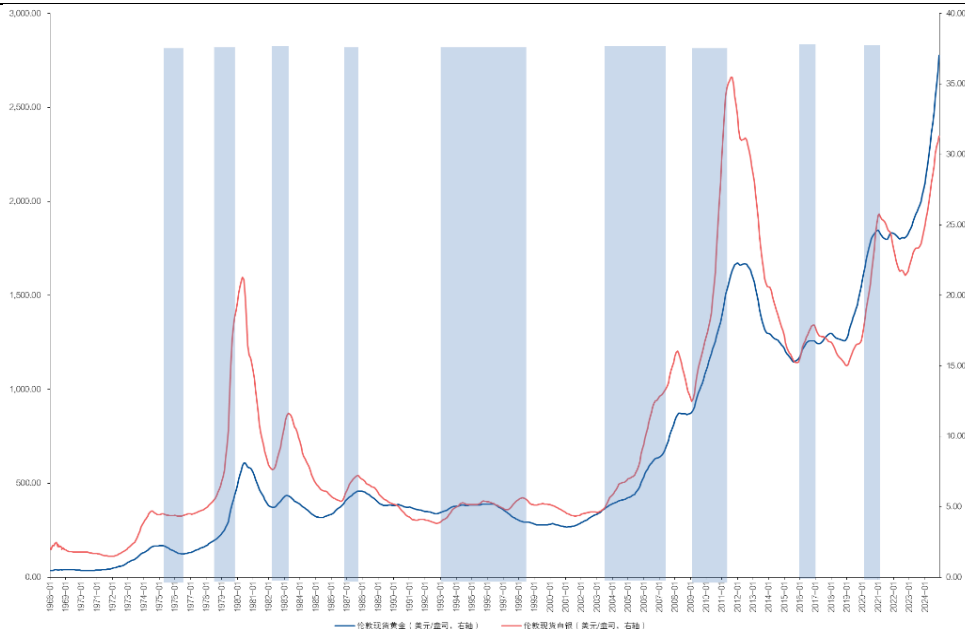
白银的价格弹性体现为金银比的修复，往往发生于金银同涨期间。我们复盘 1970s 以来黄金、白银的走势，金银比较大幅度修复一共发生 9 段，其中 7 段发生于金银同涨期间，1 段发生在金银同跌期间，1 段发生于金跌银涨期间。金银比的平均修复幅度为 25%，白银的平均价格涨幅为 94%。

表8、金银比修复阶段往往发生于金银同涨期间

起始时间	结束时间	黄金变动	白银变动	金银比变动	铜变动
1975-02	1976-09	-26%	-0.5%	-26%	9%
1978-07	1979-10	113%	228%	-26%	57%
1982-04	1983-05	15%	52%	-24%	5%
1986-10	1987-10	19%	32%	-9%	52%
1992-12	1998-05	-14%	46%	-40%	-23%
2003-06	2007-02	78%	167%	-33%	304%
2009-04	2011-05	69%	165%	-36%	99%
2015-12	2016-12	8%	17%	-8%	8%
2020-02	2021-05	12%	43%	-23%	58%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、白银的价格弹性体现为金银比的修复，往往发生于金银同涨期间

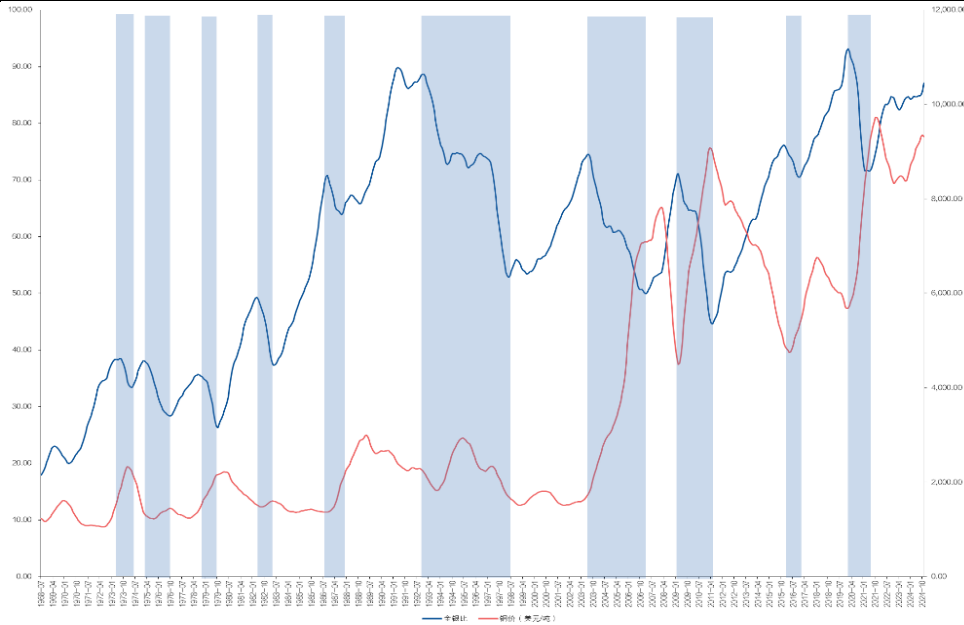


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

白银的弹性或者金银比的向下修复是因为工业属性的发挥，而这往往依赖大的经济或者财周期。我们认为，白银的价格弹性是由工业属性带来的，而这依赖经济

济上行周期或者流动性宽裕周期，不仅仅白银，铜等大宗商品亦是如此。我们用“工业之母”铜的价格走势代替经济周期或者经济周期，会发现，当金银比出现向下修复时，铜价都处在较为强势的上涨阶段，9段金银比向下修复阶段，其中8段铜价处于上涨期，铜平均价格涨幅为74%。

图24、金银比的修复行情往往伴随着铜价的上涨



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

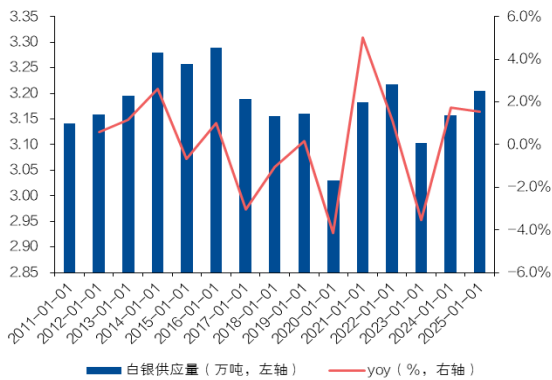
美联储降息周期，静待经济复苏下的金银比修复行情。我们认为，美元周期定方向，金银长期中枢上移的趋势不变；工业属性扩弹性，当经济周期上行或者宽财政宽流动性时，金银比的阶段性修复行情会彰显白银价格的弹性。当前，外国投资者持有美国国债占比持续下降，根据特里芬悖论，美元无法保持长期的稳定性，去美元化正徐徐展开，货币属性的回摆将持续抬升金银的价格中枢。从经济周期角度看，当前位于美联储降息周期，美联储缩表已结束并很有可能开启扩表周期，宽货币流动性阶段逐步确立，根据美林时钟理论，虽然当前美国经济在关税扰动下情势不容乐观，但是经济必将迎来回暖，在经济复苏阶段，金银比或将下修，白银价格弹性空间或将打开。

（二）供给端：长期供给有约束，重视需求变迁及新增动能
白银供给约束为银价的长期上涨提供的坚实基础。白银矿山供给端呈现两个特征，一是矿山分布相对集中，二是来源主要为伴生矿，长期供给受限。与铜矿供给类似，也存在供给收紧的约束，预计在未来的一段时间内全球并无明显的新增供给，特别是白银产出多以铅锌伴生矿产出，供给刚性约束更为明显，这将为后续上升阶段弹性埋下伏笔。

1. 白银储量相对集中，产量增速缓慢

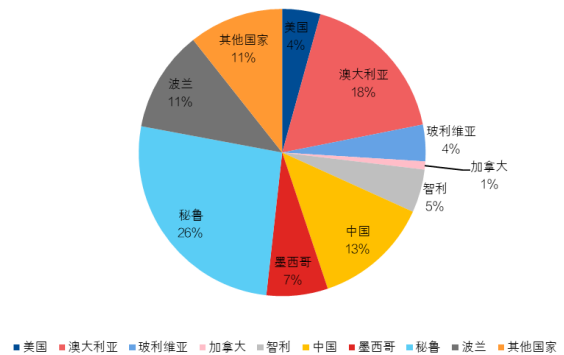
白银储量相对有限,地理分布相对集中。2024 年全球白银资源储量可达 64 万吨,资源主要集中在美国、澳大利亚、智利、中国、墨西哥、秘鲁、波兰等七个国家,占全球总量约 70%,集中度相对较高。以 2024 年全球白银生产能力 2.55 万吨来计算,静态储采比约为 25 年。根据世界白银协会数据,2024 年全球白银供应达 3.16 万吨,同比增长 1.7%,与 2023 年相比出现小幅增长,预计 2025 年全球白银供应会继续回暖,达到 3.21 万吨,同比增速约 1.5%。

图25、近年全球白银供给增长缓慢



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2025 年为预测值

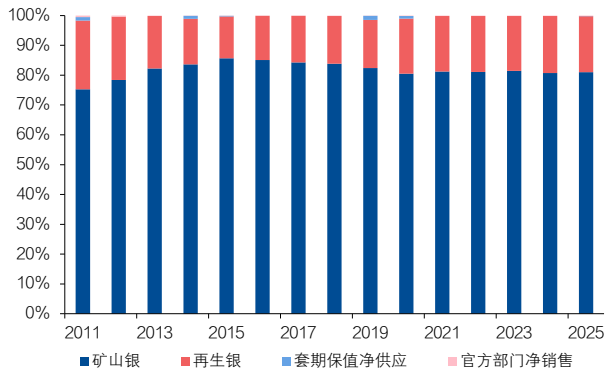
图26、2024 年全球白银储量主要分布在秘鲁、澳洲



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

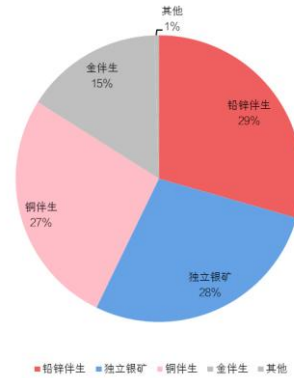
矿产银是白银供给的主要来源，其中铅锌矿半生的副产银居多。长期以来矿产银占白银总供给的 80%以上，20%左右来自回收后产生的再生银。矿产银中，纯银单体矿山相对较少，更多以硫化物形式伴生于其他矿产品种之中，多于铜、铅锌等矿山共生。根据 Metals Focus 数据，2024 年，全球矿山银产量同比增长 0.9% 至 2.55 万盎司，主要系澳大利亚铅/锌矿产量的增加以及墨西哥随着 Newmont 的 Peñasquito 恢复满负荷生产而恢复供应。从来源矿山看，2024 年矿产银产量中来自铅锌矿山、铜矿矿山、黄金矿山的比例分别为 29%、27%、15%，来自银矿矿山（白银为其主要收入来源）的比例仅为 28%。

图27、矿产银是主要的新增白银来源



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

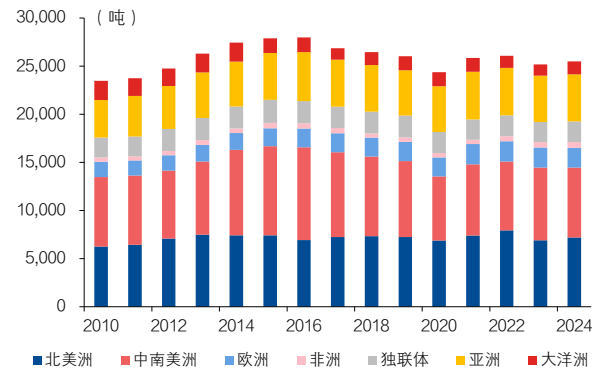
图28、2024 各矿种矿产白银量占比



数据来源: Metals Focus, 兴业证券经济与金融研究院整理

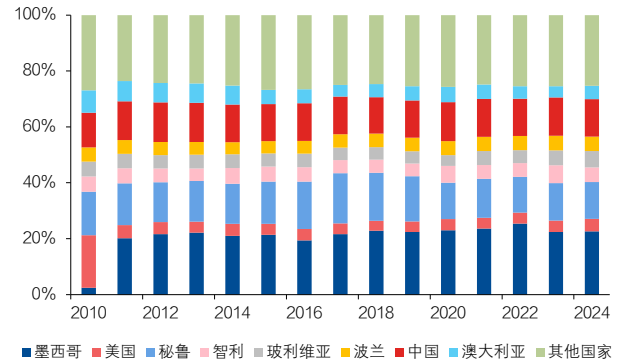
矿山白银供给相对集中，CR10 达到 33%。分地区看，白银主要集中在北美洲和中南美洲，2024 年北美洲、南美洲矿山银产量分别为 0.72、0.73 万吨，占比分别为 28%、29%。分国家看，墨西哥、中国、秘鲁三国的产量占比较高，2024 年产量分别为 0.58、0.34、0.34 万吨，占比分别为 23%、13%、13%。分企业看，矿山银主要集中在 Fresnillo、KGHM、Newmont、Glencore、Codelco 等企业，CR10 占比达到 33%，显示出较高的集中度。

图29、2010-2024 年各大洲白银供给变化



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图30、2010-2024 年各国矿山白银供给占比变化



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表9、2024 年全球白银矿业企业 CR10 达到 33% (白银产量, 百万盎司)

序号	企业名称	2020	2021	2022	2023	2024	Y/Y
1	Fresnillo	50.3	50	51.1	53.5	54.3	1.5%
2	KGHM Polska Miedz	43.5	43.9	42.7	45.9	43.1	-6.1%
3	Newmont	27.8	31.4	29.7	18	33	83.3%
4	Hindustan Zinc	21.6	22.2	22.3	23.8	22.5	-5.5%
5	Pan American Silver	17.3	19.2	18.5	20.4	21.1	3.4%
6	Southern Copper	21.5	19	18.6	18.4	21	14.1%
7	CODELCO	24.6	23.6	19.2	19.2	19.9	3.6%
8	Polymetal Intl.	18.8	20.4	21	17.7	19.4	9.6%
9	Glencore	32.8	31.5	23.8	20	19.3	-3.5%
10	Industrias Peñoles	12.3	14.5	15.9	18.9	16.3	-13.8%

11	Hecla Mining	13.5	12.9	14.2	14.3	16.2	13.3%
12	Volcan Cia Minera	12.1	15	14.3	15.2	13.9	-8.6%
13	BHP	12	12.5	11.7	11.8	13.2	11.9%
14	South32	11.6	14.4	12.3	13	12.2	-6.2%
15	Nexa Resources	8.8	10	10	10.3	11.7	13.6%
16	Coeur Mining	10.1	10.1	9.8	10.3	11.4	10.7%
17	Boliden	11.4	11.9	12.1	10.4	11.2	7.7%
18	SSR Mining	-	-	8.4	9.7	10.5	8.2%
19	San Cristobal Mining	-	-	-	12.6	16.8	33.3%
20	Buenaventura	-	-	-	8	14.7	83.8%
	世界矿产银总量	783.80	830.80	839.40	812.70	819.70	0.9%
	CR5	20%	20%	20%	20%	21%	
	CR10	35%	33%	31%	31%	33%	

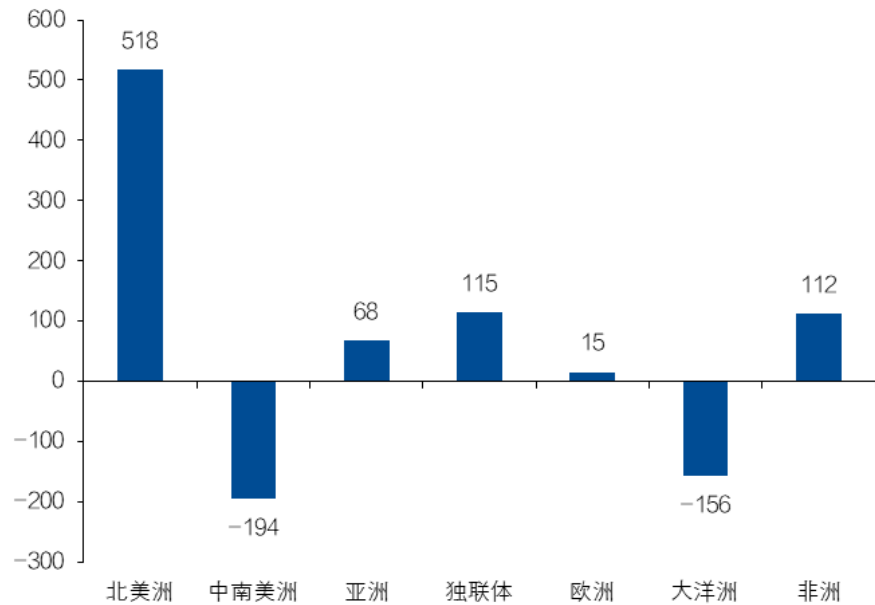
数据来源：世界白银协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 短期供给增量较少，长期供给增长有硬约束

短期来看，白银矿山新增项目产量有限。梳理全球增量矿山，分为 Prefeasibility、Feasibility、Under Construction 三个阶段，Prefeasibility 矿山共计 23 座，2025 年预期增量 429 吨；Feasibility 矿山共计 35 座，2025 年预期增量 626 吨；Under Construction 矿山仅有 8 座，2025 年预期增量 10 吨。

在产矿山中，增减不一，整体产量小幅增加。增量方面，智利的 La Coipa 产量可能会恢复到更高的产量水平，Salares Norte 产量将会继续增加，俄罗斯的 Ozernoye 矿山产能利用率提升或许刺激产量增加，墨西哥 Malku Khota 矿或爬产而增加产量，Juanicipio 的产量预计将达到峰值，而 Peñoles 的矿山在 2024 年面临运营挑战后将恢复满负荷生产，同时 Terronera 项目将投入使用。减量方面，澳大利亚的 Cannington 和 Dugald River 矿山产量会继续下降，秘鲁的 Cerro Lindo 和 El Porvenir 矿山因为铅锌产量的下降导致伴生银的产量下降。2025 年，矿产银产量或将小幅增加 1.9% 至 2.6 万吨。

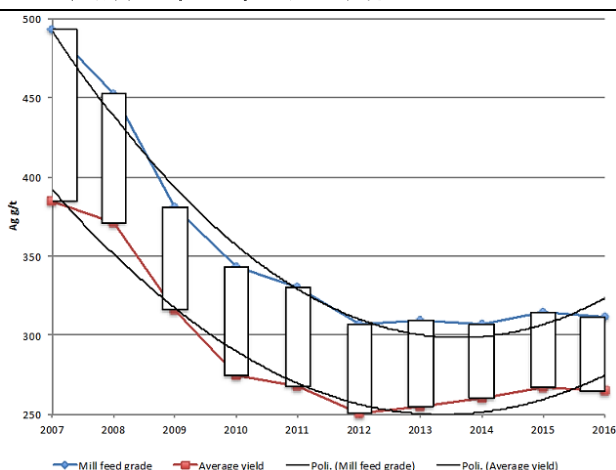
图31、2025 年，矿产银产量或将小幅增加 1.9%至 2.6 万吨



数据来源：世界白银协会，兴业证券经济与金融研究院整理（单位：吨）

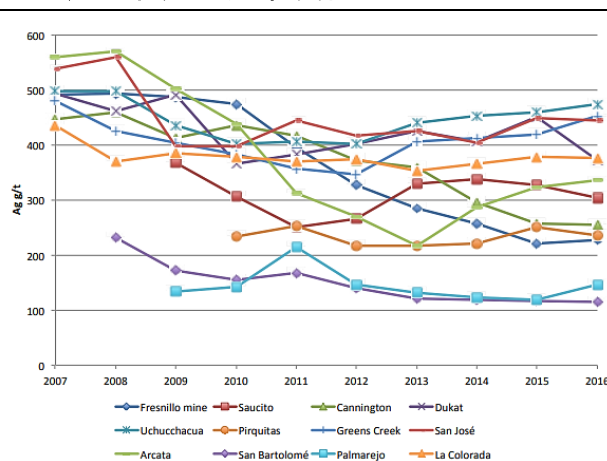
独立银矿品位下降明显，产量整体呈收紧趋势。2014-2024 年，全球矿山银产量年均复合增速为-0.7%，显示出中长期的产量制约。2024 年，虽然全球矿产银产量小幅增长，但是全球矿产银生产前列企业在 2024 年多数都出现了产量下降的情况，前 30 大产银矿山产量共计 329.7 百万盎司，占比 40%，其中仅有 10 座矿山有量增，13 座矿山出现不同程度的产量下滑，另有 7 座矿山维持产量不变。过去 10 年，产量不断下滑的主要原因是白银矿山品位下降、储量减少、成本抬升、新项目少等。资源禀赋下降与利润的下降导致较低的生产意愿，白银供给长期有望处于收紧态势。Marcello Ruberti (2018) 将世界上最大的 12 个白银矿山为样本，发现白银品位在 2007 年至 2016 年中逐渐下降，以致于矿产银量也逐年下跌。

图32、银矿品位与平均产量变化



数据来源：Marcello Ruberti (2018)，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、12个矿山的品位变化



数据来源：Marcello Ruberti (2018)，兴业证券经济与金融研究院整理

表10、全球前30大矿山产量变化（百万盎司）

排序	矿山	国家	股权结构	2020	2021	2022	2023	2024	Y/Y
1	KGHM Polska Miedz	Poland	KGHM Polska Miedz (100%)	39.2	41.9	42.3	41.1	41	-0.2%
2	Peñasquito	Mexico	Newmont (100%)	30.9	34.2	32.4	18	33	83.3%
3	Dukat	Russia	Polymetal International (100%)	18.2	18.8	18.3	14.9	14.6	-2.0%
4	Antamina	Peru	Glencore (33.75%) / BHP (33.75%) / Teck Resources (22.5%)	16.4	18.2	14.7	11.6	11.4	-1.7%
5	Sindesar Khurd	India	Hindustan Zinc (100%)	17.3	17.7	17.9	19	18	-5.3%
6	San Julian	Mexico	Fresnillo (100%)	13.3	16.8	14.3	13.4	11.8	-11.9%
7	Cannington	Australia	South32 (100%)	11.6	14.4	11.7	12.4	11.6	-6.5%
8	Saucito	Mexico	Fresnillo (100%)	15.5	12.4	12	12.1	14.5	19.8%
9	San Cristobal	Bolivia	Sumitomo Corporation (100%)	5.4	12.1	9.2	8.1	16.8	107.4%
10	Fresnillo	Mexico	Fresnillo (100%)	13.1	12	13.6	12.8	10.2	-20.3%
11	Collahuasi	Chile	Glencore (44%) / Anglo American (44%) / Mitsui & Co (12%)	13	9.6	7.6	9.2	8.3	-9.8%
12	Greens Creek	United States	Hecla Mining Company (100%)	10.5	9.2	9.7	9.7	8.5	-12.4%
13	Ministro Hales	Chile	Codelco (100%)	8.4	9.1	7.6	6.8	6.5	-4.4%
14	Garpenberg	Sweden	Boliden (100%)	7.9	8.8	8.8	7.4	8.2	10.8%
15	Chuquicamata	Chile	Codelco (100%)	10	8.5	7.1	7.8	8.2	5.1%
16	Puna	Argentina	SSR Mining (100%)	5.6	8	8.4	9.7	10.5	8.2%
17	San Dimas	Mexico	First Majestic Silver (100%)	6.4	7.6	6.2	10.3	10.3	0.0%
18	Cerro Los Gatos	Mexico	Gatos Silver (70%) / Dowa Metals and Mining (30%)	4.2	7.6	10.3	9.2	9.7	5.4%
19	Yauli	Peru	Volcan Compania Minera (100%)	5.3	7.4	6.7	7.8	7	-10.3%
20	Palmarejo	Mexico	Coeur Mining (100%)	6.3	6.8	6.7	6.6	6.8	3.0%
21	Toromocho	Peru	Chinalco (100%)	5.7	6.6	6.5	7.4	7.1	-4.1%
22	Red Dog	United States	Teck Resources (100%)	6.5	6.6	6.5	7.1	7.3	2.8%
23	San Jose	Mexico	Fortuna Silver Mines (100%)	6.2	6.4	5.8	5.8	5.8	0.0%
24	Inmaculada	Peru	Hochschild Mining (100%)	4	6.2	5.9	6.4	6.4	0.0%

25	El Brocal	Peru	Buenaventura (61.43%) / Private & Other (38.57%)	3.7	6.2	6.2	6.2	6.2	0.0%
26	Tizapa	Mexico	Industrias Peñoles (51%) / Dowa Mining Corporation (39%) ^s	6	6	5.7	5.8	5.7	-1.7%
27	Grasberg	Indonesia	Government of Indonesia (51.2%) / Freeport McMoRan (48.8%)	3.6	5.9	6.3	6.5	6.9	6.2%
28	Jiaman	China	China Gold International Resource (100%)	7.3	5.7	5.7	5.7	5.7	0.0%
29	Ying	China	Silvercorp Metals (77.5%)	5.2	5.7	6.3	5.6	5.6	0.0%
30	Cerro Moro	Argentina	Yamana Gold (100%)	5.4	5.6	6.1	6.1	6.1	0.0%

数据来源：世界白银协会，兴业证券经济与金融研究院整理

长期视角看，铜、铅、锌矿山的增量短缺或许是白银产量难以增长的关键。国际铅锌研究小组的数据显示，2024年，全球铅产量同比增长2%，而锌同比下降3%，根据USGS，2024年全球铜矿产量2300万吨，同比+1.8%。短期看，2024年，铜、铅、锌矿冶炼费用持续下降，反应出矿端供应紧缺的现象。从长期看，铜、铅、锌矿的资本开支不足是导致未来供应缺口产生的关键原因，以铜矿为例：

2000年以来，铜资本开支扩张周期经历过两轮，2002-2013年为第一轮，伴随中国工业化与城镇化，铜价加速上涨，全球铜矿资本开支从46.8亿美元达到峰值471亿美元，CAGR达到23%，对应后续2016-2017年产能集中释放。

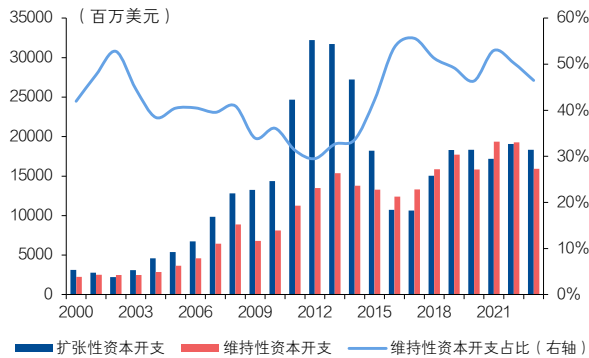
2016年-现在为第二轮，2016-2021年房地产去库存，2021年以来新能源逐渐支撑铜的需求，铜价再次创历史新高并刺激新一轮资本开支，截至2023年数据，2023年全球铜矿资本开支总额为343亿美元，2016-2023年CAGR为6%。

资本开支领先铜矿产能释放4-5年时间，本轮资本开支总量与结构均不足，总量看，本轮资本开支高峰仅为2013年的81%，结构看，维持型资本开支占比较高，在50%左右。

矿山投产时间不断延长，2025年后矿山从发现到生产将需要27.9年时间。据S&P Global统计，全球214矿山从发现到生产平均耗时15.5年，其中勘探、可行性研究等平均耗时11.3年，可行性研究通过后建设准备2.1年，基建到矿山生产平均耗时2.1年。2000年至2009年期间矿山从发现到生产的平均耗时为10.6年，并且一直稳步增长至今。2020-2024年期间矿山从发现到生产时间跃升至17.8年，主要原因在于矿山勘探、许可和研究耗时的增加，以及由于获得融资和施工许可证所花费的时间增加，导致可行性研究结束和施工开始之间的时间间隔的延长。根据S&P Global预测，2025年后矿山从发现到生产将需要27.9年时间，其中勘探、可研19.4年，建设准备7年，基建1.6年。

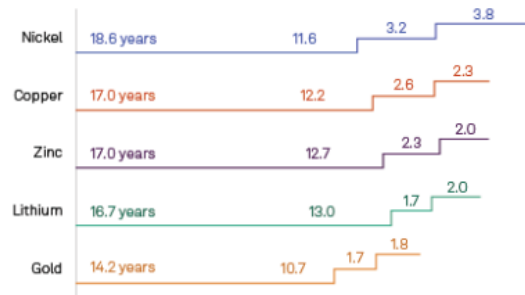
矿产银的地质构造结构使得银矿产量受制于铜、铅、锌矿的产能周期，铜、铅、锌矿的前期资本开支不足、投产周期延长、勘探投入降低等从中长期维度上限制主矿产量的增加，进而使得银矿增量受限。

图34、铜矿前期资本开支不足或将导致产量下降



数据来源：S&P，兴业证券经济与金融研究院整理

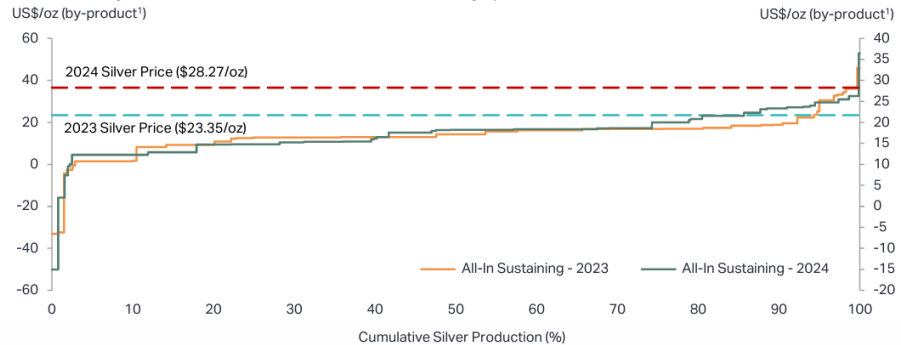
图35、矿山投产周期不断延长



数据来源：S&P，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年，白银开采总维持成本（AISC）自 2020 年以来首次下降，同比下降 13% 至 14.58 美元/盎司。基本总现金成本（TCC）也下降了 15% 至 7.64 美元/盎司。在副产品信用额度增加、产量增长和通货膨胀率降低的推动下，大多数地区的成本下降。然而，2025 年，伴随美国逆全球化趋势与地缘政治的不稳定性，全球通胀中枢有望上移，这使得矿业企业的生产成本迎来挑战。

图36、2024 全球初级银矿生产成本



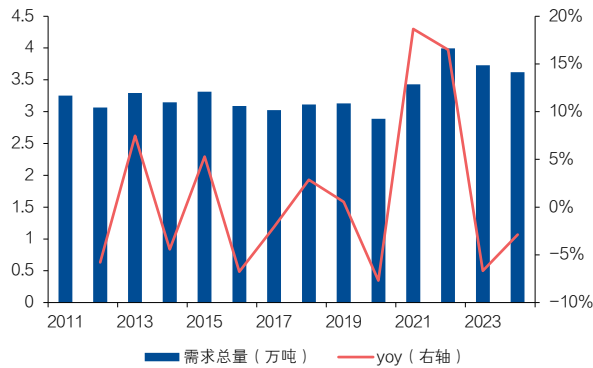
1: Costs shown on a by-product accounting basis; Source: Metals Focus Silver Mine Cost Service

数据来源：世界白银协会，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）需求端：工业需求为主，光伏领域需求贡献新动能

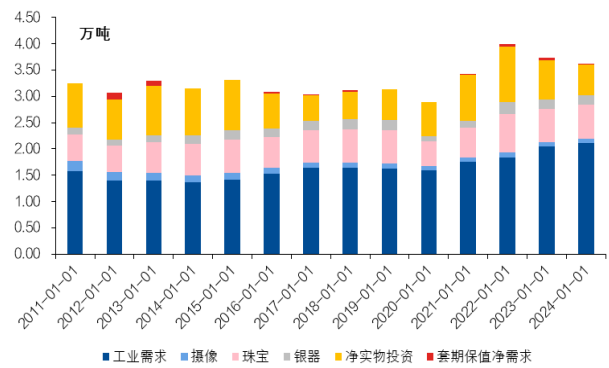
白银实物需求里，工业需求占比最大，其次是珠宝银饰、银器和投资需求。2024 年，工业、摄像、珠宝、银器、净实物投资、套期保值净需求分别为 2.12、0.08、0.65、0.17、0.59、0.01 万吨，分别同比+4%、-7%、+3%、-2%、-22%、-62%，占总需求比例为 58%、2%、18%、5%、16%和 0%。工业需求对于白银总需求来讲较为重要。

图37、白银近年需求呈现小幅下降趋势



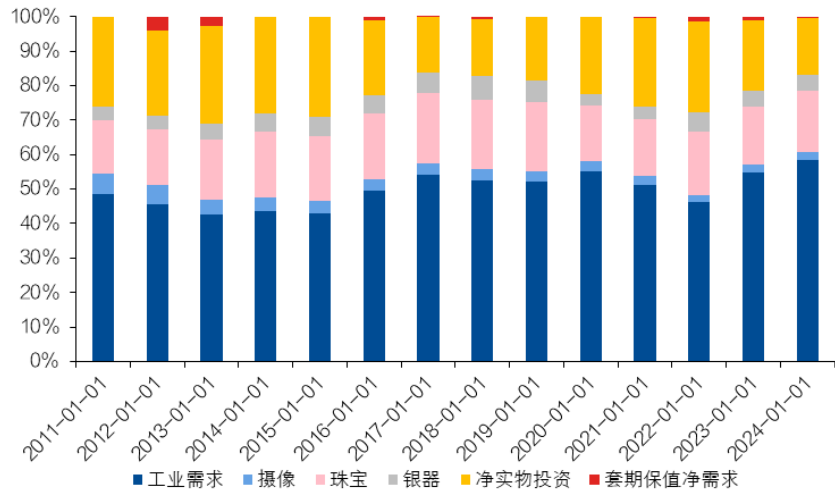
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、工业为主导的实物需求，投资需求相对较大



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

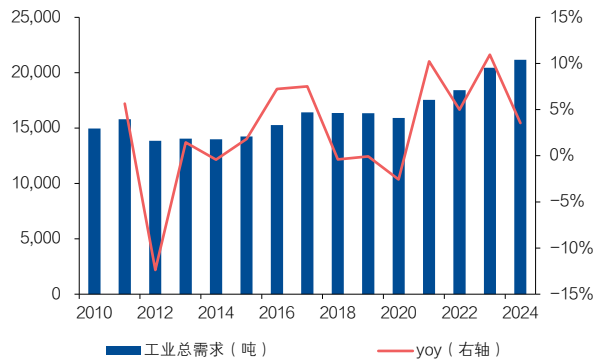
图39、2014年以来白银需求占比变化



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

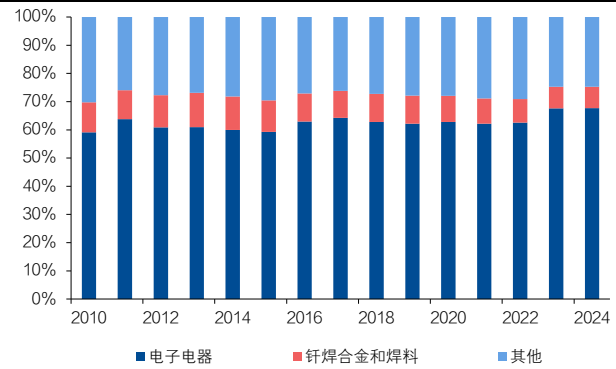
工业需求是白银需求的主要部分，2024年工业需求量为2.12万吨，同比增加3.6%，在白银需求中占比58%。工业需求分为电子电力需求、钎焊合金及焊料、其他需求，2024年依次占比为68%、8%、25%，电子电力需求一直是工业需求的主要部分，近十年间占比一直在60%以上，较为稳定。2024年工业需求增长主要得益于光伏和汽车行业带来的绿色经济结构性收益，以及电网基础设施的发展。同时，与人工智能相关的应用推动了消费电子产品出货量的增长，进一步带动白银需求。然而，光伏行业在银浆替代方面取得显著进展，导致白银含量急剧下降，这使得工业总需求增长率从2023年的11%放缓至2024年的4%。

图40、2024年工业需求同比增长5.36%



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图41、近十年电子电力需求占比60%以上



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

光伏需求是电子电力需求增长的重要推动力。光伏银浆上游主要是银粉等原材料，2024年光伏用银0.61万吨，同比增加3%，在工业需求中占比从2014年11%到2024年29%，规模不断扩大。2016年黑硅与PERC技术降本提效，光伏用银同比增加37%，2023年光伏装机量创下历史新高，光伏用银同比增加63%，2024年出于组件价格下降，企业降库存的需求，光伏组件和电池片产量不及装机量增速，光伏用银仅同比增加3%。

在光伏产业技术更新与产业链降成本的趋势下，光伏用银结构正发生变化，目前市场上的替代技术主要有电镀铜、银包铜、纳米铜浆、铝浆四种，其中HJT电池的银包铜技术较为领先。

表11、不同光伏银浆替代技术的优劣势分析

	电镀铜	银包铜	铜浆	铝浆
材料优势	<ul style="list-style-type: none"> ● 铜是导电性能仅次于银的贱金属，价格低廉，且铜的供给量相比银受到的限制更小。 			<ul style="list-style-type: none"> ● 铝可大量供应，价格低廉。
技术优势	<ul style="list-style-type: none"> ● 可消除对贵金属银的依赖，实现贱金属铜的完全替代。 ● 铜电镀金属化技术可在200°C下完成，满足HJT电池制造所需的低温工艺。 ● 铜电镀工艺可获得更窄的线宽，减少遮光损失，提升转化效率。 ● 制备流程至少五道工序，工艺复杂会导致良率下降。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 兼容丝网印刷技术，相对铜电镀技术成本明显。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 相比铜电镀技术工艺流程更简单、生产工艺成本更低，可实现材料及工艺成本同时降低的目的。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 高温铝浆在光伏有超20年的应用经验，可靠性已经得到充分验证。
劣势	<ul style="list-style-type: none"> ● 更多的电镀工序增加设备投资，最终铜电镀技术总体成本未必能有效降低。 ● 铜电极的长期使用稳定性和可靠性还有待验证。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 高温金属化工艺中银包铜浆料容易氧化失效。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 易氧化。 ● 电阻率高于银，栅线需要更大的横截面积，影响电池转化效率。 ● 可能导致铜原子渗透入晶硅片，对载流子寿命 	<ul style="list-style-type: none"> ● 铝浆的体电阻率一般为银浆的5-10倍，通过增加线宽来补偿，可能影响转化效率。

- 铜电镀工艺生产会产生有机污染物和废水，规模化量产需解决环评的问题。

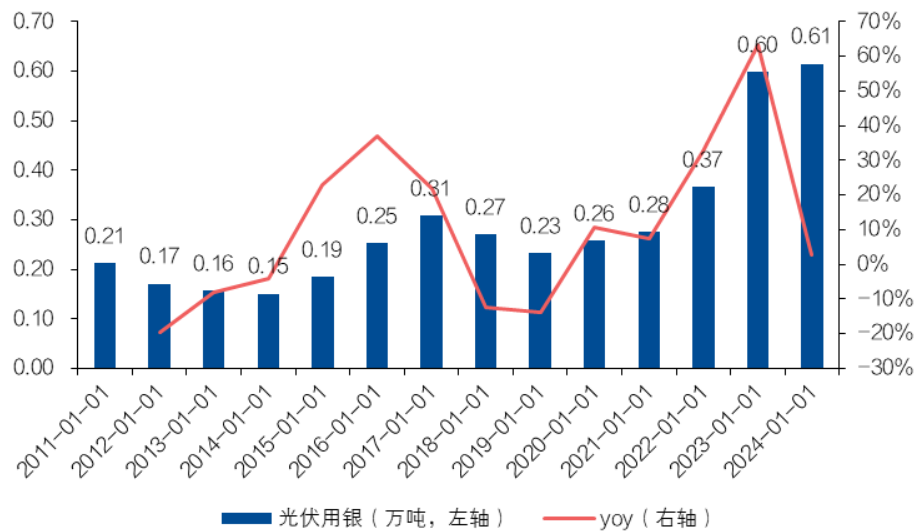
造成影响，使得电池片性能退化、组件失效。

- 铜易氧化脱栅线，导致在 TCO 层上附着力不佳，长期使用稳定性待验证。

数据来源：CPIA，陈雷昊等《异质结太阳能电池金属化技术研究进展》，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，引用兴业证券电新组报告《聚和材料：光伏浆料龙头企业，少银/无银化驱动技术变革》关于光伏用银的假设，一方面全球新增光伏装机量在逐年增加，另一方面 HJT 银包铜电池渗透率的增长需要时间，因此，2025-2030 年光伏用银的需求量仍在稳健增长，其中 2025-2027 年仍有 5% 以上的增速

图42、2011 年以来光伏用银量逐年增加



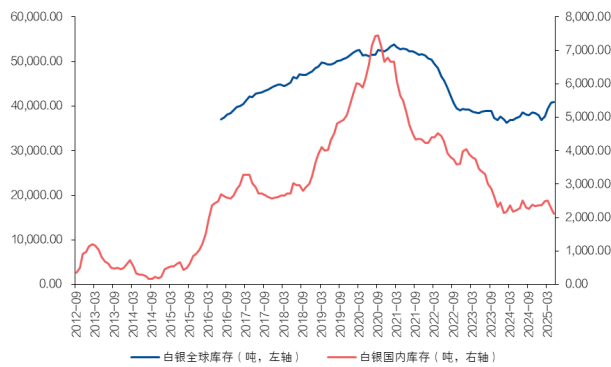
数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年以来，白银库存去化基本完成，短期显性和隐性库存以及回收二次供应均处于较低位置，我们认为白银的供需缺口对价格的影响力度逐渐变大，价格变动趋向敏感。传统意义上，白银库存分为显性库存和隐形库存，显性库存主要为交易所库存。我们统计伦敦金银市场协会 (LBMA)、COMEX、上海期货交易所和上海黄金交易所的白银现货库存，我们发现，2021 年起白银库存表现为去化后趋于平稳。2021 年 2 月，库存达到近年高点 5.4 万吨，全球显性库存开始下降，2024 年 2 月起，库存趋于平稳，达到 3.6 万吨，去库幅度 33%，2024 年 2 月-2025 年 5 月，库存在 3.6-4.1 万吨之间波动，我们认为，这或许表明全球白银显性库存去化基本完成，截至 2025 年 5 月，全球显性库存总量为 4.09 万吨，库销比为 1.13。

隐形库存我们主要考虑再生银的替代，我们认为回收高峰在 2030 年以后。再生银产量出现先下降后平稳的走势，从 2011 年再生银 0.72 万吨下降到 2024 年 0.6

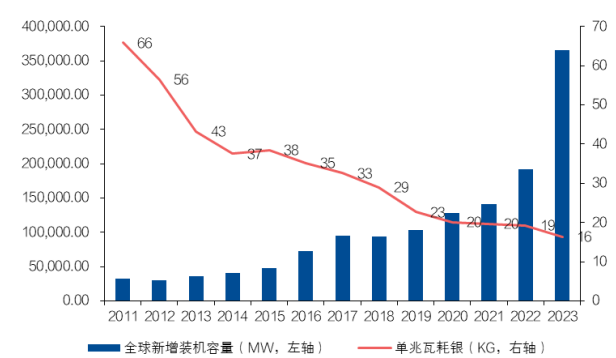
万吨，近年维持在 0.6 万吨左右。主要原因是再生银工业出现结构性调整（感光摄影业正逐步被数码技术取代），从感光材料中再回收量损失严重。我们认为再生银未来可能的增量来自光伏的回收，按照 25 年光伏使用寿命假设，2025 之后将会回收 2000 年以来的新增光伏装机。根据我们的测算，2000-2010 年光伏用银量仅为 2798 吨，再生银的高峰期在 2030 年以后。

图43、白银库存或完成去化



数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图44、再生银回收高峰在 2030 年以后



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表12、全球白银供需平衡表 (万吨)

	2025F	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
供给端										
矿山产量	2.60	2.55	2.53	2.61	2.58	2.44	2.60	2.65	2.69	2.80
再生银	0.60	0.60	0.57	0.60	0.59	0.56	0.51	0.50	0.50	0.49
净套期保值供应	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.04	0.00	0.00	0.00
部门净售额	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总供应量	3.21	3.16	3.10	3.22	3.18	3.03	3.16	3.15	3.19	3.29
需求端										
工业用银	2.11	2.12	2.04	1.84	1.75	1.59	1.63	1.64	1.64	1.53
工业用银: 光伏	0.61	0.61	0.60	0.37	0.28	0.26	0.23	0.27	0.31	0.25
摄影用银	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.08	0.10	0.10	0.10	0.11
珠宝	0.61	0.65	0.63	0.73	0.57	0.47	0.63	0.63	0.61	0.59
银器	0.14	0.17	0.17	0.23	0.13	0.10	0.19	0.21	0.18	0.17
实物投资	0.64	0.59	0.76	1.05	0.88	0.65	0.58	0.52	0.48	0.66
净对冲需求	0.00	0.01	0.04	0.06	0.01	0.00	0.00	0.02	0.00	0.04
总需求量	3.57	3.62	3.73	3.99	3.43	2.89	3.13	3.11	3.03	3.09
商品供需缺口	-0.37	-0.46	-0.62	-0.78	-0.25	0.14	0.03	0.04	0.16	0.20
ETPs 净投资	-0.22	-0.19	0.12	0.37	-0.20	-1.03	-0.26	0.07	-0.02	-0.17
供需平衡 (除 ETPs 外)	-0.58	-0.65	-0.51	-0.41	-0.45	-0.89	-0.23	0.11	0.14	0.03

数据来源: ifind, 兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与投资建议

核心假设：

销量：短期内公司有存量矿山的扩产增量，中长期有新投铅锌矿山和金矿项目的边际增量，假设公司 2025-2027 年铅精粉销量分别为 1.4/1.6/1.6 万吨金属量，锌精粉销量分别为 2.8/2.9/2.9 万吨金属量，银销量（部分从铅锌精粉里单独剥离合并计算）分别为 174/216/270 吨。

价格：在供给长期约束、宏观经济回暖以及弱美元周期持续演绎的预期下，我们看好大宗商品及贵金属价格中枢趋势上行，假设 2025-2027 年银价（含税）分别为 8400/8800/8800 元/千克；铅价分别为 17000/17500/17500 元/吨；锌价分别为 22500/23000/23000 元/吨；金价分别为 750/800/800 元/克；铜价（含税）分别为 7.8/8.0/8.0 万元/吨。

表13、公司盈利预测核心假设

	销量假设		
	2025E	2026E	2027E
铅精粉（吨金属量）	14450	15521	15521
锌精粉（吨金属量）	27526	29407	29407
银（吨）	174	216	270
黄金（金属千克）	494	1285	1737
铜（吨）	542	1806	1806
		价格假设	
银价（元/千克）	8400	8800	8800
铅价（元/吨）	17000	17500	17500
锌价（元/吨）	22500	23000	23000
金价（元/克）	750	800	800
铜价（万元/吨）	7.8	8.0	8.0

数据来源：兴业证券经济与金融研究院预测

敏感性分析：

根据此前销量和价格假设，2025 年公司归母净利润预计为 4.95 亿元。通过对公司 2025 年利润影响权重较大的银和锌的价格进行敏感性分析，基于锌价不变的情况下，银年均价涨、跌幅分别为 5% 时，公司归母净利润预计分别为 5.25 亿元（增长 6%）和 4.66 亿元（下降 6%）。

图45、公司 2025 年业绩对银、锌价格敏感性分析

2025年归母净利润（亿元）		银价								
		7200	7600	8000	8200	8400	8800	9000	9500	10000
锌价	20000	3.8	4.1	4.4	4.6	4.7	5.0	5.2	5.5	5.9
	21000	3.9	4.2	4.5	4.7	4.8	5.1	5.3	5.6	6.0
	22000	4.1	4.3	4.6	4.8	4.9	5.2	5.4	5.7	6.1
	22500	4.1	4.4	4.7	4.8	5.0	5.3	5.4	5.8	6.2
	23000	4.2	4.5	4.8	4.9	5.0	5.3	5.5	5.9	6.2
	23500	4.2	4.5	4.8	5.0	5.1	5.4	5.5	5.9	6.3
	24000	4.3	4.6	4.9	5.0	5.2	5.5	5.6	6.0	6.3

2025年PE（倍）		银价								
		7200	7600	8000	8200	8400	8800	9000	9500	10000
锌价	20000	30.4	28.2	26.4	25.5	24.7	23.3	22.6	21.1	19.8
	21000	29.5	27.5	25.7	24.9	24.1	22.7	22.1	20.7	19.4
	22000	28.7	26.8	25.1	24.3	23.6	22.3	21.6	20.3	19.0
	22500	28.3	26.4	24.8	24.0	23.3	22.0	21.4	20.1	18.9
	23000	27.9	26.1	24.5	23.7	23.0	21.8	21.2	19.9	18.7
	23500	27.6	25.8	24.2	23.5	22.8	21.6	21.0	19.7	18.5
	24000	27.2	25.4	23.9	23.2	22.5	21.3	20.8	19.5	18.4

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理 注：市值为 2025 年 8 月 28 日数据

公司作为国内白银龙头，在夯实存量白银矿山项目经营的基础上，不仅积极扩展白银矿山增量空间，并且还加速外延并购黄金资源，进而实现金银资源业务齐头并进，进一步增厚业绩空间。虽然公司此前业绩出现阶段性波动，一方面受存量矿山技改及产量下降的影响，另一方面受子公司金业环保业务拖累所致。我们认为，站在当前时点，公司金山矿业技改后降本增效成果有望逐步释放，其他存量矿山预计保持稳健经营。

短期看，公司银都矿业产量扩容落地在即，金山矿业产量预计加速恢复；中期看，东晟矿业将进一步释放白银产量增长空间，菜园子金铜矿为公司贡献金矿业弹性，进一步深化贵金属业务纵深布局。在弱美元周期大背景下，金银价格中枢有望不断上移，公司业绩或将迎来量价齐升，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.00/8.52/10.99 亿元，EPS 分别对应 0.73/1.23/1.59 元，2025 年 8 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 23.3/13.7/10.6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表14、公司核心财务数据及预测

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2013	2819	3941	4676
增长率	-10.7%	40.0%	39.8%	18.7%
营业利润（百万元）	438	718	1,191	1,604
增长率	75.5%	63.8%	65.9%	34.6%
归母净利润（百万元）	390	500	852	1,099
增长率	163.6%	28.3%	70.2%	29.1%
最新摊薄每股收益（元）	0.57	0.73	1.23	1.59
每股净资产（元）	4.41	4.98	6.00	7.31
动态市盈率（倍）	29.8	23.3	13.7	10.6
市净率（倍）	3.8	3.4	2.8	2.3

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

表15、可比公司估值情况（截至 2024 年 8 月 28 日数据）

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
000603.SZ	盛达资源	116	3.90	4.95	8.49	10.95	29.8	23.5	13.7	10.6	
可比公司											
000426.SZ	兴业银锡	361	15.30	21.45	24.46	30.36	23.6	16.8	14.8	11.9	
000960.SZ	锡业股份	335	14.44	23.46	26.76	28.07	23.2	14.3	12.5	11.9	
600301.SH	华锡有色	189	6.58	9.64	11.46	13.91	28.8	19.6	16.5	13.6	
平均值								16.9	14.6	12.5	

数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除兴业银锡和锡业股份为团队预测外，华锡有色数据为 ifind 一致预期

五、风险提示

- 1、贵金属价格大幅波动风险：黄金和白银价格大幅波动可能会对公司经营利润造成一定影响；
- 2、待产矿山项目投产进度不及预期：待产矿山项目若投产进度不及预期，则会对公司白银和黄金产量的预期目标造成拖累影响，进而影响公司业绩表现；
- 3、成本抬升风险：因公司所处矿业行业，若经营矿山管理的成本若出现明显抬升，可能会对矿山项目的利润造成拖累。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1795	1971	2937	4208
货币资金	965	528	1295	2504
交易性金融资产	343	343	343	343
应收票据及应收账款	24	41	66	68
预付款项	31	35	46	51
存货	334	383	454	538
其他	97	640	733	704
非流动资产	4812	5206	5432	5583
长期股权投资	600	600	600	600
固定资产	2005	2297	2526	2681
在建工程	390	384	379	377
无形资产	1686	1686	1686	1686
商誉	0	0	0	0
其他	131	240	240	240
资产总计	6607	7177	8369	9791
流动负债	2236	2402	2666	2891
短期借款	931	931	931	931
应付票据及应付账款	425	568	674	753
其他	880	903	1061	1207
非流动负债	803	707	707	707
长期借款	249	249	249	249
其他	554	458	458	458
负债合计	3040	3109	3373	3598
股本	129	129	129	129
未分配利润	3178	3515	4088	4828
少数股东权益	524	632	858	1150
股东权益合计	3567	4069	4996	6192
负债及权益合计	6607	7177	8369	9791

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	390	500	852	1099
折旧和摊销	229	167	209	247
营运资金的变动	-62	-439	65	164
经营活动产生现金流量	731	312	1247	1739
资本支出	-547	-449	-350	-355
长期投资	162	0	0	0
投资活动产生现金流量	304	-491	-288	-293
债权融资	280	-94	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-507	-259	-193	-237
现金净变动	528	-437	767	1210

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2013	2819	3941	4676
营业成本	1037	1498	1844	1957
税金及附加	169	198	297	358
销售费用	1	2	2	3
管理费用	268	346	484	590
研发费用	14	19	39	47
财务费用	87	104	151	186
投资收益	68	61	62	63
公允价值变动收益	-13	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
资产减值损失	-60	0	0	0
营业利润	438	718	1191	1604
营业外收支	123	2	84	42
利润总额	561	720	1275	1646
所得税	87	112	197	255
净利润	474	609	1078	1391
少数股东损益	84	108	226	292
归属母公司净利润	390	500	852	1099
EPS(元)	0.57	0.73	1.23	1.59

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-10.7%	40.0%	39.8%	18.7%
营业利润增长率	75.5%	63.8%	65.9%	34.6%
归母净利润增长率	163.6%	28.3%	70.2%	29.1%
盈利能力				
毛利率	48.5%	46.9%	53.2%	58.1%
归母净利率	19.4%	17.8%	21.6%	23.5%
ROE	12.8%	14.6%	20.6%	21.8%
偿债能力				
资产负债率	46.0%	43.3%	40.3%	36.8%
流动比率	0.80	0.82	1.10	1.46
速动比率	0.63	0.64	0.91	1.24
营运能力				
资产周转率	30.6%	40.9%	50.7%	51.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.57	0.73	1.23	1.59
每股经营现金	1.06	0.45	1.81	2.52
估值比率(倍)				
PE	29.8	23.3	13.7	10.6
PB	3.8	3.4	2.8	2.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，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、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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn