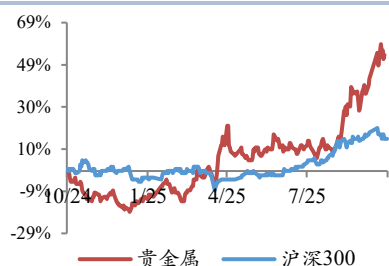


金融属性+供弱需强，银价中枢上行

行业评级：增持

报告日期：2025-10-21

行业指数与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuyq@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1. 贵金属系列专题：供给收缩及情绪轮动下铂的配置价值凸显 2025-07-18

主要观点：

● 供应相对集中，且呈现收缩趋势

全球白银矿产量呈现震荡下行趋势，从2014年的2.74万吨下降至2024年的2.52万吨，其中墨西哥银矿产量占全球产量的23%。2019至2024年五年间再生银供应量CAGR为3.4%，同期矿端CAGR为-0.4%，银价增长带动回收量提升。但由于本身基数较低，再生银的增量贡献有限，叠加品位下降等矿端供应扰动，白银供给偏刚性。

● 供需存在缺口，避险情绪催化投资需求

根据世界白银协会的数据，2024年全球白银总供应量/需求量分别为31574/36207吨，供需差-4633吨，全球白银自2021年以来均呈现供不应求的状况，且预计2025年仍有3660吨供需缺口。供需差主要来自光伏需求的提升，2024年全球光伏用银量6147吨，2014至2024年间光伏用银需求量CAGR为15.09%。2025年以来地缘政治冲突带动避险情绪提升，白银投资需求提升，工业+避险双重需求均有增长。

● 多重属性加持下银价震荡上行

黄金的金融及避险属性强于白银，但白银具备独特的工业+金融双重属性，因此经济下行周期白银被动抛售叠加需求下行导致金银比扩大；重大事件催化避险属性后金银同涨，但黄金的增速高于白银；制造业需求预期较强时白银价格增速更快。2025年重启降息，市场预期10月/12月美联储大概率连续降息，量化宽松叠加工业需求回升，白银价格有望维持上涨。

● 投资建议

金融属性、避险属性叠加供弱需强的商品属性带动银价持续上行，全球贵金属价格处于周期高点。建议关注**盛达资源**：金山技改、银都整合及东晟巴彦乌拉银多金属矿等项目逐步落地，白银储量及产量增长具备确定性；相关公司**兴业银锡**：截至2025上半年保有银金属资源量3.06万吨位列亚洲第一，积极推进银漫二期及宇邦扩建项目建设带动后续产量增长。

● 风险提示

宏观环境影响贵金属价格：当前国际形势多变，如果地缘政治局势、美国外交、经济等政策发生变动，都可能影响贵金属价格；

白银供给超预期：白银供弱需强支撑价格增长，如果有超预期的供给增加，可能会短期造成供过于求的局面，从而压制银价；

光伏需求不及预期: 白银价格上涨可能压制下游工业需求, 如果光伏需求下滑或者寻找替代的技术方案, 或将影响白银需求;

项目建设不及预期: 如果白银矿企项目建设进度缓慢, 将影响相应上市公司的业绩, 从而影响板块收益。

正文目录

1 白银兼具金融工业属性，供需矛盾突出	5
1.1 供应相对集中，且呈收缩趋势.....	5
1.2 供需存在缺口，避险情绪催化投资需求.....	7
1.3 多重属性加持下银价持续震荡.....	10
2 相关公司	12
2.1 盛达资源：多座矿山待投产，增长路径明确	12
2.2 兴业银锡：银锡资源丰富，产量稳定增长.....	13
风险提示：	15

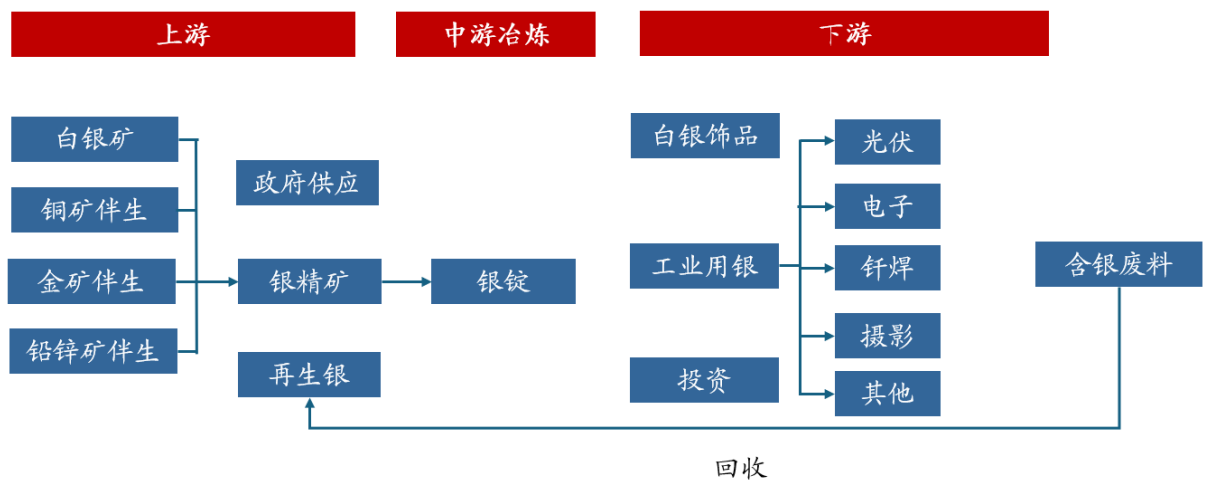
图表目录

图表 1 白银产业链	5
图表 2 白银储量分布	6
图表 3 全球白银储量（万公吨）	6
图表 4 白银产量分布（吨）	6
图表 5 全球矿产白银产量及增速	6
图表 6 再生银供应及占比	7
图表 7 白银供需变化	7
图表 8 光伏用银需求及增速	7
图表 9 2024 年白银需求占比	8
图表 10 2024 年白银工业领域需求占比	8
图表 11 白银供需平衡表（单位：百万盎司）	8
图表 12 SLV 白银 ETF 持仓量	9
图表 13 近 20 年银价及金银比波动	11
图表 14 美联储降息预期	11
图表 15 盛达资源营收及增速	12
图表 16 盛达资源归母净利润及增速	12
图表 17 盛达资源矿银产量及增速	13
图表 18 兴业银锡营收及增速	13
图表 19 兴业银锡归母净利润及增速	13
图表 20 兴业银锡 25H1 分产品营收占比	14
图表 21 兴业银锡 25H1 分产品毛利占比	14
图表 22 兴业银锡矿产银产量及增速	14

1 白银兼具金融工业属性，供需矛盾突出

白银兼具金融、货币和工业属性。银是一种白色的贵金属，在全球多数国家曾作为货币流通。银活性低，在干温空气或氧气中不产生氧化反应自然界中常以单体或硫化物的形式存在，或与铅、锌、铜等金属的硫化物混合存在。白银导热和导电性能优异，且具备较高的感光性和发光特性，可应用于电子工业、光伏、摄影等领域。

图表 1 白银产业链

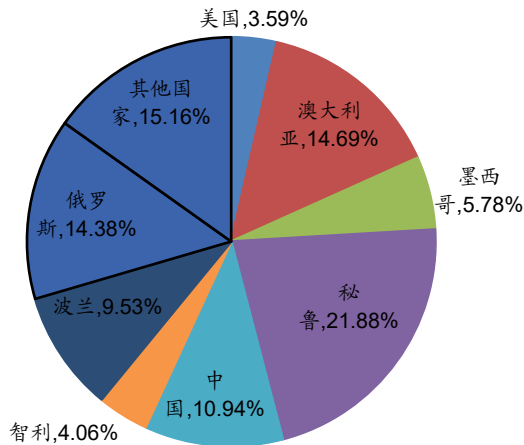


资料来源：SMM，华安证券研究所

1.1 供应相对集中，且呈收缩趋势

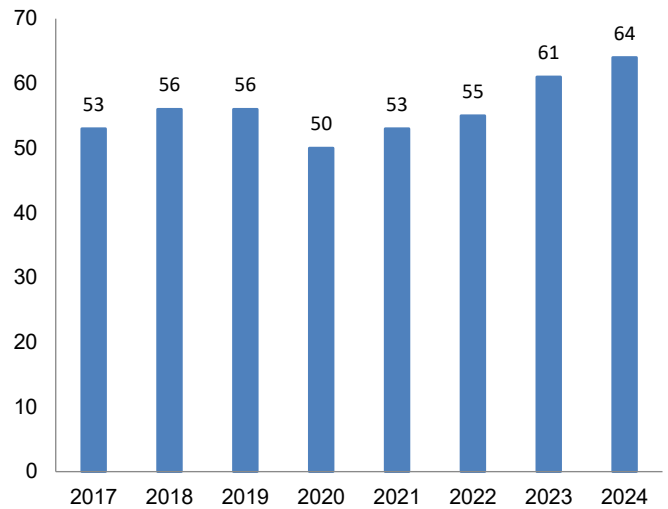
银矿供应适度集中，储量 CR5 占 71%。根据美国地质调查局的数据，截至 2024 年全球白银储量 64 万公吨，其中秘鲁（21.88%）、澳大利亚（14.69%）、俄罗斯（14.38%）、中国（10.94%）和波兰（9.53%）储量排名前五，占全球总储量的 71.4%。**从产量来看，**全球白银矿产量近十年呈现震荡下行趋势，从 2014 年的 2.74 万吨下降至 2024 年的 2.52 万吨，2024 年墨西哥银矿产量占全球产量的 23%。

图表 2 白银储量分布



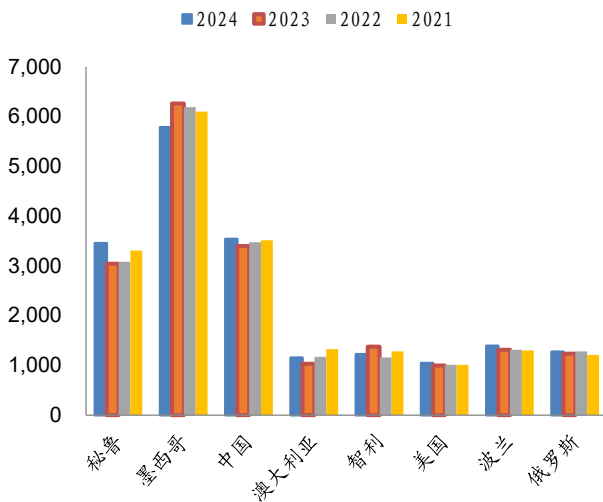
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 全球白银储量（万公吨）



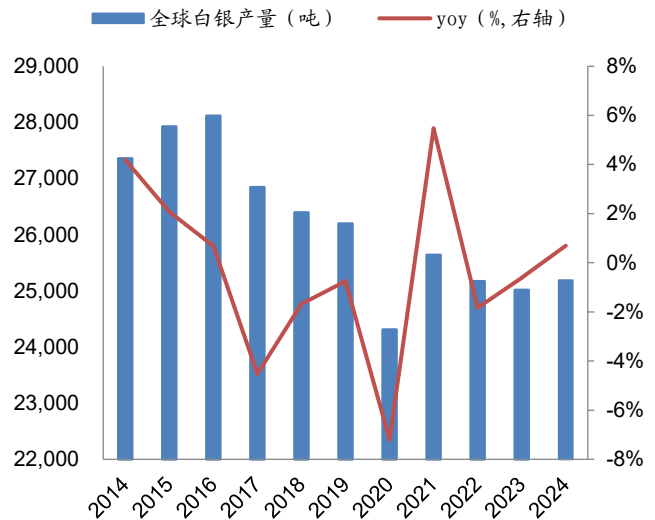
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 白银产量分布（吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

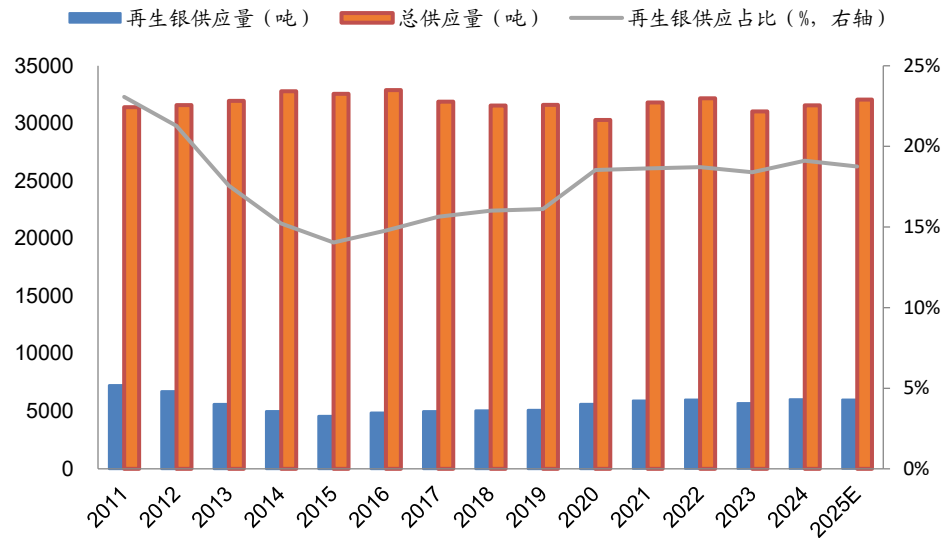
图表 5 全球矿产白银产量及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

再生银供应增长有限。根据世界白银协会的数据，2024 年全球再生银供应量 6032 吨，占供应总量的 19.1%，2019 至 2024 年五年间再生银供应量 CAGR 为 3.4%，同期矿端 CAGR 为-0.4%，银价增长带动回收量提升。但由于本身基数较低，再生银的增量贡献有限，叠加品位下降等矿端供应扰动，白银供给偏刚性。

图表 6 再生银供应及占比

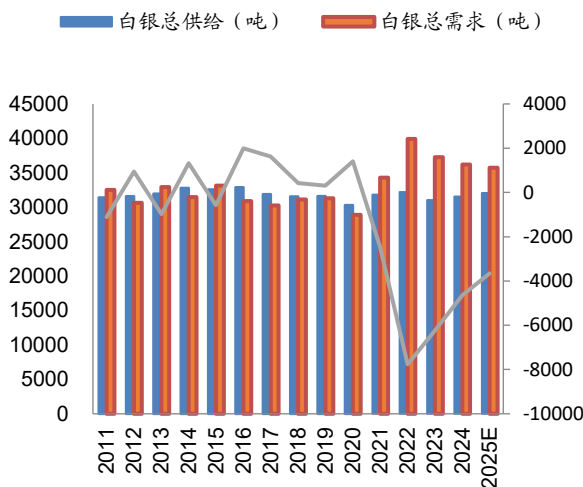


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

1.2 供需存在缺口，避险情绪催化投资需求

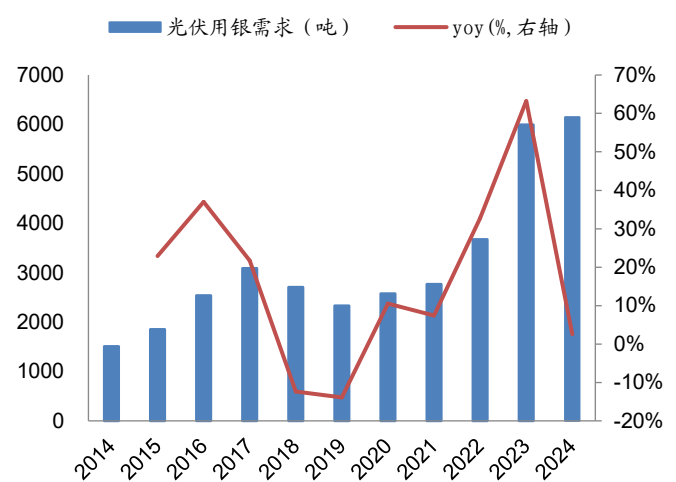
光伏用银需求提升，供需矛盾突出。根据世界白银协会的数据，2024 年全球白银总供应量/需求量分别为 31574/36207 吨，供需差-4633 吨，全球白银自 2021 年以来均呈现供不应求的状况，且预计 2025 年仍有 3660 吨供需缺口。供需差主要来自光伏需求的提升，2024 年全球光伏用银量 6147 吨，2014 至 2024 年间光伏用银需求量 CAGR 为 15.09%。

图表 7 白银供需变化



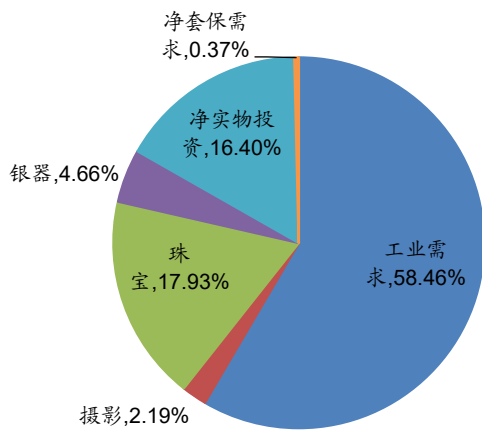
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 光伏用银需求及增速



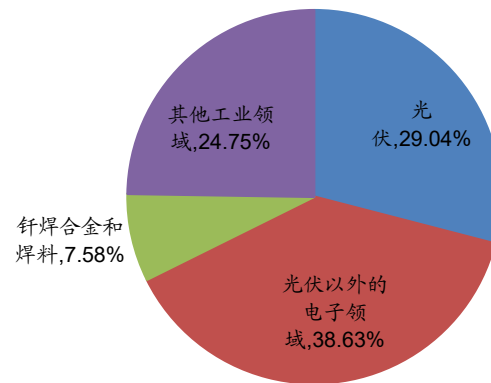
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 2024 年白银需求占比



资料来源：世界白银协会，华安证券研究所

图表 10 2024 年白银工业领域需求占比



资料来源：世界白银协会，华安证券研究所（注：指各应用领域在工业需求的比重）

图表 11 白银供需平衡表（单位：百万盎司）

单位：百万盎司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
供应量										
矿山	900.1	863.9	850.8	837.4	783.8	830.8	839.4	812.7	819.7	835
回收	156.3	160.2	162.3	163.8	180.5	190.7	193.5	183.5	193.9	193.2
净套保供应				13.9	8.5					0.9
净政府部门供应	1.1	1	1.2	1	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5
总供应量	1057.4	1025.1	1014.3	1016.1	974	1023	1034.6	997.8	1015.1	1030.6
需求量										
工业需求	491	528	525.9	525.4	511.8	564.1	592.3	657.2	680.5	677.4
电力电子	309	339.1	330.4	326.6	321.4	350.7	370.7	444.4	460.5	465.6
其中：光伏	81.6	99.3	87	74.9	82.8	88.9	118.1	192.7	197.6	195.7
钎焊合金和焊料	49.1	50.9	52	52.4	47.5	50.5	49.2	50.2	51.6	52.9
其他工业领域	132.9	138	143.5	146.4	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	158.9
摄影	34.7	32.4	31.4	30.7	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2
珠宝	189.1	196.2	203.2	201.6	150.9	182	234.5	203.1	208.7	196.2
银器	53.5	59.4	67.1	61.3	31.2	40.7	73.5	55.1	54.2	46
净实物投资	212.9	155.8	165.9	187.4	208.1	284.3	338.3	244.3	190.9	204.4
净套保需求	12	1.1	7.4	0	0	3.5	17.9	11.5	4.3	0
总需求量	993.3	972.9	1000.9	1006.4	928.9	1102.3	1284.2	1198.5	1164.1	1148.2
市场平衡	64.1	52.2	13.4	9.7	45.1	-79.3	-249.6	-200.7	-149	-117.6
ETP净投资	53.9	7.2	-21.4	83.8	331.1	64.9	-117.4	-37.6	61.6	70
扣除ETP的市场平衡	10.2	45	34.8	-74.1	-286	-144.2	-132.2	-163.1	-210.6	-187.6
名义银价（美元/盎司，伦敦价）	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	21.73	23.35	28.27	-

资料来源：metals focus，世界白银协会，华安证券研究所

地缘政治冲突不断，避险属性催化白银投资需求。截至 2025 年 10 月 17 日，SLV 白银 ETF 持仓量为 15497.4 吨，较年初增长 7.42%。2025 年以来地缘政治和全球经济环境的不确定性提振市场避险情绪，白银投资需求提升。

图表 12 SLV 白银 ETF 持仓量



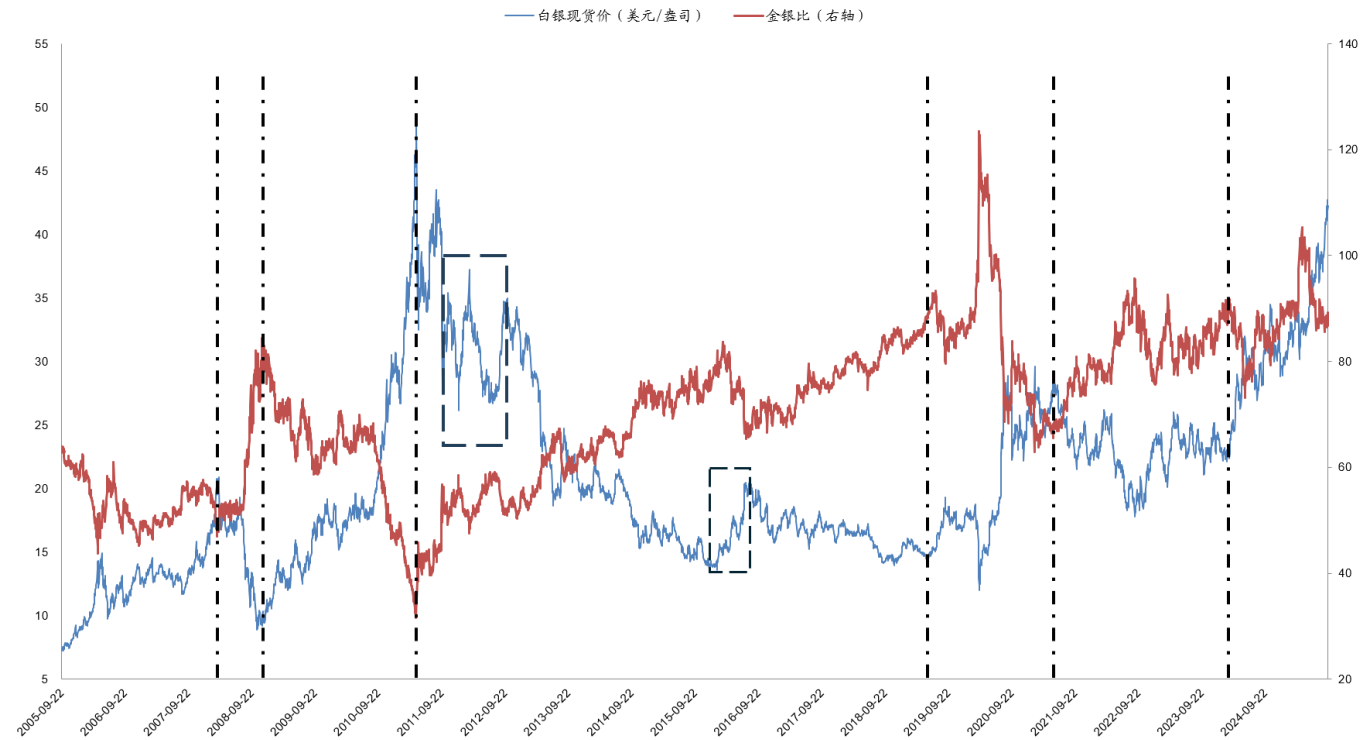
资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 多重属性加持下银价持续震荡

历史复盘：金融+工业双重属性加成下白银价格震荡幅度更高。复盘近 20 年白银价格及金银比波动情况：黄金的金融及避险属性强于白银，但白银具备独特的工业+金融双重属性，因此经济下行周期白银被动抛售叠加需求下行导致金银比扩大；重大事件催化避险属性后金银同涨，但黄金的增速高于白银；制造业需求预期较强时白银价格增速更快。2025 年重启降息，市场预期 10 月/12 月美联储大概率连续降息，量化宽松叠加工业需求回升，白银价格有望维持上涨。

- 2006 年白银 ETF 成立，投资需求增长，2006 年 6 月后美联储开始新一轮降息，银价震荡上行；
- 2008 年全球次贷危机导致流动性危机，白银作为贵金属被动抛售，作为工业品需求下行，价格下滑，而黄金凸显韧性，金银比拉开差距；
- 2008 年 11 月美联储推行量化宽松政策，工业需求逐步恢复，叠加欧债危机下的避险需求提升，白银价格持续上涨且增速高于黄金，工业需求驱动金银比下行；
- 2011 年后实际利率上行及美元走强压制银价，2011 至 2018 年银价震荡下行，其间 2012 年新能源需求预期提升、2016 年英国脱欧提振避险情绪出现回升，但银价整体在低位震荡，金银比抬升；
- 2018 年 12 月降息后银价上行，2019 年末至 2020 年初公共卫生事件引起市场恐慌抑制银价，但 2020 年 3 月美联储重启 QE，在宽松环境下银价维持上涨；
- 2022 年 3 月美联储加息后银价回落，但光伏需求具备支撑，白银多空博弈，价格持续震荡；
- 2024 年重启降息后银价弹性释放。

图表 13 近 20 年银价及金银比波动



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 美联储降息预期

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
10/29/2025					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.9%	1.1%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	94.1%	1.1%	0.0%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	52.3%	44.7%	0.5%	0.0%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	28.4%	48.3%	21.7%	0.2%	0.0%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	9.5%	34.4%	40.3%	15.3%	0.2%	0.0%
6/17/2026	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	23.9%	37.8%	25.8%	6.5%	0.1%	0.0%
7/29/2026	0.0%	0.1%	1.9%	11.1%	28.1%	34.2%	20.0%	4.6%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.7%	5.1%	17.0%	30.2%	29.3%	14.6%	3.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME Fedwatch，华安证券研究所；注：截至 2025/10/20

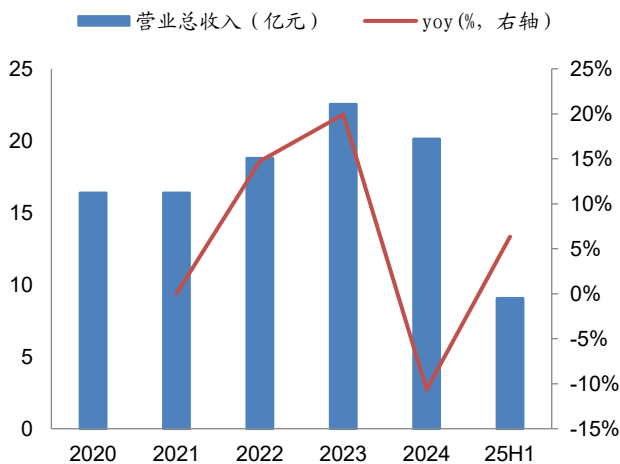
2 相关公司

2.1 盛达资源：多座矿山待投产，增长路径明确

盛达资源下属 7 家矿业子公司，经评审备案的累计查明银金属量约 1.2 万吨。公司旗下四座在产矿山：银都矿业、光大矿业和金都矿业为银铅锌矿矿山，金山矿业为银金矿矿山。待产矿山中，东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿预计 2026 年建设投产；鸿林矿业矿山建设已基本完成，并进行了选矿厂联动试车，力争尽快完成安全生产许可证的办理；德运矿业已取得的采矿权证，还拥有一宗巴彦包勒格区铅锌多金属矿的探矿权，目前正在进一步开展探矿和相关手续办理工作。

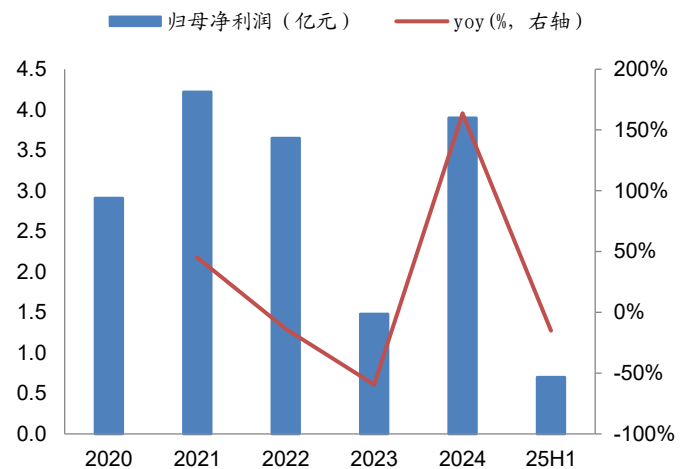
技改影响短期产能，后续增长路径明确。盛达资源 2024 年收入/归母净利润分别为 20.13/3.90 亿元，同比分别-10.66%/+163.56%，公司 25H1 收入/归母净利润同比分别+6.34%/-15.03%。金山技改对于公司产量和盈利有一定影响，技改完成后有望恢复，叠加鸿林矿业、东晟矿业和德运矿业的新增产能，以及后续潜在的收并购项目，盛达资源增长路径明确。

图表 15 盛达资源营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

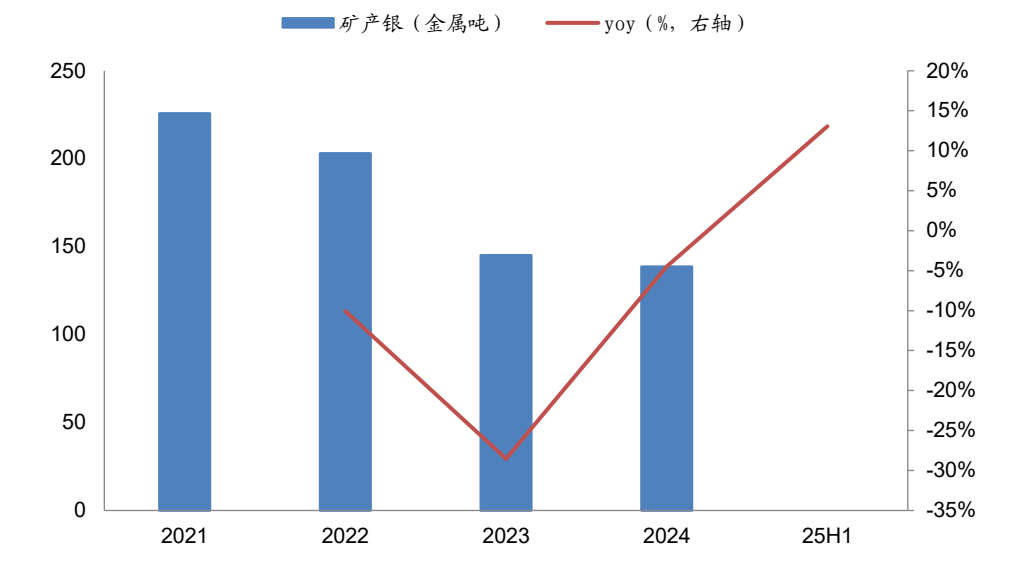
图表 16 盛达资源归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

矿银产量回升，项目投产后延续增长。主力矿山金山技改期间公司矿银产量承压，2024 年公司矿产银金属量 138.59 吨（同比-4.5%），金山技改已于 2024 年完成，并将进一步根据资源情况申请扩大生产规模，25H1 白银产量同比+13.06%。叠加东晟矿业巴彦乌拉银多金属矿、银都矿业整合等项目落地，公司白银产量有望进一步提升。

图表 17 盛达资源矿银产量及增速

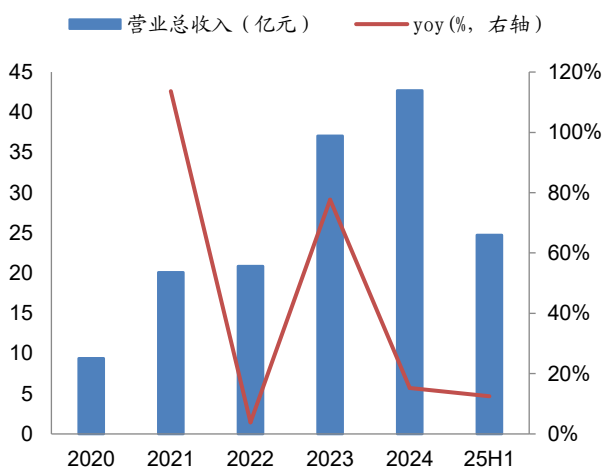


资料来源：公司公告，华安证券研究所；注：公司 25H1 未披露产量仅披露增速

2.2 兴业银锡：银锡资源丰富，产量稳定增长

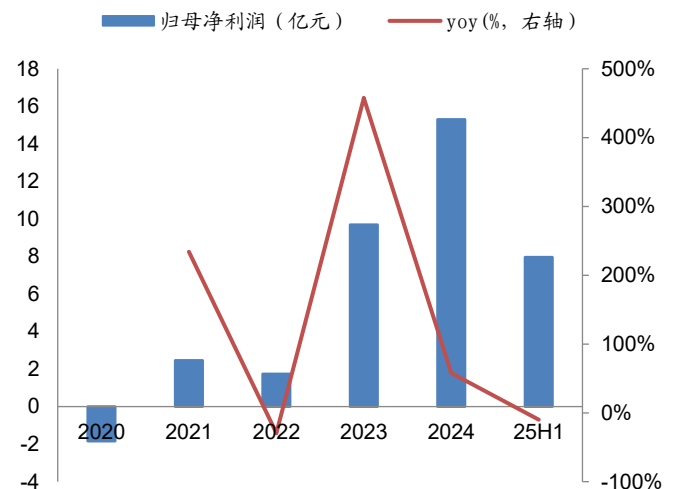
国内白银头部，矿产银锡贡献主要业绩。据公司 2025 半年报，兴业银锡保有银金属资源量 3.06 万吨，公告援引世界白银协会的统计，公司在白银公司中排名位列亚洲第一位，全球第八位。兴业银锡 2024 年营业收入/归母净利润分别为 42.7/15.3 亿元，同比分别+15.23%/+57.82%，2025 上半年营收/归母净利润同比分别+12.5%/-9.9%，银漫停产对公司利润有一定影响。分产品来看，25H1 公司矿产银/矿产锡贡献收入占比分别为 34.8%/30.8%，贡献毛利占比分别为 33.4%/37.0%。

图表 18 兴业银锡营收及增速



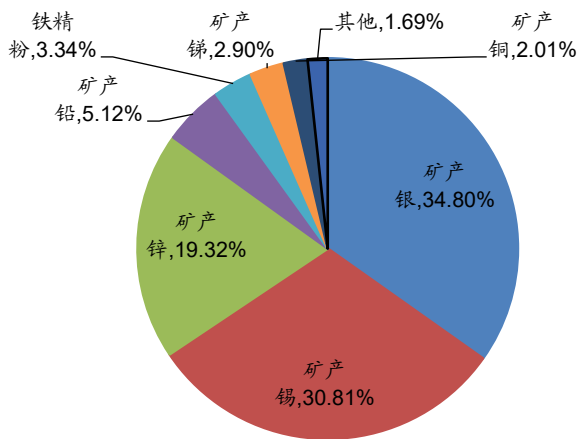
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 兴业银锡归母净利润及增速



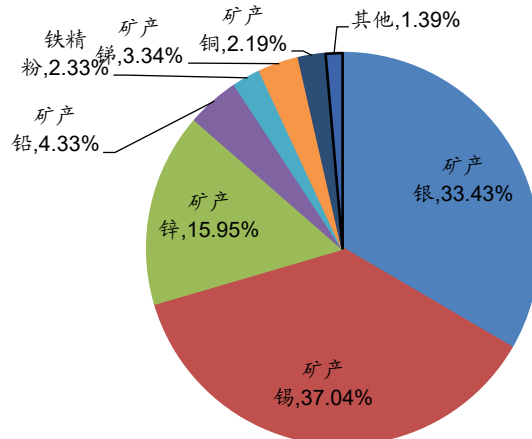
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 兴业银锡 25H1 分产品营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

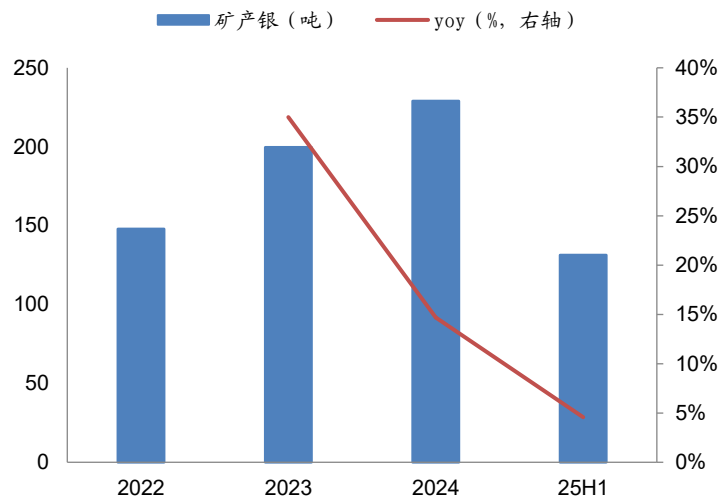
图表 21 兴业银锡 25H1 分产品毛利占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

资源丰富，矿产银稳定增长。兴业银锡旗下银漫矿业为国内最大的白银生产矿山之一；宇邦矿业双尖子山矿区银铅锌矿白银保有储量占国内总储量的 20.93%，占全球白银储量的 2.70%，单体银矿储量排名位列亚洲第一、全球第五。公司 2024 年矿银产量 228.93 吨（同比+14.7%），25H1 矿银产量同比+4.6%，银漫事故停产对产量有一定影响，但整体维持增长。公司银漫二期及宇邦扩建项目正积极推进，产量有望延续增长。

图表 22 兴业银锡矿产银产量及增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

风险提示:

宏观环境影响贵金属价格: 当前国际形势多变, 如果地缘政治局势、美国外交、经济等政策发生变动, 都可能影响贵金属价格;

白银供给超预期: 白银供弱需强支撑价格增长, 如果有超预期的供给增加, 可能会短期造成供过于求的局面, 从而压制银价;

光伏需求不及预期: 白银价格上涨可能压制下游工业需求, 如果光伏需求下滑或者寻找替代的技术方案, 或将影响白银需求;

项目建设不及预期: 如果白银矿企项目建设进度缓慢, 将影响相应上市公司的业绩, 从而影响板块收益。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。