

标配（维持）

白银行业深度报告

工业需求与金融属性双轮驱动

2025 年 8 月 28 日

投资策略：

分析师：许正堃
SAC 执业证书编号：
S0340523120001
电话：0769-23320072
邮箱：
xuzhengkun@dgzq.com.cn

申万有色金属行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **白银：工业金属“新贵”，贵金属“价值担当”。**白银历史悠久，凭借着理化属性稳定、易于保存等特点，白银成为人们储存财富、货币交易的重要手段。白银产业链包含上游开采回收、中游冶炼加工、下游终端应用三大环节。上游通过开采各类有色金属矿石并冶炼制成银精矿，全球约七成白银来自铅锌等有色金属的伴生产出，同时从银饰废料、废旧电子元件回收中获取再生银；中游冶炼环节对银精矿与再生银进行冶炼提纯，产出高纯度白银，再进行初级加工制成银棒、银板、银丝、银粉等初级产品；下游为深加工及终端应用环节，白银主要终端应用包括工业领域（光伏、电子电气、化工材料）、消费领域（珠宝首饰、生活用品）及投资领域（银币银条、期货等）。
- **金融属性逐步凸显。**白银在金融领域兼具货币与投资属性，在历史上承担着重要的货币职能，如今仍是抗通胀的储备资产，且因市场规模相对黄金较小，白银价格对宏观环境、市场情绪及资金走向更为敏感，其风险与收益潜力较高。截至8月26日，COMEX白银价格收于39.21美元/盎司，较年初上涨33.87%，上期所白银价格收于9354元/千克，较年初上涨25.22%。短期，美联储货币政策将主导银价走向，9月降息概率提升至87.5%，且当前COMEX、SHFE金银比均高于历史均值，若降息落地且金银比持续修复，白银价格有进一步上行的动能。
- **工业需求稳步提振。**据世界白银协会统计，2024年全球白银消费结构中，工业需求占比59%，珠宝首饰占18%，银币银条占16%。工业领域中光伏需求为197.6百万盎司，占总需求约17%。2024年全球白银总需求降3%至1160百万盎司，因实物投资需求走弱，但中国工业需求增长7%，钎焊合金需求在汽车等行业支撑下增长3%。光伏银浆是光伏电池的关键辅料，且当下主流TOPCon电池单GW耗银量高于PERC电池。2025年上半年前五大电池片供货商出货量同比增长12.5%，其中TOPCon占比88.3%。随着TOPCon电池渗透率提升、光伏装机量维持增长，未来几年光伏行业对银浆需求预计将继续强劲，将成为白银工业需求增长的核心驱动力。
- **投资建议。**总体来看，白银行业正迎来金融属性凸显与工业需求爆发的双轮驱动，白银价格呈现震荡上行态势。当前白银价格在宏观情绪向好、供需缺口扩大及金银比加速修复的共振下，中长期上涨具备动能。建议关注兴业银锡（000426）、江西铜业（600362）、盛达资源（000603）。
- **风险提示。**宏观经济波动风险、境外投资国别风险、安全生产风险、环保风险、美联储超预期加息的风险、原材料价格波动风险、白银下游实际需求下滑的风险、在建项目进程不及预期等风险。

目 录

1. 白银基本介绍及产业链	4
2. 白银行业供给侧	5
3. 白银行业需求端	7
3.1 工业需求稳步提振	7
3.2 金融属性逐步凸显	9
4. 重点公司	12
4.1 兴业银锡（000426）	12
4.2 江西铜业（600362）	13
4.3 盛达资源（000603）	14
5. 投资建议	15
6. 风险提示	16

插图目录

图 1：纯银呈现银白色	4
图 2：银铅锌矿	4
图 3：白银产业链	5
图 4：2024 年全球黄金储量占比情况	5
图 5：2024 年全球黄金矿产量占比情况	5
图 6：2018—2024 年全球白银矿产量及增速（吨，%）	6
图 7：2018—2024 年中国白银矿产量及增速（吨，%）	6
图 8：全球白银供应量及需求量预测（吨）	6
图 9：2024 年全球白银需求结构	7
图 10：2024 年全球白银工业领域需求结构	7
图 11：光伏银浆产业链	7
图 12：光伏银浆成本结构	8
图 13：PERC 电池成本占比情况	8
图 14：2025 年上半年前五大电池片供货商电池出货类型占比	8
图 15：中国新增光伏装机容量（万千瓦）	9
图 16：中国光伏电池产量（万千瓦）	9
图 17：COMEX 白银期货收盘价（美元/盎司）	10
图 18：COMEX 金银比	10
图 19：SHFE 白银期货收盘价（元/千克）	10
图 20：SHFE 金银比	10
图 21：美元指数与白银价格（1973 年 3 月=100，美元/盎司）	11
图 22：联邦基金目标利率（%）	11

图 23 : COMEX 白银非商业持仓 (张)	11
图 24 : 兴业银锡 2020-2025H1 归母净利润 (亿元)	12
图 25 : 兴业银锡各项业务毛利占比 (按 2025 年中报)	12
图 26 : 江西铜业 2020-2024 归母净利润 (亿元)	13
图 27 : 江西铜业各项业务毛利占比 (按 2024 年年报)	13
图 28 : 盛达资源 2020-2025H1 归母净利润 (亿元)	14
图 29 : 盛达资源各项业务毛利占比 (按 2025 年中报)	14

表格目录

表 1 : 重点公司盈利预测 (截至 8 月 27 日收盘价)	15
---------------------------------------	----

1. 白银基本介绍及产业链

白银，元素符号为 Ag，纯银呈现银白色，有金属光泽，掺有杂质后颜色呈灰红色。银的物理及化学性质均较为稳定，导热导电性强，质软，延展性好，反光率极高。白银历史悠久，凭借着属性稳定、易于保存等特点，白银成为人们储存财富、货币交易的重要手段。

如今，白银作为兼具工业与金融双重属性的金属，在工业需求拉升及贵金属金融属性凸显的背景下，其内在价值正在提升。投资领域中，银币、银条、各类银饰等投资方式为投资者提供多元化选择，成为避险保值、抵御通胀的重要工具。工业领域方面，白银因导电导热性高，可作为导电触材料，广泛应用于电子电器行业；光伏行业中，光伏银浆是太阳能电池片的关键材料，可有效提升光电转换效率；此外，白银可作为催化剂、抗微生物剂等，广泛应用于医疗卫生、化学化工、建筑装饰等领域。

图 1：纯银呈现银白色



数据来源：兴业银锡官网，东莞证券研究所

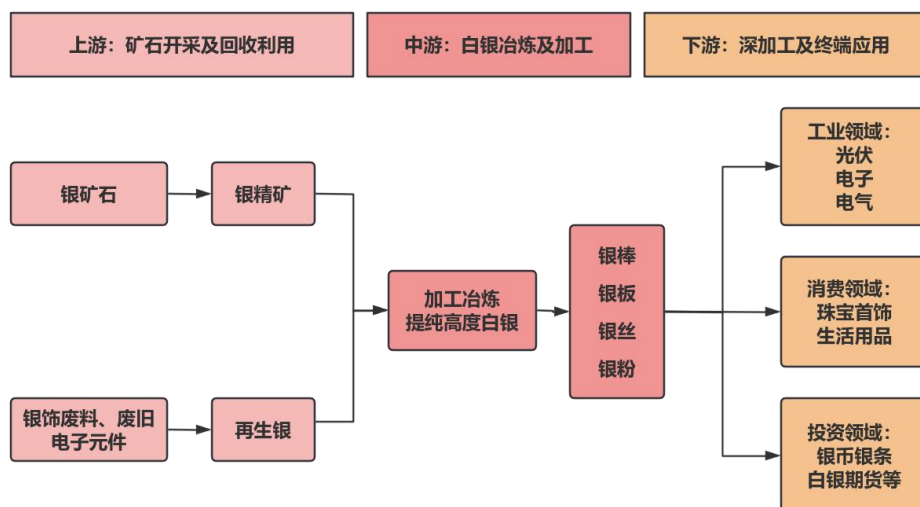
图 2：银铅锌矿



数据来源：百度百科，东莞证券研究所

白银产业链包含上游开采回收、中游冶炼加工、下游终端应用三大环节。上游通过开采各类有色金属矿石并冶炼制成银精矿，全球约七成白银来自铅锌等有色金属的伴生产出，同时从银饰废料、废旧电子元件回收中获取再生银；中游冶炼环节对银精矿与再生银进行冶炼提纯，产出高纯度白银，再进行初级加工制成银棒、银板、银丝、银粉等初级产品；下游为深加工及终端应用环节，白银主要终端应用包括工业领域（光伏、电子电气、化工材料）、消费领域（珠宝首饰、生活用品）及投资领域（银币银条、期货等）。

图 3：白银产业链



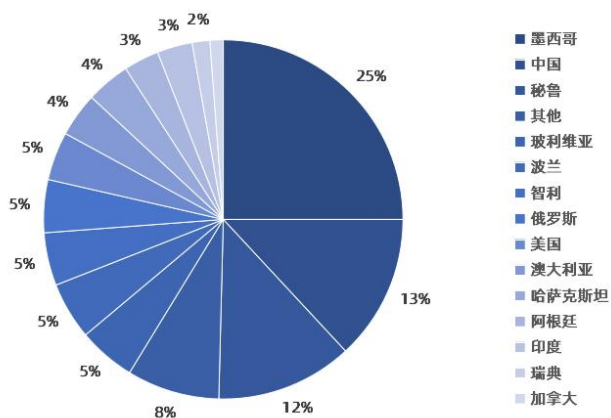
数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

2. 白银行业供给侧

白银通常是作为铅锌矿、铜矿和金矿的副产品，从多金属矿床中生产的白银占全球白银供给的 2/3 以上，未来铜银矿及铜铅锌矿将继续贡献主要的白银供给。

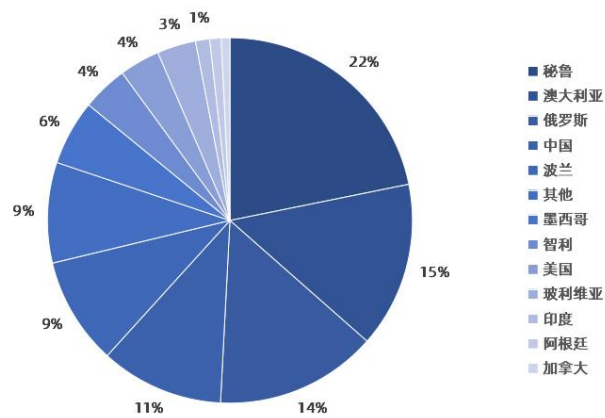
根据美国地质调查局数据，2024 年全球白银产量合计约 25000 吨，其中墨西哥、中国、秘鲁的白银产量靠前，分别生产 6300 吨、3300 吨及 3100 吨；2024 年全球白银储量合计约 64 万吨，其中秘鲁、澳大利亚、俄罗斯的储量位居前三，分别拥有 14 万吨、9.4 万吨、9.2 万吨。

图 4：2024 年全球黄金储量占比情况



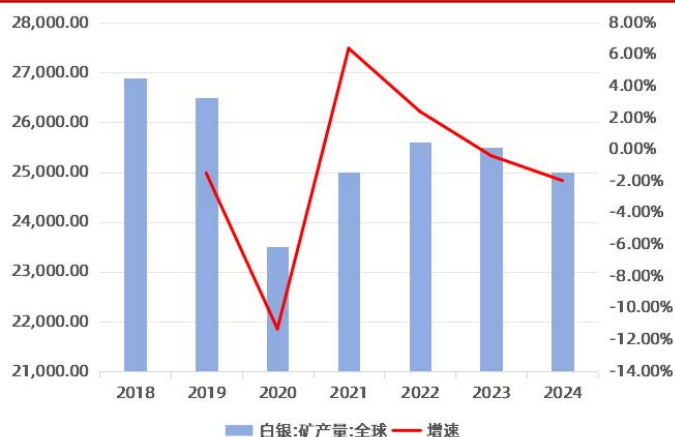
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 5：2024 年全球黄金矿产量占比情况



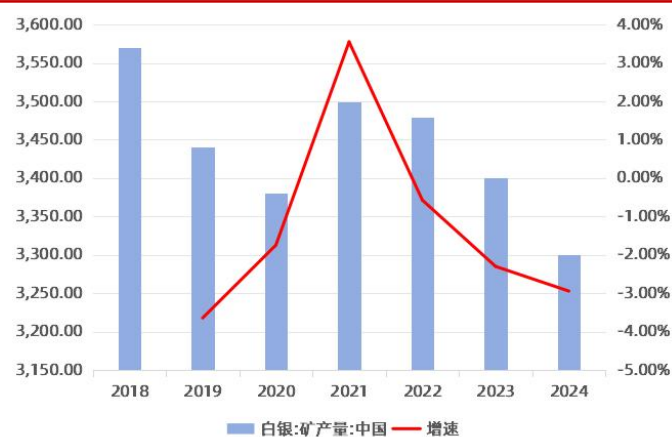
数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 6：2018—2024 年全球白银矿产量及增速（吨，%）



数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

图 7：2018—2024 年中国白银矿产量及增速（吨，%）

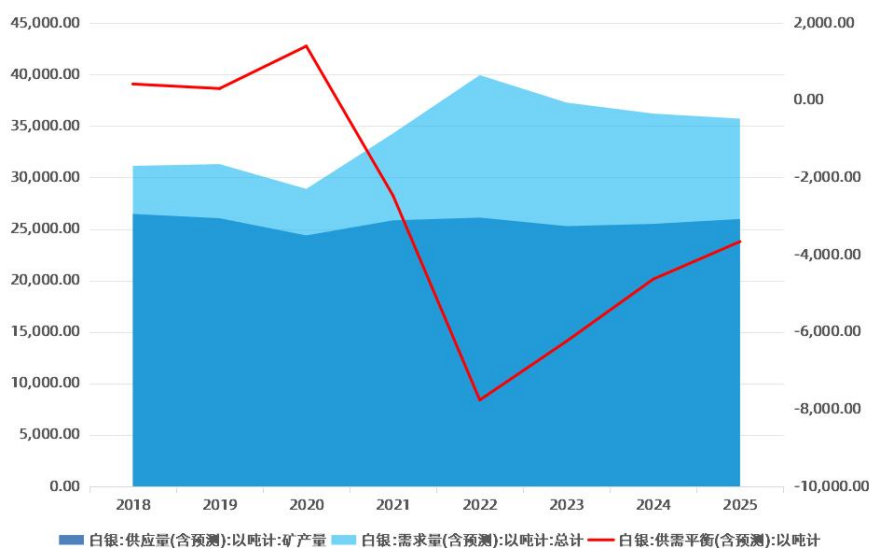


数据来源：USGS（美国地质调查局），东莞证券研究所

总的来看，因矿石品位下降、开采及提炼难度加大、生产成本增加等因素，使得全球矿产白银产量增长受限，呈现出较强的供给刚性，2018 至 2024 年全球白银矿产量复合增速为-1.21%。后续，因新银矿发现概率较低以及矿石品位下降难解，预计矿产银难有较大增量，后续矿产银供应量将与铜矿、铅锌矿等开采规模密切相关。

回收银近年来增长态势较好，主要因白银价格上涨，来自工业、首饰业等领域的回收银产量较高，后续，回收银产量将继续受白银价格主导。考虑到回收银整体基数相对较小，未来白银供给仍将以矿产银为主，整体供应将继续偏紧。据世界白银协会预测，2025 年全球白银供应约 2.6 万吨，需求量约 3.57 万吨，供不应求态势将会延续。

图 8：全球白银供应量及需求量预测（吨）



数据来源：iFind，世界白银协会，东莞证券研究所

3. 白银行业需求端

3.1 工业需求稳步提振

图 9：2024 年全球白银需求结构

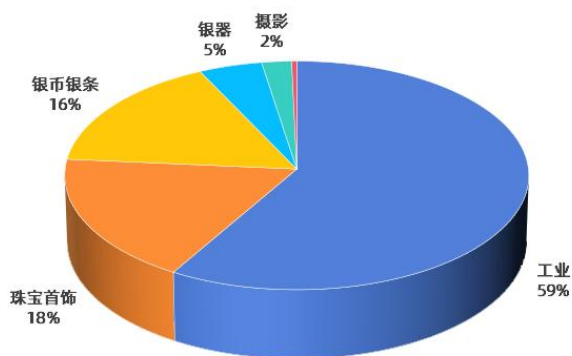
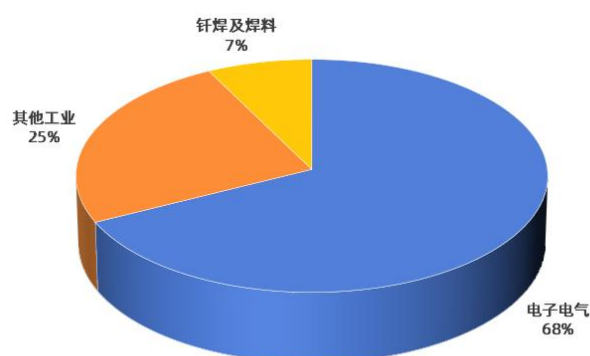


图 10：2024 年全球白银工业领域需求结构



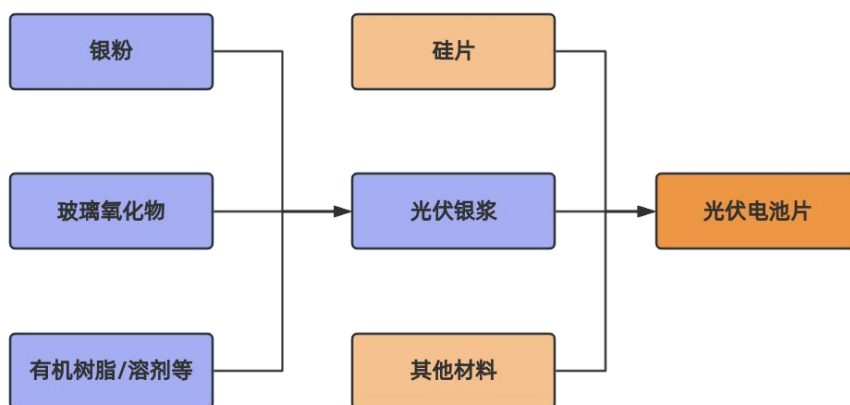
数据来源：Metals Focus，世界白银协会，东莞证券研究所

数据来源：Metals Focus，世界白银协会，东莞证券研究所

据世界白银协会统计，2024 年全球白银消费结构中，工业领域需求占比 59%，珠宝首饰占比 18%，银币银条占比 16%。工业领域需求中，电子电气需求合计 460.5 百万盎司，其中光伏需求约 197.6 百万盎司，占白银总需求约 17%。

2024 年全球白银总需求下降 3%至 1160 百万盎司，主要因实物白银投资需求走弱。全球白银工业需求最大的中国市场工业需求增长 7%，钎焊合金需求在汽车与航空航天等行业支撑下增长 3%。

图 11：光伏银浆产业链



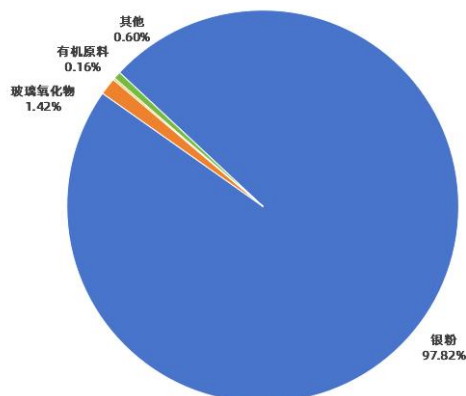
数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

前文已述，据世界白银协会统计，2024 年全球白银需求结构中光伏占比约 17.03%。光伏银浆是光伏电池制作过程中的关键辅料，以高纯银粉作为导电功能相、玻璃氧化物作为粘结相，光伏银浆的质量与用量直接影响光伏电池的光电转换效率。据中商情报网资料，光伏银浆成本结构中银粉占比达到近 98%，PERC 电池成本结构中光伏银浆成本占比约 18%。TOPCon 电池因正背面均会使用银浆料，其耗银量相比 PERC 电池更高。

在全球对清洁能源的需求持续增长的背景下，光伏新增装机容量屡创新高。2024 年，全球光伏新增装机容量达到 452GW，国内新增装机容量达到 278GW。根据 InfoLink 调研，2025 上半年前五大电池片供货商（通威股份、中润光能、英发睿能、捷泰科技、爱旭股份）的全球总出货量约为 87.8GW，同比增长约 12.5%。五家企业在上半年总出货量达到 87.8GW。其中，TOPCon 电池片加速普及，出货量占比达到 88.3%，PERC 电池片出货占比为 11.2%。

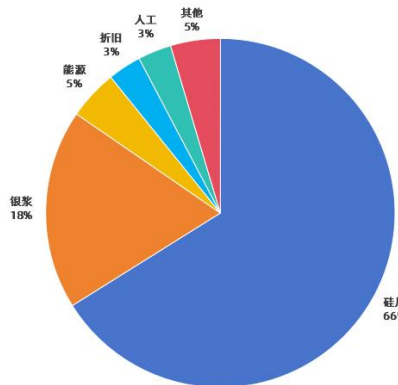
当下，TOPCon 电池渗透率快速提升，同时全球范围内光伏装机量持续高增，预计未来几年光伏行业对银浆的需求量将保持强劲增长态势，并将成为白银工业需求增长的核心动力。

图 12：光伏银浆成本结构



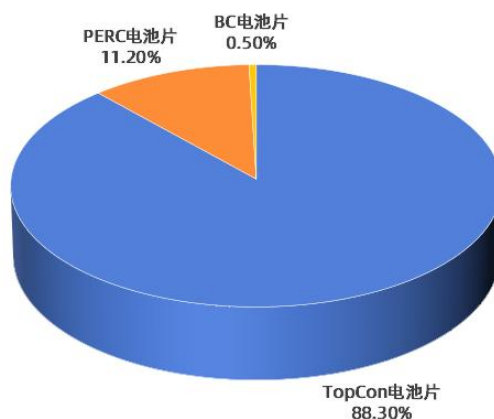
数据来源：中商情报网，东莞证券研究所

图 13：PERC 电池成本占比情况



数据来源：中商情报网，东莞证券研究所

图 14：2025 年上半年前五大电池片供货商电池出货类型占比



数据来源：InfoLink，东莞证券研究所

图 15：中国新增光伏装机容量（万千瓦）

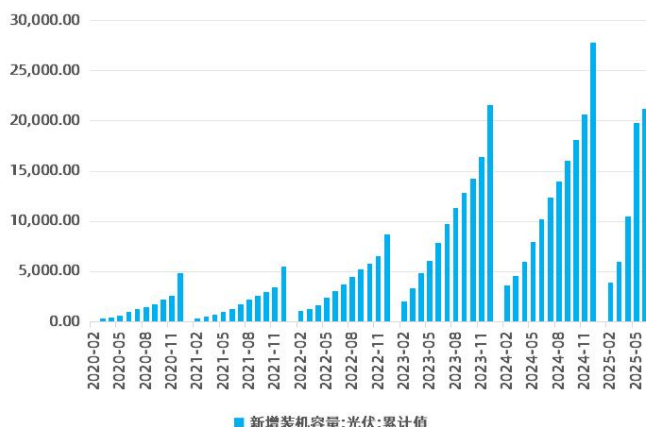
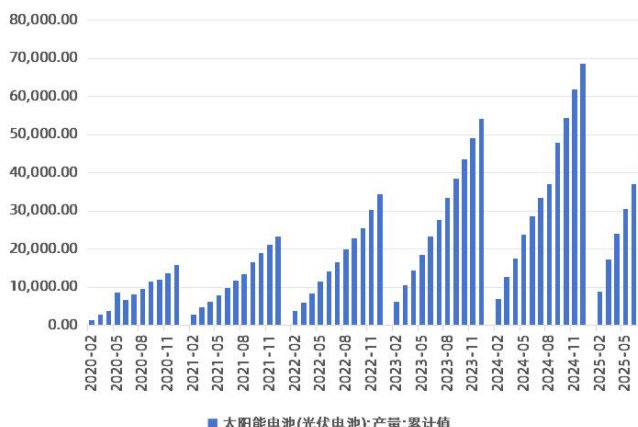


图 16：中国光伏电池产量（万千瓦）



数据来源：iFind，中国电力企业联合会，东莞证券研究所

数据来源：iFind，国家统计局，东莞证券研究所

3.2 金融属性逐步凸显

白银在金融领域兼具货币属性及投资属性。与黄金同作为重要的贵金属，白银在货币发展历程中历史悠久，承担着交易工具、价值尺度等核心货币职能。凭借着深厚的货币根基，白银成为抗通胀的储备资产，时下部分国家央行仍会适配白银以稳定资产储备。同时，白银的投资属性显著，因市场规模相对黄金较小，其价格对宏观环境、市场情绪及资金流向的反应更为敏感，投资风险与收益潜力均相对较高。

全球宏观环境与货币政策为影响白银金融属性的核心因素。经济繁荣时，工业生产活动旺盛，白银工业需求提升，随之强化其金融属性；经济下行期，白银工业需求减弱，白银价格承压，使得金融属性随之弱化。以美联储政策为主导的货币政策同样关键，降息推动实际利率下行时，白银作为零息资产吸引力上升，金融属性凸显；加息期间，资金流向有息资产，白银投资需求下降金融属性弱化。

地缘政治风险与美元指数同样对白银金融属性影响深远。地缘政治风险会催生投资者避险需求，作为传统避险资产的白银，投资需求与白银价格将会同步上行，金融属性显著增强。此外，国际市场上，白银同样以美元标价，二者通常呈现出较强的负相关关系，若美元贬值，白银价格将会抬升，其金融属性得到强化。

截至 8 月 26 日，COMEX 白银价格收于 39.21 美元/盎司，较 8 月初上涨 2.1 美元，较年初上涨 9.92 美元，涨幅约 33.87%；上期所白银价格收于 9354 元/千克，较 8 月初上涨 436 元，较年初上涨 1884 元，涨幅约 25.22%；美元指数回落至 98.21，较 8 月初下跌 1.82，较年初下跌 10.28；COMEX 白银非商业净多头持仓为 4.65 万张，较年初增加约 1.4 万张。

宏观方面，短期美联储货币政策主导银价走向，市场目光聚焦 9 月美联储降息预期。8 月 22 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上表示，尽管通胀仍受关注，但就业市

场风险上升可能使美联储在 9 月降息。他强调，在政策维持紧缩的背景下，经济前景及风险变化或需调整政策立场。据 CME FedWatch Tool 显示，8 月 25 日，基于期货合约预测的美国 9 月降息概率已提升至 87.5%。若 9 月降息落地，白银价格有望进一步冲高，后续需关注美国 8 月非农就业数据。

金银比修复提供上涨空间，截至 8 月 25 日，COMEX 金银比收于 87.89，SHFE 金银比收于 84.14，持续高于 1975 年以来 60 的均值。在美元信用逐步下滑、美联储降息预期抬升及避险情绪持续作用下，黄金价格有望维持高位震荡，若后续金银比加速均值复归，白银价格有望进一步上行。

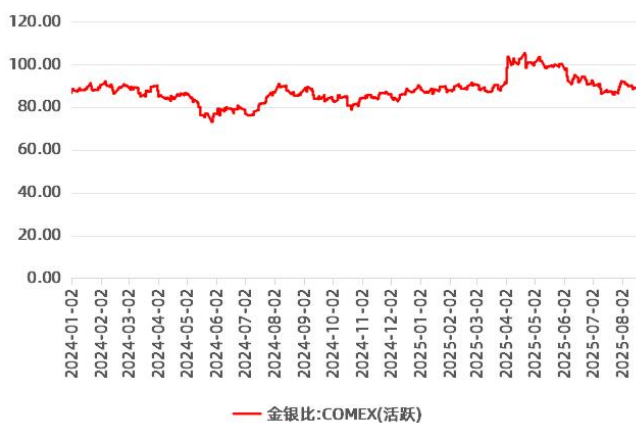
总体来看，白银行业正迎来金融属性凸显与工业需求爆发的双轮驱动，白银价格呈现震荡上行态势。当前白银价格在宏观情绪向好、供需缺口扩大及金银比加速修复的共振下，中长期上涨具备动能。

图 17: COMEX 白银期货收盘价（美元/盎司）



数据来源：iFind，COMEX，东莞证券研究所

图 18: COMEX 金银比



数据来源：iFind，COMEX，东莞证券研究所

图 19: SHFE 白银期货收盘价（元/千克）



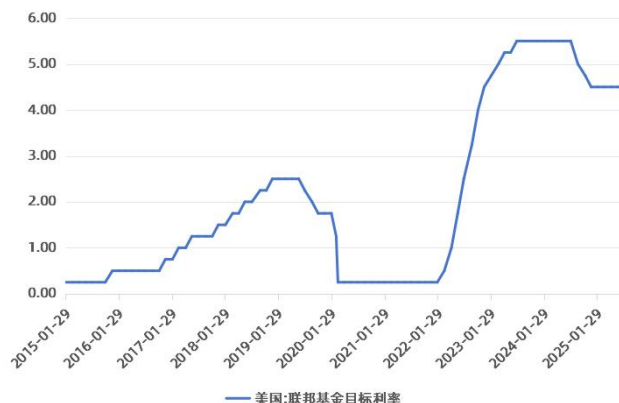
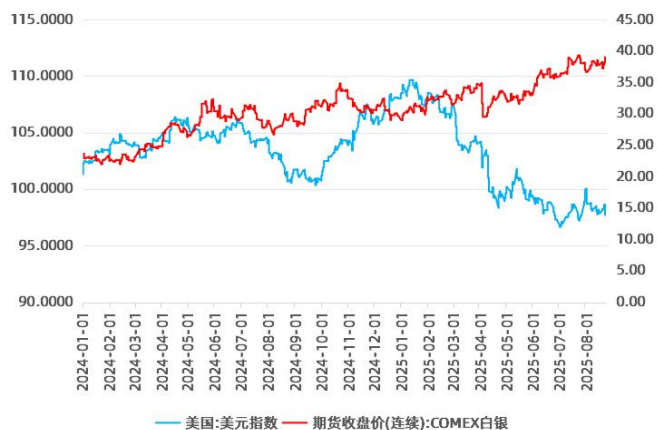
数据来源：iFind，上海期货交易所，东莞证券研究所

图 20: SHFE 金银比



数据来源：iFind，上海期货交易所，东莞证券研究所

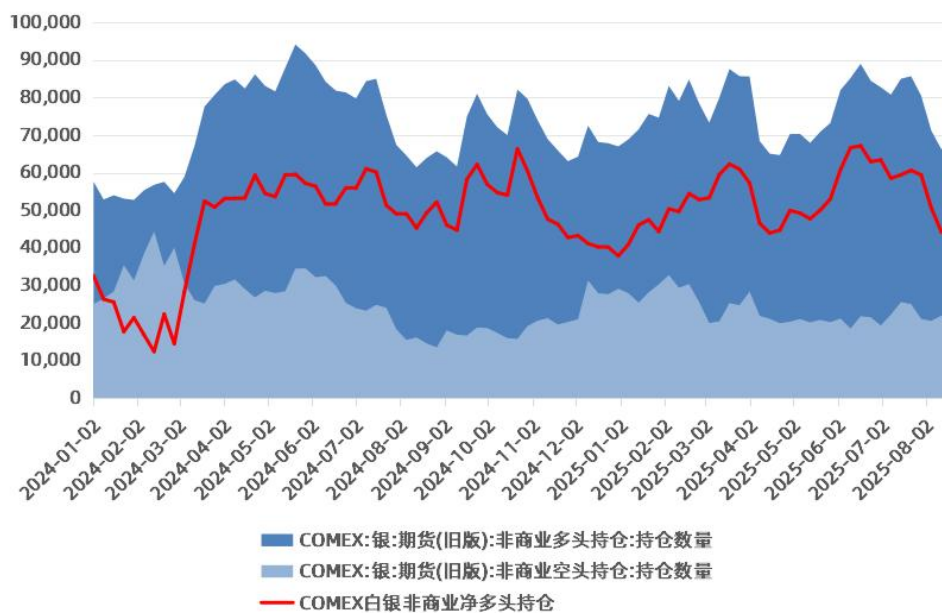
图 21: 美元指数与白银价格 (1973 年 3 月=100, 美元/盎司) 图 22: 联邦基金目标利率 (%)



数据来源: iFind, COMEX, 东莞证券研究所

数据来源: iFind, 美联储, 东莞证券研究所

图 23: COMEX 白银非商业持仓 (张)



数据来源: iFind, COMEX, 东莞证券研究所

4. 重点公司

4.1 兴业银锡（000426）

兴业银锡主营业务为有色金属及贵金属采选与冶炼，主要产品为银、锡、铅、锌、铁、铜、锑、金等有色金属、贵金属及黑色金属。兴业银锡深耕有色金属行业三十余年，依托得天独厚的地域条件，形成了从矿产资源储备到生产加工的完整业务体系。公司通过持续的资产优化与规范化管理，竞争实力稳步提升，旗下9家骨干子公司当前保有资源量超5亿吨，其中银金属量3.06万吨、锡金属量39.9万吨。据世界白银协会2023年底统计的数据，公司白银储量位列亚洲第一、全球第八。公司收购宇邦矿业后，白银保有储量增至24536.7吨，占国内总储量的34.56%，占全球白银储量的4.46%。

公司核心子公司银漫矿业以铅锌银矿和铜锡银锌矿蕴藏为主，为国内最大的白银生产矿山之一，同时也是我国生产锡精矿骨干企业，银漫矿业2024年锡金属产量8902吨，为国内排名第二大锡精矿生产商。子公司宇邦矿业资源储量丰富，拥有双尖子山银铅矿采矿权，宇邦矿业单体银矿排名位列亚洲第一位，全球第五位。

兴业银锡核心竞争力聚焦于“资源禀赋+产能增长”，通过“银锡为主、多金属互补”的产业结构，公司能有效对冲单一金属价格波动风险。资源端，公司所拥有的矿产资源丰富，储量规模较大，品位较高，具有较强的资源优势，2025年1月公司通过收购宇邦矿业实现白银储量大幅跃升；产能端，宇邦矿业825万吨/年采选项目达产后，预计年可产白银450吨，银漫矿业目前生产规模为165万吨/年，297万吨/年扩建项目达产后，银漫矿业的银、锡产量将有望翻倍。

2025年8月25日公司披露半年报，第二季度经营业绩环比增长。2025年上半年，公司实现营业收入24.73亿元，同比增长12.50%；实现归母净利润7.96亿元，同比下降9.93%，扣非归母净利润8.01亿元，同比下降10.42%，基本每股收益0.45元，毛利率56.90%，同比-7.73pct，净利率31.67%，同比-7.90pct。公司2025年第二季度业绩持续改善，实现营业收入13.24亿元，环比增长15.23%；归母净利润4.21亿元，环比增长12.57%，扣非归母净利润4.27亿元，环比增长14.17%，毛利率环比改善2.49pct至58.05%，显示公司盈利具有韧性。

图 24：兴业银锡 2020-2025H1 归母净利润（亿元）

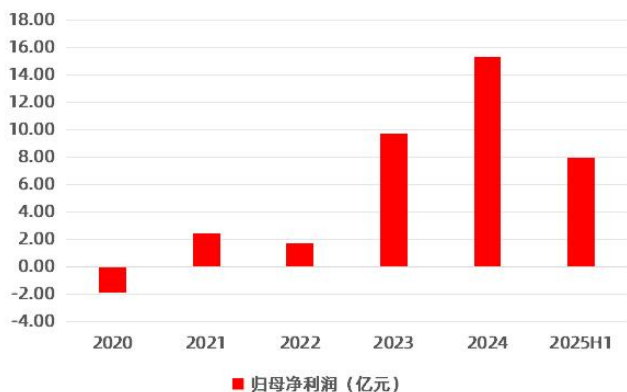
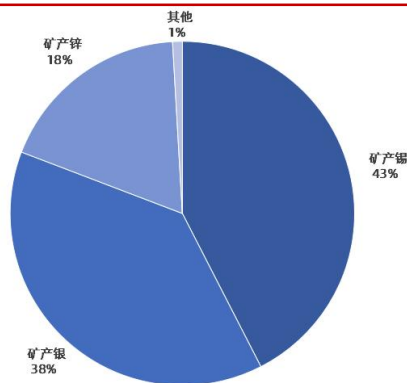


图 25：兴业银锡各项业务毛利占比（按 2025 年中报）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

数据来源：iFind，东莞证券研究所

4.2 江西铜业（600362）

江西铜业业务布局多元化，在深耕铜、金、银、铅、锌、钨等多品种矿产开发的同时，积极拓展金融、投资、贸易及技术支持等增值服务，形成完整且高效的产业生态体系。在全球资源配置方面，公司已在国内外布局多个矿业基地，覆盖中国、秘鲁、哈萨克斯坦、墨西哥等国家，有力保障了资源供应的稳定性与多元性。作为国内首家在伦敦金属交易所（LME）注册成功的阴极铜生产商，江西铜业在国际市场上拥有极高的品牌辨识度。

经过多年发展，江西铜业已成为国内最大的阴极铜供应商。资源端及产业链层面，公司已形成以黄金和铜的开采与冶炼，以及硫化工、稀贵金属提取与加工为核心业务的产业链。据公司 2024 年年报，公司年产铜精矿含铜约 20 万吨，是国内最大的铜加工生产商，年加工铜产品超过 200 万吨控股子公司恒邦股份具备年产黄金 98.33 吨、白银 1000 吨的能力，附产电解铜 25 万吨、硫酸 130 万吨的能力。技术领域，旗下贵溪冶炼厂堪称行业标杆，作为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂，是国内首家引进全套闪速冶炼技术生产线的单位，整体生产技术和主要技术经济指标已达到国际先进水平。

公司 2024 年末自有矿山白银储量达 8252.6 吨，为白银生产提供了坚实资源保障。公司白银主要源于铜精矿伴生资源，在铜采选及冶炼过程中，公司借助先进技术实现白银高效回收，极大提升了资源综合利用效率。公司白银产品主要用作银焊料、电镀、银触点、装饰工艺品的原材料。2024 年，江西铜业白银产量达到 1214.18 吨，销量为 1258.59 吨。公司配套建设先进白银冶炼生产线，形成从矿石开采到精炼的完整产业链，有力确保了产品稳定供应。“江铜牌”白银是伦敦金银市场协会（LBMA）和上海期货交易所注册产品，具备过硬品质与品牌影响力。随着铜矿资源开发及冶炼技术持续创新突破，白银产量有望稳定增长，进一步提升市场份额。

图 26：江西铜业 2020-2024 归母净利润（亿元）

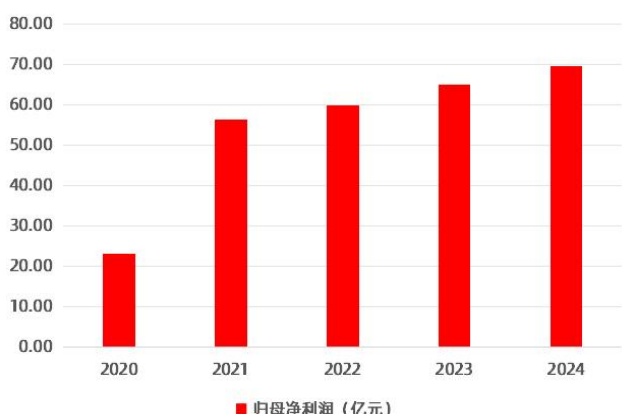
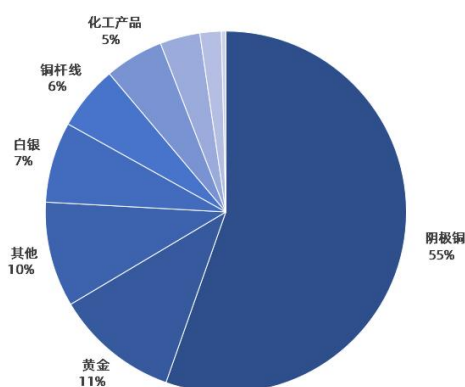


图 27：江西铜业各项业务毛利占比（按 2024 年年报）



数据来源：iFind，上海有色网，东莞证券研究所

数据来源：iFind，东莞证券研究所

4.3 盛达资源（000603）

盛达资源核心业务聚焦贵金属与有色金属矿的采选及销售，公司业务布局集中于内蒙古、四川、湖南等资源富集区域，旗下控股银都矿业、金山矿业、光大矿业、金都矿业等 7 家矿业子公司，原生矿山业务以银、金、铅、锌等金属采选为主。截至 2024 年末，公司保有银金属量超 7000 吨、金金属量超 26 吨，年采选能力近 200 万吨。公司资源储备规模大且品位高，其中银都矿业拜仁达坝银多金属矿是国内上市公司中毛利率较高的矿山之一，金山矿业额仁陶勒盖银矿为国内单体银矿储量最大的独立大型银矿山之一。2025 年上半年金山矿业资源储量核实报告通过评审，新增银金属量 608.67 吨、伴生金金属量 5046.19 千克，进一步延长矿山服务年限。

白银业务是盛达资源的核心盈利来源，2025 年上半年，公司矿产银金属收入占有色金属采选收入的比重为 56.26%，占营业收入的比重为 39.73%，矿产银金属销售产生的利润占公司有色金属采选利润的比重为 56.39%。从业务模式看，公司白银产出主要银铅锌矿山产出的含银铅精粉、含银锌精粉以及金山矿业直接生产的银锭。

2025 年上半年，公司实现营业收入 9.06 亿元，同比增长 6.34%，其中有色金属采选业务收入 6.40 亿元，同比+44.24%，采选业务占比提升至 70.62%，业务结构持续优化；归母净利润为 0.70 亿元，同比-15.03%，扣非归母净利润为 0.74 亿元，同比-4.75%。公司上半年净利润下滑主要因矿业子公司权益金及各项税费缴纳同比大幅增加，税金及附加达 8.43 亿元，同比+118.68%，以及金山矿业受寒冷天气影响选矿厂开工延迟，部分产品延至三季度销售。

公司 2025 第二季度业绩环比大增，2025Q2 实现营业收入 5.54 亿元，同比-5.99%，环比+57.01%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比-32.28%，环比+646.15%；实现扣非归母净利润 0.67 亿元，同比-20.82%，环比+878.32%。第二季度，在金山矿业技改完成以及贵金属产量提升的作用下，公司含银产品量价齐升推动业绩环比大增。后续，公司计划加速鸿林矿业、东晟矿业等待产矿山建设投产，随着白银价格在工业需求提升及金融属性的显现下有望继续冲高，公司全年业绩有望进一步修复。

图 28：盛达资源 2020-2025H1 归母净利润（亿元）

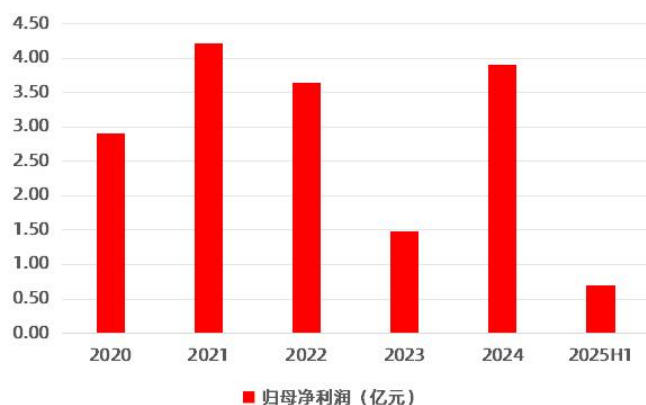
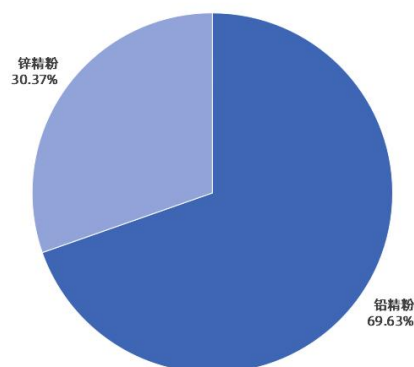


图 29：盛达资源各项业务毛利占比（按 2025 年中报）



数据来源：iFind，上海有色网，东莞证券研究所

数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 投资建议

白银：工业金属“新贵”，贵金属“价值担当”。白银历史悠久，凭借着理化属性稳定、易于保存等特点，白银成为人们储存财富、货币交易的重要手段。白银产业链包含上游开采回收、中游冶炼加工、下游终端应用三大环节。上游通过开采各类有色金属矿石并冶炼制成银精矿，全球约七成白银来自铅锌等有色金属的伴生产出，同时从银饰废料、废旧电子元件回收中获取再生银；中游冶炼环节对银精矿与再生银进行冶炼提纯，产出高纯度白银，再进行初级加工制成银棒、银板、银丝、银粉等初级产品；下游为深加工及终端应用环节，白银主要终端应用包括工业领域（光伏、电子电气、化工材料）、消费领域（珠宝首饰、生活用品）及投资领域（银币银条、期货等）。

金融属性逐步凸显。白银在金融领域兼具货币与投资属性，在历史上承担着重要的货币职能，如今仍是抗通胀的储备资产，且因市场规模相对黄金较小，白银价格对宏观环境、市场情绪及资金走向更为敏感，其风险与收益潜力较高。截至8月26日，COMEX白银价格收于39.21美元/盎司，较年初上涨33.87%，上期所白银价格收于9354元/千克，较年初上涨25.22%。短期，美联储货币政策将主导银价走向，9月降息概率提升至87.5%，且当前COMEX、SHFE金银比均高于历史均值，若降息落地且金银比持续修复，白银价格有进一步上行的动能。

工业需求稳步提振。据世界白银协会统计，2024年全球白银消费结构中，工业需求占比59%，珠宝首饰占18%，银币银条占16%。工业领域中光伏需求为197.6百万盎司，占总需求约17%。2024年全球白银总需求降3%至1160百万盎司，因实物投资需求走弱，但中国工业需求增长7%，钎焊合金需求在汽车等行业支撑下增长3%。光伏银浆是光伏电池的关键辅料，且当下主流TOPCon电池单GW耗银量高于PERC电池。2025年上半年前五大电池片供货商出货量同比增长12.5%，其中TOPCon占比88.3%。随着TOPCon电池渗透率提升、光伏装机量维持增长，未来几年光伏行业对银浆需求预计将继续强劲，将成为白银工业需求增长的核心驱动力。

投资建议。总体来看，白银行业正迎来金融属性凸显与工业需求爆发的双轮驱动，白银价格呈现震荡上行态势。当前白银价格在宏观情绪向好、供需缺口扩大及金银比加速修复的共振下，中长期上涨具备动能。

建议关注兴业银锡（000426）、江西铜业（600362）、盛达资源（000603）。

表 1：重点公司盈利预测（截至8月27日收盘价）

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
000426.SZ	兴业银锡	20.11	0.86	1.16	1.37	12.91	17.28	14.7	买入	维持
600362.SH	江西铜业	26.09	2.01	1.91	2.12	10.27	13.65	12.3	买入	维持
000603.SZ	盛达资源	16.3	0.57	0.84	1.24	21.21	19.35	13.14	买入	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所（盈利预测采用iFind一致预期）

6. 风险提示

- (1) **宏观经济波动风险：**有色金属市场需求与国内外宏观经济高度相关，其产品价格随国内外宏观经济波动呈周期性变动规律。未来若宏观经济进入下行周期，或出现重大不利变化导致有色金属需求放缓，可能会对相关企业业绩产生不利影响。
- (2) **境外投资国别风险：**我国有色金属企业境外投资规模不断增加，境外项目国别政治、经济、文化发展水平差异较大，存在一定的国别政治、政策风险。
- (3) **安全生产风险：**有色金属采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。
- (4) **环保风险：**有色金属企业在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，如废石、废渣的排放。矿产资源的开采，不仅会产生粉尘及固体废物污染，还可能导致地貌变化、植被破坏、水土流失等现象的发生，进而影响生态环境的平衡。
- (5) **美联储超预期加息的风险：**倘若美国通胀持续韧性且就业数据超预期增长，美联储仍有可能再度加息或维持高利率环境更长时间，而超预期加息下，势必对全球大宗商品市场造成影响。
- (6) **原材料价格波动风险：**随着市场环境的变化，生产各类有色金属所需的原材料和能源价格受基础原料价格和市场供需关系影响，呈现不同程度的波动。若公司不能有效地将原材料和能源价格上涨的压力转移到下游，将会对相关企业的经营业绩产生不利影响。
- (7) **白银下游实际需求下滑的风险：**白银行业下游多与工业、制造业密切相关，若下游消费不及预期，将对相关产品需求下降，产品价格或将下滑。
- (8) **在建项目进程不及预期：**目前我国各有色金属企业处于产能扩张阶段，针对产业链各环节强链补链，倘若在建项目的建设进程不及预期，可能会对相关企业的生产经营造成一定不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时间更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn