

# 主要银矿开采商产量跟踪报告及金银比价复盘

## 研究院 新能源&有色组

### 研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

### 师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

### 封帆

☎ 021-60827969

✉ fengfan@htfc.com

从业资格号: F03036024

投资咨询号: Z0014660

### 王育武

☎ 021-60827969

✉ wangyuwu@htfc.com

从业资格号: F03114162

投资咨询号: Z0022466

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 近期市场背景及主要白银矿企业情况汇总

当前几大主要白银生产商整体呈“原生矿增量收紧、白银增量依赖伴生”的特点。Fresnillo 25H1 权益银产量 24.9 百万盎司，同比-8% 以上，受 San Julián DOB 接近关停、Silverstream 退出与主矿区递减及安全事故扰动，但仍维持全年 49-56 百万盎司指引；KGHM 上半年 657 吨，同比-3%，矿石处理量与外购/进料缩减，Sierra Gorda 年中扩建是后续潜在增量；Newmont 上半年 1,400 万盎司，同比-18%，前期罢工低基数效应消失且 Peñasquito 采矿序列对白银生产产生了负面影响，全年指引 2,800 万盎司较 2024 回落；Pan American 上半年 1,009.7 万盎司，同比+5%，核心增量来自 La Colorada 与 Skarn 项目勘探推进及 El Peñon 稳定放量，部分矿（Cerro Moro、Dolores 等）产量回落抵消了部分增长；Southern Copper 上半年 1,143 万盎司，同比+15%，主因 Buenavista 锌选厂爬坡带来伴生银放量，全年目标 2,300 万盎司（+9%）；Glencore 上半年 909.7 万盎司基本持平，Collahuasi 因水资源与序列规划导致的减量被 Antamina（高锌段）、Kazzinc、Kidd 增量对冲。总体看：纯银矿增量有限，全球新增更多依赖铜/锌项目伴生回收；供给端“低弹性+区域扰动”特征持续。

## 套保策略建议

宏观层面，全球增长放缓与制造业触底修复并存，市场对美联储年内温和宽松预期抬升，实际利率高位趋缓；美国关税与供应链再本土化引发的成本推升、拉美与非洲矿山扰动约束，加之光伏（高效电池银耗增速放缓但装机仍高）与储能、电子需求韧性，共同支撑银的“金融弹性+工业需求维稳”主线。

## 目录

近期市场背景及主要白银矿企业情况汇总 .....	1
套保策略建议 .....	1
全球白银主要生产商情况梳理 .....	3
Fresnillo plc (弗雷斯尼洛) : 25H1 产量下滑不改全年指引 .....	3
KGHM Polska Miedz S.A. (波兰铜业) : 矿石品位下滑产量收缩 .....	4
Newmont Corporation (纽蒙特矿业) : 罢工扰动逐步出清 .....	5
Pan American Silver Corp. (泛美白银) : 主产矿区持续扩产 .....	5
Southern Copper Corporation (南方铜业) : 精炼产能增长推动白银放量 .....	7
Glencore plc (嘉能可) : 25H1 产量基本维稳 .....	7
黄金白银比价复盘 .....	9
总结与套保建议 .....	10

## 全球白银主要生产商情况梳理

### Fresnillo plc (弗雷斯尼洛)：25H1 产量下滑不改全年指引

Fresnillo plc (弗雷斯尼洛) 是全球最大的原生银开采商，总部位于墨西哥城；其资产主要包括 San Julián、Fresnillo、Saucito、Juanicipio 等墨西哥在产核心矿山。

2024 年全年，Fresnillo plc 实现白银权益产量 56.31 百万盎司，合 1751.2 吨（按 1 金衡盎司约为 31.1 克计算，下同）；该产量符合指导目标，与 2023 年基本持平。其中主要变动来源于两方面：San Julián Veins 和 Saucito 矿区矿石品位提升及处理量增加，Juanicipio 项目产量贡献提高，构成主要产量增量。而 San Julián DOB 矿区因临近开采寿命末期产量下降，以及 Fresnillo 主矿区及 Silverstream 协议得产量贡献减少，构成了主要边际减量，导致整体全年白银产量同比基本持平。

进入 2025 年上半年，根据公司披露的 2025 年 H1 业绩报告，其在 2025 上半年白银权益产量 24.9 百万盎司（包含 Silverstream，25H2 开始 Silverstream 不会再贡献产量），合 774.4 吨，同比下滑约 8.30%；主要原因还是受 San Julián DOB 矿区计划关闭、Fresnillo 主矿区贡献下降及 Silverstream 协议影响，导致白银产量有所下滑。此外，Fresnillo 还报告了两起致命事故，一起发生在 6 月的 Ciénega 矿区，另一起发生在 7 月的 Juanicipio 矿区。公司表示已进行全面调查，并正在加强其所有运营点的安全工作；可能也会对全年产量产生较为负面的影响。未来展望方面，尽管 25H1 产量受到矿区关闭以及 Silverstream 协议影响出现下滑，但公司并未下调全年产量指引，仍维持白银产量 49-56 百万盎司。

表 1: Fresnillo plc 集团旗下各主要矿区银产量（百万盎司）

矿山	2025H1	2024H1	同比
Fresnillo	5.15	5.26	-2.05%
Herradura	0.26	0.22	16.89%
Saucito	6.73	6.81	-1.13%
San Julian	4.22	6.16	-31.48%
Cienega	1.65	2.58	-35.93%
Juanicipio	4.94	5.28	-6.52%
合计	22.95	26.31	-12.76%

资料来源：公司公告 Capital IQ 华泰期货研究院

表 1: Fresnillo plc 集团总产量 (百万盎司)

2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
13.12	14.04	13.89	13.22	11.89	12.05

资料来源: 公司公告 Capital IQ 华泰期货研究院

### KGHM Polska Miedz S.A. (波兰铜业) : 矿石品位下滑产量收缩

Polska Miedz 是波兰最大的矿业集团及全球领先的白银生产商, 其白银业务主要通过铜矿开采的副产品实现规模化生产。核心矿山包括欧洲最深的金属矿之一 Rudna 矿、Polkowice 矿、Lubin 矿等。

根据 KGHM Polska Miedz S.A. 公司披露, 2024 年全年实现白银产量 1341 吨, 同比下滑 6%; 产量下滑主要原因在于 KGHM Polska Miedz S.A. 由于进料材料供应减少导致的产量下滑以及由于 Sudbury Basin 项目矿石品位下滑导致的减产。

2025 年上半年, 公司实现白银产量约 657.2 吨, 同比下滑 3%; 其中 KGHM Polska Miedz 实现银产量 646.3 吨, KGHM INTERNATIONAL 实现银产量 0.1 吨, Sierra Gorda 项目实现银产量 10.8 吨; 产量下滑的主因在于原矿处理量下滑。

资本开支及项目推进方面, 2025Q1 公司资本开支规模约为 6.92 亿波兰兹罗提 (按照 1 美元兑 3.65 兹罗提, 约合 1.9 亿美元), 同比增长 6%; 未来增量方面, 在智利的 Sierra Gorda 矿山计划于 2025 年中完成扩建, 预计铜产量将增加约 3 万吨; 由于公司白银产品形式主要为铜矿开采的副产品, 铜产量的提升也有望推动白银产量增长。

表 3: KGHM 集团旗下各主要白银矿区产量 (吨)

矿区	2025H1	22024H1	同比
KGHM Polska Miedz S.A.	646.3	666	-2.96%
KGHM INTERNATIONAL LTD	0.1	0.7	-85.71%
Sierra Gorda S.C.M.*	10.8	11.9	-9.24%
合计	657.2	678.6	-3.15%

资料来源: 公司公告 华泰期货研究院

表 4: KGHM 集团白银总产量 (吨)

2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
362.0	303.0	360.0	321.0	362.0	295.2

资料来源: 公司公告 Capital IQ 华泰期货研究院

### Newmont Corporation (纽蒙特矿业) : 罢工扰动逐步出清

纽蒙特是全球领先的黄金生产商, 资产遍及北美、南美、澳洲、非洲。公司主营黄金, 辅以铜、银、锌、铅等副产品; 白银收入占比不高, 主要为副产品。其主要产银矿山包括墨西哥 Peñasquito 大型多金属露天矿、阿根廷 Cerro Negro 金矿 (含银)、多米尼加 Pueblo Viejo 多金属矿等。

根据纽蒙特 2024 年年报, 全年实现银产量约 3300 万盎司 (约合 1026.3 吨), 同比大幅增长 83%; 2023 年 7-9 月公司核心产银矿墨西哥 Peñasquito 矿由于罢工导致停产导致低基数, 此外 Peñasquito 以及 Boddington 矿在 2024 年黄金产量提升, 作为副产品的白银产量亦有较大增长; 从而使得 2024 年白银产量同比出现较大增幅。

2025 年上半年纽蒙特实现白银产量约 1400 万盎司 (约合 435.4 吨), 同比下滑 17.6%; 主要原因在于 Peñasquito 多金属矿按计划推进采矿序列的过程中, 对 Chile Colorado 矿坑的采矿量减少, 从而导致白银产量减少。指引方面, 2025 年全年白银产量指引约 2800 万盎司, 较 2024 年产量同比下滑 15.21%。

表 5: Newmont Corporation 白银产量梳理 (吨, 按 1 金衡盎司约为 31.1 克计算)

2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
279.9	248.8	217.7	279.9	186.6

资料来源: 公司公告 Capital IQ 华泰期货研究院

### Pan American Silver Corp. (泛美白银) : 主产矿区持续扩产

American Silver Corp. (泛美白银公司) 是全球领先的白银生产商, 总部位于加拿大温哥华, 业务覆盖美洲多个重要银矿区。公司主力矿山包括危地马拉的 Escobal (处于停产状态)、墨西哥的 La Colorada (伴生锌资源丰富) 以及新整合的 Juanicipio 矿。

2024 年全年, 公司实现白银产量 2106.1 万盎司 (约合 665.0 吨), 同比增长 3.05%。主要增量来自于 La Colorada 以及 El Peñon 矿区, 在 2024 年分别同比增产 11.1%与 33.2%。

在主力矿区布局方面，雅科比纳（Jacobina）通过选矿厂升级改造与矿山优化研究提升开采效率；拉科罗拉达（La Colorada）完成新型通风系统建设以保障深部开采安全，其矽卡岩项目（Skarn Project）同步深化勘探钻探与工程设计，为高品位银锌资源开发奠定基础。配套工程方面，华隆矿区（Huaron）基本建成尾矿过滤厂及滤饼堆存设施，显著提升环保处理能力；以及蒂明斯（Timmins）贝尔溪膏体充填厂竣工，优化了矿区回填工艺。

2025年上半年，泛美银业实现白银产量1009.7万盎司(约合314.0吨)延续增产势头，同比增长5.44%；其中主要增量仍来源于La Colorada矿山与El Peñon，2025上半年银产量分别同比增长49.12%/12.40%。资本开支方面，在资源勘探领域拉科罗拉达矿区实施双轨战略：矽卡岩项目通过持续加密钻探深化资源储量验证，同步推进工程设计方案优化；其东部高品位脉状矿体则启动专项勘探计划，配套矿山基建升级与设备租赁方案，为规模化开采奠定基础。产能扩张方面，雅科比纳矿区重点开展矿山-选矿流程优化以提升生产效率。

表 6: Pan American Silver Corp. 旗下各主要矿区银产量（万盎司）

矿山	2025H1	2024H1	同比
La Colorada	289.6	194.2	49.12%
Cerro Moro	103.3	133.6	-22.68%
Huaron	179.5	171.1	4.91%
San Vicente(1)	139.8	156.2	-10.50%
Jacobina	0.2	0.1	100.00%
El Peñon	191.2	170.1	12.40%
Timmins	0.7	0.7	0.00%
Shahuindo	12.5	13.7	-8.76%
La Arena	/	1.7	/
Minera Florida	28.8	29.1	-1.03%
Dolores	64.0	87.0	-26.44%
合计	1,009.7	957.6	5.44%

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

表 7: Pan American Silver Corp. 白银总产量季度梳理（万盎司）

2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
546.7	601.8	500.3	509.4

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

## Southern Copper Corporation (南方铜业)：精炼产能增长推动白银放量

南方铜业白银产品以副产品属性为主，产量主要来自墨西哥 Buenavista、IMMSA Unit、La Caridad，以及秘鲁 Toquepala、Cuajone 铜矿采选—冶炼流程中回收的含银铜精矿，经 Ilo 与 La Caridad 冶炼—精炼后产出商品银。公司银收入占总营收比例有限，但形成现金成本抵扣，改善单位铜现金成本曲线。未来产量驱动或将取决于：1) Buenavista 项目扩建；2) La Caridad 与 Toquepala 采矿序列对伴生金属品位的阶段性波动；3) 选冶回收率改进（再磨、浮选药剂体系升级）。

2024 年全年，南方铜业实现白银产量 2098.3 万盎司（约合 652.6 吨），同比增长 14%；2024Q4 单季度同比增长 18.3%。由于白银属于其他矿种生产过程中的副产品，其主要增量依托于公司其他品种矿山扩产而实现。Buenavista（含新锌选厂）相关扩张的放量带动含银多金属精矿产出：Buenavista Zinc 选矿项目在 2024 年完成爬坡并实现全速运行，显著提高了锌精矿产量；该类锌精矿通常携带一定量的伴生银，选厂投运提高了银的回收窗口，从而放大矿山银产量贡献。

2025 年上半年，公司实现白银产量 1143 万盎司（约合 355.3 吨），同比增长 14.6%；其主要增量来源于墨西哥 Buenavista 项目中新建并逐步达产的 Buenavista 锌选矿厂（Buenavista zinc concentrator）产量大幅提升（该选厂产量同比增长约 126.3%），以及 IMMSA 与 Cuajone 产能扩张，带动其伴生银（作为锌/铅精矿的副产品）增加。2025 全年指引方面，公司预计将按计划生产 2,300 万盎司白银，较 2024 年增长 9%，延续白银业务扩张势头。

表 8: 南方铜业白银总产量季度梳理（吨）

2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
148.72	161.32	165.92	176.65	169.25	186.10

资料来源：公司公告 Capital IQ 华泰期货研究院

## Glencore plc (嘉能可)：25H1 产量基本维稳

嘉能可白银业务以多金属伴生模式为主，产量主要来自全球铜、锌、铅矿及冶炼回收体系，而非单一银矿。其在秘鲁的 Antamina（合营铜锌矿）、智利 Collahuasi、秘鲁 Antapaccay、加拿大 Kidd、澳大利亚 Mount Isa、哈萨克斯坦 Kazzinc，以及玻利维亚 Porco 与 Bolívar 等多金属矿山均有白银产能。

2024 年公司实现白银产量 1928.6 万盎司（约合 599.8 吨），产量同比下滑 4%；减产主要原因在于 Collahuasi 项目采坑推进序列中计划性的金属品位降低，以及矿石矿物组成

复杂和水资源受限（尤其在 2024 年下半年）导致的回收率下降；此外 Antamina 矿受到采矿推进序影响导致锌矿品位较低，从而使得白银产量出现下滑。

2025 年上半年，公司实现白银产量 909.7 万盎司（约合 282.9 吨），同比基本持平。其中 Collahuasi 矿产量 110.3 万盎司（约合 34.3 吨），同比下滑 41%；减产原因主要在于采矿序列、持续的水资源限制（预计在新海水淡化厂全面投运后缓解——分阶段投产已于 2025 年 7 月上旬开始），以及 2025 年上半年处理矿石的矿物组成更为复杂，导致产量同比明显下滑。作为对冲，Antamina 矿山预期中的采矿推进序列导致了较低的铜品位以及较高的锌品位，从而推动伴生白银产量增长。

表 9: Glencore plc（嘉能可）旗下各主要白银矿区产量（吨）

矿区	2025H1	22024H1	同比
Collahuasi	34.3	57.8	-40.6%
Antamina	81.2	56.7	43.2%
South America	8.8	16.2	-45.8%
Kazzinc	58.3	49.5	17.9%
Mount Isa, Townsville, McArthur River	78.3	85.3	-8.2%
Kidd	20.7	15.0	37.5%
INO	1.4	3.2	-55.9%
合计	282.9	283.5	-0.2%

资料来源：公司公告 华泰期货研究院

表 2: Glencore plc（嘉能可）白银季度产量（吨）

2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
140.57	142.97	150.77	165.48	131.55

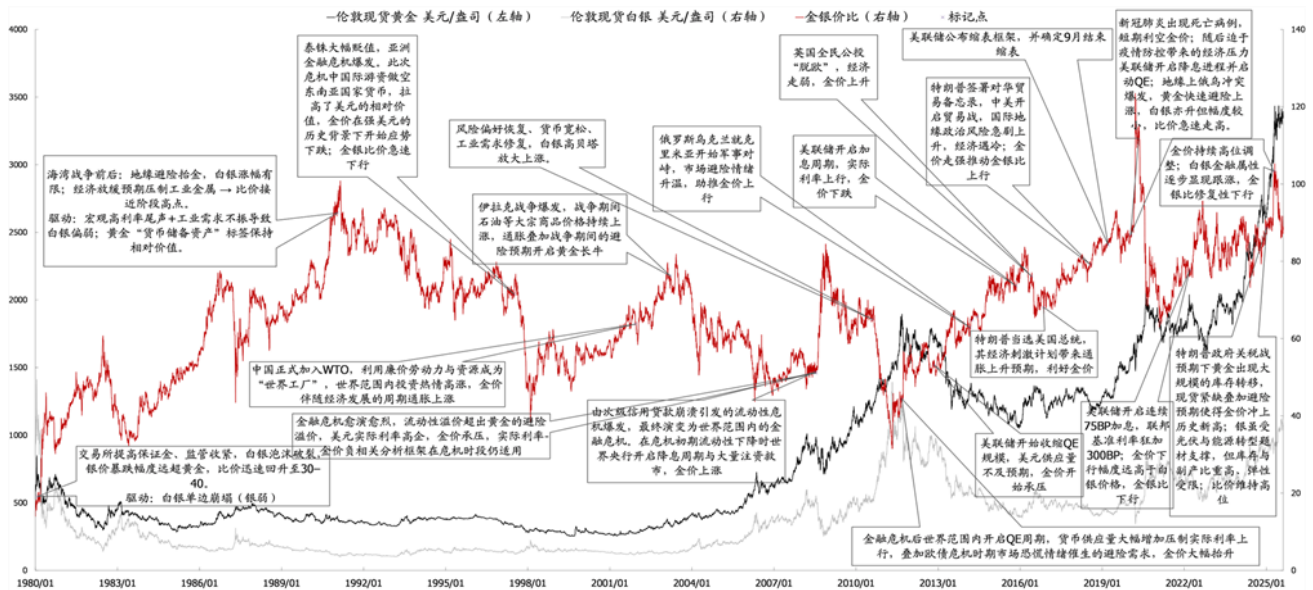
资料来源：公司公告 华泰期货研究院



## 黄金白银比价复盘

1980 年以来金银比大体呈“高位波动—阶段性收敛—再度扩张”的长周期格局：①1980 年初银泡沫破灭后补跌，黄金受高实际利率与紧缩拖累但韧性较强，比价自低位快速抬升；②1980 末—1990 年代中期，全球去通胀+强美元+实物工业需求平淡，黄金“储备/避险”溢价优于兼具工业属性的白银，比价走高；③2001—2011 大宗与新兴市场超级周期、全球流动性宽松及工业/光伏需求放量，白银涨幅放大，比价趋势性下行并在 2011 局部低点收敛；④2011 后美元走强、工业增长放缓，黄金受央行配置与负债端防御支撑，白银信用与库存压力更大，比价再度上扬；⑤2020 疫情初期流动性冲击+避险情绪导致金强于银，比价飙升后在复工与再通胀交易中回落；⑥此后至今高位实际利率+光伏产业相对低迷使白银需求弹性受抑，而央行购金、地缘与“去美元化”维持黄金相对强势，比价维持历史偏高区。内在逻辑：黄金主要由实际利率/美元与系统性风险定价，白银在此基础上再叠加工业与光伏周期；当“宽松+工业复苏+再通胀”共振时比价收敛，反之在“紧缩/滞胀+风险偏好下降”阶段扩张。

图 1：金银比价复盘 | 单位：倍



数据来源：华泰期货研究院

## 总结与套保建议

当前全球白银边际增长格局呈现“原生增量受限 + 伴生放量 + 区域扰动”。主力原生端 Fresnillo 25H1 白银同比下滑（San Julián DOB 关停、Silverstream 退出、老矿品位递减与安全事故）但仍坚持全年指引；KGHM 作为最大伴生银来源之一，上半年小幅下降，核心约束在进料与矿石处理量，后续增量主要寄望 Sierra Gorda 扩建；Southern Copper 借 Buenavista 新锌选厂爬坡与冶炼回收效率提升，实现伴生银双位数增长；Glencore 总体持平，但 Collahuasi 因水资源与采矿序列下滑被 Antamina（高锌段）、Kazzinc、Kidd 反向对冲。整体看：1) 采矿序列阶段性进入低银/低品位区；2) 安全事件与项目爬坡节奏；3) 伴生属性放大了铜锌行业资本开支周期对白银增量的制约。总结看，短期供给弹性较弱，价格对需求与金融变量更加放大。

近期美联储官员信号偏鸽派，使前瞻实际利率曲线下行预期强化；美元阶段性顶部与美债实际收益率边际回落降低持有无息资产的机会成本，支撑白银的金融属性溢价。白银相较黄金具更高 Beta：1) 当利率下行预期与流动性宽松交易升温，资金可能倾向配置波动更大的白银，推动金银比回落收敛；2) 供给端缺乏快速上调能力（原生矿投资回收期长、伴生受铜锌资本开支放缓牵制），使得金融驱动的价格抬升或不易被即时新增产量对冲。若美联储继续压缩实际利差且经济着陆为“温和放缓”而非急剧衰退，银将受益于“金属金融属性+工业缓冲”双驱动；基准情景下维持“金银比下行—银相对跑赢金—价格高波动上行”主线的观点。

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)