

西部黄金 (601069.SH)

黄金引领，锰铍共舞

西部黄金是新疆主要的黄金生产企业，随着现有矿山复产和新并购矿山投产，矿山金产量有望高速增长，此外公司 2022-2023 年通过并购进军锰和铍业务，形成一体两翼经营模式。

- **老牌国企，一体两翼布局。**公司主营业务为黄金采选及冶炼，并拥有锰铍全产业链布局。公司实控人为新疆国资委，控股股东为新疆有色。2024 年和 2025Q1，公司归母净利润 2.90 亿元和 0.35 亿元，同比转盈、+7.79%。截至 2025Q1 公司资产负债率 37.77%，财务状况较稳健，历史积极分红。
- **矿山复工复产，产量有望增长。**公司主要有伊犁公司、哈图金矿、哈密金矿三处自有矿山，截至 2024 年末黄金资源量合计 32.146 吨，储量合计 12.13 吨。2025 年 5 月新增新疆美盛卡特巴阿苏金矿，黄金资源量 78.7 吨，年产黄金超过 3 吨。2024 年，伊犁公司、哈图金矿、哈密金矿分别产黄金 0.01、1.03、0.04 吨，伊犁阿希金矿 2024 年中已经完成了事故责任认定，并编制完成《阿希金矿技术改造工程可行性研究报告》，哈密金矿经过两年地质勘查和矿权整合工作，计划于 2025 年 7 月开始基建，基建完成后即可复产。
- **同一控制下并购，获锰铍优质资产。**公司 2022 年 9 月自新疆有色并购百源丰、科邦锰业、蒙新天霸，获得完整锰产业链。2023 年 12 月自新疆有色并购恒盛铍业，依托新疆有色丰富铍资源生产铍铜合金。2024 年，公司锰行业收入 12.46 亿元，占比 17.8%，铍行业收入 1.83 亿元，占比 2.6%；锰行业毛利 3.04 亿元，占比 38.0%，铍行业毛利 0.60 亿元，占比 7.5%。
- **集团助力公司成长，新疆美盛注入落地。**公司控股股东新疆有色拥有丰富的铜镍、黄金、锰和锂铍等稀有金属资源。2021-2022 年新疆有色并购新疆美盛 100% 股权并由西部黄金托管，2025 年 6 月公司现金收购新疆美盛，对价 16.55 亿元，达产后有望贡献年产量 3.3 吨。
- **首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。**不考虑新疆美盛注入的情况，我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 4.5/7.0/8.6 亿元，对应 PE 分别为 40/26/21 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**贵金属价格下行、矿山安全事故性风险、投产项目进度不达预期、地缘政治风险、新疆美盛收购尚具有不确定性等

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4468	7001	8041	8792	9386
同比增长	1%	57%	15%	9%	7%
营业利润(百万元)	(255)	368	565	887	1081
同比增长	-173%	-245%	53%	57%	22%
归母净利润(百万元)	(274)	290	446	702	856
同比增长	-255%	-206%	54%	57%	22%
每股收益(元)	-0.30	0.32	0.49	0.76	0.93
PE	-65.3	61.7	40.1	25.5	20.9
PB	4.1	3.9	3.5	3.2	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

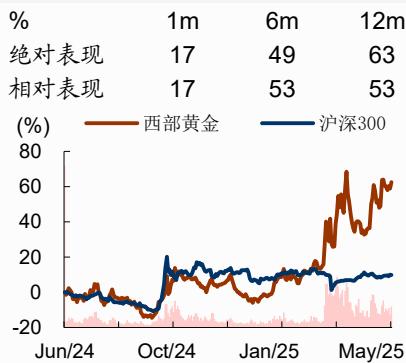
周期/金属及材料

当前股价：19.48 元

基础数据

总股本(百万股)	918
已上市流通股(百万股)	684
总市值(十亿元)	17.9
流通市值(十亿元)	13.3
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	6.2
资产负债率	37.8%
主要股东	新疆有色金属工业(集团)有
主要股东持股比例	55.06%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

赖如川 S1090523060003

lairuchuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、 老牌国企，一体两翼布局4

1、 历史沿革与股权结构4

2、 黄金板块为主体，锰业+铍业为两翼5

3、 财务状况稳健，历史积极分红6

二、 黄金：推进矿山复工复产7

1、 拥有三个主力矿山，产量提升空间较大7

2、 伊犁公司：积极推进阿希金矿复工复产8

3、 哈图金矿：年产金约 1 吨，积极开展资源勘探工作8

4、 哈密金矿：矿权整合，亟待复产9

5、 天山星：负责黄金精炼业务，产能充足10

三、 锰：完整产业链，增长空间大10

1、 并购后锰业务形成矿端到电解锰完整产业链10

2、 并购业绩承诺未达成，公司将获得补偿12

四、 铍：盈利良好，前景广阔13

1、 恒盛铍业资源充足，铍铜合金盈利状况良好13

2、 铍在可控核聚变及其他新兴领域有重要应用14

五、 背靠新疆有色，美盛注入提升黄金产量16

1、 新疆有色：多元产业与资源禀赋优势16

2、 丰富金属资源构建全面的业务版图16

3、 美盛注入落地，打开未来成长性18

六、 业绩预测20

七、 风险提示20

图表目录

图 1：公司发展历程4

图 2：股权结构图5

图 3：公司分业务收入（亿元）6

图 4：公司分业务毛利（亿元）6

图 5：2024 年各业务毛利占比6

图 6: 公司归母净利润 (亿元)	6
图 5: 资产负债率和期间费用率较稳定	7
图 6: 公司近十年坚持分红	7
图 7: 自有矿山黄金产量 (吨)	8
图 8: 哈图金矿是集采选冶为一体的矿山	9
图 9: 哈图金矿千米提升井	9
图 10: 金窝子金矿地质简图	10
图 11: 金窝子金矿床矿石标本	10
图 12: 百源丰锰矿石产销量 (万吨)	12
图 13: 科邦锰业电解锰产销量 (万吨)	12
图 14: 绿柱石及其主要成分	14
图 15: 可可托海 3 号矿脉	14
图 16: 铍的下游应用	15
图 17: 新疆有色业务分布	16
图 18: 卡特巴阿苏项目	19
图 19: 西部黄金历史 PE Band	21
图 20: 西部黄金历史 PB Band	21
表 1: 公司黄金资源情况	7
表 2: 锰矿石及电解锰业务经营情况	11
表 3: 公司在产及在建锰矿项目	11
表 4: 公司锰资源情况	12
表 5: 锰板块业务并购业绩承诺及达成情况 (万元)	13
表 6: 富蕴恒盛铍铜合金经营数据	14
表 7: 铍铜合金主要应用领域	15
表 8: 截至 2024 年 9 月末新疆有色铜镍板块矿山资源	17
表 9: 富蕴县可可托海一矿评估情况	17
表 10: 新疆有色金属锂产销情况	17
表 11: 卡特巴阿苏项目矿产资源量	19
表 12: 卡特巴阿苏项目伴生资源量	19
表 13: 公司主要经营数据预测	20
附: 财务预测表	22

一、老牌国企，一体两翼布局

1、历史沿革与股权结构

公司主营业务为黄金采选及冶炼，并拥有锰铍全产业链布局。公司设立于 2002 年 5 月，于 2015 年 1 月在上交所上市，长期专注于黄金矿山开采与冶炼，拥有集矿山勘探、开采、选矿、冶炼、精炼、销于一体的完整产业链，拥有自己独特的生产技术和丰富的管理经验。在锰矿石开采、电解锰生产加工业务方面，公司锰产业链的垂直一体化整合，一方面掌握优质的锰矿石资源，另一方面具备较强的锰矿深精加工能力，形成规模化生产运营能力，具有较强的综合实力。公司现拥有铍合金产品的加工、销售，未来可充分发挥各方在冶炼、技术设备、采购销售以及运营管理等方面的协同效应，实现优势互补，提升公司的综合竞争力和抗风险能力，促进公司可持续发展。

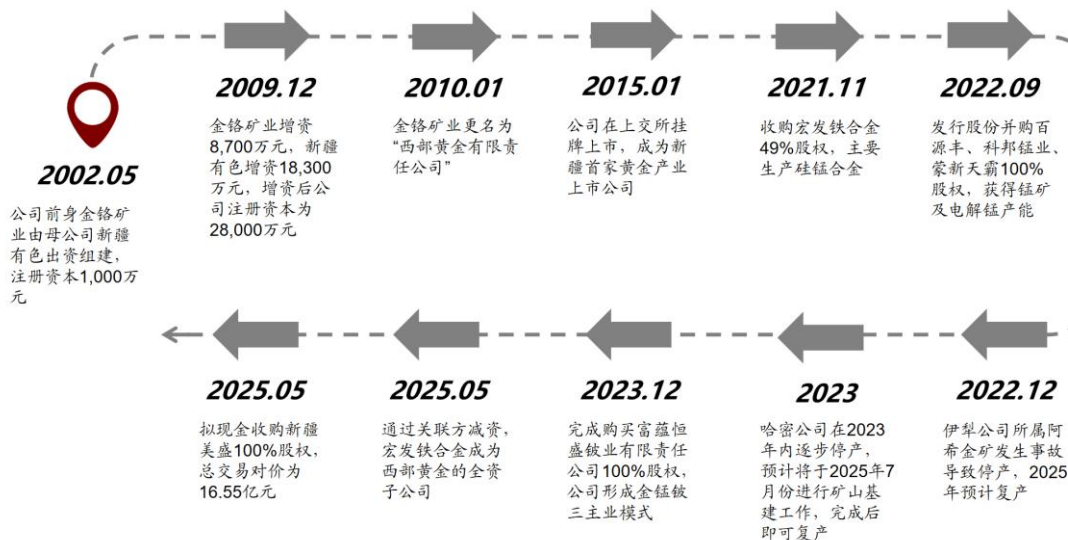
2021 年公司收购杨生荣所持新疆宏发铁合金 49% 股权，后续杨生荣多次减资，目前宏发铁合金已成为西部黄金的全资子公司。宏发铁合金主要生产硅锰合金。

2022 年 9 月完成重大资产重组，公司向新疆有色和杨生荣发行股份购买科邦锰业、百源丰、蒙新天霸 100% 股权，交易对价为 26.14 亿元，股份发行价为 10.655 元/股，共发行 2.45 亿股。公司由原来的黄金单一主业运营进阶为“黄金+锰矿”的双主业运营。

2022 年 12 月，伊犁公司所属阿希金矿由于发生井下坍塌事故而停产，2024 年中已完成事故责任认定，正积极推进复工复产。2023 年，为进一步加强哈密金矿金窝子一带金矿资源的整体规划和开发利用，哈密公司逐步停产，预计将于 2025 年 7 月份进行矿山基建工作，完成后即可复产。

2023 年 12 月完成购买富蕴恒盛铍业有限责任公司 100% 股权，公司形成金锰铍三主业模式。

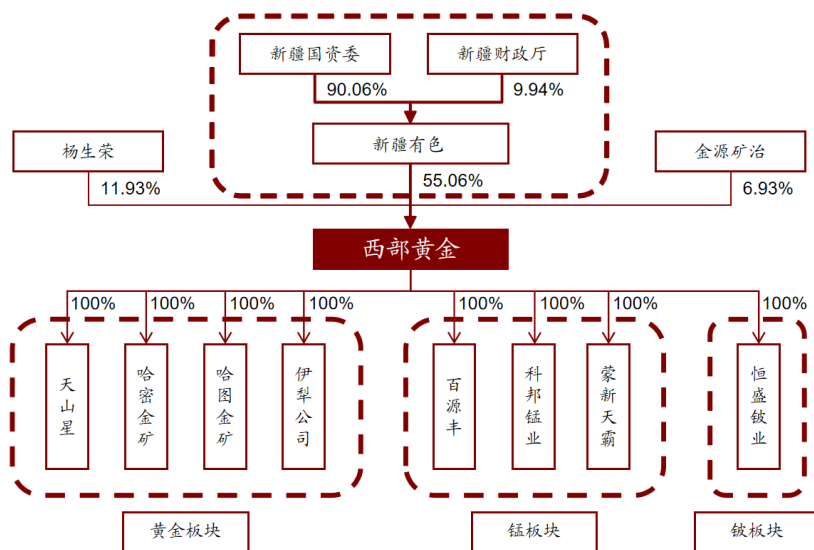
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、招商证券

公司实控人为新疆国资委，控股股东为新疆有色。新疆国资委持有新疆有色 90.06% 股权，新疆有色直接持有西部黄金 55.06% 的股权，为公司控股股东，第二大股东为杨生荣，持有公司 11.93% 股权。公司旗下共有子公司 11 家，除了新疆宏发铁合金 58.8% 持股，其他皆为全资控股，宏发铁合金的第二大股东杨生荣正在进行减资，减资后也将成为西部黄金全资子公司。黄金板块主要包括哈密金矿、哈图金矿、伊犁公司以及负责黄金精炼的天山星公司，锰板块主要包括 2022 年 9 月注入的百源丰、科邦锰业以及蒙新天霸；铍板块以富蕴恒盛铍业为主。

图 2：股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

2、黄金板块为主体，锰业+铍业为两翼

业务多元化程度提升，利润稳健性明显提高。2021 年之前，黄金是公司的绝对主营业务，2019-2021 年标准金及金精矿销售收入占总收入比例分别为 98.64%、98.96%、96.72%。2022 年以来，公司新增锰、铍铜等业务，同时自有矿山产金量不断下降，2022-2024 年标准金及金精矿销售收入占比分别为 64.95%、69.20%、77.08%，锰及锰矿石成为第二大业务，收入占比分别为 30.08%、23.65%、14.95%，2023 年新增铍板块，2023-2024 年铍铜合金销售收入占比分别为 3.57%、2.61%。

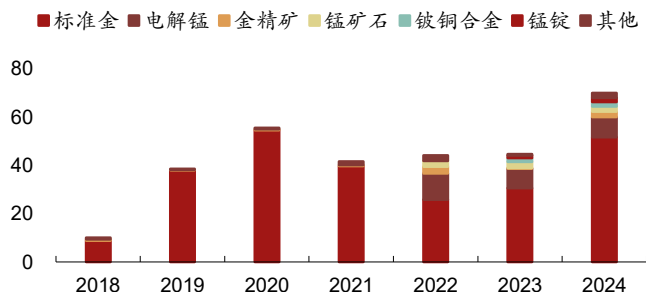
2022-2024 年，标准金及金精矿毛利占总毛利的 39.63%、-51.31%、47.51%；锰及锰矿石毛利占总毛利的 54.00%、113.93%、20.79%；2023-2024 年铍铜合金毛利占总毛利的 19.82%、7.54%。各业务盈利状况随市场形势波动较大，拓展业务版图有利于平滑业绩波动。

2023 年亏损主要系缴纳以前年度采矿权出让收益。2023 年标准金及金精矿业务毛利为负，主要系子公司哈图公司缴纳采矿权出让收益，2006-2022 年已动用资源量缴纳的采矿权出让收益不进行资本化，全部计入当期成本费用，使哈图公司标准金毛利率下降 46.80pct；同时，部分子公司主要矿山停产，金精矿、焙砂产量销量较上年同期减少，公司按照规定，将停工发生的折旧人工等成本计入营

业成本，致使标准金-自产金以及金精矿、焙砂毛利率较上年同期下降。

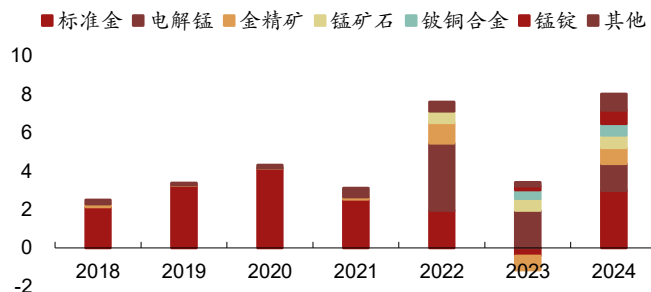
2024 年金价上涨，业绩创新高。2024 年，公司归母净利润 2.90 亿元创历史新高，主要因为黄金涨价，标准金和金精矿业务毛利大幅增长。且本年以当年采出矿量为基数摊销采矿权出让收益，对利润不利影响不及 2023 年。

图 3：公司分业务收入（亿元）



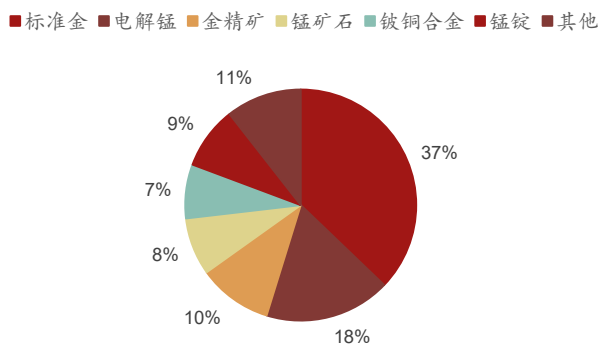
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司分业务毛利（亿元）



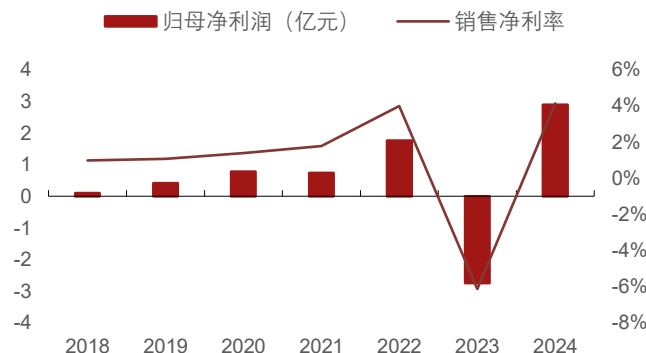
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：2024 年各业务毛利占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

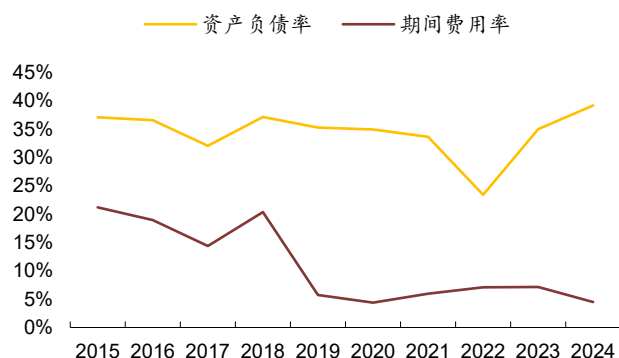
3、财务状况稳健，历史积极分红

财务状况稳健，流动性充裕。除 2022 年因发行股份购买资产使得当年资产负债率下行外，公司近 10 年资产负债率基本在 30%-40%之间波动，2019 年以来期间费用率基本稳定在 4%-8%，在进行多轮并购扩张的情况下财务状况维持稳健。2020-2024 年，公司现金及现金等价物净增加额分别为 3.02 亿元、-0.56 亿元、-1.03 亿元、2.33 亿元、4.56 亿元，截至 2024 年末现金及现金等价物余额为 11.76 亿元，流动性较为充裕。

历史积极分红。2015-2022 年，公司归母净利润总额为 8.82 亿元，分红总额为 1.87 亿元，平均股利支付率 21.2%。2023 年公司出现亏损因此未进行分红；2024 年股利支付率 15.85%相对较低，主要系公司的重大资金支出安排，计划于 2025 年开展哈图金矿齐二矿区资源储量核实项目、伊犁公司二次资源综合利用项目及高硫含金硫铁矿无尾渣高质回收技改项目、哈密金矿 210 矿区复工复产及哈密公司野马泉详查项目、青河顿巴斯套金矿投产项目、科邦锰业电解自动化车间六号线作业区建设、蒙新天霸选厂建设项目等。随着伊犁和哈密金矿复产和美盛金矿

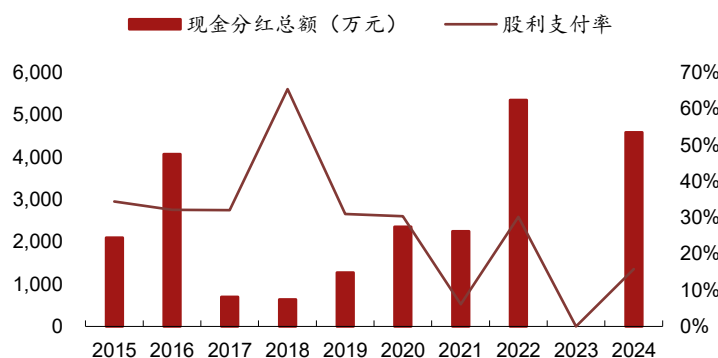
注入，公司业绩增长，未来分红可以期待。

图 5：资产负债率和期间费用率较稳定



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：公司近十年坚持分红



资料来源：公司公告、招商证券

二、黄金：推进矿山复工复产

1、拥有三个主力矿山，产量提升空间较大

公司合计拥有黄金资源量 32.1 吨，储量 12.1 吨。截至 2024 年末，公司自有矿山包括伊犁公司、哈图金矿、哈密金矿，共涉及 5 个采矿权，分别为伊犁公司的阿希金矿采矿权、哈图金矿的齐 I 矿区和齐 II 矿区采矿权、哈密金矿的金窝子金矿和金窝子 210 金矿采矿权。

➤伊犁公司共有黄金资源量 483.8 万吨，金金属量 13.59 吨；储量 218.89 万吨，金金属量 7.16 吨。

➤哈图金矿共有黄金资源量 227.43 万吨，金金属量 9.51 吨；储量 30.08 万吨，金金属量 1.26 吨。

➤哈密金矿共有黄金资源量 240.6 万吨，金金属量 9.046 吨；储量 109.44 万吨，金金属量 3.71 吨。

表 1：公司黄金资源情况

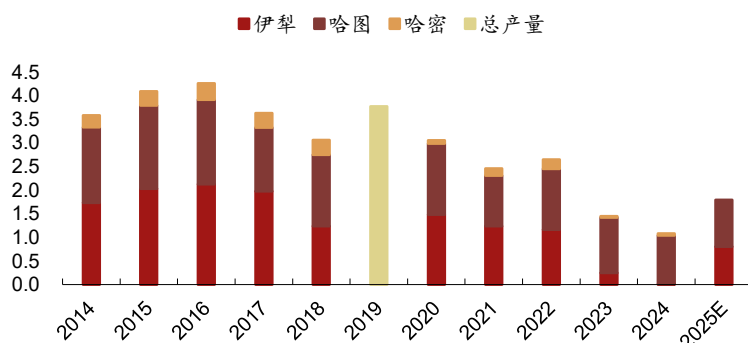
矿山名称	主要品种	资源量			储量			2024 产量	资源剩余可开采年限
		总计 (万吨)	品位 (克/吨)	黄金金属量 (吨)	总计 (万吨)	品位 (克/吨)	黄金金属量 (吨)		
伊犁公司	金	483.8	2.81	13.59	218.89	3.27	7.16	0.01	10.56
哈图金矿	金	227.43	4.18	9.51	30.08	4.18	1.26	1.03	13
哈密金矿	金	240.6	3.76	9.046	109.44	3.39	3.71	0.04	15.7
合计		951.83	3.38	32.146	358.41	3.38	12.13	1.08	

资料来源：公司公告、招商证券

2025 年计划自产黄金 1.79 吨，同比+65.7%。2024 年，公司自产黄金 1.08 吨，其中伊犁公司 0.01 吨，哈图金矿 1.03 吨，哈密金矿 0.04 吨，伊犁公司和哈密金矿基本处于停产状态。2025 年，公司黄金产品生产计划为 1.79 吨，其中哈图黄金产品生产计划 993.7 公斤，伊犁黄金产品生产计划 800 公斤。截至 2024 年 9 月，哈图金矿、伊犁公司、哈密金矿的黄金矿石采选产能分别为 36 万吨/年、33 万吨/年、6 万吨/年。2025 年之后，随着三个主要金矿陆续复

产以及探矿工作推进，公司自产黄金产量有望逐步提升。

图 7：自有矿山黄金产量（吨）



资料来源：公司公告、招商证券

2、伊犁公司：积极推进阿希金矿复工复产

伊犁公司的主要业务为黄金采选及粗炼，其所属阿希金矿位于伊宁县城北偏东 30 公里处，是集采、选、冶为一体的现代化黄金生产企业，采矿许可证所载生产规模为 33 万吨/年。截至 2024 年末，伊犁公司黄金资源量及储量合计 20.75 吨。

2022 年 12 月，阿希金矿发生一起井下坍塌事故并停产，2023-2024 年伊犁公司黄金产量从 2022 年的 1.16 吨降至 0.25 吨和 0.01 吨。2024 年 6 月，新疆应急管理厅完成事故调查并公布调查报告，对相关人员进行追责。阿希金矿的采矿权于 2023 年 4 月到期，县自然资源局已出具同意延续的核查意见，西部黄金正在积极推进阿希金矿复工复产前期工作。伊犁阿希金矿 2024 年中已经完成了事故责任认定，并且委托长沙有色冶金设计研究院有限公司编制完成《阿希金矿技术改造工程可行性研究报告》。

3、哈图金矿：年产金约 1 吨，积极开展资源勘探工作

哈图金矿位于新疆维吾尔自治区西北部，行政区划隶属塔城地区托里县管辖，与托里县直线距离 90km，距离克拉玛依市 65km。哈图金矿是集采、选、冶为一体的新疆第一座现代化机械黄金矿山，1966 年建矿，现已有 59 年的开采历史。1986 年至 2015 年，矿山进行四次扩建，形成哈图金矿现千米竖井深部采矿井，是新疆最深、全国少有的深部矿井，开采能力为 26.4 万 t/a。哈图金矿现有选矿规模 1500t/d，黄金产能 1.5 吨/年。截至 2024 年末，哈图金矿有黄金资源量 9.51 吨，黄金储量 1.26 吨，合计 10.77 吨。

2022-2024 年，哈图金矿年产黄金 1.29 吨、1.17 吨、1.03 吨，**2025 年计划产量 0.99 吨**。公司对哈图矿区持续进行资源勘探，计划于 2025 年开展哈图金矿齐 II 矿区资源储量核实项目，同时 2025 年 2 月哈图金矿齐 I 矿区“就矿找矿”项目地表及坑内钻探工程项目也已进行招标。

图 8：哈图金矿是集采选冶为一体的矿山



资料来源：新疆有色官网、招商证券

图 9：哈图金矿千米提升井



资料来源：项目环评、招商证券

4、哈密金矿：矿权整合，亟待复产

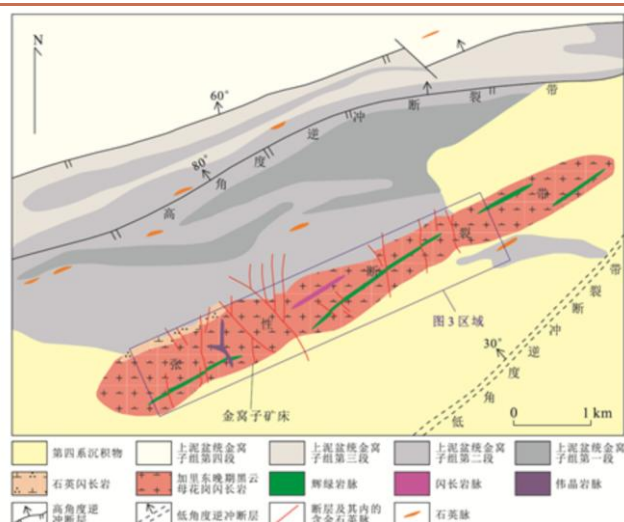
哈密金矿系 1994 年 5 月由哈密市人民政府与新疆有色联营设立的全民所有制企业，设立时注册资金 2,036 万元，主要从事金矿、铁矿的采选及冶炼，2005 年变更为新疆有色下属企业。2009 年，新疆有色将哈密金矿委托西部黄金（当时的金铭矿业）管理，2011 年哈密金矿整体注入西部黄金全资子公司哈密公司。

哈密金矿持有哈密金窝子金矿和金窝子 210 金矿采矿权，位于哈密市东南 230km 处。截至 2024 年 9 月末，哈密金矿拥有矿石采选产能 6 万吨/年，截至 2024 年末有黄金资源量及储量 12.756 吨。

2023 年开始，为进一步加强哈密金矿金窝子一带金矿资源的整体规划和开发利用，开展地质勘查和矿权整合工作，哈密公司处于停产状态。截至 2025 年 3 月哈密金矿已取得资源储量核实报告及可研报告，预计将于 2025 年 7 月份进行矿山基建工作，待相关工作完成后即可恢复生产。

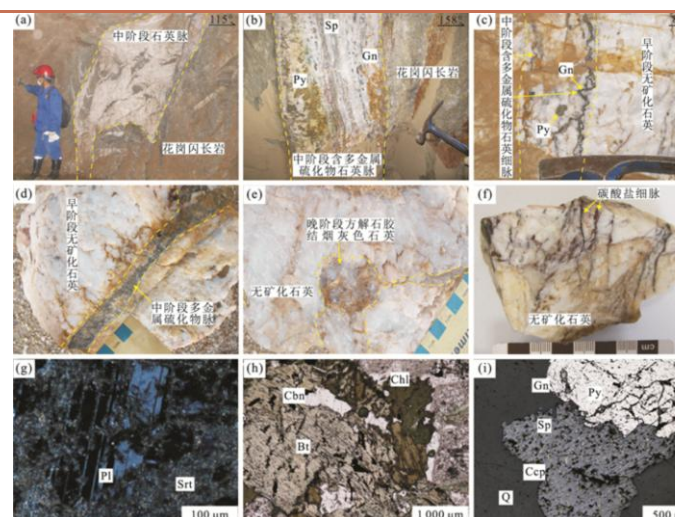
2024 年 9 月，哈密金矿以 38.52 万元获得哈密市土墩北金矿普查（二）探矿权。2025 年 4 月，哈密公司在哈密市伊州区野马泉西矿区取得金矿找矿突破，探明一处金矿，其矿石量为 367.21 万吨、金金属量为 5857.68 千克，金品位平均每吨矿石 1.60 克左右，最高品位达每吨 40 克。这座金矿的规模达到了中型金矿的标准，预计 2026 年进入矿山基建期，2027 年可以实现每年开采 50 万吨矿石的生产规模。

图 10：金窝子金矿地质简图



资料来源：《北山成矿带金窝子金矿床成矿流体时空演化与成矿机制》王钊屹等、招商证券

图 11：金窝子金矿床矿石标本



资料来源：《北山成矿带金窝子金矿床成矿流体时空演化与成矿机制》王钊屹等、招商证券

5、天山星：负责黄金精炼业务，产能充足

乌鲁木齐天山星贵金属有限公司于2011年11月由西部黄金股份有限公司投资3250万元建成，是西部黄金的全资子公司，是新疆唯一一家具有上海黄金交易所认证的高效、节能、环保的现代化黄金精炼企业。

自2013年开始，天山星精炼车间建成投产，西部黄金精炼业务全部由天山星公司完成，西部黄金的其他冶炼厂负责选矿及冶炼中的粗炼环节。2020-2022年，天山星公司标准金产量分别为11.03吨、8.32吨和5.09吨。截至2023年末，天山星公司黄金冶炼已批复产能为8吨/年。由于公司黄金年产量较低，为充分利用富余产能，天山星公司大量外购黄金，承接对外精炼加工业务。

三、锰：完整产业链，增长空间大

1、并购后锰业务形成矿端到电解锰完整产业链

2022年9月，公司通过向新疆有色和杨生荣发行股份2.45亿股股份，获得科邦锰业100%股权、百源丰100%股权、蒙新天霸100%股权，总对价为26.14亿元。并购后西部黄金由单一主业转向“黄金+锰矿”采冶双主业经营，降低业务和产品单一带来的经营风险。

百源丰、蒙新天霸、科邦锰业与西部黄金同属于矿产资源开发行业，其中百源丰和蒙新天霸所持有的锰矿资源具有储量大、品位高、易开采等优势；科邦锰业具备成熟、高效的电解锰生产能力，生产技术水平较强。西部黄金长期从事黄金采选冶业务，拥有先进的矿产资源开发、冶炼技术和丰富的矿山管理经验，两者之间可以充分利用各自在矿山生产管理、金属冶炼工艺技术、上下游渠道资源等方面的优势、经验，实现生产、研发、管理、采购、销售等各方面的协

同，提升西部黄金的盈利能力、综合竞争力和抗风险能力，促进公司可持续发展。

表 2：锰矿石及电解锰业务经营情况

锰行业	2022	2023	2024	2025Q1
营业收入（万元）	132,570.93	117,126.68	124,627.17	36,652.99
营业成本（万元）	91,564.31	89,550.89	94,253.38	34,371.05
毛利润（万元）	41,006.62	27,575.79	30,373.80	2,281.94
毛利率	30.9%	23.5%	24.4%	6.2%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：公司在产及在建锰矿项目

	项目名称	年产量 (万吨/年)	矿石贫化率 (%)	剩余可开采年限 (年)	预计达产时间
百源丰	托吾恰克东区锰矿采矿权	15	8	11.88	2025 年
	一区锰矿采矿权	15	9.5	7.2	2026 年
	二区锰矿采矿权	6	8	12.57	2024 年
	三区锰矿采矿权	45	8	8.45	2026 年
	三区锰矿深部探矿权				
蒙新天霸	玛尔坎土锰矿采矿权	28	23.45	21.25	

资料来源：公司公告、招商证券

百源丰：资源丰富，产量有提升空间。

百源丰主要拥有新疆阿克陶县奥尔托喀讷什一区、二区、三区锰矿及新疆阿克陶县托吾恰克东区锰矿，截至 2024 年共有锰矿资源量 539.98 万吨及储量 258.48 万吨。奥尔托喀讷什锰矿拥有国内首个千万吨级优质富锰矿矿床，矿床平均品位 33.91%，矿区内锰矿为中磷、低铁、酸性富矿石，是电解锰的优质原料。一区、二区、三区开采规模分别为 15 万吨/年、6 万吨/年、45 万吨/年；托吾恰克东区锰矿平均品位 38.23%，锰矿石产能 15 万吨/年；百源丰合计拥有锰矿产能 81 万吨/年，除满足科邦锰业生产电解金属锰所需外，其余矿石对外销售。2022 年并购以来，百源丰年产锰矿石约 55 万吨并持续增长。

百源丰开采矿石后，会对矿石进行初步破碎，根据粒径不同，粒径大于 30mm 的为块矿，约占 37%左右，粒径在 10mm-30mm 的为粒矿，约占 18%左右。块矿、粒矿的下游客户主要为硅锰合金冶炼企业。粒径小于 10 mm 的为锰粉，约占 45%，锰粉平均品位约 30%，几乎全部销售给科邦锰业。

科邦锰业：电解锰产能有望增长

科邦锰业是一家拥有电解锰生产加工及销售的完整产业链的企业，主要产品为电解金属锰，所需原料全部来自百源丰，几乎全部为锰粉，仅在矿石需求旺盛期间少量采购块矿。并购时科邦锰业电解锰产能 6.25 万吨/年，截至 2024 年 9 月，产能增至 8.1 万吨/年，2024 年生产电解锰 7.58 万吨，产量位居全国第三。

2025 年 4 月，科邦锰业建成国内首条智能化锰电解示范线，集自动化进出槽、智能检测、无人化运输等多项技术于一体，项目计划于 2025 年 6 月全线投产，预计每年可节约人工成本约 150 万元，产值达 3375 万元，产能提升 1.25 至 1.5 万吨/年，即总产能达到 9.35-9.6 万吨/年。根据西部黄金母公司新疆有色的发展目标，至“十四五”末，集团电解锰产能达到 10 万吨/年。

蒙新天霸：矿山及选矿厂建设中，预计年产精矿 14.5 万吨。

蒙新天霸拥有新疆阿克陶县玛尔坎土锰矿采矿权，矿山共有锰矿资源量 596 万吨及储量 295.8 万吨，原定开采规模为 8 万吨/年，2022 年 1 月获得环评批复，开采规模提升至 28 万吨/年。截至 2024 年末，蒙新天霸矿山尚处于基建期，未进行矿石开采，也未获得相关营业收入。

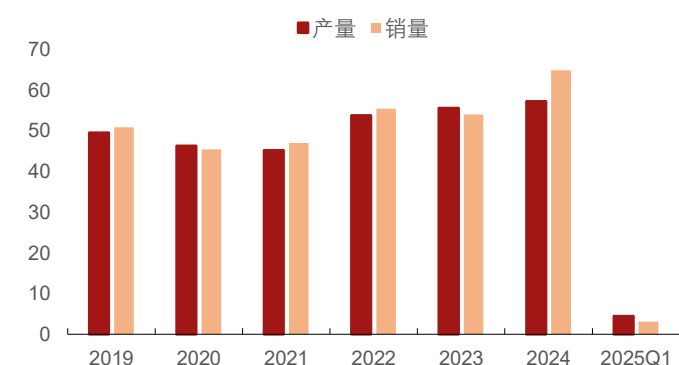
2025 年 1 月蒙新天霸矿山配套建设 1000t/d 锰矿选矿厂获得了环评批复，预计年处理锰矿 28 万吨，生产精锰矿 14.5 万吨，含锰 26.00%。

表 4：公司锰资源情况

矿山名称	主要品种	资源量 (万吨)				储量 (万吨)				年产量 (万吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
		探明+控制	推断	总计	品位 (%)	证实	可信	总计	品位 (%)			
百源丰	锰矿	287.6	252.38	539.98	36.72	100.29	158.19	258.48	36.76	57.22	8.3	采矿权 (2031.11.15) 采矿权 (2028.6.15) 采矿权 (2032.3.1) 采矿权 (2027.12.22)
蒙新天霸	锰矿	348	248	596	25.52	-	295.80	295.8	26.12	-	19.77	采矿权 (2023.6.15)

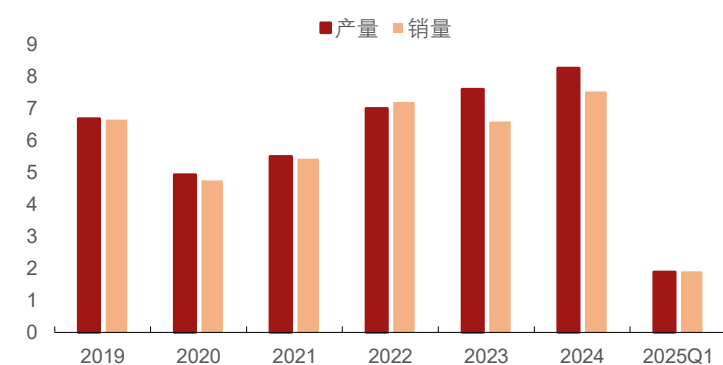
资料来源：公司公告、招商证券

图 12：百源丰锰矿石产销量 (万吨)



资料来源：公司公告、招商证券

图 13：科邦锰业电解锰产销量 (万吨)



资料来源：公司公告、招商证券

2、并购业绩承诺未达成，公司将获得补偿

百源丰和科邦锰业业绩承诺未达成，将进行补偿。2023-2024 年，百源丰和科邦锰业未完成业绩承诺指标，主要原因为科邦锰业主要产品销售单价下降，导致毛利减少、净利润减少。2022-2024 年，电解锰年均价分别为 2.15 万元/吨、1.53 万元/吨、1.40 万元/吨，公司各年电解锰销售毛利分别为 0.49 万元/吨、0.30 万元/吨、0.19 万元/吨。

百源丰及科邦锰业 2024 年业绩承诺期届满后，业绩承诺补偿金额为 7120 万元，西部黄金于 2025 年 4 月与新疆有色及杨生荣签署《股份补偿协议》，将以 1 元总价向新疆有色及杨生荣定向回购股份 434 万股和 234 万股并依法予以注销，同时新疆有色返还现金股利 25 万元，杨生荣返还现金股利 14 万元。

蒙新天霸承诺于 2024-2026 年实现盈利，但截至 2025 年 5 月仍处于建设状态未开展经营活动，2024 年未完成业绩承诺。

表 5：锰板块业务并购业绩承诺及达成情况（万元）

	2022	2023	2024	2025	2026
蒙新天霸净利润					
承诺业绩	-348.00	-726.00	2,980.00	5,354.00	5,836.00
实际业绩	-146.54	-559.04	-757.72		
百源丰&科邦锰业税后净利润					
承诺业绩	33,130.00	26,206.00	30,805.00		
实际业绩	35,648.23	23,546.08	28,227.37		
科邦锰业专利权资产收益分成额					
承诺业绩	146.55	98.70	71.64		
实际业绩	188.48	117.25	92.31		
百源丰矿业权资产单体报表口径合计净利润					
承诺业绩（累计）	20,198.17	59,336.00	70,793.35		
实际业绩（累计）	21,353.62	59,194.31	73,497.46		

资料来源：公司公告、招商证券

四、铍：盈利良好，前景广阔

1、恒盛铍业资源充足，铍铜合金盈利状况良好

恒盛铍业是国内唯一铍业全产业链联合企业。富蕴恒盛铍业有限责任公司成立于 2003 年 9 月，注册资本 1 亿元人民币，是世界第五家，全国第二家，新疆第一家从事生产氧化铍、铍铜合金稀有金属冶炼的企业。恒盛铍业地处新疆富蕴县境内喀拉通克铜镍矿矿区，南至自治区首府乌鲁木齐 447 公里，北距富蕴县城 36 公里，西北至阿勒泰市 220 公里，交通便利。公司专业生产工业氧化铍、铍铜母合金、铍铜合金、铍铝合金、金属铍及其他铍相关产品，是国内唯一集勘探、开采、选矿、冶炼和销售为一体的铍业联合企业，拥有全产业链。设计规模为年产工业氧化铍 100 吨、铍铜合金 800 吨和核级氟化铍 20 吨。

恒盛铍业原为新疆有色全资子公司，西部黄金在 2023 年 12 月通过协议转让的方式完成了对富蕴恒盛铍业有限责任公司的收购，交易价格为 1.07 亿元。收购完成后，西部黄金持有恒盛铍业 100% 股权。

依托新疆有色，恒盛铍业铍资源充足。新疆绿柱石矿物储量占全国储量的 83.50%，其中铍资源储量新疆居全国之首。新疆有色金属公司所属稀有金属公司 3# 矿脉是一座含有锂、铍、钽、铌、铷、铯的多金属矿。为了保障恒盛铍业原料供应，新疆有色集团对可可托海 3 号脉实施露天转井下技改，项目主要为地质勘探、矿石开采、选矿试验及改造。一期工程于 2010 年 10 月开工，2014 年采矿建设工程完工，2015 年铍选矿技术指标达标且达产，现已形成年产铍精矿 3,000-4,000 吨产能。至此形成了集采、选、冶一体工艺流程，在行业内具有较高的竞争地位。此外，新疆和丰铀铍矿赋存铍金属量 1 万吨，该矿经营层一直希望与新疆有色集团在采矿、选矿以及后期冶炼方面形成全方位的合作，资源共享，技术互补，一旦合作条件成熟，将会成为恒盛铍业的又一个大型原料供应地。

图 14：绿柱石及其主要成分



标本名称：绿柱石
外文名称：Beryl
主要成分： $\text{Be}_3\text{Al}_2[\text{Si}_6\text{O}_{18}]$
产地：新疆

资料来源：中国地质大学、招商证券

图 15：可可托海 3 号矿脉



资料来源：中国矿业报、招商证券

铍铜合金盈利能力较好。并购以来，恒盛铍业运行顺畅，产销量屡创新高，2023-2024 年，西部黄金生产铍铜合金 734.39 吨、908.16 吨，2025Q1 生产 250.63 吨，同环比均增长。销售毛利率从 2022 年的 17.5% 提升至 2024 年的 32.9%，净利率从 1.9% 提升至 16.2%，2024 年铍铜业务总收入 1.83 亿元占全部收入的 2.6%，净利润 0.30 亿元占全部利润的 10.3%，铍铜业务盈利能力显著高于其他业务，增厚公司业绩。

表 6：富蕴恒盛铍铜合金经营数据

	2022	2023	2024	2025Q1
营业收入（万元）	8,946.96	15,966.77	18,305.68	5,056.47
营业成本（万元）	7,381.54	11,508.01	12,273.98	3,432.51
毛利润（万元）	1,565.41	4,458.76	6,031.70	1,623.96
净利润（万元）	171.78	2,837.13	2,973.75	
毛利率	17.5%	27.9%	32.9%	32.1%
净利率	1.9%	17.8%	16.2%	
产量（吨）	484	734	908	251
销量（吨）	470	769	878	241
单位收入（万元/吨）	19.0	20.8	20.8	21.0
单位成本（万元/吨）	15.7	15.0	14.0	14.3
单位毛利（万元/吨）	3.3	5.8	6.9	6.8
单位净利（万元/吨）	0.4	3.7	3.4	

资料来源：公司公告、招商证券

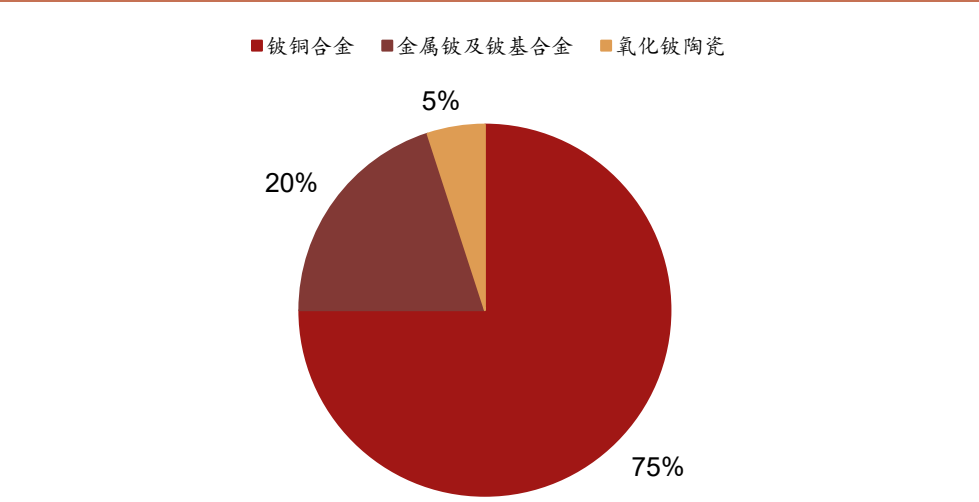
2、铍在可控核聚变及其他新兴领域有重要应用

铍铜合金占铍下游应用的 75%，性能优越，应用空间广阔。铍铜合金以铜为基体，添加 1%-2.5% 的铍元素及少量镍、钛等合金元素，通过固溶时效处理形成高强度、高弹性的微观结构，其抗拉强度远超普通铜合金，甚至可与部分钢材媲美，在精密仪器、弹簧等领域表现优异。在物理性能方面，铍铜合金兼具高导电性与导热性，导电率虽略低于纯铜，但通过成分优化可满足电子元件对低电阻的需求。其热膨胀系数低（约 $16 \times 10^{-6}/^{\circ}\text{C}$ ），在 -200°C 至 200°C 的极端温度范围内仍能保持尺寸稳定性，适用于航空航天等对环境适应性要求极高的场景。

此外，铍铜合金还具备出色的抗腐蚀性，能抵御盐雾、酸性环境及高温氧化，且无磁性、冲击无火花，这使其在医疗设备、石油化工等特殊领域具有不可替代性。在新兴领域，铍铜合金正与 5G、人工智能、新能源等技术深度融合。例如，其在量子通信设备中的高频连接器应用，以及在氢燃料电池极板上的耐腐蚀涂层开发，均展现出广阔的创新空间。

铍在可控核聚变中有重要应用，价值量占比预计可达 30%-40%。可控核聚变是一种通过控制核聚变反应，将轻原子核（如氢的同位素氘和氚）在高温高压下结合成更重的原子核（如氦），同时释放出巨大能量的技术。可控核聚变的关键装置为托卡马克，铍在托卡马克装置中主要用作中子倍增剂和第一壁材料。随着可控核聚变技术的发展，尤其是托卡马克装置从“等离子体控制”阶段向“氘氘燃料反应”阶段的转变，铍在聚变堆中的重要性愈发凸显，其价值量占比预计可达 30%-40%。

图 16：铍的下游应用



资料来源：《铍资源现状及其选冶技术进展》李宏等、招商证券

表 7：铍铜合金主要应用领域

行业	铍铜合金优势
电子与通信领域	铍铜合金的核心应用场景。其高导电性与弹性使其成为连接器、端子、继电器等元件的首选材料，尤其在 5G 基站和消费电子产品中，铍铜弹片的高频稳定性与抗疲劳性显著提升了设备的可靠性。例如，新能源汽车的电池管理系统（BMS）中，铍铜连接器可承受大电流并确保信号传输的精准性。
航空航天与国防工业	铍铜合金的高强度与轻量化特性契合该领域对材料性能的苛刻需求。其用于制造发动机叶片、燃烧室壁及导弹部件，可在高温高压环境下保持结构稳定性，同时减轻飞行器重量以提高燃油效率。此外，无磁性特性使其成为航空电子设备屏蔽部件的理想选择。
汽车工业	铍铜合金在新能源汽车的散热系统、传感器及智能驾驶模块中广泛应用。例如，电池冷却板采用铍铜材质可提升散热效率，而电机电刷的高耐磨性则延长了设备寿命。传统汽车的安全气囊触发器、变速箱弹簧等关键部件也依赖铍铜的高弹性与抗疲劳性。
医疗与精密制造	铍铜合金的生物相容性和无磁性特性使其成为人工关节、心脏起搏器等植入式医疗器械的重要材料。在模具制造中，其高硬度与耐腐蚀性可大幅提升注塑模具寿命，尤其适用于复杂结构件的精密成型。

资料来源：嘉盛铜材、招商证券

五、背靠新疆有色，美盛注入提升黄金产量

1、新疆有色：多元产业与资源禀赋优势

新疆有色金属工业（集团）有限责任公司，前身为根据《中苏友好同盟互助条约》于 1950 年成立的中苏有色及稀有金属股份公司，是新中国成立后最早的中外合资企业之一，1955 年更名为新疆有色金属工业公司，曾隶属中国有色金属工业总公司和国家有色金属管理局，并于 2000 年下划至新疆维吾尔自治区人民政府管理。2002 年经新疆维吾尔自治区人民政府批准，新疆有色正式设立。2005 年 6 月，新疆有色出资人由自治区人民政府变更为自治区国资委。经自治区国资委多轮增资和 2022 年自治区财政厅增资，目前新疆有色实控人为新疆维吾尔自治区国资委，持股 90.06%，新疆维吾尔自治区财政厅持股 9.94%。

旗下有新鑫矿业、西部黄金两个上市平台。新疆有色是以有色金属开发为主，集勘查、开采、冶炼、科研设计、机械制造、建筑安装、商贸进出口、房地产开发等为一体的多元化大型企业集团。自 2002 年正式设立以来，新疆有色依托自治区内丰富的矿产资源，致力于打造铜镍、黄金、稀有及非金属“三大主业、三大板块”的产业格局，旗下的新鑫矿业 2007 年在香港 H 股成功上市，成为国内第二大使用硫化镍资源生产电解镍的生产商；西部黄金已于 2015 年 1 月 22 日在上海证券交易所挂牌上市。

图 17：新疆有色业务分布



资料来源：新疆有色官网、招商证券

2、丰富金属资源构建全面的业务版图

新疆有色旗下有铜镍、黄金、稀有金属三大业务板块，此外还有房地产、锰板块等业务，其中黄金、锰、稀有金属中的铍业务均注入西部黄金。

铜镍：资源丰富，由新鑫矿业运营。资源储量丰富，其中硫化镍资源储量位居

全国第二，仅次于甘肃金川集团。新疆有色拥有三大矿山资源，均由子公司新鑫矿业控制或合营，分别是孙公司新疆喀拉通克矿业有限责任公司拥有的喀拉通克铜镍矿，孙公司新疆亚克斯资源开发股份有限公司及哈密市聚宝资源开发有限公司拥有的黄山、黄山东、香山地区铜镍矿，以及新鑫矿业合营公司哈密和鑫有限公司拥有的哈密图拉尔根地区的铜镍资源。

新疆有色拥有新疆绝大部分已探明储量的铜镍矿资源，截至 2024 年 9 月铜镍资源量（含储量）达到 89.29 万吨，其中镍金属资源量（含储量）44.93 万吨，铜金属资源量（含储量）44.36 万吨，电解镍的生产原料自给率达到 92%以上。

表 8：截至 2024 年 9 月末新疆有色铜镍板块矿山资源

公司名称	矿区	矿石量 (万吨)	品位		资源量(含储量)		储量		可开采年 限	剩余开采年限
			铜(%)	镍(%)	铜(万吨)	镍(万吨)	铜(万吨)	镍(万吨)		
喀拉通克矿业	喀拉通克铜镍矿	2716.9	0.56	0.98	15.34	26.7	10.76	17.66	50	14
亚克斯资源、 聚宝资源	香山铜镍矿	108.71	0.5	0.5	0.54	0.54	0.31	0.37	29.75	4.74
	黄山东铜镍矿 17 (6-16 线)	389.59	0.45	0.22	1.75	0.87	0.5	0.23	24.89	10.89
	黄山铜镍矿 30 号 矿体	4906.55	0.46	0.3	22.5	14.4	8.63	5.46	34.59	22.59
	黄山东铜镍矿 (11-6 线)	910.08	0.47	0.27	4.23	2.42	3.16	1.79	37.14	24.14
小计		6314.93	0.46	0.29	29.02	18.23	12.6	7.85		
合计		9031.83			44.36	44.93	23.36	25.51		

资料来源：新疆有色公告、招商证券

稀有金属（主要为锂、铍、铍铜合金）：稀有金属业务由新疆亚欧稀有金属股份有限公司和富蕴恒盛铍业有限责任公司经营，恒盛铍业已注入西部黄金。截至目前，亚欧稀有金属锂产能为 600 吨/年，是我国金属锂产量规模第二大生产企业。恒盛铍业地处新疆富蕴县境内，主要从事铍及铍铜合金产品的生产、销售以及铍矿石的开采和采购，拥有铍铜合金设计产能 450 吨/年，是国内唯一的集勘探、开采、选矿、冶炼和销售为一体的铍业联合企业。

新疆有色的锂铍资源均位于富蕴县可可托海一矿，根据资产评估报告显示，该矿矿石产量 15 万吨/年，主要为含铍 7.20%的铍精矿和含锂 6.3%的锂精矿。此外，截至 2024 年 9 月，新疆有色还有大红柳滩稀有金属锂矿 300 万吨/年采选项目、新疆和田稀有金属锂综合冶炼项目一期一阶段两个锂相关在建工程，未来锂产能产量有望进一步扩大。

表 9：富蕴县可可托海一矿评估情况

矿种	锂、铍
评估矿区面积	3.15 平方公里
生产规模	15 万吨/年
服务年限	矿山服务年限为 35.18 年，评估年限 30 年，其中铍矿石生产期 30 年，锂矿石生产期 7.87 年(第 22 年开始)。
产品方案	铍精矿(7.20%)、锂精矿(6.3%)

资料来源：新疆有色公告、招商证券

表 10：新疆有色金属锂产销情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月
产量(吨)	400.95	373.30	354.22	306.93
销量(吨)	420.2	347.3	364.6	297.9
平均销售单价(万元/吨)	51.8	188.8	175.3	74.8

销售收入(亿元)	2.2	6.6	6.4	2.2
产销率	104.8	93.0	102.9	97.0

资料来源：新疆有色公告、招商证券

3、美盛注入落地，打开未来成长性

2025 年 5 月 7 日，公司公告，拟以自有资金和贷款收购控股股东新疆有色持有的新疆美盛 100% 股权，交易作价以国资备案评估结果为基础协商确定。

2025 年 6 月 12 日，公司公告，公司与新疆有色签署了《现金购买资产协议之补充协议》，公司以自有资金和贷款收购新疆有色持有的新疆美盛 100% 股权，交易对价为 16.55 亿元。

新疆美盛自新疆有色并购以来由西部黄金托管。为帮助西部黄金更快地获取市场上质量较好的探矿权并先行培育，西部黄金的控股股东新疆有色分别于 2021 年 12 月收购海南美盛集团持有的新疆美盛 70% 股权、2022 年 1 月收购新疆方圆地质矿产勘查院持有的新疆美盛 30% 股权，从而持有新疆美盛 100% 股权。并购时新疆美盛主要资产为新疆新源县卡特巴阿苏金铜多金属矿勘探项目的探矿权，2022 年 4 月转为采矿权。

为避免与西部黄金产生同业竞争，新疆有色在 2021 年 12 月取得新疆美盛 70% 股权后与西部黄金签订托管协议，将其持有的新疆美盛股权（包括已收购新疆美盛 70% 的股权及当时尚未收购的新疆美盛 30% 股权）所对应的除所有权及处分权外的其他股东权利委托给西部黄金管理。

根据采矿权评估报告，该项目拥有矿产金金属量 78.7 吨，矿产铜金属量 4.9 万吨，伴生铜金属量 2031.6 吨，伴生银金属量 125.5 吨，伴生金金属量 0.1 吨，伴生硫资源量 166 万吨。

新疆美盛近期已投产，预计年产黄金超过 3 吨。自新疆有色完成收购至西部黄金公告拟并购日，新疆美盛未开展生产经营活动，未因生产经营活动形成营业收入。新疆美盛卡特巴阿苏金铜矿现已探明矿石总量 2567 万吨，其中金资源量 78.7 吨，品位 3.51 克/吨。项目建设成达产后，将实现生产规模为 4000 吨/天，年产 120 万吨矿石，年产黄金约 3.3 吨。

2025 年 5 月 30 日，卡特巴阿苏金矿 120 万吨/年采选项目正式投产，预计年产黄金可达 3.3 吨。

图 18: 卡特巴阿苏项目



资料来源: 新疆有色官网、招商证券

表 11: 卡特巴阿苏项目矿产资源量

		探明	控制	推断	合计
矿产金	金属量 (吨)	16.99	21.71	40.04	78.73
	品位 (g/t)	3.58	2.90	3.09	3.13
共产矿产铜	金属量 (万吨)	0.01	1.74	3.13	4.88
	品位	0.26%	0.75%	0.55%	0.61%
伴生铜	金属量 (万吨)	0.05	0.13	0.02	0.20
	品位	0.12%	0.14%	0.12%	0.13%
伴生银	金属量 (吨)			126	126
	品位 (g/t)			4.89	4.89
伴生金	金属量 (吨)			0.11	0.11
	品位 (g/t)			23.0%	23.0%
伴生硫	金属量 (万吨)			166	166
	品位			0.07	0.07

资料来源: 公司公告、招商证券

表 12: 卡特巴阿苏项目伴生资源量

	伴生铜			伴生银	伴生金	伴生硫
	探明	控制	推断	推断		推断
金属量/资源量 (吨)	547.3	1259.7	224.6	125.5	0.11	1662412
品位	0.12%	0.14%	0.12%	4.89g/t	0.23g/t	7.00%

资料来源: 公司公告、招商证券

六、业绩预测

关键假设：

1) 产量：伊犁阿希金矿 2024 年中已经完成了事故责任认定，并且委托长沙有色冶金设计研究院有限公司编制完成《阿希金矿技术改造工程可行性研究报告》，假设 2026 年复产；假设哈密矿 2027 年投产逐步开始放量；假设 2025-2027 年公司矿山金产量分别为 1.1、1.5、2.2 吨，锰矿石产量分别为 57/65/75 万吨。

2) 价格：假设 2025-2027 年黄金平均价格分别为 716、750、750 元/克，锰矿均价稳定在 990 元/吨。

根据此测算，我们预计 2025/2026/2027 年公司净利润分别 4.5、7.0、8.6 亿元，分别对应市盈率 40、26、21 倍。

此外，若新疆美盛成功注入，考虑到 2025 年 5 月 30 日美盛卡特巴阿苏金铜矿开启试生产，假设 2025/2026/2027 年金矿产量 0.8/2/3.3 吨，公司矿产金产量将提升到 1.9、3.5、5.5 吨，4 个矿山全部达产，公司矿产金产量有望超过 7 吨。

表 13：公司主要经营数据预测

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	44.7	70.0	80.4	87.9	101.4
黄金行业	31.0	55.1	64	71	84
锰行业	11.7	12.5	13.4	14.1	15.1
铍行业	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9
其他	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
黄金行业	31.0	55.1	64	71	84
硫酸（万吨）	10.7	11.4	10.0	11.0	11.0
营业成本	42.4	62.0	70.2	74.1	80.7
黄金行业	32.1	51.0	58.3	62.6	67.4
锰行业	9.0	9.4	10.3	9.9	11.8
铍行业	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
其他	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
毛利	2.2	8.0	10.3	13.8	20.6
黄金行业	-1.2	4.1	6.2	8.6	16.3
锰行业	2.8	3.0	3.1	4.2	3.3
铍行业	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
其他	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
毛利率(%)	5.0	11.4	12.8	15.7	20.4
黄金行业	-3.7	7.4	9.6	12.1	19.5
锰行业	23.5	24.4	22.9	29.7	22.0
铍行业	27.9	32.9	35.3	35.3	35.3

资料来源：公司公告、招商证券

七、风险提示

1、贵金属价格下行

公司主营产品为黄金，黄金价格将大幅影响公司利润。若美联储降息不及预期，

或避险情绪消退等，都将对贵金属价格形成较大压力，从而对公司盈利造成较大负面影响。

2、矿山安全事故性风险

作为矿产资源开发上游企业，企业性质决定了存在安全性事故风险。若发生安全生产事故，将会对公司生产、经营及公司声誉造成较大影响。

3、投产项目进度不达预期

公司多个复产项目和在建项目具有较大不确定性，若投产进度和经营情况等不及预期，将影响公司未来盈利。

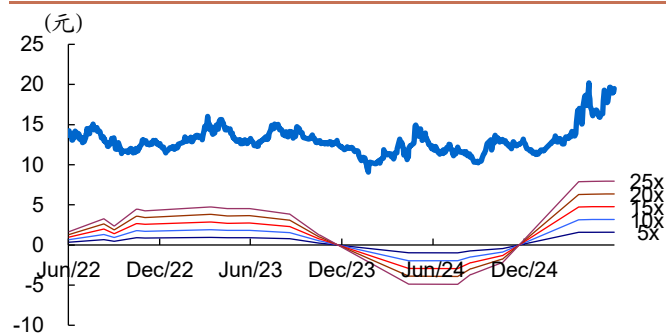
4、地缘政治风险

地缘政治不确定性会对金价造成较大波动，对公司盈利造成较大影响。

5、新疆美盛收购尚具有不确定性

新疆美盛股权收购事项尚需相关方按照协议约定办理标的股权过户手续，最终能否成功实施尚存在不确定性。

图 19：西部黄金历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 20：西部黄金历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2301	3175	3629	4352	5139
现金	720	1176	1351	1903	2546
交易性投资	9	4	4	4	4
应收票据	145	165	190	208	222
应收款项	521	733	842	921	983
其它应收款	23	54	62	68	73
存货	614	829	938	991	1041
其他	271	213	242	257	271
非流动资产	4443	4451	4330	4222	4125
长期股权投资	2	0	0	0	0
固定资产	1943	2043	2132	2211	2281
无形资产商誉	2083	1950	1755	1580	1422
其他	415	457	443	431	422
资产总计	6744	7626	7960	8574	9264
流动负债	1284	1490	1423	1470	1514
短期借款	450	422	422	422	422
应付账款	277	290	328	347	365
预收账款	4	79	90	95	100
其他	553	699	583	606	628
长期负债	1077	1498	1498	1498	1498
长期借款	303	768	768	768	768
其他	774	731	731	731	731
负债合计	2361	2988	2921	2968	3012
股本	923	918	918	918	918
资本公积金	2760	2733	2733	2733	2733
留存收益	699	986	1387	1954	2600
少数股东权益	2	1	1	1	1
归属于母公司所有者权益	4382	4637	5037	5605	6251
负债及权益合计	6744	7626	7960	8574	9264

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(93)	364	746	1041	1202
净利润	(274)	290	446	702	857
折旧摊销	573	396	437	425	414
财务费用	36	47	42	36	30
投资收益	29	6	4	4	4
营运资金变动	(402)	(339)	(184)	(124)	(101)
其它	(55)	(35)	0	0	0
投资活动现金流	(281)	(208)	(320)	(320)	(320)
资本支出	(155)	(161)	(316)	(316)	(316)
其他投资	(126)	(46)	(4)	(4)	(4)
筹资活动现金流	607	300	(250)	(169)	(240)
借款变动	362	419	(162)	0	0
普通股增加	0	(5)	0	0	0
资本公积增加	134	(27)	0	0	0
股利分配	(54)	0	(46)	(134)	(210)
其他	165	(87)	(42)	(36)	(30)
现金净增加额	233	456	175	552	642

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4468	7001	8041	8792	9386
营业成本	4243	6201	7016	7413	7788
营业税金及附加	61	80	92	101	107
营业费用	3	3	4	4	5
管理费用	272	248	285	311	332
研发费用	18	29	33	36	39
财务费用	26	33	42	36	30
资产减值损失	(60)	(34)	0	0	0
公允价值变动收益	(24)	(19)	(19)	(19)	(19)
其他收益	13	21	21	21	21
投资收益	(29)	(6)	(6)	(6)	(6)
营业利润	(255)	368	565	887	1081
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	35	4	4	4	4
利润总额	(285)	366	563	884	1079
所得税	(11)	76	116	182	222
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(274)	290	446	702	856

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1%	57%	15%	9%	7%
营业利润	-173%	-245%	53%	57%	22%
归母净利润	-255%	-206%	54%	57%	22%
获利能力					
毛利率	5.0%	11.4%	12.8%	15.7%	17.0%
净利率	-6.1%	4.1%	5.5%	8.0%	9.1%
ROE	-6.0%	6.4%	9.2%	13.2%	14.4%
ROIC	-4.3%	5.7%	7.9%	11.3%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	35.0%	39.2%	36.7%	34.6%	32.5%
净负债比率	12.7%	17.7%	14.9%	13.9%	12.8%
流动比率	1.8	2.1	2.5	3.0	3.4
速动比率	1.3	1.6	1.9	2.3	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.0	1.0	1.1	1.1
存货周转率	7.8	8.6	7.9	7.7	7.7
应收账款周转率	7.7	9.0	8.3	8.1	8.0
应付账款周转率	15.5	21.9	22.7	22.0	21.9
每股资料(元)					
EPS	-0.30	0.32	0.49	0.76	0.93
每股经营净现金	-0.10	0.40	0.81	1.13	1.31
每股净资产	4.77	5.05	5.49	6.11	6.81
每股股利	0.00	0.05	0.15	0.23	0.28
估值比率					
PE	-65.3	61.7	40.1	25.5	20.9
PB	4.1	3.9	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	5400.3	31.5	18.6	14.4	12.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。