天山金翼淬锰铍，乘风美盛展云霓

2025 年 09 月 04 日

推荐 首次评级

当前价格： 27.11 元

分析师 邱祖学
执业证书：S0100521120001
邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn
研究助理 王作燊
执业证书：S0100124060015
邮箱：wangzuoshen@glms.com.cn

➢ **植根新疆，聚焦黄金，锰铍协同发展。**西部黄金为新疆国资委控股新疆有色集团下黄金板块上市公司，是中国西部最大的现代化黄金采选冶企业。在作为集团新疆有色黄金板块上市平台的基础上，公司 2022 及 2023 年先后完成集团锰及铍板块资产并购，现已形成以黄金为主线，多金属协同发展，全产业链业务布局模式。

➢ **历经磨难，云开雾散，经营格局改善向好。金板块**：西部黄金现有金金属资源量 32.1 吨，储量 12.1 吨，储量品位超过 3g/t；早期伊犁公司阿希金矿、哈图金矿及哈密金矿三大黄金矿山均为在产状态，后阿希金矿因 2022 年安全生产事故及哈密金矿 2023 年资源整合相继停产。目前哈密金矿开工建设在即，有望 2026 年复产，阿希金矿复产工作持续推进。**锰板块**：公司现有锰矿石资源量 1136 吨，储量 554 吨，百源丰在产锰矿产量持续爬坡，蒙新天霸有望 2026 年贡献增量。另外西部黄金天山星、科邦锰业、恒盛铍业其他下游子公司依托公司及集团上游矿产资源，生产经营情况持续改善，公司整体格局一片向好。

➢ **美盛注入完成，黄金板块有望开启高速成长期。**为解决西部黄金发展及同业竞争问题，集团新疆有色早期对新疆美盛先行培育并交由公司托管，现培育成熟注入上市公司。新疆美盛核心资产卡特巴阿苏金铜矿拥有金金属资源量 78.73 吨，铜金属资源量 4.9 万吨，项目满产黄金年产量 3.3 吨。注入完成并达产后公司金金属资源量对比 2024 年增幅达 245%，自产金年产量增幅超 300%。矿山计划于 2025 下半年正式投产，公司即将开启高速成长期。

➢ **降息即将重启，金价破浪高。**美国 4-6 月 CPI 整体下行略有反复，7 月非农不及预期且历史数据下修催化降息预期，PCE 数据温和，9 月降息概率已接近 90%，降息大概率再度重启。另外，全球央行在公共卫生事件后大幅扩表，叠加美国 7 月“大而美”法案过会，债务上限再度抬升，美元美债信用将持续弱化。在当前地缘风险抬升、货币信用下行背景下各国央行购金热度不减，已连续三年购金超千吨，我国央行于 2025 年 7 月再度增持，连续 9 个月购金，全球央行资产黄金配置意愿上升，金价中枢有望持续上移。

➢ **盈利预测与投资建议：**伴随公司哈图哈密金矿复产工作持续推进，蒙新天霸锰矿投产在即，卡特巴阿苏金铜矿注入进展顺利，公司 2024 年利润扭亏为盈后 2025 年即将开启高速增长期。我们预计公司 2025 年至 2027 年实现营收 90.41/124.08/145.76 亿元，同比增长 29%/37%/17%，实现归母净利润 4.69/16.45/24.38 亿元，同比增长 62%/250%/48%。参考 9 月 4 日股价，对应 PE 分别为 53/15/10 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➢ **风险提示：**金属价格大幅波动，项目进展不及预期，安全生产风险、美国利率政策反复风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,001	9,041	12,408	14,576
增长率（%）	56.7	29.1	37.2	17.5
归属母公司股东净利润（百万元）	290	469	1,645	2,438
增长率（%）	205.7	62.1	250.5	48.2
每股收益（元）	0.32	0.52	1.81	2.68
PE	85	53	15	10
PB	5.3	4.9	3.7	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 4 日收盘价）

目录

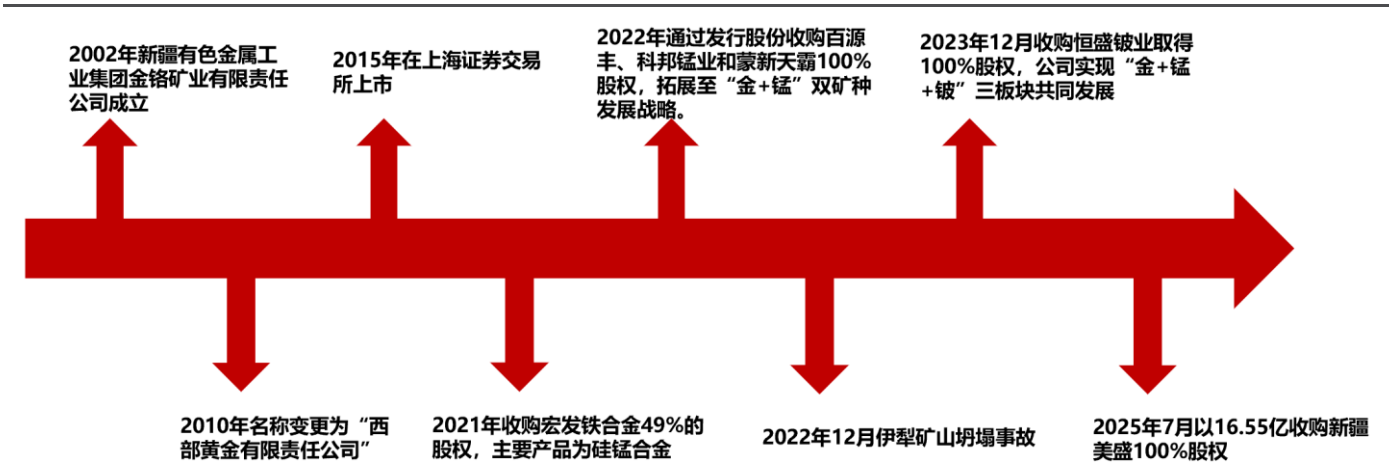
1 西部黄金：黄金为主，锰铍协同发展 3
1.1 黄金业务起家，注入多金属板块 3
1.2 三费费率稳定，2024 年利润实现扭亏为盈 7
2 核心资产：坐拥新疆区域资源，得天独厚 10
2.1 金：老矿焕发新生，美盛投产在即 11
2.2 锰：全产业链布局，蒙新天霸投产进展顺利 23
2.3 铍铜合金：集团引入，拓宽业务版图 27
3 行业观点：降息重启在即，金价破浪高 30
3.1 货币超发，全球央行成为重要买盘 30
3.2 利息支出压力陡增，美元美债难以为继 36
3.3 非农催化通胀温和，降息即将重启 39
4 投资建议 42
4.1 盈利预测与业务拆分 42
4.2 估值分析 43
4.3 投资建议 44
5 风险提示 45
插图目录 47
表格目录 48

1 西部黄金：黄金为主，锰铍协同发展

1.1 黄金业务起家，注入多金属板块

西部黄金前身是 2002 年成立的新疆有色金属工业集团金铬矿业有限责任公司，2010 年更名为西部黄金有限责任公司，于 2015 年在上海证券交易所上市。2021 年 11 月 23 日，西部黄金收购新疆宏发铁合金股份有限公司 49%股权；2022 年 9 月 10 日收购百源丰、科邦锰业和蒙新天霸 100%股权，公司业务拓展至“金+锰”双矿种发展战略；2023 年 12 月收购恒盛铍业 100%股权，实现“金+锰+铍”三板块共同发展；2025 年 7 月，公司计划以自有资金和贷款收购新疆美盛 100%股权，已获董事会、监事会、股东大会及新疆国资委批准，黄金板块迎来增长新动能。

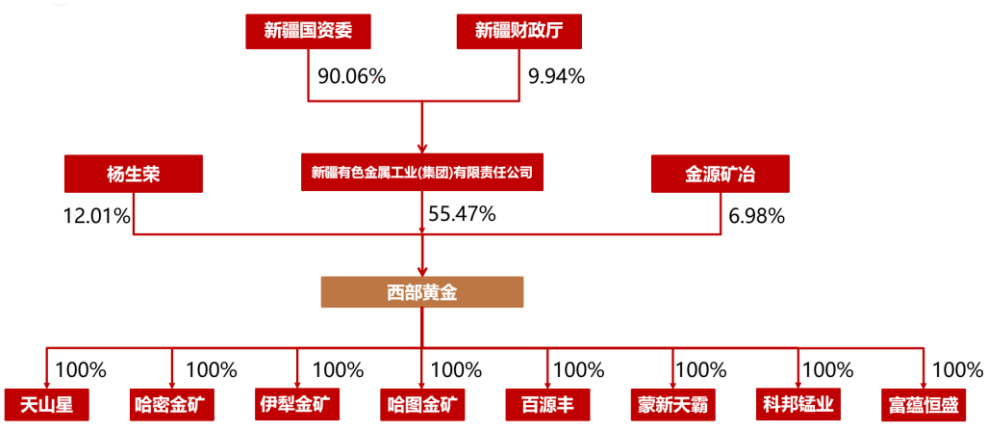
图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司控股股东为新疆有色金属工业（集团）有限责任公司，实际控制人为新疆国资委。新疆国资委持有新疆有色 90.06%股权，集团新疆有色覆盖黄金、稀有金属、锰以及氟化工多板块，持有公司 55.47%的股份，为公司控股股东。西部黄金副董事长杨生荣先生作为第二大股东，持有公司 12.01%股权。

图2：西部黄金股权结构



资料来源：wind，民生证券研究院

公司核心布局金、锰及铍铜合金三大板块，共有子公司 12 家。其中金板块包括哈图金矿、阿希金矿、哈密金矿对应矿企及天山星冶炼公司；锰板块包括百源丰、蒙新天霸对应矿企以及科邦锰业冶炼公司；铍铜合金板块主要为富蕴恒盛铍业。2025 年对新疆宏发铁合金增持后，下属子公司皆为全资控股。

表1：公司子公司业务布局

公司名称	持股比例	业务性质（主要资产）
新疆蒙新天霸矿业投资有限公司	100%	矿业投资、矿业开发等（蒙新天霸锰矿）
西部黄金伊犁有限责任公司	100%	贵金属采选（阿希金矿）
西部黄金青河矿业有限责任公司	100%	矿产品技术研究与开发
西部黄金哈密金矿有限责任公司	100%	贵金属采选（哈密金矿）
西部黄金(克拉玛依)矿业科技有限责任公司	100%	矿物学研究，矿业技术咨询，化学药剂生产与销售
伊犁金元矿业开发有限公司	100%	矿产品加工
阿克陶科邦锰业制造有限公司	100%	金属材料制造、黑色金属铸造、金属矿石销售、铁合金冶炼等
阿克陶百源丰矿业有限公司	100%	金属矿石销售、选矿、矿山机械销售等（百源丰锰矿）
乌鲁木齐天山星贵金属有限公司	100%	贵金属冶炼、加工
新疆宏发铁合金股份有限公司	100%	铁合金冶炼，煤炭及制品销售
富蕴恒盛铍业有限责任公司	100%	铍及铍合金产品的加工、销售等
西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司	100%	贵金属采选（蒙新天霸锰矿）

资料来源：公司年报，民生证券研究院

黄金业及稀贵金属平台，集团优质资源持续注入。集团新疆有色自 2002 年成立以来致力于打造铜镍、黄金、稀有及非金属"三大主业、三大板块"产业格局。其中铜镍板块主要由新鑫矿业管理，黄金业务以西部黄金为经营主体，稀有金属板块于 2023 年将恒盛铍业注入西部黄金。从子公司成立方式看，西部黄金除早期黄金

板块子公司为投资设立外，近年重点增量公司均为集团培育注入。

图3：集团新疆有色业务分布

资料来源：新疆有色官网，民生证券研究院

注：红圈表示与西部黄金重点相关

表2：公司重点及待注入子公司

公司名称	成立方式	备注
西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司	投资设立	核心资产哈图金矿
西部黄金伊犁有限责任公司	投资设立	核心资产阿希金矿
西部黄金哈密金矿有限责任公司	投资设立	核心资产哈密金矿
乌鲁木齐天山星贵金属有限公司	投资设立	冶炼公司
西部黄金青河矿业有限责任公司	投资设立	从事矿产品技术研究与开发
西部黄金（克拉玛依）矿业科技有限责任公司	投资设立	软件和信息技术服务，同时生产环保提金剂
伊犁金元矿业开发有限公司	收购	2008 年成立，早期下属两宗黄金探矿权，位于新疆尼勒克县。2013 年 6 月以 2500 万元从自治区地勘七〇三队收购 80%股权，2013 年 12 月以 480 万元收购剩余 20%股权
阿克陶科邦锰业制造有限公司	收购	最早于 2017 年计划从集团注入，后于 2022 年以发股形式收购新疆有色持有 65%股份及杨生荣持有 35%股权，对价 5.24 亿元
阿克陶百源丰矿业有限公司	收购	最早于 2017 年计划从集团注入，后于 2022 年以发股形式收购新疆有色持有 65%股份及杨生荣持有 35%股权，对价 18.36 亿元
富蕴恒盛铍业有限责任公司	收购	2023 年以自有资金从新疆有色收购 100%股权，对价 1.07 亿元
新疆蒙新天霸矿业投资有限公司	收购	于 2022 年以发股形式收购杨生荣持有 100%股权，对价 2.54 亿元
新疆宏发铁合金股份有限公司	收购	2021 年以 1015 万元从杨生荣收购 49%股权，2024 年增持至 58.8%，2025 年增持至 100%

新疆美盛矿业有限公司	待注入	早于 2021 年交于公司托管并承诺解决同业竞争问题，2025 年公告注入西部黄金，对价 16.55 亿元，已获董事会、监事会、股东大会及新疆国资委批准

资料来源：公司公告，民生证券研究院

资源端：截至 2024 年末，公司金板块拥有金金属资源量 32.1 吨，储量 12.1 吨（不含新疆美盛），目前核心在产金矿为哈图金矿，伊犁公司阿希金矿及哈密金矿处于待复产阶段，新疆美盛卡特巴阿苏金铜矿处于注入阶段；锰板块拥有锰矿石资源量 1136 吨，储量 554 吨，核心在产锰矿为百源丰锰矿，蒙新天霸锰矿处于待投产阶段。

表3：公司自有资源

名称	资源量					储量				剩余可开采年限
	探明+控制	总计（含推断）	品位	金属量	证实	可信	总计	品位	金属量	
伊犁公司	226.19	483.80	2.81	13.59	-	218.89	218.89	3.27	7.16	10.56
哈图金矿	33.08	227.43	4.18	9.51	-	30.08	30.08	4.18	1.26	13.00
哈密金矿	121.60	240.60	3.76	9.05	31.05	78.39	109.44	3.39	3.71	15.70
百源丰	287.60	539.98	36.72	-	100.29	158.19	258.48	36.76	-	8.30
蒙新天霸	348.00	596.00	25.52	-	-	295.80	295.80	26.12	-	19.77

资料来源：公司年报，民生证券研究院

注：矿石资源量及储量单位为万吨，品位金单位克/吨，锰为%，剩余可开采年限单位为年

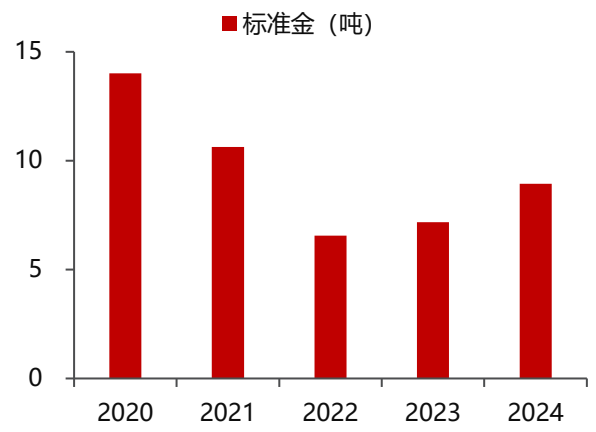
产量方面：金板块逐步修复，锰铍业务稳定发展

金板块：公司早期自产金产量稳定于 2.5 至 4 吨，2022 年因阿希金矿停产整改以及 2023 年哈密金矿矿权整合产量下滑至 1～1.5 吨。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。

锰板块：公司于 2022 年 9 月收购科邦锰业、百源丰，以及蒙新天霸三家公司，矿石业务贡献来源主要来自于百源丰锰矿，产能约 55 万吨，近年保持稳中求进，2024 年产量 57.22 万吨；下游电解锰来源于科邦锰业，并购时产能 6.25 万吨/年，目前产能约 8 万吨/年，2024 年生产电解锰 7.58 万吨，产量位居全国第三。公司 2025 年计划锰矿石采出量 45 万吨，生产电解锰 8 万吨。

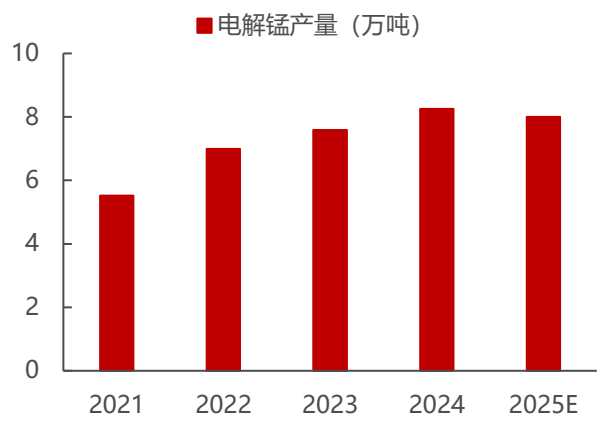
铍铜合金板块：公司于 2023 年 12 月完成恒盛铍业收购布局铍铜合金业务，设计规模为年产工业氧化铍 100 吨、铍铜合金 800 吨和核级氟化铍 20 吨。2024 年公司铍铜合金产量 908 吨，2025 年计划生产铍铜合金 815 吨。

图4：公司标准金产量



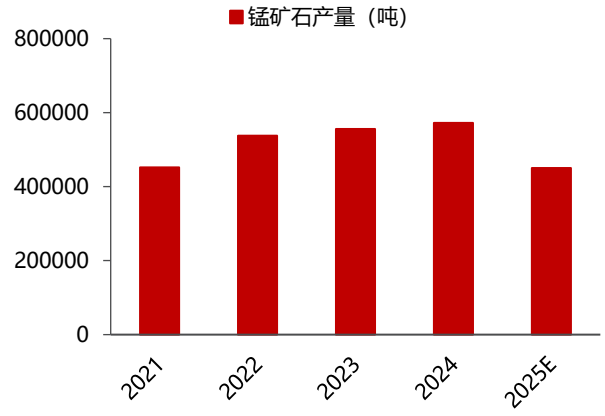
资料来源：公司年报，民生证券研究院

图5：公司电解锰产量



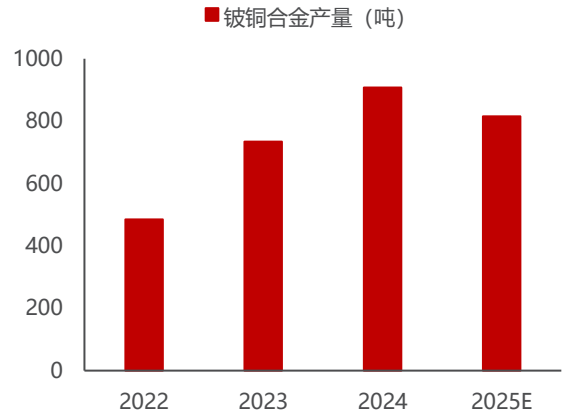
资料来源：公司年报，民生证券研究院
注：西部黄金锰板块为 2022 年并表

图6：公司锰矿石产量



资料来源：公司年报，民生证券研究院
注：西部黄金锰板块为 2022 年并表

图7：公司铍铜合金产量

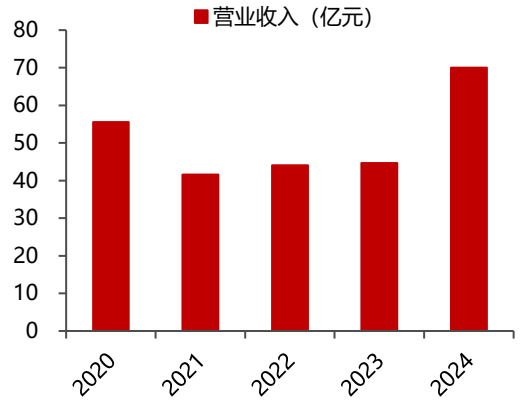


资料来源：公司年报，民生证券研究院
注：西部黄金铍铜合金板块为 2023 年并表

1.2 三费费率稳定，2024 年利润实现扭亏为盈

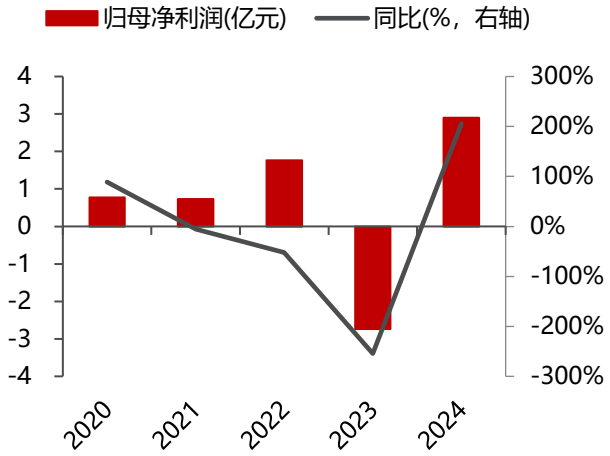
2021 年前公司业务聚焦于黄金，除 2016 年受益于金价同比上行，成本文件业绩大涨外，利润长期维持在 1 亿元以内。2022 年引入锰板块业务实现归母净利 1.76 亿元，较重组前大幅改善。2023 年由于哈图公司缴纳采矿权出让收益并计入当期成本费用，加之部分矿山停产引致停工发生的折旧人工等成本计入营业成本，利润由正转负。2024 年公司生产经营逐步恢复正常，加之金属价格上行以及铍铜合金板块引入后完整生产首年，实现归母净利 2.9 亿元，创历史新高。

图8：公司营业收入



资料来源：ifind，民生证券研究院

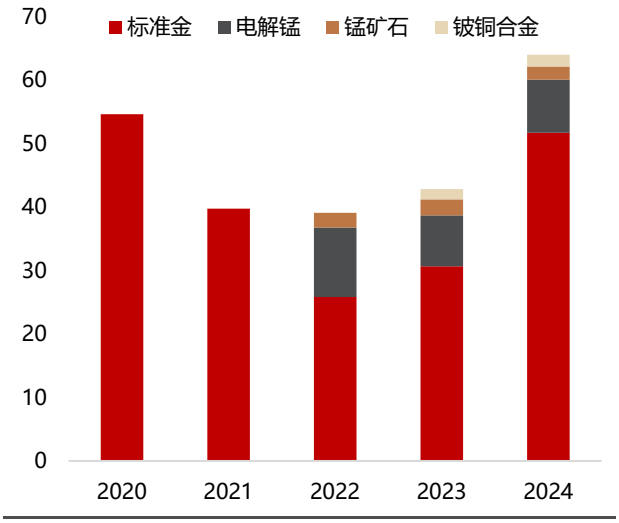
图9：公司归母净利润



资料来源：ifind，民生证券研究院

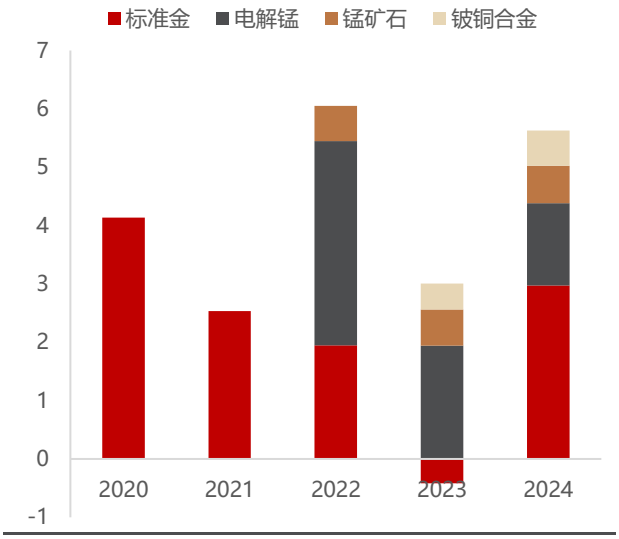
分板块看，黄金业务是公司业务主要来源。2021 年之前，黄金是公司的绝对主营业务。2019—2021 年标准金及金精矿销售收入占总收入比例分别为 98.64%98.96%、96.72%。2022 年以来，公司新增锰、铍铜等业务，同时自有矿山产金量不断下降，2022—2024 年标准金及金精矿销售收入占比分别为 64.95%69.20%、77.08%，锰及锰矿石成为第二大业务，收入占比分别为 30.08%、23.65%、14.95%，2023 年新增铍板块，2023—2024 年铍铜合金销售收入占比分别为 3.57%、2.61%。

图10：西部黄金分板块营收（亿元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

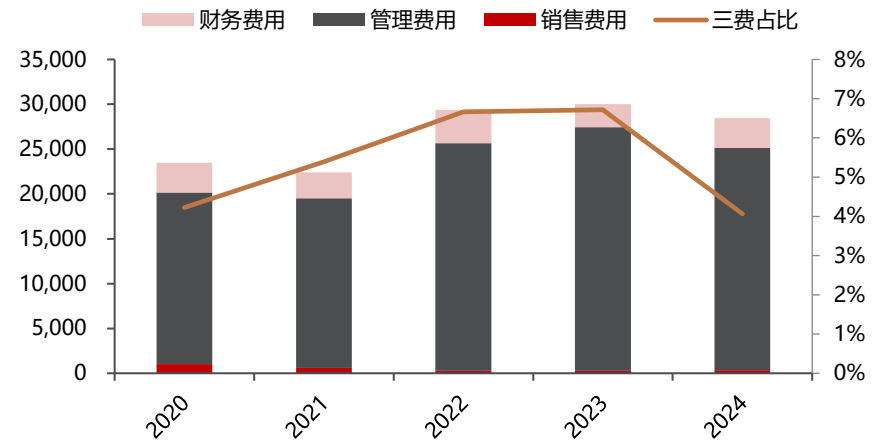
图11：西部黄金分板块毛利（亿元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司三费费率稳健。近年公司三费占比稳定于 8%以内，2022 年经常费用有所上升系合并锰板块业务所致，以合并后口径计算经常费用实际同比下行；2024 年公司销售及财务费用略有增长，主要系贷款利息支出增加以及标准金销量增加导致委托代销手续费增加，但管理费用同比改善超过 2000 万元，业务版图扩张下经常费用把控持续稳健。

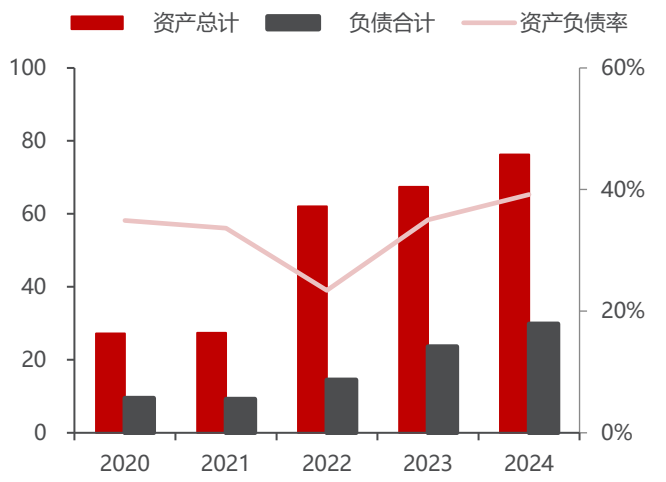
图12：公司三费情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

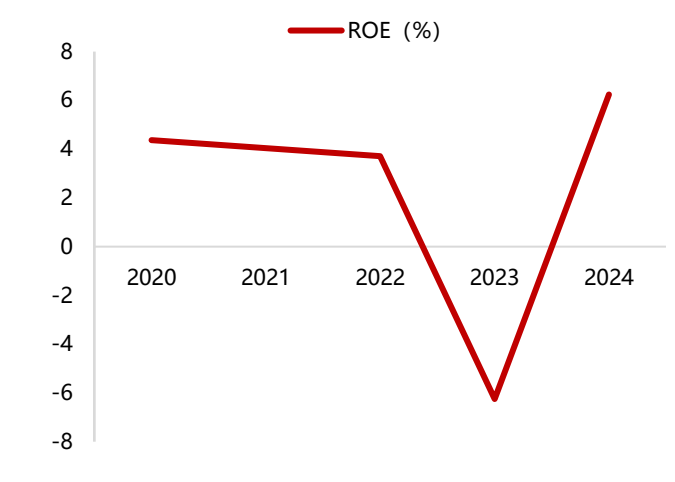
资产负债率健康，ROE 跟随业绩显著改善。除 2022 年因发行股份购买资产使得当年资产负债率显著下行，公司近年资产负债率控制在 40%以下，在业务扩张背景下整体表现健康。伴随公司 2024 年业绩扭亏为盈业绩创新高，公司 ROE 水平也从 2023 年-6.25%同步修复至 2024 年的 6.24%，整体格局向好。

图13：公司资产负债率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：公司 ROE 水平

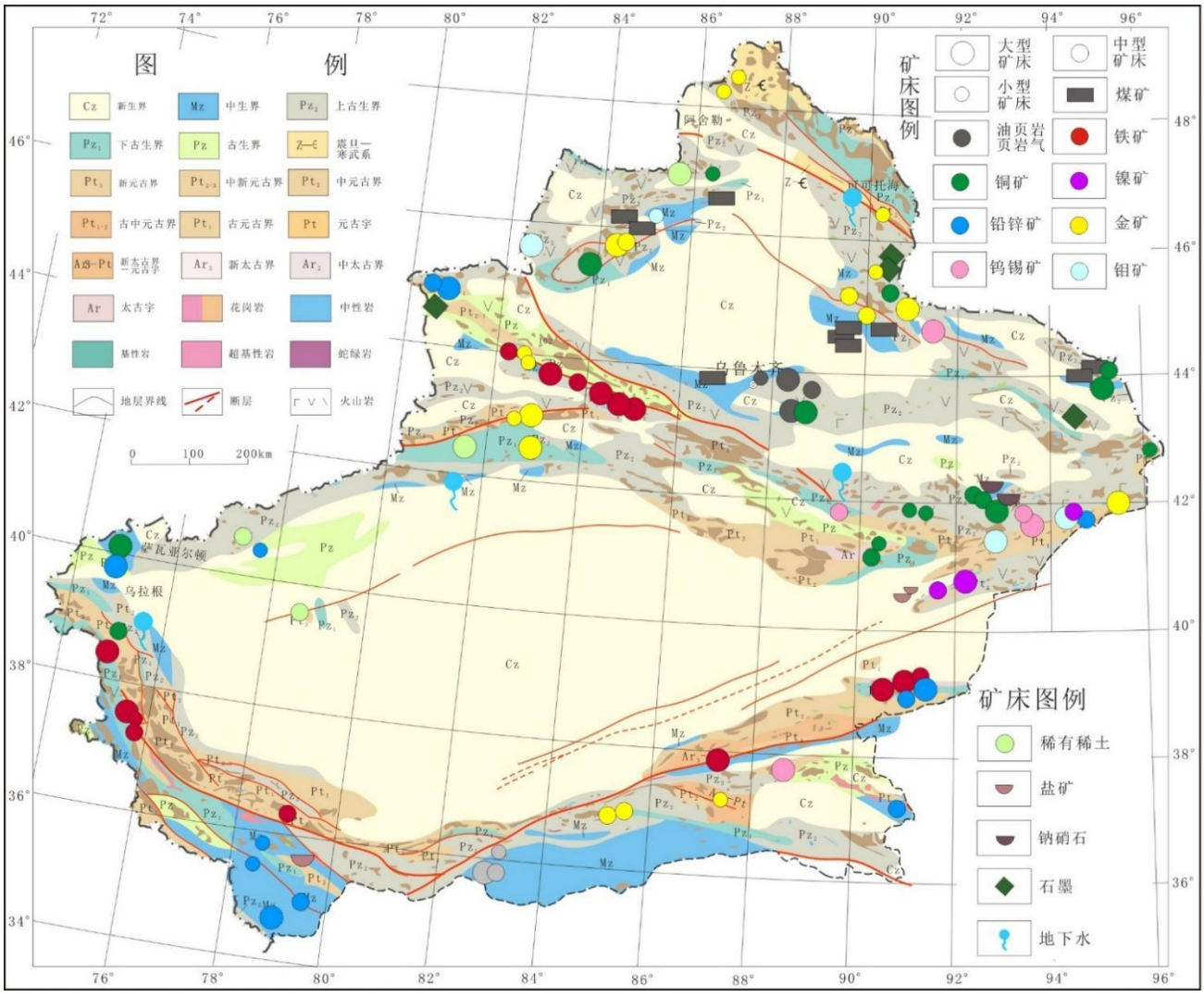


资料来源：ifind，民生证券研究院

2 核心资产：坐拥新疆区域资源，得天独厚

公司核心资产均位于疆内，矿产资源得天独厚。新疆已查明 138 种矿产资源，占全国已知矿产种类的 82%，形成能源、黑色金属、有色金属、稀有金属、贵金属、化工原料、建筑材料等七大类别矿产体系。矿藏分布呈现鲜明地域特征，盆地富集能源矿产，阿尔泰山多稀有金属，西准噶尔地区以铬金为主。已探明矿床超 5500 处，形成以阿希金矿、阿舍勒铜矿为代表的矿产资源开发体系。

图15：新疆大型矿产地分布图



资料来源：西安地质调查中心，民生证券研究院

从体量来看，在查明资源储量的矿产中，石油、天然沥青、铯、红柱石、钠硝石、芒硝、花岗岩（饰面用）等 12 种居全国首位，天然气、煤炭、镍、钴、铍、钾盐、氦气等 20 种居全国第二位，铬、锌、铌（氧化铌）、锂（锂辉石）等 10 种居全国第三位。新疆有 19 种矿产资源在资源禀赋、矿石质量、市场供求和采选条

件方面具有明显的优势和较强的竞争力。

表4：新疆地区优势矿产资源介绍

矿种	单位	查明资源储量	全国排名
石油	万吨	62590.4	1
天然气	亿立方米	11237.9	2
煤炭	亿吨	4500.4	2
镍	镍，万吨	172.3	2
钴	钴，万吨	7.3	2
钽	Ta_2O_5，吨	22660.2	2
铍	BeO，吨	128637	2
钾盐	KCl，万吨	15267.6	2
铬	矿石，万吨	181.2	3
锌	锌，万吨	2760	3
铌	Nb_2O_5，吨	323054	3
锂	Li_2O，万吨	15.3	3
铜	铜，万吨	961.6	4
铅	铅，万吨	769.8	4
萤石	CaF_2万吨	2266.9	4
金	金，吨	637.6	6
铁	矿石，亿吨	29.8	10
锰	矿石，万吨	2779.4	10

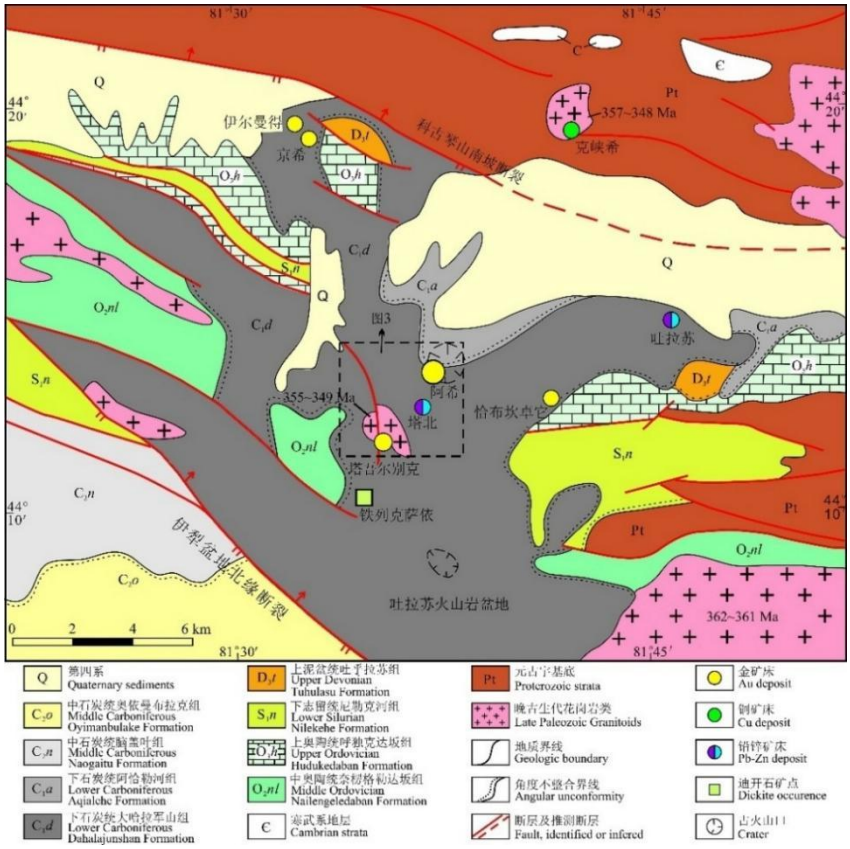
资料来源：《新疆维吾尔自治区矿产资源总体规划（2021-2025 年）》，民生证券研究院

2.1 金：老矿焕发新生，美盛投产在即

2.1.1 阿希金矿：历史事件尘埃落定，复产工作有序推进

西部黄金伊犁分公司阿希金矿所属矿床是我国北方地区最大的浅成—低温热液金矿床，位于伊犁—中天山板块北缘博罗霍洛岛弧带上的吐拉苏盆地。阿希金矿矿石中主要金属矿物为黄铁矿、白铁矿、毒砂、自然金和银金矿，以及少量的含银矿物、闪锌矿、黄铜矿等。矿山设计生产规模 1000 吨/天。截至 2024 年，矿山拥有金金属资源量 13.59 吨，储量 7.16 吨，储量品位 3.27 克/吨。

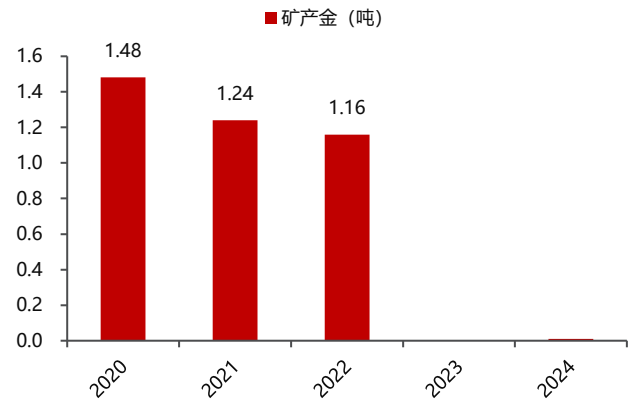
图16：吐拉苏矿集区区域地质图



资料来源：徐伯骏等《新疆阿希与塔吾尔别克金矿床的成因联系:来自流体包裹体、S-Pb 同位素和黄铁矿热电性的证据》，民生证券研究院

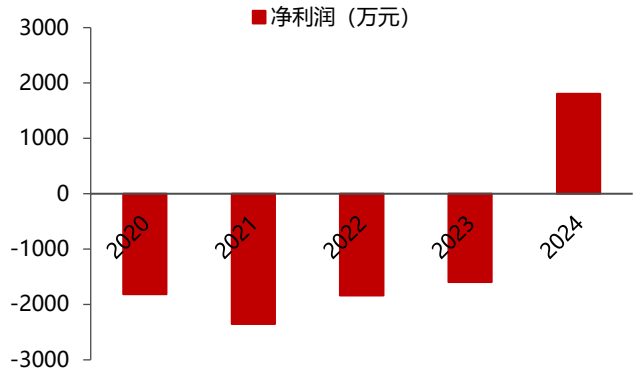
矿山早期因安全事故停产，现处于待复产期。矿山历史最早可追溯至 1940 年，在区域基础地质工作的逐步推进下于 1993 年 6 月开始基建工作，于 1995 年 6 月建成并投入生产。矿山前期采用露天开采，形成了北露天和南露天 2 个采矿场，2004 年使用无底柱分段崩落采矿法，成功从露天开采转入地下开采，后在 2008 年开始进行充填采矿工艺的研究，并在 2009 年下半年开始采用充填法采矿。2021 年伊犁公司实现金产量 1.24 吨，实现净利润 2715 万元，占 2021 年西部黄金利润约 37%。2022 年 12 月 24 日，阿希金矿因发生井下坍塌事故而停产，现尚处待复产阶段。

图17：公司标准金历史产量



资料来源：ifind，民生证券研究院

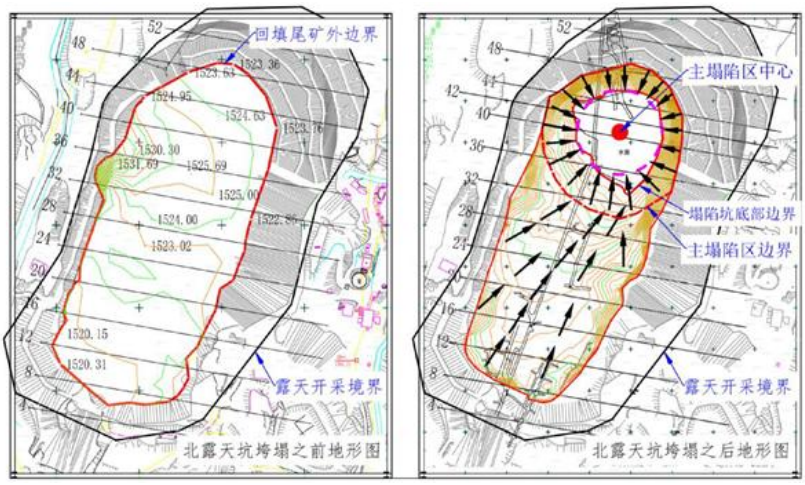
图18：公司利润情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

目前伊犁公司矿区复工复产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》，根据报告专家评审意见开展专项研究，持续推进复产工作。

图19：北露天采坑回填尾矿溃浆前后状态图



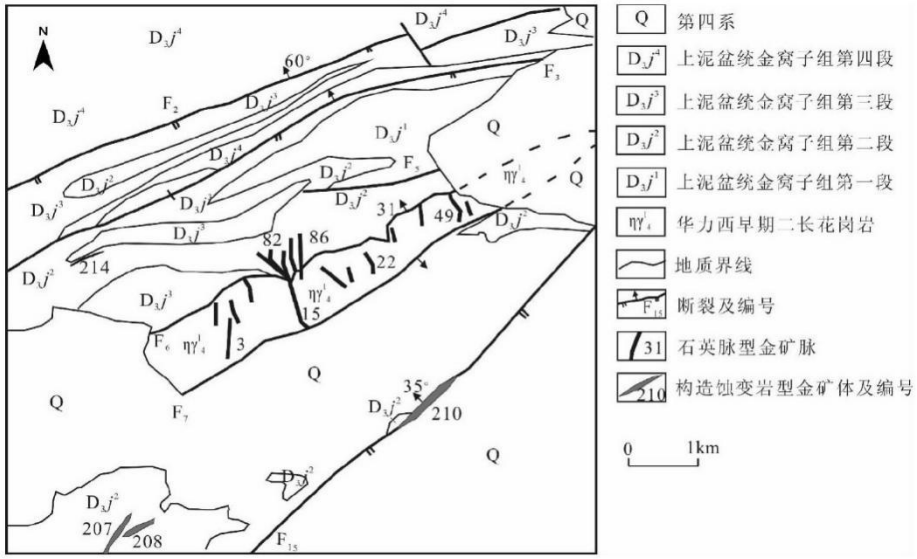
资料来源：中国环境健康安全网，民生证券研究院

2.1.2 哈密金矿：矿权资源整合结束，2026 年有望投产

哈密金矿成立于 1994 年，西部黄金股东新疆有色后于 2011 年将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，**从地质角度看，二者同属于位于甘肃与新疆交界的北山中带东段的金窝子金矿田。**金窝子金矿田空间上分为南北两个矿带，北矿带为金窝子金矿带，南矿带为 210 金矿带，**两个矿带的矿床类型不同：**北部的金窝子金矿产于金窝子花岗岩岩体内及接触带附近，属于石英脉型金矿,为剥露矿。南矿带 210 金矿位于北带金窝子金矿以南 2~2.5km 处的戈壁覆盖区，矿区地表被第四系戈壁覆盖,覆

盖厚度从几米至十几米不等，为隐伏型金矿床。

图20：金窝子金矿田地质简图

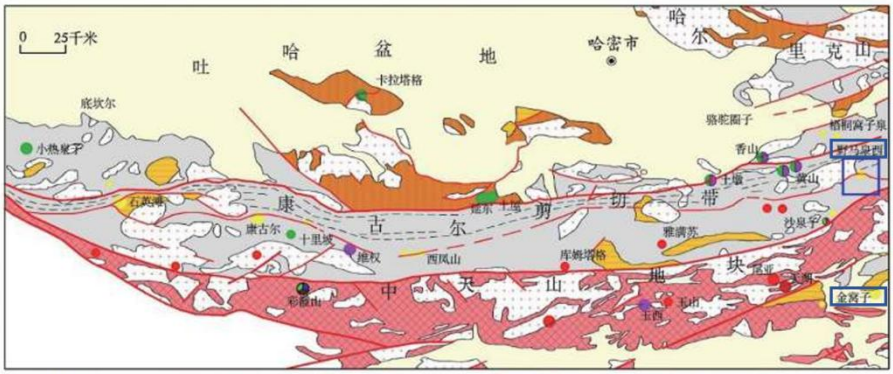


资料来源：叶荣等《干旱荒漠区隐伏金矿覆盖层中金的分布与迁移:以新疆金窝子金矿田 210 金矿带为例》，民生证券研究院

矿权整合结束，开工建设在即。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，哈密金矿于 2023 年 3 月开始启动矿权整合工作，于 2024 年底取得了《新疆哈密市金窝子资源储量核实报告》评审意见书及备案证明。同时，哈密金矿已完成可研报告编制，届时金窝子金矿一带两个采矿权及周边探矿权整合为一宗采矿权。2025 年 7 月，金窝子金矿采矿权出让收益评估报告已通过政府论证，根据可研报告，矿山预计于 7 月进行基建工作，待相关工作完成后即可恢复生产。

新发现矿产资源，贡献远期增量。2025 年 4 月，哈密金矿公司在野马泉西矿区新探明一处金矿，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。根据计划，矿山预计 2026 年进入基建期，2027 年可实现年矿石产量 50 万吨。从地理角度看，野马泉西与金窝子矿区同属东天山觉罗塔格铜镍铁锰钒钛金银钨钼稀有金属矿带，但二者相距一定距离，此次发现为独立矿体。

图21：野马泉西与金窝子金矿区地理位置示意图



资料来源：任经武等《新疆哈密野马泉西金矿区资源量数据集》，民生证券研究院

2.1.3 哈图金矿：在产主力矿山，技改+勘探并进

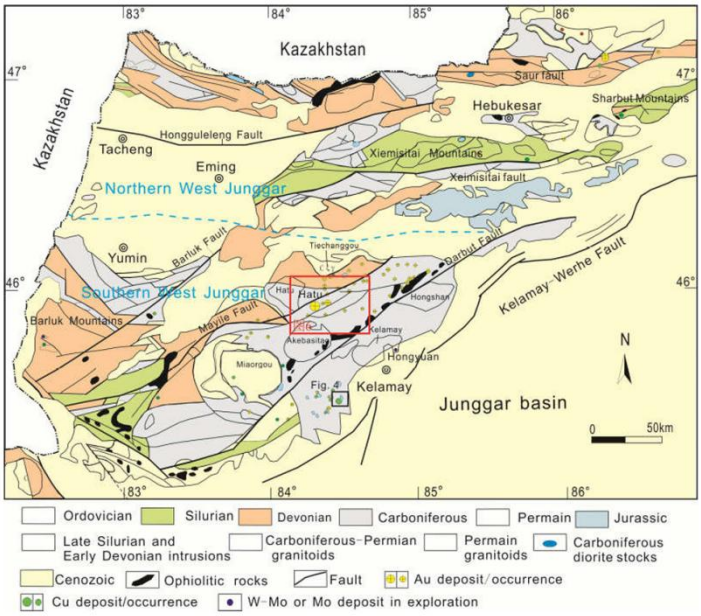
克拉玛依哈图金矿为公司黄金板块目前唯一一座主力在产矿山，也是新疆第一座集采、选、冶为一体的现代化机械黄金矿山。克拉玛依哈图金矿公司下辖哈图金矿齐Ⅰ矿（也称哈图金矿）、齐Ⅱ矿、萨尔托海 24 群铬矿、萨尔托海Ⅰ号金矿四座矿山，哈图金矿为核心矿产资源。矿山位于新疆维吾尔自治区西北部，隶属托里县管辖，距离托里县城直线距离 90km，距离克拉玛依市 65km，有简易公路与省道 216 线相通，交通比较方便。根据公司公告，截至 2024 年末哈图金矿拥有黄金资源量 9.51 吨，储量 1.26 吨，品位 4.18 克/吨。

表5：哈图金矿保有资源量汇总表

资源量估算标高（m）	资源量类别	矿石量（t）	金金属量	
			Au（kg）	Au（g/t）
1254～773	探明资源量（TM）	/	/	/
	控制资源量（KZ）	433296	2182	5.03
	推断资源量（TD）	/	/	/
	合计	433296	2182	5.03
773～243	探明资源量（TM）	609961	2700	4.43
	控制资源量（KZ）	143454	613	4.27
	推断资源量（TD）	1113567	3995	3.59
	合计	1866982	7308	3.91
整个矿范围	探明资源量（TM）	609961	2700	4.43
	控制资源量（KZ）	576750	2795	4.85
	推断资源量（TD）	1113567	3995	3.59
	合计	2300278	9490	4.13

资料来源：《西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司哈图金矿（齐Ⅰ矿区）地下采矿技改工程环境影响评价报告书》，民生证券研究院

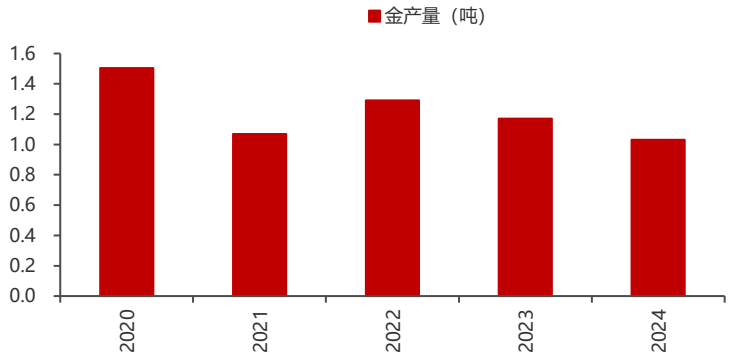
图22：哈图金矿地理位置示意图



资料来源：李晶《哈图金矿集区成矿流体地球化学特征》，民生证券研究院

历史一波三折，不改扩建步伐。哈图金矿是新疆西准地区规模最大的金矿床，与其同受安齐断裂及其次级断裂控制的一系列金矿床（点），自西南至北东向依次发育哈图、齐Ⅱ、齐Ⅲ、齐Ⅳ和齐Ⅴ号矿区，共同构成哈图金矿集区。矿山最早于1982 年建矿，后因资源枯竭于 1995 年停产。2003 年，公司重组后开展二轮找矿工作后于 2006 年重新投入生产。2008 年，公司又再度对矿区进行技改，经多年建设及技术改造，现已形成采矿、选矿、冶炼一体，其中地下开采规模 850t/d、选矿厂规模 1500t/d，黄金产能约 1.6 吨/年。目前主要开采齐Ⅰ矿区，而齐Ⅱ矿区自 1994 年闭坑后处于停产状态。

图23：哈图金矿历史产量



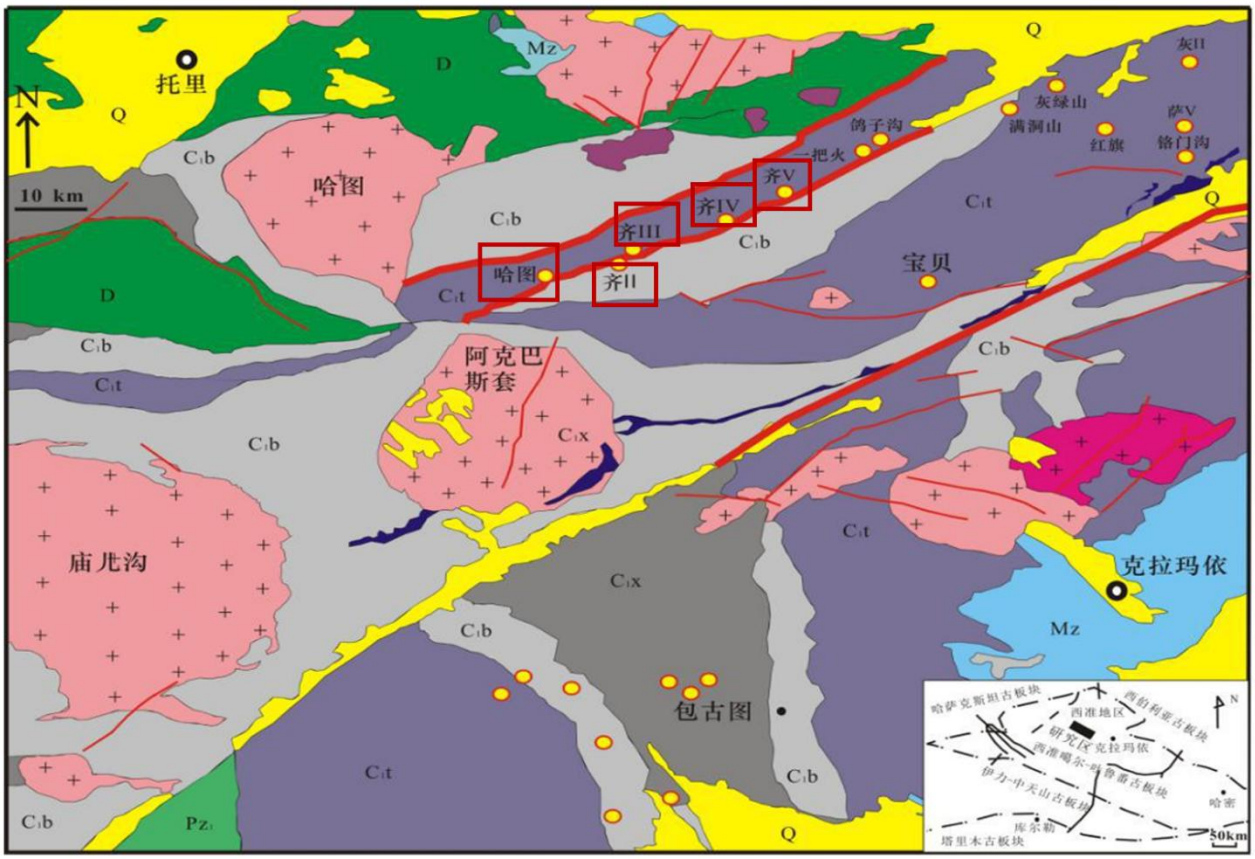
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表6：西准噶尔部分矿床信息对比

矿床名称	规模	矿石矿物	脉石矿物	蚀变类型	矿化样式/类型	围岩	控矿构造
哈图（齐Ⅰ）	大	黄铁矿、毒砂、黄铜矿、磁黄铁矿、闪锌矿、方铅矿、黝铜矿、自然金	绢云母、磷灰石、绿泥石、石英、钠长石、金红石、方解石	黄铁矿、绢云母、硅化、钠长石、绿泥石、绿帘石、碳酸盐	石英脉，蚀变岩	石炭系包古图组凝灰质粉砂岩-凝灰岩及玄武岩	NE 向安齐断裂及NW、EW 向断裂
齐Ⅱ	小	黄铁矿、毒砂、黄铜矿、闪锌矿、磁黄铁矿、砷黝铜矿、自然金	石英、钠长石、绢云母、方解石、绿泥石、铁白云石	硅化、绢云母化、绿泥石化、碳酸盐化等	石英脉，蚀变岩	石炭系包古图组含碳凝灰质泥岩、凝灰质粉砂岩和少量凝灰岩	同上
齐Ⅲ	小	黄铁矿、毒砂、黄铜矿和少量自然金、黝铜矿、闪锌矿	石英、白云母、铁白云石、方解石和少量钠长石、金红石、独居石	白云母化、硅化、碳酸盐化	石英脉，蚀变岩	石炭系包古图组凝灰质泥岩、晶屑-岩屑凝灰岩和凝灰质粉砂岩	同上
齐Ⅳ	小	毒砂、黄铁矿、黄铜矿、自然金、铜蓝等	绢云母、绿泥石、石英、方解石	硅化、绿泥石化、钠长石化、绢云母化等	石英脉，蚀变岩	石炭系包古图组泥质晶屑-岩屑凝灰岩、凝灰质粉砂岩和含砾凝灰质砂岩	同上
齐Ⅴ	小	毒砂、黄铁矿、黄铜矿、钛铁矿、赤铁矿、自然金	石英、绢云母、铁白云石、方解石，少量磷灰石	硅化最为发育，次为碳酸盐化、绢云母化、绿泥石化	石英脉，蚀变岩	石炭系包古图组晶屑凝灰岩、凝灰质粉砂岩	同上
宝贝	小	黄铁矿、毒砂、黄铜矿、黝铜矿、自然金、银金矿	绢云母、磷灰石、绿泥石、石英、铁白云石、方解石	硅化、黄铁矿化、绿泥石化、绢云母化	石英脉，蚀变岩	石炭系包古图组含碳凝灰岩-凝灰质粉砂岩-含砾凝灰质砂岩及玄武岩	同上 宝贝
鸽子沟	小	黄铁矿、毒砂、少量黄铜矿、辉铜矿、自然金，偶有磁黄铁矿、方铅矿、闪锌矿、赤铁矿、钛铁矿、磁铁矿、银金矿	石英、绿泥石、长石、绢云母、黑云母、绿帘石、碳酸盐、石墨	黄铁矿化、毒砂化、绿泥石化、碳酸盐化、绢云母化		石炭系包古图组含碳粉砂岩、凝灰质粉砂岩	NE 向安齐断裂及NE 向、NEE 向断裂

资料来源：丁嘉鑫《西准噶尔地区造山型金矿床时空分布、成矿动力学背景及模式》，民生证券研究院

图24：哈图金矿矿区地理位置示意图



资料来源：白玉秀《新疆哈图金矿带成矿指示元素的分类及深部预测的意义》，民生证券研究院

技改+勘探并进，老矿焕发新生。为扩大原有工程采矿规模，同时进行采空区处理将残矿资源进行回收，最大程度利用矿产资源，哈图金矿于 2021 年开展尾矿

综合利用工程项目；后又于 2024 年 7 月委托长沙矿山研究院开展哈图金矿（齐Ⅰ矿区）地下采矿技改工程初步设计，计划原有 850t/d 采矿规模扩建到 1200t/d，开采 773m 中段以下的未开采资源，目前环评报告书已公示。此外，公司计划 2025 年开展哈图金矿齐Ⅱ矿区资源储量核实项目，7 月 17 日，齐Ⅱ矿区采矿初步设计及安全设施设计含施工图项目设计已开启公开招标。

表7：哈图金矿主要生产参数

项目	说明
产能	地下开采规模 850t/d（技改后增长至 1200t/d）、选矿厂规模 1500t/d，技改后整体规模 36×10⁴t/a；其中一采区（773m～1054m）生产规模 6×10⁴t/a（200t/d），二采区（375m～773m）生产规模 30×10⁴t/a（1000t/d）。
开采方式	地下开采，竖井+盲辅助斜坡道联合开拓
选矿工艺	“破碎-磨矿-重选、浮选-脱水”工艺，先破碎-磨矿-重选直接回收大颗粒自然金，再将重选尾矿一次粗选三次扫选二次精选得到浮选金精矿
品位	近三年入选矿石金平均品位 4.35g/t，尾矿金平均品位 0.32g/t，金精矿平均品位 43.88g/t
回收率	重选回收率 47.83%，浮选回收率 86.48%，浮选精矿平均产率 4.46%，选矿总回收率 92.75%
开采标高	1054m~375m
工作制度	连续工作制，每年 300 天
矿权有效期	2021 年 11 月 1 日至 2027 年 11 月 1 日
技改工程量	由于 2009 年深部采矿工程设计时，已在原有设计阶段对控制性工程进行科学预判和弹性预留。本次技改通过系统性优化现有工程设施，无需新增核心设备与基建投入即可实现扩能目标

资料来源：《西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司哈图金矿（齐Ⅰ矿区）地下采矿技改工程环境影响评价报告书》，民生证券研究院

表8：哈图金矿各中段设计利用资源量、设计可采储量表

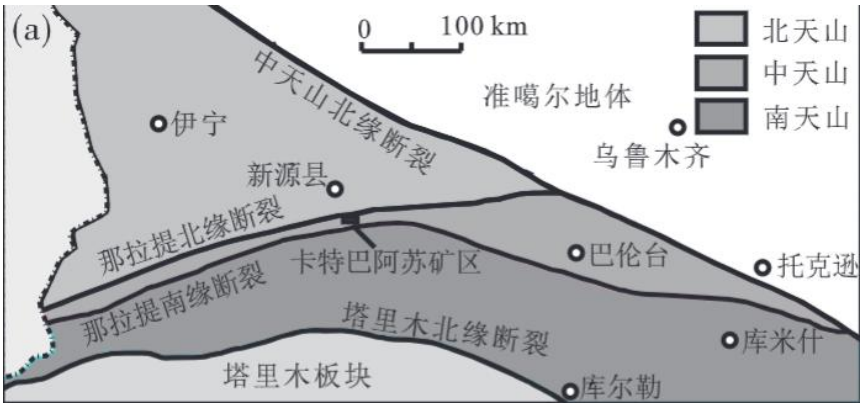
中段标高(m)	设计利用资源量(t)	采出矿量(t)	采出品位		采出金属量		设计可采储量(t)
			Au品位(g/t)	Ag品位(g/t)	Au金属量(kg)	Ag金属量(kg)	
1014	29324	29324	2.29	1.53	67.15	44.82	17858
974	45899	45899	2.38	1.53	109.01	70.16	27952
934	62017	62017	2.48	1.53	154.09	94.80	37768
893	38917	38917	2.48	1.53	96.46	59.49	23700
853	46678	46678	2.88	1.53	134.46	71.35	28427
813	43904	43904	2.57	1.53	112.83	67.11	26738
773	39355	39355	2.62	1.53	103.06	60.16	23967
一采区小计	**306094**	**306094**	**2.54**	**1.53**	**777.06**	**467.89**	**186410**
725	0	0	0.00	2.30	0.00	0.00	0
675	0	0	0.00	2.30	0.00	0.00	0
625	23007	23007	4.98	2.30	114.56	52.95	21097
575	457317	457317	4.02	2.30	1836.80	1052.59	419360
525	373600	373600	3.84	2.30	1435.46	859.90	342591
475	408428	408428	3.52	2.30	1438.19	940.07	374528
425	178247	178247	3.02	2.30	537.76	410.27	163452
375	81059	81059	2.65	2.30	214.82	186.57	74331
二采区小计	**1521658**	**1521658**	**3.67**	**2.30**	**5577.59**	**3502.35**	**1395359**
全矿合计	**1827752**	**1827752**	**3.48**	**2.17**	**6354.65**	**3970.24**	**1581769**

资料来源：《西部黄金克拉玛依哈图金矿有限责任公司哈图金矿（齐Ⅰ矿区）地下采矿技改工程环境影响评价报告书》，民生证券研究院

2.1.4 卡特巴阿苏金铜矿：大体量金矿注入，开启公司新篇章

新疆美盛矿业卡特巴阿苏金铜矿位于新疆伊犁哈萨克自治州新源县境内，行政区划隶属新源县管辖。矿区位于新源县城东南 170 方向，直距约 31 千米，运距约 100 千米，路段为简易沙石公路，矿区距 218 国道 112 千米，距 316 省道 99 千米，距精伊霍铁路尼勒克站 257 千米，距那拉提飞机场 112 千米，交通条件一般。从地质角度看，矿山大地构造位置处于新疆西天山中段，位于哈萨克斯坦-准噶尔板块和塔里木-华北板块之间的那拉提-红柳河缝合带，矿石矿物中金属矿物主要为黄铁矿、黄铜矿，次为自然金、方铅矿、闪锌矿、赤铁矿、穆磁铁矿及碲银矿。

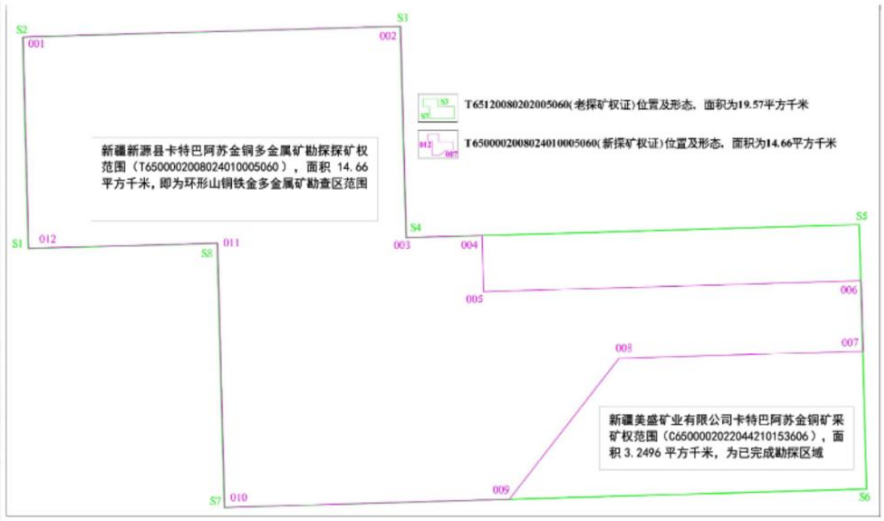
图25：卡特巴阿苏矿区地理位置图



资料来源：胡希有等，《新疆卡特巴阿苏金铜矿床地质特征及其控矿因素》，民生证券研究院

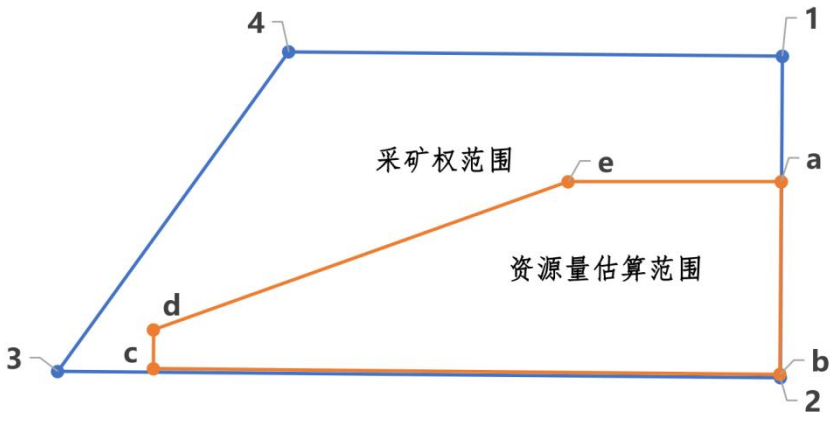
集团培育成熟，资产注入在即。为帮助西部黄金更快地获取市场上质量较好的探矿权并先行培育，西部黄金股东新疆有色分别于 2021 年 12 月及 2022 年 1 月通过股权受让的方式取得项目公司新疆美盛 100%股权。2025 年 7 月，公司与新疆有色签署协议，以 16.55 亿元自有资金和贷款收购新疆美盛 100%股权。矿山采矿证现有金金属资源量 78.73 吨，平均品位 3.13 克/吨，换算资源量对价仅为 2100 万元/吨。另外从面积上看，此次资源量估算范围仅为 1.47 平方千米，采矿权证共有 3.25 平方千米，外围另有 14.66 平方千米探矿权，矿山资源潜力丰厚。

图26：卡特巴阿苏金铜矿采矿权探矿权位置关系



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图27：卡特巴阿苏金铜矿采矿权范围与资源量估算范围关系图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

项目现处试生产阶段，2026 年有望满产。根据采矿证，矿山计划采用分期建设方式，其中一期工程将开采 2500m 以上矿体，服务年限 8 年；二期工程开采 2500m 以下矿体，服务年限 9 年；最后开采表层氧化矿，服务年限 2 年。总体服务年限为 19 年，预计第一年选矿产能为 96 万吨，第二年为 120 万吨，第一年预计实现矿产金 2.5 吨左右，第二年满产后对应金金属产量约 3.3 吨。目前矿山已于 5 月 30 日开始试生产，项目有望于 2026 年实现满产。

表9：卡特巴阿苏金铜矿评审备案资源量估算统计表

矿种	矿石类型		331			332			333		
	自然	工业	矿石量（万吨）	金属量（千克）	品位（克/吨）	矿石量（万吨）	金属量（千克）	品位（克/吨）	矿石量（万吨）	金属量（千克）	品位（克/吨）
金	氧化矿石	金	133.5	5038	3.77	15.7	379	2.42	39.7	1756	4.42
		金铜	2.8	197	6.99				0.8	63	7.9
		小计	136.3	5235	3.84	15.7	379	2.42	40.5	1819	4.49
	原生矿石	金	337.3	11727	3.48	499.3	13777	2.76	740.2	22596	3.05
		金铜	0.5	25	5.09	233.9	7550	3.23	515.4	15622	3.03
		小计	337.8	11752	3.48	733.1	21327	2.91	1255.6	38218	3.04
	合计		474.1	16987	3.58	478.8	21706	2.90	1296.1	40037	3.09
			矿石量 25190594 吨，金金属量 78729.33 千克，平均品位 3.13 克/吨								
铜	氧化矿石	金铜	2.8	72	0.26						0.38
		小计	2.8	72	0.26						0.38
		铜									0.52
	原生矿石	金铜	0.5	14	0.29	233.9	17437	0.75	515.4	28730	0.56
		小计	0.5	14	0.29	233.9	17437	0.75	563.7	31246	0.55
	合计		3.3	86	0.26	233.9	17437	0.75	564.5	31276	0.55
			矿石量 8016341 吨，铜金属量 48799.45 吨，平均品位 0.61%								

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表10：卡特巴阿苏金铜矿选矿设计指标

时间（年）	产品	产率%	产量	品位				回收率 %			
				Au（克/吨）	Ag（克/吨）	Cu（%）	S（%）	Au	Ag	Cu	S
1~8 年	金精矿	2.28	91.21	100	118.25		55.43	81	61		20
	硫精矿	10.81	432.57	3.64	13.08		45	14	32		77
	尾矿	86.91	3476.2	0.16	0.36		0.22	5	7		3
	原矿	100	4000	2.82	4.42		6.32	100	100		100
9~16 年	金铜精矿	1.75	70.13	133.28	151.26	13	43	86	60	88	11.93
	硫精矿	9.83	491.56	3.04	11.69	0.09	45	11	26	3.42	70
	尾矿	88.42	3536.6	0.09	0.7	0.03	1.29	3	14	8.58	18.07
	原矿	100	4000	2.72	4.42	0.26	6.32	100	100	100	100

资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们预计伴随新疆美盛注入，公司金产量有望迎来高速增长期。公司当前有大量氰化尾渣，品位达 3-5g/t，结合年报产量指引，我们预计 2025 有望贡献产量。考虑当前哈图金矿地下技改工程持续进行，哈密金矿计划 2025 年下半年开工建设，阿希金矿已编制完成《技术改造工程可行性研究报告》，新疆美盛注入完成，在阿希金矿于 2027 年复产，哈密金矿于 2026 年复产的假设下，我们预计公司 2025/2026/2027 年矿产金产量分别为 1.9/4.6/6.8 吨，2025-2027 年金产量 CAGR 为 90%。

表11：公司矿产金产量预测

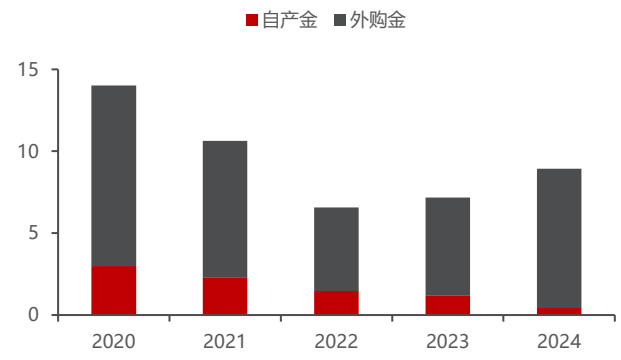
矿山	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
哈图金矿	1.50	1.07	1.29		1.03	1.1	1.3	1.5
阿希金矿	1.48	1.24	1.16	1.44	0.01	—	—	0.5
哈密金矿	0.07	0.15	0.2		0.04	—	0.3	1
卡特巴阿苏	—	—	—	—	—	0.3	2.5	3.3
尾矿利用	—	—	—	—	—	0.5	0.5	0.5
合计	3.06	2.46	2.65	1.44	1.08	1.90	4.60	6.80

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

2.1.5 天山星：金板块冶炼公司，2024 年扭亏为盈

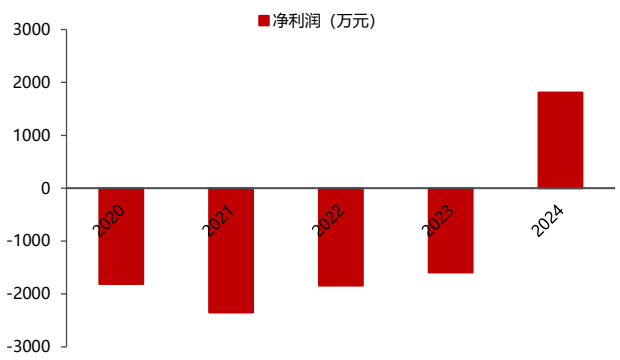
乌鲁木齐天山星贵金属有限公司始建于 2011 年 11 月，由西部黄金完全持股。公司是自治区唯一一家具备合质金化验、生产标准金锭及金条加工精炼资质的综合企业。西部黄金所产金精矿和焙砂主要供给天山星生产标准金。天山星现有黄金精炼产能 40-45 公斤/天，8 吨/年，因自有金精矿产量较小，公司需外购大量合质金和金精矿满足生产需求。2024 年公司净利润 1806 万元，实现扭亏为盈，2025 年公司将继续推进精炼车间的技术改造与工艺升级，并计划新增矿产品业务和黄金回收业务。

图28：公司标准金历史产量（吨）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图29：公司历史净利润（万元）



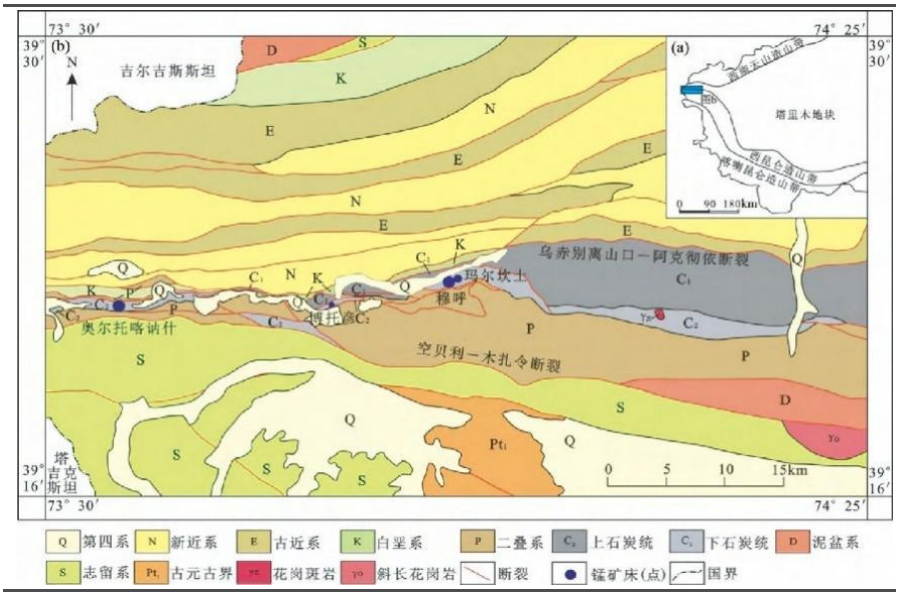
资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 锰：全产业链布局，蒙新天霸投产进展顺利

2.2.1 百源丰：核心锰矿资源，生产经营稳健

阿克陶百源丰矿业为西部黄金锰矿产板块核心在产资源。公司位于新疆克州阿克陶县木吉乡境内，成立于 2007 年，目前拥有四个采矿证，分别为新疆阿克陶县奥尔托喀讷什一区、二区、三区及新疆阿克陶县托吾恰克东区锰矿。阿克陶县奥尔托喀讷什锰矿位于新疆克孜勒苏柯尔克孜自治州阿克陶县北西西 280°方向直距 200 千米处，隶属新疆克孜勒苏柯尔克孜自治州阿克陶县木吉乡管辖。最近的火车站、飞机场位于喀什市，喀什至矿区全程道路行程约 380 千米。地质方面，奥矿属玛尔坎苏锰矿带，大地构造位置处于西昆仑造山带与塔里木陆块结合部位。截至 2024 年公司共有锰矿资源量 539.98 万吨及储量 258.48 万吨，品位约 37%。

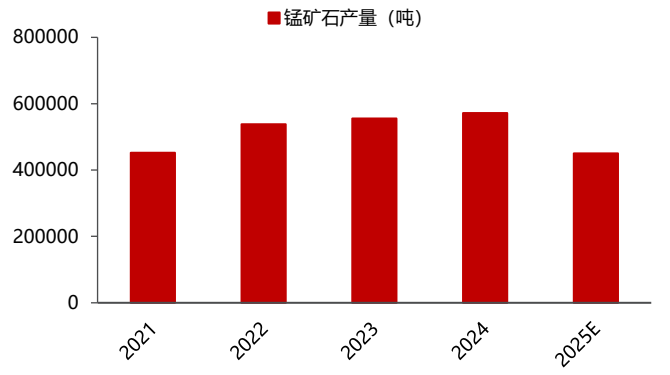
图30：西昆仑玛尔坎苏一带区域地质矿产简图



资料来源：高永宝等《新疆西昆仑奥尔托喀讷什锰矿地质、地球化学及成因》，民生证券研究院

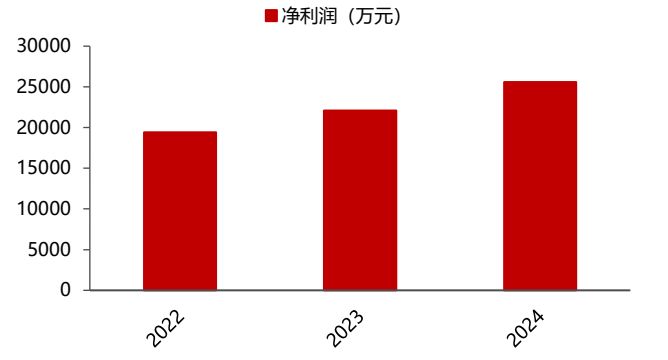
公司四证设计产能合计 81 万吨/年，实际产能 50 万吨/年。其中新疆阿克陶县奥尔托喀讷什锰矿采矿生产规模 15 万吨/年，二区生产规模 6 万吨/年，三区生产规模 45 万吨/年，托吾恰克东区锰生产规模 15 万吨/年。公司矿石除满足科邦锰业生产电解金属锰所需外，其余矿石对外销售。2022 年并购以来，百源丰年产锰矿持续增长，2022-2024 年均完成此前业绩承诺。2025 年公司以稳产为主，锰矿石计划采出量为 45 万吨。

图31：公司历史产量



资料来源：ifind，民生证券研究院

图32：公司利润情况

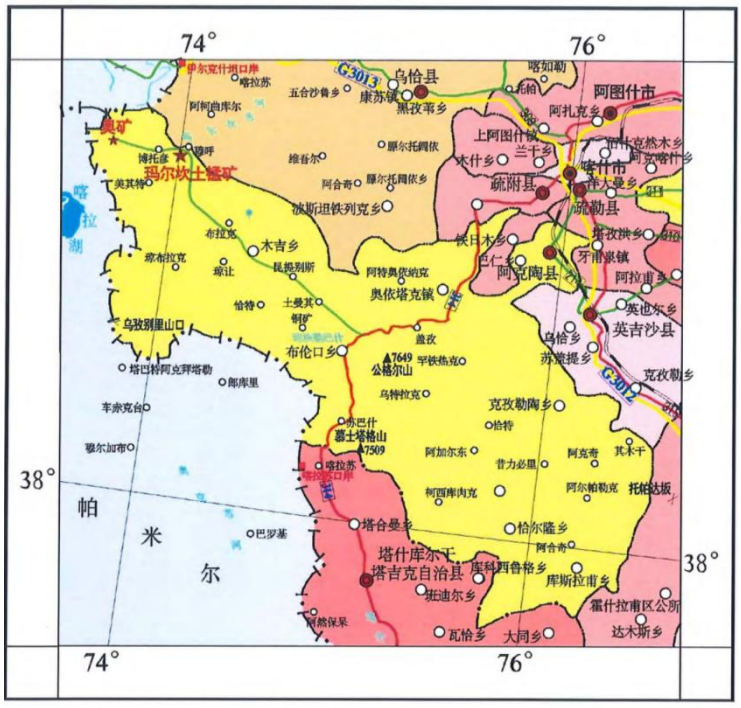


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2.2 蒙新天霸：增量矿山，正式投产在即

蒙新天霸核心资产为新疆阿克陶县玛尔坎土锰矿采矿权。玛尔坎土锰矿位于阿克陶县北西 282°方向，与百源丰奥矿均位于阿克陶县境内。地质方面，玛尔坎土锰矿与奥矿同属玛尔坎苏锰矿带，该矿带初步查明富锰矿石资源量达 3000 万吨，外围及深部找矿潜力巨大，有望成为丝绸之路经济带最重要的亿吨级锰矿资源勘查开发基地。截至 2024 年末，矿山共有锰矿资源量 596 万吨及储量 295.8 万吨，品位约 26%。

图33：矿区交通位置图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

矿山生产规模28万吨/年，即将正式投产。玛尔坎土锰矿矿区建设开始于2020年，矿山原定开采规模为 8 万吨/年，后经补充详查后资源量从 198 万吨增加至595 万吨，开采规模随之提升至 28 万吨/年。在开采规模重大调整叠加公共卫生事件以及地质条件等影响，矿山实际于 2022 年 6 月开始全面基建。截至 2025 年6 月末，地下项目已进入试生产阶段，7 月高压下井工程顺利完成，正式投产在即。

表12：玛尔坎土锰矿核心生产指标

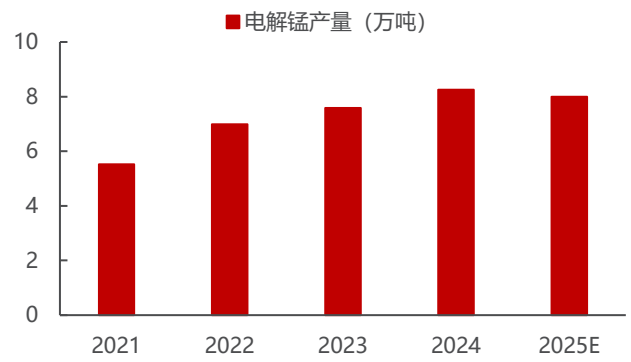
项目名称	指标数值
生产规模	28 万吨/年
服务年限	21.25 年
采矿技术指标	地下开采；采矿回采率为 92.5%，贫化率 23.45%
产品方案	锰矿石原矿（平均品位 19.71%）
单位经营成本	335.74 元/吨
单位总成本	373.91 元/吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.3 科邦锰业：锰板块下游公司，产量持续增长

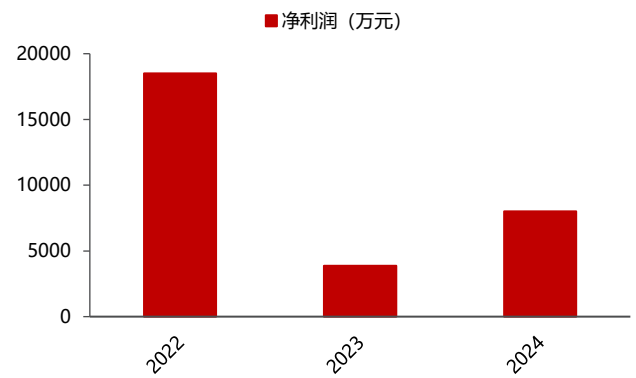
阿克陶科邦锰业成立于 2010 年 11 月 23 日，位于阿克陶县江西工业园内，是新疆唯一电解锰生产企业。公司设计年产 15 万吨电解金属锰，分两期建设。一期设计电解金属锰产能 7.5 万吨，目前电解锰生产能力已达 8 万吨/年。2024 年公司实现电解锰产量 7.58 万吨，同比增长 8.7%，2024 年贡献净利润约 8000 万元，成为仅次于百源丰锰矿以及哈图金矿第三大利润来源。

图34：公司电解锰产量



资料来源：ifind，民生证券研究院

图35：公司利润情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

新产线投产，产能有望持续扩张。2025 年 4 月 26 日，科邦锰业建成国内首条智能化锰电解示范线，项目计划于 2025 年 6 月全线投产，投产后产能可再度提升 1.25 万至 1.5 万吨/年。根据集团新疆有色发展目标，至“十四五”末，集团电解锰产能预计将达到 10 万吨/年。

表13：公司锰矿石及电解锰历史产销情况

锰矿石				电解锰			
项目	2021年	2022年	2023年	项目	2021年	2022年	2023年
产能（万吨/年）	81	81	81	产能（万吨/年）	6.25	6.25	6.25
产量（万吨）	45.22	53.8	55.79	产量（万吨）	5.49	6.99	7.59
产能利用率（%）	55.83	66.41	68.88	产能利用率（%）	87.84	111.84	121.44
矿石对外销售量（万吨）	23.7	19.08	22.92	销量（万吨）	5.42	7.18	6.58
自用于科邦锰业（万吨）	21.52	34.72	32.87	平均销售单价（元/吨）	19998.25	15197.26	12193.04

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.4 宏发铁合金：完善锰板块布局，2025 年实现完全控股

新疆宏发铁合金股份有限公司前身为拜城县红山铁合金有限责任公司，始建于 1998 年 8 月，于 2011 年整体变更为股份有限公司，2022 年公司向新疆有色、杨生荣发行股份购买百源丰等公司时承诺 12 个月内完成收购宏发铁合金控制权，后延期于 2024 年 12 月 25 日从自然人杨生斌收购部分股份，持股比例由 49%增加至 58.8%，宏发铁合金成为西部黄金控股子公司并纳入合并报表范围。2025 年 5 月，西部黄金进一步收购剩余股权，实现 100%持股。西部黄金自产锰矿石除自用于电解锰生产外，其余锰矿石主要销售给新疆宏发铁合金。

宏发铁合金主要生产品为硅锰合金，年产量约 8 万吨。公司年产 8 万吨硅锰合金铁合金厂于 2012 年竣工验收。2014 年，由于锰矿石原料中含磷过高，无法保证 8 万吨硅锰合金品质，因此公司对原生产工艺进行技改。2022 年新环评出具后计划新建富锰渣 8 万吨、高磷生铁 2.7 万吨产能，同时将原有硅锰合金 8 万吨产能扩大至 10.02 万吨，与集团计划于“十四五”末将硅锰合金产能预计将达到 10 万吨/年的目标相契合。

图36：宏发铁合金主要项目介绍

项目		原环评	后评价	变化情况
库车宏发铁合金股份有限公司铁合金生产基地锰矿石深加工资源综合利用项目	公司名称	库车宏发铁合金股份有限公司	新疆宏发铁合金股份有限公司	有变化
	建设地点	本项目位于库车县老城区西北约 5km，库车县西部产业组团内，占地 200 亩。	本项目位于库车县老城区西北约 5km，库车县西部产业组团内，占地 200 亩。	无变化
	总投资	15000 万元	19200 万元	投资增加
	建设规模	项目拟分二期实施，一期 2010 年 8 月新建 2 台 12500KVA 的铁合金矿热电炉，二期 2012 年 6 月再建设 2 台 12500KVA 的铁合金矿热电炉，二期建成后年产硅锰合金 8 万吨。	新建 4 台 12500kVA 铁合金矿热电炉，均为内燃式半封闭型矿热电炉。年产硅锰合金 10.02 万吨。	产能增加 25.25%
	建设内容	标准化厂房、库房、磅房（含地磅）、食堂、保卫室、监控室、办公楼、职工宿舍，厂区内道路、堆料场的硬化，以及供水、供电、供热等各项辅助系统的建设。	标准化厂房、库房、磅房（含地磅）、食堂、保卫室、监控室、办公楼、职工宿舍，厂区内道路、堆料场的硬化，以及供水、供电、供热等各项辅助系统的建设。	无变化
	职工人数	250 人	300 人	人数增加
	工作制度	年产 330 天，三班制	年生产 300 天，三班制	年生产时间减少
新疆宏发铁合金股份有限公司锰矿石脱磷配套技改项目	公司名称	新疆宏发铁合金股份有限公司	新疆宏发铁合金股份有限公司	无变化
	建设地点	位于原厂区内未利用空地	位于原厂区内未利用空地	无变化
	总投资	4980 万元	4980 万元	无变化
	建设规模	年产富锰渣 8 万吨、高磷生铁 2.7 万吨	年产富锰渣 8 万吨、高磷生铁 2.7 万吨	无变化

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 铍铜合金：集团引入，拓宽业务版图

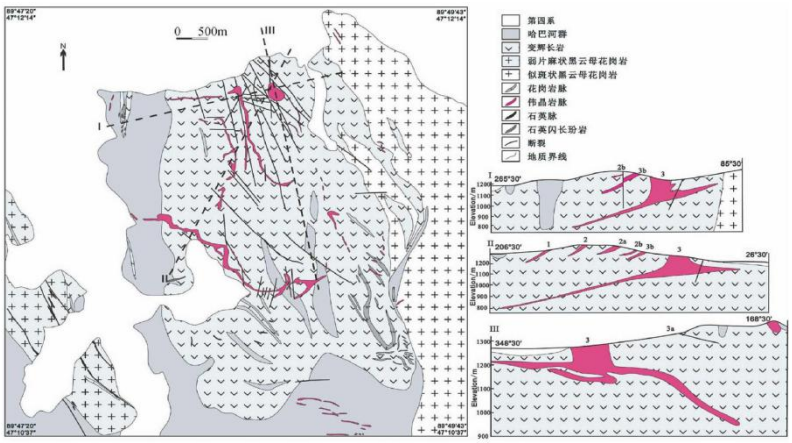
富蕴恒盛铍业有限责任公司成立于 2003 年 9 月，是由新疆有色、新疆投资发展集团、新疆国有资产投资经营公司等共同出资成立。是世界第五家，全国第二家，全疆第一家从事生产氧化铍、铍铜合金稀有金属冶炼的企业。公司铍冶炼项目开发历史可追溯到 1982 年至 1988 年，新疆有色公司曾委托科研、设计部门先后进行过不同工艺生产氧化铍及铍铜合金的可行性研究和初步可行性研究的论证工作，但因种种原因未能实施。2000 年稀有金属公司再次提出了铍冶炼项目方案，2003 年 5 月恒盛铍业铍冶炼项目一期工程开始建设，2005 年开始试生产，2007 年正式投产。

图37：恒盛铍业历史沿革

资料来源：公司公告，民生证券研究院

依托集团采选布局，丰实原料来源。恒盛铍业投产前经历过充分考察论证，发现阿勒泰地区（可可托海）铍资源具备明显优势（3 号脉已探明的铍矿资源储备量和阿勒泰地区绿柱石可开采均占当时全国探明储量的 70%以上），为了保障原料供应，集团新疆有色对 3 号脉实施露天转井下技改，一期工程于 2010 年开工 2015 年达产，现已形成上游铍精矿形成 3000-4000 吨/年产能。

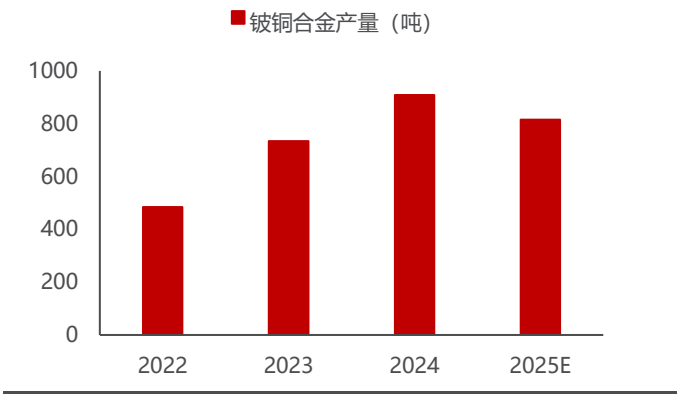
图38：可可托海 3 号脉矿区地质图



资料来源：周起凤，《阿尔泰可可托海 3 号脉伟晶岩型稀有金属矿床云母和长石的矿物学研究及意义》，民生证券研究院

集团盘活资产，注入西部黄金。早年恒盛铍业因矿石供应链不稳定、采购成本高、销路受限等原因发展受阻，2020 年一度亏损达 751 万元。2021 年实现扭亏为盈，全年盈利 193 万元但净资产仍然为负。2023 年 1 月 18 日，新疆有色以债权转股权出资 1.35 亿元，使恒盛铍业注册资本增至 2.35 亿元，净资产由负转正。2023 年 12 月，西部黄金以 1.07 亿元通过协议转让的方式完成集团下恒盛铍业 100%股权收购。目前恒盛铍业生产规模年产工业氧化铍 100 吨、铍铜合金 800 吨和核级氟化铍 20 吨。2024 年公司生产铍铜合金 908.16 吨，同比增长 23.66%，2025 年计划生产 815 吨。

图39：恒盛铍业铍铜合金产量



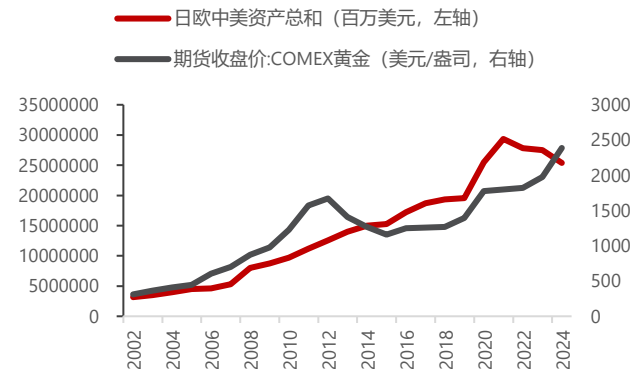
资料来源：ifind，民生证券研究院

3 行业观点：降息重启在即，金价破浪高

3.1 货币超发，全球央行成为重要买盘

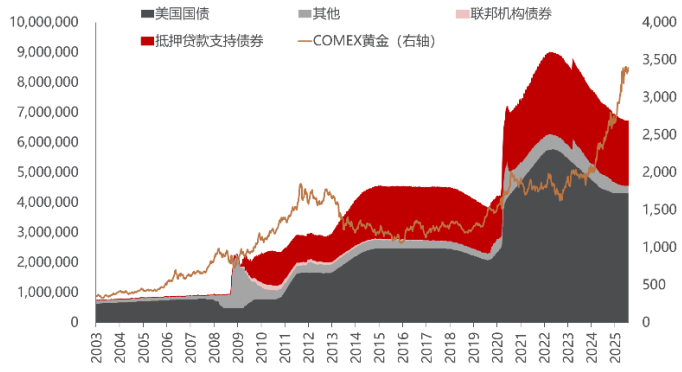
全球央行大幅扩表导致货币信用泛滥。2020 年以来，为刺激公共卫生事件后经济增长，全球各大央行量化宽松政策影响持续。2020 年 1 月-2025 年 7 月，美联储资产负债表总资产增加了 2.47 万亿美元，扩大了 59.2%。日本央行和欧洲央行总资产分别增加 148.36 万亿日元和 1.58 万亿欧元，扩大了 25.9%和 31.0%。美元、欧元等货币的超发伴随的是主流货币信用的泛滥，一方面带来了通货膨胀，另一方面也带动了全球货币购买力长期下降。

图40：全球卫生公共事件以来主要经济体货币超发



资料来源：wind，民生证券研究院
注：COMEX 黄金取历年均价

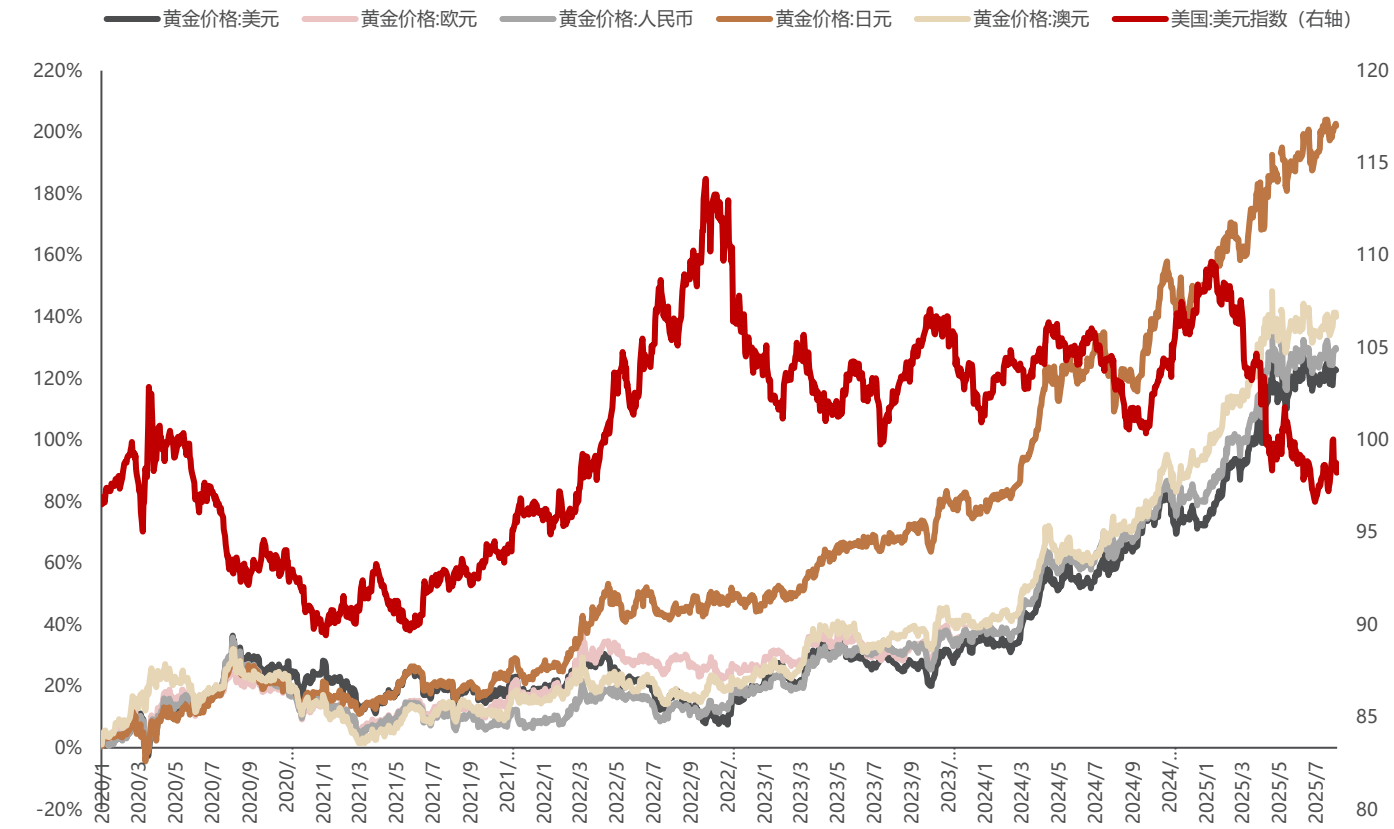
图41：美国资产负债表规模公共卫生事件后大幅增长（单位：左轴：百万美元；右轴：美元/盎司）



资料来源：wind，民生证券研究院

金价作为保值资产，上涨潜力充足。考虑到各国利率政策周期不同和经济增速的差异，以不同货币计价的金价涨跌幅也不同，但自 2020 年以来大都曾创下历史新高，其中以日元计价的黄金更是不断创新高，背后实际上反映的是全球纸币发行增速超过 GDP 实际增速，全球货币信用整体步入下行周期。

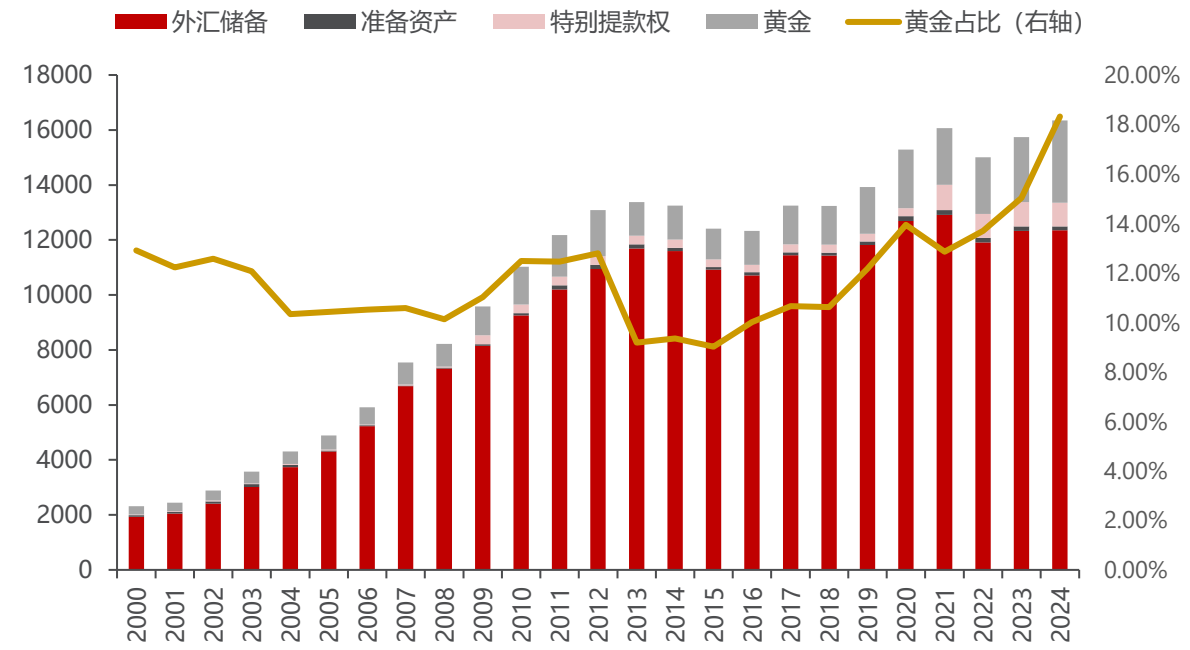
图42：2020 年以来不同国家货币计价的黄金涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

黄金作为储备资产的价值日益显现。在近年国际贸易摩擦、全球卫生公共事件以及地缘局势和美元国际地位受挑战等事件催化下，黄金作为储备资产的重要性日渐突出。根据全球官方总储备口径，2024 年全球黄金储备总量约为 3 万亿美元，占比从 2013 年最低点 9.18%提升至 2024 年的 18.32%，在全球官方储备扩张以及黄金占比增长趋势下黄金储备资产价值有望进一步上行。

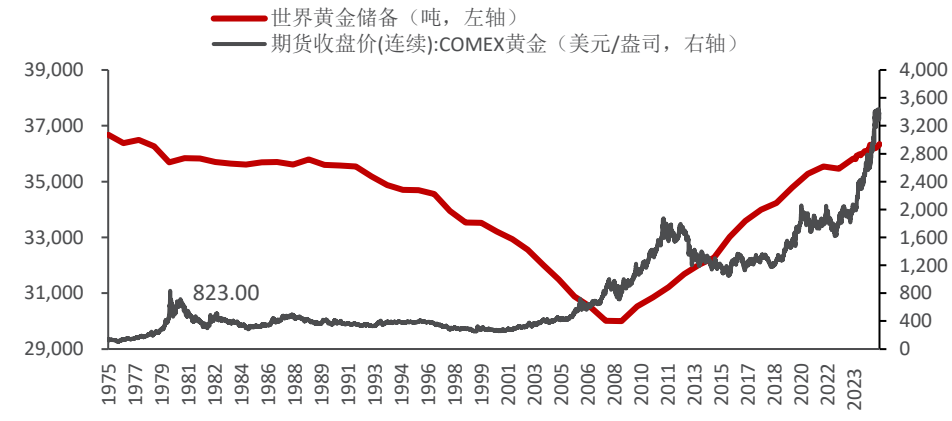
图43：全球官方储备资产构成及黄金占比（单位：十亿美元）



资料来源：MacroMicro，民生证券研究院

全球央行黄金储备的增长不断推动金价中枢上升。复盘历史，1971 年布雷顿森林体系瓦解后，黄金价格在 70-80 年代的滞胀周期中大幅上涨，随着 80 年代后牙买加体系的建立，石油贸易美元结算，全球央行开始净抛售黄金，金价维持低迷，直到 2008 年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有的海外债券资产的风险性，开始进入净购买黄金的时代，叠加全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨，从长周期维度来看，全球央行的黄金储备量与金价呈现正相关的关系。

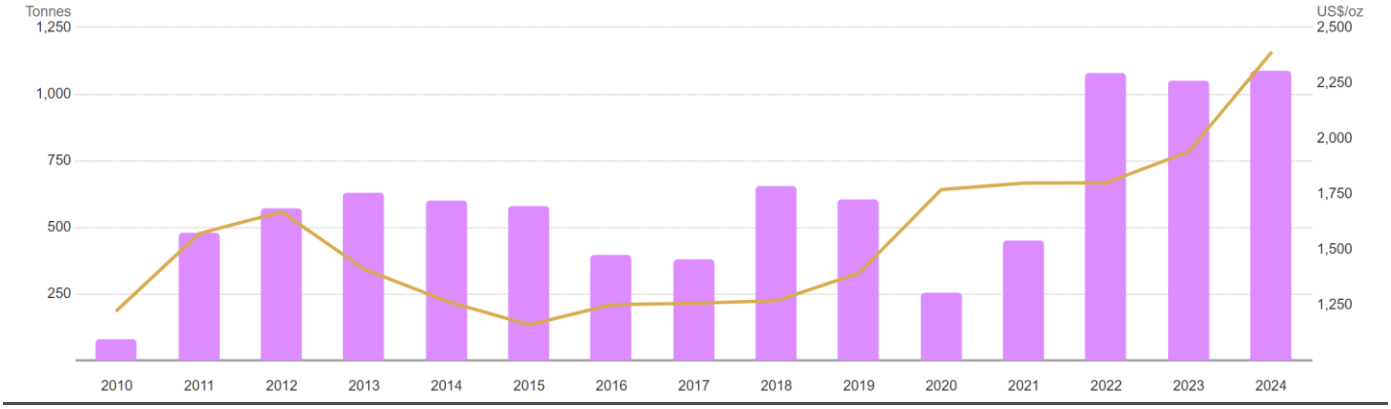
图44： 世界各国黄金储备与金价呈正相关



资料来源：wind，民生证券研究院

全球央行连续三年购金超千吨。根据世界黄金协会数据，2024 年全球央行年度购金量为 1045 吨，连续三年购金超千吨。2025 年一季度，全球央行净购入黄金 244 吨，购金力度虽较上一季度有所减弱，但仍符合近三年季度购金量的常态水平。从需求体量来看，25Q1 黄金总需求为 1206 吨，央行购金已占黄金需求总规模的 20.2%。

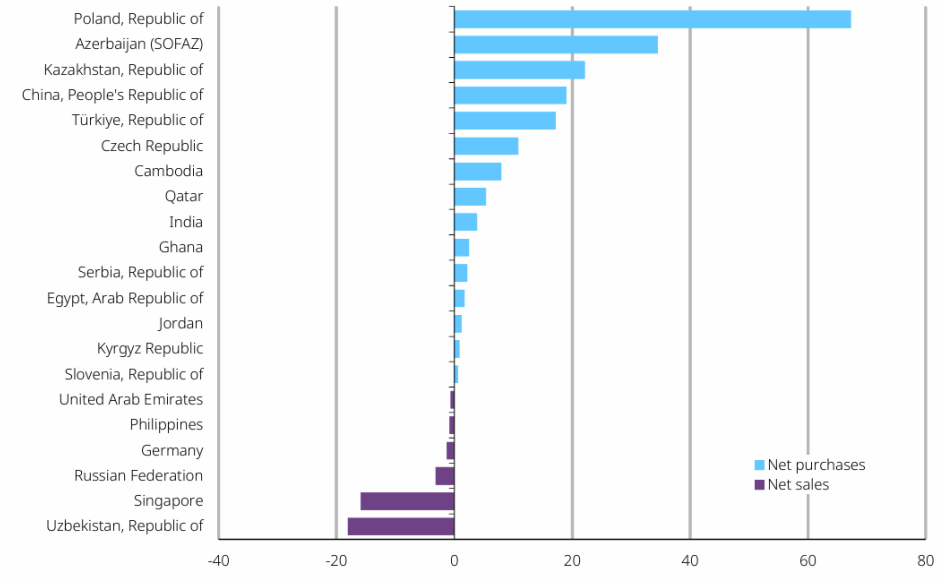
图45：全球央行黄金交易需求



资料来源：WGC，民生证券研究院

分国别来看，波兰国家银行（NBP）是各国央行中最大的黄金买家。截至 2025 年 6 月，波兰央行自今年年初以来黄金储备增加了 67 吨，总黄金储备额达 509 吨，已超过欧洲央行黄金储备。捷克国家银行 6 月份增持 1.8 吨黄金，已连续 28 购金。我国央行购金约 15 吨，排名主要购金国家中第三位。

图46：2025 年全球央行分国别净买入情况（截至 2025 年 6 月，单位：吨）



资料来源：WGC，民生证券研究院

我国央行继续购金，增补货币信用。考虑到全球货币信用的冲击，全球央行转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定。自 2000 年以来，中国央行进行过五次黄金储备增加的操作，其中前三次发生在 2001 年 12 月、2002 年 12 月和 2009 年 4 月，主要是为了扩张储备规模和提高财富安全性，后两次发生在 2015 年 7 月至 2016 年 10 月，以及 2018 年 12 月至 2019 年第三季度，主要是为了多元化储备结构和提高国际影响力。

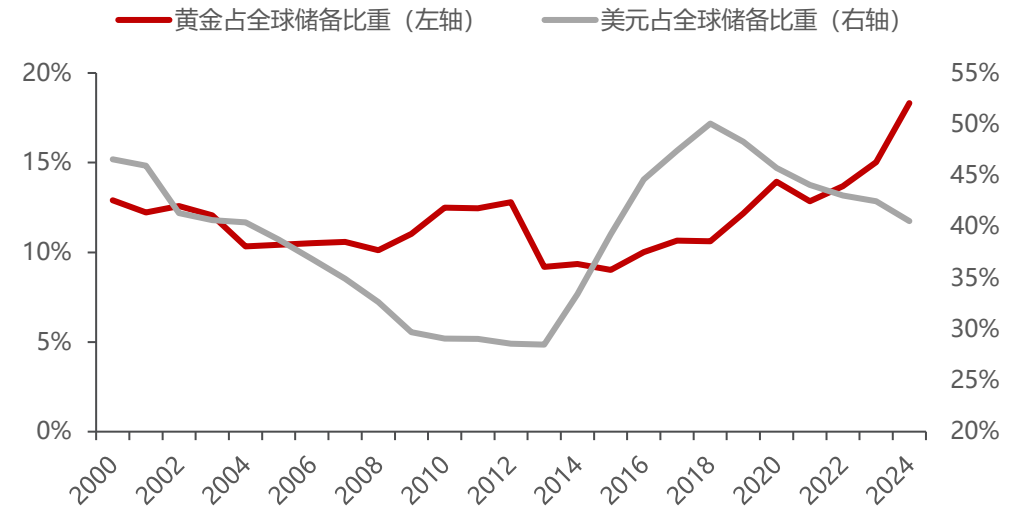
2022 年第四季度，中国央行继 2019 年第三季度之后再次增加黄金储备，2024 年 11 月，我国央行时隔半年重启购金。**2025 年 7 月中国黄金储备 7396 万盎司，环比增加 6 万盎司，为连续第 9 个月增持黄金。截至 2025 年 7 月，我国黄金储备占外汇储备比重仅 7%，远低于全球 15%的平均水平，我国央行有望持续购金。**复盘中国央行购金和金价走势，中国央行大幅购金时点均对应金价阶段性低点，央行增持黄金增强市场信心。

图47：中国央行黄金储备

资料来源：wind，民生证券研究院

自全球货币超发，美元信用下滑开始，黄金替代美元占全球储备比重逐步上升，2021-2024 年黄金占全球储备比重从 12.85%增长至 18.32%，美元则由 44.09%下滑至 40.55%。**假设未来全球总储备从 16.35 万亿增长至 17 万亿，黄金占全球储备比重占比增长至 25%，按照 3500 美元/盎司换算，对应全球额外黄金储备需求 1518 吨，未来需求前景可观。**

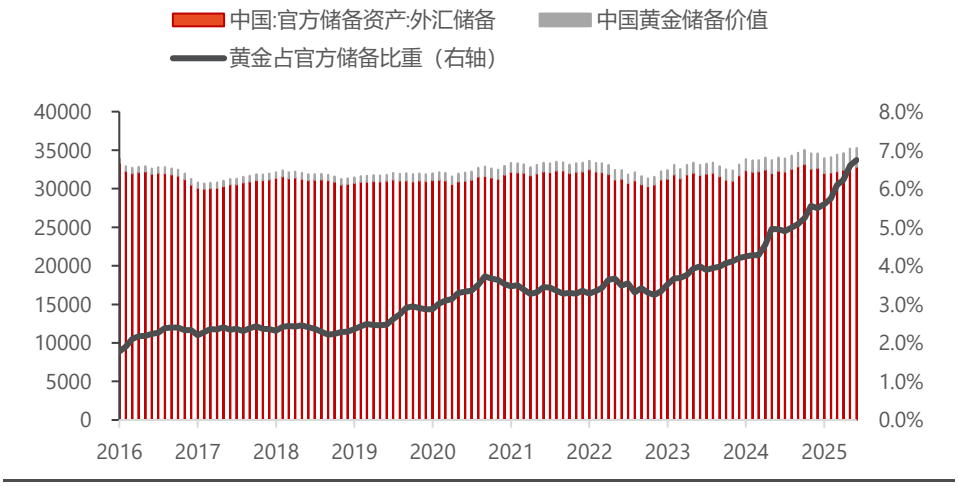
图48：黄金与美元占全球官方储备比重



资料来源：wind，民生证券研究院

从我国角度出发，截至 2025 年 5 月我国央行外汇储备 3.29 万亿美元，黄金储备 7383 万盎司，**按照 5 月 COMEX 金均价换算，黄金储备仅占总储备的 6.7%，远低于全球 15%的平均水平。假设未来我国央行将 5%/10%外汇储备置换为黄金，按照 3500 美元/盎司假设，对应黄金需求 1460/2920 吨。**

图49：黄金与外汇占我国官方储备比重（左轴单位：亿美元）



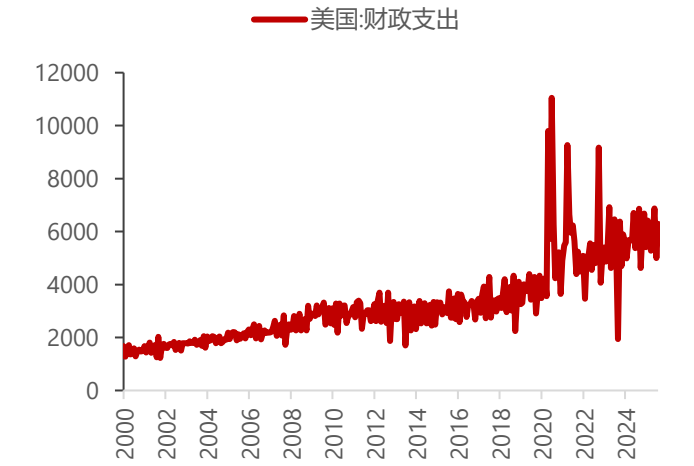
资料来源：wind，民生证券研究院

注：价格假设按照月度 COMEX 金价均价

3.2 利息支出压力陡增，美元美债难以为继

美国利息支出压力增加，财政收支问题严峻。2020 年新冠疫情事件以来，美国政府通过发行国债大幅提高政府杠杆率，增加财政支出，以刺激美国经济增长。但随着通胀走高，美联储被迫提高利率，以控制通胀。但随着基准利率的大幅抬升，联邦政府的利息费用也不断攀升。2025 财年第一季度（2024 年 10 月至 12 月）美国联邦政府预算赤字达到 7110 亿美元，同比增长 40%，利息支出达到 3080 亿美元，同比增加 200 亿美元，成为仅次于社会保障、国防和医疗保健的第四大支出项目。

图50：美国联邦政府财政支出（单位：亿美元）

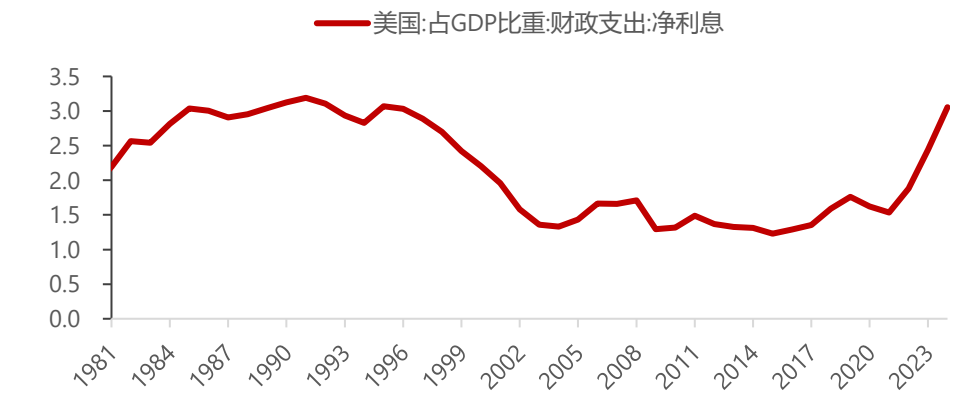


资料来源：wind，民生证券研究院

图51：美国政府部门杠杆率（单位：%）

资料来源：wind，民生证券研究院

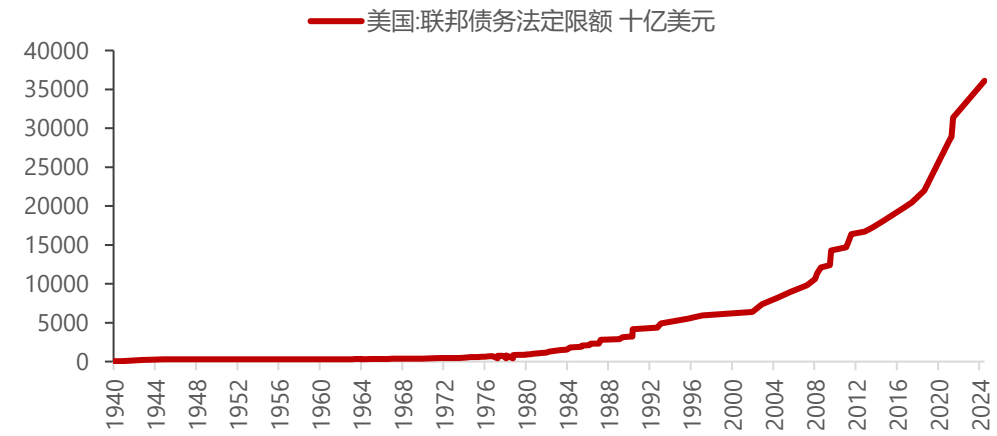
图52：美国利息支出占财政支出比例(单位:%)



资料来源：wind，民生证券研究院

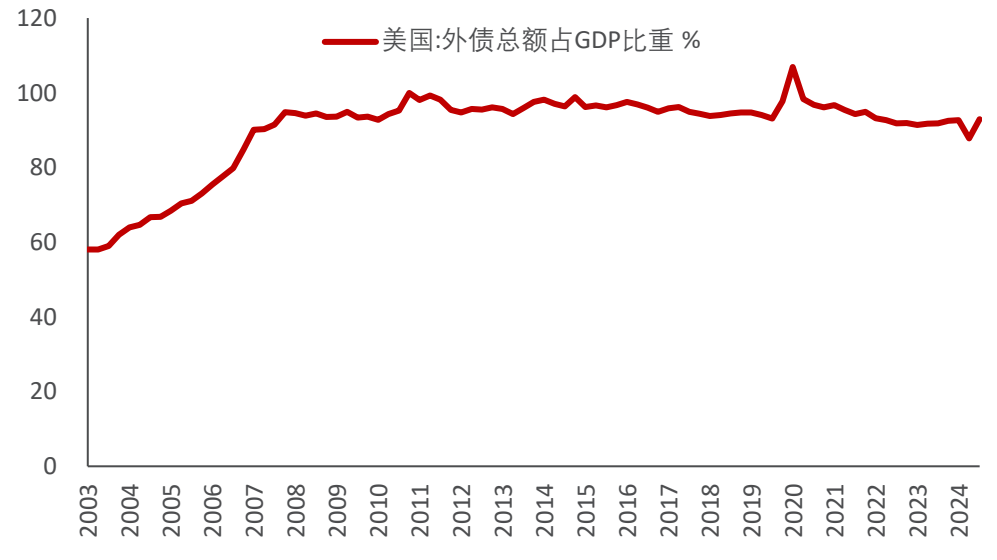
新支出法案通过，未来债务规模将继续增加。7 月 4 日，特朗普正式签署大规模税收与支出改革法案（“大而美”法案），该法案计划将削减税收，将更多的资金用于军事和边境安全，同时通过削减医疗补助、食品援助、教育和清洁能源项目来支付其中的部分费用。另外法案将把债务上限提高 4 万亿美元，允许联邦政府能继续借款为其债务融资。这将使美国国债在未来 10 年内增加逾 3.3 万亿美元，联邦政府债务占 GDP 的比例预计将增至创纪录的 125%。

图53：美国债务上限持续走高



资料来源：wind，民生证券研究院

图54：美国外债总额占 GDP 比重

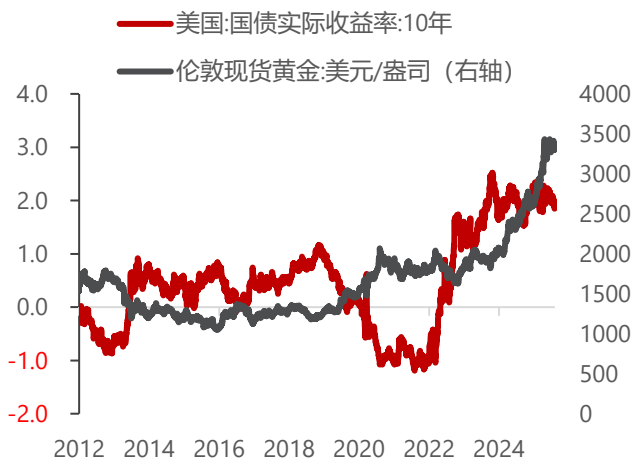


资料来源：wind，民生证券研究院

美债收益率和美元指数或难以为继，利好金价。当前美国经济下行压力增加，降息周期开启，随着美国经济衰退预期发酵以及美国逆全球化政治主张长期持续，

美元指数持续受到压制。而债务方面当前美债总额达 36.2 万亿美元，25 年全年将陆续到期 9.2 万亿美元。美债实际收益率作为持有黄金的机会成本，通常与金价呈现负相关关系，此外美元与黄金同时作为投资性金融资产具有替代性，走势通常也呈现负相关关系。美债与美元问题发酵利好金价上行。

图55：美债实际收益率和金价（左：%，右：美元/盎司）



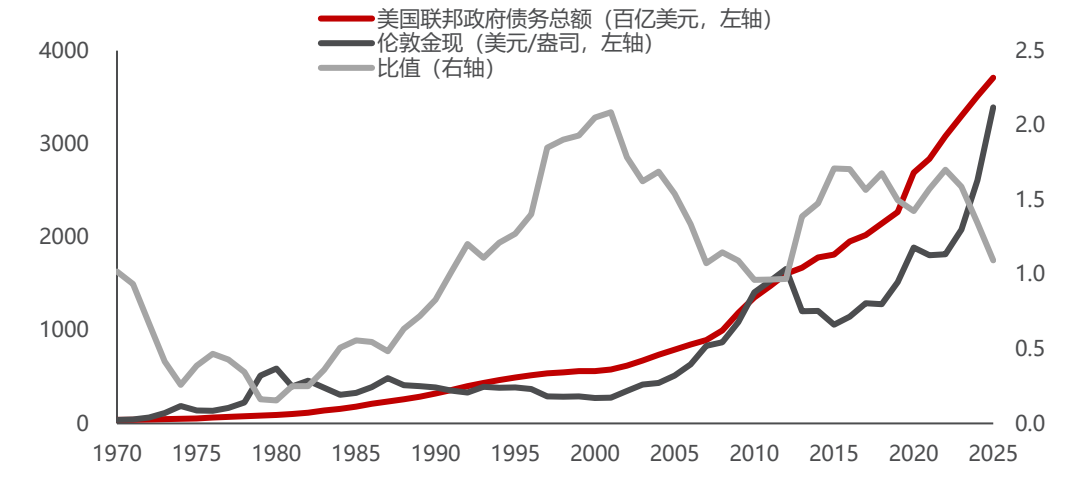
资料来源：wind，民生证券研究院

图56：美元指数与金价（右：美元/盎司）

资料来源：wind，民生证券研究院

以美债作为指标，预计未来金价有望达到 3900 美元/盎司。当前美元和美债的信用弱化是贡献金价上行的重要来源之一，从历史长周期来看，美国债务总额也与金价呈现良好的正相关关系。**假设未来美国债务规模达到 40 万亿美元，美国债务与金价比值回归至 1970 年水平，对应金价 3922 美元/盎司，金价上行空间依旧广阔。**

图57：美国外债总额及金价比值

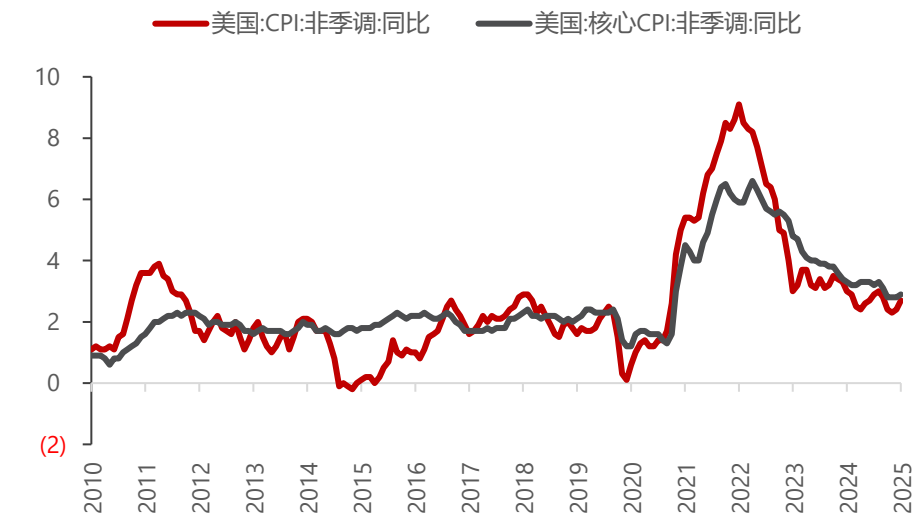


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 非农催化通胀温和，降息即将重启

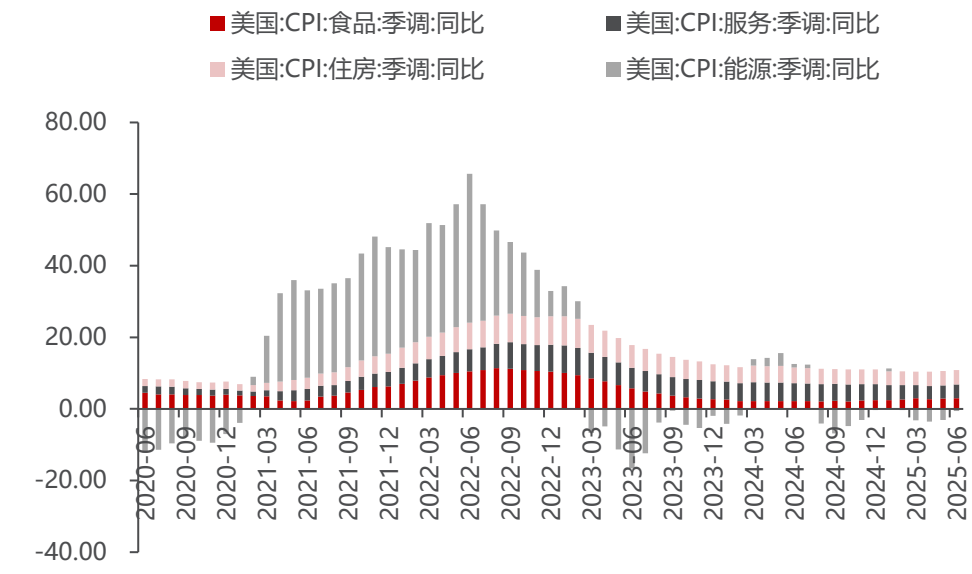
CPI 整体下行，能源扰动通胀存在反复。年初以来美国整体同比 CPI 从 1 月份的 3.0%下降至 5 月份的 2.4%，6 月 CPI 同比上涨 2.7%略超预期，环比 0.3%符合预期，涨幅扩大主要受能源价格上涨影响。与此同时，6 月核心 CPI 同比上涨 2.9%符合预期，高于前值 2.8%；环比涨幅从前月的 0.1%小幅回升至 0.2%，但低于预期 0.3%，为连续第五个月低于预期，整体支撑降息预期。

图58：美国整体 CPI 情况（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图59：美国分项 CPI（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

非农不及预期，9 月大概率降息。美国 7 月非农就业人口增加 7.3 万人，大幅不及预期 10.4 万人。5 月和 6 月的修正幅度大幅高于往常。5 月份非农就业总人数变动被下调了 12.5 万人，从原先的 14.4 万人修正为 1.9 万人；6 月份的变动则被下调 13.3 万人，从 14.7 万人修正为 1.4 万人。经此次修正，5 月和 6 月的就业人数合计下修 25.8 万人。CME“美联储观察”，美联储 9 月大概率降息，全年降息三次共 75BP。

图60：美联储降息概率表（截至 2025 年 8 月）

	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	425-450
9/17/2025						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.2%	10.8%
10/29/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	59.1%	37.2%	3.6%
12/10/2025	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.8%	42.2%	11.2%	0.8%
1/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.3%	44.1%	27.8%	6.4%	0.4%
3/18/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.4%	32.5%	36.1%	17.3%	3.5%	0.2%
4/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	17.3%	33.6%	30.3%	13.0%	2.5%	0.2%
6/17/2026	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	11.4%	26.7%	31.7%	20.3%	6.9%	1.1%	0.1%
7/29/2026	0.0%	0.0%	0.6%	4.9%	16.3%	28.3%	28.0%	16.0%	5.0%	0.8%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.2%	2.3%	9.4%	21.0%	28.2%	23.3%	11.7%	3.4%	0.5%	0.0%
10/28/2026	0.0%	0.6%	3.6%	11.6%	22.4%	27.3%	21.1%	10.1%	2.8%	0.4%	0.0%
12/9/2026	0.2%	1.2%	5.2%	13.7%	23.3%	26.1%	18.9%	8.7%	2.4%	0.3%	0.0%

资料来源：CME，民生证券研究院

复盘历史，降息后金价大概率上涨。根据复盘历次美联储利率周期，加息结束与首次降息时间间隔平均为 6.1 个月，金价平均涨幅为 5.95%，其中最大涨幅达到了 22.05%。首次降息落地后，美联储释放的流动性带来流动性实质改善，金价大概率延续上一阶段的上涨趋势，历史数据来看降息后 1 个月金价平均涨幅 3.38%，降息 6 个月内平均涨幅达到 10.43%，最大涨幅达到了 40.85%，降息 12 个月平均涨幅为 9.41%，最大涨幅高达 39.22%。

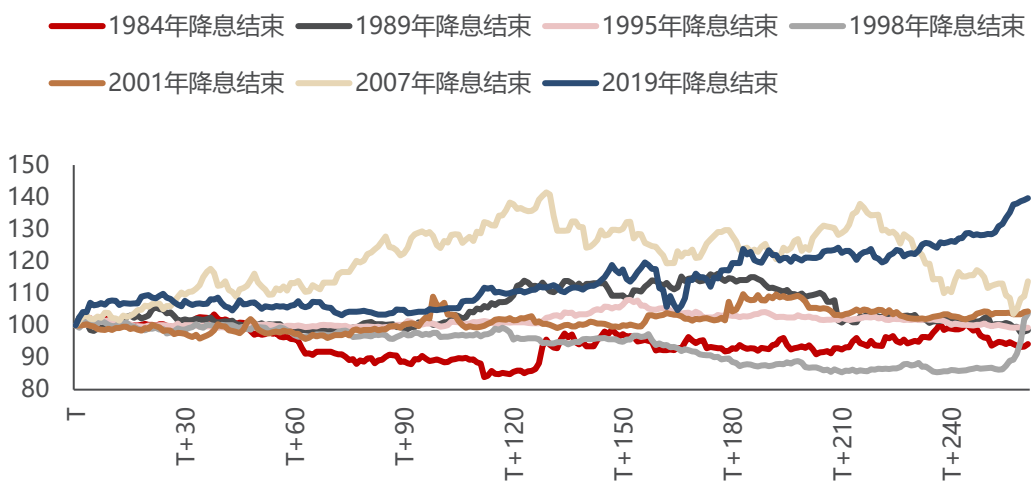
表14：历史降息周期金价涨跌幅

末次加息 ①	首次降息 ②	末次降息 ③	降息次数	降息持续月数	降息幅度(%)	①-②金价表现	①-③金价表现	②-③金价表现
1971-08	1971-09	1971-12	7	4	2.25	-1.65%	1.75%	3.46%
1974-05	1974-07	1976-01	14	19	8.25	-12.43%	-19.46%	-8.04%
1981-05	1981-06	1982-12	12	19	11.50	-4.79%	-8.03%	-3.40%
1984-08	1984-10	1986-08	13	23	5.87	-2.53%	8.06%	10.86%

1989-02	1989-06	1992-09	21	40	6.75	-4.97%	-11.16%	-6.51%
1995-02	1995-07	1998-11	6	42	1.25	2.55%	-21.86%	-23.80%
2000-05	2001-01	2003-06	13	31	5.50	-3.76%	29.28%	34.33%
2006-06	2007-09	2008-12	10	16	5.00	20.13%	38.22%	15.06%
2018-12	2019-07	2020-03	5	8	2.25	12.74%	27.09%	12.72%

资料来源：ifind，民生证券研究院

图61：历史降息周期金价表现（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

4 投资建议

4.1 盈利预测与业务拆分

公司的业务收入主要来自黄金、锰以及铍铜合金三大板块。未来利润释放的关键在于蒙新天霸投产和新疆美盛注入带来的产能提升。

量：结合西部黄金 2025 年产量目标指引，考虑目前新疆美盛已完成注入，在蒙新天霸于 2026 年正式投产的假设下，我们预计 2025 年-2027 年公司标准金/矿产锰/电解锰/铍铜合金产量分别为 9.4/13.4/14.6 吨、58/73/87 万吨，8.0/8.05/8.1/万吨，815/850/900 吨。其中自产金/外购金未来三年产量预计分别为 1.9/4.6/6.8 吨，8.1/9.0/9.0 吨。

价：结合历史价格并参考 2025 年上半年价格走势，我们预计 2025-2027 全年公司黄金/电解锰/铍铜合金板块销售均价分别为 770/780/800 元/克，11500/11883/12266 元/吨，21.2/22.0/22.7 万元/吨。

据此假设下：预计公司 2025-2027 年营收 90.41/124.08/145.76 亿元，增速分别为 29.1%/37.2%/17.5%，毛利分别为 10.11/26.33/33.79 亿元，毛利率分别为 11.58%/21.48%/24.75%。

表15：公司分业务拆分预测（单位：亿元）

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入					
标准金	30.7	52.3	73.2	105.7	126.3
其中自产金	3.8	6.0	10.8	35.5	54.3
外购金	26.9	47.6	62.4	70.2	72.0
矿产锰	2.5	2.5	2.2	2.7	3.2
电解锰	8.0	8.8	9.2	9.6	9.9
铍铜合金	1.6	1.8	1.7	1.9	2.0
其他业务	1.9	4.0	4.1	4.2	4.3
营业成本					
标准金	31.1	49.6	65.8	82.2	90.6
其中自产金	4.4	2.7	3.6	12.1	18.7
外购金	26.7	46.8	62.1	70.1	71.9
矿产锰	1.9	1.5	1.3	1.7	2.0
电解锰	6.1	7.3	7.4	7.5	7.6
铍铜合金	1.2	1.2	1.1	1.2	1.3
其他业务	2.2	3.5	3.6	3.7	3.9
毛利					
标准金	-0.4	2.7	7.4	23.5	35.7
其中自产金	-0.6	3.3	7.2	23.4	35.6
外购金	0.2	0.7	0.2	0.1	0.1
矿产锰	0.6	1.0	0.9	1.1	1.2
电解锰	1.9	1.5	1.8	2.0	2.3

铍铜合金	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
其他业务	-0.3	0.5	0.6	0.5	0.5
毛利率					
标准金（吨）	-1.4%	5.2%	10.1%	22.3%	28.3%
矿产锰（吨）	24.3%	40.5%	39.5%	38.7%	37.8%
电解锰	24.2%	16.9%	19.1%	21.3%	23.4%
铍铜合金	32.9%	34.0%	36.3%	38.4%	32.9%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4.2 估值分析

公司主营业务为黄金矿山开采与冶炼，兼有锰及铍铜合金等业务。考虑未来黄金板块将为公司贡献绝大利润来源，故选取山东黄金、中金黄金、赤峰黄金作为可比公司。其中山东黄金为国内黄金上市公司龙头在黄金行业具有显著代表性；中金黄金在具有黄金采、选、冶、加工业务的基础上兼有电解银、电解铜和硫酸等多种产品；赤峰黄金作为业绩高弹性公司除黄金板块外另有铜其他金属业务；以上公司均以矿产金板块为基础同时进行冶炼板块等多元化布局，与西部黄金一定具有可比性。按照 2025 年 9 月 4 日收盘价计算，可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 20X/17X/15X，西部黄金 2025 年高于平均估值，但 2026 年及 2027 年显著低于平均估值。考虑到公司 2024 年扭亏为盈业绩大幅改善，未来成长性突出，且远期估值显著低于平均水平，因此可以享受一定溢价。

表16：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价	EPS（元）				PE（倍）			
		(元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600547.SH	山东黄金	36.25	0.66	1.40	1.72	1.98	34	26	21	18
600489.SH	中金黄金	17.59	0.70	0.99	1.20	1.36	17	18	15	13
600988.SH	赤峰黄金	26.56	1.06	1.52	1.80	2.05	15	17	15	13
	平均						22	20	17	15
601069.SH	西部黄金	27.11	0.32	0.52	1.81	2.68	85	53	15	10

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 wind 一致预期，股价时间为 2025 年 9 月 4 日

4.3 投资建议

投资建议：伴随公司哈图哈密金矿复产工作持续推进，蒙新天霸锰矿投产在即，卡特巴阿苏金铜矿注入进展顺利，公司 2024 年利润扭亏为盈后 2025 年即将开启高速增长期。我们预计公司 2025 年至 2027 年实现营收 90.41/124.08/145.76 亿元，同比增长 29%/37%/17%，实现归母净利润 4.69/16.45/24.38 亿元，同比增长 62%/250%/48%。参考 9 月 4 日股价，对应 PE 分别为 53/15/10 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表17：盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,001	9,041	12,408	14,576
增长率（%）	56.7	29.1	37.2	17.5
归属母公司股东净利润（百万元）	290	469	1,645	2,438
增长率（%）	205.7	62.1	250.5	48.2
每股收益（元）	0.32	0.52	1.81	2.68
PE	85	53	15	10
PB	5.3	4.9	3.7	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 4 日收盘价）

5 风险提示

1）金属价格下跌。公司业绩与黄金价格高度相关，若未来供需格局恶化，贵金属价格超预期下跌，可能会对公司业绩带来不利影响。

2）项目进展不及预期。公司现有哈密金矿、卡特巴阿苏金铜矿以及蒙新天霸锰矿等增量项目，若项目投扩产进度不及预期，将拖累公司业绩。

3）安全生产风险。金矿开采存在一定安全隐患和风险，包括采空区垮冒、巷道垮塌、井下火灾和透水等，若发生安全事故将对公司业绩产生不利影响。

4）美国利率政策反复风险。若美国通胀预期持续失控，美联储不排除再加息的可能，致使贵金属价格承压影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**7,001**	**9,041**	**12,408**	**14,576**
营业成本	6,201	7,925	9,627	10,529
营业税金及附加	80	99	136	175
销售费用	3	5	19	29
管理费用	248	316	434	583
研发费用	29	27	37	44
EBIT	453	686	2,179	3,244
财务费用	33	63	76	55
资产减值损失	-35	-27	-8	-8
投资收益	-6	-9	-12	-15
营业利润	**368**	**587**	**2,082**	**3,166**
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	**366**	**587**	**2,082**	**3,166**
所得税	76	117	437	728
净利润	290	469	1,645	2,438
归属于母公司净利润	**290**	**469**	**1,645**	**2,438**
EBITDA	850	1,095	2,611	3,680

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,176	2,692	4,132	6,010
应收账款及票据	899	1,154	1,584	1,861
预付款项	175	396	39	42
存货	829	1,518	1,596	1,601
其他流动资产	97	143	184	211
流动资产合计	**3,175**	**5,903**	**7,535**	**9,724**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,043	2,129	2,184	2,218
无形资产	1,528	1,528	1,528	1,528
非流动资产合计	**4,451**	**4,448**	**4,437**	**4,438**
资产合计	**7,626**	**10,352**	**11,972**	**14,162**
短期借款	422	1,422	1,322	1,222
应付账款及票据	290	484	588	643
其他流动负债	778	687	733	791
流动负债合计	**1,490**	**2,593**	**2,643**	**2,656**
长期借款	768	1,968	1,968	1,968
其他长期负债	731	732	732	732
非流动负债合计	**1,498**	**2,699**	**2,699**	**2,699**
负债合计	**2,988**	**5,293**	**5,342**	**5,355**
股本	918	911	911	911
少数股东权益	1	1	2	2
股东权益合计	**4,638**	**5,059**	**6,630**	**8,807**
负债和股东权益合计	**7,626**	**10,352**	**11,972**	**14,162**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	56.68	29.14	37.23	17.48
EBIT 增长率	487.23	51.40	217.46	48.89
净利润增长率	205.69	62.06	250.55	48.20
盈利能力（%）				
毛利率	11.42	12.35	22.41	27.77
净利润率	4.14	5.19	13.26	16.72
总资产收益率 ROA	3.80	4.53	13.74	17.21
净资产收益率 ROE	6.24	9.28	24.82	27.69
偿债能力				
流动比率	2.13	2.28	2.85	3.66
速动比率	1.43	1.51	2.20	3.01
现金比率	0.79	1.04	1.56	2.26
资产负债率（%）	39.18	51.13	44.62	37.81
经营效率				
应收账款周转天数	32.24	32.08	30.22	32.36
存货周转天数	41.88	53.31	58.23	54.66
总资产周转率	0.97	1.01	1.11	1.12
每股指标（元）				
每股收益	0.32	0.52	1.81	2.68
每股净资产	5.09	5.55	7.28	9.67
每股经营现金流	0.40	-0.03	2.37	3.07
每股股利	0.05	0.08	0.29	0.42
估值分析				
PE	85	53	15	10
PB	5.3	4.9	3.7	2.8
EV/EBITDA	31.16	24.19	10.14	7.20
股息收益率（%）	0.18	0.30	1.06	1.56

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	290	469	1,645	2,438
折旧和摊销	397	408	432	435
营运资金变动	-395	-1,013	-52	-208
经营活动现金流	**364**	**-28**	**2,156**	**2,795**
资本开支	-158	-410	-419	-436
投资	-51	0	0	0
投资活动现金流	**-208**	**-418**	**-432**	**-450**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	436	2,084	-100	-100
筹资活动现金流	**300**	**1,962**	**-284**	**-467**
现金净流量	**456**	**1,516**	**1,440**	**1,878**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1： 公司历史沿革 3
图 2： 西部黄金股权结构 4
图 3： 集团新疆有色业务分布 5
图 4： 公司标准金产量 7
图 5： 公司电解锰产量 7
图 6： 公司锰矿石产量 7
图 7： 公司铍铜合金产量 7
图 8： 公司营业收入 8
图 9： 公司归母净利润 8
图 10： 西部黄金分板块营收（亿元） 8
图 11： 西部黄金分板块毛利（亿元） 8
图 12： 公司三费情况 9
图 13： 公司资产负债率 9
图 14： 公司 ROE 水平 9
图 15： 新疆大型矿产地分布图 10
图 16： 吐拉苏矿集区区域地质图 12
图 17： 公司标准金历史产量 13
图 18： 公司利润情况 13
图 19： 北露天采坑回填尾矿渍浆前后状态图 13
图 20： 金窝子金矿田地质简图 14
图 21： 野马泉西与金窝子金矿区地理位置示意图 15
图 22： 哈图金矿地理位置示意图 16
图 23： 哈图金矿历史产量 16
图 24： 哈图金矿矿区地理位置示意图 17
图 25： 卡特巴阿苏矿区地理位置图 19
图 26： 卡特巴阿苏金铜矿采矿权探矿权位置关系 20
图 27： 卡特巴阿苏金铜矿采矿权范围与资源量估算范围关系图 20
图 28： 公司标准金历史产量（吨） 22
图 29： 公司历史净利润（万元） 22
图 30： 西昆仑玛尔坎苏一带区域地质矿产简图 23
图 31： 公司历史产量 24
图 32： 公司利润情况 24
图 33： 矿区交通位置图 24
图 34： 公司电解锰产量 25
图 35： 公司利润情况 25
图 36： 宏发铁合金主要项目介绍 27
图 37： 恒盛铍业历史沿革 28
图 38： 可可托海 3 号脉矿区地质图 28
图 39： 恒盛铍业铍铜合金产量 29
图 40： 全球卫生公共事件以来主要经济体货币超发 30
图 41： 美国资产负债表规模公共卫生事件后大幅增长（单位：左轴：百万美元；右轴：美元/盎司） 30
图 42： 2020 年以来不同国家货币计价的黄金涨跌幅 31
图 43： 全球官方储备资产构成及黄金占比（单位：十亿美元） 32
图 44： 世界各国黄金储备与金价呈正相关 32
图 45： 全球央行黄金交易需求 33
图 46： 2025 年全球央行分国别净买入情况（截至 2025 年 6 月，单位：吨） 33
图 47： 中国央行黄金储备 34
图 48： 黄金与美元占全球官方储备比重 35
图 49： 黄金与外汇占我国官方储备比重（左轴单位：亿美元） 35
图 50： 美国联邦政府财政支出（单位：亿美元） 36
图 51： 美国政府部门杠杆率（单位：%） 36
图 52： 美国利息支出占财政支出比例(单位:%) 36
图 53： 美国债务上限持续走高 37
图 54： 美国外债总额占 GDP 比重 37

图 55： 美债实际收益率和金价（左：%，右：美元/盎司） 38
图 56： 美元指数与金价（右：美元/盎司） 38
图 57： 美国外债总额及金价比值 38
图 58： 美国整体 CPI 情况（单位：%） 39
图 59： 美国分项 CPI（单位：%） 39
图 60： 美联储降息概率表（截至 2025 年 8 月） 40
图 61： 历史降息周期金价表现（单位：%） 41

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 公司子公司业务布局 4
表 2： 公司重点及待注入子公司 5
表 3： 公司自有资源 6
表 4： 新疆地区优势矿产资源介绍 11
表 5： 哈图金矿保有资源量汇总表 15
表 6： 西准噶尔部分矿床信息对比 17
表 7： 哈图金矿主要生产参数 18
表 8： 哈图金矿各中段设计利用资源量、设计可采储量表 18
表 9： 卡特巴阿苏金铜矿评审备案资源量估算统计表 21
表 10： 卡特巴阿苏金铜矿选矿设计指标 21
表 11： 公司矿产金产量预测 22
表 12： 玛尔坎土锰矿核心生产指标 25
表 13： 公司锰矿石及电解锰历史产销情况 26
表 14： 历史降息周期金价涨跌幅 40
表 15： 公司分业务拆分预测（单位：亿元） 42
表 16： 可比公司 PE 对比 43
表 17： 盈利预测与财务指标 44
公司财务报表数据预测汇总 46

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048