

西部资源(600139)

估值合理，前途光明

谨慎推荐

首次评级

金属非金属/有色金属

2009 年 6 月 8 日

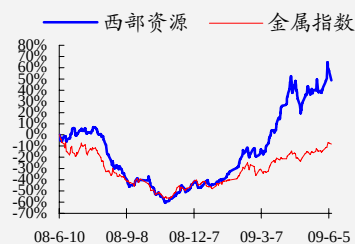
投资要点:

- 公司重组完成后，主要经营主体为甘肃阳坝铜业有限责任公司，主营业务也由房地产开发和工程建设转变为铜矿采选和销售。阳坝铜业地处甘肃省陇南市康县，旗下资产主要有阳坝铜矿、杜坝铜矿以及油坊沟-铁炉沟铜矿的探矿权。目前阳坝铜业累计探明铜矿石保有储量为 469.83 万吨（品位 2.192%），年矿石处理规模在 18 万吨/年左右，拥有 4 个采选车间，员工 300 余人。
- 除了铜矿储量之外，公司主要的伴生矿也具有较高的价值，其中最主要的为伴生金。公司目前伴生金储量为 2.376 吨(从上市公司调研了解到实际伴生金储量有可能达到 3.28 吨)，银储量为 26.8 吨，钴和铁的储量分别为 1073 吨和 84.06 万吨。
- 公司目前的利润主要来源于铜精矿的销售，公司管理完善，铜精矿的完全成本可以控制在 10000 元/吨左右。此外，铜矿含金收益也较为可观。从历史财务数据来看，公司 2007 年营业收入为 1.05 亿左右，营业总成本只有 2500 万左右，随着公司生产线的稳定，预计 2009 年公司的营业总成本在 3950 万元左右，而铜精矿副产品的收入预计可以达到 3000 万元左右，因此预计 2009 年公司毛利率仍将维持在较高的水平。
- 从产量上来看公司目前铜矿石产量在 180000 吨左右，铜金属量为 0.42 万吨左右，规模较小，公司铜矿产品主要供应给白银有色。由于公司铜精矿产量较小，公司的销售策略较为灵活，2009 年公司一季度的营业收入为 1058 万元，收入低是由于一季度铜价较低，公司屯货惜售所造成的。由于目前铜价较一季度出现了大幅度的上涨，因此公司二季度业绩预计会有较大提升。
- 预计公司 2008 年-2010 年每股收益分别为 0.48 元,0.56 元和 0.66 元，给予谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	19,285	1.07	8,298	(19.12)	0.69		21.97	
2009E	14,194	-26.4	81,96	-1.22	0.48		30.8	
2010E	18,026	27	9,440	15.17	0.55		26.80	
2011E	22,713	26	11,127	17.88	0.65		22.73	

走势图



市场数据

2009-6-8

收盘价:	15.16 元
52 周最高价:	16.90 元
52 周最低价:	3.99 元
平均持仓成本:	16.14 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	16,937
流通 A 股 (万股):	16,937
每股收益 (元):	0.04
每股净资产 (元):	1.05
每股经营现金流 (元):	0.06
市净率:	14.44

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

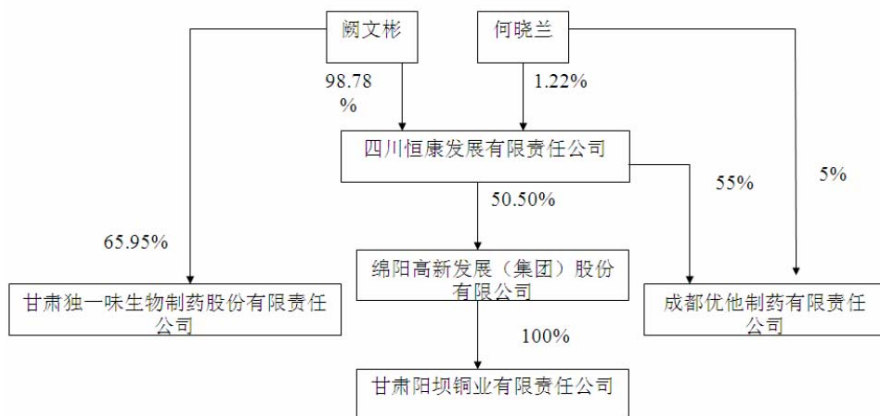
(邮编 200002)

1. 公司简介

四川西部资源控股股份有限公司前身为绵阳高新发展(集团)股份有限公司，公司在 2008 年 12 月在控股股东四川恒康发展有限责任公司的支持下，通过实施完成重大资产出售、发行股份购买资产事宜，剥离了盈利能力较弱的资产和不良债务，注入了优质资产甘肃阳坝铜业有限责任公司，实现了由房地产开发和工程建设向铜矿采选的主营业务转变。与主要债权人协商一致，由四川恒康承接并代为偿还拟剥离的债务，解决了鼎天集团控股时期的历史遗留问题，化解了重大财务风险。

公司目前的控股股东为四川恒康发展有限公司，持有 61088729 股，占公司总股本的 50.5%，实际控制人为阙文彬；公司第二大股东为白银磊聚鑫铜业有限公司，持股 11940950 股占公司总股本的 9.87%。

图 1.公司目前股权结构



数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司原来所持有的绵阳高新资产经营管理有限责任公司 97.5%的股份已经转让给四川恒康，公司目前的主营业务由原来的房地产开发和工程建设转变为铜矿采选和铜精粉销售。公司目前的经营主体为甘肃阳坝铜业有限责任公司，阳坝铜业地处甘肃省陇南市康县，旗下资产主要有阳坝铜矿、杜坝铜矿以及油坊沟-铁炉沟铜矿的探矿权。目前阳坝铜业累计探明铜矿石保有储量 469.83 万吨（铜矿品位 2.192%），年矿石处理规模在 18 万吨/年左右，拥有 4 个采选车间，员工 300 余人。公司管理制度完善，技术力量较强，采矿证和矿山安全生产许可证等矿山生产的相关证件齐备，是康县工业企业的骨干和纳税大户之一，也是陇南市先进企业之一。

2. 公司目前情况资源状况分析

目前公司的铜矿资源主要在杜坝铜矿、阳坝铜矿以及铁炉沟矿点，铜矿位于甘肃省陇南康县。公司目前总的铜矿石保有储量在 469.83 万吨（铜矿品位 2.192%）左右，其中阳坝铜矿的铜金属保有储量在 3.79 万吨左右，平均品位 2.35%，此外伴生金储量为 1.316 吨，银储量 13.042 吨，钴 527 吨，铁 34.52 万吨；杜坝铜矿铜金属保有储量 3.42 万吨，品位 2.94%，黄金储量 0.604 吨，银储量 7.553 吨，钴储量 383 吨；铁炉沟-油坊沟矿点目前探明的铜储量在 3.14 万吨左右，黄金 0.455 吨，银 6.203 吨，钴 163 吨，铁 49.54 万吨。

表 1.阳坝铜业主要资源状况

《储量核实报告》保有储量						
主要铜矿	开采状况	范围	储量级别	矿石量（万吨）	品位（%）	铜金属量
杜坝铜矿	开采	采矿届内	111b	28.1	3	8430.74
			122b	10.66	3.51	3738.76
			333	77.46	2.85	22046.64
			小计	116.22	2.94	34216.14
阳坝铜矿	开采	采矿届内	111b	85.61	2.48	21247.11
			122b	25.06	2.32	5806.25
			332	4.96	2.51	1251.29
			333	46.15	2.09	9646.83
			小计	161.8	2.35	37951.48
铁炉沟-油坊沟	普查	铁炉沟点	333	191.82	1.61	30845.07
			334?	12.05	0.5	603.19
			小计	203.87	1.54	31448.26
			合计	481.89	2.15	103615.88

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

除了铜储量之外，公司主要的伴生矿也具有较高的价值，其中最主要的为伴生金。公司目前总的伴生金储量为 2.376 吨，银储量为 26.8 吨，钴和铁的储量分别为 1073 吨和 84.06 万吨。

表 2.主要伴生矿储量情况

矿区	开采情况	范围	金（吨）	银（吨）	钴(吨)	铁（万吨）
			品位（g/t）	品位（g/t）	品位（%）	品位（%）
阳坝铜矿	开采	采矿界内	1.316	13.04	527	34.52
			0.814	8.06	0.033	21.34
杜坝铜矿	开采	采矿界内	0.604	7.5	383.5	
			0.52	6.5	0.033	
油坊沟-铁炉沟铜矿	普查	铁炉沟矿点	0.455	6.203	162.65	49.5
			0.46	5.07	0.03	23.2
总计			2.376	26.8	1073	84.06

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

从整体来看，公司的铜矿储量较小，但是铜矿品位较高，伴生金的价值较大。公司铜矿资产质量较高，由于品位高，铜矿的采选成本较低，资产回报率一直保持在较高的水平，伴生资源的收益对公司营业收入的贡献比较大。公司目前的采选能力在

18 万吨，如果未来铜价继续上涨，公司的产量仍有提升的空间。

公司的铜矿和探矿权主要位于甘肃陇南地区，陇南自然资源丰富，除阳坝铜业外还有不少小规模铜矿，黄金储量也较为可观。公司拥有的《康县油坊沟-铁炉沟铜矿普查》勘探许可证勘探面积为 95.75 平方公里，目前完成勘查面积为 3.158 平方公里，发现铜储量 3 万吨左右，后续的勘探有可能发现新的铜矿资源。大股东四川恒康目前有托河-柯家河铜矿探矿权，面积为 101.91 平方公里，公司大股东曾承诺：“若将来取得托河-柯家河采矿权，则向阳坝铜业或无关联关系第三方转让托河-柯家河采矿权，在同等条件下阳坝铜业享有优先受让权。”

图 2. 公司主要矿山的位置



数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司目前现金流状况良好，大股东对公司未来发展的支持力度较大，再加上大股东在康县当地的影响力，公司未来资源扩张的前景比较看好。公司将绵阳高新改为四川西部资源也从一方面显示公司在资源扩张方面的“野心”。

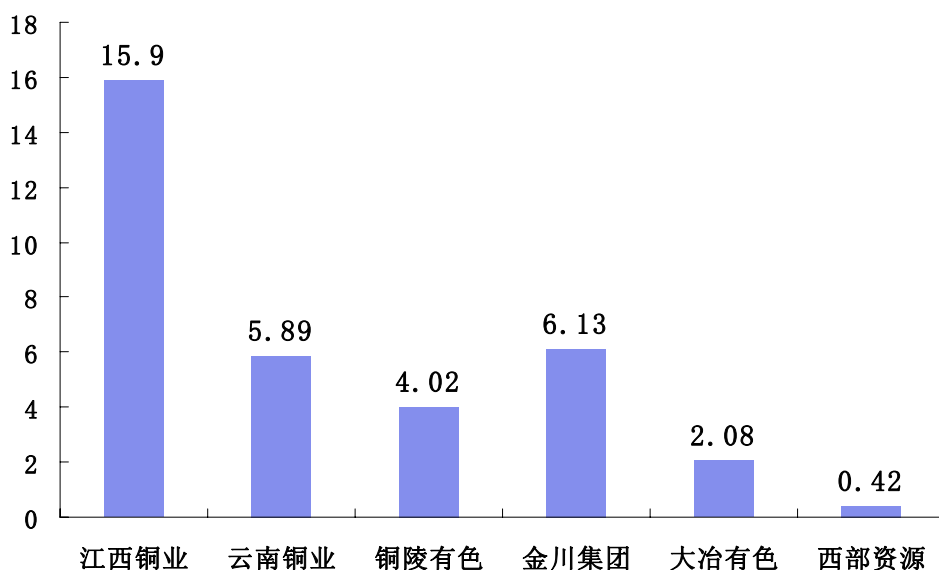
3. 主营业务情况分析

公司目前的利润主要来源于铜精矿的销售，公司管理完善在成本控制方面做的比较优秀，目前公司管理层仅有 7-8 人，阳坝铜业员工 300 多人，并且甘肃陇南地区的人均工资水平不高，公司的铜精矿完全成本可以控制在 10000 元/吨左右。此外，铜矿含金收益也较为可观。从历史财务数据来看，公司 2007 年营业收入为 1.05 亿左右，营业总成本只有 2500 万左右，随着公司生产线的稳定，预计 2009 年公司的营业总成

本在 3950 万元左右，而铜精矿副产品的收入预计可以达到 3000 万元左右，因此 2009 年预计公司毛利率仍将维持在较高的水平。

从产量上来看公司目前铜矿石产量在 180000 吨左右，铜金属量为 0.42 万吨左右，规模较小，公司铜矿产品主要供应给白银有色。由于公司铜精矿产量较小，因此公司的销售策略较为灵活，2009 年公司一季度的营业收入为 1058 万元，收入低是由于一季度铜价较低，公司屯货惜售所造成的。由于目前铜价较一季度出现了大幅度的上涨，因此公司二季度业绩预计会有较大提升。

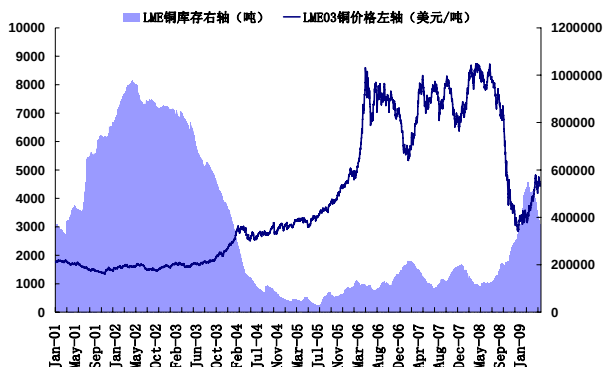
图 3. 公司矿石产量和国内主要铜矿企业的比较



数据来源：公司公告，东北证券研究所

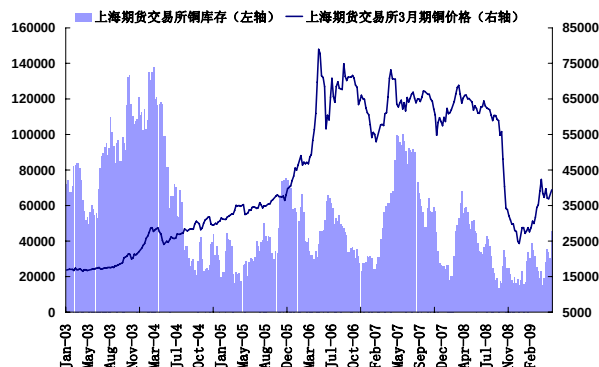
从行业方面看，LME 金属指数和 HSBC 矿业指数出现了大幅回升，LME 和上期所得铜库存继续下降，下游需求也在逐步恢复，预计短期内铜价仍将保持强势。

图 4. LME3 月期铜价格和库存变化情况



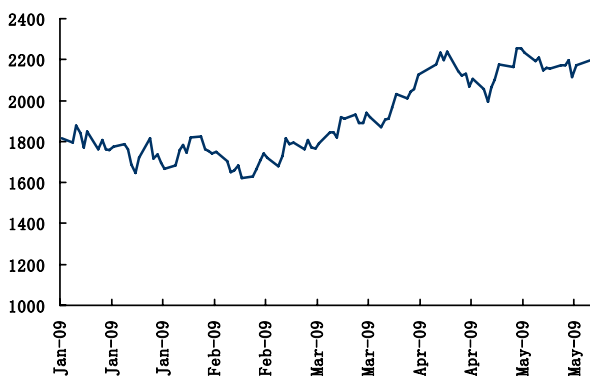
数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

图 5. 上期所铜价格和库存变化情况



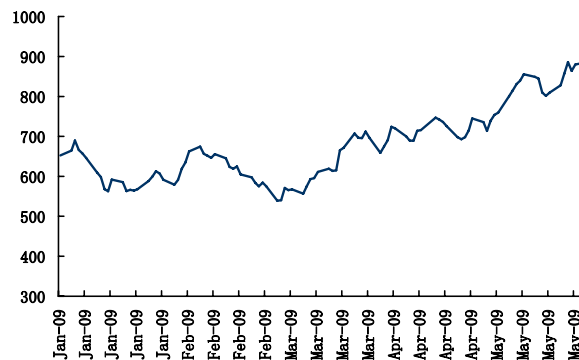
数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所

图 6.LME 金属指数变化情况



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 7. HSBC global mining 100 指数变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

从长远来看,中国目前正处于城市化进程的中期,未来对铜金属的需求仍将保持强劲,中国的矿业公司的发展前景长期向好。

公司目前股价已经较为合理的反映了现有资产的价值,但考虑到未来大股东资产注入的预期以及行业的发展前景,公司应该获得较高的估值。

4. 风险提示

铜价大幅下跌;公司资源扩张情况低于预期;公司拟动用 5000 万元闲置资金进行资本投资,具有一定风险。

5. 投资评级

公司最大优势在于现有铜矿品位较高,生产成本低,副产品对公司盈利的贡献较大。公司一季报营业收入只有 1058 万,低于预期,由于公司的产品主要供应给白银有色,不存在滞销的问题,因此我们认为公司有可能在低铜价的时候囤积铜精矿。由于二季度以来铜价出现了大幅反弹,公司业绩将在中报时集中释放,预计公司二季度的业绩会有较大幅度的提升。

公司所处的陇南地区矿产资源丰富,除了阳坝铜矿外,还有不少小规模铜矿,黄金的储量也不少,除此之外,当地还有丰富的林业资源,旅游资源,因此我们看好公司未来资源扩张的前景。

预计公司 2008 年-2010 年每股收益分别为 0.48 元,0.56 元和 0.66 元,给予谨慎推荐评级。

6. 财务报表预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	19,285.39	14,194.04	18,026.44	22,713.31	P / E	21.61	30.84	26.80	22.73
营业成本	10,018.85	2,554.93	3,425.02	4,996.93	EV / 收入	9.14	17.08	13.21	10.16
营业费用	352.99	141.94	162.24	204.42	EV / EBITDA	17.40	22.51	17.60	14.57
管理费用	1,928.22	1,348.43	1,802.64	2,725.60	EV / EBIT	27.71	24.13	19.15	15.77
财务费用	453.93	(71.54)	(122.43)	(180.47)	EV / NOPLAT	25.75	32.17	25.53	21.03
投资收益	477.12	200.00	200.00	300.00	EV / IC	21.58	18.45	14.32	13.17
营业利润	5,905.17	10,116.53	12,562.38	14,812.57	P / B	14.65	10.84	8.16	6.43
利润总额	7,715.55	10,916.53	12,562.38	14,812.57	Dividend Yield (%)	0.00%	0.81%	0.93%	1.10%
所得税	(588.38)	2,729.13	3,140.60	3,703.14					
净利润	8,303.93	8,187.39	9,421.79	11,109.43	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	8,297.77	8,187.39	9,421.79	11,109.43	基本 EPS	0.69	0.48	0.56	0.66
NOPLAT	6,844.04	7,533.74	9,329.96	10,974.07	每股红利	0.00	0.25	0.25	0.25
					每股经营现金流	(0.02)	0.57	0.57	0.52
					每股净现金流	0.18	0.35	0.25	0.44
					每股净资产	1.02	1.38	1.83	2.32
资产负债表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	4,147.95	10,159.32	14,327.60	21,766.99	净负债 / 权益	(0.34)	(0.44)	(0.46)	(0.55)
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	总负债 / 总资产	47.34%	28.48%	25.26%	20.74%
应收帐款	6,080.18	4,277.66	4,938.75	6,222.82	流动比率	1.22	1.78	2.27	3.72
预付款项	1,274.75	1,325.85	1,291.60	1,266.62	速动比率	1.09	1.71	2.19	3.56
存货	1,460.74	629.98	750.69	1,369.02					
流动资产合计	13,283.03	16,520.48	21,470.78	30,829.74	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
非流动资产	10,097.70	16,046.16	19,951.13	18,743.74	盈利能力				
资产总计	23,380.73	32,566.64	41,421.90	49,573.48	毛利率	48.05%	82.00%	81.00%	78.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润率	30.62%	71.27%	69.69%	65.22%
应付帐款	1,280.84	503.99	656.85	930.93	净利率	43.03%	57.68%	52.27%	48.91%
预收款项	641.62	670.01	706.06	751.49	净资产收益率	67.39%	35.15%	30.43%	28.27%
流动负债合计	10,880.72	9,273.99	9,462.91	8,282.42	偿债能力				
非流动负债	187.01	0.00	1,000.00	2,000.00	流动比率	1.22	1.78	2.27	3.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.09	1.71	2.19	3.56
母公司股东权益	12,313.00	23,292.65	30,958.99	39,291.06	资产负债率	47.34%	28.48%	25.26%	20.74%
净营运资本	2,402.30	7,246.49	12,007.86	22,547.32	成长能力				
投入资本 IC	8,165.04	13,133.33	16,631.39	17,524.07	营业收入增长率	126.36%	-26.40%	27.00%	26.00%
					营业利润增长率	149.11%	71.32%	24.18%	17.91%
					净利润增长率	135.78%	-1.33%	15.08%	17.91%
					净资产增长率	-232.71%	89.17%	32.91%	26.91%
					营运能力				
					应收帐款周转率	2.95	2.74	3.91	4.07
					存货周转率	2.96	2.44	4.96	4.71
					总资产周转率	0.84	0.51	0.49	0.50
现金流量表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E					
净利润	8,303.93	8,187.39	9,421.79	11,109.43					
折旧摊销	3,772.00	0.00	1,095.04	1,207.39					
净营运资金增加	9,249.97	4,844.18	4,761.38	10,539.46					
经营活动产生现金流	(237.47)	9,633.80	9,601.29	8,736.27					
投资活动产生现金流	(1,543.97)	(6,436.98)	(4,800.00)	300.00					
融资活动产生现金流	3,996.98	2,814.54	(633.01)	(1,596.88)					

现金净增（减）	2,215.54	6,011.37	4,168.28	7,439.39
---------	----------	----------	----------	----------

数据来源：公司报告，东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209