

有色金属

报告原因: 中报点评

2009 年 07 月 31 日

市场数据: 2009 年 07 月 31 日

收盘价(元)	29.63
一年内最高/最低(元)	31.80/5.59
市净率	22.72
市盈率	57
流通 A 股市值(百万元)	2222

基础数据: 2009 年 06 月 31 日

每股净资产(元)	1.03
资产负债率%	25.34
总股本/流通 A 股(百万)	169/75
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

执笔人

熊晓云

xiongxiaoyun@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

西部资源 (600139)

小型资源企业, 受益于铜价上涨

中性

首次评级

公司研究/中报点评

●**纯资源型企业, 享受铜价上涨。**四川西部资源控股股份有限公司(西部资源)原名为绵阳高新发展(集团)股份有限公司, 公司于 2008 年 12 月完成了重大资产置换, 剥离了原有的绵阳资产经营管理有限公司并注入了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业。目前公司的主要产品为铜精粉, 其余产品为伴生组分产品, 业务范围均集中在甘肃地区。

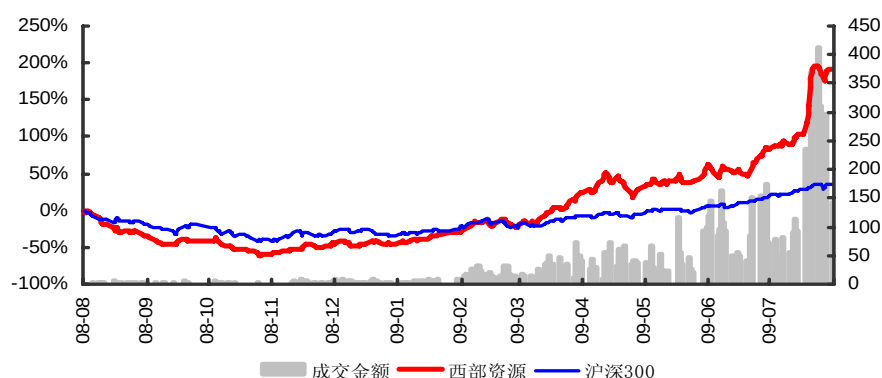
09 年上半年, 公司实现主营业务收入 3,675 万元、净利润 2,376 万元, EPS 为 0.14 元; 期间获得债务重组利得 1742 万元, 计入营业外收入, 贡献了当期净利润的 73%。

●**铜资源少, 产能规模小。**公司主要经营主体为全资子公司阳坝铜业, 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, 铜金属量 10.4 万吨, 平均品味 2.47%。

目前的生产主体是阳坝铜矿和杜坝铜矿, 各有一个日处理能力为 300 吨的选厂(分别在 2007 年 8 月和 2008 年 4 月完成技改), 年处理矿石规模为 18 万吨/年, 铜金属量为 0.42 万吨左右, 规模较小, 铜矿产品主要供应给白银有色。

公司计划在铁炉沟也建设一个 300 吨日处理能力的选矿厂, 铁炉沟的品位较其它两个矿低, 为 1.61%。预计 2010 年该矿投产后每年新增铜金属的产量约 1,300 吨。初步预计公司的年铜金属产能在 2011 年可能达到近 0.6 万吨。

一年内公司股价与大盘对比走势:

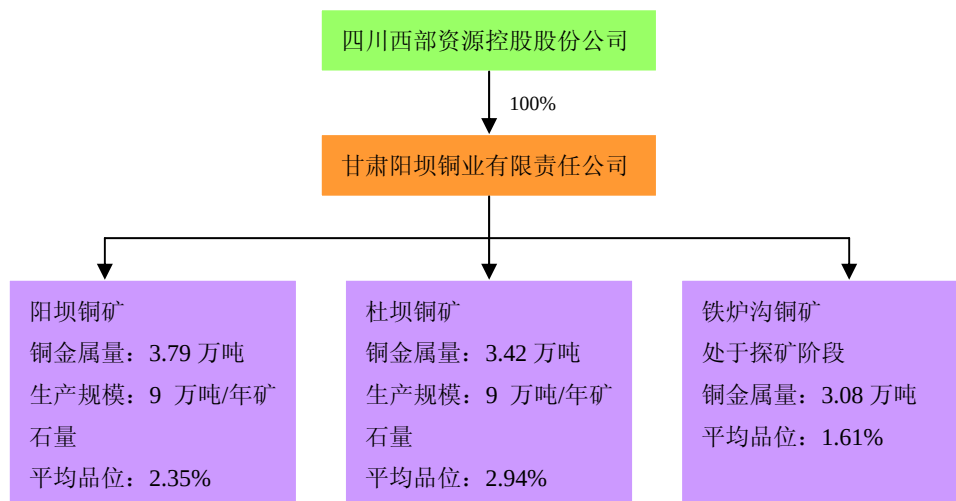


- **具备低成本优势。**公司的铜矿品位高达到近 2.5%，而目前国内平均品位仅在 0.8% 左右，品位大于 1% 的富铜矿仅占总保有储量的 35.2%，矿石品位在 0.5% 左右大型斑岩铜矿的保有储量约占到总保有储量的 35%。

由于铜矿的采选成本较低，公司的资产回报率一直保持在较高的水平，09 年上半年，公司毛利率高达 71%。此外，三项费用也低：公司是一家民营企业，人员相当精简，目前管理层仅 7-8 人，阳坝铜业也仅 300 多人；控股股东四川恒康 2008 年承接并代为公司偿还拟剥离的债务，解决了过去鼎天集团控股时期的历史遗留问题，这使得公司目前没有银行借款，不存在利息费用；目前公司的铜精粉全部销给白银有色，运距近、运价低，公司的销售费用也较低。

- **伴生资源的收益对公司也有盈利贡献。**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。
- **公司在当地收购资源的机会较多。**控股股东四川恒康目前拥有托河—柯家河区域 101 平方公里的探矿权。由于探矿的风险较大，因此探矿工作主要由大股东进行，等到资源情况较明确后再注入上市公司。目前，在托河—柯家河勘查范围内已发现吴家沟、麻地沟、大竹园、潘家湾等多个矿点，并已在吴家沟打了 6 个钻孔，发现一定的铜矿石资源。此外，公司铜矿所在的陇南地区拥有丰富的矿产资源，除阳坝铜业外，还有不少小规模铜矿，黄金的储量也不少。陇南地区除了矿产资源，还有丰富的林业和药材资源等。恒康公司在当地拥有较大的影响力，其公司产值（包括独一味及阳坝铜业）占到了整个康县产值的 2/3 左右，恒康可凭借自身实力和影响力对周边资源进行进一步整合。
- **全球经济复苏带动铜消费，铜价将震荡上行。**中国经济复苏良好，在宽松的财政和货币政策下，房地产和汽车销售步入增长，发达国家的房地产也出现触底迹象，铜消费将增加。近期各国央行不会收缩流动性，铜价向上的趋势不会改变。此外，虽然铜暂时供应过剩，但铜精矿和废铜供应紧张限制了铜产量增长幅度，未来几年，铜精矿增长将大大低于预期，支撑铜价走高。
- **投资评级为中性。**预计公司 2009 年、2010 年每股收益 0.35 元、0.40 元，动态市盈率分别为 85 倍、74 倍，高于铜金属类上市公司 75 倍的平均 PE 水平，给予中性评级。

图：西部资源矿山资源概况



表：西部资源利润表及预测（单位：百万元人民币）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
营业总收入	59.93	85.20	192.85	121.90	179.49
营业成本	54.99	66.87	100.19	36.57	53.85
营业税金及附加	1.99	4.46	6.11	3.66	5.38
销售费用	0.17	8.57	3.53	7.31	8.97
管理费用	9.64	7.29	19.28	21.94	30.51
财务费用	3.28	5.44	4.54	1.22	1.79
资产减值损失	79.12	-30.9	4.92	0	0
投资净收益	-0.18	0.23	4.77	0	0
营业利润	-89.43	23.71	59.05	51.20	78.97
营业外收入	0	19.41	19.29	18.00	0.00
营业外支出	90.82	7.35	1.18	0.00	0.00
利润总额	-180.25	35.77	77.16	69.20	78.97
所得税	-0.29	0.53	-5.88	10.38	11.85
净利润	-179.96	35.24	83.04	58.82	67.13
少数股东损益	-0.11	0.05	0.06	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-179.85	35.19	82.98	58.82	67.13
每股收益		0.43	0.69	0.35	0.40

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。