



铜价上涨的最直接受益者

——西部资源投资分析

要点:

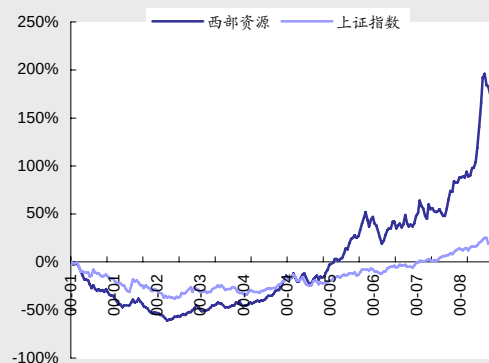
- 公司前身是绵阳高新, 2009年4月完成了相关资产置换工作并更名为西部资源, 主营业务从物业管理、工程建设变更为铜矿采选, 成为两市中唯一一家以铜矿采选和销售为主营业务的上市公司。公司的大股东为四川绵康发展有限责任公司, 实际控制人为阙文彬(同时也是独一味的实际控制人)。
- 公司的主要资产为阳坝铜业, 阳坝铜业旗下有三家铜矿: 阳坝铜矿铜金属保有储量 3.8 万吨; 杜坝铜矿铜金属储量 3.42 万吨; 铁炉沟铜矿铜金属储量 3.08 万吨。三矿合计拥有铜金属保有储量 10.3 万吨, 目前公司的主要收入和利润均来自前两个矿, 而铁炉沟矿的采矿权预计在 2009 年 11 月份获得。
- 在公司所拥有的铜矿资源中, 铜金属平均品味在 2%, 远高于国内同行业平均水平, 这也使得公司的铜矿开采成本大大低于同行业平均水平。同时, 公司以铜矿采选和铜精矿销售为主的盈利模式使得公司成为铜价上涨的最大和最直接受益者。
- 公司目前资源储量 10.3 万吨, 对应每亿元市值储量 2052.43 吨/亿元, 与江西铜业、云南铜业等大型铜企相比, 无论是总量还是每亿元市值储量均相对偏小(参见图 1)。资源储量偏小是公司未来发展的一个隐忧。
- 公司最近公布的半年报显示, 公司 2009 年上半年实现了主营业务收入 3,675.39 万元、利润总额 3,440.45 万元和净利润 2,376.64 万元, 每股收益 0.14 元, 毛利率在 70% 以上。同时公司拟决定向全体股东以资本公积金每 10 股转增 4 股。
- 公司未来业绩的增长有两个动力, 一个是铜价的上扬, 另一个是铜矿采选规模的扩大。我们对铜价中长期的走势依然看好; 而公司目前并无募投和非募投项目, 铜矿采选规模的扩大主要依赖于 2009 年底铁炉沟采矿权获得后的开工生产。
- 预计 2009、2010、2011 年公司每股收益分别为 0.32、0.45、0.64。考虑到公司纯粹是资源类公司, 我们以 P/NAV 进行估值, 给予 2 倍 P/NAV, 6 个月内目标价在 40 元左右, “推荐”评级

评级: 推荐(首次)

2009-08-03

收盘价	29.95
目标价	40
52 周内高	31.80
52 周内低	3.99
总市值(百万元)	5,073
流通市值(百万元)	2,246
总股本(百万股)	169
A 股(百万股)	75
—已流通(百万股)	75
—限售股(百万股)	94
B 股(百万股)	0
H 股(百万股)	0
市盈率(TTM)	70.47
市净率	22.96

一年期走势图



研究员 张志鹏

电话 021-32229888-3502

13816566384

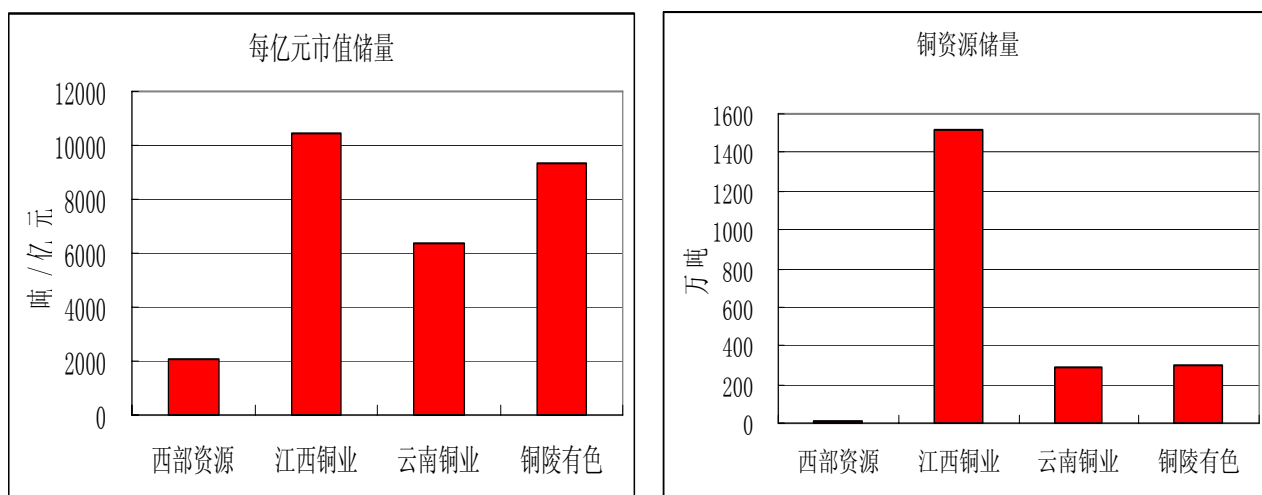
Email zhangzhipeng@ajzq.comzzpforests@hotmail.com

表 1 盈利预测基本假设

铜精矿(含铜 18%—20%) 产量(吨)	2006 年	2007 年	2008 年 1—8 月	2009 年	2010 年	2011 年
杜坝铜矿	6040.64	4073.80	321.18	6500.00	7500.00	8000.00
阳坝铜矿	5274.21	5671.27	3490.94	5500.00	6000.00	6500.00
铁炉沟铜矿	0	0	0	0	2000.00	5000.00
合计	11314.85	9745.07	3812.12	12000.00	15500.00	19500.00
铜精矿含铜(吨)	2062.74	2020.76	784.72	2400.00	3100.00	3900.00
销售价格及单位成本(元/吨)						
上海铜现货价格(含税)	62289.25	62437.33	55421.17	43000.00	53000.00	60000.00
铜精矿含铜销售价格(不含税)	48916.96	47581.88	47828.65	31974.36	39410.26	44615.38
单位铜精矿销售成本	12099.88	7912.91	8768.61	9500.00	10000.00	10000.00

数据来源：公司公告，爱建证券研发总部

图1 铜资源储量比较

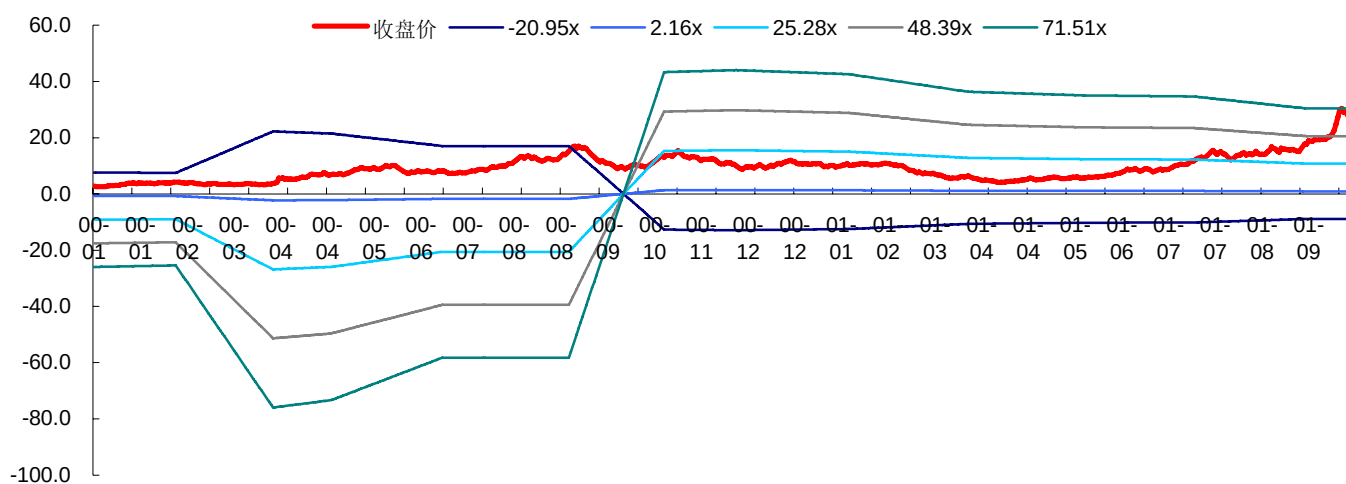


数据来源：公司公告，爱建证券研发总部

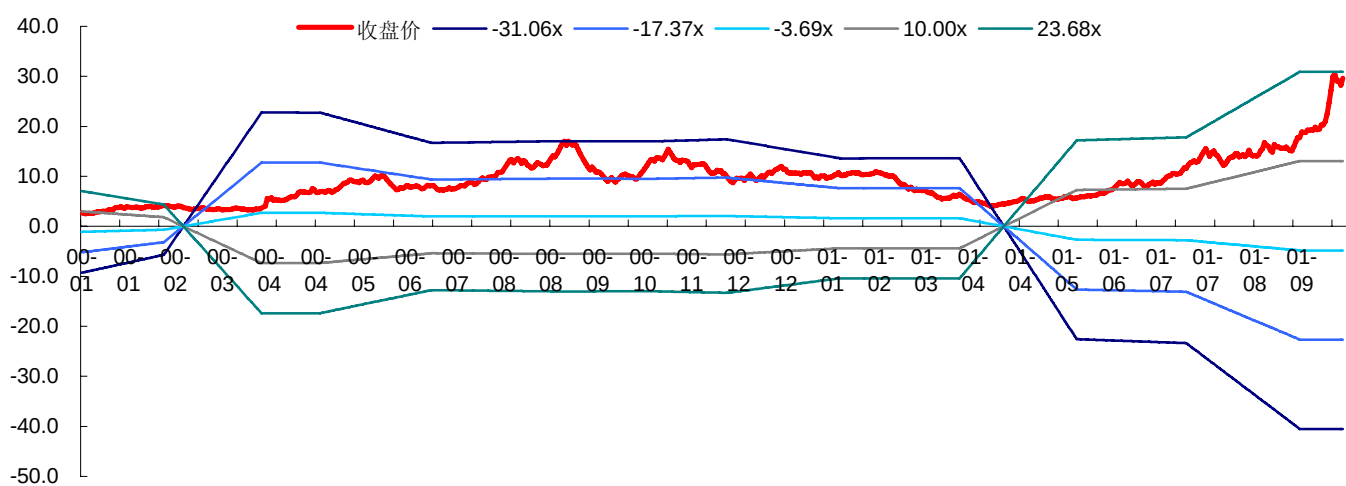
盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	133	302	371	492	营业收入	193	85	132	186
现金	41	215	242	317	营业成本	100	25	34	42
应收账款	61	42	64	91	营业税金及附加	6	2	3	4
其他应收款	2	13	20	29	营业费用	4	2	3	4
预付账款	13	30	40	51	管理费用	19	13	17	19
存货	15	3	4	5	财务费用	5	-5	-9	-12
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	101	120	112	120	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	22	21	20	20	营业利润	59	49	85	129
无形资产	31	31	31	31	营业外收入	19	18	10	15
其他非流动资产	49	68	62	69	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	234	422	483	612	利润总额	77	67	95	144
流动负债	109	155	140	161	所得税	-6	13	19	36
短期借款	0	0	0	0	净利润	83	54	76	108
应付账款	13	11	15	19	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	96	144	125	142	归属母公司净利润	83	54	76	108
非流动负债	2	0	0	0	EBITDA	70	46	78	119
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.69	0.32	0.45	0.64
其他非流动负债	2	0	0	0					
负债合计	111	155	140	161	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	121	169	169	169	成长能力				
资本公积	53	95	95	95	营业收入	1.1%	-55.8%	55.1%	40.7%
留存收益	-51	3	79	187	营业利润	-41.0%	-16.4%	72.9%	50.8%
归属母公司股东权益	123	267	343	451	归属于母公司净利润	-19.1%	-35.0%	41.6%	41.3%
负债和股东权益	234	422	483	612	获利能力				
					毛利率(%)	48.0%	70.9%	74.7%	77.2%
现金流量表					净利率(%)	43.0%	63.2%	57.7%	58.0%
单位: 百万元					ROE(%)	67.4%	20.2%	22.2%	23.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	330.1%	-127.4%	208.6%	157.5%
经营活动现金流	-2	77	20	66	偿债能力				
净利润	83	54	76	108	资产负债率(%)	47.3%	36.8%	29.0%	26.2%
折旧摊销	6	2	2	2	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	5	-5	-9	-12	流动比率	1.22	1.95	2.65	3.06
投资损失	-5	0	0	0	速动比率	1.09	1.93	2.62	3.03
营运资金变动	-81	13	-93	-68	营运能力				
其他经营现金流	-11	13	44	35	总资产周转率	0.84	0.26	0.29	0.34
投资活动现金流	-15	1	-2	-3	应收账款周转率	3	1	2	2
资本支出	13	0	2	3	应付账款周转率	1.96	2.09	2.61	2.54
长期投资	0	-0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-2	1	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.32	0.45	0.64
筹资活动现金流	40	95	9	12	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.45	0.12	0.39
短期借款	-10	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.73	1.58	2.03	2.66
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	39	48	0	0	P/E	31.86	49.05	34.65	24.53
资本公积增加	35	42	0	0	P/B	21.47	9.90	7.70	5.86
其他筹资现金流	-24	5	9	12	EV/EBITDA	37	56	33	22
现金净增加额	22	173	27	75					

近 3 年 P/E Bands



最近 3 年 P/B Bands



投资评级说明

请务必阅读正文之后的重要声明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。