



上市公司公告点评

研究报告
有色金属—铜铅锌

买入 维持

西部资源（600139）

2010 年 8 月 17 日

资源扩张迈出坚实一步

6 个月目标价：35.00 元

有色金属行业分析师：杨红杰
SAC 执业证书编号：S0850209010593
yanghj@htsec.com
021-23219406

西部资源公布定向增发预案：

西部资源非公开发行股票的数量不超过 3225.80 万股，四川恒康承诺认购金额不低于本次非公开发行股票实际募集资金总额的 30%、不高于 35000 万元。本次非公开发行股票的定价基准日为公司第六届董事会第二十七次会议决议公告日（2010 年 8 月 17 日）。发行价格不低于本次定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即不低于 21.70 元/股。

本次非公开发行股票募集资金预计不超过 70000 万元，扣除发行及相关费用后的募集资金净额约为 67200 万元，将用于收购银茂矿业 80% 的股权。

公司公告点评及投资建议：公司本次收购的银茂矿业属于质地优良的铅锌矿产企业，盈利比较稳定，本次收购将较大提升公司的盈利能力。

银茂矿业拥有南京市栖霞山铅锌矿采矿权。根据江苏省国土资源厅备案的储量核实报告（苏国土资储备字[2007]24 号）及江苏省国土厅（苏国土资函[2010]188 号）《关于下达上海梅山矿业有限公司等 11 家矿山 2009 年度储量年报审查验收意见的通知》，2009 年底栖霞山铅锌矿硫化铅锌矿石 513.7 万吨[(111b) 86.1 万吨(122b) 250.9 万吨(333) 176.7 万吨、硫化铅锌矿石中硫铅平均品位 2.9%、锌平均品位 5.0%、伴生硫平均品位 22.76%、伴生银平均品位 77.67 克/吨、金 0.9 克/吨]。

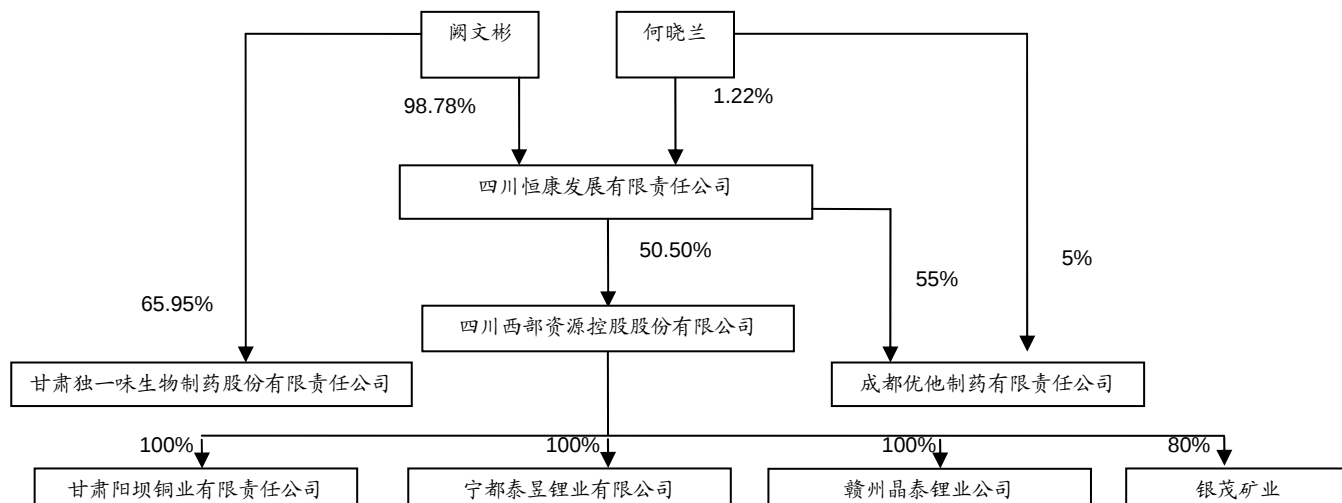
银茂控股承诺：银茂矿业 2010 年、2011 年、2012 年三个会计年度实现税后净利润分别为 10360 万元、12435 万元、13960 万元。经具有证券从业资格的会计师事务所审计后，若银茂矿业每年度实际实现的税后净利润低于上述承诺值，则银茂控股将于银茂矿业年度审计报告出具后的 15 日内就差额部分以现金向银茂矿业补足。

考虑到本次增发 3225.80 万股以及收购矿山对公司盈利的贡献，我们保守预测 2010-2012 年公司 每股收益（按照增发摊薄之后 2.6937 亿股的总股本计算） 分别为 0.75 元、0.83 元和 0.96 元，维持公司“买入”的投资评级。

我们看好公司的发展主要有以下几方面原因：

一是公司资源多样化，业务发展趋于良性。公司目前除拥有甘肃阳坝铜业有限责任公司，还有宁都泰昱锂业有限公司和赣州晶泰锂业公司，本次收购银茂矿业 80% 的股权，使得公司步入了多品种发展阶段，盈利的稳定性更强，公司进入了良性发展阶段。

图 1 公司收购完成后股权结构情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

二是公司矿产业务盈利有望超预期。无论之前的锂矿收购还是本次的铅锌矿收购，都有相关的业绩承诺。我们认为，业绩承诺可以保证公司近三年的投资价值，而且公司未来矿产业务盈利有望超预期，主要是因为公司在业绩承诺时对市场价格的预测相对保守，一旦市场价格上升，公司盈利能力将得到较快提升。

维持公司“买入”评级。我们认为，未来铜、铅、锌价格将保持稳定运行态势，铜价有望持续上升，而一旦公司电池级碳酸锂业务能够顺利推进，盈利状况将比较乐观。考虑到本次增发 3225.80 万股以及收购矿山对公司盈利的贡献，我们保守预测 2010-2012 年公司**每股收益（按照增发摊薄之后 2.6937 亿股的总股本计算）分别为 0.75 元、0.83 元和 0.96 元，维持公司“买入”的投资评级。值得注意的是，我们的预测并没有考虑公司对锂和铅锌业务的盈利承诺，仅仅是考虑目前公司的运营现状，如果考虑到公司对锂和铅锌业务的业绩承诺，公司的业绩有望超出我们的预测。**

主要不确定性。铜、铅、锌、锂等价格波动风险；公司对外收购的风险。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	69.34	31.84	28.72	24.84
P/B	20.99	5.46	4.94	4.44
P/S	41.26	10.98	8.70	7.52
EV/EBITDA	57.96	21.17	17.13	14.55

偿债能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
负债权益比率	0.40	0.28	0.36	0.37
借款/股东权益	0.16	0.11	0.15	0.14
已获利息倍数	126.08	225.75	195.56	106.82
流动比率	2.55	2.62	2.75	3.12
速动比率	2.47	2.47	2.59	2.95
现金比率	1.38	1.78	1.94	2.29

盈利能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	81.76	63.01	56.76	55.79
息税摊销折旧利润率	69.90	55.66	53.14	52.38
净利润率	59.50	34.48	30.28	30.29
净资产收益率	30.27	17.14	17.20	17.88
资产回报率	21.37	13.01	12.11	12.36
投资回报率	26.03	15.14	14.42	14.82

经营效率指标 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	1.66	4.42	4.64	4.76
存货周转率	1.08	4.04	4.58	4.68
总资产周转率	0.16	0.34	0.37	0.39
固定资产周转率	0.41	0.83	1.08	1.34

盈利增长 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	-18.94	275.74	26.25	15.59
营业利润增长率	75.26	175.36	10.54	15.09
EBIT 增长率	64.05	174.00	10.63	15.60
EBITDA 增长率	56.60	199.18	20.54	13.94
净利润增长率	12.10	117.74	10.87	15.64

利润表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	15632.04	58735.82	74153.98	85714.58
营业成本	2850.93	21726.38	32064.18	37894.42
销售费用	541.69	1762.07	2224.62	2571.44
管理费用	1663.75	5756.11	7044.63	7285.74
财务费用	82.74	126.62	161.70	342.24
投资收益	41.44	41.44	41.44	41.44
营业利润	10349.41	28498.63	31501.98	36255.79
EBIT	10432.15	28583.80	31622.24	36556.58
折旧摊销	494.34	4105.89	7781.12	8340.06
EBITDA	10926.49	32689.69	39403.35	44896.65
利润总额	12107.64	30256.86	33260.21	38014.02
所得税	2806.15	7412.93	8148.75	9313.44
少数股东损益	0.00	2590.50	2656.77	2735.10
归属母公司的净利润	9301.49	20253.43	22454.68	25965.49
每股收益 (元)	0.39	0.75	0.83	0.96

资产负债表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	16650.49	53621.66	77598.83	101404.14
应收款项	8234.79	15975.56	20632.60	23932.37
存货	917.43	4345.28	6412.84	7578.88
流动资产	30805.32	78945.11	109646.88	137918.01
固定资产	5854.72	71261.17	70324.42	66843.99
总资产	43517.75	155645.93	185381.26	210142.53
应付帐款	522.08	3258.96	4809.63	5684.16
长期借款	0.00	4000.00	9000.00	12000.00
总负债	12149.81	34234.07	48985.09	56274.19
少数股东权益	0.00	2590.50	5247.24	7982.27
股东权益	30732.19	120776.12	135760.70	153233.33
付息负债	5000.00	13000.00	20000.00	22000.00
每股净资产 (元)	1.30	4.39	4.85	5.39

现金流量表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	9301.49	22843.93	25111.46	28700.59
折旧摊销	494.34	4105.89	7781.12	8340.06
营运资金变动	2867.71	10129.72	-3754.81	-2771.77
经营活动现金流	8857.75	31116.41	33977.69	38139.61
固定资产投资	7213.05	69374.28	6814.67	4830.21
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	7321.90	69374.28	6814.67	4830.21
投资活动现金流	-5468.14	-69332.84	-6773.22	-4788.77
公司自由现金流	-1680.94	-53817.34	28596.05	33881.85
股权自由现金流	3255.49	-45912.94	35473.96	35623.46
债务变化	5000.00	8000.00	7000.00	2000.00
股票发行	0.00	67200.00	0.00	0.00
融资活动现金流	9112.91	75187.60	-3226.96	-9544.76
现金净流量	12502.53	36971.17	23977.51	23806.08
每股经营性现金流 (元)	0.37	1.31	1.43	1.61

信息披露

分析师负责的股票研究范围

杨红杰：有色金属行业分析师

重点研究上市公司：中国铝业、南山铝业、铜陵有色、云南铜业、驰宏锌锗、宝钛股份、中金黄金、西部材料、包钢稀土、西部资源。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。