

公司研究

有色金属/铜
评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
9号院1号楼6层

分析师：范海波

投资咨询执业证书编号：

S1500510120021

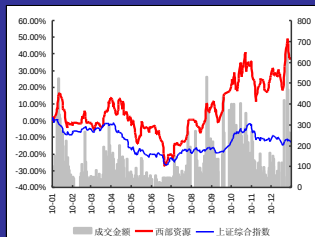
010-63081252

fanhaibo@cindasc.com

主要财务指标

	2009	2010E	2011E
主营业务收入(亿元)	1.56	2.19	2.97
(+/-%)	-18.94	40.28	35.65
净利润(百万元)	93.01	151.12	170.19
(+/-%)	12.01	62.47	12.62
EPS	0.39	0.64	0.72
PE	94.80	58.35	51.81

近一年股价走势



相关报告

西部资源(600139):
铜价上涨的受益者 2010-02-02
西部资源(600139):
进入新能源行业 2010-02-03
西部资源(600139):
碳酸锂项目盈利待观察 2010-08-08
西部资源(600139):
资源继续扩张 2010-08-17
有色钢铁行业 2011 年投资策略:
中国收缩不了全球流动性 2010-12-02

请务必阅读最后一页重要的
免责声明及信息披露

西部资源 (600139)

进军多金属

公告点评

2011 年 1 月 11 日

摘要

- 西部资源发布公告：股东大会通过非公开发行，收购南京银茂铅锌矿业有限公司 80% 股权；控股子公司礼县大秦黄金公司受让礼县金丰矿业有限责任公司、金辉矿业有限责任公司 100% 股权；全资子公司甘肃阳坝铜业收到甘肃省地税局企业所得税减免批复，阳坝铜业 2010 年免征企业所得税。
- 非公开发行股票预案补充修订版与原预估预案相比，评估后的净资产较预估增加 2,991 万元，但三年合计业绩承诺增加 3,799 万元，有利于保护投资者利益。与国内铅锌精矿均价比较，评估价格基本相当。我们认为，2011 年以后全球经济复苏，公司产品价格有望有较大上升，未来上市公司业绩可能受益较大。
- 金丰公司和金辉公司的核心资产是探矿权。但探矿权区属于勘探空白区。我们认为，收购的探矿权本身难以在近年产生效益，且最终资源存在与否和规模都存在风险，但股权转让方为礼县政府，礼县地区有丰富的黄金资源，与地方政府的良好关系有利于公司在礼县发展。收购银茂矿业、金丰公司和金辉公司后，公司的资源将包括铜、铅、锌和锂等金属品种，在有色金属采选业中扩大了品种，增加了抗风险能力。
- 相关报告中，我们对 2011 年铜铅锌等金属前景进行了预测，认为黄金和公司主要产品铜的价格可能不断创出历史新高，在其引领下铅锌也有望继续上涨。2010 年三季度末，公司铜精粉库存约 5400 吨，四季度铜价的上涨和库存销售将提升公司业绩。
- 由于本次非公开发行收购银茂矿业尚需经证监会核准后方可实施，暂不计入盈利预测。西部资源资源扩张进展明显，银茂矿业将使公司业绩较大增长，调升西部资源评级至“买入”。

目录

1. 事件	2
2. 点评	2
3. 盈利预测与评级	5

1. 事件

西部资源 2010 年 12 月 25 日发布公告，股东大会通过非公开发行募集资金总额不超过 70,000 万元，扣除发行费用后的净额将用于收购南京银茂铅锌矿业有限公司 80% 股权。

2010 年 12 月 31 日公告，控股子公司礼县大秦黄金开发有限公司与甘肃省礼县财政局于 2010 年 12 月 29 日签署了《产权（股权）转让合同》，大秦黄金受让礼县金丰矿业有限责任公司 100% 股权和礼县金辉矿业有限责任公司 100% 股权，交易金额为人民币 200 万元。

2010 年 11 月 30 日公告，全资子公司甘肃阳坝铜业，收到甘肃省地税局下发的《企业所得税减免批复通知书》，同意阳坝铜业从 2010 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日期间免征企业所得税。

2. 点评

公司非公开发行股票预案补充修订版与原预估预案相比主要有两点不同：

以 2010 年 8 月 31 日为基准，资产预估时，银茂矿业净资产预评估值约为 84,000 万元，西部资源以现金 67,200 万元为对价受让银茂控股持有的银茂矿业的 80% 股权（即 $84,000 \text{ 万元} \times 80\% = 67,200 \text{ 万元}$ ）。修订版根据立信永华的资产评估报告，银茂矿业的净资产评估值为 86,990.85 万元。协议双方确定银茂矿业 80% 股权转让的总价款为 69,592.68 万元（即 $86,990.85 \text{ 万元} \times 80\% = 69,592.68 \text{ 万元}$ ）。评估后的净资产较预估时增加 2,990.85 万元（3.56%）。

前预案，银茂控股承诺 2010 年、2011 年、2012 年税后净利润分别为 10,360 万元、12,435 万元、13,960 万元。修订版预案，银茂控股承诺：银茂矿业 2010 年、2011 年、2012 年三个会计年度实现归属母公司所有者的税后净利润分别不低于 12,234.43 万元、13,319.14 万元、15,000.00 万元。

与前预案相比，修订版预案三年度业绩承诺分别增加 18.09%，7.11% 和 7.45%，三年合计修订版预案业绩承诺增加 3,799 万元。我们认为，虽然收购价款有所增加，但业绩承诺的增加大于收购价款增加，有利于保护投资者的利益。

此项收购的评估基准日为 2010 年 8 月 31 日，评估基准日至完成日期间，银茂矿业如发生亏损，则该亏损由银茂控股承担；银茂矿业如盈利，则盈利由西部资源、银茂控股、宏茂投资按持股比例共享。

评估时主要产品铅精矿含铅不含税销售价格为 10,758 元/吨，锌精矿含锌不含税销售价格为 10,963 元/吨。与国内铅锌精矿均价比较，评估价格基本相当（表 1）。此外，2009 年、2010 年 1-8 月铅精矿含金的销售收入分别 641.23 万元和 451.59 万元。但

由于公司工艺指标里没有金的选矿回收率，评估时未考虑金的收入。我们认为，2011年以后全球经济的复苏，公司产品价格有望比2010年有较大上升（图1），未来上市公司业绩可能受益较大。

表1 铅锌精矿不含税价格

	云南锌精矿(元/金属吨)	云南铅精矿(元/金属吨)
2007	16,351	13,320
2008	7,594	11,555
2009	7,076	8,967
2010	9,624	11,743
平均	10,161	9,741
评估	10,963	10,758

资料来源：中华商务网 公司公告 信达证券研发中心

甘肃大秦黄金有限公司为西部资源与甘肃礼县黄金开发公司共同投资设立，注册资本为2000万元，其中西部资源出资1400万元，占70%股权。金丰公司和金辉公司的核心资产是探矿权。

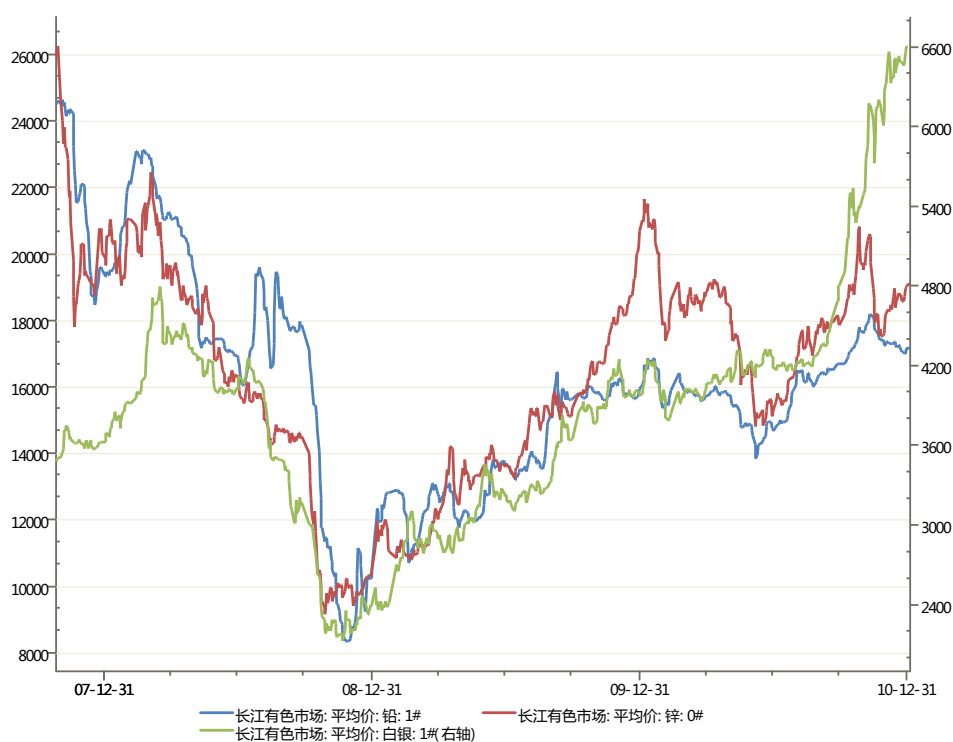
金丰公司拥有甘肃礼县柴家山金矿普查探矿权，地理位置为甘肃省礼县湫山乡，勘查面积37.92平方公里，有效期限为2009年8月13日至2011年8月13日。

金辉公司拥有甘肃礼县董家坪金铁等多金属矿普查探矿权，地理位置为甘肃省礼县崖城乡，有效期限为2009年8月13日至2011年8月13日。

公告显示上述两个探矿权，未进行过地形测量、物探、化探、坑探、钻探等地质工作，属于勘探空白区。我们认为，收购的探矿权本身难以在近年产生效益，且最终资源存在与否和规模都存在风险，但股权转让方为礼县政府，礼县地区有丰富的黄金资源，与地方政府的良好关系有利于公司在礼县发展。收购银茂矿业、金丰公司和金辉公司后，公司的资源将包括铜、铅、锌和锂等金属品种，在有色金属采选业中扩大了品种，增加了抗风险能力。

相关报告中，我们对2011年铜铅锌等金属前景进行了预测，认为黄金和公司主要产品铜的价格可能不断创出历史新高，在其引领下铅锌也有望继续上涨（图2）。

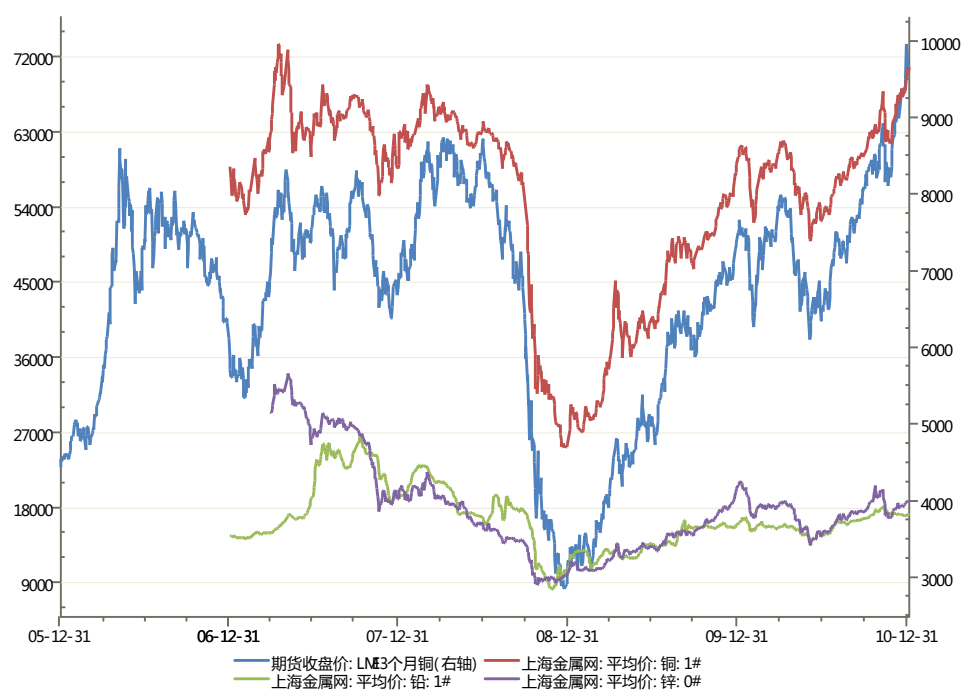
图1 长江有色现货铅锌和白银



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind 信达证券研发中心

图 2 铜铅锌价格



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind 信达证券研发中心

3. 盈利预测与评级

收购银茂矿业的评估基准日为 2010 年 8 月 31 日，评估基准日至完成日期间，银茂矿业如发生亏损，则该亏损由银茂控股承担；银茂矿业如盈利，则盈利由西部资源、银茂控股、宏茂投资按持股比例共享。由于证监会核准和实施日期不定，盈利预测未考虑银茂矿业的利润。

企业所得税减免将增加公司合并报表 2010 年净利润。

2010 年三季度末，公司铜精粉库存约 5400 吨，国庆长假以后，境内外铜价大幅上涨，存货有助于 2010 年公司业绩的提升。

由于本次非公开发行收购银茂矿业尚需经证监会核准后方可实施，暂不计入盈利预测。西部资源资源扩张进展明显，银茂矿业将使公司业绩较大增长，调升西部资源评级至“**买入**”。

表 2 利润表预测

	2009 年报	2010E	2011E
营业总收入(万元)	15,632.04	21,928.50	29,746.75
营业收入(万元)	15,632.04	21,928.50	29,746.75
营业总成本(万元)	5,460.54	6,816.17	7,593.14
营业成本(万元)	2,850.93	3,136.02	3,449.63
营业税金及附加(万元)	264.97	371.70	504.22
销售费用(万元)	541.69	650.03	715.03
管理费用(万元)	1,663.75	1,996.50	2,196.15
财务费用(万元)	82.74	661.92	728.11
资产减值损失(万元)	56.47		
其他经营收益(万元)			
公允价值变动净收益(万元)	136.46		
投资净收益(万元)	41.44		
营业利润(万元)	10,349.41	15,112.33	22,153.61
加: 营业外收入(万元)	1,762.66		
减: 营业外支出(万元)	4.43		
其中: 非流动资产处置净损失(万元)			
利润总额(万元)	12,107.64	15,112.33	22,153.61
减: 所得税(万元)	2,806.15	0.00	5,134.47
净利润(万元)	9,301.49	15,112.33	17,019.14
减: 少数股东损益(万元)			
归属于母公司所有者的净利润(万元)	9,301.49	15,112.33	17,019.14
EPS	0.39	0.64	0.72

资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102