

评级：审慎推荐

有色金属

公司点评报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：吴怡平

电话：0755-25832477

邮件：wuyiping@fcsc.cn

西部资源（600139）

——立足多金属 持续扩张

交易数据

52周内股价区间（元）	18.2—41.8
总市值（亿元）	86.9
流通股本（亿股）	1.17
流通股比率（%）	49.37%

资产负债表摘要(12/10)

股东权益（百万）	473.7
每股净资产（元）	2.12
市净率	17.95
资产负债率	28.3

公告：

- 公司2月25日公布了2010年年报，2010年EPS为0.5695元，同比09年增长23.16%。2010年营业收入为21,168万元，同比09年增长35.42%。归属于上市公司股东的净利润为13,503万元，同比09年增长23.16%。
- 公司同日公布了2010年度利润分配预案。公司拟用累计未分配利润每10股送4股，并派现金0.45元（含税）。

观点：

- 受益于铜价大幅上涨，阳坝铜业铜精矿采矿业务贡献超额利润。阳坝铜业10年生产铜精矿2.02万吨，生产铁精粉1.4万吨。阳坝铜矿储量较小（10.2万吨），但是品位较高（2.2%），选矿回收率优于行业平均水平，单位成本较低，毛利率高达87%。10年阳坝铜业完成盈利15,955.72万元，为年初预测的179.42%，基本上覆盖了公司所有的盈利。
- 收购晶泰锂业和银茂矿业，资源持续丰富和扩张值得期待。2010年公司收购了赣州晶泰锂100%股权及宁都泰昱锂业河源锂辉石矿采矿权及其它经营性资产。凭借这次收购共获得平均品位达到1.04%的360.7万吨锂矿石资源和2500吨碳酸锂产能。此后，公司非公开增发收购银茂矿业80%股权，其拥有的南京栖霞山铅锌矿矿石量513.7万吨，铅锌平均品位分别为3.03%和4.94%。公司还于10年末取得了位于甘肃省礼县两个金矿探矿权。公司大股东四川恒康目前还拥有面积为101.91平方公里的托河-柯家河铜矿探矿权。在获得采矿权后会由于涉及到同一控制人控制下的同业竞争，注入上市公司的可能性很大。
- 银茂控股承诺2011年和2012年净利润不低于13,319.14万和15,000.00万元，预计将增厚公司2011年和2012年EPS分别为0.39和0.45元。
- 给予公司“审慎推荐”投资评级。预期公司2011年和2012年每股收益（按照当前股本2.37亿计算）分别为0.92元和1.17元，若按2012年35-40倍PE估值，对应公司合理股价为41-46.8元。给予公司“审慎推荐”投资评级。

单位：万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	19,285	15,632	21,168	55,943	65,454
同比（%）	126.4%	-18.9%	35.4%	13.0%	13.0%
营业毛利	9,267	12,781	18,095	33,862	41,165
同比（%）	405.5%	37.9%	41.6%	87.1%	21.6%
归属母公司净利润	8,298	9,301	13,503	21,798	27,810
同比（%）	135.8%	12.1%	45.2%	61.4%	27.6%
总股本（万股）	12,097.9	23,711.9	23,711.9	23,711.9	23,711.9
每股收益（元）	0.69	0.39	0.57	0.92	1.17
ROE	30.3%	29.2%	24.9%	20.5%	36.2%
P/E（倍）	55.4	96.8	66.7	41.3	32.4

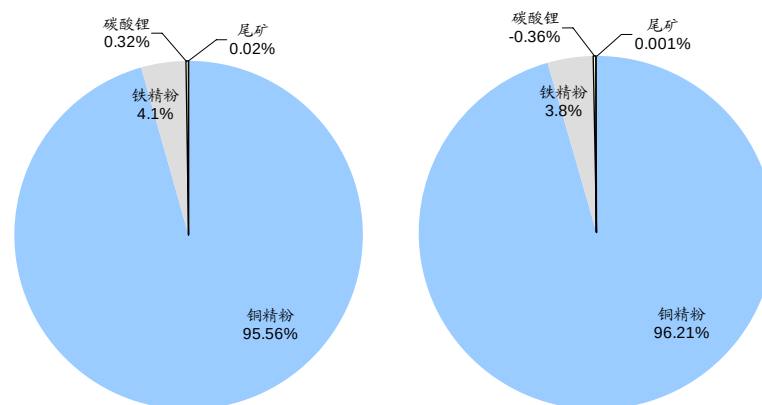


图表 1: 公司主要矿产资源

子公司	权益	矿山	品种	单位	保有资源储量	金属量	品位	矿石处理量
甘肃阳坝铜业	100%	阳坝铜矿	铜	万吨	158.73	3.73	2.35%	300吨/日
		杜坝铜矿	铜	万吨	116.22	3.42	2.94%	300吨/日
		油房沟——铁炉沟铜矿	铜	万吨	191.82	3.09	1.61%	探矿工作仍在进行
宁都泰昱锂业	100%	河源锂辉石矿	锂	万吨	344.38	3.58	1.04%	在建年采选40 万
		广昌县头陂里坑锂辉石矿	锂	万吨	16.31	0.16	0.99%	吨锂辉石扩产项目
银茂矿业	80%	栖霞山铅锌矿	铅	万吨	487.80	14.78	3.03%	
			锌	万吨	487.80	24.10	4.94%	

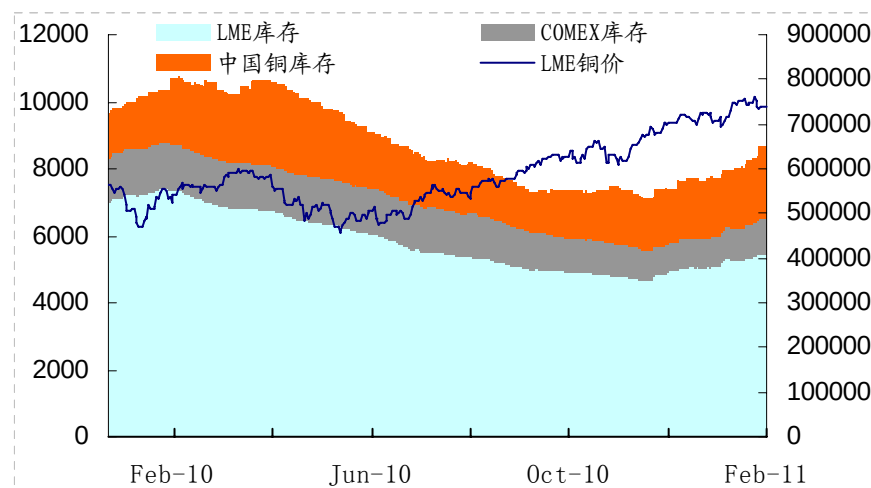
数据来源：第一创业研究所

图表 2: 公司 2010 年营业收入（左）& 营业利润构成（右）



数据来源：第一创业研究所

图表 3: 近年来铜库存及铜价



数据来源：第一创业研究所

图表 4：模拟资产负债表、利润表和现金流量表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	308.1	368.6	575.1	747.3	一、营业收入	156.3	211.7	559.4	654.5
货币资金	166.5	138.2	249.7	517.5	减：营业成本	28.5	30.7	220.8	242.9
交易性金融资产	50.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	2.6	4.3	20.3	23.9
应收款项	66.8	52.9	115.0	135.0	销售费用	5.4	6.9	14.6	17.2
预付款项	12.1	146.6	178.3	48.1	管理费用	16.6	33.6	40.0	45.0
存货	9.2	29.3	32.1	46.7	财务费用	0.8	0.6	0.4	0.8
其他流动资产	3.5	1.7	0.0	0.0	资产减值损失	0.6	3.2	4.8	5.7
非流动资产	127.1	224.8	245.1	269.9	加：公允价值变动收益	1.4	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.4	5.9	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	66.7	66.7	66.7	其中：联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	56.7	79.4	104.2	129.0	二、营业利润	103.5	138.2	258.5	319.0
在建工程	1.8	4.5	0.0	0.0	加：营业外收入	17.6	0.6	0.0	0.0
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	0.0	1.5	0.0	0.0
无形及递延性资产	31.1	71.4	71.4	71.4	三、利润总额	121.1	137.3	258.5	319.0
其它非流动资产	37.5	2.8	2.8	2.8	减：所得税费用	28.1	2.3	4.3	0.0
资产总计	435.2	593.5	820.2	1,017.2	四、净利润	93.0	135.0	254.2	319.0
流动负债	120.8	119.3	231.9	275.3	归属母公司净利润	93.0	135.0	218.0	278.1
短期借款	50.0	50.0	50.0	50.0	少数股东损益	0.0	0.0	36.2	40.9
应付账款	5.2	5.7	134.5	157.1	五、总股本(百万股)	237.1	237.1	237.1	237.1
预收帐款	1.2	1.2	6.5	7.6	BPS (元)	0.39	0.57	0.92	1.17
其它流动负债	64.4	62.4	40.9	60.6	主要财务比率				
非流动负债	0.7	0.5	0.5	0.5	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
专项及预计负债	0.5	0.5	0.5	0.5	营业收入	-18.9%	35.4%	13.0%	13.0%
其它非流动负债	0.2	0.0	0.0	0.0	营业毛利	37.9%	41.6%	87.1%	21.6%
负债合计	121.5	119.8	232.4	275.8	主业盈利	61.8%	32.0%	93.8%	23.4%
少数股东权益	0.0	6.0	42.6	93.8	母公司净利	12.1%	45.2%	61.4%	27.6%
股本	237.1	237.1	237.1	237.1	获利能力				
资本公积与其它	39.6	43.2	43.2	43.2	毛利率	81.8%	85.5%	60.5%	62.9%
留存收益	30.6	182.2	264.3	366.7	主业盈利/收入	66.0%	64.3%	47.1%	49.7%
股东权益合计	307.3	467.7	544.6	647.0	ROS	59.5%	63.8%	45.4%	48.7%
负债和股东权益	435.2	593.5	820.2	1,017.2	ROE	30.3%	28.9%	40.0%	43.0%
					ROIC	26.0%	26.1%	42.7%	45.7%
					偿债能力				
					资产负债率	27.9%	20.2%	28.3%	27.1%
					利息保障倍数	112.4	215.8	574.1	413.8
					速动比率	2.45	2.83	2.34	2.54
					经营现金净额/当期债务	1.77	0.51	2.24	5.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.36	0.68	0.64
					应收款天数	153.76	89.96	74.00	74.25
					存货天数	115.85	342.93	52.34	69.28
					每股指标 (元)				
					主业盈利/股本	0.43	0.57	1.11	1.37
					每股经营现金流	0.37	0.11	0.47	1.13
					每股净资产	1.30	1.95	2.12	2.33
					估值比率				
					P/E	96.85	66.71	41.33	32.39
					P/B	29.31	19.51	17.95	16.29
					P/S	57.63	42.55	16.10	13.76
					EV/EBITDA	82.16	55.05	27.65	21.49

数据来源：第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,如需引用或转载本报告,务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价表现优于市场指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内,股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内,行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内,行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内,行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120