

西部资源 (600139) 增发项目点评

谨慎推荐

增发项目给公司未来两年提供利润增长点, 谨慎推荐

首次评级

有色金属/铜

发布时间: 2011 年 5 月 24 日

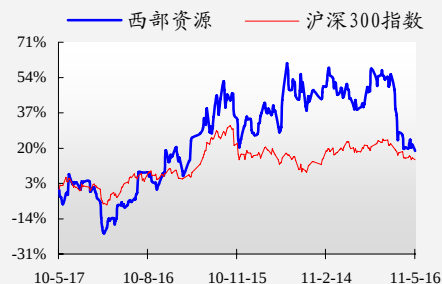
投资要点:

- **增发项目增添铅矿 14.76 万吨, 锌 24.07 万吨。**公司预计不超过 70,000 万元, 扣除发行及相关费用后的募集资金净额将用于收购银茂矿业 80% 的股权, 除权后配股价格 15.5 元, 按照一年有效期, 8 月前公司增发项目被通过的可能性很大。经过实地考察, 银茂矿业是国内少数的零污水、零尾矿的矿区, 地处栖霞风景区, 环保工作非常到位, 所以环评这各环节不会出现什么问题。
- **银茂矿业的资源价值基本在 16.19 元/股之间。**银茂矿业的资源价值基本在 16.19 元/股之间, 所以对应的 15.50 元/股的增发价格来说相对合理。另外银茂控股承诺: 银茂矿业 2010、2011、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 1.22 亿元、1.33 亿元、1.50 亿元, 如果低于上述承诺, 银茂控股将以现金形式补偿给西部资源, 所以增发项目未来盈利性还是有现金方面的保证的。
- **未来两年利润增长点在增发项目。**按照产量和价格假设, 估计公司今年净利润为 2.24 亿元, 同比增长 66%, 2012 年银茂矿业对公司业绩开始全面贡献, 按照控股公司承诺, 西部资源净利润达到 2.79 亿元, 同比增长 25%, 利润的增长主要来自银茂矿业的贡献。
- **谨慎推荐评级。**公司收购完银茂矿业后对公司业绩有较大提升, 盈利能力上存在 1.14 倍上涨空间, 由于配股后股本扩大到 3.77 亿, 对利润有摊薄作用。按照四季度银茂进入合并报表假设, 今年加权股本估计每股收益 0.84 元, 按照 3.77 亿, 明年每股收益 0.66 元。2011 年对应 PE25 倍, 基本合理, 但考虑到有色金属板块最近跌幅较大, 很多个股都具有投资价值, 公司 25 倍 PE 还是不具有领先的投资价值, 谨慎推荐评级。
- **风险提示。**增发方案不通过的风险。

● 业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	212	0.05	135	136.99	0.57	22.23	37.14	
2011E	491	132.13	218	61.25	0.73		25.28	
2012E	899	83.00	249	14.29	0.66		32.05	
2013E	952	5.86	279	11.91	0.74		28.64	

走势图



市场数据

2011-05-23

收盘价:	19.88 元
52 周最高价:	29.83 元
52 周最低价:	12.97 元
平均持仓成本:	26.37 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	33,197
流通 A 股 (万股):	33,197
每股收益 (元):	0.06
每股净资产 (元):	2.03
每股经营现金流 (元):	0.04
市净率:	9.79

分析师: 杨霞辉

执业证书编号: S0550511020003

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangxh@nesc.cn

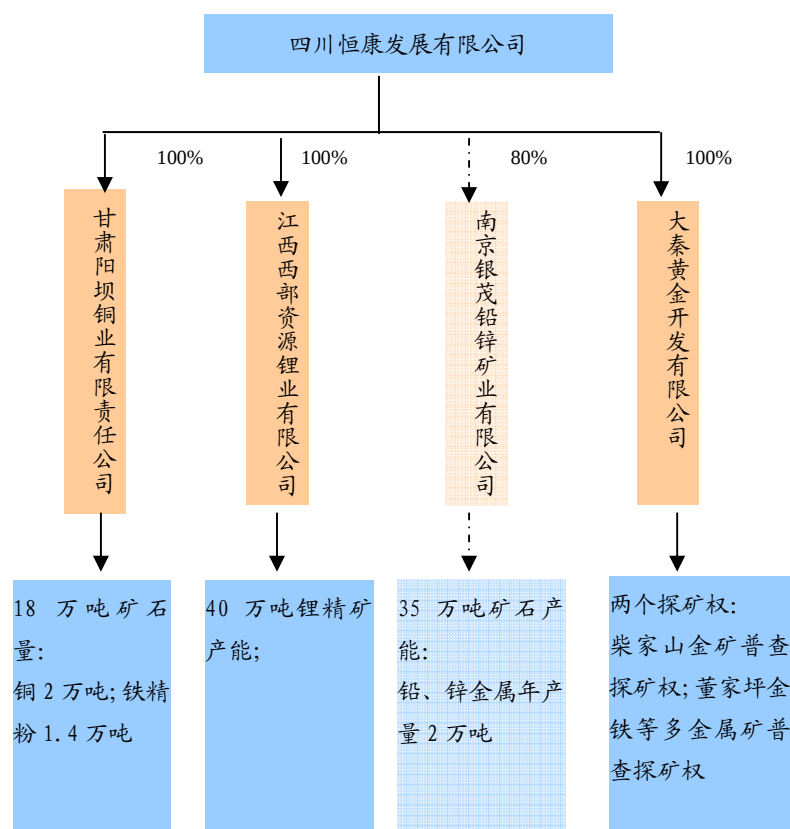
地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

一、增发项目增添铅矿 14.76 万吨，锌 24.07 万吨

公司前身为绵阳高新发展(集团)股份有限公司,2008 年 12 月在控股股东四川恒康发展有限责任公司的支持下,通过实施完成重大资产出售、发行股份购买资产事宜,剥离了盈利能力较弱的资产和不良债务,注入了优质资产甘肃阳坝铜业有限责任公司,实现了由房地产开发和工程建设向铜矿采选的主营业务转变。公司目前的控股股东为四川恒康发展有限公司,占公司总股本的 50.5%,实际控制人为阙文彬;目前旗下有三块业务,阳坝铜业有限公司,主要产品是铜精矿;江西西部资源锂业有限公司,具有 40 万吨锂精矿产能;礼县大秦黄金开发有限公司,旗下有两个探矿权。

图 1、公司组织架构图和主要产能分布



资源来源: 公司公告, 东北证券 注: 颜色浅的部分为公司非公开增发项目

公司 2010 年 8 月发布了非公开增发项目, 预计不超过 70,000 万元, 扣除发行及相关费用后的募集资金净额将用于收购银茂矿业 80% 的股权, 除权后配股价格 15.5 元, 按照一年有效期, 8 月前公司增发项目被通过的可能性很大。本次调研我们主要针对公司非公开增发项目, 经过实地考察, 银茂矿业是国内少数的零污水、零尾矿的矿区, 地处栖霞风景区, 环保工作非常到位, 所以环评这各环节不会出现什么问题。

银茂矿业拥有南京市栖霞山铅锌矿采矿权，开采矿种为铅矿、锌矿，开采方式为地下开采，生产规模为 35.00 万吨/年，矿区面积为 0.9808 平方公里，有效期自 2010 年 8 月 4 日至 2022 年 12 月 4 日。根据国土资源部出具的《关于<江苏省南京市栖霞山铅锌矿区虎爪山、平山头矿段铅锌硫矿资源储量核实报告>矿产资源储量评审备案证明》（国土资储备字[2010]346 号），截止到 2010 年 6 月 30 日，采矿许可证范围内虎爪山矿段内各矿石类型的保有资源储量为：铅锌矿矿石量 487.8 万吨，其中：铅金属量 14.76 万吨，锌金属量 24.07 万吨，硫金属量 1,288 千吨；另外还有大量的伴生稀散金属。

表 1、银茂矿业主要金属资源情况

矿种	资源储量类型	矿石量 (万吨)	平均品位 (%)			金属量		
			Pb	Zn	S	Pb (t)	Zn (t)	S (kt)
	111b	190.7	3.21	5.42	27.64	61,190	103,314	527
	122b	145.4	2.73	4.25	26.07	39,771	61,794	379
	333	151.7	3.08	4.98	25.2	46,599	75,614	382
Pb、Zn	111b+122b+333	487.8	3.03	4.94	26.41	147,560	240,722	1,288
	332	265.2	0.38	0.51	34.45	10,057	11,996	914
	333	120.5	0.33	0.52	33.6	3,668	2,196	406
S	332+333	385.7	0.36	0.52	34.18	13,725	14,192	1,320

资源来源：公司公告，东北证券

表 2、银茂矿业伴生金属资源情况

矿种	矿床平均品位							金属量						
	Ag	Au	Cu	Ga	Cd	Te	Se	Ag	Au	Cu	Ga	Cd	Te	Se
PbZn 伴生	83	1.05	0.156	0.0031	0.0324	0.0019	0.06	404050	5098	7002	150	1463	15	1074
S 伴生	55	0.86	0.293	0.0031		0.0005	0.0073	210394	3285	2853	40		32	149

资源来源：公司公告，东北证券

公司增发成功后公司将转变为铜、铅、锌、锂、黄金综合性有色金属矿产公司，将增添铅矿 14.76 万吨，锌 24.07 万吨，公司旗下的两个黄金探矿权在区域陇南礼县，县公开资料显示甘肃省金矿主要分布于西秦岭、北山、祁连山地区，保有储量位居全国前列，未来礼县黄金储量的大小还是个未知数，我们估计应该不会特别大。

二、银茂矿业盈利情况可观，静态资源价值为 16.19 元/股

银茂控股系成立于 2001 年 4 月 25 日，法定代表人为张美山；经营范围为实业投资与资产管理，有色金属矿及其延伸产品的开发、生产、加工及销售，塑胶化工、工矿备件及机械设备制造、销售；如果公司非公开增发通过，届时公司将持有银贸矿业 80% 股权，银贸控股保留 15% 的股权，南京宏茂投资持有 5% 的股权。从公司披露的银茂矿业 2009 年和 2010 年 1-8 月的盈利情况来看，被注入的资产盈利能力可观，毛利率高于 25%，净利率在 20% 以上，单位营业成本在 7800-11308 元/吨之间。

表 3、过去两年银茂矿业净利润率在 20%以上

银茂矿业		
项 目	2010 年 1-8 月	2009 年度
营业收入（万元）	33,047.60	31,599.69
营业利润（万元）	10,355.03	8,120.97
利润总额（万元）	10,183.75	8,569.42
净利润（万元）	8,156.26	6,677.80
经营活动产生的现金净流量（万元）	12,480.82	10,228.83
毛利率	31.33%	25.70%
净利润率	24.68%	21.13%
营业成本（元/吨）	22,692.57	23,478.72
单位营业成本（估计）	11308.59	7800.24

资料来源：公司公告，东北证券

银茂矿业拥有的 28.76 万吨铅锌矿、404 吨白银、5098 公斤黄金矿产，我们对计价矿产进行了静态资源价值估值，发现总的资源价值基本在 16.19 元/股之间，所以对应的 15.50 元/股的增发价格来说相对合理。另外银茂控股承诺：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 1.22 亿元、1.33 亿元、1.50 亿元，如果低于上述承诺，银茂控股将以现金形式补偿给西部资源，所以增发项目未来盈利性还是有现金方面的保证的。

表 4、银贸矿业静态资源价值大概在 16.19 元/股，15.50 元增发价格基本合理

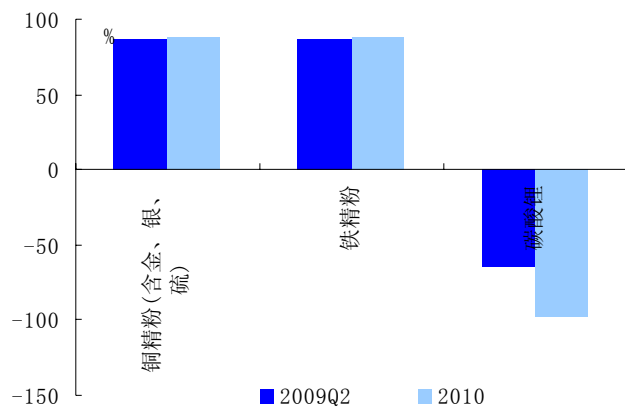
银茂矿业	铅	锌	银	金
单位	万吨	万吨	吨	kg
储量	14.756	24.0722	404.05	5098
价格	15,204	12,348	41（元/吨）	0.28（元/克）
品位	3%	5%	83 克/吨	1 克/吨
金属开采成本	11,222	11,451	0	0
三费率	1%	1%	1%	1%
所得税率	25%	25%	25%	25%
净利润	43,636	16,039	12,400	1,049
股本	4,516	4,516	4,516	4,516
每股资源价值	9.66	3.55	2.75	0.23
总计每股资源价值	16.19			

资料来源：公司公告，东北证券

三、给予公司谨慎推荐评级

最上游的矿产企业是产业链中盈利能力最强的。从过去两年公司披露分产品毛利率情况来看，铜精矿毛利率高达 85%以上；江西西部资源锂业公司仍处于试生产阶段，持续亏损。按照公司规划估计 2011 年公司将开始批量生产，届时锂业对公司业绩拖累将变小或者将有小幅业绩贡献。

图 2、铜、铁矿毛利率都非常高，碳酸锂持续亏损



资料来源：公司公告，东北证券 注：颜色浅的部分为公司非公开增发项目

我们对公司三块业务的假设如下，阳坝铜精矿产量维持在 2 万吨左右，江西西部资源锂业开始量化生产，银茂矿业铅、锌金属两在 2 万吨左右，我们假设下半年通过增发方案，四季度开始进入合并利润表。按照产量和价格假设，估计公司今年净利润为 2.24 亿元，同比增长 66%，2012 年银茂矿业对公司业绩开始全面贡献，按照控股公司承诺，西部资源净利润达到 2.79 亿元，同比增长 25%，利润的增长主要来自银茂矿业的贡献。

表 5、对公司未来分项产品产量假设

子公司	主营	股权	产能	2010	2011E	2012E	2013E
甘肃阳坝铜业有限责任公司	铜精粉	100%	18 万吨	2.02	2.02	2.02	2.02
	铁精粉		矿石量	1.40	1.50	1.50	1.50
江西西部资源锂业有限公司	锂精粉	100%	40 万吨	1,489	1,500	1,600	2,000
	晶泰锂业采矿权			35.78	36	36	40
银茂矿业	铅精矿		35 万吨	1.12	1.12	1.12	1.12
	锌精矿			1.89	1.89	1.89	1.89

资料来源：公司公告，东北证券

表 6、公司盈利预期情况

	2010	2011E	2012E	2013E
主營業務收入(RMB 百萬)	212	491	899	952
主營業務利潤(RMB 百萬)	177	370	517	564
息前稅前利潤(EBIT)(RMB 百萬)	138	274	341	378
淨利潤(RMB 百萬)	135	224	279	309
業務收入成長率(%)	38.68	132.13	83.00	5.86
主營業務利潤率(%)	83.44	75.28	57.44	59.20
EBIT/營收(%)	65.17	55.82	37.94	39.70
淨值回報率(%)	28.50	29.76	27.13	23.12
每股盈餘(元)	0.57	0.84	0.66	0.74
每股淨值(元)	1.97	2.63	2.48	3.22
每股現金股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.10

资料来源：公司公告，东北证券 2011 年每股收益按照加权股本来计算，2012-2-13 年每股收益按照增发后新股本计算

公司收购完银茂矿业后对公司业绩有较大提升,估计盈利能力存在1.14倍上涨空间,由于配股后股本扩大到3.77亿,对利润有摊薄作用,按照四季度银茂进入合并报表假设,今年加权股本估计每股收益0.84元,按照3.77亿,明年每股收益0.66元.2011年对应PE25倍,基本合理,但考虑到有色金属板块最近跌幅较大,很多个股都具有投资价值,公司25倍PE还是不具有领先的投资价值,并且后续矿产增长还看不到,谨慎推荐评级。

表 7、有色金属主要跟踪公司估值比较

简称	评级	股价 (5/23)	EPS		PE		PB		ROE (%)	
			11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
基本金属										
驰宏锌锗	谨慎推荐	30.01	0.73	0.87	41.30	34.35	8.88	7.40	21.49	21.54
江西铜业	推荐	33.86	2.22	2.63	15.28	12.89	3.13	2.67	20.46	20.70
中国铝业 A	谨慎推荐	10.24	0.20	0.37	50.75	27.68	2.58	2.47	5.08	8.93
吉恩镍业	中性	23.63	0.40	1.29	59.08	18.38	5.41	4.39	9.15	23.87
新疆众和	推荐	24.64	0.87	0.94	28.39	26.16	3.52	3.52	12.42	13.47
东阳光铝	推荐	17.30	0.66	0.76	26.34	22.76	5.60	4.67	21.25	20.51
焦作万方	推荐	18.54	0.73	0.74	25.35	24.96	3.80	3.77	14.98	15.10
锡业股份	推荐	30.55	0.91	1.82	33.67	16.76	5.33	4.13	15.83	24.61
西部矿业	谨慎推荐	15.74	0.77	0.80	20.44	19.70	2.62	2.62	12.84	13.32
西部资源	谨慎推荐	21.15	0.84	0.66	25.28	32.05	8.03	8.54	29.76	27.13
平均值	-				34.56	23.20	4.72	4.33	14.50	18.37
小金属										
宝钛股份	谨慎推荐	27.29	0.25	0.55	110.39	49.48	3.16	3.04	2.87	6.14
贵研铂业	谨慎推荐	26.06	0.74	1.15	35.03	22.68	4.25	3.65	12.13	16.10
格林美	推荐	48.36	1.00	2.35	48.50	20.56	5.23	4.77	6.37	15.07
金钼股份	谨慎推荐	22.25	0.38	0.67	58.07	33.22	5.19	4.67	8.93	14.07
厦门钨业	推荐	42.14	1.10	1.50	38.31	28.09	8.78	6.80	22.92	24.19
云南锗业	推荐	64.72	1.46	1.72	44.41	37.54	6.82	6.08	15.35	16.19
中色股份	谨慎推荐	34.68	0.28	0.38	125.52	92.37	10.63	9.80	8.47	10.61
平均值	-				59.80	39.47	7.16	6.01	18.87	21.89
A 股行业平均水平					44.39	32.02	6.00	5.88	17.63	17.99

资料来源: Wind, 东北证券 注: 西部资源 2011 年每股收益按照加权股本来计算, 2012-2-13 年每股收益按照增发后新股本计算

损益表(RMB 百万)	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	212	491	899	952
主营业务利润	177	370	517	564
销管费用	41	96	175	186
财务费用	1	6	13	15
营业利润	138	268	328	363
投资收益净额	-1	0	-	-
税前损益	137	268	328	363
所得税	2	43	49	54
少数股东权益	-0	7	30	30
净利润	135	224	279	309
税率(%)	2	16	15	15

资产负债表(RMB 百万)	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	369	423	625	721
现金	138	110	176	260
存货	29	56	110	112
应收帐款及票据	201	257	339	349
其它流动资产	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-
固定资产	84	379	527	625
其它资产	74	82	90	97
资产总额	593	885	1,242	1,443
流动负债	119	131	214	109
长期负债	0	-	-	-
其它负债	-	-	-	-
负债总额	120	131	214	109
少数股东权益	6	69	93	121
股本	237	260	377	377
资本公积与保留盈余	225	494	651	957
股东权益	474	754	1,028	1,334
负债总额+股东权益	593	885	1,242	1,443

现金流量表(RMB 百万)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	57	135	224	279
折旧与摊提	5	21	20	27
本期运用资金变动	-23	-132	-71	-97
其它营业资产与负债	14	1	-	-
营业活动之现金流量	89	26	174	209
资本支出净额	-6	-84	-59	-53
本期长期投资变动	-47	21	-	-
其它资产变动	-2	1	3	5
投资活动之现金流量	-55	-62	-56	-49
自由现金流量	34	-36	118	160
现金增资	-	23	-	-
本期负债变动	-131	-2	11	84
配股付息	-1	-2	-52	-75
其它	94	42	-	-
融资活动之现金流量	91	8	-52	-75
本期产生现金流量	125	-28	66	84

损益表(RMB 百万)	2011/Q1	2011/Q2	2011/Q3	2011/Q4
主营业务收入	36	118	123	214
主营业务利润	29	109	114	119
销管费用	7	23	24	42
财务费用	0	2	2	2
营业利润	21	84	88	75
投资收益净额	0	-	-	-
税前损益	21	84	88	75
所得税	6	13	13	11
少数股东权益	-0	-	-	7
净利润	15	71	74	64
税率(%)	30	15	15	15

财务报表分析	2010	2011E	2012E	2013E
每股资料分析(元)				
每股盈余(EPS)	0.57	0.84	0.66	0.74
每股净值(BVPS)	1.97	2.63	2.48	3.22
每股营收	0.89	1.89	2.38	2.52
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.00	0.10
估值				
本盈比(PER)	37.14	25.28	32.05	28.64
本值比(PBR)	10.74	8.03	8.54	6.58
股息收益率(DY)	0.00	0.00	0.00	0.00
企业价值(EV)/营收	23.63	11.38	9.02	8.35
EV/EBITDA	35.01	18.95	22.45	19.61
EV/经营自由现金流	56.48	217.49	46.65	38.10
获利能力(%)				
主营业务利润率	83.44	75.28	57.44	59.20
业务利润率	65.28	54.50	36.48	38.13
EBITDA/营收	67.51	60.09	40.17	42.56
EBIT/营收	65.17	55.82	37.94	39.70
净利润率	63.79	45.66	31.01	32.41
资本回报率(%)				
净值回报率(ROE)	28.50	29.76	27.13	23.12
总资产回报率(ROCE)	22.75	25.36	22.45	21.38
年成长率(%)				
营业收入	38.68	132.13	83.00	5.86
EBITDA	23.03	106.63	22.34	12.15
EBIT	21.18	98.83	24.39	10.77
每股盈余	-1.42	46.91	-21.12	11.91
每股净值	-5.32	33.69	-5.93	29.81
每股股利	-	-	-	0.00
稳定/偿债能力				
负债比率(%)	20.18	14.79	17.26	7.53
利息保障倍数(X)	220.50	42.29	26.00	25.18
利息及短期债保障倍数	115.06	199.71	149.96	305.75
净负债/EBITDA	-0.13	0.07	0.11	-0.37
流动比率(X)	3.09	3.23	2.91	6.64
速动比率(X)	2.85	2.80	2.40	5.61

按照中国会计准则编制

注：西部资源 2011 年每股收益按照加权股本来计算，2012-2-13 年每股收益按照增发后新股本计算

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。