

证券研究报告

公司研究——事项点评

西部资源（600139.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：持有，2014.4.21

范海波 CFA，行业分析师

执业编号：S1500510120021

联系电话：+86 10 63081252

邮箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师

执业编号：S1500512110003

联系电话：+86 10 63081085

邮箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 研究助理

联系电话：+86 10 6308 0936

邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 研究助理

联系电话：+86 10 63081273

邮箱：wangwei2@cindasc.com

相关研究

《有色主业盈利不佳 看好向新能源汽车转型》

2014.4

《新能源和有色金属多元布局形成》2014.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

新能源客车产业链一体化前景光明

公布非公开发行股票预案修订稿

2014 年 6 月 6 日

事件： 2014 年 5 月 30 日西部资源发布《非公开发行股票预案修订稿》及相关收购标的资产评估报告书、审计报告、盈利预测，详解了各增发项目的细节。预案尚需股东大会过会（6 月 15 日），并经证监会核准。

点评：

- **新能源客车产业链一体化。**公司定增预案修订稿为：以发行价 6.89 元/股增发不超过 5.25 亿股（含本数），发行对象为控股股东四川恒康、国艺投资、海莲投资和阳红彬，四者权益分别为 80%、10%、6.19%和 3.81%，锁定期 36 个月。在 36.18 亿元的总融资额中，20 亿元用于收购深圳五洲龙汽车公司 80%的股权并增资、8.7 亿元收购重庆交融公司 57.55%股权、3.26 亿元收购重庆恒通客车 59%股权、6769.18 万元收购重庆恒通电动 35%股权，剩余资金用于补充现金流。此次定增公司拟从上、中、下游打造一体化的新能源产业链。公司在上游拥有较为丰富的锂矿石资源（河源锂辉石矿采矿权，具备 40 万吨采矿能力），中游已设立了锂电池生产厂（已收购苏州龙能科技 85%的股权、与苏州力能共同出资 5000 万元设立苏州宇量电池有限公司），通过拓展下游新能源客车业务可以对现有资源进行整合、延伸产业链。
- **重庆恒通客车和恒通电动技术、销售模式均较成熟。**非公开发行方案公布前，西部资源就已收购恒通客车 7%股权、恒通电动 31%股权，交易一旦顺利完成，西部资源将持有恒通客车 66%股权、恒通电动 66%股权。成熟的快充模式和营运经验是恒通客车及恒通电动的优势。恒通电动是目前中国客车领域中以“快速充电”为核心战略的客车企业，其研发生产的 10 分钟快速充电纯电动大巴和快速充电插电式混合动力客车，从 2012 年初开始已成功商业运行两年的时间，截至 2013 年底，恒通电动已经累计交付插电式混合动力客车、纯电动客车及混合动力客车动力系统 1,061 台/套，累计运行里程超过 7,500 万公里，运行情况良好。
- **重庆交融公司是西部资源新能源汽车销售提供融资平台。**重庆交融公司是西部资源扩大市场份额的重要布局。公司不必局限于卖车的模式，可以通过租赁手段，减轻公交运营商的资金压力，将电动公交车推广到更多城市。根据挂牌公告转让条件，西部资源承诺摘牌成功后的前五个会计年度内，保证交融租赁每年实现不低于人民币 3.5 亿元的可分配利润。
- **深圳五洲龙汽车兼具动力电池和客车生产资质。**五洲龙是我国较早开展新能源客车研发的汽车生产企业，已为深圳市累计提供了近 3000 辆新能源公交车，且在重庆、辽宁沈阳、广东揭阳设有子公司，除去新能源汽车生产资质，同时具备动力电池批量生产能力。整合五洲龙后，公司将成为全国第一大新能源公交车生厂商。五洲龙承诺 2014、2015、2016 年度归属于上市公司的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 1.5 亿元、2.0 亿元和 2.5 亿元。

- **销售区域网络化。**我们认为，公司的收购标的已拥有一定的技术积淀和销售规模，收购后五洲龙辐射珠三角、重庆恒通辐射西南地区、江苏子公司辐射长三角，公司将形成销售区域网络化的良好布局。
- **新能源汽车行业前景光明。**2013 年 12 月财政部、科技部、工信部、发改委等四部委公布了包括北京在内的 28 个城市、地区作为首批新能源汽车推广应用城市名单，2014 年初又批复了第二批推广城市名单，包含 12 个城市或区域。五洲龙汽车所在的深圳通过 2009-2012 年期间推广新能源汽车，已实现了充电设施网络建设的初步全面覆盖，计划 2013-2015 年推广新能源汽车 35000 辆，其中推广纯电动公交车 5000 辆，物流等专用车 10000 辆。
- **盈利预测及评级：**假设此次定增成功（股本扩大至 11.87 亿股），根据定增预案中对拟收购资产的盈利能力预测，公司预计 2014 年 EPS 为 0.13 元。由于此次非公开增发尚需股东大会和证监会审核通过，尚存不确定性，我们维持对公司 14-16 年 EPS 0.11 元、0.13 元、0.18 元的预测，维持“持有”评级。
- **风险因素：**欧债危机恶化，美国经济复苏进程放缓；中国经济增速低于预期；金属价格下降；非公开增发未获通过。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	587.71	423.05	523.24	604.10	899.89
增长率 YoY %	88.29%	-28.02%	23.68%	15.45%	48.96%
归属母公司净利润(百万元)	186.47	-56.37	69.67	86.46	120.01
增长率 YoY%	-24.48%	-130.23%	-223.59%	24.10%	38.81%
毛利率%	70.77%	58.04%	65.64%	66.00%	63.20%
净资产收益率 ROE%	12.35%	-3.88%	5.85%	7.61%	9.69%
每股收益 EPS(元)	0.36	-0.09	0.11	0.13	0.18
市盈率 P/E(倍)	25	/	102	87	63
市净率 P/B(倍)	3.7	4.6	5.4	5.0	4.6

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2014 年 6 月 5 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	914.89	1,018.71	863.36	1,012.83	1,255.16
货币资金	688.32	836.81	668.08	797.94	956.67
应收票据	67.69	40.64	50.26	58.03	86.45
应收账款	20.14	12.34	15.26	17.62	26.24
预付账款	8.75	6.53	6.62	7.56	12.19
存货	55.82	59.20	59.95	68.48	110.42
其他	74.16	63.20	63.20	63.20	63.20
非流动资产	1,158.08	1,349.77	1,334.03	1,303.64	1,269.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	209.95	241.71	217.59	206.57	190.69
无形资产	850.27	979.30	957.45	922.89	876.21
其他	97.86	128.75	158.98	174.18	202.37
资产总计	2,072.97	2,368.48	2,197.39	2,316.47	2,524.44
流动负债	232.05	292.42	312.38	339.98	420.98
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	13.71	22.74	23.03	26.31	42.42
其他	218.34	269.67	289.35	313.66	378.55
非流动负债	41.06	652.63	652.63	652.63	652.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.06	652.63	652.63	652.63	652.63
负债合计	273.11	945.05	965.01	992.61	1,073.61
少数股东权益	185.16	135.79	139.83	144.85	151.81
归属母公司股东权益	1,614.69	1,287.64	1,092.55	1,179.01	1,299.02
负债和股东权益	2072.97	2368.48	2197.39	2316.47	2524.44

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	587.71	423.05	523.24	604.10	899.89
同比	88.29%	-28.02%	23.68%	15.45%	48.96%
归属母公司净利润	186.47	-56.37	69.67	86.46	120.01
同比	-24.48%	-130.23%	-223.59%	24.10%	38.81%
毛利率	70.77%	58.04%	65.64%	66.00%	63.20%
ROE	12.35%	-3.88%	5.85%	7.61%	9.69%
每股收益(元)	0.36	-0.09	0.11	0.13	0.18
P/E	25	/	102	87	63
P/B	3.7	4.6	5.4	5.0	4.6
EV/EBITDA	16.78	76.64	28.74	26.14	22.52

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	587.71	423.05	523.24	604.10	899.89
营业成本	171.79	177.51	179.77	205.37	331.13
营业税金及附加	17.25	14.14	17.48	20.19	30.07
营业费用	20.69	18.08	22.37	25.82	38.47
管理费用	155.49	201.77	171.70	198.24	295.30
财务费用	-17.88	14.02	33.32	34.05	33.77
资产减值损失	6.02	21.39	26.71	30.83	45.97
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	237.84	-33.51	71.90	89.61	125.19
营业外收入	20.46	2.81	2.59	2.64	2.56
营业外支出	3.24	3.30	0.78	0.78	0.78
利润总额	255.06	-34.00	73.71	91.47	126.97
所得税	51.90	25.64	0.00	0.00	0.00
净利润	203.16	-59.64	73.71	91.47	126.97
少数股东损益	16.69	-3.27	4.04	5.01	6.96
归属母公司净利润	186.47	-56.37	69.67	86.46	120.01
EBITDA	353.76	85.26	227.35	249.97	290.17
EPS (摊薄)	0.36	-0.09	0.11	0.13	0.18

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	296.23	77.09	233.93	257.97	287.57
净利润	203.16	-59.64	73.71	91.47	126.97
折旧摊销	98.70	89.72	117.85	122.71	127.41
财务费用	0.00	29.54	35.79	35.79	35.79
投资损失	-0.29	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	8.24	-15.48	-20.13	-22.84	-48.57
其它	-13.57	32.95	26.71	30.83	45.97
投资活动现金流	-229.10	-210.67	-102.11	-92.32	-93.04
资本支出	-11.98	-35.79	-102.11	-92.32	-93.04
长期投资	-211.80	-174.88	0.00	0.00	0.00
其他	-5.32	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-6.45	282.07	-300.55	-35.79	-35.79
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	6.45	312.72	300.55	35.79	35.79
现金净增加额	60.69	148.49	-168.73	129.86	158.73

有色金属与钢铁小组简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪, 有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券, 2 年证券从业经验。

丁士涛, 中央财经大学管理学硕士, 3 年银行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心, 从事有色金属和钢铁行业研究。

王伟, 澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士, 矿产大宗商品行业 1 年工作经验, 现从事有色金属行业研究助理工作。

有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117.SH	西部资源	600139.SH	荣华实业	600311.SH	江西铜业	600362.SH	中金黄金	600489.SH	方大炭素	600516.SH
山东黄金	600547.SH	厦门钨业	600549.SH	刚泰控股	600687.SH	盛屯矿业	600711.SH	赤峰黄金	600988.SH	中国铝业	601600.SH
西部矿业	601168.SH	紫金矿业	601899.SH	洛阳钼业	603993.SH	兴业矿业	000426.SZ	盛达矿业	000603.SZ	焦作万方	000612.SZ
新兴铸管	000778.SZ	云南铜业	000878.SZ	安泰科技	000969.SZ	中科三环	000970.SZ	银泰资源	000975.SZ	闽东电力	000993.SZ
中捷股份	002021.SZ	东方锆业	002167.SZ	恒邦股份	002237.SZ	章源钨业	002378.SZ	江海股份	002484.SZ	钢研高纳	300034.SZ

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。