

证券研究报告

公司研究——季报点评

西部资源（600139.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：持有，2014.7.22

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

《矿业盈利有望好转 新能源转型在路上》2014.10

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

产量不及预期 转型之路坎坷

三季度点评

2014 年 10 月 30 日

事件：西部资源发布三季度，1-9月公司实现营业收入2.81亿元，同比减少3.41%；实现归属于母公司股东净利润141万元，同比减少87.24%；基本每股收益0.002元，业绩低于预期。公司同时预计，2014年净利润可能出现亏损。

点评：

- **矿业板块：价格下跌、产量减少，主业盈利不佳。**2014年金属供需呈现出国外市场短缺和国内市场过剩的差异化局面，因此国内金属价格表现明显弱于国际市场。国内金属现货价格跌多涨少，其中：铜均价49689元，同比下跌6.7%；铝均价14018元，同比下跌1.48%；锌均价16121元，同比上涨4.34%。从收入看，公司前三季度收入同比下降3.41%，剔除价格因素后，产品销量并未出现明显上涨。2013年由于阳坝铜业尾矿库建设，铜产量大幅下降。从目前的情况看，阳坝铜业产量尚未恢复，导致公司业绩低于预期，因此下调公司铜产量预测。从毛利率看，价格下跌、产量减少、品位下降等因素导致毛利率减少9.22个百分点至49.86%。我们预计金属价格大幅上涨的动力依然不足，矿业板块未来看点是阳坝铜业复产和银茂矿业扩产进展。
- **新能源汽车板块：转型之路坎坷。**今年公司先后收购龙能科技股权并向其出资，获得85%的股权；与苏州力能技术投资合伙企业共同出资设立宇量电池，获得80%股权；拟通过非公开增发收购深圳五洲龙80%股权并增资、收购恒通客车59%股权（收购完成后合计持有66%股权）、收购恒通电动35%股权（收购完成后合计持有66%股权）、收购交融租赁57.55%股权；收购从事节能电机的成都伟瓦节能科技有限公司并增资，获得51%股权。至此，公司在新能源汽车产业链上的布局涵盖锂辉石矿、锂电池材料、锂电池组装、电机系统、整车销售和客户融资。但是9月29日公司非公开发行未获得证监会审核通过，公司向新能源汽车转型受阻。根据公司表态（2014年三季度），向新能源汽车转型的目标不会变，未来将通过银行贷款等途径自筹资金解决。由于融资方式的调整，我们预计财务费用将出现大幅增长，新能源汽车板块利润贡献也将延后。
- **盈利预测及评级：**我们下调公司产量预期并调整贷款规模，因此同步下调14-16年EPS至-0.02元、0.01元、0.07元（上次预测为14-16年EPS 0.11元、0.13元、0.18元），继续给予“持有”评级。
- **风险因素：**欧债危机恶化，美国经济复苏进程放缓；中国经济增速持续下滑；金属价格下降；限售股解禁；新能源汽车转型失败；连续两年亏损被退市风险警示。

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	412.34	636.89	855.64
增长率 YoY %	88.29%	-28.02%	-2.53%	54.46%	34.34%
归属母公司净利润(百万元)	186.47	-56.37	-12.31	8.48	43.97
增长率 YoY%	-24.48%	-130.23%	-78.17%	-168.91%	418.49%
毛利率%	70.77%	58.04%	62.39%	63.83%	61.40%
净资产收益率 ROE%	12.35%	-3.88%	-1.07%	0.84%	4.22%
每股收益 EPS(元)	0.36	-0.09	-0.02	0.01	0.07
市盈率 P/E(倍)	54	/	/	1,178	227
市净率 P/B(倍)	6.2	7.8	9.9	9.8	9.4

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 未披露股价异动原因, 停牌中。股价为 2014 年 9 月 30 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	2,451.70	1,843.89	1,999.46
货币资金	688.32	836.81	2,279.44	1,615.65	1,706.80
应收票据	67.69	40.64	39.61	61.18	82.20
应收账款	20.14	12.34	12.03	18.57	24.95
预付账款	8.75	6.53	5.71	8.48	12.16
存货	55.82	59.20	51.71	76.81	110.15
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	3,785.73	3,147.53	3,268.73
流动负债	232.05	292.42	1,187.44	1,140.27	1,214.95
短期借款	0.00	0.00	900.00	800.00	800.00
应付账款	13.71	22.74	19.87	29.51	42.32
其他	218.34	269.67	267.57	310.76	372.63
非流动负债	41.06	652.63	1,452.63	852.63	852.63
长期借款	0.00	0.00	800.00	200.00	200.00
其他	41.06	652.63	652.63	652.63	652.63
负债合计	273.11	945.05	2,640.07	1,992.90	2,067.58
少数股东权益	185.16	135.79	135.08	135.57	138.12
归属母公司股东权益	1,614.69	1,287.64	1,010.58	1,019.06	1,063.03
负债和股东权益	2072.97	2368.48	3785.73	3147.53	3268.73

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	412.34	636.89	855.64
同比	88.29%	-28.02%	-2.53%	54.46%	34.34%
归属母公司净利润	186.47	-56.37	-12.31	8.48	43.97
同比	-24.48%	-130.23%	-78.17%	-168.91%	418.49%
毛利率	70.77%	58.04%	62.39%	63.83%	61.40%
ROE	12.35%	-3.88%	-1.07%	0.84%	4.22%
每股收益(元)	0.36	-0.09	-0.02	0.01	0.07
P/E	54	/	/	1,178	227
P/B	6.2	7.8	9.9	9.8	9.4
EV/EBITDA	28.23	124.15	64.11	46.63	42.95

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	412.34	636.89	855.64
营业成本	171.79	177.51	155.07	230.34	330.31
营业税金及附加	17.25	14.14	13.78	21.28	28.59
营业费用	20.69	18.08	17.63	27.22	36.57
管理费用	155.49	201.77	135.31	209.00	280.78
财务费用	-17.88	14.02	84.32	109.41	90.91
资产减值损失	6.02	21.39	21.07	32.53	43.73
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	-14.83	7.11	44.74
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	-13.02	8.97	46.52
所得税	51.90	25.64	0.00	0.00	0.00
净利润	203.16	-59.64	-13.02	8.97	46.52
少数股东损益	16.69	-3.27	-0.71	0.49	2.55
归属母公司净利润	186.47	-56.37	-12.31	8.48	43.97
EBITDA	353.76	85.26	191.62	248.47	269.73
EPS (摊薄)	0.36	-0.09	-0.02	0.01	0.07

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	196.29	245.31	280.00
净利润	203.16	-59.64	-13.02	8.97	46.52
折旧摊销	98.70	89.72	117.85	122.71	127.41
财务费用	0.00	29.54	86.79	116.79	95.79
投资损失	-0.29	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	8.24	-15.48	-16.40	-35.69	-33.46
其它	-13.57	32.95	21.07	32.53	43.73
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	1,348.45	-816.79	-95.79
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	1,700.00	-700.00	0.00
支付利息或股息	6.45	312.72	351.55	116.79	95.79
现金净增加额	60.69	148.49	1442.63	-663.80	91.16

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。