

优质资产注入带来华丽蜕变

——西藏珠峰（600338）调研简报

2016年05月18日

推荐/首次

西藏珠峰

调研简报

报告摘要：

专注高毛利率的矿山采选业务，业绩有保障。

- ◆ 公司拟剥离掉国内处于亏损状态的铅锌铜冶炼加工业务，并将主业集中于矿山采选业务，毛利率大幅提升，2016年一季度，公司毛利率达到64%，2016年一季度公司营业收入为2.71亿元，归属于上市公司股东净利润为1.23亿元，较去年同期上涨91.34%，一季度净利润率为45.39%。
- ◆ 公司成本优势巨大：矿权成本和人工成本相比国内企业低，在2016年铅锌均价维持甚至高于2015年的态势下，公司业绩承诺完成有保障。

资源优势突出，销售渠道稳定。

- ◆ 公司拥有三个采矿权，铅锌储量位居国内第三位。三项大采矿权均位于阿尔登-托普坎铅锌矿区，处于同一矿脉，分别为阿矿、派矿和北阿矿。
- ◆ 销售渠道稳定，销量有望稳重有升。公司主要面向哈锌、哈铜等大型铜铅锌冶炼企业，一般为一年期长单，回款良好，需求稳定。供应矿石量仅为此类大型冶炼企业的30%，未来随着塔中矿业产量的进一步提升，销量有望继续提升。

政策红利助企业前行。

- ◆ 增资互联网+金融，开辟融资活动新渠道。
- ◆ 塔中工业园区建设树立“一带一路”标杆企业。园区内5万吨粗铅项目的顺利完成，有利于在塔国树立良好企业形象，增强企业信誉，为未来园区内矿山采选业务相关的配套设施建设提供良好的保障，而随着相关配套设施的逐步本地化，公司的矿石采选业务成本优势将更加凸显。

公司盈利预测及投资评级。公司作为铅锌产业链布局新晋的龙头企业，随着公司全资子公司塔中矿业产能逐步扩张，看好公司在铅锌采选业方面的发展前景。依据塔中矿业的业绩承诺及公司实际情况，我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.87/0.94/1.02元，对应PE分别为29/27/24倍，给予公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,541.60	1,491.45	2,001.16	2,062.31	2,147.20
增长率(%)	-1.75%	-3.25%	34.18%	3.06%	4.12%
净利润(百万元)	10.37	139.60	570.77	615.58	666.48
增长率(%)	-59.06%	1772.02	254.77%	7.89%	8.31%
净资产收益率(%)	22.64%	24.02%	41.77%	34.85%	30.31%
每股收益(元)	0.05	0.25	0.87	0.94	1.02
PE	460.56	101.47	28.60	26.51	24.48
PB	104.27	24.37	11.95	9.24	7.42

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

刘岗

010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	24.87-24.52
总市值(亿元)	162.4
流通市值(亿元)	39.38
总股本/流通A股(万股)	65301/15833
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	5.84

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 专注高毛利率的矿石采选业务，业绩有保障	4
1.1 专注高毛利率的矿山采选业务	4
1.2 公司成本优势大，业绩承诺完成有保障	6
2. 资源优势突出，销售渠道稳定	7
2.1 手握三大采矿权，跻身国内铅锌矿业前列	7
2.2 销售渠道稳定有保障	7
3. 政策红利助力企业前行	8
3.1 增资互联网+加强公司可持续发展能力	8
3.2 塔中工业园区建设树立“一带一路”标杆企业	8
4. 盈利预测及估值	9

表格目录

表 1: 西藏珠峰三个矿权资源情况	7
表 2: 同类型铅锌上市公司储量市值比较	9
表 3: 同类型铅锌上市公司市盈率比较（元/股）	9
表 4: 公司盈利预测表	10

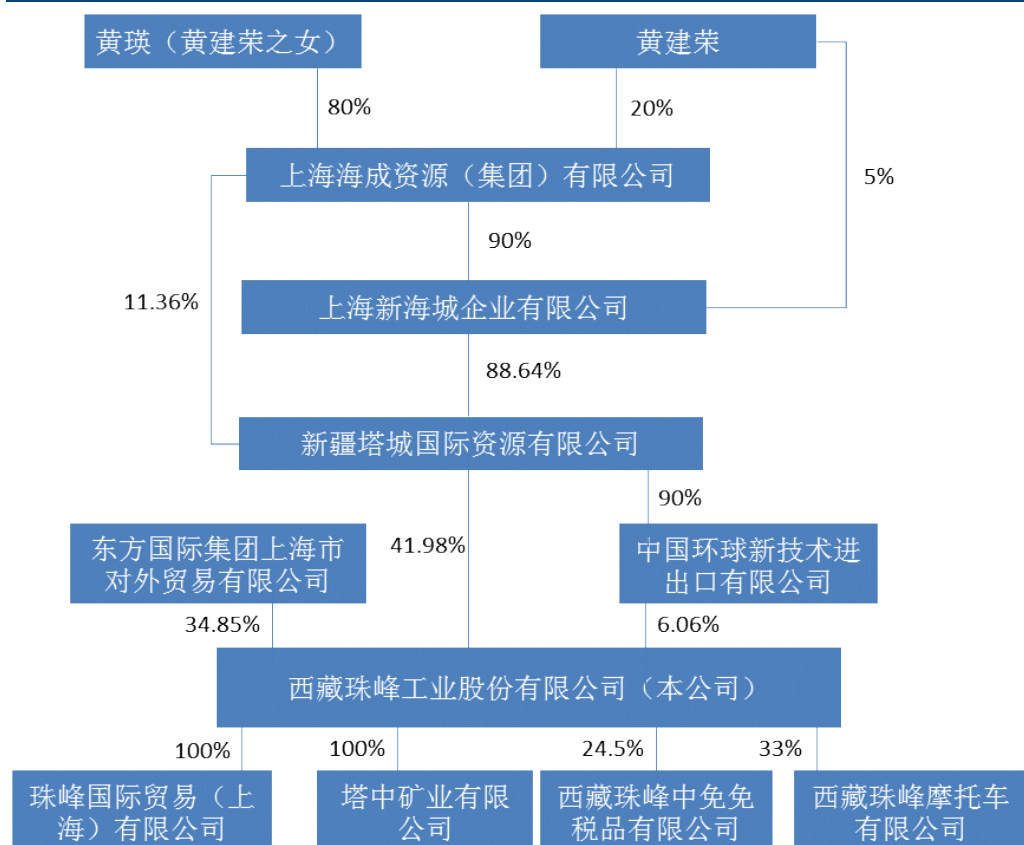
插图目录

图 1: 西藏珠峰控制关系图	4
图 2: 2014 年/2015 年公司主营业务变化情况	5
图 3: 2012-2016 年一季度毛利率变化情况	5
图 4: 2012-2014 年塔中矿业原矿生产量（万吨）	7
图 5: 塔中矿业 2012-2014 年精粉生产量（万千克）	7
图 6: 塔中矿业 2011-2015 年精矿销量（吨）	8
图 7: 塔中矿业 2011-2015 年精矿销售收入（万元）	8

1. 专注高毛利率的矿石采选业务，业绩有保障

西藏珠峰从 2006 年 3 月至 2015 年 8 月，主营业务为锌、铜等有色金属冶炼及相关产品生产、销售，主要产品为锌锭、铜锭和一水硫酸锌。但由于主营业务持续疲弱，2015 年 8 月公司重大资产重组，实际控制人将其控制的塔中矿业 100% 的股权注入到上市公司。公司主营业务发生根本性改变，华丽转身为有色金属资源类企业，为公司带来了新的丰厚的利润增长点。

图 1: 西藏珠峰控制关系图

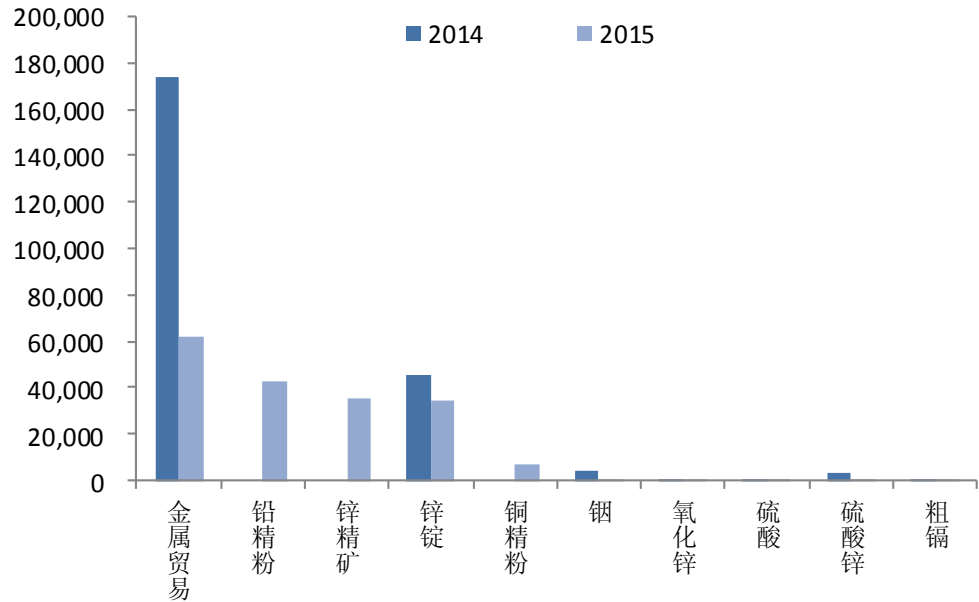


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.1 专注高毛利率的矿山采选业务

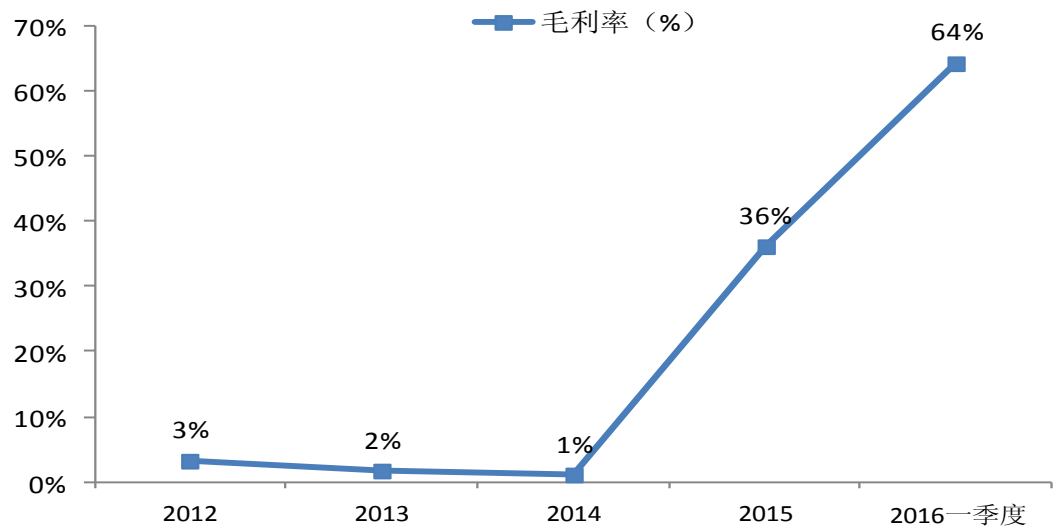
剥离亏损资产，专注高毛利率的矿山采选业务。 2015 年发行股份购买塔中矿业 100% 股权（矿山采选业务）并且计划剥离锌冶炼和铜回收业务（计划 2016 年内完成），公司拟剥离掉国内处于亏损状态的铅锌铜冶炼加工业务，并将主业集中于矿山采选业务，毛利率获得大幅提升。2016 年一季度，公司毛利率达到 64%，2016 年一季度公司营业收入为 2.71 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 1.23 亿元，较去年同期上涨 91.34%，一季度净利润率为 45.39%。

图 2: 2014 年/2015 年公司主营业务变化情况



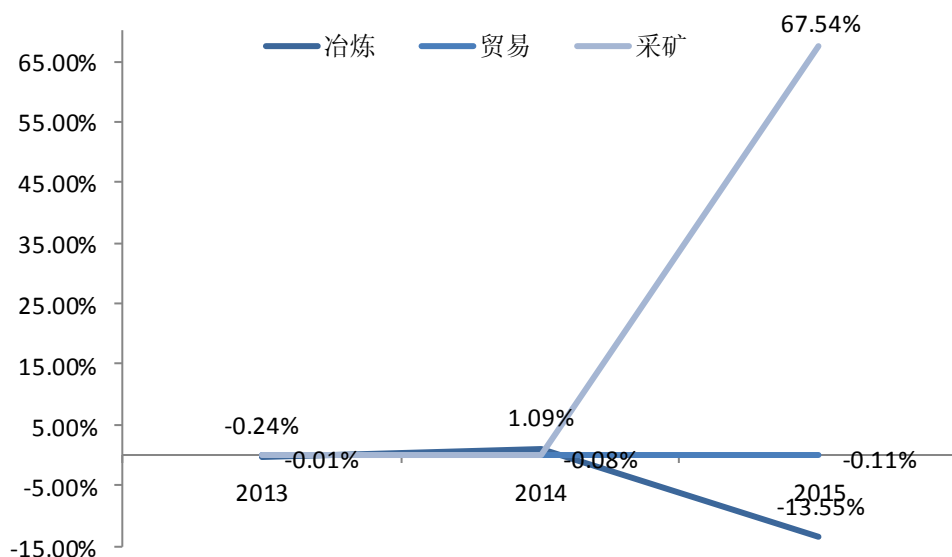
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 3: 2012-2016 年一季度毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 冶炼、贸易、采矿三大业务毛利率变化情况



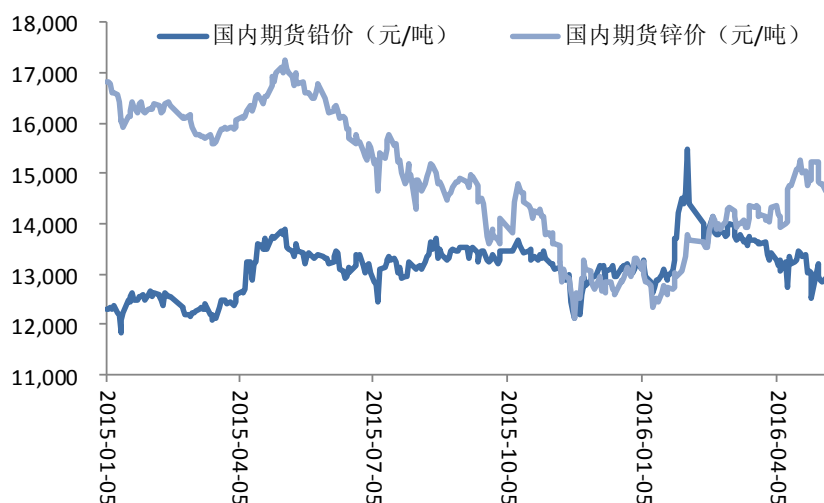
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

1.2 公司成本优势大, 业绩承诺完成有保障

矿权获取成本低。由于塔吉克斯坦国家的相关政策, 塔中矿业仅以允诺的几千万美元投资以及相关的税收和解决就业就拿下了此处的矿权, 花费成本极低, 从公司年报的无形资产摊销项目中已经体现。

人工成本低。塔中矿业员工中大约有 40% 采用当地人, 本地人的人工成本相比国内极低。综合来看, 公司有着巨大的成本优势, 在 2016 年铅锌平均价格有望高于 2015 年的态势下, 公司的业绩承诺可大概率完成。

图 5: 2015 年至今铅、锌价格变化



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 资源优势突出，销售渠道稳定

2.1 手握三大采矿权，跻身国内铅锌矿业前列

公司拥有三个采矿权，铅锌储量位居国内第三位。三项大采矿权均位于阿尔登-托普坎铅锌矿区，处于同一矿脉，分别为阿矿、派矿和北阿矿。其中北阿矿的矿石量最大，供给 6758.21 万吨，阿矿和派矿的矿石量分别为 2891.45 万吨和 162.47 万吨。公司铅锌储量在国内也位列中金岭南和驰宏锌锗之后，位居第三。

表 1：西藏珠峰三个矿权资源情况

矿权	铅金属量 (万吨)	平均品位 (%)	锌金属量(万 吨)	平均品位 (%)	银金属量 (吨)	平均品位 (g/t)	铜金属量(万 吨)	平均品位 (%)
北阿矿	201.48	2.98	233.49	3.45	1913.68	28.32	9.13	0.14
阿矿	75.32	2.6	80.63	2.79	214.14	7.41	1.74	0.06
派矿	5.98	3.68	6.08	3.74	82.12	50.54		

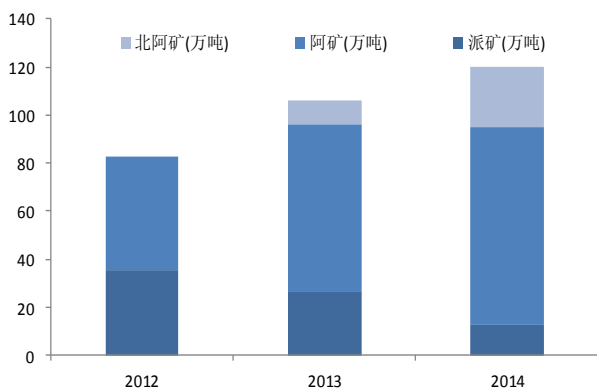
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 销售渠道稳定有保障

销售渠道稳定，销量有望稳重有升。公司主要面向哈锌、哈铜等大型铜铅锌冶炼企业，一般为一年期长单，回款良好，需求稳定。供应矿石量仅为此类大型冶炼企业的 30%，未来随着塔中矿业产量的进一步提升，销量有望继续提升。

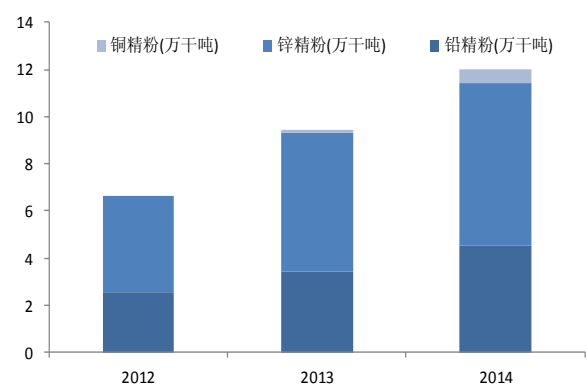
2015 年，塔中矿业完成矿石处理量 151 万吨，公司销售铅精矿 39,232 吨，锌精矿 52,790 吨，铜精矿 1788 吨，相对于 2014 年有所减少。塔中矿业 2015 年实现税后利润 3.97 亿元，超额完成盈利预测任务。公司 2016 年计划采选总量 220 万吨，销售精矿 255000 吨，银约 90 吨，销售收入预计实现 20 亿元人民币，预计带来利润总额达到 6 亿元。

图 4：2012-2014 年塔中矿业原矿生产量（万吨）



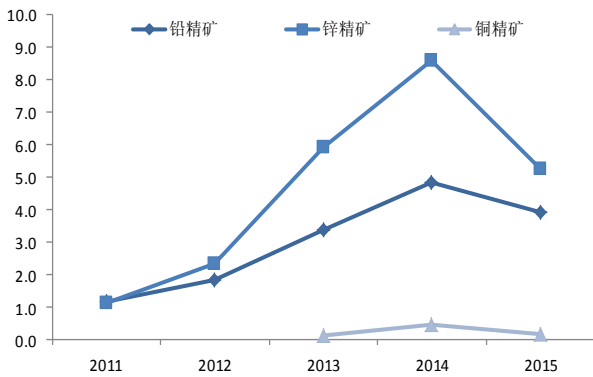
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：塔中矿业 2012-2014 年精粉生产量（万千克）



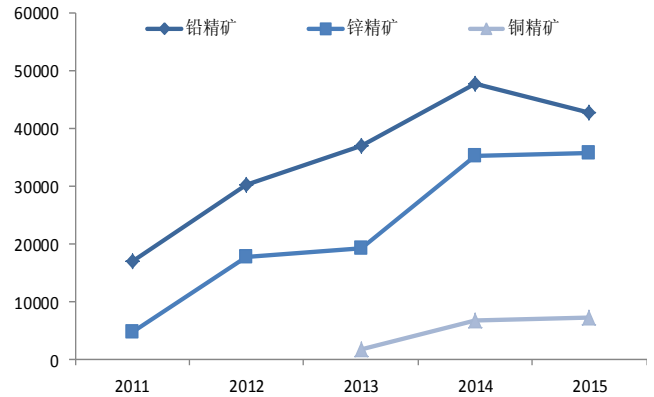
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6: 塔中矿业 2011-2015 年精矿销量 (吨)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7: 塔中矿业 2011-2015 年精矿销售收入 (万元)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 政策红利助力企业前行

3.1 增资互联网+加强公司可持续发展能力

增资互联网+金融，开辟融资活动新渠道。2015年10月公司向上海捷财金融信息服务有限公司增资人民币3000万元，完成增资后，公司持有25%股权。该公司主营业务为互联网金融，首创P2L模式（融资租赁互联网金融模式）与公司具有一定的互补性。P2L（Person to Leasing），即个人投资对接融资租赁。平台一端对接的是有国家资质的融资租赁金融机构的真实产品，另一端对接的是有巨大理财需求的互联网用户，以互联网的效率让融资需求和民间资本在更大的范围里快速的匹配。

3.2 塔中工业园区建设树立“一带一路”标杆企业

政策红利提供发展优势。塔中矿业是目前塔吉克斯坦最大的中资企业，是中国企业在中亚地区目前获得的最具有战略价值的金属矿山资源，也是我国在“一带一路”国家战略布局上的标杆企业。在塔吉克斯坦，金属的开采和冶炼技术都与国内有较大差距，未来随着公司在塔国业务的深入，未来发展优势将逐步凸显。

工业园区建设树立“一带一路”标杆。目前公司正在园区内建设5万吨粗铅项目的土建工程，预计明年完成整体冶炼厂的建设。作为工业园区内的标杆性工程，5万吨粗铅项目的顺利完成，有利于在塔国树立良好企业形象，增强企业信誉，为未来园区内矿山采选业务相关的配套设施建设提供良好的保障，而随着相关配套设施的逐步本地化，公司的矿石采选业务成本优势将更加凸显。

多渠道创收盈利。塔中矿业还拟出资392万美元参与在中塔工业园设立中塔红宇，成立后将持有49%的股权，主要业务为矿山企业进行耐磨铸件的生产配套。中塔红宇的合作是利用红宇新材的耐磨材料新技术在矿山采选耗材方面的应用，一方面提高塔中矿业采选生产效率，降低能耗和成本，另一方面还可利用公司在中亚地区的资源，扩

大产品销售网络, 实现多渠道创收盈利。

4. 盈利预测及估值

公司作为铅锌产业链布局新晋的龙头企业, 随着公司全资子公司塔中矿业产能逐步扩张以及巨大的成本优势, 我们看好公司在铅锌采选业方面的发展前景。我们选取了两家铅锌的龙头企业与公司进行比较, 而公司 2016 年 29 倍 PE 也远低于行业平均 63 倍 PE, 我们认为公司目前估值较低, 具备较好的安全边际。

表 2: 同类型铅锌上市公司储量市值比较

公司	铅锌储量(万吨)	2015 年铅锌产量(万吨)	市值(亿元)	吨市值(亿元/吨)
西藏珠峰	662	9.2	162	4.09
驰宏锌锗	756	39.47	193	3.92
中金岭南	1044	32.67	205	5.09

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

依据塔中矿业的业绩承诺及公司实际情况, 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.87/0.94/1.02 元, 对应 PE 分别为 29/27/24 倍, 给予公司“推荐”评级。

表 3: 同类型铅锌上市公司市盈率比较 (元/股)

代码	公司	EPS				PE				股价
		2015 A	2016 E	2017 E	2018 E	2015 A	2016 E	2017 E	2018 E	
600388	西藏珠峰	0.25	0.87	0.94	1.02	101	29	27	24	24.87
	行业均值					202	63	47	60	
600587	驰宏锌锗	0.03	0.12	0.16	0.21	301	73	57	42	8.95
000060	中金岭南	0.09	0.18	0.25	0.12	102	53	37	78	9.27

资料来源: wind 一致预测, 东兴证券研究所

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	336	390	853	1308	1799	营业收入	1542	1491	2001	2062	2147
货币资金	117	107	507	947	1419	营业成本	1526	953	1019	1032	1049
应收账款	7	171	219	226	235	营业税金及附加	2	44	50	52	54
其他应收款	118	10	14	14	15	营业费用	17	95	110	113	118
预付款项	4	11	19	26	33	管理费用	47	129	160	165	172
存货	88	80	84	85	86	财务费用	12	-21	-2	-7	-12
其他流动资产	2	10	10	10	10	资产减值损失	3.27	85.70	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	163	818	675	633	591	公允价值变动收益	1.18	-0.08	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2	1	2	2	2	投资净收益	75.46	-5.92	0.00	0.00	0.00
固定资产	104.67	604.79	611.45	594.07	563.88	营业利润	13	200	664	708	766
无形资产	30	3	3	2	2	营业外收入	1.78	1.45	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	14	97	0	0	0	营业外支出	0.11	1.02	0.00	0.00	0.00
资产总计	499	1207	1527	1942	2390	利润总额	14	201	664	708	766
流动负债合计	434	533	481	494	508	所得税	4	61	93	92	100
短期借款	32	32	0	0	0	净利润	10	140	571	616	666
应付账款	135	208	218	221	224	少数股东损益	2	-20	3	3	3
预收款项	53	4	14	24	35	归属母公司净利润	9	160	568	613	663
一年内到期的非	98	111	90	90	90	EBITDA	40	250	703	742	796
非流动负债合计	4	4	0	0	0	BPS (元)	0.05	0.25	0.87	0.94	1.02
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	438	537	481	494	508	成长能力					
少数股东权益	24	4	7	10	13	营业收入增长	3.4%	-3.3%	34.18%	3.06%	4.12%
实收资本(或股	158	653	653	653	653	营业利润增长	-92.9%	385.7%	231.40%	6.61%	8.27%
资本公积	50	22	22	22	22	归属于母公司净利润	254.8%	244.7%	254.77%	7.89%	8.31%
未分配利润	-193	301	670	1068	1499	获利能力					
归属母公司股东	38	666	1359	1758	2189	毛利率(%)	1.04%	36.11%	49.06%	49.96%	51.13%
负债和所有者权	499	1207	1527	1941	2390	净利率(%)	0.67%	9.36%	28.52%	29.85%	31.04%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.71%	13.26%	37.17%	31.55%	27.76%
						ROE(%)	22.64%	24.02%	41.77%	34.85%	30.31%
经营活动现金流	54	196	554	647	693	偿债能力					
净利润	10	140	571	616	666	资产负债率(%)	87.64%	44.47%	31.49%	25.44%	21.27%
折旧摊销	15.65	70.95	0.00	41.47	42.25	流动比率	0.78	0.73	1.77	2.65	3.54
财务费用	12	-21	-2	-7	-12	速动比率	0.57	0.58	1.60	2.48	3.37
应付帐款的变化	0	0	10	3	4	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	10	10	11	总资产周转率	2.98	1.75	1.46	1.19	0.99
投资活动现金流	95	-207	96	0	0	应收账款周转率	233	17	10	9	9
公允价值变动收	1	0	0	0	0	应付账款周转率	10.52	8.71	9.40	9.41	9.65
长期投资	2	1	2	2	2	每股指标(元)					
投资收益	75	-6	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.05	0.25	0.87	0.94	1.02
筹资活动现金流	-76	-6	-250	-207	-220	每股净现金流(最新	0.46	-0.03	0.61	0.67	0.72
短期借款	32	32	0	0	0	每股净资产(最新摊	0.24	1.02	2.08	2.69	3.35
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	495	0	0	0	P/E	460.56	101.47	28.60	26.51	24.48
资本公积增加	0	-28	0	0	0	P/B	104.27	24.37	11.95	9.24	7.42
现金净增加额	73	-17	400	440	472	EV/EBITDA	98.86	65.16	22.51	20.74	18.72

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。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。

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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。