

公司研究/年报点评

2017年03月29日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 17.8
合理价格区间(元): 18.70~19.50

陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

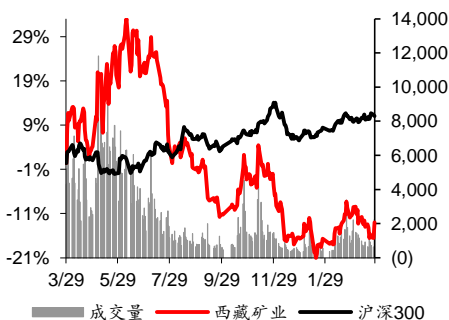
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1 《西藏矿业(000762):立足铬锂资源,持续产能扩张》2016.10
- 2 《西藏矿业(000762):锂业务盈利提升,收购增厚铬矿资源》2016.08
- 3 《西藏矿业(000762):经营正常化回归,锂板块值得期待》2015.08

股价走势图



资料来源: Wind

资源注入完成, 铬锂产能有待接替

西藏矿业(000762)

发布 16 年年报: 盈利同比下滑

公司于 3 月 28 日发布 2016 年报, 16 年内实现营业收入 6.96 亿元, 同比下降 23.63%; 归母净利润 0.21 亿元, 同比下降 31.43%, 对应 16 年 EPS 0.0417 元; 其中四季度实现营业收入 2.64 亿元, 归母净利润 0.08 亿元, 公司业绩情况低于我们此前预期。报告期内, 公司主营铬矿产品产销量下滑, 业绩受到影响, 未来随着项目建设和技术优化, 产品产能有望得到提升。

铬矿产能尚未接替, 拖累主业营收

由于公司主产矿区罗布萨原有探明储量基本采尽, 现有储量属于鸡窝矿, 年产量只有两万吨左右, 因而报告期内公司铬业务营收和毛利出现较大幅度下降。公司 16 年铬矿产量为 2.5 万吨和 4.7 万吨, 同比分别下降达 30.51%、38.9%。由于 16 年公司剩余铬矿库存已基本外销, 在公司募投项矿山项目建设投产前, 铬矿产能预计难有较快恢复。

运输影响锂矿销售, 工艺优化持续推进

16 年公司锂产品产量稳步提升, 但由于锂精矿运输存在一定问题, 销量出现同比下滑, 业务营收增速不及预期。报告期内, 公司同中国地质科学院盐湖中心形成相关协议, 在西藏扎布耶现场开展太阳池结晶工艺的优化、提升试验工作; 同时 1000 吨/年电池级碳酸锂试验生产线正在稳定的运行中, 论证工作仍在持续。公司目前扎布耶锂精矿年产能 5000-6000 吨, 有待技术突破后发挥资源优势, 实现产品规模和业绩的稳定增长。

完成铬矿资源注入, 持续推进矿山项目建设

报告期内公司通过非公开发行, 注入了罗布莎 I、II 矿群南部铬铁矿区 0.702 平方公里的采矿权, 实现铬铁矿资源增厚 201 万吨。罗布莎 I、II 矿群南部铬铁矿开采工程项目建设完成达产后, 预计增加 10 万吨/年的铬铁矿产量, 有望解决当前铬矿产量瓶颈。目前, 矿区南部开采工程招标代理机构选聘工作已经完成, 项目施工招标及项目建设工作将陆续开展。

长期具备增产空间, 维持公司“增持”评级

公司铬矿资源增厚, 短期内铬锂产品产销量受制于项目进度。在 19 年铬铁矿山初步投产、盐湖产能稳定的基础上, 按照公司生产计划, 假设 17 年铬铁矿销量 2.4 万吨, 低于 16 年水平, 锂精矿产量 5000 吨, 同时铬铁矿和碳酸锂参考 16 年价格。对应适当下调盈利预测水平, 预计公司 2017-2019 年收入分别为 6.12 亿元、7.01 亿元和 8.47 亿元, 对应 EPS 分别为 0.05 元、0.07 元、0.09 元, 当前股价对应 PE 分别为 366、273、197 倍, 维持公司“增持”评级。由于公司锂产品下游新能源行业仍具备景气前景, 给予一定估值溢价, 对应合理股价区间 18.7-19.5 元。

风险提示: 铬锂产品价格下跌, 公司扎不耶盐湖资源开发进度持续低于预期; 铬矿募投项目建设低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	520.82
流通 A 股 (百万股)	475.95
52 周内股价区间 (元)	16.15-27.25
总市值 (百万元)	9,271
总资产 (百万元)	2,922
每股净资产 (元)	4.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	910.89	695.61	612.65	700.94	846.94
+/-%	76.98	(23.63)	(11.93)	14.41	20.83
净利润 (百万元)	31.02	21.27	25.30	33.91	47.13
+/-%	135.11	(31.43)	18.92	34.05	38.99
EPS (元, 最新摊薄)	0.06	0.04	0.05	0.07	0.09
PE (倍)	298.88	435.84	366.49	273.41	196.71

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,475	1,745	1,634	1,759	1,912
现金	1,007	1,411	1,253	1,368	1,451
应收账款	189.07	80.09	125.13	124.20	149.58
其他应收账款	46.90	30.71	31.72	35.89	43.04
预付账款	18.02	18.81	30.69	26.06	32.33
存货	104.57	88.04	103.36	103.50	124.12
其他流动资产	108.94	116.87	90.05	101.47	112.51
非流动资产	927.81	1,176	1,136	1,092	1,048
长期投资	16.96	16.83	17.36	17.12	17.15
固定资产投资	414.25	397.49	401.93	384.85	357.01
无形资产	100.07	366.09	360.76	355.45	350.14
其他非流动资产	396.53	395.83	356.37	334.83	323.27
资产总计	2,403	2,922	2,771	2,851	2,960
流动负债	328.76	360.68	155.45	162.57	169.80
短期借款	140.14	201.96	0.00	0.00	0.00
应付账款	34.65	27.41	28.43	29.84	35.31
其他流动负债	153.97	131.32	127.02	132.73	134.50
非流动负债	52.79	52.69	52.73	52.74	52.72
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	52.79	52.69	52.73	52.74	52.72
负债合计	381.55	413.38	208.18	215.30	222.52
少数股东权益	371.36	385.70	414.83	454.00	508.39
股本	475.97	520.82	520.82	520.82	520.82
资本公积	1,175	1,583	1,583	1,583	1,583
留存公积	(4.50)	16.77	44.25	78.16	125.29
归属母公司股	1,650	2,122	2,148	2,182	2,229
负债和股东权益	2,403	2,922	2,771	2,851	2,960

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	306.89	278.75	0.53	60.89	25.88
净利润	35.70	56.71	54.43	73.08	101.52
折旧摊销	49.46	48.10	41.58	43.53	44.71
财务费用	(14.87)	(10.77)	(47.61)	(54.26)	(58.34)
投资损失	2.81	(1.55)	(0.71)	(0.40)	(0.70)
营运资金变动	201.06	172.65	(86.39)	5.19	(63.23)
其他经营现金	32.74	13.61	39.23	(6.24)	1.92
投资活动现金	(16.29)	(180.04)	(3.96)	(0.72)	(1.31)
资本支出	17.51	96.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	1.47	(0.58)	0.04
其他投资现金	1.22	(83.86)	(2.49)	(1.30)	(1.27)
筹资活动现金	(239.66)	304.84	(153.96)	54.05	58.38
短期借款	(352.56)	61.82	(201.96)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	44.84	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	407.27	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	112.90	(209.09)	48.00	54.05	58.38
现金净增加额	50.95	403.56	(157.39)	114.22	82.94

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	910.89	695.61	612.65	700.94	846.94
营业成本	749.37	516.58	487.06	546.73	635.20
营业税金及附加	13.88	20.49	13.53	16.40	20.30
营业费用	19.80	15.99	14.30	16.09	19.56
管理费用	93.36	91.15	80.67	88.73	109.28
财务费用	(14.87)	(10.77)	(47.61)	(54.26)	(58.34)
资产减值损失	5.93	(5.53)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.81)	1.55	0.71	0.40	0.70
营业利润	40.62	69.24	65.42	87.64	121.64
营业外收入	4.73	2.44	3.24	3.22	3.10
营业外支出	3.25	3.95	3.92	3.82	3.87
利润总额	42.09	67.74	64.73	87.04	120.86
所得税	6.40	11.03	10.31	13.97	19.34
净利润	35.70	56.71	54.43	73.08	101.52
少数股东损益	4.68	35.44	29.13	39.17	54.39
归属母公司净利润	31.02	21.27	25.30	33.91	47.13
EBITDA	75.20	106.58	59.39	76.91	108.01
EPS (元)	0.06	0.04	0.05	0.07	0.09

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	76.98	(23.63)	(11.93)	14.41	20.83
营业利润	140.89	70.47	(5.53)	33.97	38.79
归属母公司净利润	135.11	(31.43)	18.92	34.05	38.99
获利能力 (%)					
毛利率	17.73	25.74	20.50	22.00	25.00
净利率	3.41	3.06	4.13	4.84	5.56
ROE	1.88	1.00	1.18	1.55	2.11
ROIC	1.98	3.69	1.12	2.17	4.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.88	14.15	7.51	7.55	7.52
净负债比率 (%)	36.73	48.86	0	0	0
流动比率	4.49	4.84	10.51	10.82	11.26
速动比率	3.97	4.59	9.71	10.07	10.42
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.26	0.22	0.25	0.29
应收账款周转率	3.90	4.68	5.73	5.29	5.88
应付账款周转率	18.51	16.65	17.45	18.77	19.50
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.04	0.05	0.07	0.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.54	0.00	0.12	0.05
每股净资产(最新摊薄)	3.17	4.08	4.12	4.19	4.28
估值比率					
PE (倍)	298.88	435.84	366.49	273.41	196.71
PB (倍)	5.62	4.37	4.32	4.25	4.16
EV_EBITDA (倍)	110.53	77.99	139.95	108.07	76.96

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com