

公司研究/中报点评

2018年08月09日

有色金属/基本金属及冶炼 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 21.71
合理价格区间(元): 24.08~27.52

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

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

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

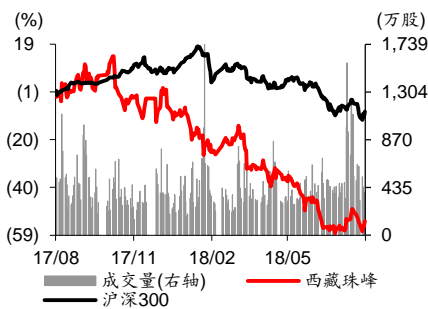
相关研究

1《西藏珠峰(600338,增持): 矿山项目顺利推进, 锌价高位提振业绩》2018.03

2《西藏珠峰(600338,增持): 矿产量创新高, 年中业绩继续向好》2017.07

3《西藏珠峰(600338,增持): 矿产品量价齐升, 保障盈利水平》2017.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

铅锌采选恢复正常, 锂资源项目稳步推进 西藏珠峰(600338)

公司发布 2018 年半年报, 业绩同比微幅下滑

8月9日公司发布18年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入11.06亿元, 同比下降5.52%; 实现归属于母公司股东的净利润5.30亿元, 同比下降7.01%; 实现EPS0.81元。公司2季度单季实现营业收入5.51亿元, 同比下降7.31%; 实现归母净利润3.06亿元, 同比增长15.99%; 实现EPS0.47元。报告期内, 公司铅锌产量受到干旱气候影响有所下滑, 业绩低于我们此前预期; 但公司矿山采选已经恢复正常, 境外锂资源项目顺利推进, 预计18-20年EPS为1.72/1.82/2.02元, 维持公司“增持”评级。

塔国旱灾影响铅锌矿产量, 二季度起生产逐步恢复

报告期内, 公司矿山采矿量为141.84万吨, 选矿处理量为137.9万吨, 分别完成全年计划量的42.98%和45.97%。公司上半年铅锌铜金属产量达到6.42万吨, 其中铅锌金属量分别为2.2万吨和4.03万吨, 同比下滑26.67%和14.03%。据中报, 18年一季度, 塔国出现严重的干旱, 对生产形成不利影响; 二季度起, 公司进行了水库加高加固施工, 提高水库的蓄水能力, 同时生产也逐步恢复正常, 我们认为产量有望回归计划水平。

加强选矿生产系统技术改造, 粗铅出口销售手续办理中

据半年报披露, 公司通过强化开拓探矿工程施工、增加采矿人员等方式提高采矿效率, 目前已启动选矿厂的提质增效技改工程, 计划通过该技改工程逐步提高选矿能力和回收率等指标, 从而进一步增加生产效益。据中报显示, 目前公司5万吨粗铅冶炼厂已经建成, 目前处于粗铅出口销售手续办理中, 冶炼厂处于待产状态。我们认为公司采选冶炼多个项目有望渐入正轨, 综合实力或将持续提升。

境外锂资源项目建设推进中, 业务版图实现突破

2018年4月, 公司通过持股45%的NNEL公司, 完成收购加拿大创业板公司Lithium X 100%股权。其中SDLA项目已获得了年产能2500吨碳酸锂当量的富锂卤水采选许可, 截至目前已完成全部产能所需蒸发池建设。据中报, 公司预计2018年底前后可实现销售2000吨LCE的富锂卤水产品。目前, 公司正向当地政府申请扩产至2万吨/年的许可, 通过资源收购和项目建设, 公司已经成功在锂上游实现布局突破。

矿山盈利能力稳定, 维持“增持”评级

由于塔国干旱影响, 18年产量假设有所下调; 我们预计19-20年铅锌矿供需将转向过剩, 因此下调期间铅锌价格假设。预计公司18-20年营收分别为25.45、28.22、37.81亿元, 归属母公司净利润为11.23、11.90、13.16亿元, 净利润预测较此前调整幅度分别为-19.7%、-25.7%、-19.3%, 对应EPS为1.72、1.82、2.02元, PE为13、12、11倍。参考可比公司2018年平均PE水平15倍, 给予公司18年14-16倍PE区间, 对应公司目标价格为24.08-27.52元, 维持“增持”评级。

风险提示: 铅锌等金属价格下跌, 矿山开采和产出量不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	653.01
流通A股 (百万股)	158.33
52周内股价区间 (元)	19.40-52.93
总市值 (百万元)	14,177
总资产 (百万元)	4,004
每股净资产 (元)	2.86

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,477	2,467	2,545	2,822	3,781
+/-%	(0.99)	67.02	3.18	10.90	33.95
归属母公司净利润 (百万元)	650.26	1,114	1,123	1,190	1,316
+/-%	306.31	71.26	0.85	5.96	10.63
EPS (元, 最新摊薄)	1.00	1.71	1.72	1.82	2.02
PE (倍)	21.80	12.73	12.62	11.91	10.77

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 公司中报业绩指标对比

	2016H1	2017H1	2018H1
营业收入/亿元	6.49	11.71	11.06
归母净利润/亿元	2.64	5.7	5.3
毛利率/%	63.59	69.25	73.24
净利率/%	40.23	48.66	47.92
ROE (加权) /%	23.29	39.26	27.24

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表2： 主要假设一览

项目	单位	2018E	2019E	2020E
锌精矿价格	万元/吨	1.70	1.60	1.60
铅精矿价格	万元/吨	1.35	1.35	1.35
锌金属产量	万吨	9.45	10.94	11.60
铅金属产量	万吨	5.81	6.73	7.14
锌精矿收入	百万元	1311.90	1429.69	1516.34
铅精矿收入	百万元	1064.45	999.35	1059.92
卤水折合 LCE 销售量	吨	2500.00	12500.00	22500.00
三费率		12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：华泰证券研究所

图表3： 可比公司估值指标 (截止 18.8.9) 单位：亿元

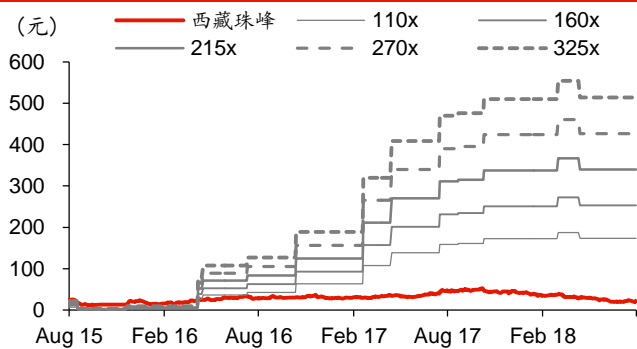
代码	公司	市值	净利润 18E	对应 PE
600497	驰宏锌锗	252.53	14.47	17
000060	中金岭南	171.70	13.07	13
000408	藏格控股	244.44	16.31	15
平均				15
600338	西藏珠峰	141.77	11.23	13

注：除西藏珠峰为华泰有色预测外，其余均为 Wind 一致预期数据；由于公司新增盐湖业务，因此将原铅锌可比公司盛达矿业更换为盐湖标的藏格控股

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

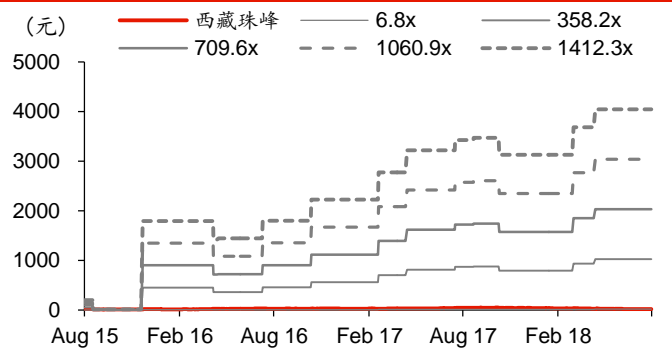
PE/PB - Bands

图表4： 西藏珠峰历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5： 西藏珠峰历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	745.17	1,839	2,362	3,646	5,519
现金	398.36	1,356	1,853	3,069	4,703
应收账款	125.08	135.90	191.77	198.65	262.96
其他应收账款	19.53	122.59	77.48	95.85	133.87
预付账款	42.33	33.88	37.63	46.26	73.67
存货	143.30	133.72	148.51	182.55	290.76
其他流动资产	16.57	57.65	53.36	54.05	54.55
非流动资产	1,202	1,396	1,398	1,384	1,220
长期投资	1.17	1.20	1.20	1.20	1.20
固定投资	875.70	960.04	1,087	1,131	1,063
无形资产	2.27	1.78	1.64	1.50	1.35
其他非流动资产	322.99	432.81	308.32	250.48	153.89
资产总计	1,947	3,235	3,760	5,030	6,739
流动负债	644.86	1,248	647.80	696.71	934.82
短期借款	0.00	711.80	0.00	0.00	0.00
应付账款	161.37	284.65	316.13	388.60	618.94
其他流动负债	483.49	251.87	331.67	308.11	315.88
非流动负债	3.66	282.99	285.55	285.06	284.53
长期借款	0.00	282.99	282.99	282.99	282.99
其他非流动负债	3.66	0.00	2.56	2.08	1.55
负债合计	648.52	1,531	933.34	981.77	1,219
少数股东权益	1.06	0.00	0.00	30.94	185.63
股本	653.01	653.01	653.01	653.01	653.01
资本公积	22.36	22.36	22.36	22.36	22.36
留存公积	965.27	1,687	2,152	3,342	4,658
归属母公司股东权益	1,298	1,704	2,827	4,017	5,334
负债和股东权益	1,947	3,235	3,760	5,030	6,739

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	579.23	1,087	1,320	1,270	1,497
净利润	647.33	1,113	1,123	1,221	1,471
折旧摊销	77.91	106.57	123.23	147.90	163.91
财务费用	(15.26)	(13.46)	(17.68)	(79.73)	(138.72)
投资损失	(18.91)	(18.82)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(127.63)	(90.05)	30.47	(18.83)	(29.73)
其他经营现金	15.79	(10.37)	61.17	(0.44)	29.89
投资活动现金	(413.99)	(524.40)	(123.48)	(135.10)	(1.06)
资本支出	436.92	450.82	130.83	130.83	0.00
长期投资	32.79	(1.90)	(5.00)	2.50	(0.42)
其他投资现金	55.72	(75.49)	2.35	(1.77)	(1.47)
筹资活动现金	109.89	(315.83)	(699.26)	80.58	139.15
短期借款	(32.00)	711.80	(711.80)	0.00	0.00
长期借款	0.00	282.99	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	141.89	(1,311)	12.54	80.58	139.15
现金净增加额	292.70	212.05	497.57	1,215	1,635

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,477	2,467	2,545	2,822	3,781
营业成本	441.56	676.98	751.85	924.20	1,472
营业税金及附加	84.58	156.54	161.53	179.13	239.95
营业费用	108.21	135.02	139.32	154.51	206.96
管理费用	107.33	124.19	128.14	142.11	190.35
财务费用	(15.26)	(13.46)	(17.68)	(79.73)	(138.72)
资产减值损失	(3.21)	0.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(3.35)	4.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.91	18.82	0.00	0.00	0.00
营业利润	769.11	1,410	1,382	1,502	1,810
营业外收入	1.61	0.35	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.72	40.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	765.99	1,370	1,382	1,502	1,810
所得税	118.67	256.50	258.77	281.31	338.95
净利润	647.33	1,113	1,123	1,221	1,471
少数股东损益	(2.93)	(0.34)	0.00	30.94	154.69
归属母公司净利润	650.26	1,114	1,123	1,190	1,316
EBITDA	831.75	1,503	1,487	1,570	1,835
EPS (元, 基本)	1.00	1.71	1.72	1.82	2.02

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	(0.99)	67.02	3.18	10.90	33.95
营业利润	284.04	83.35	(2.01)	8.71	20.49
归属母公司净利润	306.31	71.26	0.85	5.96	10.63
获利能力 (%)					
毛利率	70.10	72.55	70.46	67.26	61.06
净利率	44.03	45.15	44.13	42.16	34.82
ROE	50.11	65.35	39.73	29.62	24.68
ROIC	88.33	87.85	91.58	95.36	129.64
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.30	47.33	24.82	19.52	18.10
净负债比率 (%)	0.04	64.96	30.32	28.82	23.21
流动比率	1.16	1.47	3.65	5.23	5.90
速动比率	0.93	1.37	3.42	4.97	5.59
营运能力					
总资产周转率	0.94	0.95	0.73	0.64	0.64
应收账款周转率	9.02	17.41	14.48	13.37	15.19
应付账款周转率	2.39	3.04	2.50	2.62	2.92
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.71	1.72	1.82	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.66	2.02	1.94	2.29
每股净资产(最新摊薄)	1.99	2.61	4.33	6.15	8.17
估值比率					
PE (倍)	21.80	12.73	12.62	11.91	10.77
PB (倍)	10.92	8.32	5.01	3.53	2.66
EV_EBITDA (倍)	16.55	9.16	9.25	8.76	7.50

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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：91320000704041011J。

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 2018 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