

公司研究/季报点评

2018年10月28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): 20.86
合理价格区间(元): 22.40~25.60

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

孙雪琬 执业证书编号: S0570518080006
研究员 0755-82125064
sunxuewan@htsc.com

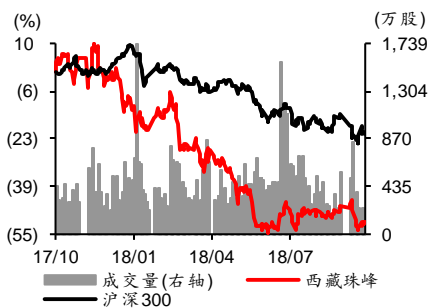
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

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

相关研究

- 1《西藏珠峰(600338,增持): 铅锌采选恢复正常, 锂资源项目稳步推进》2018.08
- 2《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
- 3《西藏珠峰(600338,增持): 矿产量创新高, 年中业绩继续向好》2017.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

精矿产量下降影响利润, 盐湖项目持续推进

西藏珠峰(600338)

发布 18 年三季度报, 三季度单季业绩同比下降

公司于 10 月 26 日发布 18 年三季度报: 2018 年前三季度实现营业收入 15.70 亿元, 同比下降 11.42%; 实现归母净利润 7.69 亿元, 同比下降 6.76%; EPS 为 1.18 元。18 年第三季度实现营业收入 4.64 亿元, 同比下降 22.89%; 归母净利润 2.39 亿元, 同比下降 6.23%。由于公司精矿产量有所下滑, 业绩略低于我们此前预期; 公司矿山采选盈利水平较高, 境外锂资源项目顺利推进, 预计 18-20 年 EPS 为 1.60/1.78/1.98 元, 维持公司“增持”评级。

塔国旱灾等因素拖累, 精矿产量下降导致营收下滑

根据三季度报, 报告期内公司矿山营收和成本等有所下滑, 主要是因为期间精矿产量和发运量下降所致。据中报, 18 年年初公司矿山所在地塔国出现较为严重的干旱灾害, 对公司的生产形成较为不利影响, 公司通过水库修缮和改造应对气候问题。公司预计下半年矿山的生产经营将逐步恢复正常, 我们认为四季度公司的产量有望回归至计划水平。

锌价三季度环比下滑, 销售毛利率水平受影响

据亚洲金属网数据, 三季度期间的锌价环比下降约 10%; 受到价格下滑等因素的影响, 公司三季度内的销售毛利率为 67.42%, 环比下降 7.96 个百分点。根据半年报披露, 公司为提高采矿效率, 强化开拓探矿工程施工, 增加采矿人员, 同时正在推进实施选矿厂的提质增效技改工程; 公司预计通过技改工程, 将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。我们认为公司毛利率水平受到价格影响下滑, 后续有望通过效率提升得到改善。

阿根廷盐湖项目正常推进, 卤水产品有望逐步放量

据三季度报, 联营公司 NNEL 在阿根廷的盐湖项目正常推进, 项目开发所需《可行性研究报告》已编制完毕, 正向当地政府申请扩产(至年产不低于 2 万吨富锂卤水)的环评许可等生产许可。公司此前通过持股 45% 的 NNEL 公司, 完成收购加拿大创业板公司 Lithium X 100% 股权; 据中报, 公司预计 2018 年底前后, 将会有 2000 吨 LCE 的富锂卤水产品实现产销。我们认为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。

海外矿山和盐湖项目推进, 维持“增持”评级

由于三季度精矿产量下降, 全年产量假设有所下调。预计公司 18-20 年营收分别为 23.65、26.64、34.57 亿元, 归属母公司净利润为 10.43、11.65、12.94 亿元, 净利润预测较此前调整幅度分别为 -7.12%、-2.10%、-1.67%, 对应 PE 为 13、12、11 倍。参考可比公司 2018 年平均 PE 水平 14 倍, 给予公司 18 年 14-16 倍 PE 区间, 对应公司目标价格为 22.40-25.60 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)	653.01
52 周内股价区间(元)	19.40-46.92
总市值(百万元)	13,622
总资产(百万元)	4,365
每股净资产(元)	3.35

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	2,365	2,664	3,457
+/-%	(0.99)	67.02	(4.13)	12.67	29.74
归属母公司净利润(百万元)	650.26	1,114	1,043	1,165	1,294
+/-%	306.31	71.26	(6.33)	11.70	11.05
EPS(元, 最新摊薄)	1.00	1.71	1.60	1.78	1.98
PE(倍)	20.95	12.23	13.06	11.69	10.53

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司前三季度业绩指标对比

	2016 前三季度	2017 前三季度	2018 前三季度
营业收入/亿元	10.65	17.72	15.70
归母净利润/亿元	4.49	8.24	7.69
毛利率/%	67.60	71.54	71.52
净利润率/%	41.86	46.49	48.95
ROE(加权)/%	52.56	50.79	37.10

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司主要盈利假设一览

项目	单位	2018E	2019E	2020E
锌精矿价格	万元/吨	1.70	1.60	1.50
铅精矿价格	万元/吨	1.35	1.35	1.35
锌金属产量	万吨	8.29	10.27	10.61
铅金属产量	万吨	5.10	6.32	6.53

资料来源: 华泰证券研究所

图表3: 可比公司估值指标(截止 18.10.26) 单位: 亿元

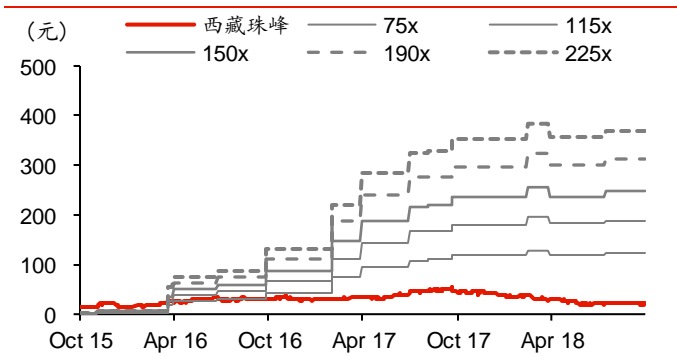
代码	公司	市值	净利润 18E	对应 PE
600497	驰宏锌锗	217.91	13.02	17
000060	中金岭南	151.35	12.92	12
000408	藏格控股	219.52	16.05	14
平均				14
600338	西藏珠峰	136.22	10.43	13

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。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

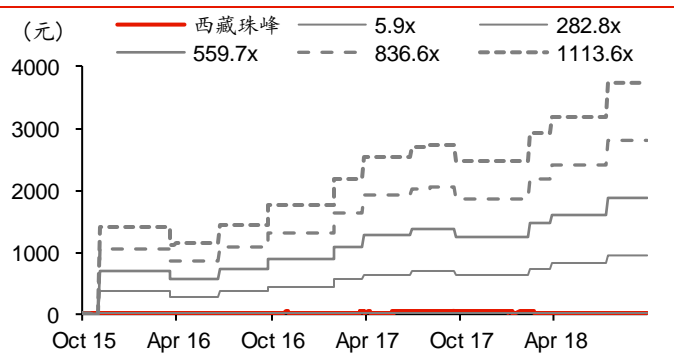
PE/PB - Bands

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	2,260	3,490	5,175
现金	398.36	1,356	1,783	2,941	4,411
应收账款	125.08	135.90	178.18	187.51	240.42
其他应收账款	19.53	122.59	71.98	90.47	122.40
预付账款	42.33	33.88	35.03	43.86	70.08
存货	143.30	133.72	138.24	173.10	276.59
其他流动资产	16.57	57.65	53.36	54.05	54.54
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
固定资产投资	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	3,658	4,874	6,395
流动负债	644.86	1,248	625.63	676.39	904.18
短期借款	0.00	711.80	0.00	0.00	0.00
应付账款	161.37	284.65	294.27	368.49	588.78
其他流动负债	483.49	251.87	331.35	307.91	315.41
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	911.17	961.45	1,189
少数股东权益	1.06	0.00	0.00	0.00	0.00
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	2,072	3,237	4,531
归属母公司股东权益	1,298	1,704	2,747	3,912	5,206
负债和股东权益	1,947	3,235	3,658	4,874	6,395

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	1,257	1,216	1,341
净利润	647.33	1,113	1,043	1,165	1,294
折旧摊销	77.91	106.57	123.23	147.90	163.91
财务费用	(15.26)	(13.46)	(16.23)	(75.62)	(130.02)
投资损失	(18.91)	(18.82)	5.11	0.00	0.00
营运资金变动	(127.63)	(90.05)	47.95	(22.18)	(10.81)
其他经营现金	15.79	(10.37)	53.37	1.16	24.07
投资活动现金	(413.99)	(524.40)	(128.59)	(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)	(2.76)	(1.77)	(1.47)
筹资活动现金	109.89	(315.83)	(700.72)	76.48	130.45
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)	11.08	76.48	130.45
现金净增加额	292.70	212.05	427.24	1,158	1,470

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,477	2,467	2,365	2,664	3,457
营业成本	441.56	676.98	699.87	876.37	1,400
营业税金及附加	84.58	156.54	147.24	165.89	241.97
营业费用	108.21	135.02	113.78	128.19	176.29
管理费用	107.33	124.19	120.60	135.88	176.29
财务费用	(15.26)	(13.46)	(16.23)	(75.62)	(130.02)
资产减值损失	(3.21)	0.43	6.81	0.00	0.00
公允价值变动收益	(3.35)	4.53	(0.10)	0.00	0.00
投资净收益	18.91	18.82	(5.11)	0.00	0.00
营业利润	769.11	1,410	1,287	1,434	1,592
营业外收入	1.61	0.35	0.01	0.00	0.00
营业外支出	4.72	40.72	3.97	0.00	0.00
利润总额	765.99	1,370	1,283	1,434	1,592
所得税	118.67	256.50	240.33	268.44	298.09
净利润	647.33	1,113	1,043	1,165	1,294
少数股东损益	(2.93)	(0.34)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	650.26	1,114	1,043	1,165	1,294
EBITDA	831.75	1,503	1,394	1,506	1,626
EPS(元, 基本)	1.00	1.71	1.60	1.78	1.98

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	(4.13)	12.67	29.74
营业利润	284.04	83.35	(8.71)	11.35	11.05
归属母公司净利润	306.31	71.26	(6.33)	11.70	11.05
获利能力(%)					
毛利率	70.10	72.55	70.40	67.11	59.49
净利率	44.03	45.15	44.11	43.73	37.43
ROE	50.11	65.35	37.97	29.78	24.85
ROIC	88.33	87.85	86.03	91.64	115.73
偿债能力					
资产负债率(%)	33.30	47.33	24.91	19.73	18.59
净负债比率(%)	0.04	64.96	31.06	29.43	23.81
流动比率	1.16	1.47	3.61	5.16	5.72
速动比率	0.93	1.37	3.39	4.90	5.42
营运能力					
总资产周转率	0.94	0.95	0.69	0.62	0.61
应收账款周转率	9.02	17.41	14.05	13.47	14.98
应付账款周转率	2.39	3.04	2.42	2.64	2.93
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.71	1.60	1.78	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.66	1.92	1.86	2.05
每股净资产(最新摊薄)	1.99	2.61	4.21	5.99	7.97
估值比率					
PE(倍)	20.95	12.23	13.06	11.69	10.53
PB(倍)	10.50	7.99	4.96	3.48	2.62
EV_EBITDA(倍)	15.88	8.79	9.47	8.77	8.12

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：AOK809

©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

— 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；

— 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

— 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；

— 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 1063211166/传真：86 1063211275

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