

# 西藏珠峰 (600338)

证券研究报告

2019年08月19日

## 选矿技改+盐湖开发，看好公司长期潜力释放

公司发布 2019 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 8.83 亿元，同比减少 20.18%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.47 亿元，同比减少 34.45%，基本符合市场预期。

价格与品位齐跌使得公司业绩出现回落。根据 wind 数据，公司主要产品锌、铅、铜 LME 现货结算价 2019 年上半年均价同比跌幅分别为 17.07%、20.77%、10.87%，产品价格下跌使得公司盈利能力有所下降。同时因公司入选品位略有下降，精矿产品金属量完成 6.23 万吨，较上年同期降低 3.12%。价格与品位齐跌是公司业绩下滑的主要原因。

采选能力翻倍计划稳步推进。2019 年塔中矿业开始实施 3 年形成 600 万吨采选能力并配套超过 30 万吨/年的金属量选厂的计划。2019 年 6 月底，新建 100 万吨/年浮选车间已投产，同时新增高压辊磨系列安装调试已于上半年启动，并将在 2019 年 9 月底前完成投产。通过上述新建及技改工程可大幅提高选矿生产能力和回收率，保证公司在稳产高产的基础上实现产能翻倍。

2500 吨 LCE 已投产，2.75 万吨 LCE 前景可期。阿根廷的 SDLA 项目年产 2500 吨 LCE 的盐田已建设完毕投入生产，年内有望实现锂产品销售。2019 年，公司计划取得 2.5 万吨 LCE 产能建设项目的环评，并开始建设。3 月 4 日，公司与中国科学院青海盐湖研究所签订《战略合作协议》，希望通过产研结合提高锂资源提取效率和收率，现已确定经济上适合该盐湖的具体工业化开发方案，并将于 2019 年下半年进行筹备实施，为后续 SDLA 项目和 Arizaro 项目的开发保驾护航。SDLA 保有总资源量折合碳酸锂 204.9 万吨，项目达产后有望成为公司新的业绩增长点。

塔国四矿山奠定未来扩产基础。报告期内公司获得塔国“布祖尔巴达尔”（恰拉塔）铅锌矿床有效期为 10 年和“阿格巴”（别列瓦尔）铅锌矿、“赛卡卡特”（乌次卡特雷）铅锌矿、“巴霍杜尔别克”（巴雅尔别克）金银矿有效期为 5 年的矿业权，矿石总储量为 3080 万吨；铅锌平均品位 4.0%-6.3%，金属总量约为 141.5 万吨；银平均品位为 17-250 克/吨，金属总量约为 2384 吨。四个矿业权与塔中矿业三个采矿权相邻，未来有望协同开发。

盈利预测与评级：鉴于现阶段产品价格持续处在低位，我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.11/1.43/1.64 元/股（从之前预测 2019-2021 年分别为 1.61/1.99/2.29 元/股下调），对应 8 月 19 日收盘价 12.35 元，动态 PE 分别为 11.15/8.65/7.55 倍。公司获得新的资源，配合采选能力翻倍；SDLA 锂盐项目有望年内开工；未来业绩增长有望得到保障，因此维持公司评级“增持”。

风险提示：铅、锌、铜、锂产品价格下跌的风险，环评许可取得受阻的风险，开工建设进度不及预期的风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,466.53	2,046.31	2,594.25	3,216.57	3,696.81
增长率(%)	67.02	(17.04)	26.78	23.99	14.93
EBITDA(百万元)	1,502.10	1,167.26	1,334.67	1,679.41	1,898.49
净利润(百万元)	1,113.64	900.66	1,013.00	1,305.15	1,495.73
增长率(%)	71.26	(19.12)	12.47	28.84	14.60
EPS(元/股)	1.22	0.99	1.11	1.43	1.64
市盈率(P/E)	10.14	12.54	11.15	8.65	7.55
市净率(P/B)	6.63	5.20	2.92	2.40	2.00
市销率(P/S)	4.58	5.52	4.35	3.51	3.05
EV/EBITDA	17.82	11.58	7.55	5.51	4.69

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	12.35 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	914.21
流通 A 股股本(百万股)	914.21
A 股总市值(百万元)	11,290.50
流通 A 股市值(百万元)	11,290.50
每股净资产(元)	2.74
资产负债率(%)	46.47
一年内最高/最低(元)	39.50/11.41

### 作者

杨诚笑 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

田源 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《西藏珠峰-年报点评报告:选矿技改+盐湖开发，看好公司长期潜力释放》 2019-05-03
- 《西藏珠峰-公司点评:向 2 万吨 LCE 迈进》 2018-05-29
- 《西藏珠峰-季报点评:暂时性影响有望消失 锂业交割完成》 2018-04-23

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,355.73	1,215.43	1,889.53	2,777.60	3,151.92
应收票据及应收账款	135.90	251.27	177.18	316.21	309.47
预付账款	33.88	30.10	62.59	49.76	78.71
存货	133.72	141.68	231.35	215.61	310.79
其他	180.24	1,509.25	1,582.41	1,253.72	2,230.10
<b>流动资产合计</b>	<b>1,839.47</b>	<b>3,147.72</b>	<b>3,943.06</b>	<b>4,612.89</b>	<b>6,081.00</b>
长期股权投资	1.20	1.12	1.12	1.12	1.12
固定资产	960.04	1,103.89	1,256.79	1,349.16	1,392.21
在建工程	367.45	468.71	317.22	238.33	173.00
无形资产	1.78	1.62	1.50	1.37	1.25
其他	65.36	67.55	109.31	79.10	82.37
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,395.83</b>	<b>1,642.88</b>	<b>1,685.95</b>	<b>1,669.09</b>	<b>1,649.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,235.30</b>	<b>4,790.60</b>	<b>5,629.01</b>	<b>6,281.98</b>	<b>7,730.95</b>
短期借款	711.80	1,266.97	200.00	200.00	200.00
应付票据及应付账款	284.65	192.84	429.11	318.15	571.96
其他	251.87	564.06	628.61	561.45	808.46
<b>流动负债合计</b>	<b>1,248.32</b>	<b>2,023.87</b>	<b>1,257.72</b>	<b>1,079.60</b>	<b>1,580.43</b>
长期借款	282.99	594.50	500.00	500.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	1.22	0.41	0.54
<b>非流动负债合计</b>	<b>282.99</b>	<b>594.50</b>	<b>501.22</b>	<b>500.41</b>	<b>500.54</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,531.30</b>	<b>2,618.36</b>	<b>1,758.95</b>	<b>1,580.01</b>	<b>2,080.97</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	653.01	653.01	914.21	914.21	914.21
资本公积	22.36	22.36	22.36	22.36	22.36
留存收益	1,709.47	2,218.33	2,955.86	3,787.76	4,735.78
其他	(680.85)	(721.47)	(22.36)	(22.36)	(22.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,704.00</b>	<b>2,172.24</b>	<b>3,870.06</b>	<b>4,701.97</b>	<b>5,649.99</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,235.30</b>	<b>4,790.60</b>	<b>5,629.01</b>	<b>6,281.98</b>	<b>7,730.95</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,113.30	900.66	1,013.00	1,305.15	1,495.73
折旧摊销	106.57	127.80	58.70	66.64	72.41
财务费用	(43.22)	(23.75)	35.24	1.60	(5.91)
投资损失	(18.82)	14.32	(7.80)	(4.10)	0.81
营运资金变动	(31.24)	(440.90)	308.80	41.28	(633.86)
其它	(39.42)	80.34	1.92	3.68	3.40
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,087.18</b>	<b>658.47</b>	<b>1,409.86</b>	<b>1,414.24</b>	<b>932.58</b>
资本支出	432.42	371.40	58.78	80.81	49.86
长期投资	0.03	(0.08)	0.00	0.00	0.00
其他	(956.86)	(1,892.90)	(112.90)	(160.40)	(104.07)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(524.40)</b>	<b>(1,521.59)</b>	<b>(54.12)</b>	<b>(79.58)</b>	<b>(54.20)</b>
债权融资	994.79	2,116.25	785.02	813.27	851.03
股权融资	(302.09)	15.81	925.07	(1.60)	5.91
其他	(1,008.53)	(1,414.98)	(2,391.73)	(1,258.27)	(1,360.99)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(315.83)</b>	<b>717.07</b>	<b>(681.64)</b>	<b>(446.59)</b>	<b>(504.05)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>246.94</b>	<b>(146.04)</b>	<b>674.10</b>	<b>888.07</b>	<b>374.32</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,466.53</b>	<b>2,046.31</b>	<b>2,594.25</b>	<b>3,216.57</b>	<b>3,696.81</b>
营业成本	676.98	623.19	825.06	1,028.88	1,188.76
营业税金及附加	156.54	136.46	162.08	206.53	238.28
营业费用	135.02	112.18	158.11	182.82	212.69
管理费用	124.19	117.74	181.60	190.73	230.23
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(13.46)	(56.42)	35.24	1.60	(5.91)
资产减值损失	0.43	6.28	1.17	2.62	3.36
公允价值变动收益	4.53	4.58	1.92	3.68	3.40
投资净收益	18.82	(14.32)	7.80	4.10	(0.81)
其他	(46.69)	19.48	(19.45)	(15.55)	(5.17)
<b>营业利润</b>	<b>1,410.18</b>	<b>1,097.15</b>	<b>1,240.74</b>	<b>1,611.17</b>	<b>1,831.99</b>
营业外收入	0.35	15.38	5.78	7.17	9.44
营业外支出	40.72	9.49	18.31	22.84	16.88
<b>利润总额</b>	<b>1,369.81</b>	<b>1,103.04</b>	<b>1,228.20</b>	<b>1,595.50</b>	<b>1,824.56</b>
所得税	256.50	202.37	215.20	290.35	328.82
<b>净利润</b>	<b>1,113.30</b>	<b>900.66</b>	<b>1,013.00</b>	<b>1,305.15</b>	<b>1,495.73</b>
少数股东损益	(0.34)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,113.64</b>	<b>900.66</b>	<b>1,013.00</b>	<b>1,305.15</b>	<b>1,495.73</b>
每股收益(元)	1.22	0.99	1.11	1.43	1.64

  

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	67.02%	-17.04%	26.78%	23.99%	14.93%
营业利润	83.35%	-22.20%	13.09%	29.86%	13.71%
归属于母公司净利润	71.26%	-19.12%	12.47%	28.84%	14.60%
<b>获利能力</b>					
毛利率	72.55%	69.55%	68.20%	68.01%	67.84%
净利率	45.15%	44.01%	39.05%	40.58%	40.46%
ROE	65.35%	41.46%	26.18%	27.76%	26.47%
ROIC	160.86%	66.51%	35.02%	49.67%	56.31%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.33%	54.66%	31.25%	25.15%	26.92%
净负债率	-21.18%	41.47%	-28.54%	-41.78%	-40.72%
流动比率	1.47	1.56	3.14	4.27	3.85
速动比率	1.37	1.49	2.95	4.07	3.65
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	18.90	10.57	12.11	13.04	11.82
存货周转率	17.81	14.86	13.91	14.39	14.05
总资产周转率	0.95	0.51	0.50	0.54	0.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.22	0.99	1.11	1.43	1.64
每股经营现金流	1.19	0.72	1.54	1.55	1.02
每股净资产	1.86	2.38	4.23	5.14	6.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.14	12.54	11.15	8.65	7.55
市净率	6.63	5.20	2.92	2.40	2.00
EV/EBITDA	17.82	11.58	7.55	5.51	4.69
EV/EBIT	19.17	12.99	7.90	5.73	4.88

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com