



2016年09月19日

## 买入(首次评级)

当前价: 30.61 元  
目标价: 35 元

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
电话: 010-64408937  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

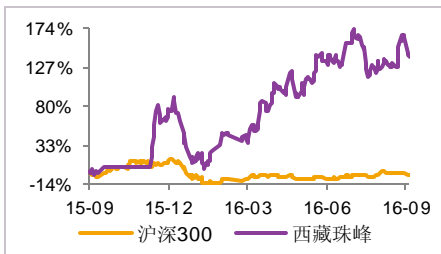
分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001  
电话: 010-64814022  
邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440  
邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入	1,491.4	1,474.9	1,680.3	1,708.4
(+/-)	-3.25	-1.11%	13.93	1.67%
净利润	160.04	614.90	732.72	730.02
(+/-)	1771.8	284.21	19.16	-0.37
EPS(元)	0.25	0.94	1.12	1.12
P/E	-	37	31	31

资料来源: 联讯证券研究院

## 西藏珠峰(600338.SH)

## 量价齐升带动业绩爆发、高增长确定

## 投资要点

◇ 铅锌资源储量超 600 万吨、铅锌合计品位超过 5.39%

2015A 公司注入塔中矿业, 拥有位于塔吉克斯坦派矿、阿矿及北阿矿三个采矿权, 均属于同一矿脉。合计保有资源储量达 9812.13 万吨, 铅/锌/铜/银储量分别达 282.77 万金属吨/320.2 万金属吨/10.87 万吨/2209.94 吨, 储量丰富, 属于超大型铅锌矿山, 适合大规模开采。铅/锌/铜/银对应平均品位分别为 2.6%-3.68%/2.75%-3.45%/0.06%-0.14%/7.41g/t-50.54g/t, 品位适中。该矿山处于中亚南天山多金属成矿带, 成矿条件好, 具备较大资源增储潜力。

◇ 扩建带动产量增长或超 30%、吨矿成本已降至 180 元以下

2015A 和 2016H 公司原矿处理量分别达 152 万吨和 95 万吨, 吨原矿开采成本仅为 183.34 元和 177.97 元。开采规模大且成本低、竞争优势和盈利能力突出。2016A 公司 50 万吨/年扩建产能已经投产, 总产能增加至 220 万吨/年。2016E 全年原矿处理量有望达 190 万吨, 同比增长 25%。对应的铅/锌/铜/银产量将分别达 5.35 万吨/6.87 万吨/2215 吨/72 吨。

◇ 高承诺净利润、锌银价反弹业绩或超承诺净利润

塔中矿业承诺净利润 2014A/2015A/2016A/2017A 分别不低于 2.5 亿元/3.9 亿元/5.76 亿元/5.76 亿元。我们预测 9-12 月份锌/铅/铜/银均价保持在 18000/14000/37000/4200 以上、全年均价 16105/13476/36600/3841, 高于去年同期 987/335/-3945/450。该资产毛利将增厚我们认为该资产的净利润或将超承诺净利润。

◇ 转让珠峰锌业 100%股权及西部铝业 56.1%股权

公司拟向湖南智昊以 6890.4 万元现金的方式转让珠峰锌业 100%股权及西部铝业 56.1%股权。目前, 公司已收到对方首期股权转让价款 1000 万元, 正在积极促进资产移交。截至审计基准日为 2015 年 8 月, 转让标的净资产合计 7774.26 万元。转让价格虽然低于净资产值, 但因钢价大跌及锌加工费持续走低, 2016H 珠峰锌业和西部铝业分别亏损 1575.36 万元和 597.09 万元。我们认为, 该资产盈利能力差, 剥离将对公司形成长期利好。

◇ 盈利预测及估值: 目标价“35 元/股”, 投资评级“买入”

基于上述假设和承诺净利润, 我们预测公司 2016A/2017A/2018A 的归属净利润分别为 6.15 亿元/7.33 亿元/7.3 亿元, EPS 分别为 0.94 元/1.12 元/1.12 元, 对应 PE 分别为 37 倍/31 倍/31 倍。

◇ 风险提示

锌价上涨不及预期、产量不及预期、塔吉克斯坦政策风险、汇率波动风险。



图表1: 公司业绩价格弹性

	指标	单位	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	产品价格变化				
								-20%	-10%	0	10%	20%
价格												
铅	年均价	元/吨	13,822	13,141	13,476	14,000	13,500	10,781	12,129	13,476	14,824	16,172
铅	加工费	元/吨	1,558	2,000	2,163	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200
锌	年均价	元/吨	15,904	15,118	16,105	17,500	17,000	12,884	14,495	16,105	17,716	19,326
锌	加工费	元/吨	5,215	5,388	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
铜	年均价	元/吨		40,545	36,600	36,000	35,000	29,280	32,400	36,600	40,260	43,920
白银	年均价	元/千克	3,999	3,391	3,841	4,000	3,800	3,073	3,457	3,841	4,225	4,609
产量												
原矿	入选量	万吨		152	200	210	225	200	200	200	200	200
铅精粉	生产量	金属吨	33,021	39,232	53,548	56,226	60,242	53,548	53,548	53,548	53,548	53,548
锌精粉	生产量	金属吨	44,069	52,790	68,711	72,146	77,300	68,711	68,711	68,711	68,711	68,711
铜精粉	生产量	金属吨	0	1,788	2,215	2,325	2,491	2,215	2,215	2,215	2,215	2,215
铅含银	生产量	吨	53	55	72	76	81	72	72	72	72	72
精锌	生产量	吨	33,899	25,194	0	0	0	0	0	0	0	0
精钢	生产量	千克		5,584	0	0	0	0	0	0	0	0
成本												
铅精粉	吨成本	元/吨		3,131	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
锌精粉	吨成本	元/吨		2,811	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800
铜精粉	吨成本	元/吨		4,161	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
收入												
铅精粉	收入	百万元		267.48	413.06	461.05	463.86	266.72	338.89	411.05	483.21	555.38
锌精粉	收入	百万元		357.98	659.97	793.61	811.65	438.65	549.31	659.97	770.62	881.28
铜精粉	收入	百万元		71.82	61.47	62.78	65.27	46.96	53.02	61.47	68.73	75.98
铅含银	收入	百万元		161.34	240.47	262.94	267.64	192.37	216.42	240.47	264.52	288.56
合计												
收入	合计	百万元		858.62	1,374.97	1,580.39	1,608.42	944.71	1,157.64	1,372.96	1,587.08	1,801.20
成本	合计	百万元		278.68	363.70	381.89	409.17	363.70	363.70	363.70	363.70	363.70
毛利	合计	百万元		579.94	1,011.26	1,198.50	1,199.25	581.01	793.93	1,009.25	1,223.38	1,437.50

资料来源: 联讯证券

备注: 假设库存为零、银收入全部来自铅精矿、银成本全部计入铅精矿、销售按照国内交易方式进行等



## 附录：公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	389.74	956.83	1,448.20	1,894.05	经营活动现金流	196.48	507.47	756.90	850.20
货币资金	106.97	419.08	881.10	1,339.94	净利润	139.60	609.66	732.72	730.02
应收账款	170.77	368.74	420.10	427.11	折旧摊销	158.23	80.68	94.18	120.18
其他应收款	10.10	17.00	15.00	15.00	财务费用	3.83	-20.00	-20.00	-20.00
存货	79.79	120.00	100.00	80.00	营运资金变动	-164.03	-150.00	-70.00	0.00
其他流动资产	10.46	12.00	12.00	12.00	其他	58.85	-12.87	20.00	20.00
非流动资产	817.58	1,020.01	1,220.01	1,420.01	投资活动现金流	-206.83	-112.99	-210.00	-210.00
投资性房地产	2.69	2.50	2.50	2.50	资本支出	-323.17	-105.99	-200.00	-200.00
固定资产	604.79	600.00	700.00	900.00	其他	116.35	-7.00	-10.00	-10.00
在建工程	96.18	300.00	400.00	400.00	筹资活动现金流	-6.19	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	7.94	8.00	8.00	8.00	借款	37.00	100.00	0.00	0.00
其他非流动资产	96.59	100.00	100.00	100.00	支付利息	7.12	8.00	8.00	8.00
资产总计	1,207.33	1,976.84	2,668.21	3,314.06	其他	-50.31	-108.00	-8.00	-8.00
流动负债	532.94	586.10	498.10	510.10	现金流净增加额	-16.54	394.48	546.90	640.20
短期借款	32.00	20.00	20.00	20.00					
应付账款	207.97	200.00	200.00	200.00					
预收款项	4.08	10.00	10.00	10.00					
应付职工薪酬	14.67	16.00	18.00	20.00	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
应交税费	54.96	100.00	110.00	120.00	成长能力				
其他应付款	107.76	140.00	40.00	40.00	营业收入	-3.25%	-1.11%	13.93%	1.67%
一年内到期非流动负债	111.46	100.00	100.00	100.00	归属母公司净利润	1771.81%	284.21%	19.16%	-0.37%
非流动负债	4.02	5.00	5.00	5.00					
递延收益	4.01	5.00	5.00	5.00	获利能力				
负债合计	536.96	591.10	503.10	515.10	毛利率	36.11%	68.56%	71.32%	70.20%
归属母公司权益合计	666.37	1,385.74	2,165.11	2,798.96	净利率	9.36%	41.33%	43.60%	42.73%
少数股东权益	4.00	0.00	0.00	0.00	ROE	24.02%	38.07%	31.21%	31.13%
利润表(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E					
营业收入	1,491.45	1,474.97	1,680.39	1,708.42	偿债能力				
营业成本	952.88	463.70	481.89	509.17	资产负债率	44.47%	29.90%	18.86%	15.54%
营业税金及附加	43.53	76.02	86.66	88.60	流动比率	0.73	1.63	2.91	3.71
销售费用	95.07	110.62	126.03	128.13	速动比率	0.58	1.43	2.71	3.56
管理费用	129.43	125.37	137.79	136.67					
财务费用	-21.43	-20.00	-20.00	-20.00	营运能力				
资产减值损失	85.70	5.00	6.00	7.00	资产周转率	1.41	1.24	1.15	1.11
其他经营收益	-6.01	3.00	0.00	0.00	存货周转率	11.37	4.64	4.38	5.66
公允价值变动净收益	-0.08	0.00	0.00	0.00					
投资净收益	-5.92	3.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业利润	200.27	717.24	862.02	858.84	每股收益	0.25	0.94	1.12	1.12
营业外收入	1.45	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.03	2.12	3.32	4.29
营业外支出	1.02	0.00	0.00	0.00					
利润总额	200.69	717.24	862.02	858.84	估值比率				
所得税	61.09	107.59	129.30	128.83	P/E	—	37	31	31
净利润	139.60	609.66	732.72	730.02	P/B	—	16.49	10.56	8.17
少数股东损益	-20.43	-5.24	0.00	0.00					
归属于母公司净利润	160.04	614.90	732.72	730.02					
EBITDA	343.07	774.92	936.20	959.02					
EPS(元)	0.25	0.94	1.12	1.12					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)