



中航证券金融研究所

部门负责人 董忠云 证券执业证书号: S0640515120001

证券分析师 沈文文 证券执业证书号: S0640513070003

研究助理 王晓东 证券执业证书号: S0640117020002

研究助理 莫崇康 证券执业证书号: S0640115080006

电话: 0791-88918251

邮箱: newhanker@126.com

## 西藏珠峰 ( 600338 ) 年报点评: 业务转型效果显现 利润大幅增长

行业分类: 有色金属

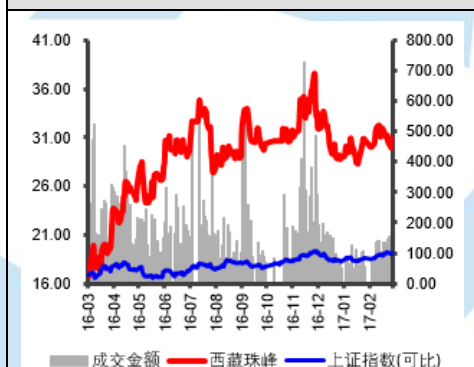
2017年3月1日

|               |       |
|---------------|-------|
| 公司投资评级        | 买入    |
| 6-12个月目标价     | ——    |
| 当前股价 (17.3.1) | 30.95 |

### 基础数据

|              |         |
|--------------|---------|
| 上证指数         | 3246.93 |
| 总股本 (亿)      | 6.53    |
| 流通 A 股 (亿)   | 1.12    |
| 流通 B 股 (亿)   | 0       |
| 流通 A 股市值 (亿) | 34.66   |
| 每股净资产 (元)    | 1.99    |
| ROE (2016)   | 50.11%  |
| 资产负债率 (2016) | 33.30%  |
| 动态市盈率        | 31.08   |
| 市净率          | 15.58   |

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



### 2016 年年度报告:

- 报告期内公司实现营业收入147,675.52万元,同比增长-0.99%;利润总额76,599.24万元,同比增长281.68%;归属于上市公司股东的净利润65,025.70万元,同比增长306.31%;扣非后的净利润63,839.91万元,同比增长1451.71%。
- 专业有色金属资源投资和运营公司格局已成,高毛利铅锌多金属伴生矿采选业务完成对原有业务替代,利润大幅增长。公司于2015年8月份完成重大资产重组,由锌铜冶炼加工、贸易企业转型为有色金属铅锌矿采选企业,主要的经营性资产是位于塔吉克斯坦的全资子公司、拥有250万吨的年采选产能的大型矿山企业——塔中矿业。报告期内公司冶炼行业营业收入和成本分别为883.78万元和1,014.26万元,较上年分别下降97.6%和97.57%;贸易行业营业收入和成本分别为7,030.28万元和6,198.91万元,较上年分别下降88.58%和89.94%;采矿行业营业收入和成本分别为142,321.48万元和39,923.25万元,较上年分别增长65.76%和43.26%。采矿行业收入占总收入比例为96.37%,毛利率71.95%,有色金属资源采选主业格局形成。报告期内公司完成出矿量232.93万吨,较去年提高53.03%;完成选矿处理量222.43万吨,较去年提高47.33%;精矿产品金属量完成13.01万吨,较去年提高38.45%,其中完成铅金属量5.35万吨,比上年提高35.79%,铅精矿销售收入65,208.51万元,占主营业务收入44.51%;完成锌金属量7.41万吨,比上年提高40.45%,锌精矿销售收入67,064.97万元,占主营业务收入45.41%;完成铜金属量0.25万吨,比上年提高38.24%,铜精矿销售收入10048万元,占主营业务收入6.8%;精矿银含量82.14吨,比上年提高48.38%;均创造了塔中矿业历史新高。报告期内低毛利国内贸易业务量大幅减少,低毛利冶炼业务基本停止,高毛利的铅锌铜银金伴生矿采选业务占比96%以上,是主营业务收入微跌而净利润大幅增加主要原因。
- 拥有优质和大规模资源储量,奠定长期发展和持续盈利基础。公司全资子公司塔中矿业拥有位于塔吉克斯坦萨格金州马钦区阿尔登-托普坎村同一矿脉的派矿、阿矿及北阿矿三个采矿权,总保有矿石量9927.51万吨,以公司目前250万吨/年采选产能可开采39.7年。公司采矿权所在矿

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

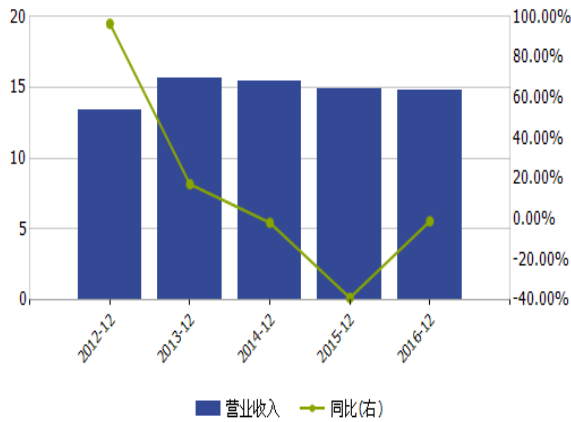
山为铅锌铜银多金属矿山，产品质量较好、品质稳定。矿山规模优势使得公司在近几年有很大回旋余地保持入选品味处于较高水平，加之保持较高选矿回收率、满产能高产量生产，这些因素促进公司单位生产成本降低，保持高毛利率。另外，公司还有新增资源储量计划。公司具备保持一个较长期限稳产、高产、高毛利状态的基础。

- **主营产品报告期内价格持续上涨。**2016年LME三月铅价全年呈现前低后高的走势，始于1784美元/吨，终于2014.5美元/吨，涨幅为12.92%。2016年LME三月锌价全年稳步上扬，始于1610美元/吨，终于2568美元/吨，涨幅为59.5%。2016年，我国全社会固定资产投资完成60.65万亿元，同比增长7.9%。如按照这一速度，2017年全国32个省级单位（含新疆生产建设兵团）固定资产投资规模将会达到65万亿左右，国内2017年对于锌锭和铅消费将会温和增长。全球范围内特别是美国的基建投资（当地时间2月28日，特朗普就职以来的首次国会演讲，请求国会通过一项1万亿美元的基础设施投资预算案）如能在2017年开始启动，那么需求又将增长一节。因此在需求端存在强劲增长的情况下，2017年的锌价将继续维持稳步上行的态势，铅价仍将维持一个高位震荡的格局。目前锌价创10年来高位，较2015年12月份低点上涨90%。铅价格上涨到2015年2月份水平。
- **享有在塔国乃至中亚地区矿业投资、政策红利等发展优势。**报告期销售收入占塔国同类工业总产值的47%，在塔国纳税位列第3名，得到了塔国政府的高度评价。公司是上海合作组织经贸合作框架下的样板工程，我国在“一带一路”国家战略布局上的标杆企业。深耕塔国十年，公司积累了在塔国矿业投资、建设和运营诸多经验，熟悉当地政府政策和社区居民习俗，更进一步促进公司在塔国及中亚地区投资发展。
- **风险因素：**铅锌铜等金属价格下跌风险；境外经营风险；外汇风险；客户集中风险。
- 我们预计公司2017-2019年摊薄后的EPS分别为1.50元、1.77元和2.06元，对应的动态市盈率分别为20.63倍、17.49倍和15.02倍，随着铅锌等有色金属价格的上涨和公司采选量的扩张，公司业绩有望继续保持高速增长，给予买入评级。

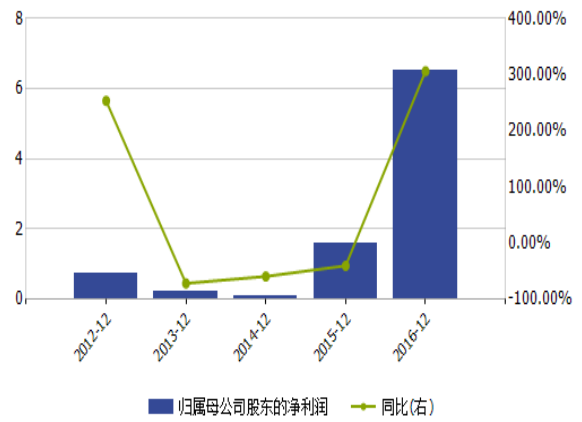
**财务和估值数据摘要**

| 单位:百万元        | 2014A   | 2015A    | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|---------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 1541.60 | 1491.45  | 1476.76 | 2008.39 | 2329.73 | 2679.19 |
| 增长率(%)        | -1.75%  | -3.25%   | -0.99%  | 36.00%  | 16.00%  | 15.00%  |
| 归属母公司股东净利润    | 8.55    | 160.04   | 650.26  | 978.57  | 1154.84 | 1348.03 |
| 增长率(%)        | -59.06% | 1772.02% | 306.31% | 50.49%  | 18.01%  | 16.73%  |
| 每股收益(EPS)     | 0.013   | 0.245    | 0.996   | 1.499   | 1.768   | 2.064   |
| 每股股利(DPS)     | 0.000   | 0.000    | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |
| 每股经营现金流       | 0.087   | 0.235    | 0.852   | 2.208   | 1.334   | 2.679   |
| 销售毛利率         | 1.04%   | 36.11%   | 70.10%  | 71.00%  | 71.00%  | 71.00%  |
| 销售净利率         | 0.67%   | 9.36%    | 43.83%  | 48.50%  | 49.35%  | 50.09%  |
| 净资产收益率(ROE)   | 22.64%  | 24.02%   | 50.11%  | 42.99%  | 33.66%  | 28.21%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 10.68%  | 1180.10% | 97.25%  | 98.92%  | 231.38% | 179.34% |
| 市盈率(P/E)      | 2364.09 | 126.29   | 31.08   | 20.65   | 17.50   | 14.99   |
| 市净率(P/B)      | 535.18  | 30.33    | 15.57   | 8.88    | 5.89    | 4.23    |
| 股息率(分红/股价)    | 0.000   | 0.000    | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |

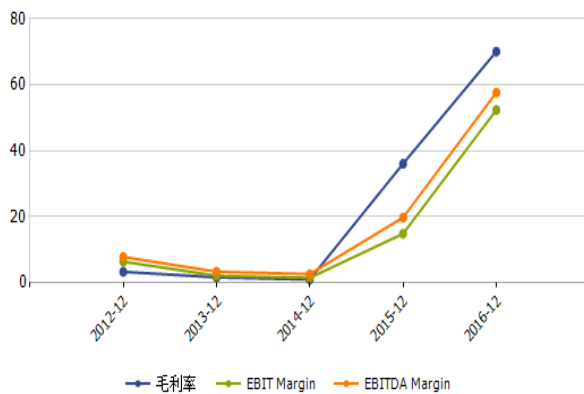
资料来源：wind、中航证券金融研究所

**图表 1: 营业收入及增长率 (亿元, %)**


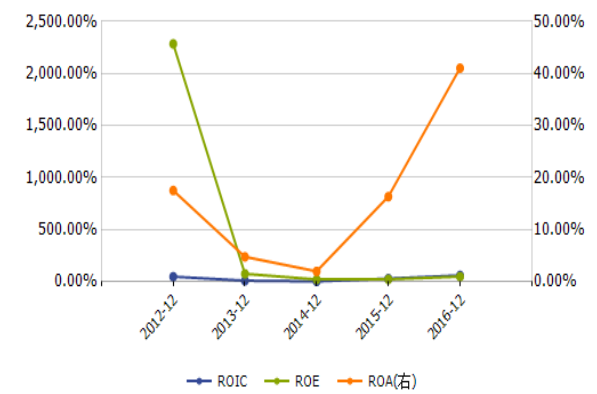
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

**图表 2: 公司近年归母净利润及增长率 (亿元, %)**


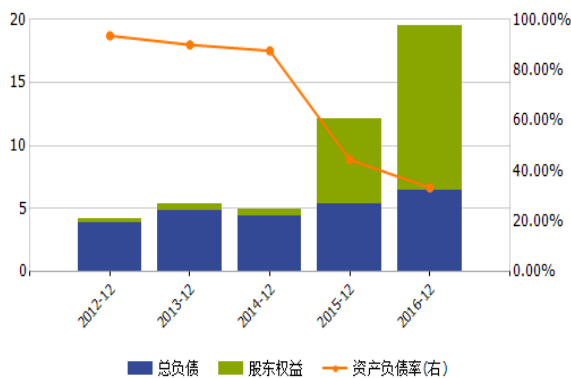
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

**图表 3: 经营利润率 (%)**


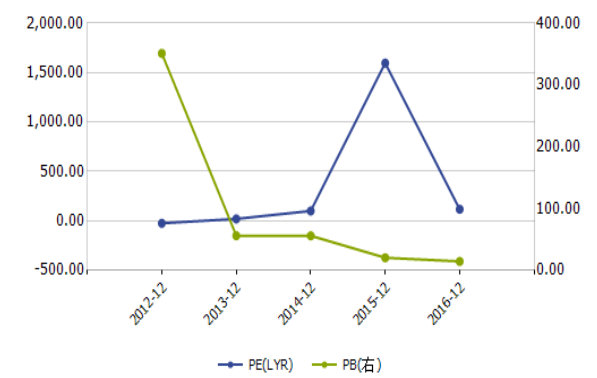
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

**图表 4: 投资回报率**


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

**图表 5: 资本结构变化 (亿元, %)**


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

**图表 6: 相对估值**


数据来源: wind, 中航证券金融研究所

**图表 7 盈利预测表**

| 报表预测              |               |                |                |                |                |                |
|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 利润表               | 2014A         | 2015A          | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 营业收入              | 1541.60       | 1491.45        | 1476.76        | 2008.39        | 2329.73        | 2679.19        |
| 减: 营业成本           | 1525.60       | 952.88         | 441.56         | 582.43         | 675.62         | 776.96         |
| 营业税金及附加           | 1.72          | 43.53          | 84.58          | 58.63          | 68.01          | 78.21          |
| 营业费用              | 16.63         | 95.07          | 108.21         | 98.95          | 114.78         | 132.00         |
| 管理费用              | 46.70         | 129.43         | 107.33         | 145.97         | 169.33         | 194.73         |
| 财务费用              | 11.67         | -21.43         | -15.26         | -23.67         | -50.52         | -81.48         |
| 资产减值损失            | 3.27          | 85.70          | -3.21          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 加: 投资收益           | 75.46         | -5.92          | 18.91          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益          | 1.18          | -0.08          | -3.35          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他经营损益            | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>营业利润</b>       | <b>12.65</b>  | <b>200.27</b>  | <b>769.11</b>  | <b>1146.07</b> | <b>1352.51</b> | <b>1578.77</b> |
| 加: 其他非经营损益        | 1.67          | 0.43           | -3.11          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>       | <b>14.32</b>  | <b>200.69</b>  | <b>765.99</b>  | <b>1146.07</b> | <b>1352.51</b> | <b>1578.77</b> |
| 减: 所得税            | 3.95          | 61.09          | 118.67         | 171.91         | 202.88         | 236.82         |
| <b>净利润</b>        | <b>10.37</b>  | <b>139.60</b>  | <b>647.33</b>  | <b>974.16</b>  | <b>1149.64</b> | <b>1341.96</b> |
| 减: 少数股东损益         | 1.82          | -20.43         | -2.93          | -4.41          | -5.21          | -6.08          |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>8.55</b>   | <b>160.04</b>  | <b>650.26</b>  | <b>978.57</b>  | <b>1154.84</b> | <b>1348.03</b> |
| 资产负债表             | 2014A         | 2015A          | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 货币资金              | 95.79         | 38.77          | 319.07         | 1784.72        | 2706.20        | 4536.87        |
| 应收和预付款项           | 129.87        | 192.47         | 186.94         | -71.11         | 205.47         | -50.95         |
| 存货                | 87.87         | 79.79          | 143.30         | -30.99         | 161.27         | -11.45         |
| 其他流动资产            | 1.57          | 10.46          | 16.57          | 16.57          | 16.57          | 16.57          |
| 长期股权投资            | 1.58          | 1.24           | 1.17           | 1.17           | 1.17           | 1.17           |
| 投资性房地产            | 2.85          | 2.69           | 2.54           | 1.99           | 1.44           | 0.89           |
| 固定资产和在建工程         | 108.20        | 701.08         | 1003.66        | 879.16         | 754.67         | 630.17         |
| 无形资产和开发支出         | 30.46         | 2.56           | 2.27           | 2.00           | 1.73           | 1.46           |
| 其他非流动资产           | 14.36         | 104.52         | 185.98         | 182.67         | 179.37         | 179.37         |
| <b>资产总计</b>       | <b>472.55</b> | <b>1133.58</b> | <b>1861.50</b> | <b>2766.18</b> | <b>4027.89</b> | <b>5304.09</b> |
| 短期借款              | 32.00         | 32.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 应付和预收款项           | 280.97        | 319.80         | 559.14         | 489.66         | 601.73         | 535.98         |
| 长期借款              | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他负债              | 97.98         | 111.46         | 0.29           | 0.29           | 0.29           | 0.29           |
| <b>负债合计</b>       | <b>410.95</b> | <b>463.26</b>  | <b>559.43</b>  | <b>489.95</b>  | <b>602.02</b>  | <b>536.26</b>  |
| 股本                | 158.33        | 653.01         | 653.01         | 653.01         | 653.01         | 653.01         |
| 资本公积              | 49.96         | 22.36          | 22.36          | 22.36          | 22.36          | 22.36          |
| 留存收益              | -170.53       | -9.00          | 622.34         | 1600.91        | 2755.75        | 4103.79        |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>37.76</b>  | <b>666.37</b>  | <b>1297.71</b> | <b>2276.28</b> | <b>3431.12</b> | <b>4779.16</b> |
| 少数股东权益            | 23.97         | 4.00           | 1.06           | -3.35          | -8.55          | -14.63         |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>61.74</b>  | <b>670.37</b>  | <b>1298.77</b> | <b>2272.93</b> | <b>3422.57</b> | <b>4764.53</b> |
| 负债和股东权益合计         | 472.68        | 1133.63        | 1858.20        | 2762.88        | 4024.59        | 5300.79        |
| 现金流量表             | 2014A         | 2015A          | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 经营性现金净流量          | 56.55         | 153.39         | 556.25         | 1441.98        | 870.96         | 1749.19        |
| 投资性现金净流量          | 94.75         | -206.83        | -413.99        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 筹资性现金净流量          | -75.51        | -6.19          | 109.89         | 23.67          | 50.52          | 81.48          |
| <b>现金流量净额</b>     | <b>75.78</b>  | <b>-55.18</b>  | <b>269.73</b>  | <b>1465.65</b> | <b>921.48</b>  | <b>1830.68</b> |

资料来源: wind、中航证券金融研究所



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

董忠云, SAC 执业证书号: S0640515120001, 经济学博士, 中航证券金融研究所负责人。  
沈文文, CFA, SAC 执业证书号: S0640513070003, 南开大学理学学士、生理学硕士。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。