

西藏珠峰 (600338)

证券研究报告

2017年07月26日

大手笔分红，新（锌）周期中迎量价齐升

业绩继续高速增长，大手笔分红回报股东

公司发布 2017 年半年报，报告显示公司上半年营收同比增长 80.45%，归属上市公司股东净利润约 5.7 亿元，同比增长 116.18%，并提出半年度分红方案：每 10 股派 6 元。同时预告前三季度归母净利润同比增长 80-110%。

自公司完成塔中矿业注入后，2016 年开始公司业绩进入快速爆发期。2016 年至今的 6 个财报季，公司归母净利润的同比增速分别为 91.34%、59.49%、99.48%、306.31%、147.06%、116.18%。

高增长来自于量价齐升

上半年公司采选量同比增长超过 50%，精矿产品金属量完成 7.82 万吨，同比增长 32.29%，其中铅 3 万吨，同比增加 18.21%，锌 4.69 万吨，同比增长 43.74%，铜 0.12 万吨，同比增长 17.71%，银 48.34 吨，同比增加 37.95%。另外上半年 LME 锌均价同比上涨 50%，铅价同比上涨 28.5%。

铅锌龙头，行业标杆

过去一年半，公司一直是国内业绩最好的铅锌公司。一方面，公司今年铅锌矿产金属量预计达到约 15 万吨左右，仅次于驰宏锌锗与中金岭南。另一方面，公司拥有无可比拟的成本优势。我们测算，预计公司的铅锌金属吨采选成本仅为 2800 元/吨左右，大幅低于驰宏锌锗与中金岭南的约 5000-6000 元/吨水平，这除了因为公司的人工、折旧、摊销成本低之外，公司所有产出都是塔中矿业一个矿山产出所致。

瞄准新能源资源与贵金属资源，求做综合矿业巨头

2016 年年报中，公司提出进行多矿种资源调配，优先发展金银铜铅锌等优势矿种中，同时积极拓展新材料、新能源等新兴矿产资源领域。以适应市场变化，提高抗风险能力，把握良好的发展机遇。不仅是加强现有矿权的资源勘查，而且要通过有计划的获取优质资源来进行资源储备，逐步将珠峰发展成为具有重要影响力的大型矿业集团公司。

在新周期中量价齐升，继续维持买入评级。

我们在 2016 年 3 月发布《锌供需分析：锌价将涨三年》的深度报告，目前锌价走势处于我们的预判通道之中，预计锌价在今年四季度将走出约一年的宽幅横盘震荡区间继续突破向上。而公司未来自身挖潜、外购资源叠加新周期向上，弹性巨大。预计 2017 年-2019 年公司净利润分别为 13.4 亿元、18.43 亿元、21.39 亿元。对应 PE 分别为 20 倍、14 倍、12 倍，继续维持公司买入评级。

风险提示：锌价大幅下跌；外汇大幅波动风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,491.45	1,476.76	2,584.32	3,282.09	3,938.51
增长率(%)	(3.25)	(0.99)	75.00	27.00	20.00
EBITDA(百万元)	249.79	830.52	1,601.16	2,070.44	2,499.85
净利润(百万元)	160.04	650.26	1,341.12	1,842.65	2,139.28
增长率(%)	1,772.02	306.31	106.24	37.40	16.10
EPS(元/股)	0.25	1.00	2.05	2.82	3.28
市盈率(P/E)	165.62	40.76	19.76	14.38	12.39
市净率(P/B)	39.78	20.42	8.89	5.49	3.81
市销率(P/S)	17.77	17.95	10.26	8.08	6.73
EV/EBITDA	54.35	22.07	15.24	10.84	8.05

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	买入（维持评级）
当前价格	40.59 元
目标价格	52 元
上次目标价	40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	653.01
流通 A 股股本(百万股)	158.33
A 股总市值(百万元)	26,505.56
流通 A 股市值(百万元)	6,426.75
每股净资产(元)	2.46
资产负债率(%)	28.47
一年内最高/最低(元)	42.30/27.18

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@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:低估值、高成长、高产品均价的铅锌龙头》
2017-03-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	106.97	398.36	2,070.59	3,906.52	6,178.81
应收账款	180.87	144.61	306.93	167.55	401.83
预付账款	11.45	42.33	0.97	60.12	31.51
存货	79.79	143.30	58.52	237.85	75.10
其他	10.66	16.57	12.10	13.05	14.04
流动资产合计	389.74	745.17	2,449.11	4,385.09	6,701.27
长期股权投资	1.24	1.17	1.17	1.17	1.17
固定资产	604.90	875.70	916.88	956.13	981.23
在建工程	96.18	127.96	112.78	115.67	99.40
无形资产	2.56	2.27	2.13	1.99	1.85
其他	112.71	195.02	110.47	137.04	145.27
非流动资产合计	817.58	1,202.13	1,143.43	1,212.00	1,228.92
资产总计	1,207.33	1,947.30	3,592.54	5,597.09	7,930.19
短期借款	32.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	315.72	552.67	349.51	701.73	791.61
其他	185.21	92.19	245.68	137.64	271.75
流动负债合计	532.94	644.86	595.19	839.37	1,063.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.02	3.66	3.91	3.87	3.81
非流动负债合计	4.02	3.66	3.91	3.87	3.81
负债合计	536.96	648.52	599.10	843.24	1,067.18
少数股东权益	4.00	1.06	11.68	(70.56)	(100.67)
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
留存收益	337.38	987.63	2,328.75	4,171.40	6,310.68
其他	(346.37)	(365.30)	(22.36)	(22.36)	(22.36)
股东权益合计	670.37	1,298.77	2,993.44	4,753.85	6,863.02
负债和股东权益总	1,207.33	1,947.30	3,592.54	5,597.09	7,930.19

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	139.60	647.33	1,341.12	1,842.65	2,139.28
折旧摊销	73.09	77.91	34.15	38.00	41.31
财务费用	3.83	(0.39)	(5.76)	(13.94)	(23.52)
投资损失	5.92	(18.91)	(29.48)	(29.48)	(29.48)
营运资金变动	(161.49)	(172.09)	(86.20)	130.21	193.21
其它	135.52	45.38	11.17	(83.64)	(30.79)
经营活动现金流	196.48	579.23	1,265.00	1,883.81	2,290.01
资本支出	635.61	379.26	59.75	80.04	50.05
长期投资	(0.34)	(0.07)	0.00	0.00	0.00
其他	(842.10)	(793.19)	(70.27)	(133.90)	(75.01)
投资活动现金流	(206.83)	(413.99)	(10.52)	(53.85)	(24.96)
债权融资	143.46	0.29	69.91	60.55	43.58
股权融资	156.01	(3.67)	348.69	13.94	23.52
其他	(305.66)	113.27	(0.85)	(68.52)	(59.87)
筹资活动现金流	(6.19)	109.89	417.75	5.97	7.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(16.54)	275.13	1,672.24	1,835.93	2,272.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,491.45	1,476.76	2,584.32	3,282.09	3,938.51
营业成本	952.88	441.56	749.45	935.40	1,122.47
营业税金及附加	43.53	84.58	75.44	126.53	164.13
营业费用	95.07	108.21	109.06	109.29	121.31
管理费用	129.43	107.33	84.25	70.89	80.74
财务费用	(21.43)	(15.26)	(5.76)	(13.94)	(23.52)
资产减值损失	85.70	(3.21)	28.59	37.03	20.80
公允价值变动收益	(0.08)	(3.35)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.92)	18.91	29.48	29.48	29.48
其他	12.01	(31.12)	(58.96)	(58.96)	(58.96)
营业利润	200.27	769.11	1,572.77	2,046.37	2,482.06
营业外收入	1.45	1.61	1.61	1.56	1.59
营业外支出	1.02	4.72	1.95	2.57	3.08
利润总额	200.69	765.99	1,572.43	2,045.37	2,480.57
所得税	61.09	118.67	220.14	286.35	372.09
净利润	139.60	647.33	1,352.29	1,759.01	2,108.49
少数股东损益	(20.43)	(2.93)	11.17	(83.64)	(30.79)
归属于母公司净利润	160.04	650.26	1,341.12	1,842.65	2,139.28
每股收益(元)	0.25	1.00	2.05	2.82	3.28

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-3.25%	-0.99%	75.00%	27.00%	20.00%
营业利润	1483.11%	284.04%	104.49%	30.11%	21.29%
归属于母公司净利润	1772.02%	306.31%	106.24%	37.40%	16.10%
获利能力					
毛利率	36.11%	70.10%	71.00%	71.50%	71.50%
净利率	10.73%	44.03%	51.89%	56.14%	54.32%
ROE	24.02%	50.11%	44.98%	38.19%	30.72%
ROIC	238.79%	107.22%	190.97%	198.11%	271.10%
偿债能力					
资产负债率	44.47%	33.30%	16.68%	15.07%	13.46%
净负债率	28.50%	22.06%	8.35%	-32.42%	-45.52%
流动比率	0.73	1.16	4.11	5.22	6.30
速动比率	0.58	0.93	4.02	4.94	6.23
营运能力					
应收账款周转率	9.74	9.07	11.45	13.83	13.83
存货周转率	17.79	13.24	25.61	22.15	25.17
总资产周转率	1.75	0.94	0.93	0.71	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.25	1.00	2.05	2.82	3.28
每股经营现金流	0.30	0.89	1.94	2.88	3.51
每股净资产	1.02	1.99	4.57	7.39	10.66
估值比率					
市盈率	165.62	40.76	19.76	14.38	12.39
市净率	39.78	20.42	8.89	5.49	3.81
EV/EBITDA	54.35	22.07	15.24	10.84	8.05
EV/EBIT	75.91	24.32	15.57	11.05	8.19

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com