



2017年07月27日

买入(增持)

当前价: 44.65 元
目标价: 48.6 元

有色金属行业研究组

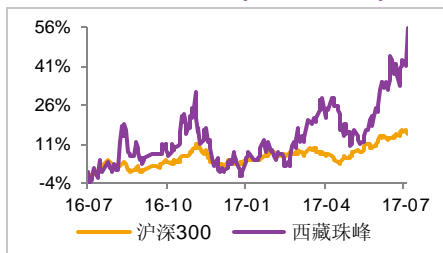
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@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	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,476.7	2,277.1	2,316.7	2,381.4
(+/-)	-0.98%	54.20%	1.74%	2.79%
净利润	650.26	1,054.7	1,081.6	1,125.5
(+/-)	306%	62.20%	2.55%	4.06%
EPS(元)	1.00	1.62	1.66	1.72
P/E	35	28	27	26

资料来源: 联讯证券研究院

《西藏珠峰(600338): 量价齐升带动业绩爆发、高增长确定》2016-09-19

《【联讯有色金属点评】西藏珠峰(600338)铅锌量价齐升致业绩超预期、2017 仍存超预期可能》2017-03-08

西藏珠峰(600338.SH)

【联讯有色金属点评】西藏珠峰(600338)量价齐升助业绩再创新高、全年业绩高增长确定

投资要点

◇ 事件:

7月25日,公司发布2017年半年度报告,报告期内公司实现营业收入11.71亿元,同比增长80.45%;归属于上市公司股东净利润5.70亿元,同比增长116.18%;向全体股东每10股派发现金6元(含税)。

◇ 点评

量价齐升助上半年业绩再创新高、塔中上半年利润已超全年承诺。产量大增:上半年公司完成出矿量/选矿量分别为127.84万吨/140.98万吨,同比增长39%/56%,铅/锌/铜/精矿银含量分别为3万吨/4.69万吨/0.12万吨/48.34吨(均为金属量),同比增长18%/44%/18%/62%。铅锌价格保持高位:上半年铅锌均价分别为17,485元/吨/22,245元/吨,较2016年均价上涨21%/32%。虽公司吨矿成本增加,但量价齐升致业绩再创新高。核心资产塔中矿业上半年实现净利润6.43亿元,同比增长115%,已超过2017年度承诺净利润5.76亿元。

2017年铅锌仍存缺口致价格易涨难跌、全年业绩高增长确定。全年产量确定:公司2017年计划原矿采选量/入选量分别为240万吨和250万吨,铅/锌/铜/银产量将分别达到5.8万吨/8.7万吨/0.33万吨/87吨。按照上半年的完成情况,全年可保证完成产量计划,不排除超预期。下半年铅锌价仍将保持在较高水平:2017年上半年,全球铅锌产量虽有所增加,但远低于预期,全年仍存缺口。同时,铅锌矿增加传导到原生铅和精锌的产量增加仍需时间,1~6月原生铅/精锌产量同比下滑13%/1%。但需求持稳并有所增长,铅锌社会库存处于近年来新低且仍在下降。我们预测2017年下半年铅/锌/铜/银均价将保持在17,565元/吨/23,000元/吨/47,620元/吨/4,009元/千克以上。三季度业绩仍有望超预期:公司预计前三季度归母净利润8.08亿元-9.43亿元,因近期铅锌价格持续大涨,仍存超预期可能。

转让亏损资产、新建冶炼厂即将建成投产。公司2017年先后以6,085万元/805万元转让珠峰锌业和西部铝业全部股权给广东中钜。目前珠峰锌业转让完成,西部铝业正在办理工商变更手续,预计三季度完成转让。我们认为,上述两项资产质地差、盈利低,剥离长期利好公司盈利改善。同时,公司新投五万吨铅冶炼厂于2016年4月开工,预计于2017年9月建成投产。

高分红回馈股东、拟发债融资10亿元。公司拟以未分配利润向全体股东每10股派现金6.00元(含税),共分配利润3.92亿元。同时,公司拟发行不超过人民币10亿元(含人民币10亿元)公司债,募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司各类借款、补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。



◇ 盈利预测及估值：目标价“48.6 元/股”，投资评级“增持”

基于上述价格及产销量假设，我们预测公司 2017E/2018E/2019E 的归属净利润分别为 10.55 亿元/10.82 亿元/11.26 亿元，EPS 分别为 1.62 元/1.66 元/1.72 元，对应最新股价 PE 分别为 28 倍/27 倍/26 倍。参考行业估值，给予公司 2017 年 30 倍的 PE，对应目标价为 48.6 元/股，投资评级“增持”。

◇ 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

栏目	指标	单位	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	产品价格变化(以 2017.7.25 价格为基准)				
								-20%	-10%	0	10%	20%
价格												
铅	年均价	元/吨	13,141	14,458	17,565	18,000	18,500	14,116	15,881	17,645	19,410	21,174
铅	加工费	元/吨	2,079	2,132	2,000	2,000	2,000	2,132	2,132	2,132	2,132	2,132
锌	年均价	元/吨	15,118	16,830	22,747	23,000	23,500	18,600	20,925	23,250	25,575	27,900
锌	加工费	元/吨	5,388	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
铜	年均价	元/吨	40,545	38,262	47,620	47,000	48,000	38,848	43,704	48,560	53,416	58,272
铜	加工费	元/吨	4,400	4,400	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
白银	年均价	元/千克	3,391	3,792	4,009	4,000	4,000	3,110	3,499	3,888	4,277	4,666
原矿	出矿量	万吨	152	233	240	240	240	240	240	240	240	240
原矿	入选量	万吨	152	222	250	250	250	250	250	250	250	250
铅精粉	生产量	金属吨	39,232	53,480	58,100	58,100	58,100	58,100	58,100	58,100	58,100	58,100
锌精粉	生产量	金属吨	52,790	74,087	86,600	86,600	86,600	86,600	86,600	86,600	86,600	86,600
铜精粉	生产量	金属吨	1,788	2,493	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300
精矿含银	生产量	吨	55	82	87	87	87	87	87	87	87	87
成本												
原矿(出矿)	吨成本	元/吨	204.47	171.39	281.61	281.61	281.61	281.61	281.61	281.61	281.61	281.61
原矿(入选)	吨成本	元/吨	204.47	179.49	545.08	289.72	289.72	289.72	289.72	289.72	289.72	289.72
收入												
铅精粉	收入	百万元	291	421	628	649	674	450	537	625	713	800
锌精粉	收入	百万元	358	671	1,224	1,246	1,283	920	1,092	1,264	1,436	1,608
铜精粉	收入	百万元	72	100	166	163	166	140	154	167	181	195
铅矿含银	收入	百万元	138	231	260	259	259	201	226	252	277	302
合计												
收入	合计	百万元	859	1,423	2,277	2,317	2,381	1,711	2,010	2,308	2,607	2,905
成本	合计	百万元	311	399	676	676	676	676	676	676	676	676
毛利	合计	百万元	548	1,024	1,601	1,641	1,706	1,035	1,334	1,632	1,931	2,230
归属净利润		百万元	160	650	1,055	1,082	1,126	844	949	1,055	1,160	1,266
总股本		亿股	6.53	6.53	6.53	6.53	6.53	6.53	6.53	6.53	6.53	6.53
EPS	44.65	元/股	0.25	1.00	1.62	1.66	1.72	1.29	1.45	1.62	1.78	1.94
PE		倍	143	35	28	27	26	35	31	28	25	23

资料来源：联讯证券

备注：假设库存不变、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等



附录：公司财务预测表

资产负债表(百万)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表(百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	745.17	1,789.77	2,464.98	3,163.34	经营活动现金流	578.20	961.06	1,204.99	1,198.56
货币资金	398.36	1,334.38	2,054.21	2,743.83	净利润	647.33	1,054.73	1,081.63	1,125.55
应收账款	125.08	183.89	162.26	166.50	折旧摊销	75.40	81.48	84.48	87.48
其他应收款	19.53	19.53	19.53	19.53	财务费用	-100.00	-100.00	-100.00	-100.00
存货	143.30	195.40	172.42	176.92	营运资金变动	-67.25	-17.32	121.63	95.77
其他流动资产	16.57	16.57	16.57	16.57	其他	-76.89	-57.83	17.25	-10.23
非流动资产	1,202.12	1,203.31	1,283.31	1,363.31	投资活动现金流	-413.99	-110.00	-282.08	-348.72
持有至到期投资	30.00	30.00	0.00	0.00	资本支出	-436.92	-130.00	-220.00	-220.00
固定资产	1,003.66	1,083.66	1,163.66	1,003.66	其他	22.93	20.00	20.00	20.00
在建工程	127.96	60.00	60.00	60.00	筹资活动现金流	109.89	84.96	-203.08	-160.22
长期待摊费用	80.00	80.00	80.00	80.00	借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	149.37	100.00	100.00	100.00	其他	109.89	84.96	-203.08	-160.22
资产总计	1,947.29	2,993.08	3,748.29	4,526.65	现金流净增加额	291.39	936.02	719.83	689.62
流动负债	644.86	579.1	681.1	781.1					
应付账款	161.37	200.00	300.00	400.00					
预收款项	6.47	7.00	7.00	7.00					
应付职工薪酬	16.67	18.00	20.00	20.00					
应交税费	65.47	50.00	50.00	50.00	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
应付利息	0.00	0.10	0.10	0.07	成长能力				
其他应付款	391.30	300.00	300.00	300.00	营业收入	-0.98%	54.20%	1.74%	2.79%
一年内到期非流	3.58	4.00	4.00	4.00	营业利润	284.04%	61.73%	2.54%	4.05%
非流动负债	3.66	3.66	3.66	3.66	归属母公司净利润	306.31%	62.20%	2.55%	4.06%
递延收益	3.66	3.66	3.66	3.66					
负债合计	648.52	582.76	684.76	784.73	获利能力				
归属母公司权益	1,297.71	2,390.31	3,063.54	3,741.92	毛利率	70.10%	70.32%	70.83%	71.62%
少数股东权益	1.06	0.00	0.00	0.00	净利率	43.83%	46.32%	46.69%	47.26%
利润表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	45.46%	66.22%	57.20%	39.66%
营业收入	1,476.76	2,277.18	2,316.79	2,381.45					
营业成本	441.56	675.86	675.86	675.86	偿债能力				
营业税金及附加	84.58	125.25	127.42	130.98	资产负债率	20.14%	18.27%	17.34%	20.14%
销售费用	108.21	166.86	169.76	174.50	流动比率	2.99	3.62	4.05	2.99
管理费用	107.33	165.50	168.38	173.08	速动比率	2.66	3.37	3.82	2.66
财务费用	-15.26	-100.00	-100.00	-100.00					
资产减值损失	-3.21	-0.02	-0.02	-0.02	营运能力				
其他经营收益	15.56	0.13	0.13	0.13	资产周转率	0.94	0.87	0.59	0.48
公允价值变动净	-3.35	0.07	0.07	0.07	存货周转率	3.96	3.78	3.75	4.24
投资净收益	18.91	0.06	0.06	0.06					
营业利润	769.11	1,243.86	1,275.51	1,327.17	每股指标(元)				
营业外收入	1.61	1.00	1.00	1.00	每股收益	1.00	1.62	1.66	1.72
营业外支出	4.72	4.00	4.00	4.00	每股净资产	1.99	3.66	4.69	5.73
利润总额	765.99	1,240.86	1,272.51	1,324.17					
所得税	118.67	186.13	190.88	198.63	估值比率				
净利润	647.33	1,054.73	1,081.63	1,125.55	P/E	35	28	27	26
少数股东损益	-2.93	0.00	0.00	0.00	P/B	18	12	10	8
归属于母公司净	650.26	1,054.73	1,081.63	1,125.55	EV/EBITDA	36	23	22	21
EBITDA	810.48	1,225.21	1,259.86	1,314.52					
EPS(元)	1.00	1.62	1.66	1.72					

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。

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	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@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