

西藏珠峰 (600338)

证券研究报告
2018年01月18日

铅锌主业持续高增长，优质盐湖收购进展顺利

事项

公司发布 2017 年业绩预告及控股股东可转债进展：2017 年预计实现归母净利润 11-12.5 亿元，同比增长 69.16%-92.23%；扣非净利润预计 11.4-12.9 亿元，同比增长 78.68%-102.19%；其中全资子公司塔中矿业实现净利润 12-13.5 亿元，同比增长 71.14%-92.54%。控股股东塔城国际发行的 10 亿元可交换债已于 2017 年 10 月 19 日起进入换股期，换股价格 39.40 元/股，最大换股量为 2538 万股，截止到 2018 年 1 月 15 日，已实际换股 2309 万股，占最大换股量的 90.98%。

铅锌龙头，业绩持续高增长

公司前三季实现归母净利润 8.24 亿元，根据 2017 年全年业绩预告以中值计算，预计 Q4 季度实现净利润约 3.5 亿元。2018 年全球即将投产的铅锌矿山主要包括嘉能可 Lady Loretta 矿（10 万吨）、五矿 Dugald River 矿（17 万吨）和韦丹塔 Gamsberg 矿（25 万吨），合计产能增加约 52 万吨，但主要在下半年投产，预计实际产量释放不足 30 万吨，而截止到 2017 年 10 月精炼锌缺口达 36.9 万吨，在海外经济复苏，国内经济保持韧性的背景下，预计全年缺口仍在锌价有望继续高位运行。2018 年公司矿石采选量预计将由 2017 年的 250 万吨/年增加至 300 万吨/年，产量仍有 20%的增产空间，且随着塔国冶炼项目的投产，公司吨产品盈利能力将进一步提升。在价格高位叠加增产的情况下保守估计 2018 年公司铅锌业务净利润约 16 亿元，业绩增长近 40%。假设金属价格每上涨 1000 元，对应 2018 年净利润增加 0.81 亿元，EPS 增厚 0.09 元/股。

收购“锂中东”顶级资源已获地方法院批准，成功是大概率事件，未来有望实现年毛利 42.9 亿元

公司于 2017 年 12 月 6 日发布公告，拟通过参股 45%的境外子公司 NNEL 要约收购著名海外锂资源上市公司 Lithium-X 公司 100%股权，进军锂资源“中东”。根据 Lithium-X 公司公告，该要约收购已获地方法院批准，并将于 2 月 6 日召开股东大会，预计要约收购成功是大概率事件。我们预计 Lithium-X 旗下项目将于 2018 年底或 2019 年初投产，达产后年毛利超 2.5 亿美元，若将产品运回国内按照现在国内 2.5 万美元/吨不含税价出售，则其年毛利将达 6.5 亿美元，折合人民币约 42.9 亿元。（资源情况及业绩测算详见 2017 年 12 月 9 日点评）

参股的 NNEL 股东管理资产超过 300 亿元，重点布局新能源产业链，助力公司向锂业巨头进军

NNEL 股东管理资产超过 300 亿元，广泛投资于新能源、资源、TMT、体育和消费行业，其中新能源产业链是其重点布局方向。其最近投资的南京悦博汽车电子有限公司，是电动车动力总成生产商，年产 BEV 电力系统 10 万个，中国绝大部分车企是其合作伙伴。公司作为 NNEL 参股股东，在享受投资收益的同时，打通上下游产业链，实现其在新能源领域的深度布局，向锂业巨头进军。

盈利预测及估值

不考虑收购，预计 2018-2019 年现有业务净利润分别为 15.8 亿元、19.5 亿元，对应 17 日收盘价 37.06 元 PE 分别为 15X、12X，若收购及后续开发顺利，按上文较为保守的预测，净利润有望在 3-5 年内实现翻番甚至更甚，公司估值较低，继续维持“买入”评级，强烈推荐。

风险提示：要约收购失败的风险，价格下跌的风险，项目盈利不达预期的风险

| 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 | 2,510.48 | 3,163.21 | 3,795.85 |
| 增长率(%) | (3.25) | (0.99) | 70.00 | 26.00 | 20.00 |
| EBITDA(百万元) | 249.79 | 830.52 | 1,445.09 | 1,862.84 | 2,315.69 |
| 净利润(百万元) | 160.04 | 650.26 | 1,207.70 | 1,579.55 | 1,947.91 |
| 增长率(%) | 1,772.02 | 306.31 | 85.73 | 30.79 | 23.32 |
| EPS(元/股) | 0.25 | 1.00 | 1.85 | 2.42 | 2.98 |
| 市盈率(P/E) | 151.22 | 37.22 | 20.04 | 15.32 | 12.42 |
| 市净率(P/B) | 36.32 | 18.65 | 8.50 | 5.47 | 3.80 |
| 市销率(P/S) | 16.23 | 16.39 | 9.64 | 7.65 | 6.38 |
| EV/EBITDA | 54.35 | 22.07 | 15.40 | 11.02 | 7.96 |

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 | 37.06 元 |
| 目标价格 | 62 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) | 24,200.45 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,867.83 |
| 每股净资产(元) | 2.22 |
| 资产负债率(%) | 44.20 |
| 一年内最高/最低(元) | 54.79/27.92 |

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 联系人
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《西藏珠峰-公司点评:避免铁矿石悲剧重演，西藏珠峰发起要约收购“锂中东”顶级资源》 2017-12-19
- 2 《西藏珠峰-公司点评:拟联合收购境外优质盐湖资产，新锂业巨头或诞生》 2017-12-06
- 3 《西藏珠峰-季报点评:铅锌价格坚挺，业绩持续高增长》 2017-10-26

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 | 1,916.69 | 3,598.36 | 5,672.83 |
| 应收账款 | 180.87 | 144.61 | 294.03 | 163.27 | 385.49 |
| 预付账款 | 11.45 | 42.33 | 21.03 | 37.84 | 50.46 |
| 存货 | 79.79 | 143.30 | 52.75 | 232.88 | 68.73 |
| 其他 | 10.66 | 16.57 | 12.03 | 13.02 | 13.99 |
| 流动资产合计 | 389.74 | 745.17 | 2,296.53 | 4,045.37 | 6,191.50 |
| 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 | 3,439.95 | 5,257.37 | 7,420.42 |
| 短期借款 | 32.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 315.72 | 552.67 | 334.92 | 678.25 | 761.00 |
| 其他 | 185.21 | 92.19 | 242.16 | 136.73 | 266.80 |
| 流动负债合计 | 532.94 | 644.86 | 577.08 | 814.98 | 1,027.80 |
| 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 | 580.99 | 818.85 | 1,031.62 |
| 少数股东权益 | 4.00 | 1.06 | 10.62 | 10.62 | 13.00 |
| 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 | 2,195.33 | 3,774.89 | 5,722.80 |
| 其他 | (346.37) | (365.30) | (22.36) | (22.36) | (22.36) |
| 股东权益合计 | 670.37 | 1,298.77 | 2,858.96 | 4,438.52 | 6,388.80 |
| 负债和股东权益总 | 1,207.33 | 1,947.30 | 3,439.95 | 5,257.37 | 7,420.42 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 139.60 | 647.33 | 1,207.70 | 1,579.55 | 1,947.91 |
| 折旧摊销 | 73.09 | 77.91 | 34.15 | 38.00 | 41.31 |
| 财务费用 | 3.83 | (0.39) | (5.40) | (12.86) | (21.62) |
| 投资损失 | 5.92 | (18.91) | (29.48) | (29.48) | (29.48) |
| 营运资金变动 | (161.49) | (172.09) | (105.63) | 156.81 | 154.29 |
| 其它 | 135.52 | 45.38 | 10.06 | (0.00) | 2.43 |
| 经营活动现金流 | 196.48 | 579.23 | 1,111.40 | 1,732.02 | 2,094.84 |
| 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) | 348.33 | 12.86 | 21.62 |
| 其他 | (305.66) | 113.27 | (0.79) | (69.91) | (60.61) |
| 筹资活动现金流 | (6.19) | 109.89 | 417.45 | 3.50 | 4.60 |
| 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 | 1,518.33 | 1,681.67 | 2,074.47 |

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 | 2,510.48 | 3,163.21 | 3,795.85 |
| 营业成本 | 952.88 | 441.56 | 728.04 | 901.51 | 1,081.82 |
| 营业税金及附加 | 43.53 | 84.58 | 108.53 | 136.75 | 181.86 |
| 营业费用 | 95.07 | 108.21 | 171.99 | 224.24 | 188.65 |
| 管理费用 | 129.43 | 107.33 | 91.88 | 68.33 | 77.81 |
| 财务费用 | (21.43) | (15.26) | (5.40) | (12.86) | (21.62) |
| 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 | 1,416.34 | 1,837.70 | 2,296.00 |
| 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 | 1,416.00 | 1,836.69 | 2,294.51 |
| 所得税 | 61.09 | 118.67 | 198.24 | 257.14 | 344.18 |
| 净利润 | 139.60 | 647.33 | 1,217.76 | 1,579.55 | 1,950.34 |
| 少数股东损益 | (20.43) | (2.93) | 10.06 | 0.00 | 2.43 |
| 归属于母公司净利润 | 160.04 | 650.26 | 1,207.70 | 1,579.55 | 1,947.91 |
| 每股收益(元) | 0.25 | 1.00 | 1.85 | 2.42 | 2.98 |

| 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -3.25% | -0.99% | 70.00% | 26.00% | 20.00% |
| 营业利润 | 1483.11% | 284.04% | 84.15% | 29.75% | 24.94% |
| 归属于母公司净利润 | 1772.02% | 306.31% | 85.73% | 30.79% | 23.32% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 36.11% | 70.10% | 71.00% | 71.50% | 71.50% |
| 净利率 | 10.73% | 44.03% | 48.11% | 49.94% | 51.32% |
| ROE | 24.02% | 50.11% | 42.40% | 35.67% | 30.55% |
| ROIC | 238.79% | 107.22% | 171.95% | 174.04% | 253.15% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 44.47% | 33.30% | 16.89% | 15.58% | 13.90% |
| 净负债率 | 28.50% | 22.06% | 8.74% | -31.67% | -44.45% |
| 流动比率 | 0.73 | 1.16 | 3.98 | 4.96 | 6.02 |
| 速动比率 | 0.58 | 0.93 | 3.89 | 4.68 | 5.96 |
| 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 | 0.73 | 0.60 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.25 | 1.00 | 1.85 | 2.42 | 2.98 |
| 每股经营现金流 | 0.30 | 0.89 | 1.70 | 2.65 | 3.21 |
| 每股净资产 | 1.02 | 1.99 | 4.36 | 6.78 | 9.76 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 151.22 | 37.22 | 20.04 | 15.32 | 12.42 |
| 市净率 | 36.32 | 18.65 | 8.50 | 5.47 | 3.80 |
| EV/EBITDA | 54.35 | 22.07 | 15.40 | 11.02 | 7.96 |
| EV/EBIT | 75.91 | 24.32 | 15.77 | 11.25 | 8.11 |

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 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 卓越时代广场 36 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 邮编：518017 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(86755)-23913441 |
| | | | 邮箱：research@tfzq.com |