

# 西藏珠峰 (600338)

证券研究报告

2018年04月23日

## 暂时性影响有望消失 锂业交割完成

**公司公布 2018 年第一季度报告：**报告期内公司实现营收 5.55 亿元，同比小幅下降 3.68%；实现归母净利润 2.24 亿元，同比下降 26.85%，EPS 为 0.34 元/股。业绩同比下降的原因一方面是塔国突发干旱，缺水导致选矿处理量下降进而导致公司精矿产品产量出现下降，另一方面是报告期内由于人民币升值汇兑损失大幅增加。

**干旱影响不具可持续性，采选产能将继续爬坡。**因冬季降雪量少、且春季来临较早，中亚最大的河流 Amu Darya 一季度流量不及往常，这导致塔中矿业选矿厂处理量下降，精矿产品因此有所下降，原矿开采并受到影响。但气候影响不具有可持续性，同时塔国地处 Amu Darya 上游，后续有望储存更多水源以备旱季使用。公司矿业采选能力 300 万吨（17 年实际选矿 280 万吨），一旦用水问题得到缓解，全年选矿量有望上升。

**基本面支撑锌价格易涨难跌。**近年来随着海外大型锌矿企投资回落，下游需求稳中有升，2017 年锌供需紧张持续。新建矿山在 2018 年后才集中释放，而产能爬坡仍将经历一年左右的时间，新产能将在 2019 年才能反映在锌的供需平衡表中。据 ILZSG 预测，全球 2017 年精炼锌预计供应短缺 39.8 万吨，2018 年预计短缺 22.3 万吨。据 Wind 资讯，进入 2018 年以来 SHFE 锌价一度突破 26,000 元/吨，后受贸易争端预期影响虽有所回落，但整体仍在 24,000 元/吨以上的高位，在偏强的基本面支撑下锌价易涨难跌。

**汇兑仅为暂时性损失。**公司收购 Li-X 涉及投资较大，公司账面现金明显高于以往，一季度美元汇率大幅下降导致账面汇兑损失约 4379 万元；Li-X 收购及后续投资均以美元进行，资产交割已经完成，后续汇率波动对公司业绩的影响可能较为有限。

**成功收购世界级锂盐湖，达产后毛利有望超过 15 亿元。**公司通过参股 45% 的境外子公司要约收购著名海外锂资源上市公司 Lithium-X 公司 100% 股权，目前交易已完成。LIX 公司拥有 SDLA、Arizaro 两大锂盐湖项目 100% 权益和 Pure Energy 公司 19.9% 股权。其中 SDLA 探明+推断资源量折合碳酸锂 204 万吨，参照当地其他盐湖的情况，我们测算其达产后年毛利应该在 2.4 亿美元以上。（具体测算见 2 月 6 日深度报告《低成本低估值成长性良好的铅锌巨头》）随着后续 Arizaro 等资源的进一步勘探，有望成为下一个全球锂巨头公司。

**盈利预测与投资建议：**我们维持公司 18-20 年 EPS 分别为 2.4 元/股和 3.0 元/股和 3.24 元/股的预测，对应 4 月 23 日收盘价 30.70 元，动态 PE 分别 13 倍/10 倍/9 倍。公司目前估值明显低于其他铅锌公司，汇兑与干旱的暂时性影响有望逐步减弱，锂业收购已经完成，有望成为公司新的增长点。维持“买入”评级。

**风险提示：**铅锌价格下跌的风险，锂价下跌的风险，干旱进一步影响公司产量的风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,476.76	2,466.53	3,535.52	3,940.49	3,976.42
增长率(%)	(0.99)	67.02	43.34	11.45	0.91
EBITDA(百万元)	830.52	1,502.10	2,078.09	2,524.01	2,766.85
净利润(百万元)	650.26	1,113.64	1,564.29	1,961.35	2,112.87
增长率(%)	306.31	71.26	40.47	25.38	7.73
EPS(元/股)	1.00	1.71	2.40	3.00	3.24
市盈率(P/E)	30.83	18.00	12.82	10.22	9.49
市净率(P/B)	15.45	11.76	5.36	3.71	2.84
市销率(P/S)	13.58	8.13	5.67	5.09	5.04
EV/EBITDA	22.07	17.82	9.58	7.44	6.69

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	30.70 元
目标价格	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)	20,047.32
流通 A 股市值(百万元)	4,860.83
每股净资产(元)	2.86
资产负债率(%)	53.32
一年内最高/最低(元)	54.79/27.50

### 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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《西藏珠峰-公司深度研究:低成本低估值成长性良好的铅锌巨头》 2018-02-06
- 2 《西藏珠峰-公司点评:铅锌主业持续高增长，优质盐湖收购进展顺利》 2018-01-18
- 3 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	398.36	1,355.73	282.84	1,154.56	1,445.06
应收账款	144.61	258.49	435.74	326.35	442.68
预付账款	42.33	33.88	63.63	87.55	57.02
存货	143.30	133.72	290.36	317.27	222.43
其他	16.57	57.65	28.87	34.34	40.19
<b>流动资产合计</b>	<b>745.17</b>	<b>1,839.47</b>	<b>1,101.45</b>	<b>1,920.06</b>	<b>2,207.39</b>
长期股权投资	1.17	1.20	1.20	1.20	1.20
固定资产	875.70	960.04	2,978.69	3,904.21	5,215.86
在建工程	127.96	367.45	256.47	201.88	151.13
无形资产	2.27	1.78	1.66	1.53	1.41
其他	195.02	65.36	122.41	125.52	102.12
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,202.13</b>	<b>1,395.83</b>	<b>3,360.43</b>	<b>4,234.35</b>	<b>5,471.73</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,947.30</b>	<b>3,235.30</b>	<b>4,461.88</b>	<b>6,154.41</b>	<b>7,679.12</b>
短期借款	0.00	711.80	218.79	0.00	0.00
应付账款	552.67	472.43	305.41	645.56	470.93
其他	92.19	64.08	191.79	108.79	136.29
<b>流动负债合计</b>	<b>644.86</b>	<b>1,248.32</b>	<b>715.99</b>	<b>754.35</b>	<b>607.22</b>
长期借款	0.00	282.99	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.66	0.00	2.56	2.08	1.55
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.66</b>	<b>282.99</b>	<b>2.56</b>	<b>2.08</b>	<b>1.55</b>
<b>负债合计</b>	<b>648.52</b>	<b>1,531.30</b>	<b>718.55</b>	<b>756.43</b>	<b>608.76</b>
少数股东权益	1.06	0.00	0.00	0.00	0.00
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	987.63	1,709.47	3,090.32	4,744.98	6,417.34
其他	(365.30)	(680.85)	(22.36)	(22.36)	(22.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,298.77</b>	<b>1,704.00</b>	<b>3,743.32</b>	<b>5,397.99</b>	<b>7,070.35</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,947.30</b>	<b>3,235.30</b>	<b>4,461.88</b>	<b>6,154.41</b>	<b>7,679.12</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	647.33	1,113.30	1,564.29	1,961.35	2,112.87
折旧摊销	77.91	106.57	152.46	209.19	289.23
财务费用	(0.39)	(43.22)	70.93	(1.62)	(12.27)
投资损失	(18.91)	(18.82)	(18.82)	(250.00)	(390.00)
营运资金变动	(172.09)	(27.99)	(475.92)	338.06	(126.28)
其它	45.38	(42.67)	(0.00)	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>579.23</b>	<b>1,087.18</b>	<b>1,292.95</b>	<b>2,256.98</b>	<b>1,873.55</b>
资本支出	379.26	432.42	2,057.44	1,080.49	1,550.53
长期投资	(0.07)	0.03	0.00	0.00	0.00
其他	(793.19)	(956.86)	(4,088.62)	(1,917.15)	(2,709.42)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(413.99)</b>	<b>(524.40)</b>	<b>(2,031.18)</b>	<b>(836.67)</b>	<b>(1,158.89)</b>
债权融资	0.29	994.79	256.03	12.51	16.59
股权融资	(3.67)	(302.09)	587.55	1.62	12.27
其他	113.27	(1,008.53)	(1,178.24)	(562.72)	(453.02)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>109.89</b>	<b>(315.83)</b>	<b>(334.65)</b>	<b>(548.59)</b>	<b>(424.16)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>275.13</b>	<b>246.94</b>	<b>(1,072.88)</b>	<b>871.72</b>	<b>290.50</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,476.76</b>	<b>2,466.53</b>	<b>3,535.52</b>	<b>3,940.49</b>	<b>3,976.42</b>
营业成本	441.56	676.98	1,166.77	1,426.46	1,435.49
营业税金及附加	84.58	156.54	169.70	169.44	170.99
营业费用	108.21	135.02	148.49	161.56	163.03
管理费用	107.33	124.19	123.74	118.21	119.29
财务费用	(15.26)	(13.46)	70.93	(1.62)	(12.27)
资产减值损失	(3.21)	0.43	20.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(3.35)	4.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.91	18.82	18.82	250.00	390.00
其他	(31.12)	(46.69)	(37.63)	(500.00)	(780.00)
<b>营业利润</b>	<b>769.11</b>	<b>1,410.18</b>	<b>1,854.70</b>	<b>2,316.44</b>	<b>2,489.89</b>
营业外收入	1.61	0.35	1.13	1.03	0.84
营业外支出	4.72	40.72	15.49	10.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>765.99</b>	<b>1,369.81</b>	<b>1,840.35</b>	<b>2,307.47</b>	<b>2,485.73</b>
所得税	118.67	256.50	276.05	346.12	372.86
<b>净利润</b>	<b>647.33</b>	<b>1,113.30</b>	<b>1,564.29</b>	<b>1,961.35</b>	<b>2,112.87</b>
少数股东损益	(2.93)	(0.34)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>650.26</b>	<b>1,113.64</b>	<b>1,564.29</b>	<b>1,961.35</b>	<b>2,112.87</b>
每股收益(元)	1.00	1.71	2.40	3.00	3.24

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.99%	67.02%	43.34%	11.45%	0.91%
营业利润	284.04%	83.35%	31.52%	24.90%	7.49%
归属于母公司净利润	306.31%	71.26%	40.47%	25.38%	7.73%
<b>获利能力</b>					
毛利率	70.10%	72.55%	67.00%	63.80%	63.90%
净利率	44.03%	45.15%	44.25%	49.77%	53.14%
ROE	50.11%	65.35%	41.79%	36.33%	29.88%
ROIC	107.22%	160.86%	128.10%	54.75%	50.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.30%	47.33%	16.10%	12.29%	7.93%
净负债率	22.06%	14.66%	-21.88%	3.33%	-5.81%
流动比率	1.16	1.47	1.54	2.55	3.64
速动比率	0.93	1.37	1.13	2.12	3.27
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.07	12.24	10.19	10.34	10.34
存货周转率	13.24	17.81	16.67	12.97	14.74
总资产周转率	0.94	0.95	0.92	0.74	0.57
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.00	1.71	2.40	3.00	3.24
每股经营现金流	0.89	1.66	1.98	3.46	2.87
每股净资产	1.99	2.61	5.73	8.27	10.83
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.83	18.00	12.82	10.22	9.49
市净率	15.45	11.76	5.36	3.71	2.84
EV/EBITDA	22.07	17.82	9.58	7.44	6.69
EV/EBIT	24.32	19.17	10.33	8.11	7.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com