

Q2 业绩回升，新注入优质锂资源

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年半年报，上半年实现营业收入 11.06 亿元，同比减少 5.52%；实现利润总额 6.6 亿，同比减少 5.73%；实现归属于母公司股东的净利润 5.30 亿，同比减少 7.01%。
- **干旱致公司上半年业绩下降，Q2 生产情况逐渐好转。**公司上半年业绩下降，主要原因是公司全资子公司塔中矿业所在国上半年遇罕见干旱，生产用水缺乏导致公司产量下降。上半年，铅、锌金属产量分别同比降低 14.03%、26.67%。公司 Q2 生产逐步恢复正常，归母净利润同比增长 15.98%，环比增长 37%，预期下半年生产有望恢复正常水平。
- **采矿效率提升，上半年采出矿量提升。**公司上半年强化开拓、探矿和采准工程，提高采矿效率。公司上半年采矿量、出矿量、选矿处理量分别同比增长 7.44%、5.29%、98.49%。
- **收购世界级锂盐湖，未来业绩可期。**公司目前已完成对海外锂资源上市公司 Lithium-X 公司 100%股权的收购。Lithium-X 公司拥有三个优质锂盐湖，其中 SDLA 项目已获 2500 吨 LCE 富锂卤水采选项，预计 2018 年底将会产出 2000 吨 LCE 的富锂卤水产品，给 2019 年及以后公司业绩带来提振。此外，SDLA 项目将于年内启动扩产施工，预计全部建成后产能可达 2.5 万吨/年 LCE 的富锂卤水。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.73 元、1.85 元、2.28 元，对应 PE 分别为 13 倍、12 倍和 10 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**铅、锌金属价格或大幅波动，气候原因导致用水不足影响产量的风险，锂盐湖达产进度或不及预期的风险，海外资产运营风险。

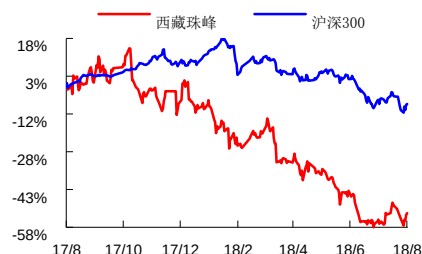
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2466.53	2664.34	2997.56	3652.44
增长率	67.02%	8.02%	12.51%	21.85%
归属母公司净利润 (百万元)	1113.64	1130.87	1211.00	1488.74
增长率	71.26%	1.55%	7.09%	22.93%
每股收益 EPS (元)	1.71	1.73	1.85	2.28
净资产收益率 ROE	65.33%	34.80%	28.59%	27.14%
PE	13	13	12	10
PB	8.32	4.32	3.31	2.56

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-57631191
 邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.53
流通 A 股(亿股)	1.58
52 周内股价区间(元)	19.4-52.93
总市值(亿元)	141.77
总资产(亿元)	43.65
每股净资产(元)	3.35

相关研究

1 公司概况：铅锌巨头，新收购锂资源矿产

公司是一家以矿山综合开发为主的资源类上市企业，主要从事矿产资源勘探、开采、矿石加工、金属冶炼、矿产品贸易、矿产资源及相关产业投资运作等业务。公司主要的经营性资产是位于塔国的全资子公司——塔中矿业有限公司。塔中矿业是一家大型有色金属矿山企业，截至 2017 年末，拥有设计产能超过 250 万吨，最大产能达 300 万吨的年采选产能。塔中矿业拥有位于塔吉克斯坦阿尔登-托普坎同一矿脉的派矿、阿矿及北阿矿三个采矿权，矿产资源储量丰富，矿石资源量 8631 万吨，平均品位铅 2.4%、锌 3.05%、铜 0.14%，白银 37 克/吨。

表 1：塔中矿业矿石资源量

公司塔国矿产情况	矿石量（万吨）	资源级别（万吨）		
		122b	332	333
派-布拉克	130	72	-	58
阿尔登-托普坎	1981	927	-	1054
北阿尔登-托普坎	6519.9	1036	17	5467
总计	8631	3034	17	6580

数据来源：公司 2017 年年报，西南证券整理

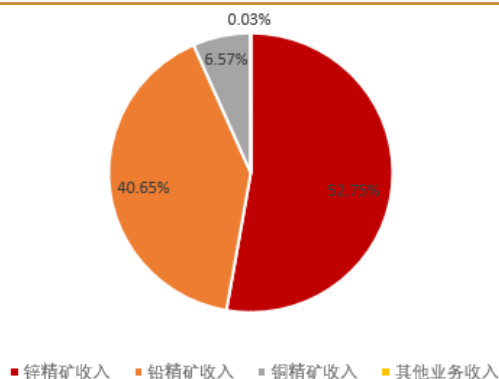
公司 5 万吨铅冶炼项于 2017 年 11 月底投产，预计 2018 年可达产。该冶炼项目填补了塔吉克在有色金属冶炼领域的空白，也标志着公司进入矿山地质勘探、采掘、选矿、冶炼、销售一体化格局，有利于公司业绩的提升。

此外，公司 2018 年成功收购聚焦锂资源勘探开发的境外上市公司 Lithium X Energy Corp. Lithium X 拥有三个世界级锂资源项目：Sal De Los Angeles、Clayton Valley 与 Salar De Arizaro。其中，SDLA 项目是目前世界上最大的未开发盐湖锂矿，拥有指示资源量 103.7 万吨 LCE(平均 501mg/L)与推断资源量 100.7 万吨 LCE(平均 410mg/L)。

2 公司业绩：铅锌双主，业绩稳步增长

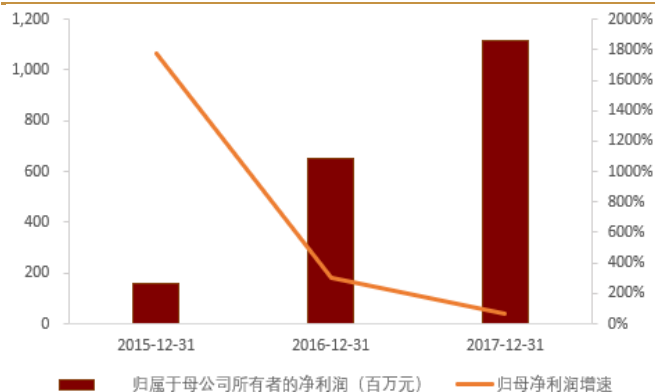
公司主要产品是铅精矿、锌精矿。2017 年，公司铅精矿、锌精矿收入占总收入的比例分别为 40.65%、52.75%，毛利率均超过 70%。公司过去三年来，归母净利润增长幅度较大。

图 1：公司 2017 年业务收入占比情况



数据来源：WIND，西南证券整理

图 2：公司近三年归母净利润情况



数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：塔国干旱导致上半年业绩下降

公司上半年实现营业收入 11.06 亿元，同比减少 5.52%；实现利润总额 6.6 亿，同比减少 5.73%；实现归属于母公司股东净利润 5.30 亿，同比减少 7.01%。主要原因是公司全资子公司塔中矿业所在国上半年遇罕见干旱，生产用水缺乏导致公司产量下降。上半年，铅、锌金属产量分别同比降低 14.03%、26.67%。公司 Q2 生产逐步恢复正常，归母净利润同比增长 15.98%，环比增长 37%，因此干旱不会对公司下半年业绩产生负面影响。

表 2：公司 2018 年上半年锌、铅金属产量情况

	本期产量	同比增减 (%)	完成全年计划的百分比 (%)
锌金属量 (万吨)	4.03	-14.03	46.08
铅金属量 (万吨)	2.2	-26.67	34.23

数据来源：公司 2018 年中报，西南证券整理

虽然锌、铅精矿产量同比下降，但公司上半年采矿量、出矿量、选矿处理量分别同比增长 7.44%、5.29%、98.49%。

表 3：公司 2018 年上半年采矿、出矿、选矿处理量

	产量	较上年同期增减 (%)	上半年计划数 (万吨)	上半年完成度 (%)	全年计划数 (万吨)	全年完成度
采矿量 (万吨)	141.84	7.44	156.37	90.71	330	42.98%
出矿量 (万吨)	134.6	5.29	140	96.14	300	44.87%
选矿处理量 (万吨)	137.9	98.49	140	98.49	300	45.97%

数据来源：公司 2018 年中报，西南证券整理

公司目前已完成对海外锂资源上市公司 Lithium-X 公司 100% 股权的收购。Lithium-X 公司拥有三个优质锂盐湖，分别是 SDLA、Clayton Valley 与 Salar De Arizaro。其中 SDLA 项目已获 2500 吨 LCE 富锂卤水采选项，预计 2018 年底将会产出 2000 吨 LCE 的富锂卤水产品，预期给 2019 年及以后公司业绩带来提振。此外，公司已聘请专业机构完成编制扩产至年产 2 万吨 LCE 富锂卤水的可研报告，项目在经济和技术上可行。目前，公司正向当地政府申请扩产的环评许可等政府许可，并将在年内启动扩建盐田的施工。根据现场盐田建设可用面积，预计全部建成后可年产不少于含 2.5 万吨 LCE 的富锂卤水。

4 盈利预测与估值

关键假设：

公司原计划于 2018 年，采矿量 330 万吨，出矿量 300 万吨，选矿处理量 300 万吨；产
品金属量 15.61 万吨，其中铅锌铜金属量合计 15.60 万吨，银 119 吨；实现营业收入约 38
亿元，其中塔中矿业实现营业收入约 28 亿元；预计利润总额约 16 亿元。

假设 1：锌精矿毛利率 2018-2020 年分别为 71.5%、70%、68%。

假设 2：2019 年 SDLA 项目达到计划产能 2500 吨/年碳酸锂当量富锂卤水。

假设 3：公司锌、铅精矿产量在 2019、2020 年保持稳定。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
锌精矿	收入	1,301.1	1418.2	1489.1	1563.6
	增速	94.01%	9.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	71.7%	71.5%	70.0%	68.0%
铅精矿	收入	1,002.7	1072.8	1126.5	1182.8
	增速	53.76%	7.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	74.5%	72.5%	70.0%	67.5%
铜精矿	收入	161.93	173.3	181.9	191.0
	增速	61.2%	7.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	68.2%	68.0%	67.0%	66.0%
富锂卤水				200.0	715.0
				257.50%	10%
				50.0%	46.2%
合计	收入	2466.5	2664.3	2997.6	3652.4
	增速	67.0%	8.0%	12.5%	21.8%
	毛利率	72.6%	71.7%	68.5%	63.5%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 26.6 亿元、29.98 亿元和 36.5 亿元，归母净利润分别为 11.31 亿元、12.11 亿元和 14.89 亿元，EPS 分别为 1.73 元、1.85 元和 2.28 元，对应 PE 分别为 13 倍、12 倍和 10 倍。首次覆盖，根据可比公司估值，给予公司“增持”评级。

表 5：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600497.SH	驰宏锌锗	4.87	0.28	0.33	0.39	17.45	15.15	12.83
000060.SZ	中金岭南	4.64	0.37	0.40	0.46	13.14	11.89	10.35
平均值						15.30	13.52	11.59
600338.SH	西藏珠峰	21.71	1.73	1.85	2.28	13	12	10

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2466.53	2664.34	2997.56	3652.44	净利润	1113.30	1142.29	1223.23	1503.78
营业成本	676.98	754.67	944.73	1334.71	折旧与摊销	106.57	57.55	57.55	57.55
营业税金及附加	156.54	148.37	175.49	25.20	财务费用	-13.46	37.79	23.40	22.22
销售费用	135.02	166.30	184.85	221.94	资产减值损失	0.43	6.00	6.00	6.00
管理费用	124.19	170.16	182.34	219.49	经营营运资本变动	-243.05	9.90	68.59	102.25
财务费用	-13.46	37.79	23.40	22.22	其他	123.39	-19.22	-20.83	-21.38
资产减值损失	0.43	6.00	6.00	6.00	经营活动现金流净额	1087.18	1234.31	1357.94	1670.42
投资收益	18.82	14.00	14.00	14.00	资本支出	-323.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.53	1.00	1.00	1.00	其他	-200.72	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-524.40	15.00	15.00	15.00
营业利润	1410.18	1396.04	1495.75	1837.88	短期借款	711.80	-711.80	0.00	0.00
其他非经营损益	-40.37	-3.00	-4.00	-4.00	长期借款	282.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	1369.81	1393.04	1491.75	1833.88	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	256.50	250.75	268.51	330.10	支付股利	-391.80	-222.73	-226.17	-242.20
净利润	1113.30	1142.29	1223.23	1503.78	其他	-918.82	620.69	-23.40	-22.22
少数股东损益	-0.34	11.42	12.23	15.04	筹资活动现金流净额	-315.83	-313.84	-249.57	-264.42
归属母公司股东净利润	1113.64	1130.87	1211.00	1488.74	现金流量净额	212.05	935.48	1123.37	1421.00
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1355.73	2291.20	3414.57	4835.57	成长能力				
应收和预付款项	292.38	329.73	368.29	464.31	销售收入增长率	67.02%	8.02%	12.51%	21.85%
存货	133.72	147.29	184.68	262.13	营业利润增长率	83.35%	-1.00%	7.14%	22.87%
其他流动资产	57.65	60.94	68.57	83.54	净利润增长率	71.98%	2.60%	7.09%	22.93%
长期股权投资	1.20	1.20	1.20	1.20	EBITDA 增长率	80.74%	-0.79%	5.72%	21.62%
投资性房地产	2.38	2.38	2.38	2.38	获利能力				
固定资产和在建工程	1327.49	1270.79	1214.08	1157.37	毛利率	72.55%	71.68%	68.48%	63.46%
无形资产和开发支出	1.78	1.56	1.35	1.13	三费率	9.96%	14.05%	13.03%	12.69%
其他非流动资产	62.97	62.34	61.71	61.08	净利率	45.14%	42.87%	40.81%	41.17%
资产总计	3235.30	4167.44	5316.83	6868.72	ROE	65.33%	34.80%	28.59%	27.14%
短期借款	711.80	0.00	0.00	0.00	ROA	34.41%	27.41%	23.01%	21.89%
应付和预收款项	327.01	368.86	462.38	632.00	ROIC	95.06%	78.12%	86.84%	113.69%
长期借款	282.99	282.99	282.99	282.99	EBITDA/销售收入	60.95%	55.98%	52.60%	52.50%
其他负债	209.50	233.55	292.36	413.05	营运能力				
负债合计	1531.30	885.40	1037.73	1328.04	总资产周转率	0.95	0.72	0.63	0.60
股本	653.01	653.01	653.01	653.01	固定资产周转率	2.69	2.86	3.43	4.46
资本公积	22.36	22.36	22.36	22.36	应收账款周转率	18.90	15.89	14.66	15.81
留存收益	1687.11	2595.25	3580.08	4826.62	存货周转率	4.86	5.34	5.63	5.93
归属母公司股东权益	1704.00	3270.62	4255.45	5501.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	11.42	23.66	38.69	资本结构				
股东权益合计	1704.00	3282.05	4279.11	5540.68	资产负债率	47.33%	21.25%	19.52%	19.33%
负债和股东权益合计	3235.30	4167.44	5316.83	6868.72	带息债务/总负债	64.96%	31.96%	27.27%	21.31%
					流动比率	1.47	4.70	5.35	5.40
					速动比率	1.37	4.45	5.10	5.15
					股利支付率	35.18%	19.70%	18.68%	16.27%
					每股指标				
					每股收益	1.71	1.73	1.85	2.28
					每股净资产	2.61	5.03	6.55	8.48
					每股经营现金	1.66	1.89	2.08	2.56
					每股股利	0.60	0.34	0.35	0.37
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1503.28	1491.39	1576.70	1917.65					
PE	12.73	12.54	11.71	9.52					
PB	8.32	4.32	3.31	2.56					
PS	5.75	5.32	4.73	3.88					
EV/EBITDA	9.17	8.14	6.98	5.00					
股息率	2.76%	1.57%	1.60%	1.71%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn