

西藏珠峰 (600338)

公司研究/深度报告

铅锌资源储量丰富，低成本优质矿山企业

深度研究报告/有色金属

2017 年 08 月 03 日

报告摘要:

● 供需存在缺口，锌价保持高位运行

2017-2018 年锌矿山恢复不足，锌精矿市场仍存在缺口；消费继续维持小幅增长，冶炼产能变化不大，锌锭市场供需缺口扩大；锌锭报告库存和社会库存不断下滑，目前处于 2009 年以来低位，预计未来两年锌价仍将保持高位运行。

● 资源储量大，铅锌品位高

公司子公司塔中矿业拥有铅锌资源储量接近 550 万吨金属量，仅次于驰宏锌锗和中金岭南，资源保障程度高；2016 年铅、锌原矿品位在 2.43%、3.05%，属于高品位矿山。

● 极低的成本优势

人工成本低，公司矿山位于塔吉克斯坦，当地人工成本低，公司员工平均年收入仅为 3 万元/人左右，而国内主要铅锌矿山公司员工收入均在 10 万元/人以上；折旧成本低，公司矿权比较集中，多数设施可以共用；无形费用摊销成本低，2016 年，西藏珠峰、驰宏锌锗、中金岭南、建新矿业四家公司的无形资产摊销费用分别为 15 万、2.18 亿、2.43 亿、418 万元。

● 轻资产、低负债公司

公司总资产仅有 20 多亿，属于小资产公司，但资产负债率较低，不到 30%，在同类公司中属于较低位置。

● 投资建议

预计公司 2017-2019 年归属母公司的净利润分别为 10.29 亿元、11.30 亿元和 11.95 亿元，EPS 分别为 1.58 元、1.73 元、1.83 元，对应当前股价的 PE 分别为 30 倍、27 倍、26 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：铅锌价格大跌。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,477	2,122.29	2,365.26	2,530.43
增长率（%）	-1.0%	43.7%	11.4%	7.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	650	1,029	1,130	1,195
增长率（%）	306.3%	58.2%	9.9%	5.7%
每股收益（元）	1.00	1.58	1.73	1.83
PE（现价）	47.7	30.1	27.4	25.9
PB	23.9	16.0	10.1	7.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

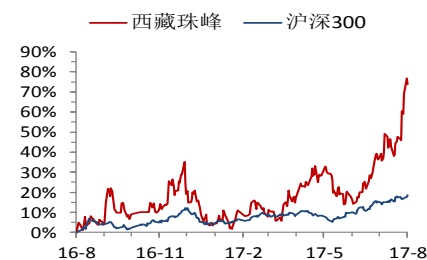
强烈推荐 首次评级

合理估值：55.3—60.0 元

交易数据 2017-8-2

收盘价（元）	47.45
近 12 个月最高/最低	49.23/27.84
总股本（百万股）	653
流通股本（百万股）	158
流通股比例（%）	24.25
总市值（亿元）	310
流通市值（亿元）	75

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：范劲松

执业证号：S0100513080006
电话：0755-22662087
邮箱：fanjinsong@mszq.com

研究助理：喻罗毅

执业证号：S0100115090003
电话：0755-22662081
邮箱：yuluoyi@mszq.com

相关研究

1.【民生有色】锌行业深度：中期锌价保持高位，利好资源类上市公司

目录

一、铅锌采选优质公司，“一带一路”标杆企业	3
(一) 剥离不良资产，优化公司主营业务结构	3
(二) 塔中矿业产出创新高	4
二、塔中矿业：高品位低成本铅锌矿山	4
(一) 铅锌资源储量丰富，品位高	4
(二) 极大的成本优势	5
三、轻资产、低负债公司	7
四、供需存在缺口，锌价仍将保持高位	7
(一) 锌精矿供需存在缺口，加工费处于历史低位	8
(二) 消费继续保持增长，锌锭市场缺口扩大	10
(三) 国内外库存不断下降，为 2009 年以来低位	12
四、盈利预测	12
五、风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

一、铅锌采选优质公司，“一带一路”标杆企业

西藏珠峰是一家以铅锌采选为主的资源类公司，公司注册地在西藏、资产在中亚、总部在上海，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。

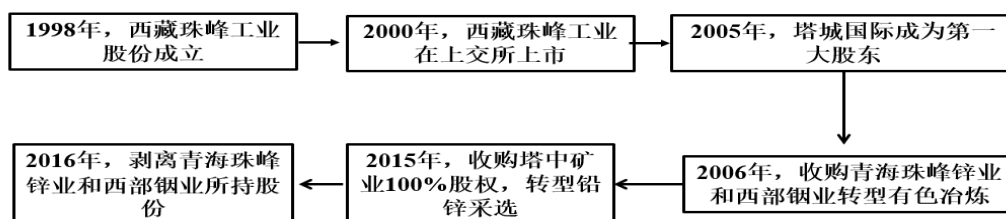
公司主要资产为塔中矿业，是目前塔吉克斯坦最大的中资企业，拥有铅锌资源量接近 1 亿吨，金属量接近 600 万吨，是中国企业在中亚地区最具有战略价值的多金属矿山资源之一。同时，塔中矿业是目前中塔两国矿业领域最大的合作项目，也是我国在“一带一路”国家战略布局上的标杆企业。

（一）剥离不良资产，优化公司主营业务结构

公司前身是西藏珠峰摩托车工业公司，属于集体所有制企业，于 2000 年在上交所上市。2005 年，大股东西藏珠峰摩托将其持有的 41.05% 股份转让给现在的大股东塔城国际。2006 年，公司收购了西部矿业的 4 万吨锌冶炼资产以及西部铝业 51% 股权，公司就此从摩托车转型有色金属冶炼行业。2015 年 8 月，公司发行股份收购了大股东实际控制 54% 的塔中矿业 100% 股份。

2016 年底，公司剥离了锌冶炼资产以及西部铝业股权，至此公司从一家有色冶炼企业转型成一家纯正的铅锌采选企业。

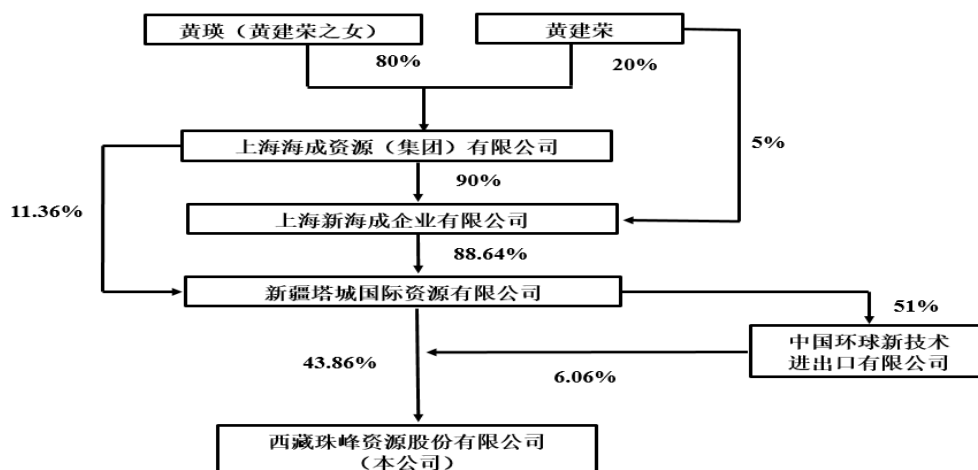
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司的直接控股股东为新疆塔城国际资源有限公司，实际控制人为黄建英父女二人，二人合计控制了西藏珠峰 44.87% 股权。

图 2：西藏珠峰资源股份有限公司股东组织架构图



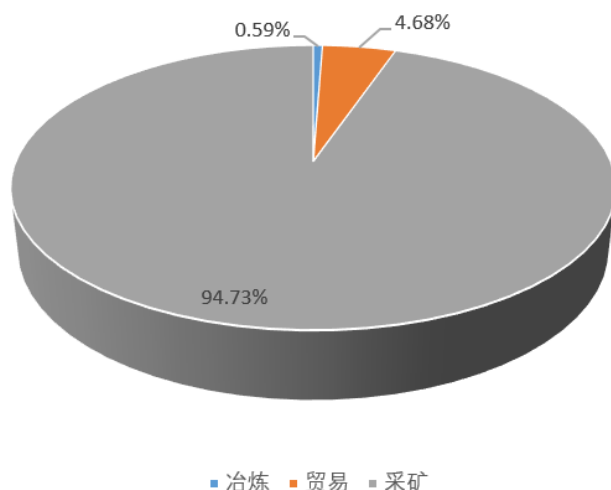
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 塔中矿业产出创新高

目前公司的主要资产是 100% 持有的塔中矿业，塔中矿业是一家大型有色金属矿山企业，拥有 250 万吨的年采选产能，2016 年实现净利润 7.01 亿元。

2016 年公司处理矿石量 222.43 万吨，同比增长 47.33%，其中产出锌金属量 7.41 万吨，同比增长 40.45%；铅金属量 5.35 万吨，同比增长 35.79%；铜金属量 0.25 万吨，同比增长 38.24%；精矿银含量 82.14 吨，同比增长 48.38%，均创造了塔中矿业历史新高。

图 3：公司主营业务收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、塔中矿业：高品位低成本铅锌矿山

(一) 铅锌资源储量丰富，品位高

塔中矿业拥有三个采矿权，分别为派矿、阿矿和北阿矿，均位于塔吉克斯坦萨格金州马

钦区阿尔登-托普坎村同一矿脉，矿产资源丰富。塔中矿业的铅锌矿床位于南天山西段铅锌金银铜多金属成矿带上，阿尔登-托普坎铅锌矿田、阿特拉斯曼超大型银铅锌矿田是该成矿带上最大的铅锌银矿集区。

1.派-布拉克采矿权

本采矿权属于塔中矿业三个矿权中储量最小的一个，也是开采较早的一个，根据公司年报数据显示，其保有铅金属储量 2.66 万吨，平均品位 3.39%；锌金属量 2.45 万吨，平均品位 3.12%，合计铅+锌 6.51%；银金属量 74.74 吨，平均品位为 50.00，为小而富的铅锌矿。

2.阿尔登-托普坎采矿权

阿矿矿区范围内保有铅金属储量为 56.34 万吨、品均品位 2.14%，锌金属量 64.77 万吨、品均品位 2.46%，伴生铜 5.26 万吨，平均品位 0.2%。伴生银 1048.82 吨，平均品位 39.9g/t。

3.北阿尔登-托普坎采矿权

北阿矿属于最后一个拿到的采矿权，且属于最大的一个矿权。保有铅金属储量 182.63 万吨、品均品位 2.53%，锌金属量 235.13 万吨、品均品位 3.26%，银金属量 2501.88 吨，平均品位 34.65g/t，铜 8.66 万吨，平均品位 0.14%。北阿矿批复的采矿规模为 100 万吨/年，随着工作的进一步加深，北阿矿是主要的增产潜力所在。

表 1：塔中矿业采矿权内保有资源储量

矿区	矿石量 (万吨)	原矿品位 (g/t,%)				金属量 (万吨)			
		铅	锌	银	铜	铅	锌	银(吨)	铜
派-布拉克	78.46	3.39	3.12	50.00	0.26	2.66	2.45	74.74	0.46
阿尔登-托普坎	2628.63	2.14	2.46	39.90	0.20	56.34	64.77	1048.82	5.26
北阿尔登-托普坎	7220.42	2.53	3.26	34.65	0.12	182.63	235.13	2501.88	8.66
合计	9927.51	2.43	3.05	36.52	0.14	241.63	302.35	3625.44	14.38

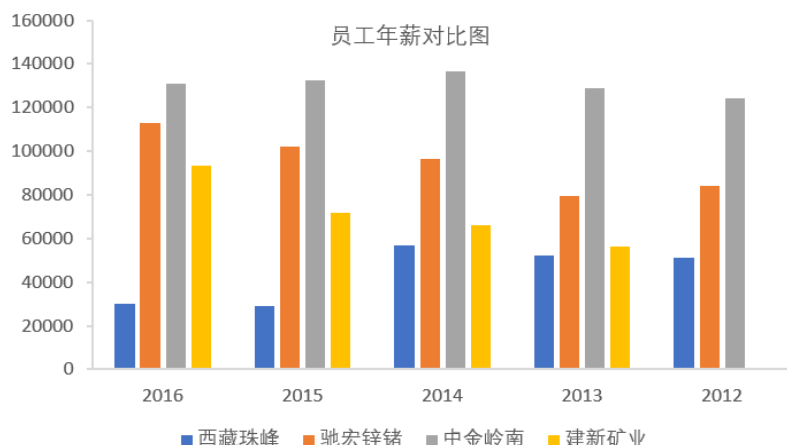
资料来源：公司年报，民生证券研究院

(二) 极大的成本优势

1、人工成本低

塔中矿业共有约 3100 名员工，平均年薪约 3 万人民币左右，远远低于同行业龙头以及类似规模的公司，因此公司拥有无可比拟的成本优势。对比驰宏锌锗、中金岭南和建新矿业，从四家公司支付给职工的现金以及为职工支付的现金来看，2016 年人均收入分别为西藏珠峰 30114 万元/年、驰宏锌锗 113105 元/年、中金岭南 131150 元/年、建新矿业 93314 元/年。

图 4：员工年薪对比图

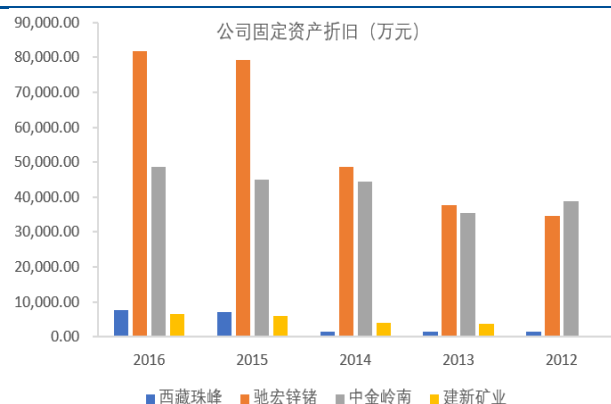


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2、折旧成本低

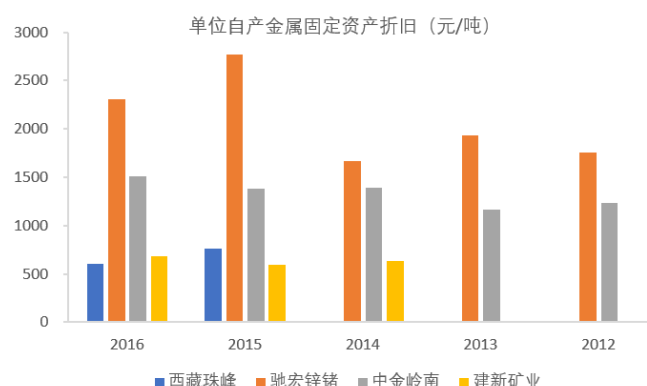
公司所拥有的派矿和阿矿此前苏联时期就开始大规模开采, 矿区的采矿巷道、设施都有很好的基础。而后期进一步勘探的北阿矿本身就是和阿矿属于一个矿体, 运输巷道都通用, 不过是历史原因划分为开两个矿权。因此, 公司的基础设施投资就有了很大成本上的节省。

图 5: 公司主营业务构成



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 固定资产折旧低



资料来源: wind, 民生证券研究院

3、无形资产摊销成本低

由于塔国的政策, 塔中矿业以允诺的 7000 万美元投资以及带来的税收和就业拿下这块瑰宝, 派矿和阿矿的账面价值为零, 而北阿矿采矿权的获取也花费甚少。2016 年, 西藏珠峰、驰宏锌锗、中金岭南、建新矿业四家公司的无形资产摊销费用分别为 15 万、2.18 亿、2.43 亿、418 万元。

表 2: 公司无形资产摊销低

	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
西藏珠峰	15	104	81	129
驰宏锌锗	21,797	20,275	18,625	15,182

中金岭南	24,253	25,174	21,708	22,906
建新矿业	418	476	441	417

资料来源: wind, 民生证券研究院

(三) 享有在塔国乃至中亚地区矿业投资、政策红利等发展优势

塔中矿业是目前塔吉克斯坦最大的中资企业,是中国企业在中亚地区目前获得的最具有战略价值的金属矿山资源。塔中矿业作为上海合作组织经贸合作框架下的样板工程,是目前中塔两国矿业领域最大的合作项目,也是我国在“一带一路”国家战略布局上的标杆企业。随着矿山的建成投产并稳产,公司积累了在塔国矿业投资、建设和运营诸多经验,熟悉当地政府政策和社区居民习俗,更进一步促进公司在塔国及中亚地区投资发展。

(四) 产出继续增加,销售机制稳健

1、2017 年铅锌产量将继续增长,新建铅厂投产

2017 年,公司计划总采矿量 270 万吨,选矿处理量 250 万吨;产品金属含量 14.8 万吨,同比增长 14%。其中锌 8.66 万吨、铅 5.81 万吨、铜 3300 吨,银 87 吨;

塔中矿业投资建设的 5 万吨粗铅冶炼项目将在 2017 年下半年投产,自产铅精矿将逐步转为全部或部分自销,对外销售量相应减少,进一步增加公司盈利点。

2、产品采用长单销售机制,利于实现稳定盈利

由于塔中矿业的矿产品生产和销售都在境外,有长单锁定终端客户的需求,按照国际市场定价机制,以美元计价,与国内市场的定价机制有所不同,且能获得美元计价和结算的比价优势,有利于公司实现稳定盈利。

三、轻资产、低负债公司

公司总资产仅有 20 多亿,属于小资产公司,但资产负债率较低,不到 30%,在同类公司中属于较低位置。

表 3: 公司轻资产低负债

	总资产 (亿元)		资产负债率	
	2017Q1	2016A	2017Q1	2016A
西藏珠峰	21.0	19.5	28.1%	33.3%
建新矿业	20.2	19.6	7.7%	9.5%
华钰矿业	26.7	25.1	38.8%	36.0%
驰宏锌锗	323.1	328.3	64.2%	65.7%
中金岭南	170.7	169.7	50.4%	51.6%
西部矿业	311.3	321.7	57.5%	59.1%

资料来源: wind, 民生证券研究院

四、供需存在缺口,锌价仍将保持高位

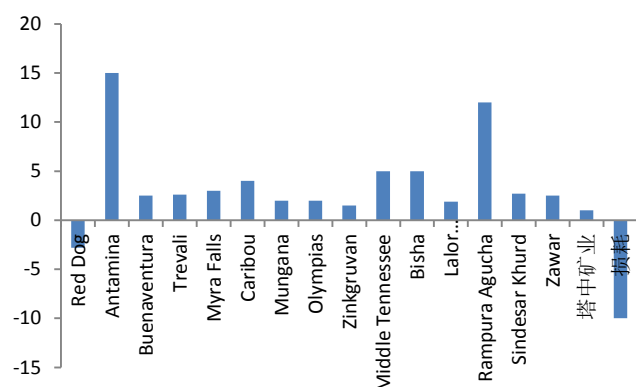
(一) 锌精矿供需存在缺口，加工费处于历史低位

1、2017-2018 年矿山产量恢复不足，锌精矿供需存在缺口

2017 年锌精矿产量处于恢复期，增量主要是来自之前投产矿山产能的释放和部分小矿山复产。国外方面，2017 年产量增加最多的是秘鲁 Antamina 矿和印度韦丹塔公司旗下的矿山，加上一些受价格刺激复产和增产的量，预计 2017 年新增产量 50 万吨；国内方面，受环保加严影响，一些小矿山并没有如期复产，新投产矿山产能释放低于预期，预估 2017 年国内锌精矿增量为 10 万吨。这样，2017 年国内外锌精矿增量在 60 万吨左右。

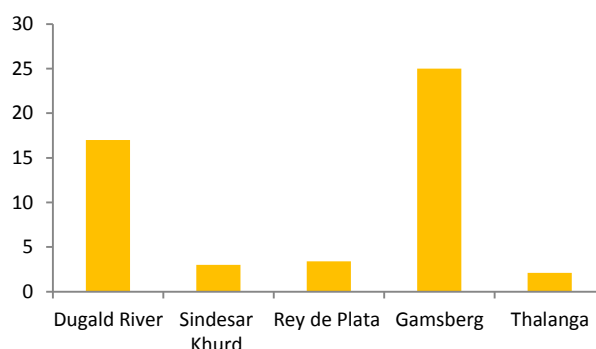
2018 年是新建矿山释放较多的一年，有两大矿山投产，一是韦丹塔位于南非的 Gamsberg 矿，产能 25 万吨/年，二是五矿位于澳大利亚的 Dugald River 矿，产能 17 万吨/年，同时还有一些相对较小的矿山，分别是 Rey de Plata 矿、Sindesar Khurd 矿和 Thalanga 矿，合计产能 50 万吨，考虑到新投产矿山投产效率，2018 年这些贡献量不会超过 15 万吨，加之中国矿山增量，预计 2018 年锌精矿产量增加 30 万吨。因此，2018 年锌精矿产量仍不能恢复到 2014 年的最高水平。

图 7：2017 锌精矿增量为 60 万吨



资料来源：wind，民生证券研究院

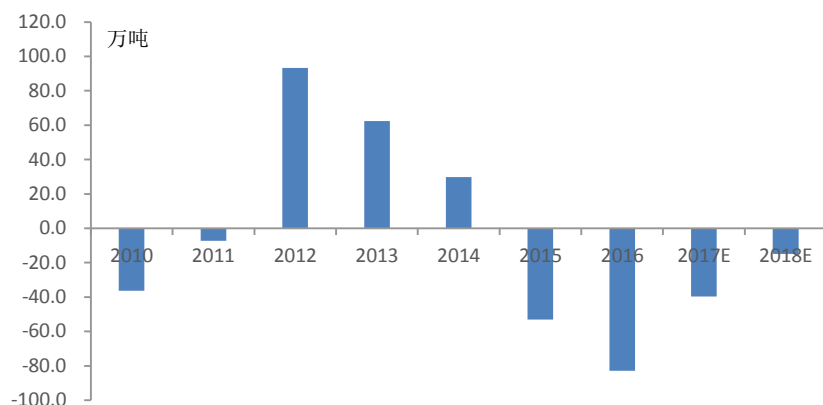
图 8：2018 年新投产产能为 50 万吨



资料来源：wind，民生证券研究院

2015 年全球锌精矿市场开始进入短缺状态，2016 年短缺进一步加剧，但由于前几年锌精矿供应过剩累积了大量库存，2015-2016 年全球锌精矿市场处于去库存阶段，2017 年初锌精矿库存基本消耗殆尽，市场进入实质的短缺阶段。

图 9：2017-2018 年全球锌精矿供需依然存在缺口



资料来源：ILZSG，民生证券研究院

2、加工费处于历史低位

加工费是矿山支付给冶炼厂的加工费用，当锌精矿市场供应偏紧时，矿山处于有利位置，加工费倾向下降；当锌精矿市场供应宽松时，冶炼厂处于有利位置，加工费倾向上调。

2017 年，国际长单加工费谈定，以 2800 美元/吨为基准价，加工费定为 172 美元/吨，没有价格分享，2800 美元/吨的基准价格也形同虚设，较 2016 年下降 35%。从加工费的结果，可以看出 2017 年锌精矿市场依然是紧张的。

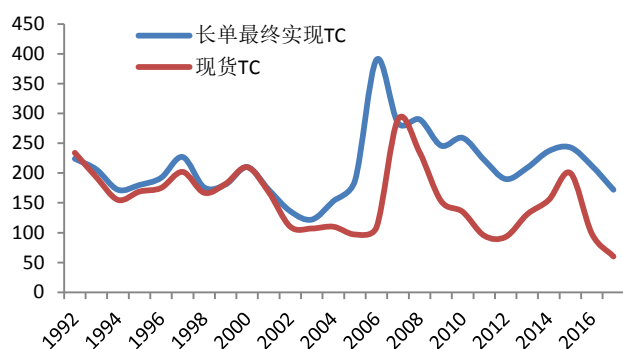
国内加工费基本是现货加工费，每月加工费会受锌精矿市场的松紧程度而变化。2015 年下半年开始，国内加工费开始下降趋势，最高时曾接近 6000 元/吨，到今年年初，加工费仅有 4000 元/吨左右。国内锌精矿加工费有二八分成机制，即约定好锌价基准（近两年都是以 15000 元/吨为基准），当锌价超出或低于基准价时，按照矿山分享或承担 80%，冶炼厂分享或承担 20%，加上商定的基准加工费，即为冶炼厂实际获得的加工费。今年上半年锌价均处于高位，冶炼厂得到的实际加工费均在 5000 元/吨左右，基本可以覆盖冶炼厂的加工成本。

我国每年需要进口一定量的锌精矿，但是加工费一直不能享受国际长单加工费待遇，进口加工费按现货加工费来计算，今年 3 月份时处于最低水平，为 35 美元/吨，折合人民币后较国内矿价格高出 1000 元/吨左右，4 月份开始，进口加工费有所上调，目前 55 美元/吨左右，进口矿价格和国产矿价格相差不大。

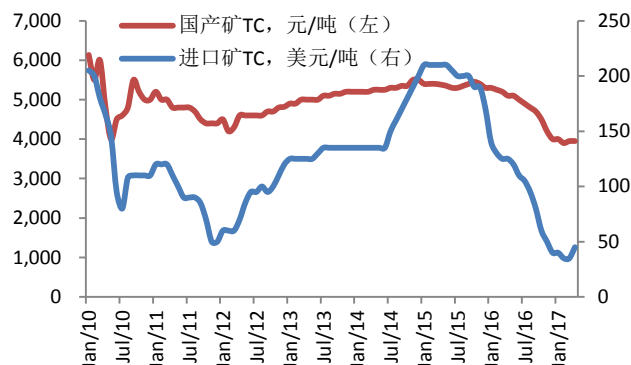
通过上两个章节分析，锌精矿市场仍处于紧张状态，因此推断加工费仍会处于低位，预计今年国内实际加工费还将保持在 5000 元/吨左右。

图 10：国际长单加工费与现货加工费处于历史低位

图 11：中国加工费从 2015 年开始单边回落



资料来源：安泰科，民生证券研究院



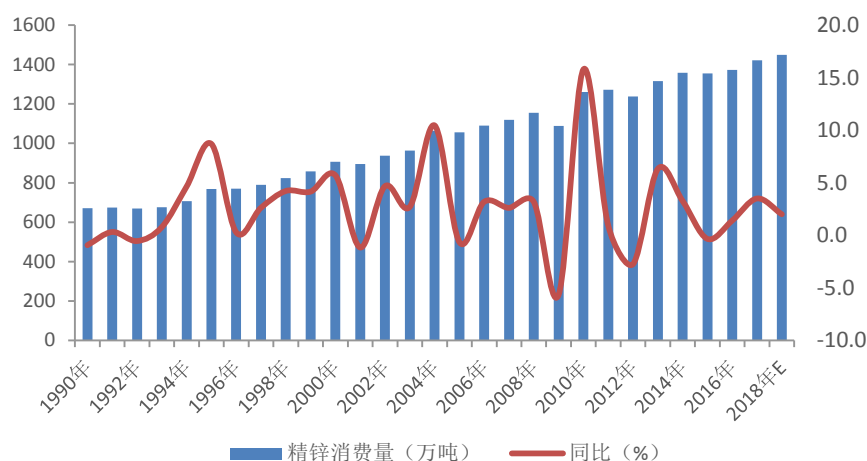
资料来源：安泰科，民生证券研究院

(二) 消费继续保持增长，锌锭市场缺口扩大

1、全球锌消费继续保持增长

2017 年年美国锌消费开始恢复，加之特朗普上台，考虑到基建投资，美国锌消费将会保持较好增长，根据 ILZSG 数据，1-3 月份同比增长 49.4%，如果按照此增速预计全年美国消费，那么对全球增速贡献量达到 3% 左右。其次是韩国和印度，消费量均占到 5% 左右，印度的锌需求正在快速增长，属于锌消费领域后起之秀，主要是基础设施方面，在印度镀锌领域占整个锌消费领域的 75% 左右，远高于世界平均水平，但目前锌需求还没有得到很好的释放，未来印度锌消费将会快速增长，预计今年消费增速为 7%。还有欧洲一些国家，每个国家锌消费量不是很大，主要消费点在于汽车和基建行业，整体来看属于一个小幅增加趋势，预计 2017 年全球消费增速为 3.5%，而 2016 年增速为 1.4%。

图 12：2017 年全球精锌消费增幅扩大



资料来源：ILZSG，民生证券研究院

2、锌冶炼产能变化不大

亚洲是全球冶炼产能最大的地区，近几年锌产量将会有比较大的增长，增量主要来自中国和印度，中国产量的增长，主要是新投产产能的释放，但同时也有一些小冶炼厂因为资金

或原料原因减产,总的来看,今年中国增量在 10 万吨左右;而印度今年将会有比较明显的增长,主要是由于印度斯坦锌业旗下的矿山大幅增产,原料供应充足,冶炼厂开工得到很大提高,预计印度将是今年全球精锌产量的主要增量国家。韩国近两年原生和再生锌生产均有突破,原生锌主要是高丽亚铅公司,其 Onsan 冶炼厂在 2015 年底完成了扩建,扩建产能为 2.7 万吨, Sukpo 冶炼厂突破了技术瓶颈,生产比较稳定。

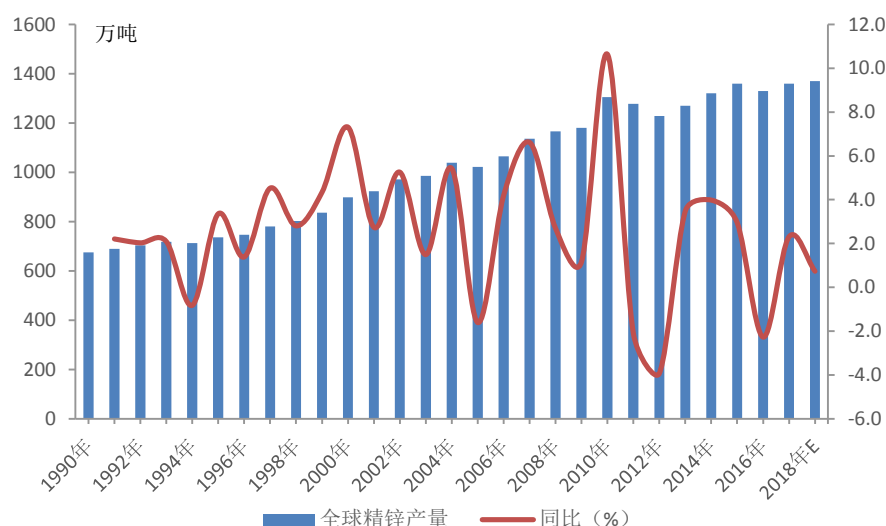
欧洲地区近两年冶炼产能和产量均变化不大,未来随着波利顿公司位于芬兰的 Kokkola 冶炼厂和挪威的 Odda 冶炼厂的扩建,冶炼产能会有小幅增加。

美洲地区在近两年冶炼产能有下滑趋势,超达在 2010 年 5 月份永久关闭了加拿大 Kidd 冶炼厂,锌产能 15 万吨/年,美国在 2014 年 4 月永久关闭了 Monaca 冶炼厂,产能 15 万吨/年,同年 5 月份 Mooresboro 冶炼厂投产,产能 14 万吨/年,但 2016 年其所属码头公司申请破产保护, Mooresboro 冶炼厂的生产再次被搁置。

澳洲地区,原料相对充足,新星 Hobart 冶炼厂和高丽亚铅 Townsville 冶炼厂开工率很高,尤其是 Townsville 冶炼厂, Port Pirie 厂在 2014 年在进行技术设备升级,2016 年底完工投产。

总体来看,近两年国外冶炼厂总产能变化不大,但开工率在好转,尤其是印度,加上中国、澳大利亚国家的增量,2017-2018 年全球精锌产量将有小幅的增长。

图 13: 全球精锌产量保持低速增长

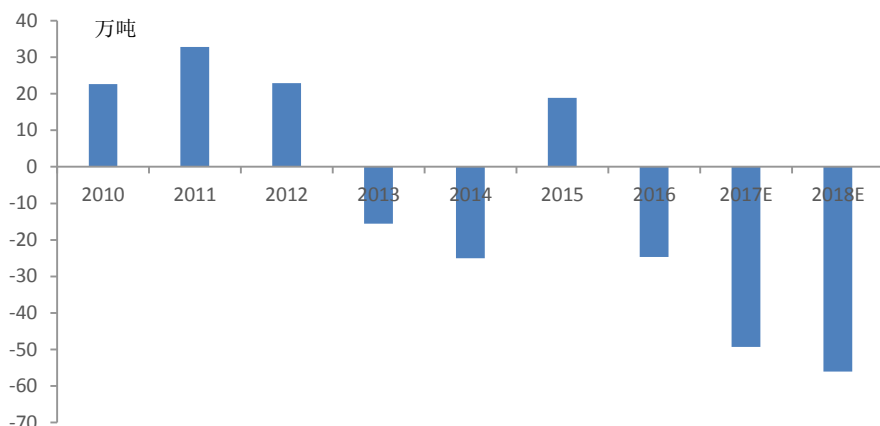


资料来源: ILZSG, 民生证券研究院

3、锌锭市场供需缺口扩大, 支撑锌价保持高位

2016 年锌价因为锌精矿短缺的逻辑走出了单边上涨的行情, 2017 年锌精矿缺口在逐渐缩小, 矿短缺将过渡到锌锭短缺, 2017-2018 年锌锭缺口逐渐扩大, 锌价存在支撑, 推断锌价将继续保持高位, 预计 2017 年国内锌年均价在 22000 元/吨以上。

图 14: 精锌供需缺口扩大



资料来源: ILZSG, 民生证券研究院

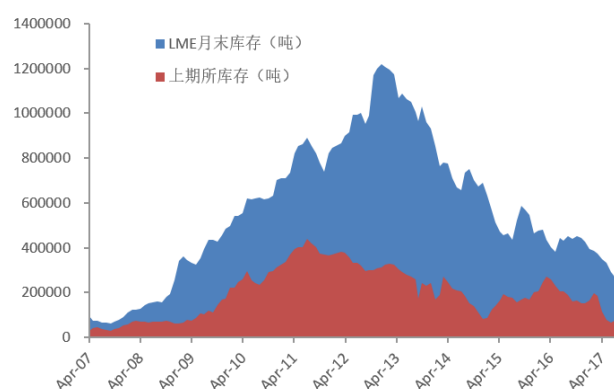
(三) 国内外库存不断下降, 为 2009 年以来低位

今年以来全球锌锭报告库存不断下降, 截止到 7 月下旬, LME 库存为 26.9 万吨, 较年初下降近 16 万吨, 下降幅度为 37.1%; SHFE 库存为 7.2 万吨, 较年初下降 8 万吨, 下降幅度为 52.7%。

社会三地库存 (包括上海、广东、天津) 主要为现货库存, 今年以来也在不断回落, 截止 7 月下旬, 三地库存总计为 12.2 万吨, 较年初下降 42%。

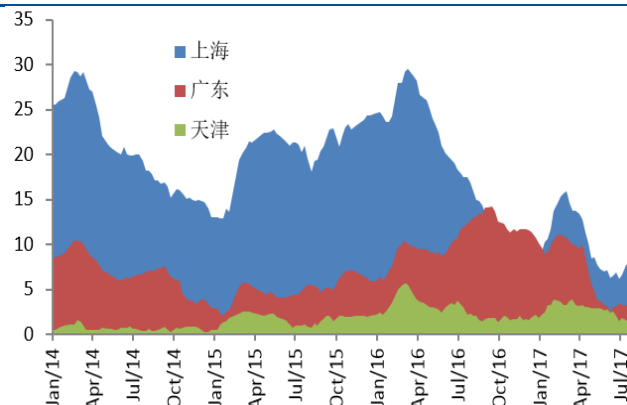
今年以来, 供应端恢复低于预期, 期货现货库存均不断回落并处于历史低位, 对锌价形成强烈支撑。

图 15: 全球报告库存处于低位



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 16: 社会三地库存不断下滑



资料来源: SMM, 民生证券研究院

四、盈利预测

预计公司 2017-2019 年归属母公司的净利润分别为 10.29 亿元、11.30 亿元和 11.95 亿元, EPS 分别为 1.58 元、1.73 元、1.83 元, 对应当前股价的 PE 分别为 26 倍、24 倍、22 倍, 给予“强烈推荐”评级。

表 4：公司主要业务收入拆分预测

项目/年度	2016	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)
营业收入 (百万元)	1476.76	2122.29	2365.26	2530.43
锌精矿业务 (百万元)	670.65	1134.63	1224.80	1347.28
铅精矿业务 (百万元)	652.09	829.26	957.58	990.32
铜精粉业务 (百万元)	100.48	158.40	182.88	192.83

资料来源：公司官网，民生证券研究院

估值方面，采用 PE 相对估值法，公司主营业务将是铅锌，对标铅锌公司，根据 wind 一致性预期 2017 年铅锌公司平均 PE 为 35 倍，我们给予公司未来 6 个月年 35-38 倍，则未来 6 个月公司合理估值为 55.3-60.0，“强烈推荐”评级。

表 5：铅锌采选可比上市公司估值表（截止 2017 年 08 月 02 日）

代码	重点公司	现价 08 月 01 日	EPS				PE			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
000060	中金岭南*	12.17	0.15	0.39	0.45	0.54	93.55	31.53	27.13	22.43
601168	西部矿业*	9.55	0.04	0.22	0.30	0.35	135.35	43.10	31.56	27.20
000426	兴业矿业*	9.70	0.06	0.37	0.53	0.68	302.35	26.27	17.11	12.40
601020	华钰矿业	24.43	0.36	0.65	0.79	0.95	156.89	37.82	30.91	25.62
	平均						172.04	34.68	26.68	21.91
600338	西藏珠峰	48.41	1.00	1.58	1.73	1.83	41.0	30.1	27.4	25.9

资料来源：wind，民生证券研究院（注：*标注公司的 EPS 来自 wind 一致预测）

五、风险提示

铅锌价格大跌。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,477	2,122	2,365	2,530
营业成本	442	474	547	602
营业税金及附加	85	122	135	145
销售费用	108	156	173	185
管理费用	107	154	172	184
EBIT	735	1,217	1,337	1,414
财务费用	(15)	0	0	0
资产减值损失	(3)	0	0	0
投资收益	19	0	0	0
营业利润	769	1,217	1,337	1,414
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	766	1,217	1,337	1,414
所得税	119	189	207	219
净利润	647	1,029	1,130	1,195
归属于母公司净利润	650	1,029	1,130	1,195
EBITDA	813	1,322	1,470	1,575

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	398	1305	1932	3028
应收账款及票据	125	213	237	253
预付款项	42	45	52	58
存货	143	120	138	152
其他流动资产	17	17	17	17
流动资产合计	745	1721	2400	3533
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	876	1147	1418	1688
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1202	1400	1570	1711
资产合计	1947	3121	3969	5244
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	161	198	229	252
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	645	1181	900	980
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债合计	649	1185	903	983
股本	653	653	653	653
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	1299	1936	3066	4261
负债和股东权益合计	1947	3121	3969	5244

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-1.0%	43.7%	11.4%	7.0%
EBIT 增长率	171.7%	65.6%	9.9%	5.7%
净利润增长率	306.3%	58.2%	9.9%	5.7%
盈利能力				
毛利率	70.1%	77.7%	76.9%	76.2%
净利润率	44.0%	48.5%	47.8%	47.2%
总资产收益率 ROA	33.4%	33.0%	28.5%	22.8%
净资产收益率 ROE	50.1%	53.2%	36.9%	28.1%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.5	2.7	3.6
速动比率	0.9	1.4	2.5	3.5
现金比率	0.6	1.1	2.1	3.1
资产负债率	0.3	0.4	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	36.6	36.6	36.6	36.6
存货周转天数	92.2	92.2	92.2	92.2
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.6	1.7	1.8
每股净资产	2.0	3.0	4.7	6.5
每股经营现金流	0.9	1.9	2.0	2.1
每股股利	0.0	0.6	0.0	0.0
估值分析				
PE	41.0	25.9	23.6	22.3
PB	20.5	13.8	8.7	6.3
EV/EBITDA	32.3	19.2	16.8	15.0
股息收益率	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	647	1,029	1,130	1,195
折旧和摊销	75	105	133	161
营运资金变动	(126)	76	58	43
经营活动现金流	579	1,209	1,321	1,399
资本开支	436	302	302	302
投资	3	0	0	0
投资活动现金流	(414)	(302)	(302)	(302)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(143)	0	0	0
筹资活动现金流	110	0	(392)	0
现金净流量	275	907	626	1,096

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 西藏珠峰资源股份有限公司股东组织架构图	3
图 3: 公司主营业务收入占比	4
图 4: 员工年薪对比图	5
图 5: 公司主营业务构成	6
图 6: 固定资产折旧低	6
图 7: 2017 锌精矿增量为 60 万吨	8
图 8: 2018 年新投产产能为 50 万吨	8
图 9: 2017-2018 年全球锌精矿供需依然存在缺口	8
图 10: 国际长单加工费与现货加工费处于历史低位	9
图 11: 中国加工费从 2015 年开始单边回落	9
图 12: 2017 年全球精锌消费增幅扩大	10
图 13: 全球精锌产量保持低速增长	11
图 14: 精锌供需缺口扩大	11
图 15: 全球报告库存处于低位	12
图 16: 社会三地库存不断下滑	12

表格目录

表 1: 塔中矿业采矿权内保有资源储量	5
表 2: 公司无形资产摊销低	6
表 3: 公司轻资产低负债	7
表 4: 公司主要业务收入拆分预测	13
表 5: 铅锌采选可比上市公司估值表（截止 2017 年 08 月 02 日）	13

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。