

西藏珠峰 (600338)

铅锌-锂/有色金属

发布时间: 2020-08-03

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

首次覆盖

疫情影响业绩下滑, H2有望大幅改善

事件: 公司发布业绩预减公告, 2020年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为11000万元-13000万元, 与上年同期相比预计减少23736.34万元-21736.34万元, 同比减少68.33%-62.58%。

疫情影响产能释放、铅锌价格下跌叠加所致: 公司主营业务为塔中矿业矿山选采, 上半年受疫情影响, 塔中矿业产能未能有效释放、叠加全球疫情下金属价格承压、量价齐跌。因此公司上半年业绩整体出现大幅下滑。

拐点已现, 下半年业绩环比预计有爆发式增长: 尽管上半年公司业绩受到疫情影响严重, 在全球经济恢复预期下, 铅、锌、铜金属价格普遍回暖, 从LME现货结算价格来看, 7月31日铅、锌、铜金属价格分别达到1869/2319/6464美元/吨, 相比二季度均价普遍上涨了10-30%; 从量上看, 二季度伴随着产能的恢复, 同时叠加2019年在技改上的进步, 公司在产量上环比有望出现大幅增长。在量价齐升的背景下, 公司下半年业绩环比改善预期明显。

盐湖提锂有望进一步打开成长空间: 公司全资子公司珠峰香港自2018年4月完成对加拿大LIX公司的100%股权收购以来, 积极推进对阿根廷SDLA锂盐湖项目的开发工作, 于2019年3月与中科院盐湖研究所签署战略合作协议, 2019年年产2500吨LCE的盐田已投产, 目前正在积极推进该项目扩产2.5万吨/年的LCE环评政府许可工作, 建成后有望达到每年2.75万吨的LCE当量锂盐产能, 并且SDLA成本极低, 具备非常强的盈利能力, 产能扩大还将引发进一步规模效益, 为公司业绩增添新的增长点。

盈利预测: 我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为6.73/13.12/23.16亿元, 对应EPS分别为0.74/1.44/2.53, 对应PE分别为16.80/8.61/4.88倍。考虑到公司下半年业绩环比改善预期强烈, 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价18.50元。

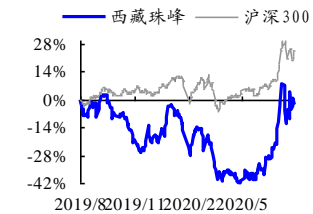
风险提示: 铅锌价格下跌风险、碳酸锂价格大幅下跌风险、政治风险、汇兑风险。

股票数据

2020/7/31

6个月目标价(元)	18.50
收盘价(元)	12.36
12个月股价区间(元)	7.09~15.25
总市值(百万元)	11,519
总股本(百万股)	914
A股(百万股)	914
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	34

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	26%	65%	-8%
相对收益	14%	46%	-28%

相关报告

《【东北证券】有色新材料2020年二季度策略: 关注黄金及半导体靶材国产替代》

--20200416

《铍: 航天军工高精尖材料, 建议关注东方钽业》

--20200107

《有色新材料2020年度策略: 布局成长赛道, 加码金属新材料》

--20191119

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,046	2,234	2,361	4,250	6,774
(+/-)%	-17.04%	9.19%	5.67%	80.03%	59.37%
归属母公司净利润	901	600	673	1,312	2,316
(+/-)%	-19.12%	-33.37%	12.08%	95.11%	76.46%
每股收益(元)	0.99	0.66	0.74	1.44	2.53
市盈率	19.72	19.04	16.80	8.61	4.88
市净率	8.18	4.17	3.31	2.39	1.60
净资产收益率(%)	41.46%	21.91%	19.71%	27.78%	32.89%
总股本(百万股)	653	914	914	914	914

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001

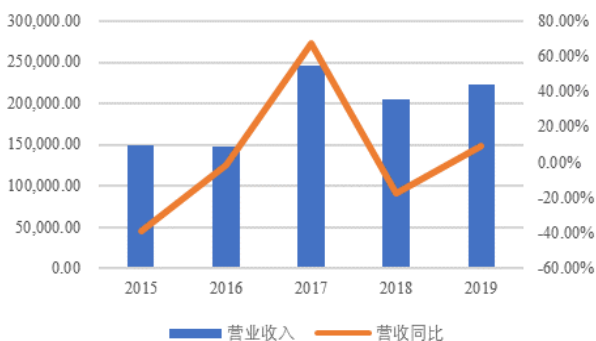
13801276398

wangfh@nesc.cn

1. 公司基本情况

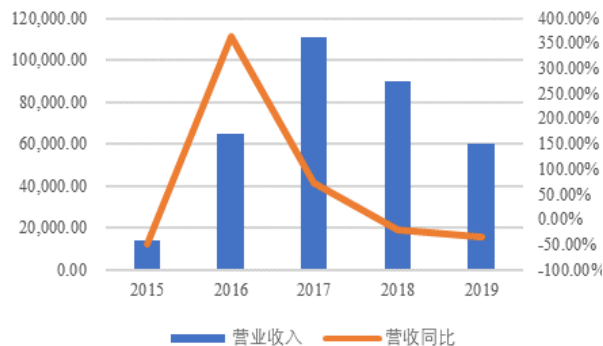
公司目前主要业务为铅精矿、锌精矿和铜精矿的采选生产和销售。公司主营业务收入主要由两个全资子公司塔中矿业的矿山采选和珠峰国贸的有色贸易两个业务板块贡献。其中塔中矿业是塔吉克斯坦目前最大的中资企业，目前拥有塔国四个矿山的采矿权和三个探矿权权证，拥有铅锌矿 1 亿多吨，600 万吨金属量的资源量，是上海合作组织经贸合作框架下的样板工程和“一带一路”国家战略布局的标杆企业。此外，公司近年来为拓展业务的多样性和增强公司业绩弹性，积极布局新能源行业上游市场，目前在阿根廷通过联合运营方式建设完成 2500 吨/年 LCE 的盐田，并且投入生产，另外 2.5 万吨/年 LCE 当量锂盐产品项目已完成可研编制，并向所在地政府主管部门递交环评申请。

图 1: 2015-2019 年公司营收及同比



数据来源：东北证券，Wind；单位：万元

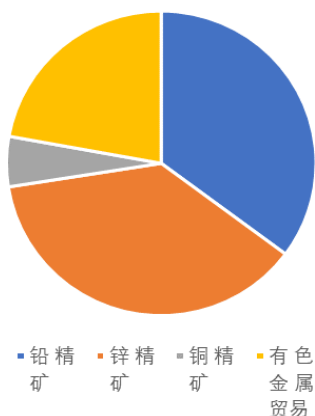
图 2: 2015-2019 年公司净利润及同比



数据来源：东北证券，Wind；单位：万元

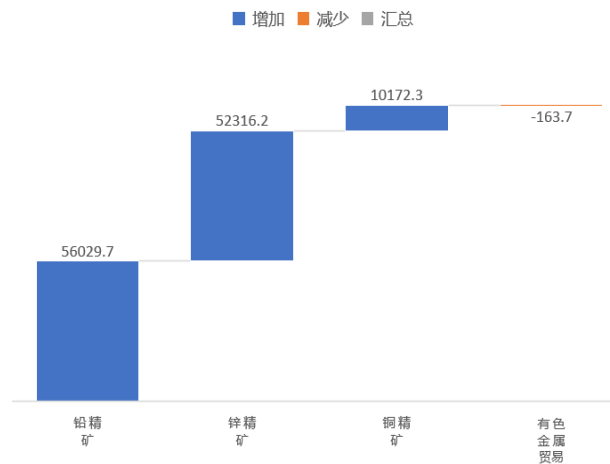
2019 年公司实现营业收入 22.34 亿元，同比增加 9.19%；全年实现毛利率 53.29%，较上年减少 16.25%，全年实现归母净利润 6 亿元，同比下降 33.37%。其中塔中矿业 2019 年实现营业收入 17.54 亿元，比上年减少 14.24%；新增的大宗商品贸易业务 2019 年实现营业收入 4.99 亿元，但其成本为 5.01 亿元。公司营业收入增加主要系大宗商品贸易增加导致，此外，伦铅、伦锌和伦铜均价分别同比下降 10.9%、12.7% 和 8%，导致全年毛利率同比减少。

图 3: 2019 年公司营收结构



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 2019 年公司毛利结构

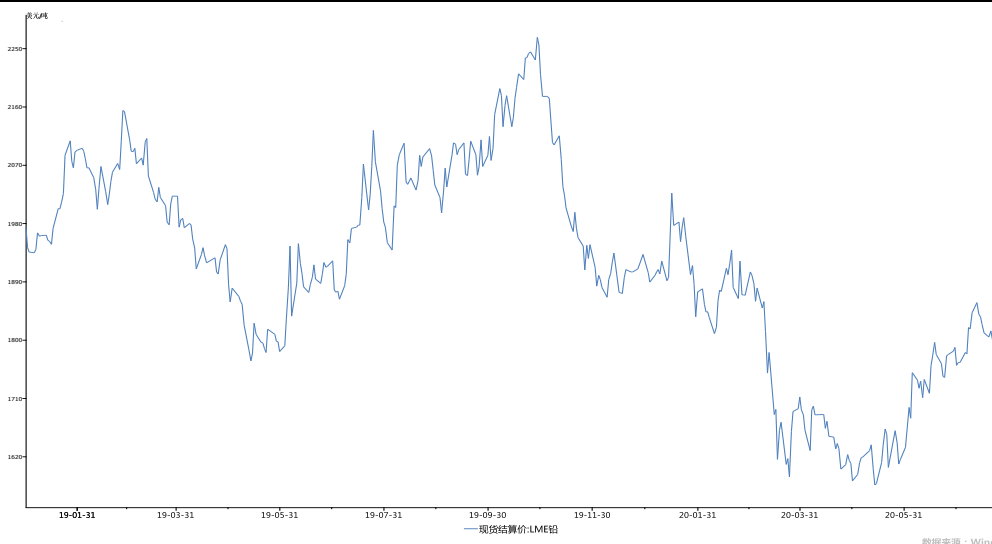


数据来源: 东北证券, Wind; 单位: 万元

2.新产能利用稳步提升, 2020 年业绩有望实现量价齐升

截至 2019 年末, 塔中矿业已累计在塔吉克斯坦投资超过 25.42 亿元, 目前已经形成采选生产能力 400 万吨/年, 铅冶炼生产能力 5 万吨/年, 新的产能利用在稳步提升与磨合。2020 年第一季度塔中矿业的扩产计划效果稳步体现, 即便受到疫情不确定性因素影响, 当期完成选矿处理量 82.83 万吨, 较上年同期同比增长 17.94%, 较 2019 年第四季度环比增长 7.46%。当期生产的精矿产品 (铜铅锌) 金属量 3.70 万吨, 较上年同期同比增长 20.91%, 较 2019 年第四季度环比增长 2.27%。

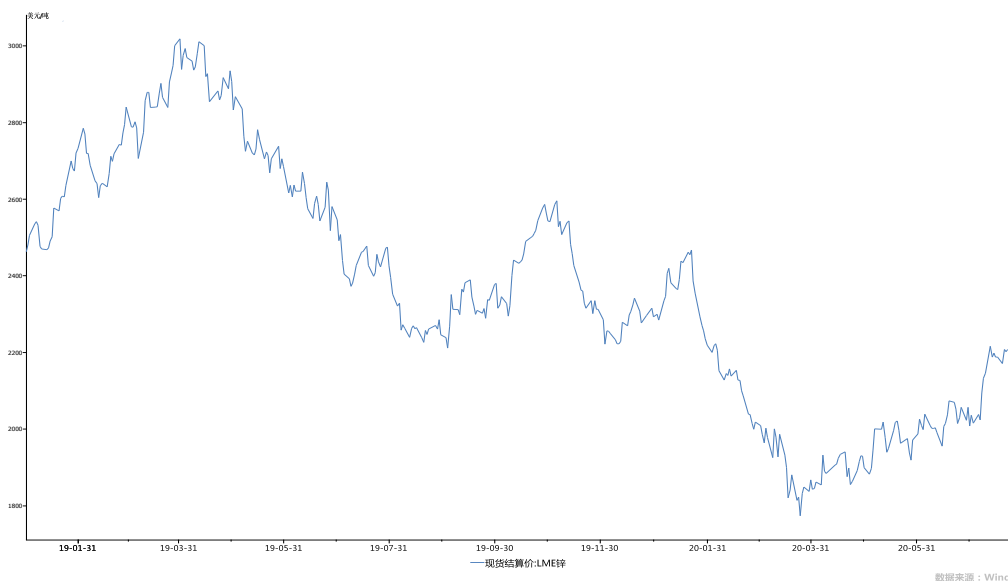
图 5: 2019 年以来 LME 铅现货结算价走势



数据来源: 东北证券, Wind

2019 年以来, 全球金属商品价格呈现“N 型”调整, 铅、锌、铜价格一度跌至过去三年低位, 但随着全球经济的逐步复苏, 行业供需结构的调整, 今年二季度以来铅锌价格回暖, 塔中矿业 2020 年整体业绩有望实现量价齐升。

图 6: 2019 年以来 LME 锌现货结算价走势

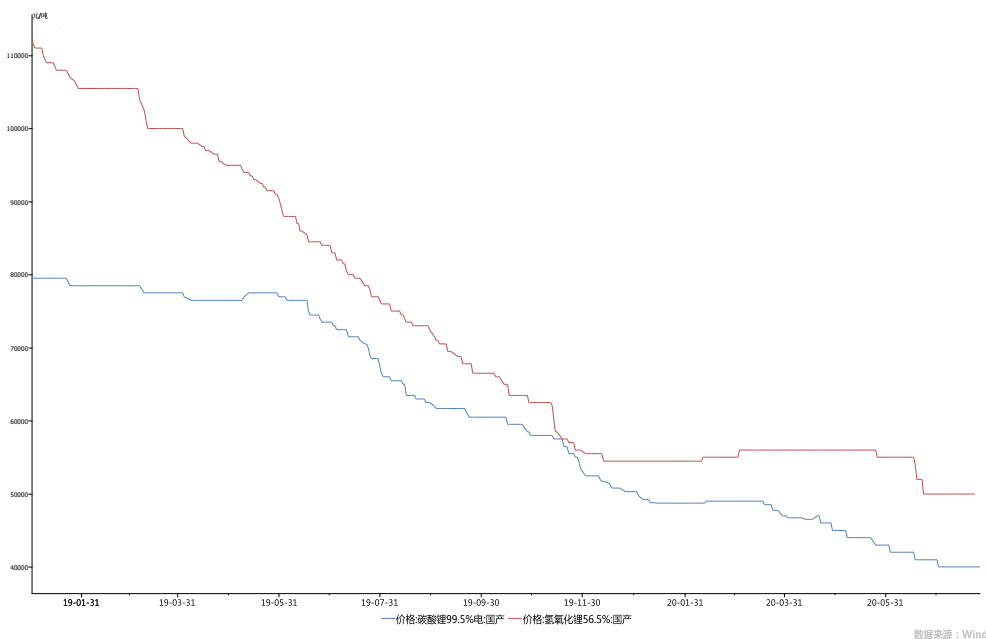


数据来源：东北证券，Wind

3.布局新能源产业链，2.75 万吨/年 LCE 当量锂盐产能可期

2018 年上半年，公司联合财务投资合作伙伴，以 2.067 亿美元的价格收购并私有化加拿大 LIX 公司，从而全资控股了位于阿根廷两家资源禀赋优良的锂盐湖项目公司。与中国科学院青海湖研究所于 2019 年 3 月签署战略合作协议，通过“产研结合”的方式提高锂资源的提取效率和回收率，已经确定经济上适合该盐湖的具体工业化开发方案，持续为阿根廷 SDLA 项目和 Arizaro 项目的开发提供战略保障。

图 7: 国内碳酸锂、氢氧化锂价格走势



数据来源：东北证券，Wind

截至目前，阿根廷 SDLA 项目通过联合运营开发建设的方式已经建成年产 2500 吨

LCE 的盐田并投产，并且正在积极推进该项目扩产 2.5 万吨/年 LCE 当量锂盐的环评政府许可工作，建成后该项目有望达到年产 2.75 万吨 LCE 当量锂盐产能，SDLA 项目卤水锂矿 Li 品位 490mg/L，折合碳酸锂 204.9 万吨，产能扩大或可进一步带来规模成本效益，将为公司业绩提供新的增长点，提高抵御有色金属行业周期性风险的能力，长期将有利于公司持续性发展和提高核心竞争力。

4. 矿场智慧化升级，向年产 600 万吨产能翻倍计划稳步迈进

塔中矿业从成立后形成的 100 万吨采选规模，到 2019 年末具备的 400 万吨采选能力，平均保持着每年 20% 以上的产能提升增速。2019 年，塔中矿业在原有“派-布拉克”、“阿尔登-托普坎”、“北阿尔登-托普坎”三个采矿权的基础上新取得“布祖尔-巴达尔”铅锌矿 10 年有效期采矿权和“阿格巴”铅锌矿、“赛卡巴特”铅锌矿以及“巴霍杜尔别克”金银矿三个 5 年探矿权。铅锌平均品位为 4.0%-6.3%，金属总量约为 141.5 万吨；银平均品位为 17-250 克/每吨，金属总量约为 2384 吨，为其产能从 2018 年末的 300 万吨实现 3 年内达到年产 600 万吨提供重要资源保障。此外，公司技术管理团队近年来加强了与科研院所合作的力度，表现出高度的专业水准和执行力，采用“浅孔留矿-充填-中深孔落矿”与“有底柱与无底柱相结合的浅孔留矿”等复合采矿方法，有效提高了生产效率；并且与相关科技企业签订《战略合作框架协议》，利用芯片+算法技术，以及智慧港口的实施实验，以塔中矿业为合作试点项目，对矿场进行智慧化升级，大大提高运输和调度效率。

表 1: 塔中矿业采矿证

矿权名称	主要品种	保有总资源量	基础储量	可采储量 (111)	资源剩余可开采年限
一、塔吉克斯坦项目					
派-布拉克	铅、锌	117.4	66.45	57.15	16
阿尔登-托普坎	铅、锌	1646.92	834.13	717.35	16
北阿尔登-托普坎	铅、锌	5852.87	659.16	566.88	16
布祖尔-巴达尔	铅、锌	1693.3	801.66	689.43	16
二、阿根廷项目					
SDLA	卤水锂矿	204.9	163.7	163.7	20

数据来源：东北证券，公开资料整理

5. 投资逻辑

疫情影响产能释放、铅锌价格下跌叠加所致：公司主营业务为塔中矿业矿山选采，上半年受疫情影响，塔中矿业产能未能有效释放、叠加全球疫情下金属价格承压、量价齐跌。因此公司上半年业绩整体出现大幅下滑。

拐点已现，下半年业绩环比预计有爆发式增长：尽管上半年公司业绩受到疫情影响严重，在全球经济恢复预期下，铅、锌、铜金属价格普遍回暖，从 LME 现货结算

价格来看，7月31日铅、锌、铜金属价格分别达到1869/2319/6464美元/吨，相比二季度均价普遍上涨了10-30%；从量上看，二季度伴随着产能的恢复，同时叠加2019年在技改上的进步，公司在产量上环比有望出现大幅增长。在量价齐升的背景下，公司下半年业绩环比改善预期明显。

盐湖提锂有望进一步打开成长空间：公司全资子公司珠峰香港自2018年4月完成对加拿大LIX公司的100%股权收购以来，积极推进对阿根廷SDLA锂盐湖项目的开发工作，于2019年3月与中科院盐湖研究所签署战略合作协议，2019年年产2500吨LCE的盐田已投产，目前正在积极推进该项目扩产2.5万吨/年的LCE环评政府许可工作，建成后有望达到每年2.75万吨的LCE当量锂盐产能，并且SDLA成本极低，具备非常强的盈利能力，产能扩大还将引发进一步规模效益，为公司业绩增添新的增长点。

盈利预测：我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为6.73/13.12/23.16亿元，对应EPS分别为0.74/1.44/2.53，对应PE分别为16.80/8.61/4.88倍。考虑到公司下半年业绩环比改善预期强烈，以及公司产能扩张计划，首次覆盖给予“买入”评级，目标价18.50元。

风险提示：铅锌价格下跌风险、碳酸锂价格大幅下跌风险、政治风险，汇兑风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	206	1,059	1,647	2,910	净利润	600	673	1,312	2,316
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	-5	-16	-16	-16
应收款项	102	107	193	308	折旧及摊销	114	265	187	226
存货	162	222	337	513	公允价值变动损失	-3	0	0	0
其他流动资产	1,675	1,758	2,965	4,571	财务费用	115	0	0	0
流动资产合计	2,145	3,147	5,142	8,302	投资损失	-43	-45	-82	-130
可供出售金融资产					运营资本变动	195	-17	-844	-1,212
长期投资净额	1	1	1	1	其他	4	0	0	0
固定资产	1,414	1,166	995	786	经营活动净现金流量	977	858	557	1,183
无形资产	1	1	1	1	投资活动净现金流量	-434	-5	32	80
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-981	0	0	0
非流动资产合计	2,034	1,835	1,715	1,556	企业自由现金流	-110	855	2,216	3,587
资产总计	4,178	4,982	6,858	9,858					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	402	403	712	1,003	每股指标				
预收款项	30	31	56	90	每股收益 (元)	0.66	0.74	1.44	2.53
一年内到期的非流动负债	672	672	672	672	每股净资产 (元)	3.00	3.73	5.17	7.70
流动负债合计	1,439	1,570	2,133	2,817	每股经营性现金流量 (元)	1.07	0.94	0.61	1.29
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	0	0	0	0	营业收入增长率	9.2%	5.7%	80.0%	59.4%
长期负债合计	0	0	0	0	净利润增长率	-33.4%	12.1%	95.1%	76.5%
负债合计	1,439	1,570	2,133	2,817	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	2,740	3,412	4,725	7,041	毛利率	53.3%	50.8%	54.2%	58.5%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	26.9%	28.5%	30.9%	34.2%
负债和股东权益总计	4,178	4,982	6,858	9,858	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	16.59	16.59	16.59	16.59
					存货周转率 (次)	56.75	69.87	63.31	66.59
					偿债能力指标				
					资产负债率	34.4%	31.5%	31.1%	28.6%
					流动比率	1.49	2.00	2.41	2.95
					速动比率	1.36	1.84	2.23	2.74
					费用率指标				
					销售费用率	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
					管理费用率	5.9%	5.8%	5.9%	5.9%
					财务费用率	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	19.04	16.80	8.61	4.88
					P/B (倍)	4.17	3.31	2.39	1.60
					P/S (倍)	5.06	4.79	2.66	1.67
					净资产收益率	21.9%	19.7%	27.8%	32.9%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,234	2,361	4,250	6,774
营业成本	1,044	1,161	1,945	2,812
营业税金及附加	121	143	244	399
资产减值损失	0	16	16	16
销售费用	132	140	252	401
管理费用	133	138	250	397
财务费用	88	0	0	0
公允价值变动净收益	3	0	0	0
投资净收益	43	45	82	130
营业利润	767	841	1,658	2,910
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	766	841	1,658	2,910
所得税	166	168	345	594
净利润	600	673	1,312	2,316
归属于母公司净利润	600	673	1,312	2,316
少数股东损益	0	0	0	0

资料来源：东北证券

分析师简介:

王风华: 东北证券研究所绝对收益组组长、绝对收益首席分析师，兼任非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业23年，2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准 -5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
李圣元	010-58034553	18513602167	lisy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn