

金属, 采矿, 制品/原材料

西藏珠峰 (600338)

产销不及预期, 19 年恢复成长

——西藏珠峰 2018 年报及 2019 一季报点评

	刘华峰 (分析师)	邬华宇 (分析师)	汤龔 (分析师)
	0755-23976751	021-38674938	0755-23976656
	liuhuaifeng@gjjas.com	wuhuayu@gjjas.com	tangyan@gjjas.com
证书编号	S0880515060003	S0880518100005	S0880519010001

本报告导读:

西藏珠峰 2018 年铅锌产量不及预期, 业绩不及预期, 预计 2019 年有所恢复, 看好公司铅锌+锂布局, 维持增持评级。

投资要点:

- **维持增持评级。** 西藏珠峰塔中矿业 18 年铅锌产销低于预期, 公司业绩略低预期, 预计 2019 年随采选量的提升将得到恢复; 公司外延切入锂资源行业, 打开新成长空间。铅锌价格下滑, 下调公司 2019-2020 EPS 至 1.41/1.49 元 (原值 2.34/2.43 元), 新增 2021EPS 1.51 元, 根据同行业可比公司给予公司 2019 年 21X PE, 对应下调目标价至 29.61 元 (前值 51.72 元), 看好公司铅锌+锂布局, 维持增持评级。
- **年报和一季报略低于预期。** 公司披露 18 年报及 19 一季报, 2018 实现营业收入/归母净利 20.5/9 亿元 (同比-17%/-19%), 低于预期, 主要系 2018 年塔中矿业铅锌精矿产销量不及预期, 销售锌铅精矿 8.2/4.7 万金属吨 (同比-12%/-19%), 预计 2019 年公司将通过增大采选矿量来恢复铅锌精矿产销的增加。2019Q1 实现营业收入/归母净利 4.3/1.3 亿元 (同比-23%/-41%), 主要系锌铅价格同比下滑。
- **优质资产塔中矿业持续扩产, 外延锂资源贡献成长。** 塔中矿业计划 2019 年采矿量和选矿量分别为 353 万吨和 330 万吨 (同比+22%/16%), 而公司计划在 3 年内将塔中矿业整体参选产能提升至 600 万吨, 公司铅锌总产能将有望达到 30 万吨, 为公司 3-5 年的成长性奠定基础。此外西藏珠峰间接参股 Lithium-X, 其阿根廷盐湖 SDLA 项目初期 2500 吨和后续 20000 吨产能将逐步推进, 贡献公司新的成长点。
- **催化剂:** 铅锌价格走强
- **风险提示:** 塔国政治风险, 塔中项目扩产、锂项目推进不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,467	2,046	2,228	2,290	2,354
(+/-)%	67%	-17%	9%	3%	3%
经营利润 (EBIT)	1,374	1,057	1,124	1,151	1,177
(+/-)%	87%	-23%	6%	2%	2%
净利润 (归母)	1,114	901	918	970	987
(+/-)%	71%	-19%	2%	6%	2%
每股净收益 (元)	1.71	1.38	1.41	1.49	1.51
每股股利 (元)	0.60	0.60	0.15	0.15	0.15

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	55.7%	51.6%	50.4%	50.3%	50.0%
净资产收益率 (%)	65.4%	41.5%	24.9%	21.3%	18.1%
投入资本回报率 (%)	85.0%	28.4%	30.3%	29.6%	28.8%
EV/EBITDA	10.89	14.67	14.12	13.15	12.25
市盈率	14.25	17.62	17.29	16.36	16.08
股息率 (%)	2.5%	2.5%	0.6%	0.6%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **29.61**

上次预测: 51.72

当前价格: 25.45

2019.05.10

交易数据

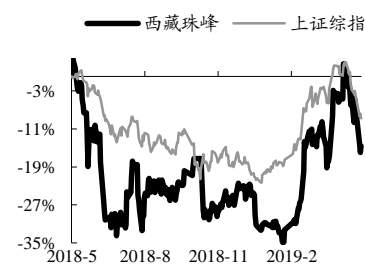
52 周内股价区间 (元)	18.13-30.66
总市值 (百万元)	16,619
总股本/流通 A 股 (百万股)	653/653
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	5.11
日均成交值 (百万元)	126.98

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,276
每股净资产	3.49
市净率	7.3
净负债率	41.50%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.34	0.20
Q2	0.47	0.40
Q3	0.37	0.41
Q4	0.20	0.40
全年	1.38	1.41

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	33%	-13%
相对指数	4%	21%	-6%

相关报告

《年报符合预期, 进发锂资源上游》2018.03.11

《参与 100 亿战投基金, 打开成长空间》2017.08.14

《量价齐升, 中报业绩符合预期》2017.07.25

模型更新时间: 2019.05.10

股票研究

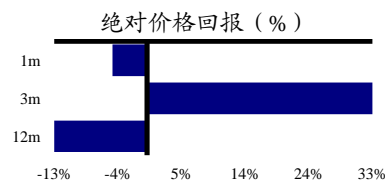
原材料
金属, 采矿, 制品

西藏珠峰 (600338)

评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **29.61**
上次预测: 51.72
当前价格: 25.45

公司网址
www.xizangzhufeng.com

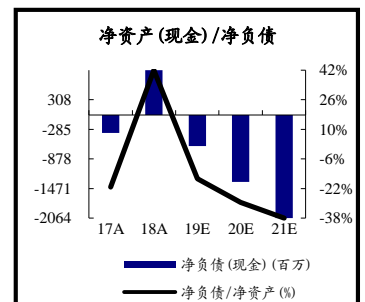
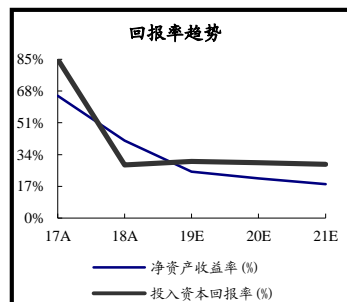
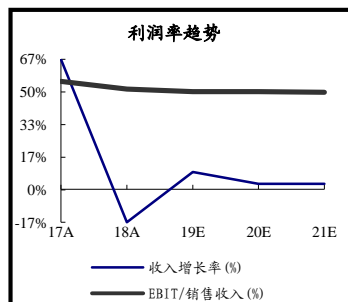
公司简介
公司是一家以矿山综合开发为主的资源类上市企业, 主要从事矿产资源勘探、开采、矿石加工、金属冶炼、矿产品贸易、矿产资源及相关产业投资运作等业务。
公司下属主要子公司塔中矿业有限公司是目前塔吉克斯坦最大的中资企业, 拥有铅锌资源量1亿多吨, 600万金属吨, 是中国企业在中亚地区目前获得的最具有战略价值的多金属矿山资源。



52 周价格范围 18.13-30.66
市值 (百万) 16,619

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	2,467	2,046	2,228	2,290	2,354
营业成本	677	623	711	739	768
税金及附加	157	136	149	153	157
销售费用	135	112	122	126	129
管理费用	124	118	123	121	122
EBIT	1,374	1,057	1,124	1,151	1,177
公允价值变动收益	5	5	0	0	0
投资收益	19	-14	-20	-20	-20
财务费用	-13	-56	-36	-51	-47
营业利润	1,410	1,097	1,120	1,183	1,204
所得税	257	202	202	213	217
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,114	901	918	970	987
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,356	1,215	1,214	1,935	2,657
其他流动资产	484	1,932	1,947	1,999	2,053
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产合计	960	1,104	1,134	1,164	1,194
无形及其他资产	435	538	586	686	786
资产合计	3,235	4,791	4,881	5,784	6,691
流动负债	1,248	2,024	597	630	650
非流动负债	283	594	594	594	594
股东权益	1,704	2,172	3,689	4,559	5,446
投入资本(IC)	1,313	3,043	3,040	3,189	3,354
现金流量表					
NOPLAT	1117	863	922	944	965
折旧与摊销	107	128	0	0	0
流动资金增量	219	1,391	-88	19	35
资本支出	-451	-415	-130	-130	-130
自由现金流	991	1,966	703	833	870
经营现金流	1,087	658	1,112	1,004	1,006
投资现金流	-524	-1,522	-124	-150	-150
融资现金流	-316	717	-989	-134	-134
现金流净增加额	247	-146	-2	721	723
财务指标					
成长性					
收入增长率	67.0%	-17.0%	8.9%	2.8%	2.8%
EBIT 增长率	86.9%	-23.1%	6.3%	2.5%	2.2%
净利润增长率	71.3%	-19.1%	1.9%	5.6%	1.8%
利润率					
毛利率	72.6%	69.5%	68.1%	67.7%	67.4%
EBIT 率	55.7%	51.6%	50.4%	50.3%	50.0%
归母净利润率	45.2%	44.0%	41.2%	42.3%	41.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	65.4%	41.5%	24.9%	21.3%	18.1%
总资产收益率(ROA)	34.4%	18.8%	18.8%	16.8%	14.8%
投入资本回报率(ROIC)	85.0%	28.4%	30.3%	29.6%	28.8%
运营能力					
存货周转天数	75	81	81	81	81
应收账款周转天数	19	35	35	35	35
总资产周转天数	383	716	792	850	967
净利润现金含量	97.6%	73.1%	121.1%	103.6%	101.9%
资本支出/收入	18.3%	20.3%	5.8%	5.7%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	54.7%	24.4%	21.2%	18.6%
净负债率	-21.2%	41.5%	-16.8%	-29.4%	-37.9%
估值比率					
PE(现价)	14.25	17.62	17.29	16.36	16.08
PB	9.67	7.59	4.47	3.62	3.03
EV/EBITDA	10.89	14.67	14.12	13.15	12.25
P/S	6.43	7.75	7.12	6.93	6.74
股息率	2.5%	2.5%	0.6%	0.6%	0.6%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		