

减持源于重组延续 碳酸锂产业化倒计时

——西藏城投（600773）事件点评

2013 年 06 月 12 日

强烈推荐/维持

西藏城投

事件点评

事件：

本公司于 2013 年 5 月 15 日接到公司第一大股东上海市闸北区国有资产监督管理委员会的通知，具体内容如下：国资委于 2013 年 5 月 14 日，通过上海证券交易所大宗交易系统减持其所持有的西藏城投 7077000 股，占本公司总股本的 1.2293%。本次减持后，国资委尚持有本公司股票 339764655 股，全部为无限售条件流通股。占本公司总股本的 59.0171%，仍为本公司的第一大股东。

主要观点：

1. 大股东减持源于重组延续，并非不看好公司未来发展

大股东此次减持使得市场对此有所质疑，我们通过对公司历史梳理发现，此次减持应该是当时借壳重组过程中的延续，在 2009 年 5 月 14 日公告的《西藏雅砻藏药股份有限公司重大资产出售、发行股份购买资产暨关联交易报告书》中说明，“雅砻藏药为被投资公司深圳市金珠南方贸易有限公司提供 650,000,000.00 元授信额度担保，截至 2008 年 12 月 31 日，金珠南方银行借款余额为 519,451,272.11 元，其中：逾期借款 519,451,272.11 元”，为了解决该问题，“2009 年 2 月 3 日，雅砻藏药与深圳市同成投资有限公司、北京新联金达投资有限公司签定了《关于西藏雅砻藏药股份有限公司资产转让之框架协议》、与上海市闸北区国有资产监督管理委员会签订了《关于西藏雅砻藏药股份有限公司非公开发行股份购买资产之框架协议》，根据协议约定，该项担保所涉全体债权人同意，在雅砻藏药本次交易方案获得中国证监会核准的同时解除雅砻藏药的担保责任，作为该项担保所涉全体债权人解除上述担保的对价，闸北区国资委同意在获得雅砻藏药股份之日起 60 日内，将通过本次发行后获得的全部股权中 3,000 万股或出售该等股份所获收益以法律法规允许的方式向该项担保所涉全体债权人支付”。

2009 年 5 月 14 日，各方最终达成协议，“中国华融资产管理公司深圳办事处等六家债权金融机构与金珠南方、雅砻藏药、闸北区国资委、新联金达签署了《保证担保责任解除及债务偿还协议书》。

闸北区国资委同意在其获得雅砻藏药股份之日起 36 个月后的 90 日内，将其中的 3,000 万股依法支付给华融深圳办等六家债权金

林阳

010-66554024

lirang@dxzq.net.cn

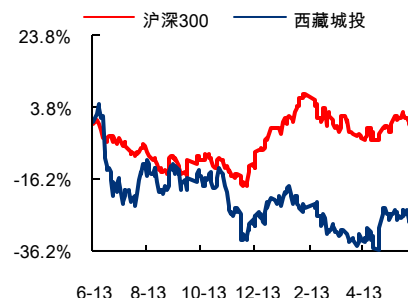
执业证书编号：

S1480510120003

交易数据

52 周股价区间（元）	10.85-14.98
总市值（亿元）	62.46
流通市值（亿元）	58.55
总股本/流通 A 股（万股）	57570/53964
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.5

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

《西藏城投动态报告：盐湖事业开启新纪元 中国碳酸锂巨头产业化发力》，2012.11.29

融机构，作为其解除雅砻藏药保证担保责任的对价。各单位按其债权本金所占全体债权银行债权本金总额的比例获得闸北区国资委支付的股份，相关税费由各方依法承担。

债权银行各单位获得股份数具体见下表：

表 1 债权机构股份统计表

各债权金融机构	本金占本金债权总金额的比例(%)	应受让的股份数(万股)
中国华融资产管理公司深圳办事处	32.22	966.60
东富资产管理有限公司	23.59	707.70
中国建设银行股份有限公司深圳市分行上步支行	19.48	584.40
中国信达资产管理公司深圳办事处	11.17	335.10
中国民生银行股份有限公司深圳振业支行	6.92	207.60
上海东兴投资控股发展公司	6.62	198.60
合计	100.00	3,000.00

资料来源：公司公告

本次大股东减持 707.7 万股，应该是履行当年重组协议的第一笔转让，转让方应为上表列示中的东富资产管理公司，据此推测，未来还应有其他股东转让行为。

依据当年股份折算价计算，每股折算价格为 17.32 元，距离目前股价 10.85 有较大的距离，从成本角度考虑，以上各公司并没有减持的动力，且上述公司为资产管理公司和银行，并没有特别的资金压力，从公司未来发展的角度考虑，公司碳酸锂业务即将进入工业化阶段，未来前景十分诱人，已有部分机构与公司有过沟通并对公司未来发展给予充分肯定，因此，即使未来大股东还会有几笔类似的减持行为，也只是当年重组的延续，并非大股东不看好公司未来的发展，股份接收方从成本和公司未来发展前景考虑也不会在目前位置减持。

2、碳酸锂产业化进入倒计时

公司一期产能今年部分达产，预计产量在 800-1000 吨左右，随着今年一期产能建设完成，预计明年碳酸锂产量有望达到 2500 吨，后年进入产量大规模释放阶段。

表 2：矿业公司产能及产量规划表（单位：吨）

工期	产品	产能	2013	2014	2015	2016	2017	2018
一期	碳酸锂	5,000	1,000	2,500	5,000	5,000	5,000	5,000
	氯化钾	25,000	5,000	12,500	25,000	25,000	25,000	25,000
	碱式碳酸镁	25,000	5,000	12,500	25,000	25,000	25,000	25,000
	硼砂	7,500	1,500	3,750	7,500	7,500	7,500	7,500
二期	碳酸锂	15,000			7,500	15,000	15,000	15,000
	氯化钾	75,000			37,500	75,000	75,000	75,000
	碱式碳酸镁	75,000			37,500	75,000	75,000	75,000
	硼砂	22,500			11,250	22,500	22,500	22,500
三期	碳酸锂	20,000					10,000	20,000
	氯化钾	100,000					50,000	100,000

	碱式碳酸镁	100,000				50,000	100,000
	硼砂	30,000				15,000	30,000
	碳酸锂	40,000	1,000	2,500	12,500	20,000	30,000
	氯化钾	200,000	5,000	12,500	62,500	100,000	150,000
合计	碱式碳酸镁	200,000	5,000	12,500	62,500	100,000	150,000
	硼砂	60,000	1,500	3,750	18,750	30,000	45,000

资料来源: 东兴证券

价格假设: 工业级碳酸锂 (含量大于 99%) 市场报价 43600, 氯化钾市场报价 3100, 碱式碳酸镁市场报价 4000, 十水硼砂市场报价 3000, 以上为含税报价, 其中氯化钾增值税率 13%, 其他为 17%。

表 3: 矿业公司收入预测表 (单位: 万元)

工期	产品	2013	2014	2015	2016	2017	2018
一期	碳酸锂	3,726	9,316	18,632	18,632	18,632	18,632
	氯化钾	1,372	3,429	6,858	6,858	6,858	6,858
	碱式碳酸镁	1,709	4,274	8,547	8,547	8,547	8,547
	硼砂	385	962	1,923	1,923	1,923	1,923
二期	碳酸锂			27,949	55,897	55,897	55,897
	氯化钾			10,288	20,575	20,575	20,575
	碱式碳酸镁			12,821	25,641	25,641	25,641
	硼砂			2,885	5,769	5,769	5,769
三期	碳酸锂					37,265	74,530
	氯化钾					13,717	27,434
	碱式碳酸镁					17,094	34,188
	硼砂					3,846	7,692
合计	碳酸锂	3,726	9,316	46,581	74,530	111,795	149,060
	氯化钾	1,372	3,429	17,146	27,434	41,150	54,867
	碱式碳酸镁	1,709	4,274	21,368	34,188	51,282	68,376
	硼砂	385	962	4,808	7,692	11,538	15,385
收入总和		7,192	17,980	89,902	143,844	215,766	287,688

资料来源: 东兴证券

成本测算: 公司 1 期产能 5000 吨, 成本主要包括两部分, 一部分是固定资产投资折旧, 主要包括盐田建设和输水管道建设, 预计投资额为 2.5 亿, 按照 10 年摊销计算, 每年折旧为 2500 万, 每吨计入成本为 5000 元; 第二部分是运营成本, 主要是人工、输卤和运输费用, 人工成本大约在 2000 元/吨, 输卤成本为 1500 元/吨, 运输到咸阳的下游产业园成本为每吨 1000 元左右, 直接生产成本合计大约在 9500 元左右。2、3 期扩产后, 随着规模扩大和工艺流程的稳定, 成本有望继续降低, 我们在此保守按照成本不变计算。公司未来随着太阳能系统建设, 成本有望有较大幅度降低, 我们再次暂时不考虑这点。

费用率: 按照行业平均费用率 8.5% 计算;

所得税率: 按照西藏自治区 15% 所得税率计算:

表 4: 矿业公司利润预测表 (单位: 万元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	7,192	17,980	89,902	143,844	215,766	287,688
营业成本	2,100	5,250	26,250	42,000	63,000	84,000
其中：折旧	500	1,250	6,250	10,000	15,000	20,000
输卤	150	375	1,875	3,000	4,500	6,000
运输成本	1,250	3,125	15,625	25,000	37,500	50,000
劳务成本	200	500	2500	4000	6000	8000
销售及管理费用	611	1,528	7,642	12,227	18,340	24,453
财务费用	500	1,500	2,000	2,500	2,500	2,000
净利润	3,981	9,702	54,011	87,117	131,926	177,234
所得税	597	1,455	8,102	13,068	19,789	26,585
税后净利润	3,384	8,247	45,909	74,050	112,137	150,649

资料来源：东兴证券

3、碳酸锂价格进入爆发上涨周期，公司业绩弹性空间巨大

从碳酸锂行业目前的形势来看，新能源汽车在特斯拉的带动下出现明显的放量趋势，以储能为代表的新兴需求也进入投资者的预期之中，未来随着下游需求的爆发，碳酸锂价格将进入爆发上涨周期，目前的碳酸锂价格远远未反应真正的价值需求，这点市场目前仍然预期不足，我们相信未来碳酸锂价格有望冲击 10 万元。（具体可见我们碳酸锂系列深度报告）

图 1 碳酸锂未来价格趋势图



资料来源：亚洲金属网，东兴证券研究所

我们预测公司 2013-2017 年 EPS 分别为：0.23、0.27、0.46、0.60、0.79，其中碳酸锂业务对 EPS 的贡献分别为：0.03、0.08、0.29、0.44、0.62，由于公司看点是碳酸锂业务爆发，我们以 2015 年碳酸锂业务贡献占比超过 50%（64.64%）的时点作为估值基准，对地产业务给予 15 倍 PE，对碳酸锂业务给予 50 倍 PE，公司合理定价为 17.15 元，与我们此前给公司的目标价 17.3 元基本一致。

表 5 公司业绩对碳酸锂价格弹性测算表

碳酸锂价格	2013	2014	2015	2016	2017
43600	0.23	0.27	0.46	0.60	0.79
50000	0.23	0.29	0.55	0.75	1.01
60000	0.24	0.31	0.69	0.98	1.35
70000	0.26	0.34	0.83	1.20	1.70
80000	0.27	0.37	0.97	1.43	2.04
90000	0.28	0.40	1.11	1.66	2.38
100000	0.29	0.43	1.25	1.89	2.72

资料来源：东兴证券

从碳酸锂价格对公司业绩弹性测算来看，公司业绩随着碳酸锂放量和价格上涨将出现爆发性增长的可能，如果 2015 年碳酸锂价格上涨到 6 万，则碳酸锂业务能够贡献 0.53 元，地产业务贡献 0.16 元，按照上述估值，公司合理股价为 28.9，我们在此仅仅是大胆假设未来行业和公司可能出现的理想状况，公司业绩弹性巨大的体现。

从谨慎的角度出发，我们依旧按照目前碳酸锂价格给予公司估值，公司合理价格为 17.3 元，维持“强烈推荐”的评级。

表 6 公司业绩预测表

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	2,920.76	747.36	894.02	1,084.11	1,893.76
增长率（%）	237.80%	-74.41%	19.62%	21.26%	74.68%
净利润（百万元）	376.04	101.03	150.27	202.66	533.35
增长率（%）	234.38%	-73.13%	48.73%	34.87%	163.17%
净资产收益率（%）	26.57%	8.61%	10.20%	11.00%	16.30%
每股收益(元)	0.51	0.18	0.23	0.27	0.46
PE	21.27	60.28	47.94	40.56	23.80
PB	5.68	5.33	4.89	4.46	3.88

资料来源：东兴证券

4、风险提示

公司碳酸锂工业化技术路线低于预期

公司碳酸锂产能建设进程低于预期

碳酸锂价格出现下跌

公司盈利预测表

资产负债表					单位: 百万元		利润表		单位: 百万元		
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	7953	8190	4243	9721	5026	营业收入	2921	747	894	1084	1894
货币资金	1171	888	2796	8040	2547	营业成本	2087	468	555	640	909
应收账款	34	12	13	16	28	营业税金及附加	207	80	63	76	133
其他应收款	351	181	216	262	458	营业费用	31	12	11	16	30
预付款项	0	0	0	0	0	管理费用	65	39	20	24	42
存货	6398	7109	1217	1403	1993	财务费用	62	33	45	58	70
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0.11	1.08	0.00	0.00	0.00
非流动资产合	435	445	514	633	790	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	301	319	301	301	301	投资净收益	1.68	-2.31	0.00	0.00	0.00
固定资产	7.18	6.50	93.72	212.95	370.18	营业利润	470	112	200	270	711
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	22.52	28.27	0.00	0.00	0.00
其他非流动资	0	0	0	0	0	营业外支出	0.63	0.04	0.00	0.00	0.00
资产总计	8388	8635	4757	10354	5816	利润总额	492	140	200	270	711
流动负债合计	3643	4551	4552	4578	4659	所得税	116	39	50	68	178
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	376	101	150	203	533
应付账款	462	138	167	193	274	少数股东损益	84	0	20	49	271
预收款项	337	306	306	306	306	归属母公司净利	292	101	130	154	262
一年内到期的	910	1282	1282	1282	1282	EBITDA	538	150	258	359	824
非流动负债合	3511	2906	-1097	4303	-797	BPS (元)	0.51	0.18	0.23	0.27	0.46
长期借款	3508	2903	-1097	4303	-797	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	7154	7457	3455	8881	3862	成长能力					
少数股东权益	134	5	25	73	344	营业收入增长	237.8%	-74.4%	19.62%	21.26%	74.68%
实收资本 (或	576	576	576	576	576	营业利润增长	385.7%	385.7%	79.17%	34.87%	163.17%
资本公积	8	0	0	0	0	归属于母公司净	244.7%	244.7%	29.06%	18.19%	70.44%
未分配利润	450	521	612	720	904	获利能力					
归属母公司股	1101	1173	1277	1400	1610	毛利率 (%)	29%	37%	38%	41%	52%
负债和所有者	8388	8635	4757	10354	5816	净利率 (%)	13%	14%	17%	19%	28%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	3%	1%	3%	1%	5%
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE (%)	27%	9%	10%	11%	16%
经营活动现金	-51	-471	6088	82	-70	偿债能力					
净利润	376	101	150	203	533	资产负债率 (%)	85%	86%	73%	86%	66%
折旧摊销	5.12	4.69	0.00	30.77	42.77	流动比率	2.18	1.80	0.93	2.12	1.08
财务费用	62	33	45	58	70	速动比率	0.43	0.24	0.66	1.82	0.65
应付帐款的变	0	0	30	26	81	营运能力					
预收帐款的变	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.34	0.09	0.13	0.14	0.23
投资活动现金	0	0	-89	-150	-200	应收账款周转率	95	33	71	75	87
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.55	2.49	5.86	6.02	8.11
长期投资	301	319	301	301	301	每股指标 (元)					
投资收益	2	-2	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.51	0.18	0.23	0.27	0.46
筹资活动现金	0	0	-4090	5311	-5222	每股净现金流 (最	0.29	-0.49	3.31	9.11	-9.54
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	1.91	2.04	2.22	2.43	2.80
长期借款	3508	2903	-1097	4303	-797	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.27	60.28	47.94	40.56	23.80
资本公积增加	0	-8	0	0	0	P/B	5.68	5.33	4.89	4.46	3.88
现金净增加额	-51	-471	1908	5243	-5492	EV/EBITDA	17.66	63.79	14.09	10.56	5.08

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席研究员，研究所研究总监。善于把握有色行业大趋势，善于挖掘有色行业黑马公司。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。