

2010-04-06

有色金属/锂

公司研究 / 调研报告

中信国安 (000839)

增持/ 维持评级

股价: RMB14.94

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号: S1000206110083

+755-82492171 yetao@lhqz.com

联系人

孙浩中

+755-82125152 sunhz@lhqz.com

王茜

+755-82364392 wangqianys@lhqz.com

相关研究

《蛰伏低谷, 迎接拐点》

(2010/02/07)

《中信国安: 致力打造新动力车完整产业链》

(2009/02/25)

《调研简报-中信国安: 3 大核心业务均具乐观前景》

(2009/02/13)

基础数据

总股本 (百万股)	1568
流通 A 股 (百万股)	1568
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	23425

依托资源优势 迎接“锂经济时代”

— 中信国安调研简报

事件

2010 年 3 月 26 日, 我们对中信国安进行了实地调研, 与公司证券部人士就公司经营情况、发展战略等方面进行了座谈。

调研纪要

积极布局锂电池完整产业链

锂资源储备丰富, 未来仍有拓展预期。子公司青海国安拥有西台吉乃尔盐湖独家开采权, 该盐湖卤水富藏锂、钾、硼、镁, 资源储量为氯化锂 308 万吨、氯化钾 2656 万吨、氧化硼 163 万吨, 潜在经济价值 1700 亿元。公司正积极争取东台吉乃尔和一里坪盐湖的开采权, 资源控制量存在拓展可能。

碳酸锂产量提升或有惊喜。公司目前碳酸锂产能 2 万吨/年, 远景规划为 3 万吨。年报显示 2009 年生产 5000 吨碳酸锂, 与前两年相比产量上了新台阶, 但总体产能利用率仍较低, 仅 25%。产量提升的主要障碍在于提炼和工业化生产的技术问题没得到彻底解决, 公司目前正积极组织研发和试验, 我们对此持乐观态度。

碳酸锂成本有待进一步降低。公司目前产品主要为工业级碳酸锂 (99%), 售价约 3.5 万元/吨; 如果做到电池级 (99.5%) 售价在 4.5 万元/吨左右。公司对钾肥、硼酸、碳酸锂实施综合开发, 成本细分存在较大困难, 公司方面估计其碳酸锂生产成本为不到 2 万元/吨, 且成本随产量上升而进一步下降。但根据产品市场价、公司产能及产量的比较关系, 我们推断至少在现阶段, 其对自身碳酸锂成本的估计是过低的。

锂电池完整产业链初具形态。公司致力于打造完整锂电池上下游产业链, 即普通碳酸锂—电池级碳酸锂—电池正极材料—锂电池。目前已经和日本丰田通商会社、成都开飞高能化学工业公司签订了合作意向书。

与日本丰田通商的合作, 旨在提前为产能扩张后的碳酸锂销售开拓海外市场, 同时不排除双方在电池方面有进一步的合作, 目前合作形式尚未正式确定。

与成都开飞公司签订的具有法律效力的合作意向书主要包括: 1、双方共同设立合资公司, 在青海西台盐湖甲方的生产基地投资兴建电池级碳酸锂生产厂。2、鉴于公司在行业内的品牌和其拥有的资源量, 公司在此类项目和后续项目中均将保持绝对控股地位。预计在 2010 年, 合资公司生产年产量不低于 5000 吨电池级碳酸锂。

国内领先的锂电池正极材料供应商。公司控股 90% 的子公司中信国安盟固利电源有限公司（下简称“盟固利”），成立于 2000 年 4 月，主要致力于钴酸锂、锰酸锂、三元素材料以及镍酸锂等锂离子电池正极材料和配套高性能氧化物原材料的研发与生产。盟固利是最先打破国外钴酸锂产品对中国市场长期垄断的企业，目前占据钴酸锂产品国内市场份额的 40%。公司同时还是国内外首家向市场推出新一代正极材料锰酸锂和镍酸锂的企业。

2009 年，盟固利公司由于受宏观经济和市场竞争加剧的影响造成产品价格下降，加上原料库存成本较高，虽采取积极拓展的销售策略，但产品价格下跌幅度超过市场份额增长带来的影响，公司销售收入和净利润均有所下降。

在锂电池的产业链上，正极材料是限制性环节，锂电池的性能基本由正极材料的性能决定。正极材料的重量和成本均占整个锂电池重量和成本的约 30% 以上。目前，磷酸铁锂是最受推崇的锂动力电池正极材料，但三元素材料和锰酸锂材料也因其独特优势而倍受关注。

公司具有自主知识产权的核心技术体系，曾荣获一项国家科技进步二等奖和三项北京市科学技术一等奖，获得数十项国内和国际专利授权，完成了“钴酸锂”国家标准和“锰酸锂”行业标准的制定任务。公司开发的大容量锰酸锂动力电池被北京奥组委确定为 2008 北京奥运纯电动公交车的独家供应产品，并在奥运会期间成功实现了“零事故”安全运行。我们相信，公司强大的锂资源保障能力和雄厚的技术研发实力，使公司有望在“锂经济时代”中获取更大收益。

有线业务或受益于三网融合

2009 年，公司投资的有线电视项目所在行政区域入网用户总数超过 2,000 万户，数字电视用户超过 1,000 万户。公司拥有的有线电视及数字电视用户规模居国内同行业上市公司前列。

未来公司将积极推进整合优质有线电视网络，扩大网络和用户规模，选择条件成熟的地区重点推进互动电视、互联网接入、高清付费电视等有线电视增值业务的发展，提高有线网络的综合盈利能力。

在既有网络逐渐完成数字化改造的基础上，公司将紧密跟踪三网融合进展，开展新型业务，力争通过参与网络整合，提高未来数字电视业务的市场份额，为稳步扩大业务范围，提高网络未来收益水平奠定基础。此外，公司将积极推动有线电视参股公司的资本化运作，进一步提升公司在有线电视领域的发展规模和盈利能力。

钾肥业务有望走出低谷

公司目前拥有是 30 万吨硫酸钾镁肥，10 万吨的氯化钾的生产能力，如果按 1 吨氯化钾相当于 2.5 吨的硫酸钾镁肥来测算，那么现在是 55 万吨的钾肥产能。09 年钾肥产量约 25 万吨左右，产能利用约 46%。公司将根据市场情况，适时增加钾肥产能，充分利用盐湖资源，长远规划为 100 万吨的钾肥产能。

从国内现有的钾肥产能看，短期内国内钾肥供需矛盾仍然存在，钾肥市场各大企业消化库存仍需一定时日，今年上半年价格大幅上涨难度较大。但中长期来看，我们认为全球钾肥价格基本触底，未来需求上升有望带动行业景气复苏。预计 2010 年下半年

至 2011 年国内钾肥价格有望重归上行趋势，从而带动公司钾肥业务走出低谷、迎来拐点。

盐湖资源具有巨大潜力

公司 09 年公司主营收入的 41%来自有线业务，52%来自于盐湖产品销售；而利润的 70%来源于盐湖资源，信息服务贡献了 23.4%的利润。盐湖产品的开发销售直接影响着公司的盈利水平。

加大盐湖资源的综合开发力度，一直是公司工作的重心。07 年公司通过发行认股权和债券分离交易的可转债募用于对盐湖资源的综合开发，当时主要投向包括建设规模为年产硫酸钾镁肥 70 万吨、硼酸 3.5 万吨、碳酸锂 2 万吨项目；而认股权证行权资金拟投资项目为年产轻质氧化镁 5 万吨、氢氧化镁 10 万吨、高纯镁砂 5 万吨。

由于权证行权募集资金仅 1.3 亿元，远低于镁资源开发所需的约 19 亿元的资本投入，目前镁资源并未得到充分利用。而钾肥、硼酸、碳酸锂项目也由于市场和技术问题，产能未能有效发挥。目前硼酸还没有真正形成利润，现在还是粗硼酸的形式随着碳酸锂而生产出来，然后直接销售掉，总体附加值并不高。

公司仍在考虑如何有效利用好现有盐湖资源，并在未来择机继续推进硼酸和镁资源开发项目，从而进一步挖掘盐湖资源的经济价值。

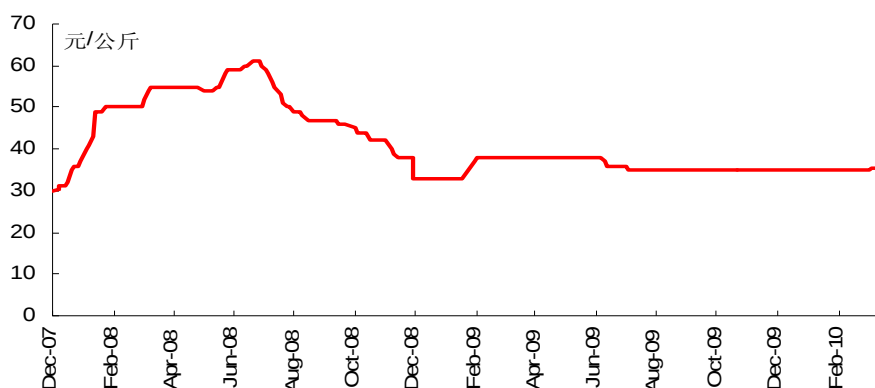
盈利预测与投资分析

基本假设：1、2010-2012 年碳酸锂价格45000、50000、55000 元/吨；2、2010-2012 年公司碳酸锂产量10000、15000、25000 吨。

我们预测，公司2010-2012 年EPS 分别为0.36、0.50、0.75 元。

公司拥有国内最长的锂电池产业链，有望全方位受益于动力和储能电池的需求变革；其有线电视业务受益三网融合、钾肥业务板块已处底部、盐湖资源综合开发或有惊喜，综合来看，其经营状况向上的空间和概率均显著大于向下，我们认为，农业和新能源产业的发展有望成为其拐点出现的催化剂，维持“增持”评级。

图 1、碳酸锂价格



数据来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3326	4694	5164	7550	营业收入	1968	2680	3377	4508
现金	1733	2957	2701	4570	营业成本	1337	1385	1704	2156
应收账款	441	350	663	689	营业税金及附加	93	80	101	135
其它应收款	87	593	304	893	营业费用	113	214	270	361
预付账款	103	208	256	323	管理费用	184	255	321	428
存货	852	533	1171	985	财务费用	203	76	45	33
其他	110	54	68	90	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	7492	5708	6183	5221	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3457	1200	1200	1200	投资净收益	656	0	0	0
固定资产	2999	3581	4228	3473	营业利润	687	669	935	1394
无形资产	104	270	316	274	营业外收入	67	0	5	5
其他	932	657	440	273	营业外支出	1	5	5	5
资产总计	10818	10402	11347	12771	利润总额	753	664	935	1394
流动负债	1988	1518	1779	2173	所得税	135	100	140	209
短期借款	1290	0	393	0	净利润	618	565	795	1185
应付账款	428	957	747	1410	少数股东损益	6	7	9	14
其他	270	560	639	764	归属于母公司净利润	612	563	787	1173
非流动负债	2906	2391	2391	2391	EBITDA	1009	936	1318	1772
长期借款	1301	1301	1301	1301	EPS (元)	0.39	0.36	0.50	0.75
其他	1605	1090	1090	1090					
负债合计	4894	3908	4170	4564	主要财务比率				
少数股东权益	166	173	182	196	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1568	1568	1568	1568	成长能力				
资本公积	1979	1979	1979	1979	营业收入	3.3%	36.2%	26.0%	33.5%
留存收益	2211	2773	3448	4463	营业利润	94.1%	-2.6%	39.7%	49.1%
归属母公司股东权益	5758	6321	6995	8011	净利润	71.9%	-8.0%	39.9%	49.0%
负债和股东权益	10818	10402	11347	12771	获利能力				
					毛利率	32.1%	48.3%	49.5%	52.2%
现金流量表					净利率	31.1%	21.0%	23.3%	26.0%
单位: 百万元					ROE	10.6%	8.9%	11.3%	14.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	19.3%	15.6%	15.8%	28.5%
经营活动现金流	378	1410	333	1860	偿债能力				
净利润	618	565	795	1185	资产负债率	45.2%	37.6%	36.7%	35.7%
折旧摊销	119	190	338	345	净负债比率				
财务费用	203	76	45	33	流动比率	1.67	3.09	2.90	3.47
投资损失	-656	0	0	0	速动比率	1.24	2.74	2.24	3.02
营运资金变动	30	514	-860	248	营运能力				
其它	63	65	15	49	总资产周转率	0.19	0.25	0.31	0.37
投资活动现金流	378	1635	-824	592	应收账款周转率	4	6	6	6
资本支出	198	488	723	-605	应付账款周转率	3.64	2.00	2.00	2.00
长期投资	-416	-2303	-75	-75	每股指标 (元)				
其他	160	-181	-176	-88	每股收益	0.39	0.36	0.50	0.75
筹资活动现金流	-639	-1820	235	-583	每股经营现金流	0.24	0.90	0.21	1.19
短期借款	-398	-1290	393	-393	每股净资产	3.67	4.03	4.46	5.11
长期借款	-0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	8	0	0	0	P/E	35.83	38.96	27.85	18.69
资本公积增加	161	0	0	0	P/B	3.81	3.47	3.13	2.74
其他	-410	-530	-158	-191	EV/EBITDA	21	22	16	12
现金净增加额	-433	1224	-256	1868					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com