

面临着下游市场急速扩张的国内 锂产品霸主

——天齐锂业（002466）新股定价报告

2010年8月16日

建议申购

天齐锂业

新股定价

摘要：

- 公司是产量规模国内第一、世界第四的锂产品生产企业。目前拥有传统工业级碳酸锂 3000 吨年产能，更重要的高端产品方面，公司具有年产 2500 吨电池级碳酸锂、1500 吨无水氯化锂、1500 吨氢氧化锂、600 吨高纯碳酸锂/磷酸二氢锂的生产能力，电池级碳酸锂国内市场占有率超过 50%。
- 公司独有的工艺，可以实现以锂辉石为原材料直接生产电池级碳酸锂和无水氯化锂等高端锂产品，成本大幅降低，毛利率水平领先竞争对手。
- 通过技术优势基础上的错位竞争，公司目标集中在高端锂产品市场。锂电池市场容量巨大，受益于小容量锂电池从日韩向中国大陸的产能转移，中短期该市场容量预计将能保持 20% 左右的增长。大容量锂电池受益于新能源汽车发展规划，未来将面临爆发式增长。
- 公司已取得四川省雅江县措拉锂辉石矿探矿权，该矿区锂储量能确保在现有条件下约 40 年的开采能力，并能大幅降低公司锂辉石原材料成本，进一步提升利润率水平。
- 公司拥有丰富的技术储备，包括高纯级和电池级单水氢氧化锂、磷酸铁锂、氟化锂、磷酸钒锂等，均有着广阔的应用前景。
- 综合绝对估值与相对估值的结果，我们认为合理的价位区间在 16.98 ~ 19.43 元。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E
营业收入（百万元）	305.13	387.14	444.03
增长率（%）	7.15%	26.88%	14.70%
净利润（百万元）	36.47	55.48	67.02
增长率（%）	-16.98%	52.14%	20.78%
每股收益(元)	0.500	0.566	0.684
净资产收益率（%）	15.36%	9.78%	10.68%

银国宏

策略分析师

010-66507301

执业证书编号：S1480207120048

王立

新能源行业分析师

010-66507319

wangli@dxzq.net.cn

询价区间

16.98-19.43

上市首日定价区间

25.48-29.14

发行上市资料

总股本（万股）	9800
发行量（万股）	2450
发行日期	2010.08.18
发行方式	网上网下
保荐机构	国金证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	3.23
净资产收益率（%）	13.35
资产负债率（%）	38.55

主要股东和持股比例

蒋卫平	83.81%
张静	13.32%
乾元投资	1.67%

目 录

1. 公司产能、技术均属于国内霸主级别	4
1.1 公司是国内最大，全球第四的高端锂产品生产商	4
1.2 独特的核心技术使公司具备低成本优势	4
1.3 开发锂矿，保障原材料供应	4
1.4 公司下游客户在行业内具有较高地位	4
1.5 技术中心储备丰富	5
2. 下游传统市场需求高速增长，新兴市场即将爆发	7
2.1 锂电市场中、短期受益于小容量电池的产能转移	7
2.2 锂电市场中、长期将受益于动力电池	8
2.3 氯化锂下游市场需求广泛	8
2.4 重要财务指标一览	8
2.5 风险提示：市场竞争与专利权争议	10
3. 盈利预测与估值	10

表格目录

表 1: 重要财务指标数据比较	9
表 2: 财务指标——杜邦分析	9
表 3: 财务指标——资产分析	9
表 4: 财务指标——运营资本比率	9
表 5: 财务指标——收益质量	10
表 6: 财务指标——现金流量比率	10
表 7: 盈利预测简表	11
表 8: 据对估值结果汇总	11
表 9: 财务报表预测	11

插图目录

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 传统锂产品制备流程	5
图 3: 公司独有的锂产品制备流程	5
图 4: 公司锂矿是采购量及价格	6
图 5: 公司电池级碳酸锂毛利率水平	6
图 6: 公司产品结构	6
图 7: 公司工业级碳酸锂产销情况	6
图 8: 公司电池级碳酸锂产销情况	6
图 9: 公司氢氧化锂产销情况	6

图 10: 公司无水氯化锂产销情况	6
图 11: 公司研发投入	6
图 12: 中国锂离子电池产量	7
图 13: 全球笔记本销售量	7
图 14: 公司营业收入与净利润情况	9
图 15: 公司三项费用情况	9
图 16: 绝对估值结果	11

1. 公司产能、技术均属于国内霸主级别

1.1 公司是国内最大，全球第四的高端锂产品生产商

公司目前拥有传统工业级碳酸锂 3000 吨年产能，更重要的高端产品方面，公司具有年产 2500 吨电池级碳酸锂、1500 吨无水氯化锂、1500 吨氢氧化锂、600 吨高纯碳酸锂/磷酸二氢锂的生产能力，是产量规模国内第一、世界第四的锂产品生产企业，电池级碳酸锂国内市场占有率超过 50%。世界排名前三的 SQM、Chemetall 和 FMC，其各自总产能在 15000~20000 吨，此次募资扩充产能后，公司总产能将达到 15600 吨，形成锂矿资源、锂盐和锂金属加工三大业务体系，形成完整的锂产业链，进入全球前三的行列。

1.2 独特的核心技术使公司具备低成本优势

传统的锂产品生产工艺是以锂辉石或含锂盐湖卤水为原料生产出工业级碳酸锂，然后再以工业级碳酸锂为原料生产氢氧化锂、电池级碳酸锂、电池级氯化锂、电池级氢氧化锂、高纯碳酸锂、电池级金属锂等。而公司独有的工艺，可以实现以锂辉石为原材料直接生产电池级碳酸锂和无水氯化锂等高端锂产品。由于电池级碳酸锂生产企业均采用传统方法，成本的差异导致工业级碳酸锂和电池级碳酸锂产品在价格上有 5000~6000 元的差距，而采用公司独有工艺生产的碳酸锂主含量更高，杂质含量更低，而且锂回收率更高，成本与生产工业级碳酸锂相当，因此公司电池级碳酸锂产品利润率远高于竞争对手。公司的无水氯化锂生产工艺与传统工艺（即用氢氧化锂或碳酸锂与盐酸进行中和反应，然后进行除杂和干燥制得无水氯化锂产品）相比也具有较大优势，由于不用贵重原料而降低了直接生产成本，同时生产中无酸雾产生，对环境无污染，进一步减少了环保设备支出。

1.3 开发锂矿，保障原材料供应

锂辉石是公司生产各项锂产品的主要原材料，报告期内公司锂辉石全部从澳大利亚塔力森公司进口，塔力森公司是世界锂辉石的主要供应商，其拥有的澳大利亚格林布什矿山是目前全球开采规模最大、品质最稳定的锂辉石矿山，占全球供给量的 60%以上。公司是塔力森最大客户，2008 年进口锂辉石约占其总产量的 23%。因此，公司与上游公司之间议价能力相当，采取签订长期（最近一期为 2011-2015 年）采购合同方式，半年一议价，以适应碳酸锂市场价格的波动。

同时公司已于 2008 年 10 月成功取得四川省雅江县措拉锂辉石矿探矿权，已获得勘探许可证，并已进入地质详查阶段。公司所获探矿权所属区域估算资源量（资源量级别 332+333+334）氧化锂储量为 22.34 万吨，折合 SC6.0 锂精矿约 372 万吨，按照静态计算，该矿区锂储量能确保在现有条件下约 40 年的开采能力，为公司提供充足的原料保障，预计将于 2012 年达产，1 期设计产能 5~6 万吨（对应于 1 万吨锂产品），届时公司成本每吨将减少 5000~6000 元，进一步提升利润率水平。

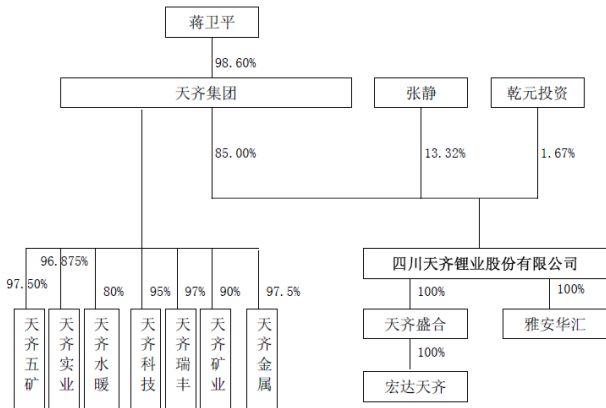
1.4 公司下游客户在行业内具有较高地位

公司下游客户均为行业中具备一定技术优势和行业地位的企业。电池级碳酸锂主要供应国内各重要锂电池正极材料生产商，包括当升科技、中信国安盟固利、北大先行、宁波金和、天骄科技、比亚迪、深圳源源、厦门钨业、湖南杉杉、湖南瑞翔等，公司还是 A123 系统公司的主要供货商。工业级碳酸锂的主要客户则包括远大空调、云南铝业、焦作万方、华西化工等。氢氧化锂下游客户包括赣锋锂业、开飞高能、中石化润滑油公司、比亚迪、东鹏化工、新疆有色金属研究所等。无水氯化锂是公司 2007 年新开发的产品，目前已与十余家客户建立了合作关系，包括北京北大先锋、四川得阳化学、江苏宏利达、成都华西气体、中核建中核燃料元件有限公司等。

1.5 技术中心储备丰富

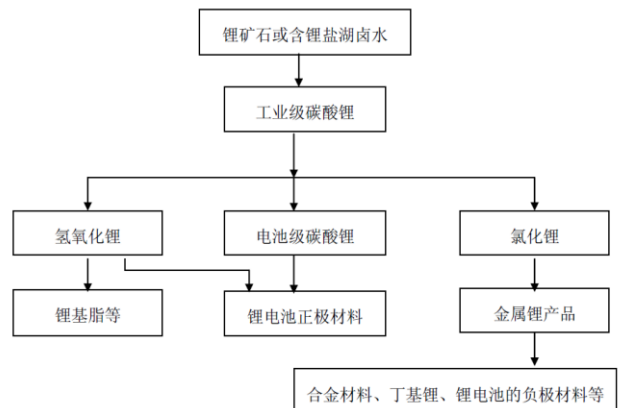
公司建有技术中心，与四川大学、上海交通大学、东北大学、中国有色金属研究总院等科研院所等院校和研究生进行了广泛深入的技术交流与合作。目前技术储备丰富，包括高纯级和电池级单水氢氧化锂（用于生产镍氢、镍镉电池、锂电池和用作生产其他高纯含锂化合物）、磷酸铁锂（新一代锂离子电池的理想正极材料）、氟化锂（大量用于铝、镁合金的焊剂和钎剂中）、磷酸钒锂（具有大比容量和长循环寿命的锂离子电池正极材料）等，均有着广阔的应用前景。

图 1：公司股权结构



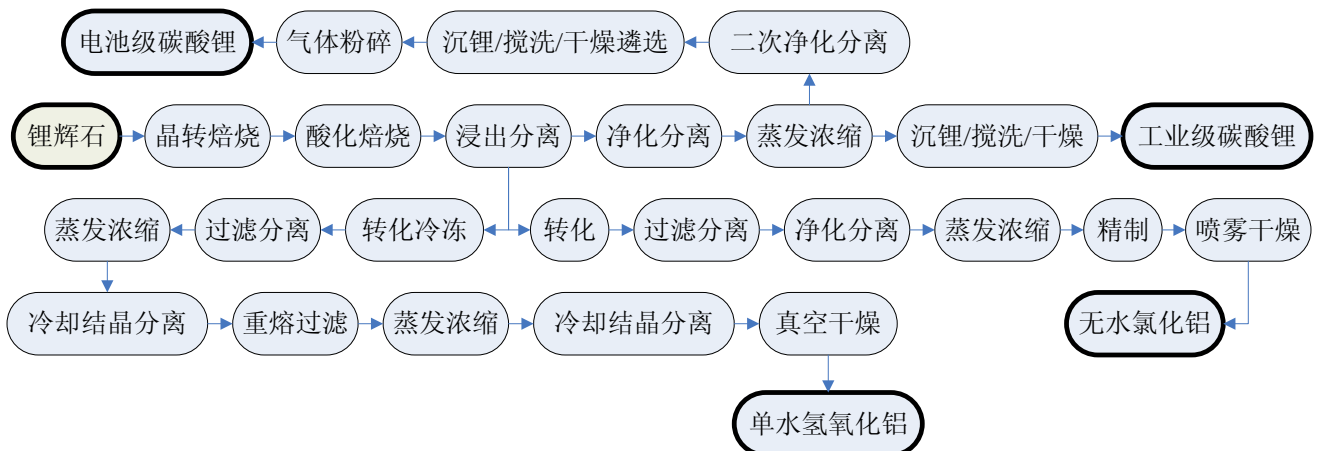
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 2：传统锂产品制备流程



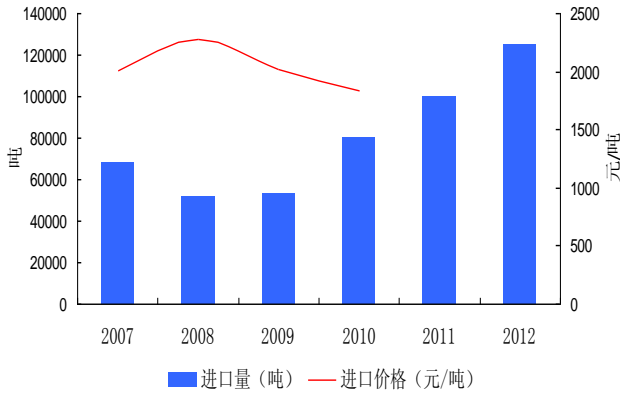
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 3：公司独有的锂产品制备流程



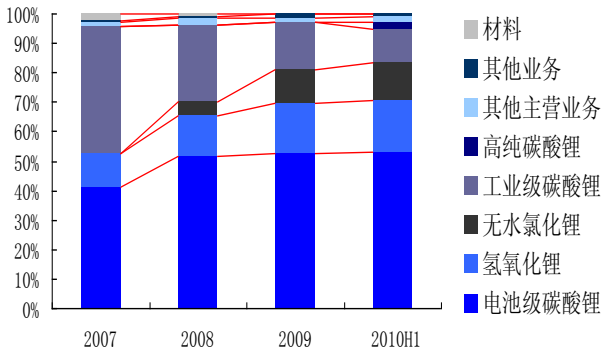
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 4：公司锂矿是采购量及价格



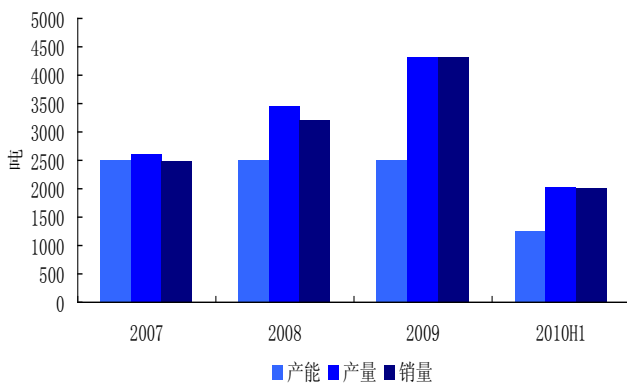
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 6：公司产品结构



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

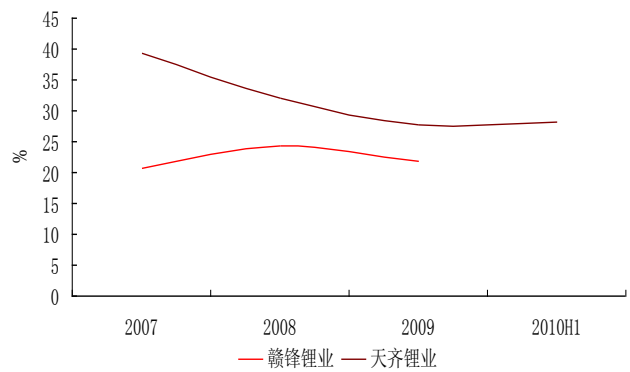
图 8：公司电池级碳酸锂产销情况



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

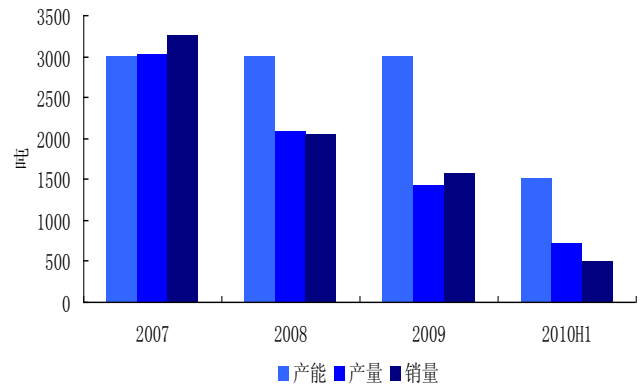
图 10：公司无水氯化锂产销情况

图 5：公司电池级碳酸锂毛利率水平



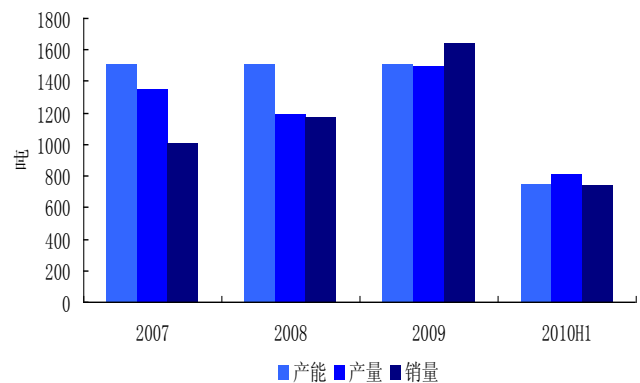
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 7：公司工业级碳酸锂产销情况



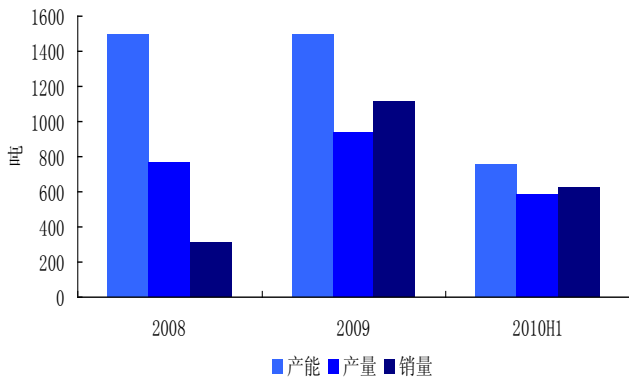
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 9：公司氢氧化锂产销情况

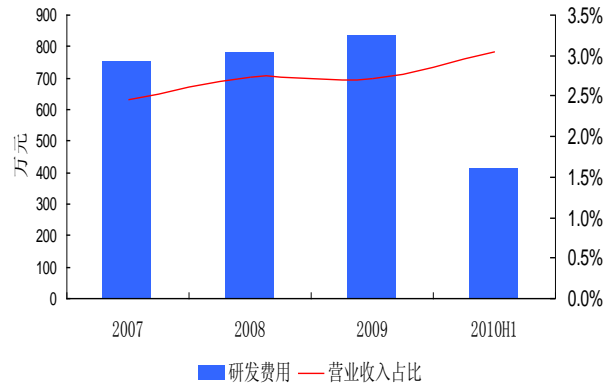


资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 11：公司研发投入



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

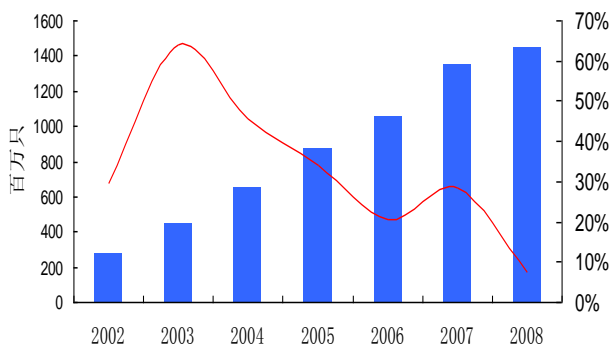
2. 下游传统市场需求高速增长, 新兴市场即将爆发

2.1 锂电市场中、短期受益于小容量电池的产能转移

公司主要产品电池级碳酸锂是合成钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂等锂电池正极材料的关键原料, 高纯碳酸锂是制备锂离子电池电解质六氟磷酸锂的重要原料, 而磷酸二氢锂也是制备磷酸铁锂正极材料的重要原料, 因此, 公司最终受到锂电池行业发展的影响。

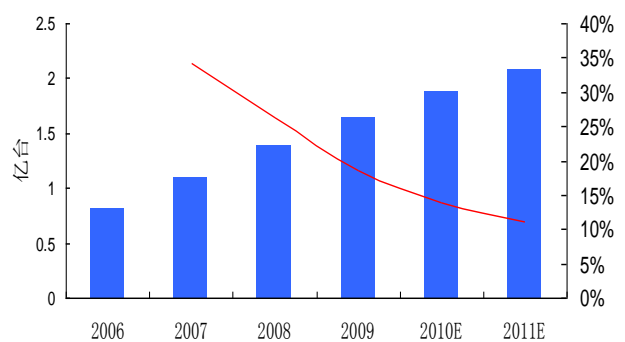
随着以比亚迪、比克、邦凯、力神等为代表的国产锂电池制造商的快速成长, 中国锂电池产业呈现高速增长的态势, 全球锂电池生产也呈现出从日、韩向中国的产能转移。中国锂电池产量 2002 到 2007 年复合增长率接近 40%。2007 年, 中国的生产规模首次超过日本, 位居世界第一。目前锂离子电池市场主要集中于手机电池、笔记本电池等小容量电池领域。每节手机锂电池需要碳酸锂约 3 克, 据此测算国内仅手机领域碳酸锂需求量约 3000 吨。笔记本电池的碳酸锂用量约为手机锂电池的十倍, 而全球笔记本电脑锂电池主要由国外厂家生产, 一旦国内锂电池厂家实现技术突破开始大规模生产, 电池级碳酸锂的需求将出现大幅度增长。可以预见在未来一段时间内, 小容量锂电池的旺盛需求将带动电池级碳酸锂产品的持续需求。

图 12: 中国锂离子电池产量



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 13: 全球笔记本销售量



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

2.2 锂电市场中、长期将受益于动力电池

动力电池在国内有望率先实现大规模应用的是电动自行车领域。目前欧洲的锂电池电动自行车占到市场份额的 80%，其他为镍氢电池，日本的电动自行车也普遍采用锂电池。而我国 90%以上为铅酸电池。2009 年 12 月国家标准管理委员会出台了关于《电动摩托车和电动轻便摩托车通用技术条件》的国家标准，规定自 2010 年 1 月 1 日起，40 公斤以上、时速 20 公里以上的电动自行车将划入机动车范畴。目前使用 36V、10Ah 铅酸电池的电动自行车，其重量几乎均超过 40 公斤，需要改用性能更高、重量更轻的锂电池。按每辆车需电池 0.4KWh 计算，如果我国锂电电动自行车年产量达到 1000 万辆，则需要锂电池 400 万 KWh，折合电池级碳酸锂需求量 6000 吨。

更大容量的汽车用动力电池领域，将是锂离子电池，也就是电池级碳酸锂未来最大的市场。从现有的技术路线来看，一辆 PHEV 需要使用约 30kg 碳酸锂。《新能源汽车发展规划》（草案）提出的 2020 年发展目标中，新能源车的保有量达到 500 万辆，以混合动力为代表的节能汽车销量达到世界第一，年产销量达到 1500 万辆以上。考虑到技术的进步，每年对碳酸锂的需求也在十万吨的量级，远远大于现有的市场规模。根据 IIT 的报告，2009-2012 年全球锂电池正极材料复合增长率为 29.50%。随着动力电池产业化的突破，电池级碳酸锂的市场需求未来将呈现爆发式增长。

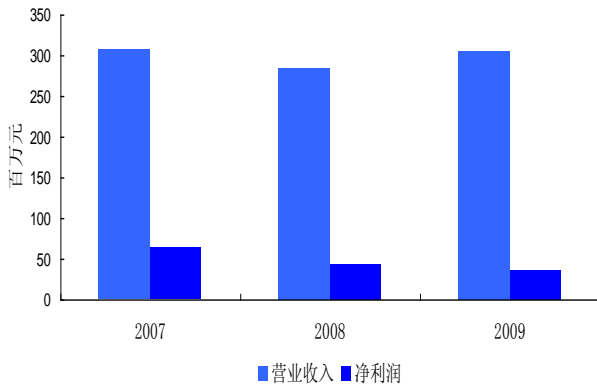
2.3 氯化锂下游市场需求广泛

氯化锂是一种应用十分广泛的锂产品，最主要的应用领域是用于生产金属锂。金属锂是未来的能源金属和战略物资。随着金属锂在新型能源产业、有机合成以及新材料等产业的不断应用，对金属锂的需求不断增长，预计到 2012 年国内金属锂的需求将达到 2000 吨以上。当前生产金属锂唯一的工业方法是氯化锂融盐电解法，每生产 1 吨金属锂需要 6.5 吨氯化锂。预计到 2012 年氯化锂在生产金属锂方面的年需求量将达到 13000 吨左右。

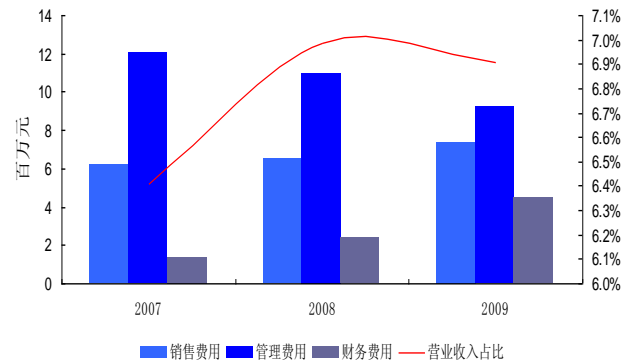
聚苯硫醚（Polyphenylene Sulfide，简称 PPS）产业是氯化锂的第二大应用领域。聚苯硫醚具有优异的耐高温稳定性、阻燃性、耐化学腐蚀性及良好的力学和电学性能，而且具有较高的结晶度，PPS 模型制品的较高温度下也具有良好的尺寸稳定性，可采用多种加工成型方法加工，并可进行精密成型。氯化锂是生产聚苯硫醚不可或缺的催化剂，其用量为每生产一吨聚苯硫醚需要氯化锂 0.2-0.4 吨。预计到 2012 年聚苯硫醚对氯化锂的需求量将达到 6000 吨。此外，锂分子筛、锂电池电解质、金属合金焊接剂或助熔剂、空调除湿剂、漂白粉、制药工业等领域也都对氯化锂有长期稳定的需求。根据氯化锂应用领域的扩展和用量的增长情况，预计到 2012 年，国内市场对氯化锂的需求将达到 20000 吨。

2.4 重要财务指标一览

由于受到金融危机和国际锂产品三巨头的冲击，公司近两年销售收入和净利润都有一定程度的下滑，但三项费用比例一直维持在低位，流动比率等财务指标也保持在健康水平。随着全球经济的复苏，下游市场的扩大，公司也将呈现向好的变化。

图 14: 公司营业收入与净利润情况


资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 15: 公司三项费用情况


资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

表 1: 重要财务指标数据比较

2009年	流动比率	速动比率	资产负债率(母公司)	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
赣锋锂业	1.69	1.24	44.57%	7.19	2.89	0.82
天齐锂业	2.51	1.49	45.97%	50.63	2.55	0.81

资料来源: 招股说明书, 东兴证券

表 2: 财务指标——杜邦分析

	Tax Burden (%)	Interest Burden (%)	EBIT Margin (%)	总资产周转率	财务杠杆	ROE
2007/12/31	89.72	97.06	23.78	1.06	1.64	36.05%
2008/12/31	95.37	94.88	16.98	0.86	1.58	20.97%
2009/12/31	84.92	91.27	15.43	0.81	1.60	15.36%
2010/06/30	82.81	90.92	18.33	0.33	1.68	7.71%

资料来源: 东兴证券

表 3: 财务指标——资产分析

单位: 百万	2007/12/31	占比	2008/12/31	占比	2009/12/31	占比	2010/06/30	占比
流动资产	171.95	59.52%	201.25	54.41%	198.98	51.26%	218.28	49.70%
PP&E	70.30	24.33%	83.42	22.55%	94.68	24.39%	121.09	27.57%
无形资产	45.26	15.67%	45.75	12.37%	44.75	11.53%	45.35	10.33%
商誉	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他非流动资产	1.39	0.48%	39.46	10.67%	49.77	12.82%	54.51	12.41%
总资产	288.91		369.88		388.18		439.23	

资料来源: 东兴证券

表 4: 财务指标——运营资本比率

Working Capital Ratios	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/06/30
Current ratio	1.63	1.86	2.51	1.95
Quick ratio	0.6938	0.8432	1.4855	0.89
Defensive interval ratio	102.42	127.70	131.70	233.54

Day's sales outstanding	2.6063	5.6543	7.1103	16.74
Day's inventory on hand	164.5413	173.0686	140.9112	167.21
Day's payables	57.14	17.81	17.99	34.12
Cash conversion cycle	110.01	160.91	130.03	149.83

资料来源：东兴证券

表 5: 财务指标——收益质量

Earnings Quality	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/6/30
Balance sheet accruals	0.00	88.20	34.51	51.53
Cash flow accruals	35.45	85.48	40.45	44.09
Net operating assets	177.81	266.01	300.51	352.05
B/S accruals ratio	N/A	39.75%	12.18%	15.79%
C/F accruals ratio	N/A	38.52%	14.28%	13.51%

资料来源：东兴证券

表 6: 财务指标——现金流量比率

Cash Flow Ratios	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31
OCF before interest and taxes	129.40	41.17	57.77
OCFBIT / operating income	1.83	0.90	1.34
OCFBIT / total debts	3.61	0.56	0.53

资料来源：东兴证券

2.5 风险提示：市场竞争与专利权争议

公司主导产品之一工业级碳酸锂作为基础锂产品，其生产技术成熟，进入门槛低，生产厂家较多，市场竞争较为激烈。公司也积极向电池级碳酸锂、无水氯化锂、高纯碳酸锂、磷酸二氢锂等高端锂产品领域拓展，公司目前虽然电池级碳酸锂国内市场份额第一，但在国际三大巨头大举挺进中国市场的 2009 年，公司电池级碳酸锂的销售出现了下滑，如果公司未能进一步扩大高端锂产品的生产能力和销售量，成功实现从基础锂产品向高端锂产品的转型，公司将可能在市场竞争中削弱自身的竞争优势，从而对公司的经营和业绩产生不利影响。

2010 年 5 月 26 日，海门容汇通用锂业有限公司就公司“电池级无水氯化锂的制备方法”发明专利（专利号：ZL200710050050.0）、“电池级单水氢氧化锂的制备方法”发明专利（专利号：ZL200710051016.5）向国家知识产权局专利复审委员会提出了无效宣告请求并获受理。该两项专利处于无效审查程序中，该两项专利所载明的生产技术是否能够继续获得专利权保护存在一定的不确定因素。

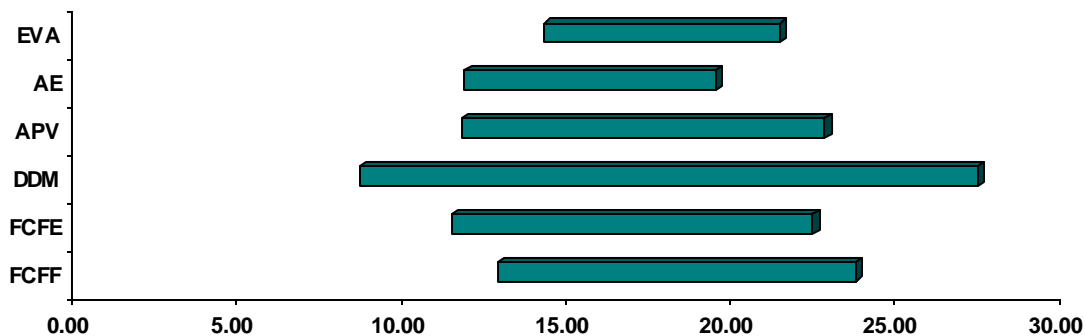
3. 盈利预测与估值

根据公司对未来产能/产量的规划，预计 2010 年到 2012 年公司摊薄 EPS 分别为 0.566、0.684 和 0.810 元，考虑到锂电池行业未来的发展前景，参考同行业上市公司市盈率水平，按照 30~40 倍市盈率，价格区间为 16.98~22.65 元。

表 7: 盈利预测简表

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	284.77	305.13	387.14	444.03	516.18
主营收入增长率	-7.03%	7.15%	26.88%	14.70%	16.25%
EBITDA (百万元)	59.69	54.58	90.63	116.65	133.47
EBITDA 增长率	-29.97%	-8.56%	66.03%	28.72%	14.41%
净利润 (百万元)	43.93	36.47	55.48	67.02	79.43
净利润增长率	-32.16%	-16.98%	52.14%	20.78%	18.52%
ROE	18.49%	15.36%	9.78%	10.68%	11.36%

从绝对估值的角度, 根据盈利预测和敏感性分析的结果, 价格区间为 14.18 ~ 19.43 元。综合绝对估值与相对估值的结果, 我们认为合理的价位区间在 16.98 ~ 19.43 元。

图 16: 绝对估值结果


资料来源: 东兴证券研究所

表 8: 据对估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	16.41	12.77 - 23.66	贴现率±1%, 长期增长率±1%
FCFE	15.09	11.37 - 22.35	贴现率±1%, 长期增长率±1%
DDM	13.28	8.59 - 27.39	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	15.36	11.70 - 22.73	贴现率±1%, 长期增长率±1%
AE	14.36	11.77 - 19.43	贴现率±1%, 长期增长率±1%
EVA	16.72	14.18 - 21.37	贴现率±1%, 长期增长率±1%

表 9: 财务报表预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
营业收入	305.13	387.14	26.88%	444.03	14.70%	516.18	16.25%
营业成本	244.10	301.97	23.71%	344.12	13.96%	397.46	15.50%
营业费用	7.35	9.29	26.42%	10.66	14.70%	12.39	16.25%
管理费用	9.25	11.61	25.62%	13.32	14.70%	15.49	16.25%

财务费用	4.47	4.08	-8.79%	1.78	-56.41%	1.59	-10.46%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	38.72	57.48	48.42%	71.04	23.61%	85.64	20.55%
利润总额	42.96	65.28	51.95%	78.84	20.78%	93.44	18.52%
所得税	6.48	9.79	51.12%	11.83	20.78%	14.02	18.52%
净利润	36.48	55.48	52.10%	67.02	20.78%	79.43	18.52%
归属母公司所有者的净利润	36.47	55.48	52.14%	67.02	20.78%	79.43	18.52%
NOPLAT	36.68	52.32	42.64%	61.90	18.30%	74.15	19.79%
资产负债表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	45.35	189.79	318.50%	154.61	-18.54%	226.99	46.82%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收账款	5.33	6.36	19.50%	7.30	14.70%	8.49	16.25%
预付款项	20.95	26.99	28.83%	33.87	25.50%	41.82	23.47%
存货	81.03	99.28	22.52%	108.42	9.21%	119.78	10.48%
流动资产合计	198.98	355.81	78.82%	342.50	-3.74%	441.61	28.94%
非流动资产	189.19	306.24	61.87%	380.55	24.26%	354.47	-6.85%
资产总计	388.18	662.06	70.56%	723.06	9.21%	796.08	10.10%
短期借款	58.50	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付账款	12.20	14.89	22.08%	16.97	13.96%	19.60	15.50%
预收款项	2.23	(1.64)	N/A	(6.08)	N/A	(11.24)	N/A
流动负债合计	79.40	19.25	-75.76%	17.09	-11.23%	15.02	-12.12%
非流动负债	71.41	75.51	5.74%	78.35	3.77%	81.96	4.60%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	237.36	567.30	139.00%	627.61	10.63%	699.10	11.39%
经营运资本	119.58	336.56	181.46%	325.42	-3.31%	426.59	31.09%
投入资本 IC	300.49	427.49	42.26%	522.99	22.34%	522.10	-0.17%
现金流量表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
净利润	36.48	55.48	52.10%	67.02	20.78%	79.43	18.52%
折旧摊销	11.39	0.00	N/A	43.83	N/A	46.23	5.48%
净营运资金增加	26.48	216.99	719.36%	(11.15)	N/A	101.18	N/A
经营活动现金流	26.80	74.54	178.08%	88.54	18.79%	98.41	11.14%
投资活动现金流	(30.79)	(146.07)	N/A	(118.09)	N/A	(20.09)	N/A
融资活动现金流	(5.68)	215.97	N/A	(5.64)	N/A	(5.93)	N/A
现金净增（减）	(9.66)	144.44	N/A	(35.18)	N/A	72.39	N/A

分析师简介

王立

南开大学电子信息科学学士，光学工程硕士，控制理论与控制工程博士，2009 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业研究。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。