

中信国安(000839)

多元化发展的新能源概念股

首次评级

可选消费/媒体

投资要点:

- **盐湖资源综合开发是公司业绩增长的动力之源。**公司对西台吉乃尔盐湖资源的开发初具规模,已经形成硫酸钾镁肥 30 万吨/年,氯化钾 10 万吨/年,碳酸锂 2 万吨/年的生产能力。而硼酸、镁砂和氢氧化镁等副产物的开发也处在规划之中。2008 年,青海国安共实现营收 5.14 亿元,同比增长 60.13%,实现净利润 2.56 亿元,同比增长 88.24%,盐湖资源的开发潜力巨大。
- **有线电视业务正在稳步推进。**公司正在积极推动各地有线电视项目的数字化转换工作。目前公司投资的有线电视项目所在行政区域入网用户总数已达 880 万户,较上年增长 11.8%,数字电视用户达到 400 万户,较上年增长 118.8%。2008 年,公司投资的有线电视合营公司共计实现营业收入 17.49 亿元,同比增长 27%;实现净利润 2.75 亿元,其中公司权益利润 1.18 亿元,同比增长 22%。预计未来几年公司有线电视业务的营收仍将稳步增长。
- **电池材料业务短期难以贡献太多利润,但发展前景广阔。**中信国安盟固利电源技术有限公司一直致力于钴酸锂、锰酸锂、三元素材料和镍酸锂等锂电池正极材料的研发与生产,在行业中处于领先地位。2008 年,盟固利共实现营收 5.14 亿元,同比增长 64.22%,实现净利润 1,625.97 万元,同比增长 82.53%。由于锰酸锂和三元素正极材料极有可能在动力锂电池领域得到大规模应用,公司电池材料业务的发展前景广阔。
- **风险:**盐湖资源开发的进度低于预期,化肥价格大幅波动。
- **投资评级:**根据我们的预测,公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益分别为 0.32 元、0.42 元和 0.57 元。根据 2008 年 4 月 10 日的收盘价 13.11 元,对应 40.96 倍,31.21 倍和 23 倍市盈率,暂给与公司“谨慎推荐”评级。

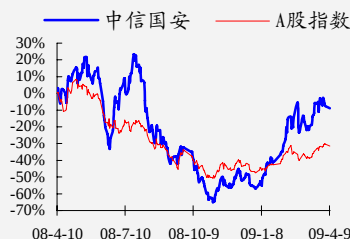
业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	190,514	10.38	35,587	9.41	0.23		56.12	
2008E	252,200	32.37	48,700	36.84	0.32			
2009E	305,800	21.26	64,300	32.03	0.42			
2010E	389,000	27.21	85,900	33.59	0.57			

谨慎推荐

2009 年 4 月 10 日

走势图



市场数据

2009-4-10

收盘价:	13.11 元
52 周最高价:	17.30 元
52 周最低价:	4.69 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q4

总股本 (万股):	156,000
流通 A 股 (万股):	156,000
每股收益 (元):	0.23
每股净资产 (元):	3.29
每股经营现金流 (元):	0.14
市净率:	3.89

分析师: 潘喜峰

TEL: (8621)6336 7000-268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

目 录

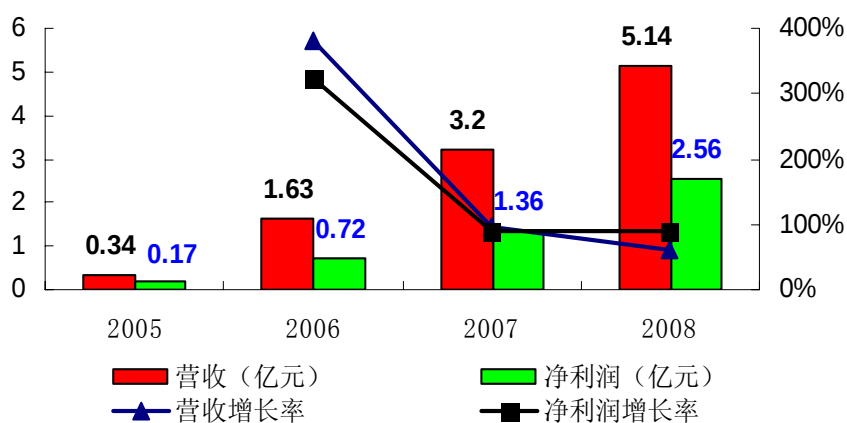
一、盐湖资源综合开发是公司业绩增长的动力之源	3
1.1 盐湖资源开发潜力巨大	3
1.2 化肥业务是盐湖综合开发的核心	3
1.3 碳酸锂业务仍处在开发期	5
1.3.1 碳酸锂行业具有寡头垄断特征	5
1.3.2 新能源汽车给行业带来新的发展机遇	5
1.3.3 短期内碳酸锂的供需仍将维持平衡	7
1.3.4 碳酸锂业务发展低于预期，但潜力巨大	7
二、有线电视业务正在稳步推进	8
三、电池材料业务短期难以贡献太多利润，但发展前景广阔	9
3.1 锂电池正极材料的生产和研发居与国内前列	9
3.2 短期还难以贡献太多利润	9
3.3 长期的发展前景广阔	9
四、房地产拖累公司业绩	10
五、公司的业绩预测和估值分析	10

一、盐湖资源综合开发是公司业绩增长的动力之源

1.1 盐湖资源开发潜力巨大

公司拥有青海西台吉乃尔盐湖的开采权,该盐湖经国土资源部矿产资源储量中心评审认定,液体储量折合氯化钾 3060 万吨,氯化锂 308 万吨,三氧化二硼 169 万吨、氯化镁 1.86 亿吨,开发潜力巨大。目前公司对西台吉乃尔盐湖资源的综合开发利用已经初具规模,进入收获期。2008 年,中信国安所属青海中信国安科技发展有限公司(以下简称“青海国安”)共实现营业收入 5.14 亿元,同比增长 60.13%,实现净利润 2.56 亿元,同比增长 88.24%。青海国安在营收只占上市公司总营收 26.98%的情况下,贡献了 72.11%的净利润。盐湖资源的开发已成公司盈利增长的动力之源。

图 1.1 青海国安近几年的营收、净利润和增长率 单位: 亿元



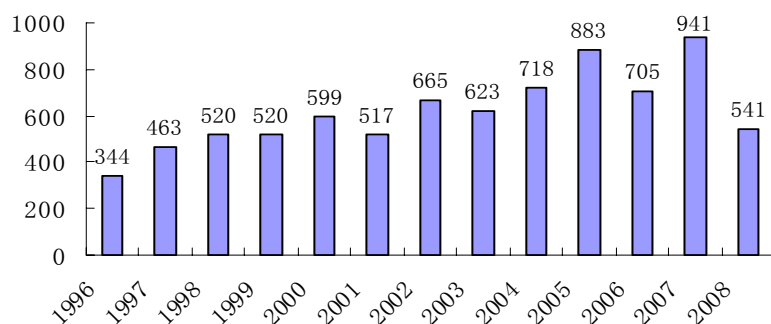
资料来源: 东北证券金融与产业研究所

1.2 化肥业务是盐湖综合开发的核心

由于我国的钾资源比较贫乏,已探明的工业储量只占世界的0.47%,我国每年均需从国外大量进口钾肥。2008年,在钾肥价格大幅上涨的情况下,我国的钾肥进口量仍然高达541万吨。2008年下半年,受国际大宗商品期货价格下跌影响,特别是石油价格的高位回落对生物化工原料作物的需求起到了抑制作用,化肥价格出现了冲高回落现象,钾肥价格也在达到历史高点后出现一定的回落调整走势。但随着近期国际大宗期货价格的回升,氯化钾的价格也重回4000 元/吨。2008 年年底国务院常务会议出台了六条保障化肥生产供应的政策措施,提出了适当控制磷肥、氮肥产能,加强钾肥资源勘探开发建设,合理有序增加钾肥生产,为钾肥产品的快速发展提供了良好的政策环境。作为进口依赖度较高的化肥品种,钾肥在国内市场的供需矛盾仍将继续存在。钾肥资源的稀缺性和国内的刚性需求仍将对2009年的钾肥价格起到支撑作用。

图 1.2 近几年我国的钾肥进口量

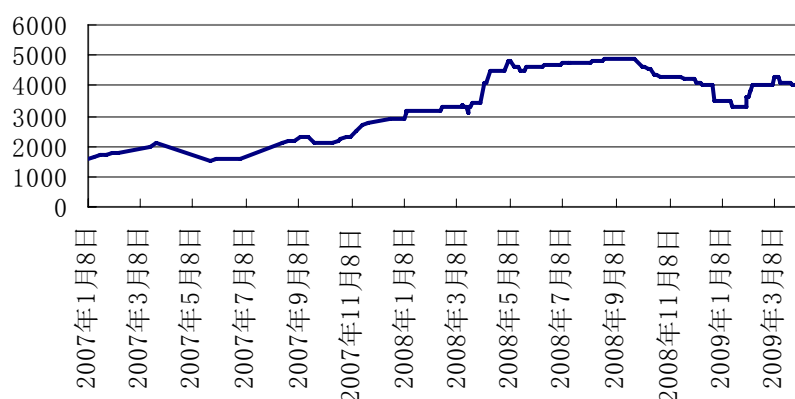
单位：万吨



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 1.3 近两年 KCL 的价格走势

单位：元/吨

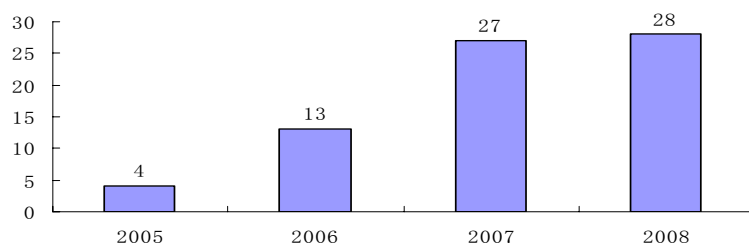


资料来源：化工在线、东北证券金融与产业研究所

近几年，青海国安的化肥产品发展较快，供不应求。公司是国内最大的硫酸钾镁肥生产商，产能已经达到了30万吨/年。2008年上半年，公司更是及时建成了10万吨/年的氯化钾生产线，并实现当年建设、当年投产和当年达产，获利颇丰。实际上青海国安的利润基本上都是化肥产品贡献的。2008年，由于原料的限制，公司为了确保氯化钾的生产而减少了硫酸钾镁肥的产量。目前，公司已经做好了扩产的准备。2009年，预计公司化肥的总产量将达到40万吨。化肥业务已经成了公司盐湖综合开发的重中之重。

图 1.4 近几年青海国安的化肥产量

单位：万吨



资料来源：东北证券金融与产业研究所

注：2008年以前均为硫酸钾镁肥；2008年的28万吨中包含9万吨氯化钾。

1.3 碳酸锂业务仍处在开发期

1.3.1 碳酸锂行业具有寡头垄断特征

由于世界上锂资源的分布极不平衡，碳酸锂行业具有很高的资源壁垒。而如何更经济地从盐湖卤水中提锂更是具有很大难度，因而行业又具有很高的技术壁垒。目前世界上 70% 的碳酸锂都是由智力的 SQM(产能 2.8 万吨/年)、美国的 FMC(产能 2.1 万吨/年)和德国 Chemetall(产能 1.5 万吨/年)等三大公司提供，行业具有明显的寡头垄断特征。我国的碳酸锂生产仍还以矿石提锂为主，成本较高，在 2 万元/吨以上。而以卤水提锂为主的中信国安和西藏矿业由于各自的问题，碳酸锂的产量都还远小于设计产能，其产品基本也还只是工业级碳酸锂，而不是纯度要求更高的电池级碳酸锂。短期内，我国仍需大量向国外进口电池级碳酸锂。

表 1 2007 年国外三个大公司碳酸锂的生产情况

企业	工艺	产量（吨）
智利 SOM	卤水提锂	27000
美国 FMC	卤水提锂	17000
Chemetall	卤水提锂	15000
总 计		59000

资料来源：东北证券金融与产业研究所

表 2 2007 年我国碳酸锂的生产情况

企业	工艺	产量（吨）
新疆锂盐厂	矿石提锂	3000
四川天齐锂业有限公司	矿石提锂	5500
四川尼科国润	矿石提锂	3000
四川阿坝锂业	矿石提锂	1000
四川吉祥锂业	矿石提锂	1000
白银扎不耶锂业	卤水提锂	1200
青海中信国安	卤水提锂	2000
总 计		16700

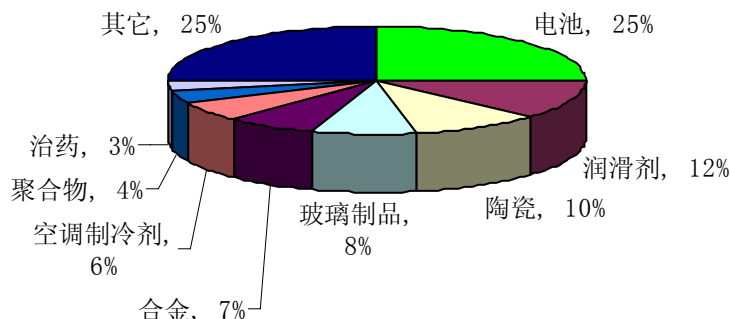
资料来源：亚洲金属网、东北证券金融与产业研究所

1.3.2 新能源汽车给行业带来新的发展机遇

碳酸锂是一种基础锂盐，大部分锂盐都是通过对其处理、化合而制得的。因此，其在锂工业中具有十分重要的地位。碳酸锂在电池、润滑剂、陶瓷、玻璃制品、合金冶炼和空调制冷剂等领域得到了广泛的应用。电池领域现在已经成为碳酸锂的最大下游。碳酸锂的其它下游基本上都是周期性比较强的行业，受经济危机的影响较大。受此影响，碳酸锂的价格在 2008 年 6 月份达到近几年的高点 6 万元/后逐步回落，并在 2008 年 11 月份降到最低点 3.5 万元/吨。目前，碳酸锂的价格已经回升到

4 万元/吨。预计随着市场信心的恢复，碳酸锂的价格将企稳。

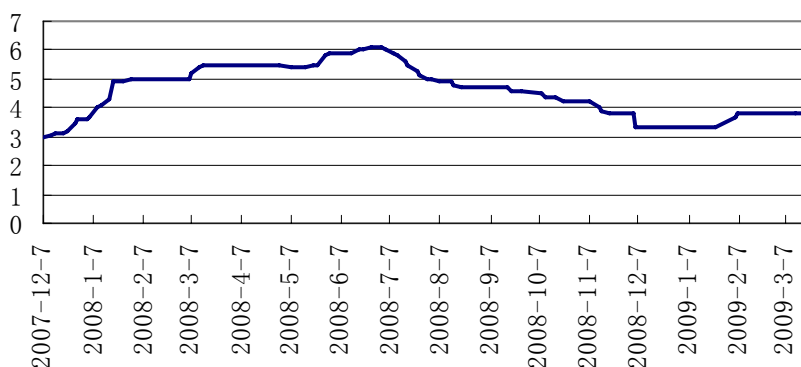
图 1.5 2007 年碳酸锂的市场划分



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 1.6 碳酸锂的价格曲线

单位：万元/吨



资料来源：东北证券金融与产业研究所

新能源汽车的推广给碳酸锂行业带来了新的机遇。如果未来锂电池新能源汽车如果能够大规模商业化，那么全球对碳酸锂的需求将有较大增长。以续航能力为 100 公里的 PHEV 为例，假设采用磷酸铁锂为正极材料，则每个电池能量包大约需要磷酸铁锂 92 公斤。1 克磷酸铁锂中的锂含量为 0.044 克。按照锂的化学剂量折算，制备 1 克磷酸铁锂理论上则需要 0.233 克碳酸锂。由此可以折算得到每个电池能量包需要碳酸锂 21.44 公斤。假设未来上述 PHEV 的市场能以 10 万辆每年的规模递增，则今后每年的碳酸锂新增需求只有 2144 吨左右，对碳酸锂的供需影响不大。但是如果上述 PHEV 的市场能以 100 万辆的规模递增，则每年碳酸锂的新增需求则将激增至 2.14 万吨，届时碳酸锂的供需平衡将被打破。

此外，由于小型锂动力电池在电动工具、电动自行车和灯具等领域对镍氢、镍镉和铅酸电池等其他二次电池的替代，以及锂电池在风电储能、太阳能储能等新兴领域的应用将会使碳酸锂的需求更大。长期来看，碳酸锂行业必将迎来大发展时期。

1.3.3 短期内碳酸锂的供需仍将维持平衡

目前，世界三大碳酸锂生产商均有扩产计划。其中，SQM 计划将产能由 2.8 万吨/年扩产到 4 万吨/年，FMC 计划将产能由 2.1 万吨/年扩产到 2.5 万吨/年，Chemetall 计划将产能从 1.8 万吨/年扩产到 3 万吨/年。如果上述公司达产，则新增碳酸锂产能 2.8 万吨/年。我国的西藏矿业碳酸锂一期设计产能为 5000 万吨，中信国安设计产能为 2 万吨/年，西部矿业和盐湖集团也分别在建设 1 万吨/年的生产线。如果上述公司也全部达产，则我国仅从盐湖卤水中提取的碳酸锂的产能规模就将达到 4.5 万吨/年。从设计产能上看，如果新能源汽车不能大规模商业化，碳酸锂的供给将远大于需求，面临大幅降价的危险。但从实际情况来看，三大碳酸锂生产商的产能还处在扩建阶段，短期内还难以释放。同时由于电池级碳酸锂基本被它们垄断，仍处在 4 万元/吨左右的高位，而其成本却基本在 1.2 万元/吨左右，为了维持垄断高价，即使新增产线建成，它们也要根据市场情况来释放产能。

国内卤水提锂制备碳酸锂的设计总产能虽然达到了 4 万吨/年，但实际产量却与之相去甚远，还不到 4000 吨。这其中关键的原因在于盐湖卤水提锂具有很高的技术壁垒，其关键技术仍只被国外的几家大公司掌握。国内几家公司的生产线还达不到预期效果。其主要原因应该在于它们的提锂技术和工艺还需要完善。同时由于我国的盐湖处在青海和西藏等高原地区，能源、淡水、交通以及水文气候的变化都给碳酸锂的生产带来不小的难度。因此，我们判断国内碳酸锂产能的集中释放还尚需时日。即使碳酸锂价格下降较大，那么也将是国内的 1.35 万吨矿石法碳酸锂（其成本在 2 万元/吨以上）先被淘汰出局。而中信国安和西藏矿业等公司谁能率先获得突破，谁就仍有可能获得丰厚的收益。

1.3.4 碳酸锂业务发展低于预期，但潜力巨大

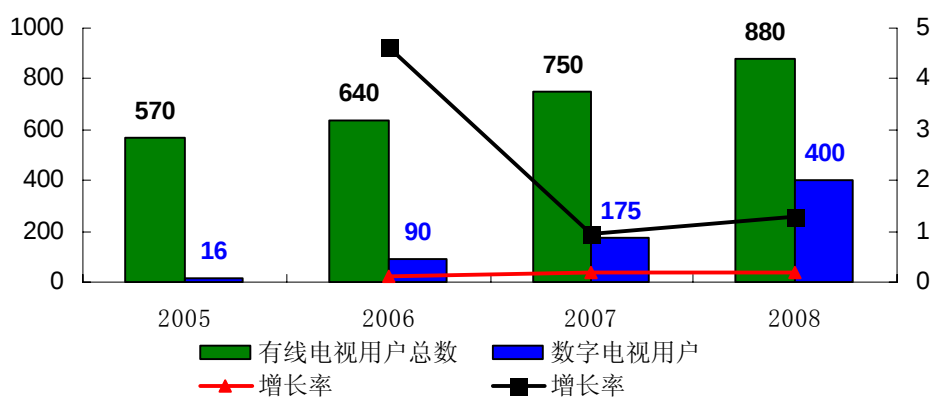
公司的碳酸锂项目是盐湖综合开发的看点之一，也是资本市场关注的热点。目前该项目的发展速度低于预期。虽然已经建成了 2 万吨/年的碳酸锂生产能力，但是公司近两年的实际产量均只有 2000 吨左右。据公司介绍，青海国安已经修建了电厂和水库，解决了能源和淡水的问题。而 315 国道改经东、西台盐湖和柳格铁路的建成又使交通运输的瓶颈也基本解决。碳酸锂产品之所以还没有放量，主要是因为公司想寻求更为经济的生产方式和考虑到当前经济形势对碳酸锂行业需求的不利影响。由于碳酸锂没能大量生产，所以硼酸、镁砂、氢氧化镁和氧化镁等相关副产物的开发利用也难以大规模开展。

2009 年，公司碳酸锂产能的释放仍然存在较大的不确定性。但可以肯定的是，一旦碳酸锂产量大增，镁砂、氢氧化镁等相关副产物的开发也将随即启动。届时，公司的产品由于成本被互相摊薄，竞争力必将大幅增强，而公司的业绩也必将因此而大幅增长。

二、有线电视业务正在稳步推进

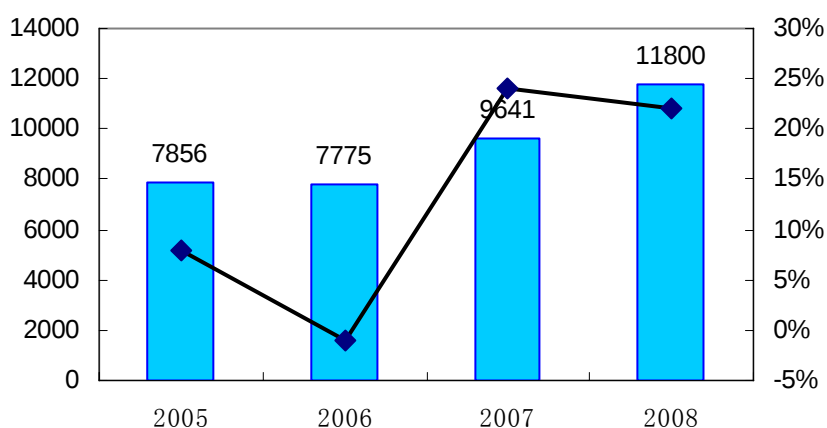
近几年，公司有线电视业务得到了较快发展，数字化整体转换工作成效显著。公司投资的有线电视项目所在行政区域的入网用户总数已经达到880 万户，较上年增长了11.8%。公司数字电视用户达到了400 万户，较上年增长了118.8%。2008年，公司投资的有线电视合营公司共计实现营业收入17.49 亿元，较上年同期增长27%；实现净利润2.75 亿元，其中公司权益利润1.18 亿元，较上年同期增长22%。而从近几年的数据上看，公司有线电视入网用户数在逐年稳步增加，数字电视的用户数则快速增长。未来几年将是有线电视用户向数字电视转化的关键时期，随着有线电视业务的稳步推进，以及ARPU值的增长，公司有线电视业务的营收仍将稳步增长。

图 2.1 有线电视入网用户数、数字电视用户数和增长率 单位：万户



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图 2.2 近几年公司有线电视业务权益利润和增长率 单位：万元



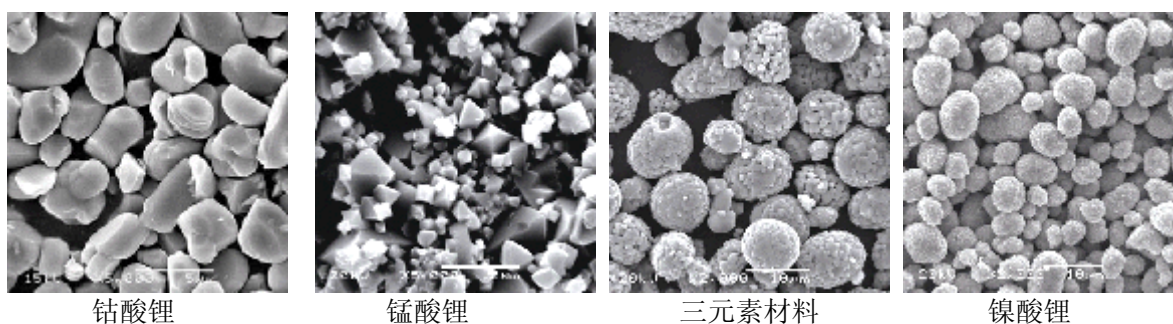
资料来源：东北证券金融与产业研究所

三、电池材料业务短期难以贡献太多利润，但发展前景广阔

3.1 锂电池正极材料的生产和研发居与国内前列

公司所属中信国安盟固利电源技术有限公司（以下简称“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，是北京市高新技术企业。盟固利公司是最先打破国外钴酸锂产品对中国市场长期垄断的企业。同时公司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。公司已经具备了工业化生产锰酸锂电池正极材料的能力。目前，该产品已被成功地应用于纯电动汽车的动力电池领域中。

图 3.1 盟固利正极材料产品



资料来源：盟固利电源技术有限公司

3.2 短期还难以贡献太多利润

2008 年，盟固利公司实现营业收入 5.14 亿元，较上年增长 64.22%，实现净利润 1,625.97 万元，同比增长 82.53%。锂电池正极材料相关产品的营收虽然大幅增长，但其净利润率只有 3.11%，对业绩的影响有限。目前，锂离子电池行业已经过了爆发式增长时期，其在手机和手提电脑等两大市场的应用均受到经济危机影响。再加上激烈的市场竞争，整个锂电池行业的利润率都不是很高。因此，短期内盟固利还不能对公司业绩的提升带来太大贡献。

3.3 长期的发展前景广阔

目前，动力锂离子电池正极材料呈现出多元化发展的趋势。磷酸铁锂正极材料是现在最为热门的锂动力电池正极材料。而三元素材料和锰酸锂材料也是重要的发展方向。磷酸铁锂材料的单价现在为 18-20 万元/吨，但是电池成本高达 2.3 美元/安时，就目前来看也并不便宜。中信国安盟固利动力科技有限公司（归中信国安集团公司所有）在世界上率先推出的以尖晶石锰酸锂为正极材料的大容量锂离子动力二次电池被列入国家“863”计划重大项目，并在北京 2008 奥运会期间被确定为清洁

环保电动公交车（共 50 辆）的指定专用产品。而电池上所用的锰酸锂正极材料则全部由中信国安盟固利电源技术有限公司提供。

在整个锂电池的产业链上，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 30% 以上。锂电池正极材料行业由于对技术、资金和经验积累的要求都比较高，所以集中度也比较高。目前，国内大的正极材料生产商只有盟固利、湖南杉杉、湖南瑞祥、深圳贝瑞特和深圳天骄等几家公司。未来如果锂电池在新能源汽车、太阳能储能和风电储能等新兴领域得到大规模应用，正极材料的供求平衡无疑将会被打破，对相关生产商来说也无疑将迎来新的发展机会。由于中信国安盟固利在原材料碳酸锂上具有的优势是其它几家正极材料生产商所不具备的，因此未来盟固利公司的发展前景更加看好。

四、房地产拖累公司业绩

在房地产业务方面，由于宏观经济形势的影响，消费者对房价下降的预期和宏观经济的不确定性等多重因素致使房地产行业遭遇较大的调整，国内房地产行业经营形势严峻。受此影响，公司所属大通房地产开发有限公司房地产业务已处于严重亏损状态，成为公司业绩增长的拖累。预计 2009 年，公司房地产业务仍难以有大的起色。

五、公司的业绩预测和估值分析

主要假设：

- 1/公司硫酸钾镁肥和氯化钾的产量逐年稳步增加，钾肥价格逐年小幅回落。
- 2//碳酸锂产量逐年增加，碳酸锂价格逐年小幅回落。
- 3/有线电视业务的收入稳定增加。
- 4/电池材料业务的净利润率逐年增加。
- 5/房地产业务在 2010 年开始扭亏为盈。

表 3 盐湖资源开发业绩预测

	2008	2009E	2010E	2011E
硫酸钾镁肥				
产量(万吨)		18	20	25
单价(万元)		0.19	0.17	0.16
营收(亿元)		3.42	3.4	4
氯化钾				
产量(万吨)		14	18	24
单价(万元)		0.35	0.33	0.3
营收(亿元)		4.9	5.94	7.2
碳酸锂				
产量(万吨)		0.3	0.6	0.9
单价(万元)		3.8	3.5	3.3

营收(亿元)	1.14	2.1	2.97
总营收(亿元)	9.46	11.44	14.17
净利润率	47%	45%	44%
净利润(亿元)	4.45	5.15	6.23
EPS(元)	0.29	0.34	0.41

表 4 信息及服务业业绩预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营收增长率	0.07%	10%	15%	20%
营收(亿元)	8.16	8.98	10.32	12.39
净利润率		5%	7%	10%
净利润(亿元)		0.45	0.72	1.24
EPS(元)		0.03	0.05	0.08

表 5 电池材料业绩预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营收增长率	82.53%	20%	30%	40%
营收(亿元)	5.14	6.17	8.02	11.23
净利润率		4%	6%	8%
净利润(亿元)		0.25	0.48	0.90
EPS(元)		0.02	0.03	0.06

表 6 房地产和物业管理业务业绩预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营收增长率	-74.09%	-10%	30%	40%
营收(亿元)	0.68	0.61	0.80	1.11
净利润率		-45%	10%	20%
净利润(亿元)		-0.28	0.08	0.22
EPS(元)		-0.02	0.01	0.01

表 7 中信国安的主要财务数据预测

	2008	2009E	2010E	2011E
总营收(亿元)	19.05	25.22	30.58	38.90
增长率		32.37%	21.26%	27.21%
净利润(亿元)		4.87	6.43	8.59
EPS		0.32	0.42	0.57

根据我们的预测,公司 2009 年、2010 年和 2011 年的每股收益分别为 0.32 元、0.42 元和 0.57 元。根据 2008 年 4 月 10 日的收盘价 13.11 元,对应 40.96 倍, 31.21 倍和 23 倍市盈率,公司的估值现在有所偏高。考虑到公司盐湖资源的开发有可能超预期发展以及公司在锂电池正极材料领域的潜力,暂给与公司“谨慎推荐”评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209