

进军盐湖资源开发

——收购西藏地区特大型盐湖资源

报告关键点:

- 龙木错盐湖属特大型盐湖,碳酸锂储量达189万吨,与西藏矿业扎布耶盐湖相当;
- 圣拓矿业尚有一未完善矿权的盐湖资源,有望进一步增加本次收购价值;
- 我们认为西藏城投每股价值为27.6元(盐湖资源17.1元+房地产业务10.5元);
- 给予“增持-A”评级。

报告摘要:

- 西藏城投通过获得阿里圣拓矿业41%股权,从而控制了龙木错盐湖。该盐湖仅地表卤水就拥有氯化锂资源219万吨(折碳酸锂189万吨),属特大型盐湖,储量与西藏矿业的扎布耶盐湖相当。该盐湖还拥有氯化钾1,859万吨、氧化硼170万吨等宝贵资源。另外,圣拓矿业旗下还有一个尚待完善矿权的盐湖资源有待确认,有望进一步增加本次收购的价值。
- 比较近年来中信国安、西藏矿业等国内主要盐湖资源的转让价格,可发现本次收购价格较为低廉,单位碳酸锂收购成本仅为中信国安收购价的44%。我们认为,龙木错盐湖综合利用项目的经济设计产能至少应为:碳酸锂2万吨、氯化钾20万吨、硼酸3万吨,相当于服务年限为36年。我们预计,达产后项目有望年均实现净利润8亿元。考虑到龙木错盐湖资源的特殊性以及锂行业的长期发展前景,我们认为该资源的价值约为240亿元;折合每股价值17.1元。
- 西藏城投作为上海市闸北区国资委控股的房地产企业,是闸北区最大的房地产开发企业之一。公司在旧区改造、配套商品房、普通商品房和保障性住房开发等领域的资源优势明显。考虑项目的开发进度和销售前景,我们预测未来三年(2011~2013年)公司房地产业务的净利润年均复合增长率超过80%。我们对房地产业务的每股价值估算为10.5元。
- 综合考虑公司盐湖资源和房地产业务后,我们得出西藏城投每股价值为27.6元。如果圣拓矿业持有的未完善盐湖资源能够尽快确认,还有望进一步增加公司的长期投资价值。我们给予“增持-A”投资评级。
- 主要风险包括:1)龙木错盐湖所在地区的自然环境较为恶劣,拟采用的生产工艺及方案尚未有大规模商业生产的案例。西藏城投对矿产资源开发、管理的经验相对不足,存在一定的生产经营和管理风险;2)如果锂在动力电池和储能等新兴领域应用的增长速度低于我们预测,或者碳酸锂产能扩张的速度快于预期,则碳酸锂价格走势可能会低于预期。

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

27.60 元

期限: 6个月 上次预测:

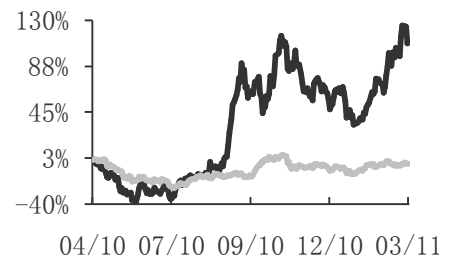
现价(2011年04月01日): 23.20 元

报告日期:

2011-04-06

总市值(百万元)	13,983.87
流通市值(百万元)	4,683.05
总股本(百万股)	575.70
流通股本(百万股)	192.80
12个月最低/最高	6.75/27.40 元
十大流通股东(%)	11.99%
股东户数	46,383

12个月股价表现



— 西藏城投 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	21.55	28.20	113.35
绝对收益	22.06	32.29	110.67

衡昆

 021-68766182
 执业证书编号

徐胜利

 010-66581636
 执业证书编号

首席行业分析师

 hengkun@essence.com.cn
 S1450511020004

行业分析师

 xusl@essence.com.cn
 S1450511020008

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	439.4	864.7	1,215.4	2,166.6	3,482.0
Growth(%)	1199.0%	96.8%	40.6%	78.3%	60.7%
净利润	77.3	115.2	286.4	450.0	752.7
Growth(%)	-371.1%	49.1%	148.5%	57.1%	67.3%
毛利率(%)	47.3%	38.6%	51.5%	46.4%	48.0%
净利率(%)	17.6%	13.3%	23.6%	20.8%	21.6%
每股收益(元)	0.13	0.20	0.50	0.78	1.31
每股净资产(元)	1.41	1.62	2.17	3.06	4.47
市盈率	164.4	110.3	44.4	28.2	16.9
市净率	15.6	13.6	10.2	7.2	4.9
净资产收益率(%)	9.3%	12.0%	25.3%	29.0%	31.6%
ROIC(%)	-775.4%	61.5%	9.0%	9.7%	12.9%
EV/EBITDA	98.9	83.3	39.0	24.4	15.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

《新材料产业系列报告之锂行业: 大风起兮云飞扬》

2010-9-10

1. 收购圣拓矿业股权，进军盐湖资源开发

2010年11月21日，西藏城投发布公告，通过股权转让和增资扩股的方式获得西藏阿里圣拓矿业有限责任公司41%的股权。此次交易项下合作价款总计为人民币2.7亿元。其中：（1）1.2亿元用于西藏城投和上海北方企业（集团）向转让方支付股权转让价款。其中的40%股权转让价款支付时间与盐田建设相匹配，所有价款最晚应于2012年6月30日支付完毕；2）1.5亿元用于西藏城投和上海北方企业（集团）向阿里圣拓增资。

表1：本次股权转让前后西藏阿里圣拓矿业股权比例

序号	股东名称	转让前		转让后	
		持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
1	西藏金泰工贸有限责任公司	16,900,000	76.82%	12,978,151	39.00%
2	孙建义	5,100,000	23.18%		
3	西藏城市发展投资股份有限公司		0.00%	13,643,698	41.00%
4	上海北方企业（集团）有限公司			6,655,462	20.00%
	总计	22,000,000	100.00%	33,277,311	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

上海市闸北区国资委是西藏城投的控股股东。而参与本次交易的上海北方企业（集团）则是上海市住房保障与房屋管理局下属的全资国有企业。

上海北方企业（集团）系上海市住房保障与房屋管理局下属的全资国有企业。由于西藏城投董事长兼法定代表人朱贤麟，任北方集团董事长兼法定代表人，西藏城投董事曾云，任北方集团董事，因此上海北方企业（集团）和西藏城投构成关联关系。

表2：西藏城投的股东构成

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	上海市闸北区国有资产监督管理委员会	346,841,655	60.25%
2	南京长恒实业有限公司	36,066,012	6.26%
3	社会公众股	192,797,331	33.49%
	总计	575,704,998	100.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

龙木错盐湖是全球最新发现的锂资源储量超过百万吨级特大盐湖之一，仅地表卤水就拥有氯化锂资源219万吨（折合碳酸锂189万吨）。

圣拓矿业持有位于西藏阿里地区日土县松西区龙木错盐湖矿区的《采矿许可证》（证号：5425000710014）。龙木错盐湖矿区位于西藏阿里地区日土县北东30°方向，直距350公里处，隶属于阿里地区日土县东汝乡松西村管辖。龙木错盐湖矿床为液体矿，卤水化学类型为氯化物（Cl-Na·Mg）型。地表卤水面积为100.91平方公里，湖水最大水深接近70米，平均深27.09米，地表卤水体积约27.33亿立方米。龙木错盐湖地表卤水的主要矿物组分为硼，共生矿物组分为锂、钠和钾，其平均品位和控制内蕴资源量（332）见下表。

表3：龙木错盐湖卤水构成及资源量

主要指标	单位	B2O3	LiCl	NaCl	KCl
地表卤水面积	平方公里	100.91			
地表卤水体积	万立方米	273,359			
卤水品位	mg/L	620.23	793.66	87,050	6,802
资源量	万吨	169.55	216.95	23,796	1,859

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

龙木错盐湖仅地表卤水就拥有氯化锂资源219万吨（折合碳酸锂189万吨），是全球最新发现的锂资源储量超过百万吨级特大盐湖之一，储量与西藏矿业（000762）旗下的扎布耶盐湖（可开采碳酸锂储量184万吨）相当。另外，龙木错盐湖还拥有氯化钾1,859万吨、氧化硼170万吨等宝贵资源。

龙木错盐湖为封闭内流盆地，湖盆东岸有地表河水流入，附近地下泉水发育，对盐湖有重要补给作用。该湖西部狭窄东部开阔，形如头朝西底朝东的宝葫芦状。湖区西南约 2 公里处有新藏公路（219 国道）经过，盐湖位于区府所在地附近，交通比较便利。

图 1：龙木错盐湖周边环境图



数据来源：Google 地图 安信证券研究中心

2. 收购价格存在低估

由于矿区位于人烟稀少的高原地区，海拔在 5,000 米左右，加上卤水属硫酸镁亚型卤水，因此龙木错盐湖的开发利用技术比氯化物型卤水复杂。目前，项目区已完成盐湖卤水不同温度下的蒸发路线研究试验，蒸发析出的钾镁混盐和光卤石矿采用选矿生产工艺能较方便地生产出氯化钾产品。但老卤中硼酸、溴素的提取，以及老卤中碳酸锂产品的生产等工艺，都需要进一步的进行相关的工艺试验与方法比选，才能确定适合当地条件的生产方法。

根据北京汇贤达评估咨询有限公司出具的《采矿权评估报告书》，圣拓矿业持有的龙木错盐湖矿区采矿权评估价值为 29,768 万元人民币。而本次转让圣拓矿业股权，对圣拓矿业资产的实际交易价格为 2.93 亿元。

为更好地了解本次采矿权的评估价值，我们比较了近年来国内主要盐湖资源的转让价格，这包括：

- 1) 2006 年 5 月，中信国安（000839）收购国安集团所持青海国安 46.5% 的股权，以青海国安截至 2005 年 12 月 31 日经评估的净资产值为计价基础确定的收购价格为 49,667.92 万元。收购完成后，公司持有青海国安股权的比例由原来的 51% 增至 97.5%。其中，无形资产评估值为 98,975 万元（包括土地使用权 3,837 万元）。
- 2) 2010 年 9 月，比亚迪股份有限公司和西藏金浩投资有限公司受让了西藏日喀则扎布耶锂业高科技有限公司 22% 的股权，转让价格为人民币 24,596 万元。其中，至 2010 年 6 月底，扎布耶锂业归属于母公司的股东权益为 17,968 万元。

表 4：近年来国内主要盐湖资源转让价格比较

	单位	西藏城投	西藏矿业	青海国安
交易时间		2010 年 10 月	2010 年 9 月	2006 年 5 月
所属盐湖		龙木错盐湖	扎布耶盐湖	西台吉乃尔盐湖
采矿权交易作价	亿元	2.93	9.38	9.51
每吨碳酸锂价格	元/吨	154.86	509.68	355.22
可开采碳酸锂储量	万吨	189	184	268
镁锂比		85:1	0.01:1	90:1
其它资源		氯化钾 1,859 万吨、 氧化硼 170 万吨	氯化钾 1,618 万吨、 氧化硼 1,158 万吨	氯化钾 2,600 万吨、氧化硼 163 万吨、氯化镁 18,597 万吨

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

比较后发现，西藏城投的本次收购价格仅为可比的 2006 年中信国安收购西台吉乃尔盐湖时价格的 44%。预可研中设计的生产规模较小是重要原因。

西藏矿业的扎布耶盐湖是全球镁锂比最低的优质盐湖，提取工艺简单。而西藏城投本次收购的龙木错盐湖无论从锂、钾、硼等资源量，还是从镁锂比指标看，和中信国安的西台吉乃尔盐湖均具有可比性。但龙木错盐湖的单位碳酸锂资源收购价格不到 155 元/吨，仅为中信国安收购西台吉乃尔盐湖股权时价格的 44%。

我们注意到，龙木错采矿许可证上载明的生产规模为 1.00 万吨/年，于 2007 年 6 月取得采矿权；但矿山基建工作刚刚开始。项目预可研的年生产能力为原卤水量 1,126 万吨（1,024 万立方米），年产氯化钾 2 万吨、碳酸锂 2,000 吨、硼酸 3,500 吨；项目总投资 1.57 亿元，建设期为 18 个月。从评估的结果看，项目单位总成本费用仅 2,481 元/吨产品，达产后年均实现净利润 5,347 万元；具有较好的盈利前景。

但从公布的预可研报告看，龙木错盐湖的服务年限长达 181 年。根据《矿业权评估参数确定指导意见》，矿山服务年限不超过 30 年的，将矿山服务年限作为评估计算的服务年限；矿山服务年限长于 30 年的，评估计算的矿山服务年限确定为 30 年。因此，预可研中设计的生产规模较小是采矿权作价较低的重要原因之一。

我们认为，为更好地开发龙木错的盐湖资源，未来项目的经济设计产能至少应为：碳酸锂 2 万吨、氯化钾 20 万吨、硼酸 3 万吨；相当于评估所依据产能的 10 倍。即使如此，龙木错盐湖的服务年限也长达 36 年。我们预计，如果能够顺利达产，项目有望实现年均净利润约 8 亿元。

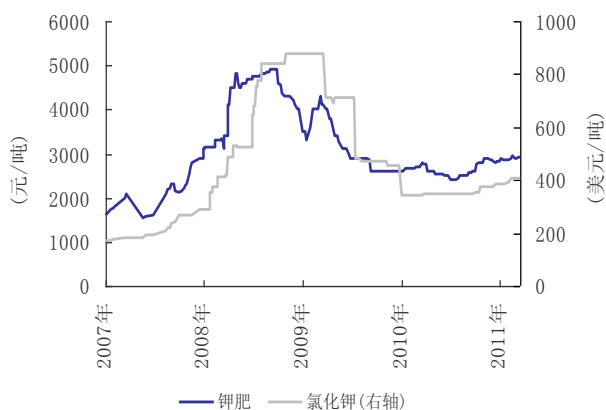
表 5：全球主要盐湖提锂工艺比较

盐湖名称	所在地	拥有者	生产工艺
西尔斯湖	美国		溶剂萃取法
大盐湖	美国		蒸发沉淀法
阿塔卡玛	智利	SQM、Chemetal	蒸发沉淀法
扎布耶	中国	西藏矿业	蒸发沉淀法
察尔汗	中国	蓝科锂业	吸附法
西台吉乃尔	中国	中信国安	煅烧法
东台吉乃尔	中国	青海锂业	溶剂萃取法
龙木错	中国	圣拓矿业	溶剂萃取法

数据来源：安信证券研究中心整理

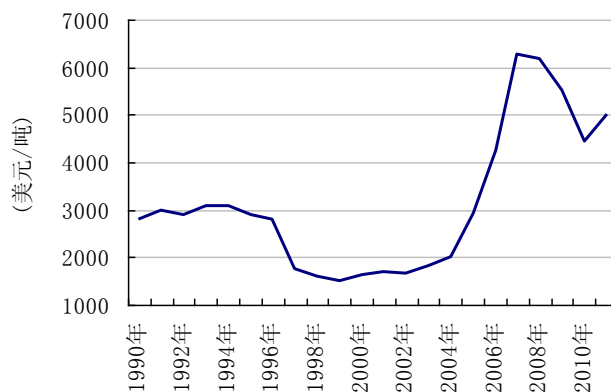
考虑到龙木错盐湖资源的特殊性以及未来锂行业的长期消费前景，我们认为该资源的价值约为 240 亿元，相当于项目达产后 30 倍的市盈率。按照西藏城投持有圣拓矿业 41% 股权计算，约合每股价值 17.1 元。

图 2：国内钾肥和进口氯化钾价格



数据来源：中国化工网，安信证券研究中心

图 3：国际碳酸锂价格（年度均价）



数据来源：SQM，安信证券研究中心

另外，除了龙木错盐湖采矿权外，圣拓矿业还持有尚不完善矿权的盐湖资源，因矿权是否完善存在风险，因此没有作为本次交易的内容。待不完善的矿权完善后，另行协商确认不完善矿权的交易价格及方式。

根据 2011 年 3 月 24 日的公告，西藏城投、北方企业（集团）已与圣拓矿业的出让方达成协议，待盐湖矿区 B 权属明确和完善后，以现金支付补偿对价，具体以盐湖经批复的储量核实报告确认的地表卤水碳酸锂控制内蕴资源量（不低于 332 标准）确定。具体为：

- 1) 碳酸锂地表卤水控制内蕴资源量小于 40 万吨，不支付对价；
- 2) 碳酸锂地表卤水控制内蕴资源量等于 40 万吨，支付对价 5,000 万元；
- 3) 碳酸锂地表卤水控制内蕴资源量大于 40 万吨，支付对价以 5,000 万为基础，碳酸锂地表卤水控制内蕴资源量每增加 1 万吨，支付对价增加 1,282,051 元；
- 4) 碳酸锂地表卤水控制内蕴资源量达到 79 万吨，支付对价合计不超过 1 亿元，高于 79 万吨的部分不再计价。

我们认为，如果以上盐湖矿权能够尽快确认，有望进一步提高公司的长期投资价值。

除龙木错外，圣拓矿业还持有尚不完善矿权的盐湖。如果这一矿权能够尽快确认，并且交易价格合理，有望提高公司的长期投资价值。

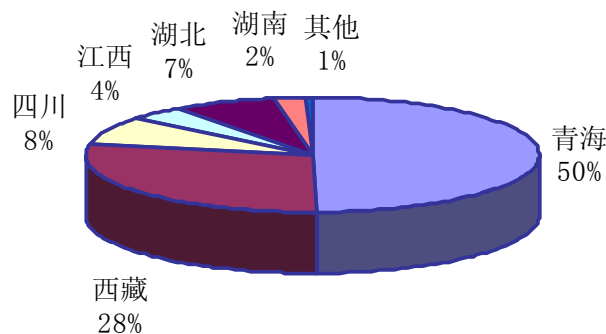
3. 前途无量的西藏盐湖矿产业

2010年9月22日，中国工程院院士、中国地质科学院盐湖中心主任、国际盐湖学会副主席郑绵平院士表示，在西藏的藏北地区存在面积很大的盐湖，而且近一半是特种盐湖。比较而言，西藏盐湖的矿产品位比青海盐湖还要高，稀有元素更多。并认为未来西藏盐湖产业前途无量。郑绵平院士是中国盐湖及其矿业的基础人和开拓者之一。

目前，青海的察尔汗盐湖是中国最大的钾肥工业生产基地；钾盐产品年产量超过200万吨。郑绵平在对同属青藏高原的青海和西藏两地盐湖产业进行比较时说，两地盐湖各有千秋，青海盐湖规模较大，但是矿产品位没有西藏盐湖高，西藏盐湖累计面积也很大，但西藏盐湖中的稀有元素比青海盐湖高。

图4：中国锂资源储量分布(2008年)

中国锂资源主要集中在青海和西藏。



数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心

在对地球上的盐湖进行比较后，郑绵平认为，中国青藏高原得天独厚，除有地球上常有产出的膏盐、芒硝、镁盐、碱类“普通盐湖”外，还有盛产锂、硼、钾、铯、铷、锶、溴等稀碱金属和非金属的“特种盐湖”。在青藏高原已查的350个盐湖和咸水湖中，有近二分之一特种盐湖。

对此，郑绵平提议，在青藏高原建设大规模、多样性和综合性的环保型“大盐湖产业”。以钾锂为龙头，带动其他硼酸盐等盐类资源的综合开发和深加工产业发展。

以西藏城投本次收购龙木错盐湖所在地阿里地区为例，阿里地区的盐湖占整个西藏的一半以上，盐湖中液态锂矿资源非常丰富，据区域矿产调查等成果达到国家工业品位的有9个盐湖，预测其潜在资源量达大型规模的有1处（改则县仓木错），中型5处（日土县结则茶卡、热帮错，革吉县扎仓茶卡、聂尔错，改则县洞错、那果错），小型1处。

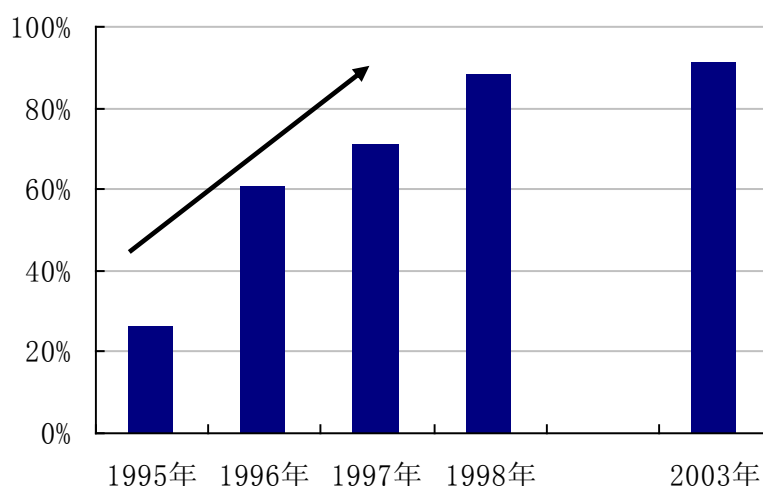
4. 盐湖提锂技术的成熟带来资源空前释放

矿石提锂的历史久远，技术成熟。目前已知的含锂矿物有 150 多种，其中具有工业开采价值有锂辉石、锂云母、透锂长石、磷锂石和氟铁锂云母。20 世纪 70 年代，锂辉石开始替代锂云母并成为最主要的锂的开采利用对象。

其中，澳大利亚 Talison 公司是全球最大的锂矿物供应商，其开发的 Greenbushes 锂辉石矿床是全球大型钽铁矿床，提供了全球 60% 的锂辉石精矿。同时，中国是全球唯一大批量使用锂辉石生产碳酸锂的国家，主要生产企业包括天齐锂业、新疆昊鑫锂盐厂、四川阿坝广盛锂业、四川尼科国润等。

另一方面，盐湖中的锂资源丰富，且富含钾、镁、硼等金属。随着工艺的成熟，盐湖提锂的成本大大降低。1996 年起，盐湖卤水提锂逐步成为全球锂工业的主导。1995 年时，全球卤水提锂仅占全部锂资源利用的 26.0%。至 2003 年，这一比例已上升到 90% 以上。目前，全球三大锂产品巨头 SQM、FMC 和 Chemetall 均采用卤水提取的生产方式。

图 5：全部锂产品中来自卤水提锂的比例



数据来源：SQM，安信证券研究中心

美国塞浦路斯富特公司率先到南美洲开发卤水锂资源，于 1984 年在智利阿塔卡玛盐湖成功建起了产能为 8,600 吨的碳酸锂厂，1990 年又将产能扩大到 11,800 吨，从而使生产成本大幅下降，比其锂辉石提锂成本下降 62%。1996 年，全球最大的锂盐生产企业美国 FMC 公司利用翁布雷穆埃尔托盐湖的卤水，在阿根廷建立了一座产能 1.8 万吨的碳酸锂生产厂，并于 1997 年关闭了在美国贝塞城经营了几十年的锂辉石采选冶炼企业。该公司采用了比富特公司更先进的一步萃取法提锂工艺，其卤水提锂成本比富特公司更低。

智利 SQM 公司一改美国两大公司开发卤水锂资源的策略，把开发的基点不放在锂上，而是放在综合利用上。即把钾碱(KCl)作为卤水提取的主产品，把碳酸锂作副产品，同时回收卤水中的硼。该公司首先从阿塔卡玛盐湖卤水中提取钾碱，于 1995 年建成了年产 80 万吨的钾碱生产厂；然后从提取钾碱的卤水中提取碳酸锂，于 1996 年底建成了年产能力 1.8 万吨的碳酸锂生产厂，1998 年进一步扩大到 2.2 万吨。这样，SQM 获得了竞争优势，以至少低于美国 30% 的价格在世界市场上倾销碳酸锂产品，导致富特公司倒闭，FMC 公司也宣布暂停卤水提锂生产，结束了美国长达半个世纪在世界锂

工业界的垄断地位，SQM 则一跃成为全球最大的锂盐生产商。

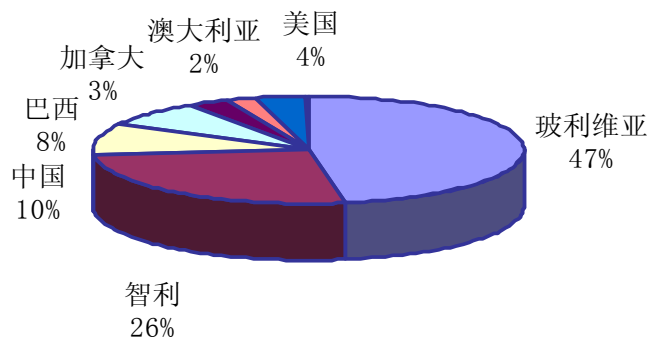
因此，盐湖提锂技术的采用改变了全球锂行业的竞争格局。一方面，大量以锂矿为原料提锂的企业纷纷关闭，澳大利亚、俄罗斯、加拿大、津巴布韦等硬岩型锂资源大国逐步退出国际锂资源和锂盐供应市场，美国的锂资源市场影响力逐步降低；另一方面，玻利维亚、智利、阿根廷、中国等逐渐成为全球锂资源和生产大国。

5. 全球锂行业正迎来历史性的发展机遇

在我们 2010 年 9 月份的行业深度报告《大风起兮云飞扬 ----- 新材料产业系列报告之锂行业》(2010 年 9 月 10 日)中，我们认为，随着锂在动力电池和储能等新兴领域应用的快速增长，锂动力电池有望成为锂消费的最大领域；全球锂行业正迎来历史性的发展机遇。

全球锂资源高主要集中在玻利维亚、智利、阿根廷、中国、澳大利亚、美国等少数国家手中，并以盐湖资源为主。随着盐湖提锂技术的成熟，盐湖卤水已取代矿石成为碳酸锂生产的最主要原料来源，约占全部产量的 90%。对盐湖卤水的利用也大大增加了全球锂资源的总量。即使在乐观的假设下，2020 年全球碳酸锂消费在现有基础上增长三倍至 30 万吨，现有锂资源也足够消耗 100 年的时间。

图 6：全球锂资源储量分布(2008 年)



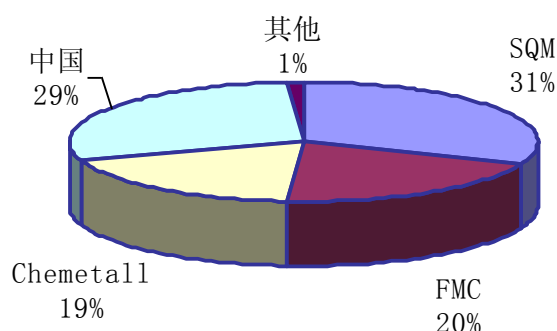
全球锂资源主要集中在南、北美洲和中国。

数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心

目前，全球在建和拟建中的碳酸锂产能较多，至 2013 年可望增加 62%至 23 万吨。但我们预计，由于存在原料供应和生产工艺等方面的瓶颈，很多盐湖提锂产能将始终无法达产，而且生产成本较高。因此，矿石法生产碳酸锂将长期具有竞争优势，尤其是那些掌握了优质矿石资源的企业，仍具有很大发展空间。

图 7: 全球碳酸锂市场份额 (2009 年)

全球碳酸锂行业高度集中。2009 年，前三大生产商产量约占总产量的 70%。



数据来源: SQM, 安信证券研究中心

我们的预测表明,至 2015 年全球碳酸锂消费将增加到 13.3 万吨,比 2009 年增长 93%;至 2020 年全球碳酸锂消费将增加到 26.6 万吨,比 2009 年增长 257%,年均复合增长率为 13.6%。因此,未来几年全球锂市场有望保持供需平衡,将不会出现明显过剩。如果锂动力电池技术应用的时间早于我们预测,则全球碳酸锂市场还可能出现短期供需缺口。

表 6: 全球锂需求预测 (折碳酸锂)

(单位: 万吨)

	2009 年	2010E	2015E	2020E	年均复合增长率 (2010~2020 年)
传统领域锂需求	6.9	7.5	9.8	13.1	6.0%
汽车锂电池需求		0.0	3.5	13.5	158.8%
合计	6.9	7.5	13.3	26.6	13.6%

数据来源: 安信证券研究中心预测

6. 房地产业务稳健发展

西藏城投的全资子公司上海北方城市发展投资有限公司（以下简称“北方城投”）是上海市闸北区最大的房地产开发企业之一，拥有上海市房屋土地资源管理局颁发的房地产开发企业二级资质证书。公司及其前身拥有 17 年的房地产开发经验，主要经营业务为旧区改造、配套商品房、普通商品房和保障性住房开发。

目前，北方城投已完成了近 17,000 户居民、200 多家单位的动迁旧改任务，建成了永盛苑、越秀苑、临汾名城、北方佳苑等 10 余个楼盘及动迁小区。北方城投已成长为上海市旧区改造、配套商品房、普通商品房和保障性住房开发的重点企业之一。至 2010 年 3 季度末，公司拥有的土地储备建筑面积约 94 万平方米，权益面积超过 70 万平方米。

表 7：西藏城投房地产项目储备概况

（单位：万平方米）

	项目名称	位置	性质	项目权益	占地面积	规划建筑面积	储备建筑面积	权益储备面积
1	和兰苑二期	上海闸北区	写字楼	100%	0.38	1.11	0.30	0.30
2	越秀苑二期 1 号楼	上海闸北区	商铺等	100%	2.42	1.03	0.20	0.20
3	和源福邸:	上海闸北区		100%	2.94	5.88	3.7	3.7
	住宅		商品住宅	100%		2.93	0.80	0.80
	写字楼		写字楼	100%		2.93	2.93	2.93
4	闸北 309 街坊地块	上海闸北区	商品住宅	100%	1.70	4.79	4.79	4.79
5	彭浦十期 C 块一期项目	上海闸北区	保障性住房	60%	6.68	27.81	27.81	16.69
6	彭浦十期 C 块二期项目	上海闸北区	保障性住房	100%	3	8.18	8.18	8.18
7	闸北桥东二期:	上海闸北区		100%	4.87	17.76	17.76	17.76
	动迁配套商品房		配套商品房	100%		12.10	12.10	12.10
	商业办公用房		商业、办公	100%		5.65	5.65	5.65
8	松江广富林地块	上海松江区	别墅	100%	16.76	13.41	13.40	13.40
9	闸北 456 街坊地块	上海闸北区	商品住宅	10%	8.22	13.15	13.15	1.32
	合计						102.75	79.79

数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

注：1）建筑面积均指地上面积；2）储备面积数据截至 2010 年末，部分为约数。

根据我们的了解，北方城投主要项目的开发进度为：

- 1) 和兰苑二期、越秀苑二期、和源福邸住宅已竣工。
- 2) 和源福邸项目的写字楼目前在建中，2011 年中期交房。
- 3) 309 地块项目、彭浦十期 C 块（一期）项目在建，预计今后三年内陆续完工交房。
- 4) 桥东二期项目正在拆迁。松江广富林地块预计 2011 年开工。

表 8：西藏城投旗下房地产业务的主要预测假设

	项目名称	预计销售价格 (元/平方米)	结算面积（万平方米）		
			2011E	2012E	2013E
1	和兰苑二期	30,000	0.3		
2	越秀苑二期 1 号楼	30,000	0.2		
3	和源福邸:				
	住宅	32,000	0.5	0.3	
	写字楼	31,000		1.3	1.5
4	闸北 309 街坊地块	31,500		2.0	2.0
5	彭浦十期 C 块一期项目	10,000	5.0	10.0	10.0
6	松江别墅	45,000			4.0
	合计		6.0	13.6	17.5

数据来源：安信证券研究中心预测

注：越秀苑二期为未售商铺价格。

根据项目的开发进度和销售前景等因素，我们预测西藏城投未来三年（2011~2013年）房地产业务的净利润年均复合增长率高达88%；2010年、2011年和2012年分别实现每股收益0.50元、0.78元和1.31元。

我们预计，北方城投的主要开发项目中，源福邸写字楼、闸北309地块、松江项目每平米盈利较高；彭浦十期C地块及桥东二期项目，尽管含有较多保障性住房及配套商品房，但总投资规模较大，政府会适当考虑开发商的投资回报，预计仍会贡献可观利润。

同时，考虑到西藏城投是上海市闸北区国有资产监督管理委员会的控股房地产企业，未来有望在旧区改造、配套商品房、普通商品房和保障性住房开发等领域获得更多的资源。综合以上因素，我们估算的西藏城投房地产业务每股价值为10.5元/股。

7. 给予“增持-A”评级

综合公司的盐湖资源（每股价值17.1元）和房地产业务（每股价值10.5元）后，我们得出西藏城投的每股价值为27.6元。而如果圣拓矿业持有的尚不完善矿权资源能够尽快确认，也有望增加公司的长期投资价值。我们给予公司“增持-A”投资评级。

主要风险包括：

- 1) 龙木错盐湖所在地区的自然环境较为恶劣，拟采用的生产工艺及方案大规模商业生产的案例较少。西藏城投对矿产资源开发、管理的经验相对不足，存在一定的生产经营和管理风险；
- 2) 如果锂在动力电池和储能等新兴领域应用的增长速度低于我们预测，或者碳酸锂产能扩张的速度快于预期，则碳酸锂价格走势可能会低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-4-2		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	1199.0%	96.8%	40.6%	78.3%	60.7%
减: 营业成本	439.4	864.7	1,215.4	2,166.6	3,482.0	营业利润增长率	-595.4%	51.6%	175.2%	61.4%	58.9%
营业税费	68.5	107.8	108.8	177.0	387.0	净利润增长率	-371.1%	49.1%	148.5%	57.1%	67.3%
销售费用	22.5	16.9	30.4	54.2	87.1	EBITDA 增长率	-802.9%	50.6%	136.1%	63.8%	54.9%
管理费用	19.5	25.7	36.5	43.3	69.6	EBIT 增长率	-703.5%	52.1%	142.9%	63.9%	54.9%
财务费用	17.3	26.9	15.4	35.8	27.9	NOPLAT 增长率	-435.4%	49.4%	134.7%	64.6%	55.1%
资产减值损失	-3.5	0.2	-	-	-	投资资本增长率	-1982.8%	1507.5%	52.3%	16.4%	12.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-13151.3%	14.8%	33.8%	40.9%	46.2%
投资和汇兑收益	18.3	-1.7	-10.0	-10.0	-10.0						
营业利润	101.8	154.3	424.7	685.3	1,089.0	利润率					
加: 营业外净收支	3.9	-0.3	-	-	-	毛利率	47.3%	38.6%	51.5%	46.4%	48.0%
利润总额	105.7	154.0	424.7	685.3	1,089.0	营业利润率	23.2%	17.8%	34.9%	31.6%	31.3%
减: 所得税	29.7	41.5	109.1	173.8	274.7	净利润率	17.6%	13.3%	23.6%	20.8%	21.6%
净利润	77.3	115.2	286.4	450.0	752.7	EBITDA/营业收入	28.2%	21.6%	36.2%	33.3%	32.1%
						EBIT/营业收入	27.1%	21.0%	36.2%	33.3%	32.1%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	7	3	2	1	1
交易性金融资产	1,544.4	1,002.6	1,000.0	1,000.0	1,300.0	流动营业资本周转天数	39	712	1,264	944	676
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,972	2,746	2,747	1,760	1,166
应收票据	176.6	327.9	261.0	370.5	300.0	应收帐款周转天数	40	21	13	11	7
预付帐款	-	-	-	-	-	存货周转天数	1,246	2,073	2,334	1,538	1,010
存货	5.5	177.9	10.0	15.0	20.0	总资产周转天数	2,069	2,884	2,876	1,831	1,211
其他流动资产	3,031.0	6,925.9	8,836.3	9,675.3	9,863.9	投资资本周转天数	88	805	1,360	997	710
可供出售金融资产	0.0	-	6.3	6.3	6.3	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	9.3%	12.0%	25.3%	29.0%	31.6%
长期股权投资	107.3	301.6	300.0	300.0	300.0	ROA	1.5%	1.3%	3.0%	4.4%	6.8%
投资性房地产	103.6	106.9	103.4	103.0	103.0	ROIC	-775.4%	61.5%	9.0%	9.7%	12.9%
固定资产	5.0	7.4	7.0	6.9	6.8	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	5.1%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%
无形资产	0.6	-	0.1	0.2	0.3	管理费用率	4.4%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	5.8	24.7	19.6	19.6	19.6	财务费用率	3.9%	3.1%	1.3%	1.7%	0.8%
资产总额	4,979.8	8,875.0	10,543.7	11,496.8	11,919.8	三费/营业收入	13.5%	8.0%	6.8%	6.2%	5.3%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	2,387.1	2,346.0	2,450.0	2,500.0	2,500.0	资产负债率	83.7%	89.5%	88.1%	84.7%	78.4%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	511.6%	849.9%	743.6%	552.7%	362.8%
其他流动负债	712.9	1,769.4	2,240.4	2,232.4	1,541.3	流动比率	1.42	2.05	1.78	1.78	1.97
长期借款	821.2	3,816.2	3,600.0	3,500.0	3,500.0	速动比率	0.52	0.37	0.22	0.22	0.28
其他非流动负债	3.5	3.1	3.3	3.0	3.0	利息保障倍数	6.88	6.73	28.60	20.13	40.07
负债总额	4,165.6	7,940.7	9,293.7	9,735.4	9,344.3	分红指标					
少数股东权益	129.0	126.2	155.5	217.0	278.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	575.7	575.7	575.7	575.7	575.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	109.5	232.4	518.7	968.7	1,721.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	814.2	934.3	1,249.9	1,761.4	2,575.6	业绩和估值指标					
现金流量表						2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.13	0.20	0.50	0.78	1.31
加: 折旧和摊销	76.0	112.5	286.4	450.0	752.7	BVPS(元)	1.41	1.62	2.17	3.06	4.47
资产减值准备	4.8	5.7	0.4	0.5	0.6	PE(X)	164.4	110.3	44.4	28.2	16.9
公允价值变动损失	-3.5	0.2	-	-	-	PB(X)	15.6	13.6	10.2	7.2	4.9
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	14.1	-23.4	-15.2	-205.2	53.3
投资收益	0.8	20.0	27.4	15.4	35.8	P/S	28.9	14.7	10.5	5.9	3.6
少数股东损益	-18.3	1.7	10.0	10.0	10.0	EV/EBITDA	98.9	83.3	39.0	24.4	15.8
营运资金的变动	-1.3	-2.8	29.3	61.5	61.5	CAGR(%)	88.8%	93.5%			
经营活动产生现金流量	-605.8	-2,813.9	-1,112.4	-911.9	-919.9	PEG	1.9	1.2			
投资活动产生现金流量	-518.7	-2,671.6	-771.0	-354.1	-67.2	ROIC/WACC	-91.3	7.2	1.1	1.1	1.5
融资活动产生现金流量	5.9	-99.1	-10.5	-12.1	-12.1	REP	-0.6	0.6	2.9	2.4	1.6
融资产活动产生现金流量	1,905.6	2,228.9	768.5	364.2	272.1						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2010年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

徐胜利，房地产行业分析师，经济学硕士，十余年房地产及证券行业工作经验，2007年加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆、徐胜利分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034