

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

新能源打开碳酸锂增长空间，稀缺资源性将加强	4
新材料、新能源将成最重要锂精加工应用市场	4
新能源打开碳酸锂成长空间	4
中国为锂储量大国，盐湖资源价值亟待挖掘	6
“大盐湖”产业，盐湖综合利用开发将是趋势	7
我国盐湖综合利用开发落后	7
西藏盐湖极具综合利用价值	7
碳酸型盐湖开发最为容易	8
西藏城投，三大优势奠定碳酸锂王者地位	9
盐湖锂资源储量位居国内前列	9
依托长化院，公司有望实现盐湖综合利用开发	10
运输便利，成本优势进一步突出	11
相比西藏矿业，市值低估	12
碳酸锂资源对应 22 元股价	12
钾肥资源折合元股价 6 元	12
公司房地产业务价值 5 元	12

图表目录

图 1: 锂资源主要用途	4
图 2: 锂资源各用途占比	4
图 3: 新能源汽车保有量及销量预测	5
图 4: 西藏地区盐湖分布	8
图 5: 长化院碳酸锂分离技术	10
图 6: 公司龙母错盐湖所处位置	11
图 7: 盐湖与公路卫星图	11
表格 1: 新能源对碳酸锂拉动测算	5
表格 2: 新能源汽车推广城市	5
表格 3: 中国盐湖碳酸锂储	6
表格 4: 中国盐湖碳酸锂储量 (单位: 万吨)	7
表格 5: 世界主要盐湖开发利用情况	7
表格 6: 盐湖主要产品用途	8
表格 7: 我国代表性盐湖资源禀赋	9
表格 8: 龙木错盐湖储量	10
表格 9: 主要碳酸锂生产方法	10
表格 10: 西藏城投碳酸锂资源可比市值	12
表格 11: 西藏城投钾肥资源可比市值	12
表格 12: 西藏城投房地产项目	12

新能源打开碳酸锂增长空间，稀缺资源性将加强

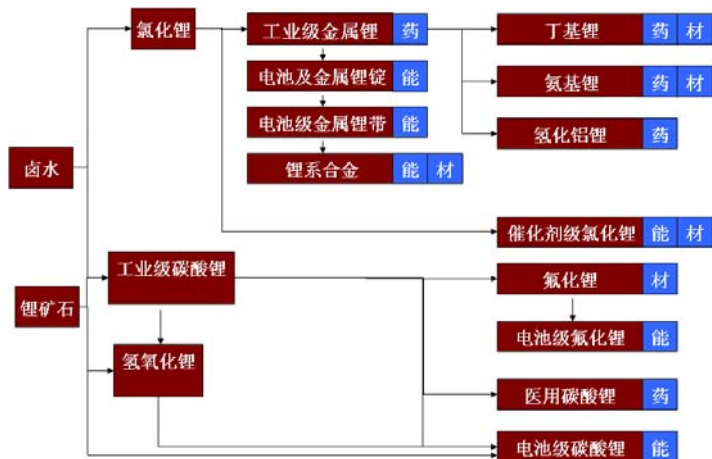
新材料、新能源将成最重要锂精加工应用市场

现阶段，新药品、新能源和新材料领域是深加工锂产品的主要需求领域，对深加工锂产品的技术要求高且需求增长较快。金属锂、电池级碳酸锂、丁基锂是深加工锂产品中消耗量最大的三大品种。

锂在新能源领域的应用主要包括：锂一次、二次电池，锂电池正极材料、核能燃料；新材料领域的应用主要包括：含锂轻型材料、精细化工、石油化工、陶瓷、热电池材料等领域。我们认为，碳酸锂作为新能源上游的潜力远未发挥，未来，随着新能源汽车、储能等领域的高速发展，碳酸锂的增长空间将被打开，稀缺资源属性将加强。

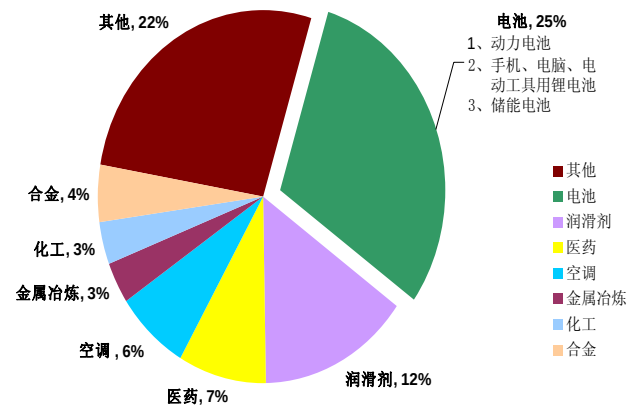
2008 年全球碳酸锂需求量接近 10 万吨，相比 2006 年增加了 25%，未来新能源汽车、储能市场的启动将加速碳酸锂需求的增长，预计 2010-2015 年全球碳酸锂需求量将维持 10% 左右的复合增速。

图 1： 锂资源主要用途



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 锂资源各用途占比



资料来源：华泰联合证券研究所

新能源打开碳酸锂成长空间

国家目前已经出台了“二十五城千辆”的新能源汽车推广计划，以及 5 个城市的私人购买新能源汽车试点，新能源汽车产业发展规划也在酝酿之中。加之储能项目试点逐渐开始，未来 10 年锂电池行业将成为增长最快的行业之一，与此对应，锂电池也将成为碳酸锂最大的增长点。

从单体电池的应用角度，单节 100Ah 磷酸铁锂电池需要碳酸锂 0.19 公斤，如果按照电动轿车用 80Ah、350V 磷酸铁锂电池，电动大巴车用 600Ah、350V 磷酸铁锂电池计算，每 10 万辆电动车（50%大巴车、50%轿车）就能拉动近 5000 吨的电池级碳酸锂市场。此外，一个 1MW 光伏、风电需要配 5MWh 的储能电池，该储能电池就需要 2 吨碳酸锂，相当于 24 辆纯电动大巴车。

目前市场普遍预期国家将把 2015 年新能源汽车推广量锁定为 50 万辆级，由上测算就可以拉动近 2.5 万吨的电池碳酸锂需求。

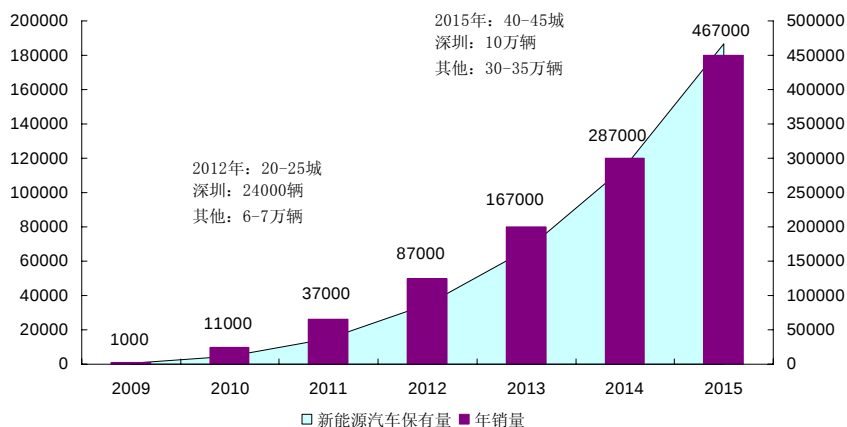
表格 1：新能源对碳酸锂拉动测算

单体电池需要材料	需磷酸铁锂	需碳酸锂
20Ah 单体电池（公斤）	0.15	0.04
100Ah 单体电池（公斤）	0.74	0.19
10 万辆电动车（吨）	19556	4889
5WMh 储能电站（吨）	8	2

资料来源：华泰联合证券研究所

我们认为：（1）2010-2012 年新能源汽车依靠政策拉动进入快速成长期，公共交通、政府采购拉动行业复合增速 340%；（2）2013-2015 年，新能源汽车有望在全国范围运行，私人购车启动，政府补贴逐步退出，行业复合增速 70%。2012 年新能源汽车推广城市有望扩大到 20-25 个，保有量 9 万辆；2015 年，40 城有望有新能源汽车上路，保有量 48 万辆。

图 3： 新能源汽车保有量及销量预测



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 2：新能源汽车推广城市

				GDP>1600 亿，人口>200 万				副省级城市、经济特区			
本地车厂		一级城市 (GDP>1600 亿，人口>200 万)	二级城市 (副省级城市、经济特区)	城市		拥有新能源 车型汽车厂	城市	拥有新能源 车型汽车厂			
20 城新进入城市											
济南		中通客车	√	天津		天津清源	郑州		郑州日产、宇通客车		
杭州		吉利汽车	√	广州		广汽	海口		海马汽车		
昆明							厦门		厦门金龙		
大连		黄海汽车	√				苏州		常隆客车		
合肥		安凯客车、江淮汽车		潜在进入城市							
北京		北汽福田	√	沈阳		黄海汽车	无锡		常隆客车		
深圳		比亚迪、五洲龙	√	哈尔滨		哈飞汽车	宁波		吉利汽车		

武汉	东风	✓	
上海	申沃客车、上海汽车	✓	
长春	一汽奔腾		✓
湖南	江南汽车、南车时代		✓
重庆	长安汽车	✓	
南昌	江铃汽车		✓

青岛	中通客车	福州	厦门金龙
南京	常隆客车	汕头	广汽
成都	长安汽车	珠海	广汽
西安	比亚迪	三亚	海马汽车
		石家庄	长城汽车
其他一、二级城市：南宁、贵阳、拉萨、兰州、西宁、乌鲁木齐、银川、呼和浩特、太原			
合计：28 城			

中国为锂储量大国，盐湖资源价值亟待挖掘

中国盐湖储量位居全球前三

世界盐湖资源主要呈带状分布在南、北两个半球上：位于南纬 18°~42° 之间的盐湖称为南半球盐湖带，主要包括安第斯山脉；位于北纬 12°~63° 之间的盐湖称为北半球盐湖带，主要包括西伯利亚-西藏间的的盐湖；还有少数盐湖分布在非洲赤道附近，构成赤道盐湖区。

全球盐湖资源主要分布在智利、阿根廷、中国及美国，分布范围极其有限，可利用锂资源相对集中，仍属于全球范围稀缺资源。我国盐湖资源仅次于智利、阿根廷，位居全球第三位。

表格 3：中国盐湖碳酸锂储

国家或地区	碳酸锂储量基础（332）	碳酸锂储量基础（333+334）
玻利维亚	-	2874
智利	1597	1597
阿根廷	1331	-
中国	287	586
巴西	101	484
美国	20	218
加拿大	96	192
澳大利亚	90	117
津巴布韦	12	14
全球总计	3534	6082

资料来源：华泰联合证券研究所

我国盐湖提锂亟待发展

碳酸锂的提取从来源可分为矿石提取和盐湖卤水提取两种。我国生产的碳酸锂 80% 以上为矿石提取，而全球 80% 为盐湖卤水提取。由于从矿石提锂需要消耗大量的能源和化学原料，导致污染较重且成本较高（矿石提取工艺平均生产成本高于盐湖卤水提锂约 8000-10000 元/吨）。相对于矿石提锂，从盐湖卤水中制取碳酸锂，具有能耗低和成本低的优势，这已成为国外公司开发生产锂盐的主要渠道。目前国外盐湖卤水提锂的主流工艺是 SQM 公司开采阿塔卡玛盐湖所使用的沉淀法，我国目前很多公司在尝

试盐湖提锂，但技术仍有待提高，随着盐湖提锂工艺的成熟，盐湖提锂比例将大幅提高。

从目前我国盐湖提锂发展来看，前三大盐湖碳酸锂储量都在 100 万吨以上，已经开发的扎布耶盐湖和一里平盐湖都以单一产品为主，没有对盐湖进行综合利用开发。西藏城投拥有目前国内单体最大的盐湖，未来在综合利用开发领域有望有所突破。

表格 4：中国盐湖碳酸锂储量（单位：万吨）

盐湖	面积 (Km ²)	碳酸锂	氯化镁	硼酸	硫酸钾
龙木错	100.91	189		301	2173
扎布耶盐湖	300	184.1		2056	1891
一里坪盐湖	360	155	8148	158	1917
当雄错	55.53	90		228	985
东台吉乃尔盐湖	116	48	1204	59	463
扎仓茶卡	98	37		42	449
大柴旦盐湖	36	34	3101	108	432

资料来源：华泰联合证券研究所

“大盐湖”产业，盐湖综合利用开发将是趋势

我国盐湖综合利用开发落后

盐湖为一种综合性的宝贵资源，不但有大量盐、碱、硝、钾、镁、硼、碘、硝石、石膏等基本工业原料，而且还富有钨、铍、铷、铯、铀、锶、氯化钙、沸石、锂蒙脱石、水菱镁矿等。美国、南美智利以及玻利维亚等国都已开展盐湖锂、硼、钾等资源的综合利用。我国盐湖生产环境和设备都优于智利、玻利维亚，但盐湖综合利用却走在后面，扎布耶盐湖资源禀赋优秀，但也只生产碳酸锂，中信国安的东西台盐湖以生产钾肥为主，碳酸锂并未生产。

表格 5：世界主要盐湖开发利用情况

盐湖	提取技术	主要产品（单位：万吨）
塞尔斯湖（美国）1917	太阳池；溶剂萃取	氯化钾 20、硫酸钾 10、碳酸钠 40、氯化钠 50、芒硝 50、硼砂 20
大盐湖（美国）1932	太阳池；复分解；转化	硫酸钾 40、六水氯化镁 5-10、氯化钠 10、芒硝 15、金属镁 3.6
死海（以色列）1930	太阳池；浮选；热池析晶；冷析晶	氯化钾 368、硫酸钾 10、溴 16、溴化合物 20、氧化镁 7、盐酸 10、硝酸钾 80
死海（约旦）1956	太阳池；浮选；冷析晶	氯化钾 200、氮磷钾肥料 30、氯化钠 120、氧化镁 5
阿塔卡马（智利）1985	太阳池；浮选；复分解	氯化钾 120、氮磷钾肥料 30、碳酸锂>6
查尔汗（中国）1958	太阳池；冷分解；浮选；冷析晶	氯化钾 330、钾-镁化肥 45
罗布泊盐湖（中国）2009	太阳池；复分解	硫酸钾 120

资料来源：华泰联合证券研究所

西藏盐湖极具综合利用价值

青藏高原盐湖在物质成分上除富锂、硼、钾外，特别以富铯为特征。目前西藏盐湖中最具开发利用价值的元素是锂、硼、钾，对应的最终产品分别是碳酸锂、氯化钾和硼

酸。未来，随着盐湖技术的进一步成熟，高附加值的铷、铯、溴将进入盐湖综合利用范围。

表格 6：盐湖主要产品用途

盐湖产品	主要用途
碳酸锂	
钾肥	
硼酸	大量用于玻璃（光学玻璃、耐酸耐热玻璃等）工业，可以改善玻璃制品的耐热、透明性能，提高机械强度，缩短熔融时间。此外，在核电、陶瓷、冶金、医药等领域都有广阔应用
铷	铷是制造电子器件（光电倍增管光电管）、分光光度计、自动控制、光谱测定、彩色电影、彩色电视、雷达、激光器以及玻璃、陶瓷、电子钟等的重要原料；在空间技术方面，离子推进器和热离子能转换器需要大量的铷；铷的氢化物和硼化物可作高能固体燃料。
铯	金属铯主要用于制造光电管、摄谱仪、闪烁计数器、无线电电子管、军用红外信号灯以及各种光学仪器和检测仪器中。它的化合物用于玻璃和陶瓷的生产，用作二氧化碳净化装置中的吸收剂、无线电电子管吸气剂和微量化学中。在医药上铯盐还可用作服用含砷药物后的防休克剂。同位素铯-137 可用于治疗癌症。
溴	溴与其化合物可被用来作为阻燃剂、净水剂、杀虫剂、染料等等。曾是常用消毒药剂的红药水中含有溴和汞。在照相术中，溴和碘与银的化合物担任感光剂的角色。

资料来源：华泰联合证券研究所

碳酸型盐湖开发最为容易

青海盐湖分为 3 种类型：（1）氯化物型——氯化钙-钾盐湖、钾镁盐湖、含锂硼盐湖，共生大量石膏，缺少碱类；（2）硫酸盐型——钾镁型盐湖、含锂硼盐湖、镁硼酸盐矿床、共生大量石膏，缺少碱类；（3）碳酸盐型——锂硼铯铷盐湖、硼砂矿床、固态锂矿、共生碱类矿物，罕见石膏。青藏高原盐湖北部为氯化物、硫酸盐型盐湖，南部为碳酸盐型盐湖。

碳酸锂盐湖特点是镁锂比较低，基本不需要除镁工序，能够大量节约资源，盐湖开发利用成本低。

图 4： 西藏地区盐湖分布



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 7：我国代表性盐湖资源禀赋

湖名	盐湖类型	镁锂比	锂 $\times 10^3/\Sigma$ 盐	硼酸 $\times 10^3/\Sigma$ 盐	钾 $\times 10^3/\Sigma$ 盐	铯 $\times 10^3/\Sigma$ 盐	钷 $\times 10^3/\Sigma$ 盐
扎布耶北湖	碳酸盐	0.013	4.667	20.545	6.587	3.1	8.3
扎布耶南湖	碳酸盐	0.019	4.465	34.728	10.443	6.3	14.1
扎仓茶卡	硫酸钠亚	38.9	7.21	5.43	3.59	0.57	2.26
仓木错	硫酸钠亚	5.97	39.55	11.68	5.08	22.45	17.24
龙木错	硫酸镁亚	84.82	1.011	3.579	2.397	0.523	4.58
玉盘湖	硫酸镁亚	73.12	0.229	1.635	0.487	0.004	0.123
西台吉乃尔湖	硫酸镁亚	67.74	0.5962	2.9529	2.039	0.024	1.50
东台吉乃尔湖	硫酸镁亚	40.33	0.4247	2.0801	1.140	0.012	0.98

资料来源：华泰联合证券研究所

西藏城投，三大优势奠定碳酸锂王者地位

盐湖锂资源储量位居国内前列

公司子公司阿里圣拓持有的龙木错盐湖矿区，位于西藏阿里地区日土县北东 30° 方向，为液态矿，矿物分布均匀，卤水化学类型为硫酸镁亚型。资源储量为：三氧化二硼 169 万吨，氯化锂 217 万吨（折合碳酸锂 189 万吨），氯化钾 1859 万吨（折合

硫酸钾 2173 万吨)。公司近期公告，将对盐湖矿区 B 碳酸锂储量进行储量核实，即便不考虑后续储量，公司碳酸锂资源禀赋仍位居国内前列

表格 8：龙木错盐湖储量

矿品资源	储量 (万吨)	最终产品	资源量 (万吨)
氧化硼	170	硼酸	301
氯化锂	217	碳酸锂	189
氯化钾	1859	硫酸钾	2173

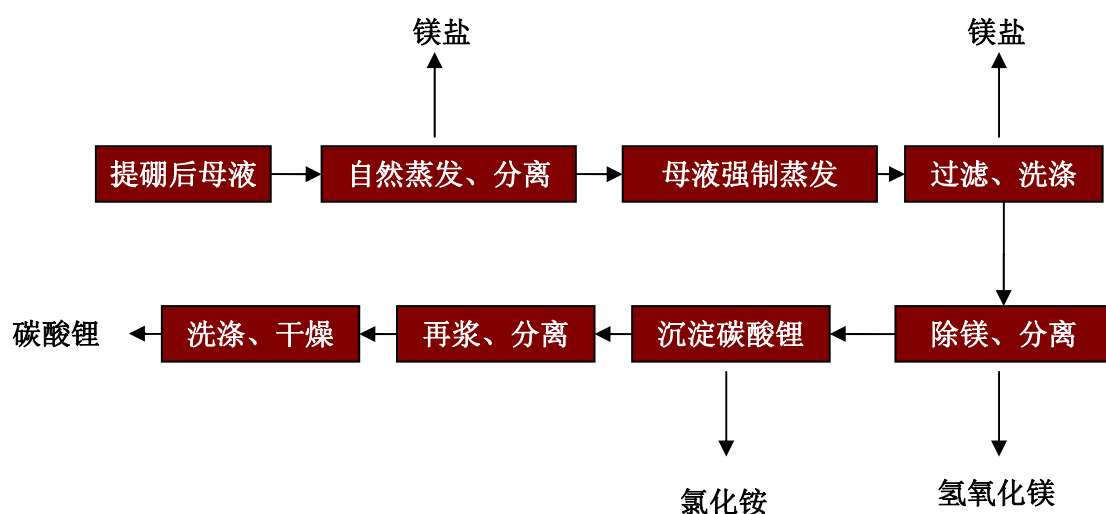
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

依托长化院，公司有望实现盐湖综合利用开发

龙木错综合利用方案依托化工部长沙设计研究院（长化院），长化院具有硫酸盐型盐湖提锂技术，曾为扎仓茶卡盐湖卤水的综合利用开发做过中试。主要技术方案为利用盐田自然蒸发方法使扎仓茶卡盐湖卤水分离出氯化钠、泻利盐、获取较高品味的钾镁混盐和光卤石混盐——盐田老卤酸化提取硼酸——提硼老卤盐田蒸发与强制蒸发相结合除镁再提取碳酸锂。该方案与国内现有高镁锂比盐湖卤水提锂工艺相比，其原卤中锂的提取回收率得到较大提高，相对原卤，其锂资源回收率达到 40%以上，且能在现场得到品味 98%以上的碳酸锂产品。此外该方案能够综合利用盐湖中锂、硼、钾等元素，碳酸锂生产成本达到 1.1 万元/吨，具有非常强的市场竞争力。

龙木错盐湖内涵氯化钾、氯化锂、氯化硼。且龙母错与扎仓茶卡均为硫酸盐型盐湖，各元素浓度、含量非常接近，依托长化院的技术，公司有望实现盐湖碳酸锂、钾肥、硼酸资源的综合利用，盐湖效益能够最大化。

图 5：长化院碳酸锂分离技术



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 9：主要碳酸锂生产方法

锂资源来源	提取方法	优点	缺点
矿石提锂	硫酸法	碳酸锂收率较高，工艺简单并可处理低锂含量的矿石	消耗大量的硫酸及纯碱，成本较高
	硫酸盐混合烧结法	碳酸锂收率较高	流程长、工艺能耗高
	氯化焙烧法	流程简单、不消耗贵重试剂 实用性很普遍，不需要稀缺试剂	LiCl 收集较难，炉气腐蚀性强，试剂用量大
	石灰石焙烧法	剂 工艺简单、成本低，适宜于低	蒸发能耗大，锂的回收率较低，设备维护困难
盐湖提锂	沉淀法	镁锂比盐湖卤水中提锂 工艺简单、回收率高、选择性	当镁锂比高时，试剂量消耗过大、锂盐损失严重 吸附剂流动性和渗透性差，有溶损率问题，水量消耗大
	吸附法	好、对环境无污染	蓝科锂业-察尔汗盐湖 水氯镁石完全分解较困难，生成的 HCL 气体腐蚀性大，蒸发水量大，工艺能耗高
	煅烧浸取法	工艺简单 工艺简单、产品纯度较好、无	能耗较高
	电渗析法	污染	适合于碳酸盐型盐湖，受二氧化碳气源限制
	太阳能池-碳化法	对基础设施要求较低	

资料来源：华泰联合证券研究所

运输便利，成本优势进一步突出

根据公司目前的开发方案，我们认为单吨碳酸锂的成本将能控制在 1.5 万元左右。此外，龙母错盐湖周边交通便利，龙木错矿区紧挨 219 国道，距 219 国道约 2-3km。运输方案为经叶城到阿克苏，从阿克苏经火车运往全国。初步估计单吨运输成本将控制在 500-1000 元/吨之内。

相比而言，西藏矿业采取的是两步法，即先晒卤得到 60-70%左右的碳酸钾固体，然后运输到甘肃白银进行进一步提纯，交通运输成本较高。

图 6： 公司龙母错盐湖所处位置



图 7： 盐湖与公路卫星图



资料来源：华泰联合证券研究所

资料来源：华泰联合证券研究所

相比西藏矿业，市值低估

碳酸锂资源估值区间 20-22 元

我们认为，与西藏城投的碳酸锂具备可比价值的是西藏矿业。根据国土资源部 2002 年 5 月 30 日的【国土认储字（2002）222 号】批复的《<西藏自治区仲巴县扎布耶盐湖矿床锂矿详查报告>矿产资源认定书》中的数据，西藏矿业的扎布耶盐湖查明的碳酸锂储量为 81.88 万吨，其中含在地表卤水中的有 70.41 万吨，含在晶间卤水中的有 11.47 万吨，此外，尚有尚未确定利用程度的固体碳酸锂储量为 92 万吨。

根据我们与郑源平院士交流的情况，固体状碳酸锂中锂、镁原子已经互相融合，如果要加以开采，需要运至西藏进行破碎、溶解才能利用，目前阶段不具备经济价值。由于大多数盐湖都是以液态锂储量为准，因此我们在计算可比市值时按照扎布耶液态卤水 81.88 万吨进行计算，此外我们假设西藏矿业股价中 70% 的股价反应碳酸锂市值，我们暂时不考虑城投盐湖 B 的资源储量，仅以龙母错 189 万吨碳酸锂储量进行测算，西藏城投碳酸锂资源价值 126.60 亿元市值，估值区间 20-22 元。

表格 10：西藏城投碳酸锂资源可比市值

	股价	总股本	总市值	碳酸锂储量
西藏矿业	24.75	2.76	68.22	81.88
西藏城投	21.99	5.76	126.60	189.00

资料来源：华泰联合证券研究所

钾肥资源估值区间 5-6 元

钾肥部分我们按照与盐湖集团的资源量可比进行估值，简单测算公司钾肥资源估值区间 5-6 元。

表格 11：西藏城投钾肥资源可比市值

	股价	总股本	总市值	硫酸钾储量
盐湖集团	58.00	15.91	922.49	25000
西藏城投	5.71	5.76	32.87	2173

资料来源：华泰联合证券研究所

公司房地产业务估值 5 元

西藏城投的全资子公司上海北方城市发展投资有限公司是上海市闸北区最大的房地产开发企业之一，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。

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，根据现有房地产业务，利用 RNAV 方法计算估值 5 元。

表格 12：西藏城投房地产项目

名称	权益	2010 年初未结算面积	2010 年初权益未结算面积
和源名邸	100%	2.00	2.00
和兰苑二期	100%	1.11	1.11
和源福邸	100%	3.13	3.13
越秀苑二期	100%	1.03	1.03
309 项目	100%	4.79	4.79
彭浦十期 C 块（一期）项目	100%	27.81	27.81
松江区广富林 2-6	100%	13.41	13.41
闸北 456 街坊	10%	13.16	1.32
彭浦十期 C 块（二期）项目	100%	8.19	8.19
泉州项目	90%	59.20	53.28
合计		133.81	116.05

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

公司盐湖综合利用开发进度、房地产行业进一步调控可能会对公司业绩产生影响。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8434	9379	16036	30013	营业收入	865	1383	2214	3542
现金	1003	1917	1000	1000	营业成本	531	526	908	1558
应收账款	28	55	89	142	营业税金及附加	108	180	288	460
其他应收款	300	415	664	1062	营业费用	17	28	44	71
预付账款	178	158	272	467	管理费用	26	42	66	106
存货	6926	6834	11798	20258	财务费用	27	238	317	611
其他流动资产	0	0	2214	7083	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	441	211	210	208	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	302	100	100	100	投资净收益	-2	0	39	316
固定资产	7	6	4	3	营业利润	154	370	629	1050
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	1	1	1
其他非流动资产	0	106	106	106	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	8875	9590	16246	30221	利润总额	154	370	629	1050
流动负债	4121	4566	10761	23965	所得税	42	100	170	284
短期借款	0	0	2115	7361	净利润	112	270	460	769
应付账款	590	473	817	1402	少数股东损益	-3	-6	-9	-16
其他流动负债	0	4093	7830	15202	归属母公司净利	115	276	470	785
非流动负债	3819	3819	3819	3819	EBITDA	181	610	948	1663
长期借款	3816	3816	3816	3816	EPS (元)	0.20	0.48	0.82	1.36
其他非流动负	0	3	3	3	主要财务比率				
负债合计	7941	8386	14580	27784	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	126	121	111	95	成长能力				
股本	576	576	576	576	营业收入	96.8%	60.0%	60.0%	60.0%
资本公积	8	8	8	8	营业利润	51.6%	140.0	69.8%	67.0%
留存收益	225	501	970	1755	归属母公司净利	49.1%	139.4	70.2%	67.1%
归属母公司股	808	1084	1555	2341	获利能力				
负债和股东权	8875	9590	16246	30221	毛利率(%)	0.0%	62.0%	59.0%	56.0%
现金流量表					净利率(%)	13.3%	19.9%	21.2%	22.2%
单位: 百万元					ROE(%)	14.3%	25.5%	30.2%	33.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	3.0%	15.3%	10.8%	9.8%
经营活动现金	-2672	949	-2754	-4952	偿债能力				
净利润	112	270	460	769	资产负债率(%)	89.5%	87.4%	89.7%	91.9%
折旧摊销	0	2	2	2	净负债比率(%)	99.96	45.51	40.68	40.23
财务费用	27	238	317	611	流动比率	2.05	2.05	1.49	1.25
投资损失	2	0	-39	-316	速动比率	0.37	0.56	0.39	0.41
营运资金变动	0	419	-3495	-6020	营运能力				
其他经营现金	-2701	19	1	2	总资产周转率	0.12	0.15	0.17	0.15
投资活动现金	-99	208	39	316	应收账款周转率	17	33	31	31
资本支出	1	0	0	0	应付账款周转率	1.38	0.99	1.41	1.40
长期投资	0	-208	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	0	39	316	每股收益(最新	0.20	0.48	0.82	1.36
筹资活动现金	2229	-243	1798	4636	每股经营现金流	-4.64	1.65	-4.78	-8.60
短期借款	0	0	2115	5246	每股净资产(最	1.62	1.88	2.70	4.07
长期借款	2995	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	108.72	47.18	27.72	16.59
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	13.41	12.01	8.37	5.56
其他筹资现金	-766	-243	-316	-610	EV/EBITDA	91	25	16	9
现金净增加额	0	914	-917	0					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2011 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn