天齐锂业（002466）深度研究报告

拟收购 SQM23.77%股权，成长成为业绩主逻辑

推荐（维持）

当前价：59.79 元

- **事件：**2018 年 5 月 17 日，天齐锂业公司第四届董事会第十六次会议审议通过了《关于签署购买 SQM 公司 23.77%股权的协议的议案》，同意公司及公司控制的智利全资子公司 Inversiones TLC SpA 与交易对方 Nutrien Ltd.，及其 3 个全资子公司 Inversiones RAC Chile S.A.,Inversiones El Boldo Limitada 和 Inversiones PCS Chile Limitada 签署关于拟以自筹资金约 40.66 亿美元（按照 2018 年 5 月 17 日中国外汇交易中心授权公布的人民币汇率中间价折合人民币约 258.93 亿元）受让 Nutrien 集团合计持有的 Sociedad Qu í mica y Minera de Chile S.A.（SQM）的 62,556,568 股 A 类股（约占 SQM 总股本的 23.77%）的协议。《协议》涉及交易尚需提交公司股东大会审议，股东大会通知另行发出。
- **SQM概述：**智利化工矿业公司（Sociedad Quimica y Minera de Chile S.A.,简称 SQM）成立于 1968 年，总部位于智利圣地亚哥。拥有全球顶级的 Pedro de Valdivia 等五座硝酸盐矿山和 Atacama 盐湖的特许开采权，主要从事锂盐（碳酸锂、氢氧化锂）、钾肥（硝酸钾、氯化钾）、碘等产品生产，为全球最大的碳酸锂和硝酸钾供应商。公司的实际控制人为 Julio Ponce Lerou 及一致行动人，其间接持有公司 29.97%的股权，持有 A 类股的 50.32%。2016 年以来随着碳酸锂价格大幅上涨和碳酸锂产量提升，公司营业收入和利润恢复增长，2016、2017 年净利润分别为 278.3 和 427.7 百万美元，同比增速高达 31%和 54%。
- **SQM锂业务：**公司目前拥有 Atacama 最大特许开采权，锂的探明储量和可能储量分别为 48 万吨和 33.3 万吨，锂浓度 0.14%全球最高，镁锂比值 6.4:1，属中低镁锂比盐湖，为全球锂单产最大的盐湖。公司已与 Corfo 达成协议，锂配额增加到 220.56 万吨碳酸锂，资源瓶颈消除。2017 年，公司锂产品销量 4.97 万吨，位居全球首位。2018 年碳酸锂产能将从 4.8 万吨提升至 7 万吨，到 2019 年扩建至 10 万吨，到 2025 年有望扩建至 20 万吨以上。虽然资源使用费的大幅增加，但随着公司低成本扩张，盈利前景乐观。公司该业务业绩仍有大幅增长可能。同时公司还持有 Cauchar-Olaroz 盐湖项目和 MountHolland 各 50%股权，均为较好的资源，将陆续在 2020 年前后投产。
- **SQM其他业务：**拥有 Pedro de Valdivia 等四座优质硝酸盐矿山的 100%开采权，6 座大型专业化工厂和 1 座码头，氯化钾和硝酸产能分别为 268 万吨/年和 100 万吨/年，、24.5 万吨/年和 1.5 万吨/年。Coya Sur 工厂拥有硝酸钾和硝酸盐产能分别为 100 万吨/年和 123.2 万吨/年。为南美最大、全球前十大的钾肥生产企业和全球最大硝酸钾生产企业。2017 年硝酸钾销量 60.14 万吨，占全球的 54%。各产品线成本均处于领先水平，具备强大的持续盈利能力。
- **SQM 成长性及盈利增长。业绩保守预测：**基于 2018E/2019E/2020E 锂销售价格分别为 12,969/11,297/10,167(美元/吨)，锂产量分别为 6.02/8.22/11.22(万吨)等假设，我们预计 2018E/2019E/2020E 公司的净利润分别为 400/483/663 百万美元。**业绩乐观预测：**基于 2018E/2019E/2020E 锂销售价格分别均为 17,637 美元/吨(按人民币 13 万元/吨)直接折算，其他假设不变等假设，我们预计 2018E/2019E/2020E 公司的净利润分别为 481/604/876 百万美元。**估值：**公司 PE 为 29 倍，处于高水平；EV/EBITDA 为 14 倍，处于中等水平。但考虑到公司拥有全球最优质 Atacama 的最大面积开采权，产能扩张潜力大、成长性好，估值仍具备合理性。

  盈利预测、估值及投资评级：考虑到定增仍未落地，暂时不对公司业绩进行调整。维持假设 2018E/2019E/2020E 碳酸锂价格分别为 13.8/11/10(万元/吨)，锂精矿产量分别为 65/95/129(万吨)，锂产品产量 4.0/5.8/8.2(万吨)。我们预计公司归属净利润分别为 28.31/33.91/39.26(亿元)，对应 EPS 分别为 2.48/2.97/3.44(元/股)。对应 5 月 22 日 59.79 元/股的收盘价，PE 分别为 24/20/17（倍）。基于未来碳酸锂价格下跌可控和公司的成长性，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**锂价下跌超预期、SQM 股东纠纷、智利的政治经济风险

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	5,470	6,277	7,908	9,518
同比增速(%)	40.1%	14.8%	26.0%	20.4%
净利润(百万)	2,145	2,831	3,391	3,926
同比增速(%)	41.9%	32.0%	19.8%	15.8%
每股盈利(元)	1.88	2.48	2.97	3.44
市盈率(倍)	32	24	20	17
市净率(倍)	8	6	4	4

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 18 年 05 月 22 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com
执业编号：S0360518010002

证券分析师：王保庆

电话：021-20572570
邮箱：wangbaoqing@hcyjs.com
执业编号：S0360518020001

公司基本数据

总股本 万股)	114,205
已上市流通股(万股)	113,554/-
总市值(亿元)	40.5
流通市值(亿元)	8.1
资产负债率(%)	28.57
每股净资产(元)	7.56
12 个月内最高/最低价	77.88/36.02

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《天齐锂业（002466）：业绩符合预期，成长带动未来业绩增长》

2018-03-26

未经许可，禁止转载

目 录

一、公司拟收购 SQM23.77%股权.....4
二、SQM：全球最大碳酸锂生产商、硝酸钾占全球一半市场.....4
（一）公司简介.....4
1、股权：Julio Ponce Lerou 为实际控制人.....4
2、主营及利润：锂量价齐升带动收入利润双增长.....4
3、公司发展历史.....5
（二）锂：内外并举高速成长可期.....5
1、SQM Salar（100%）：拥有 Atacama 最大特许开采权、低成本扩张潜力大.....5
2、Minera Exar（50%）：携手 LAC 开发 Cauchar -Olaroz、计划 2020 年投产 2.5 万吨碳酸锂.....8
3、WA Lithium（50%）：携手 Kidman 开发 MountHolland、计划 2019 年下半年出矿.....9
4、盈利预测：量价为核心.....10
（三）其他业务：钾肥全球前十、硝酸钾全球第一.....11
1、资源：硝酸盐资源丰富.....11
2、生产：大型专业化工厂、硝酸钾及碘仍在扩张.....11
3、销量：南美最大钾肥生产企业、硝酸钾占全球半壁江山.....12
4、成本领先、持续盈利能力强.....13
5、盈利预测：氯化钾价格企稳复苏、硝酸钾持续扩张提升毛利水平.....13
（四）SQM 盈利预测及估值.....15
1、保守盈利预测：长期增长可期.....15
2、乐观盈利预测：业绩爆发潜力巨大.....16
3、估值比较：静态偏高、成长性最好.....17
三、盈利预测及估值.....17
四、风险提示.....17

图表目录

图表 1 SQM 主要股东股权.....4
图表 2 SQM 收入、构成及增长.....5
图表 3 SQM 净利润及增长.....5
图表 4 SQM 发展历史.....5
图表 5 Atacama 盐湖特许开采权范围资源储量.....6
图表 6 全球主要锂盐湖对比.....6
图表 7 公司的 Atacama 开采配额.....7
图表 8 新资源使用费锂征收标准.....7
图表 9 SQM 锂销量.....8
图表 10 SQM 产能扩张计划.....8
图表 11 碳酸锂单位生产成本.....8
图表 12 Cauchar -Olaroz 盐湖储量及锂品位.....8
图表 13 Cauchar-Olaroz 盐湖开发进度.....9
图表 14 全球主要锂辉石矿对比.....9
图表 15 碳酸锂价格预测（万元/吨）.....10
图表 16 锂业务业绩测算.....10
图表 17 硝酸盐湖储量及品位.....11
图表 18 新资源使用费钾征收标准.....11
图表 19 主要工厂产能分布.....12
图表 20 各产品产能利用率及扩张.....12
图表 21 公司产品销量（万吨）.....12
图表 22 主要产品吨盈利能力.....13
图表 23 全球钾肥产量及同比.....14
图表 24 中国氯化钾及硝酸钾进口单价.....14
图表 25 氯化钾价格预测（美元/吨）.....14
图表 26 钾业务业绩测算.....14
图表 27 SQM 保守盈利预测.....15
图表 28 SQM 乐观盈利预测.....16
图表 29 SQM 估值比较.....17

一、公司拟收购 SQM23.77%股权

2018 年 5 月 17 日，天齐锂业公司第四届董事会第十六次会议审议通过了《关于签署购买 SQM 公司 23.77%股权的协议的议案》，同意公司及公司控制的智利全资子公司 Inversiones TLC SpA 与交易对方 Nutrien Ltd.，及其 3 个全资子公司 Inversiones RAC Chile S.A.,Inversiones El Boldo Limitada 和 Inversiones PCS Chile Limitada 签署关于拟以自筹资金约 40.66 亿美元（按照 2018 年 5 月 17 日中国外汇交易中心授权公布的人民币汇率中间价折合人民币约 258.93 亿元）受让 Nutrien 集团合计持有的 Sociedad Qu í mica y Minera de Chile S.A.（SQM）的 62,556,568 股 A 类股（约占 SQM 总股本的 23.77%）的协议。《协议》所涉及交易尚需提交公司股东大会审议，股东大会通知另行发出。

二、SQM：全球最大碳酸锂生产商、硝酸钾占全球一半市场

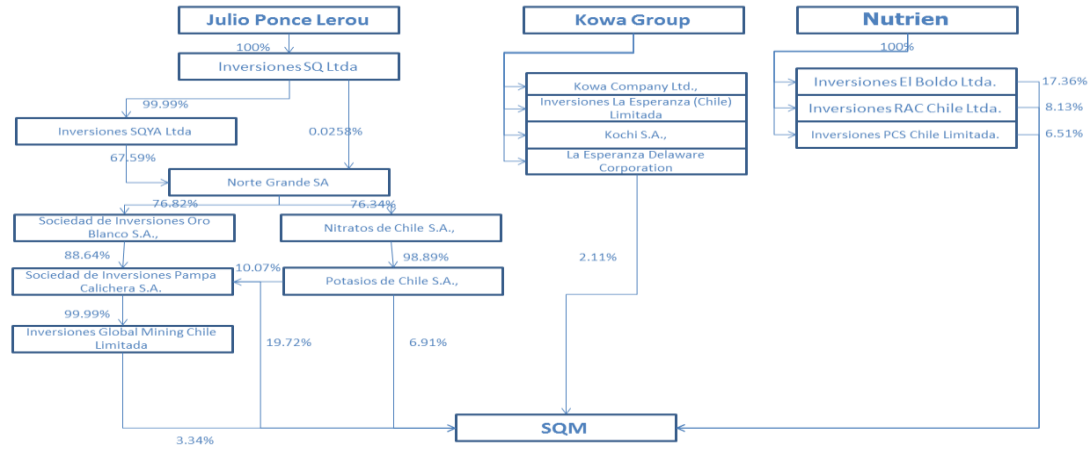
（一）公司简介

智利化工矿业公司（Sociedad Quimica y Minera de Chile S.A.,简称 SQM）成立于 1968 年，总部位于智利圣地亚哥。拥有全球顶级的 Pedro de Valdivia 等五座硝酸盐矿山和 Atacama 盐湖的特许开采权，主要从事锂和衍生物工业化学品，特种植物营养（SPN），碘及其衍生物和钾的生产，并在 20 多个国家设有商业办事处，为全球最大的碳酸锂和硝酸钾供应商。

1、股权：Julio Ponce Lerou 为实际控制人

公司的实际控制人为 Julio Ponce Lerou 及一致行动人，其通过 Inversiones SQYA Ltda 和 100％Inversiones SQ Ltda 持有公司 29.97%的股权(包括 71,871,838 股 A 类股和 7,007,688 股 B 类股)。Nutrien 持有公司 32%的股权(包括 64,056,568 股 A 类股和 20,166,319 股 B 类股）。因公司发行了 142,819,552 股 A 类股，占总发行股份的 54.26%。但 A 类股票在董事选举的投票权远大于 B 类股，Julio Ponce Lerou 持有 A 类股的 50.32%，为公司最终实际控制人。

图表 1　SQM 主要股东股权



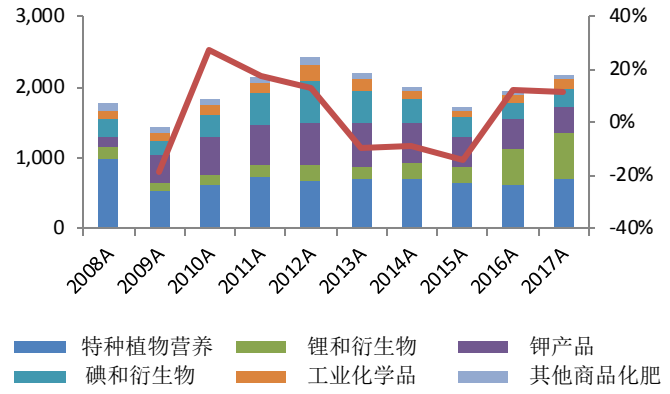
资料来源：SQM 年报，华创证券

2、主营及利润：锂量价齐升带动收入利润双增长

营业收入：2016 年以来随着碳酸锂价格大幅上涨和碳酸锂产量提升，公司营业收入结束了连续三年的负增长，2016 年和 2017 年分别增长 12%和 11%。锂业务占比不断扩大，从 2016 年以前 10%左右提升至 2017 年的 30%。

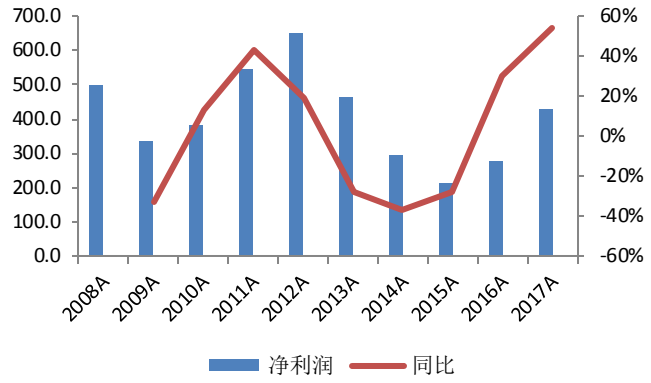
净利润：2011 年以来，氯化钾、硝酸钾等相关产品价格持续下滑，公司业绩增速下降。2016 年以来锂业务爆发带动公司业绩大幅回暖。2016 年和 2017 年净利润分别为 278.3 百万美元和 427.7 百万美元，同比增速高达 31%和 54%。(备注：全部采用 GAAP 会计准则)

图表 2　SQM 收入、构成及增长



资料来源: Bloomberg，华创证券

图表 3　SQM 净利润及增长

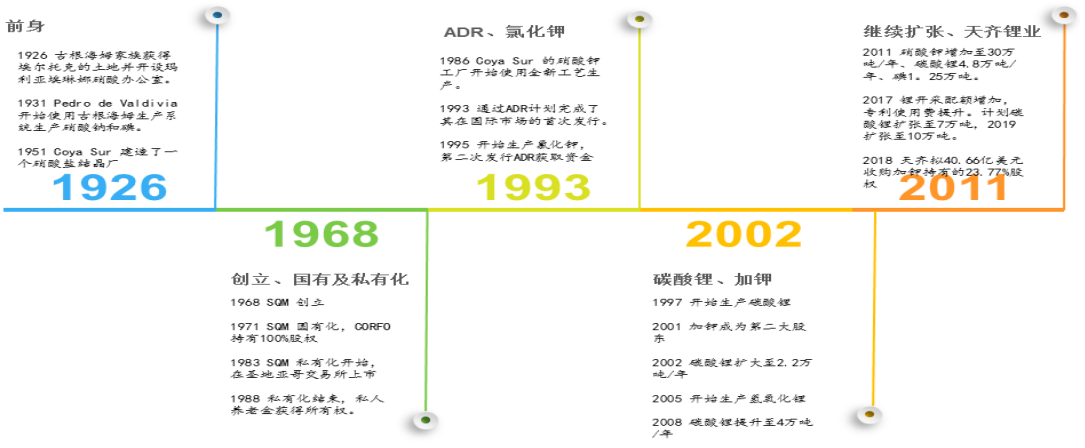


资料来源: Bloomberg，华创证券

3、公司发展历史

公司前身可追溯至 1926 古根海姆家族获得埃尔托克的土地并开设玛利亚埃琳娜硝酸办公室，主要从事硝酸钠和碘生产。1968 年公司正式成立，1971 年 CORFO 持有公司 100%股权，实现国有化。1983 年在圣地亚哥交易所上市，开始私有化。1988 年完成私有化。1993 年和 1995 年公司在国外两次发行 ADR 进行融资，从自开始大幅扩张。1997 年，公司开始生产碳酸锂并不断提升产能，到 2011 年达到了 4.8 万吨/年。2005 年开始生产氢氧化锂。2017 年，公司与 CORFO 达成协议，锂开采配额提升至 35.95 万吨，为公司扩张碳酸锂产能扫清障碍，但同时使用费大幅提升。2018 年天齐锂业拟 40.66 亿美元收购加钾持有的 23.77%股权。

图表 4　SQM 发展历史



资料来源:华创证券

（二）锂：内外并举高速成长可期

1、SQM Salar（100%）：拥有 Atacama 最大特许开采权、低成本扩张潜力大

拥有 Atacama 最大特许开采权。公司子公司 SQM Salar 持有对智利北部撒哈拉阿塔卡马地区约 140,000 公顷土地的矿产资源的专有和临时权利，其中 SQM Salar 有权利用矿产资源面积 81,920 公顷。截至 2017 年 12 月 31 日，该区域拥有钾的探明储量和可能储量分别为 520 万吨和 904.7 万吨，回收率 47%~77%。**锂的探明储量和可能储量分别为 48 万吨和 33.3 万吨，回收率 28%~40%。**

图表 5　Atacama 盐湖特许开采权范围资源储量

品种	探明储量（百万吨）	可能储量（百万吨）	总储量（百万吨）	回收率
钾（K^+）	52	38.47	90.47	47%~77%
硫酸盐（$SO4^{2-}$）	42.71	39.65	82.35	27%~45%
锂（Li^+）	4.8	3.33	8.13	28%~40%
硼（B^{3+}）	1.56	1.27	2.83	28%~32%

资料来源：SQM 年报，华创证券

Atacama 盐湖：资源全球最优、开发规模全球最大。根据地球学报数据显示，该盐湖拥有锂资源储量 300 万吨，仅次于乌尤尼盐湖位居世界第二位。锂浓度 0.14%，为全球锂含量最高的盐湖。镁锂比值 6.4:1，属中低镁锂比盐湖，资源远好于国内青海地区。除 SQM 外，ALB 也拥有 Atacama 盐湖部分开采权，为全球单产最大的盐湖。

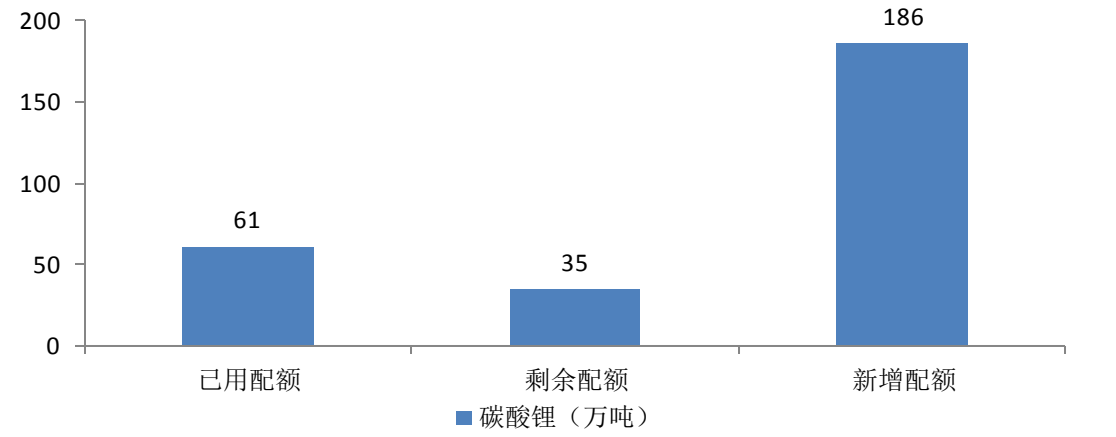
图表 6　全球主要锂盐湖对比

国家	盐湖名称	锂资源储量（万吨）	Li 平均浓度（%）	镁锂比值	开发状态	类型	所属公司
智利	**Atacama**	**300**	**0.140**	**6.4**	**已开发**	**中低镁锂比**	**SQM、ALB**
阿根廷	翁布雷穆尔托盐湖	282	0.052	1.37	已开发	中低镁锂比	FMC
阿根廷	Olaroz	120	0.069	2.8	已开发	中低镁锂比	Orocobre
阿根廷	Cauchari-Olaroz	28	0.070	—	正在开发	中低镁锂比	SQM/LAC
阿根廷	里肯盐湖	40	0.033	8.61	正在开发	中低镁锂比	Argosy
玻利维亚	乌尤尼盐湖	550	0.053	8.4	正在开发	中低镁锂比	Comibol
美国	银峰盐湖	12	0.020	1.43	已开发	中低镁锂比	ALB
中国	西藏扎布耶盐湖	153	0.120	0.008	已开发	低镁锂比碳酸盐型	西藏矿业
中国	西台吉乃尔盐湖	48	0.022	37	已开发	高镁锂比	中信国安
中国	东台吉乃尔盐湖	9	0.085	61	已开发	高镁锂比	青海锂资源
中国	察尔汗盐湖	135	0.003	500	已开发	高镁锂比	盐湖股份

资料来源：地球学报，华创证券

新租赁开采协议达成、资源瓶颈消除。Atacama 盐湖 Corfo 为拥有方，SQM 为租赁方。2018 年 1 月，Corfo 及其子公司 SQM Potasio SA 和 SQM Salar 达成协议，Corfo 授权将 Salar de Atacama 生产的锂产品的生产和销售额的配额增加 186.06 万吨(碳酸锂当量)，加上原有授权剩余的 34.5 万吨，合计拥有开采配额 220.56 万吨。租赁协议将于 2030 年 12 月 31 日到期，意味着从 2018 年到 2030 年公司可年均生产 17 万吨碳酸锂当量。根据 1993 年的租赁协议，Corfo 不可单方面修改租赁协议或项目协议。租赁协议规定，SQM Salar 负责向 Corfo 作季度租赁付款，维护 Corfo 对采矿开采特许权的权利，并每年向智利政府支付这种特许权使用费。

图表 7 公司的 Atacama 开采配额



资料来源:SQM 公司公告，华创证券

资源使用费大幅提升、最高部分可达 40%。原开采协议中使用费按照固定比例计算，碳酸锂和氢氧化锂的使用费均为收入的 6.8%。新开采协议使用费**依据产品价格采用累进制征收**。以碳酸锂价格 13,000 美元/吨为例，资源使用费为 2,572 美元/吨（2,572=4,000*6.8%+1,000*8%+1,000*10%+3,000*25%+3,000*40%），较原来的 884 美元/吨（13,000*6.8%）增加 1,688 美元/吨。

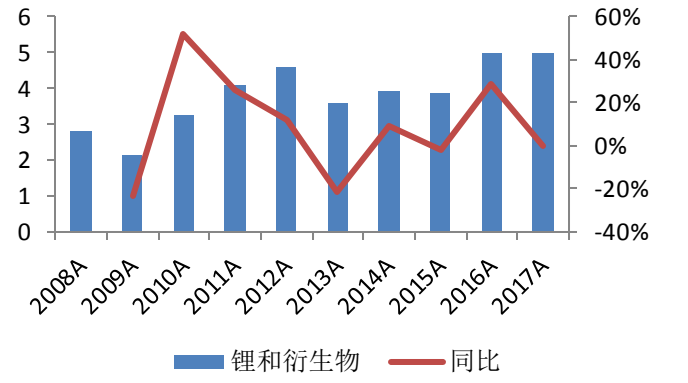
图表 8 新资源使用费锂征收标准

碳酸锂		氢氧化锂	
价格（美元/吨）	**使用费占比**	价格（美元/吨）	**使用费占比**
<4,000	**6.80%**	<5,000	**6.80%**
4,000-5,000	**8.00%**	5,000-6,000	**8.00%**
5,000-6,000	**10.00%**	6,000-7,000	**10.00%**
6,000-7,000	**17.00%**	7,000-10,000	**17.00%**
7,000-10,000	**25.00%**	10,000-12,000	**25.00%**
>10,000	**40.00%**	>12,000	**40.00%**

资料来源：SQM 公司公告，华创证券

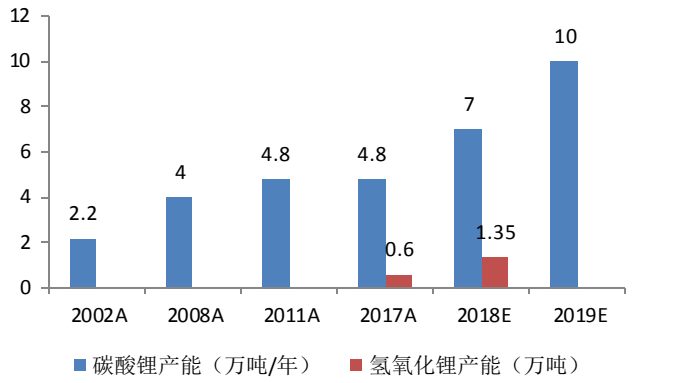
锂产品销量全球第一、新一轮高速扩张开启。2017 年，公司锂产品销量 4.97 万吨，位居全球首位。公司 Salar del Carmen 工厂锂产品产能 5.4 万吨/年（4.8 万吨/年碳酸锂+0.6 万吨/年氢氧化锂）。公司年报计划投资 1.7 亿美元将碳酸锂产能从 4.8 万吨扩大至今年的 7 万吨，再扩产至 2019 年的 10 万吨。投资 0.3 亿美元将氢氧化锂从 0.6 万吨扩大至今年的 1.35 万吨。扩张指标，到 2023 年前可扩张 5 万吨/年，之后可扩张 10 万吨/年（每年增加 2.5 万吨），最终达到 20.4 万吨/年。

图表 9　SQM 锂销量



资料来源: Bloomberg，华创证券

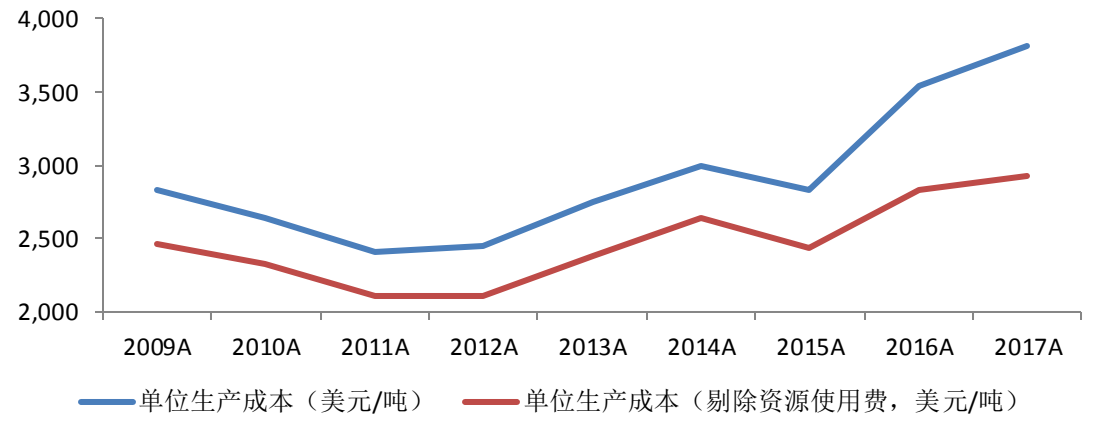
图表 10　SQM 产能扩张计划



资料来源:SQM 公司公告，华创证券

成本优势卓越。公司锂单位生产成本有所抬升，2017 年达到了 3,808 美元/吨。剔除资源使用费为 2,926 美元/吨。整体看，公司成本虽有所提升，但仍处于全球领先水平。

图表 11　碳酸锂单位生产成本



资料来源: Bloomberg，华创证券

2、Minera Exar（50%）：携手 LAC 开发 Cauchar-Olaroz、计划 2020 年投产 2.5 万吨碳酸锂

Cauchar-Olaroz 盐湖：资源储量可观、质地优良。2016 年，公司与 Lithium Americas（简称 LAC）签订了成立各持股 50%的合资企业 Minera Exar，在阿根廷胡胡伊省开发 Cauchar í-Olaroz 锂项目。锂的探明储量和可能储量分别为 3.5 万吨和 24.6 万吨，锂含量 0.07%，镁锂比预计为 2.8:1。虽然储量和品位无法与 Atacama 相提并论，但与其他盐湖相比，质地优良。参考邻近的 Olaroz 盐湖的开发情况（Orocobre 公司运行 1.75 万吨/年碳酸锂产能），我们认为该矿开发难度较小，前景乐观。

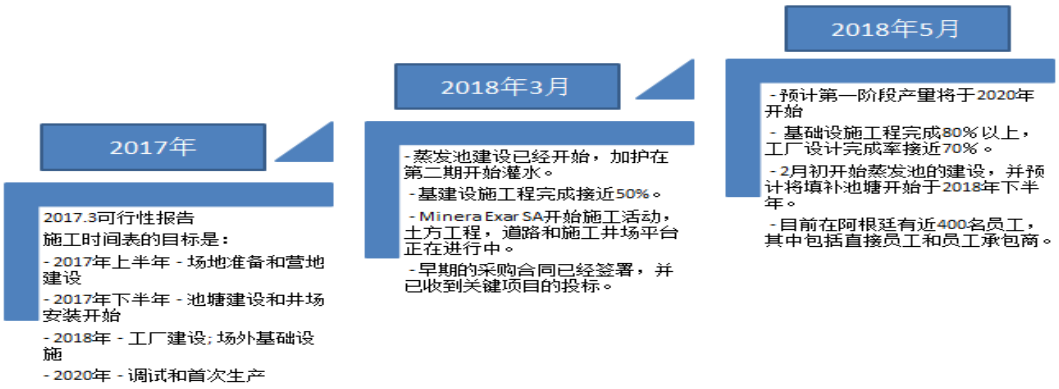
图表 12　Cauchar-Olaroz 盐湖储量及锂品位

描述	盐水（m 3）	平均锂浓度（mg éL）	碳酸锂当量（吨）	锂（吨）
已探明储量（1-5 年）1,2,3,4	4.93×10 7	712	187,149	35,159
可能的储量（6-40 年）1,2,3,4	3.54 x 10 8	695	1,311,982	246,474

资料来源：LAC 官方网站，华创证券

计划 2020 年投产 2.5 万吨碳酸锂、进展符合预期。原计划 2019 年投产，最近延期至 2020 年。截止至 5 月 19 日，基础设施已经完成了 80%，工厂设计完成 70%。2 月份开始蒸发池的建设，预计下半年开始注水。我们认为，参考其他项目经验，2020 年投产难度不大。但同时，根据 Olaroz 的历史经验，因缺乏知识和工程技术专家，多云天气阻碍了蒸发和雪灾阻止进口化学品进入等原因。该矿于 2015 年投产，直至 2017 年产量才达到 1.19 万吨，仍未达产。我们简单预测，该矿 2020 年产量或仅为产能的 50%，随后逐步提升，2~3 年后达产。

图表 13　Cauchar-Olaroz 盐湖开发进度



资料来源: LAC 官方网站，华创证券

成本仍然较领先、具备持续竞争力。根据可研，该矿单吨碳酸锂生产成本预计为 2,495 美元/吨，参考 Olaroz2017 年现金生产成本 3,710 美元/吨，可研成本或被低估。但即使 3,719 美元/吨的现金生产成本，仍处于全球较好水平。考虑到最近十年碳酸锂销售价格最低为 4,506 美元/吨，该项目具备持续盈利能力。

3、WA Lithium（50%）：携手 Kidman 开发 MountHolland、计划 2019 年下半年出矿

MountHolland: 氧化锂资源量 184 万吨、氧化锂品位 1.44%。2017 年，公司收购了澳大利亚西澳大利亚州 MountHolland 锂项目的 50%资产，并与 KidmanResourcesLimited 建立了一个 50/50 的合资企业 WA Lithium。MountHolland 锂辉石矿锂资源储量为 184 万吨氧化锂，氧化锂品位 1.44%。品位与 RIM 等矿山接近，交通便利，具备良好的开采价值。

图表 14　全球主要锂辉石矿对比

国家	矿山名称	锂资源量（氧化锂万吨）	氧化锂品位（%）	开发状态	所属公司
澳大利亚	**MountHolland**	**367.9**	**1.44**	**正在开发**	**WA Lithium**
澳大利亚	亚格林布什	458	2.8	已开发	泰利森
澳大利亚	Cattlin	15.02	1.09	已开发	银河资源
澳大利亚	MtMarion	270	1.37	已开发	RIM
澳大利亚	Bald Hill	22.33	1.18	已开发	AMAL
澳大利亚	Pilganugoora	3920	1.02	正在开发	Altura
澳大利亚	WA's Pilara region	157	1.22	正在开发	PilBAra
澳大利亚	菲尼斯锂矿	49.2	1.5	正在开发	core
加拿大	Whiboucchi	38.6		正在开发	Nemaska
墨西哥	Sonara	744	0.64	正在开发	Bacanora

国家	矿山名称	锂资源量（氧化锂万吨）	氧化锂品位（%）	开发状态	所属公司
加拿大	Quebec	10.6	1.19	暂缓开发	RBEnergyInc

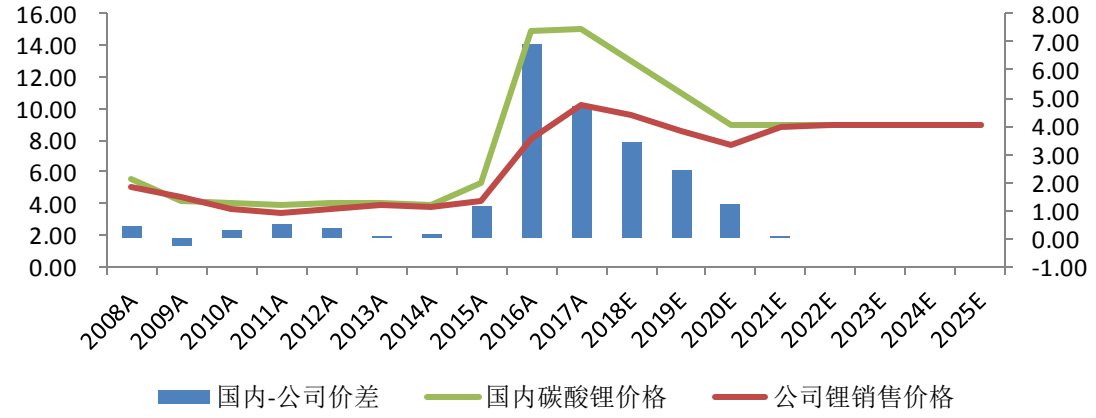
资料来源：地质通报，上市公司报告，华创证券

计划 2019 年产出锂精矿、2020 年下半年产出氢氧化锂或碳酸锂。该矿设计原矿产能 150~200 万吨/年，年产出 6%锂精矿 22~23 万吨，第一阶段 44,000 吨氢氧化锂或 37,800 吨碳酸锂。2019 年生产锂精矿，2020 年下半年生产氢氧化锂或碳酸锂。对标 RIM 运营的 Mt Marion 于 2017 年 2 月产出 22.1 万吨锂精矿。该矿具备良好的盈利能力。

4、盈利预测：量价为核心

锂价：国外回调压力小于国内。2008 年~2004 年公司锂产品销售价格一般比国内碳酸锂销售价格低 1,000~5,000 元/吨。2015 年锂价开始大幅上涨，但公司锂产品涨幅远低于国内。到 2016 年，内外价差拉大到 6.89 万元/吨。2017 年国内价格与 2016 年基本持平，国外价格补涨，内外价差缩小至 4.75 万元/吨。我们保守预计 2018E/2019E/2020E 国内碳酸锂价格分别为 13/11/9(万元/吨)，同比分别下滑 2/2/2(万元/吨)。但内外价差有望继续收窄，**我们保守预测公司的锂销售价格分别为 12,969/11,297/10,167(美元/吨)，同比分别下滑 0/1,672/1,130（美元/吨）。**

图表 15　碳酸锂价格预测（万元/吨）



资料来源:Wind Bloomberg，华创证券

产量:将成为业绩增量的核心。根据产能提升计划,我们预计 2018E/2019E/2020E 公司锂产量分别为 6.02/8.22/11.22(万吨)，同比分别增加 1.05/2.2/3(万吨)。

毛利：量增可冲抵成本提升和价格回落。基于上述假设，我们预测公司锂业务 2018E/2019E/2020E 毛利将分别为 445/500/594(百万美元)。

图表 16　锂业务业绩测算

栏目	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售单价（美元/吨）	5,443	5,237	5,763	10,355	12,969	12,969	11,297	10,167
单位成本（美元/吨）	2,749	2,998	2,827	3,534	3,808	5,585	5,219	4,874
单位毛利（美元/吨）	2,694	2,238	2,936	6,821	9,162	7,384	6,078	5,293
锂销量（万吨）	3.61	3.95	3.87	4.97	4.97	6.02	8.22	11.22
毛利（百万美元）	**97**	**88**	**114**	**339**	**455**	**445**	**500**	**594**

资料来源：Bloomberg，华创证券测算

（三）其他业务：钾肥全球前十、硝酸钾全球第一

1、资源：硝酸盐资源丰富

硝酸盐资源优质。硝酸盐及碘为公司最早的业务。公司拥有 Pedro de Valdivia、Mar í a Elena、Pampa Blanca 和 Nueva Victoria 等四座矿山的 100%开采权。全球硝酸盐主要分布在气候极度干旱的智利、中国新疆等地。

图表 17　硝酸盐湖储量及品位

矿山名称	探明储量（百万公吨）	硝酸盐平均品位	碘平均等级（PPM）	矿山的截止等级平均值	可能储量（百万吨）		碘平均等级（PPM）	矿山的截止等级平均值
Pedro de Valdivia	109	7.10%	421	硝酸盐 6%	334.7	7.30%	421	碘 300PPM
Mar í a Elena	83.3	7.20%	436	碘 300PPM	148.8	7.20%	381	碘 300PPM
Pampa Blanca	54.7	5.70%	538	碘 300PPM	464.6	5.70%	540	碘 300PPM
Nueva Victoria	346.2	6.40%	430	碘 300PPM	1020.7	5.30%	421	碘 300PPM

资料来源：SQM 年报，华创证券

资源使用费提升、但触发难度较大。原开采协议中使用费按照固定比例计算，氯化钾资源使用费为收入的 1.8%。新开采协议使用费**依据产品价格采用累进制征收**。以氯化钾价格 280 美元/吨为例，资源使用费为 8.4 美元/吨（280*3%），较原来的 5.04 美元/吨（280*3%）增加 3.36 美元/吨。最近三年氯化钾价格均低于 300 美元/吨，可知短期内看触发第二档的可能性较低，更高的四三档概率更低。

图表 18　新资源使用费钾征收标准

氯化钾	
价格（美元/吨）	使用费占比
<300	3.00%
300-400	7.00%
400-500	10.00%
500-600	15.00%
>600	20.00%

资料来源：SQM 公司公告，华创证券

2、生产：大型专业化工厂、硝酸钾及碘仍在扩张

工厂分工专业化、大型化。除 Salar del Carmen 锂工厂外，司拥有 6 座工厂和 1 座码头，多为大型工厂。其中，Salar de Atacama 拥有氯化钾、硫酸钾和硼酸的产能分别为 268 万吨/年、24.5 万吨/年和 1.5 万吨/年。Coya Sur 工厂拥有硝酸钾和硝酸盐产能分别为 100 万吨/年和 123.2 万吨/年。其他 3 座工厂则以生产硫酸盐和碘为主业，规模较小。

图表 19 主要工厂产能分布

序号	工厂	设施类型	大概面积（公顷）	名义生产能力（千吨/年）	加权平均年限(年)	固定资产（百万美元）
1	Coya Sur	硝酸盐	1518	硝酸钾：1,000 结晶硝酸盐：1,200 颗粒硝酸盐：320	8.3	573.1
2	María Elena	硝酸盐和碘	35830	碘：1.6 颗粒硝酸盐：300	14.5	433.2
3	Nueva Victoria	浓硝酸盐和碘	47492	碘：9.0	8.3	490.6
4	Pampa Blanca	浓硝酸盐和碘	10441		12.4	7.1
5	Pedro de Valdivia	硝酸盐和碘	253880	碘：3.2	9.9	217.8
6	Salar de Atacama	氯化钾，硫酸钾，氯化锂和硼酸	35911	氯化钾：2,680 硫酸钾：245 硼酸：15	12.1	1542.5
7	Tocopilla	港口设施	22			175.4

资料来源：SQM 年报，华创证券

继续扩张特种植物营养和碘产能。除锂之外，公司 2018 年投资 0.5 亿提升特种植物营养素产能至 150 万吨/年，公司将继续发挥在硝酸钾方面的优势，对品结构进行优化。同时，投资 0.3 亿元提升碘产能至 1.4 万吨/年。

图表 20 各产品产能利用率及扩张

产品	2017 年销量（万吨）	2017 年产能（万吨）	销量/产能	资本开支(亿美元）	2018 年产能(万吨）
特种植物营养	96.62	130	74%	0.5	150
硝酸钾	60.14	100	60%		
钾产品	134.43	292.5	46%		
碘和衍生物	1.27	1.38	92%	0.3	1.4
工业化学品	16.76	18.2	92%		

资料来源：SQM 年报，华创证券

备注：钾产品主要为氯化钾等，为硝酸钾原料，所以销量/产能比低。硝酸钾部分用于生产其他复合钾肥，所以销量/产能也较低。

3、销量：南美最大钾肥生产企业、硝酸钾占全球半壁江山

公司为南美最大、全球前十大的钾肥生产企业。因硝酸钾毛利更高，多数氯化钾被加工成以硝酸钾为主的特种植物营养，2017 年硝酸钾销量 60.14 万吨，占全球的 54%。凭借优质的盐湖钾锂、硝酸等资源和大型专业化的工厂，公司各产品线成本均处于领先水平，2009 年以来所有产品均未出现亏损的情况，具备强大的持续盈利能力。

图表 21 公司产品销量（万吨）

栏目	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
特种植物营养	100.83	66.55	81.54	84.93	78.02	84.77	87.79	83.1	84.08	96.62
硝酸钾	**53.82**	**39.21**	**54.62**	**55.11**	**46.93**	**51.26**	**53.16**	**49.36**	**47.58**	**60.14**
同比		*-27%*	*39%*	*1%*	*-15%*	*9%*	*4%*	*-7%*	*-4%*	*26%*

栏目	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
钾产品	18.56	69	127.3	110.34	120.95	143.49	155.62	124.18	153.47	134.43
同比		*272%*	*84%*	*-13%*	*10%*	*19%*	*8%*	*-20%*	*24%*	*-12%*
碘和衍生物	1.05	0.72	1.19	1.22	1.1	0.93	0.88	0.93	1.02	1.27
同比		*-31%*	*65%*	*3%*	*-10%*	*-15%*	*-5%*	*6%*	*10%*	*25%*
工业化学品	16.91	15.26	20.15	18.36	27.95	17.55	12.55	12.61	12.89	16.76
同比		*-10%*	*32%*	*-9%*	*52%*	*-37%*	*-28%*	*0%*	*2%*	*30%*

资料来源：SQM 年报，华创证券

4、成本领先、持续盈利能力强

凭借优质的盐湖钾锂、硝酸等资源和大型专业化的工厂，公司各产品线成本均处于领先水平，2009 年以来所有产品均未出现亏损的情况，具备强大的持续盈利能力。

图表 22　主要产品吨盈利能力

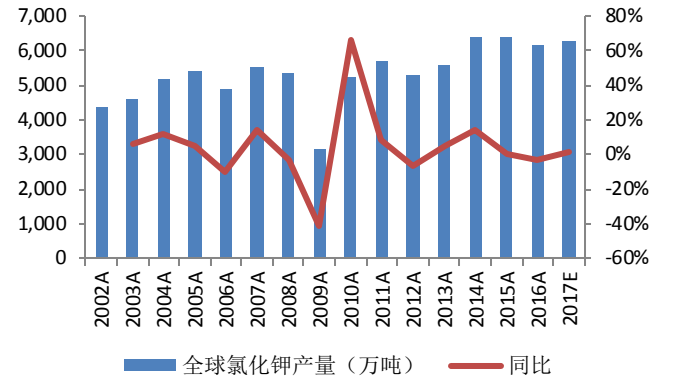
栏目	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
销售单价									
特种植物营养	792	740	850	866	811	806	785	742	722
钾产品	578	415	504	500	423	375	347	263	282
碘和衍生物	277	248	412	478	321	216	211	151	188
工业化学品	756	743	760	877	877	812	774	808	809
单吨成本									
特种植物营养	575	529	582	586	632	643	555	569	575
钾产品	362	275	306	297	309	272	245	234	233
碘和衍生物	107	139	174	178	141	126	149	125	149
工业化学品	376	409	455	580	632	482	565	523	547
单吨毛利									
特种植物营养	**216**	**211**	**268**	**279**	**179**	**164**	**230**	**173**	**147**
钾产品	**217**	**140**	**198**	**203**	**113**	**103**	**102**	**29**	**49**
碘和衍生物	**169**	**109**	**238**	**300**	**180**	**89**	**63**	**26**	**39**
工业化学品	**380**	**334**	**305**	**297**	**245**	**331**	**209**	**285**	**261**

资料来源：Bloomberg，华创证券

5、盈利预测：氯化钾价格企稳复苏、硝酸钾持续扩张提升毛利水平

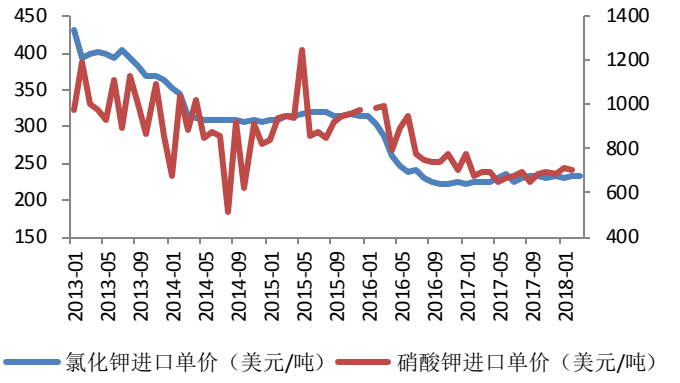
全球氯化钾价格底部企稳、温和复苏。2016 年因中国需求下滑，氯化钾价格持续快速下跌，也导致全球氯化钾产量同比下降 4%至 6,196 万吨。2017 年巴西需求复苏，但氯化钾价格仍处于低位，全球氯化钾产量预计为 6,300 万吨，同比增加仅为 2%。未来三年，因价格仍处于低位，企业盈利有限，价格下跌空间有限，价格有望温和复苏。但同时，鉴于全球氯化钾产能仍在增加，产能超过 9,000 万吨/年，产能仍然充裕，价格大幅上涨可能性也较低。我们预计 2018E/20019E/2020E 全球氯化钾价格分别为 248/268/288(美元/吨)，同比增加 20/20/20(美元/吨)。

图表 23 全球钾肥产量及同比



资料来源:Wind，华创证券

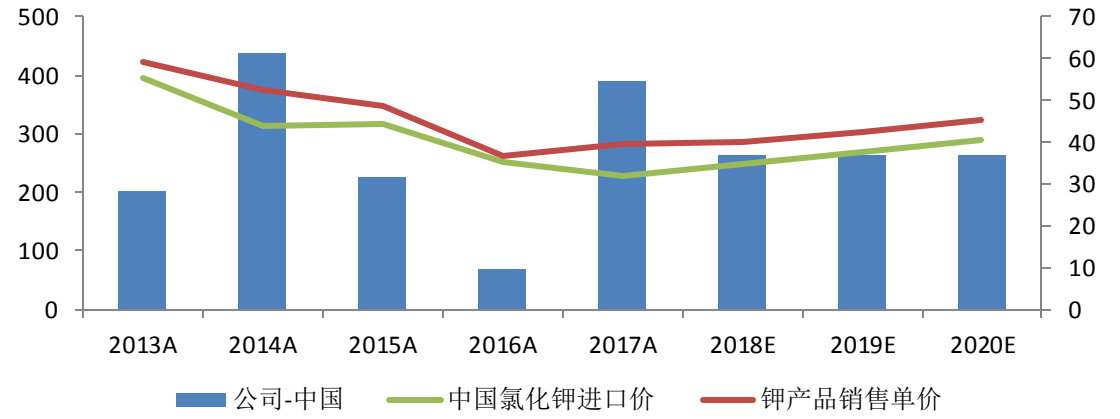
图表 24 中国氯化钾及硝酸钾进口单价



资料来源:Wind，华创证券

紧邻全球增长最快的钾肥市场、价格持续处于升水状态。全球钾肥主要分布在北半球的加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等地，主产国也多集中在该地区。巴西农业高速发展，已成为全球第三大钾肥需求国，也是需求增长最快的国家。公司距离巴西较近，氯化钾持续处于升水状态。未来有望继续保持 30 美元/吨的升水。

图表 25 氯化钾价格预测（美元/吨）



资料来源: Wind，Bloomberg，华创证券

毛利：量价齐升稳增长可期。基于成本稳定、价格温和上涨和硝酸钾产量提升等假设，我们预测公司钾及相关业务 2018E/2019E/2020E 毛利将分别为 216/235/252 (百万美元)。

图表 26 钾业务业绩测算

栏目	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
特种植物营养（硝酸钾）								
销售单价（美元/吨）吨）	811	806	785	742	722	722	722	722
单位成本（美元/吨）	632	643	555	569	575	577	578	579
单位毛利（美元/吨）	179	164	230	173	147	144	144	143
销量（万吨）	85	88	83	84	97	117	117	117
钾产品（氯化钾）								
销售单价（美元/吨）/	423	375	347	263	282	285	305	325

栏目	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
吨）								
单位成本（美元/吨）	309	272	245	234	233	237	238	239
单位毛利（美元/吨）	113	103	102	29	49	48	67	86
销量（万吨）	143	156	124	153	134	100	100	100
毛利（百万美元）	314	305	318	190	208	216	235	252

资料来源：Bloomberg，华创证券测算

（四）SQM 盈利预测及估值

1、保守盈利预测：长期增长可期

基于 2018E/2019E/2020E 锂销售价格分别为 12,969/11,297/10,167(美元/吨)，锂产量分别为 6.02/8.22/11.22(万吨)，锂和钾特许权使用费按照新方法计征等假设，我们预计 **2018E/2019E/2020E 公司的净利润分别为 400 百万美元/483 百万美元/663 百万美元**。

图表 27　SQM 保守盈利预测

栏目	指标	单位	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
价格													
碳酸锂	国内价	万元/吨	5.34	14.94	15.00	13.00	11.00	10.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
硝酸钾	中国进口	美元/吨	936	773	680	680	680	680	680	680	680	680	680
氯化钾	中国进口	美元/吨	315	253	228	248	268	288	288	288	288	288	288
锂和衍生物	销售单价	美元/吨	5,763	10,355	12,969	12,969	11,797	12,482	11,834	11,834	11,834	11,834	11,834
特种植物营养	销售单价	美元/吨	785	742	722	722	722	722	722	722	722	722	722
钾产品	销售单价	美元/吨	347	263	282	285	305	325	325	325	325	325	325
产销量													
碳酸锂	产能	万吨		4.80	4.80	7.00	10.00	10.00	11.60	14.10	16.60	19.10	21.60
氢氧化锂	产能	万吨			0.60	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
锂和衍生物	销售量	万吨	3.87	4.97	4.97	6.02	8.22	11.22	11.22	12.82	15.32	17.82	20.32
特种植物营养	销售量	万吨	83.1	84.08	96.62	116.62	116.62	116.62	116.62	116.62	116.62	116.62	116.62
钾产品	销售量	万吨	124.18	153.47	134.43	100	100	100	100	100	100	100	100
净利润	合计	百万美元	213	278	428	380	447	595	563	618	704	792	879
Cauchar-Olaroz 归属净利润	合计	百万美元						38	57	71	71	71	71
MountHolland 归属净利润	合计	百万美元						21	77	77	77	77	77
SQM合计归属净利润	合计	百万美	213	278	428	380	447	654	698	766	853	941	1,027

栏目	指标	单位	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
		元											

资料来源：Bloomberg，华创证券测算

2、乐观盈利预测：业绩爆发潜力巨大

基于 2018E/2019E/2020E 锂销售价格分别均为 17,637 美元/吨(按照人民币 13 万元/吨)直接折算，锂产量分别为 6.02/8.22/11.22(万吨)，锂和钾特许权使用费按照新方法计征等假设，我们预计 **2018E/2019E/2020E 公司的净利润分别为 481 百万美元/604 百万美元/876 百万美元**。

图表 28　SQM 乐观盈利预测

栏目	指标	单位	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
市场价													
碳酸锂	国内价	万元/吨	5.34	14.94	15.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00	13.00
硝酸钾	中国进口价	美元/吨	936	773	680	680	680	680	680	680	680	680	680
氯化钾	中国进口价	美元/吨	315	253	228	248	268	288	288	288	288	288	288
锂和衍生物	销售单价	美元/吨	5,763	10,355	12,969	17,637	17,094	17,094	17,094	17,094	17,094	17,094	17,094
特种植物营养	销售单价	美元/吨	785	742	722	722	722	722	722	722	722	722	722
钾产品	销售单价	美元/吨	347	263	282	285	305	325	325	325	325	325	325
销售量													
碳酸锂	产能	万吨		4.80	4.80	7.00	10.00	10.00	11.60	14.10	16.60	19.10	21.60
氢氧化锂	产能	万吨			0.60	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
锂和衍生物	销售量	万吨	3.87	4.97	4.97	6.02	8.22	11.22	11.22	12.82	15.32	17.82	20.32
特种植物营养	销售量	万吨	83.1	84.08	96.62	116.62	116.62	116.62	116.62	116.62	116.62	116.62	116.62
钾产品	销售量	万吨	124.18	153.47	134.43	100	100	100	100	100	100	100	100
SQM净利润	合计	百万美元	213	278	428	481	604	781	776	861	995	1,130	1,264
Cauchar-Olaroz归属净利润	合计	百万美元						59	94	117	117	117	117
MountHolland归属净利润	合计	百万美元						37	147	147	147	147	147
SQM合计归属净利润	合计	百万美元	213	278	428	481	604	876	1,017	1,125	1,258	1,394	1,528

资料来源：Bloomberg，华创证券

3、估值比较：静态偏高、成长性最好

采用 PE 估值，公司 PE 为 29 倍，在可比公司中处于高水平。采用 EV/EBITDA 估值，公司 EV/EBITDA 为 14 倍，高于 ALB 和 FMC，在可比公司中处于中等水平。但考虑到公司拥有全球最优质 Atacama 的盐湖资源的最大面积开采权，产能扩张潜力最大、成长性最好，估值仍具备合理性。

图表 29　SQM 估值比较

名称	Ticker	市值 (CLP)	BF P/E	BF EV/EBITDA	BF EV/EBIT	BF EV/Rev	LF P/BV
智利化工矿业公司	SQM/B CI	914	29	14	18	6	7
当前相对可比公司溢价均值		0	38	4	16	22	39
均值(包括 SQM/B CI)		530	21	13	16	5	5
中值		665	20	14	16	5	4
最低		37	14	11	13	3	3
最高		914	29	16	18	7	7
可比公司							
雅保公司	ALB US	733	19	12	15	4	3
FMC 公司	FMC US	782	14	11	13	3	4
赣锋锂业	002460 CH	504	20	16	18	7	12
天齐锂业	002466 CH	665	22	14	17	9	6
Orocobre	ORE AU	77	28	53	47	40	4

资料来源：Bloomberg，华创证券

三、盈利预测及估值

考虑到定增仍未落地，暂时不对公司业绩进行调整。维持假设 2018E/2019E/2020E 碳酸锂价格分别为 13.8/11/10(万元/吨)，锂精矿产量分别为 65/95/129(万吨)，锂产品产量 4.0/5.8/8.2(万吨)。我们预计公司的归属净利润将分别为 28.31/33.91/39.26(亿元)，对应的 EPS 分别为 2.48/2.97/3.44(元/股)。对应 5 月 22 日 59.79 元/股的收盘价，PE 分别为 24/20/17（倍）。基于未来碳酸锂价格下跌可控和公司的成长性，维持公司的“推荐”评级。

四、风险提示

锂价下跌超预期、SQM 股东纠纷、智利的政治经济风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,524	8,040	14,654	19,666
应收票据	1,286	1,286	1,286	1,286
应收账款	324	372	469	564
预付账款	19	18	28	38
存货	477	685	473	561
其他流动资产	234	234	234	234
流动资产合计	7,865	10,637	17,144	22,350
其他长期投资	2,140	2,140	2,140	2,140
长期股权投资	660	660	660	660
固定资产	1,467	1,235	1,040	875
在建工程	1,951	1,951	6	10
无形资产	3,014	3,014	3,014	3,014
其他非流动资产	742	742	742	742
非流动资产合计	9,975	9,743	7,602	7,443
资产合计	**17,840**	**20,380**	**24,746**	**29,793**
短期借款	842	0	0	0
应付票据	108	108	108	108
应付账款	566	549	821	1,137
预收款项	192	220	278	334
其他应付款	71	71	71	71
一年内到期的非流动负债	227	227	227	227
其他流动负债	525	525	525	525
流动负债合计	2,530	1,699	2,028	2,401
长期借款	1,433	1,433	1,433	1,433
应付债券	2,527	2,527	2,527	2,527
其他非流动负债	715	715	715	715
非流动负债合计	4,675	4,675	4,675	4,675
负债合计	**7,205**	**6,374**	**6,703**	**7,076**
归属母公司所有者权益	9,070	11,901	15,292	19,218
少数股东权益	1,565	2,105	2,751	3,498
所有者权益合计	**10,635**	**14,005**	**18,043**	**22,717**
负债和股东权益	**17,840**	**20,380**	**24,746**	**29,793**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**2,964**	**3,363**	**4,597**	**4,797**
现金收益	2,878	3,608	4,162	4,618
存货影响	-6	-208	212	-88
经营性应收影响	-170	-47	-106	-106
经营性应付影响	399	11	329	373
其他影响	-138	0	0	0
投资活动现金流	**-2,909**	**-1**	**1,945**	**-5**
资本支出	-1,974	-1	1,945	-5
股权投资	-93	0	0	0
其他长期资产变化	-841	0	0	0
融资活动现金流	**3,967**	**-847**	**71**	**221**
借款增加	1,587	-842	0	0
财务费用	-55	-5	71	221
股东融资	2,229	0	0	0
其他长期负债变化	207	0	0	0

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**5,470**	**6,277**	**7,908**	**9,518**
营业成本	1,633	1,583	2,368	3,279
营业税金及附加	56	65	81	98
销售费用	38	44	36	39
管理费用	258	126	158	145
财务费用	55	5	-71	-221
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资收益	11	0	0	0
营业利润	**3,426**	**4,454**	**5,336**	**6,177**
营业外收入	50	0	0	0
营业外支出	24	0	0	0
利润总额	**3,452**	**4,454**	**5,336**	**6,177**
所得税	840	1,084	1,299	1,503
净利润	**2,612**	**3,370**	**4,037**	**4,674**
少数股东损益	467	539	646	748
归属母公司净利润	**2,145**	**2,831**	**3,391**	**3,926**
NOPLAT	2,636	3,374	3,984	4,507
EPS(摊薄)（元）	1.88	2.48	2.97	3.44

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	40.1%	14.8%	26.0%	20.4%
EBIT 增长率	39.1%	28.0%	18.1%	13.1%
归母净利润增长率	41.9%	32.0%	19.8%	15.8%
获利能力				
毛利率	70.1%	74.8%	70.1%	65.5%
净利率	47.7%	53.7%	51.1%	49.1%
ROE	23.7%	23.8%	22.2%	20.4%
ROIC	23.5%	24.6%	20.2%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	40.4%	31.3%	27.1%	23.8%
债务权益比	54.0%	35.0%	27.2%	21.6%
流动比率	310.9%	626.0%	845.2%	930.9%
速动比率	292.0%	585.7%	821.9%	907.6%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转天数	21	21	21	21
应付帐款周转天数	125	125	125	125
存货周转天数	105	156	72	62
每股指标(元)				
每股收益	1.88	2.48	2.97	3.44
每股经营现金流	2.60	2.94	4.03	4.20
每股净资产	7.94	10.42	13.39	16.83
估值比率				
P/E	32	24	20	17
P/B	8	6	4	4
EV/EBITDA	20	16	14	12

资料来源：公司公告，华创证券预测

有色金属组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学金融学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年荣获新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级研究员：王保庆

湘潭大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：胡金

北京化工大学管理学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

研究员：华强强

香港科技大学理学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500