

天齐锂业 (002466)

证券研究报告
2019年11月22日

即将走出债务阴霾 资源产能双增长 迎接行业曙光

公司目前处于三重底部：1，锂行业在 19 年供需格局恶化，行业处于底部；2，公司资源与加工产能尚未释放，处于产量底部；3，公司因收购 SQM 股权带来大量财务费用，处于业绩底部。

影响公司业绩的高昂财务费用正在逐渐得到解决。收购 SQM 产生的 35 亿美元债务有望通过配股、发行可转债、发行港股得到初步解决，其余部分有望通过公司稳定的经营性净现金流入在期限内逐步偿还。在债务问题得到解决后，公司的财务费用有望下降 16 亿元，对净利润的影响有望减少 13.6 亿元（公司所得税率 15%）。公司的业绩有望在行业出现回暖前得到改善。

公司 20 年产量有望增长 50%，产能有望翻倍。公司奎纳纳基地一期 2.4 万吨氢氧化锂生产基地已经建成，产线得到全球头部电池厂的认可，供货协议已经覆盖奎纳纳产量的 50%。20 年产量有望增长 50%；随着奎纳纳二期和遂宁基地的建设，公司产能有望从 4 万吨提升至 10.8 万吨。产销量增长有望成为下一阶段公司业绩增长的主要驱动力。

锂行业供需状况有望出现改善。18-19 年作为锂资源放量主力的澳洲锂矿山在锂精矿价格下跌的压力下，已经开始停产和减产，20 年锂资源放量低于预期是大概率事件，锂价有望企稳；20 年开始，欧洲传统车厂有望集中提出其新能源主力纯电动车型；5G 推广可能带来换机潮；需求增长有望超出市场预期。20 年锂的供需状况有望得到边际改善。公司产量增长配合行业回暖，业绩有望出现双击式增长。

盈利预测与评级：我们将公司 2019-2021 年的净利润预测分别调整为 1.15 亿元，7.85 亿元和 20.75 亿元（从 4.01 亿元、7.79 亿元和 20.51 亿元调整）对应 11 月 21 日收盘价 28.37 元，公司的动态 P/E 分别为 281 倍，54 倍和 20 倍。公司有望开始走出债务阴霾，资源加工双增长，迎来行业改善的曙光，因此维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车产量不及预期的风险，5G 建设进度低于预期的风险，锂资源放量超预期的风险，锂价继续下跌的风险，公司融资受阻的风险，公司债务偿还的风险，汇率波动的风险等。

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.37 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,141.99
流通 A 股股本(百万股)	1,139.34
A 股总市值(百万元)	32,398.20
流通 A 股市值(百万元)	32,323.18
每股净资产(元)	8.90
资产负债率(%)	75.23
一年内最高/最低(元)	39.97/22.75

作者

杨诚笑	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002 yangchengxiao@tfzq.com	
孙亮	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003 sunliang@tfzq.com	
陈霸鑫	联系人
chenbaxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天齐锂业-公司点评:氢氧化锂再下一城 有望进入大众体系》2019-09-25
- 《天齐锂业-半年报点评:全球锂盐龙头地位日渐稳固》2019-08-27
- 《天齐锂业-季报点评:财务费用影响业绩 配股转债走出阴霾》2019-04-30

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,470.04	6,244.42	5,087.61	5,986.50	8,106.00
增长率(%)	40.09	14.16	(18.53)	17.67	35.40
EBITDA(百万元)	3,755.23	4,376.14	3,171.53	3,538.28	4,878.58
净利润(百万元)	2,145.04	2,200.11	115.15	785.29	2,075.34
增长率(%)	41.86	2.57	(94.77)	581.95	164.28
EPS(元/股)	1.88	1.93	0.10	0.53	1.40
市盈率(P/E)	15.10	14.73	281.35	53.63	20.29
市净率(P/B)	3.57	3.20	2.90	3.43	2.93
市销率(P/S)	5.92	5.19	6.37	7.04	5.20
EV/EBITDA	15.81	14.41	19.33	19.66	13.96

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 债务问题有望得到逐步解决	4
1.1. 财务费用拖累公司业绩	4
1.2. 35 亿美元借款有望得到逐步解决	5
1.3. 公司盈利有望从底部开始提升	6
2. 公司锂盐产能继续提升	6
2.1. 公司加工产能提升在即	6
2.2. 加工技术领先，产品质量得到海外企业的认可	7
2.3. 优势资源保证产量增长	8
3. 锂资源供需有望改善	10
3.1. 锂价接近底部区域	10
3.2. 澳洲锂矿矿企开始减产/停产，供给过剩压力有望大幅减缓	11
3.2.1. 锂精矿价格逼近澳矿企成本线	11
3.2.2. 澳洲锂矿供应增长放缓，部分矿企开始减产/停产	11
3.2.3. 2020 年全球锂资源供给增长有限	12
3.3. 欧洲车厂进入 EV 时代和 5G 换机潮有望带来需求超预期	13
3.3.1. 传统车厂进入纯电动时代	13
3.3.2. 5G 换机潮带来 3C 需求的双击式增长	14
3.4. 锂的供需有望出现边际改善	15
4. 盈利预测与评级	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司有望从三重底部逐步提升	4
图 2：财务费用侵蚀公司利润（单位：亿元）	5
图 3：公司现金流入有望覆盖全部债务	6
图 4：公司毛利率维持高位	6
图 5：公司经营活动现金流充沛（单位：亿元）	6
图 8：公司产品质量得到海外企业的认可	8
图 6：SQM 锂盐单位生产成本（美元/吨）	9
图 7：Atacama 盐湖 Lease Payment 征收标准	9
图 9：澳洲锂精矿进入放量期	10
图 10：国内新能源汽车销量低于预期	10
图 11：锂价不断下跌	11
图 12：澳洲锂精矿产销量增长放缓（未包含 Greenbushes 数据）-单位：吨	12
表 1：公司 35 亿美元贷款期限分布	5
表 5：公司锂加工产能有望达到 10 万吨	7
表 2：公司锂矿石和锂盐湖资源布局完整	8

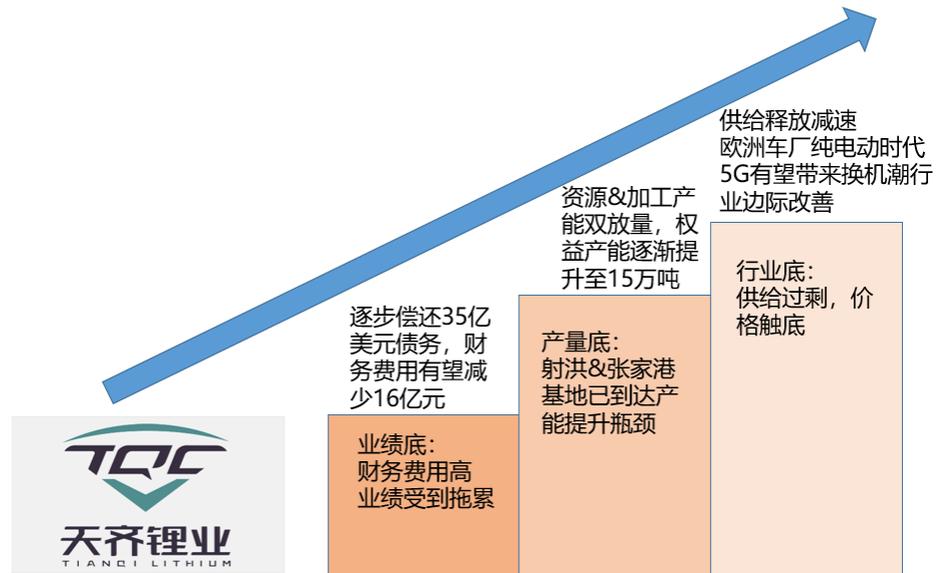
表 3: Greenbushes 成本优势明显	9
表 4: 锂价对 SQM 租约费用影响较大	10
表 6: 澳洲锂精矿售价跌破 600 美元/吨 (美元/吨)	11
表 7: 全球锂资源供给增长有限	12
表 8: 欧洲车厂在 18 年前后做出新能源汽车规划	13
表 9: 全球手机大厂纷纷推出 5G 手机	14
表 10: 5G 手机电池电量明显高于非 5G 手机	14
表 11: 理行业供需格局有望改善	15
表 12: 公司产量增长有望迎来行业回暖	15

公司目前处于三重底部：1，锂行业在 19 年供需格局恶化，行业处于底部；2，公司资源与加工产能尚未释放，处于产量底部；3，公司因收购 SQM 股权带来大量财务费用，处于业绩底部。

公司利润有望早于锂行业回暖而回升，通过资源产能双扩张在行业回暖中得到双击式增长：

1，财务费用有望通过年底前就可能完成的配股等多种融资方式解决，业绩有望最先得到改善；2，公司资源和加工产能将在 20 年进入释放期，产品质量得到了全球头部电池厂的认可，50%的产品已经得到预定；3，随着欧洲车厂进入纯电动时代，5G 换机潮即将到来，需求增速有望继续提升；澳洲矿山出现关停，资源扩张不及预期，锂行业有望迎来边际改善。

图 1：公司有望从三重底部逐步提升



资料来源：公司公告、天风证券研究所

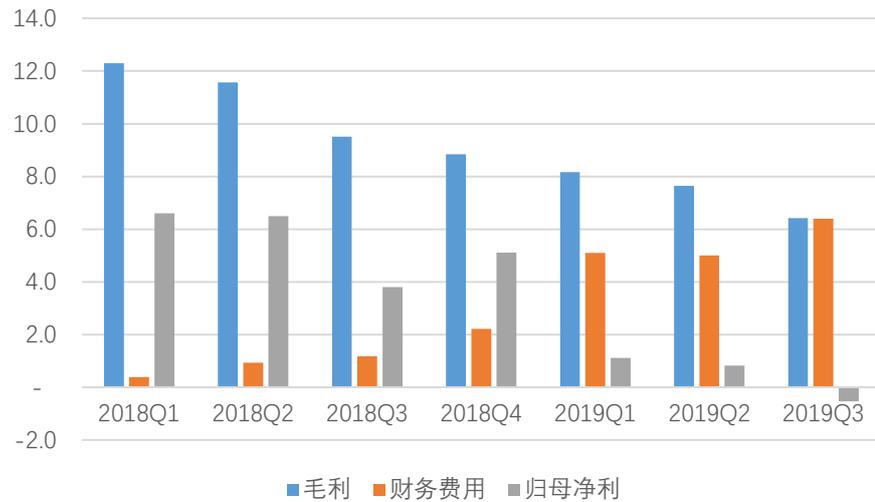
1. 债务问题有望得到逐步解决

影响公司业绩的高昂财务费用正在逐渐得到解决。收购 SQM 产生的 35 亿美元债务有望通过配股、发行可转债、发行港股以及其他融资方式得到初步解决，其余部分有望通过公司稳定的经营性净现金流入在期限内逐步偿还。在债务问题得到解决后，公司的财务费用有望下降 16 亿元，对净利润的影响有望减少 13.6 亿元（公司所得税率 15%）。

1.1. 财务费用拖累公司业绩

财务费用拖累公司业绩。根据公司 2018 年年报披露，公司收购 SQM 的借款对应 235.64 亿元债务，鉴于 18 年现金流量表中 2.01 亿元用于支付远期结售汇、承兑保证金，合理推测公司锁定了汇率。自 2018 年 4 季度起，公司的财务费用大幅攀升，2019 年前三季度公司财务费用达到 16.5 亿元，与 18 年同期相比增加 14 亿元，预计全年财务费用超过 20 亿元，公司业绩受到拖累。

图 2: 财务费用侵蚀公司利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.2. 35 亿美元借款有望得到逐步解决

公司 35 亿美元借款需要在 2023 年底前偿还完毕。公司于 2018 年 12 月 5 日完成了 SQM 股权的交割, 按此推算, 公司 35 亿美元并购借款中的 23 亿美元的还款期限为 1+1, 应于 2020 年 12 月偿还; 其余 12 亿美元还款期限为 3+1+1, 应于 2023 年 12 月偿还。

表 1: 公司 35 亿美元贷款期限分布

贷款人	贷款类别	贷款金额 (亿美元)	期限	利率
中信银行 (国际) 有限公司牵头的银团		10	1+1	Libor+边际利率, 续借利率在原有利率基础上加 0.2%
中信银行成都有限公司牵头的银团	A	13	1+1	
	B	12	3+1+1	

资料来源: 《天齐锂业:2018-062 号关于深圳证券交易所重组问询函的回复公告》、天风证券研究所

公司配股即将完成。根据公司配股方案, 公司拟 10 股配 3 股的方式向原股东配售 3.43 亿股, 募集资金不超过 70 亿元, 募集资金主要用于偿还贷款。10 月 14 日, 该配股方案已经收到证监会核准批复, 预计年底前配股能够顺利完成。

可转债方案有望进一步降低负债。公司发行可转换债券方案已经通过股东大会, 预计可募集资金总额不超过 50 亿元。

公司还备有港股发行方案。公司发行港股已经获得证监会核准, 根据公告信息, 公司预计发行不超过 3.28 亿股, 即使考虑折价, 发行港股有望融资接近 50 亿元。若配股、可转债和港股顺利完成发行, 公司有望募集 170 亿元用于偿还债务, 23 亿美元的两年期债务有望率先得到偿还。假设所有债务利率相近, 这部分债务得到偿还后公司的财务费用有望减少 10.8 亿元左右。

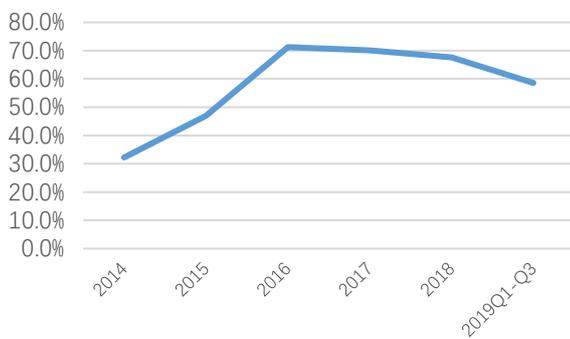
图 3：公司现金流入有望覆盖全部债务

两年期 23亿美元 (155亿人民币)			五年期 12亿美元 (81亿人民币)	
配股 70亿	可转债 50亿	港股/其它 50亿	5年经营性现金流 90亿	5年SQM 分红30亿

资料来源：公司公告、天风证券研究所

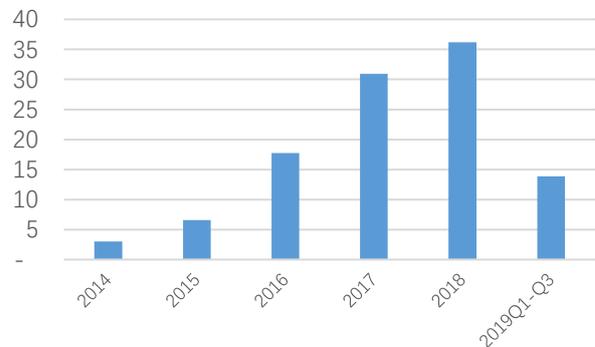
经营性净现金流入有望偿还剩余贷款。公司 2019 年前三季度经营性现金流为 13.84 亿元，全年有望达到 18.5 亿元，以此为基础计算 5 年经营性净现金流与有望达到 92.5 亿元。随着泰利森二期项目和奎纳纳项目一期投产，公司资源和冶炼加工产能双双放量，公司的经营性现金流有望继续提升。

图 4：公司毛利率维持高位



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：公司经营现金流充沛 (单位：亿元)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

SQM 有望继续维持 100%分红： 2021 年 SQM 计划将锂盐产能扩大至 12 万吨，净利润有望自 3.5 亿美元起步逐步提升。公司与 PAMPA 在 2019 年达成协议，促进 SQM 未来尽量现金分红。

公司通过净现金流入偿还剩余贷款可以说绰绰有余。在负债全部得到偿还后，公司的财务费用有望降低 16 亿元。债务对税后净利润的影响有望减少 13.6 亿元。

1.3. 公司盈利有望从底部开始提升

公司有望迎来业绩拐点。在 19 年底公司配股完成后，因收购 SQM 产生的财务费用有望开始下降，全部 235.64 亿元债务有望于 2023 年 12 月前全部偿还，公司财务费用有望降低 16 亿元。公司因高额财务费用承压的公司业绩有望逐步改善，并随着公司资源和加工能力双重放量而持续增长。

2. 公司锂盐产能继续提升

公司 20 年产量有望增长 50%，产能有望翻倍。公司奎纳纳基地一期 2.4 万吨氢氧化锂生产基地已经建成，产线得到全球头部电池厂的认可，供货协议已经覆盖奎纳纳产量的 50%。20 年产量有望增长 50%；随着奎纳纳二期和遂宁基地的建设，公司产能有望从 4 万吨提升至 10.8 万吨。产销量增长有望成为下一阶段公司业绩增长的主要驱动力。

2.1. 公司加工产能提升在即

公司产能提升在即。公司目前在产锂盐产能约 4 万吨/年，远期有望形成 10.8 万吨锂盐产能。SQM 在 Atacama 盐湖有望于 2021 年形成 12 万吨产能，

射洪和张家港在产产能 4 万吨。射洪基地是公司最初的生产基地，张家港基地拥有国内自动化程度最高的碳酸锂生产线，两处基地产能合计达到 4 万吨。子公司重庆昆瑜锂业拥有 600 吨金属锂及锂型材产能。

澳洲奎纳纳基地一期建成。公司澳洲奎纳纳基地分两期建设 4.8 万吨氢氧化锂生产基地。其中一期 2.4 万吨产线预计将于 19 年底投产，在 20 年逐渐达到设计产能。

遂宁安居 2 万吨锂盐项目已经开始建设。公司在四川遂宁安居建设的 2 万吨电池级碳酸锂项目已经键入建设期。在建锂盐加工项目完成后，**公司将拥有 10.8 万吨锂盐加工产能。**

表 2：公司锂加工产能有望达到 10 万吨

项目规划		预计投产时间
射洪基地	2 万吨锂盐产能	在产
张家港基地	2 万吨锂盐产能	在产
西澳基地	西澳一期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	预计 2019 年底投产
	西澳二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	2019 之后
遂宁基地	遂宁一期 2 万吨碳酸锂生产线	2019 之后
金属锂	昆瑜锂业铜梁工厂 600 吨金属锂及锂型材产能	

资料来源：公司 2018 年年报、天风证券研究所

SQM 享有 Atacama 盐湖 8.19 万公顷面积矿产资源开采权。根据 SQM 与 CORFO 初步协议公司在 2030 年之前可生产 220 万吨 LCE。SQM 目前在 Atacama 盐湖的锂盐产能达到 7 万吨，公司预计在 2021 年将产能提升至 12 万吨。

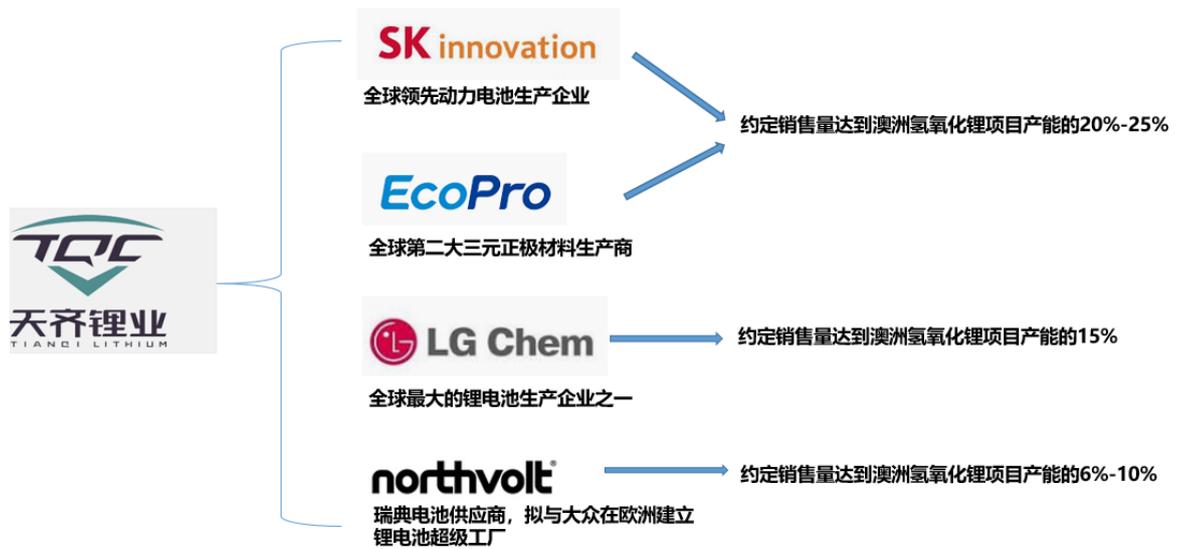
澳大利亚 Mt.Holland 锂矿计划产能 4.5 万吨。SQM 出资 1.1 亿美元与澳洲锂矿勘探公司 Kidman Resources 合资设立 WA Lithium (西澳锂业) 开发 Mt.Holland 锂矿，SQM 持有 50% 股权。根据规划，西澳锂业将在 Kwinana 镇建设 Mount Holland 项目的配套锂精炼厂，设计锂盐产能 4.5 万吨。

公司未来锂盐产能有望达到 10.8 万吨，2021 年 SQM 盐湖端产能有望达到 12 万吨，Mt Holland 新增锂盐产能 4.5 万吨，届时公司的权益锂盐产能将合计达到 15 万吨。占到 2018 年全球产量比例的 47%。

2.2. 加工技术领先，产品质量得到海外企业的认可

产品质量优质，进入核心车厂供应链。公司射洪基地子公司已经收到德国莱茵 TÜV 集团颁发的汽车质量管理体系认证证书，德国莱茵 TÜV 集团是德国政府指定的德国汽车工业顾问，同时也是宝马、奔驰、大众等知名主机厂所指定的体系标准技术合作机构。公司此次获得其证书，表明公司产品质量已经符合全球顶尖车厂的质量管理体系的标准及相关要求。

图 6：公司产品质量得到海外企业的认可



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司已经成为韩国和欧洲顶尖电池/正极材料企业供应商，公司先后与 SKI、Ecopro、LG 化学和 Northvolt 等客户签订供货协议，约定的单一年度销售量合计占到公司氢氧化锂建设项目达产后年产能的 41%-50%。公司有望进一步在全球新能源汽车领域拓展市场。

2.3. 优势资源保证产量增长

公司拥有行业内最优质的锂矿山资源和盐湖资源。公司控股澳洲品位最高的锂矿山泰利森 Greenbushes 矿山，国内资源端布局甘孜雅江措拉锂辉石矿及西藏扎布耶盐湖。此外公司持有南美锂巨头 SQM 25.86% 股权，SQM 拥有 Atacama 盐湖 220 万吨采矿许可和澳大利亚锂矿山 MT Holland 50% 股权。

表 3：公司锂矿石和锂盐湖资源布局完整

矿山	权益	资源量 (万吨)	品位	折合 LCE(万吨)	生产情况
Greenbushes 矿山	51.00%	17850	2.10%	878	锂辉石在产产能 74 万吨，二期新增产能 60 万吨 19 年年底投产
甘孜州雅江县锂辉石矿采矿权	100.00%	1971.4	1.30%	63	未生产
Mt.Holland	12.93%	17500	1.50%	703	原计划 21 年投产
Atacama 盐湖	25.86%	813 (锂离子)	镁锂比 6.4	4297	锂盐产能 7 万吨, 2021 年扩至 12 万吨
扎布耶盐湖	20.00%	184.1	镁锂比较低	-	产能 5000 吨

资料来源：公司 2018 年年报、天风证券研究所

公司控股的 Greenbushes 是澳洲成本最低的锂矿山。Greenbushes 资源量 1.78 亿吨，折合碳酸锂当量 878 万吨，平均品位高达 2.1%，单吨锂精矿成本在 210 美元左右，远低于澳洲其他矿山。目前 Greenbushes 的锂精矿产能为 74 万吨，第二座锂精矿工厂预计将于 19 年年底投产，项目建设完成后，Greenbushes 的锂精矿年产能由 74 万吨提升至 134 万吨。

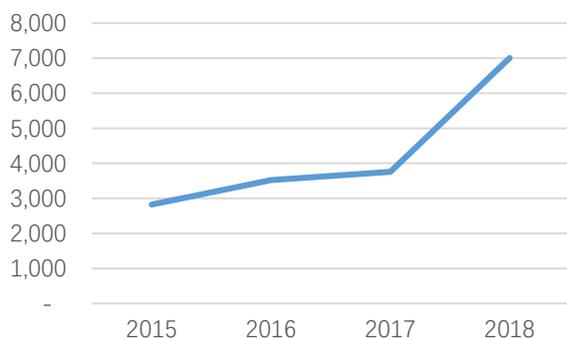
表 4: Greenbushes 成本优势明显(美元/吨)

公司	矿山	成本口径	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
Galaxy Resources	Mt Cattlin	Cash Cost	358	332	391	577	453	337	387
Altura Resources	Pilgangoora	Cash Cost	-	-	-	-	-	392	365
Pilbara Minerals	Pilgangoora	Cash Cost	-	-	-	-	-	528	530
Alita Resources	Bald Hill	Cash Cost	-	-	-	824	553	545	
Mineral Resources	Mt Marion	Average Cost	2018Q3-2019Q2 年度 average cost 约为 417 美元/吨						
Talison	Greenbushes	Average Cost	2018 年与 2019 年上半年平均生产成本约为 210 美元/吨						

资料来源: 公司官网、天风证券研究所

Atacama 盐湖成本优势明显。SQM 享有 Atacama 盐湖 8.19 万公顷面积矿产资源开采权。按照 SQM2017 年年报, 阿塔卡玛盐湖的锂离子资源总量高达 813 万吨, 折合碳酸锂 4297 万吨, 盐湖镁锂比仅为 6.4。2016-2017 年 SQM 生产成本低于 3800 美元/吨, 18 年智利政府提高了租约费, 生产成本提高至 7000 美元/吨。由于租约费率与锂价高度关联, 我们预计 19 年锂价下跌后租约费用将大幅降低, SQM 的成本优势有望再度显现, 利润出现回升。

图 7: SQM 锂盐单位生产成本 (美元/吨)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所,

图 8: Atacama 盐湖 Lease Payment 征收标准

Price US\$/MT Li ₂ CO ₃	Lease payment rate
\$0 - \$4,000	6.8%
\$4,000 - \$5,000	8.0%
\$5,000 - \$6,000	10.0%
\$6,000 - \$7,000	17.0%
\$7,000 - \$10,000	25.0%
> \$10,000	40.0%

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 5：锂价对 SQM 租约费用影响较大

不同锂价下 Lease Payment 费用		
锂价格假设（单位：美元/吨）	15000	10000
4000 档以下征收金额	272	272
4000-5000 档征收金额	80	80
5000-6000 档征收金额	100	100
6000-7000 档征收金额	170	170
7000-10000 档征收金额	750	750
>10000 档征收金额	2000	0
Lease Payment 征收金额总计	3372	1372

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 锂资源供需有望改善

19 年锂行业的供需格局空前恶化，澳洲锂矿山全面放量，供给持续增加。国内新能源补贴下降，新能源汽车产销量不及预期；5G 手机还未大规模销售，消费者等待换机推迟购买；需求不及预期。供需情况恶化带来锂价不断下跌。

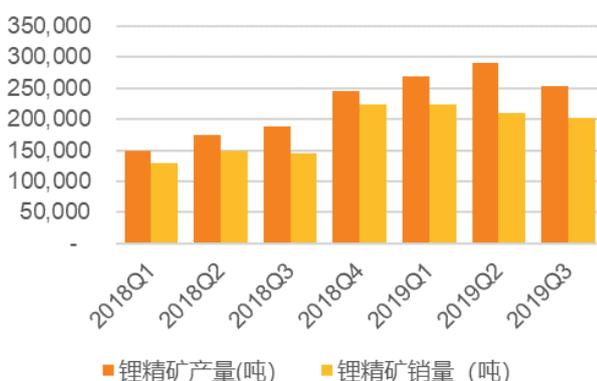
18-19 年作为锂资源放量主力的澳洲锂矿山在锂精矿价格下跌的压力下，已经开始停产和减产，20 年锂资源放量低于预期是大概率事件，锂价有望企稳；20 年开始，欧洲传统车企有望集中提出其新能源主力纯电动车型；5G 推广可能带来换机潮；需求增长有望超出市场预期。20 年锂的供需状况有望得到边际改善。

3.1. 锂价接近底部区域

澳洲锂矿企业放量，19 年供给增加。澳洲的新兴锂矿山在 19 年进入了放量期。Mt Marion/Wodgina/Mt Cattlin/Pilgangoora(Pilbara)/pilgangoora(Altura)/Bald Hill 六座锂矿山 19 年前三季度生产锂精矿 81.4 万吨（约折合 10 万吨 LCE），同比增加 58.98%。

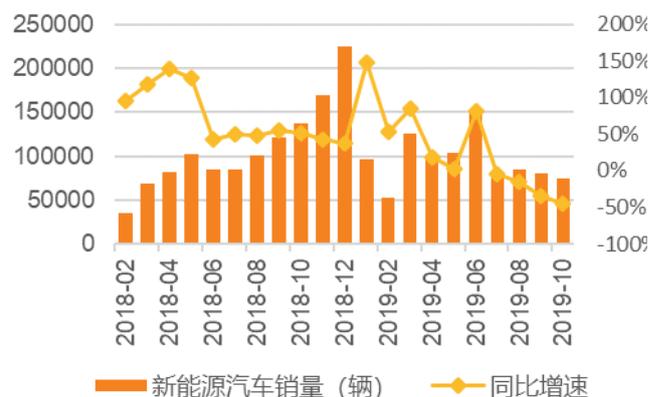
需求不及预期。国内由于新能源补贴下降，新能源汽车销量不及预期，根据中汽协统计 19 年 1-10 月全国新能源汽车销售 94.74 万量，同比增长 10.15%，低于预期；其中 10 月新能源汽车销量 7.51 万量，同比下降 45.6%，环比下降 5.9%。5G 手机尚未大规模销售，根据 IDC 统计 2019 年上半年智能手机销量 6.44 亿部，同比下滑 4.44%。

图 9：澳洲锂精矿进入放量期



资料来源：天风证券研究所，公司公告

图 10：国内新能源汽车销量低于预期



资料来源：天风证券研究所，Wind

锂价不断下跌。19 年锂行业供给增加，需求不及预期，供需格局恶化，锂价不断下跌。

图 11: 锂价不断下跌



资料来源: Wind、天风证券研究所

3.2. 澳洲锂矿矿企开始减产/停产, 供给过剩压力有望大幅减缓

低迷锂价下, 澳洲锂供给增长放缓。锂矿山成本普遍高于盐湖提锂成本, 2015 年之间锂价长期在 3-4 万元之间徘徊, 当时只有 Greenbushes 这样的低成本矿山能够盈利, 然而随着锂价在 2015-2017 期间的大幅上涨, 期间澳洲大量矿山投入生产, 造成锂资源短期的严重过剩。随着锂价的回落, 2017-2019 投产的高成本矿山将首先受到冲击。2019 年三季度以来, 部分矿企陷入经营困境, 过剩产能开始出清, 澳洲锂资源供给的不确定性大幅增加。

3.2.1. 锂精矿价格逼近澳矿企成本线

锂精矿价格继续下跌。2019 年锂行业的阶段性过剩加剧, 锂价继续下跌, 电池级碳酸锂价格跌破 6 万元/吨。锂精矿价格通常采用前一季度的锂盐价格作为参照, 三季度澳洲锂精矿价格普遍已经跌破 600 美元/吨, 由于三季度锂盐价环比仍然下跌 15%, 四季度锂精矿价格预计也将跟随进一步下跌。

表 6: 澳洲锂精矿售价跌破 600 美元/吨 (美元/吨)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
MRL (Mt Marion)	901	962	1,071	931	792	682	609
Altura	-	-	-	-	601	600	599
Pilbara	-	-	-	742	675	644	550-600
Alita (Alliance)	-	-	-	-	780	749	
Galaxy	900	975	893	928			

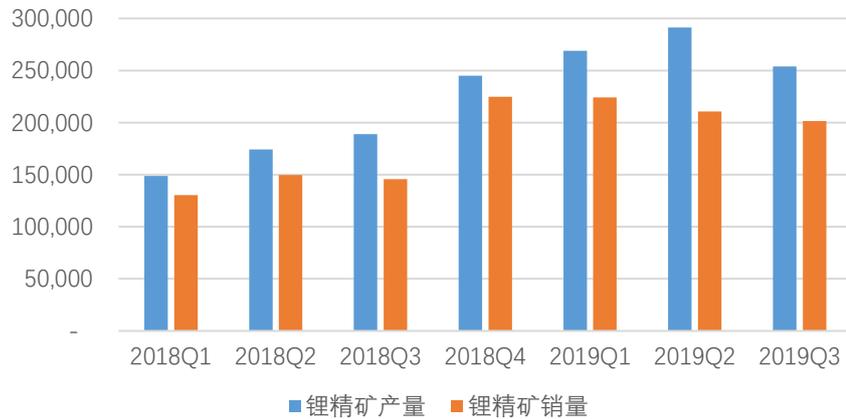
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

锂价逼近各矿山生产成本。除天齐锂业旗下 Greenbushes 矿山以外, 其他大部分矿山的生产成本预计都超过 400 美元/吨, 部分矿山目前的现金成本已高于 500 美元/吨。在目前的锂精矿价格下, 高成本矿山将面临较大经营压力, 未来的生产计划可能会出现进一步调整。

3.2.2. 澳洲锂矿供应增长放缓, 部分矿企开始减产/停产

澳洲锂资源的大规模扩张已经告一段落。从产量来看, 澳洲锂矿 2017 以来年快速放量, Greenbushes 之外的矿山在 2019 年二季度合计产量达到阶段高点 29 万吨, 三季度回落至 25 万吨。Greenbushes 预计 19 年锂精矿产量略高于 18 年的 72.5 万吨。2020 年唯一的锂精矿增量将来自于 Greenbushes 二期项目的爬产, 其余锂矿企在当前锂价下普遍陷入经营困境, 先后宣布减产/停产。目前 Alita 已经进入破产托管, Wodgina 进入维护, Pilbara 开始减产, Mt Cattlin 预计减产, Altura 面临现金枯竭, 20 年西澳锂精矿的产量大幅低于预期是大概率事件。

图 12: 澳洲锂精矿产销量增长放缓 (未包含 Greenbushes 数据) -单位: 吨



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

Wodina 矿山暂停生产。 Mineral Resources 和 ALB 分别持有 Wodgina 40% 和 60% 权益。Wodgina 原本是 2019 年拟投产的最大锂矿项目, 三条线全部达产后锂精矿年产能将达到 75 万吨。截止到三季度末, Wodgina 项目仅生产锂精矿 2.2 万吨。根据 Mineral Resources 最新公告, 公司宣布考虑到锂行业的市场情况, Wodgina 项目将暂停生产转入到维护状态。

Alita 进入破产托管程序。 Alita 旗下拥有 Bald hill 矿山, 该矿山第一期规划锂精矿年产能 18 万吨, 在 18 年 2 季度投产。Bald Hill 锂精矿成本高于澳洲其他矿山, 19 年 2 季度该项目的锂精矿现金成本仍接近 550 美元/吨。该矿山投产后经营性现金流短期内也难以大幅好转, 2019 年 8 月, 公司由于无法按期偿还借款而进入破产托管程序。

Galaxy 2020 年减产。 Galaxy 旗下拥有 Mt Calltin 矿山, 锂精矿年产能达到约 20 万吨, 该项目于 2016 年投产。公司预计在 2020 年降低原矿开采量, 锂精矿产量将维持在当前 75% 左右的水平。

Altura 现金流面临枯竭。 Altura 拥有 Pilgangoora 锂矿项目, 该项目一期锂精矿设计产能 22 万吨, 于 2018 年三季度投产。Altura 的 Pilgangoora 爬产进度较好, 但是项目的经营现金流持续为负, 截至 2019 年三季度末, Altura 账面现金仅剩约 100 万元澳币。若 Altura 不能及时获取新的融资, 未来同样有可能面临破产危机。

Pilbara 宣布减产。 Pilbara 旗下 Pilgangoora 一期项目拥有锂精矿产能 33 万吨, 该项目于 2018 年 3 季度投产。在 2019 年三季度 Pilbara 表示考虑到当前的市场情况, 公司将开始削减产量。按着公司 3 季度产量削减规模, 公司锂精矿年产量将降至 15 万吨以下。

3.2.3. 2020 年全球锂资源供给增长有限

澳洲锂资源供给增长放缓。 考虑到各大矿山的减产和停产, 20 年澳洲矿山几乎没有增量。如果锂精矿价格能继续维持在 500 美元/吨以上, 20 年澳洲锂精矿的供给可能维持在 190 万吨左右, 折合锂盐约 24 万吨, 如果锂精矿价格跌破 500 美元/吨, 不排除澳洲锂精矿产量进一步收缩的可能性。

2020 年全球锂供给增长有限。 2020 年南美盐湖的主要增量将来自于 SQM 的扩产, 考虑到智利当前的动荡格局, Atacama 盐湖的扩产具有不确定性, 而南美地区的其他盐湖扩产主要在 2021 年之后。我国青海盐湖和锂云母预计有少量新增供给, 但是产品仍主要以工业级碳酸锂为主。我们预计 2020 年锂供给小幅增长 4 万吨至 47 万吨左右。

表 7: 全球锂资源供给增长有限

公司 (单位: 吨)	项目	2017	2018	2019E	2020E
天齐锂业	Talison	646,470	724,043	780,000	1,000,000
MRL/ALB	Wodgina	-	-	40,000	-

MRL/赣锋	Mt Marion	197,300	435,000	450,000	450,000
Altura	Altura-Pilganga	-	33,173	160,000	160,000
Pilbara	Pilbara-Pilganga	-	58,874	165,000	160,000
Galaxy	Mt Cattlin	155,679	156,689	200,000	150,000
Alita	Bald Hill	-	68,546	90,000	-
澳洲锂辉石供给合计		999,449	1,476,325	1,875,000	1,920,000
澳洲合计 (吨 LCE)		128,134	189,272	240,385	246,154
南美盐湖 (吨 LCE)		124,092	122,573	135,000	147,500
其他地区 (吨 LCE)		25,000	40,000	60,000	80,000
全球合计 (吨 LCE)		277,226	351,845	435,385	473,654

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.3. 欧洲车厂进入 EV 时代和 5G 换机潮有望带来需求超预期

20 年后锂的需求有望再次进入快速增长期。欧洲传统车厂在 17 年前后推出新能源汽车的计划，欧洲车厂推出一款车型一般需要 3-4 年，20 年开始将成为欧洲车厂新能源纯电动车型的密集投放期，新能源汽车的需求有望进入快速增长期。5G 手机已经陆续推出，20 年有望迎来换机潮，从而带动 3C 需求继续增长。锂的需求增速有望在 20 年重新进入高速增长期。

3.3.1. 传统车厂进入纯电动时代

大众为代表的传统车厂进入纯电动时代。大众集团近日宣布公司将在未来五年内投入 330 亿欧元用于电气化领域的支出，计划到 2029 年推出多至 75 款电动汽车和 60 款混合动力汽车，预计电动汽车销量将增加至 2600 万辆。与混动直接在原本车型上更改不同，纯电动新能源汽车需要专门的新车型，传统车厂一般 3-4 年推出新车型。以大众集团为代表的欧洲传统汽车企业大部分都在 17 年-18 年开始进军新能源汽车领域，2020 年有望成为欧洲传统汽车企业的纯电动元年。除了大众以外，奥迪计划在 2025 年销售约 80 万辆纯电动车型和插电式混动车型；福特计划在未来六年在欧洲地区生产超过 60 万辆电动车；通用宣布到 2026 年全球销售 100 万辆纯电动汽车。预计 2020 年后，欧洲纯电动汽车销量有望进入快速增长期。

表 8：欧洲车厂在 18 年前后做出新能源汽车规划

车企	发布	2020-2021 车型规划
奥迪	2018	基于 PPE 平台，BEV 2020: e-tron GT 概念车、A3 尺寸的纯电动概念车、Q4 e-tron 概念车
福特	2018	2 款纯电动 (Mustand-inspired SUV BEV (2020), Transit BEV (2021))
通用	2016	投产新一代的 BEV3 电动平台，推出该品牌的首款电动化的产品(2021)；并在 2 年之后设计出最多 23 款电动汽车。
宝马	2019	i1 和 iNEXT (2021)
戴姆勒奔驰	2019	奔驰 S 级纯电动版车型将加入 EQ 系列 (2020) 基于 MEA 平台打造的奔驰 MQS (2021)
雷诺	2019	Twingo 的电动版本，佐伊(Zoe)(2021)
标致雪铁龙	2019	2021 年将推出 DS7、标致 3008、标致 508 等共计 8 款插混车型和 DS3、标致 208、标致 2008 等 7 款纯电动车型
大众	2018	计划到 2029 年推出多至 75 款电动汽车和 60 款混合动力汽车，预计电动汽车销量将增加至 2600 万辆

资料来源：公司官网、marklines、天风证券研究所，

电池企业已经做好准备。在经过一轮洗牌后，头部电池企业仍然在继续进行扩张，2020 年 LG 化学规划电池产能 68GWH，21 年有望突破 100GWH (需求约 6.35 万吨 LCE)；根据 CATL 的公告统计，截至 2022 年其电池产能有望达到 135GWH (需求约 8.57 万吨 LCE)，2024 年有望达到 229GWH (需求约 13.77 万吨 LCE)。电池厂已经开始了迎接纯电动汽车扩张的准备，有足够的空间容纳头部锂盐企业。

3.3.2. 5G 换机潮带来 3C 需求的双击式增长

5G 手机的推广有望迎来换机潮。全球排名前五的手机公司（除 iPhone 外）都在 19 年发布了 5G 机型，随着 5G 网络的逐步建设，2020 年因等待 5G 而推迟换机的需求有望得到释放，手机的增速有望再次回到 20% 以上。

表 9：全球手机大厂纷纷推出 5G 手机

公司	型号	发布时间
三星	Galaxy Note10+(5G)	2019 年 8 月
	三星 Galaxy S10 5G 版	2019 年 9 月
	三星 S10 5G 版	2019 年 9 月
	三星 A90 5G	2019 年 10 月
	三星 W20 5G	2019 年 11 月
华为	P30	2019 年 2 月
	5G 折叠屏手机华为 Mate X	2019 年 2 月
	Mate20 pro	2019 年 5 月
	Mate 20X(5G)	2019 年 7 月
	Mate 30 5G	2019 年 8 月
	mate30 Pro 5G	2019 年 9 月
	Mate X	2019 年 10 月
	nova 6	2019 年 12 月
小米	小米 MIX3 5G 版	2019 年 2 月
	小米 MIX4 5G 版	2019 年 9 月
	小米 9Pro 5G	2019 年 9 月
	小米 MIX Alpha	2019 年 9 月
	MI 9S	2019 年 9 月
oppo	OPPO Reno 5G 版	2019 年第三季度

资料来源：CNMO 手机大全、天风证券研究所，

更大的电池带来锂盐需求的双击效应。5G 更大的功率带来更大的电池需求，目前推出的 5G 手机的电池容量均在 4000mAh 以上（平均容量 4311mAh）；18-19 年主力非 5G 手机的电池容量则一般在 3000-4000mAh 之间（平均 3234mAh）；按此推断，5G 手机的应用可能将手机电池的容量提高 1000mAh。20 年在手机销量增长的同时，电池容量也会得到显著提升，3C 对锂的需求有望出现双击式增长。

表 10：5G 手机电池电量明显高于非 5G 手机

	手机型号	电池容量 (mAh)
5G 手机	P30	4000
	Mate30	4500
	vivo iQOO Pro 5G	4500
	vivo NEX 3 5G	4500
	Galaxy Note10+ SM-N9760	4300
	小米 9 pro	4000
	三星 Galaxy Fold	4380
	平均容量	4311
非 5G 手机	iPhone XR	2942
	iPhone 11 Pro	3046
	iPhone 11 Pro Max	3969

iPhone 7 Plus	2910
vivo X9	3050
OPPO R9s	3010
小米 8	3400
三星 A8+ 2018	3500
华为荣耀 10	3400
索尼 XPERIA XZ2 Compact	2870
华为 P20 Pro	4000
iphone x	2716
平均容量	3234

资料来源：ZOL 手机排行榜、天风证券研究所，

3.4. 锂的供需有望出现边际改善

20 年全球锂资源需求增速有望回升。除了新能源汽车和 3C 之外，电动工具和可穿戴设备的销量也都维持了稳定增长，我们预测 2020 年的锂需求有望增加 6 万吨达到 36.7 万吨，同比增长 19.54%。

表 11：锂行业供需格局有望改善

单位（万吨）	2016	2017	2018	2019E	2020E
新能源汽车	2.8	4.2	6.2	7.6	10.8
3C	2.7	4.3	6.0	7.1	8.8
电动工具及其他电池	0.7	0.8	1.2	1.5	1.7
玻璃陶瓷及其他需求	11.6	12.0	12.4	12.9	13.3
全球需求	18.4	22.3	27.2	30.7	36.7
全球资源供给	20.3	29.1	36.2	43.6	45.8
过剩/不足	1.9	6.7	9.0	12.9	9.1

资料来源：Wind、天风证券研究所

锂资源的供需格局有望边际改善。预计 2020 年全球锂资源过剩 9 万吨左右，相比 19 年得到边际改善。考虑到资源到最终产品的转化率，如果锂资源的过剩量维持在 10-15% 的区间就基本达到供需平衡，如果锂精矿价格进一步下降，澳洲高成本矿山进一步关停，行业可能提前达到平衡，锂价也有望企稳回升。

4. 盈利预测与评级

我们将公司 2019-2021 年的净利润预测分别调整为 1.15 亿元，7.85 亿元和 20.75 亿元（从 4.01 亿元、7.79 亿元和 20.51 亿元调整）对应 11 月 21 日收盘价 28.37 元，公司的动态 P/E 分别为 281 倍，54 倍和 20 倍。公司有望开始走出债务阴霾，资源加工双增长，迎来行业改善的曙光，因此维持“买入”评级。

表 12：公司产量增长有望迎来行业回暖

锂精矿	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产量	646470	724043	780000	1000000	1200000
销量（吨）	407214	434505	449374	570000	670000
单价（万元/吨）	0.43	0.51	0.46	0.42	0.39
成本（万元/吨）	0.12	0.14	0.15	0.15	0.16
收入（亿元）	17.51	22.02	20.76	23.94	25.80
成本（亿元）	3.97	4.94	6.19	6.92	8.78

毛利 (亿元)	6.64	12.57	15.83	13.84	15.16
锂盐	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量 (吨)	32393	37656	43000	57000	85000
单价 (万元/吨)	11.41	10.73	7.00	6.30	7.00
成本 (万元/吨)	3.49	3.73	3.75	3.75	3.75
收入 (亿元)	36.96	40.41	30.10	35.91	59.50
成本 (亿元)	11.31	14.04	16.13	21.38	31.88
毛利 (亿元)	25.66	26.37	13.98	14.54	27.63
总计	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入 (亿元)	54.70	62.44	50.88	59.87	85.31
总成本 (亿元)	16.33	20.23	23.05	30.15	42.66
总毛利 (亿元)	38.37	42.21	27.83	29.71	42.65
毛利率	70.14%	67.60%	54.70%	49.63%	49.99%

资料来源：公司公告、天风证券研究所，

5. 风险提示

新能源汽车产量不及预期的风险,5G 建设进度低于预期的风险,锂资源放量超预期的风险,锂价继续下跌的风险,公司融资受阻的风险,公司债务偿还的风险,汇率波动的风险等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,524.12	1,943.32	1,526.28	1,197.30	1,621.20	营业收入	5,470.04	6,244.42	5,087.61	5,986.50	8,106.00
应收票据及应收账款	1,610.52	1,170.56	807.96	1,632.38	1,671.95	营业成本	1,633.25	2,023.39	2,304.54	3,015.30	4,053.67
预付账款	19.04	20.38	61.27	30.25	84.97	营业税金及附加	56.27	209.23	50.88	59.86	81.06
存货	477.08	560.65	591.61	1,009.75	566.67	营业费用	38.27	43.70	35.61	35.92	40.53
其他	234.38	173.22	292.47	243.56	275.27	管理费用	234.48	369.35	254.38	281.37	340.45
流动资产合计	7,865.14	3,868.14	3,279.60	4,113.25	4,220.06	研发费用	24.01	49.05	50.00	50.00	57.36
长期股权投资	660.45	30,408.20	30,408.20	30,408.20	30,408.20	财务费用	55.31	470.92	2,070.00	1,300.00	900.00
固定资产	1,466.58	1,680.20	3,415.29	4,362.24	4,823.29	资产减值损失	7.11	13.83	10.00	10.00	0.00
在建工程	1,951.21	4,699.01	2,855.40	1,761.24	1,086.75	公允价值变动收益	(6.54)	(8.76)	(7.76)	(1.57)	3.63
无形资产	3,013.91	3,054.21	2,975.63	2,897.06	2,818.48	投资净收益	26.63	539.10	550.00	700.00	1,000.00
其他	2,882.57	924.18	871.32	845.97	880.49	其他	(24.64)	(1,051.06)	(1,084.49)	(1,396.87)	(2,007.26)
非流动资产合计	9,974.71	40,765.79	40,525.84	40,274.71	40,017.21	营业利润	3,425.90	3,585.69	854.44	1,932.48	3,636.56
资产总计	17,839.86	44,633.93	43,805.44	44,387.95	44,237.27	营业外收入	49.99	64.96	100.00	100.00	100.00
短期借款	841.60	1,938.21	3,879.09	14,430.09	15,431.03	营业外支出	24.29	16.93	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	673.87	1,128.59	279.74	1,562.94	238.69	利润总额	3,451.60	3,633.72	954.44	2,032.48	3,736.56
其他	1,014.27	1,320.45	1,239.03	1,196.40	1,324.75	所得税	839.97	829.38	209.98	447.15	747.31
流动负债合计	2,529.74	4,387.25	5,397.86	17,189.44	16,994.47	净利润	2,611.63	2,804.34	744.47	1,585.34	2,989.25
长期借款	1,433.35	25,326.06	22,379.86	8,797.11	5,969.51	少数股东损益	466.59	604.23	629.31	800.04	913.91
应付债券	2,526.75	2,327.51	1,817.52	2,223.93	2,122.99	归属于母公司净利润	2,145.04	2,200.11	115.15	785.29	2,075.34
其他	715.04	655.89	626.47	665.80	649.39	每股收益(元)	1.88	1.93	0.10	0.53	1.40
非流动负债合计	4,675.15	28,309.46	24,823.85	11,686.84	8,741.88						
负债合计	7,204.88	32,696.70	30,221.71	28,876.28	25,736.35						
少数股东权益	1,565.30	1,801.07	2,430.38	3,230.43	4,144.34	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,142.05	1,142.05	1,141.99	1,484.58	1,484.58	成长能力					
资本公积	4,189.74	4,203.16	4,203.16	4,203.16	4,203.16	营业收入	40.09%	14.16%	-18.53%	17.67%	35.40%
留存收益	7,911.09	9,896.21	10,011.37	10,796.66	12,872.00	营业利润	54.56%	4.66%	-76.17%	126.17%	88.18%
其他	(4,173.22)	(5,105.27)	(4,203.16)	(4,203.16)	(4,203.16)	归属于母公司净利润	41.86%	2.57%	-94.77%	581.95%	164.28%
股东权益合计	10,634.97	11,937.22	13,583.74	15,511.67	18,500.92	获利能力					
负债和股东权益总计	17,839.86	44,633.93	43,805.44	44,387.95	44,237.27	毛利率	70.14%	67.60%	54.70%	49.63%	49.99%
						净利率	39.21%	35.23%	2.26%	13.12%	25.60%
						ROE	23.65%	21.71%	1.03%	6.39%	14.46%
						ROIC	43.16%	40.80%	5.74%	6.29%	9.13%
						偿债能力					
						资产负债率	40.39%	73.26%	68.99%	65.05%	58.18%
						净负债率	-4.66%	237.17%	198.40%	158.94%	120.55%
						流动比率	3.11	0.88	0.61	0.24	0.25
						速动比率	2.92	0.75	0.50	0.18	0.21
						营运能力					
						应收账款周转率	3.60	4.49	5.14	4.91	4.91
						存货周转率	11.54	12.03	8.83	7.48	10.28
						总资产周转率	0.38	0.20	0.12	0.14	0.18
						每股指标(元)					
						每股收益	1.88	1.93	0.10	0.53	1.40
						每股经营现金流	2.71	3.17	1.77	2.31	2.02
						每股净资产	7.94	8.88	9.77	8.27	9.67
						估值比率					
						市盈率	15.10	14.73	281.35	53.63	20.29
						市净率	3.57	3.20	2.90	3.43	2.93
						EV/EBITDA	15.81	14.41	19.33	19.66	13.96
						EV/EBIT	16.86	15.33	20.97	21.52	15.01

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,611.63	2,804.34	115.15	785.29	2,075.34
折旧摊销	234.47	260.88	247.09	305.79	342.02
财务费用	87.50	531.60	2,070.00	1,300.00	900.00
投资损失	(26.63)	(539.10)	(550.00)	(700.00)	(1,000.00)
营运资金变动	299.34	449.37	(480.14)	145.49	(929.08)
其它	(111.69)	112.88	621.56	798.48	917.54
经营活动现金流	3,094.62	3,619.98	2,023.66	2,635.05	2,305.82
资本支出	1,872.03	33,069.50	89.42	40.67	66.41
长期投资	104.42	29,747.75	0.00	0.00	0.00
其他	(3,445.26)	(93,978.96)	416.09	578.04	879.28
投资活动现金流	(1,468.81)	(31,161.72)	505.51	618.71	945.69
债权融资	5,028.39	30,254.72	28,476.47	25,851.13	23,923.53
股权融资	2,457.00	(1,376.14)	(1,167.95)	(957.40)	(900.00)
其他	(5,221.44)	(5,335.28)	(30,254.72)	(28,476.47)	(25,851.13)
筹资活动现金流	2,263.95	23,543.31	(2,946.20)	(3,582.74)	(2,827.61)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,889.76	(3,998.44)	(417.03)	(328.98)	423.90

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com