

锂电池 II

天齐锂业 (002466.SZ) / 29.47 元

海外收购, 将掌握国内与全球定价权, 期待盈利提升与需求爆发

独到见解

公司是国内最大矿石提锂企业, 收购 Talison 将抢占全球最优质的锂矿石资源, 掌控国内与全球行业定价权, 加速跻身全球锂业巨头。公司最大看点是盈利提升与需求爆发: 即提价、布局资源链与新能源汽车市场需求爆发。

投资要点

- 国内最大矿石提锂企业收购 Talison, 抢占全球最优质的上游资源:** 泰利森拥有全球锂资源大约 31% 的市场份额, 拥有目前世界上正在开采的、储量最大、品质最好的锂辉石矿西澳大利亚 Greenbushes(格林布什矿), 是目前全球最大固体锂矿拥有者及供应商, 也是目前公司唯一的锂精矿供应商。同时供应了中国 80% 的锂精矿, 是全球最优质的上游资源。
- 将掌控国内与全球定价权, 跻身全球锂业巨头:** 若收购成功, 公司将跻身世界锂行业巨头, 定价权将大大提高。一是全球定价权: 目前全球定价权在国际几大巨头手里, 天齐跻身国际锂业巨头, 将稀释寡头格局, 参与行业定价, 确保公司盈利发展; 二是国内定价权: 我国锂资源高度对外依赖, 泰利森供应了国内 80% 的锂精矿, 国内又以矿石提锂为主, 因此公司收购泰利森将间接掌控国内碳酸锂的生产, 真正掌握国内定价权。
- 提价与成本下降带来盈利提升:** 泰利森的锂精矿是公司的唯一原料来源, 如果成功收购将具成本优势。同时将享受泰利森的产能扩张与提价为公司带来的盈利提升。这是因为全球价格上涨取决于供需不平, 而几大寡头又掌控着供给端, 控制着产能释放进度, 使得供大于求的状况较难出现, 公司未来将享受提价与成本下降带来的盈利提升。SQM 毛利在 40% 以上, 泰利森也在 30% 以上, 天齐在 20% 及以下, 提升空间巨大。
- 产业链完备, 需求爆发万事俱备:** 公司已获得措拉锂辉石矿采矿许可证, 自有矿山即将投产, 明年将收购 Talison, 上游资源稳步布局。同时, 公司参股上海航天电源技术公司生产动力电池, 实现了“锂矿-电池材料-电池”的产业链布局, 只待新能源汽车等锂电大型需求爆发。
- 投资建议: 业绩增厚有限, 估值过高。** 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.32、0.45、0.63, 对应目前估值为 91X、65X、47X。按照增发 1.7 亿股、收购 65% 股份计算, 参考泰利森 2012 年盈利水平, 增加天齐锂业净利润 0.7 亿, 增厚 EPS 0.2 元 (增发后股本 3.17 亿股)。对应天齐锂业 2013 年 EPS (增发后股本) 为 0.47 元, 比增发前仅增厚 0.02 元。
- 风险提示:** 收购与产能扩张进程低于预期, 产品提价能力下降。

主要财务指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	403	483	652	913
同比增速(%)	37%	20%	35%	40%
净利润(百万)	40	56	77	109
同比增速(%)	3%	38%	40%	40%
每股盈利(元)	0.27	0.32	0.45	0.63
市盈率(倍)	107.69	91.03	65.22	46.55

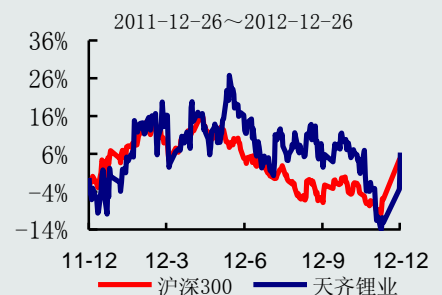
证券分析师: 李大军
 执业编号: S0360511070002
 Tel: 010-66500821
 Email: lidj@hcqz.com
 联系人: 闫思倩
 Tel: 010-66500860
 Email: yansiqian@hcqz.com

投资评级

投资评级: 不评级
 评级变动: 不评级

公司基本数据

总股本(万股)	14700
流通 A 股/B 股(万股)	3860/0
资产负债率(%)	6.2
每股净资产(元)	10.05
市盈率(倍)	91.03
市净率(倍)	2.93
12 个月内最高/最低价	36.56/22.3

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

目 录

一、国内最大锂加工企业收购澳 Talison，抢占全球最优质的锂矿石资源.....	5
（一）天齐锂业：国内规模最大、技术水平最高的锂加工企业.....	5
（二）收购：精心备战、差最后一步（已获得 19.99% 股份）.....	8
（三）泰利森：全球最大锂精矿供应商，供应中国 80% 的锂精矿.....	10
二、跻身全球锂业巨头：增强定价权，缓解寡头格局.....	13
（一）全球格局：锂资源被三大寡头垄断.....	13
1、锂资源分类：矿石与盐湖.....	14
2、提锂技术：锂矿与盐湖提锂.....	16
3、全球市场被三大寡头垄断 80%.....	19
4、国内提锂的情况.....	22
（二）提价：需求稳增，供给不足.....	26
（三）公司定价权将提高.....	29
（三）碳酸锂涨价对公司盈利水平的提高.....	29
三、公司最大看点：盈利提升与需求爆发.....	34
（一）向上游资源延伸：盈利提升.....	34
（二）向下游拓展，布局新需求爆发.....	35
四、投资建议：.....	35

图表目录

图表 1	公司产品产能.....	5
图表 2	公司各产品销量预测.....	6
图表 3	天齐锂业产能情况.....	6
图表 4	天齐锂业分产品收入情况.....	6
图表 5	公司主要产品及应用.....	6
图表 6	国内碳酸锂产能：天齐锂业最大（*表示目前未复产）.....	7
图表 7	国内锂产品企业：天齐锂业规模最大.....	7
图表 8	公司股权结构.....	8
图表 9	竞购泰利森历程及日程表.....	9
图表 10	公司目前的股东结构.....	9
图表 11	Bloomberg 泰利森的营业收入与预测.....	10
图表 12	Bloomberg 泰利森的营收与毛利润预测.....	10
图表 13	Bloomberg 泰利森分季度的营业收入、毛利润与增速.....	10
图表 14	最近五年格林布什锂精矿的产量情况如下（千吨）：.....	11
图表 15	格林布什锂矿位置.....	11
图表 16	格林布什锂矿当地地质图.....	12
图表 17	格林布什最近三年的锂精矿经营情况：.....	12
图表 18	泰利森目前的股东：.....	13
图表 19	全球锂资源分布.....	13
图表 20	全球锂产品产能分布.....	13
图表 21	2011 年锂产品市场份额：2011 年总市场 136500MT.....	14
图表 22	2011 年锂产品市场下游应用比例：电池占比 33%.....	14
图表 23	全球锂盐湖分布.....	15
图表 24	锂三角：智利、玻利维亚、阿根廷.....	15
图表 25	全球盐湖的储量情况.....	15
图表 26	全球锂矿石分布.....	16
图表 27	全球锂资源与生产企业.....	16
图表 28	固体锂矿提锂工艺.....	17
图表 29	固体锂矿提锂.....	17
图表 30	三种提锂方法比较.....	18
图表 31	固体提锂产业链.....	18
图表 32	盐湖提锂加工.....	19
图表 33	SQM 的营业收入与毛利率水平.....	20
图表 34	三大巨头锂产品收入占总收入比重.....	21

图表 35	银河资源从产品到市场规划.....	22
图表 36	中国锂资源与企业分布.....	23
图表 37	我国盐湖开采情况.....	23
图表 38	西台吉乃尔盐湖（上）与扎布耶盐湖卤水沉锂工艺路线图（下）.....	24
图表 39	国内两种卤水提锂核心方法简单对比.....	24
图表 40	赣锋锂业提锂产业链.....	25
图表 41	我国企业的生产工艺.....	25
图表 42	我国锂生产企业的资源来源.....	26
图表 43	全球锂产品历史销量及增速：历史复合增速 6%.....	26
图表 44	Talison 预测的全球锂产品需求增长：.....	27
图表 45	Talison 预测的全球供给情况.....	27
图表 46	Talison 预测全球供需依然较紧.....	28
图表 47	下游锂电池需求.....	28
图表 48	全球混合动力销量预测及预测.....	29
图表 49	今年受智利发大水影响，3、4 月进口量大幅萎缩，目前已大幅恢复.....	30
图表 50	今年 4 月开始，受国内供不应求影响出口量减少，目前依然较少.....	31
图表 51	近期价格维稳，国内电池级碳酸锂的最低与最高价格走势（元/公斤）.....	31
图表 52	全球碳酸锂价格走势及生产成本.....	32
图表 53	天齐锂业工业级碳酸锂和电池级碳酸锂的生产成本.....	32
图表 54	全球锂产品综合业务毛利水平.....	32
图表 55	天齐锂业各产品毛利水平.....	33
图表 56	赣锋锂业毛利水平.....	33
图表 57	碳酸锂价格走势.....	34
图表 58	全球锂产品综合业务毛利水平.....	34

一、国内最大锂加工企业收购澳 Talison， 抢占全球最优质的锂矿石资源

(一) 天齐锂业：国内规模最大、技术水平最高的锂加工企业

天齐锂业是全国规模最大的锂产品生产企业，电池级碳酸锂国内市场份额超过 60%，同时是锂矿石深加工技术领跑者。公司在国内占据高端锂产品市场，积极拓展产业链，获取资源，降低生产成本，向下游拓展，布局电池级锂产品下游，形成了从矿山、到锂电池电极原材料到锂电池电芯的产业链布局。

目前公司主要产品包括碳酸锂（工业级、电池级、高纯级）、无水氯化锂、氢氧化锂、磷酸二氢锂，金属锂和磷酸铁锂等。现在产能为：碳酸锂产能近 9000 吨，包括工业级 3000 吨、电池级 6000 吨、氢氧化锂产能 2000 吨、氯化锂产能 1500 吨、二氢锂 200 吨、高纯碳酸锂 600 吨，和金属锂 200 吨。

公司在建及最近部分投产项目包括 5000 吨氢氧化锂项目和 5000 吨电池级碳酸锂项目。在建的 5000 吨氢氧化锂项目包括 3000 吨电池级氢氧化锂，和 2000 吨工业级氢氧化锂，二者之间可相互调整）预计今年氢氧化锂新增产能超过 1000 吨，5000 吨电池级碳酸锂项目已完全投产，今年新增 2000 吨（2011 年已投产 3000 吨）。到今年底公司各类锂产品产能合计将达到 1.5-2 万吨左右（2011 年底为 1.3 万吨），全部达产后，公司有望在明年迎来高增长。尤其是氢氧化锂产能将由 2000 吨增长至 7000 吨。

受益于国内正极三元材料大幅增长，主要用于三元材料生产的电池级氢氧化锂供不应求，2000 吨的产能严重不足，随着氢氧化锂项目的投产，有效的解决了公司的产能瓶颈。预计电池级氢氧化锂的需求增速或将超过电池级碳酸锂。年初以来的锂产品提价，使得公司氢氧化锂供不应求，产能的释放将直接兑现业绩。

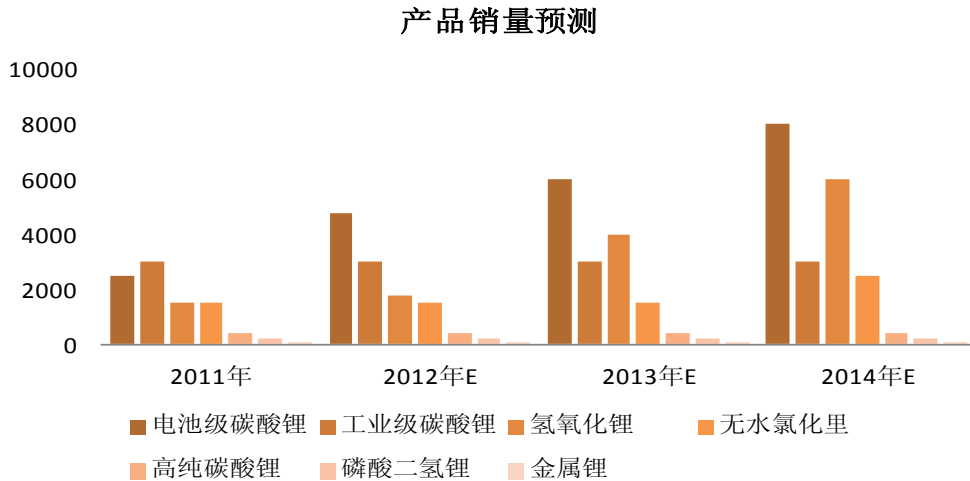
图表 1 公司产品产能

产品	原有产能	新增产能	合计产能	今年实际达产产能	说明
电池级碳酸锂	3000	5000	8000	6000	5000 吨电池级碳酸锂项目已完全投产，今年新增 2000 吨（2011 年已投产 3000 吨），今年产能将达到 6000 吨
工业级碳酸锂	3000		3000	3000	
单水氢氧化锂	2000	5000	7000	3000	预计射洪今年氢氧化锂新增产能超过 1000 吨，达到 3000 吨，但雅安华汇产能 2000 吨自年 9 月 1 日起停产
无水氯化锂	1500		1500	1500	
高纯碳酸锂/磷酸二氢锂	600		600	600	其中二氢锂 200 吨、高纯碳酸锂 400 吨
金属锂		200	200	200	

资料来源：华创证券

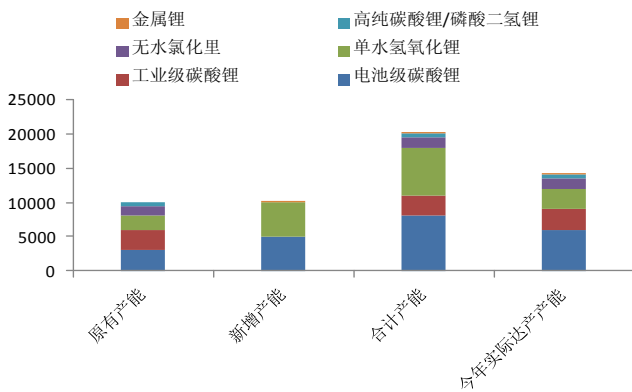
我们预计 2012 年公司各产品总销量接近 1.2 万吨，同比增长 20%以上。

图表 2 公司各产品销量预测



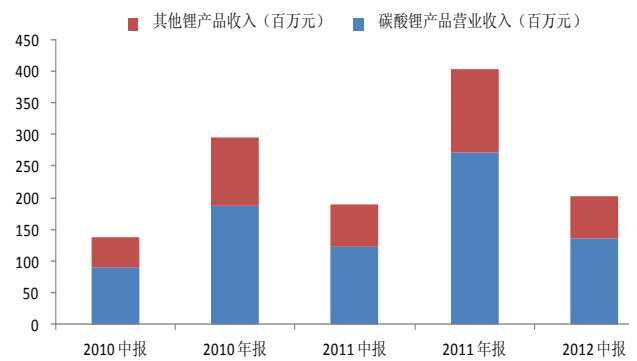
资料来源: 华创证券

图表 3 天齐锂业产能情况



资料来源: 华创证券

图表 4 天齐锂业分产品收入情况



资料来源: 华创证券

公司 2012 年 1-9 月公司实现营业收入 3.07 亿元, 同比增长 2.8%; 归属上市公司股东净利润 0.38 亿元, 同比增长 17.55%, 每股收益 0.26 元。2012 年三季度单季实现营业收入 1.05 亿元, 同比减少 3.1%, 实现归属上市公司股东净利润 0.16 亿元, 同比增长 29.72%。2010 年与 2011 年, 公司销售额分别实现-4%和 37%的增长。预计 2012 年全年营业额增长在 20%左右, 受提价影响, 利润增速要好于营收增速。

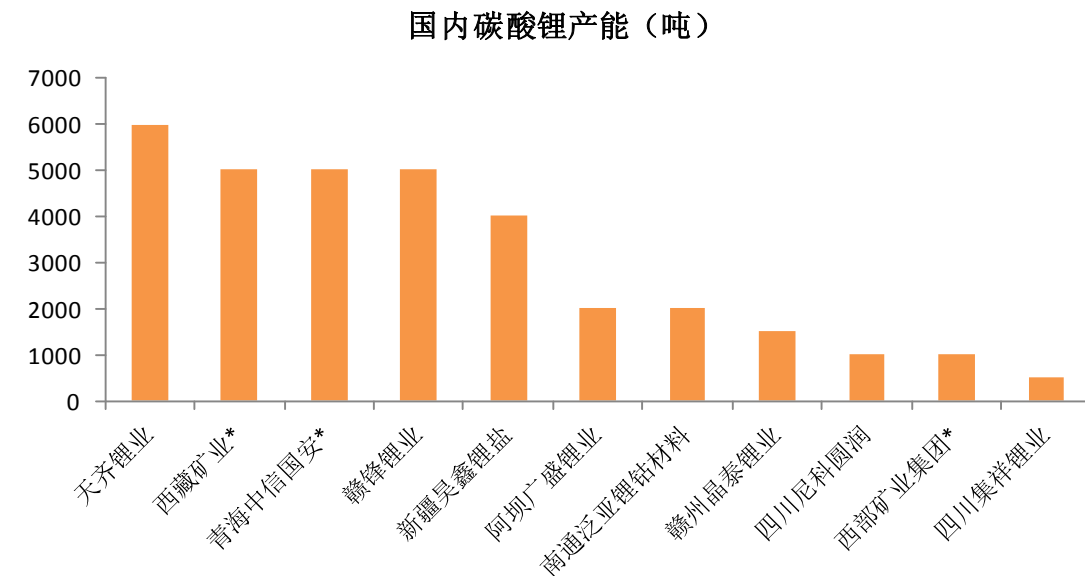
图表 5 公司主要产品及应用

公司锂产品主要用途	锂产品	用途	应用领域
基础锂盐	工业级碳酸锂	1) 主要用于制取各种深加工锂产品; 2) 玻璃陶瓷工业	玻璃陶瓷、原料
	氢氧化锂	1) 用于制锂盐及锂基润滑脂; 2) 碱性蓄电池的电解液	石油、化工
	氯化锂 (工业级)	1) 电解制备金属锂; 2) 铝的焊剂、非冷冻型空调吸湿剂及特种水泥添加剂	冶金、水泥
锂深加工产品	电池级碳酸锂	1) 生产二次锂离子电池的各种材料	电池材料
	金属锂 (高纯级、电池级、工业级)	1) 制药、合成橡胶、香料等; 2) 核裂变反应堆中作为制冷剂	医药、化工、核电

资料来源: 华创证券

国内锂产品生产企业主要有新疆吴鑫锂盐、天齐锂业、阿坝广盛锂业、四川尼科圆润、四川集祥锂业、西藏矿业、青海中信国安、西部矿业集团、赣锋锂业、南通泛亚锂钴材料、赣州晶泰锂业等。其中天齐锂业规模最大总产能超过 1 万吨。

图表 6 国内碳酸锂产能：天齐锂业最大（*表示目前未复产）



资料来源：华创证券

图表 7 国内锂产品企业：天齐锂业规模最大

公司	碳酸锂	氢氧化锂	资源	备注
新疆吴鑫锂盐	4000	3000	新疆锂辉石、锂云母	7000 吨基础锂盐产能，400 吨金属锂产能；
天齐锂业	6000	2000	进口澳矿	13 年将新增 2000 吨电池级碳酸锂产能；12 年年底将新增 5000 吨氢氧化锂产能；
阿坝广盛锂业	2000	3000	四川金川	
四川尼科圆润	1000	3000	四川马尔康	
四川集祥锂业	500	3000	进口澳矿和国内采购	
西藏矿业	5000		西藏扎布耶盐湖	计划 2012 年 6 月复产，停滞。
青海中信国安	5000		东、西台吉乃尔盐湖	2011 年下半年开始停产检修，目前计划 7 月复产。
西部矿业集团	1000		东、西台吉乃尔盐湖	停产技改前碳酸锂理论产能 3000 吨，实际 1000，目前计划 6 月复产，复产后理论产能将扩大到 7000 吨/年。
赣锋锂业	5000+		进口卤水或锂矿石	碳酸锂 5000 多吨，其中电池级碳酸锂 4000 多吨。
南通泛亚锂钴材料	2000			2000 吨产能中 50% 为电池级碳酸锂；兼营代理 Chemtall 公司的锂产品
赣州晶泰锂业	1500		锂辉石	

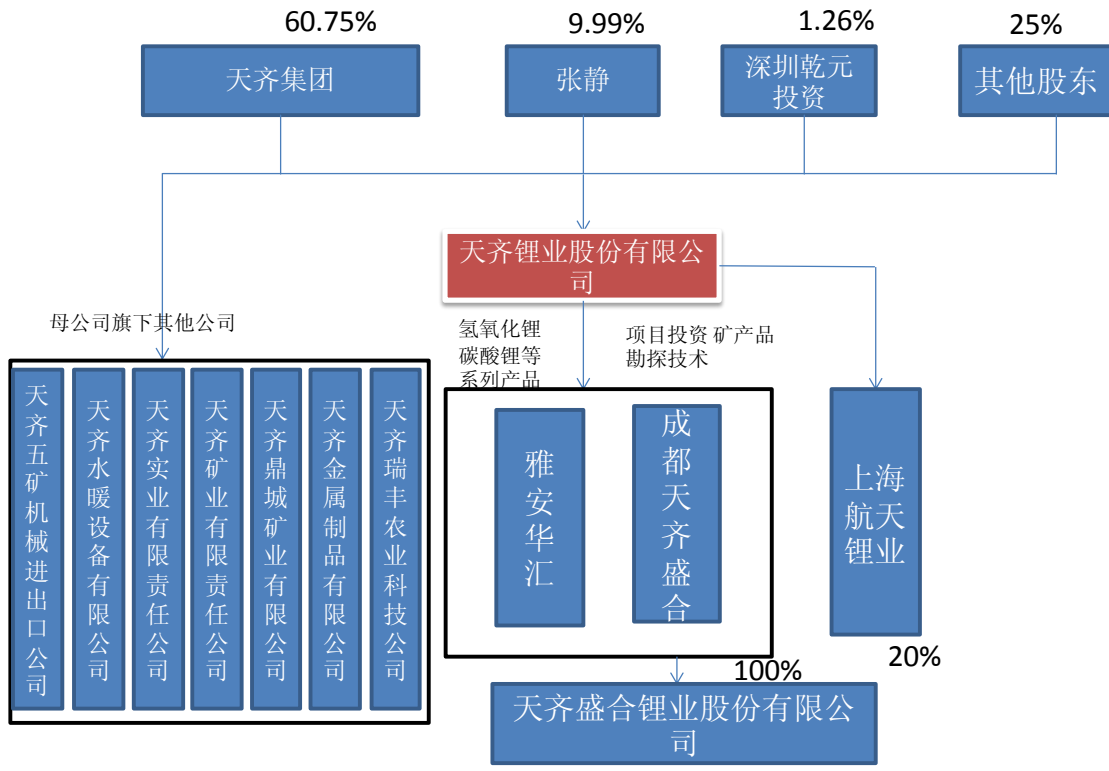
资料来源：华创证券

公司是国内同行业中唯一拥有以锂辉石直接生产电池级碳酸锂的企业，技术竞争优势明显。目前采用矿石提锂技术路线生产工业级碳酸锂已较为成熟，但以较低成本从锂矿石原料直接生产电池级碳酸锂及无水氯化锂等高端锂产品的规模化生产仍然具有较高的难度。公司成功

开发矿石提锂的新工艺路线，实现了以锂辉石为原材料直接生产电池级碳酸锂和无水氯化锂等高端锂产品技术的产业化。

另外公司新建的锂辉石焙烧工段在国内率先采用了 PLC 自控系统，从锂辉石的进料到硫酸锂浸出液的产出，包括尾气处理系统，全程实现了自动化控制。采用自动控制后，矿石晶转化率、酸化率和浸出率均有较大提高，氧化锂回收率显著提高。

图表 8 公司股权结构



资料来源：华创证券

(二) 收购：精心备战、差最后一步（已获得 19.99%股份）

天齐锂业自 2012 年 12 月 7 日开始停牌，2012 年 12 月 24 日复牌披露定增预案，公司拟以 24.6 元/股的价格向不超过 10 名特定对象发行不超过 1.7 亿股，预计募集资金不超过 40 亿元，公司拟以不超过 37 亿元购买控股股东天齐集团持有的泰利森的 19.99%或 65%的股权，以 1 亿元购买持有的天齐矿业 100%的股权。随着下属的四川雅江措拉锂辉石矿开采逐步形成产能，公司的锂辉石产品和伴生矿产也需要对外销售。经过公司充分论证，决定同时收购天齐矿业 100%的股权。

泰利森是公司最大上游材料供应商，本次定增将有利于加强资源掌控，提高国内与全球定价权，增强公司抵御风险的能力，泰利森整合注入公司后，天齐锂业将从目前单纯的锂加工企业，升级转型为掌握大量优质锂矿资源、产业链更完善并具有国际话语权的跨国锂业公司，跻身世界锂行业龙头行列。

目前天齐集团通过其澳洲子公司文菲尔德已合法间接持有 19.99%泰利森股权。文菲尔德以协议安排方式收购泰利森已取得两国政府批准，并与泰利森签署了《协议安排实施协议》。文菲尔德收购泰利森剩余 80.01%的股权还需取得泰利森股东大会审议通过及澳大利亚法院程序性听证。

图表 9 竞购泰利森历程及日程表

日期	日程安排
2013年3月20日	完成交割
2013年3月6日	澳大利亚法院第二次听证
2013年2月27日	泰利森股东大会审议天齐集团的协议安排 起早协议安排报告(包括独立专家报告)、向澳大利亚证券和投资委员会提交申请
2012年12月1日	澳大利亚法院第一次听证会
2012年12月21日	洛克伍德正式退出竞购泰利森
2012年12月13日	泰利森原定审议洛克伍德议案的股东大会取消
2012年12月6日	天齐集团7.50加元/股的收购价格获得泰利森董事会及RCF一致认可
2012年11月23日	天齐集团收到澳大利亚投资委员会无异议批复
2012年11月21日	泰利森董事会决定与天齐集团洽谈收购案
2012年11月20日	洛克伍德声明其6.50加元/股的收购价格是“最佳及最后的报价”
2012年11月19日	天齐集团宣布以7.15加元/股收购泰利森
2012年11月14日	天齐集团宣布收购泰利森, 并已持有14.99%股份
2012年8月23日	美国洛克伍德(锂产品主要供应商)拟以每股6.50加元(较前一天收盘价溢价53%)的对价全面对其收购

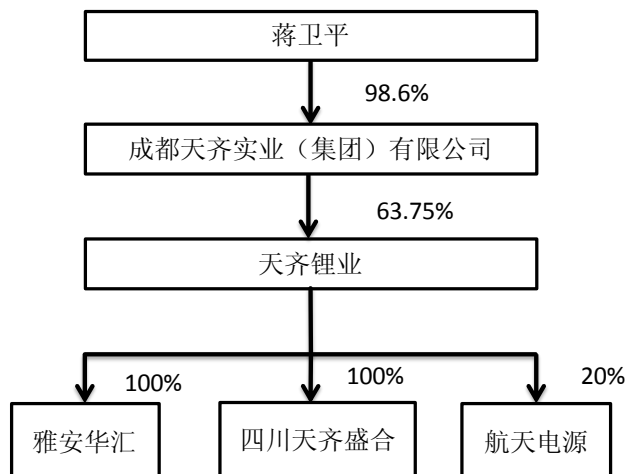
资料来源: 华创证券

隐含二次注入预期

此次定增的募集资金投向为向天齐集团购买泰利森 19.99%或 65%股权, 而非天齐集团完成对泰利森收购后所持有的全部股权, 这主要是由于资金不足, 但是为排除关联交易, 泰利森剩余 35%股权预期还将二次注入。

天齐集团将天齐锂业收购泰利森的行动分为两步, 首先, 上市公司以自有资金收购天齐集团通过文菲尔德已间接持有的泰利森 760 万股股权, 交易价格为 3.34 亿元。而公司在 2011 年年底和 2012 年三季度末货币资金分别为 3.77 亿元及 1.87 亿元, 第一步的交易金额对于天齐锂业来说已经是极限。

图表 10 公司目前的股东结构

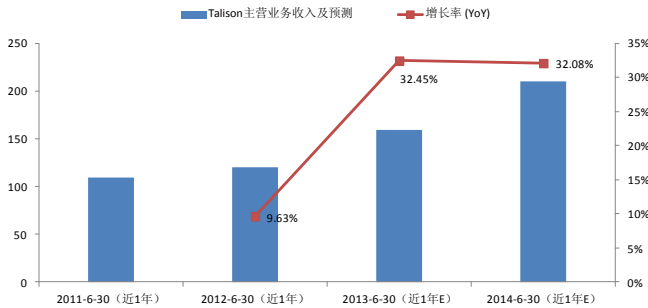


资料来源: 华创证券

(三) 泰利森：全球最大锂精矿供应商，供应中国 80%的锂精矿

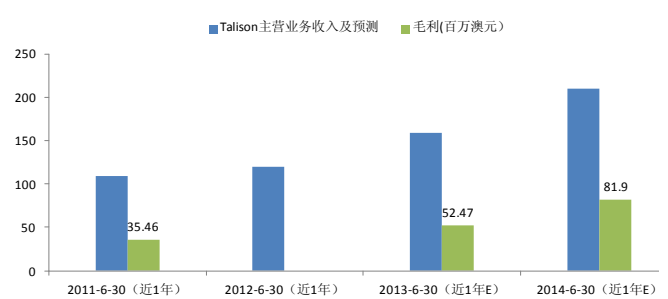
泰利森拥有目前世界上正在开采的、储量最大、品质最好的锂辉石矿西澳大利亚 Greenbushes(格林布什矿)，拥有全球锂资源大约 31%的市场份额，是目前全球最大固体锂矿拥有者及供应商，也是目前公司唯一的锂精矿供应商。

图表 11 Bloomberg 泰利森的营业收入与预测



资料来源：华创证券

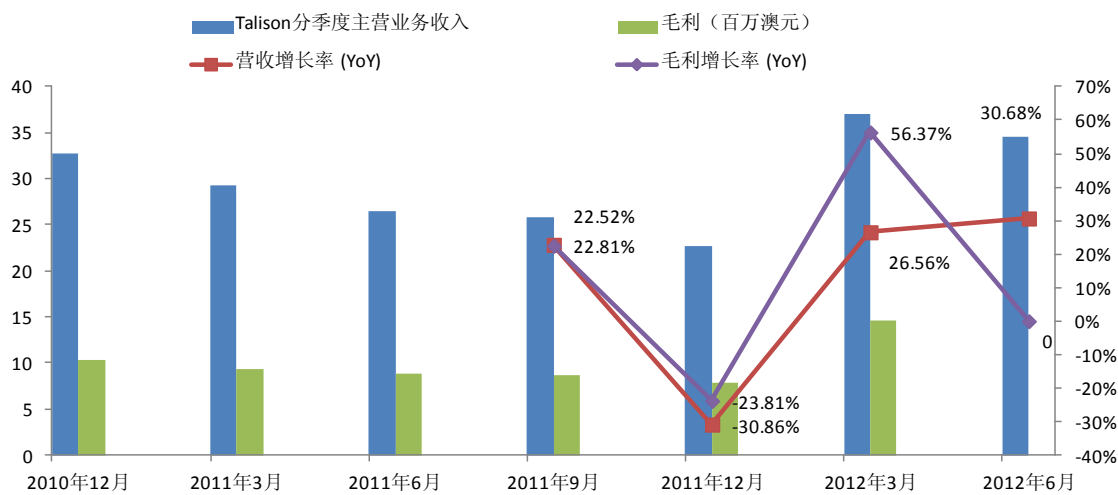
图表 12 Bloomberg 泰利森的营收与毛利润预测



资料来源：华创证券

2011 年和 2012 年泰利森的营业收入分别为 1.095 亿澳元、1.2 亿澳元，经营活动产生的减值准备前利润分别为 2063.8 万澳元和 3098 万澳元。截至 2012 年 9 月 30 日，泰利森净资产约为 14.78 亿元，文菲尔德收购其 100% 股权的溢价率约为 265%。泰利森格林布什锂辉石矿已证实和概实的锂矿储量为 650 万吨，平均品位 2.8%，折合碳酸锂当量 430 万吨；已测定和指示的锂矿资源量为 11840 万吨，平均品位 2.4%，折合碳酸锂当量 710 万吨。

图表 13 Bloomberg 泰利森分季度的营业收入、毛利润与增速



资料来源：华创证券

2011 年泰利森年产 34.21 万吨锂精矿（折合 5.12 万吨碳酸锂当量），供应了中国 80%的锂精矿；第二阶段扩产计划已在 2012 年 6 月完成并交付，年产能达到 740000 吨，约 10 万吨碳酸锂当量，产能扩张与成长性空间巨大。

图表 14 最近五年格林布什锂精矿的产量情况如下（千吨）：

财年	锂辉石生产总量	折合碳酸锂的当量
2007	271	25
2008	235	33
2009	209	31
2010	262	39
2011	342	51
2012	357	53

资料来源：华创证券

泰利森主营锂矿开采和锂矿销售，目前主要生产两大类产品：工业级锂精矿和化学级锂精矿。工业级锂精矿主要向玻璃和陶瓷市场销售，化学级锂精矿主要用于转化为锂化学品销售给锂化学加工企业。该两种产品的区别主要在于锂和铁的含量和其颗粒尺寸的大小，此类业务一般不受季节性的变化和影响。泰利森目前主要有三个项目：

(1) 格林布什锂矿经营开采项目

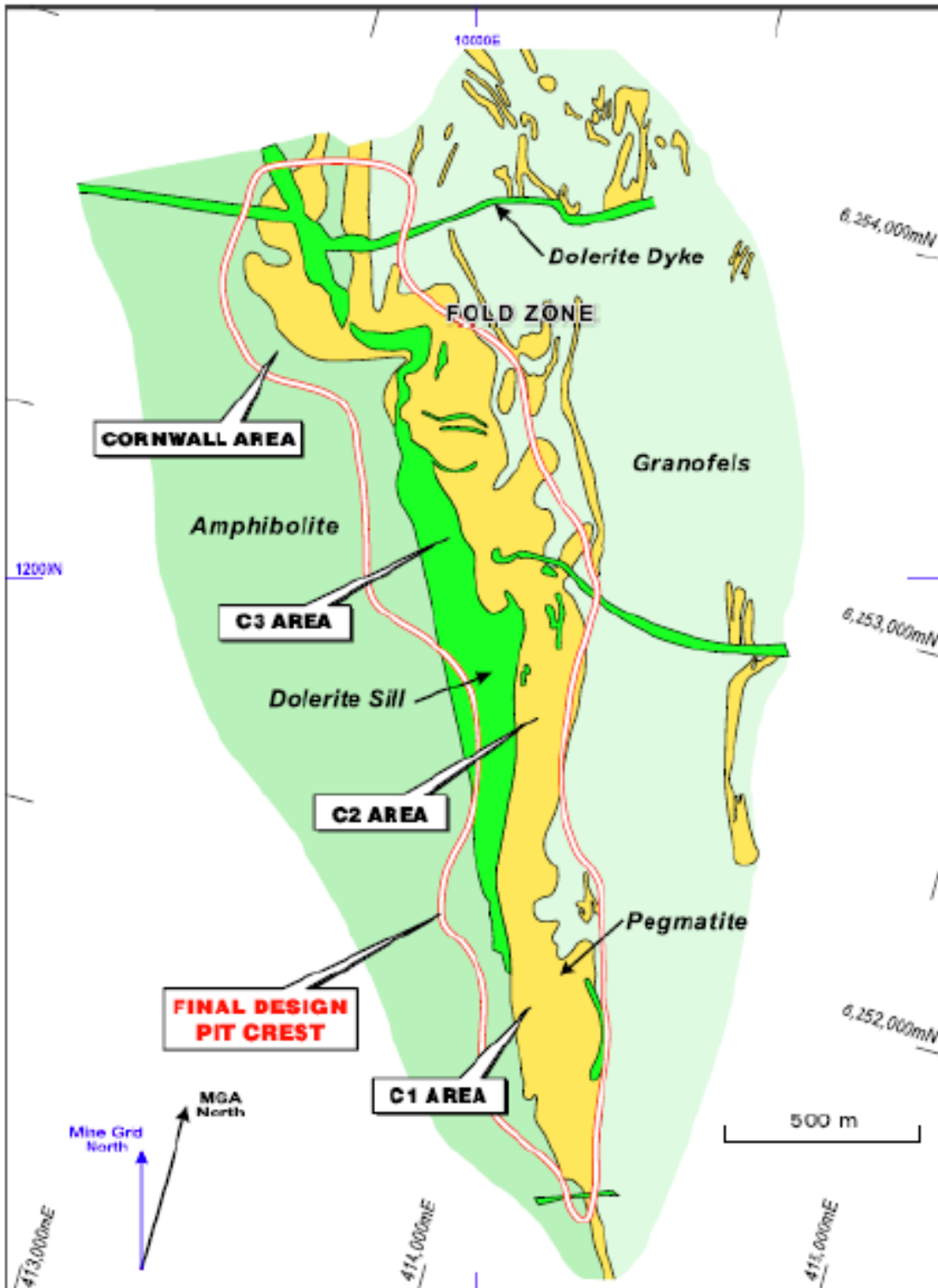
泰利森核心业务为从位于西澳大利亚州珀斯市的格林布什镇拥有的格林布什锂矿中开采锂辉石并进行选矿，泰利森管理层认为该锂辉石矿开采项目拥有全世界最大的锂矿储备。泰利森在格林布什项目包括开采和加工两个部分，通过两个加工工厂将锂矿加工成工业级锂辉石矿和化学级锂辉石矿。格林布什锂矿的开采业务已有超过 25 年的历史，此地区已经成为西澳大利亚州知名的历史最悠久、连续开采时间最长的矿区，该营运项目将生产的锂辉石矿供应给全球的客户，其中以中国市场占主导地位。格林布什项目一期工程扩建于 2010 年完成，目前泰利森已完成了项目第二阶段扩建，此阶段的资本投资额达到 7000 万澳元，达到约 740000 吨的产能。2012 财年，格林布什运营业务生产了 357000 吨的锂精矿。

图表 15 格林布什锂矿位置



资料来源：华创证券

图表 16 格林布什锂矿当地地质图



资料来源：华创证券

图表 17 格林布什最近三年的锂精矿经营情况：

项目	2012 财年	2011 财年	2010 财年
生产数量 (千吨)	357	342	262
销售数量 (吨)	365545	339501	256767
平均销售单价 (美元/吨)	334	308	281
销售收入 (千澳元)	120046	109501	81278
税息折旧及摊销前利润 (千澳元)	33967	24066	18661

资料来源：华创证券

(2) 格林布什的锂加工厂项目为了应对全球对碳酸锂需求的增加，特别是电动车辆电池制造商，泰利森于 2012 年初开始计划在西澳大利亚州距格林布什锂矿 200 公里的奎纳纳 (Kwinana) 工业地区建设一个碳酸锂生产工厂，通过建设下游的锂加工厂将锂辉石矿转化为碳酸锂，预计年产量 20000 吨碳酸锂。泰利森目前正在对该项目进行工程可行性研究，该工厂是全球范围内除了中国以外唯一的碳酸锂加工厂，可以帮助泰利森覆盖日本、韩国、美国和欧洲的客户。泰利森管理层计划于 2012 年底确定投资计划，在完成可行性研究和 2012 年底董事会决议以后，根据拟定计划，筹建的加工工厂预计将于 2015 年投产。

(3) 智利的盐湖项目：泰利森正在智利进行一个较大规模的卤水锂探测项目 (Salares 7 Project)，该项目包括 7 个盐湖，泰利森目前拥有 Salares de Atacama Sociedad Contractual Minera (“SALA”) 公司 50% 的股权和 20% 的期权，SALA100% 拥有其中 5 个盐湖及其周围 (以 30 千米为半径的类圆形区域内) 的权益和另外 2 个盐湖的部分权益。Salares 7 Project 位于智利北部的 Atacama 地区 (3 号地区)，是一个由火山石包围的封闭式盆地。目前项目已进行的勘探工程包括初期钻孔，瞬变性地物电磁测量和地区表面水采样等，初期钻孔结果显示地区内有较丰富的锂矿和钾矿。截止 2012 财年末(2012 年 6 月 30 日)，泰利森不打算继续投入勘探，对账面价值为 6260 万澳元的 Salares 7 Project 计提资产减值损失 4810 万澳元。

图表 18 泰利森目前的股东：

股东名称	持股比例	持股数量
Resources CapticalFund IV L.P.	36.18%	41,385,727
文菲尔德	19.99%	22,878,033
合计	56.17%	64,263,760

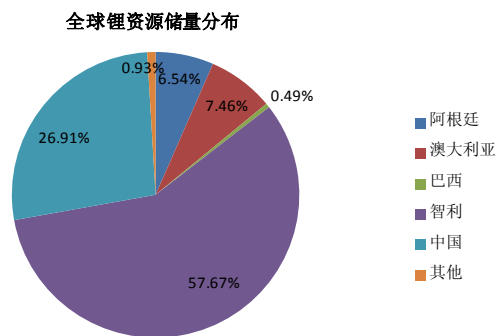
资料来源：华创证券

二、跻身全球锂业巨头：增强定价权，缓解寡头格局

(一) 全球格局：锂资源被三大寡头垄断

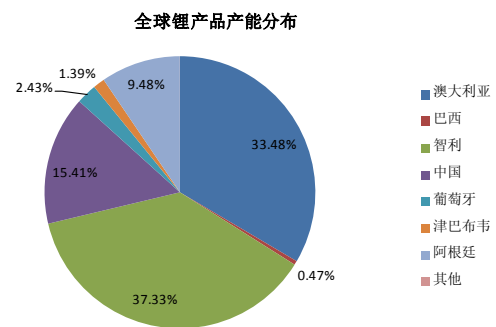
智利和中国合计锂资源储量 1100 万吨，占全球锂资源储量的 85% 左右。中国虽然储量丰富但开采能力不足，目前全球开采产能主要集中在智利和澳大利亚，占据着全球 70% 以上。其中矿石提锂大约占据 30% 左右，其余来自于盐湖。国际矿石锂生产主要的生产企业是澳大利亚的塔利森公司，该公司的锂矿石产量在 2008 年占全球产量的 69%，是全球锂化物产量的 1/4。我国主要的提锂企业如天齐锂业和新疆锂盐厂等企业，主要都是从塔利森公司进口锂矿石。2008 年塔力森公司出口中国的数量约为 12 万吨，约占其当年产量的 54%。

图表 19 全球锂资源分布



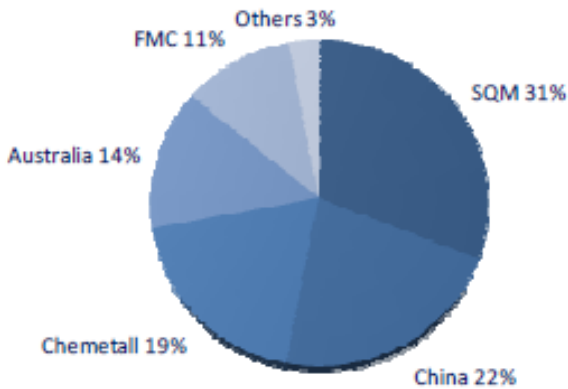
资料来源：华创证券

图表 20 全球锂产品产能分布



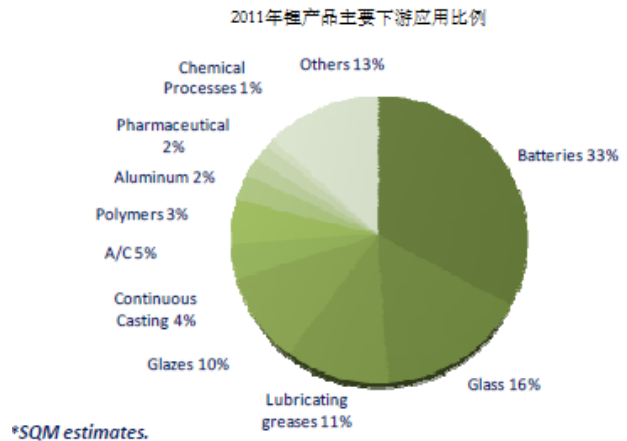
资料来源：华创证券

图表 21 2011 年锂产品市场份额：2011 年总市场 136500MT



资料来源：华创证券

图表 22 2011 年锂产品市场下游应用比例：电池占比 33%



*SQM estimates.

资料来源：华创证券

1、锂资源分类：矿石与盐湖

锂资源主要分为固体矿和液体矿两类。固体矿主要分为锂辉石和锂云母两类，其中锂辉石是最富含锂和有利于工业利用的原料，也是目前全球主要开发和工业应用的固体锂矿。全球锂辉石矿主要分布于澳大利亚、加拿大、津巴布韦、扎伊尔、巴西和中国；锂云母矿主要分布于津巴布韦、加拿大、美国、墨西哥和中国。我国的锂辉石矿主要分布于四川，锂云母矿主要分布于江西。澳大利亚的格林布什矿山是目前全球已实现开采的规模最大的高品位锂辉石矿山，其锂辉石资源储量折合金属锂超过 45 万吨。液体锂矿是指含锂量高的盐湖卤水，资源主要集中在智利、美国、玻利维亚、阿根廷、俄罗斯和中国。目前已探明重要的含锂盐湖有智利的阿塔卡玛、玻利维亚的乌尤尼、阿根廷的翁布雷穆尔托、中东的死海、中国西藏扎布耶和青海盐湖等。全球已探明的锂资源约 90% 储存于盐湖卤水中。据统计资料显示，全球的锂资源储量有 28663200 吨。

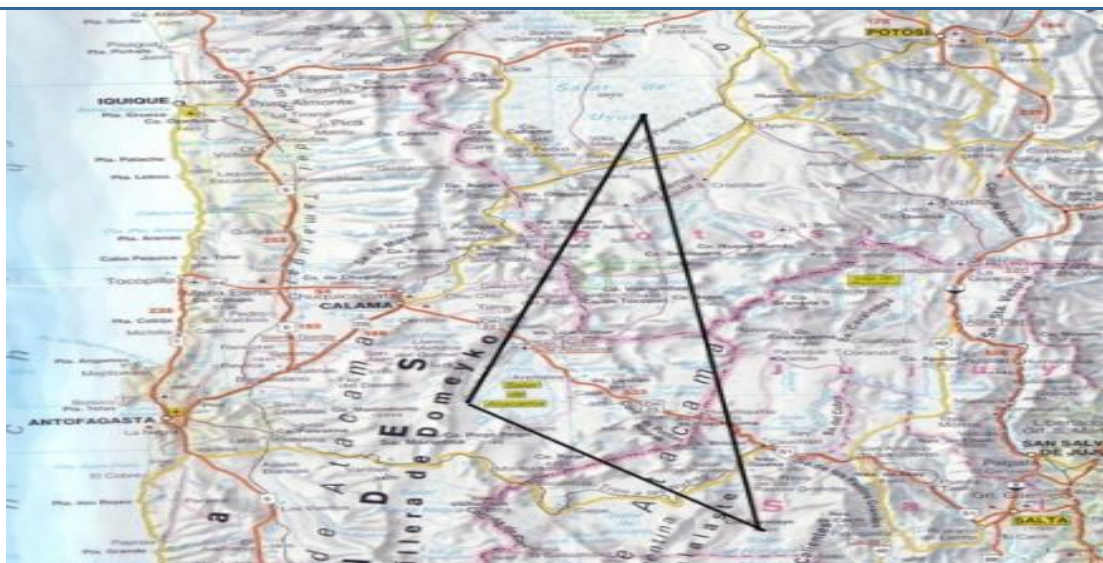
南美的智利、玻利维亚和阿根廷这三个国家的盐湖资源占据了世界锂储量的大约 70%，形成了一个锂三角区。该区域内主要的盐湖资源掌握在世界上的三大碳酸锂企业手中，主要的三大碳酸锂生产企业为 SQM、FMC 和德国的 Chemetall。

图表 23 全球锂盐湖分布



资料来源：华创证券

图表 24 锂三角：智利、玻利维亚、阿根廷



资料来源：华创证券

图表 25 全球盐湖的储量情况

单位：万吨	扎布耶	Atacama	Salar de Uyuni	Hombre Muerto	Salar de Rincon	台吉乃尔	当雄措
锂金属资源储量	153	450	540	220	48	90	17
碳酸锂可采储量	0.12	0.15	0.035	0.062	0.033	0.064	0.04
位置	西藏	智利	玻利维亚 阿根廷	阿根廷	青海	西藏	西藏
类型	碳酸型	硫酸型	硫酸型	硫酸型	硫酸型	碳酸型	碳酸型

资料来源：华创证券

固体锂矿

自然界目前已发现锂矿物和含锂矿有 150 多种，其中锂的独立矿物有 30 多种，大部分是硅酸盐(占 67%)及磷酸盐(占 21.2%)，其他矿物则很少。工业上制取锂的矿物原料主要有锂辉石(含 Li₂O 58%~8.1%)、锂云母(含 Li₂O 3.2%~6.45%)、磷锂铝石(含 Li₂O 7.1%~10.1%)、透锂长石(含 Li₂O 2.9%~4.8%)及铁锂云母(含 Li₂O 1.1%~5%)，尤其以前 3 种矿物最为重要。

国际锂矿主要的生产企业是澳大利亚的塔利森公司，该公司的锂矿石产量在 2008 年占全球产量的 69%，是全球锂化物产量的 1/4。我国主要的提锂企业如天齐锂业和新疆锂盐厂等企业，主要都是从塔利森公司进口锂矿石。

图表 26 全球锂矿石分布



资料来源：华创证券

图表 27 全球锂资源与生产企业

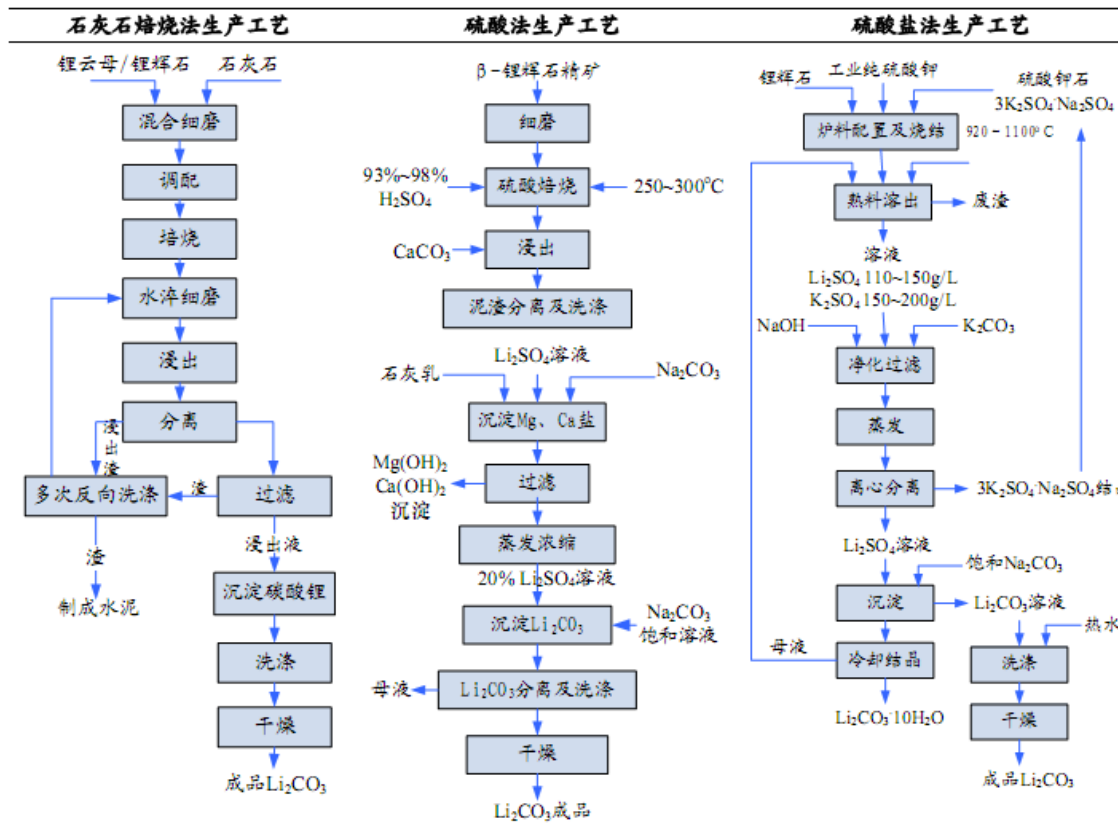
资源情况	公司简称	公司全称	资源	资源禀赋	碳酸锂生产工艺
盐湖资源	SQM	智利化工矿业公司	智利阿塔卡玛盐湖	镁锂比 6:1	沉淀法
	FMC	美国富美实公司	阿根廷翁布雷穆尔托盐湖	镁锂比 1.2:1	沉淀法
	Chemetall	德国凯密特尔公司	美国银峰盐湖	镁锂比 1.5:1	吸附法
固体锂矿	塔力森 (Talison)	塔力森公司	澳大利亚格林布什 矿山	全球规模最大 锂辉石矿山	——
	银河资源	澳大利亚银河资源 有限公司	西澳 Cattlin 矿山	世界第二大锂 辉石矿	——

资料来源：华创证券

2、提锂技术：锂矿与盐湖提锂

固体锂矿提锂工艺：目前国内主要的三种固体矿石提锂技术主要分为三种：石灰石焙烧法、硫酸盐法、硫酸法。生产的工艺流程如下：

图表 28 固体锂矿提锂工艺



资料来源：华创证券

图表 29 固体锂矿提锂



资料来源：华创证券

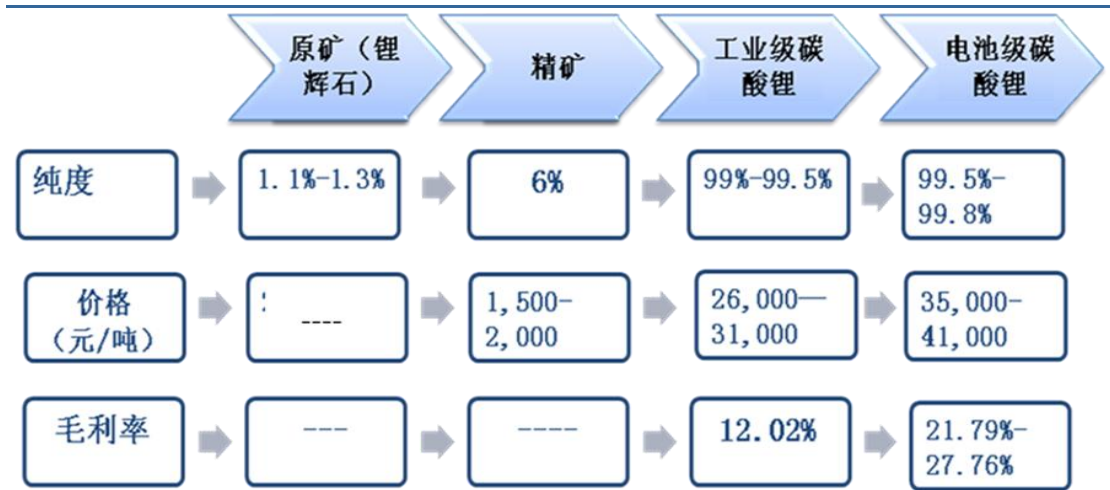
硫酸法加工锂矿石的工艺技术经过数十年的发展，在我国已较为成熟，由于该工艺所处理的原料为锂辉石精矿，原料化学组成较稳定简单，除硅和铝主要杂质外，其他杂质含量均很低，因而工艺过程易于控制，产品质量稳定可靠，并在近年来世界锂产品需求日益旺盛的背景下，得到了快速发展。天齐锂业采用硫酸法矿石提锂工艺，生产工业灵活，产品质量稳定。

图表 30 三种提锂方法比较

工艺名称	优点	缺点
石灰石焙烧法	实用性好，适用于分解几乎所有的锂矿物	需要消耗大量的能源和化学原料，污染较重和成本较高
硫酸盐法	实用性好，适用于分解几乎所有的锂矿物	需要消耗大量的能源和化学原料，污染较重和成本较高
硫酸法	碳酸锂回收率较高，杂质含量低，工艺过程易于控制，产品质量稳定可靠，对于生产高品质电池级碳酸锂具有绝对优势。	需要消耗大量的能源和化学原料，污染较重和成本较高

资料来源：华创证券

图表 31 固体提锂产业链



资料来源：华创证券、注：精矿的价格为天齐锂业向澳大利亚塔力森公司进口锂辉石精矿的价格

国内锂矿资源的开发力度一直在加大，矿石提锂企业纷纷扩产。近几年，在国家大力发展新能源汽车的背景下，各地区也加大了对锂矿资源的开发力度。四川锂辉石矿的开发主要由四川的广盛锂业、尼科国润、国锂锂业、天齐锂业和路翔股份参与开发。天齐锂业、路翔股份等矿石提锂企业近年来都纷纷提出了扩大产能的计划。江西宜春也提出建立新能源产业基地的规划，计划开发当地的锂云母矿资源。

盐湖卤水提锂工艺

盐湖卤水提锂，是指从含锂的盐湖卤水中提取碳酸锂和其他锂盐产品。盐湖卤水提锂通常要经过盐田日晒、分阶段得到不同盐类、除去杂质元素、得到较纯锂盐溶液等阶段，最后将锂盐从溶液中分离提取，得到所需锂盐产品。目前世界上卤水提锂技术主要有沉淀法、溶剂萃取法、离子交换吸附法、碳化法、煅烧浸取法等。

盐湖卤水中微量锂与大量碱金属、碱土金属共存，特别是镁与锂化学性质极其相似，镁锂分离很困难，因此盐湖卤水提锂的最主要影响因素有两个：一是盐湖中锂含量的高低，通常盐湖锂含量越高成本越低；二是盐湖中镁锂比，一般镁锂比越小越好。

此外，由于盐湖卤水的物理化学性质的特殊性及其自然环境与技术的制约，液体钾盐和锂盐在开采过程中受结盐、结晶顺序和结晶转化等各种因素的影响，会导致卤水的产量和质量出现大幅度下降。所以，要实现盐湖卤水提锂的工业化，必须根据盐湖卤水的具体条件，研究出经济可行的镁锂分离技术和经济实用的生产工艺。

世界三大盐湖卤水提锂生产企业 SQM、FMC 和 Chemetall 主要以开发条件较好、镁锂比较低的盐湖作为生产基地。如 FMC 开发的阿根廷翁布雷穆尔托盐湖，其卤水镁锂比为 1.2:1，Chemetall 开发的美国银峰盐湖，其卤水镁锂比为 1.5:1，SQM 开发的智利阿塔卡玛盐湖，其卤水镁锂比为 6:1。而玻利维亚的乌尤尼盐湖，含锂量世界第一，但镁锂比高达 22:1，SQM、FMC 均对其进行过开发尝试，均未获成功，至今未能实现工业化生产。

图表 32 盐湖提锂加工



资料来源：华创证券

3、全球市场被三大寡头垄断 80%

长期以来，由于存在技术和资源两大壁垒，全球碳酸锂行业长期处于巨头垄断格局中，三大巨头智利 SQM、美国 FMC 和德国 Chemtall 合计年产能逾 8 万吨，占全球市场 80% 的份额，我国高纯度碳酸锂也多依赖进口。在此背景下，国际巨头掌握着行业的话语权，他们一宣布提价，必将对国内碳酸锂下游市场供给产生影响。

◆ 盐湖卤水

智利 SQM

SQM 公司，全称 Sociedad Quimicay Minera de Chile S.A.，智利化学矿业有限公司，全球最大的基础锂产品及电池级碳酸锂生产商，其总部位于南美智利，是一家以生产化肥及其他工业化学品为主的跨国公司，在美国纽约和智利圣地亚哥两地上市。根据 SQM 2011 年年报，其在化肥、碘和锂方面是全球的领先企业，2011 年销售收入达 21.45 亿美元，其中锂产品占 SQM 的营业收入的比例约 10%。SQM 主要开发智利的阿塔卡玛盐湖（Atacama），目前实现碳酸锂年产能 48000 吨，氢氧化锂产能 6000 吨。2011 年锂化物产能占全球市场 31%。

与国内新上市公司赣锋锂业签有长期合作协议，为赣锋锂业提供盐湖卤水。目前国际三大锂产品供应商 FMC、Chemetall、SQM 利用卤水提锂的技术优势，各自的电池级碳酸锂产能均在 1 万吨以上，合计约占全球总供应量 60% 以上。2012 与 2013 年目标产量分别为 4.8 万吨与 5.5 万吨。

图表 33 SQM 的营业收入与毛利率水平

SQM 主营业务	2011 年营业收入(百万美元)	2012H1 营业收入	2012 同比增速 (%)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	说明
硝酸钾	721.7	353.9	2.70%	29%	32%	世界最大的硝酸钾生产商，2011 年销量约占全球份额的 50%
钾肥（氯化钾和硫酸钾）	555.74	325.3	19%	27%	39%	全球唯一一家同时生产三种主要钾肥的厂商
碘及其衍生品	454.47	300.9	42.50%	25%	58%	世界最大的碘生产商，2011 年销量约占全球份额 37%
锂及其衍生品	183.4	113.4	31.40%	9%	46%	世界最大的碳酸锂生产商，最大的氢氧化锂生产商之一，满足全球约 31% 的锂化学品需求
工业化学品	139.51	83.7	23.10%	7%	40%	生产不同纯度的硝酸钠和钾满足工业、技术和精制需求
其他产品和服务	90.47	35.8	22%	3%	6%	大量的肥料商品交易

资料来源：华创证券

美国 FMC

FMC 集团是一家全球性化学品公司，在美国交易所上市。FMC 锂公司是 FMC 集团的分公司，主要生产碳酸锂、氯化锂、金属锂、丁基锂等锂系列产品。根据 FMC2011 年年报，2011 年其全球销售额达到 9.08 亿美元，锂产品占集团销售额约为 24%，约为 2.22 亿美元。FMC 锂产品的生产能力约为 2 万吨/年，2011 年其氯化锂、碳酸锂总产量约为 14000 吨。

德国 Chemtall

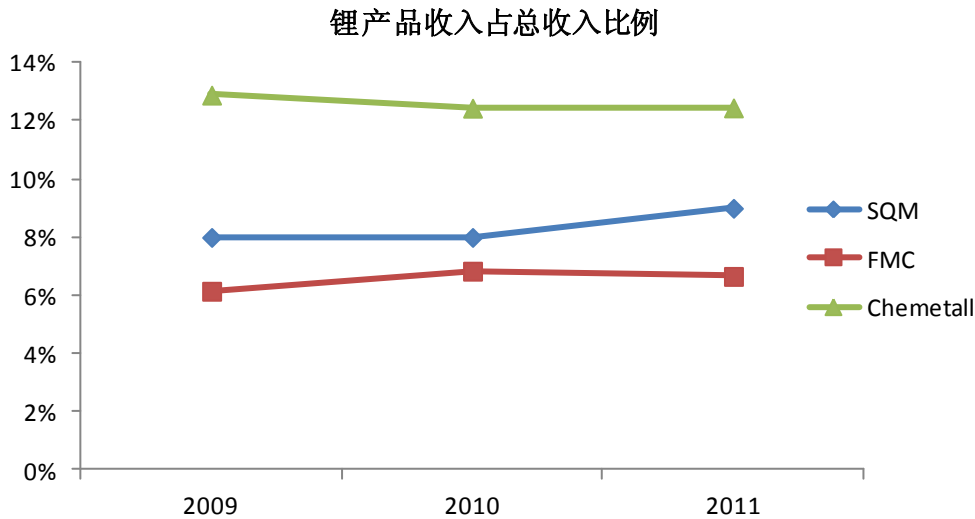
德国 Chemetall 公司的控股股东 Rockwood 为美国上市公司。Chemetall 有四个锂系列产品生产工厂，分布在智利、美国、德国和台湾地区。主要生产碳酸锂、氯化锂、金属锂、丁基锂等产品，2009 年碳酸锂及深加工锂产品营业收入为 3.5 亿美元，2011 年碳酸锂及深加工锂产品营业收入为 4.5 亿美元。

FMC、SQM 和 Chemetall 三家公司年销售额在 10-20 亿元，在全球市场份额占有主要地位，全球 1.3 亿吨锂产品销量，总市值约 55 亿，在过去几年中，SQM、FMC、Chemetall 占据了全球市场接近 3/4 基础锂产品的供应量，因此有很大的市场影响力和价格影响力。

具体 2011 年全球碳酸锂及其衍生产品包括氢氧化锂，总产量 13.13 万吨。其中全球份额中，国际三大巨头 FMC 大概是 11%，德国的 Chemtall 是 19%，SQM 是 31%，Talison 是 18%。中国是 22%。碳酸锂产量国际三大巨头 FMC 大概是 1.44 万吨，德国的 Chemtall 是 2.49 万吨，SQM 是 3.8 万吨，Talison 是 2.35 万吨。中国碳酸锂是 2.89 万吨。

专家认为洛克伍德公司受盐湖面积的限制，难以大幅扩产，泰利森产能扩张可以为其扩产打下基础

图表 34 三大巨头锂产品收入占总收入比重



资料来源：华创证券整理

◆ 固体矿

澳大利亚 Talison

塔力森公司是世界锂辉石的主要供应商，其拥有的澳大利亚格林布什矿山是目前全球开采规模最大、品质最稳定的锂辉石矿山。2008 年全球锂精矿产量约 37 万吨，其中塔力森公司锂辉石产量超过 60%。长期以来，中国市场一直是塔力森公司锂辉石的主要销售市场，2008 年塔力森公司出口中国的数量约为 12 万吨，约占其当年产量的 54%。

塔力森公司的前身是澳大利亚桑斯·夸拉尔公司（英文名称 Sons of Gwalia）。2007 年 6 月，美国 RCF 财团收购 Sons of Gwalia 的高级矿产部，8 月更名为塔力森矿业有限公司（Talison Minerals Pty Ltd）；2009 年 10 月，更名为塔力森锂业有限公司（Talison Lithium Australia Pty Ltd）。本公司 2007 年 8 月以前是向桑斯·夸拉尔公司进口锂辉石，此后变更为向塔力森公司进口。

银河资源（澳洲矿业公司）

澳大利亚银河资源有限公司是一家新兴的矿业和化学公司，主要生产锂和钽。银河资源生产的碳酸锂产品远销全球，其中 30% 的产品将供应给一家日本企业。银河资源致力于开发 Cattlin 矿山。Cattlin 矿山位于西澳，是目前世界第二大锂辉石矿，现已探明结晶花岗岩矿石储量 1500 万吨。银河资源公司拥有 Cattlin 矿山的 15 年开采权。银河资源公司积极在中国建立碳酸锂生产企业，目前已经在中国江苏省张家港扬子江国际化学工业园设有碳酸锂工厂，负责对澳大利亚矿厂生产的氧化锂锂辉石进行加工，生产锂电池用碳酸锂。中国科瑞集团在 2009 年 8 月成为澳大利亚银河资源公司的第一大股东。

图表 35 银河资源从产品到市场规划



资料来源：华创证券

4、国内提锂的情况

我国锂资源储量也很丰富，储量居世界前列，其中约 80% 为盐湖卤水锂矿，盐湖锂矿床主要分布在青海和西藏，其中青海台吉乃尔盐湖是半干盐湖，面积 780 平方公里，有 2 层石盐，在盐层中赋存晶间卤水和孔隙卤水，氯化锂储量 466 万吨。

目前已开始进入盐湖卤水提锂开发领域的有西藏扎布耶盐湖和青海东、西台吉乃尔盐湖。西藏扎布耶盐湖是世界上三个锂资源超百万吨的超大型盐湖之一，其特点是镁锂比例很低，容易分离提取碳酸锂，但自然环境恶劣，海拔高，基础设施极差，开采难度很大。其他盐湖则普遍存在镁锂比例高，分离难度大，开采条件较为恶劣的问题。到目前为止，我国盐湖卤水锂矿的开发还处于初级阶段。

中国花岗伟晶岩锂矿床分布于四川、新疆、河南、江西、福建、湖南和湖北，其中四川省甲吉卡伟晶岩型锂辉石矿床是世界上最好的，氧化锂含量 1.28%，储量 103 万吨。

在矿石供应方面，我国国内原有新疆、江西和四川三大锂矿产地。其中新疆可可托海锂辉石矿已因开采殆尽而于 1999 年闭矿；江西宜春系锂云母矿，品质相对较低，经过多年开发后规模已很小；四川甲基卡矿虽然资源储量丰富，但由于交通不便、基础设施差而未能大规模开采，仅在金川和马尔康等地分别有小规模锂辉石矿生产。有观点认为，从固体锂资源绝对储量来看，按目前国内对锂的需求和生产规模，可供开采的时间至少也在 100 年以上。

但目前国内锂辉石矿供应量约为 3.6 万吨/年左右，远远不能满足各矿石提锂企业生产的需要。因此国内各矿石提锂生产企业所需矿石基本上以进口为主。

图表 36 中国锂资源与企业分布



资料来源：华创证券

我国目前已开发的两个盐湖分别为青海西台吉乃尔盐湖和西藏扎布耶盐湖，由于我国盐湖卤水情况以及盐湖周围资源禀赋的不同，针对两个盐湖的开发方法也不相同。其中，西台吉乃尔盐湖卤水化学特性为硫酸盐型，而扎布耶盐湖卤水化学特性为碳酸盐型。到目前为止，国外尚无高镁锂比盐湖提锂完善成熟的工业化生产技术。

图表 37 我国盐湖开采情况

盐湖名称	镁锂比	不利于开采因素	已开始开采资源的企业
青海台吉乃尔盐湖	40:1	镁的提取使流程复杂，设备腐蚀严重，能源消耗大	中信国安
西藏扎布耶盐湖	高锂贫镁、富碳酸锂	生产受气候条件的影响很大，不能实现全年正常生产、能源短缺、交通不便、自然条件恶劣	西藏矿业

资料来源：华创证券

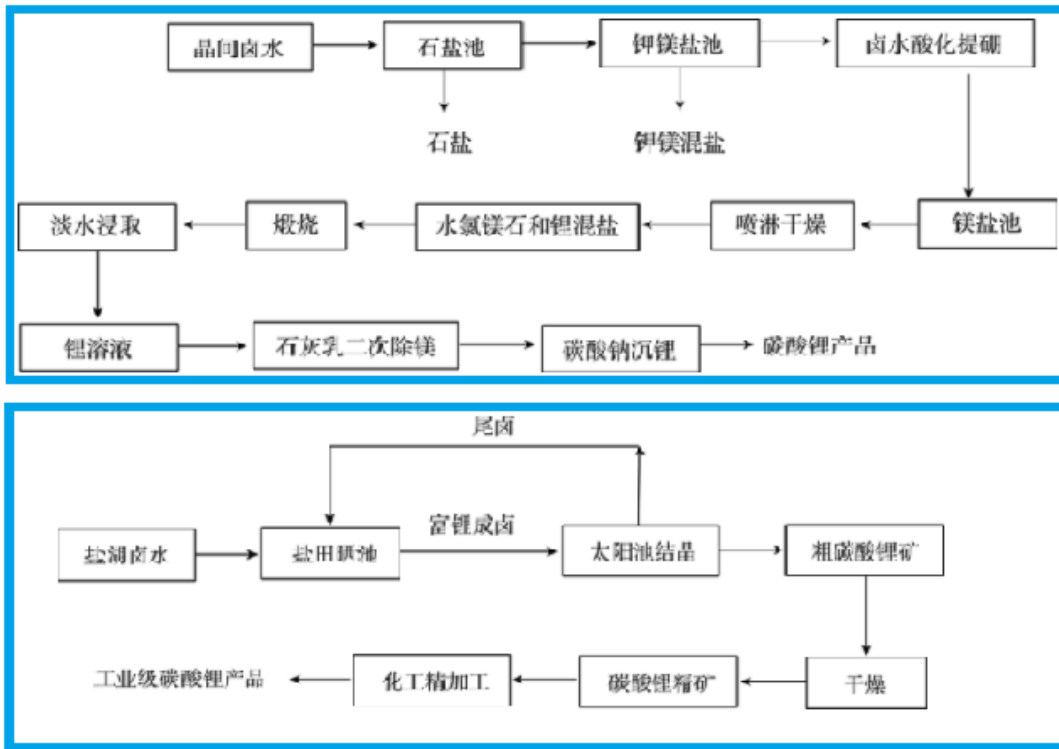
(1) 西台吉乃尔盐湖

西台吉乃尔盐湖的资源劣势是其的高镁锂比，其镁锂比达到了 40:1，而镁锂比在盐湖卤水提锂中非常重要，是决定盐湖卤水提锂成本的两个关键指标之一。

但是西台吉乃尔盐湖气候地理条件相对较好，煤、电、天然气供给方便，太阳能资源丰富，交通便利，向东 210 km 到达达布逊火车站，距离青海大型化工城市格尔木也仅 160 km。这些自然地理条件和该湖资源特点，使该湖易于形成钾、硼、锂、镁资源综合利用的开发工艺路线，并且可以在湖区或在格尔木市生产高附加值精细化工产品。

西台吉乃尔盐湖由中信国安集团公司开发，在锂盐的生产工艺中采用了成都理工大学的“煅烧法”来分离锂、镁。煅烧法的原理是把锂接近饱和的硫酸盐型卤水蒸干，让锂、镁分别以硫酸锂和水氯镁石盐矿物与少量其它盐混合结晶析出，然后将该混盐在 550℃ 以上温度煅烧，使水氯镁石脱水形成 MgO。然后，用淡水浸取煅烧后产物，因 MgO 不溶于水，而硫酸锂进入液相，从而使镁、锂得到分离。

图表 38 西台吉乃尔盐湖（上）与扎布耶盐湖卤水沉锂工艺路线图（下）



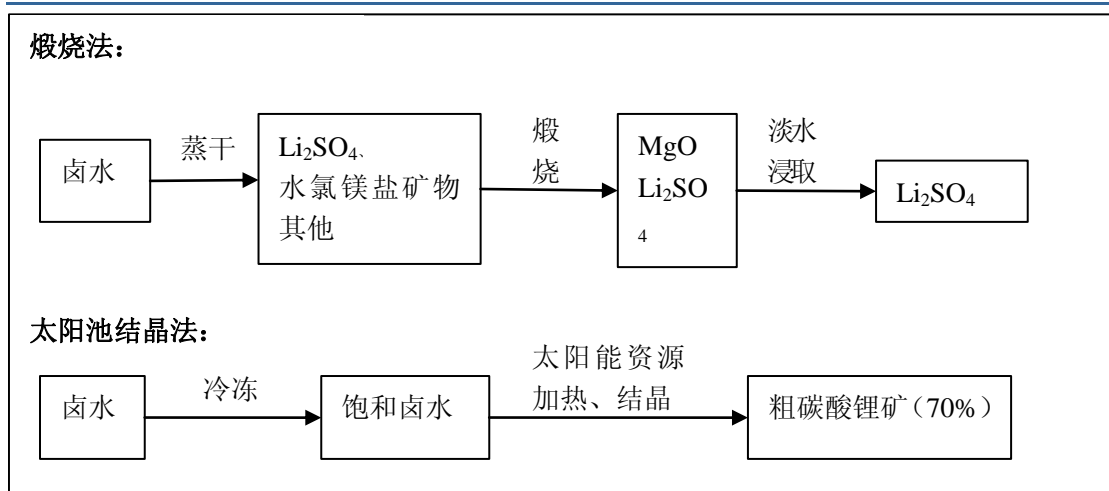
资料来源：华创证券

(2) 扎布耶盐湖

扎布耶盐湖为一富锂碳酸盐型盐湖，扎布耶盐湖富含锂、钾、硼、铷、铯、溴等多种矿物元素，含量较高，属国内外罕见。但是受恶劣的地理气候和交通条件制约，在形成盐湖资源的综合利用方面有一定困难。

扎布耶盐湖由西藏矿业发展股份有限公司开发，主要采用太阳池卤水沉锂工艺。在扎布耶盐湖的开发工艺中，制卤阶段利用了当地冬季丰富的冷资源，从卤水中除去大量芒硝和泡碱，从而使卤水中的锂得到快速富集。在结晶阶段，主要采用了太阳池技术，利用青藏高原丰富的太阳能资源来加热锂饱和卤水，直接得到品位 70% 左右的碳酸锂矿产品。

图表 39 国内两种卤水提锂核心方法简单对比

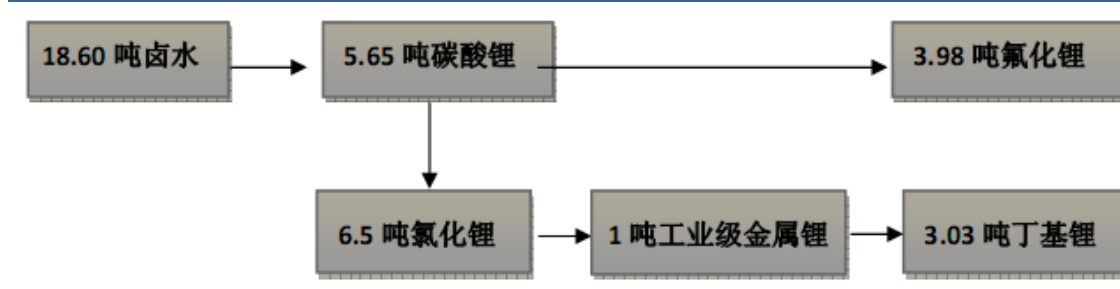


资料来源：华创证券

相对于太阳池结晶法，西台吉乃尔盐湖的煅烧法有耗能大，设备腐蚀较严重等缺点。但是由于应用太阳池结晶法的扎布耶盐湖自然条件恶劣，基础设施落后，所以也未形成大规模的生产。总体而言，我国盐湖卤水锂资源在资源综合条件、提锂技术和综合利用整体水平等方面与国际先进水平相比还存在较大差距。与国外三大巨头 SQM、FMC 和 Chemetall 相比，我国盐湖卤水提锂企业规模小、产品品种单一、生产技术尚不成熟，竞争力较弱。

国内赣锋锂业具备从盐湖卤水中直接提取电池级碳酸锂的生产工艺，赣锋锂业产业链如下：

图表 40 赣锋锂业提锂产业链



资料来源：华创证券

中信国安采取煅烧法的提炼工艺，过去由于生产设备和技术的的原因，一直处于边开工边调试的阶段，无法达到设计产能。公司在 09 年进行了技术调整，09 年产量达到 5000 吨左右，远远高于 07、08 年每年 1000~2000 吨的产量，但后来已停滞。西藏矿业过去受到太阳能结晶池和晒池数量的限制，长期处于停工状态影响了生产。公司通过定向募资进行了技术改造，预计在改造完成后公司产量能够大幅增加。赣锋锂业在 2009 年 9 月后实现了电池级碳酸锂生产的稳定量产，2011 年销售额较去年增长 32%，今年也将实现 40% 以上增长。2011 年公司实现电池级碳酸锂销售额 1.37 亿。

图表 41 我国企业的生产工艺

原材料	企业	生产技术	生产工艺介绍
锂辉石	天齐锂业	硫酸法	硫酸法工艺成熟，易于控制，产品质量稳定可靠
	路翔股份	——	公司处于开采阶段，暂未开始大规模碳酸锂生产
锂云母	江特电机	焙烧压煮法	——
盐湖卤水	赣锋锂业	——	国内首家能从卤水中直接提取氯化锂和电池级碳酸锂的企业，有强大的技术优势。09 年电池级碳酸锂产量仅次于天齐锂业
	西藏矿业	太阳池析出法	西藏矿业建设初期计划产能 5000 吨，实际 09 年产能不到 1000 吨。主要原因是因为太阳池法生产的只是纯度为 70% 的工艺碳酸锂，产品需要送到白银扎布耶锂业公司进行进一步提纯。受天气，太阳池数量不足、能源交通等等原因，上游初级产品不能实现规模化生产，白银扎布耶公司长期处于停产状态。
	中信国安	煅烧法	中信国安设计产能为年产 3 万吨碳酸锂，但实际 07、08 年产量仅在 2000 吨左右，09 年产量达到 5000 吨。中信国安迟迟不能达产的原因主要是因为其生产设备无法完全匹配工艺要求，在 09 年以前生产处于边生产边调试状态，目前还在停产。
	佛山照明盐湖集团	吸附法	尚未投产，吸附法工艺的关键是研究性能优良的吸附剂。该生产工艺在初期建设阶段一次性投入较大，但随着产量的增加成本将明显下降。

资料来源：华创证券

图表 42 我国锂生产企业的资源来源

公司	资源
赣锋锂业	从 SQM 进口卤水，进口成本 09 年约 0.66 万/吨
天齐锂业	2000 万吨四川甲基卡矿探矿权，折合氧化锂产量 20 万吨。正在开采，目前主要从澳洲进口锂辉石，2012 年进口量 5.2 万吨
西藏矿业	西藏扎布耶盐湖，其卤水氯化锂储量 82.12 万吨，碳酸锂储量 102.22 万吨
中信国安	西台吉乃尔盐湖独家开采权；含氯化锂 308 万吨，镁锂比高达 103；公司正积极争取东台吉乃尔和一里坪盐湖的开采权，资源控制量存在拓展可能
路翔股份	500 万吨四川甲基卡矿探矿权，含氧化锂 8 万吨。有可能再取得该矿其余 3000 万吨探矿权。2010 年中期投产生产线，计划将目前的原矿处理能力从 800 吨/日扩产到 3000 吨/日
西部矿业	察尔汗盐湖开采权，氯化锂储量 824.6 万吨。
佛山照明	与盐湖集团签订合作开发协议，尚未进行开发
盐湖集团	察尔汗别勒段盐湖的开采权（锂含量不详），察尔汗盐湖氯化锂储量 824.6 万
江特电机	与宜春市合作，共同进行锂矿资源的开发。宜春市 414 钽铌矿氧化锂储量 110 万吨，加上周边矿山，氧化锂储量 220 万吨以上。

资料来源：华创证券

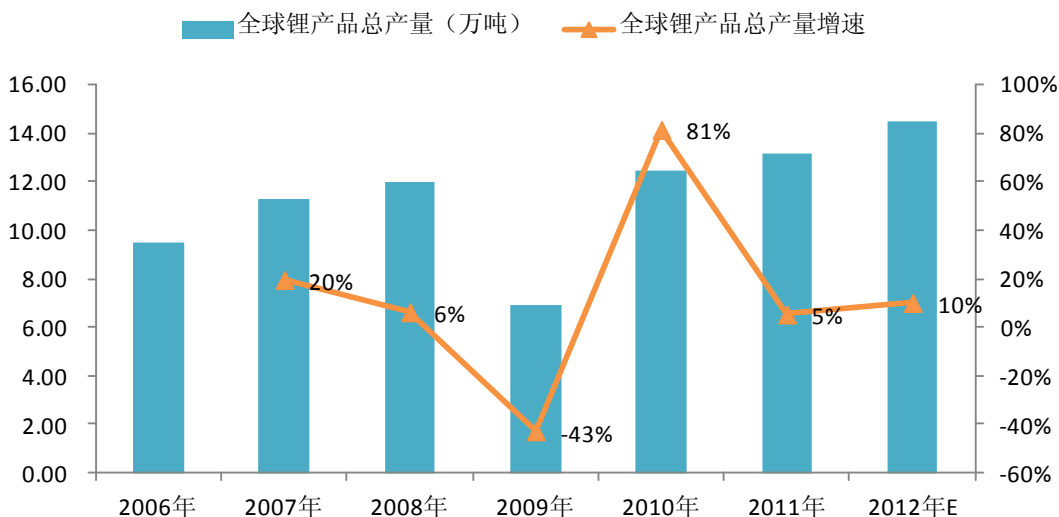
（二）提价：需求稳增，供给不足

1. 需求：短期稳增，长期动力电池需求爆发潜力巨大

2006 年以来全球锂产品总销量从 9.44 万吨增长到 2011 年的 13.13 万吨，复合增速 6%，2012 年之后的近 2-3 年锂产品需求仍将稳定增长，但长期看，动力电池和储能等大型电池需求爆发将大幅提升需求。

1 个 KWH 锂电池用碳酸锂量最多为 1kg，假设一辆新能源汽车用电量 25KWH，即便到 2020 年年产新能源汽车 200 万量，对碳酸锂的需求为 5 万吨，相当于国内需求翻 5 倍。

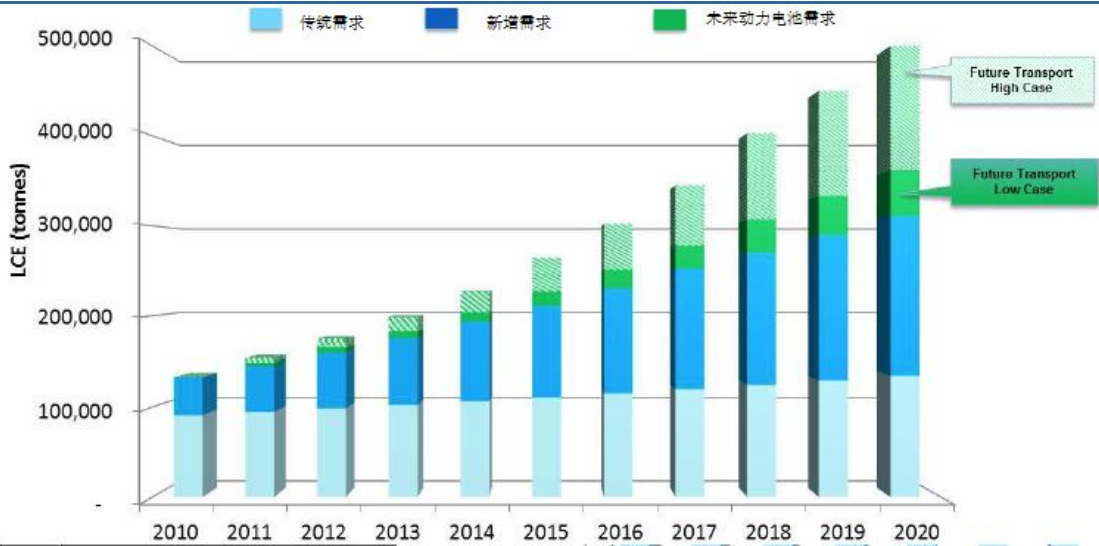
图表 43 全球锂产品历史销量及增速：历史复合增速 6%



资料来源：华创证券

未来需求增速将提高：Talison 预测，随着动力电池需求启动，乐观情况下，全球锂产品需求到 2016 年将超过 30 万吨，未来 5 年复合增速提高到 17%，保守预测下，达到 25 万吨，复合增速也将提高到 13%。

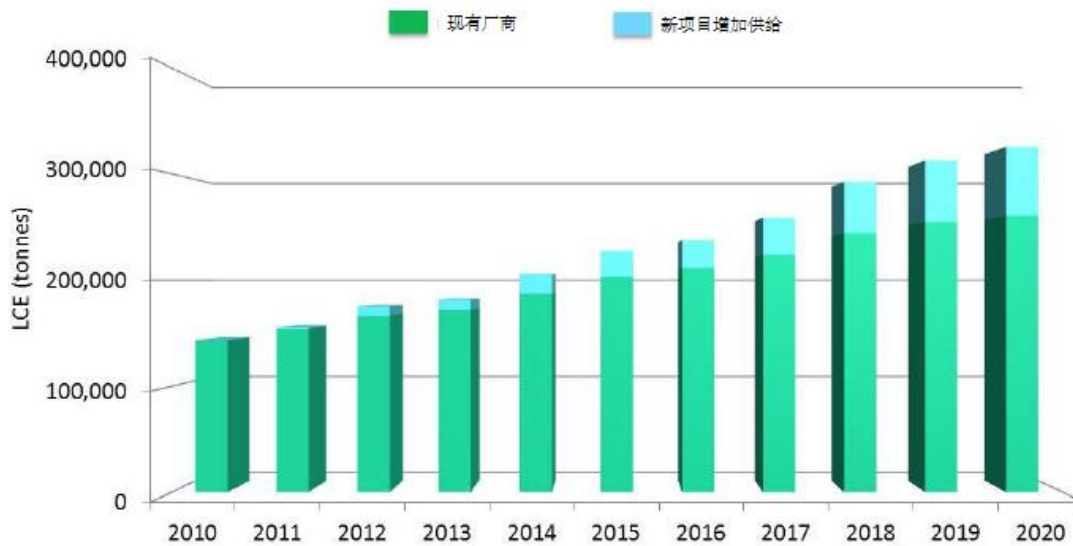
图表 44 Talison 预测的全球锂产品需求增长:



资料来源: 华创证券

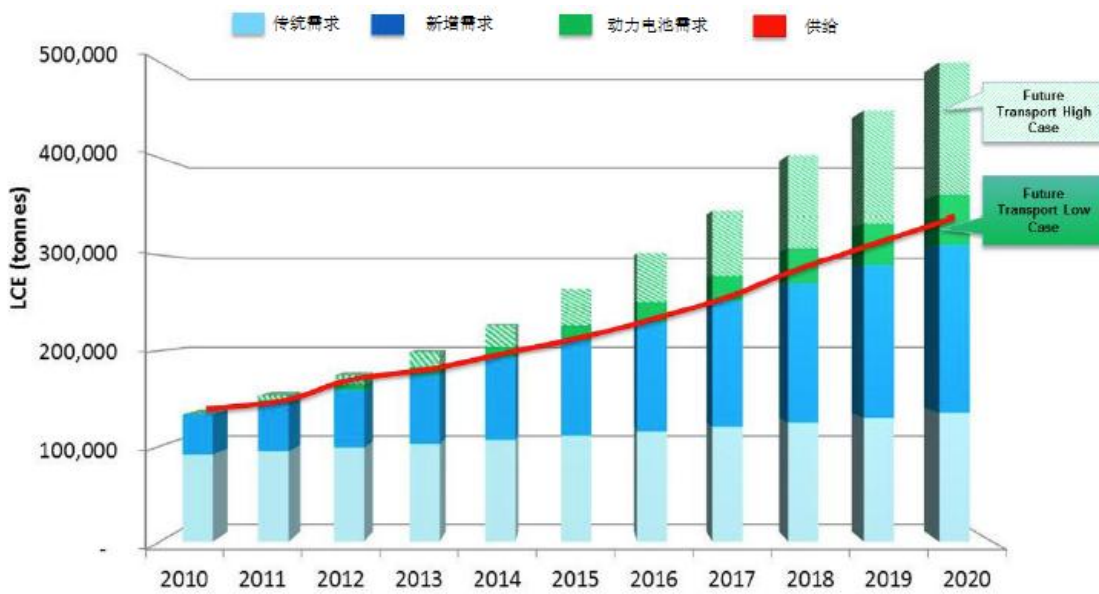
而全球供给情况,按照目前进度,仅仅会由现在的 18 万吨的产能增长到 2016 年的 22 万吨,供给仍将吃紧。若动力电池需求大规模爆发,将出现严重的供不应求。按照 2012 年上半年 SQM 披露数据看,按照上半年全球 7.23 万吨销量算,年底简单翻番预计 14.5 万吨,比去年全球总产量仅增长 10%。而 SQM 等并未满产,按照 Rockwood (Chemetall) 计划,明年产能将翻番,但其他企业并未宣布大幅扩产。

图表 45 Talison 预测的全球供给情况



资料来源: 华创证券

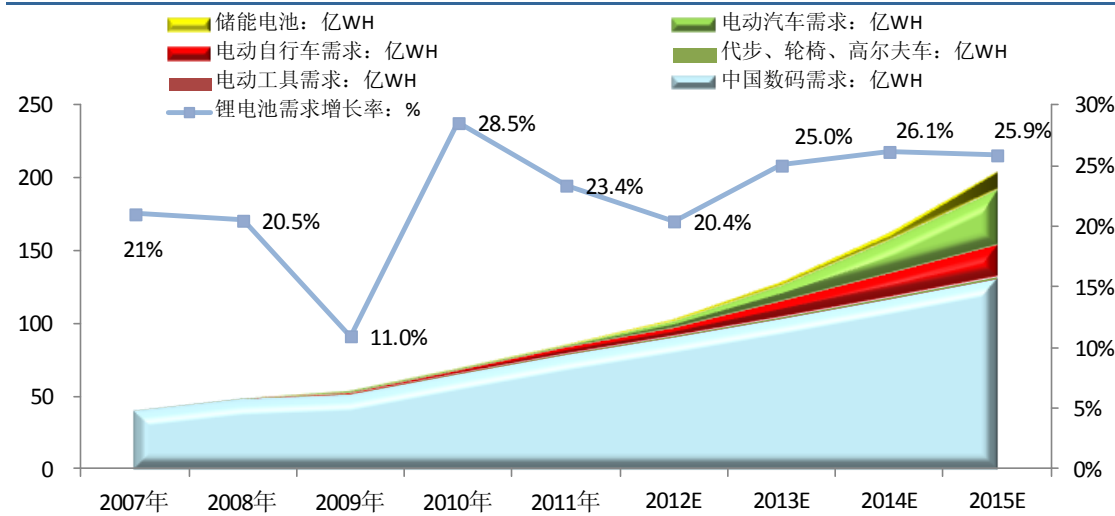
图表 46 Talison 预测全球供需依然较紧



资料来源：华创证券

从国内下游锂电池需求增速预测来看，近两年电池级碳酸锂需求还不会爆发，消费电子需求依然占据 80% 以上，总体需求稳定增长。

图表 47 下游锂电池需求



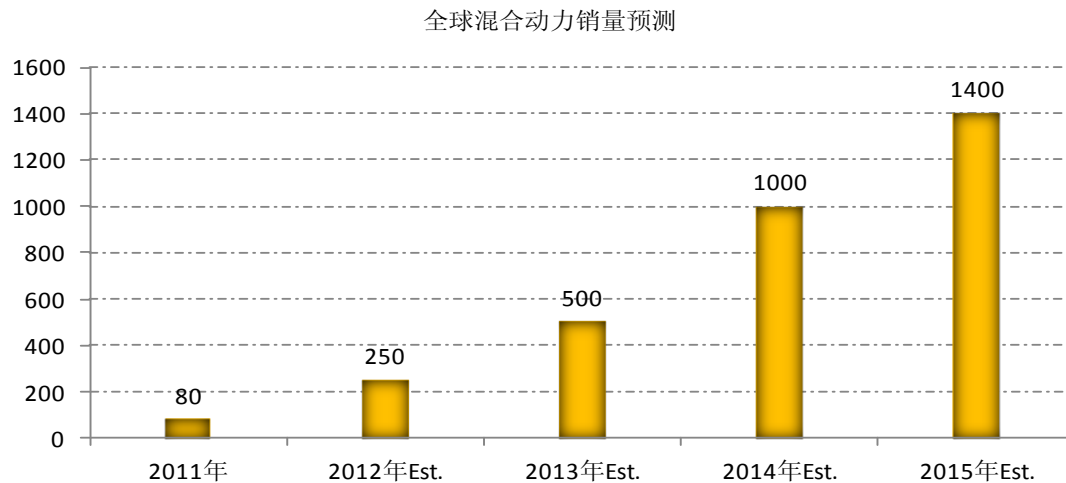
资料来源：华创证券整理

新能源汽车市场刚刚起步：

2012 年全球新能源汽车混合动力将达 250 万辆，混动开始大卖，纯电动的插电式预计销量接近 20 万辆，市场也开始启动，我们预计 2 年内对全球锂资源需求拉动依然不足 10%，长期有望大幅爆发。

按照 25KWH 电池计算，对碳酸锂需求不到 25kg，10 万辆电动汽车，只有 2500 吨的新增需求。

图表 48 全球混合动力销量预测及预测



资料来源：华创证券

（三）公司定价权将提高

若收购成功，公司将跻身世界锂行业巨头，定价权将大大提高。一是行业全球定价权：目前行业定价权在国际几大巨头手里，天齐跻身国际锂业巨头，将掌握行业定价权，确保公司盈利发展；二是国内定价权：从国内的角度看，泰利森供应了国内 80% 的锂精矿，国内又以矿石提锂为主，因此公司收购泰利森改变了我国锂资源高度对外依赖的现状，掌控国内碳酸锂的生产，真正掌握国内定价权。

长期以来，由于存在技术和资源两大壁垒，全球碳酸锂行业长期处于巨头垄断格局中，三大巨头智利 SQM、美国 FMC 和德国 Chemtall 合计年产能逾 8 万吨，占全球市场 80% 的份额，我国高纯度碳酸锂也多依赖进口。在此背景下，国际巨头一宣布提价，便对国内碳酸锂下游市场供给产生影响，成功收购将使得天齐取得定价权，居主动位置。

2012 年 8 月洛克伍德曾宣称高价收购澳大利亚锂矿企业 Talison。参考咨询公司 Roskill 的数据，Talison 与 Rockwood 分别为 2011 年全球第 2、3 大的锂盐生产企业（全球产量占比分别为 17%、16%），该收购议案或将产生全球新的锂业巨头（占比 33%），一举超过 SQM 的全球龙头地位（占比 21%），加剧碳酸锂产业寡头垄断的供给格局。天齐的收购将缓解这一加剧趋势。

在行业寡头局面加剧的情况下，由于行业巨头对实际的产量释放有很强的控制能力，那么 2012-2014 年锂产品的供给或仍将延续人为偏紧的格局。

（三）碳酸锂涨价对公司盈利水平的提高

天齐集团与泰利森合作多年，泰利森的锂精矿是公司的唯一原料来源，泰利森资源丰富、品质好，如果成功收购泰利森，天齐矿石开采将具有成本优势，同时享受泰利森的产能扩张与提价，为公司带来的盈利提升，快速成长为全球锂业巨头。

涨价使公司盈利提升，而价格上涨取决于全球供需不平（几大寡头又掌控着供给端）

目前碳酸锂行业的下游需求还是稳定增长，除消费电子稳定需求外，未来，中国计划在 2015 年将电动汽车的数量提高到 50 万辆。旺盛的需求以及寡头垄断的市场格局保证了碳酸锂的价格优势，尤其是电池级碳酸锂的价格将会在一两年的时间里维持高位运行状况。涨价将带来公司盈利提升，而锂产品价格走势取决于供需不平。

2012 年第一次提价:

2012 年, FMC 锂业于 6 月 18 日宣布, 自 8 月 1 日起对旗下锂盐产品(碳酸锂、氢氧化锂和氯化锂)提价 1000 美元/吨(折合幅度约 20%), 是继 Rockwood 锂业(原 Chemetall)5 月 14 日宣布 7 月 1 日起提价 20%后, 国际巨头的又一提价。同时, 国内碳酸锂 06 月 23 日最新价格 41900.00 元/吨, (上半年上涨 10%以上)国内供应出现短缺。

2012 年第二次提价:

10 月国际巨头第二次发布提价消息, 碳酸锂业景气度有望继续提升: 洛克伍德锂业(Rockwood Lithium)宣布, 公司计划将丁基锂价格提高 4-6%, 根据合同条款, 新价格于 10 月 15 日开始执行。10 月 17 日, 国际锂业另一巨头美国富美实(FMC)也宣布, 公司自 11 月 1 日起将主要锂产品提价 8%, 这是继 7 月份以来, 国际两大锂业巨头第二次发布提价消息。主要原因为现有碳酸锂生产企业的生产成本和产能扩张成本(资本开支)将持续升高, 从而推动锂产品价格上涨, 这将成为一种长期趋势。在国内碳酸锂有效产能不足的情况下, 持续走高的价格将有望促使产业的景气度持续向好。

7 月 1 日至今, 国内碳酸锂价格已出现 6%的涨幅。碳酸锂价格的上涨带来国内锂资源开发及碳酸锂生产龙头企业天齐锂业、赣锋锂业今年上半年净利润增长, 毛利提高。

3 季度, 天齐锂业单季毛利率大幅上升 6 个百分点到 25.5%, 创近三年新高, 锂产品价格上涨给公司带来的盈利增厚效应在三季度得到更充分体现, 产品涨价再次提升盈利能力。

在目前国内外锂产品供需持续紧张的格局下, 海外龙头的频繁提价将给予国内企业涨价的理由, 国内碳酸锂价格很可能再次上涨。

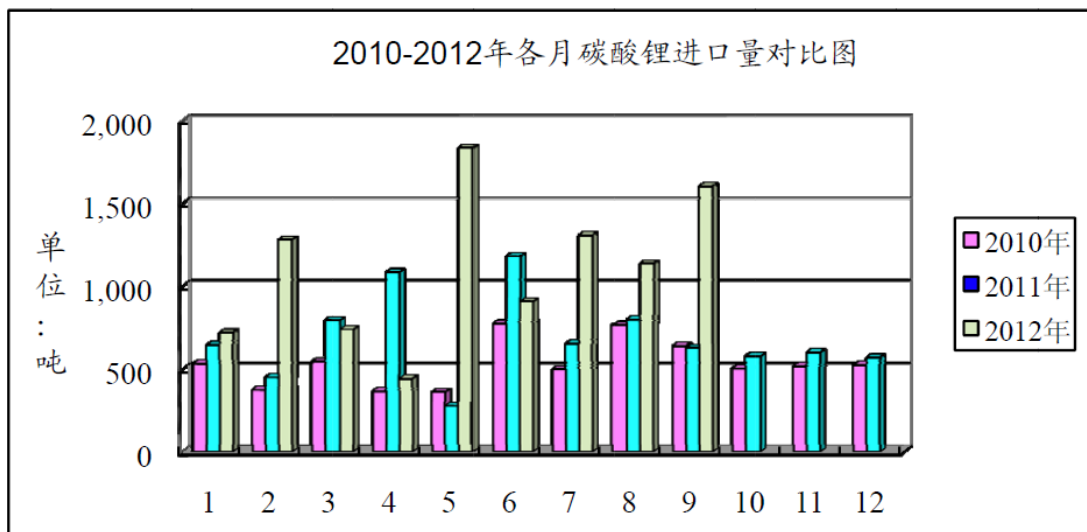
2012 年涨价原因: 供需紧张 (1) .国内年初 2 月以来国内碳酸锂进口锐减 70%, 同时矿石提锂上半年的新增产能较少。碳酸锂国内主要是从智利进口。智利在发洪水带来供给量下降。(2) .需求稳定增长, 而原材料价格居高不下。两大巨头分别指出提价主要原因是原材料及生产成本的上升, 以及为未来的投资需求增长。(3) .跟随国际巨头提价。

未来国内价格有望在海外巨头的带动下价格进一步走高, 碳酸锂价格在未来 2-3 个月上涨是大概率事件。

短期: 产能不足仍将提价, 但之后若中信国安、西藏矿业、青海锂业、银河资源等扩产成功, 供需有望回归平衡。主要看国内产能释放情况。

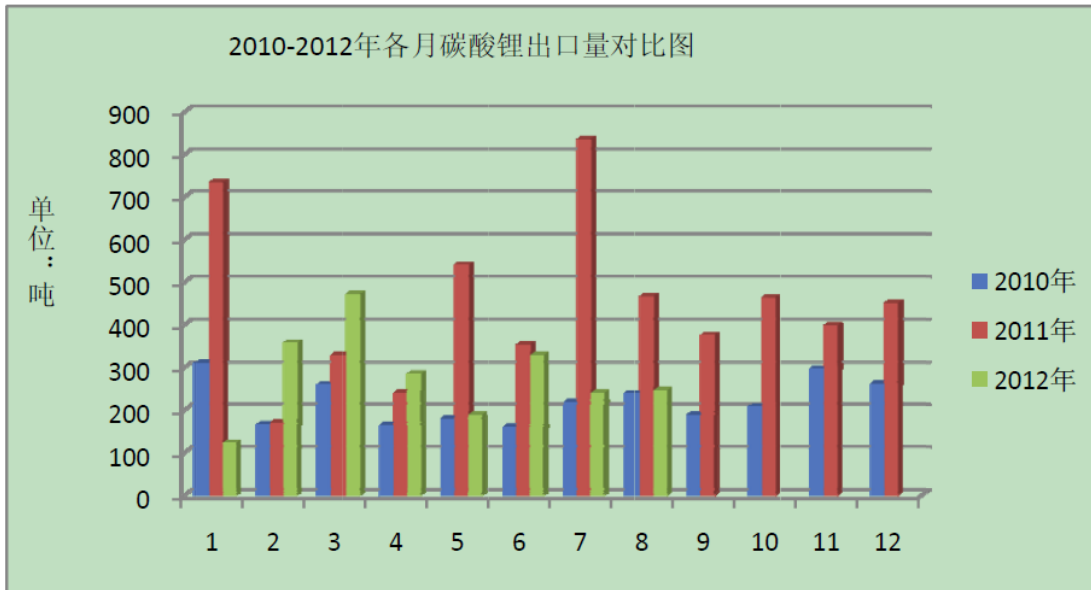
长期: 国际巨头已开始加大投资, 避免长期的供不应求, 供给不足仍将提价, 而供给一旦过将降价, 几大巨头将控制产能释放进度, 预计供大大于求的状况较难出现。

图表 49 今年受智力发大水影响, 3、4 月进口量大幅萎缩, 目前已大幅恢复



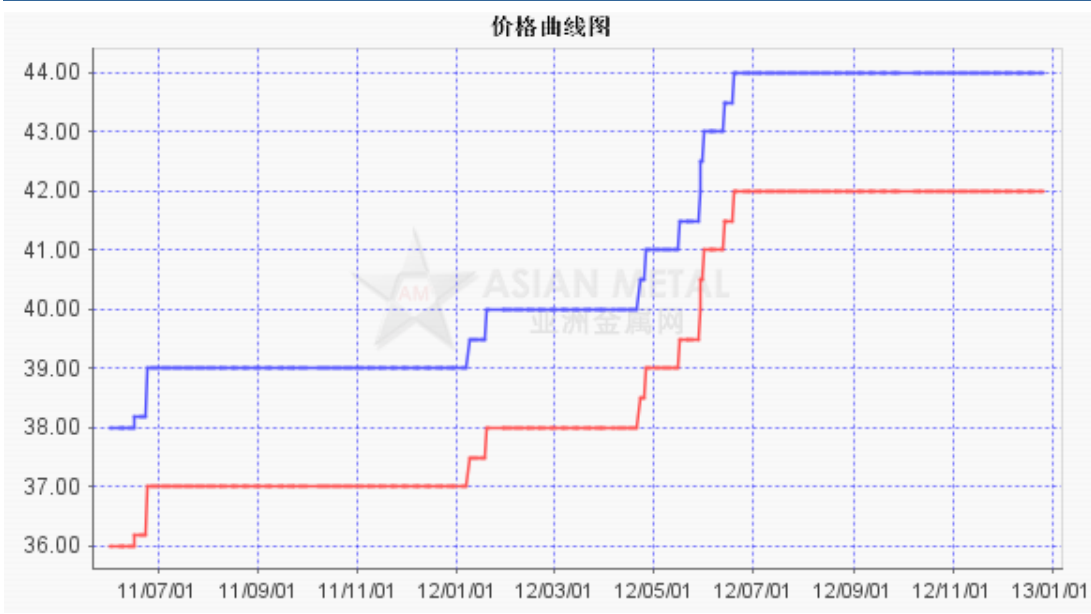
资料来源: 华创证券

图表 50 今年 4 月开始，受国内供不应求影响出口量减少，目前依然较少



资料来源：华创证券

图表 51 近期价格维稳，国内电池级碳酸锂的最低与最高价格走势（元/公斤）

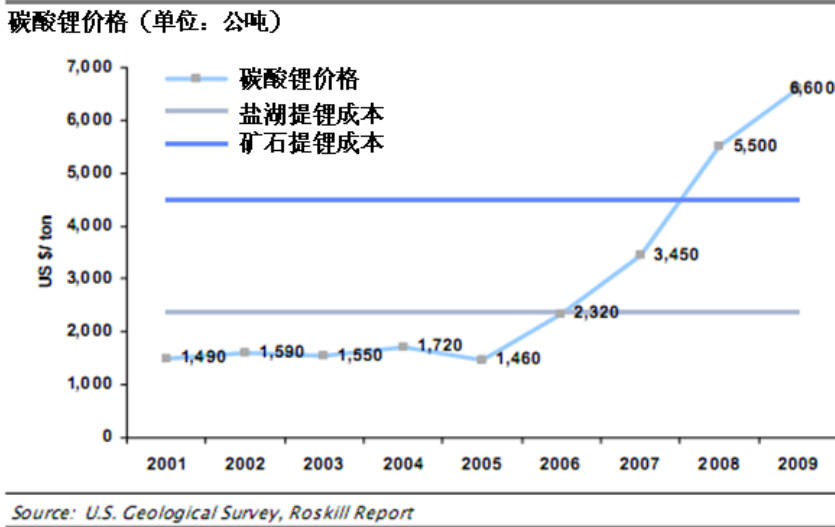


资料来源：华创证券

产能释放进度取决于成本水平

虽然国内企业都计划大幅增加碳酸锂的产量，但是短期内产量不会有很快的增加，产能释放进度取决于成本水平。Chemetall 公司和 SQM 锂化物的销售价格是他们成本的三倍，而国内成本水平还达不到。一旦成本降低，或者价格吸引力足够，国内产能将快速释放。

图表 52 全球碳酸锂价格走势及生产成本



资料来源：华创证券

图表 53 天齐锂业工业级碳酸锂和电池级碳酸锂的生产成本

项目	2009 年度成本 (元)	产量 (吨)	单位成本 (元/吨)	2008 年度 (元)	产量 (吨)	单位成本 (元/吨)
工业级碳酸锂	43,502,774	3,000	14,501	59,937,801	3,000	19,979
电池级碳酸锂	116,430,579	2,500	46,572	100,032,065	2,500	40,013

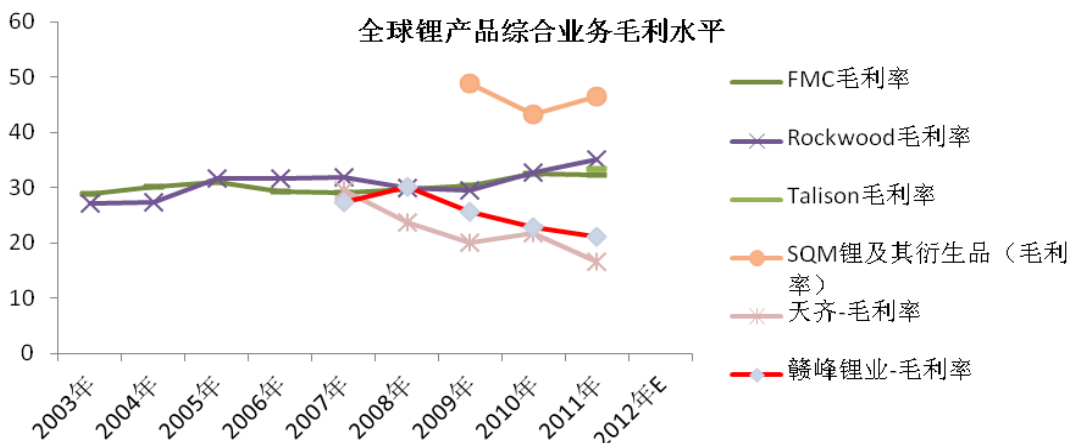
资料来源：华创证券

SQM 和 FMC、Chemetall 三大世界卤水提锂公司盐湖卤水提锂的成本，按美元和人民币 6.8 的比值，生产电池级碳酸锂的成本大概在 14960 元/吨—17680 元/吨，是矿石生成电池级碳酸锂的成本的 1/3 左右。

价格与利润敏感性分析

从锂产品综合业务毛利水平来看，SQM 全球毛利水平最高，SQM 依托优质的阿塔卡玛盐湖，SQM 成为全球最大碳酸锂生产企业，同时产品利润率最高，成本最低，SQM 公司锂产品成本最低，原因包括（1）阿塔卡玛盐湖品质很好；（2）SQM 生产碳酸锂或氯化锂的原料是生产氯化钾或硫酸钾后的母液，其开采、浓缩的成本已计入钾盐产品当中；（3）SQM 对卤水中各种资源的利用率最高，通过合理设计规划生产链，降低了生产总成本。我们测算 SQM 的碳酸锂生产成本为 2500 美元/吨左右。

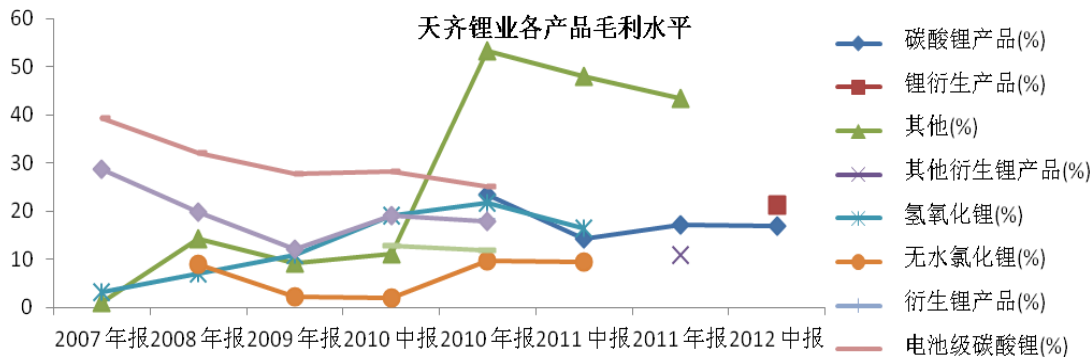
图表 54 全球锂产品综合业务毛利水平



资料来源：华创证券

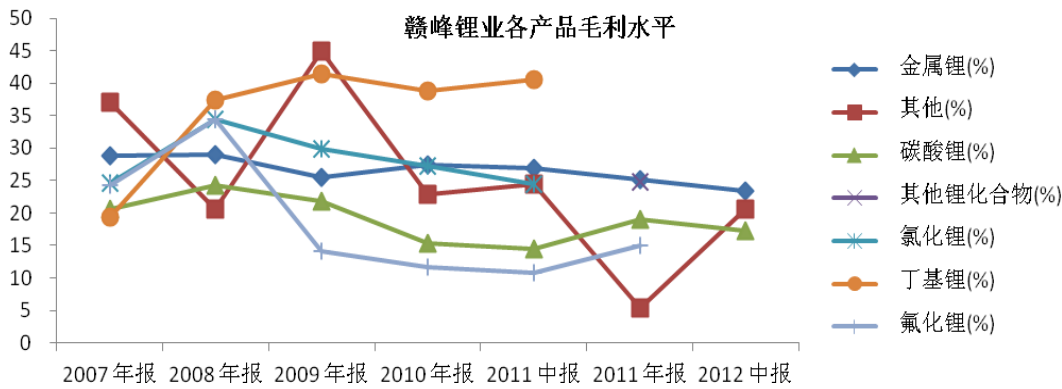
国内天齐锂业与赣锋锂业利润水平相对较低，赣锋锂业碳酸锂毛利水平上半年仅有 17%，提升空间巨大。

图表 55 天齐锂业各产品毛利水平



资料来源：华创证券

图表 56 赣锋锂业毛利水平



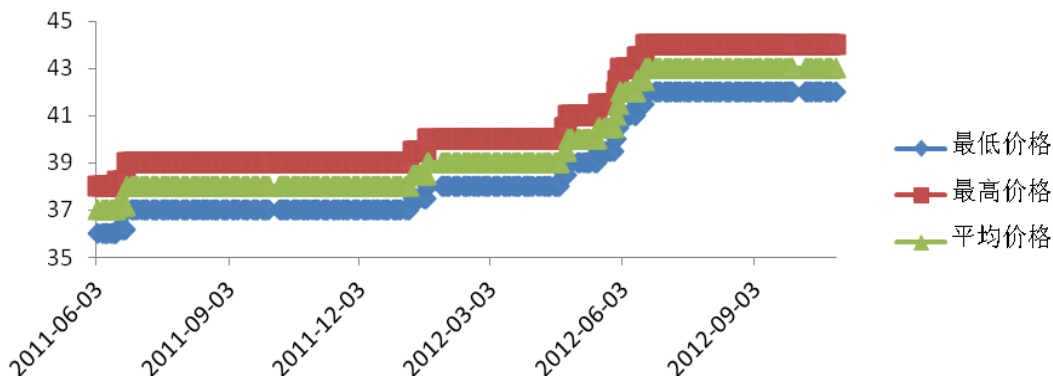
资料来源：华创证券

涨价敏感性分析

一、近一年国内碳酸锂价格上涨 17%，毛利上涨 3%：自去年 6 月上涨 17%，均价自 3.7 万至今为 4.3 万元/吨，国内毛利水平上涨约 3 个点，天齐由 14.19%至 16.92，赣峰由 14.46 涨至 17.29。

二、去年全球提价 10%，毛利水平变化亦在 0%-3%：2011 年 7 月 1 日，全球三大巨头（德国 CHEMETALL、美国 FMC、智利 SQM）联手提价（占全球市场份额 70%），价格涨幅达 20%，我们看到 FMC 的综合毛利率仍保持在 32%，而 SQM 锂业务毛利率由 43.2%上涨至 46.47%。

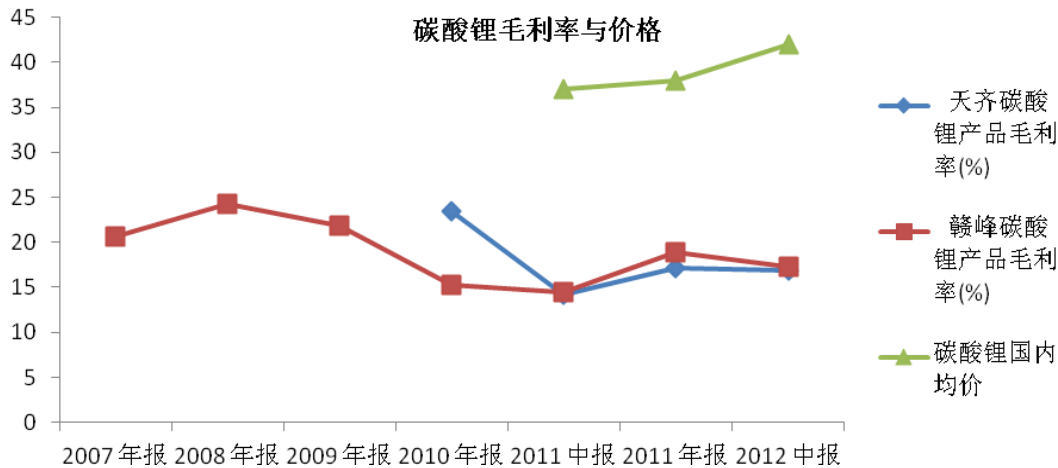
图表 57 碳酸锂价格走势



资料来源：华创证券

国内上市公司毛利率与碳酸锂价格在国际供不应求的条件下与碳酸锂价格成正比关系，这主要由于今年 6-7 月份开始国际供需紧张地局面恢复，国内进口量回升。

图表 58 全球锂产品综合业务毛利水平



资料来源：华创证券

三、公司最大看点：盈利提升与需求爆发

(一) 向上游资源延伸：盈利提升

公司主要原材依赖进口澳大利亚 Talison 的锂辉石矿，每年采购量约 15 万吨左右，采购价格半年一定。进口锂辉石价格是影响公司盈利水平的重要因素之一，成功收购 Talison 将获得上游资源，取得定价权，享受行业提价与降低生产成本的优势，盈利能力进一步提升。

前期，为解决原材料供应商过于单一的问题，公司全资子公司四川天齐盛合锂业于 2008 年 10 月 17 日获得了四川雅江县措拉锂辉石矿探矿权，并于 2012 年 4 月 23 日取得了采矿许可证。自有矿山目前正处于建设过程中，但由于矿山所处位置海拔相对较高，同时受雨季、雪季的影响，一年中只有约 7 个月处于建设期，公司预计自有矿山 13 年下半年可以投产，一期锂精矿产能（折合 SC6.0）为 10 万吨，二期产能为 20 万吨，完全成本在 1300 元左右，较塔力森锂精矿每吨可减少成本 700 元左右（通常生产 1 吨碳酸锂需 8 吨锂精矿），对应锂产品生产成本降低 5000-6000 元/吨，降幅达 20%。自有矿山投产后，公司成本也将显著降低，盈利能力进一步提高。

（二）向下游拓展，布局新需求爆发

电池级锂产品是锂电池电极材料的主要原材料，随着动力电池市场需求的启动，锂产品需求将大幅增长。为了积极布局锂电下游应用领域，公司参股了上海航天电源技术公司（持股比例为 20%），并按持股比例增资航天电源。航天电源核心技术来源于上海空间电源研究所（航天 811 所），目前已经成为中国航天科技集团公司大力发展航天锂离子电池技术应用产业的支撑平台，承担了上海市“高性能锂离子动力蓄电池及管理系统产业化”重点项目。

目前，航天电源一期年产 1500 万安时车用动力锂离子电池芯及集成系统生产示范线建设建成投产，具备中等批量（2000 辆/年）中小型纯电动车用动力锂离子电池组系统配套能力，目前已与上汽、东风等国内主力整车厂建立紧密的合作联系。随着动力电池市场的需求逐渐扩大，航天电源计划启动投资规模为 4.5 亿元的“年产 5000 万安时动力锂离子电池芯及集成系统生产和配套能力二期产业化建设项目”。该项目预计形成 1 万套纯电动轿车动力电池组系统集成配套能力（预计 2012 年 6 月 30 日前投入试生产）。

四、投资建议：

我们看好公司规模扩大与盈利提升的机会，若参考泰利森目前经营状况，对公司明年业绩增厚有限，目前估值依然过高。公司 2012-2014 年 EPS 预计分别为 0.32、0.45、0.63，对于目前估值为 91X、65X、47X。按照增发 1.7 亿股、收购 65% 股份计算，参考泰利森 2012 年盈利水平，增加天齐锂业净利润 0.72 亿，增厚 EPS 0.23 元（增发后股本）。对应天齐锂业 2013 年 EPS（增发后股本）为 0.47 元，比增发前仅增厚 0.02 元。

不过，年产 34.21 万吨锂精矿的泰利森，今年产能扩大到 740000 吨，2013 年产能翻番后销量有望大幅增长，Bloomberg 预测 2013、2014 年其利润增速在 30% 以上，将进一步增厚多至 EPS 0.1 元左右。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	699	1498	1525	1590
现金	377	1258	1255	1313
应收账款	27	16	20	21
其它应收款	2	2	2	2
预付账款	21	17	15	18
存货	184	136	155	158
其他	88	69	77	78
非流动资产	424	340	351	371
长期投资	82	27	37	49
固定资产	165	144	122	101
无形资产	44	42	40	39
其他	133	126	152	183
资产总计	1123	1837	1876	1961
流动负债	113	90	97	114
短期借款	14	24	13	17
应付账款	35	27	32	31
其他	64	39	52	65
非流动负债	26	24	8	-2
长期借款	0	0	-17	-27
其他	26	24	25	25
负债合计	139	114	105	111
少数股东权益	0	0	0	0
股本	147	172	172	172
资本公积金	723	1397	1397	1397
留存收益	114	155	203	281
归属母公司股东权益	984	1723	1771	1849
负债和股东权益	1123	1837	1876	1961

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	9	117	29	67
净利润	40	56	77	109
折旧摊销	16	23	23	23
财务费用	-6	-20	-34	-36
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-49	58	-12	3
其它	9	1	-25	-31
投资活动现金流	-164	60	-10	-12
资本支出	86	0	0	0
长期投资	-82	-55	9	12
其他	-161	5	-0	0
筹资活动现金流	-27	704	-22	2
短期借款	14	10	-11	4
长期借款	-15	0	-17	-11
普通股增加	49	25	0	0
资本公积增加	-49	674	0	0
其他	-27	-5	6	8
现金净增加额	-183	880	-2	58

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	403	483	652	913
营业成本	336	417	570	786
营业税金及附加	1	2	2	3
营业费用	11	13	17	24
管理费用	20	22	31	43
财务费用	-6	-20	-34	-36
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	41	60	87	124
营业外收入	8	7	8	8
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	48	67	94	131
所得税	8	11	16	22
净利润	40	56	77	109
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	40	56	77	109
EBITDA	50	63	75	111
EPS (元)	0.27	0.32	0.45	0.63

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	36.9%	20.0%	35.0%	40.0%
营业利润	0.1%	48.7%	43.6%	42.9%
归属母公司净利润	3.5%	38.0%	39.6%	40.1%
获利能力				
毛利率	16.5%	13.7%	12.7%	14.0%
净利率	10.0%	11.5%	11.9%	11.9%
ROE	4.1%	3.2%	4.4%	5.9%
ROIC	5.7%	8.0%	10.7%	19.2%
偿债能力				
资产负债率	12.3%	6.2%	5.6%	5.7%
净负债比率	21.20%	25.66%	2.75%	-1.03%
流动比率	6.19	16.61	15.73	13.97
速动比率	4.56	15.10	14.13	12.58
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.33	0.35	0.48
应收帐款周转率	18	22	36	45
应付帐款周转率	9.80	13.48	19.39	24.91
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.32	0.45	0.63
每股经营现金	0.05	0.68	0.17	0.39
每股净资产	5.74	10.05	10.32	10.78
估值比率				
P/E	107.69	91.03	65.22	46.55
P/B	4.40	2.93	2.85	2.73
EV/EBITDA	77	61	51	35

新能源分析师介绍

李大军

电力设备与新能源行业 首席分析师

清华大学电子系硕士，惠普公司三年实业经验，从事通信、电力行业咨询。2009年8月加入华创证券，负责电力设备与新能源行业研究。现组建六人研究团队，深入研究和紧密跟踪电力设备、新能源、节能、环保、新能源汽车、工业自动化等新兴产业。

荣获《新财富》2012年电力设备新能源行业最佳分析师第一名。

荣获《新财富》2011年电力设备新能源行业最佳分析师第二名。

闫思倩：

新能源行业分析师

北京大学金融信息工程硕士。2010年4月至2011年2月于中金研究部策略组实习，2011年7月19日加入华创证券。

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	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	刘玄	机构销售经理	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	石翌飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hczq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
	周琼	机构销售助理	010-66500838	zhou.vivian@yahoo.com
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hczq.com
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiying@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	刁建楠	机构销售助理	0755-88283039	diaojiannan@hczq.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hczq.com
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hczq.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

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558