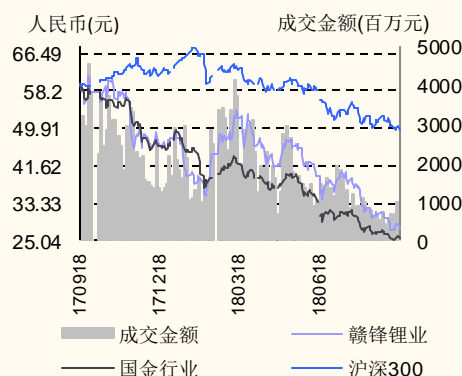


市场价格 (人民币): 27.81 元

不断进取的锂电材料龙头

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	786.42
总市值(百万元)	31,005.20
年内股价最高最低(元)	61.38/27.29
沪深 300 指数	3204.92
中小板综	8162.41



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.617	1.980	1.650	0.886	1.061
每股净资产(元)	3.31	5.44	7.89	9.20	10.76
每股经营性现金流(元)	0.87	0.68	1.00	1.35	1.58
市盈率(倍)	42.97	36.23	16.85	31.40	26.21
净利润增长率(%)	271.03%	216.36%	25.23%	-46.33%	19.78%
净资产收益率(%)	18.66%	36.39%	31.45%	14.47%	14.83%
总股本(百万股)	752.70	741.77	1,114.90	1,114.90	1,114.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高速发展的锂电一体化龙头。**公司立足自身传统优势领域,逐步建立起包括上游锂资源提取、锂化合物深加工、金属锂生产、锂电池生产、锂回收在内的全产业链布局,成长为一体化产业龙头。
- **收购上游资源矿山,自给率不断提升。**公司早期仅仅定位为大型冶炼企业,2015年开始,公司在全球各地增加对锂资源的投资,分别收购了加拿大国际锂业、爱尔兰 blackstairs 锂辉石矿山、阿根廷 Mariana 卤水矿以及澳大利亚 RIM 公司股权,逐步实现了原材料的自供。
- **中游扩张,产能快速放量。**公司目前拥有碳酸锂产能 2.3 万吨/年,氢氧化锂产能 1.2 万吨/年,金属锂产能 1500 吨/年,丁基锂产能 500 吨/年,氟化锂产能 1500 吨/年。在公司目前已知的产能规划当中,包括 2 万吨氢氧化锂生产线、1.75 万吨碳酸锂生产线以及 500 吨丁基锂生产线,预计 2019 年将全面实现投产,2019 年公司产能将达到约 8 万吨/年。
- **下游拓宽市场,布局电池领域。**公司通过收购美拜布局 3C 锂离子电池,引入高精尖团队布局固态电池,入股长城华冠切入新能源整车,成立赣锋循环科技布局锂电池回收,深度布局锂电池下游产业,形成完整的一体化锂电产业链。

投资建议

- 我们看好公司产能释放带来的业绩增长,预计 2019 年公司主要产品碳酸锂产能将达到 4 万吨,氢氧化锂产能将达到 2.8 万,产能产量实现较快增长;同时出于对于未来锂产品价格下滑的谨慎考虑,我们预计公司在 2018-2020 年实现 EPS 分别为 1.65/0.89/1.06,同比增速分别为 25.23%/-46.33%/19.78%,对应目前股价 PE 分别为 16.69/31.09/25.96 倍。我们给予公司目标价 27.64 元同公司当前股价相近,首次覆盖,给予“中性”评级。

风险提示

- 新能源汽车产销量低于预期的风险;
- 宏观经济增长乏力导致锂需求量下行的风险;
- 碳酸锂等锂电池产品大幅跌价风险。

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

廖淦

分析师 SAC 执业编号: S1130517020001
(86755)83830558
liaogan@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

一、锂行业供需结构走向宽松	4
供给端：放量加速	4
需求端：快速放量	7
供需平衡向供给相对宽松过渡	13
二、公司是全球锂电新能源材料行业的领导者	14
三、上控资源，积极布局海外	16
四、中拓产能，产能快速增长	23
五、下拓市场，积极布局锂电中下游	23
六、盈利预测与评级	24
关键假设及预测	24
估值及评级——目标价 27.64 元	25
七、风险提示	25

图表目录

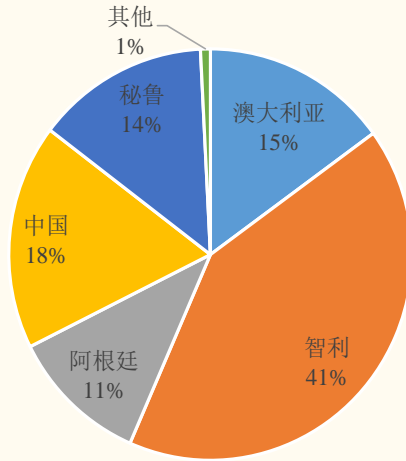
图表 1：全球锂资源储量分布情况	4
图表 2：2017 年全球锂资源产量分布情况	4
图表 3：2017 年锂资源产量种类分布	4
图表 4：2017-2020 年全球锂辉石矿产量	5
图表 5：2017 年全球盐湖锂产量分布（吨/LCE）	5
图表 6：2017 年国内盐湖锂产量分布（吨/LCE）	5
图表 7：2017 年全球厂商盐湖锂产量	6
图表 8：主要产国未来 3 年盐湖锂产量	6
图表 9：锂云母未来 3 年预计产量	7
图表 10：全球锂资源供给量	7
图表 11：2017 年全球锂资源需求结构图（吨/LCE）	8
图表 12：中国新能源汽车产量	8
图表 13：2017 年全球新能源汽车销售比例	8
图表 14：新能源汽车产量	9
图表 15：动力电池材料构成	9
图表 16：国内 EV 动力电池的能量密度情况（截止 18 年 6 月）	10
图表 17：动力电池正极材料占比（包含 EV 与 PHEV，截止 18 年 6 月）	10
图表 18：1Gwh 电池容量对应材料消耗（吨）	10
图表 19：动力电池需求预测占比	10
图表 20：中国新能源汽车碳酸锂需求测算	11
图表 21：全球各国动力电池消耗锂量（吨）	11
图表 22：全球 3C 产品出货量	11
图表 23：3C 产品对锂需求量	12

图表 24: 传统工业品对锂需求量 (吨/LCE)	12
图表 25: 储能电池对锂需求量	13
图表 26: 全球锂资源供需平衡表 (吨/LCE)	13
图表 27: 碳酸锂价格走势 (元/吨)	14
图表 28: 公司发展历程	14
图表 29: 全产业布局	15
图表 30: 营业收入高速增长	15
图表 31: 归母净利润高速增长	15
图表 32: 2018H1 营收结构	16
图表 33: 2018H1 毛利结构	16
图表 34: 公司拓展路径	16
图表 35: 公司积极获取锂资源原料	17
图表 36: Mt Marion 产量和出口量	18
图表 37: Mt Marion 精矿出口量	18
图表 38: 单吨成本 (CFR) 变化	19
图表 39: Mt Marion 矿石销售价格	19
图表 40: Pilbara Minerals 建设进度	20
图表 41: Pilbara Minerals 大股东占比	20
图表 42: Pilbara Minerals 包销分配	21
图表 43: 2012 年, Cauchari-Olaroz 资源量概况	21
图表 44: Cauchari-Olaroz 建设进度	22
图表 45: Cauchari-Olaroz 部分预计参数	22
图表 46: Mariana 建设进度	22
图表 47: 公司扩产规划宏伟	23
图表 48: 产品营收拆分预测 (不含税)	24
图表 49: 可比公司盈利和估值水平预测	25

一、锂行业供需结构走向宽松

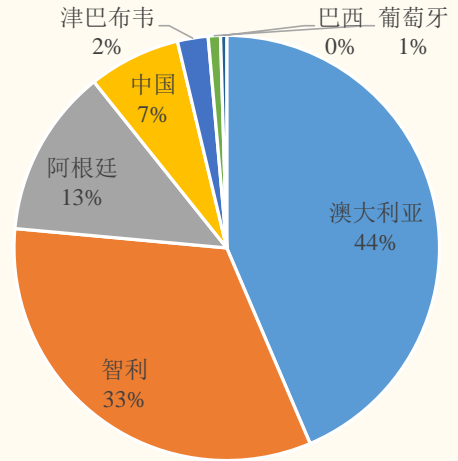
- 全球锂资源以锂矿石、盐湖锂和锂云母的形式存在，主要分布于智利、澳大利亚、阿根廷等国家。

图表 1：全球锂资源储量分布情况



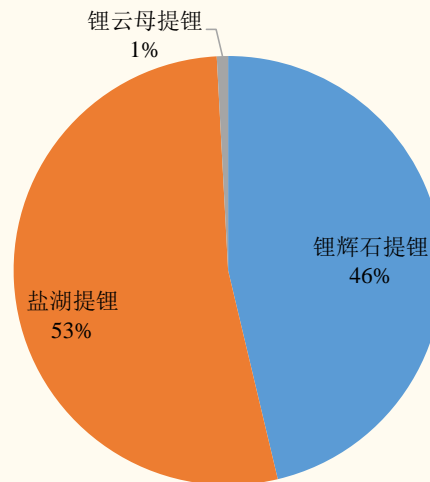
来源：USGS，国金证券研究所

图表 2：2017 年全球锂资源产量分布情况



来源：USGS，国金证券研究所

图表 3：2017 年锂资源产量种类分布



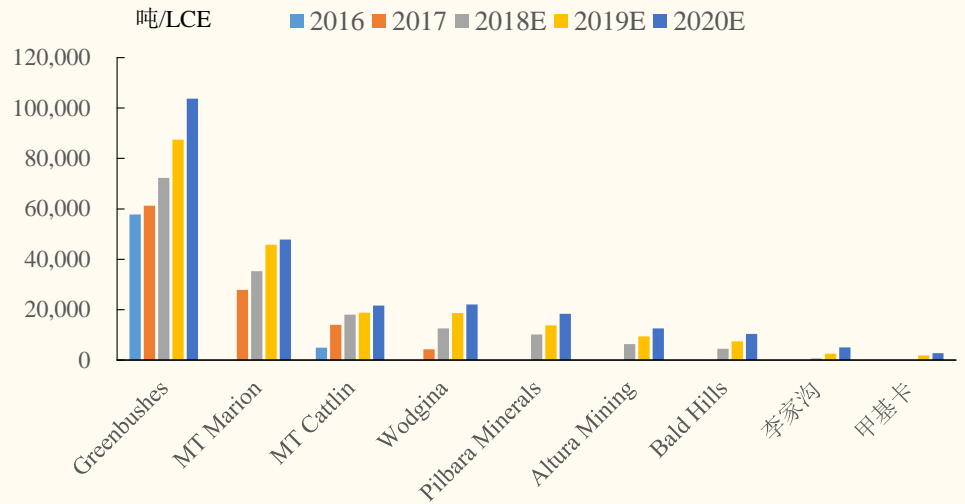
来源：USGS、国金证券研究所

供给端：放量加速

锂辉石：仍是寡头格局

- 全球锂辉石产量 90% 以上集中于 Greenbushes、MT Cattlin、MT Marion 三大锂辉石矿，分别由 Talison、Galaxy Resources、RIM 三大企业承包采矿权，控制全球 90% 的锂辉石矿产。供给端，未来产生 Wodgina、Pilbara、Altura、Bald Hills 等有效供给。

图表 4：2017-2020 年全球锂辉石矿产量

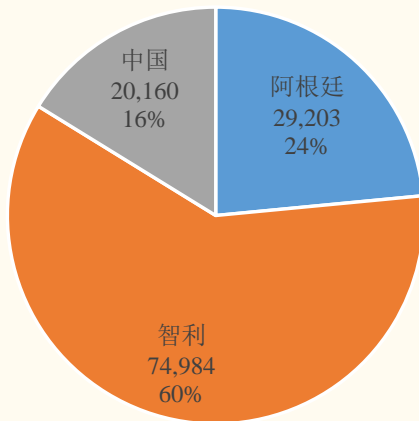


来源：USGS、国金证券研究所

盐湖锂：格局稳定，增长看智利和中国

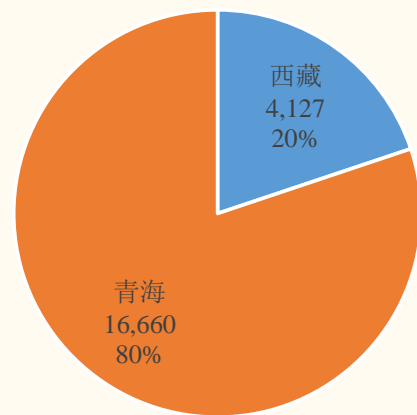
- 全球盐湖锂产量主要集中在智利、阿根廷、中国三个国家。2017 年中国盐湖提锂产量有 20,160 吨碳酸锂当量。

图表 5：2017 年全球盐湖锂产量分布 (吨/LCE)



来源：USGS、国金证券研究所

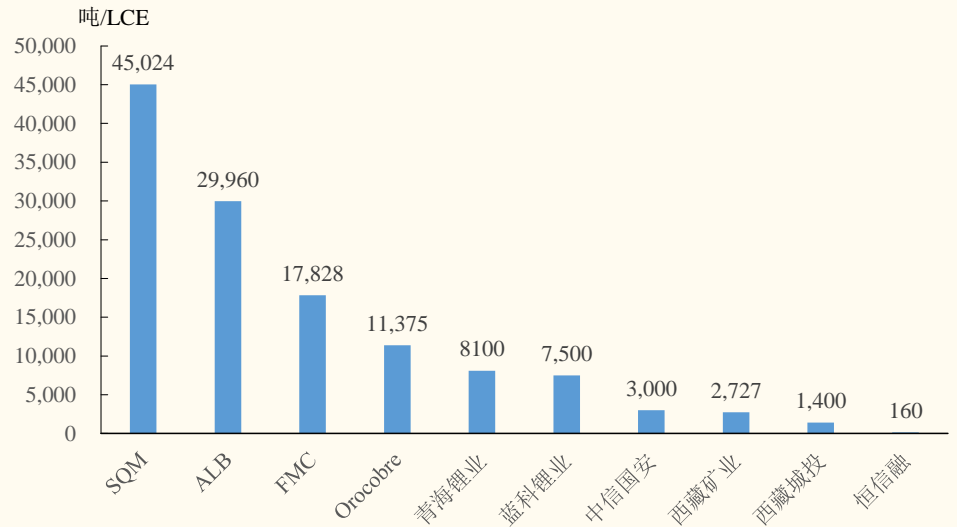
图表 6：2017 年国内盐湖锂产量分布 (吨/LCE)



来源：USGS、国金证券研究所

- **盐湖格局稳定。**全球盐湖提锂公司主要包括 SQM、ALB、FMC，分别在智利、美国、阿根廷拥有大量盐湖储备，合计占据全球盐湖锂产量的 74%。

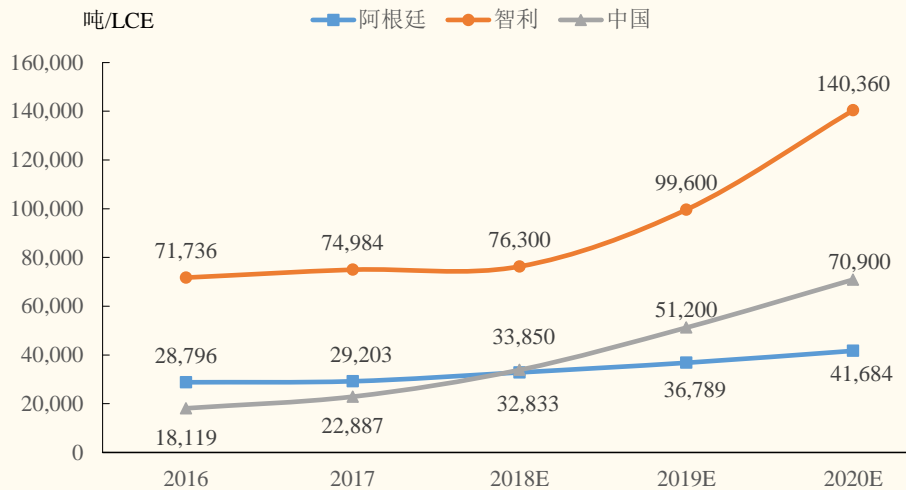
图表 7：2017 年全球厂商盐湖锂产量



来源：SQM annual report、国金证券研究所

- 全球盐湖锂生产增量主要来自于智利盐湖锂产量的增长，预计到 2020 年全球盐湖锂产量将达到 252,944 吨碳酸锂当量。

图表 8：主要产国未来 3 年盐湖锂产量

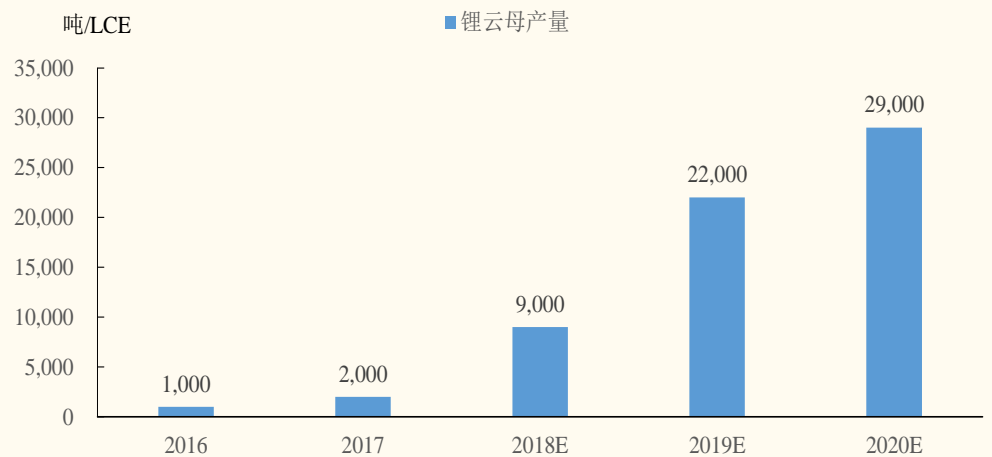


来源：中国产业信息网、国金证券研究所

锂云母：产量爬坡在即

- 宜春钽铌矿资源的氧化锂储量达到 565 万吨碳酸锂当量，品位 0.708%，是世界上最大的锂云母矿，占全国锂资源储量 33.8%，占全球锂资源储量 7%。

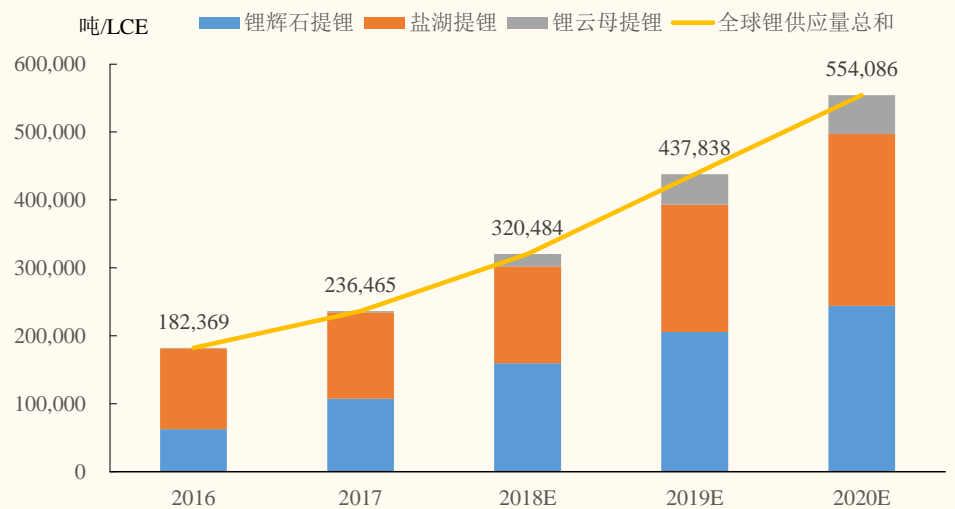
图表 9：锂云母未来 3 年预计产量



来源：中国产业信息网、国金证券研究所

- 目前，锂辉石、盐湖锂、锂云母是锂资源的三大存在形式，都呈现供给扩产的趋势。

图表 10：全球锂资源供给量



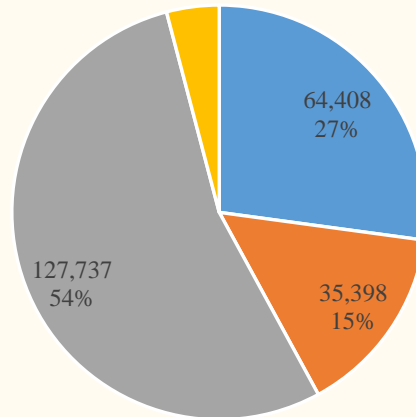
来源：USGS、国金证券研究所

需求端：快速放量

- 全球锂需求端主要应用在三个方面，工业需求、新能源汽车、3C 产品，达到总需求的 96%。其中，2017 年 54% 锂资源应用于工业需求端，27% 应用于新能源汽车，15% 应用于 3C 产品，4% 应用于储能电池及其他。

图表 11：2017 年全球锂资源需求结构图（吨/LCE）

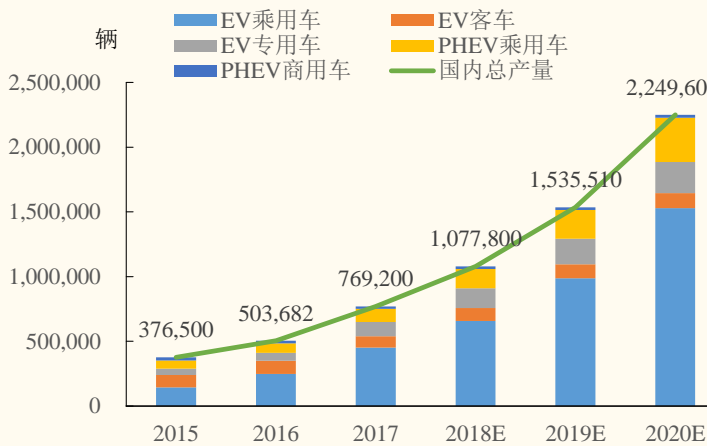
■ 新能源汽车 ■ 3C产品 ■ 工业需求 ■ 储能电池及其他



来源：高工锂电、国金证券研究所

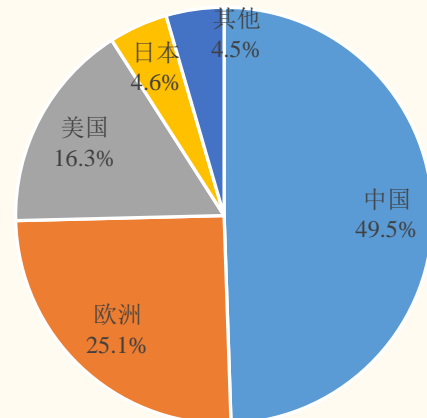
- **新能源汽车高速成长。**根据中汽协数据，2017 年中国新能源汽车产量达到 74.5 万辆，约占世界总产量 5 成。我们预计未来 3 年内新能源汽车的产量将会保持年均约 40% 左右的增速，2020 年中国产量达到 229 万辆。假设我国新能源汽车产量未来 3 年占全球总产量比例维持在 40% 左右，那么 2020 年全球新能源汽车产量将会达到 573 万辆。

图表 12：中国新能源汽车产量



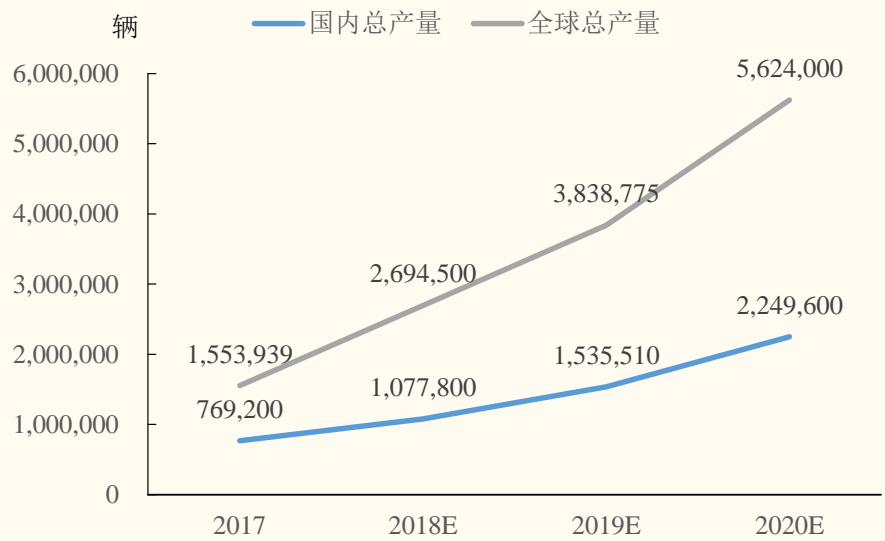
来源：中汽协、国金证券研究所

图表 13：2017 年全球新能源汽车销售比例



来源：EV-Volumes、国金证券研究所

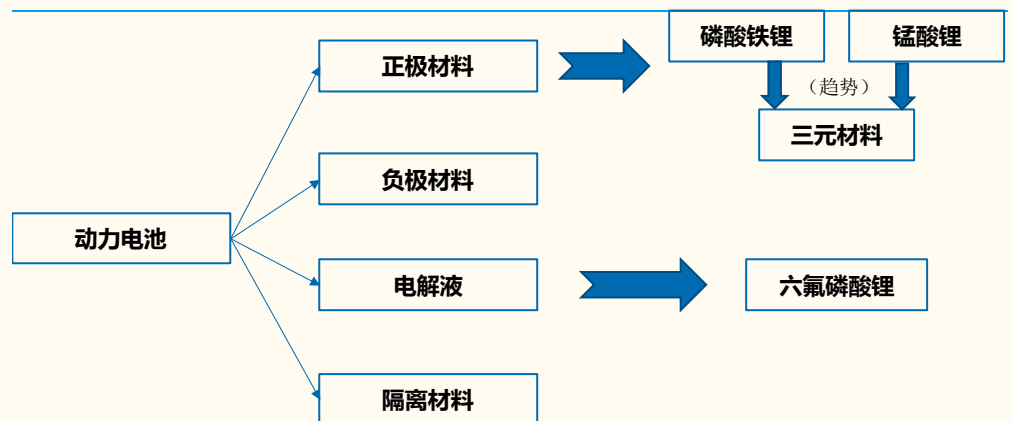
图表 14：新能源汽车产量



来源：中汽协、国金证券研究所

- **动力电池为锂资源需求的主要增长点。**目前，市场上制造动力电池正极材料主要为磷酸铁锂、三元材料、锰酸锂，而电解液原材料则需要用到六氟磷酸锂。新能源汽车的放量增长将极大的带动锂资源的需求。

图表 15：动力电池材料构成



来源：第一电动网、国金证券研究所

- **动力电池结构分化。**三元材料由于能量密度较高、综合性能好主要用于乘用车。而磷酸铁锂依靠成本低廉，安全性与稳定性较好，主要用于客车。

图表 16: 国内EV 动力电池的能量密度情况 (截止18 年6 月)

动力电池材料	能量密度	EV 乘用车	EV 客车	EV 专用车
三元材料	90-120	3%	-	13%
	120-140	9%	-	55%
	140-150	69%	-	26%
	150-160	13%	-	6%
	>160	6%	-	0%
三元 汇总		89%	0%	64%
磷酸铁锂	90-120	50%	1%	29%
	120-140	25%	22%	63%
	140-150	25%	73%	5%
	150-160	0%	5%	3%
磷酸铁锂 汇总		11%	100%	36%

来源: 工信部《新能源汽车推广应用推荐车型目录》、国金证券研究所

图表 17: 动力电池正极材料占比 (包含EV 与PHEV, 截止18 年6 月)

车型分类	三元占比	磷酸铁锂占比	锰酸锂
乘用车	91%	8%	1%
客车	-	88%	12%
专用车	62%	32%	6%

来源: 工信部《新能源汽车推广应用推荐车型目录》、国金证券研究所

- **碳酸锂需求仍相对旺盛。**目前市场上仍以 523/622 为代表的三元材料与磷酸铁锂作为新能源汽车正极的原材料, 因此市场对碳酸锂需求仍然旺盛。而 NCM811 和 NCA 为代表的高镍三元材料目前使用率在 5%-10% 之间。

图表 18: 1Gwh 电池容量对应材料消耗 (吨)

1GWh 电池容量对应材料消耗	磷酸铁锂	NCM 111	NCM 523	NCM 622	NCM 811	NCA	六氟磷酸锂
碳酸锂	468	674	670	667	-	-	61
氢氧化锂	-	-	-	-	733	743	-
对应锂	88	126	126	126	121	122	11

来源: 高工锂电、国金证券研究所

- 我们按照新能源汽车不同动力电池占比, 对未来的中国新能源汽车产业锂资源需求量进行测算, 预计到 2020 年中国新能源汽车碳酸锂需求将达到 9 万吨。

图表 19: 动力电池需求预测占比

	2017	2018E	2019E	2020E
NCM111	25%	25%	17%	15%
NCM523	40%	35%	30%	25%
NCM622	20%	25%	30%	35%
NCM811	5%	5%	8%	10%
NCA	10%	10%	15%	15%

来源: 高工锂电、国金证券研究所

图表 20：中国新能源汽车碳酸锂需求测算

	2018E	同比	2019E	同比	2020E	同比	
新能源汽车产量 (辆)	纯电动乘用车	658,000	46%	987,000	50%	1,529,800	55%
	纯电动商用车	252,200	28%	306,200	21%	354,700	16%
	其中：客车	99,200	12%	107,200	8%	115,700	8%
	专用车	153,000	40%	199,000	30%	239,000	20%
	插电混动乘用车	147,400	43%	221,100	50%	342,800	55%
	插电混动商用车	20,200	12%	21,210	50%	22,300	33%
单车带电量 (kwh)	纯电动乘用车	33	20%	37	10%	40	10%
	纯电客车	145	4%	148	2%	149	1%
	纯电专用车	50	-31%	52	5%	55	5%
	插电混动乘用车	15	5%	16	5%	17	5%
	插电混动商用车	28	5%	29	5%	31	5%
碳酸锂需求总计 (吨)	35188	37%	50837	44%	76178	50%	

来源：高工锂电、国金证券研究所

- 假设国内新能源汽车动力电池耗锂量占全球比维持 40% 的比例，那么预计 2018 年全球动力电池耗锂量将会达到 10.1 万吨碳酸锂当量，而 2020 年消耗将会达到 22.7 万吨碳酸锂当量。

图表 21：全球各国动力电池消耗锂量 (吨)

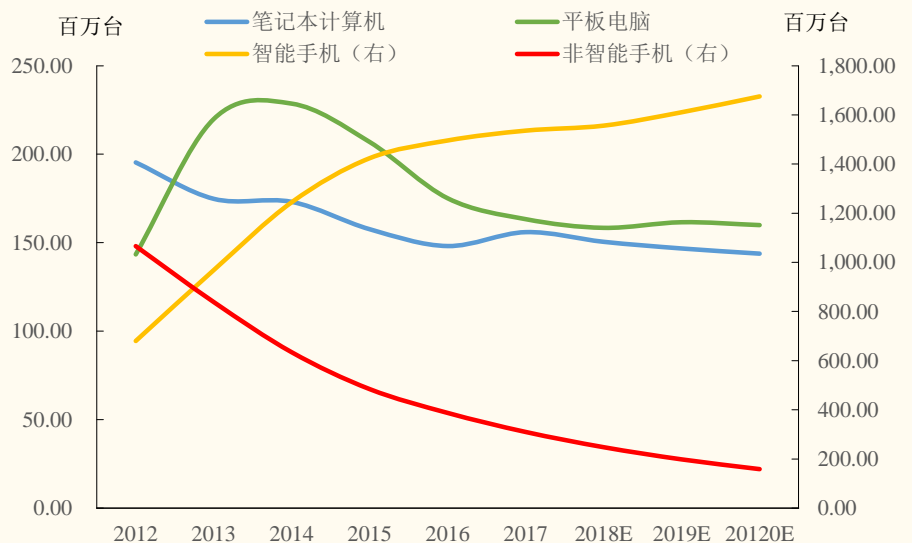
动力电池耗锂量	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中国	18,964	25,763	35,187	50,837	76,178
全球合计	47,410	64,408	87,970	127,093	190,445

来源：高工锂电、国金证券研究所

3C 产品：需求稳定

- 钴酸锂是 3C 产品电池的正极材料，与 3C 产品的生产密切相关。2017 年 3C 产品总出货量达到 21.65 亿，同比下降 1.88%。电池材料对锂需求稳定，且市场基本处于饱和状态，3C 产品对锂需求弹性相对较小。

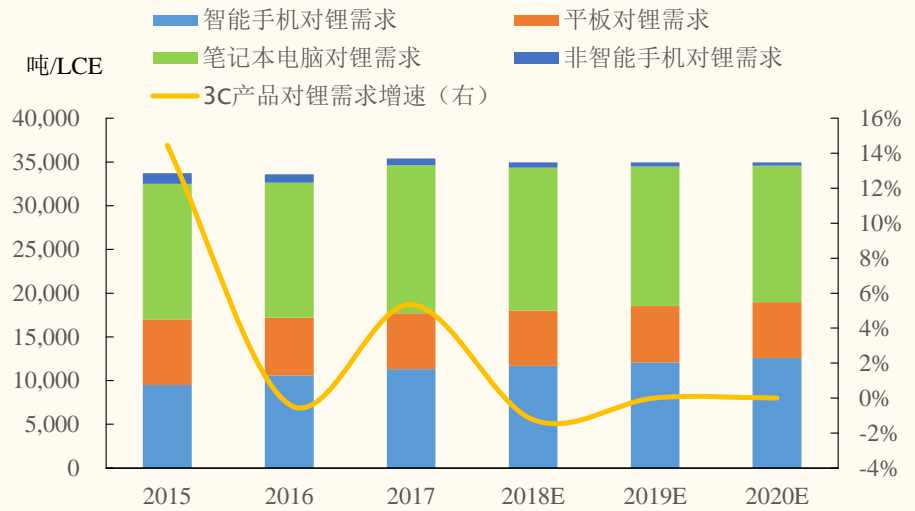
图表 22：全球 3C 产品出货量



来源：wind、国金证券研究所

- 2017 年，全球 3C 产品对于锂的需求量折合 LCE 达到 35,398 吨，同比增速缓慢，预计未来进一步降到接近于 0%，对锂的需求比较平稳。

图表 23：3C 产品对锂需求量



来源：wind、国金证券研究所

传统工业：需求基数大

- 锂在传统工业上的需求主要是在用作润滑脂、陶瓷及玻璃的添加剂、空调制冷机的吸收剂等。需求相对稳定。

图表 24：传统工业品对锂需求量 (吨/LCE)

工业产品	锂需求量 (LCE/吨)				
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
锂基润滑脂	16,088	16,892	17,568	18,095	18,457
陶瓷及玻璃	60,329	62,742	64,624	65,917	66,576
空调制冷机	6,033	6,214	6,400	6,592	6,790
电解铝	880	766	666	579	504
其他	39,339	41,123	42,479	43,364	43,747
合计	122,669	127,737	131,738	134,548	136,075
同比增速	3.22%	4.23%	3.12%	2.12%	1.23%

来源：中国产业信息网、国金证券研究所

储能电池：需求基数小

- 锂在储能电池上的应用主要有三类，分别是锂一次电池的负极材料、锂电自行车中的锂离子电池、用于太阳能/风力/可再生能源发电设备储蓄能源用的蓄电池。2017 年储能电池合计耗锂量达到 9,718 吨碳酸锂当量，预计 2020 年耗锂量达到 13,214 吨碳酸锂当量，增速将会稳定在 10% 左右。储能电池对锂需求量绝对值占总需求比仅在 5% 左右，需求基数较小。

图表 25：储能电池对锂需求量



来源：wind、国金证券研究所

- 锂需求的四大应用领域中，新能源汽车是对锂需求弹性最大的部分，3C 产品由于出货量萎靡、传统工业锂需求缺乏弹性、储能电池需求基数小，它们对锂的需求都呈现相对稳定的状态。

供需平衡向供给相对宽松过渡

- 相比于 2017 年，2018 年锂资源将逐渐由供需平衡向供给过剩过渡。

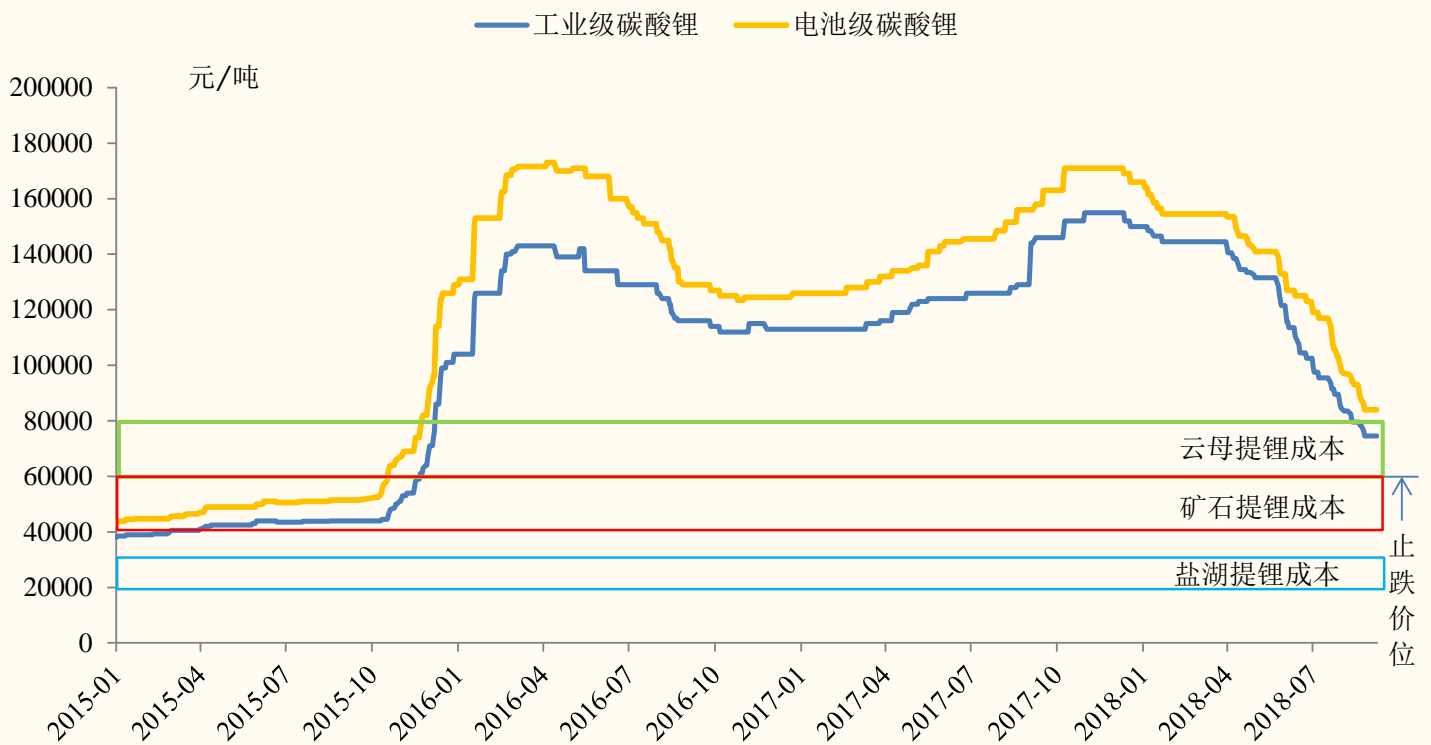
图表 26：全球锂资源供需平衡表 (吨/LCE)

供应量 (LCE 当量)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
锂辉石提锂	62,719	107,391	159,500	205,499	244,143
盐湖提锂	118,650	127,073	142,983	187,588	252,943
锂云母提锂	1,000	2,000	9,000	22,000	29,000
全球锂供应量总和	182,369	236,465	320,484	437,838	554,086
需求量 (LCE 当量)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
新能源汽车	47,410	64,408	87,970	127,093	190,445
3C 产品	33,601	35,398	34,961	34,964	34,965
工业需求	122,669	127,737	131,738	134,548	136,075
其他	8,946	9,718	10,640	11,780	13,214
全球锂需求量总和	212,626	237,261	265,308	308,385	374,698
锂供需缺口	(30,256)	(796)	46,175	106,703	151,388

来源：高工锂电、国金证券研究所

- **价格处于下行区间。**碳酸锂产品价格 15-16 年的快速上涨，其后随着供需结构向供给过剩转变，价格逐步下滑。截至 2018 年 9 月 10 号，工业级碳酸锂价格下探至 7.45 万元/吨 (含税)，电池级碳酸锂价格下探至 8.4 万元/吨 (含税)。
- 从中短期来看，价格仍将处于下行通道，但整体下行空间已相对有限。未来有三个成本线将对碳酸锂价格形成支撑。6-8 万/吨 (含税) 的云母提锂成本线，4-6 万/吨 (含税) 的矿石提锂成本线，2-3 万/吨 (含税) 的盐湖提锂成本线。我们预计，碳酸锂价格将在矿石提锂的成本区间附近获得支撑。

图表 27：碳酸锂价格走势（元/吨）

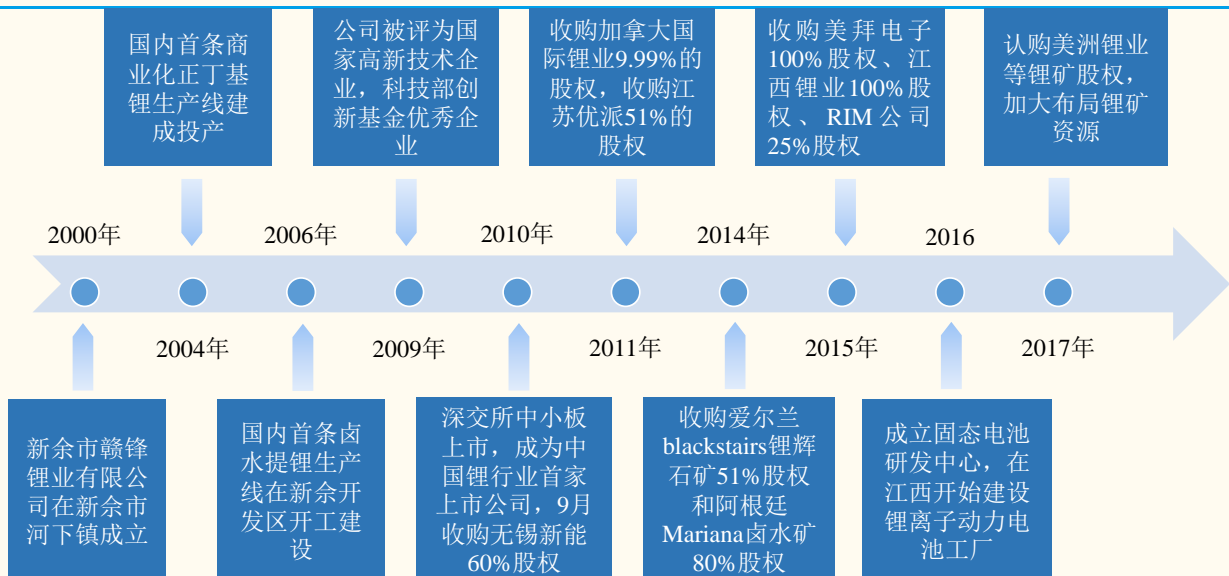


来源：亚洲金属网、国金证券研究所

二、公司是全球锂电新能源材料行业的领导者

- 赣锋锂业早期成立于 2000 年，经过 18 年的发展，成长为一家打通锂电池产业链的锂电龙头企业。公司 2010 年实现 A 股上市，其后进入快速发展阶段。目前公司主要产品包括金属锂、碳酸锂、氯化锂、丁基锂、氟化锂等二十余种。

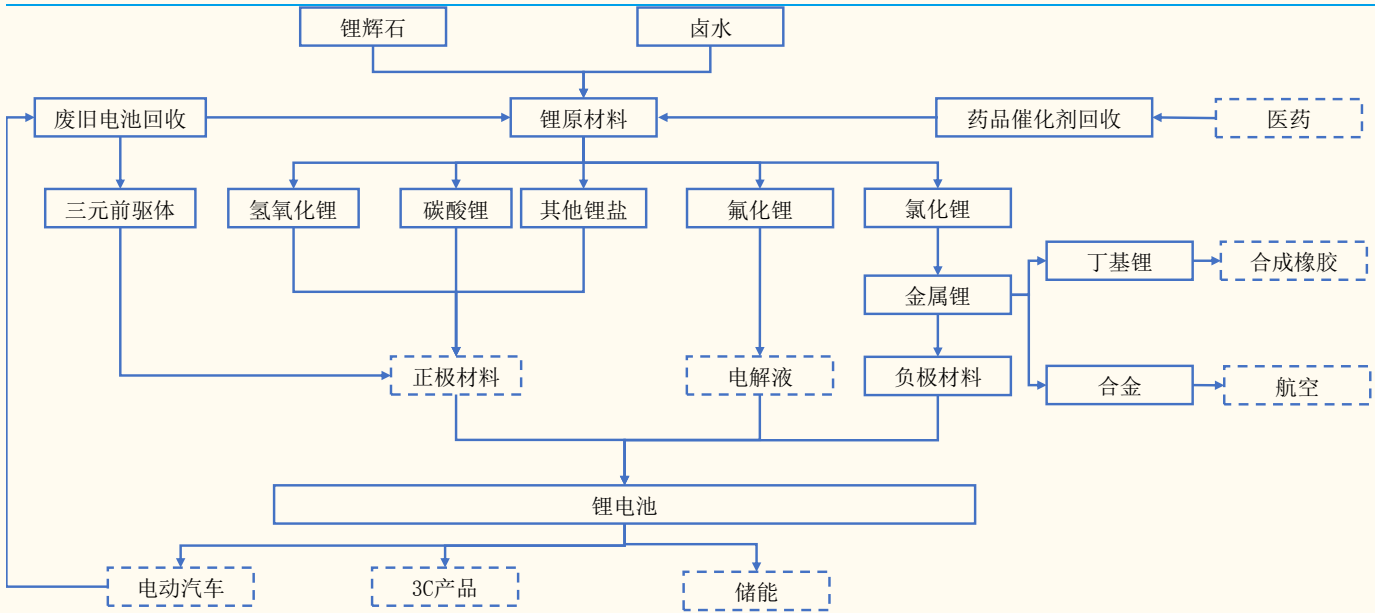
图表 28：公司发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司上中下全产业链布局。**通过产业链上下游延伸，公司主营业务已从最初的锂加工行业，向上游锂矿开采、下游锂电池行业进一步延伸和拓展，成长为新能源汽车全产业链布局的锂电龙头。

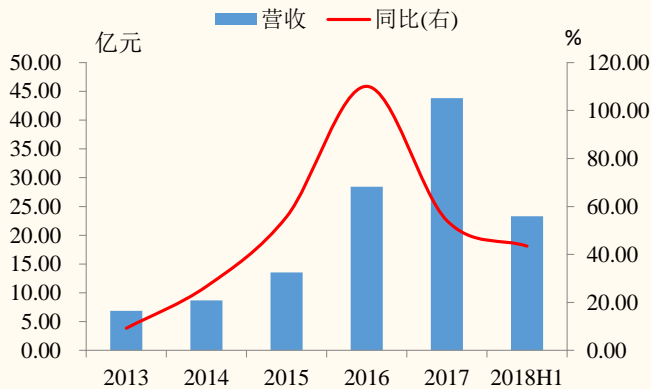
图表 29：全产业链布局



来源：招股说明书、国金证券研究所

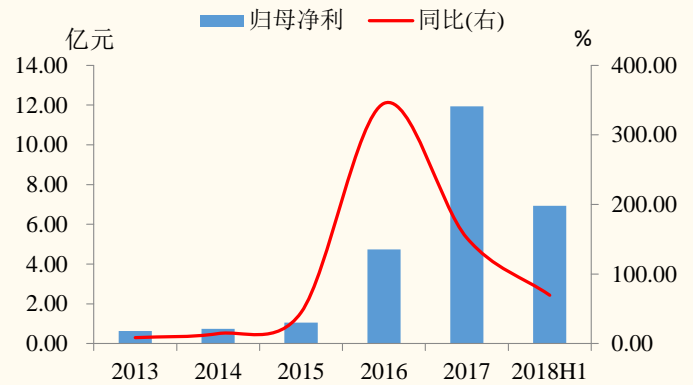
- **公司营收、净利快速增长。**2013年至2017年，公司营业收入从6.86亿元增长至43.83亿元，5年复合增长率达到了59%；公司归母净利润从0.74亿元增长至14.69亿元，5年复合增长率达到了111%。2018年上半年，公司实现营业收入23.32亿元，同比增长43.47%；实现净利润8.37亿元，增速达37.82%。

图表 30：营业收入高速增长



来源：公司公告、国金证券研究所

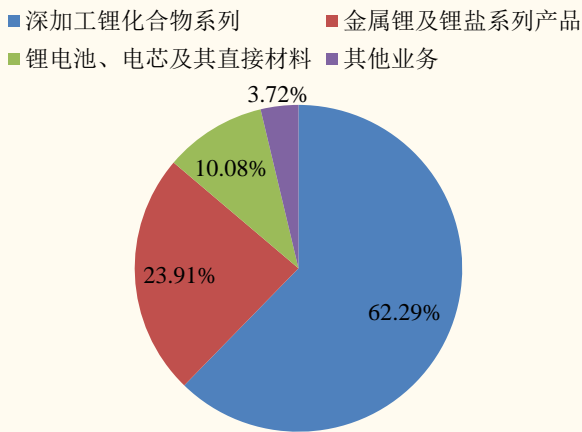
图表 31：归母净利润高速增长



来源：公司公告、国金证券研究所

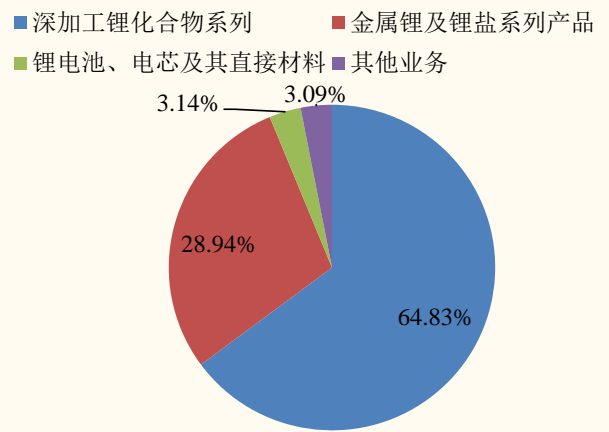
- **公司的主营产品为深加工锂化合物产品和金属锂及锂盐产品。**2018年上半年深加工锂化合物系列产品和金属锂及锂盐产品分别贡献营业收入14.52亿元和5.58亿元，分别占总营收的62.29%和23.91%，分别占毛利的64.83%和28.94%。

图表 32：2018H1 营收结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：2018H1 毛利结构

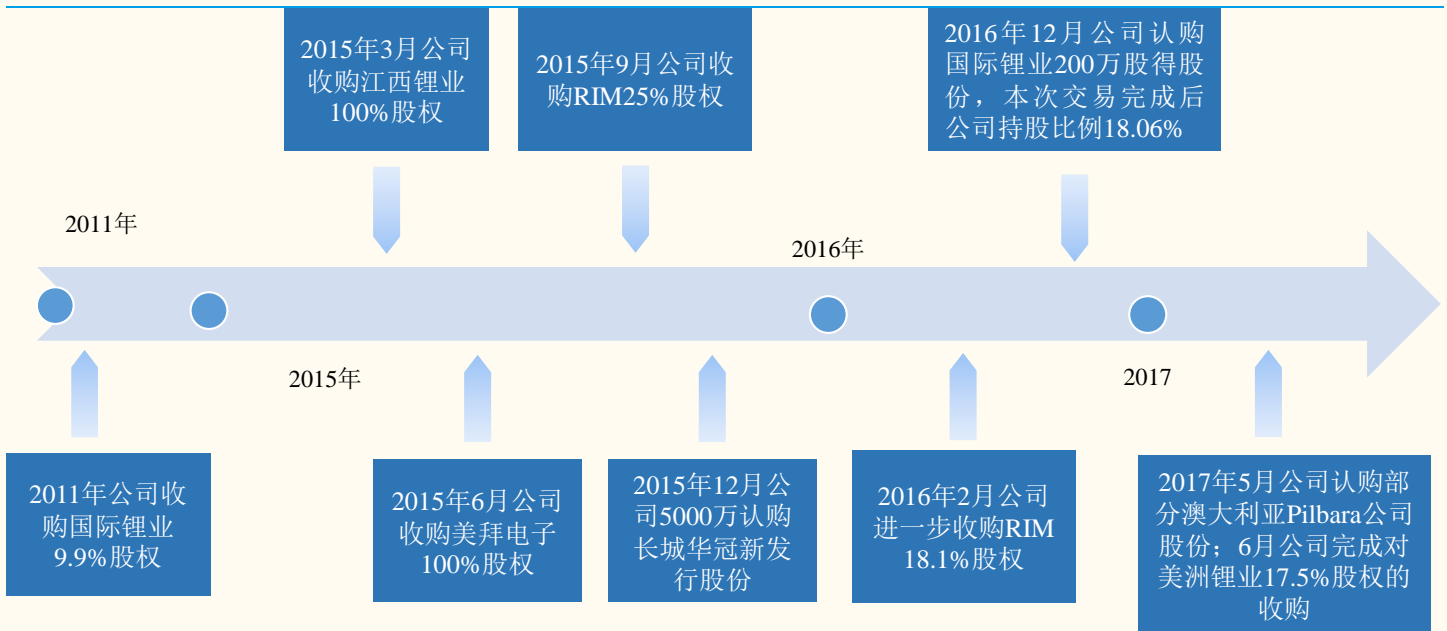


来源：公司公告，国金证券研究所

三、上控资源，积极布局海外

- 在早期发展过程中，公司定位为中游大型冶炼企业，为拓宽原材料获取渠道、降低原材料价格波动对公司的影响，公司不断向上游拓展布局锂辉石矿和卤水矿。从 2011 年起，公司开始收购锂资源股权，并于 2015 年起加速了全球锂资源的布局。截至目前，公司主要通过参股资源的方式获得包销权，已经实现了原料的完全自给，未来不排除进一步收购控股优质资源。

图表 34：公司拓展路径



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：公司积极获取锂资源原料

公司	锂矿名称	持股比例	国家	资源类型	资源量 (百万吨 LCE)	品位	合作方式	备注
RIM	Mt Marion	43.10%	澳大利亚	锂辉石	2.7	1.37%	包销	设计产能 40 万吨/年锂精矿，订立长期包销协议，公司 2017 年至 2020 年间可包销 Mount Marion 生产的全部锂精矿。2020 年之后至少包销 49%。
江西锂业	宁都河源	100.00%	中国	锂辉石	0.1	1.03%	运营开采	设计产能 1 万吨/年锂精矿，宁都河源矿由公司负责营运和开采。
Pilbara	Pligangoora	4.30%	澳大利亚	锂辉石	4.9	1.25%	包销	一期年产 32 万吨锂精矿，2018 年 H1 完成投产，二期扩产至年产 80 万吨锂精矿，2019H2 投产。
Minera Exar	Cauchari-Olaroz	48.10%	阿根廷	卤水	11.8	585 毫克/升	包销	包销 Cauchari-Olaroz 第一阶段的 2.5 万吨电池级碳酸锂的 40% 的产量，预计于 2019 年底或 2020 年初投产。
国际锂业	Mariana	80.00%	阿根廷	卤水	1.9	306 毫克/升	/	预计于 2019 年开始建设并于 2021 年投产
BLL	Avalonia	55.00%	爱尔兰	锂辉石	/	/	/	勘探中

来源：公司年报，国金证券研究所

■ Mt Marion

- Mt Marion 为公司目前锂矿主要供应商。2017 年 Q2 Mt Marion 已经具备 40 万吨/年的产能，截至 2018 年二季度，Mt Marion 每季度稳定的产出约 10 万吨（湿吨）锂精矿。根据公司与 Mt Marion 的包销协议，2017-2019 年，赣锋锂业将包销全部锂精矿，2019 年之后至少包销 49% 的锂精矿。

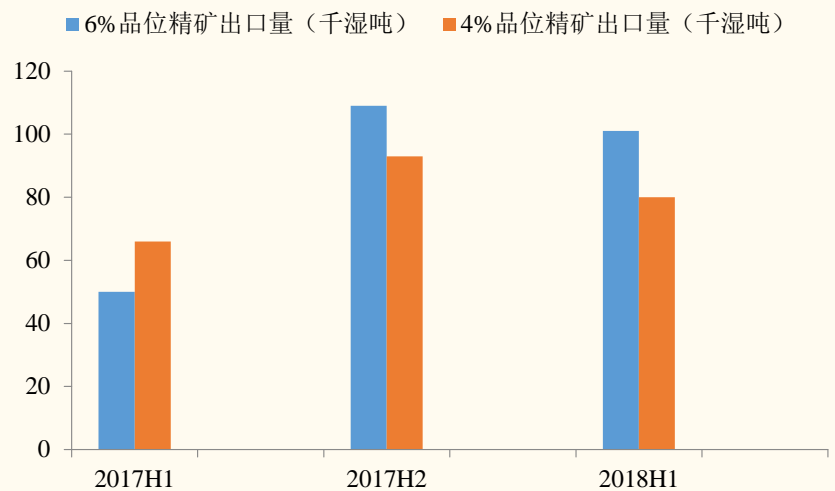
图表 36: Mt Marion 产量和出口量

时间	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
采矿量 (千湿吨)	537	585	665	722	737	799
锂精矿产量 (千湿吨)	53	92	112	109	105	109
锂精矿出口量 (千湿吨)	32	84	90	111	86	95

来源：公司公告、国金证券研究所

- 从 Mt Marion 产出比例来看，高品位锂精矿占比在逐步提升。2018 年上半年，公司合计出口 18.1 万湿吨的锂精矿，其中 6% 品位的锂精矿出口 10.1 万湿吨，4% 品位的出口 8 万湿吨。2018 年，Mt Marion 将提供 40 万吨的锂精矿，并持续提高品位为 6% 的锂精矿的比重，公司预计在 2018 年底前完成技改，将所有 4% 品位的锂精矿提升至 6% 品位。

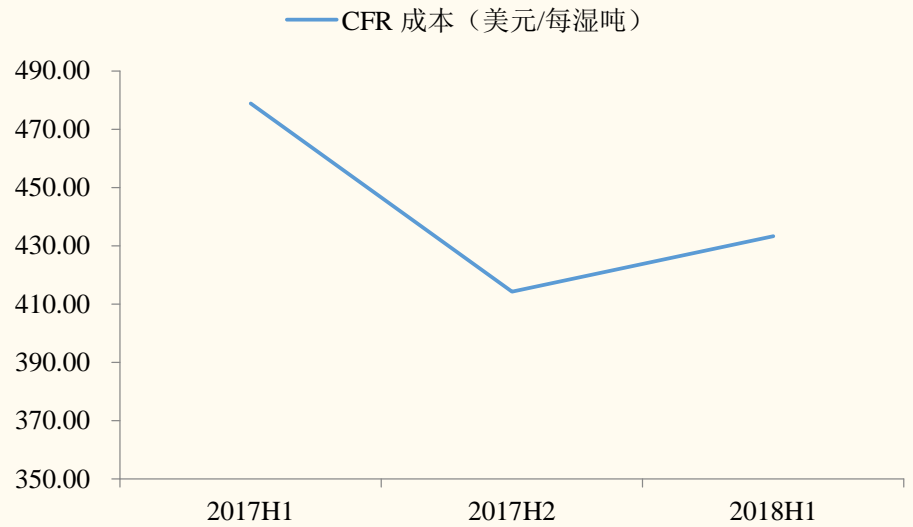
图表 37: Mt Marion 精矿出口量



来源：公司公告、国金证券研究所

- 规模化效应凸显，成本趋于稳定。RIM 经历了早期建设投产的阵痛，2017 年上半年，CFR 成本高达约 480 美元/吨，随着公司建设逐步完成，产能完全释放，2017 年下半年起，单吨 CFR 成本下降至 410-433 美元/吨，随着公司未来自动化碳纤维制造设备和散装矿石穿梭系统的投入使用未来仍有成本下降空间。

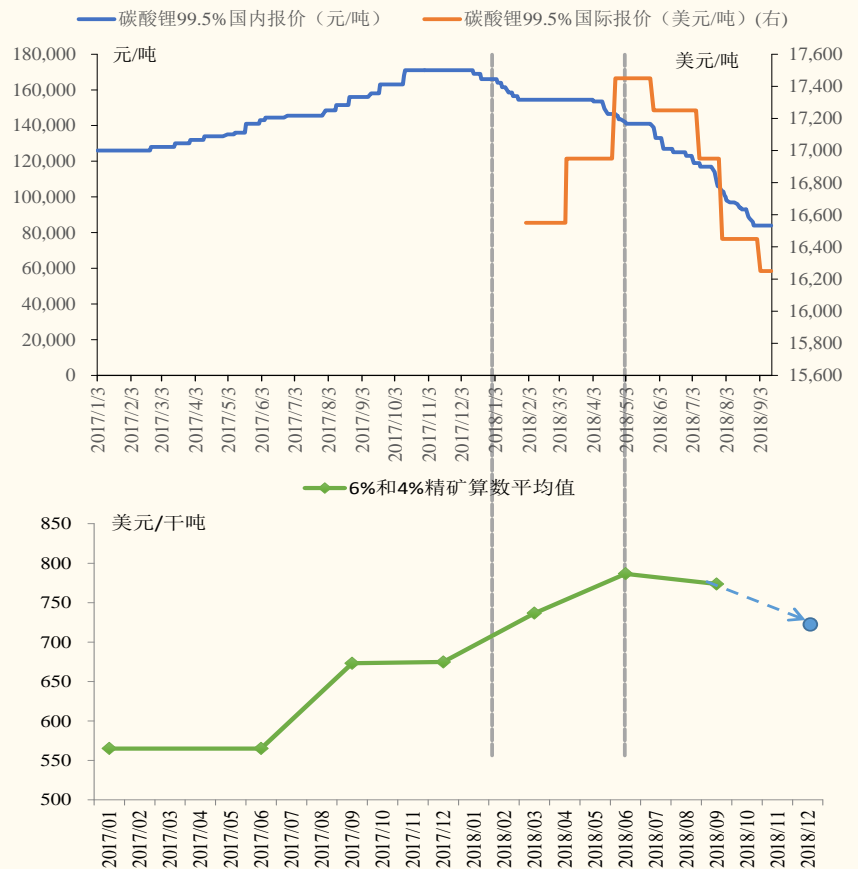
图表 38：单吨成本 (CFR) 变化



来源：公司公告、国金证券研究所

- 锂精矿售价有望下行。**Marion 锂精矿销售价格 2017H1、2017H2、2018H1 分别为 565、674、752 美元/干吨（不含税）。锂精矿售价主要锚定海外碳酸锂和氢氧化锂价格，随着海外碳酸锂和氢氧化锂价格的回落，以及参考部分海外精矿售价，我们预计，由于海外碳酸锂价格走势相较于国内有一定滞后，随着碳酸锂国际报价的走低，2019 年锂精矿售价或逐步下降至 650 美元/干吨（不含税）左右。

图表 39：Mt Marion 矿石销售价格

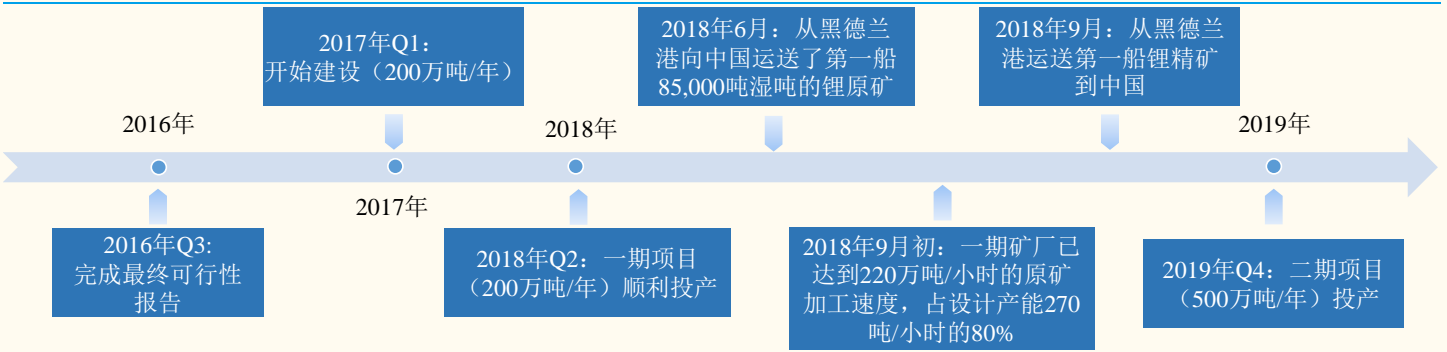


来源：公司公告、国金证券研究所

■ Pilbara Minerals

- Pligangoora 矿山拥有矿石资源总量 2.13 亿吨，折合氧化锂 282 万吨，平均氧化锂品位 1.32%。2018 年二季度 Pligangoora 一期项目实现投产。2018 年二季度公司一期 200 万吨/年的矿石处理能力实现投产。2018 年 6 月公司已从黑德兰港向中国运送了第一船 85,000 湿吨的锂原矿。2018 年 9 月初已实现设计产能的 80%，原矿加工速度达到 220 万吨/小时，并计划 9 月中旬从黑德兰港运送第一批锂精矿到中国。预计 2018 年将产出约 16 万吨锂精矿。

图表 40: Pilbara Minerals 建设进度



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 据 Pilbara Minerals 的可行性报告数据显示，公司一期项目、对应约 32 万吨 6% 品位锂精矿，二期 300 万吨/年矿石处理扩产项目预计 2019 年年底投产，完工后，两期合计对应约 80 万吨 6% 品位锂精矿，Pilbara Minerals 一期项目的投产给赣锋原材料供给提供了很好的补充和保障。
- 预计 Pligangoora 的单吨运营成本略低于 Mt Marion。Pligangoora 矿的氧化锂品位为 1.27%，虽略低于 Mt Marion 的 1.35%，且两者均是新开发矿山，成本相对接近；但是由于 Pligangoora 矿钽副产品的收入可以折抵锂精矿的开采成本，目前钽矿价格约 91 美元/磅（含税），预计 Pligangoora 的单吨运营成本会略低于 Mt Marion 的成本。
- Pilbara Minerals 股权分散。从股权结构来看，最大的股东汇丰银行持股仅仅只有 9.29%，持股结构相对分散，有利于未来公司继续增持股份，掌握主动权。

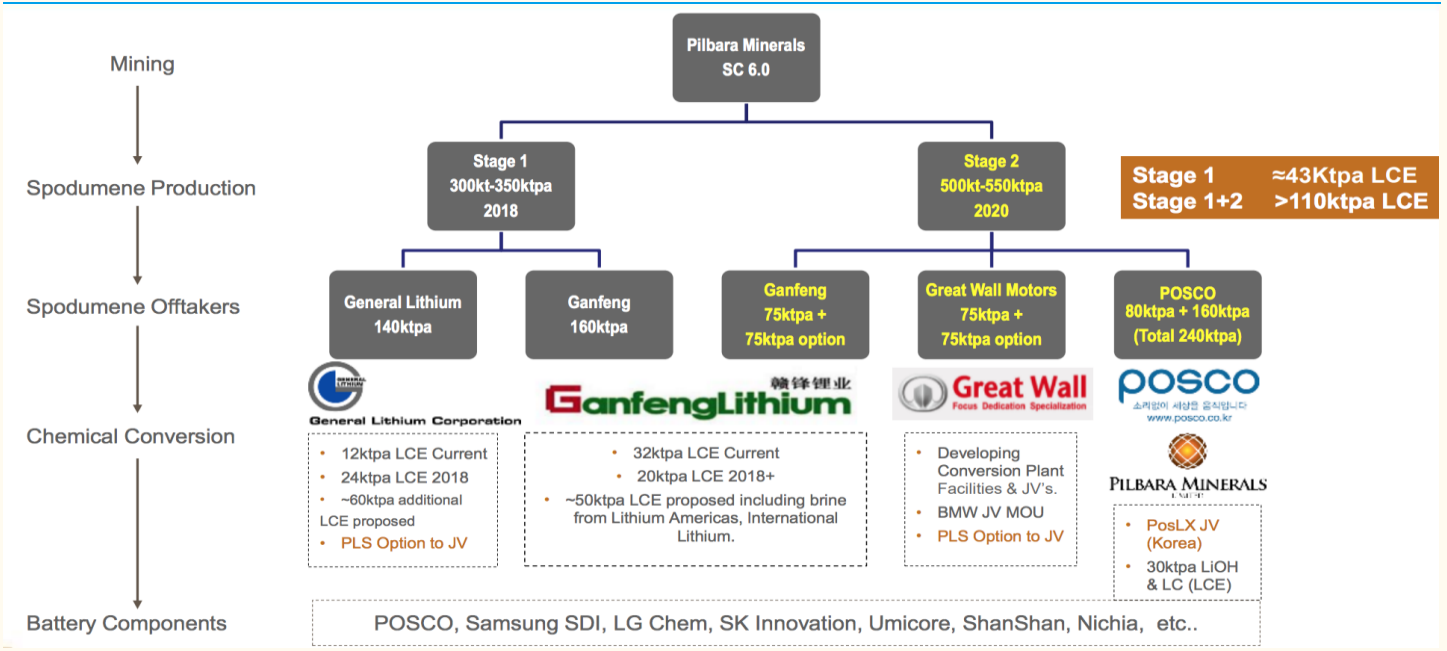
图表 41: Pilbara Minerals 大股东占比

排名	前 10 股东	股权数量	占比
1	汇丰银行 (HSBC)	162,102,366	9.29%
2	Mineral Resources (MRL)	126,313,746	7.24%
3	摩根大通 (JP Morgan)	116,244,159	6.66%
4	POS-LT PTY	82,065,000	4.70%
5	赣锋锂业	74,941,452	4.30%
6	长城汽车	56,000,000	3.21%
7	花旗银行 (CITI)	50,877,943	2.92%
8	法国巴黎银行(BNP Paribas)	27,484,794	1.57%
9	NATIONAL NOMINEES LIMITED	13,750,605	0.79%
10	MR JOHN YOUNG & MRS CHERYL YOUNG	10,500,000	0.60%

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 包销结构划分明确。目前 Pilbara Minerals 的产品包销已经全部，从包销结构来看，一期、二期产品包销权已经分配完毕，赣锋在一期、二期中合计拥有 31 万吨/年的包销权，其余包销权归属于长城等公司。

图表 42: Pilbara Minerals 包销分配



来源：公司公告、国金证券研究所

■ Cauchari-Olaroz

- Cauchari-Olaroz 位于阿根廷 Jujuy 省，拥有 3.8×10^8 立方米卤水储量，折碳酸锂含量约 1,157 万吨，品位 585mg/L，预计可开采 40 年。

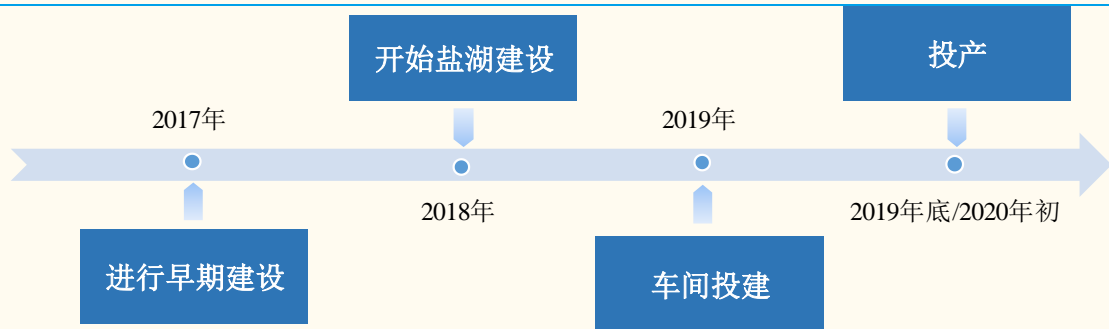
图表 43: 2012 年, Cauchari-Olaroz 资源量概况

描述	平均锂浓度 (毫克/升)	资源量总数 (边界品位 354 毫克/升)		卤水体积 (立方米)
		锂 (吨)	碳酸锂 (吨)	
实测资源量	630	576,000	3,039,000	9.1×10^8
指示资源量	570	1,650,000	8,713,000	2.9×10^9
合计	585	2,226,000	11,572,000	3.8×10^8

来源：公司公告、国金证券研究所

- Cauchari-Olaroz 属于低镁锂比盐湖，镁锂比仅有 2.4，锂离子以硫酸盐形式存在，主要开采方式是露天泵取。Cauchari-Olaroz 建设项目于 2018 年开始建设，预计 2020 年初建成投产。预计将实现年产 2.5 万吨碳酸锂供给。赣锋锂业将共计包销第一期规划产能年产 2.5 万吨电池级碳酸锂的 40%。

图表 44: Cauchari-Olaroz 建设进度



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 45: Cauchari-Olaroz 部分预计参数

项目	数量
平均年产量	25,000 吨电池级碳酸锂
项目时长	40 年
建设资本成本	4.25 亿美元
运营成本	2495 美元/吨碳酸锂

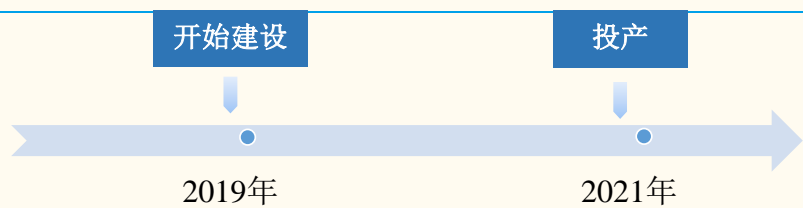
来源：公司公告、国金证券研究所

- Cauchari-Olaroz 盐湖由 Minera Exar 公司负责开采。2018 年 8 月，赣锋锂业全资孙公司赣锋荷兰以 6,030 万美元的价格收购 SQM 持有的 Minera Exar 50% 的股权，同时美洲锂业实施债转股。交易结束后，赣锋锂业将持有 Minera Exar 37.5% 的股权，美洲锂业将持有剩余 62.5% 的股权。

■ Mariana

- Mariana 锂-钾卤水矿项目位于阿根廷西部的安第斯山脉地区，横穿 Lullaillaco 盐湖，以锂、钾为主，盐湖锂钾比约为 1: 19。项目的含锂卤水储量为 1,127 百万立方米，估算可含锂金属 2500 万吨，钾金属 4.75 亿吨。2019 年开始建设，目前仍处于规划阶段。

图表 46: Mariana 建设进度



来源：公司公告、国金证券研究所

四、中拓产能，产能快速增长

- 公司目前拥有碳酸锂产能 2.3 万吨/年，氢氧化锂产能 1.2 万吨/年，金属锂产能 1500 吨/年，丁基锂产能 500 吨/年，氟化锂产能 1500 吨/年，锂盐加工产能近 4 万吨。根据公司现有计划，未来产能扩张主要为：2 万吨氢氧化锂生产线，预计在 2018 年上半年投产；1.75 万吨碳酸锂生产线，预计 2018 年四季度开始陆续投产。预计 2019 年底，锂盐加工产能超过 8 万吨。

图表 47：公司扩产规划宏伟

产品	现有产能 (吨)	扩产计划	应用	备注
金属锂	1,500	暂无	医药、材料及一次电池领域	国内第一，全球市场份额 30% 以上
碳酸锂	23,000	扩产 1.75 万吨	锂电池	1.5 万吨电池级碳酸锂、0.25 万吨工业级碳酸锂
氢氧化锂	12,000	扩产 2 万吨	锂电池	1.5 万吨电池级氢氧化锂和 0.5 万吨工业级氢氧化锂 2018 年 HI 投产
氟化锂	1,500	暂无	精细化工、稀土、陶瓷、锂电池	公司拥有 200 吨电池级产能
丁基锂	500	扩至 1000 吨	医药领域	2018 年初投产

来源：公司公告、国金证券研究所

五、下拓市场，积极布局锂电中下游

■ 布局电池业务

- 收购美拜，布局锂离子电池。2015 年公司以 3.67 亿元收购深圳美拜 100% 股权。深圳美拜主要是面向智能平板电脑、智能手机、笔记本电脑三大行业提供聚合物锂离子电池。公司开始进入 3C 电池领域。
- 引入高精尖团队，布局固态电池。2017 年通过引进国家“863”项目负责人许博士团队，正式切入到固态电池板块。2017 年 12 月公司公告设立全资子公司浙江锋锂以自有资金不超过 2.5 亿元人民币投资建设一条年产亿瓦时级的第一代固态锂电池试生产线。

■ 布局整车业务

- 参股长城华冠，布局新能源整车。2015 年 12 月 21 日，公司与北京长城华冠签订了《股份认购协议》，以自有资金 4,986 万元认购长城华冠新发行股份 277 万股。长城华冠在纯电动汽车的能源管控与保护系统、整车综合控制系统、碳纤维车身与铝镁合金骨架技术三方面完成了研发与大量专利申请。公司此举布局新能源整车领域，为公司未来向下游整车市场拓展奠定了良好的基础。

■ 布局锂电回收

- 2009 年公司成立全资子公司赣锋再生锂，2016 年又成立赣锋循环科技，加码布局锂电池回收。2017 年建成了一条磷酸铁锂电池回收生产线，产能大约是年均回收碳酸锂 1,000 吨。2018 年还将建设一条三元电池回收生产线。预计具备回收能力 3.4 万吨电池，折合 3,000-5,000 吨碳酸锂当量。

六、盈利预测与评级

关键假设及预测

■ 关键假设如下：

图表 48：产品营收拆分预测（不含税）

		2018E	2019E	2020E
金属锂	销量（吨）	1,325.25	1,368.00	1,368.00
	价格（万元/吨）	77.60	64.60	51.70
	营收（万元）	102,839.40	88,372.80	70,725.60
	成本（万元）	52,185.48	55,559.45	57,907.03
	毛利率	49.26%	37.13%	18.12%
	毛利（万元）	50,653.92	32,813.35	12,818.57
碳酸锂	销量（吨）	19,912.30	30,932.27	30,932.27
	价格（万元/吨）	10.20	6.50	7.50
	营收（万元）	203,105.51	201,059.75	231,992.02
	成本（万元）	120,063.82	177,854.18	177,854.18
	毛利率	40.89%	11.54%	23.34%
	毛利（万元）	83,041.68	23,205.57	54,137.83
氢氧化锂	销量（吨）	12,636.00	21,772.80	23,133.60
	价格（万元/吨）	13.61	8.50	8.50
	营收（万元）	171,975.96	185,068.80	196,635.60
	成本（万元）	74,764.68	120,725.82	125,957.83
	毛利率	56.53%	34.77%	35.94%
	毛利（万元）	97,211.28	64,342.98	70,677.77
丁基锂	销量（吨）	405.00	405.00	405.00
	价格（万元/吨）	15.15	10.91	12.06
	营收（万元）	6,137.77	4,417.34	4,882.32
	成本（万元）	2,668.33	2,881.56	3,127.44
	毛利率	56.53%	34.77%	35.94%
	毛利（万元）	3,469.44	1,535.78	1,754.88
氟化锂	销量（吨）	1,425.00	1,425.00	1,425.00
	价格（万元/吨）	9.30	9.00	7.39
	营收（万元）	13,246.48	12,825.00	10,536.97
	成本（万元）	5,758.76	8,366.12	6,749.61
	毛利率	56.53%	34.77%	35.94%
	毛利（万元）	7,487.72	4,458.88	3,787.36
其他	营收（万元）	62,550.50	66,617.29	81,992.14
	成本（万元）	48,841.41	53,012.35	65,813.40
	毛利率	21.92%	20.42%	19.73%
	毛利（万元）	13,709.09	13,604.94	16,178.74
合计	营收（百万元）	5,598.56	5,583.61	5,967.65
	成本（百万元）	3,042.82	4,183.99	4,374.09
	毛利率	45.65%	25.07%	26.70%
	毛利（百万元）	2,555.73	1,399.61	1,593.55

来源：国金证券研究所

- 随着碳酸锂价格的逐步回落，目前已经跌破了部分厂家成本线，部分中小厂已经停产，锂盐行业逐步进入洗牌阶段，未来随着过剩产能的逐步去化，碳酸锂价格下行速度有望趋缓。我们预计公司在 2018-2020 实现 EPS 分别为 1.65/0.89/1.06，同比增速分别为 25.23%/-46.33%/19.78%，对应目前股价 PE 分别为 16.69/31.09/25.96 倍。

估值及评级——目标价 27.64 元

- **PE 法：**我们选择锂行业的相关个股为可比公司，参考可比公司 2018 年 PE 预测值均值为 16.75 倍，按照赣锋锂业 2018 年 EPS 预测值 1.65 元/股，则对应公司股价为 27.64 元。
- **PB 法：**我们选择锂行业的相关个股为可比公司，参考可比公司 2018 年 PB 预测值均值为 2.40 倍，按照赣锋锂业 7.89 的每股净资产，则对应公司股价为 18.94 元。
- **结合 PB 和 PE 法：**我们给予公司目标价 27.64 元（两种估值下的最大值），同公司当前股价相近，首次覆盖，我们给予“中性”评级。

图表 49：可比公司盈利和估值水平预测

股票	当前股价	EPS 预测			PE 预测			PB 预测
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E
天齐锂业	33.86	2.21	2.78	3.40	15.29	12.18	9.97	3.39
江特电机	7.23	0.56	0.72	0.87	13.01	10.02	8.27	2.21
雅化集团	8.00	0.44	0.58	0.75	18.19	13.77	10.66	2.60
蓝晓科技	9.15	0.45	0.67	0.91	20.53	13.69	10.11	1.38
平均值	14.56	0.91	1.19	1.48	16.75	12.41	9.75	2.40
赣锋锂业	27.81	1.65	0.89	1.06	16.69	31.09	25.96	3.53

来源：国金证券研究所，wind 一致性预期

七、风险提示

- 新能源汽车补贴政策大幅低于预期的风险。若新能源汽车补贴政策大幅低于预期，新能源汽车增长速度将受到抑制，三元材料业务发展也将达不到预期，从而抑制锂资源的需求增长，进而影响锂电产品的价格。若锂价出现较大幅度回落，业内公司的盈利水平将出现较大下滑，甚至亏损。
- 碳酸锂等锂电池产品大幅跌价风险。如若未来需求不振或供给大幅增加，碳酸锂等锂电池产品价格大幅下滑的风险。
- 宏观经济增长乏力导致的需求下滑，导致锂在其他领域的需求量下行。除新能源汽车以外，钴的需求还分布在 3C、制造业等领域。若宏观经济增长乏力，这些领域的锂需求将受到抑制，进而影响锂的价格。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,354	2,844	4,383	5,599	5,583	5,968
增长率		110.1%	54.1%	27.7%	-0.3%	6.9%
主营业务成本	-1,059	-1,861	-2,609	-3,043	-4,184	-4,374
%销售收入	78.2%	65.4%	59.5%	54.4%	74.9%	73.3%
毛利	295	983	1,774	2,556	1,399	1,594
%销售收入	21.8%	34.6%	40.5%	45.6%	25.1%	26.7%
营业税金及附加	-6	-21	-49	-62	-62	-66
%销售收入	0.4%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-35	-51	-53	-68	-68	-72
%销售收入	2.6%	1.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-81	-102	-175	-223	-223	-238
%销售收入	6.0%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	174	809	1,497	2,202	1,046	1,217
%销售收入	12.8%	28.5%	34.2%	39.3%	18.7%	20.4%
财务费用	-19	-17	-54	-85	-63	-33
%销售收入	1.4%	0.6%	1.2%	1.5%	1.1%	0.6%
资产减值损失	-26	-238	-30	-8	-11	18
公允价值变动收益	-1	0	21	-8	8	10
投资收益	1	22	257	100	200	200
%税前利润	1.0%	4.2%	14.8%	4.5%	16.9%	14.1%
营业利润	130	576	1,755	2,202	1,181	1,412
营业利润率	9.6%	20.3%	40.0%	39.3%	21.2%	23.7%
营业外收支	20	-42	-16	3	3	6
税前利润	150	534	1,738	2,205	1,184	1,418
利润率	11.1%	18.8%	39.7%	39.4%	21.2%	23.8%
所得税	-25	-69	-270	-364	-195	-234
所得税率	16.7%	12.9%	15.5%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	125	465	1,469	1,841	988	1,184
少数股东损益	0	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	125	464	1,469	1,840	987	1,183
净利率	9.2%	16.3%	33.5%	32.9%	17.7%	19.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	125	465	1,469	1,841	988	1,184
少数股东损益	0	1	0	1	1	1
非现金支出	106	329	138	145	180	165
非经营收益	16	-39	-166	1	-109	-134
营运资金变动	119	-98	-937	-1,244	-56	-40
经营活动现金净流	366	658	504	742	1,003	1,175
资本开支	-130	-503	-350	-615	-202	-330
投资	-390	-370	-508	-141	-95	-125
其他	-31	-11	18	92	208	210
投资活动现金净流	-550	-884	-840	-664	-89	-245
股权募资	120	1	588	92	97	84
债权募资	-73	308	1,883	-161	-615	0
其他	-62	-76	-139	-246	-213	-193
筹资活动现金净流	-15	232	2,332	-315	-732	-110
现金净流量	-199	6	1,996	-237	183	820

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	181	198	2,237	2,000	2,183	3,003
应收账款	486	598	967	1,350	1,544	1,714
存货	313	534	915	1,651	1,719	1,774
其他流动资产	26	144	448	801	873	949
流动资产	1,006	1,475	4,568	5,801	6,319	7,440
%总资产	39.8%	38.7%	57.1%	58.9%	60.1%	62.5%
长期投资	196	795	1,387	1,498	1,612	1,727
固定资产	741	1,147	1,574	2,037	2,075	2,228
%总资产	29.3%	30.1%	19.7%	20.7%	19.7%	18.7%
无形资产	467	270	345	378	377	377
非流动资产	1,521	2,334	3,431	4,041	4,191	4,460
%总资产	60.2%	61.3%	42.9%	41.1%	39.9%	37.5%
资产总计	2,528	3,809	7,999	9,842	10,510	11,899
短期借款	188	539	1,211	751	36	36
应付款项	234	464	1,215	1,396	1,660	1,856
其他流动负债	61	188	389	408	454	492
流动负债	483	1,191	2,814	2,556	2,151	2,383
长期贷款	106	56	320	650	750	750
其他长期负债	55	71	822	779	779	779
负债	644	1,318	3,956	3,984	3,679	3,912
普通股股东权益	1,883	2,488	4,037	5,850	6,823	7,978
少数股东权益	1	2	6	7	8	9
负债股东权益合计	2,528	3,809	7,999	9,842	10,510	11,899

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.331	0.617	1.980	1.650	0.886	1.061
每股净资产	4.983	3.306	5.443	7.887	9.198	10.756
每股经营现金净流	0.969	0.875	0.679	1.001	1.353	1.584
每股股利	0.150	0.100	0.450	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	6.65%	18.66%	36.39%	31.45%	14.47%	14.83%
总资产收益率	4.95%	12.19%	18.37%	18.69%	9.40%	9.94%
投入资本收益率	6.63%	22.81%	20.06%	23.05%	10.48%	10.70%
增长率						
主营业务收入增长率	55.72%	110.06%	54.12%	27.72%	-0.28%	6.90%
EBIT增长率	79.98%	366.01%	84.97%	47.08%	-52.49%	16.30%
净利润增长率	45.99%	271.03%	216.36%	25.23%	-46.33%	19.78%
总资产增长率	29.32%	50.69%	110.02%	23.03%	6.79%	13.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.4	51.7	39.6	50.0	60.0	55.0
存货周转天数	110.7	83.1	101.4	198.0	150.0	148.0
应付账款周转天数	48.7	44.4	48.3	60.0	53.0	55.0
固定资产周转天数	158.9	82.9	66.2	69.5	65.6	58.5
偿债能力						
净负债/股东权益	5.92%	15.88%	-5.70%	-2.61%	-13.63%	-22.04%
EBIT利息保障倍数	9.3	46.7	28.0	25.9	16.7	36.5
资产负债率	25.49%	34.61%	49.45%	40.48%	35.01%	32.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	12	12	15	40
增持	0	5	5	6	19
中性	1	3	3	3	7
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.55	1.55	1.50	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH