

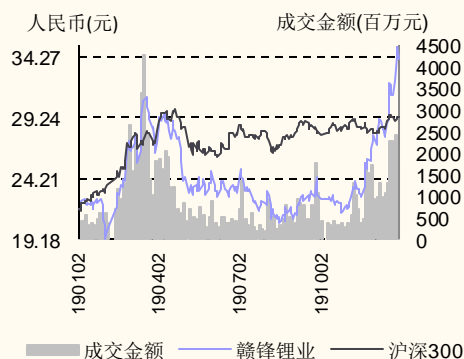
赣锋锂业 (002460.SZ) 增持 (上调评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 34.18 元
 目标价格 (人民币): 39.00-39.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.93
已上市流通 A 股(亿股)	8.01
流通港股(亿股)	2.00
总市值(亿元)	441.81
年内股价最高最低(元)	35.24/26.96
沪深 300 指数	4022
中小板综	9532



相关报告

- 《锂价下降拖累业绩，稳步拓展上游资源-赣锋锂业 19Q1 季报点评》，2019.4.30
- 《投资拖累业绩，产业链整合加速-赣锋锂业 18 年报点评》，2019.3.29

全球锂业龙头初长成

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.980	0.930	0.369	0.485	0.816
每股净资产(元)	5.44	6.03	6.75	7.23	8.03
每股经营性现金流(元)	0.68	0.52	0.62	0.65	0.69
市盈率(倍)	36.23	23.74	92.64	70.44	41.90
净利润增长率(%)	216.36%	-16.73%	-61.01%	31.51%	68.11%
净资产收益率(%)	36.39%	15.44%	5.37%	6.60%	9.99%
总股本(百万股)	741.77	1,315.08	1,292.60	1,292.60	1,292.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业: 供需格局大幅改善。**供给端, 随着上游部分矿山的破产、停产以及减产, 2019/2020 年锂供给分别较此前预期减少 6.0/17.4 万吨; 需求端, 伴随电动车重回高增, 3C 及其他储能回暖, 2020 年需求增速有望上升至 19%。预计 2020 年过剩 8.3 万吨 LCE, 较此前预期的 19.5 万吨 LCE 大幅降低。
- **公司: 跻身全球锂业龙头。**公司目前锂盐产能约 8 万吨 LCE, 与美国雅宝、SQM 形成全球锂业第一集团, 而其他厂商产能均在 5 万吨 LCE 以下。因资源与冶炼端的强大优势, 公司未来有望随电动车渗透率提升、三元高镍化而继续释放产能, 进一步巩固全球龙头地位。
- **资源端: 昔日瓶颈成今朝优势。**公司以锂盐冶炼业务起步, 发展曾受制于资源瓶颈。但公司目前拥有权益锂资源量近 2000 万吨 LCE, 昔日资源瓶颈已变成公司优势。其中 Cauchari-Olaroz 盐湖成本优势位于行业前茅, 其一期产能有望于 2021 年投产, 公司碳酸锂业务毛利率或将因此提升 10pct。
- **冶炼端: 进入国际龙头车企供应链, 有望充分受益于氢氧化锂需求高增。**1) 公司锂盐技术突出, 成本优势明显, 与松下/CATL 等电池巨头建立长期战略合作, 并深度绑定特斯拉、大众、宝马等国际龙头车企; 2) 三元高镍化打开氢氧化锂空间, 我们预计至 2025 年用量为 41 万吨 (不含 NCM-622), 以 2018 年为基数 CAGR 达 56%.; 3) 预计公司 2021 年氢氧化锂有效产能将达 8.1 万吨, 超越美国雅宝, 稳居全球第一。
- **电池端: 稳步推进, 垂直生态链版图显现。**传统电池业务稳步推进, TWS 电池产线已经投产。公司业务范围向下游延伸, 打造垂直生态链业务, 有助于增强各业务板块协同效应, 同时减少锂价涨跌对公司盈利造成的波动。

投资建议与估值

- 由于公司锂盐销量增长较快, 且 2021 年盐湖投产有望提振碳酸锂毛利率。我们对公司 2019-21 年盈利预测分别上调 12%/80%/147%至 4.8/6.3/10.5 亿元。考虑行业整体处于底部, 景气度持续回升, 叠加公司核心竞争力突出, 在过去 5 年平均估值将近 70 倍的基础上给予 15% 估值溢价, 即 80 倍 PE, 对应 2020 年 EPS 的目标价为 39 元, 上调公司至“增持”评级。

风险提示

- 供给收缩不及预期风险; 新能源汽车销量不及预期风险; 库存大量抛售导致锂盐价格承压风险; 产能投放不及预期风险; 资产减值损失风险。

曾智勤 联系人
 zengzhiqin@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师
 sunchunxu@gjzq.com.cn

内容目录

1. 核心观点：行业供需格局优化，公司跻身全球龙头	4
2. 锂行业：供需格局优化，价格筑底回升可期	6
2.1 供给：矿山频现停产/减产，供给收缩明显	6
2.2 需求：新能源汽车占比不断提高，带动需求加速上行	8
2.3 供需：过剩大幅减少，行业供需格局显著改善	10
2.4 价格：碳酸锂价格有望筑底回升	10
3. 跻身全球锂业龙头，产业链布局逐渐完善	11
3.1 布局优质锂资源，昔日瓶颈成今朝优势	12
3.2 进入全球龙头车企供应链，冶炼产能有序扩张	16
3.3 电池业务稳步推进，垂直生态链版图显现	19
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测	21
4.2 估值及投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1：锂行业供给过剩较预期大幅减少	4
图表 2：公司跻身全球龙头，与 ALB/SQM 形成锂盐第一集团	4
图表 3：昔日资源瓶颈已成今朝优势	4
图表 4：2018-2025 年电动车带动的氢氧化锂需求年化复合增速为 56%	5
图表 5：雅宝公司拥有 Greenbushes 和 Atacama 等优质锂资源	6
图表 6：Pilbara 3Q19 锂精矿产量环比大幅下降 67%	6
图表 7：Mt Cattlin 计划 20 年产量减至 19 年的 75%	6
图表 8：SQM 5 万吨锂盐产能投放推迟至 2021 年底	7
图表 9：Altura 现金成本略低于当前碳酸锂市场价	7
图表 10：全球锂供给或将大幅减少	8
图表 11：预计 2020 年新能源汽车锂需求占总量 48%	8
图表 12：预计 2020 年电动车锂需求达 16.4 万吨 LCE	8
图表 13：预计 2020 年 3C 及其他储能领域锂需求增速为 6.7%	9
图表 14：传统行业锂需求保持稳健增速	9
图表 15：2020 年全球锂需求增速有望达 20%	10
图表 16：2020 年锂过剩有望较此前预期大幅减少	10
图表 17：预计碳酸锂价格跌至 4.8 万元/吨后逐渐回升	11
图表 18：2020 年碳酸锂价格或考验部分澳洲矿山现金成本支撑	11
图表 19：公司成功跻身全球锂业龙头	12
图表 20：公司拥有权益锂资源 1997 万吨 LCE	12
图表 21：公司原料自供比例持续攀升	13

图表 22: 公司通过包销协议锁定充裕的锂原料.....	13
图表 23: Mt Marion 产量稳定.....	14
图表 24: Mt Marion 将逐渐提升 6%品位锂精矿的比例.....	14
图表 25: Cauchari-Olaroz 有望成为全球成本最低的锂资源.....	14
图表 26: 公司持有 Cauchari-Olaroz 将近 60%的股份.....	15
图表 27: Sonora 资源总量为 882 万吨 LCE, 储量为 452 万吨 LCE.....	15
图表 28: Sonora 项目的 LOM 成本约为 4000\$/吨 LCE.....	15
图表 29: 公司在冶炼端积累了丰富的经验.....	16
图表 30: 公司单位冶炼产能资本开支领先于行业.....	17
图表 31: 深度绑定国际龙头车企映衬出公司锂盐制造在全球市场强大的竞争力.....	17
图表 32: 氢氧化锂较碳酸锂有一定的溢价 (元/吨)	18
图表 33: 氢氧化锂海外售价较国内高 (元/吨)	18
图表 34: 电动车渗透率提升以及三元高镍化有望带动氢氧化锂用量高增.....	18
图表 35: 公司氢氧化锂产能全球领先 (吨)	18
图表 36: 公司除氢氧化锂外其他锂盐产能.....	19
图表 37: 公司传统电池制造及回收业务稳步推进.....	19
图表 38: 2020 年 TWS 市场规模有望达 110 亿美元.....	20
图表 39: 公司打造全产业链生态闭环.....	21
图表 40: 公司分业务收入及盈利情况.....	22
图表 41: 公司过去 5 年平均 PE 估值为 70 倍.....	23

1. 核心观点：行业供需格局优化，公司跻身全球龙头

行业层面：供需格局大幅改善，预计 2020 年过剩产量为 8.3 万吨 LCE，较此前预期的 19.5 万吨大幅减少。

公司层面：公司已成功跻身全球锂业龙头，与美国雅宝、SQM 形成第一集团。展望未来，优质锂资源投产或使得毛利率得以提升，而冶炼技术突出以及深度绑定特斯拉等龙头车企有望让公司充分享受三元高镍化带来的氢氧化锂订单高增。同时，公司传统电池制造及回收业务稳步发展，TWS 电池锦上添花。各业务板块协同效应增强，垂直生态链版图显现。

- **锂行业供需格局大幅改善。**受益于供给侧显著收缩以及需求端明显改善，锂行业过剩压力骤降，供需格局较预期大幅好转。我们预计 2020 年将过剩 8.3 万吨 LCE，较此前预期的 19.5 万吨 LCE 大幅降低 11.2 万吨 LCE。

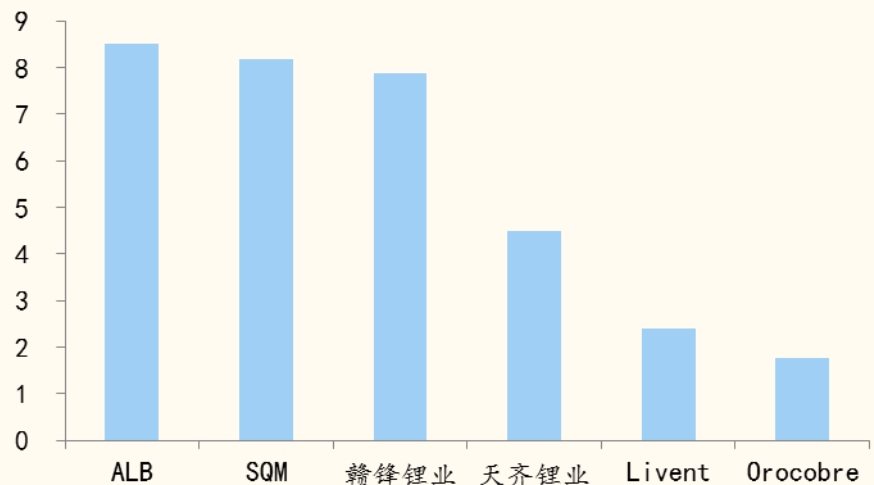
图表 1：锂行业供给过剩较预期大幅减少

项目	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
锂供给	万吨 LCE	32.1	41.0	42.7	50.0	58.1
锂需求	万吨 LCE	26.1	28.9	34.4	40.4	51.6
过剩 (+/-) 短缺	万吨 LCE	6.0	12.1	8.3	9.5	6.6

来源：各公司公告，中汽协，Marklines, USGS, 国金证券研究所

- **公司跻身全球锂业龙头。**公司目前锂盐产能约 8 万吨 LCE，与美国雅宝、SQM 形成全球锂业第一集团，而其他厂商产能均在 5 万吨 LCE 以下。因资源与冶炼端的强大优势，公司未来有望随电动车渗透率提升、三元高镍化而继续释放产能，进一步巩固全球龙头地位。

图表 2：公司跻身全球龙头，与 ALB/SQM 形成锂盐第一集团



来源：各公司公告，国金证券研究所

- **资源端：布局优质锂资源，昔日瓶颈成今朝优势。**1) 赣锋锂业早期曾受制于上游资源瓶颈，但公司目前拥有权益锂资源量近 2000 万吨 LCE，昔日资源瓶颈已变身公司强大的优势。2) Marion 矿山有望通过技改提升 6% 锂精矿的比例以降低成本；3) Cauchari-Olaroz 盐湖成本极低，有望于 2021 年将公司碳酸锂毛利率提升 10pct。

图表 3：昔日资源瓶颈已成今朝优势

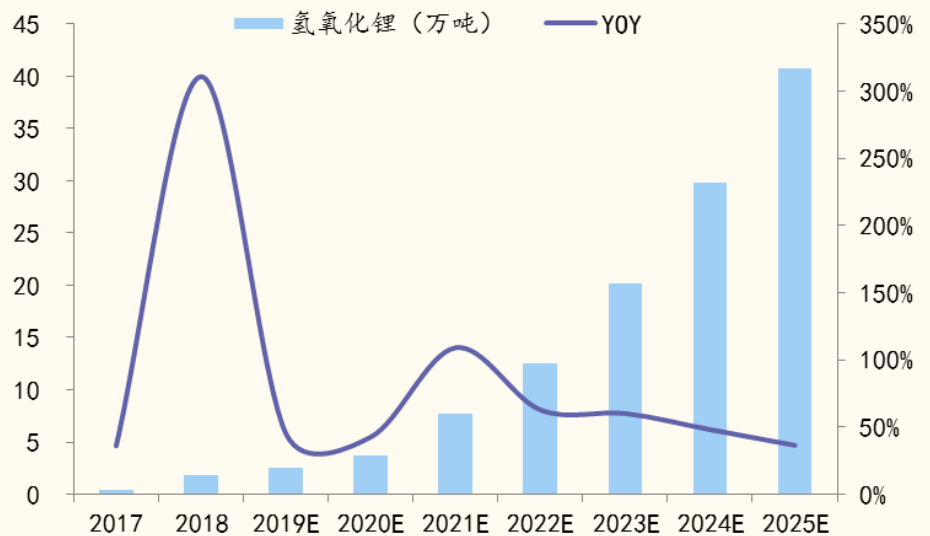
公司	矿产资源	国家	资源类型	品位	权益	资源量	权益资源量
----	------	----	------	----	----	-----	-------

投产						万吨 LCE	万吨 LCE
RIM	Mount Marion	澳大利亚	锂辉石	1.37%	50%	270	135
Pilbara	Pligangoora	澳大利亚	锂辉石	1.27%	8.37%	708	59
江西锂业	宁都河源	中国	锂辉石	1.03%	100%	10	10
开发中							
Minera Exar	Cauchari-Olaroz	阿根廷	卤水	592mg/L	58.45%	2458	1437
Bacanora	Sonora	墨西哥	锂黏土	-	29.99%	882	198
国际锂业	Mariana	阿根廷	卤水	306mg/L	82.75%	190	157
BLL	Avalonia	爱尔兰	锂辉石	-	55%	-	-
探矿权							
中国				卤水	-	-	
合计						4518	1997

来源：公司公告，国金证券研究所

- 冶炼端：进入国际龙头车企供应链，冶炼产能有序扩张。**1) 公司锂盐技术突出，成本优势明显。与松下、LG 化学、CATL、比亚迪等电池制造商建立长期战略合作关系，并深度绑定特斯拉、大众、宝马等国际龙头车企。2) 三元高镍化打开氢氧化锂空间，我们预计至 2025 年用量为 41 万吨（不含 NCM-622），以 2018 年为基数 CAGR 达 56%。3) 预计公司 2021 年氢氧化锂总产能将达 8.1 万吨，超越美国雅宝，稳居全球第一。

图表 4：2018-2025 年电动车带动的氢氧化锂需求年化复合增速为 56%



来源：中汽协，Marklines，国金证券研究所

- 电池端：稳步推进，垂直生态链版图显现。**传统电池业务稳步推进，TWS 电池产线已经投产。公司业务范围向下游延伸，打造垂直生态链业务，有助于增强各业务板块协同效应，同时减少锂价涨跌对公司盈利造成的波动。
- 盈利预测及投资建议：**预计公司 2019-21 年营收分别为 56.7/60.4/66.7 亿元，同比增长 13.3%/6.5%/10.5%；归母净利润分别为 4.8/6.3/10.5 亿元，同比-61%/+32%/+68%；对应 EPS 为 0.37/0.49/0.82 元。给予公司 80 倍估值，对应目标价为 39 元，上调公司至“增持”评级。

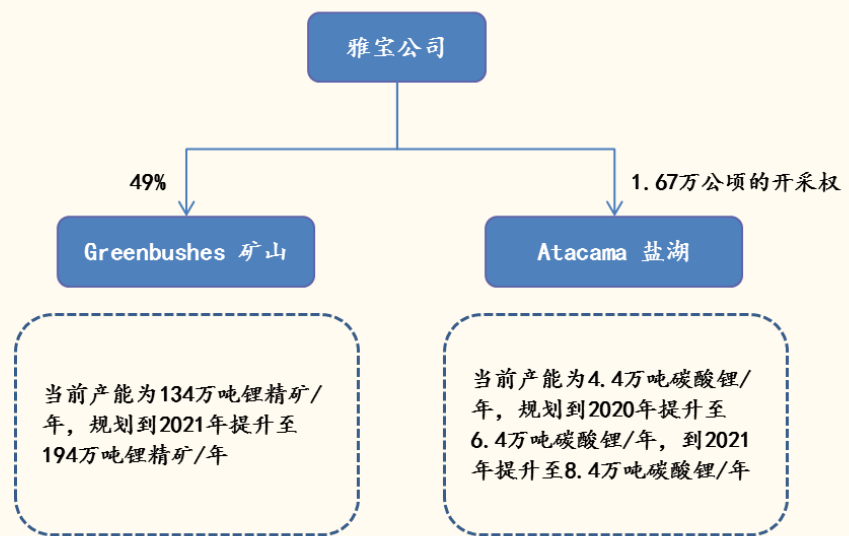
2. 锂行业：供需格局优化，价格筑底回升可期

2.1 供给：矿山频现停产/减产，供给收缩明显

Bald Hills 进入破产重组程序。作为西澳成本最高的锂矿山，Bald Hills 在锂价下跌过程中首当其冲地被挤出市场。2019 年 8 月 19 日，其母公司 AMAL 公告 4000 万澳元债务违约，被迫进入破产程序。Bald Hills 自投产以来共计生产锂精矿 14.6 万吨，3Q2019 起停止生产，预计影响产量约 1.9 万吨 LCE。

Wodgina 关停，短期内恐难复产。截至 2019 年第三季度，Wodgina 三条锂精矿生产线已全部建设完毕，规划产能达 75 万吨/年。2019 年 11 月 1 日，雅宝公司宣布关停 Wodgina 矿山。我们认为，当前时点，在行业整体景气度较低的大背景下，叠加手握 Greenbushes 和 Atacama 等低成本优质资源等因素，考虑经济最优化原则，锂行业龙头美国雅宝短期内不会恢复 Wodgina 的生产。

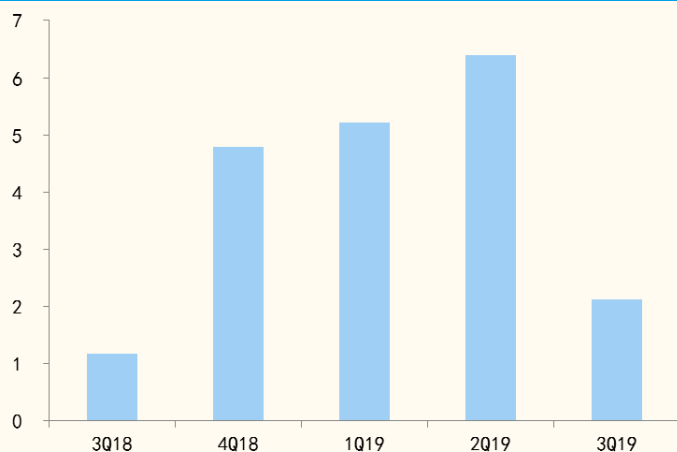
图表 5：雅宝公司拥有 Greenbushes 和 Atacama 等优质锂资源



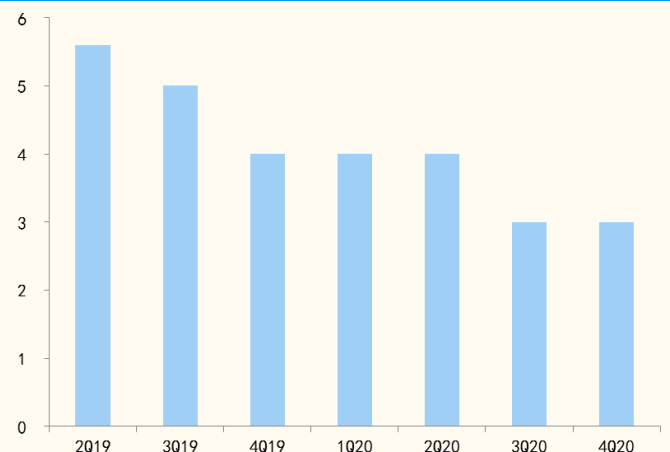
来源：Albemarle 公告，国金证券研究所

Pilbara 与 Mt Cattlin 主动减产。Pilbara 大幅削减其 2019Q3 锂精矿产量至 2.13 万吨，环比下降 67%。Mt Cattlin 2019 年产量指引中枢从 19.5 万吨下降至 18.8 万吨，同时公告会将 2020 年的产量减少至 2019 年的 75% 左右，原矿开采量下调 40%。

图表 6：Pilbara 3Q19 锂精矿产量环比大幅下降 67%



图表 7：Mt Cattlin 计划 20 年产量减至 19 年的 75%

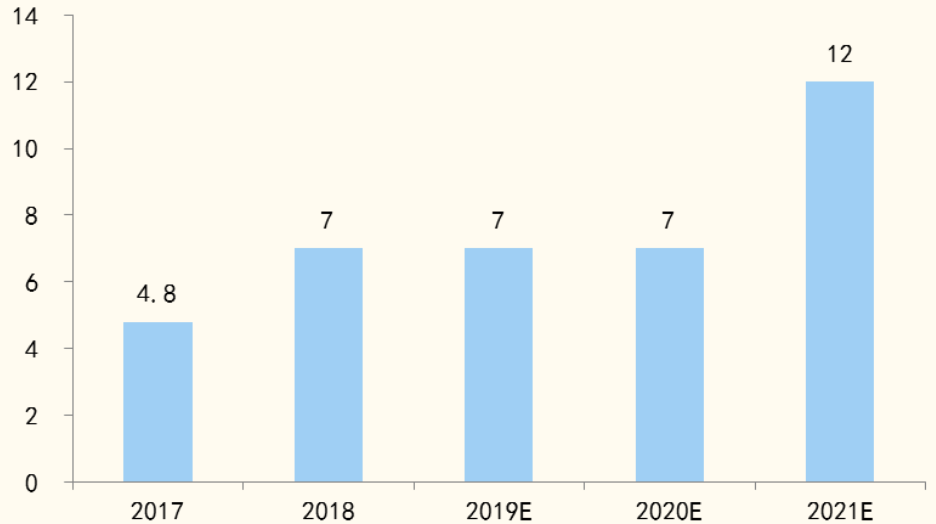


来源：Pilbara 公告，国金证券研究所

来源：Galaxy Resources 公告，国金证券研究所

行业另一巨头 **SQM 碳酸锂产能建造放缓**。SQM 目前碳酸锂产能为 7 万吨，公司曾计划 2019 年扩展 5 万吨至 12 万吨，2021 年再扩充 6 万吨至 18 万吨。但据最新公告，5 万吨的产能投放时间推迟至 2021 年年底，6 万吨的产能暂无明确的时间。

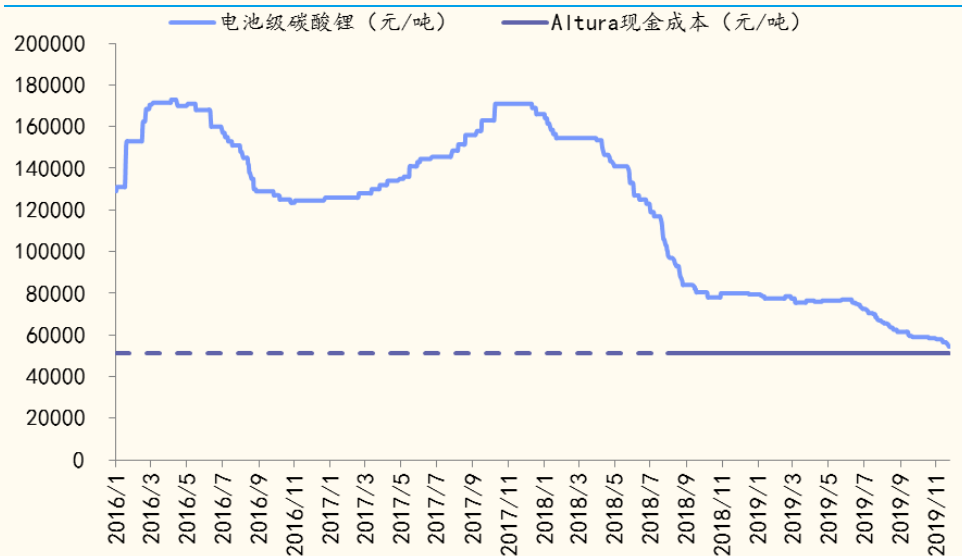
图表 8：SQM 5 万吨锂盐产能投放推迟至 2021 年底



来源：SQM 公告，国金证券研究所

现金成本支撑价格面临挑战，Altura 或将退出市场。据我们测算，Altura 现金成本约为 5.3 万元/LCE，仅略低于当前市场价格。同时，公司资金情况极度紧张。截止 2019 第三季度末，公司账上现金余额仅为 109.8 万澳元，2020 年 8 月前却需偿还 1.34 亿美元（约合 1.94 亿澳元）的债务，违约风险巨大。我们认为，Altura 在利润较薄但债务压力巨大的背景下，持续经营能力存疑。

图表 9：Altura 现金成本略低于当前碳酸锂市场价



来源：亚洲金属网，Altura 公告，国金证券研究所

全球锂供给较此前预期大幅减少。由于部分矿山停产/减产以及龙头公司主动延缓新产能的投放，行业供给收缩明显。根据我们测算，2019-2020年，全球锂供给总量分别为41.0/42.7万吨LCE，较我们此前预期47.0/60.1减少6.0/17.4万吨LCE，同比增速降至28%/4%。

图表 10：全球锂供给或将大幅减少

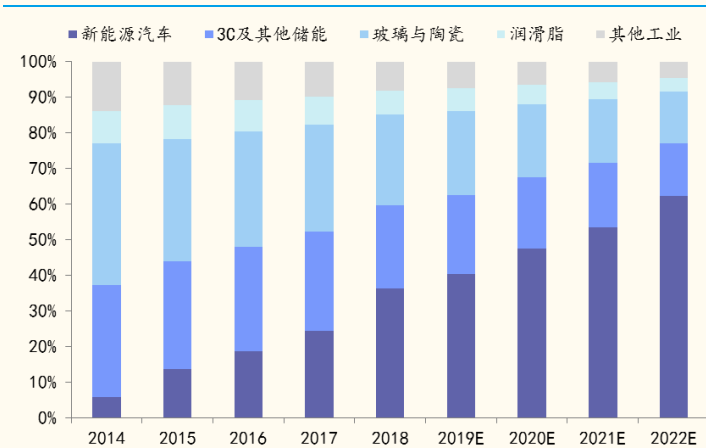
项目	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
海外矿山	万吨 LCE	17.5	23.2	22.8	25.0	29.9
海外盐湖	万吨 LCE	10.6	13.6	14.3	18.8	22.1
国内盐湖	万吨 LCE	3.3	3.6	5.0	5.5	5.5
云母提锂	万吨 LCE	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
合计	万吨 LCE	32.1	41.0	42.7	50.0	58.1
YOY		18.3%	27.7%	4.1%	17.0%	16.3%

来源：各公司公告，国金证券研究所

2.2 需求：新能源汽车占比不断提高，带动需求加速上行

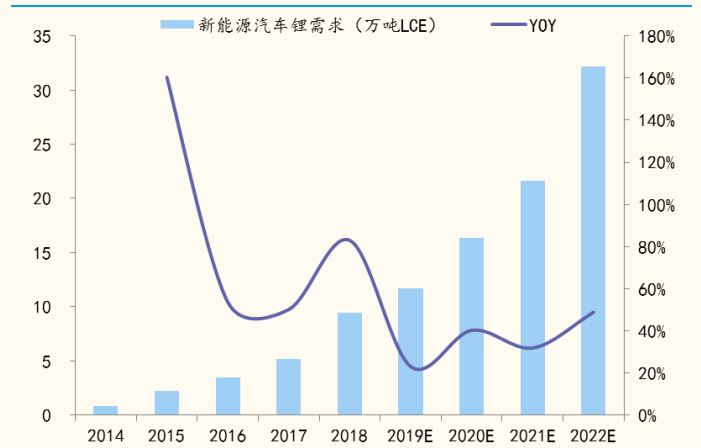
新能源汽车贡献主要锂需求，未来三年 CAGR 有望达 40%。2018 年，新能源汽车首次超过 3C 及其他储能领域成为锂需求的第一大来源，占比达 36%；2020 年，电动车锂消耗量占总需求比例有望增至 48%。根据我们测算，2020-2022 年，新能源汽车领域锂需求量分别为 16.4/21.6/32.2 万吨 LCE，CAGR 为 40%。电动车需求是增速最高的板块，至 2022 年，其占比将超过 60%。

图表 11：预计 2020 年新能源汽车锂需求占总量 48%



来源：中汽协，Marklines, USGS, 国金证券研究所

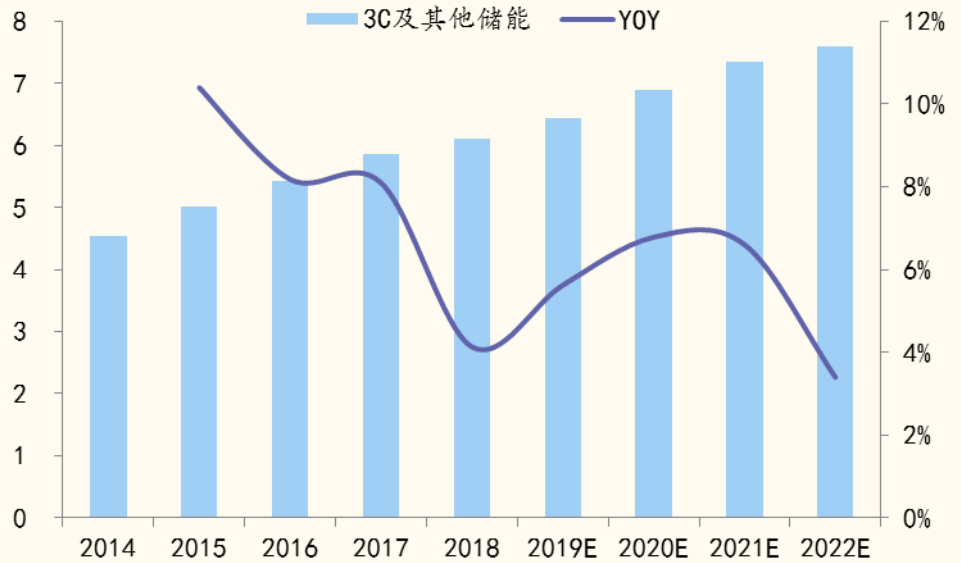
图表 12：预计 2020 年电动车锂需求达 16.4 万吨 LCE



来源：中汽协，Marklines, 国金证券研究所

预计 2020 年 3C 及其他储能领域锂需求增速为 6.7%。1) 5G 换机潮来临，单机带电量及手机总出货量料上行；2) 随着 5G 基站建设加速，储能锂电池需求进一步扩大；3) TWS 渗透率的迅速提升，耳机锂电池用量料将快速攀升。我们预测 2020-2022 年 3C 及其他储能领域锂需求将提升至 6.9/7.3/7.6 万吨 LCE，增速约为 6.7%/6.6%/3.4%。

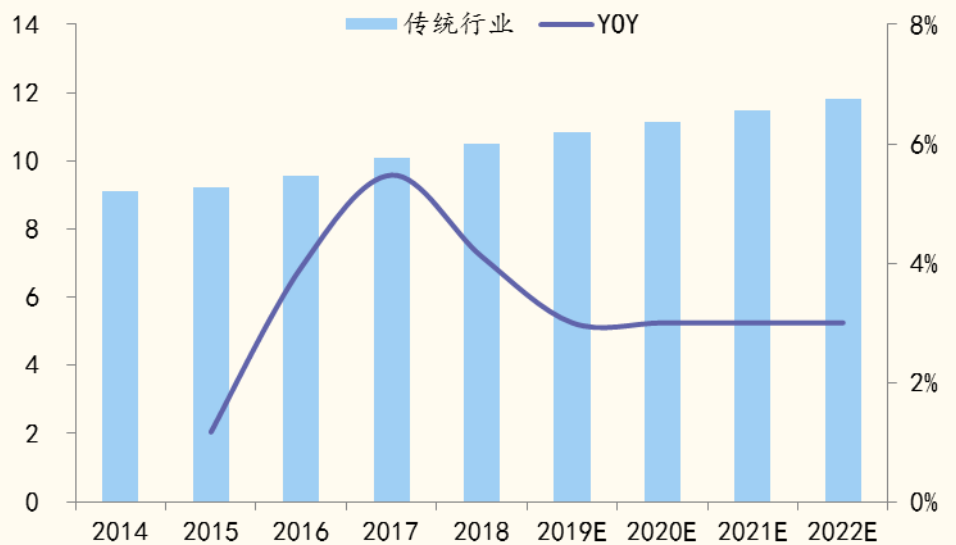
图表 13: 预计 2020 年 3C 及其他储能领域锂需求增速为 6.7%



来源: Wind, IDC, signumBOX, 国金证券研究所

陶瓷玻璃等传统行业锂需求保持稳健。传统行业对锂的消费量主要受宏观经济主导，因此我们预计其增速约为 3%，即 2020-2022 年锂用量分别对应 11.1/11.5/11.8 万吨 LCE。

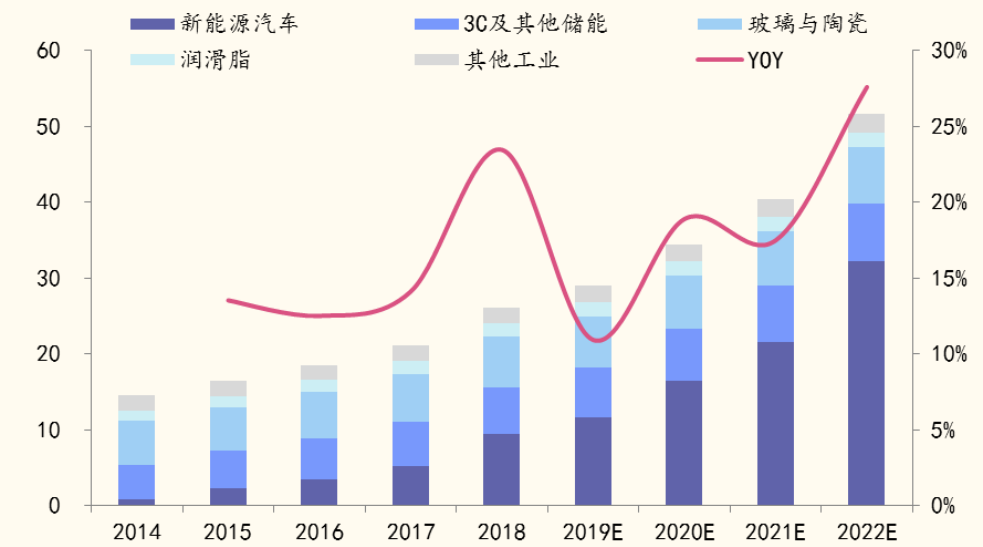
图表 14: 传统行业锂需求保持稳健增速



来源: USGS, 国金证券研究所

全球锂需求有望保持高增速。新能源汽车销量有望重回高增从而带动锂需求增速上行，3C 及其他储能锂需求随 5G 建设而回暖，叠加陶瓷等传统需求稳健增长，我们预计 2020-2022 年全球锂需求总量分别为 34.4/40.4/51.6 万吨 LCE，对应增速 18.9%/17.5%/27.6%。

图表 15: 2020 年全球锂需求增速有望达 20%



来源: 中汽协, Marklines, USGS, 国金证券研究所

2.3 供需: 过剩大幅减少, 行业供需格局显著改善

受益于供给侧的显著收缩, 需求端明显改善, 锂行业过剩压力骤降, 供需格局较预期大幅好转。我们预计 2020 年将过剩 8.3 万吨 LCE, 较此前预期的 19.5 万吨 LCE 大幅降低 11.2 万吨 LCE。

图表 16: 2020 年锂过剩有望较此前预期大幅减少

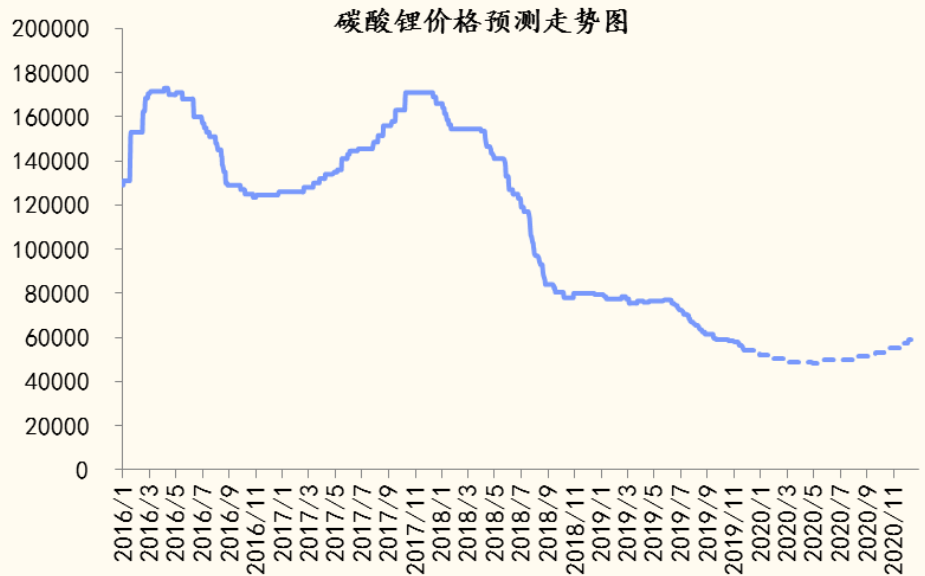
项目	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
锂供给	万吨 LCE	32.1	41.0	42.7	50.0	58.1
锂需求	万吨 LCE	26.1	28.9	34.4	40.4	51.6
过剩 (+/-) 短缺	万吨 LCE	6.0	12.1	8.3	9.5	6.6

来源: 各公司公告, 中汽协, Marklines, USGS, 国金证券研究所

2.4 价格: 碳酸锂价格有望筑底回升

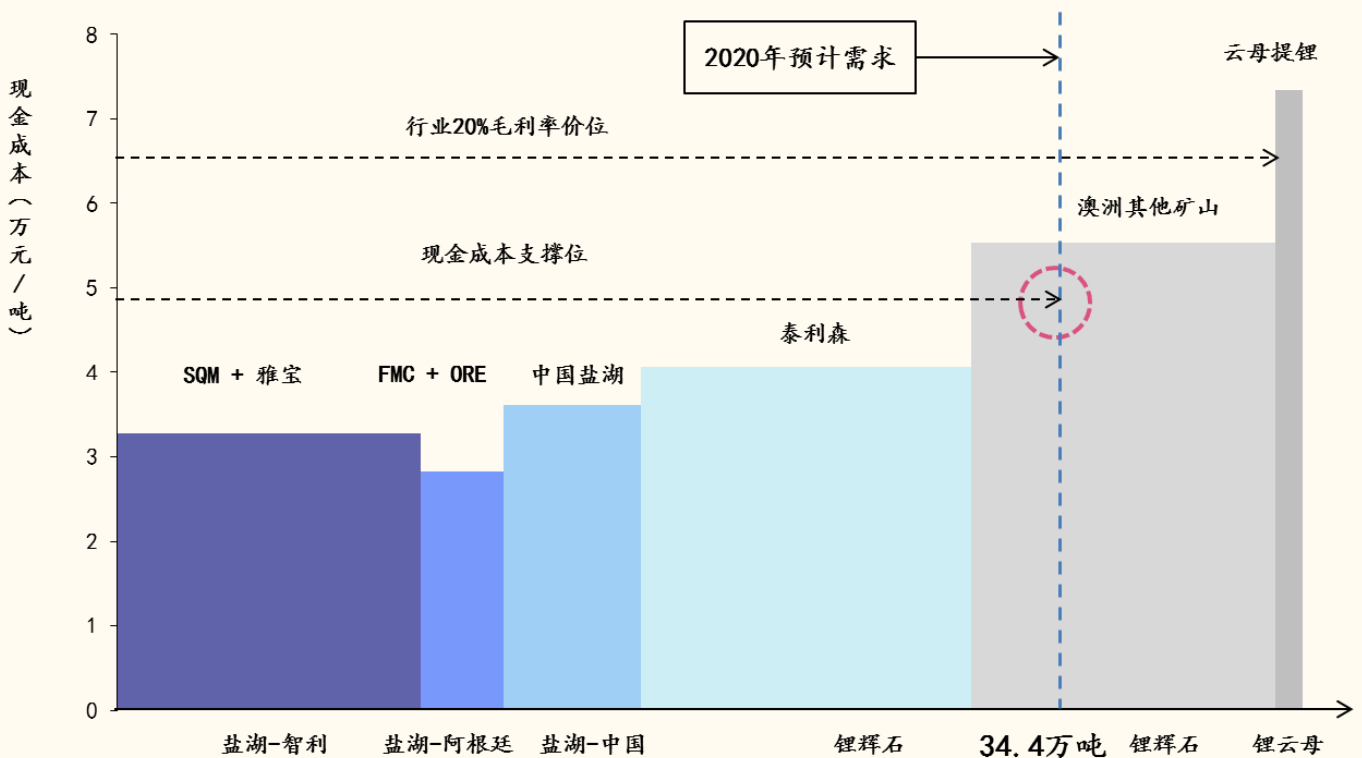
预计碳酸锂价格跌至 4.8 万元/吨后逐渐回升。除泰利森矿以外, 澳洲其余矿山品位相对接近, 均在 1%-1.5%之间, 量产后的 6%锂精矿的现金成本大概率处于 400-450 美元/吨, 对应国内碳酸锂价格大约 4.8 万元/吨。我们预计价格大概率会跌破这一现金成本支撑位, 随后禀赋较差的矿山被迫退出市场, 供需有望回归平衡, 碳酸锂价格逐步回升。

图表 17: 预计碳酸锂价格跌至 4.8 万元/吨后逐渐回升



来源: 亚洲金属网, 国金证券研究所

图表 18: 2020 年碳酸锂价格或考验部分澳洲矿山现金成本支撑



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

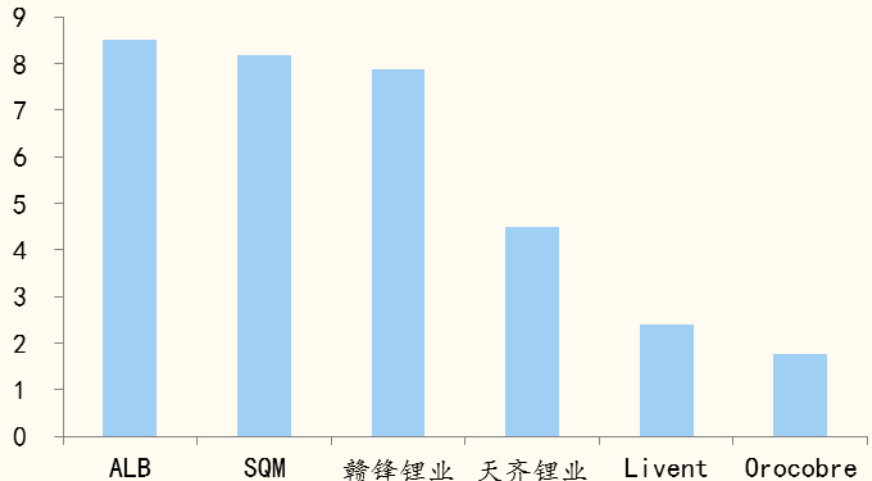
3. 跻身全球锂业龙头, 产业链布局逐渐完善

赣锋锂业以锂盐冶炼业务起步, 后向产业链上下游蔓延, 成功打造“资源-冶炼-电池-回收”一体化全产业链闭环。公司近年持续收购优质锂资源, 昔日瓶颈已变身优势环节; 有序扩张中游冶炼产能, 氢氧化锂优势逐渐显现。而深

度绑定特斯拉等优质龙头车企侧面印证公司锂盐技术行业领先；同时，公司固态电池业务稳步发展，TWS 电池锦上添花，产业链闭环进一步完善。

公司目前拥有权益锂资源量 1997 万吨 LCE，至 2020 年年末或将拥有碳酸锂/氢氧化锂/金属锂产能分别为 40500/81000/1600 吨。公司 2019 年锂盐销量约为 6 万吨 LCE，2020 年有望超过 7 万吨 LCE，成功跻身全球锂盐龙头，与美国雅宝、智利矿业化工构成世界锂盐第一集团军。

图表 19：公司成功跻身全球锂业龙头



来源：各公司公告，国金证券研究所

3.1 布局优质锂资源，昔日瓶颈成今朝优势

公司锂资源储备充裕。作为锂盐深加工企业，赣锋锂业早期曾受制于上游资源瓶颈。公司于 2011 年收购国际锂业约 10% 的股权开始布局上游锂资源，后通过参股 RIM、Pilbara 等企业不断加大原料端布局。截止到目前，公司拥有权益锂资源量 1997 万吨 LCE，昔日资源瓶颈已变身公司强大的优势之一。

图表 20：公司拥有权益锂资源 1997 万吨 LCE

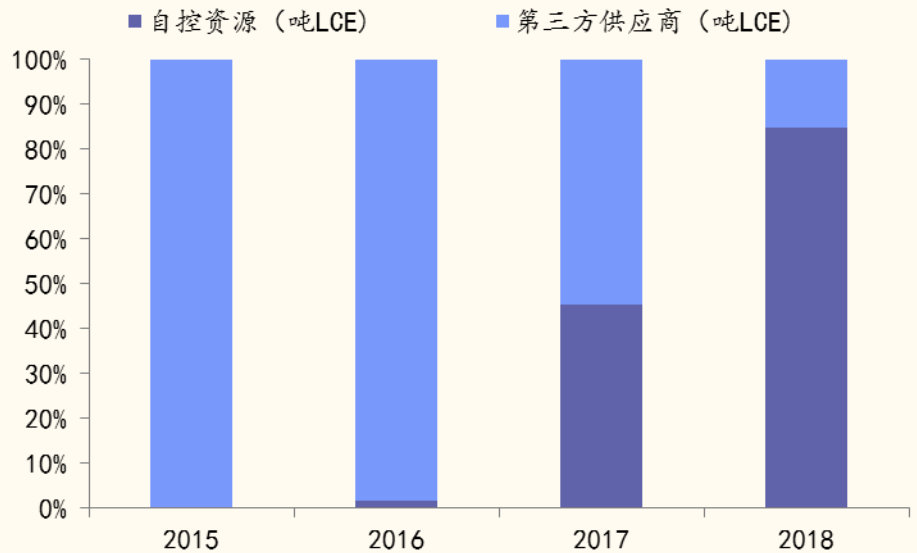
公司	矿产资源	国家	资源类型	品位	权益	资源量	权益资源量
						万吨 LCE	万吨 LCE
投产							
RIM	Mount Marion	澳大利亚	锂辉石	1.37%	50%	270	135
Pilbara	Pligangoora	澳大利亚	锂辉石	1.27%	8.37%	708	59
江西锂业	宁都河源	中国	锂辉石	1.03%	100%	10	10
开发中							
Minera Exar	Cauchari-Olaroz	阿根廷	卤水	592mg/L	58.45%	2458	1437
Bacanora	Sonora	墨西哥	锂黏土	-	29.99%	882	198
国际锂业	Mariana	阿根廷	卤水	306mg/L	82.75%	190	157
BLL	Avalonia	爱尔兰	锂辉石	-	55%	-	-
探矿权							
中国				卤水	-	-	-
合计						4518	1997

来源：公司公告，国金证券研究所

包销协议锁定充足的原料供应，自给率快速提升。公司通过与 RIM、Pilbara、Minera Exar 等公司签订长期包销协议锁定充足的原料供应，来

源除矿石外，还有盐湖卤水、黏土等方式。此外，公司原料自给比例不断攀升，2018 年占比达 85%。随着参股的优质资源的不断投产，公司料将实现原材料的完全自给。

图表 21：公司原料自供比例持续攀升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：公司通过包销协议锁定充裕的锂原料

公司	矿产资源	产品	产能	投产时间	合作方式	备注
RIM	Mount Marion	锂精矿	40 万吨	已投产	包销	2017 年-2019 年包销全部产出，2020 年后每年包销不少于 19.26 万吨的锂精矿
Pilbara	Pligangoora	锂精矿	一期：33 万吨 二期：80-85 万吨 三期：120 万吨	已投产 2020Q4 2021Q2	包销	包销一期每年 16 万吨产品，二期可额外包销每年不超过 15 万吨产品
江西锂业	宁都河源	锂精矿	1 万吨	已投产	运营开采	宁都河源矿由公司负责营运和开采
Minera Exar	Cauchari-Olaroz	碳酸锂	一期：4 万吨	2021H1	包销	包销一期每年 77.5% 的产出
Bacanora	Sonora	碳酸锂	一期：1.75 万吨	2021	包销	包销一期每年的 50% 产出，有权增加项目二期每年产出包销比例至 75%

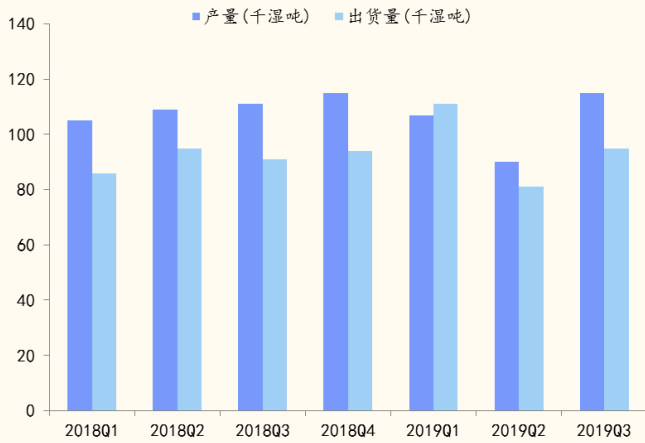
来源：公司公告，国金证券研究所

■ Mt Marion 矿山：全球第二大在产锂矿，锂精矿品位有望持续上升

Reed Industrial Minerals 旗下的 Mt Marion 矿山是赣锋锂业最主要锂原料来源，目前拥有 45 万吨锂精矿产能。按此产能计算，同时考虑采选回收率等问题，Mt Marion 矿山可开采 30 年以上。

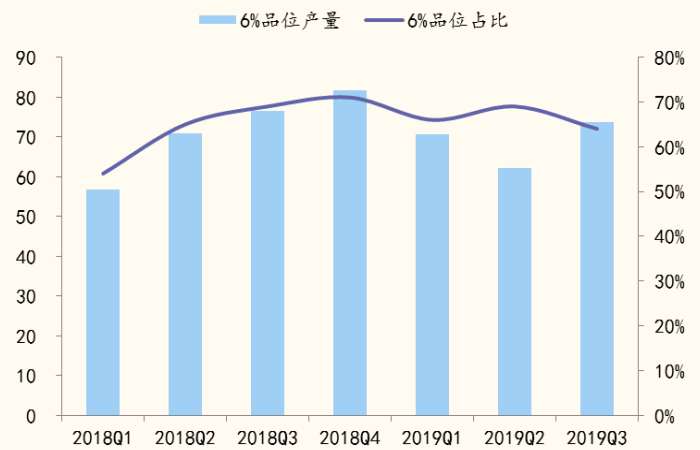
Mt Marion 矿石产量稳定，但精矿品位不足。目前已经完成浮选产线建设，下一步将通过优化生产过程管理的方式逐渐提升 6% 品位精矿的比例，以有效降低生产成本。

图表 23: Mt Marion 产量稳定



来源: Mineral Resources 公告, 国金证券研究所

图表 24: Mt Marion 将逐渐提升 6%品位锂精矿的比例

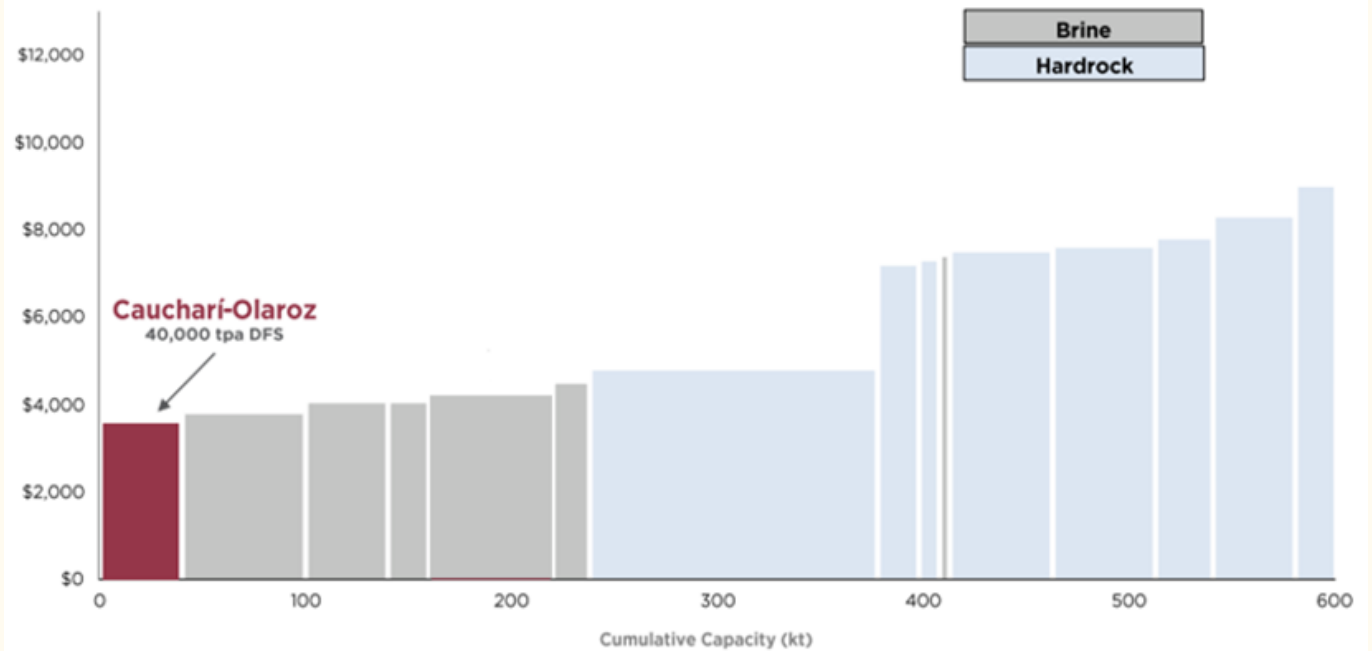


来源: Mineral Resources 公告, 国金证券研究所

■ Cauchari-Olaroz 盐湖: 成本极低的锂原料, 料大幅提升碳酸锂毛利率

Cauchari-Olaroz 是全球资源量最丰富的盐湖之一, 拥有锂资源量将近 2000 万吨 LCE, 储量将近 200 万吨 LCE。Cauchari 一期 2.5 万吨产能预计于 2021 年年初投入使用, 并在 2022 年扩展至 4.0 万吨。按照美洲锂业的估算, Cauchari 有望成为全球成本最低的锂原料 (未包括黏土项目)。

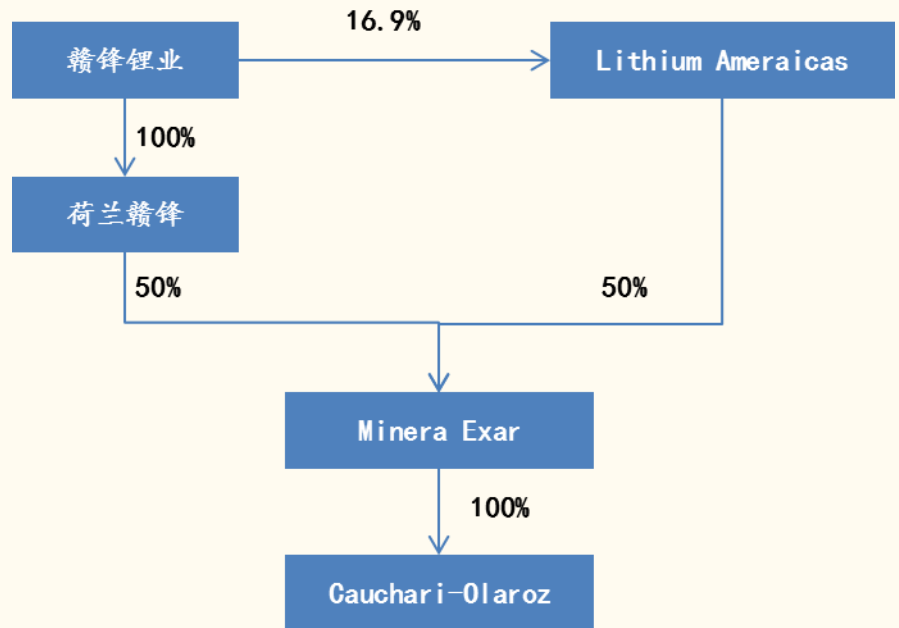
图表 25: Cauchari-Olaroz 有望成为全球成本最低的锂资源



来源: Lithium Americas, 国金证券研究所

Cauchari 若顺利投产, 公司碳酸锂成本或将大幅降低。公司目前对 Cauchari 直接+间接的股权为 58.5%。根据协议, 若一期项目顺利投产, 公司将包销每年 77.5% 的产出。假设投产第一年产能利用率为 75% 左右, 我们预计公司碳酸锂业务毛利率水平将提升 10pct 左右。

图表 26: 公司持有 Cauchari-Olaroz 将近 60% 的股份



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ Sonora 锂黏土: 兼具矿山和盐湖优点的优质资源

Sonora 黏土提锂项目开采潜力巨大。Sonora 是目前全球最大的锂资源项目之一, 拥有资源总量 882 万吨 LCE, 锂储量 452 万吨 LCE, 预计可开采年限将近 20 年。

图表 27: Sonora 资源总量为 882 万吨 LCE, 储量为 452 万吨 LCE

类别	黏土量 (万吨)	锂浓度 (ppm)	钾浓度 (%)	资源量 (万吨 LCE)	Bacanora 权益量 (万吨 LCE)
确定的	10300	3480	1.5	191	178
标示的	18800	3120	1.3	313	235
合计 (确定+标示)	29100	3250	1.4	504	412
推测的	26800	2650	1.2	378	322

类别	黏土量 (万吨)	锂浓度 (ppm)	钾浓度 (%)	储量 (万吨 LCE)	Bacanora 权益量 (万吨 LCE)
证实的	8015	3905	1.64	167	155
可信的	16366	3271	1.36	285	213
合计	24381	3480	1.45	452	368

资料来源: Bacanora 公告, 国金证券研究所

据公司公告, 黏土提锂能够同时兼具矿石提锂和盐湖提锂的优点, 提锂速度快、成本低。按照最新可行性分析报告, Sonora 项目一期规划产能为 1.75 万吨碳酸锂/年, 成本约为 3700 美元/吨 LCE, 预计于 2021 年投产; 二期规划产能 3.5 万吨碳酸锂/年, 成本约为 4000 美元/吨 LCE。

图表 28: Sonora 项目的 LOM 成本约为 4000\$/吨 LCE

类别	单位: 美元/吨碳酸锂		
	阶段一	阶段二	LOM

类别	单位：美元/吨碳酸锂		
开采成本	295	499	471
处理成本	3093	3266	3243
其他间接成本	263	209	216
总运营成本	3651	3974	3930

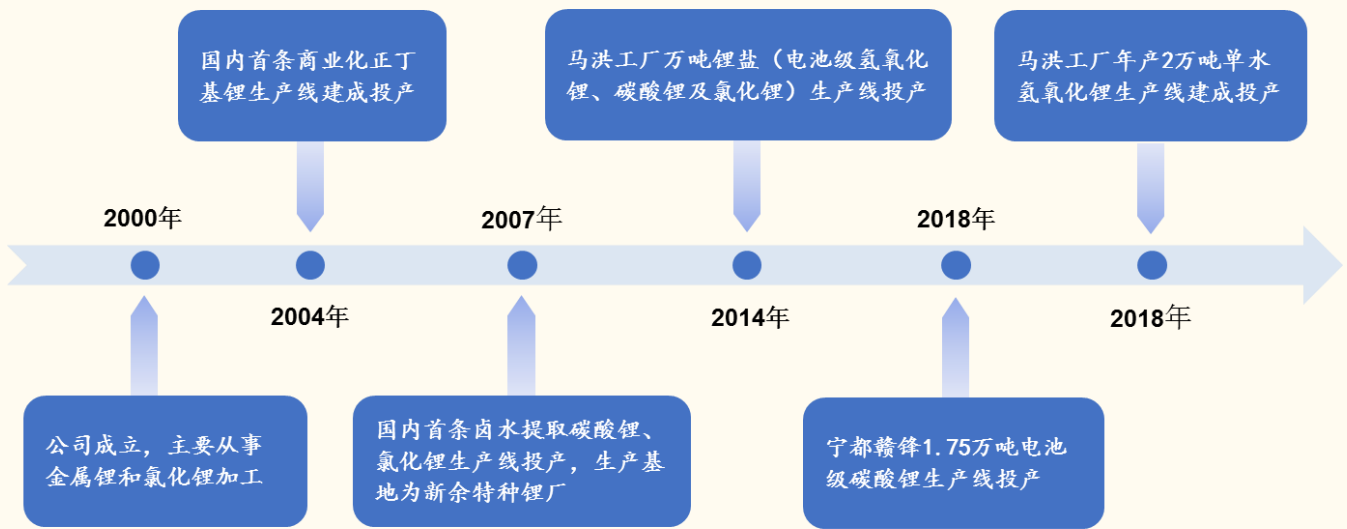
来源：Bacanora 公告，国金证券研究所

3.2 进入全球龙头车企供应链，冶炼产能有序扩张

■ 锂盐冶炼技术突出，深度绑定全球龙头车企

赣锋锂业起步于金属锂和锂盐冶炼业务，2004 年公司投放了国内首条商业化正丁基锂产线；2007 年公司完成了国内第一条卤水提取碳酸锂、氯化锂的产线；在碳酸锂市场如火如荼之时，公司于 2014 年前瞻性地布局氢氧化锂产线。二十年坚持不断的研发投入让公司在锂产品冶炼技术和产能建设方面积累了丰富的经验。

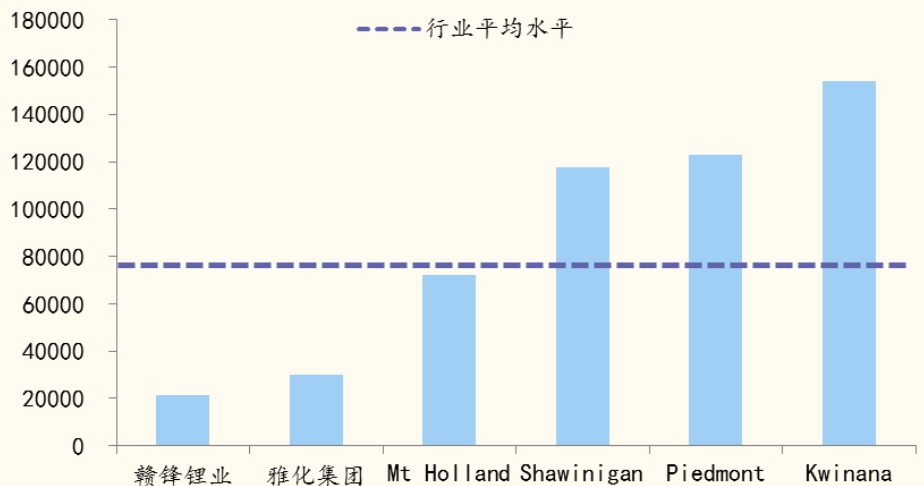
图表 29：公司在冶炼端积累了丰富的经验



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

锂盐转换成本及单位产能资本开始领先行业。得益于先进的技术和丰富的经验，公司单吨氢氧化锂/碳酸锂转换成本低于行业平均值 3000 美元；同时，公司碳酸锂转氢氧化锂成本也较行业均值低，冶炼成本优势明显。此外，公司坚持自建产线，单位产能资本开支远低于行业均值。根据我们测算，公司单吨碳酸锂当量冶炼产能资本开支约为 2.2 万元，而行业平均水平将近 8 万元。

图表 30：公司单位冶炼产能资本开支领先于行业






来源：各公司公告，国金证券研究所

获全球知名厂商青睐，成功进入高端供应链。公司产品质量获世界级企业的认可：1) 与全球领先的动力电池制造商松下、LG 化学、宁德时代、比亚迪等建立长期战略关系；2) 自 2018 年起，先后与特斯拉、大众、宝马等全球汽车巨头签订合作协议/备忘录，约定为其电池制造商供应锂化工产品。

深度绑定龙头车企映衬公司技术力量领先。特斯拉等龙头电动车厂商对锂盐的品质、稳定性和安全性的要求较高，认证流程繁琐、周期较长，一旦形成稳定的供应，不轻易更换供应商。我们认为，进入高端供应链折射出公司锂盐制造技术在全球范围的具备强大竞争力。

图表 31：深度绑定国际龙头车企映衬出公司锂盐制造在全球市场强大的竞争力

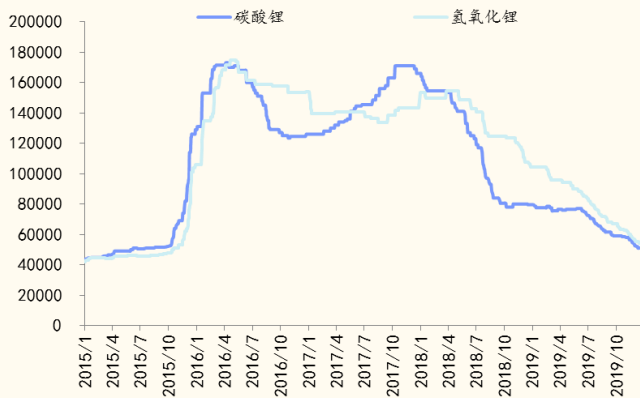
客户	签订时间	国家	类型	具体内容
特斯拉 	2018/9/20	美国	战略合作协议	自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日（可延期三年），特斯拉指定其电池供货商向公司采购电池级氢氧化锂产品，年采购数量约为公司该产品当年总产能的 20%
德国大众 	2019/4/7	德国	战略合作协议备忘录	公司未来十年将向德国大众及其供应商供应锂化工产品，双方在电池回收和固态电池等未来议题上进行合作
德国宝马 	2019/12/12	德国	长期供货协议	公司将于 2020 年-2024 年（之后双方同意可延长）向德国宝马指定的电池或正极材料供货商供应锂化工产品的品种和具体数量，价格依据市场价格变化调整

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 三元高镍化打开成长空间，公司加速布局氢氧化锂

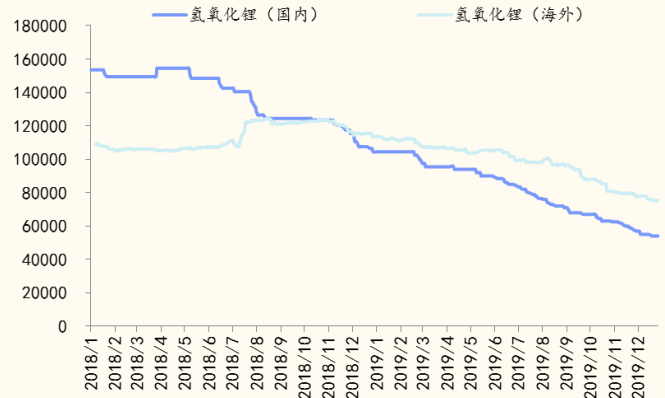
相较于电池级碳酸锂，氢氧化锂的制备工艺更加复杂，对杂质含量、颗粒大小等技术要求更高，因此尽管氢氧化锂含锂元素更少，但价格相较于碳酸锂有一定的溢价。同时，因使用高镍电池的多为特斯拉等龙头车企，其对锂盐品质、供应稳定性等要求较高，一定程度上对价格敏感性降低。

图表 32: 氢氧化锂较碳酸锂有一定的溢价 (元/吨)



来源: 上海有色网, 国金证券研究所

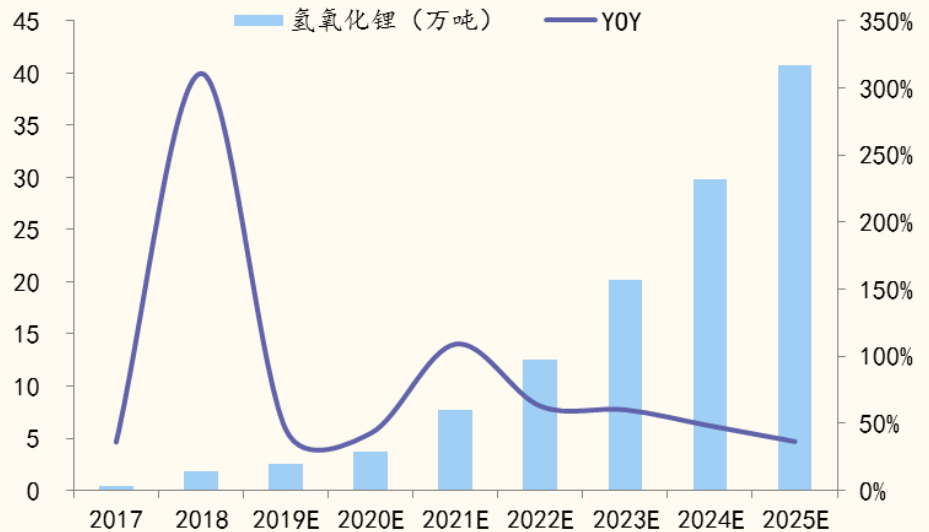
图表 33: 氢氧化锂海外售价较国内高 (元/吨)



来源: 上海有色网, 海关数据, 国金证券研究所

三元高镍化打开成长空间。氢氧化锂因其活性好等特点运用于能量密度较高的 NCM-811/NCA 以及部分 NCM-622 中。随着电动车续航里程上升, 电池能量密度将进一步提升, 高镍化是目前电池技术路线的必然选择。因此, 氢氧化锂的用量将随着高镍动力电池渗透率提升而快速上行。根据我们测算, 2018 年三元电池氢氧化锂用量约为 1.8 万吨 (不含 NCM-622), 预计至 2025 年用量将达 41 万吨 (不含 NCM-622), CAGR 为 56%。

图表 34: 电动车渗透率提升以及三元高镍化有望带动氢氧化锂用量高增



来源: 中汽协, Marklines, 国金证券研究所

公司加速布局氢氧化锂, 产能全球领先。公司目前拥有氢氧化锂产能 3.1 万吨, 预计至 2021 年随着年产 5 万吨新产线投产, 氢氧化锂总产能将达 8.1 万吨, 超越美国雅宝, 稳居全球第一。

图表 35: 公司氢氧化锂产能全球领先 (吨)

公司	2017	2018	2019E	2020E	2021E
赣锋锂业	11000	31000	31000	31000	81000
ALB (含中国地区)	22727	22727	45455	45455	79545
Livent	18500	18500	23000	28000	28000
SQM	6000	13500	13500	13500	13500

公司	2017	2018	2019E	2020E	2021E
天齐锂业	3500	3500	3500	27500	27500

来源：各公司公告，国金证券研究所

其他锂盐产能扩张稳步推进。在上游资源保障充分、深度绑定下游龙头企业的背景下，公司持续扩充产能。2018 年下半年，公司“年产 1.75 万吨电池级碳酸锂”及“年产 2 万吨单水氢氧化锂”项目投产，2019 年进入产能爬坡阶段；Cauchari/Sonora 的碳酸锂项目也将于 2021 年陆续投产。此外，公司金属锂产销量长时间稳居全球第一，丁基锂等锂盐产销量位居行业前列。

图表 36：公司除氢氧化锂外其他锂盐产能

产品	单位	2018	2019E	2020E	2021E
碳酸锂	吨	40500	40500	40500	80250
金属锂	吨	1600	1600	1600	1600
氯化锂	吨	1500	1500	1500	1500
丁基锂	吨	500	500	500	500

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 电池业务稳步推进，垂直生态链版图显现

传统电池制造及回收业务稳步推进。截止至目前，公司大容量锂离子动力电池项目、全自动聚合物锂电池项目以及废旧电池拆解回收项目已全部投产。公司电池生产所需的大部分外购的原材料来自公司锂盐客户，有助于正极材料等厂商增加对公司锂盐产品的粘性。

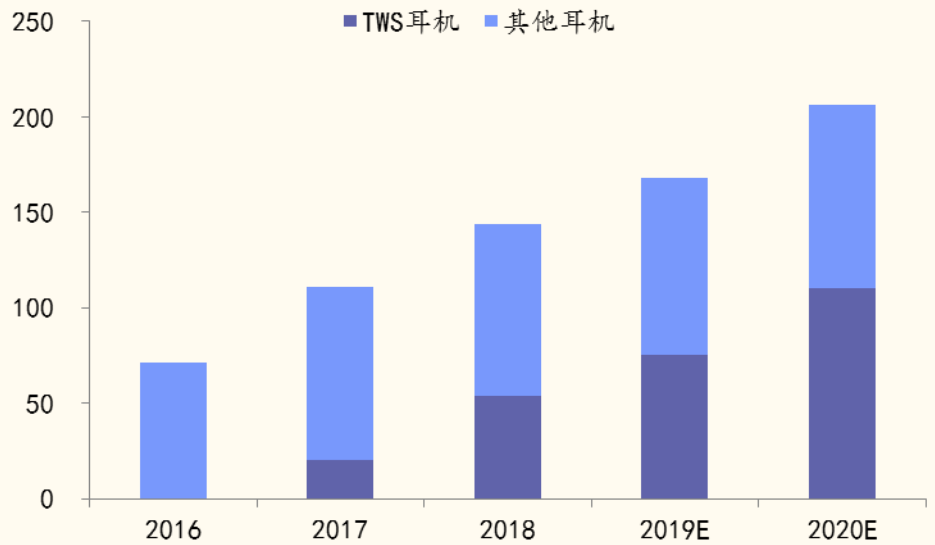
图表 37：公司传统电池制造及回收业务稳步推进

生产基地	地点	生产线	进度
赣锋循环	江西新余	磷酸铁锂电池回收、废旧锂电池拆解及稀贵金属综合回收	2017 年投产
东莞赣锋	广东东莞	全自动聚合物锂电池	2018 年投产
赣锋电池	江西新余	年产 6 亿瓦时大容量锂离子动力电池	2018 年投产

来源：公司公告，国金证券研究所

TWS 电池锦上添花。公司子公司新余赣锋电子年产 3000 万只智能穿戴产品专用聚合物锂电池产线已经投产，并为 JBL、漫步者等多家知名企业提供纽扣电池。根据国金轻工组及电子组的预测，TWS 耳机渗透率将迅速提升，预计 2020 年市场规模将达 110 亿美元。

图表 38：2020 年 TWS 市场规模有望达 110 亿美元



来源：GFK，国金证券研究所

固态电池或成下一个风口。与液态锂电池相比，固态电池能量密度更大、安全密度更高，未来发展前景广阔。公司于 2017 进入到固态电池领域，年产亿瓦时级第一代固态锂电池生产线中试线即将于年底投产，年产能为 2 亿瓦。

业务范围向下游延伸，打造垂直生态链业务。公司以中游冶炼业务起步，后向上并购资源，向下布局电池及电池回收，意在打造垂直生态链，加大各业务板块协同效应，减少锂价涨跌对公司盈利造成大幅波动的影响。

图表 40：公司分业务收入及盈利情况

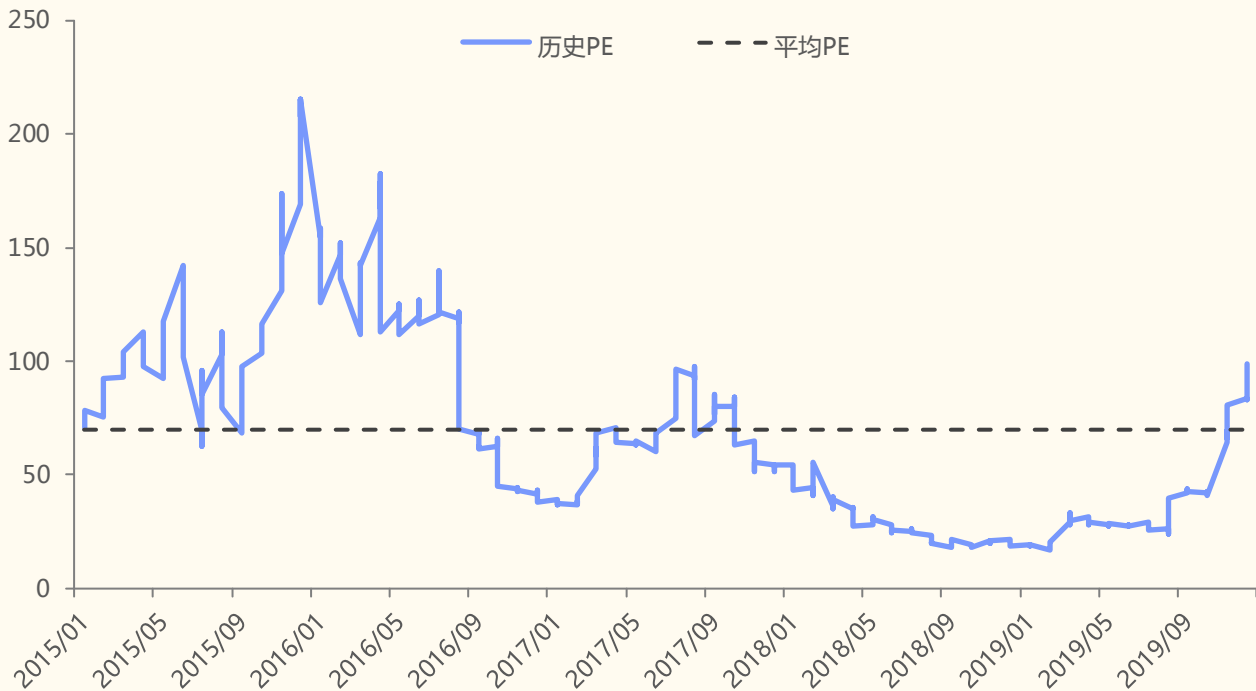
产品	2017	2018	2019E	2020E	2021E
深加工锂化物					
营收 (万元)	373,099	416,899	470,515	492,260	538,540
成本 (万元)	203,772	250,258	349,592	369,696	368,111
毛利 (万元)	169,327	166,641	120,923	122,564	170,429
毛利率	45.4%	40.0%	25.7%	24.9%	31.6%
锂电池及其材料					
收入 (万元)	28,635	37,653	41,418	45,560	49,205
成本 (万元)	30,679	34,516	37,981	41,779	45,121
毛利 (万元)	-2,045	3,137	3,438	3,781	4,084
毛利率	-7.1%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
其他业务					
收入 (万元)	36,611	45,836	55,004	66,004	79,205
成本 (万元)	26,491	34,954	41,803	50,163	60,196
毛利 (万元)	10,120	10,883	13,201	15,841	19,009
毛利率	27.6%	23.7%	24.0%	24.0%	24.0%
合计					
收入合计 (百万元)	4,383	5,004	5,669	6,038	6,669
成本合计 (百万元)	2,609	3,197	4,294	4,616	4,734
毛利合计 (百万元)	1,774	1,807	1,376	1,422	1,935
综合毛利率	40.5%	36.1%	24.3%	23.5%	29.0%

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 估值及投资建议

我们选取公司过去 5 年的 PE 估值作为对比，公司 2015-2019 年平均 PE 为 70 倍。考虑公司冶炼技术优势突出且深度绑定特斯拉等龙头车企，有望因产能产量持续上升而充分受益于电动车渗透率的快速上行。同时，若 Cauchari-Olaroz 盐湖与 Sonara 锂黏土项目成功投产，公司碳酸锂等锂盐的毛利率有望快速提升。叠加锂电行业整体处于底部区域，成长性凸显，景气度持续回升。因此在 5 年平均 PE=70 倍的基础上，给予公司约 15% 的估值溢价，即 80 倍估值。我们预计公司 2020 年 EPS 为 0.49，对应目标价为 39 元，上调公司至“增持”评级。

图表 41：公司过去 5 年平均 PE 估值为 70 倍



来源：Wind，国金证券研究所

5.风险提示

- **供给收缩不及预期风险：**1) 美国雅宝于 11 月初以市场条件不好为由关停澳洲 Wodgina 矿山，其锂精矿设计产能为 75 万吨。若 Wodgina 复产，按满产计算，将导致锂行业供给增加约 9.4 万吨 LCE；2) Alita 已经进入破产重组，根据江特电机最新公告，重组协议相关条款约定在向澳大利亚最高法院申请许可成功的条件下，中国氢能有限公司和利亚坦矿业有限公司对 Alita 投资重整。Alita 全资矿山 Bald Hill 因经营亏退出市场。若 Bald Hill 重新生产，可能导致供给增加约 1.9 万吨 LCE；3) Altura 目前现金流紧张，碳酸锂价格靠近其现金成本线，但不排除 Altura 不退出市场继续生产的可能性；4) Pilbara 和 Cattlin 存在减产不及预期的可能性；5) SQM 旗下的 Mt Holland 矿山尚未投产，预计在目前价位下生产经济性不足，但不排除 SQM 为分散锂原料来源将其投产；6) 中国甲基卡矿山放量；7) 盐湖产能投放速度超预期。
- **新能源汽车销量不及预期风险：**新能源汽车是未来数年锂需求增长的主要领域，我们预计 2020/2021 年全球新能源汽车产量约为 380/500 万辆，对应全球汽车行业渗透率约为 3.9%/5.2%。当前阶段，电动车销量受政策影响较大，如果补贴大幅退坡，或者汽车终端消费大幅下降，电动车销量或将不及预期，从而导致锂行业供给过剩加剧。
- **库存大量抛售导致锂盐价格承压风险：**锂行业整体处于过剩状态，若库存大量抛售，可能会导致锂盐价格快速下跌。
- **产能投放不及预期风险：**公司未来业绩增长受新产能投放影响较大，若生产线建设滞后，可能会影响公司产能正常投放，从而影响毛利率提升以及公司盈利水平。
- **资产减值损失风险：**若锂盐价格快速下跌，公司相应存货可能存在计提跌价准备从而影响利润的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,844	4,383	5,004	5,669	6,038	6,669	货币资金	198	2,237	3,602	2,813	2,771	2,646
增长率	54.1%	14.2%	13.3%	6.5%	10.5%		应收账款	598	967	1,754	1,324	1,463	1,574
主营业务成本	-1,861	-2,609	-3,197	-4,294	-4,616	-4,734	存货	534	915	1,905	1,939	2,146	2,149
%销售收入	65.4%	59.5%	63.9%	75.7%	76.5%	71.0%	其他流动资产	144	448	654	693	716	724
毛利	983	1,774	1,807	1,376	1,422	1,935	流动资产	1,475	4,568	7,915	6,770	7,096	7,093
%销售收入	34.6%	40.5%	36.1%	24.3%	23.5%	29.0%	%总资产	38.7%	57.1%	58.5%	50.3%	49.9%	47.3%
营业税金及附加	-21	-49	-31	-23	-24	-27	长期投资	795	1,387	2,179	2,579	2,929	3,349
%销售收入	0.7%	1.1%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	1,147	1,574	2,595	2,764	2,873	3,231
销售费用	-51	-53	-82	-94	-97	-107	%总资产	30.1%	19.7%	19.2%	20.5%	20.2%	21.5%
%销售收入	1.8%	1.2%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	无形资产	270	345	380	376	368	359
管理费用	-102	-175	-283	-312	-332	-387	非流动资产	2,334	3,431	5,606	6,686	7,136	7,906
%销售收入	3.6%	4.0%	5.7%	5.5%	5.5%	5.8%	%总资产	61.3%	42.9%	41.5%	49.7%	50.1%	52.7%
研发费用	0	0	-63	-74	-78	-87	资产总计	3,809	7,999	13,521	13,456	14,232	14,998
%销售收入	0.0%	0.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	539	1,211	1,356	1,142	922	753
息税前利润 (EBIT)	809	1,497	1,348	874	890	1,328	应付款项	464	1,218	2,051	1,788	2,152	2,006
%销售收入	28.5%	34.2%	26.9%	15.4%	14.7%	19.9%	其他流动负债	188	386	425	174	181	207
财务费用	-17	-54	-82	-145	-269	-347	流动负债	1,191	2,814	3,832	3,104	3,254	2,966
%销售收入	0.6%	1.2%	1.6%	2.6%	4.5%	5.2%	长期贷款	56	320	706	706	706	706
资产减值损失	-238	-30	-5	-2	-3	0	其他长期负债	71	822	1,005	714	713	713
公允价值变动收益	0	21	-220	-319	68	151	负债	1,318	3,956	5,544	4,525	4,674	4,386
投资收益	22	257	175	163	52	123	普通股股东权益	2,488	4,037	7,924	8,877	9,505	10,559
%税前利润	4.2%	14.8%	12.6%	28.6%	7.0%	9.8%	其中：股本	753	742	1,315	1,315	1,315	1,315
营业利润	576	1,755	1,371	571	738	1,255	未分配利润	694	1,949	3,123	3,600	4,227	5,282
营业利润率	20.3%	40.0%	27.4%	10.1%	12.2%	18.8%	少数股东权益	2	6	54	54	54	54
营业外收支	-42	-16	16	0	0	0	负债股东权益合计	3,809	7,999	13,521	13,456	14,232	14,998
税前利润	534	1,738	1,387	571	738	1,255	比率分析						
利润率	18.8%	39.7%	27.7%	10.1%	12.2%	18.8%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-69	-270	-163	-94	-111	-201	每股指标						
所得税率	12.9%	15.5%	11.7%	16.5%	15.0%	16.0%	每股收益	0.617	1.980	0.930	0.369	0.485	0.816
净利润	465	1,469	1,224	477	627	1,054	每股净资产	3.306	5.443	6.025	6.751	7.227	8.029
少数股东损益	1	0	1	0	0	0	每股经营现金净流	0.875	0.679	0.521	0.620	0.645	0.687
归属于母公司的净利润	464	1,469	1,223	477	627	1,054	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	16.3%	33.5%	24.4%	8.4%	10.4%	15.8%	回报率						
							净资产收益率	18.66%	36.39%	15.44%	5.37%	6.60%	9.99%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.19%	18.37%	9.05%	3.54%	4.41%	7.03%
							投入资本收益率	22.81%	20.06%	11.06%	6.35%	6.36%	8.73%
净利润	465	1,469	1,224	477	627	1,054	增长率						
少数股东损益	1	0	1	0	0	0	主营业务收入增长率	110.06%	54.12%	14.15%	13.30%	6.51%	10.45%
非现金支出	329	138	154	203	222	250	EBIT 增长率	366.01%	84.97%	-9.98%	-35.16%	1.90%	49.16%
非经营收益	-39	-166	48	296	0	-160	净利润增长率	271.03%	216.36%	-16.73%	-61.01%	31.51%	68.11%
营运资金变动	-98	-937	-741	-160	0	-242	总资产增长率	50.69%	110.02%	69.03%	-0.48%	5.77%	5.38%
经营活动现金净流	658	504	685	816	849	903	资产管理能力						
资本开支	-503	-350	-1,191	-880	-320	-600	应收账款周转天数	51.7	39.6	55.1	65.0	68.0	66.0
投资	-370	-508	-632	-719	-283	-269	存货周转天数	83.1	101.4	160.9	165.0	170.0	166.0
其他	-11	18	-537	163	52	123	应付账款周转天数	44.4	48.3	82.1	65.0	70.0	68.0
投资活动现金净流	-884	-840	-2,360	-1,436	-551	-746	固定资产周转天数	82.9	66.2	109.3	97.0	85.5	86.1
股权募资	1	588	2,958	480	0	0	偿债能力						
债权募资	308	1,883	495	-503	-221	-169	净负债/股东权益	15.88%	-5.70%	-12.78%	-4.97%	-6.52%	-6.27%
其他	-76	-139	-725	-144	-119	-114	EBIT 利息保障倍数	6.1	4.3	2.9	6.5	11.3	8.0
筹资活动现金净流	-384	7,953	378	-1,439	-836	-1,367	资产负债率	42.36%	59.23%	47.99%	45.47%	39.99%	34.63%
现金净流量	657	1,244	-462	1,273	145	859							

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3	5	8	11
增持	1	2	5	9	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.40	1.50	1.53	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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-09-18	中性	27.81	27.64~27.64
2	2018-10-11	中性	28.89	N/A
3	2019-03-29	中性	26.71	N/A
4	2019-04-30	中性	24.30	N/A

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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