

新能源汽车产业链 3 月报: 强调资源逻辑、重视锂精矿价格弹性

报告要点

基本面支撑锂价继续上行, 重视二季度锂精矿的价格弹性。 (1) 碳酸锂领涨。自 2020 年 7 月初的价格底部, 截至 2021 年 3 月第一周, 国内工业级碳酸锂均价涨幅 139%、电池级碳酸锂涨幅 110%、工业级氢氧化锂涨幅 51%、电池级氢氧化锂涨幅 37%、锂精矿涨幅 33%。碳酸锂领涨的背后主因铁锂需求强劲、全球盐湖放量进度缓于预期以及矿石系锂盐厂的新增产能过多集中于氢氧化锂所致。(2) 向前看, 三点因素支撑锂盐价格继续上行。第一, 鉴于锂精矿供应格局的较高集中度、中国锂盐厂具备原料刚需, 二季度开始应当高度重视锂精矿的价格弹性, 矿价上涨将从成本端夯实锂盐价格中枢。第二, 产业链 2021 年开年淡季不淡, 根据季节性规律, 后续季度下游至终端的排产及原材料备货有望继续边际走强。第三, 2021 年的新增产能主要来自“棕地项目”, 我们预计头部资源商、锂盐厂的产能将有序释放。(3) 长期视角, 全球新能源汽车产业发展已进入正向自循环, 锂在动力电池中具备需求刚性, 2021-2025 年全球锂需求总量或从 44 万吨 LCE 增长至约 100 万吨 LCE, 锂行业将面临持续更大量级的年需求增量, 对于全球二、三线次优资源的开发将提上日程, 也客观要求较为丰厚的价格来激励供给侧的再投资经济性。

中国锂行业需夯实上游锂资源保障、提升资源自给率。 在全球新能源汽车迎来大发展之际, 锂作为未来的“白色石油”, 其战略重要性已基本成为全球共识。考虑此前国内锂盐厂主要依赖进口澳矿作为原料, 我们认为中国锂行业未来有必要构建“双循环”的上游资源保障体系。一方面, 有必要在风控前提下加大对于全球优质锂资源的投资开发力度, 打造大规模、低成本、地域多元的资源基地 (这也是 Albemarle、SQM、Livent 等全球锂资源巨头的成功经验); 另一方面, 国内的盐湖、矿石资源将获得价值重估, 综合开采条件、资源禀赋等因素, 我们认为青海的主力盐湖 (察尔汗、东西台、一里坪)、川西部分的优质锂辉石矿 (如甲基卡等) 将挑起大梁, 云母等将形成补充。

新能源汽车产业链年初淡季不淡, 头部材料生产饱满、铁锂产销旺盛。 1 月中国铁锂、三元材料、锰酸锂、钴酸锂产量环比分别增长 8%、8%、9% 和 5%, 同比分别增长 343%、169%、134%、132%; 1 月中国动力电池产量 12GWh, 环比走低 20%, 同比大增 317%, 1 月动力电池装机 8.7GWh, 环比走低 33%, 同比增长 274%; 1 月中国新能源汽车产量 19.4 万辆, 环比下滑 18%, 同比增长 286%。欧洲 1 月新能源汽车销量 11.3 万辆, 虽然环比去年 12 月小高峰的 28 万辆出现较明显的回落, 但同比依然增长 51%。整体而言, 在车载动力之外, 小动力、储能、消费类同样构成了明显的增量需求, 鉴于终端消费强劲, 我们并不认为在产业链中形成了超出正常水平的原材料库存。

反弹聚焦产业链中的结构性机会。 产业链跟随大盘自二月下旬以来经历了大幅回调, 股价走势与基本面的高景气度形成了短期背离, 我们一方面继续看好兼具资源优势、技术优势以及全球客户的上游龙头标的, 另一方面建议重视例如锂精矿价格补涨、盐湖提锂盈利释放等结构性机会, 在当前的市场环境下注重估值性价比。建议关注赣锋锂业、科达制造 (参股蓝科锂业)。

风险提示: 全球新能源汽车终端产销低预期、供给释放超预期、宏观基本面及地缘风险等。

有色金属

评级: 中性

日期: 2021.03.16

分析师 孙景文

登记编码: S0950519050001

☎: 021-61097715

✉: sunjingwen@wkzq.com.cn

分析师 吴霜

登记编码: S0950520070001

☎: 13807330926

✉: wushuang@wkzq.com.cn

联系人 李铭全

☎: 15356158680

✉: limingquan@wkzq.com.cn

联系人 张航

☎: 13378111311

✉: zhanghang@wkzq.com.cn

行业表现

2021/3/15



资料来源: Wind, 聚源

相关研究

- 《锂想系列 13: 从雅保价格指数看长单》 (2021/2/8)
- 《高温合金: 好风凭借力 借势当起飞》 (2021/2/4)
- 《2021 年新能源汽车产业链投资策略: 溢出与涌现》 (2021/1/19)
- 《锂想系列 12: NIO Day 对于上游资源的启示》 (2021/1/10)
- 《锂想系列 11: 摆钟向上、资源为王, 重视锂精矿的价格弹性》 (2021/1/7)
- 《2021 年有色金属行业投资策略》 (2020/12/3)

内容目录

二季度展望	5
新能源汽车产业链月度价格回顾及展望	6
碳酸锂大涨、氢氧化锂跟随	6
LME 期镍价格深度调整，金属钴价格回落	7
原材料价格上行、需求强劲支撑正极材料价格上涨	8
新能源汽车产业链产销、出口数据分析	9
上游：2020 年氢氧化锂出口向好，钴的供给结构分化	9
2020 年中国氢氧化锂出口量 5.6 万吨，韩国氢氧化锂进口大增	9
2020 年中国锂化合物总产量约 26 万吨，其中碳酸锂 16 万吨、氢氧化锂 10 万吨	10
2020 年中国金属钴进口量大增，满足钴盐生产之需	11
中游：2020 年铁锂、钴酸锂材料产量分别增长 41%、25%，三元持平	12
下游：中国 2021 年 1-2 月动力装机 14.2GWh，同增 388.6%	14
终端整车：全球新能源汽车市场需求共鸣，再迎成长机遇期	16
中国 1-2 月新能源汽车销 28.9 万辆，同增 319.0%，2 月环降 38.8%	16
欧洲八国 2021 年 2 月电动车销量 9.5 万辆，同增 66.2%	17
南美盐湖 20Q4 综述：业绩拐点显现，融资扩能加速	18
Albemarle：长协价 2021 年仍将补跌，积极扩大锂加工产能	19
SQM：智利盐湖目标年产能超 20 万吨、西澳矿石氢氧化锂亦将启动建设	20
Livent：尚在评估重启阿根廷盐湖扩能，与宝马签订锂盐供应长协	22
Orocobre：品质与成本双优化，谋划进一步扩能	23
西澳锂矿四季度综述：产销全面回暖，澳矿面临结构性紧缺	25
银河资源旗下 Mt Cattlin：四季度销量创新高，2021 年剑指满产	26
皮尔巴拉：完成收购 Altura、财务状况良好，重心转向整合和扩产	28
Mt Marion：2020 全年满产满销	29
全球重点新兴锂矿进展	30
全球新能源汽车产业链要闻及重点公告	32
全球产业政策及导向	32
全球锂电上游	32
全球锂电中下游	36
全球新能源汽车终端	39
风险提示	40

图表目录

图表 1：至 2 月底锂精矿（SC6）FOB 澳大利亚已开始向上修复，达到 500 美元/吨	6
图表 2：节后中国锂盐现货价格依旧强势上行，YTD 涨幅 40%~65%	6
图表 3：海外市场中，碳酸锂与氢氧化锂价格也开始触底回暖	6
图表 4：2015-2020 年碳酸锂、氢氧化锂价格回顾，以及对 2021 年的价格展望	7
图表 5：至 3 月中旬，国内电解镍现货价格大幅回调	7
图表 6：同期，硫酸镍金属量与电解镍的价格差大幅上行	7
图表 7：至 3 月中旬，国内外电解钴价格 YTD 分别达 37%和 65%	8
图表 8：1-2 月开始，钴产品价格大幅上行，YTD 涨幅 60~68%	8
图表 9：原料价格上行带动国内三元前驱体价格 YTD 涨幅接近 50%	8
图表 10：国内 622、523 三元正极材料价格同步上涨，YTD 约 40~45%	8

图表 11: 3 月中旬, 国内磷酸铁锂材料价格同比涨幅达 18%.....	9
图表 12: 进入 3 月, 钴酸锂与锰酸锂同比涨幅分别为 68%和 12%.....	9
图表 13: 2020 年 12 月中国氢氧化锂出口量同比、环比大幅增长.....	10
图表 14: 2020 年中国碳酸锂进口量同比大增 71%, 均价下滑 36.5%.....	10
图表 15: 2020 年韩国氢氧化锂进口量同比大增 54%, 均价下滑 26%.....	10
图表 16: 受疫情影响, 2020 年日本锂盐进口总量出现下滑.....	10
图表 17: 2021 年 1 月中国锂化合物产量环比下降 4%.....	11
图表 18: 2021 年 1 月中国锂化合物产量同比大增 78%.....	11
图表 19: 2021 年 1 月中国锂化合物库存进一步下降, 至 1.1 万吨.....	11
图表 20: 2021 年 1 月中国碳酸锂库存同比进一步下降, 氢氧化锂微增.....	11
图表 21: 12 月中国钴原料进口量环比几乎持平, 进口结构分化.....	12
图表 22: 2020 年中国金属钴进口量大幅增加, 出口量大幅降低.....	12
图表 23: 2020 年中国的钴湿法冶炼中间品进口经历了 V 型反弹.....	12
图表 24: 受非洲疫情影响, 2020 年中国钴矿进口量大幅下滑.....	12
图表 25: 2021 年 1 月, 三元正极产量超预期达 2.4 万吨, 同比增长 169%.....	13
图表 26: 铁锂材料同期产量创新高达 2.06 万吨, 同比增长 395%.....	13
图表 27: 钴酸锂正极产量延续年底高景气, 1 月产量同比增长 132%.....	13
图表 28: 近 3 年铁锂与三元正极材料产量增长迅速.....	13
图表 29: 2020 年 NCM 材料出口量日益增长, 主要至波兰和日韩 (吨).....	13
图表 30: 2020 年 NCM 前驱体主要出口至韩国, 数量同步增长 (吨).....	13
图表 31: 2021 年 2 月中国动力装机 5.6GWh, 环比下降 35.6%.....	14
图表 32: 中国 2021 年 1-2 月动力装机达到 14.2GWh, 同比增长 388.6%.....	14
图表 33: 中国 2021 年 1-2 月分车型装机, BEV 乘用车占比达到约 86%.....	14
图表 34: 中国 2021 年 1-2 月铁锂装机份额稳步提升至 38.6%.....	14
图表 35: 2021 年 1-2 批推荐目录中, 新能源乘用车领域配套铁锂车型的占比提升至 30%.....	15
图表 36: 中国 2021 年 1-2 月动力装机前十中, CR3 占比高达 74%.....	15
图表 37: 2021 年 1 月全球新能源汽车销量 32.1 万辆, 渗透率约 5%.....	16
图表 38: 全球 2020 年新能源汽车销 312.5 万辆, 2021 年 1 月同增 112%.....	16
图表 39: 2021 年 2 月中国新能源汽车销量 11.0 万辆, 环比下滑 38.8%.....	16
图表 40: 中国 2021 年 1-2 月新能源汽车销量 28.9 万辆, 同比增长 319%.....	16
图表 41: 中国 2021 年 1-2 月分车型销量中, BEV 乘用车占比达到约 80%.....	17
图表 42: 中国 BEV 乘用车中, 参与势力丰富, 1-2 月自主品牌份额 65%.....	17
图表 43: 欧盟 1 月乘用车注册量同比下滑 24% (标注为月度同比).....	17
图表 44: 欧洲 1 月电动车销量同增约 50.8% (标注为月度同比).....	17
图表 45: 欧洲八国 2021 年 2 月电动车总销量 9.5 万辆, 同比增长 66.2%.....	17
图表 46: 2021 年 2 月欧洲八国电动车销量环比复苏, 维持强渗透态势.....	17
图表 47: 对比各公司锂业务, Albemarle 营收兼具体量与稳定 (百万美元).....	18
图表 48: 南美盐湖提锂的产能扩张路线清晰 (吨/年).....	18
图表 49: 主要盐湖公司均对行业愿景乐观预期, 现货定价高弹性显现, 融资扩能积极.....	18
图表 50: 雅保的全球盐湖系锂加工、矿石系锂加工产能建设预测 (年底产能).....	19
图表 51: 公司整体业绩虽受锂价拖累, 但盈利相对稳定.....	20
图表 52: 溴与 FCS 业务平滑周期波动, 锂业务占比下降 7 个百分点.....	20
图表 53: 雅保锂业务利润下降 5 个百分点, 受行业拖累较小.....	20
图表 54: 单季度看, Q4 锂业务的营收出现明显增长.....	20
图表 55: 公布 Wave 3-4 扩能, 远期总产能达 45-50 万吨 LCE.....	20
图表 56: 2020 年资产负债率稳定在 57% (百万美元, %).....	20
图表 57: 2020 年度 SQM 公司整体的收入、盈利下滑 (百万美元).....	21

图表 58: 与 2019 年相比, 锂与催化剂业务收缩较大.....	21
图表 59: 2019 年锂业务收入、盈利均下滑 (百万美元)	21
图表 60: 18Q2 新协议后, 经营成本明显上升, 但目前已逐步恢复正常.....	21
图表 61: 2023 年 SQM 的碳酸锂产能规划从 16 万吨提升至 18 万吨.....	22
图表 62: 2023 年 SQM 的氢氧化锂产能规划提升至 3 万吨.....	22
图表 63: Livent 营收规模、盈利规模、利润率的变动趋势 (百万美元)	22
图表 64: 锂价拖累和高镍进度放缓影响 2019YTD 业绩 (百万美元)	22
图表 65: 2016-2020 年自产的基础锂产品产量相对稳定.....	23
图表 66: 2020 年锂深加工产品产量中, 氢氧化锂下滑明显.....	23
图表 67: 2020 年锂产品量价走低成为影响公司收入的主因 (百万美元)	23
图表 68: 外购碳酸锂影响相对减弱, 量价进一步影响盈利 (百万美元)	23
图表 69: 2020 年 Olaroz 项目盈利大幅下降, 毛利率为 0%.....	24
图表 70: Olaroz 项目 Q4 毛利率明显回正, 至 5% (百万美元)	24
图表 71: 2020 年 Olaroz 项目的产销均同比下滑.....	24
图表 72: 按季度看, Olaroz 盐湖在 20Q4 碳酸锂已恢复盈利.....	24
图表 73: 2018 年以来通过持续技改, 项目的卤水进料浓度持续改善.....	25
图表 74: 公司资产负债率达到 38% (百万美元)	25
图表 75: 2020 年四季度西澳锂矿商的库存开始环比走低 (不含 Talison)	25
图表 76: 2020 年锂精矿价格已接近西澳主要矿商的现金成本.....	25
图表 77: Pilbara Minerals 和 Galaxy Resources 大部分的锂精矿产能已经被长单锁定.....	25
图表 78: 2020 年 Mt Cattlin 开采量大幅降低, 处理堆积的低品位矿石.....	27
图表 79: 四季度 Mt Cattlin 的锂精矿销量同比、环比大幅增长.....	27
图表 80: 因采矿量增加及回收率降低, 四季度 Mt Cattlin 现金成本走高.....	27
图表 81: James Bay 项目计划于 2021 年内开工建设.....	27
图表 82: 银河资源仍然计划在 2022 年底进行 SAL DE VIDA 盐湖项目的首次生产.....	27
图表 83: Pilbara 在 2020 年放缓生产, 采矿量和处理量均大幅下滑.....	28
图表 84: 四季度 Pilbara 提高了锂精矿产量, 销量也同步大幅增长.....	28
图表 85: 四季度末 Pilbara 的锂精矿库存量维持在低位.....	29
图表 86: 因完成收购 Altura 的融资, Pilbara 在手现金大幅上升 (千澳元)	29
图表 87: Mt Marion 二季度的产销量环比有所下降.....	29
图表 88: 在 20Q2 将 6%品位调低后, Mt Marion 的产品组合得到优化.....	29
图表 89: Sigma 的锂回收率测试结果良好, 对精矿粒度的敏感性低.....	31
图表 90: 一期将开采 Xuxa 矿床, 二期 Barreiro 矿床将作为补充.....	31
图表 91: Core Lithium 旗下 Finniss 项目与其他两个绿地项目的对比, Finniss 项目具备多方面优势.....	31
图表 92: Finniss 项目到达达尔文港的距离仅 25km, 运费仅 7 美元/吨.....	31
图表 93: Finniss 项目临近工业园区, 未来可布局下游锂盐厂.....	31
图表 94: 全球新能源汽车产业链 2 月大事记.....	32

二季度展望

一、锂精矿价格有望上涨至 600~700 美元/吨 CIF

鉴于锂精矿供应格局集中度较高、中国锂盐厂面临采购刚需，二季度应高度重视锂精矿的价格弹性。目前来看，澳矿提价已经成为了明牌，分歧仅在于提价的幅度和速度。

二、电池级碳酸锂短单价格有望触及 10 万元/吨大关

基于当前全球锂行业的供需基本面，我们认为二季度电池级碳酸锂价格触及 10 万元/吨（含税）的概率较高。锂精矿价格上涨将从成本侧支撑锂盐价格，但我们认为二季度中国锂盐价格的上涨动力依然更多来自强劲的下游需求，尤其铁锂需求，拥有稳定的精矿采购渠道的锂盐生产商仍然可获得较丰厚的盈利。进入下半年后，不排除下游电池至终端整车环节的成本压力将制约上游原料进一步走高的空间和速度，叠加低价锂精矿库存的消耗、矿价继续上涨，届时锂盐环节的盈利或将面临边际收窄，盈利将更多的向上游资源商转移。

三、碳酸锂仍将领涨

基于磷酸铁锂以及中镍单晶三元材料的产销及装机趋势，我们预计 2021 年内碳酸锂将继续领涨，氢氧化锂将紧密跟随。（1）2021 年电池级氢氧化锂的需求主体依然在于海外，海外大客户的合约模式以“锁量锁价”、“保量保价”、“锁量价格季度浮动”为主，鉴于其中的价格平滑机制，调价进度将滞后于中国的短单及散货价格。（2）在现货市场上，碳酸锂、氢氧化锂两条产品线之间不会出现持续的超额溢价或折价，否则国内的锂转换工厂将迅速套利。

四、盐湖提锂步入镁光灯之下

第一，经过长期的磨合以及持续的技改投入，青海各主力盐湖已经找到了适合各自的工艺。

第二，国内的盐湖锂产品虽然在特定指标上与矿石锂存在差距，但在磷酸铁锂、锰酸锂应用领域，电池级碳酸锂与工业级碳酸锂之间的差异正在被淡化，工业级因其性价比甚至更受下游青睐（与氢氧化锂不同）。此外，由于碳酸锂领涨且以短单合约为主，我们预计 2021 年青海盐湖提锂厂商将充分展现其盈利弹性，但后续的产能潜力将根据各盐湖的资源禀赋而异。

第三，2021 年的行业供需在很大程度上也取决于全球头部盐湖提锂厂商 SQM、Albemarle 新增产能的释放进度。其中，SQM 在 2021 年底计划将其智利盐湖的碳酸锂产能从目前的 7 万吨/年进一步提升至 12 万吨/年，Albemarle 的智利 La Negra 碳酸锂工厂三、四期产能合计 4 万吨/年也计划于 2021 年中期建成、下半年启动客户送样、2022 年进入商业化生产。

五、中长期视角，全球供应体系走向更加多元的新格局

一方面，伴随全球新能源汽车的放量，欧洲、美国等重点区域终端市场正在谋求构建一定程度的新能源汽车闭环供应链，配套整车厂打造电池、材料、甚至精炼和资源产能，降低对于目前处于主导地位的亚太锂电供应体系的依赖。同时，海外供应链不排除将利用 ESG、碳税、扶持政策来弥补在成本、效率、Capex 等方面的劣势。尽管如此，基于完备的供应网络和工程师红利，我们认为中国的新能源汽车产业链依然具备核心竞争力以及明确的比较优势。

另一方面，在全球新能源汽车迎来大发展之际，锂作为未来的“白色石油”，其战略重要性已成为全球共识。考虑此前中国锂盐厂主要依靠进口澳矿、精矿原料来源较为单一，我们认为未来中国锂行业有必要构建“双循环”的资源保障体系。其中：（1）有必要在风控前提下加大对于全球优质锂资源的投资开发力度，打造大规模、低成本、地域多元的资源基地（这也是 Albemarle、SQM、Livent 等全球锂巨头的成功经验）；（2）国内的盐湖、矿石资源将获得价值重估，综合开采条件、资源禀赋等因素，我们认为青海的主力盐湖（察尔汗、东西台、一里坪）、川西部分的优质锂辉石矿（如甲基卡等）将挑起重担，云母等将形成补充。

新能源汽车产业链月度价格回顾及展望

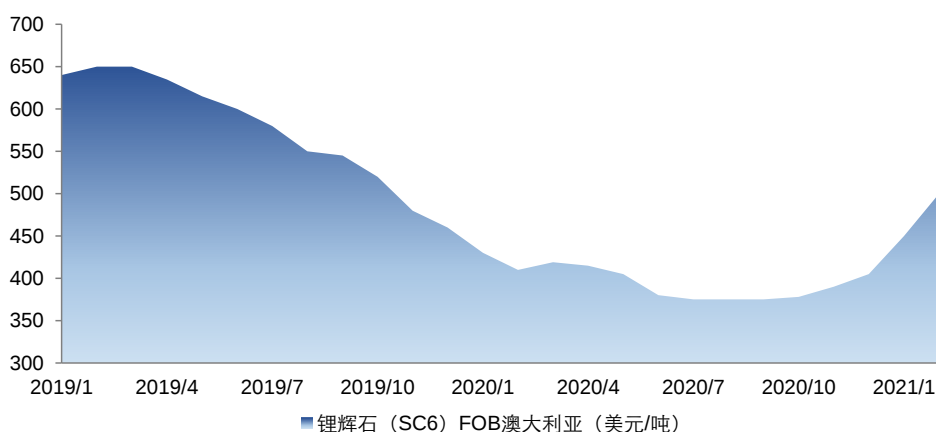
碳酸锂大涨、氢氧化锂跟随

锂精矿：根据 S&P Global Platts 价格采集，2021 年 2 月西澳锂精矿（SC6）FOB 均价 500 美元/吨，环比上涨 11%，同比上涨 22%，显性价格的涨幅较为温和主因部分一季度装船发货的价格已经在 20Q4 确认。以 Pilbara 完成对于 Altura 矿山资产的整合收购为标志，矿端的供应集中度进一步提升，叠加库存去化、锂盐价格大幅上涨，锂精矿价格的反弹斜率有望加大，展望未来 3 个月西澳锂精矿价格或将上涨至 600-700 美元/吨 CIF。

碳酸锂：2021 年 1-2 月，头部锂盐厂商检修叠加下游材料、电池厂春节不停产，供不应求促使碳酸锂价格大幅上行。根据亚洲金属网：至 3 月中旬，中国工业级碳酸锂均价 8 万元/吨，环比上涨 17%，同比上涨 100%；电池级碳酸锂均价 8.4 万元/吨，环比上涨 17%，同比上涨 71%；海外碳酸锂价格也开始回暖，欧洲、美国和南美均价分别为 11.55 美元/公斤、11.25 美元/公斤和 8.25 美元/公斤，环比上涨 14%、13%和 17%，同比上涨 5%、6%和 12%。

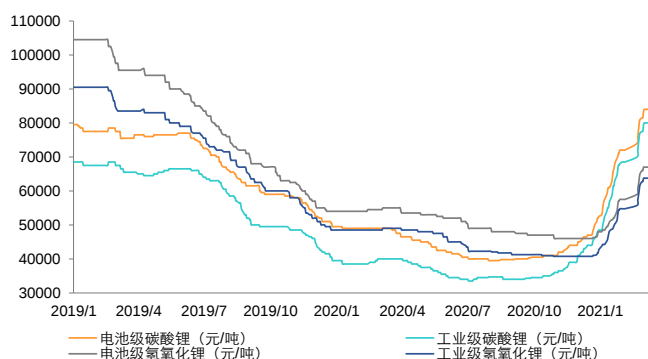
氢氧化锂：截至目前，碳酸锂的价格涨幅高于氢氧化锂，这与需求结构、产能结构、合约模式相关，但 1-2 月开始氢氧化锂的库存压力逐步缓解，同时欧洲电动车市场发力带动出口至日韩的氢氧化锂体量走高，支撑氢氧化锂跟涨。至 3 月中旬，中国工业级氢氧化锂均价 6.4 万元/吨，环比上涨 16%，同比上涨 30%，中国电池级氢氧化锂均价 6.7 万元/吨，环比上涨 17%，同比上涨 22%，氢氧化锂韩国交到均价 11 美元/公斤，环比上涨 12%，同比下跌 4%。

图表 1：至 2 月底锂精矿（SC6）FOB 澳大利亚已开始向上修复，达到 500 美元/吨



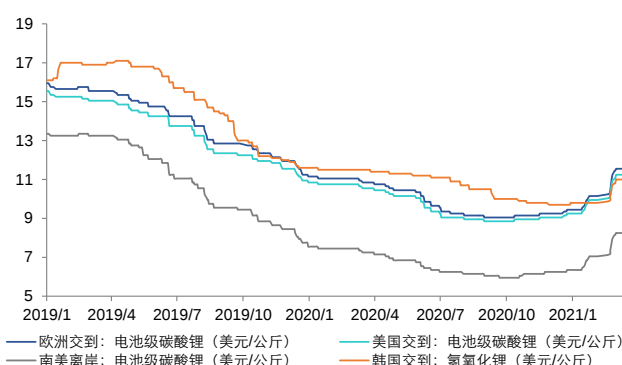
资料来源：S&P Global Platts，五矿证券研究所

图表 2：节后中国锂盐现货价格依旧强势上行，YTD 涨幅 40%-65%



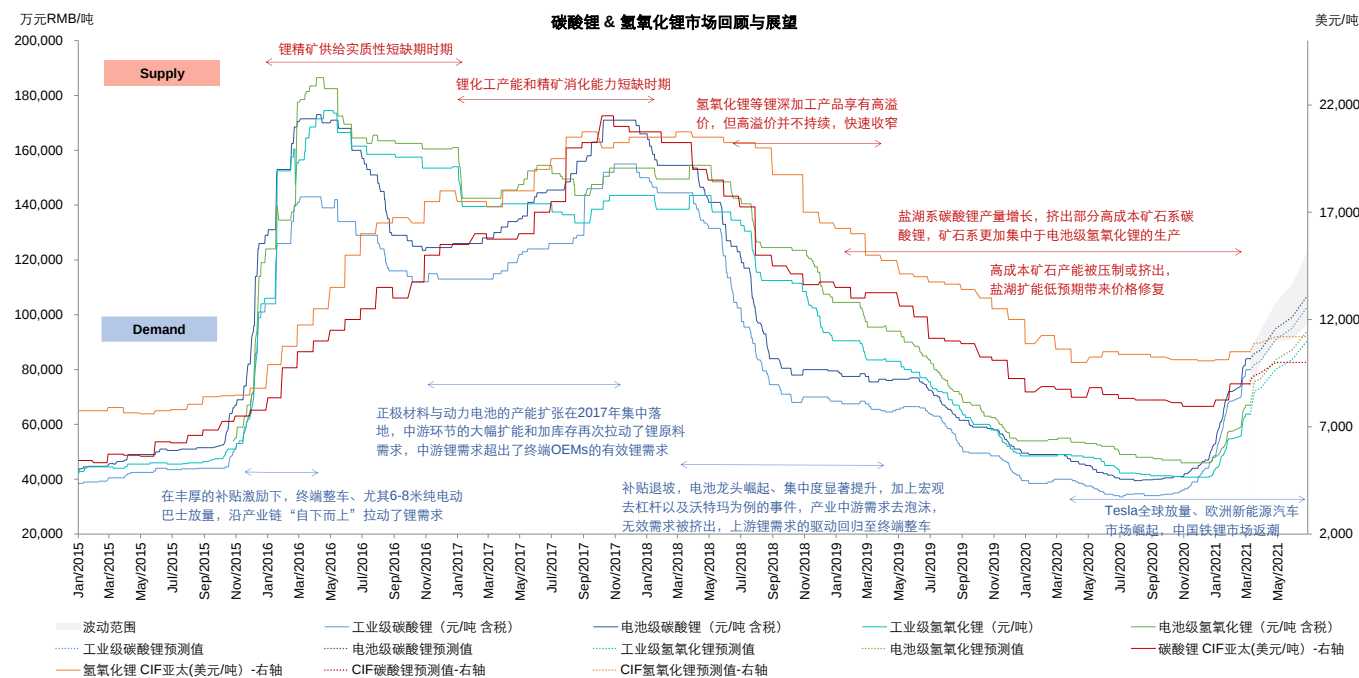
资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

图表 3：海外市场中，碳酸锂与氢氧化锂价格也开始触底回暖



资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

图表 4: 2015-2020 年碳酸锂、氢氧化锂价格回顾, 以及对 2021 年的价格展望



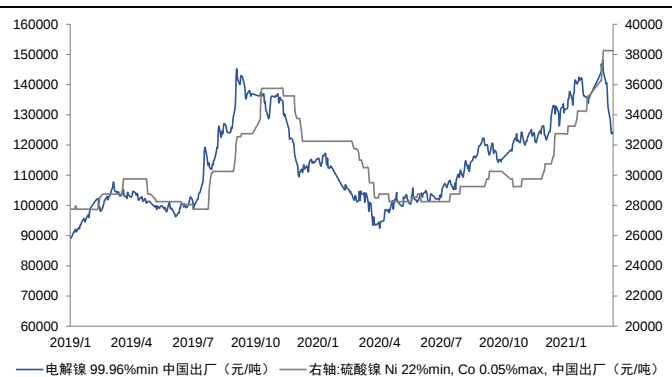
资料来源: 亚洲金属网, Fastmarkets, 五矿证券研究所测算

LME 期镍价格深度调整, 金属钴价格回落

金属镍及硫酸镍: 此前海外宽松的货币流动性叠加美国经济刺激计划所带来的积极预期支撑商品价格走高, 但 3 月初青山宣布打通 NPI 到高冰镍 (可用于生产硫酸镍), 触发 LME 电解镍价格深度回调。至 3 月中旬, LME 电解镍三月期货收盘价 1.65 万美元/吨, 环比下跌 13%, 同比上涨 46%, 国内电解镍现货均价 12.41 万元/吨, 环比下跌 9%, 同比上涨 20%, 硫酸镍 (Ni 22%min) 出厂均价 3.83 万元/吨, 环比上涨 9%, 同比上涨 26%。

金属钴及钴盐: 春节前后电钴、钴盐、三氧化二钴的价格大幅上涨, 其背后是南非防疫升级、物流运输不畅、春节备货等多因素的催化, 但 3 月上旬内外盘电解钴的价格涨势均出现中断, 进入震荡调整。至 3 月中旬, 欧洲金属钴 (99.3%min) 均价 24 美元/磅, 环比上涨 22%, 同比上涨 42%; 中国金属钴 (99.3%min) 均价 370 元/公斤, 环比上涨 9%, 同比上涨 40%; 国内硫酸钴 (20.5%min) 均价 9.1 万元/吨, 环比上涨 20%, 同比上涨 73%; 三氧化二钴均价 357.5 元/公斤, 环比上涨 29%, 同比上涨 71%。

图表 5: 至 3 月中旬, 国内电解镍现货价格大幅回调



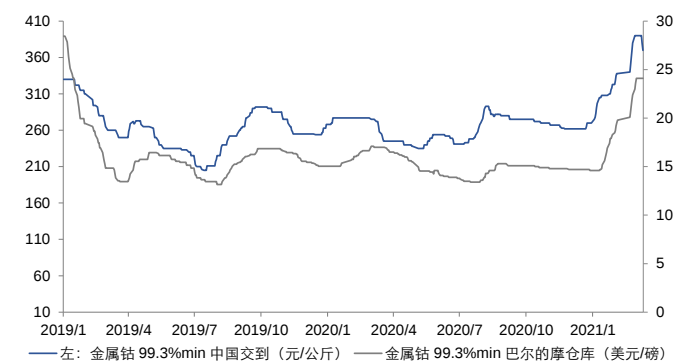
资料来源: 亚洲金属网, 五矿证券研究所

图表 6: 同期, 硫酸镍金属量与电解镍的价格差大幅上行



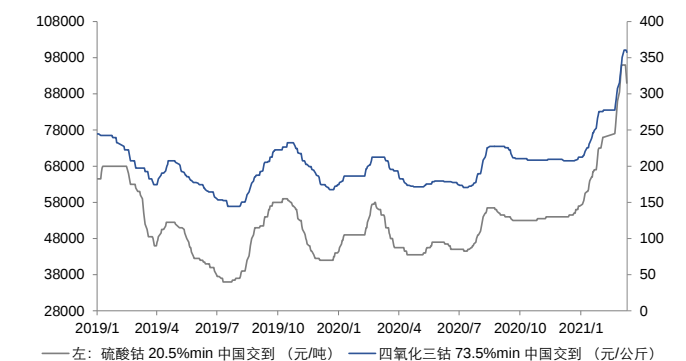
资料来源: 亚洲金属网, 五矿证券研究所

图表 7：至 3 月中旬，国内外电解钴价格 YTD 分别达 37%和 65%



资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

图表 8：1-2 月开始，钴产品价格大幅上行，YTD 涨幅 60~68%



资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

原材料价格上行、需求强劲支撑正极材料价格上涨

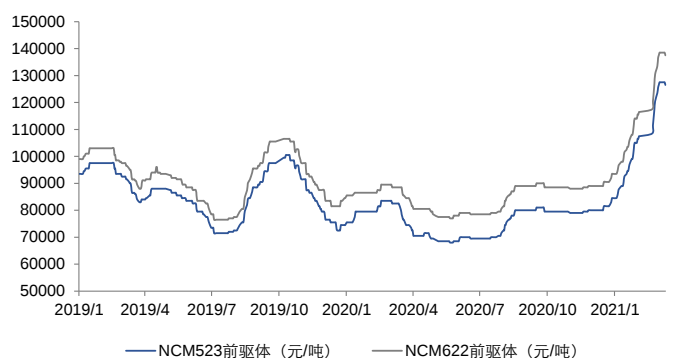
三元材料：原材料价格上涨支撑三元前驱体、三元正极材料价格走高，同时由于需求旺盛，部分三元材料企业已接近满产。至 3 月中旬，国内 NCM 523 正极前驱体均价涨至 12.65 万元/吨，环比上涨 18%，同比上涨 53%；国内 NCM 523 正极材料均价 164.5 元/公斤，环比上涨 16%，同比上涨 42%；国内 NCM 622 正极前驱体均价 13.75 万元/吨，环比上涨 18%，同比上涨 55%；国内 NCM 622 正极材料均价 180.5 元/公斤，环比上涨 15%，同比上涨 39%。

磷酸铁锂：动力、储能、小型化应用终端需求旺盛，拉动产业链自 2020 年下半年以来显著回暖，尤其 2021 年产业链面临较大的原材料成本压力，铁锂成本优势明确，加速了其在动力领域的复潮。至 3 月初，磷酸铁锂材料均价 4.8 万元/吨，环比上涨 11%，同比上涨 18%。

钴酸锂：上游钴锂原料价格大幅上涨，支撑钴酸锂成交价水涨船高，同时 5G 手机出货量同比新高、平板电脑消费增长等也带动下游企业淡季不淡，头部企业订单基本饱和，春节备货需求增加。至 3 月中旬，国内钴酸锂均价 374.5 元/公斤，环比上涨 30%，同比上涨 68%。

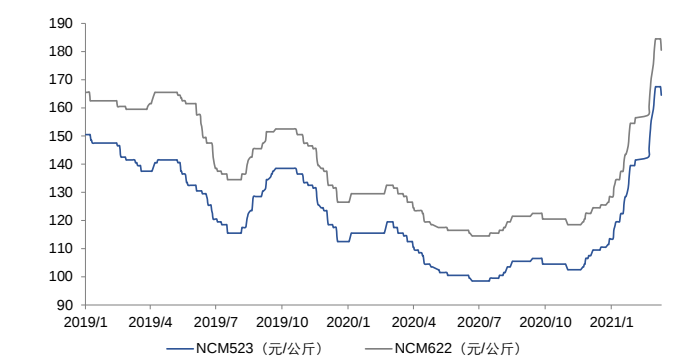
锰酸锂：价格自低位回暖更多是受到如碳酸锂、二氧化锰等原料价格上涨影响。至 3 月中旬，锰酸锂均价涨至 4.25 万元/吨，环比上涨 20%，同比上涨 12%。

图表 9：原料价格上行带动国内三元前驱体价格 YTD 涨幅接近 50%



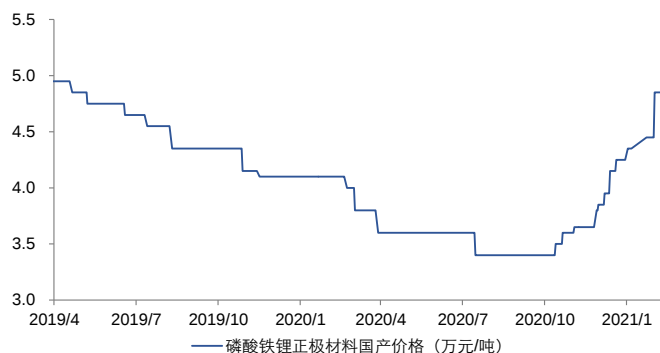
资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

图表 10：国内 622、523 三元正极材料价格同步上涨，YTD 约 40~45%



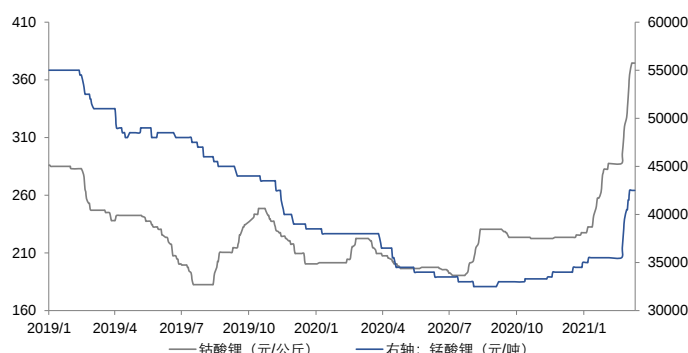
资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

图表 11：3 月中旬，国内磷酸铁锂材料价格同比涨幅达 18%



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 12：进入 3 月，钴酸锂与锰酸锂同比涨幅分别为 68%和 12%



资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

新能源汽车产业链产销、出口数据分析

上游：2020 年氢氧化锂出口向好，钴的供给结构分化

锂：2020 年中国碳酸锂产量约 16 万吨，同比增长约 5%，氢氧化锂产量约 10 万吨，同比增长近 6%；2020 年中国碳酸锂进口量约 5 万吨，同比大增 71%，氢氧化锂出口量约 5.6 万吨，同比稳步增长 16%。日本市场 2020 年氢氧化锂进口总量约 3.25 万吨，同比下滑近 13%，美国新能源汽车产业链的平淡；韩国市场 2020 年氢氧化锂进口总量 3.62 万吨，同比大幅增长 54%，反映出欧洲新能源汽车市场的火热。

钴：2020 年中国钴湿法冶炼中间品进口总量约 8 万吨金属量，同比减少 1.6%，全年中国电解钴进口总量 6212 吨，同比大幅增加 282.6%，反映出钴需求的内强外弱，开始进口电解钴来满足钴盐生产之需。

2020 年中国氢氧化锂出口量 5.6 万吨，韩国氢氧化锂进口大增

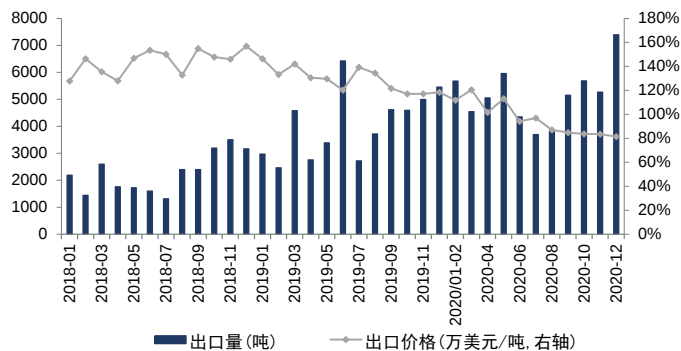
2020 年中国氢氧化锂出口 5.6 万吨，其中 12 月氢氧化锂的出口量同比、环比大增。(1) 12 月中国氢氧化锂出口量为 7392.5 吨，同比大幅增长 35.5%，环比增长 40.4%，进口量 149 吨；出口均价为 8.1 美元/千克，同比下跌 31.3%，环比下跌 2.4% (2) 虽然 2020 年全球疫情影响下，中国氢氧化锂出口在年初和年中经历了两次下滑，但全年出口量仍达到 56046.9 吨，同比增长 16.3%；出口均价 9.6 美元/千克，同比下跌 24.7%。虽然疫情对于全球锂电产业链开工带来干扰，但出口量增长反映出日韩锂电厂商的开工之旺盛，说明欧洲新能源汽车终端市场的趋势性崛起。

2020 年中国碳酸锂进口总量约 5 万吨，同比大增 71%。(1) 12 月中国碳酸锂进口量 4722 吨，同比大幅增长 70.3%，环比下降 31.1%；进口均价 5.3 美元/千克，同比下跌 19.1%，环比回暖 23.3%。(2) 12 月进口量的环比下滑原因是来自智利和阿根廷的碳酸锂进口量下滑，疫情对于出港的制约显现；其中，12 月中国自智利的碳酸锂进口总量 3715 吨，同比增加 66.4%，但环比减少 32.7%；自阿根廷进口碳酸锂 982 吨，虽同比大增 155.7%，但环比下滑 25.8%。(3) 即便受到年初疫情影响，2020 年中国碳酸锂进口总量仍然达到 50123 吨，同比大幅增长 71.1%，展现出下游需求强劲，进口均价 5.2 美元/千克，同比走低 36.5%。

2020 年日本市场氢氧化锂进口总量 3.25 万吨，同比下滑 12.9%、碳酸锂进口总量 1.8 万吨，同比下滑 23.4%。原因在于疫情的反复对年初和年中的开工形成了压制，同时美国市场的新能源汽车产销在 2020 年总体平淡，但 12 月进口量环比增长 61%达 3701 吨表现出需求实现了 V 型反弹。进入 2021 年 1 月，日本市场的氢氧化锂进口总量达到 1970 吨。同比增长 35.8%，环比下降 0.5%；碳酸锂进口总量为 638 吨，同比下降 50%，环比下降 0.4%。

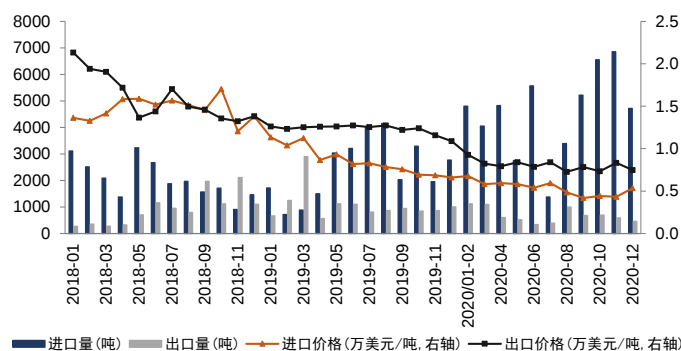
2020年韩国氢氧化锂进口总量 3.62 万吨，同比增长 54.2%，韩国锂电厂商是欧洲车企动力电池的供应主力商，自去年 5 月以来欧洲整车企业陆续复工，锂盐进口量的大幅增长显示出韩国电池和材料巨头的生产、备货、扩能均开始加速。从 2021 年 1 月数据来看，韩国单月碳酸锂进口量达到 4497 吨，同比增长 59%，环比增长 31%。

图表 13：2020 年 12 月中国氢氧化锂出口量同比、环比大幅增长



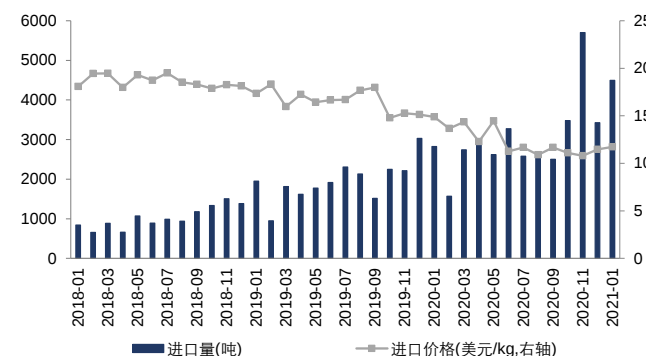
资料来源：中国海关总署，五矿证券研究所

图表 14：2020 年中国碳酸锂进口量同比大增 71%，均价下滑 36.5%



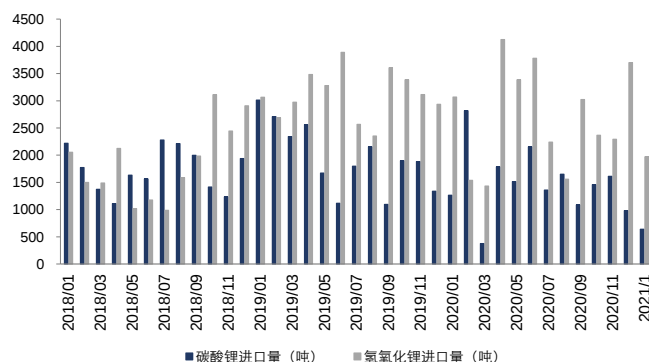
资料来源：中国海关总署，五矿证券研究所

图表 15：2020 年韩国氢氧化锂进口量同比大增 54%，均价下滑 26%



资料来源：Trade Statistics，五矿证券研究所

图表 16：受疫情影响，2020 年日本锂盐进口总量出现下滑



资料来源：Trade Statistics，五矿证券研究所

2020 年中国锂化合物总产量约 26 万吨，其中碳酸锂 16 万吨、氢氧化锂 10 万吨

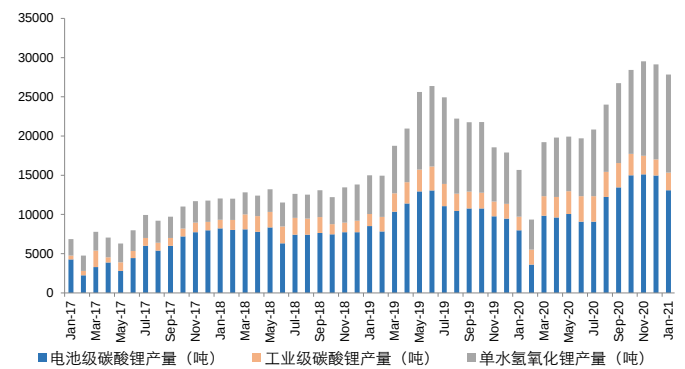
2020 年中国锂化合物总产量约 26 万吨，同比增长 5.5%，2021 年继续增长。通过疫情的考验再次证明了其稳定供应的能力。进入 2021 年 1 月中国锂化合物产量共计 2.78 万吨，环比微降 4.4%，同比大幅增长 77.7%，已连续六个月保持同比正增长，在 20Q1 抗疫期间过后走出了深 V 反弹，同时也展现出需求的迅速回暖。

2020 年中国碳酸锂总产量约 16 万吨，同比增长 5.2%。(1) 2020 年电池级碳酸锂产量 13.0 万吨，同比小幅增长 2.9%，工业级碳酸锂产量 3.17 万吨，同比增长 15.9%，主要得益于下游磷酸铁锂的返潮（车规动力、储能、两轮电动车等）；(2) 2021 年 1 月碳酸锂总产量 15340 吨，同比大增 58%，环比下滑 10%。电池级碳酸锂产量 13100 吨，同比增长 64%，工业级碳酸锂产量 2240 吨，同比增长 28%。

2020 年中国氢氧化锂产量 10.07 万吨，同比增长近 6%。进入 2021 年，高景气需求持续带动，1 月中国氢氧化锂产量 12500 吨，同比大增 110%，环比微增 3%；氢氧化锂的月度产量已经连续 5 月同比回升、连续 8 月环比回升，显示出下游的高镍三元需求继续向上，生产和备货节奏并未放松。

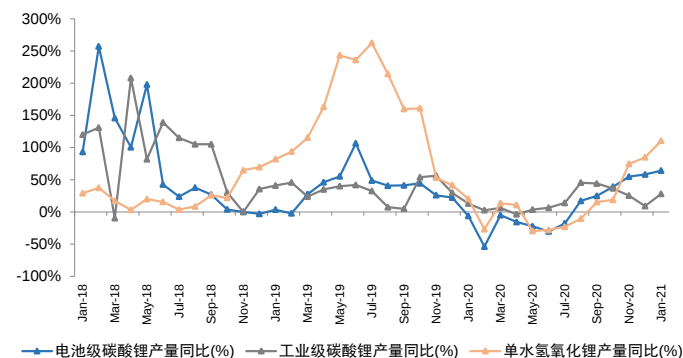
中国锂化合物库存持续走低。截至 2021 年 1 月，中国锂化合物库存总计 1.1 万吨，同比下降 37%，环比下降 25%，较 2020 年库存高点的 2.66 万吨已经大幅回落 59%，库存下降也是支撑锂化合物价格快速走高的原因之一。其中，电池级碳酸锂库存 4580 吨，同比大幅下降 48%，环比下滑 13%；工业级碳酸锂库存微增至 60 吨，同比下滑 98%，环比增长 100%；氢氧化锂库存 6240 吨，同比上升 7%，环比下滑 32%。

图表 17：2021 年 1 月中国锂化合物产量环比下降 4%



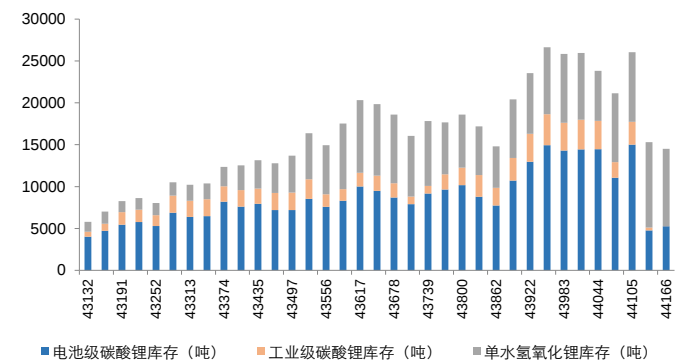
资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

图表 18：2021 年 1 月中国锂化合物产量同比大增 78%



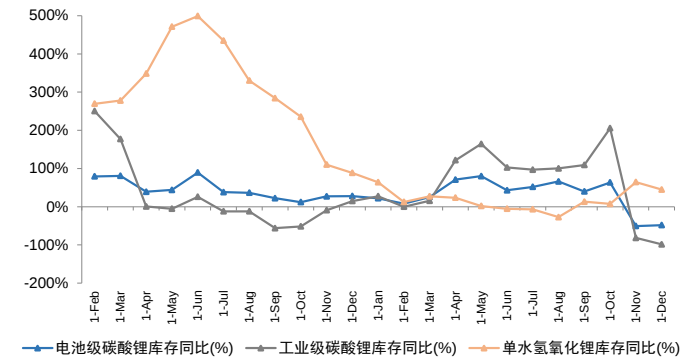
资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

图表 19：2021 年 1 月中国锂化合物库存进一步下降，至 1.1 万吨



资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

图表 20：2021 年 1 月中国碳酸锂库存同比进一步下降，氢氧化锂微增



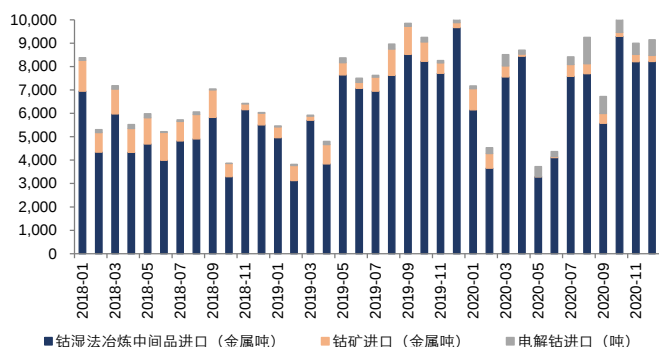
资料来源：亚洲金属网，五矿证券研究所

2020 年中国金属钴进口量大增，满足钴盐生产之需

2020 年中国粗钴精矿总量基本持平，电解钴进口量大增。(1) 12 月钴矿进口 257.6 吨金属量（按 8%品位折算），同比增加 22.7%，2020 年中国钴矿进口总量 4235 吨金属量，同比大幅减少 41.7%。(2) 12 月钴湿法冶炼中间品进口 8220 吨金属量（按 27%品位折算），环比微增 0.2%，同比减少 15%，2020 年中国钴湿法冶炼中间品进口总量约 8.0 万吨金属量，同比减少 1.6%。(3) 12 月电解钴进口 673 吨，环比大增 40.6%，同比大增 199%，2020 年中国电解钴进口总量 6212 吨，同比大幅增加 282.6%。

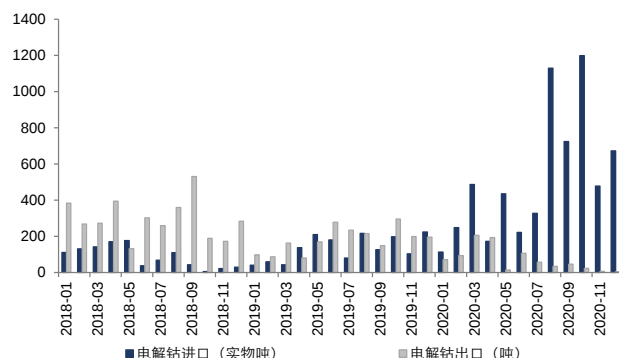
由于非洲的新冠疫情控制仍不乐观，不仅在刚果金矿区制造了潜在的供应风险，更主要的是显著降低了钴原料的陆运及海运效率，陆路运输基本较正常情形延迟 7-10 天、港口运力仅 5-6 成，中国的钴原料进口量在未来一个季度实现大幅回升的概率有限。此外，电解钴进口量的大幅增长体现出钴需求“内强外弱”的局面，鉴于国内外价差（2020 年海外高温合金等领域的需求疲软，压低了电钴价格）中国作为全球最大的钴生产国和消费国，开始增加电解钴产品的进口来满足钴盐生产之需，同时海外价格的疲弱也延缓了中国钴盐价格的上行。

图表 21：12 月中国钴原料进口量环比几乎持平，进口结构分化



资料来源：海关总署，五矿证券研究所

图表 22：2020 年中国金属钴进口量大幅增加，出口量大幅降低



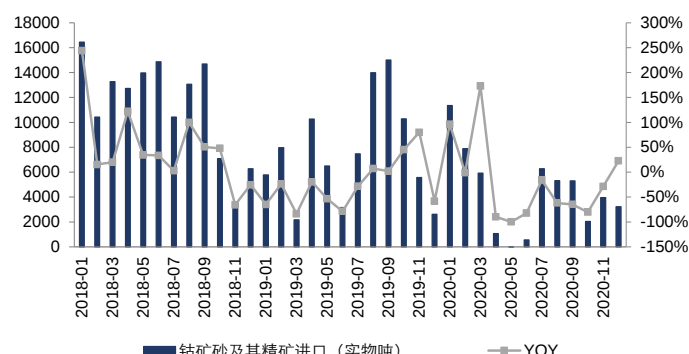
资料来源：海关总署，五矿证券研究所

图表 23：2020 年中国的钴湿法冶炼中间品进口经历了 V 型反弹



资料来源：海关总署，五矿证券研究所

图表 24：受非洲疫情影响，2020 年中国钴矿进口量大幅下滑



资料来源：海关总署，五矿证券研究所

中游：2020 年铁锂、钴酸锂材料产量分别增长 41%、25%，三元持平

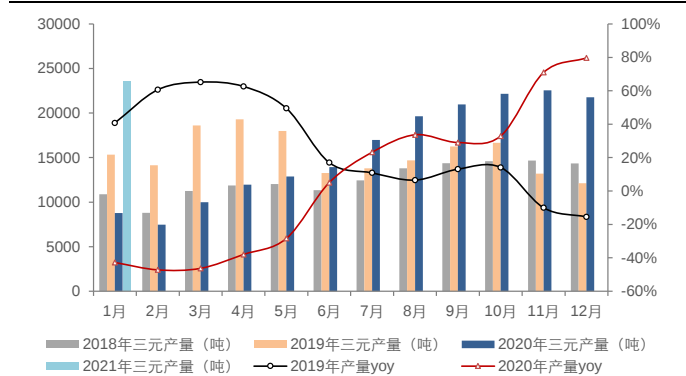
2020 全年中国三元、磷酸铁锂、钴酸锂正极材料的增速分化。2021 年 1 月得益于下游需求持续放量、正极企业陆续执行年末长单，产量同比大增。

- 中国三元材料 2020 全年产量约 18.9 万吨，同比增长 2%。疫情后需求持续走高，带动产量在下半年实现同比正增长，同比增幅最高在 12 月达到 80%（产量 2.18 万吨）。但 20Q3 开始，非动力市场进入需求淡季，中小企业订单开始减少，叠加部分市场被铁锂侵蚀，月产量的环比增幅放缓，12 月环比微降 3%。进入 2021 年 1 月后三元材料月产量重回强势，产量 2.36 万吨，环比增长 8%，同比增长 169%。
- 中国磷酸铁锂材料 2020 全年产量约 14.2 万吨，同比大幅增长 41%。自 2020 下半年铁锂市场便已进入高景气状态，头部企业产能基本在 9-10 月已经完全排满，11-12 月随着德方纳米与裕能新增产能开始释放后方才打开产能瓶颈，12 月同比增幅高达 288%，触及 1.9 万吨。产销两旺的背后一方面是铁锂系统结构创新优化带来能量密度升级、叠加低成本和长寿命优势，成为中续航新能源车型的优选；另一方面则是应用场景泛化，基站、储能、叉车和自行车等领域需求均较往年更加高涨。2021 年 1 月铁锂材料产量进一步达到 2.06 万吨，环比增长 8%，同比增长 395%。
- 中国钴酸锂材料 2020 全年产量约 7.3 万吨，同比增长 25%。受 5G 手机新品/平板电脑/电子烟等出货量显著增长、疫情导致部分海外订单转移至国内、以及钴原料价格触底回升等因素影响，钴酸锂备货需求旺盛，Q3、Q4 淡季不淡。看结构，头部企业如厦钨、巴莫、杉杉等依旧订单饱和，二三梯队企业则订单相对减少。2021 年 1 月钴酸锂产量

达到 7920 吨，同比增长 132%，环比增长 5%，产销两旺。

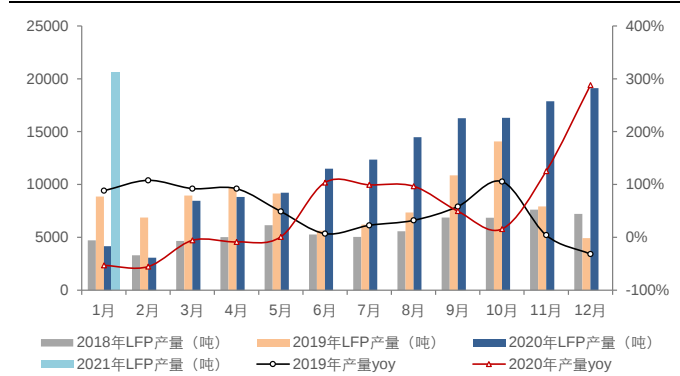
- 从 2020 年出口情况来看，中国厂商无论是在三元前驱体环节还是在三元正极材料环节均在全球锂电供应链扮演了更加关键的角色。(1) NCM 三元材料出口全年总量 3.9 万吨、同比增长 103%，占中国三元正极产量约 20%，其中波兰与韩国仍是最主要的出口流向，分别占三元材料出口总量 43%和 37%。(2) NCM 三元前驱体材料出口总量 9.3 万吨，同比增长 36%，占中国三元前驱体产量约 31%，几乎全部出口至韩国。

图表 25：2021 年 1 月，三元正极产量超预期达 2.4 万吨，同比增长 169%



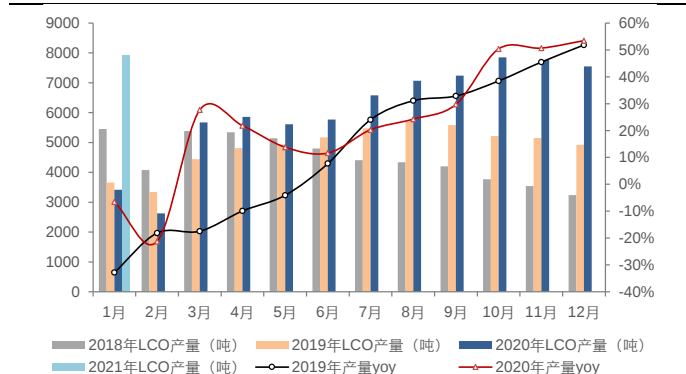
资料来源：鑫椤资讯，五矿证券研究所

图表 26：铁锂材料同期产量创新高达 2.06 万吨，同比增长 395%



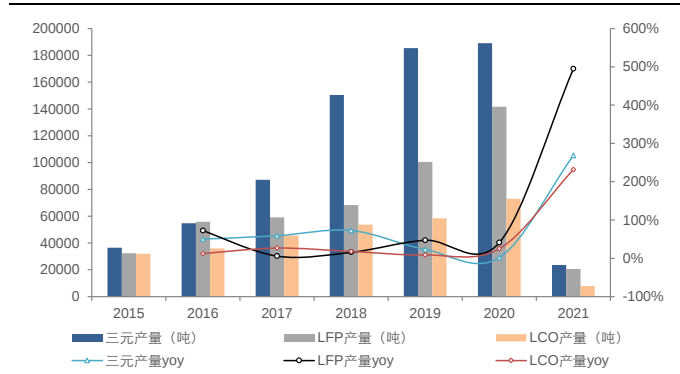
资料来源：鑫椤资讯，五矿证券研究所

图表 27：钴酸锂正极产量延续年底高景气，1 月产量同比增长 132%



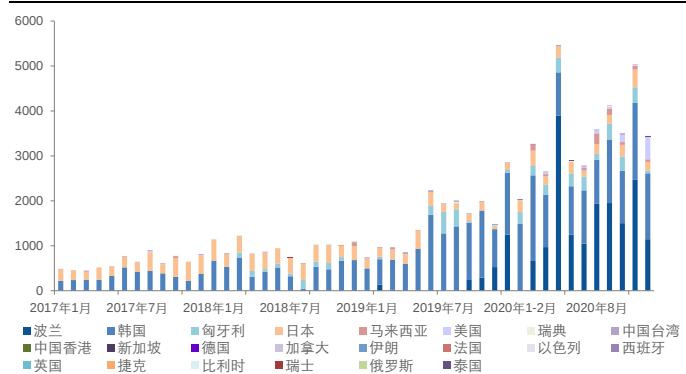
资料来源：鑫椤资讯，五矿证券研究所

图表 28：近 3 年铁锂与三元正极材料产量增长迅速



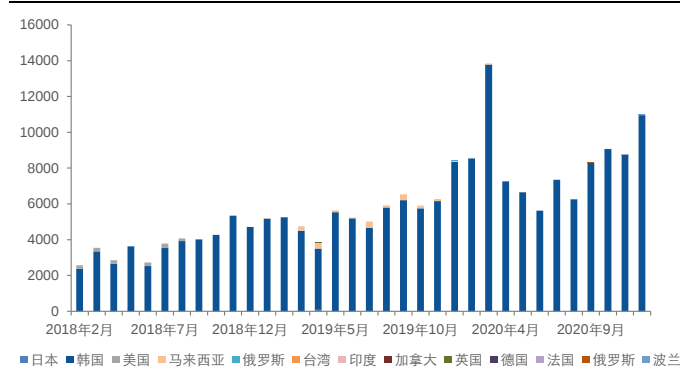
资料来源：鑫椤资讯，GGII，五矿证券研究所

图表 29：2020 年 NCM 材料出口量日益增长，主要至波兰和日韩（吨）



资料来源：海关总署，五矿证券研究所

图表 30：2020 年 NCM 前驱体主要出口至韩国，数量同步增长（吨）



资料来源：海关总署，五矿证券研究所

下游：中国 2021 年 1-2 月动力装机 14.2GWh，同增 388.6%

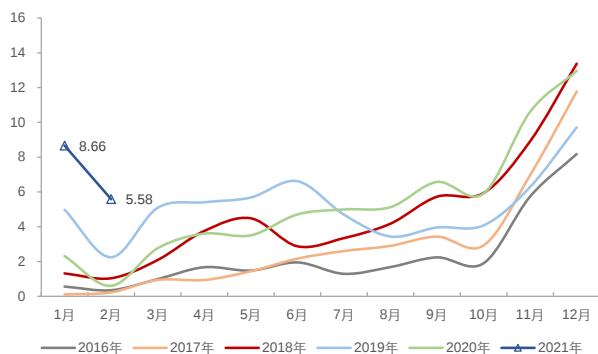
根据 SNE Research，2021 年 1 月全球动力电池装机 13.7GWh，同比增长 94.0%，其中宁德时代（4.3GWh）、LG 化学（2.5GWh）、松下（2.1GWh）分列前三，TOP10 仍然由中日韩三国把持。因中国市场保持稳健（1 月装机 8.7GWh，同比高增 274%，环比 12 月下降 33%），中国领军企业全球份额提升，其中宁德时代 1 月全球市占率达到 31.2%。同时韩系电池企业装机实现同比增长，反映海外市场淡季不淡。

据中国汽车动力电池产业创新联盟，中国 1-2 月累计动力装机 14.2GWh，同比增长达 388.6%，主要系终端维持强劲的需求以及去年同期疫情影响下基数低。其中，2 月中国动力电池装机达到 5.6GWh，同比高增 832.9%，环比下降 35.6%。分车型动力电池装机中，乘用车继续占据主导，1-2 月装机 13.1GWh，份额高达 91%（BEV+PHEV），主要系 2021 年纯电动乘用车强劲增长，带动 1-2 月 BEV 乘用车装机达到 12.3GWh。其他车型动力装机同比均显著增长，2 月环比较弱（插混客车 2 月装机几近为 0）。

进入 2021 年，三元电池 1-2 月装机达到 8.7GWh（份额 61.3%）。同时磷酸铁锂装机持续改善，性能提升叠加成本优势推动其在乘用车领域渗透，并且热销车型搭载铁锂电池也正形成示范效应，1-2 月市场份额小幅提升至 38.6%。补贴弱化与产品力驱动下，我们预计 2021 全年铁锂装机份额有望靠近 48%。同时三元亦有其发展机遇，尤其在高端长续航乘用车型等。

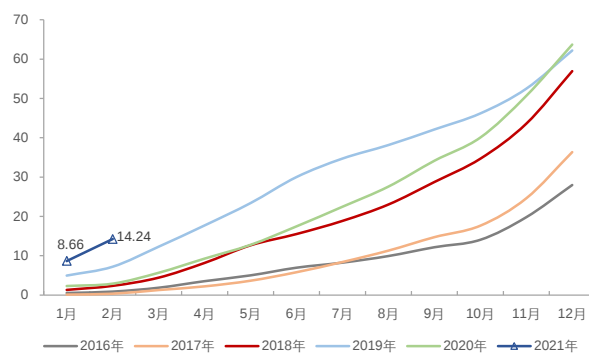
1-2 月中国动力装机集中度有所提升，CR3 占比达到 74%（2020 全年为 71.3%）。向前看，除了中国、欧洲终端市场的共振，美国电动车市场也有望发力，同时海外终端市场正在推动构建本地化的动力电池产能，促使电池龙头加速全球布局，强者恒强的局面将更加清晰。

图表 31：2021 年 2 月中国动力装机 5.6GWh，环比下降 35.6%



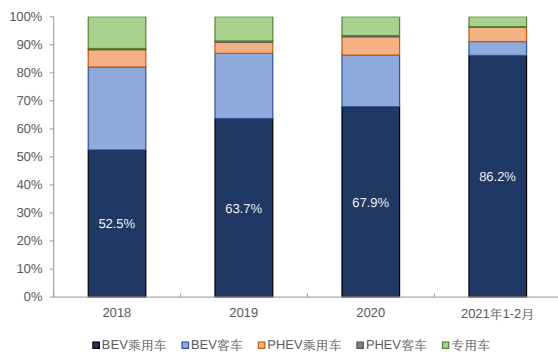
资料来源：鑫椤资讯，中国汽车动力电池产业创新联盟，五矿证券研究所

图表 32：中国 2021 年 1-2 月动力装机达到 14.2GWh，同比增长 388.6%



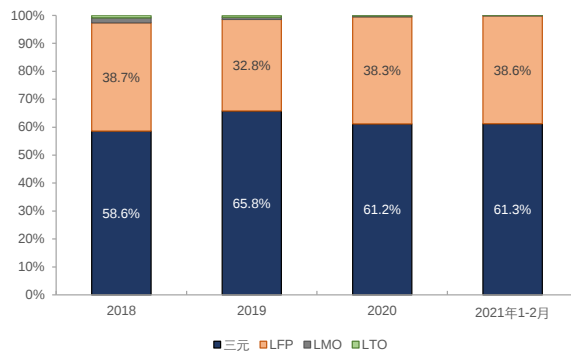
资料来源：鑫椤资讯，中国汽车动力电池产业创新联盟，五矿证券研究所

图表 33：中国 2021 年 1-2 月分车型装机，BEV 乘用车占比达到约 86%



资料来源：鑫椤资讯，中国汽车动力电池产业创新联盟，五矿证券研究所

图表 34：中国 2021 年 1-2 月铁锂装机份额稳步提升至 38.6%



资料来源：鑫椤资讯，中国汽车动力电池产业创新联盟，五矿证券研究所

图表 35：2021 年 1-2 批推荐目录中，新能源乘用车领域配套铁锂车型的占比提升至 30%

类型		2018	2019	2020	2021	2021 年	
						第 1 批	第 2 批
数量							
新能源乘用车	三元	691	828	956	40	18	22
	LFP	33	67	198	19	18	1
	其他	99	57	35	4	1	3
新能源整体	三元	1395	1145	1361	51	22	29
	LFP	2247	2137	3766	178	90	88
	其他	787	419	443	22	3	19
占比%							
新能源乘用车	三元	84%	87%	80%	63%	49%	85%
	LFP	4%	7%	17%	30%	49%	4%
	其他	12%	6%	3%	6%	3%	12%
新能源整体	三元	31%	31%	24%	20%	19%	21%
	LFP	51%	58%	68%	71%	78%	65%
	其他	18%	11%	8%	9%	3%	14%

资料来源：GGII，起点锂电，真锂研究，工信部，五矿证券研究所

图表 36：中国 2021 年 1-2 月动力装机前十中，CR3 占比高达 74%

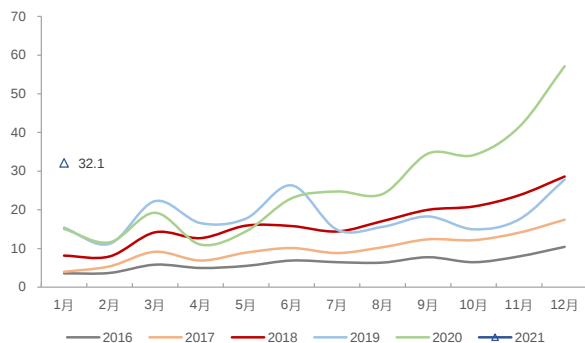
排名	企业	1-2 月中国装机量 (GWh)	中国累计份额%	1 月全球装机量 (GWh)	1 月全球份额%
1	宁德时代	7.7	54.1%	4.3	31.2%
2	比亚迪	1.88	13.2%	1.2	8.9%
3	LG 新能源	0.96	6.8%	2.5	18.5%
4	中航锂电	0.83	5.8%	0.6	4.1%
5	国轩高科	0.60	4.2%	0.3	2.3%
6	孚能科技	0.42	3.0%	—	—
7	蜂巢能源	0.30	2.1%	—	—
8	亿纬锂能	0.16	1.2%	—	—
9	捷威动力	0.16	1.1%	—	—
10	瑞浦能源	0.16	1.1%	—	—
其他		1.07	7.5%	—	—
总计		14.24	100%	13.7	100%

资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，SNE Research，五矿证券研究所

终端整车：全球新能源汽车市场需求共鸣，再迎成长机遇期

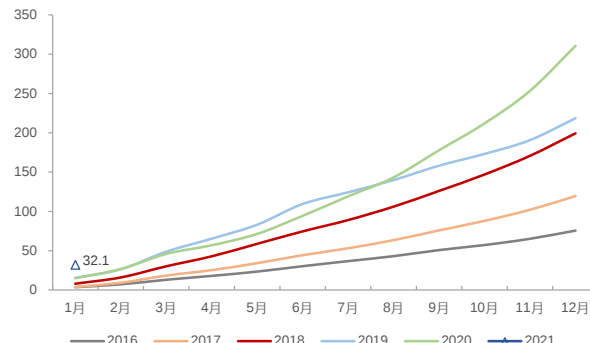
新能源汽车已形成全球市场共振、扶持政策与产品力共促、传统车企与新势力共舞的新格局，我们预计产业链的发展已触及加速导入的拐点。在中、欧两大重点市场之外，未来美国也有望推出一系列在联邦层面的扶持政策。我们预计 2021 年全球新能源汽车销量在 418~468 万辆，同比增长约 33%~49%，销售渗透率 5.0%~5.6%，至 2025 年预计全球销量将达到 1120~1389 万辆，销售渗透率 11.8%~14.7%。

图表 37：2021 年 1 月全球新能源汽车销量 32.1 万辆，渗透率约 5%



资料来源：Insideevs，五矿证券研究所

图表 38：全球 2020 年新能源汽车销 312.5 万辆，2021 年 1 月同增 112%



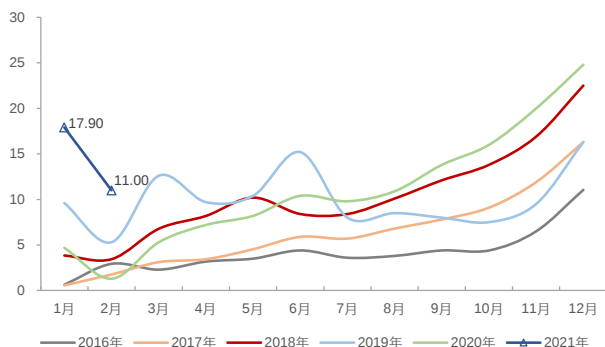
资料来源：Insideevs，五矿证券研究所

中国 1-2 月新能源汽车销 28.9 万辆，同增 319.0%，2 月环降 38.8%

据中汽协，2 月中国新能源汽车销量 11.0 万辆，同比因基数原因形成高增，环比下降 38.8%（1 月销量 17.9 万辆，环比去年 12 月单月历史新高仅下降 28%），推动中国 2021 年 1-2 月新能源汽车销量达到 28.9 万辆，同比累计增长 319%。中国新能源汽车市场直接的财政补贴弱化，产品力驱动已处于更关键的位置，优质产品将持续涌现，我们预计 2021 年中国新能源汽车销量达到 184-218 万辆，对应销售渗透率 7.2%~8.5%。

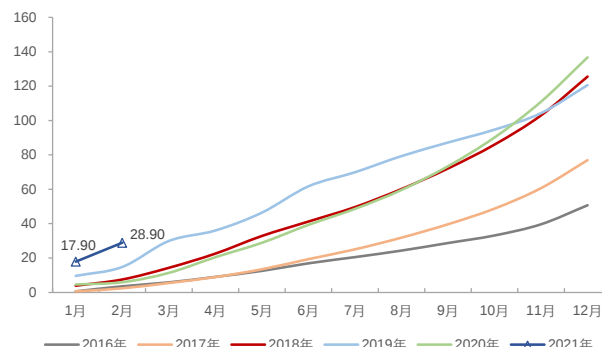
分车型看，中国 1-2 月纯电动（BEV）乘用车增长相对强劲，累计销量 23.2 万辆，份额达到 80.3%。具体看纯电动乘用车的市场结构，1-2 月自主品牌占 BEV 乘用车份额达到 65%，此外新造车势力（蔚来、小鹏、理想等）的销量继续稳健增长，份额提升至 15%。海外优质整车企业方面，特斯拉 2 月中国销售 18318 辆，同增 370%，环增 18%。全球车企愈加重视中国新能源汽车市场，BBA 等豪华车企电动车陆续量产，优秀车型将更丰富。

图表 39：2021 年 2 月中国新能源汽车销量 11.0 万辆，环比下滑 38.8%



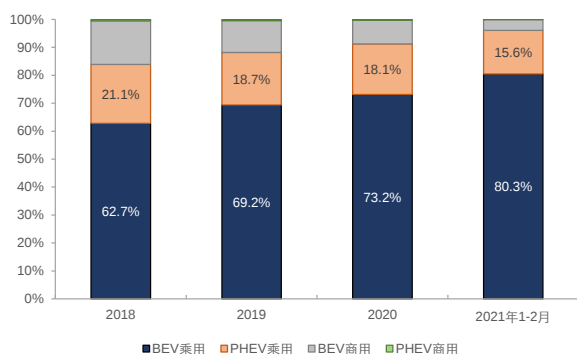
资料来源：中汽协，五矿证券研究所

图表 40：中国 2021 年 1-2 月新能源汽车销量 28.9 万辆，同比增长 319%



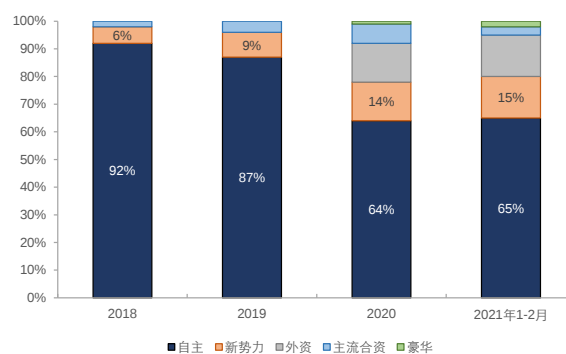
资料来源：中汽协，五矿证券研究所

图表 41: 中国 2021 年 1-2 月分车型销量中, BEV 乘用车占比达到约 80%



资料来源: 中汽协, 五矿证券研究所

图表 42: 中国 BEV 乘用车中, 参与势力丰富, 1-2 月自主品牌份额 65%



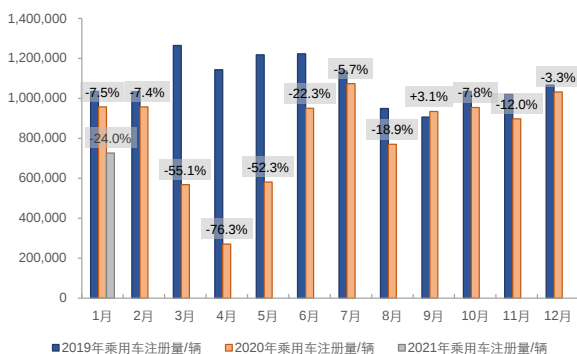
资料来源: 乘联会, 五矿证券研究所

欧洲八国 2021 年 2 月电动车销量 9.5 万辆, 同增 66.2%

欧洲已成长为全球新能源汽车的另一大主战场, 作为绿色复苏的关键环节, 2021 年围绕电动车产业链的扶持政策有望延续 (法国充电桩建设提速, 目标 2021 年底可用数量达到 10 万个; 德国补贴提升政策至 2021 年底结束, 将电动汽车免税期限从 2025 年延长至 2030 年), 同时碳排放积分政策也将继续推动传统整车厂加快转型 (我们测算若要完全规避碳排放罚款, 欧盟 2025 年新能源汽车销量需达到 524 万辆)。

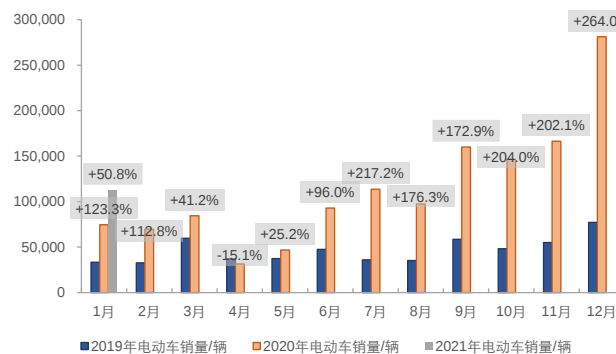
据 ACEA, 2020 全年欧盟乘用车注册量约 994 万辆, 同比下滑 23.7%。欧洲整体汽车消费低迷不碍新能源汽车增长, 2020 全年欧洲新能源汽车销量至 136.7 万辆, 渗透率达到 11%。此外欧洲主要国家已披露 2021 年 1-2 月电动车销量数据, 八国 2 月电动车总销量达 9.5 万辆, 同比增长 66.2%, 推动 1-2 月总销量达 18.7 万辆。我们预计 2021 年欧洲新能源汽车或将达到 185 万辆, 电动化进程将继续提速。

图表 43: 欧盟 1 月乘用车注册量同比下滑 24% (标注为月度同比)



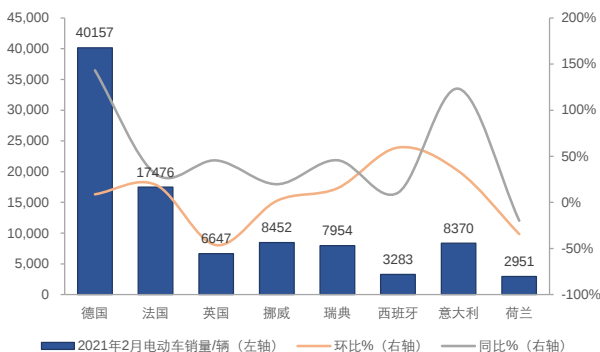
资料来源: ACEA, 五矿证券研究所

图表 44: 欧洲 1 月电动车销量同增约 50.8% (标注为月度同比)



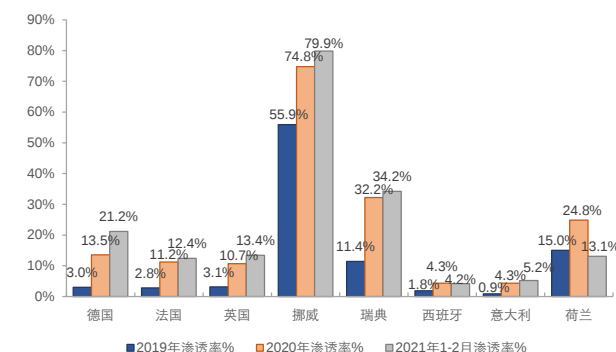
资料来源: 各国汽车工业协会, Insideevs, 五矿证券研究所

图表 45: 欧洲八国 2021 年 2 月电动车总销量 9.5 万辆, 同比增长 66.2%



资料来源: 各国汽车工业协会, Insideevs, 五矿证券研究所

图表 46: 2021 年 2 月欧洲八国电动车销量环比复苏, 维持强渗透态势

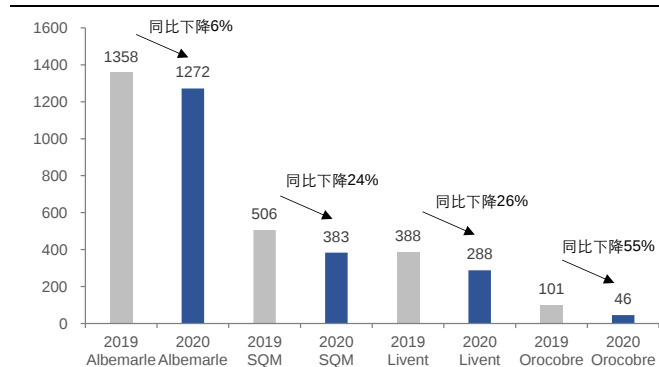


资料来源: 各国汽车工业协会, Insideevs, 五矿证券研究所

南美盐湖 20Q4 综述：业绩拐点显现，融资扩能加速

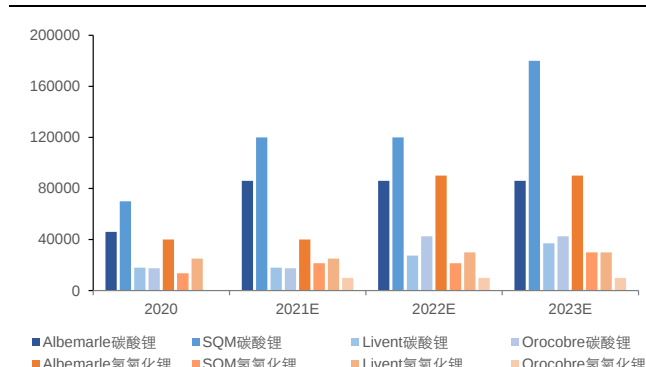
伴随全球需求增长，海外四大盐湖企业 20Q4 的业绩均出现不同程度好转。价格指引方面，Albemarle 与 Livent 由于以长单为主，2021 年的销售均价仍面临一定压力（部分长单价格今年继续补跌），但 SQM 与 Orocobre 的均价在 2021 年大概率将出现明显改善。同时，鉴于全球新能源汽车的放量，大部分海外锂业巨头均做出了积极的产能扩张规划，未来南美低成本盐湖提锂的产能建设进度以及销售策略值得重点关注。

图表 47：对比各公司锂业务，Albemarle 营收兼具体量与稳定（百万美元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 48：南美盐湖提锂的产能扩张路线清晰（吨/年）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算（注：根据已公布项目测算）

图表 49：主要盐湖公司均对行业愿景乐观预期，现货定价高弹性显现，融资扩能积极

公司	对 2021 年的价格指引	对于产能、产量的指引
Albemarle	预期 2021 年锂业务长协均价小幅走低	1、2025 年计划将 Silver Peak 碳酸锂产能翻番，有望达 1.2 万吨 2、La Negra III&IV 期 4 万吨碳酸锂与 Kemerton I&II 期 5 万吨氢氧化锂计划 2021 年完工，2022 贡献销量 3、计划 Wave 3 扩能增加 15 万吨 LCE，Wave 4 再增加 12.5-17.5 万吨 LCE 产能，远期总产能 45-50 万吨 LCE
SQM	预计 2021 年上半年价格有望回升	1、预计锂产品全年销量超过 8 万吨，同比增长 25% 2、盐湖碳酸锂产能 2021 年底达 12 万吨、2023 年达 18 万吨，远期 20~22 万吨；盐湖氢氧化锂产能规划 2023 年 3 万吨、中期拟至 6 万吨、远期 9 万吨 3、Mt Holland 的氢氧化锂产能提升至 5 万吨，规划 2024H2 投产
Livent	指引 2021 年锂产品长单销售均价将同比微降，但是 2021 年 7 月开始部分长单价格可能会根据全球市价指数上修	将继续评估重启资本扩张的计划
Orocobre	指引 2021FY 下半年（日历年 2021 上半年）FOB 销售均价将达到 5500 美元/吨，相较 20H2 均价，涨幅有望超过 50%	1、Olaroz 二期 2.5 万吨工碳计划 2022H2 投产，2024H2 满产 2、日本 Naraha 1 万吨氢氧化锂规划 2021H1 投产 3、2021Q1 计划推进 Olaroz 三期 Scoping Study、正对 Naraha 二期扩能与丰田通商进行初步讨论

资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

Albemarle：长协价 2021 年仍将补跌，积极扩大锂加工产能

2020 年雅保公司的收入与盈利在疫情冲击下小幅下滑。其中，公司的溴业务表现稳健，锂业务合约结构中超过 80% 为长协，配合全方位降本增效、资本效率优化和资本开支精简措施，盈利也仅小幅下滑，公司催化剂业务的收入和盈利不尽人意。

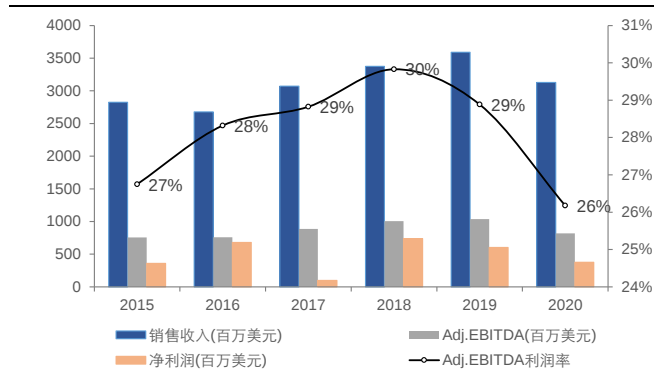
- 2020 年整体业绩小幅下降。全年实现营收 31.3 亿美元，同比下降 13%；经调整 EBITDA 为 8.19 亿美元，同比下降 21%；经调整 EBITDA 利润率为 26%（2019 年为 29%）。疫情导致催化剂业务需求降低，锂业务售价下行拖累业绩，但溴业务以及降本增效措施实现了对冲改善。
- 2020 年锂业务量增价跌，长协机制使得盈利下滑可控。（1）全年实现营收 12.7 亿美元，同比下降 6%，经调整 EBITDA 合计 4.4 亿美元，同比下降 16%，对应调整后的 EBITDA 利润率为 34%，2019 年为 39%；（2）公司长协占比超过 80%，长协价总体处于补跌阶段，单季度营收约 3.6 亿美元，同比下滑 13%（量增正向贡献了 7 个百分点，但售价下滑拖累了 20 个百分点），经调整 EBITDA 约 1.2 亿美元，同比下滑 13%。
- 前瞻指引：公司指引 2021 全年营收 32-33 亿美元（同比增长 3%~6%）、经调整 EBITDA 约 8.1-8.6 亿美元（同比下降 1%~增长 5%）、经调整 EBITDA 利润率 25-26%、经营净现金流 4.75-5.75 亿美元、资本开支 8.5-9.5 亿美元（2020 年为 8.5 亿美元）。其中，公司指引锂业务 2021 年销量将继续增长，但长协均价仍将略有下降（具体分析可参考前期发布报告《锂想系列 13：从雅保价格指引看长单》）。
- 继续降本增效，实施再融资。（1）2020 年公司实现成本优化约 8000 万美元，2021 年有望超过 1.2 亿美元；（2）2020 年净负债/调整后的 EBITDA 倍数为 3.4，目标降低至 2-2.5；（3）2021 年初完成 15 亿美元募资，主要投入于锂业务的全球产能扩张；（4）精简业务，计划 21Q2 完成精细化学品业务的出售。
- 2021 年底扩能至 17.5 万吨，后续重点扩大锂加工产能并降低单吨资本开支。公司计划 2021 年底完成 Wave 2 扩能，年产能实现 17.5 万吨碳酸锂当量。其中智利 La Negra III&IV 碳酸锂将于 2021 年中完工，西澳 Kemerton I&II 氢氧化锂将于 2021 年底完工，完成客户送样后，二者将在 2022 年贡献销量。后续公司计划实施 Wave 3、Wave 4 产能建设，其中 Wave 3 规划投资 15 亿美元，在未来 3-5 年新增 15 万吨碳酸锂当量，未来 Wave 4 规划新增 12.5-17.5 万吨碳酸锂当量，从而将远期产能扩大至 45-50 万吨。

图表 50：雅保的全球盐湖系锂加工、矿石系锂加工产能建设预测（年底产能）

吨/年 LCE				2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
La Negra	一期、二期	智利	碳酸锂	40000	40000	40000	40000	40000	40000
	一期	智利	氯化锂	4000	4000	4000	4000	4000	4000
	三期、四期	智利	碳酸锂	0	0	0	0	40000	40000
Silverpeak	产能峰值	美国	碳酸锂	6000	6000	6000	6000	6000	>6000
中国锂盐厂	四川老线	中国	氢氧化锂	5000	5000	5000	5000	5000	5000
	新余老线	中国	氢氧化锂	10000	10000	10000	10000	10000	10000
	新余新线	中国	氢氧化锂	0	0	20000	20000	20000	20000
中国委外代工	南通+四川	中国	碳酸锂/氢氧化锂	5000	11875	15000	10000		
美国苛化加工	Kings Mountain	美国	氢氧化锂	5000	5000	5000	5000	5000	5000
澳洲锂盐厂	Kemerton	澳洲	氢氧化锂	0	0	0	0	0	50000
碳酸锂产能		全球		46000	46000	46000	46000	86000	86000
氢氧化锂产能		全球		20000	20000	40000	40000	40000	90000

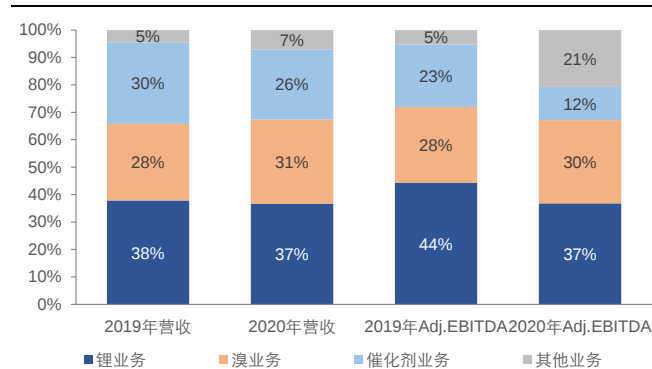
资料来源：Albemarle 公司公告，五矿证券研究所预测（Silver Peak 2025 年产能或达到 1.2 万吨）

图表 51: 公司整体业绩虽受锂价拖累, 但盈利相对稳定



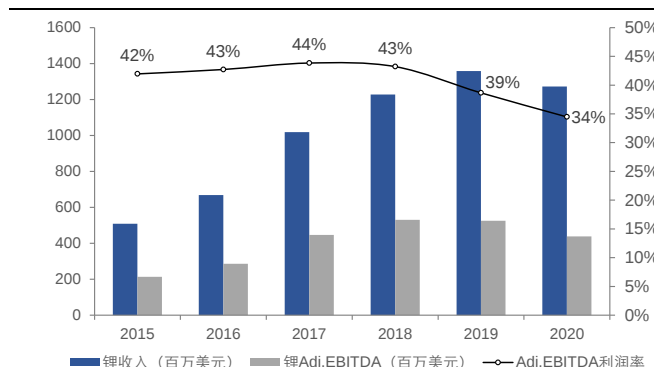
资料来源: Albemarle 公司公告, 五矿证券研究所

图表 52: 溴与 FCS 业务平滑周期波动, 锂业务占比下降 7 个百分点



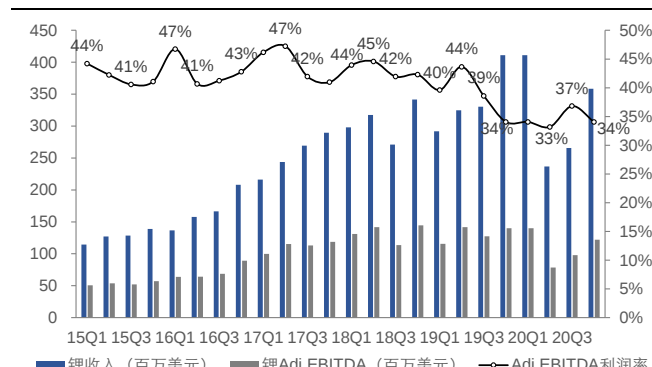
资料来源: Albemarle 公司公告, 五矿证券研究所 (未涵盖母公司抵减)

图表 53: 雅保锂业务利润下降 5 个百分点, 受行业拖累较小



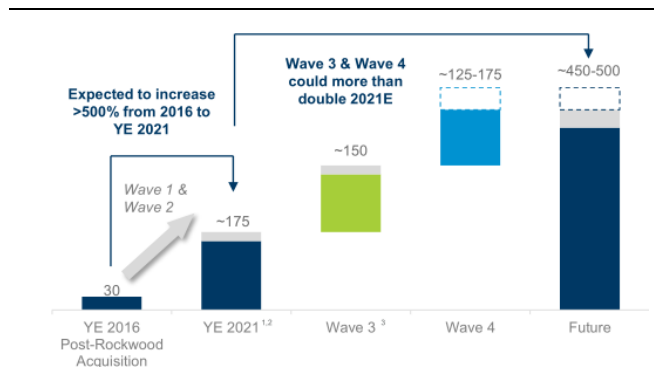
资料来源: Albemarle 公司公告, 五矿证券研究所

图表 54: 单季度看, Q4 锂业务的营收出现明显增长



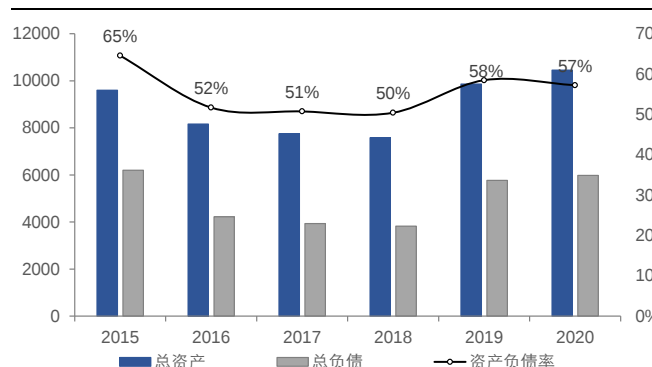
资料来源: Albemarle 公司公告, 五矿证券研究所

图表 55: 公布 Wave 3-4 扩能, 远期总产能达 45-50 万吨 LCE



资料来源: Albemarle 公司公告, 五矿证券研究所

图表 56: 2020 年资产负债率稳定在 57% (百万美元, %)



资料来源: Albemarle 公司公告, 五矿证券研究所

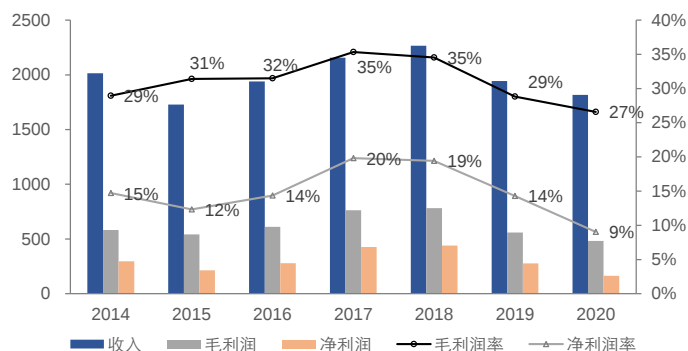
SQM: 智利盐湖目标年产能超 20 万吨、西澳矿石氢氧化锂亦将启动建设

SQM 正在积极扩大智利 Atacama 盐湖以及 Salar del Carmen 配套工厂的碳酸锂、氢氧化锂产能, 目标提升全球市场份额, 同时公司的合约结构相比海外同行更加灵活, 我们预计在 2021 年便可看到较明确的价格弹性。此外, 公司 50% 参股的西澳 Mt Holland 矿石项目已做出投资决策, 将打造大规模的“锂矿-氢氧化锂”一体化产能, 计划 2024 下半年投产。

- 2020 年度公司整体业绩下滑。营业收入 18.17 亿美元, 同比下降 7%; 毛利润约 4.83 亿美元, 同比下降 14%, 毛利率 26.6% (2019 年为 28.8%); 经调整 EBITDA 为 5.8 亿美元, 同比下降 10%, EBITDA 利润率约 32% (2019 年为 33%)。

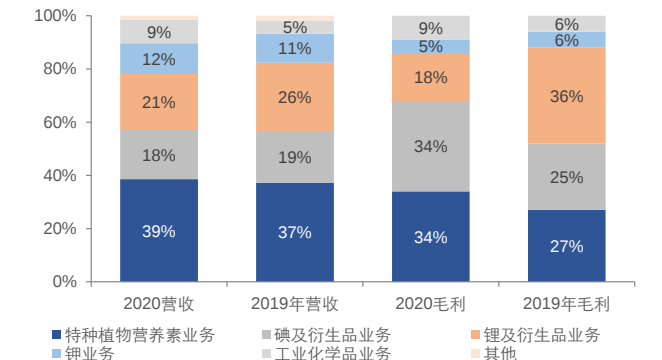
- 2020 全年锂业务盈利收缩，但销量大增、成本优化。(1) 全年实现营收 3.83 亿美元，同比下降 24%；毛利率下降至 18%，2019 年约 29%；(2) 全年销量实现 6.46 万吨，同比大幅增长 43%，其中 20Q4 销量达到 2.58 万吨（前三季度分别为 0.9/1.3/1.8 万吨），2021 年 1-2 月的单月产量均超过 7000 吨，计划 2021 年度销量超过 8 万吨，公司正在通过扩大产销来夺回全球市场份额；(3) 价格方面，2020 全年均价下降 47%，20Q4 销售均价基本持平，约 5300 美元/吨（前三季度分别为 7600/6800/5400 美元/吨），公司指引 2021 上半年价格有望回升；(4) 我们根据披露数据测算，Q4 单吨成本进一步降低至 4110 美元/吨（前三季度分别为 6113/5036/4213 美元/吨），降本已取得积极成效。
- 盐湖与矿石扩能规划激进，计划三年期投入约 20 亿美元。(1) 在智利盐湖方面，公司计划在 2021 年底将碳酸锂总产能扩大至 12 万吨、2023 年底扩大至 18 万吨，远期实现 20~22 万吨，盐湖氢氧化锂计划在中期实现 6 万吨、远期规划实现 9 万吨。(2) 在西澳矿石一体化项目方面，与澳洲多元巨头 Wesfarmers 联营的 Mt Holland 在 2021-2025 年计划建设一期年产 5 万吨电池级氢氧化锂产线，规划 2024 下半年投产。SQM 计划 2021-2024 年总资本开支约 20 亿美元，其中锂业务扩能投入约 11 亿美元。
- 为保证扩能计划如期进行，2021 年 1 月公司已发行 2240 万股 B 类普通股筹集 11 亿美元来支持雄心勃勃的锂、硝酸盐和碘业务扩张计划。该计划拟总投资 19 亿美元，其中约 10 亿美元投资于智利的锂产能（碳酸锂提升至 18 万吨，氢氧化锂提升至约 3 万吨）和 Mt Holland 矿山垂直一体化项目。

图表 57：2020 年度 SQM 公司整体的收入、盈利下滑（百万美元）



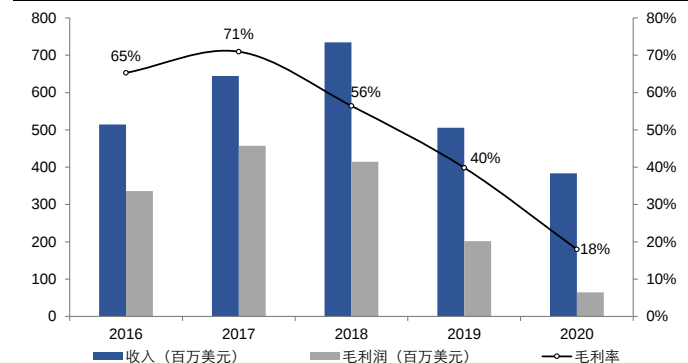
资料来源：SQM 公司公告，五矿证券研究所

图表 58：与 2019 年相比，锂与催化剂业务收缩较大



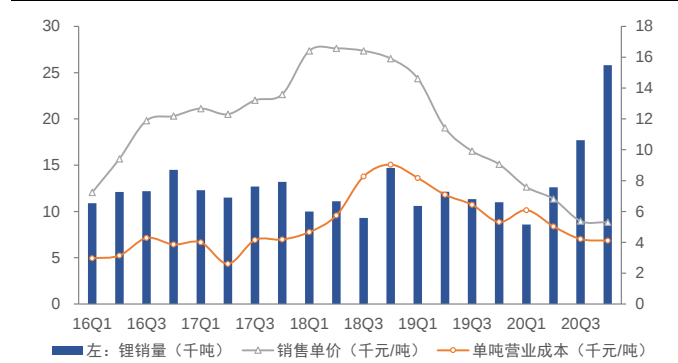
资料来源：SQM 公司公告，五矿证券研究所

图表 59：2019 年锂业务收入、盈利均下滑（百万美元）



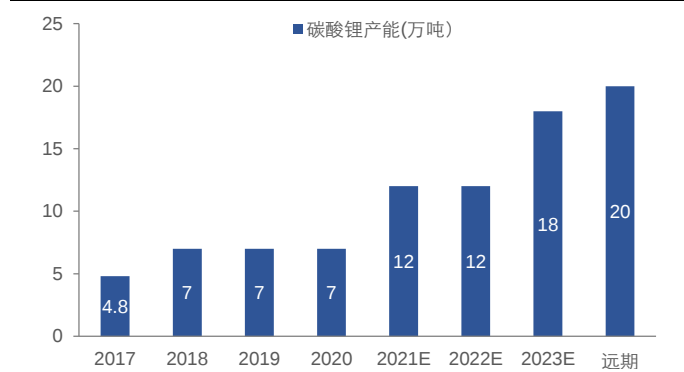
资料来源：SQM 公司公告，五矿证券研究所

图表 60：18Q2 新协议后，经营成本明显上升，但目前已逐步恢复正常



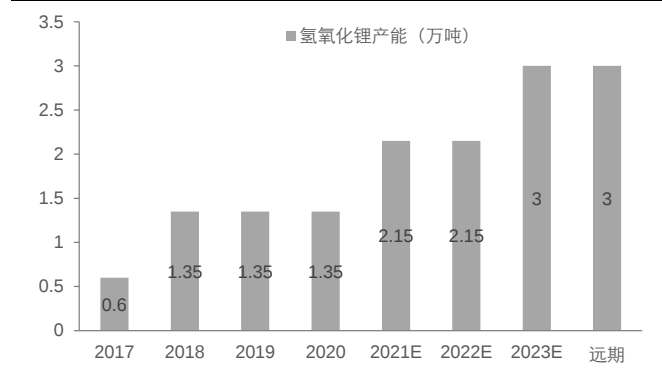
资料来源：SQM 公司公告，五矿证券研究所

图表 61: 2023 年 SQM 的碳酸锂产能规划从 16 万吨提升至 18 万吨



资料来源: SQM 公司公告, 五矿证券研究所

图表 62: 2023 年 SQM 的氢氧化锂产能规划提升至 3 万吨



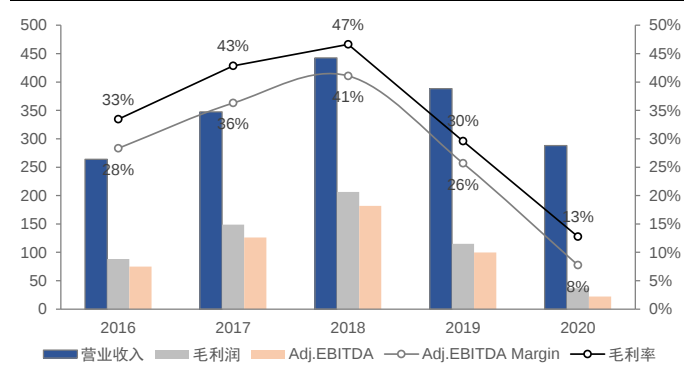
资料来源: SQM 公司公告, 五矿证券研究所

Livent: 尚在评估重启阿根廷盐湖扩能, 与宝马签订锂盐供应长协

Livent 在 2020 年度的收入与盈利大幅下滑, 阿根廷盐湖的产能扩张仍处于暂停状态, 积极一面在于公司与宝马签订了锂盐供应长协, 同时与特斯拉延长并扩大了氢氧化锂供应协议。

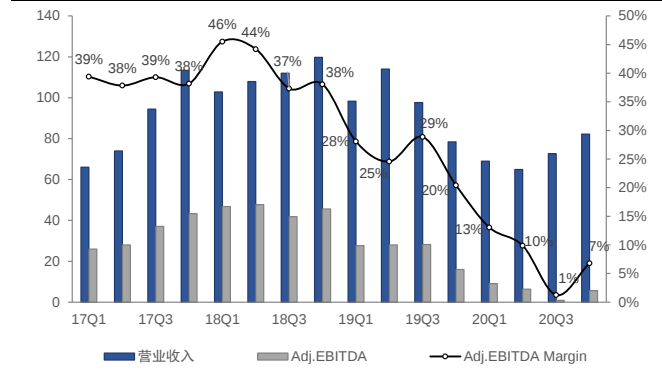
- 公司 2020 全年业绩承压, 但 20Q4 展现好转势头。2020 年实现收入 2.88 亿美元, 同比下降 26%, 调整后 EBITDA 为 2230 万美元, 同比下降 78%, 净利润亏损约 1900 万美元 (2019 年盈利 5000 万美元)。20Q4 实现收入 8220 万美元, 环比增长 13%, 同比增长 5%, 经调整 EBITDA 为 560 万美元, 环比增长 522%, 同比下降 63%, 净利润亏损 500 万美元 (20Q3 为亏损 1180 万美元)。20Q4 的 EBITDA 改善主因销量与售价同步增长, 同时外购碳酸锂用量减少从而优化了成本。
- 公司 2021 年前瞻指引积极: (1) 收入 3.35-3.65 亿美元, 同比增长 16%~27%, 经调整 EBITDA 为 4000-6000 万美元, 同比增长 79%~169%; (2) 外购碳酸锂用量减少等原因将导致生产成本继续下降, 公司将继续评估重启产能建设; (3) 指引 2021 年锂产品长单销售均价将同比微降, 但 7 月开始部分长单价格可根据全球指数上修。
- 周期底部仍有斩获。(1) 与宝马集团达成多年期长协, 供应氢氧化锂与碳酸锂, 20Q4 已开始交付认证产品, 计划 2022 年开始供应; 延长并扩大了与特斯拉的多年期氢氧化锂协议; (2) 与 Pallinghurst Group 成立 JV 投资收购 New Nemaska 项目, 整合加拿大锂辉石矿山, 增加了未来的可能性; (3) 完成本金 2.25 亿美元的绿色可转债发行。

图表 63: Livent 营收规模、盈利规模、利润率的变动趋势 (百万美元)



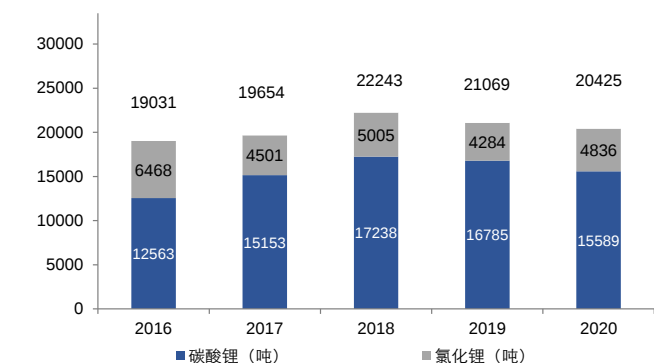
资料来源: Livent 公司公告, 五矿证券研究所

图表 64: 锂价拖累和高镍进度放缓影响 2019YTD 业绩 (百万美元)



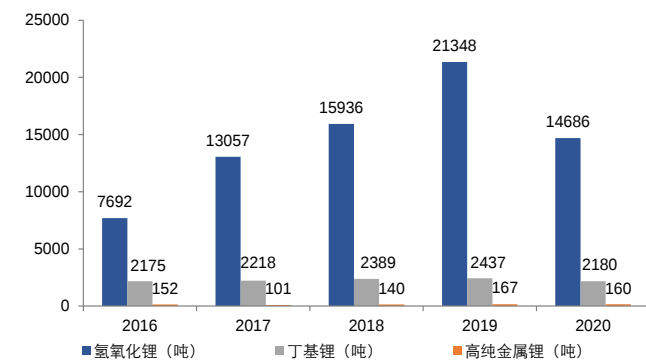
资料来源: Livent 公司公告, 五矿证券研究所

图表 65：2016-2020 年自产的基础锂产品产量相对稳定



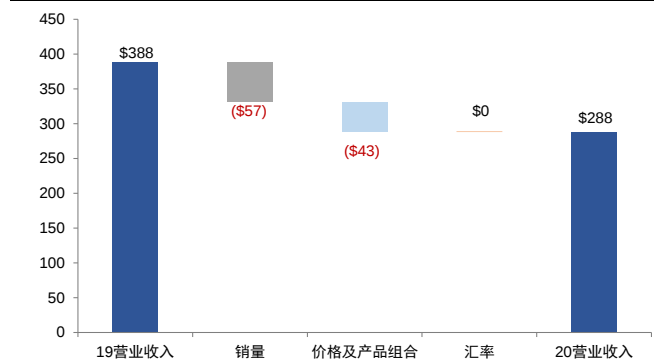
资料来源：Livent 公司公告，五矿证券研究所

图表 66：2020 年锂深加工产品产量中，氢氧化锂下滑明显



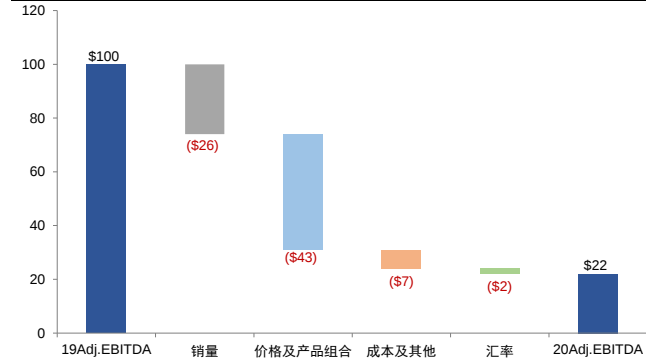
资料来源：Livent 公司公告，五矿证券研究所

图表 67：2020 年锂产品量价走低成为影响公司收入的主因 (百万美元)



资料来源：Livent 公司公告，五矿证券研究所

图表 68：外购碳酸锂影响相对减弱，量价进一步影响盈利 (百万美元)



资料来源：Livent 公司公告，五矿证券研究所

Orocobre：品质与成本双优化，谋划进一步扩能

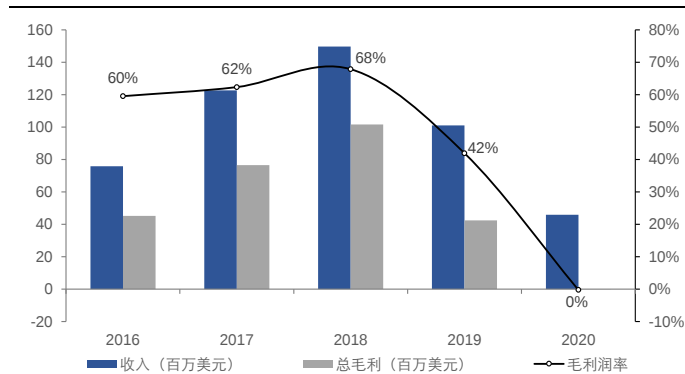
Orocobre 依托阿根廷 Olaroz 盐湖项目生产碳酸锂。2020 年受行业下行周期、疫情压制需求影响，全年盈利大幅受创，但 20Q4 得益于需求增长与生产、管理效率的优化，Olaroz 不仅碳酸锂销量创下投产以来的最高水平，现金成本也优化至历史新低，并重新实现盈利。作为日资巨头（作为 Orocobre 股东）在锂资源环节的重点布局项目，Orocobre 正利用资源优势与资金优势推进盐湖二期以及日本氢氧化锂工厂的落地，并通过整合毗邻的 Cauchari JV 项目扩大了资源储量以及未来的产能潜力。

- Olaroz 盐湖 20Q4 回归盈利。(1) 2020 全年销售收入约 4590 万美元，同比下降 55%，毛利润亏损 10 万美元（2019 年为 4241 万美元），对应毛利率下降至约 0%（2019 年为 42%）。(2) 20Q4 销售收入 1650 万美元，环比增长 57%，同比下降 6%，毛利约 75 万美元，对应毛利润率回正至 5%（20Q3 为-28%，19Q4 为 20%）。
- 成本优化、量价增长带动盈利修复。(1) 20Q4 单吨现金利润 174 美元/吨，环比增长 120%，同比下降 84%；(2) 20Q4 单吨现金成本优化至 3623 美元/吨，为投产来最低水平，环比下降 9%，同比下降 15%；FOB 销售均价 3797 美元/吨，环比上涨 22%，同比下降 29%，公司展望 2021H1 产品 FOB 销售均价有望环比上涨超过 50%至 5500 美元/吨；(3) 20Q4 产量达到 3727 吨（电池级产品占比从 22%升至 34%），环比增长 58%，同比增长 4%，2020 年度产量约 1.13 万吨，同比下降 14%；(4) 20Q4 销量 4345 吨，环比增长 28%，同比增长 32%，2020 全年销量 1.19 万吨，同比下降 11%。
- 运营管理持续优化，产品品质提升。Olaroz 一期全年推进降本增效、提升卤水浓度和产

品品质，当前进料卤水浓度在 20Q4 进一步提升至 8000ppm（12 月达到 9000ppm），同时产品品质进一步提高，其中磁性颗粒减少、产品一致性提升。

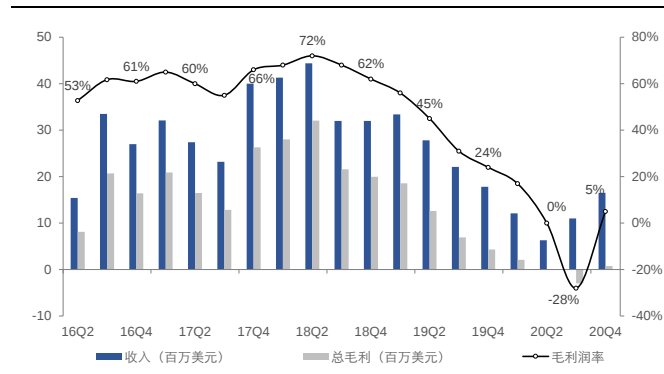
- 日本氢氧化锂工厂将于 2021 年下半年投产，阿根廷盐湖二期 2022 年下半年投产。目前阿根廷 Olaroz 盐湖具备年产 1.75 万吨碳酸锂的一期产能，盐湖二期 2.5 万吨工业级碳酸锂与日本长滨 1 万吨氢氧化锂产能在建。其中：（1）Olaroz 盐湖二期计划 2022 年下半年开始生产、2024 年下半年满产；（2）日本长滨氢氧化锂工厂一期 1 万吨计划 2021 年下半年投产；（3）公司目标在 2025 年前维持全球 5-10% 的市场份额，开始规划 Olaroz 盐湖三期，计划再增 2.5-5 万吨碳酸锂产能，并将研究如何与一期二期产能实现协同，此外公司还与股东/合作伙伴丰田通商关于日本长滨氢氧化锂二期产能进行了初步讨论。
- 长单策略开始取得建树。一方面，公司已与丰田与松下合资电池厂 PPES 签订了锂盐供应谅解备忘录，计划 2021-2025 年累积供应 3 万吨 LCE（绝大部分是氢氧化锂产品），最终协议尚在推进中；另一方面，正在与潜在客户谈判，未来订单有望完全锁定阿根廷 Olaroz 二期以及日本长滨的一期氢氧化锂产能。

图表 69：2020 年 Olaroz 项目盈利大幅下降，毛利率为 0%



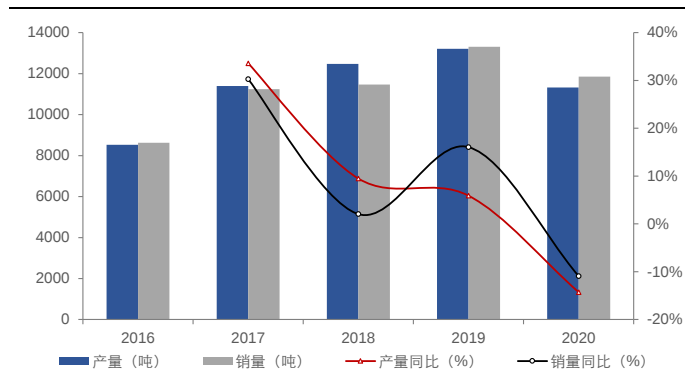
资料来源：Orocobre 公司公告，五矿证券研究所

图表 70：Olaroz 项目 Q4 毛利率明显回正，至 5%（百万美元）



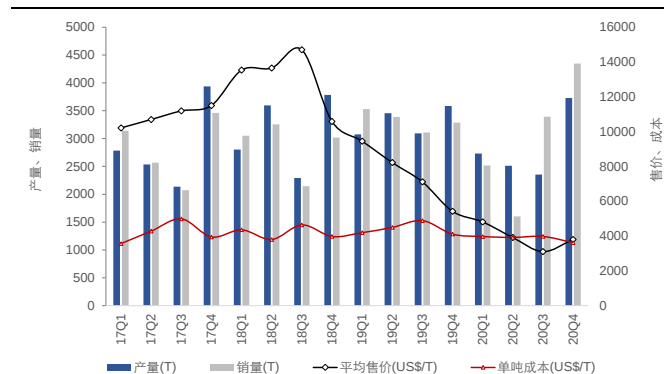
资料来源：Orocobre 公司公告，五矿证券研究所

图表 71：2020 年 Olaroz 项目的产销均同比下滑



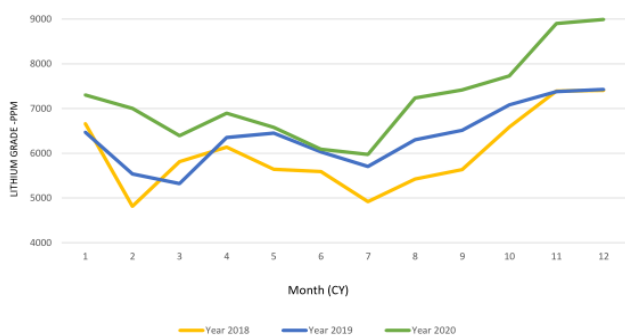
资料来源：Orocobre 公司公告，五矿证券研究所

图表 72：按季度看，Olaroz 盐湖在 20Q4 碳酸锂已恢复盈利



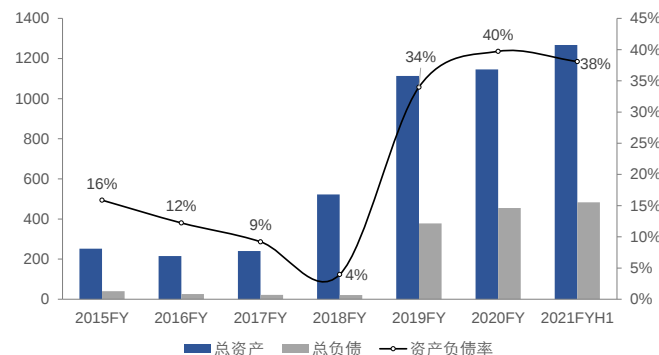
资料来源：Orocobre 公司公告，五矿证券研究所

图表 73：2018 年以来通过持续技改，项目的卤水进料浓度持续改善



资料来源：Orocobre 公司公告，五矿证券研究所

图表 74：公司资产负债率达到 38%（百万美元）



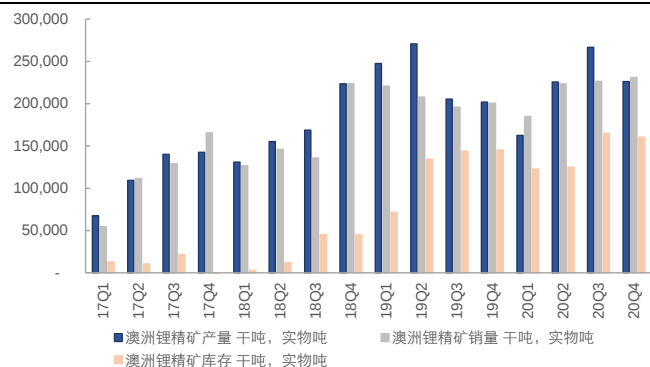
资料来源：Orocobre 公司公告，五矿证券研究所

西澳锂矿四季度综述：产销全面回暖，澳矿面临结构性紧缺

除去含水量的干扰、折合干吨推算：（1）泰利森之外的 3 家在产新兴西澳锂矿（Mt Cattlin、Mt Marion、PLS-Pilgangoora）在 2020Q4 实现锂精矿总产量 22.6 万吨，同比增长 12%、环比下滑 15.2%，主因 Altura 关停；3 家矿山实现锂精矿总销量 23.1 万吨，同比增长 15.1%、环比增长 2%，推算矿商在手的库存总量约 16 万吨，同比增长 10.4%、环比下降 3%。（2）2020 年除泰利森之外的 4 家西澳锂矿实现锂精矿总产量 88.1 万吨，同比下降 4.8%，原因为澳矿总体实施减产去库存策略；锂精矿销量 86.6 万吨，同比增长 4.9%，原因为下游备货需求在 20Q4 开始显著回暖。

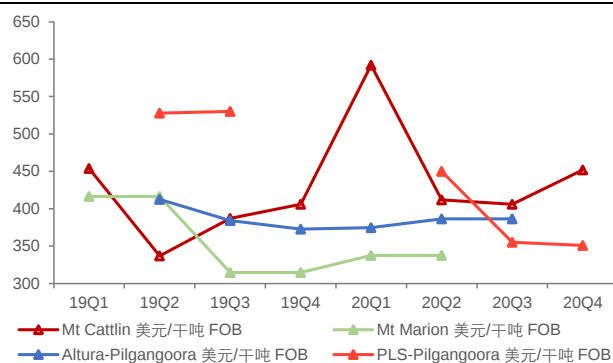
目前西澳对外独立售矿的矿商（其余仅向股东售矿）仅剩银河资源与皮尔巴拉两家，供应格局进一步集中、话语权将边际提升，同时二者在完成近期的增发后，财务状况也进一步夯实，预计在产销和扩能上将更加灵活。此外，2021 年伴随锂精矿的价格上涨，需要关注泰利森产能利用率的变化，以及 Wodgina 潜在的复产动向。

图表 75：2020 年四季度西澳锂矿商的库存开始环比走低（不含 Talison）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 76：2020 年锂精矿价格已接近西澳主要矿商的现金成本



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 77：Pilbara Minerals 和 Galaxy Resources 大部分的锂精矿产能已经被长单锁定

签订对象	签订时间	包销数量	长单期限	备注
Pilbara Minerals 旗下 Pilgangoora 锂辉石矿山				
容汇锂业	2016 年 7 月	每年包销 12 万吨	6 年	初始六年期、四年期展期选择权

赣锋锂业	2017年5月	矿山一期每年16万吨锂精矿	10年	赣锋国际投资2000万美元参与PLS的定增，另含两个五年期的展期选择权
长城汽车	2017年9月	包销7.5万吨/年锂精矿；若提供二期建设资金的50%可提升至15万吨/年	预计在2020年上半年开始供货	以0.5澳元/股的价格认购PLS的5600万股股份，交易金额为2800万澳元
POSCO	2018年2月	二期包销8万吨，若在韩国建设年产3万吨LCE锂化工厂，可提升至24万吨	-	POSCO投资7960万澳元支持二期项目的建设
POSCO	2019年1月	包销量提升至31.5万吨每年	-	非约束性MOU，将韩国锂盐厂JV规划产能由3万吨扩至4万吨LCE
赣锋锂业	2019年3月	二期包销由7.5万吨提升至15万吨、若为三期扩产提供2000万美元，可包销三期5万吨锂精矿	-	投资5,000万澳元认购Pilbara定增的7763万股的股份
长城汽车	2019年7月	每年额外包销2万吨锂精矿	6年	2019年8月起发货，为补充协议
天宜锂业	2020年3月	每年包销7.5万吨	5年	其中2020年将供应6万吨
Galaxy Resources 旗下 Mt Cattlin 锂辉石矿山				
雅化集团	2017年12月	2018和2019年每年10万吨 2020年起每年12万吨	5年	期限：2018年1月1日起至2022年12月31日止
雅化集团	2020年7月	2020年4.5万吨；2021-2025年每年不低于12万吨	至2025年	原合同期限从五年(2018年1月1日至2022年12月31日)延长三年至2025年12月31日，且享有优先购买权
盛新锂能	2020年11月	2021年起每年至少6万吨锂精矿	3年	价格基于现货价，后续转为基于市场的定价；终止宜春银锂（江特）的承购协议，并将其份额分配给盛新锂能

资料来源：各公司公告，五矿证券研究所整理

银河资源旗下 Mt Cattlin：四季度销量创新高，2021 年剑指满产

银河资源全资控股西澳 Mt Cattlin 锂矿，公司在 2020 年选择大幅降低开采量，消化堆积的低品位原矿。四季度公司销量大幅增加，减产去库存顺利，同时公司披露 2021 年的锂精矿合约价格已经明显反弹，公司将在 21Q2 满产以匹配下游的强劲需求，并积极推进旗下阿根廷 Sal de Vida 盐湖项目和加拿大 James Bay 锂矿项目的开发。

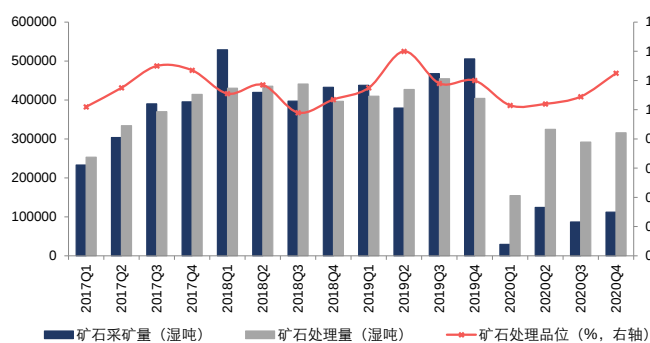
四季度开采量、锂精矿产量环比增加，销量创新高。(1) 20Q4 矿石开采量 11.2 万湿吨，环比大幅增长 41%，同比下滑 40.2%；矿石处理量 31.6 万湿吨，环比增长 28.7%，同比下滑 77.9%，矿石处理品位上升至 1.25% (20Q3 为 1.09%)，平均选矿回收率下滑至 51% (低于指引区间 58-62%)，2020 全年平均为 54%。(2) 20Q4 锂精矿产量 3.33 万干吨 (平均品位 5.94%)，环比增长 10.9%，同比下滑 22.9%，锂精矿销量 7.53 万干吨，环比大幅增加 349.7%，同比增长 153%。(3) 20Q4 现金成本环比上升 46 美元至 452 美元/吨 FOB，主因采矿量增加及回收率降低，2020 年平均现金成本 447 美元/吨 FOB。

2020 年实现减产去库存，指引 2021 年二季度将恢复满产。(1) 2020 全年销量 15.1 万干吨，同比增加 13.5%，产量 10.9 万干吨，同比下降 43.3%，符合指引，期末库存大幅降低至约 1.7 万干吨，同比下降 74%；(2) 公司在 2021 年计划提高产量、减少库存并提高价格，21Q1 销售的 4.5 万干吨锂精矿的合约价已经明显上调，2021 年 1 月已经达到约 480 美元/干公吨 CIF；(3) 公司指引 2021Q2 将满产，计划 2021 年锂精矿产量 16.2~17.5 万吨，现金成本 360-390 美元/吨 FOB (但预计 2021H1 的现金成本会略高)，回收率 55-58%。(4) 与盛新锂能签订的为期三年的包销协议将于 2021 年 1 月起执行，年包销 6 万吨且定价公式以市场价为基准；与明和产业的包销协议已于 2020 年 12 月 23 日终止，正就新合同进行谈判。

在手现金宽裕，2021 年推进阿根廷盐湖、加拿大矿石项目开发。(1) 近期公司已经成功完成

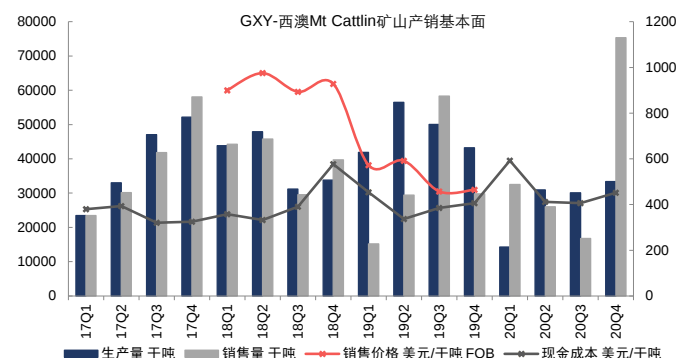
1.607 亿澳元的股权融资计划，将用于投资阿根廷 Sal de Vida 盐湖提锂一期建设以及加拿大 James Bay 矿石项目的开发，截至 2020 年 12 月 31 日，公司账面零负债，在手现金为 2.151 亿美元。(2) 阿根廷 Sal de Vida 盐湖项目已成功生产出 0.8 吨碳酸锂，峰值纯度为 99.9%，产品质量接近电池级规格；盐湖前端工程的设计工作 (FEED) 已经完成 95%，工厂和基础设施建设已完成约 25%；疫情对进度影响有限，公司计划在 2022 年底实现投产。(3) 位于加拿大魁北克的 James Bay 项目即将完成技术评估，初步经济评估 (PEA) 正在按计划进行，预计将于 2021Q1 发布，计划在 2021 年达到可建设的状态。

图表 78：2020 年 Mt Cattlin 开采量大幅降低，处理堆积的低品位矿石



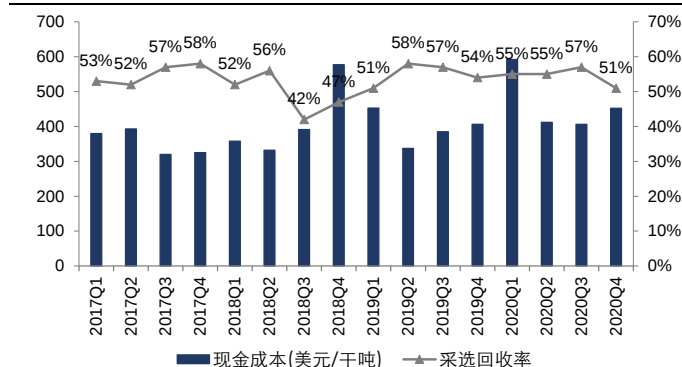
资料来源：Galaxy Resources 公告，五矿证券研究所

图表 79：四季度 Mt Cattlin 的锂精矿销量同比、环比大幅增长



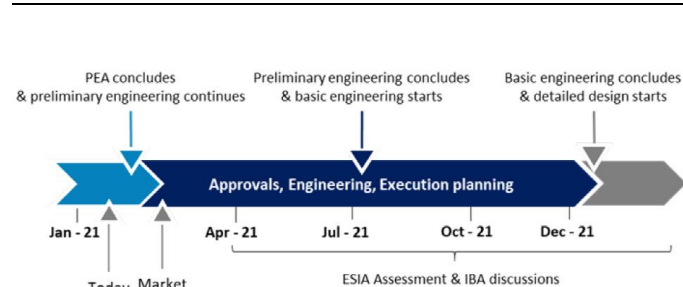
资料来源：Galaxy Resources 公告，五矿证券研究所

图表 80：因采矿量增加及回收率降低，四季度 Mt Cattlin 现金成本走高



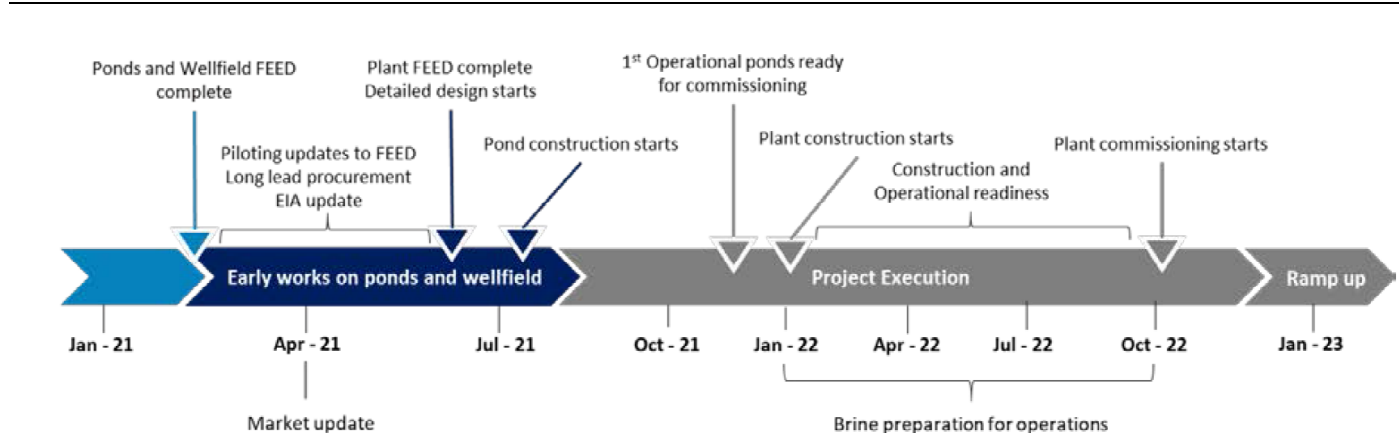
资料来源：Galaxy Resources 公告，五矿证券研究所

图表 81：James Bay 项目计划于 2021 年内开工建设



资料来源：Galaxy Resources 公告，五矿证券研究所

图表 82：银河资源仍然计划在 2022 年底进行 SAL DE VIDA 盐湖项目的首次生产



资料来源：Galaxy Resources 公告，五矿证券研究所

皮尔巴拉：完成收购 Altura、财务状况良好，重心转向整合和扩产

Pilbara Minerals (PLS) 旗下 Pilgangoora 矿山在四季度开始加快生产的步伐，采选量、产量和销量均大幅增长。公司自 2020 年以来最重要的事件在于募资收购了同处于 Pilgangoora 地区、相毗邻的另一锂项目 Altura 的 100% 股权，实现整合后 PLS 将成为澳洲仅次于泰利森的第二大锂矿商，西澳供给格局将进一步集中。公司在 2021 年将重点整合 Altura 项目，并扩大自身 Pilgangoora 矿山的一期产能。

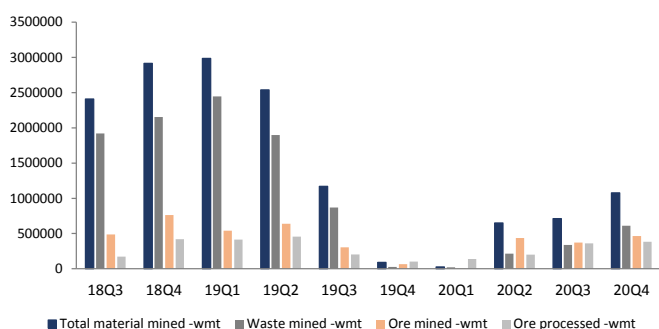
生产节奏加速，四季度采选量、产量和销量均大幅增长。(1) 四季度 PLS 旗下 Pilgangoora 锂矿矿石开采量 46.6 万湿吨，同比大增 606.9% (低基数)，环比增加 25.1%，开采品位 1.46% (高于矿山平均品位 1.25%)，原因是开采了中央矿区的高品位矿石。(2) 四季度共生产 6.37 万干吨锂精矿，同比大幅增长 333.1%，环比增长 2.1%，销售 7.06 万干吨锂精矿，同比大幅增长 112.8%，环比增长 61.8%，期末锂精矿库存量 3.1 万干吨，同比增长 20.1%，但环比下降 14.9%；现金运营成本 351 美元/干吨 (CIF 中国)。

2020 年产销量再增长，2021 年将评估扩张产能。(1) 2020 全年产量 18.1 万干吨，同比增长 19%，销量 17.7 万干吨，同比增长 31.3%；(2) 公司指引 2021Q1 锂精矿销量 6.7-7.7 万干吨，稳定生产的运营现金成本目标为 320-350 美元/干吨 (CIF 中国)。(3) 公司打算在一期的基础上小幅扩产 10-15% (3-5 万吨) 的锂精矿产能，目前已拨款约 2200 万美元，以在 2021H1 进行扩产，并预计于 2021 年 Q3 投入使用；(4) 公司目前也在进行选矿厂产能扩张的可研，使矿石加工能力扩至 500 万吨/年，预计在作出财务投资决定 (FID) 后，扩产将可于约 9 个月内完成，而投产时间将最终取决于市场状况及客户需求。

整合毗邻的 Altura，实现规模效应，未来复产尚需评估。(1) 在 Altura 被债权人接管关停之际，PLS 宣布以 1.75 亿美元的对价购买 Altura 项目的运营平台 ALO 的 100% 股份，资金来源为增发公司股票；(2) 收购 Altura 项目将使得 PLS 能整合两个相邻锂矿项目，实现业务协同效应，并有望西澳在产的第二大锂矿商；(3) Altura 项目在未来将保持关停维护，复产将取决于 PLS 对于市场条件和 Altura 项目的评估结果，PLS 将在 2021 年 3 月末前提供更新信息，评估工作包括整合两个项目的工程设计、Altura 的矿石储量及工艺流程的改进。

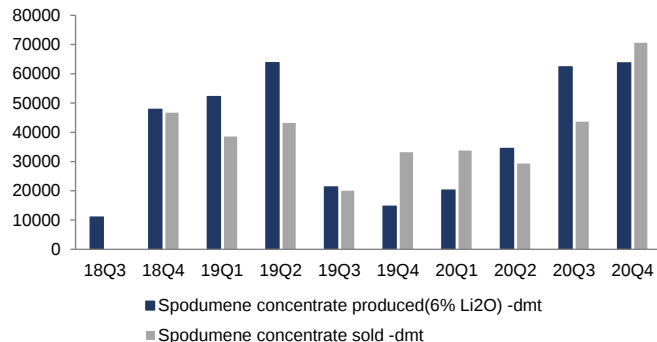
在手现金充裕，且享受权益金部分缓缴。(1) 期末在手现金 2.48 亿美元 (20Q3 为 8570 万美元)，原因是成功募集 1.74 亿美元 (扣除费用) 用于收购 Altura 项目；(2) 2020 年 10 月 1 日起西澳政府向公司提供临时税收减免 (为期 12 个月)，出售的精矿获得 50% 的临时特许权费减免，条件是单季度锂精矿平均售价小于等于 550 美元/吨，但减免结束后的 2 年内须全额补缴。(3) 我们认为，PLS 目前良好的财务状况将令其在产销策略、产能扩张方面更加灵活，西澳矿商之间在 2019-2020 年竞相低价出货、争取现金回流的状态已经终结。

图表 83：Pilbara 在 2020 年放缓生产，采矿量和处理量均大幅下滑



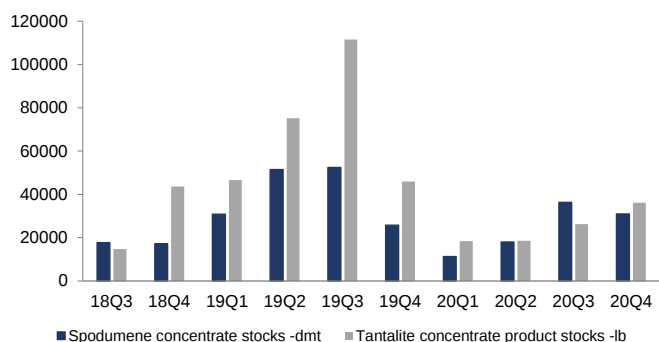
资料来源：Pilbara Minerals 公告，五矿证券研究所

图表 84：四季度 Pilbara 提高了锂精矿产量，销量也同步大幅增长



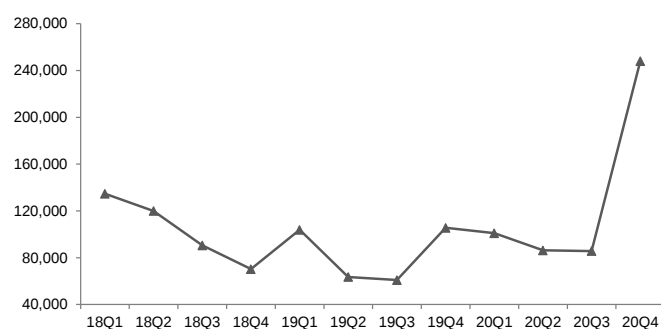
资料来源：Pilbara Minerals 公告，五矿证券研究所

图表 85: 四季度末 Pilbara 的锂精矿库存量维持在低位



资料来源: Pilbara Minerals 公告, 五矿证券研究所

图表 86: 因完成收购 Altura 的融资, Pilbara 在手现金大幅上升 (千澳元)



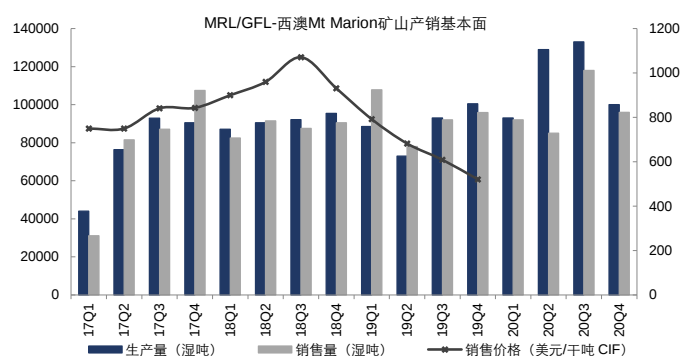
资料来源: Pilbara Minerals 公告, 五矿证券研究所

Mt Marion: 2020 全年满产满销

Mineral Resources Limited 与赣锋各参股 Mt Marion 锂矿 50% 股权, 目前由赣锋全额包销, 即便在 2020 年行业低谷期 Mt Marion 也并未放缓生产的脚步, 持续满产满销:

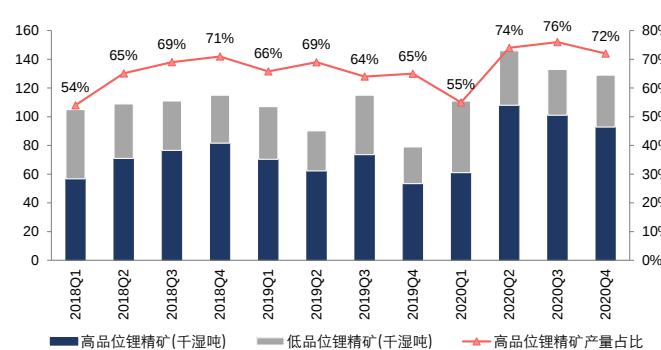
- 四季度 Mt Marion 因船期销量略有下滑: 20Q4 锂精矿产量 12.9 万干吨, 同比增加 4%, 环比下滑 3%, 高品位锂精矿 (品位 5.4%) 的产量占比为 72%, 环比下降 4 pct; 锂精矿装运量 8.5 万干吨, 同比下滑 14.1%, 环比下滑 28%, 主因一批次的锂精矿推迟至 21Q1 装运。
- 四季度产能利用率保持高位: 矿石开采量 64.7 万干吨, 同比下降 19.5%, 环比微增 2.4%; 选矿厂产能利用率 91%, 环比持平, 矿石吞吐率进一步走高至 303tph (上季度为 292tph), 达到了优化目标; 矿石处理量由 20Q3 的 56.7 万干吨升至 57.7 万干吨。
- 2020 全年满产满销: 2020 年 Mt Marion 产量约 46.7 万干吨, 同比增加 13.3%, 装运量 40.9 万干吨, 同比增加 6.8%。

图表 87: Mt Marion 二季度的产销量环比有所下降



资料来源: Mineral Resources 公告, 五矿证券研究所

图表 88: 在 20Q2 将 6% 品位调低后, Mt Marion 的产品组合得到优化



资料来源: Mineral Resources 公告, 五矿证券研究所

全球重点新兴锂矿进展

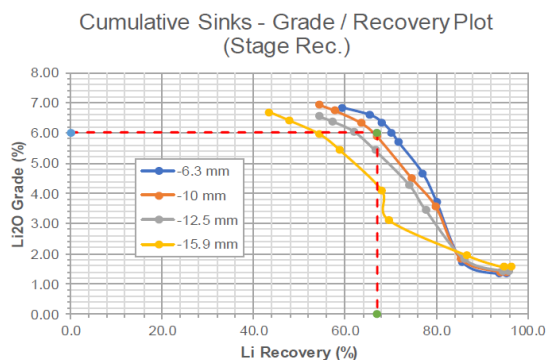
Sigma Lithium 拥有巴西 Grota do Cirilo 硬岩锂矿项目，项目被划分为 11 个矿床，Sigma 计划先后开采 Xuxa 和 Barreiro 两座大体量、高品位的主力矿床，项目目前还处于融资和前期工程阶段，设计一期年产 22 万吨锂精矿、二期年产 44 万吨锂精矿。(1) 公司于 2020 年 8 月完成一笔 1330 万美元的融资并将用于项目的工程、采购和建设 (EPC)，随后公司于 2021 年 2 月宣布将以 4 加元的价格配股 750 万股融资 3000 万加元继续投资于扩大该项目。(2) 2021 年 1 月公司公布了冶金测试的良好结果，在 6.3mm 和 10mm 的重选测试中分别实现了 70.2% 和 66.1% 的出色锂回收率，这符合 Sigma 继续以“绿色”，环保和可持续的方式加工其锂矿石的意图。(3) 根据可研中的设计，可以在同一生产工厂中将 Barreiro (第 2 阶段) 矿床的矿石与 Xuxa (第 1 期) 矿床的矿石一起加工，而无需对主要流程进行修改，并且因此具有较低的额外资本支出需求。

Core Lithium 公司旗下拥有位于澳洲北领地的 Finnis 硬岩锂项目，设计锂精矿年产能 18 万吨。截至目前，Finniss 锂矿项目的勘探工作尚处于相对初步的阶段，因此探明矿产资源量、矿产储量还十分有限，但未来的勘探前景较大。(1) 根据 2020 年最新的勘探结果，项目的资源量提升了 52% 至 1500 万吨 (1.3% Li₂O)，探明和控制资源量提升 150% 至 762 万吨 (1.41% Li₂O)。(2) 继 2019 年与雅化集团签署 7.5 万吨/年的约束性的包销协议后 (覆盖 40% 的产能)，2020 年又与 Transamine 签署了不具约束力的谅解备忘录 (MOU)，将在五年内销售 5 万吨的锂精矿产品。(3) 公司于 2021 年 2 月 4 日公告了发行股票和期权融资的方案，将以 0.25 澳元/股的价格发行 1.6 亿股普通股配售给机构投资者，并免费附上 8100 万份期权，行权价为 0.45 澳元，期限 2 年。(4) 更新的 DFS 有望于 21Q2 发布，投资决策 (FID) 的目标是在 21H2 开启项目建设，21Q2 也将继续勘探工作，有望继续扩大资源量。

AMG 旗下巴西 Mibra 矿山于 2018 年启动锂精矿的规模化采选，主要利用钽矿采选后的尾矿作为原料生产锂精矿，一期年产 9 万吨锂精矿，二期计划新增 4 万吨。Mibra 的优势在于利用尾矿作为原料，节约了采矿成本，且当地基建成熟、capex 可控，但资源禀赋并不算出色，至中国的集运费远高于西澳。2020 年 10 月，天宜锂业与 AMG 签署锂精矿供应长协，AMG 将从 2021 年至 2023 年每年供应最少 6 万干吨、最多不超过 9 万干吨 (可选择再延长 2 年)。2021 年 1 月 AMG 与天宜锂业签署《锂辉石精矿扩产及 5 年独家合作协议》，协议要求：(1) AMG 在扩产完成后 5 年内交付 20 万干吨锂辉石精矿，新增产能独家供应给天宜锂业；(2) 约定价格公式中的价格为上海有色网公布的碳酸锂 (99.5% 电池级/国产) 均价；(3) 双方在到期前可选择再延长协议 5 年；(4) 天宜锂业将在 2021 年 3 月 15 日当日或之前支付部分预付款，同时，双方还同时签署了一项暂估金额为 9000 万美元的买卖协议作为附件。

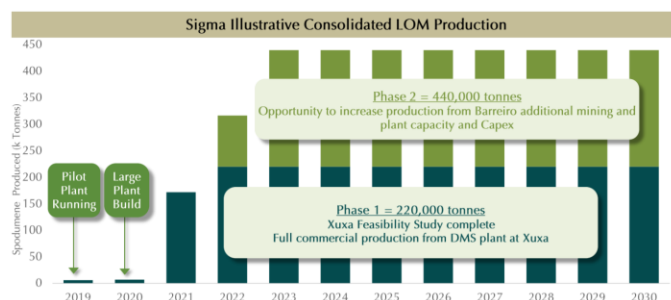
融捷股份旗下拥有甲基卡 134 号脉，已经于 2019 年 6 月实现复产，目前具有 105 万吨/年露天开采能力及 45 万吨/年矿石处理的选矿能力。(1) 2020 年 3 月，公司签署协议，将投资 14 亿元建设包括甲基卡锂辉矿 105 万吨/年采矿扩能及矿山公路项目、250 万吨/年锂矿精选项目等，项目分二期建设，总建设周期不超过 31 个月。(2) 截至目前，105 万吨/年锂矿露天开采已取得了《安全生产许可证》，250 万吨/年锂矿精选项目正在备案和环评阶段，辅助设施已动工建设。(3) 2020 年累计开采原矿 45 万吨，处理原矿 31.27 万吨，生产锂精矿 5.84 万吨 (6% 品位)，销售锂精矿 7.07 万吨 (6% 品位)，锂矿采选业务扭亏为盈。(4) 成都融捷锂业一期项目预计 21Q1 调试设备，力争 21Q2 竣工投产。

图表 89: Sigma 的锂回收率测试结果良好, 对精矿粒度的敏感性低



资料来源: Sigma Lithium 公告, 五矿证券研究所

图表 90: 一期将开采 Xuxa 矿床, 二期 Barreiro 矿床将作为补充



资料来源: Sigma Lithium 公告, 五矿证券研究所

图表 91: Core Lithium 旗下 Finniss 项目与其他两个绿地项目的对比, Finniss 项目具备多方面优势

Project Metric ₃	Finniss (Core Lithium ASX:CXO)	Piedmont (Piedmont Lithium ASX:PLL)	Kathleen Valley (Liontown Resources ASX:LTR)
Approved	Yes	No	No
DFS	Yes	No	No
Binding offtake	Yes	Yes	No
Reserves	Yes	No	Yes
Mining	Open Pit and U/G	Open Pit	Open Pit and U/G
Distance to port	88km ⁴	320km	700km
C1 Site Opex (US\$/t) ¹	US\$/t 300 - 400	US\$/t 250 - 300	US\$/t 300 - 400
Start-up Capex	A\$85 million	A\$240 million ²	A\$325 million
Production (tpa)	175,000	160,000	350,000
Market cap (\$m) ³	~\$200 million	+\$700 million	+\$750 million

资料来源: Core Lithium 公司公告, 五矿证券研究所

图表 92: Finniss 项目到达尔文港的距离仅 25km, 运费仅 7 美元/吨



资料来源: Core Lithium 公司公告, 五矿证券研究所

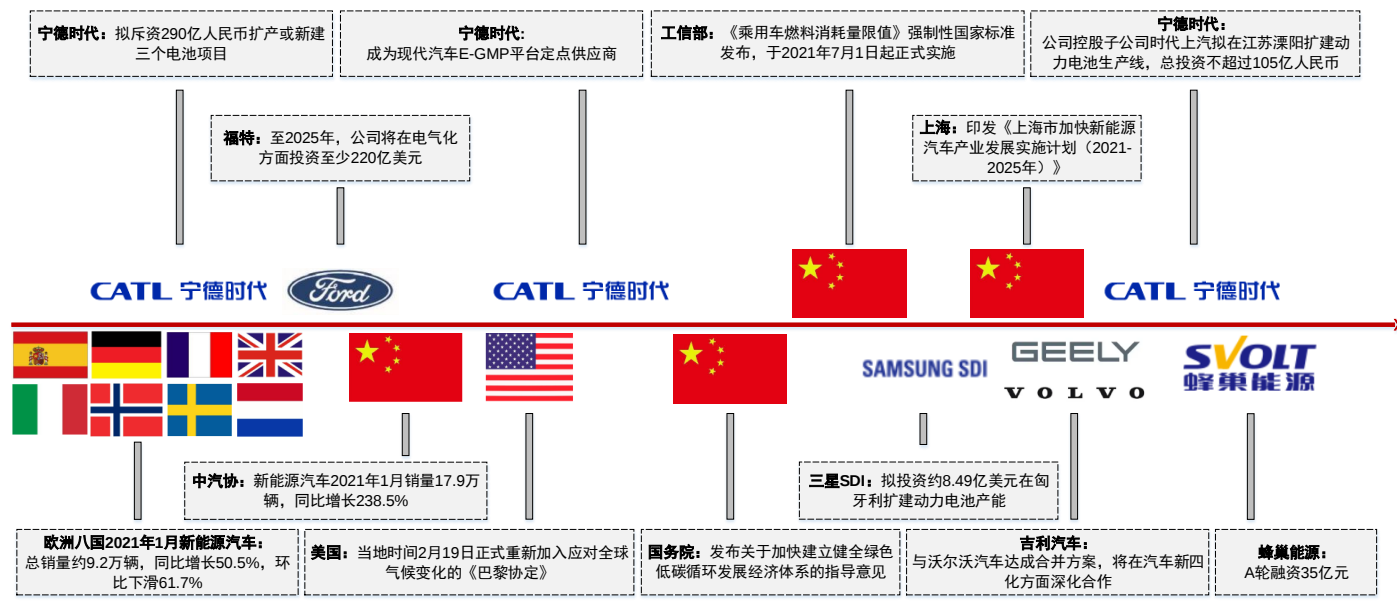
图表 93: Finniss 项目临近工业园区, 未来可布局下游锂盐厂



资料来源: Core Lithium 公司公告, 五矿证券研究所

全球新能源汽车产业链要闻及重点公告

图表 94：全球新能源汽车产业链 2 月大事记



资料来源：政府官网，各公司公告，各公司官网，CNBC，路透社，五矿证券研究所

全球产业政策及导向

国务院发布关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见。其中提到将推动能源体系绿色低碳转型，提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展，因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电。（来源：中华人民共和国生态环境部）

拜登宣布未来将政府部门汽车全部更换为电动汽车。根据美国 GSA，截至 2019 年，美国政府拥有 64.5 万辆汽车，2019 年花费 44 亿美元用于政府车。截至 2020 年 7 月，美国政府车中电动汽车数量仅 3215 辆。因此全部更换为电动汽车可能花费超过 200 亿美元。（来源：路透社）

1 月 26 日，欧盟批准了来自 12 个成员国提供的共计 29 亿欧元的电池产业发展补贴计划。该项目名为“欧洲电池创新”，将涵盖整个电池生态系统，从原材料的提取、电芯和电池组的设计和制造，最后到循环经济中的回收和处置。（来源：欧盟官网）

韩国财政部长 1 月 8 日表示，韩国计划今年投入 1.4 万亿韩元（13 亿美元）支持购买电动汽车和氢动力汽车，较上年同期增长 32%。（来源：韩联社）

全球锂电上游

伦敦金属交易所

计划于 2021 年 6 月 14 日周一正式上线锂盐期货合约，该合约采用 Fastmarkets 公布的氢氧化锂价格进行现金结算。交易所还将推出铝溢价现金结算期货合约，反映欧洲鹿特丹港完税后铝金属溢价变动情况。LME 表示 2 个现金结算合约须经监管部门批准，计划于 6 月 14

日正式上线交易。锂盐期货合约结算价格是 Fastmarkets 发布的电池级氢氧化锂（最低含量 56.5% LiOH.H₂O）CIF 中日韩现货价格。Fastmarkets 锂盐价格每周四伦敦时间下午 4 点发布，并于去年通过 IOSCO 准则独立审核和第二阶段认证。（来源：1 月 26 日 Fastmarkets MB 新闻）

SQM

公司公告，董事会批准西澳 Mt Holland 锂项目。该项目由公司与 Wesfarmers 的联营公司 Covalent Lithium 实施，其中 Wesfarmers 持股 50%，SQM 持股 50%。SQM 预计 2021-2025 年其将在该项目中承担约 7 亿美元的投资额。在 UDFS（更新的确定性可行性研究）中，该项目将建设 5 万吨电池级氢氧化锂产能。SQM 计划在 2021H2 开始签订采购长期设备的合同并启动产线建设、计划 2024H2 投产。同时，联营公司正考虑进一步扩大采矿和精炼产能，初步方案评估将与项目的第一阶段建设同期开展。（来源：2 月 17 日公司公告）

公司临时股东大会同意通过发行 2244.3 万股 B 类普通股筹集 11 亿美元资金，以支持其锂、硝酸盐和碘业务的扩张计划。（来源：1 月 22 日公司公告）

LAC

公司完成以每股普通股 22.00 美元的价格发行 1818.18 万股，总收益约 4 亿美元。（来源：1 月 22 日公司公告）

Pilbara Minerals

公司公告完成对 Altura 项目的收购。PLS 以现金支付 1.55 亿美元（2.01 亿澳元）收购 Altura Lithium Operation (ALO) 的所有股份，完成了对 Altura 项目的收购，获得了 100% 的所有权。递延对价（0.4072 澳元的 6900 万股 PLS 股份或等值现金）也将在完成后的 12 个月内支付。Altura 将继续关停维护，复产将取决于市场条件和评估结果；复产时将与 Pilbara 现有业务整合，两个加工厂将提供更具弹性和灵活性的运营，能够混合生产产品以满足客户和市场的需求，并有能力根据市场情况进行扩产。Pilbara 目前正在对 Altura 项目进行评估，并在 2021 年 3 月末前提供更新信息，在确定适当的运营策略前将保持 Altura 项目的关停，评估工作包括：（1）工程评估如何改进和整合两个项目以发挥协同作用；（2）评估 Altura 的矿石储量，并在适当的时候发布更新信息；（3）评估 Altura 的工艺流程以提高回收率和改进浮选工艺。（来源：1 月 20 日公司公告）

Neo Lithium

Stifel GMP 代表其自身及包销商已与公司签订定增融资协议，将以 3.05 加元/证认购公司 990 万个特别认股权证书，该计划将使公司融资 3019.5 万加元，用于阿根廷 3Q 项目开发和补充公司日常流动资金。（来源：1 月 20 日公司公告）

Albemarle

公司公告，将其精细化学品业务出售给 WR Grace & Co.，作价 5.7 亿美元（包含 3 亿美元现金和雅保向 Grace 子公司发行的优先股 2.7 亿美元），宾夕法尼亚州的 Tyrone 和密西根州的 South Haven 工厂将被 Grace 收购。交易尚需监管部门批准，规划 2021Q2 完成。（来源：2 月 25 日公司公告）

公司公告：（1）从 2021 年开始，公司计划进行投资 3000 至 5000 万美元使银峰工厂的碳酸锂产量在 2025 年翻一番（目前产能为 6000 吨），从而充分利用其卤水矿权。（2）将启动美国内华达州的粘土资源勘探和粘土提取的技术评估。（3）寻求优化卤水提锂的工艺（包括 Clayton Valley 的银峰盐湖），通过一项由美国能源部赞助的与 Argonne 国家实验室合作研究项目，公司正在研究简化卤水生产氢氧化锂的处理工艺。（来源：1 月 7 日公司公告）

永兴材料

公司公告，在已建成并达产的年产 1 万吨电池级碳酸锂项目的基础上，本次拟建设年产 2 万吨电池级碳酸锂项目（两条线，第一条计划 21Q3 末建成、第二条计划 22Q1 末建成）、及配套 180 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目、锂矿资源系列综合价值提升研发项目。花桥矿业拥有宜丰县花桥乡白市村化山瓷石矿采矿许可证，本次拟投资建设白市村化山瓷石矿年产 300 万吨锂矿石技改扩建项目，为后续碳酸锂产能扩大提供资源保障。上述项目合计投资总额不超过 112,516 万元。（来源：2 月 1 日公司公告）

赣锋锂业

公司公告，2020 年实现营业收入 55.24 亿元，同比增长 3.4%；营业利润 11.08 亿元，同比增长 133.1%；归母净利润 9.85 亿元，同比增长 175.2%；每股收益 0.76 元，2019 年为 0.28 元。业绩主要增长原因：1、本报告期内，公司锂盐产品产销量同比增长；2、公司持有的 Pilbara 等金融资产公允价值变动收益增加。（来源：2 月 27 日公司公告）

公司已完成 Sonora 公司支付股权交易对价和股权交割工作。本次交易完成前，上海赣锋持有 Sonora 22.5% 股权；本次交易完成后，上海赣锋持有 Sonora 50% 股权。（来源：2 月 27 日公司公告）

公司公告，公司董事会通过公司 H 股定增议案。（1）拟提请召开股东大会及类别股东会议特别授权公司增发 H 股不超过 48,044,560 股（含本数），本次新增 H 股占发行后 H 股总股数的 16.67%，占发行后公司总股本的 3.45%。（2）拟将发行 H 股所得款项净额用于：产能扩张建设及潜在投资（80%）和运营资本以及一般企业用途（20%）。3）产能扩张建设主要涉及公司的海外锂资源项目，潜在投资的锂资源可能包括矿石、卤水、锂黏土等。（来源：2 月 26 日公司公告）

公司公告，于 2021 年 1 月 22 日召开的第五届董事会第十六次会议审议通过了《关于公司及子公司申请银行授信并提供担保的议案》，为满足公司及子公司的发展和生产经营需要，同意公司及子公司向相关合作银行申请综合授信额度合计人民币 105 亿元，其中，由公司提供连带责任保证担保额度合计人民币 48 亿元。（来源：1 月 23 日公司公告）

公司公告，全资子公司江西赣锋锂电通过增资扩股方式引入戈志敏、李承霖等 16 位自然人股东及新余理信、新余众昇等 12 个有限合伙企业，此次增资前，赣锋锂电的注册资本为人民币 5 亿元，赣锋锂业持有其 100% 股权；此次增资完成后，赣锋锂电的注册资本增加至人民币 9.1536 亿元，赣锋锂业持有其 54.62% 的股权。近日，自然人股东及有限合伙企业已完成了增资扩股的相关工作。赣锋锂电已完成了相关工商变更登记手续，并取得了新余市市场监督管理局换发的《营业执照》。（来源：1 月 6 日公司公告）

天齐锂业

公司预计 2020 年度归母净利润为 -13.6 亿元至 -22.7 亿元，上年同期亏损 59.83 亿元；扣非归母净利润 -16.65 亿元至 -8.6 亿元，预计营业收入 30 亿元至 34 亿元，上年同期 48.4 亿元。业绩变动原因：（1）2020 年营收下降主要原因系锂化工品的价格持续走低，叠加海外新冠疫情扩大因素导致出口份额降低。（2）受 SQM 股票价格、Libor 利率波动等因素影响，2020 年的 SQM 的 2.1% B 股领式期权业务产生的公允价值变动与套期保值业务产生的投资收益导致公司归母净利润减少约 5 亿元人民币，较 2019 年度下降 346.8%（均为非经常性损益）。

（3）2020 年财务费用下降，主要原因系本年汇率变动导致汇兑收益增加以及因 2019 年 12 月配股偿还部分银团借款本金以及 Libor 利率下调导致利息费用下降。（来源：1 月 30 日公司公告）

融捷股份

公司披露年报，2020 年实现营收 3.9 亿元，同比增 44.53%；净利润 2104 万元，上年同期亏损 3.26 亿元；基本每股收益 0.08 元。同时公司公告，已向深交所提交了对公司股票交易撤销退市风险警示的申请。（来源：2月8日公司公告）

雅化集团

公司发布 2020 年度业绩快报，报告期内实现营业收入 32.44 亿元，同比增长 1.48%，实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 329.18%，报告期末，公司总资产 69.85 亿元，较期初增长 33.87%，归属于母公司的所有者权益 51.46 亿元，较期初增长 81.78%。业绩变动原因主要系：（1）随着中国经济内循环的拉动，国家基础设施建设及相关重点工程陆续开工，公司民爆业绩有较大增长；（2）锂业务方面，随着雅安锂业的顺利投产，公司产能逐步释放；同时，公司通过加强技术进步、工艺品质管理、锂资源采购成本控制等手段不断降低产品成本，在锂盐价格逐步企稳的态势下，锂业务毛利率提升较快，公司锂业务业绩有较大提升。（来源：2月26日公司公告）

公司公告《非公开发行股票发行情况报告书暨上市公告书》。本次非公开发行完成后，公司新增股份数约 1.07 亿股，发行价格 14.01 元/股，募集资金总额约 15 亿元。本次新增股份将于 2021 年 1 月 29 日在深交所上市交易。（来源：1月27日公司公告）

公司公告，公司下属全资子公司雅安锂业与美国特斯拉公司签订电池级氢氧化锂供货合同，约定从 2021 年起至 2025 年，特斯拉向雅安锂业采购价值总计 6.3 亿美元~8.8 亿美元的电池级氢氧化锂产品。（来源：12月30日公司公告）

寒锐钴业

公司发布 2020 年度业绩预告修正公告，公司于 2021 年 1 月 22 日披露业绩预告，预计净利润为 3.2 亿元至 4.1 亿元，比上年同期增长 2207.85%-2856.94%。修正后，预计 2020 年度净利润 3.25 亿元-4.1 亿元，同比增长 2243.91%-2856.94%；扣非净利润 1.76 亿元-2.61 亿元，同比增长 3097.33%-4641.49%。（来源：1月25日公司公告）

公司公告，鉴于全资子公司新加坡寒锐拟与 Trafigura PTE LTD 签订供货量不少于 19000 吨的电解铜销售合同，为保障全资子公司新加坡寒锐日常经营业务的正常开展，在担保金额不超过 1500 万美元的前提下，公司拟为全资子公司新加坡寒锐履行《电解铜销售合同》项下的卖方义务提供履约担保。（来源：1月7日公司公告）

华友钴业

公司公告，公司预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润在 10.77 亿元到 12.68 亿元之间，上年同期为盈利 1.2 亿元。公司本次业绩预增主要是由于公司产品高端化、产业一体化的经营战略实施取得了良好的效果，随着新能源锂电材料需求快速增长，公司主要产品产销量增加，产品销售价格回升，盈利能力大幅提升。（来源：1月23日公司公告）

厦门钨业

公司公告，2020 年度业绩预增。预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 61,337.01 万元左右，与上年同期相比，将增加约 35,268.74 万元，同比增长 135.29% 左右。预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 45,496.31 万元左右，与上年同期相比，增加约 34,994.69 万元，同比增长 333.23% 左右。（来源：1月21日公司公告）

天华超净

公司公告，控股子公司天宜锂业与巴西 AMG 签署《锂辉石精矿扩产及 5 年独家合作协议》。

该协议要求：1、AMG在扩产完成后5年（60个月）内交付20万吨锂辉石精矿（每批产品氧化锂含量 $\geq 5.5\%$ ，水分含量 $\leq 0.5\%$ ），新增产能独家供应给天宜锂业；2、约定价格公式中的LiAv的碳酸锂价格为上海有色网公布的碳酸锂（99.5%电池级/国产）均价；3、双方合作期限结束前至少2个月以书面形式达成一致，双方选择再延长协议5年；4、天宜锂业将在2021年3月15日当日或之前支付部分预付款。同时，双方还同时签署了一项暂估金额为9000万美元的买卖协议作为附件（实际金额以协议约定公式为准）。（来源：1月13日公司公告）

川能动力

公司发布公告，已与川能锂能基金签订《股权转让协议》，最终以9.27亿收购川能锂能基金持有的四川能投锂业有限公司62.75%股权。（来源：1月12日公司公告）

全球锂电中下游

容百科技

发布2020年业绩快报，报告期内实现营业收入37.88亿元，同比下降9.6%；归母净利润2.13亿元，同比增长144%；扣非净利润1.61亿元，同比增长185%；每股收益0.48元，同比增长129%。报告期内业绩变动主因系：（1）上半年受疫情影响，开工率同比下降，但下半年新能源汽车市场需求回暖，高镍正极材料需求上涨，核心产品NCM811系列销量大幅增加，促进了年度经营业绩的较快恢复；（2）运营效率提升，降本增效效果显著，核心产品NCM811在Q4的单吨盈利明显回升；（3）公司积极加强客户信用风险管控，加之行业景气度回升，客户回款状况良好，未再发生2019年度大幅计提应收账款坏账准备的类似情况；（4）通过闲置资金购买理财产品取得投资收益。（来源：2月26日公司公告）

公司公告，预计2020年年度实现归属于母公司所有者的净利润为1.90亿元~2.30亿元，同比增加117.35%~163.11%。归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为1.20亿元~1.70亿元，同比增加112.61%~201.20%。业绩变动主要原因是，主营业务影响。2020年上半年，国内外市场受新冠疫情影响，新能源车普遍出现开工率降低、产销量下降的情况，动力电池市场需求因此出现明显下降。2020年下半年，得益于国内新冠疫情的有效控制，新能源汽车行业实现了较快复苏，市场需求有所恢复，公司积极把握市场机遇，加大市场开拓力度、加快产能建设和技术创新，主要产品NCM811高镍产品产销量大幅增长。（来源：1月30日公司公告）

德方纳米

公司发布业绩预告，预计2020年营业收入8.48亿元至10.36亿元（2019年为10.54亿元）；归母净利润-2882.86万至-2019.12万（2019年约1亿元）；扣非后净利润5329.48万元至7609.31万元（2019年为5996.25万元）。业绩变动主要原因：1、产销量原因：受疫情影响，2020全行业的开工率下降，导致公司主营产品磷酸铁锂销量虽有增长，但不及预期；受疫情影响，建设项目工期延长，曲靖市麟铁科技有限公司的建设项目和曲靖市德方纳米科技有限公司的一期建设项目投产日期均延后，导致原计划的2020年下半年产能集中投放延后。2、价格原因。与去年同期相比，磷酸铁锂市场全年价格和毛利率仍在低位徘徊，虽然年底价格略有反弹，但对全年的盈利贡献有限。3、费用原因。公司处于资本支出、产能和人员的扩展阶段，各项费用支出大幅增加，而产销量未能同步跟上，导致费用率大幅提高。此外，股份支付也增加了费用。4、本报告期内，预计非经常性损益对归属于上市公司股东的净利润的影响金额约为3,300万元-4,700万元。（来源：1月28日公司公告）

公司、宁德时代(300750)与江安县政府签署《江安县年产8万吨磷酸铁锂项目投资协议书》，

约定在四川省宜宾市江安县投建“年产8万吨磷酸铁锂项目”，项目总投资约18亿元，分2期建设，总建设周期36个月。（来源：1月19日公司公告）

中伟股份

公司公告，公司预计2020年度归属于上市公司股东的净利润3.9亿元-4.3亿元，同比增长116.88%-139.12%。报告期内，公司营业收入和利润水平平均同比增长较快，主要是由于公司对主要客户LGC、特斯拉和厦门钨业等核心客户销售收入增长，公司规模效应进一步凸显，利润水平大幅提升。（来源：1月27日公司公告）

公司公告，拟投资建设北部湾产业基地项目。项目总投资约230亿元人民币，占地面积约3500亩，分期开发，最终以项目实际建设情况为准。主要经营三元前驱体、四氧化三钴等前驱体开发以及金属镍钴及电池材料综合循环利用。其中一期项目投资约100亿元人民币（包括固定资产及流动资金投资，最终投资金额以项目实际投入资金为准），主要建设年产15万吨前驱体和7万吨金属镍钴及其综合循环回收设施，用地约1500亩，公司计划在取得一期项目土地使用权证后6个月内开工建设，并在一年内实现第一条生产线投产，4年内完成一期工程项目建设并投产。（来源：1月21日公司公告）

格林美

公司披露2021年第一季度业绩预告，预计一季度净利润为2.42亿~2.97亿元，同比增长120%-170%。公司三元前驱体和四氧化三钴的全年订单应接不暇，产能大释放。公司同日披露业绩快报：公司实现营业总收入为124.66亿元，比上年同期降低了13.15%；净利润4.03亿元，比上年同期降低了45.22%；基本每股收益0.09元。（来源：2月27日公司公告）

公司发布2020年度业绩快报，2020年实现营业总收入124.66亿元，同比下降13.15%；2020年实现归属于上市公司股东的净利润为4.03亿元，同比下降45.22%。格林美表示业绩下滑原因为2020年，受中国疫情与全球疫情的先后影响，全球新能源产业链与硬质合金产业链受到重创，给公司生产经营带来严峻影响。（来源：2月27日公司公告）

公司公告，公司下属公司荆门格林美近日与宁波邦普时代、香港邦普、永青科技、新展国际、PT. Indonesia Morowali Industrial Park 签署了关于PT. QMB NEW ENERGY MATERIALS（简称“青美邦公司”）之备忘录，约定同意公司下属公司荆门格林美及其关联方直接及间接持有青美邦公司72%股份。（来源：1月4日公司公告）

赢合科技

公司发布2020年度业绩预告。公司预计2020年归母净利润3-3.6亿元，同比增长82.16%-118.60%。业绩变动主要系：1）受益于新能源汽车行业回暖，新能源设备需求快速增长，报告期内公司锂电设备业务实现稳健增长，全年新接有效订单超过33亿元；2）公司持续加强研发创新，核心设备性能和品质行业领先，进而构建了良好的产品竞争力及品牌优势，使得客户结构及订单质量持续优化，运营质量逐季提升，规模效应逐步显现。（来源：1月12日公司公告）

SNE Research

发布2021年1月全球动力电池装机数据。2021年1月全球动力电池装机13.7GWh，同比增长94%。市场格局方面，宁德时代、LG化学和松下分列前三位，其中宁德时代装机达到4.3GWh，同比增长166.2%。（来源：SNE Research官网）

LG化学

发布2020年第四季度业绩。2020Q4实现收入8.9万亿韩元，环比增长18.4%，同比增长19.9%。2020年实现收入30.1万亿韩元，同比增长10.0%，净利润1.1万亿韩元，同比增

长 188.8%。能源解决业务方面，2020Q4 实现收入 4.1 万亿韩元，环比增长 31.3%，同比增长 66.4%，营业利润 1160 亿韩元。（来源：公司官网）

三星 SDI

发布 2020 年第四季度业绩。2020Q4 实现收入 3.3 万亿韩元，环比增长 5.3%，同比增长 15.3%。2020 年实现收入 11.3 万亿韩元，同比增长 11.9%，净利润 6310 亿韩元，同比增长 56.8%。能源及其他业务方面，2020 年实现收入 8.7 万亿韩元，同比增长 13.1%。（来源：公司官网）

松下

发布 2021 财年 Q3（2020 年 Q4）业绩。2021 财年 Q3 实现收入 1.8 万亿日元，同比下滑 5.1%。2021 财年 Q3 实现归母净利润 812.8 亿日元，同比增长 5.2%。（来源：公司官网）

SKI

发布 2020 年第四季度业绩。2020Q4 实现收入 7.7 万亿韩元，环比下滑 7.6%，单季度实现营业利润-2434 亿韩元（2020Q3 为-537 亿韩元）。2020 年实现收入 34.2 万亿韩元，营业利润-2.6 万亿韩元。动力电池业务方面，2020Q4 实现收入 4972 亿韩元，环比增长 2.3%，同比增长 121.0%，营业利润-1089 亿韩元。（来源：公司官网）

宁德时代

宁德时代 2 月 2 日晚间公告，拟投资建设宁德时代动力及储能电池肇庆等多个项目，项目总投资 290 亿元。具体来看：1) 公司拟在广东省肇庆市投资建设动力及储能电池生产基地，项目总投资不超过人民币 120 亿元；2) 公司拟在四川省宜宾市临港经济技术开发区内投资建设动力电池宜宾制造基地五、六期项目，项目总投资不超过人民币 120 亿元；3) 为进一步推进公司产能布局、满足客户需求、推动业务发展、巩固市场地位，公司控股子公司时代一汽拟在福建省宁德市霞浦县投资建设时代一汽动力电池生产线扩建项目，项目总投资不超过人民币 50 亿元。（来源：2 月 2 日公司公告）

宁德时代发布公告，公司控股子公司时代上汽拟在江苏省溧阳市中关村高新区投资建设时代上汽动力电池生产线扩建项目，项目总投资不超过人民币 105 亿元。项目分两期建设，项目一期自开工建设起不超过 15 个月，项目二期计划在一期建设后一年内启动（最终以实际建设情况为准）。（来源：2 月 25 日公司公告）

亿纬锂能

1 月 25 日，惠州亿纬锂能股份有限公司（以下简称“公司”）召开第五届董事会第二十次会议审议通过了《关于与关联方共同参与认购华友钴业非公开发行股票暨关联交易的议案》。公司及控股股东西藏亿纬控股有限公司（以下简称“亿纬控股”）拟以自有及自筹资金 180,000 万元共同参与认购浙江华友钴业股份有限公司（以下简称“华友钴业”）非公开发行的股票，其中公司拟认购价款总额为 30,000 万元，亿纬控股拟认购价款总额为 150,000 万元。（来源：1 月 26 日公司公告）

公司参与捷豹路虎 48V 电池系统项目，于 2 月中下旬收到捷豹路虎发出的供应商定点信，定点项目名称为“20Ah MHEV Battery”。（来源：2 月 25 日公司公告）

国轩高科

公司发布 2020 年度业绩预告。公司预计营业收入 60-66 亿元，同比增长 21%-33%；归母净利润 1.3-1.7 亿元，同比增长 153.6%-231.7%；扣除非经常性损益后净亏损 2.77-2.37 亿元，上年同期亏损约 3.45 亿元。（来源：1 月 30 日公司公告）

孚能科技

公司发布 2020 年度业绩快报。本年度，公司营业收入 11.29 亿元，同比下降 53.91%；归母净利润-3.16 亿元，同比下降 340.64%；归母扣非净利润-5.37 亿元，同比下降 5581.71%。（来源：2月27日公司公告）

蜂巢能源

1月18日，蜂巢能源科技有限公司与浙江华友钴业股份有限公司在浙江桐乡华友总部正式签署战略合作协议。根据协议，双方将利用各自的优势在锂电新能源电池循环回收、减少碳排放方面展开合作，提升供应链竞争力。（来源：蜂巢能源官微）

1月27日，蜂巢能源科技有限公司在成都与遂宁市正式签署战略合作协议，将斥资 70 亿元在遂宁经开区建设 20GWh 动力电池工厂。按照协议，蜂巢能源将通过 3-5 年的发展，构建完整的新能源动力电池产业链体系，为遂宁发展集聚新动能。项目总投资 70 亿元，核心规划用地面积约 720 亩，打造 20GWh 动力锂离子电池制造工厂。项目总体建成达产后，预计可实现年产值 140 亿元，年缴税 6.3 亿，带动就业 4000 余人。（来源：蜂巢能源官微）

2月25日，蜂巢能源 A 轮融资签约仪式在江苏常州举行。这是蜂巢能源第二轮市场化股权融资，本轮由中银投、国投招商联合领投，其他投资方包括金融街资本、常州创业投资、浙大九智、IDG、凯辉基金、海通开元、德载厚资本、长城控股等，融资总额 35 亿元。（来源：蜂巢能源官微）

全球新能源汽车终端

2020 全年中国新能源汽车累计销量 136.7 万辆，同比增长 10.9%。此外，中汽协发布中国 2021 年 2 月新能源汽车产销数据，2 月新能源汽车销量 11.0 万辆，环比下滑 38.8%，同比增长 584.7%。（来源：中汽协）

欧洲八国（德国/法国/英国/挪威/瑞典/西班牙/意大利/荷兰）陆续发布 2021 年 1 月电动汽车销量数据。2021 年 1 月欧洲八国电动汽车销量约 9.2 万辆，同比增长 50.5%。此外，欧洲 12 月电动汽车销量约 28 万辆，2020 全年达到约 137 万辆，渗透率 11%。（来源：各国汽车协会，Insideevs）

特斯拉

公司发布 2020 年第四季度财报。2020Q4 总收入 107.4 亿美元，毛利润 20.7 亿美元，毛利率 19.2%。公司已实现连续 6 个季度盈利。2020Q4 汽车产量 179757 辆，汽车交付量 180667 辆。（来源：1月27日公司公告）

德国大众

大众集团 2020 年汽车交付量约 930.5 万辆，同比下降 15.2%。新能源汽车方面，2020 年交付纯电动汽车约 23.2 万辆，是 2019 年交付量的三倍多，插电混动汽车销量 19.1 万辆，同比增长 175%。（来源：大众集团官网）

比亚迪

为拓展比亚迪股份有限公司控股子公司业务，满足其资金需求，公司于 2021 年 2 月 2 日召开第七届董事会第六次会议，审议通过了《关于拟对控股子公司增资的议案》，公司董事会同意公司分别以现金出资的方式对全资子公司比亚迪汽车工业有限公司增资 8.5 亿美元或等值人民币，对控股子公司比亚迪汽车有限公司增资 30 亿元人民币，对全资子公司深圳市比亚

迪供应链管理有限责任公司增资 30 亿元人民币。(来源：2 月 3 日公司公告)

公司发布 2021 年 2 月产销快报。新能源汽车方面，2 月销量 10355 辆，1-2 月累计销量 30533 辆，累计同比增长 207.3%。公司 2021 年 2 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为 1.354GWh，1-2 月累计装机总量约为 3.108GWh。(来源：3 月 5 日公司公告)

蔚来

2021 年 1 月 9 日，2020 蔚来日 (NIO Day 2020) 在成都举行，蔚来首款自动驾驶车型，智能电动旗舰轿车 ET7 正式发布，补贴前起售价人民币 44.8 万元，BaaS 方案补贴前起售价人民币 37.8 万元。延续蔚来高性能基因，ET7 搭载前 180 千瓦永磁电机和后 300 千瓦感应电机，最大功率 480 千瓦，峰值扭矩 850 牛米，零到百公里加速 3.9 秒，百公里到零制动距离 33.5 米；风阻系数低至 0.23Cd，配合应用了碳化硅功率模块的第二代高效电驱平台，能效水平整体提升，搭载 70kWh 电池包 NEDC 续航超 500 公里，搭载 100kWh 电池包续航超 700 公里，搭载全新 150kWh 电池包后续续航超 1000 公里。(来源：公司官网)

蔚来发布 2020 年四季度及全年财务业绩。蔚来 2020 年营收 162.6 亿元，毛利率稳步增长，达 17.2%，全年经营性现金流为正，研发费用 24.9 亿元，2021 年 2 月交付 5578 台，一季度交付指引超 20000 台。(来源：公司官微)

上汽集团

公司发布 2020 年度业绩预告。经财务部门初步测算，预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润约为 200 亿元，与上年同期相比，将减少约 56 亿元，同比减少 21.89% 左右。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约为 173 亿元，与上年同期相比，将减少约 43 亿元，同比减少 19.84% 左右。业绩变动主要系：受新冠疫情影响，公司经营挑战加大，2020 年度整车销量 560.0 万辆，同比减少 10.22%。(来源：1 月 12 日公司公告)

公司发布 2021 年 2 月产销快报。2 月汽车销量 246476 辆，1-2 月累计销量 649557 辆，累计同比增长 45.13%。(来源：3 月 8 日公司公告)

北汽蓝谷

公司发布 2021 年 2 月产销快报。子公司北京新能源汽车 2 月销量 1012 辆，1-2 月销量 2084 辆，累计同比下降 30.72%。(来源：3 月 10 日公司公告)

吉利汽车

公司披露 2021 年 2 月销量。2 月汽车销量 77221 辆，同比增长 265%。2021 年 1-2 月新能源和电气化汽车销量 6828 辆。(来源：3 月 8 日公司公告)

风险提示

全球新能源汽车终端产销低预期、供给释放量超预期、宏观基本面及地缘风险等。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A 股市场以沪深 300 指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路 69 号裕景国际商务广场 A 座 2208 室 邮编:200120	地址:深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 48F 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 603 室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
 Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 48F, Rong Chao Trading Center, No.4028 Jintian Road, Futian District, Shenzhen
 Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinian Road, Haidian District, Beijing
 Postcode: 100037