

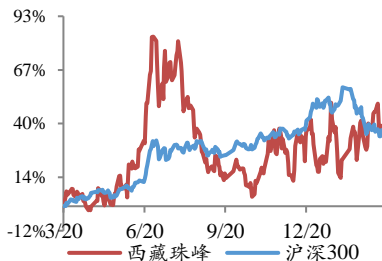
塔国明珠、盐湖锂新秀

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2021-03-30

收盘价 (元)	10.19
近 12 个月最高/最低 (元)	13.57/7.28
总股本 (百万股)	914
流通股本 (百万股)	914
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	93
流通市值 (亿元)	93

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 石林

执业证书号: S0010520060001

电话: 15652540369

邮箱: shilin@hazq.com

联系人: 许勇其

执业证书号: S0010120070052

电话: 18019001956

邮箱: xuqy@hazq.com

联系人: 翁嘉敏

执业证书号: S0010120070014

电话: 13777083119

邮箱: wengjm@hazq.com

相关报告

主要观点:

● 转型发展焕发新机, 产销稳定历久弥新

公司以生产高档大排量摩托车起家, 经过二十多年不断的发展转型, 逐渐成长为一家以矿山综合开发为主的资源类企业。公司 2015 年收购塔中矿业后, 历年产量稳定, 产销率均维持高位。公司控股的西藏珠峰资源 (香港) 有限公司于 2018 年 4 月完成对世界知名锂盐湖资源公司 Lithium-X 股权收购, 自此一举打入新能源矿产领域, 成为锂业新秀。

● 坐拥资源量超亿吨, 塔国明珠熠熠生辉

塔中矿业目前拥有四个采矿权以及三个探矿权, 合计保有矿石量超过 1 亿吨, 铅锌金属量超过 600 万吨, 年产铅锌铜精矿超 15 万吨。公司目前拥有 400 万吨/年的采选规模; 虽然 2020 年采选产能受疫情影响有所下滑, 但目前正逐步恢复, 预计 2021 年一季度恢复至疫情前正常水平。目前铅锌行业整体维持供需紧平衡状态, 后续价格有望维持在高位, 在采矿成本维持不变的背景下, 公司铅锌产品毛利率得以进一步提升。

● 收购世界级锂盐湖, 布局新能源产业链

新能源电动车行业近年来的高速发展和国家层面的日益重视预示着锂业新一轮大周期的启动, 长期锂市场预计将呈现供不应求格局, 量价齐升大幅提升锂产品利润。南美“锂三角”地区锂资源丰富, 资源量及产量均占全球半壁江山, 资源禀赋极佳; 叠加盐湖卤水提锂显著的成本优势, 各大锂资源巨头均在该地区有投产、在建项目, 或宣布融资扩产计划。公司 SDLA 及 Arizaro 盐湖项目均位于南美“锂三角”中心位置, 属于成熟矿区, 基础设施完善、交通便利, 其中 SDLA 项目盐湖资源储量大、品位高, 规划产能位居阿根廷境内盐湖项目前列。目前 SDLA 项目一期已具备 2500 吨/年 LCE (碳酸锂) 当量富锂卤水产能并实现稳定产出和供货。新增 2.5 万吨/年 LCE (碳酸锂) 当量项目已完成可行性研究编制, 并已向所在地政府主管部门递交环评申请; 如进展顺利, 预计项目 2021 年底前可实施投资建设, 并在 2022 年底前实现达产。

● 投资建议

塔中矿业产能恢复稳定, 阿根廷 SDLA 盐湖项目建设进展顺利, 锂业大周期的启动助力公司盈利能力的提升, 我们预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 0.61/6.64/9.03 亿元, 同比增速分别为 -89.8%/984.0%/35.9%, 对应 PE 152X/14X/10X, 首次推荐, 给予“买入”评级。

● 风险提示

疫情负面影响; 公司产能扩张不及预期; 海外投资风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2234	189	1614	2192
收入同比 (%)	9.2%	-91.5%	754.0%	35.8%
归属母公司净利润	600	61	664	903
净利润同比 (%)	-33.4%	-89.8%	984.0%	35.9%
毛利率 (%)	53.3%	57.1%	68.1%	68.1%
ROE (%)	21.9%	2.2%	19.2%	20.7%
每股收益 (元)	0.66	0.07	0.73	0.99
P/E	19.04	152.09	14.03	10.32
P/B	4.17	3.33	2.69	2.13
EV/EBITDA	12.95	51.35	10.40	7.69

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 转型发展焕发生机，产销稳定历久弥新	5
1.1 公司发展转型，产业历久弥新	5
1.2 公司产量稳定，产品供不应求	6
2 坐拥资源量超亿吨，塔国明珠熠熠生辉	7
2.1 铅锌资源富甲一方，储量提升助力成长	7
2.2 采选产能逐步恢复，扩张计划持续开展	7
2.3 铅锌价格有望回升，助推公司盈利能力	8
2.4 助力一带一路建设，履行脱贫攻坚责任	8
3 收购世界级锂盐湖，布局新能源产业链	9
3.1 迎接锂业周期爆发，量价齐升利润广阔	9
3.2 坐拥南美天然禀赋，承接盐湖成本优势	11
3.3 巨头涉足优质盐湖，锂企逐鹿边境高原	14
3.4 公司项目建设加速，储量品位优势显著	16
4 盈利预测	19
5 风险提示:	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

图表 1 公司上市时间较早, 不断发展转型	5
图表 2 公司通过参股企业收购 LITHIUM-X	5
图表 3 公司历年产量保持稳定 (千吨)	6
图表 4 公司历年产销率均维持高位 (%)	6
图表 5 自有矿山资源量丰富	7
图表 6 采选产能有望恢复至疫情之前 (万吨)	8
图表 7 铅锌产量受疫情影响持续波动 (千吨)	8
图表 8 铅锌价格受疫情影响持续波动 (美元/吨)	8
图表 9 一大批其他优质的西藏本土企业主动融入“一带一路”战略	9
图表 10 锂在电池领域应用广泛	10
图表 11 2016-2030 年电动车带动锂需求快速增长 (千吨 LCE 当量)	10
图表 12 锂短期内供不应求情况将有所缓解, 但长期供需缺口较大 (千吨 LCE 当量)	11
图表 13 中国市场碳酸锂价格触底回升 (美元/吨)	11
图表 14 进口端开始呈现量价齐升的趋势 (吨, 美元/吨)	11
图表 15 全球及南美锂资源量及产量分布	12
图表 16 2020 年南美地区锂资源量全球份额大 (%)	12
图表 17 2020 年南美地区锂产量全球份额大 (%)	12
图表 18 “锂三角”主要盐湖指标一览	13
图表 19 盐湖卤水提锂与硬岩矿提锂相比生产成本更低	13
图表 20 全球及南美锂资源量及产量分布 (美元/吨)	14
图表 21 盐湖卤水提锂的成本构成中试剂占比最高 (%)	14
图表 22 各大锂业巨头布局优质盐湖项目	15
图表 23 盐湖卤水提锂的成本构成中试剂占比最高 (%)	15
图表 24 各大锂业巨头布局优质盐湖项目	16
图表 25 阿根廷盐湖项目仍处于产能爬坡阶段 (%)	16
图表 26 SDLA 及 ARIZARO 项目均位于南美“锂三角”中心位置	17
图表 27 SDLA 项目资源禀赋显著	17
图表 28 SDLA 项目碳酸锂资源量及品位在南美盐湖群中名列前茅	18
图表 29 各大资源公司纷纷布局盐湖项目 (万吨)	18
图表 30 ARIZARO 项目交通便利	19
图表 31 2016 年-2025 年公司业绩拆分及盈利预测	20

1 转型发展焕发生机，产销稳定历久弥新

1.1 公司发展转型，产业历久弥新

西藏珠峰以生产高档大排量摩托车起家，经过二十多年不断的发展转型，逐渐成长为一家以矿山综合开发为主的资源类企业。公司于 2015 年 8 月完成重大资产重组，全资收购了位于塔吉克斯坦的塔中矿业有限公司，成功地将中亚地区优质铅锌多金属矿山资产注入上市公司，由此转型成为一家大型有色金属资源综合开发企业。

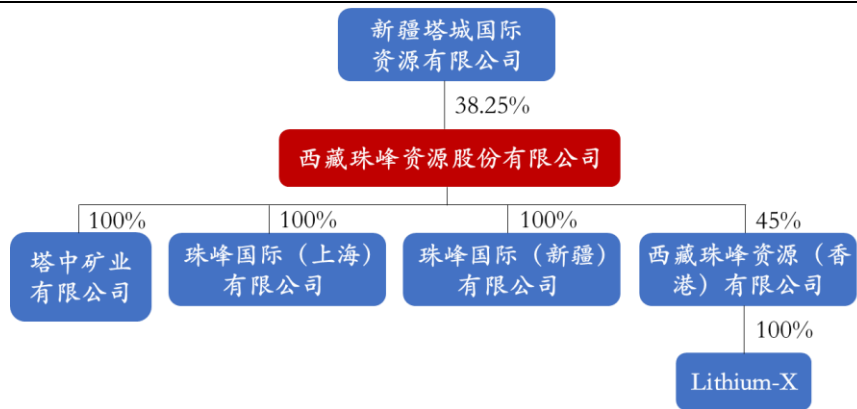
图表 1 公司上市时间较早，不断发展转型

时间	重大事项
2000 年 12 月	在上交所挂牌交易（股票简称：西藏珠峰；股票代码：600338），是西藏辖区第七家上市公司。上市之初，公司是国家定点摩托车生产厂家之一，主要从事高档大排量摩托车生产销售，在国内中高档摩托车市场中占有一定的市场份额。
2005 年 8 月	公司实施重大资产重组，完成了主营业务转型，主营业务从摩托车产品及零部件的生产销售转变为锌、铜等有色金属的冶炼。
2015 年 8 月	公司再次完成重大资产重组，进行非公开发行股票购买资产，收购位于塔国的塔中矿业 100% 股权。
2017 年	公司完成原有有色金属冶炼资产的剥离，成功转型成为一家专业的有色金属矿业资源开发商。
2018 年 4 月	联合财务伙伴收购 Lithium-X 100% 股权，全资控股其位于阿根廷的两个资源禀赋优良、开发进度领先的锂盐湖项目，公司正式进入新能源行业上游锂资源开发领域。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司参股的 NNEL 公司，后更名为西藏珠峰资源（香港）有限公司，于 2018 年 4 月完成对世界知名锂盐湖资源公司 Lithium-X 公司 100% 股权收购，公司自此一举打入新能源矿产领域，成为锂业新秀。

图表 2 公司通过参股企业收购 Lithium-X



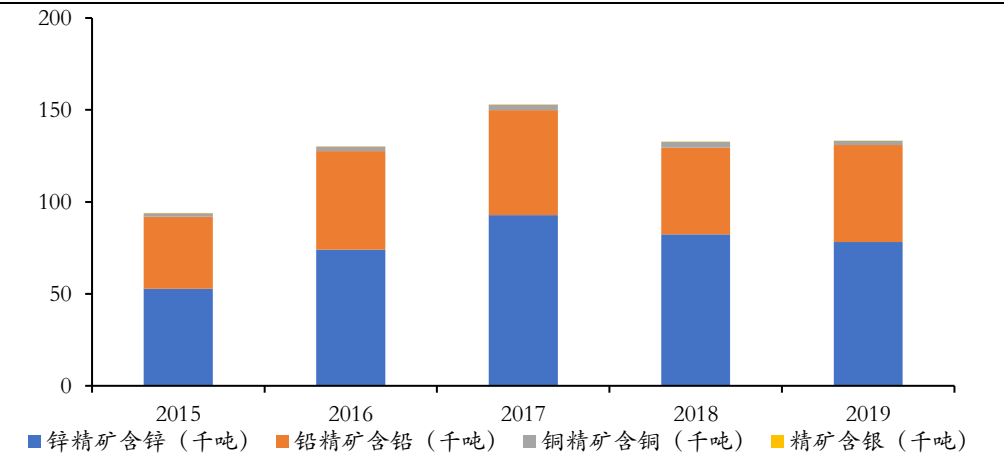
资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司目前在塔国分别拥有四个采矿权（派-布拉克、阿尔登-托普坎、北阿尔登-托普坎、布祖尔-巴达尔）以及三个探矿权（赛卡巴特、阿格巴、巴霍杜尔别克），目前拥有 400 万吨/年的采选规模，合计保有矿石量超过 1 亿吨，铅锌金属量超过 600 万吨。2019 年公司新获的一个采矿权和三个探矿权预计将助力公司产能以 20% 以上的高增速继续提升，最终有望形成 600 万吨/年的采选规模。

1.2 公司产量稳定，产品供不应求

公司目前的主要业务为锌精矿、铅精矿、铜精矿的采选生产与销售。自 2015 年转型矿产资源类公司以来，公司历年产量稳定，2019 年锌精矿含锌产量 7.81 万吨，铅精矿含铅产量 5.27 万吨，与 2018 年相比基本保持稳定。

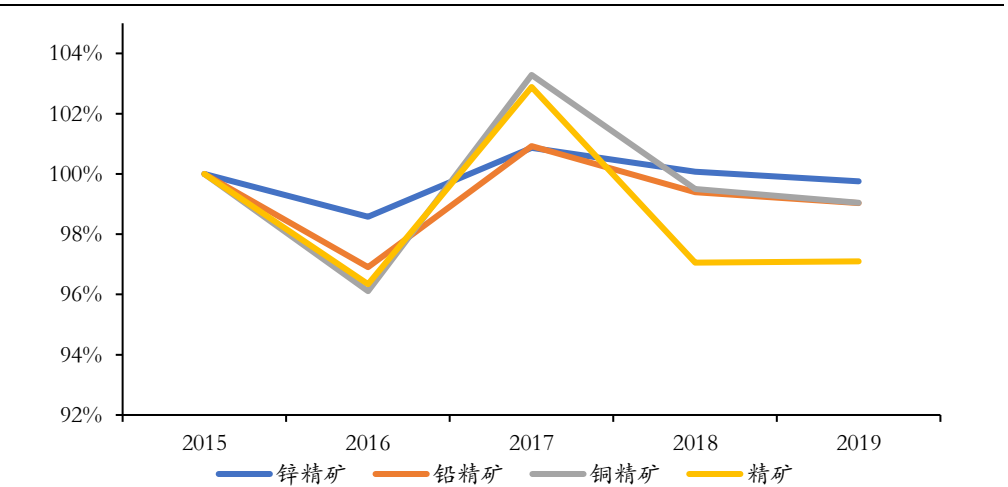
图表 3 公司历年产量保持稳定（千吨）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司采取“以销定产”的生产经营模式，依据市场需求变化合理配置产能，公司历年产销率均维持高位，这在一定程度上有助于公司规避供过于求、产能过剩造成的不利影响。

图表 4 公司历年产销率均维持高位（%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 坐拥资源量超亿吨，塔国明珠熠熠生辉

2.1 铅锌资源富甲一方，储量提升助力成长

西藏珠峰于 2015 年收购的塔中矿业有限公司位于塔吉克斯坦共和国第二大城市苦盖市正北方向约 100km 的古力斯通市扎勒尼索勒镇，现拥有塔国派-布拉克、阿尔登-托普坎、扎勒尼索勒-希莫利以及恰拉塔铅锌多金属矿区采矿权和别列瓦尔等三个探矿权，其中包含 2019 年新获一个采矿权三个探矿权，公司资源储量得以进一步提升至超过一亿吨，铅锌银铜金属量超过 600 万吨，年产铅锌铜精矿超 15 万吨。

图表 5 自有矿山资源量丰富

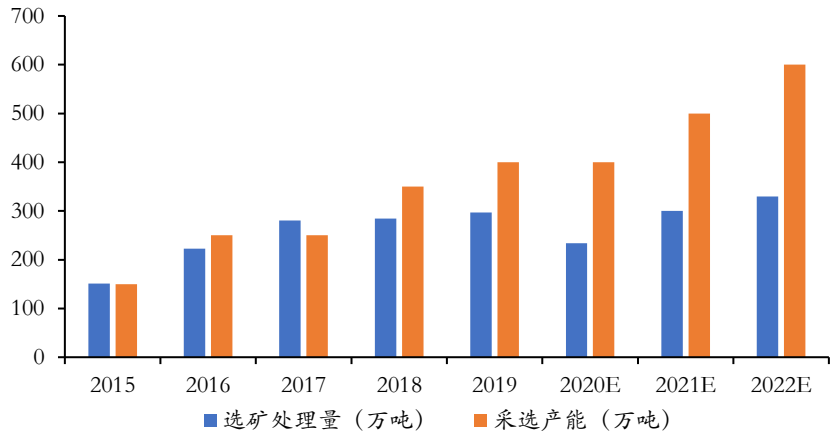
自有矿山项目 (拥有采矿权)					
矿权名称	主要品种	保有总资源量 (含基础储量)			资源剩余可 开采年限
		矿石量 (万吨)	品位 (%)		
			Pb	Zn	
派-布拉克	铅、锌	117.40	3.58	3.86	16
阿尔登-托普坎	铅、锌	1646.92	2.31	2.40	16
北阿尔登-托普坎	铅、锌	5852.87	3.08	3.69	16
布祖尔-巴达尔 (2019 新增)	铅、锌	1693.30	2.31	2.73	16
2019 年新获探矿权项目					
矿权名称	主要品种	保有总资源量(含基础储量)			资源剩余可 开采年限
		矿石量 (万吨)	品位 (%)		
			Pb	Zn	
赛卡巴特	铅、锌	79.9	2.80	1.1	
阿格巴	铅、锌	794.1	2.03	2.18	
合计	铅、锌	10184.49	2.81	3.29	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 采选产能逐步恢复，扩张计划持续开展

随着塔中矿业所在地疫情得到控制，公司在 2020 年下半年开始分阶段复工复产，2020 年年底采选产能已恢复至设计产能的 80%，2021 年一季度有望恢复至疫情前正常水平。同时，公司产能扩张计划也在持续开展，生产计划也适时做出调整，预计 2021 年产量水平与 2019 年相当。

图表 6 采选产能有望恢复至疫情之前 (万吨)



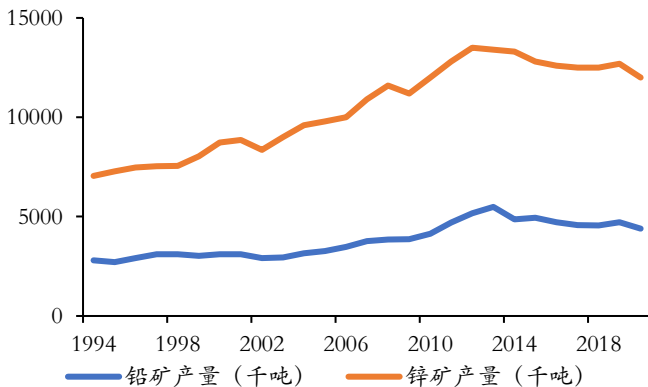
注: 2020 年上半年选矿处理量为 120.18 万吨, 较去年同期下降 15.86% (5 月开始停产), 2020 年 8 月恢复至设计产能的 50%-60%, 年底恢复至 80%, 假设 2020 年下半年较同期下降 20%, 产量为 169.06 万吨。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.3 铅锌价格有望回升, 助推公司盈利能力

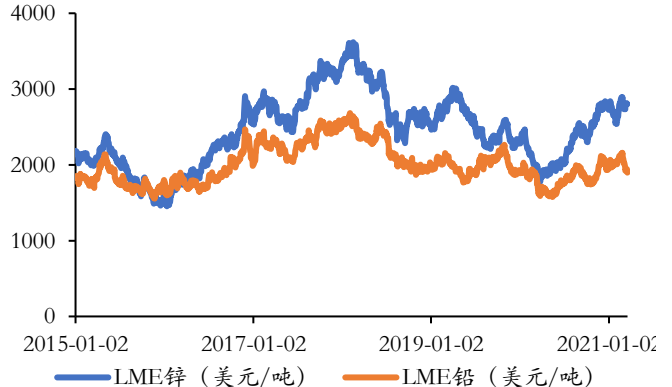
2018-2019 年, 随着国外大型新建矿山的复产和投产, 全球铅锌产量有所上升, 供给缺口收窄, 但随后受疫情影响, 全球铅产量 2020 年下降 6.68%, 锌产量下降 5.51%。同时疫情爆发后, 需求端的骤减导致铅锌价格跌至近三年来低位, 库存有所上升。随着全球复工复产进程加快, 铅锌价格逐步回升。叠加铅锌库存均处在历史低位的因素, 行业整体维持供需紧平衡状态, 后续价格有望维持在高位, 在采矿成本维持不变的背景下, 公司铅锌产品毛利率得以进一步提升。

图表 7 铅锌产量受疫情影响持续波动 (千吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 铅锌价格受疫情影响持续波动 (美元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.4 助力一带一路建设, 履行脱贫攻坚责任

我国西藏地区拥有四千多公里漫长的边境线, 与尼泊尔、印度、不丹等多个“一带一路”沿线国家接壤, 是面向南亚、西亚市场重要的开放前沿, 在“一带一路”战略中起着重要的桥头堡引领作用。作为西藏地区较早上市的公司, 公司积极响应“一带一路”国家战略, 率先布局全球优质矿产资源, 其塔中矿业项目已成为上海合作组织

经贸合作框架下的样板工程。随着旗下西藏珠峰资源（香港）有限公司 2018 年 4 月全资控股阿根廷安赫莱斯锂盐湖（SDLA）项目，示范效应进一步得到凸显，之后拉萨宁算科技集团等一大批其他优质的西藏本土企业主动融入“一带一路”战略，走出国门与埃塞俄比亚、尼泊尔等国合作建设各类投资项目。

图表 9 一大批其他优质的西藏本土企业主动融入“一带一路”战略

企业	项目	合作国家	项目进展
黎博建设有限公司	埃塞俄比亚高压线路建设项目	埃塞俄比亚	2016 年 9 月正式开工
拉萨宁算科技集团	与尼泊尔 Nabil 银行签订全面的数据服务合作协议	尼泊尔	2019 年 4 月签订并实施
拉萨经济技术开发区投资发展有限公司	中尼友谊工业园	尼泊尔	2019 年 10 月正式开工
华钰矿业	塔铝金业康桥奇矿山项目	塔吉克斯坦	2019 年 12 月陆续投入使用

资料来源：西藏日报，华安证券研究所

公司积极履行社会责任，2015 年以来积极参与当地政府组织的扶贫捐赠活动，帮助贫困地区群众解决生活困难，助力全面建成小康社会目标。公司积极参与 2016 年西藏自治区“10.17”扶贫日募捐活动，认缴人民币 80 万元，并于 2017 年年初完成捐助工作。公司参加西藏自治区红十字会在 2018 年 8 月至 10 月举办的“安全教育图书、爱心安全教育书包进校园活动”。2019 年 7 月，公司合计赠送给全区中小学及儿童福利机构 2000 套安全教育图书及书包，合计捐助金额 76 万元。

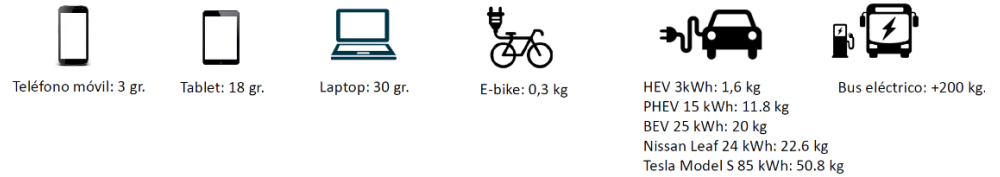
3 收购世界级锂盐湖，布局新能源产业链

2018 年公司通过持股 45% 的参股公司 NextView New Energy Lion Hong Kong Limited，后更名为西藏珠峰资源（香港）有限公司，参与收购一家聚焦锂资源勘探开发的境外上市公司 Lithium X Energy Corp.（LIX）的全部股份，LIX 拥有三个优质锂资源项目：安赫莱斯锂盐湖（SDLA）项目、阿里扎罗锂盐湖（Arizaro）项目及加拿大创业板上市公司纯清能源矿业有限公司（Pure Energy Minerals Limited）约 17% 股权，公司均拥有前二者 100% 权益。

3.1 迎接锂业周期爆发，量价齐升利润广阔

作为电池正极材料中不可或缺的原料，锂广泛应用于手机、笔记本电脑、电动车的可充电电池中，由于其较高的战略经济价值被称为新时代的“白色石油”。除此之外，锂在合金、玻璃陶瓷、干燥系统等领域中的应用也相当广泛。

图表 10 锂在电池领域应用广泛

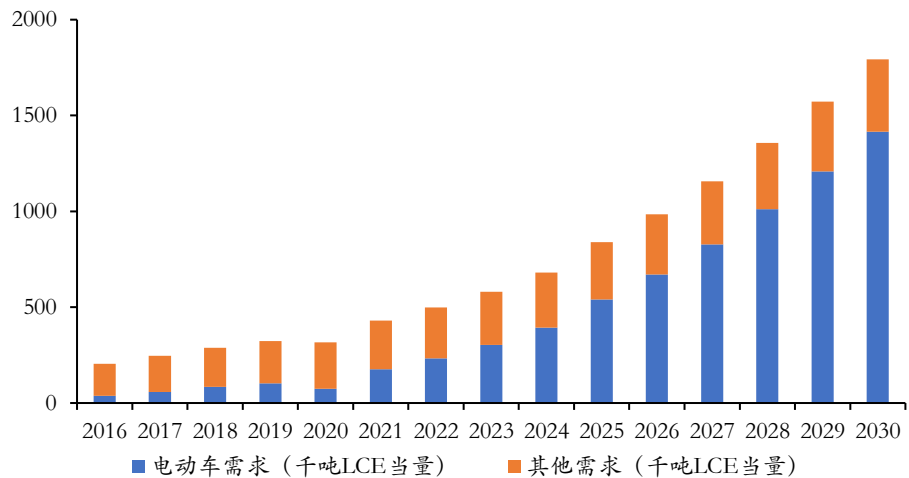


资料来源: Cochilco, 华安证券研究所

新能源电动车近年来的高速发展和国家层面的日益重视势必带动对锂的长期旺盛需求, 预示着锂业新一轮大周期的启动。在国内, 根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》计划安排, 到 2025 年我国纯电动和插电式混合动力汽车占总销量比例将达到 15%-25%, 2030 年时达到 30%-40%; 在欧洲, 欧盟政府出台大规模的产业政策与普惠的购车补贴, 鼓励大众、奔驰、宝马等车企新能源电动车领域的研发投入, 同时也批准 32 亿欧元锂电补贴项目 IPCEI。

需求层面, 根据权威机构智利铜业委员会 (Cochilco) 的预测, 2030 年全球对锂的总需求将超过 175 万吨 LCE 当量。其中新能源电动车对锂的需求增长尤为显著, 相较于一次性干电池、陶瓷等锂传统应用领域年均仅 5% 的稳定增长, 预计新能源电动车对锂需求的年复合增长率将达到 27%。2019 年纯电动车 (BEV) 对锂的需求在总需求中的份额达 62%, 这一数字在 2030 年将继续上升至 88%。

图表 11 2016-2030 年电动车带动锂需求快速增长 (千吨 LCE 当量)



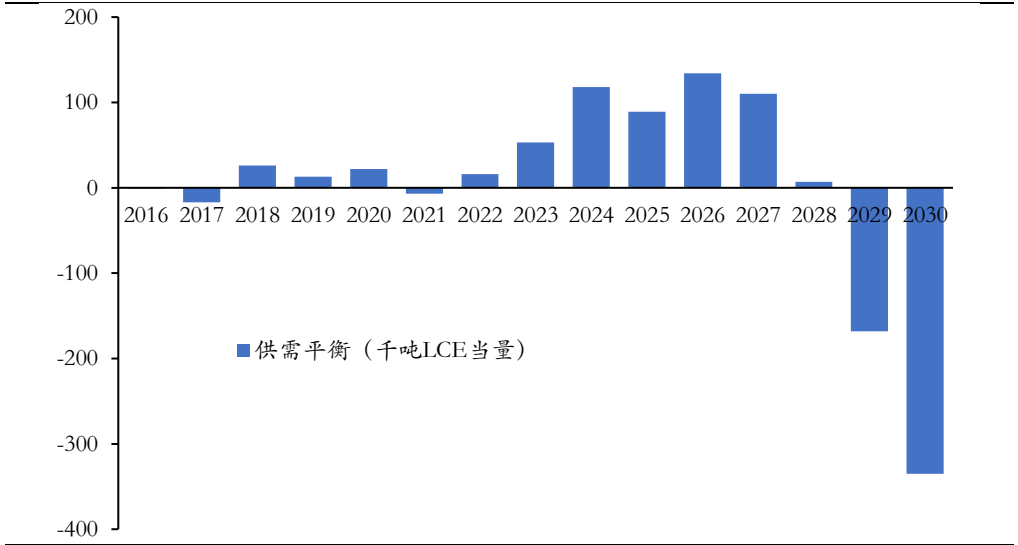
资料来源: Cochilco, 华安证券研究所

供给层面, 2019 年以来受锂业出清和产能整合的影响, 澳洲有效锂产能持续下降。澳大利亚 7 个锂资源矿山中目前仅有 Marion 等 4 个矿山能够正常生产, 其余 Bald Hill 等皆已破产或停产。其中, Wodgina 矿被 ALB 公司雪藏, Talison 矿仅对两大股东天齐和 ALB 内部销售, Marion 矿包销至赣锋锂业, 不能流入市场。锂行业短期内存在一定供不应求的情况。

同时值得注意的是, SQM、Orocobre 等锂业巨头 2015 年起建设的南美盐湖扩产项目预计在 2022 年起逐步完工投产, 产能陆续得到释放, 供不应求的状况逐步扭转。但长期而言, 新能源电动车市场创造出的对锂旺盛需求增量将快速消耗锂业存量产能, 预计 2030 年锂市场供不应求情况加剧, 供需缺口将超过 33 万吨 LCE 当

量。

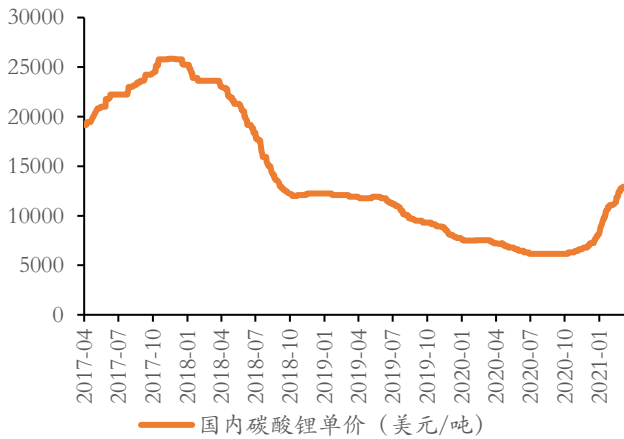
图表 12 锂短期内供不应求情况将有所缓解,但长期供需缺口较大(千吨 LCE 当量)



资料来源: Cochilco, 华安证券研究所

价格层面,受锂预期供应紧张情况的影响,全球锂价触底回升。2020年三季度开始,中国市场碳酸锂价格率先止跌回升,2021年3月突破13000美元/吨。同时,我国作为全世界锂行业最大需求国,近几年碳酸锂进口量大幅增加,其中大部分来自于生产成本较低的南美盐湖。此次锂价回升,我国进口端呈现量价齐升的状态,碳酸锂产品利润大幅提升。

图表 13 中国市场碳酸锂价格触底回升(美元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 进口端开始呈现量价齐升的趋势(吨, 美元/吨)

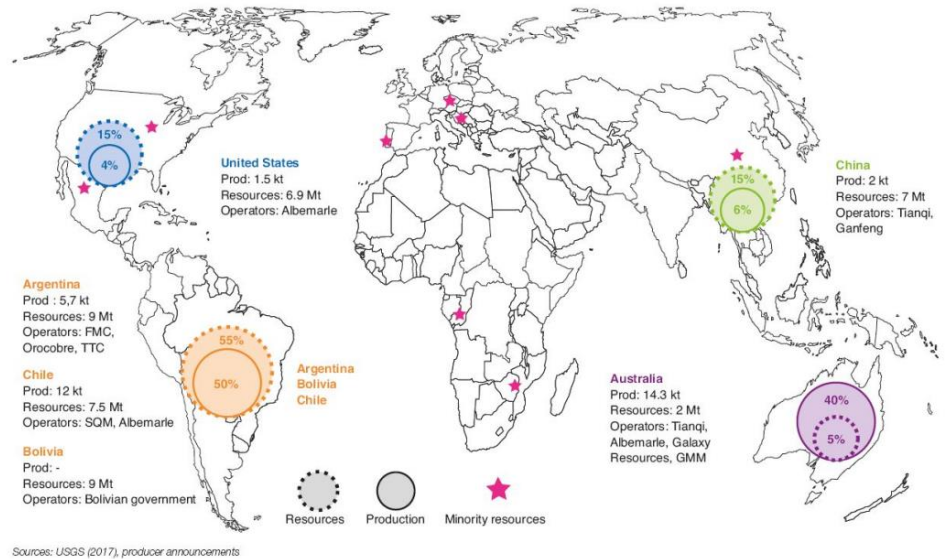


资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 坐拥南美天然禀赋, 承接盐湖成本优势

全球范围内锂资源量和锂储量丰富,美国地质调查局(USGS)2020年的数据显示,全球锂资源量约为8600万吨,储量约2100万吨。锂资源全球分布广泛,澳大利亚西部、南美地区、我国西部锂资源储量位居世界前列。同时,全球锂资源勘探和开发的项目也越来越多,非洲、北美和南美地区不断有新的锂矿床被发现,全球探明的锂资源总量和储量也在大幅增加。

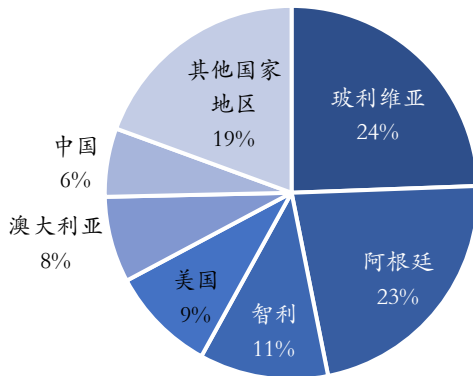
图表 15 全球及南美锂资源量及产量分布



资料来源: USGS, ScienceDirect, 华安证券研究所

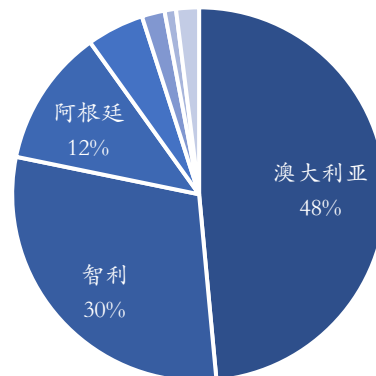
南美锂资源尤其丰富，2020 年智利、阿根廷和玻利维亚锂资源量分别为 960、1930 和 2100 万吨，三国合计占全球总资源量 58%，全球范围内锂资源禀赋极佳。同时，根据 USGS 统计，仅阿根廷及智利两国 2020 年锂产量合计 2.42 万吨，全球份额合计 42%，锂资源量和产量均占据世界半壁江山，资源优势明显，三国由此被称为南美“锂三角”。

图表 16 2020 年南美地区锂资源量全球份额大 (%)



资料来源: USGS, 华安证券研究所

图表 17 2020 年南美地区锂产量全球份额大 (%)



资料来源: USGS, 华安证券研究所

与以锂辉石为主要形态的澳大利亚锂矿资源不同，南美丰富的锂资源主要类型为盐湖卤水，其主要集中在三国交界处，该地区由于独特的地形构造和干旱气候，盐湖分布密集，降水量少、蒸发量大，是天然的卤水锂优质生产地区。在该区域内，阿根廷的盐湖数量较多，集中分布于该国普纳高原的萨尔塔省 (Salat)、卡塔马卡省 (Catamarca) 和胡胡伊省 (Jujuy) 内。

图表 18 “锂三角”主要盐湖指标一览

盐湖	国家	面积 (km ²)	海拔 (m)	年降水量 (mm)	盐湖类型	卤水类型	氯 (g/L)	锂 (g/L)	钾 (g/L)	硼 (g/L)
Uyuni	玻利维亚	10000	3653	150	未成熟	Na-Cl-SO ₄	190	0.42	8.7	0.24
Atacama	智利	2900	2300	25	成熟	Na-Cl-Ca/SO ₄	210	2.55	27.4	0.82
Maricunga	智利	90	3760	35	混合	Na-Cl-Ca/SO ₄	204	1.05	8.9	0.79
Olaroz-Cauchari	阿根廷	550	3900	130	未成熟	Na-Cl-SO ₄	180	0.71	5.9	1.09
Huayatayoc-Salinas Grande	阿根廷	2500	3400	180	未成熟	Na-Cl-Ca/SO ₄	190	0.78	9.8	0.23
Rincon	阿根廷	280	3740	63	非常成熟	Na-Cl-SO ₄	195	0.4	7.5	0.33
Arizaro	阿根廷	1600	3500	50	未成熟	Na-Cl-SO ₄	190	0.08	4	0.12
Pocitos	阿根廷	435	3660	60	未成熟	Na-Cl-SO ₄	170	0.09	4.8	1.32
Antofalla	阿根廷	540	3580		未成熟	Na-Cl-SO ₄	166	0.32	4.7	10.8
Hombre Muerto W	阿根廷	350	3750	77	成熟	Na-Cl-SO ₄	195	0.68	6.3	2.06
Hombre Muerto E	阿根廷	280	3750	77	未成熟	Na-Cl-SO ₄	140	0.78	8.9	0.62

资料来源: ResearchGate, 华安证券研究所

锂资源的供应来源可分为四种工业类型: 盐湖卤水、地下卤水、硬岩矿 (包括锂辉石、锂云母等) 以及地热水。现阶段大部分锂矿供应来源为伟晶岩硬岩矿, 份额约占总供应量的 55%, 但盐湖卤水锂储量更大, 有极强的工业开发价值, 也是目前锂矿发展的重点方向, 同时地下卤水也越来越受到行业重视。

盐湖卤水提锂与硬岩矿提锂相比, 碳酸锂和氢氧化锂的生产成本更低, 产生的副产品如钾、硼等也可以回收利用并创收, 但锂盐生产时间更长, 项目建设周期也更长。同时, 盐湖卤水并不能直接生产氢氧化锂, 需要生产碳酸锂作为中间过渡步骤。

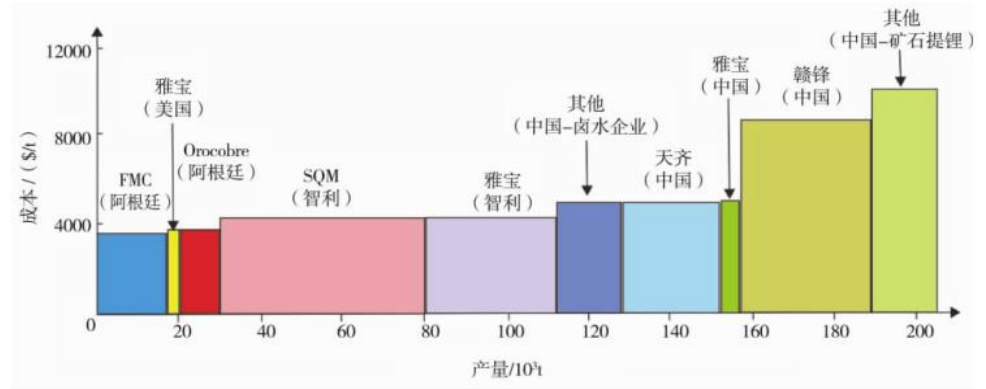
图表 19 盐湖卤水提锂与硬岩矿提锂相比生产成本更低

种类	当前供应占比	提取方法	成本区间(千美元/吨)		平均生产时间	副产品
			碳酸锂	氢氧化锂		
硬岩矿 (锂辉石、锂云母等)	55%	55%	矿石冶炼		8.3~9	6~9
卤水 (盐湖、地下)	45%	45%	蒸发沉淀		4.1~5.8	5.2~6.8

资料来源: ResearchGate, 华安证券研究所

反映到项目成本上, 南美“锂三角”区域内盐湖卤水项目生产成本普遍较低。参考全球碳酸锂项目生产成本曲线, 南美盐湖卤水生产碳酸锂的成本最低仅在 4 美元/kg 左右, 与全球最优质的锂辉石矿山项目 Greenbushes 相比成本更低。

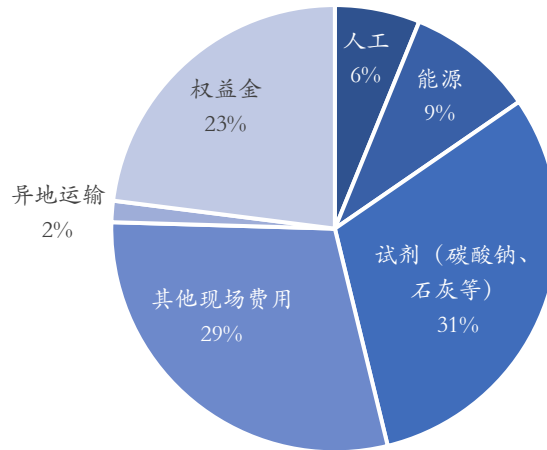
图表 20 全球及南美锂资源量及产量分布 (美元/吨)



资料来源: CNKI, 华安证券研究所

从成本结构角度分析, 盐湖卤水提锂最大的成本构成为碳酸钠、石灰等试剂成分, 约占总成本 31%, 同时权益金成本占比较高, 约占总成本 23%。与锂辉石提锂需要较大人力投入相比, 盐湖卤水提锂人工成本占比仅 6%。

图表 21 盐湖卤水提锂的成本构成中试剂占比最高 (%)



资料来源: Cochilco, S&P Global Market Intelligence, 华安证券研究所

3.3 巨头涉足优质盐湖, 锂企逐鹿边境高原

随着锂行业景气度上升, 南美“锂三角”地区已成为锂业兵家必争之地, 众多优质盐湖项目的背后频现各大锂业巨头身影。SQM、Albemarle、Orocobre、Livent、赣锋锂业、银河资源公司等锂资源巨头均在该地区有投产或在建项目。

图表 22 各大锂业巨头布局优质盐湖项目

盐湖项目	国家	品位	主要控制人及权益占比
Cauchari-Olaroz	阿根廷	592 mg/L	赣锋 51%、Lithium Americas Corp 49%
Olaroz	阿根廷	800 mg/L	Orocobre 72.68%、TTC 27.32%
Mariana	阿根廷	315 mg/L	赣锋 86.3%、International Lithium 13.7%
Sonora	墨西哥	3250 ppm	La Ventana 77.5%、赣锋 22.5%
Salar de atacama	智利	1840 mg/L	SQM、Albemarle
Maricunga	智利	1117 mg/L	Lithium Power International 51%、MSB 31%、BRZ 18%

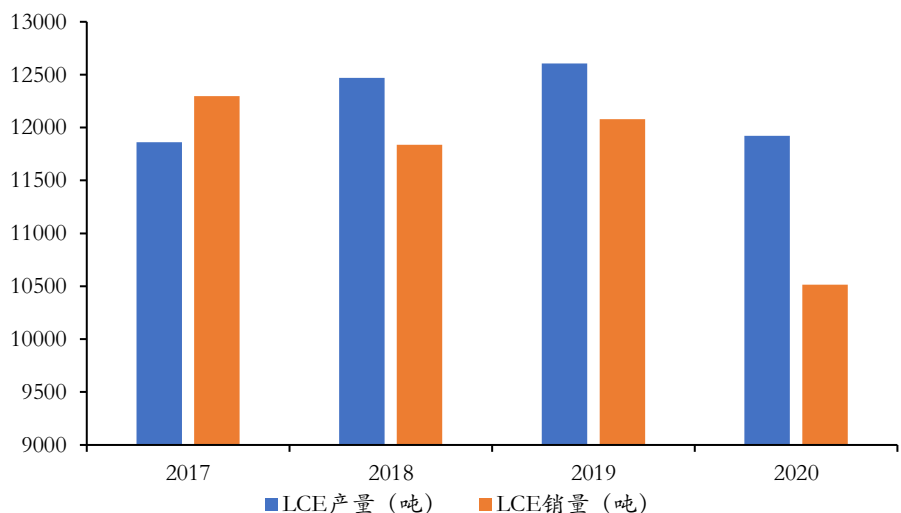
资料来源: SQM、Albemarle 等公司公告, 华安证券研究所

SQM 和 Albemarle 共同控制的 Salar de Atacama 拥有世界上超过 15% 的已知锂储量, Salar de Atacama 位于智利北部高原, 是世界上品位最高, 产量最大的锂卤水矿床。该项目目前产量约为全球锂产量的三分之一, 2020 年 Salar de Atacama 为 SQM 带来的营收占其总营收的 33%。

银河资源公司的旗舰项目 Sal de Vida 项目位于阿根廷卡塔马卡省中部安第斯高原普纳地区的萨拉尔·翁布勒·穆尔托, 因其规模大、品位高、杂质少、化学物质易于提取的优势而被公认为一级锂盐水资产。

Orocobre 拥有 Olaroz 72.68% 的权益, Salar de Olaroz 位于阿根廷北部的胡胡伊省, 距首都胡胡伊西北约 230 公里, 海拔 3900 米的海拔高度, 是一种使用寿命长且质量高的资源, 它能够在仅提取规定资源的 15% 的情况下维持连续生产 40 年以上。Olaroz 锂设施的原始设计允许根据市场需求进行未来的开发和扩展计划, Orocobre 已公布其第三阶段扩产计划。

图表 23 盐湖卤水提锂的成本构成中试剂占比最高 (%)



资料来源: Orocobre 公司公告, 华安证券研究所

面对锂资源供需日益紧张、锂价上升动力显著的前景, 各大南美盐湖项目逐步增加资本开支, SQM、Orocobre 等公司近期纷纷宣布扩产、扩建计划, 以期在日益火热的

新能源行业发展红利中分得一杯羹。

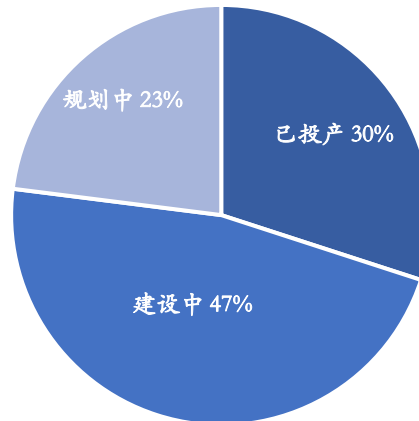
图表 24 各大锂业巨头布局优质盐湖项目

时间	公司	事项
2020.11	银河资源	宣布融资 1.18 亿美元用于开发阿根廷 Sal de Vida 盐湖项目和加拿大 James Bay 锂矿项目。
2020.11	Livent	入股 Nemaska 公司并重新评估锂矿开采、转化工艺和转化工厂的选址方案，布局北美锂矿产能。
2020.11	SQM	计划通过增发股票的方式募集 11 亿美元，用于锂、硝酸盐和碘业务的产能扩张，未来碳酸锂产能扩张到 18 万吨/年，氢氧化锂 3 万吨/年。
2020.01	Orocobre	公告阿根廷 Olaroz 盐湖第三阶段扩产计划以及日本 Nahara 工厂氢氧化锂的二期扩产研究。
2021.02	Albemarle	计划募资 15 亿美元用来未来锂业务的资本支出，公司公布第三、第四阶段扩产规划，未来锂产能规划将达到 45-50 万吨。
2021.02	Neo Lithium	完成了 3020 万美元的融资，资金将用于阿根廷 3Q 项目的开发支出，宁德时代也参与了本次投资。

资料来源：SQM、Albemarle 等公司公告，华安证券研究所

值得注意的是，截止 2021 年 1 月，阿根廷盐湖已投产项目产能占比仅为 30%，仍有大部分产能未得到完全释放，阿根廷盐湖项目仍处于产能爬坡阶段，未来发展空间仍然巨大。

图表 25 阿根廷盐湖项目仍处于产能爬坡阶段 (%)



资料来源：阿根廷能源部，华安证券研究所

3.4 公司项目建设加速，储量品位优势显著

公司两个盐湖提锂项目均位于南美“锂三角”中心位置，属于成熟矿区，基础设施完善、交通便利，项目开发时间因此大幅缩短。其中 SDLA 项目属于优质盐湖卤水，与银河资源公司的 VIDA 盐湖和 Livent 公司的 Fenix 盐湖距离较近。

图表 26 SDLA 及 Arizaro 项目均位于南美“锂三角”中心位置



资料来源: Cochilco, S&P Global Market Intelligence, 华安证券研究所

SDLA 项目一期已具备 2500 吨/年 LCE 当量富锂卤水产能并实现稳定产出和供货。新增 2.5 万吨/年 LCE 当量项目已完成可行性研究编制, 并已向所在地政府主管部门递交环评申请; 如进展顺利, 预计项目将于 2021 年内获得申请批准, 2021 年底前可实施投资建设; 按获得许可至建设完成的一年建设周期测算, 预计在 2022 年底前完成项目建设并达产。

SDLA 项目资源储量大, 品位高。2018 年 8 月 1 日, 智利 FloSolutions 公司发布的符合 Ni43-101 标准的《SAL DE LOS ANGELES PROJECT REPORT ON UPDATED LITHIUM AND POTASSIUM RESOURCES》显示, 截至 2018 年 2 月 5 日, 安赫莱斯盐湖锂金属资源储量 38.5 万吨, 等价碳酸锂资源储量 205 万吨, 全矿床平均浓度 490mg/L, 其中探明加控制的锂金属资源储量合计 307535 吨, 等价碳酸锂资源储量 164 万吨, 平均浓度 479mg/L; 钾金属资源储量 420.5 万吨, 等价氯化钾资源储量 803.2 万吨。

图表 27 SDLA 项目资源禀赋显著

安赫莱斯湖资源量表											
资源分类	Li		K		Li		K		Li		
含水层面积 (km ²)	7.55		35		18.93		42.55				
含水层体积 (km ³)	1.477		3.906		1.783		5.383				
平均给水度	0.123		0.128		0.13		0.127				
给水度卤水量 (km ³)	0.181		0.501		0.231		0.682				
卤水产品位 (mg/L)	508	5620	468	5141	356	3739	479	5272			
资源量	金属量 (吨)	86605	955204	220930	2438443	77464	811472	384999	4205119		
	Li ₂ CO ₃ 当量 (万吨)	46.15		117.46		41.48		205.09			

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

另外, SDLA 项目碳酸锂资源量在南美盐湖群中位列第三, 且品味较高, 镁锂比只有 3.8, 低于南美主力盐湖 Salar de Atacama 6.4 的镁锂比。

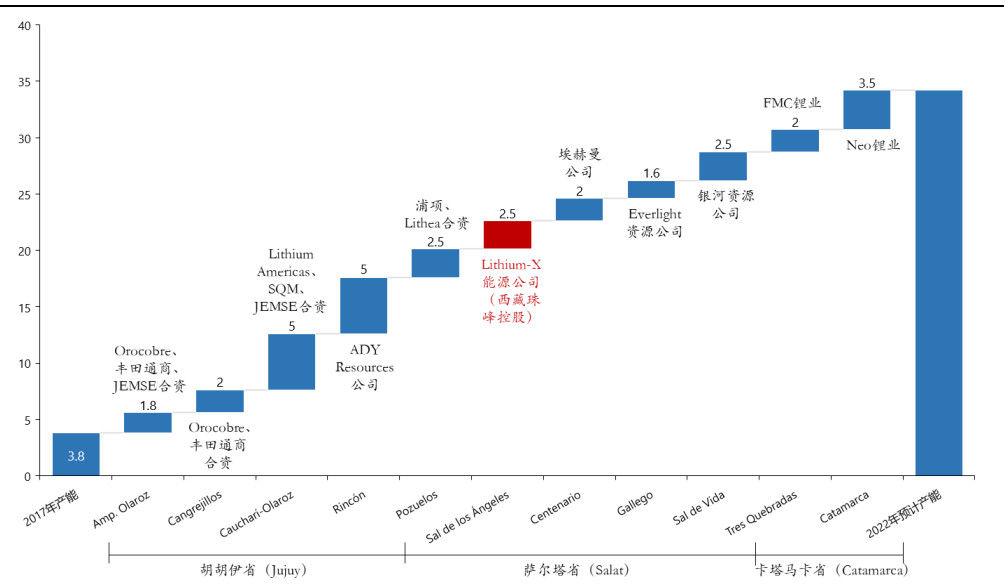
图表 28 SDLA 项目碳酸锂资源量及品位在南美盐湖群中名列前茅

公司	盐湖	碳酸锂 (万吨)	镁锂比
SQM	Salar de Atacama	1110	6.4
Albemarle	Salar de Atacama	380.6	6.4
Lithium X	Sal de los Angeles	204.4	3.8
FMC	Salar del Hombre Muerto	190.3	1.4
Orocobre	Salar de Olaroz	121	2.8
Lithium Americas	Cauchari-Olaroz	270	2.4

资料来源: SQM、Albemarle 等公司官网, 华安证券研究所

SDLA 项目规划产能位居阿根廷境内提锂企业前列。在众多锂业公司的阿根廷盐湖项目中, SDLA 项目以 2.5 万吨的设计产能位居前列, 与银河资源公司的 Sal de Vida 项目以及浦项、Lithea 合资的 Pozuelos 项目产能相当。

图表 29 各大资源公司纷纷布局盐湖项目 (万吨)

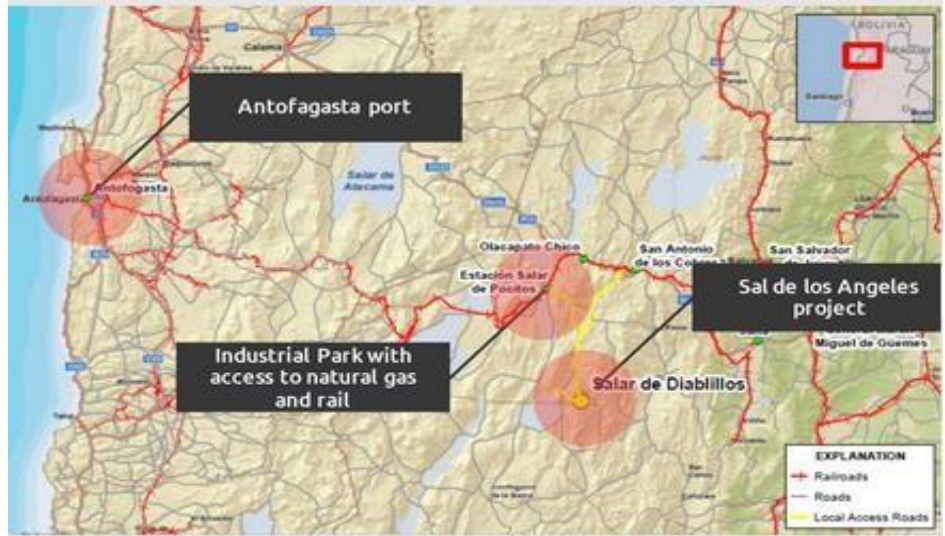


资料来源: 阿根廷能源部, 华安证券研究所

公司 Arizaro 项目同样地处南美“锂三角”中心位置, 矿权面积较大, 面积达 1970 平方公里, 是全球最大的未开发盐湖。公司拥有 11 个探矿权, 面积 338 平方公里。

Arizaro 项目地理位置优越, 交通运输成本低, Arizaro 距离 Atacama 和 SDLA 项目均只有 100 公里。Arizaro 盐湖矿区附近有铁路和公路通过, 从地图上来看, 包括 Livent 公司在内的诸多盐湖提锂项目产品运输到港口较为便捷。

图表 30 Arizaro 项目交通便利



资料来源：公司公告，华安证券研究所

项目基础设施完备，资源前景较好。法国电力、力拓等企业在 Arizaro 盐湖均拥有勘探权，周边 Taca-Taca 和 Lindero 等前期资源项目已经在项目周边建设了很好的基础设施。项目虽然处于勘探阶段，但历史取样显示在地表 96 米以下存在经济价值极佳的富锂卤水，蕴藏着价值极高的锂矿。

4 盈利预测

• 锌精矿、铅精粉、铜精粉

产量方面，随着公司产能恢复，扩产计划步伐回归正常，预计 2021 年公司主营精矿金属产量与 2019 年相当，预计 2022/2023 年产能分别为 500/600 万吨/年，产量增长存在一定滞后，预计 2021-2025 年产量为 8.28/10.35/13.25/14.91/15.74 万吨。

价格方面，由于产能过剩情况得到一定的缓解，锌价将小幅上涨，预计 2021-2025 年锌精矿单价为 1.24/1.24/1.26/1.28/1.29 万元/吨；由于全球经济放缓，锂电等新能源产业对铅酸电池形成替代，铅行业仍处于供给过剩状态，预计价格短期仍将小幅下跌，预计铅精粉 2021-2025 年单价为 1.34/1.30/1.29/1.28/1.28 万元/吨；由于全球复工复产，经济逐步回暖，铜价大幅上涨，自 2020 年 6 月至 2021 年 3 月，LME 铜价涨幅高达 80%，随着新经济周期的开启，预计铜价将维持高位且小幅波动，预计 2021-2025 年铜精粉单价为 5.89/5.80/5.47/5.76/5.81 万元/吨。

• 碳酸锂

按公司目前设计规划，2021 年 2500 吨/年 LCE 项目试运营，2022 年底 25000 吨/年项目建成完工并投产，考虑到海外供销渠道构建逐步提升项目产销率，因此假设 2021-2025 年碳酸锂权益销量为 900/1800/6075/10688/11756 吨。

受益于新能源产业高速发展带动锂需求扩张，预计碳酸锂价格将大幅上涨，因此假设碳酸锂价格 2021-2025 年同比增长 50%/20%/16%/12%/10%。参考目前已投产、技术较为成熟的 Orocobre 公司 Olaroz 锂盐湖项目开采运营成本，考虑到潜在提锂技术革新，预计 2021-2025 年碳酸锂生产成本为 4300/4200/4100/3950/3900

美元/吨, 按 2020 年度平均汇率: 1 美元=6.8996 元人民币折算, 生产成本为 28978/28288/27598/27253/26908 元/吨。

- 2016 年-2025 年公司业绩拆分及盈利测算如下表。

图表 31 2016 年-2025 年公司业绩拆分及盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (万元)	142321	246572	204493	175365	18899	161406	219229	338874	455073	520256
YoY		73.25%	-17.07%	-14.24%	-89.22%	754.03%	35.82%	54.58%	34.29%	14.32%
毛利润 (万元)	102398	178934	140438	118518	10793	109958	149259	238189	327805	382305
YoY		74.74%	-21.51%	-15.61%	-90.89%	918.78%	35.74%	59.58%	37.62%	16.63%
毛利率	71.95%	72.57%	68.68%	67.58%	57.11%	68.13%	68.08%	70.29%	72.03%	73.48%
锌精矿										
营业收入 (万元)	67065	130113	110926	84168	7382	82044	109125	150257	180728	202808
YoY		94.01%	-14.75%	-24.12%	-91.23%	1011.43%	33.01%	37.69%	20.28%	12.22%
产量 (万吨)	7.41	9.28	8.23	7.81	3.14	8.28	10.35	13.25	14.91	15.74
销量 (万吨)	7.41	9.28	8.23	7.81	0.94	6.62	8.80	11.93	14.16	15.74
产销率	100%	100%	100%	100%	30%	80%	85%	90%	95%	100%
价格 (元/吨)	9052	14026	13473	10770	7845	12386	12400	12600	12761	12889
营业成本 (万元)	20120	36882	37604	31851	4036	27821	36962	47701	55233	59794
单位成本 (元/吨)	2716	3976	4568	4076	4289	4200	4200	4000	3900	3800
毛利润 (万元)	46945	93232	73322	52316	3346	54223	72163	102556	125495	143015
毛利率	70.00%	71.65%	66.10%	62.16%	45.33%	66.09%	66.13%	68.25%	69.44%	70.52%
铅精粉										
营业收入 (万元)	65209	100266	77503	79207	8082	58478	75416	101425	119508	132787
YoY		53.76%	-22.70%	2.20%	-89.80%	623.56%	28.97%	34.49%	17.83%	11.11%
产量 (万吨)	5.35	5.71	4.71	5.27	2.56	5.46	6.83	8.74	9.83	10.37
销量 (万吨)	5.35	5.71	4.71	5.27	0.77	4.37	5.80	7.86	9.34	10.37
产销率	100%	100%	100%	100%	30%	80%	85%	90%	95%	100%
价格 (元/吨)	12193	17560	16441	15026	10517	13388	13000	12900	12800	12800
营业成本 (万元)	14823	25609	23912	23178	3576	19219	25526	33022	39214	42533
单位成本 (元/吨)	2772	4485	5073	4397	4653	4400	4400	4200	4200	4100
毛利润 (万元)	50385	74657	53591	56030	4506	39259	49891	68403	80295	90254
毛利率	77.27%	74.46%	69.15%	70.74%	55.76%	67.13%	66.15%	67.44%	67.19%	67.97%
铜精粉										
营业收入 (万元)	10048	16193	16064	11990	3436	14134	18488	23617	29570	33089
YoY		61.16%	-0.80%	-25.36%	-71.35%	311.41%	30.80%	27.75%	25.21%	11.90%
产量 (万吨)	0.25	0.30	0.32	0.23	0.21	0.30	0.38	0.48	0.54	0.57
销量 (万吨)	0.25	0.30	0.32	0.23	0.06	0.24	0.32	0.43	0.51	0.57
产销率	100%	100%	100%	100%	30%	80%	85%	90%	95%	100%
价格 (元/吨)	40305	54836	50037	51472	54832	58894	58000	54670	57642	58050
营业成本 (万元)	4980	5147	2539	1818	495	1800	2391	3197	3694	3990
单位成本 (元/吨)	19976	17430	7909	7805	7899	7500	7500	7400	7200	7000

毛利润 (万元)	5068	11046	13525	10172	2941	12334	16097	20421	25877	29099
毛利率	50.44%	68.21%	84.19%	84.84%	85.59%	87.27%	87.07%	86.46%	87.51%	87.94%
碳酸锂										
营业收入 (万元)	0	0	0	0	0	6750	16200	63575	125266	151572
YoY	0	0	0	0	0	0	142.67%	288.13%	97.04%	21.00%
权益产量 (吨)	0	0	0	0	0	1125	2250	6750	11250	12375
权益销量 (吨)	0	0	0	0	0	900	1800	6075	10688	11756
产销率	0	0	0	0	0	80%	80%	90%	95%	95%
价格 (元/吨)	0	0	0	0	50000	75000	90000	104650	117208	128929
营业成本 (万元)	0	0	0	0	0	2608	5092	16766	29127	31634
单位成本 (元/吨)	0	0	0	0	29668	28978	28288	27598	27253	26908
毛利润 (万元)	0	0	0	0	0	4142	11108	46809	96139	119938
毛利率	0	0	0	0	0	61.36%	68.57%	73.63%	76.75%	79.13%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

5 风险提示:

疫情负面影响; 产能扩张不及预期; 海外投资风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2145	1155	1783	2450	营业收入	2234	189	1614	2192
现金	206	775	351	627	营业成本	1044	81	514	700
应收账款	102	14	116	149	营业税金及附加	121	11	96	128
其他应收款	1401	103	958	1278	销售费用	132	11	93	126
预付账款	29	3	19	25	管理费用	133	11	94	127
存货	162	15	94	126	财务费用	88	0	0	0
其他流动资产	245	245	245	245	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2034	2389	2754	3129	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	43	2	15	24
固定资产	1414	1631	1867	2108	营业利润	767	77	833	1134
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	617	756	885	1018	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	4178	3544	4537	5578	利润总额	766	77	833	1134
流动负债	1439	743	1072	1211	所得税	166	15	169	232
短期借款	0	0	0	0	净利润	600	61	664	902
应付账款	402	30	187	257	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1037	713	886	954	归属母公司净利润	600	61	664	903
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	918	179	926	1218
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.66	0.07	0.73	0.99
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	1439	743	1072	1211					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	914	914	914	914					
资本公积	22	22	22	22					
留存收益	1803	1864	2528	3431					
归属母公司股东权益	2740	2801	3465	4368					
负债和股东权益	4178	3544	4537	5578					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2022E
经营活动现金流	977	1027	35	734	成长能力				
净利润	600	61	664	903	营业收入	9.2%	-91.5%	754.0%	35.8%
折旧摊销	114	104	108	107	营业利润	-30.0%	-90.0%	987.4%	36.2%
财务费用	115	0	0	0	归属于母公司净利	-33.4%	-89.8%	984.0%	35.9%
投资损失	-43	-2	-15	-24	获利能力				
营运资金变动	195	863	-722	-252	毛利率 (%)	53.3%	57.1%	68.1%	68.1%
其他经营现金流	401	-802	1386	1154	净利率 (%)	26.9%	32.4%	41.1%	41.2%
投资活动现金流	-434	-458	-458	-458	ROE (%)	21.9%	2.2%	19.2%	20.7%
资本支出	-493	-460	-474	-481	ROIC (%)	18.5%	1.7%	15.8%	17.5%
长期投资	25	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	34	2	15	24	资产负债率 (%)	34.4%	21.0%	23.6%	21.7%
筹资活动现金流	-981	0	0	0	净负债比率 (%)	52.5%	26.5%	30.9%	27.7%
短期借款	-1267	0	0	0	流动比率	1.49	1.55	1.66	2.02
长期借款	-594	0	0	0	速动比率	1.36	1.53	1.56	1.90
普通股增加	261	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.05	0.36	0.39
其他筹资现金流	619	0	0	0	应收账款周转率	22.00	13.73	13.88	14.73
现金净增加额	-431	569	-424	276	应付账款周转率	2.60	2.73	2.76	2.72

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。