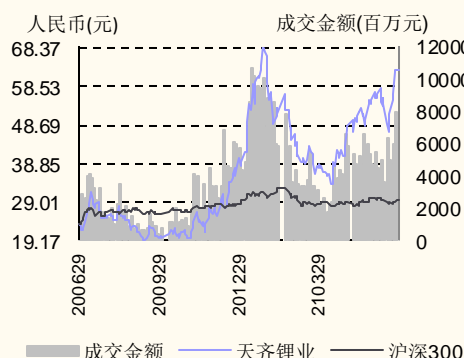


市场价格 (人民币): 62.70 元

目标价格 (人民币): 88.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.77
已上市流通 A 股(亿股)	14.73
总市值(亿元)	926.14
年内股价最高最低(元)	68.88/19.17
沪深 300 指数	5252
深证成指	15150



## 债务解决现曙光，开启资源价格重估之路

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,841	3,239	6,040	7,101	7,756
营业收入增长率	-22.48%	-33.08%	86.45%	17.57%	9.22%
归母净利润(百万元)	-5,983	-1,834	519	864	1,119
归母净利润增长率	-371.96%	-69.35%	128.32%	66.37%	29.47%
摊薄每股收益(元)	-4.051	-1.241	0.352	0.585	0.757
每股经营性现金流净额	-5.60	0.40	2.01	1.88	1.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	-85.93%	-35.22%	9.41%	14.31%	16.67%
P/E	-7.45	-31.63	161.92	97.33	75.17
P/B	6.40	11.14	15.24	13.93	12.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **IGO 交易尘埃落定，债务压力得到缓解。**公司因 2018 年收购 SQM23.77% 的股权导致 35 亿美元银团并购贷款，财务费用和资产负债率大幅提升。公司 2020 年底计划引入战略投资者 IGO，根据 6 月 21 日最新公告，于 6 月底或之前完成交割，将获得 14 亿美元现金流入，其中 12 亿美元用来偿还并购贷款，缓解公司债务压力。IGO 资金到位后公司剩余债务 6.84 亿美元于 2022 年底到期，12 亿美元于 2024 年底到期。公司半数以上债务解决后，资产负债率将降至 63%，2021 年业绩有望扭亏为盈。
- **布局全球最优质锂矿资源。**公司控股全球最大矿石锂资源格林布什矿场的拥有者泰利森，其锂精矿生产运营成本全球最低。公司参股全球最大的盐湖锂资源阿塔卡玛盐湖的拥有者 SQM25.87% 股权。公司以参股 20% 的西藏日喀则扎布耶盐湖和全资子公司盛合锂业拥有的四川雅江县措拉锂辉石矿作为锂资源储备。公司目前拥有锂精矿年产能 134 万吨，规划年产能 194 万吨。
- **奎纳纳项目投产在即，补齐锂盐加工短板。**公司锂盐产品生产加工主要依托四川射洪、江苏张家港和重庆铜梁生产基地，合计产能 4.48 万吨。停滞的遂宁安居 2 万吨碳酸锂项目也有望后续重启。同时，正在澳大利亚奎纳纳建设两期 4.8 万吨电池级氢氧化锂项目，一期 2.4 万吨预计 2021 年 Q3 投产，2022 年 Q4 达产。考虑 IGO 入主后股权稀释，预计到 2023 年底上述对应权益产能 8.9 万吨；再考虑 SQM 对应权益产能近 5 万吨 (SQM 计划 22 年底 21 万吨产能)，合计公司锂盐权益总规划产能达 13.9 万吨。

### 盈利预测&投资建议

- 预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 5.19 亿元、8.64 亿元、11.19 亿元，实现 EPS 分别为 0.35 元、0.58 元、0.76 元。
- 估值方面，当前 A 股锂盐公司普遍每万吨锂盐产量对应市值在 70-130 亿之间。我们保守给予天齐每万吨锂盐产能 100 亿市值，按 2023 年末权益总产能 13.9 万吨，综合考虑龙头赣锋估值水平，我们给予公司合理市值 1300 亿元左右，目标价 88 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

- 奎纳纳项目进度不及预期；后续债务偿还不及预期；高管减持风险；人民币汇率波动风险；商誉减值风险；涉及诉讼风险；IGO 资金来源风险。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002  
niwenyi@gjzq.com.cn

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002  
dingshitao@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、债务问题解决迎来曙光 .....	4
1.1 全球锂产品供应商，两大业务齐头并进.....	4
1.2 命运多舛，逆势收购资产欠下超额债务.....	6
1.3 否极泰来，IGO 交易迎来转机.....	9
二、布局全球优质锂资源，成本铸就护城河.....	12
2.1 锂行业呈上行周期，供需进入紧平衡.....	12
2.2 锂资源全球布局，成本优势显著 .....	15
三、锂盐加工全球布局 .....	18
3.1 国内三大锂盐生产基地 .....	18
3.2 澳洲奎纳纳一期氢氧化锂项目明年有望达产.....	20
四、盈利预测&投资建议 .....	21
五、风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：公司股权与主要控股情况.....	4
图表 2：公司锂精矿现有产能与规划产能（万吨/年）.....	5
图表 3：公司锂盐加工现有产能与规划产能（万吨/年） .....	6
图表 4：公司 2017 年前所有资本运作顺利.....	6
图表 5：公司收购 SQM 交易架构图.....	7
图表 6：公司财务费用（亿元）与资产负债率（%） .....	8
图表 7：公司收购 SQM 后 35 亿美元贷款明细.....	8
图表 8：公司扣非归母净利润（亿元）与增速（%） .....	8
图表 9：公司非经常性损益（亿元） .....	8
图表 10：展期协议主要内容.....	8
图表 11：公司引入战略投资者 IGO 后的股权结构.....	10
图表 12：IGO 经营业绩（百万澳元）与产量（吨） .....	10
图表 13：IGO 业务布局.....	10
图表 14：IGO 转让 Tropicana 金矿 30%股份获得 9 亿澳元融资.....	11
图表 15：IGO 交易 14 亿美元（19 亿澳元）资金来源.....	11
图表 16：IGO 交易进度.....	11
图表 17：IGO 交易后公司剩余贷款明细 .....	11
图表 18：IGO 交易完成后公司资产负债率测算.....	12
图表 19：动力电池是锂最大的下游需求.....	12
图表 20：2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率.....	12
图表 21：2020 年主要锂资源国查明资源量情况（万吨） .....	13
图表 22：全球锂资源储量占比，中国占 6%.....	13
图表 23：锂供需平衡表（折 LCE） .....	13

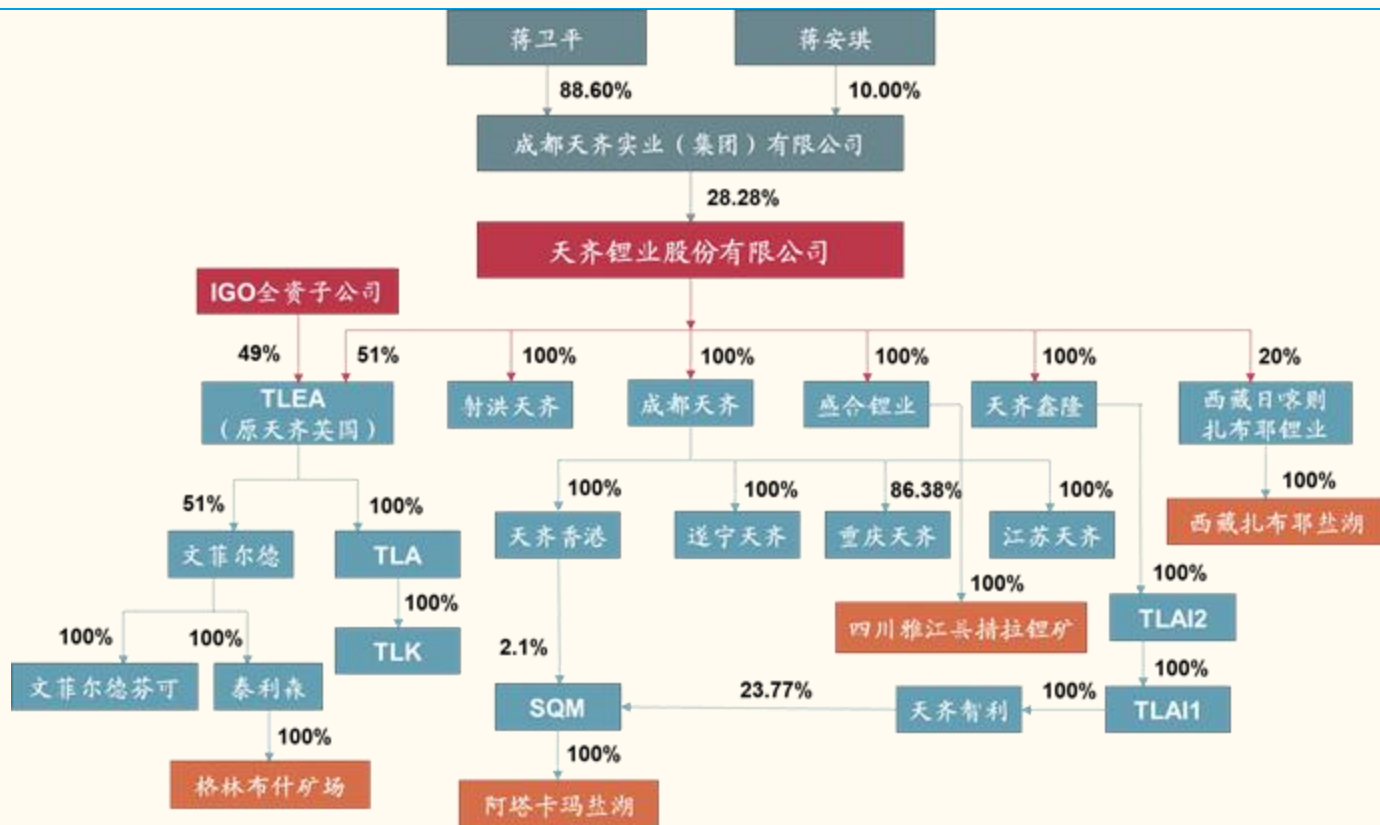
图表 24: 国内锂盐价格走势情况 (万元/吨) .....	15
图表 25: 格林布什锂精矿生产运营成本全球最低.....	15
图表 26: 格林布什矿锂资源最丰富.....	15
图表 27: 海外锂矿锂资源储量.....	16
图表 28: 国内锂矿锂资源储量.....	16
图表 29: SQM 分季度锂业务收入 (百万美元) 与锂产品销售均价 (美元/吨) .....	17
图表 30: SQM 锂盐产品现有产能与规划产能 (万吨/年) .....	17
图表 31: 海外盐湖锂资源储量.....	17
图表 32: 国内盐湖锂资源储量.....	17
图表 33: 公司拥有的锂资源权益储量 (折 LCE) (百万吨) .....	18
图表 34: 全球各主要锂化工产品生产企业的碳酸锂提锂成本比较 (美元吨 /LCE) .....	18
图表 35: 公司锂盐产品及用途.....	18
图表 36: 四川射洪锂产品生产基地.....	19
图表 37: 江苏张家港电池级碳酸锂生产基地.....	19
图表 38: 重庆铜梁金属锂生产基地.....	20
图表 39: 遂宁安居电池级碳酸锂生产基地 (在建) .....	20
图表 40: 澳洲奎纳纳工厂一期氢氧化锂项目已经建设完成.....	21
图表 41: 分产品盈利预测.....	22
图表 42: 产能统计及权益占比测算.....	22
图表 43: 可比公司每万吨锂盐产量对应市值测算.....	23
图表 44: IGO 资产负债表 (百万澳元) .....	24

## 一、债务问题解决迎来曙光

### 1.1 全球锂产品供应商，两大业务齐头并进

- 天齐锂业股份有限公司始建于1992年，并于2010年在深圳证券交易所上市。近三十年来，公司始终牢记“共创锂想”的使命，稳步发展成为中国 and 全球领先的，集上游锂资源储备、开发和中游锂产品加工为一体的锂电新能源核心材料供应商，主要包括硬岩型锂矿资源的开发、加工销售以及锂盐产品的生产销售两大业务。
- **锂资源。** 锂资源的开发是锂行业价值链的第一环，公司分别布局矿石锂资源和盐湖锂资源。
  - 矿石锂资源以控股子公司泰利森拥有的西澳格林布什锂矿为资源基地，全资子公司盛合锂业拥有的四川雅江措拉锂矿为资源储备，确保能获得稳定的低成本优质锂精矿供应。泰利森作为主要原料来源地，其生产的锂精矿产品包括技术级锂精矿和化学级锂精矿，主要销售给泰利森的两个股东--天齐锂业和雅保。
  - 盐湖锂资源通过参股全球最大盐湖-阿塔卡玛盐湖的拥有者 SQM 25.87% 股权，以参股 20% 的西藏日喀则扎布耶盐湖为资源储备。SQM 智利化工矿业公司是智利最大的钾肥和碘公司，更是全球最大的锂盐生产商，目前碳酸锂和氢氧化锂产能分别为 7 万吨/年、1.35 万吨/年，2022 年碳酸锂和氢氧化锂产能分别计划扩大到 18 万吨/年、3 万吨/年。
- **锂盐加工。** 公司的锂盐产品加工业务主要依托四川射洪、江苏张家港和重庆铜梁生产基地，提供碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂以及金属锂产品，其中张家港基地拥有全球目前唯一在运营的全自动化电池级碳酸锂生产线。此外，公司在遂宁安居规划 2 万吨/年的电池级碳酸锂生产线，在澳大利亚奎纳纳规划建设两期共计 4.8 万吨电池级氢氧化锂生产线，其中一期 2.4 万吨工程已进入阶段性调试阶段。

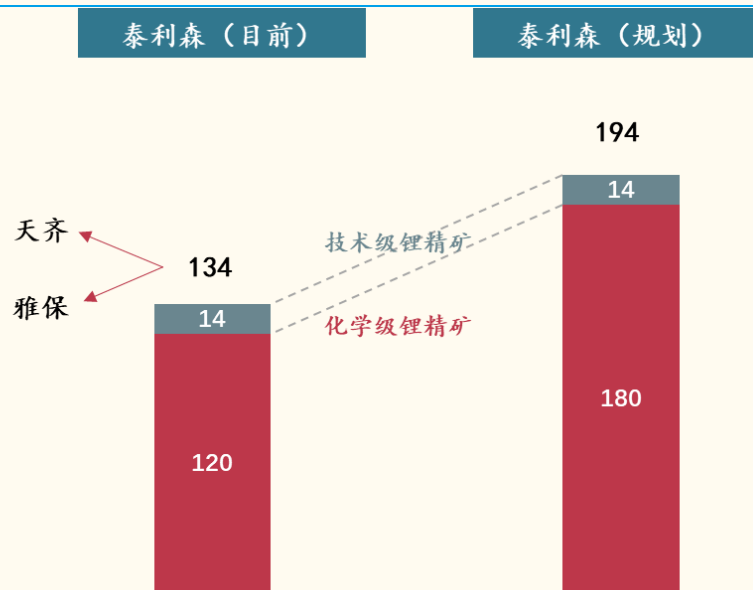
图表 1：公司股权与主要控股情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 具体来看，锂精矿产能：泰利森已建成 134 万吨/年锂精矿产能，规划产能 194 万吨/年。
  - 公司通过控股泰利森拥有 134 万吨/年锂精矿产能，其中包括 14 万吨的技术级锂精矿，120 万吨的化学级锂精矿。
  - 技术级锂精矿氧化锂含量较高，含铁量较低，主要面向玻璃和陶瓷市场销售；化学级锂精矿主要用于转化成碳酸锂、氢氧化锂、金属锂等锂化合物，并进一步用于生产锂电池正极材料。
  - 泰利森第三期化学级锂精矿扩产项目已启动，预计新增锂精矿产能 60 万吨/年，规划产能达 194 万吨/年，2020 年 12 月 22 日文菲尔德董事会决定将泰利森第三期锂精矿扩产计划试运行时间推迟到 2025 年。

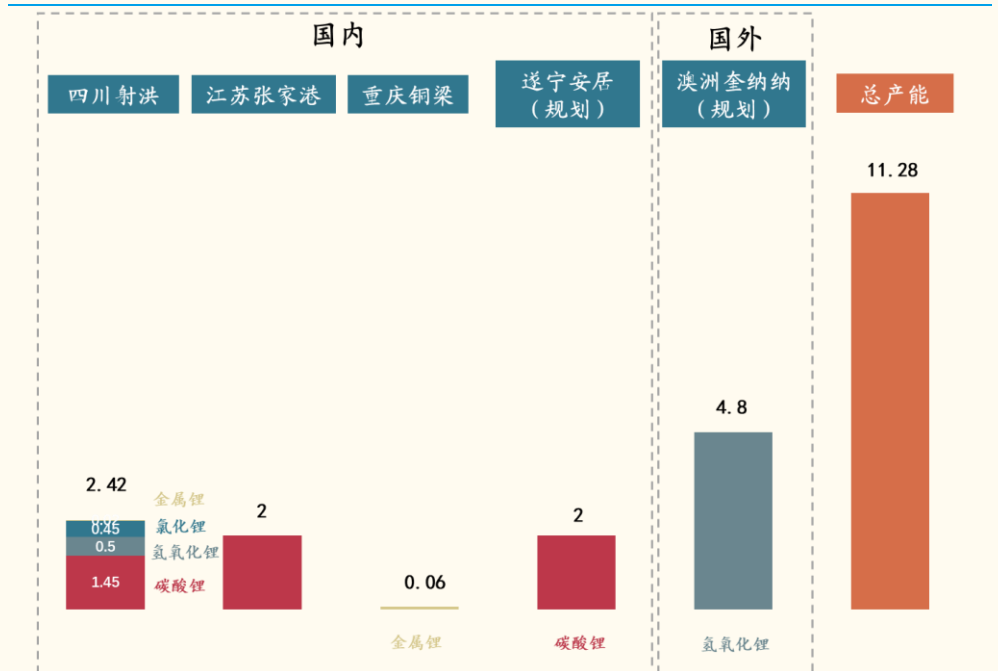
图表 2：公司锂精矿现有产能与规划产能（万吨/年）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 锂盐加工产能：已建成 4.48 万吨/年产能，规划产能 11.28 万吨/年
  - 公司现阶段主要依托射洪天齐、江苏天齐和重庆天齐提供碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂及金属锂产品，目前公司拥有 3.45 万吨/年碳酸锂产能、0.5 万吨/年氢氧化锂产能、0.45 万吨/年氯化锂产能和 0.08 万吨/年金属锂产能，以上产能合计 4.48 万吨/年，预计需要使用的化学级锂精矿约 35 万吨。
  - 公司 2016 年开始启动在澳洲奎纳纳一期和二期 4.8 万吨/年氢氧化锂项目生产线建设，目前一期氢氧化锂 2.4 万吨/年的建设工程已经完成，正在进行工艺调试，有望在 2021 年底投产，在 2022 年底达产。二期氢氧化锂项目主体工程已基本完成，目前仍处于暂缓建设状态。
  - 公司 2018 年在遂宁安居启动 2 万吨/年的电池级碳酸锂建设工作，但由于资金紧张，目前处于暂缓建设状态。

图表 3：公司锂盐加工现有产能与规划产能（万吨/年）

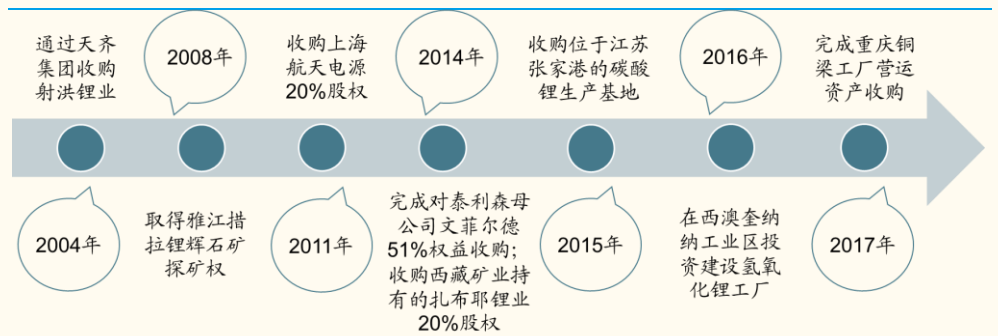


来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2 命运多舛，逆势收购资产欠下超额债务

- **2017 年前资本运作顺利。**公司自 2010 年深交所上市以来，具备独到的战略眼光，积极布局锂资源锂产品。2012 年，公司取得四川省雅江县措拉锂辉石矿采矿许可证。2014 年，公司收购拥有格林布什矿场的泰利森母公司文菲尔德 51% 权益，收购西藏矿业持有的扎布耶锂业 20% 股权。2015 年，公司收购江苏张家港的碳酸锂生产基地。2017 年，公司收购重庆铜梁工厂，增加金属锂产能。

图表 4：公司 2017 年前所有资本运作顺利

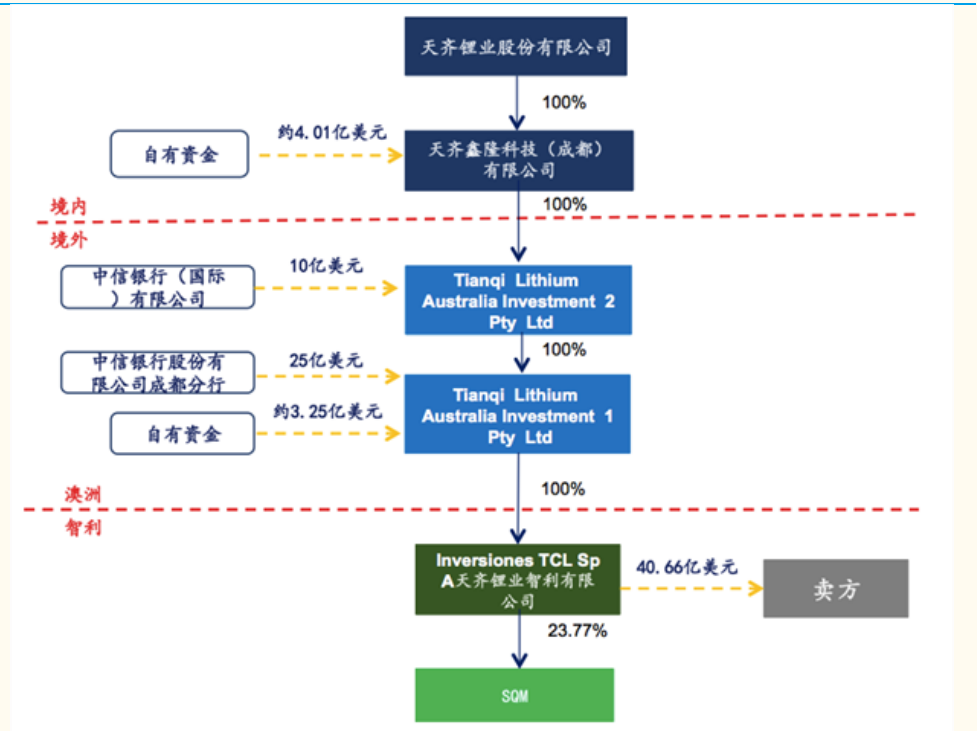


来源：公司公告，国金证券研究所

- 在推动公司内生增长的同时，公司继续围绕战略进行外延式并购布局。2018 年后公司陷入巨大的债务危机，原因之一是“蛇吞象”收购 SQM 欠下巨额贷款，二是锂行业走下坡路，锂价持续下滑。
- **2018 年末，公司收购拥有阿塔卡玛盐湖开采权的智利 SQM 公司 23.77% 的股份，成交价 40.66 亿美元，其中自有资金约 5 亿美元，剩下 35 亿美元为银团并购贷款。**
- 公司向中信银行成都有限公司牵头的银团借款 25 亿美元，其中 A 类贷款 13 亿美元，贷款期限 1 年，到期后可展期 1 年；B 类贷款 12 亿美元，贷款期限 3 年，到期后可展期 1 年，展期期限到期后，可再次展

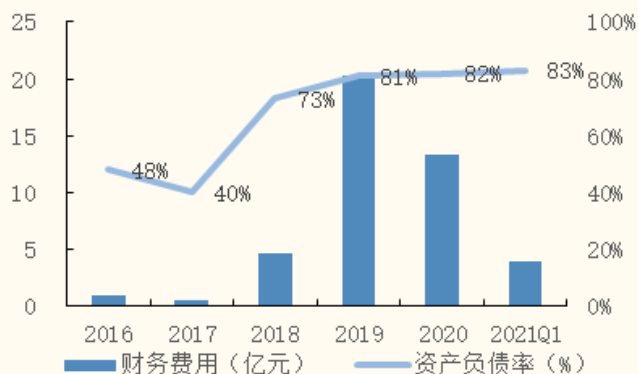
- 期 1 年；向中信银行（国际）有限公司牵头的银团 C 类贷款 10 亿美元，贷款期限 1 年，到期后可展期 1 年，均自正式放款日 2018 年 11 月 29 日起算。
- 2019 年，在国家新能源汽车补贴退坡等不利因素影响下，锂产品市场进入调整期，产品销售价格持续下滑，行业面临多重压力和巨大挑战，叠加 SQM 股价下滑，公司财务负担沉重，无力偿还借款，公司资产负债率大幅上升，高额的并购贷款导致财务费用急剧上升。2019、2020 年度并购贷款产生利息费用合计分别为 16.50、14.09 亿元，来自 SQM 的投资收益却分别仅有 4.03、1.75 亿元。
  - 公司子公司天齐锂业香港曾以 SQM 公司 B 股股票作为抵押向摩根士丹利借 3 年期款，摩根士丹利提出借款条件，即公司需要买入与押记股票数额相当的看跌期权，作为借款偿还能力的保证，同时卖出与押记股票数额相当的看涨期权以对冲部分融资成本。
  - 2020 年，受 SQM 股票价格、Libor 利率波动等因素影响，公司持有的 SQM2.1%B 股领式期权业务与套期保值业务产生的公允价值变动收益较 2019 年度下降约 8.9 亿元人民币。

图表 5：公司收购 SQM 交易架构图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6: 公司财务费用 (亿元) 与资产负债率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

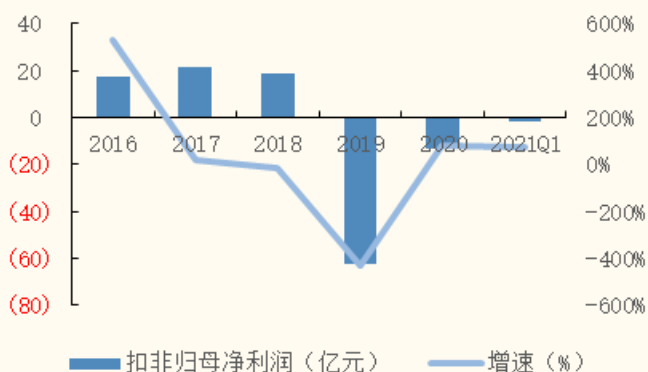
图表 7: 公司收购 SQM 后 35 亿美元贷款明细

正式放款日	放贷银团	贷款类型	贷款金额 (亿美元)	最长展期后偿还期限
2018.11.29	境内	A 类	13	2020.11.29
2018.11.29	境内	B 类	12	2023.11.29
2018.11.29	境外	C 类	10	2020.11.29

来源: 公司公告, 国金证券研究所

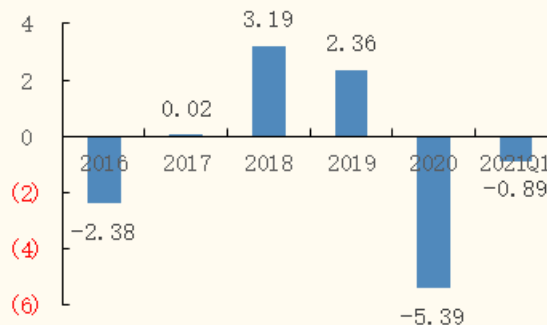
SQM 股权公允价值变动损益属于非经常性损益, 如果扣除这部分, 公司 2020 年扣非归母净利润大大好于去年, 公司业绩有较大程度的改善。

图表 8: 公司扣非归母净利润 (亿元) 与增速 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 公司非经常性损益 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

- 公司现仍负债 30.84 亿美元本金及相关利息, 其中 18.84 亿美元本金展期后将于 2022 年 11 月到期, 12 亿美元本金展期后将于 2024 年 11 月到期。
- 2020 年 1 月, 公司通过配股募集资金 4.16 亿美元全部用于偿还 C 类贷款本金, 剩余 C 类贷款本金为 5.84 亿美元。截至 2020 年底, 并购贷款余额为 30.84 亿美元 (折人民币 201.24 亿元)。
- 境内银团贷款项下的 A 类贷款 13 亿美元和境外银团贷款 C 类贷款余额 5.84 亿美元, 合计 18.84 亿美元于 2020 年 11 月 29 日到期, 公司于 2020 年 11 月 30 日与银团签署了《展期函》, 缓解公司资产负债表日后近 12 个月的现金压力。
- 截至目前, 公司负债 30.84 亿美元本金及相关利息, A+C 类贷款 18.84 亿美元展期后将于 2022 年 11 月到期, B 类贷款 12 亿美元展期后将于 2024 年 11 月到期。

图表 10: 展期协议主要内容

借款人	TLAI 1	TLAI 2
贷款人	境内银团	境外银团
贷款币种及余额	A 类贷款: 13 亿美元 B 类贷款: 12 亿美元	C 类贷款: 5.84 亿美元
修订和展期后的贷款到期日	A 类贷款: 2021 年 1 月 8 日; 在满足 2021 年 1 月 5 日股东大会对展期及担保事项审议通过及 ITS 担保生效并办妥登记等情形下, 自动展期至 2021 年 11 月 26 日; 附条件自动再次展期至 2022 年 11 月 25 日。	C 类贷款: 2021 年 1 月 8 日; 在满足 2021 年 1 月 5 日股东大会对展期及担保事项审议通过及天齐鑫隆股权质押生效并办妥登记等情形下, 自动展期至 2021 年 11 月 26 日; 附条件自动再次展期至 2022 年 11 月 25 日。



	B类贷款：2021年1月8日；在满足2021年1月5日股东大会对展期及担保事项审议通过及ITS担保生效并办妥登记等情形下，自动展期至2023年11月29日；附条件可再次展期至2024年11月29日。	日。
再次展期的实质性条件	A类贷款：TLEA完成增资扩股引入战略投资者交易，且通过该交易偿还A类和C类贷款本金不低于12亿美元，并偿付该部分本金对应的利息，且担保持续有效，无违约事件；C类贷款再次展期的条件同时满足。 B类贷款：A类贷款和C类贷款后续展期的条件同时满足，且经银团一致同意。	C类贷款：TLEA完成增资扩股引入战略投资者交易，且通过该交易偿还A类和C类贷款本金不低于12亿美元，并偿付该部分本金对应的利息，且担保持续有效，无违约事件；A类贷款再次展期的条件同时满足。
修订及展期后的利率	A类贷款：维持现利率机制；自2021年11月27日起利率增加10BP。 B类贷款：维持现利率机制；自2022年11月30日起利率增加5BP；如果再次展期，自2023年11月30日起利率增加10BP。	C类贷款：维持现利率机制。
付息周期	A+C类贷款付息周期由3个月调整为6个月，B类贷款付息周期保持6个月；每个付息期公司按6个月Libor+200BP支付利息，差额利息连同按实际到期利率与6个月Libor+200BP之间的差额利率计算复利，于对应本金到期日支付。	
强制提前还款安排	公司全资子公司TLEA完成增资扩股引入战略投资者交易后，偿还本金不低于12亿美元。	
重要约束性条件	在约定时间内，公司全资子公司TLEA增资扩股引入战略投资者交易未完成或交易失败，且无银团认可的其他合理还款方案，展期提前终止。	

来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3 否极泰来，IGO交易迎来转机

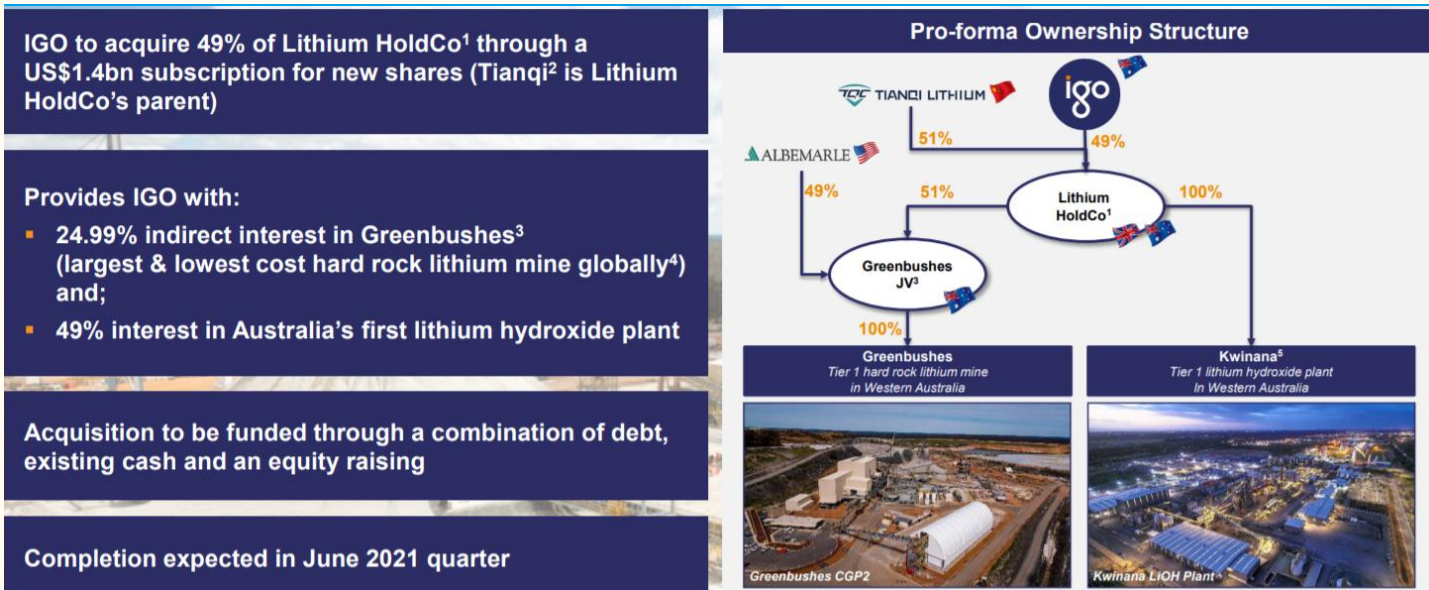
#### ■ 百亿定增计划终止

- 2021年1月15日，公司发布定增方案，定增对象为控股股东成都天齐实业（集团）有限公司，拟定增募资不超过159.26亿元，发行价格为35.94元/股，定向发行的股权占定增后总股本约23%。
- 2021年1月17日，公司发布终止公告，表示鉴于控股股东前期支持公司发展而实施减持计划，定增决议日距减持日时间未超过六个月，为避免可能导致的短线交易风险，保护中小投资者利益，决定终止此次定增事项。

#### ■ 引入战略投资者IGO，将获得14亿美元现金流入

- 公司至今重点围绕“止血”、“造血”和“补血”几方面来推进减债降负工作。2020年12月8日，公司审议通过了《关于公司全资子公司增资扩股暨引入战略投资者的议案》，公司全资子公司TLEA拟以增资扩股的方式引入战略投资者澳大利亚上市公司IGO Limited（简称“IGO”）。
- IGO全资子公司IGO Lithium Holdings Pty Ltd以现金方式出资14亿美元认缴TLEA新增注册资本3.04亿美元，增资完成后公司持有TLEA注册资本的51%，IGO的全资子公司持有TLEA注册资本的49%。本次增资完成后，公司仍拥有TLEA的控股权，TLEA仍纳入公司合并报表范围。
- 增资所获资金中不低于12亿美元将用于偿还银团并购贷款本金及相关利息，以减少公司财务费用，缓解公司流动性压力，剩余资金将预留在TLEA作为其子公司TLK所属奎纳纳氢氧化锂工厂运营和调试补充资金。
- 公司仍保持对泰利森51%控股权。公司引入IGO并获得14亿美元现金流入，付出的代价是泰利森24.99%的股权和澳洲奎纳纳项目49%的股权，但仍保持泰利森的控股权。引入IGO，公司能够在不丧失核心资产控制权前提下有效降低公司资产负债率，优化资本结构，增强公司整体资本实力和竞争力。

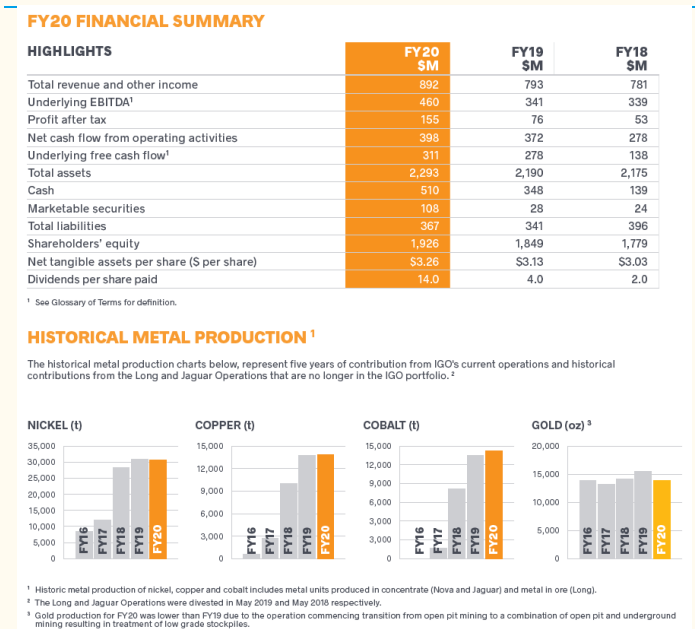
图表 11: 公司引入战略投资者 IGO 后的股权结构



来源: IGO 官网, 国金证券研究所

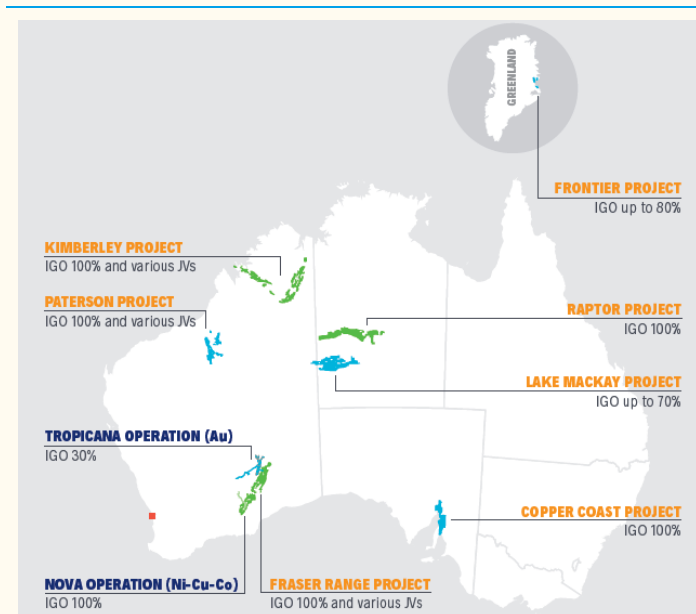
- **IGO Limited (IGO)** 是一家在澳交所上市的多元化采矿、开发和勘探公司, 在西澳拥有一系列高品质的黄金和贱金属采矿业务, 以开发镍、铜、钴等清洁能源金属为基础, 从广泛的勘探组合中挖掘价值, 深度参与电池产业链的发展, 致力于积极推进绿色可再生能源、储能和电动汽车的发展, 减少全球碳排放。根据年报, 2020 年 IGO 营收 8.92 亿澳元, 税后利润 1.55 亿澳元, 实现镍产量约 3 万吨, 铜产量约 1.4 万吨, 钴产量约 1.5 万吨。

图表 12: IGO 经营业绩 (百万澳元) 与产量 (吨)



来源: IGO 官网, 国金证券研究所

图表 13: IGO 业务布局



来源: IGO 官网, 国金证券研究所

- **IGO 交易 14 亿美元 (折 19 亿澳元) 资金来源。**包括三个部分, 其中, 7.66 亿澳元的股权融资, 其中约 6 亿澳元为 IGO 转让 Tropicana 金矿 30% 股权获得的融资; 11 亿澳元担保贷款, 其中 3.5 亿澳元于 2021 年 12 月 31 日到期, 剩下 7.5 亿澳元于 2024 年 3 月 31 日到期; 另外, 包含了 0.85-1.49 亿澳元现金。

图表 14: IGO 转让 Tropicana 金矿 30% 股份获得 9 亿美元融资

ASX RELEASE 31 May 2021	igo
<b>COMPLETION OF TROPICANA DIVESTMENT</b>	
<p>IGO Limited (ASX: IGO) (IGO or the Company) is pleased to advise that the transaction to divest of its 30% interest in the Tropicana Gold Mine to Regis Resources Limited (Regis) (ASX: RRL), as announced on 13 April 2021, has now completed (Completion).</p> <p>Net proceeds from the divestment totalled A\$889M, which included A\$903M of sale consideration less A\$14M of Completion Adjustments<sup>1</sup>. The Tropicana related hedge book comprises an approximate out of the money mark to market position of A\$20M, and it is the Company's intention to net settle these positions progressively during June 2021.</p> <p>The completion of the divestment to Regis has maximised the value of Tropicana for IGO's shareholders and will allow the Company to pursue its strategic focus on commodities critical to enabling clean energy. It will also enable IGO to complete the transaction with Tianqi Lithium Corporation<sup>2</sup> without the need to draw on debt facilities while retaining a strong balance sheet with proforma net cash of A\$300M<sup>3</sup>.</p> <p>IGO's Managing Director and CEO, Peter Bradford, commented: "We are delighted to have successfully divested, and now settled, the transaction with Regis to divest our stake in the Tropicana Gold Mine. Tropicana has been a wonderful asset for IGO however, our strategic focus on clean energy metals and pending lithium transaction with Tianqi meant a divestment at this juncture was the best outcome for our shareholders."</p> <p>"I would like to once again extend our thanks to AngloGold Ashanti, our joint venture partner at Tropicana over the past 18 years, for their collaborative and collegiate approach to operating the Tropicana asset. We wish AngloGold Ashanti and Regis all the best for the future."</p> <p>"Finally, I would like to acknowledge the IGO team and our relevant advisors who managed the sales process and delivered an excellent result for our shareholders."</p>	

来源: IGO 官网, 国金证券研究所

图表 15: IGO 交易 14 亿美元 (19 亿澳元) 资金来源

Sources of Funds	AS\$M
Equity Raising: Institutional Placement	446
Equity Raising: Institutional Entitlement Offer	256
Equity Raising: Retail Entitlement Offer <sup>1</sup>	0 - 64
New Syndicated Term Loan	450
New Revolving Credit Facility	300
New Bridge Facility	350
Cash <sup>1</sup>	85 - 149
<b>Total Sources</b>	<b>1,951</b>

来源: IGO 官网, 国金证券研究所

### ■ 引入 IGO 尘埃落定, 6 月底前完成交割

- 根据公司 6 月 21 日发布的最新公告, 公司与 IGO 协商按照《投资协议》约定的时间在 6 月 30 日或之前完成项目交割。为此, 公司及相关子公司与 IGO 及投资者于 6 月 21 日签署了《税务分担协议》, 如经澳大利亚税务局审查和评估后确认内部重组实施步骤将产生资本利得税, IGO 和投资者同意在不超过该《税务分担协议》约定的最高总额的前提下, 基于其在合资公司 49% 的股权比例与 TLH 分担该税务责任。
- 公司目前贷款为 30.84 亿美元本金及利息, IGO 交易获得的 12 亿美元将用于偿还贷款, 剩余贷款为 18.84 亿美元本金, 其中 6.84 亿美元 A+C 类贷款展期后将于 2022 年 11 月到期, 12 亿美元 B 类贷款展期后将于 2024 年 11 月到期。

图表 16: IGO 交易进度

TRANSACTION TIMETABLE	
Subject to the completion of remaining conditions, IGO expects the transaction to complete during the June Quarter 2021	
Event	Date <sup>5</sup>
Announcement of the acquisition of 49% of Lithium HoldCo	9 December 2020
Launch of equity raising and binding debt documentation signed	9 December 2020
Completion of the placement and institutional entitlement offer component of the equity raising	18 December 2020
Completion of the retail entitlement offer component of the equity raising	22 January 2021
Tianqi shareholder approval	Early Feb 2021
Completion of Tianqi internal restructure	June 2021 Quarter
Targeted signing of the SHA and Transaction completion	June 2021 Quarter

来源: IGO 官网, 国金证券研究所

图表 17: IGO 交易后公司剩余贷款明细

正式放款日	贷款类型	贷款金额 (亿美元)	最长展期后偿还期限
2018.11.29	A+C 类	6.84	2022.11.29
2018.11.29	B 类	12	2024.11.29

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### ■ IGO 交易获得 14 亿美元后公司资产负债率将降低至 63%

- 由于公司部分银团并购贷款将于一年内到期, 资产负债表中与并购贷款相关的负债从长期借款转移至一年内到期的非流动负债。
- IGO 交易获得的 14 亿美元中 12 亿美元将用来偿还贷款 (折人民币 77.44 亿元), 一年内到期的非流动负债将减少 77.44 亿元, 负债总计减少 77.44 亿元, 剩下 2 亿美元增加至资产 (折人民币 12.91 亿元)。

- IGO 资金到账后，公司的资产负债率将从 83%降低至 63%，资产负债表的修复将有可能体现在 2021 年中报。

图表 18: IGO 交易完成后公司资产负债率测算

	2017	2018	2019	2020	2021Q1	IGO 交易后
资产总计 (亿元)	178.4	446.34	465.97	420.36	428.31	441.22
负债总计 (亿元)	72.05	326.97	376.87	346.03	356.09	278.65
资产负债率 (%)	40.39%	73.26%	80.88%	82.32%	83.14%	63.15%

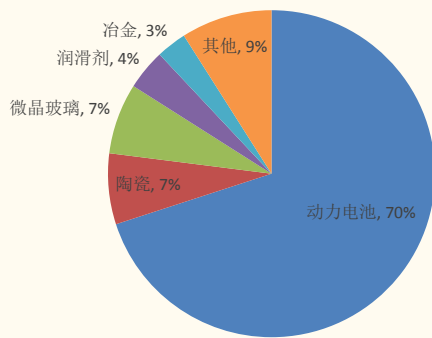
来源: wind, 国金证券研究所

## 二、布局全球优质锂资源，成本铸就护城河

### 2.1 锂行业呈上行周期，供需进入紧平衡

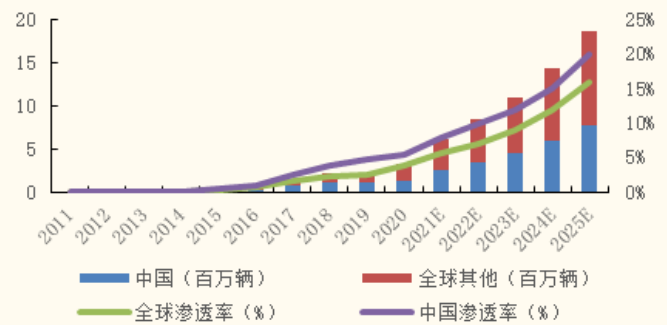
- 动力电池对锂的需求占锂总需求 70%，新能源车将成为未来锂电池最重要的需求来源。
  - 锂电池拥有开路电压高，比能量高，工作温度范围宽，放电平衡，自放电子等优点，在新能源汽车动力电池和储能领域具有长期需求刚性和需求前景。
  - 根据中汽协数据，2020 年中国新能源汽车销量为 136.7 万辆，渗透率为 5.4%，根据 EVTank 数据，2020 年全球新能源汽车销量为 331.1 万辆，渗透率 4.1%。中汽协于 1 月预测 2021 年中国新能源汽车销量为 180 万辆，根据其 6 月中旬最新的数据显示，2021 年 1-5 月，中国新能源汽车销量为 95 万辆，考虑到新能源汽车强势增长的良好态势，再结合国金新能源车研究团队的观点，预计 2021 年中国新能源汽车销量将超过 250 万辆，全球新能源汽车销量将超过 600 万辆。

图表 19: 动力电池是锂最大的下游需求



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

图表 20: 2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率

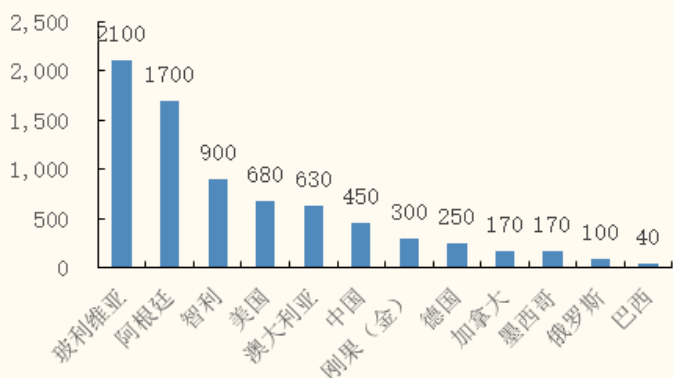


来源: 中汽协, EV Sales, EVTank, 国金证券研究所

### ■ 全球南美盐湖和澳洲锂矿为锂资源主要产地

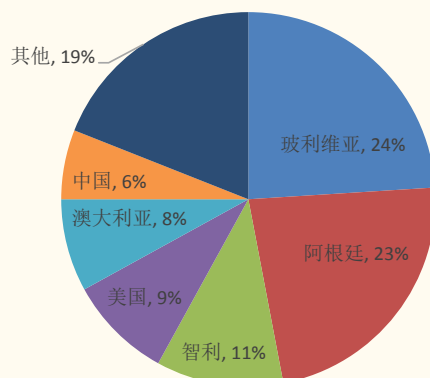
- 根据美国地质调查局 USGS 数据，截至 2020 年末，全球锂资源量约 8600 万吨，其中南美“锂三角”地区（智利、阿根廷和玻利维亚交界处的高海拔湖泊和盐沼）的锂资源量之和约占全球锂资源总量的近 60%，其他资源量丰富的国家还有澳大利亚、美国和中国，其中澳大利亚锂资源量为 630 万吨且大部分为硬岩型锂矿，是世界上最大的硬岩型锂矿出口国。我国锂资源储量约占全球锂资源储量的 6%。

图表 21: 2020 年主要锂资源国查明资源量情况 (万吨)



来源: USGS, 国金证券研究所

图表 22: 全球锂资源储量占比, 中国占 6%



来源: USGS, 国金证券研究所

### ■ 我国锂资源依赖进口, 自主可控具有战略意义

- 锂资源端由于开发条件各异, 产能不具备可复制性, 扩张周期长、资本开支大, 同时受制于部分国家政策限制, 锂资源的获取和控制难度也非常大。因此保障资源供给具有高度的战略意义, 围绕锂资源的争夺战也会越加激烈。
- 2019 年我国锂原料产量占全球比例仅 10%, 基础锂盐冶炼产能却高达全球的 71%, 锂盐出货量占全球消费量的 49%, 比例远高于 10%, 我国锂资源高度依赖进口。虽然我国锂业公司掌握了境外部分优质锂资源, 但国际话语权较弱。

### ■ 2021 年全球锂供需将维持紧平衡状态

- 供应量: 汇总澳洲锂矿、南美盐湖、中国锂矿与盐湖和其他地区锂资源产量 (折 LCE), 2021 年全球锂供应量为 46.6 万吨, 2025 年将达到 119.1 万吨, CAGR=24.10%。
- 需求量: 根据国金新能源组预测, 2021 年全球新能源汽车产量 613 万辆。动力电池对锂需求 35 万吨 (折 LCE), 对锂总需求 55 万吨 (折 LCE)。新能源汽车行业的快速发展拉动锂需求持续提升, 预计 2025 年, 对锂总需求将达到 142 万吨 (CAGR=29.49%)。
- 2021 年全球锂资源供需关系紧张, 供应短缺 8.78 万吨, 锂价将维持高位。随着全球盐湖新增产能陆续投放, 供需紧张将有所缓解, 2022-2023 年分别供应短缺 7.54 万吨、6.89 万吨。2024-2025 年随着新能源汽车快速渗透, 销量将大幅提升, 需求缺口将分别扩大至 11.45 吨、23.23 万吨。

图表 23: 锂供需平衡表 (折 LCE)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>全球锂供应量预测</b>						
澳洲锂矿	18.4	18.6	26	34.1	41.4	48.6
南美盐湖	14.2	16	20.8	28	33	38.5
中国锂矿	4	6	9	11	13	15
中国盐湖	3.36	5.5	7.2	8	11	14
其他	0.5	0.5	0.5	1	2	3
<b>锂供应量合计 (万吨)</b>	<b>40.46</b>	<b>46.6</b>	<b>63.5</b>	<b>82.1</b>	<b>100.4</b>	<b>119.1</b>
<b>全球锂需求量预测</b>						
<b>动力电池部分</b>						
国内新能源车产量 (万辆)	137	253	349	454	590	767
海外新能源车产量 (万辆)	194	360	496	645	839	1090
合计 (万辆)	331	613	845	1099	1429	1857

电池装机量 (GWh)	158.20	301.74	429.31	575.41	771.22	1033.67
单车带电量 (KWh)	47.78	49.26	50.79	52.36	53.99	55.66
LFP 占比	34%	38%	35%	30%	30%	30%
三元占比	64%	60%	64%	69%	69%	69%
其他占比 (LMO、LTO 等)	2%	2%	1%	1%	1%	1%
LFP 装机量 (GWh)	53.79	114.66	150.26	172.62	231.37	310.10
三元装机量 (GWh)	101.25	181.05	274.76	397.03	532.14	713.23
其他装机量 (GWh)	3.16	6.03	4.29	5.75	7.71	10.34
LFP 锂单耗 (万吨/GW)			0.10			
三元锂单耗 (万吨/GW)			0.10			
其他锂单耗 (万吨/GW)			0.10			
LFP 锂需求量 (万吨)	5.38	11.47	15.03	17.26	23.14	31.01
三元锂需求 (万吨)	12.15	21.73	32.97	47.64	63.86	85.59
其他锂需求 (万吨)	0.16	0.30	0.21	0.29	0.39	0.52
合理损耗 (万吨)	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
锂需求合计 (万吨)	18.89	34.69	49.41	66.39	88.58	118.31
<b>消费电池部分</b>						
手机电池出货量 (GWh)	20.07	20.36	20.64	20.93	21.21	21.5
折合锂需求合计 (万吨)	1.69	1.72	1.74	1.76	1.79	1.81
笔记本电脑出货量 (GWh)	8.64	8.61	8.64	8.72	8.8	8.88
平板电脑出货量 (GWh)	4.39	4.35	4.3	4.26	4.22	4.18
充电宝出货量 (GWh)	48	51	54	57	57	57
合计 (GWh)	61.1	64	67	70.1	70.1	70.1
折合锂需求合计 (万吨)	5.15	5.39	5.65	5.91	5.91	5.91
合理损耗 (万吨)	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
手机+其他 3C 锂需求量 (万吨)	8.04	8.31	8.59	8.87	8.9	8.92
<b>储能电池部分</b>						
合计电池出货量 (GWh)	10.45	14.63	20.48	26.63	31.95	38.34
LFP 锂单耗 (万吨/GW)			0.06			
合理损耗	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
折算锂需求合计 (万吨)	1.83	2.08	2.43	2.80	3.12	3.50
<b>传统工业部分</b>						
传统工业	10.00	10.30	10.61	10.93	11.26	11.59
同比		3%	3%	3%	3%	3%
动力电池	18.89	34.69	49.41	66.39	88.58	118.31
消费电池	8.04	8.31	8.59	8.87	8.90	8.92
储能电池	1.83	2.08	2.43	2.80	3.12	3.50
传统工业	10.00	10.30	10.61	10.93	11.26	11.59
<b>锂需求总计 (万吨)</b>	<b>38.75</b>	<b>55.38</b>	<b>71.04</b>	<b>88.99</b>	<b>111.85</b>	<b>142.33</b>
<b>供应-需求</b>	<b>1.71</b>	<b>-8.78</b>	<b>-7.54</b>	<b>-6.89</b>	<b>-11.45</b>	<b>-23.23</b>
过剩/短缺量与需求的比例	4%	-16%	-11%	-8%	-10%	-16%

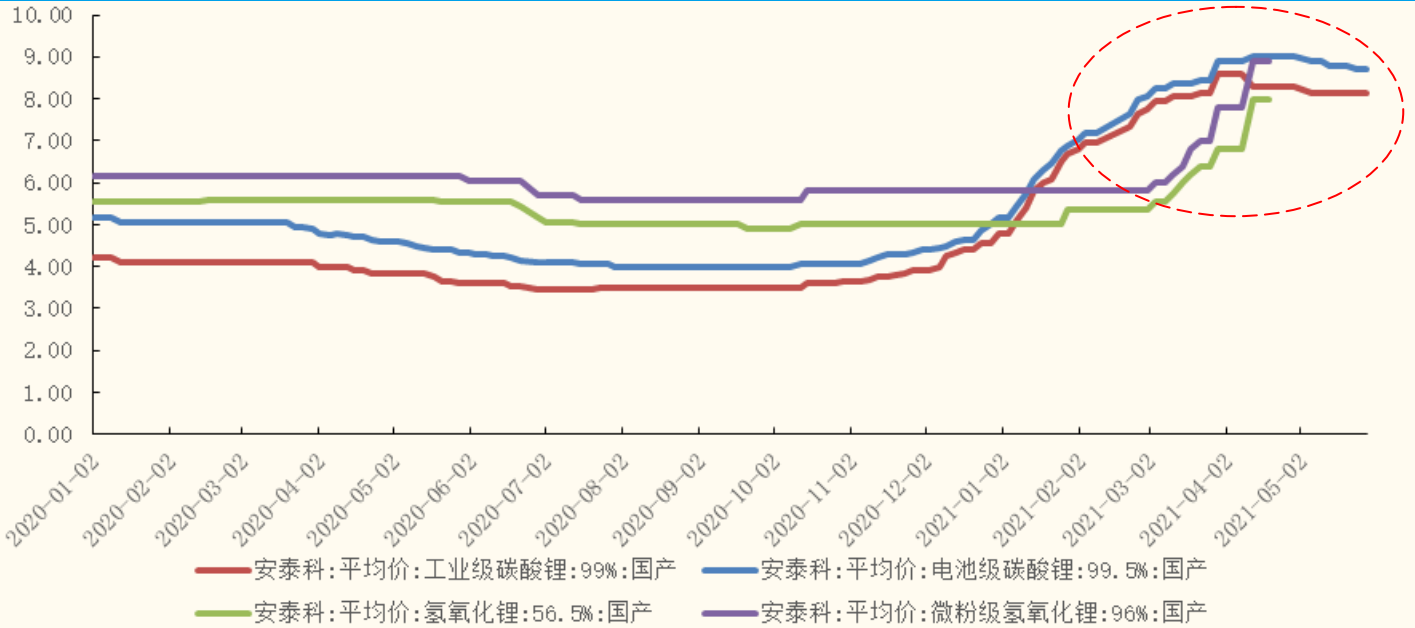
来源：各公司公告，中汽协，EVTank，真锂研究，中国产业信息网，CNESE，国金证券研究所

#### ■ 锂盐价格预计 2021 年将保持高位运行

- 从 2020 年下半年开始，下游动力电池需求较为旺盛，对锂盐的需求有较强确定性。2020 年第三季度末，国内电池级碳酸锂的平均价为 4 万元/吨，2020 年底价格上涨至 5.15 万元/吨，涨幅为 28.75%，截至 2021 年第一季度末，电池级碳酸锂上涨至 8.90 万元/吨，涨幅 122.5%。氢氧化锂价格跟随碳酸锂价格上涨。
- 国内进口锂矿大部分来自澳大利亚，锂精矿来源单一且来源地高度集中。澳洲锂矿资源因行业盈利问题带来的停复产以及其他不稳定（中

澳关系等) 因素, 都可能导致锂矿供应的低于预期。我们认为, 围绕资源端供应紧张的问题或在未来长期存在, 中长期锂盐价格中枢或维持在 8-10 万元/吨。

图表 24: 国内锂盐价格走势情况 (万元/吨)



来源: 安泰科, wind, 国金证券研究所

## 2.2 锂资源全球布局, 成本优势显著

### ■ 公司控股全球最好矿石锂资源的拥有者泰利森

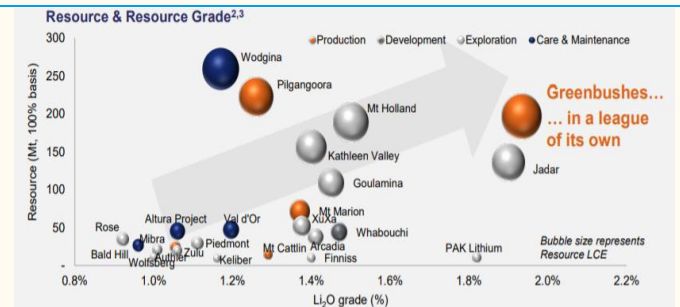
- 公司 51% 股权控股的澳洲泰利森所控制的格林布什矿山是全球最大的硬岩锂矿, 同时泰利森还是世界最大的技术级锂精矿供应商, 泰利森供给占全球比例约为 25%。根据泰利森与公司 and 雅保分别签署的化学级锂精矿《供货协议》, 泰利森生产的化学级锂精矿主要销售给天齐锂业和雅保, 其中天齐锂业采购的化学级锂精矿主要用于自产加工成锂化工产品。
- 泰利森格林布什矿拥有 2.1% 的较高氧化锂平均品位, 锂矿储量 13310 万吨, 折碳酸锂当量 690 万吨, 加之由于成熟运营多年, 项目化学级锂精矿生产运营成本处于全球最低水平。公司拥有低成本的锂精矿作为原料, 以此生产的碳酸锂、氢氧化锂等锂化工产品拥有较低的成本曲线。

图表 25: 格林布什锂精矿生产运营成本全球最低



来源: IGO 官网, 国金证券研究所

图表 26: 格林布什矿锂资源最丰富



来源: IGO 官网, 国金证券研究所

图表 27：海外锂矿锂资源储量

矿山名称	品味 (%)	储量 (万吨)	LCE (万吨)
澳大利亚 Greenbushes	2.4	13310	690
澳大利亚 Mt Marion	1.37	7130	242
澳大利亚 Mt Cattlin	1.29	820	46.5
澳大利亚皮尔巴拉 Pilgangoora	1.27	10820	701
澳大利亚 Altura	1.05	4110	93
澳大利亚 MtHolland	1.5	9420	703
澳大利亚 BaldHillMine	1	1130	28
澳大利亚 Wodgina	1.17	15190	439
加拿大 Wabouchi	1.4	3700	128
加拿大 JamesBay	1.4	4030	140
巴西 Mibramine	1.06	2028	53
巴西 GrotadoCirilo	1.37	5240	72
墨西哥 Sonora	0.76	24380	882

来源：各公司公告，国金证券研究所

- 国内锂矿储备资源：全资子公司盛合锂业拥有四川雅江县措拉锂辉石矿采矿权。
  - 四川雅江措拉保有矿石资源储量 1971 万吨，平均氧化锂品位 1.3%，采矿权所属于公司全资子公司四川宏达天齐盛合锂业有限公司，目前作为储备锂矿资产尚未投产使用，处于缓建和设计优化状态。

图表 28：国内锂矿锂资源储量

锂矿名称	资源 (矿石) 量 (万吨)	储量 (折合氧化锂) (万吨)	品味 (%)
四川金川县李家沟锂辉石矿	4036.2	51.22	1.3
甲基卡锂辉石矿	2899.5	41.23	1.42
业隆沟锂辉石矿	857.9	11.15	1.3
雅江措拉锂辉石矿	1971.4	25.58	1.3
雅江德扯弄巴锂辉石矿	2624.8	29.3	1.34
甲基卡矿床外围	4258.9	64.31	1.51
马尔康县党坝矿权锂矿	4919.0	66.08	1.34
马尔康地拉秋锂矿	446.7	4.9976	1.12
四川金川县李家沟锂多金属矿		36.6	
四川金川县观音桥锂辉石矿	148.78	1.809	1.22
宜春云母化山瓷石矿	4507.3	10.2	0.23
宜春云母白水洞矿	730.7	2.5	0.34
宜丰县狮子岭矿区	9018.7	36.1	0.4

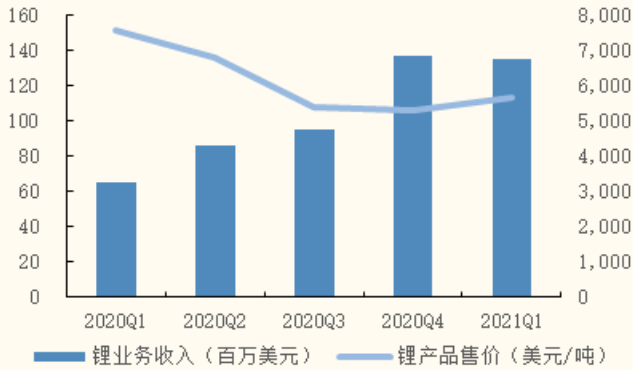
来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 公司参股全球最好盐湖资源拥有者的 SQM

- 公司合计持有 SQM25.86%的股权，为其第二大股东。SQM 智利化工矿业公司是智利最大的钾肥和碘公司，更是全球最大的锂盐生产商，供给占全球比例约为 27%。SQM 拥有世界上最大的卤水储量和最高品位卤水型锂资源阿塔卡玛盐湖的开采权，折碳酸锂储量 4290 万吨，锂浓度 1570-1840 mg/L。
- 2020 年 SQM 锂业务收入 3.83 亿美元，当前碳酸锂产能 7 万吨/年，氢氧化锂产能 1.35 万吨/年，其碳酸锂产能将于 2021、2022 年扩大到 12 万吨/年和 18 万吨/年，氢氧化锂产能将于 2021、2022 年扩大到 2.15 万吨/年和 3 万吨/年。

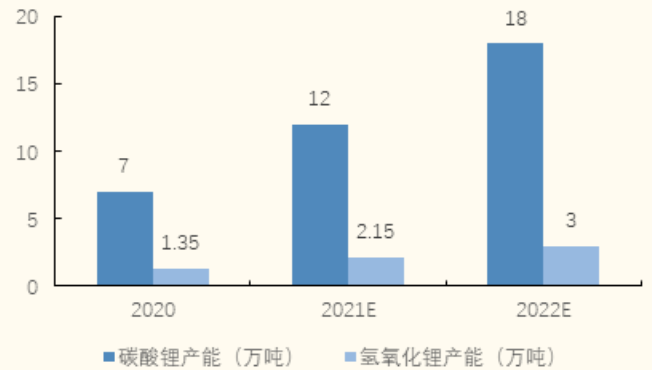


图表 29: SQM 分季度锂业务收入 (百万美元) 与锂产品销售均价 (美元/吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: SQM 锂盐产品现有产能与规划产能 (万吨/年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 海外盐湖锂资源储量

盐湖名称	所在地区	折 LCE 储量 (万吨)	锂浓度 (mg/L)	镁锂比
Sal de Vida 盐湖	锂三角、阿根廷	114	732	2.5:1
Atacama 盐湖	锂三角、智利	4290	1570-1840	6.4:1
Hombre Muerto 盐湖	锂三角、阿根廷	400	620	1.4:1
Olaroz 盐湖	锂三角、阿根廷	640	690	2.4:1
Cauchari 盐湖	锂三角、阿根廷	480	480	2.5:1
Rincon 盐湖	锂三角、阿根廷	127	369	8.6:1
Uyuni 盐湖	锂三角、玻利维亚	1430	350	
Pastos Grandes	锂三角、阿根廷	412	427	6.3:1
SaldeLos Angeles	锂三角、阿根廷	104	501	3.8:1
Mariana	锂三角、阿根廷	190	306	13.9:1
Antofalla	锂三角、阿根廷		350	
银峰盐湖	美国克莱顿山谷	64	160	1.4:1

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 盐湖储备资源: 公司参股西藏日喀则扎布耶盐湖 20%的股权

- 西藏扎布耶盐湖已探明的锂储量 (折 LCE) 为 183 万吨, 盐湖卤水类型为碳酸盐型, 含锂浓度仅次于智利阿塔卡玛盐湖和西藏麻米错盐湖。西藏矿业拥有扎布耶盐湖开采权, 公司参股 20%。

图表 32: 国内盐湖锂资源储量

盐湖名称	所在地区	折 LCE (万吨)	锂浓度 (mg/L)	镁锂比
察尔汗盐湖	青海	717	310	1577:1
东台吉乃尔	青海	247	850	35.2:1
西台吉乃尔	青海	268	220	90.5:1
一里坪盐湖	青海	157	210	
大柴旦盐湖	青海	161	160	
扎布耶盐湖	西藏	183	970	0.01:1
龙木措盐湖	西藏	187	120	
麻米错盐湖	西藏	218	1073	3.97:1
结则茶卡盐湖	西藏	200	200	1.15:1

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ 根据公告, 公司拥有锂资源权益储量折碳酸锂当量 1607 万吨。

- 公司是全球极少数同时布局优质锂矿山和盐湖卤水矿两种原材料资源的企业之一，全球资源掌控能力强，既规避了资源受限制的风险，又延伸了产业链上游。

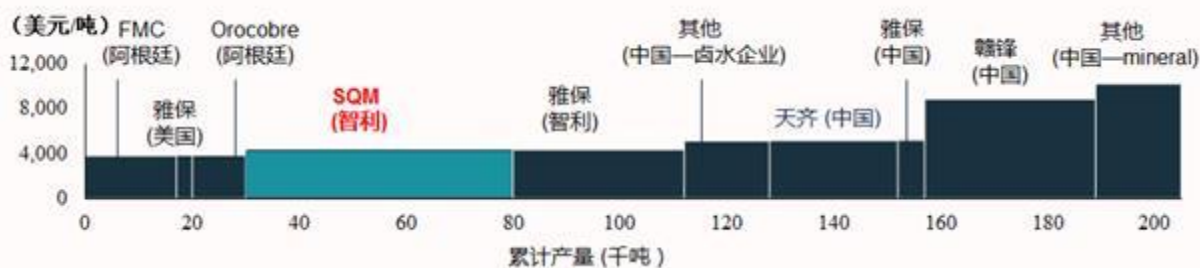
图表 33：公司拥有的锂资源权益储量（折 LCE）（百万吨）

公司名称	储量	资源量	天齐锂业所占股权比例	天齐锂业权益储量
SQM	48.55		25.86%	12.56
泰利森	6.9	8.78	51.00%	3.52
日喀则扎布耶		1.83	20.00%	
盛合锂业		0.63	100.00%	
合计	55.45	11.24		16.07

来源：公司公告，SQM 年报，Roskill，Behre Dolbear Australia Pty Limited，国金证券研究所

- 公司锂盐加工具备成本优势。公司电池级碳酸锂生产技术在生产过程中采用特殊的工艺控制指标和控制方法，较传统的氧化钙转化法流程更短、能耗更低、出产率更高，得到的碳酸锂产品杂质含量更低。同时，该技术直接利用锂辉石为原料生产电池级碳酸锂，不需要经过其他繁琐的转化工序，锂回收率更高，生产成本较低。

图表 34：全球各主要锂化工产品生产企业的碳酸锂提锂成本比较（美元/吨/LCE）



来源：公司公告，Roskill，国金证券研究所

### 三、锂盐加工全球布局

#### 3.1 国内三大锂盐生产基地

- 公司锂盐加工依托国内三大生产基地

- 公司将锂精矿加工成碳酸锂、氢氧化锂及氯化锂等锂盐产品，生产步骤：首先，对锂精矿进行煅烧、磨细和酸化。第二步，加入碳酸钙并进行调浆、浸取、过滤，将锂精矿转化为硫酸锂溶液。第三步，通过纯化和蒸发浓缩处理将硫酸锂溶液进行浓缩过滤，然后分别加入碳酸钠、氢氧化钠或氯化钙制成成品碳酸锂、氢氧化锂或氯化锂。最后，通过包括电解和蒸馏的方法使用氯化锂生产金属锂。

图表 35：公司锂盐产品及用途

产品名称	简介	用途
工业级碳酸锂	碳酸锂是一种无机化合物，为无色单斜晶系结晶体或白色粉末。	工业级碳酸锂广泛用于锂的冶炼、特种玻璃、陶瓷、釉、电子等行业，也可转化为保护渣、氟化锂、溴化锂、单水氢氧化锂等系列锂化合物。
电池级碳酸锂	电池级碳酸锂概念由公司率先提出，并牵头制定行业标准。电池级碳酸锂是锂离子电池正极材料及电解质材料的基础原料，下游应用包括 3C 产品、电动汽车、电动自行车、电动工具、基站储能电源等行业，也是核工业、特种玻璃等产品的基础原料。	电池级碳酸锂概念由公司率先提出，并牵头制定行业标准。电池级碳酸锂是锂离子电池正极材料及电解质材料的基础原料，下游应用包括 3C 产品、电动汽车、电动自行车、电动工具、基站储能电源等行业，也是核工业、特种玻璃等产品的基础原料。
电池级单水氢氧化锂	单水氢氧化锂是一种无机化合物，为白色结晶粉末，呈强碱性。	电池级氢氧化锂主要用于电动汽车、电动自行车、电动工具、基站储能电源等高动力锂离子电池的正极材料。
工业级单水氢氧化锂	工业级氢氧化锂通常用作锂基润滑脂、碱性电池、耐腐蚀辛基染料等产品的重要添加剂，也可作为二氧化碳吸附剂。	工业级氢氧化锂通常用作锂基润滑脂、碱性电池、耐腐蚀辛基染料等产品的重要添加剂，也可作为二氧化碳吸附剂。
金属锂	金属锂是一种银白色	金属锂广泛应用于原子能、航空航天、合金材料、锂电池、受控核聚变反应堆、合

的金属元素，是密度最小的金属。

成橡胶及制药等行业，更是下一代高能锂二次电池的首选负极材料。

无水氯化锂

无水氯化锂是一种无机化合物，为白色晶体。

无水氯化锂主要用于生产金属锂、电池电解液、聚苯硫醚，亦可用作铝的焊接剂、空调除湿剂以及特种水泥原料等。

来源：公司公告，国金证券研究所

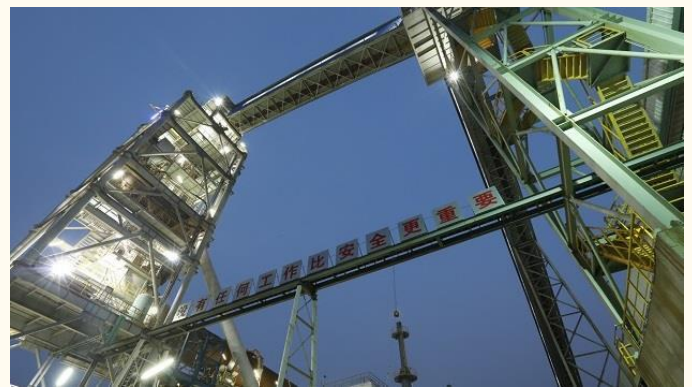
- 公司锂盐产品主要由旗下的射洪天齐、江苏天齐和重庆天齐负责运营和生产。
- 四川射洪是公司最早设立的生产基地，始建于 1995 年 10 月，地处成渝经济区北弧中心四川省射洪市，是一座多品类和高附加值锂产品生产基地。射洪基地经过 20 余年不断发展与积累，拥有多种规格的碳酸锂、氢氧化锂、无水氯化锂、金属锂等生产线，目前锂盐加工产能 2.42 万吨/年，其中包括碳酸锂 1.45 万吨/年、氢氧化锂 0.5 万吨/年、无水氯化锂 0.45 万吨/年和金属锂 0.02 万吨/年。
- 江苏张家港基地位于江苏省张家港保税区，是目前世界领先的全自动电池级碳酸锂生产基地，公司于 2015 年上半年完成了对该生产基地的收购。该基地毗邻海运码头，主要化工原材料均能实现就近供应。基地在建设之初即以“全球领先”为目标，率先采用全自动生产工艺进行矿石提锂，高度自动化的生产线确保了生产的可靠性与质量稳定。目前拥有 2 万吨/年碳酸锂产能。

图表 36：四川射洪锂产品生产基地



来源：公司官网，国金证券研究所

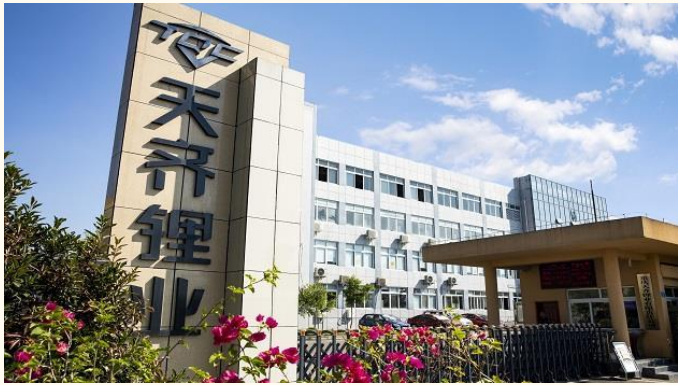
图表 37：江苏张家港电池级碳酸锂生产基地



来源：公司官网，国金证券研究所

- 重庆铜梁基地坐落于国家级工业园区-重庆铜梁工业区，集合专业研发、生产和销售金属锂于一身。其产品广泛用于高能电池、医药、航空航天等行业。公司于 2017 年通过收购额外的运营资产，增加了该基地的金属锂产能，目前拥有 0.06 万吨/年金属锂产能。
- 公司正在四川省建造第二座锂盐生产工厂，该工厂坐落于四川省遂宁市安居区，主要规划 2 万吨/年的电池级碳酸锂产能，但由于资金紧张，目前只完成基建部分。

图表 38：重庆铜梁金属锂生产基地



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 39：遂宁安居电池级碳酸锂生产基地（在建）



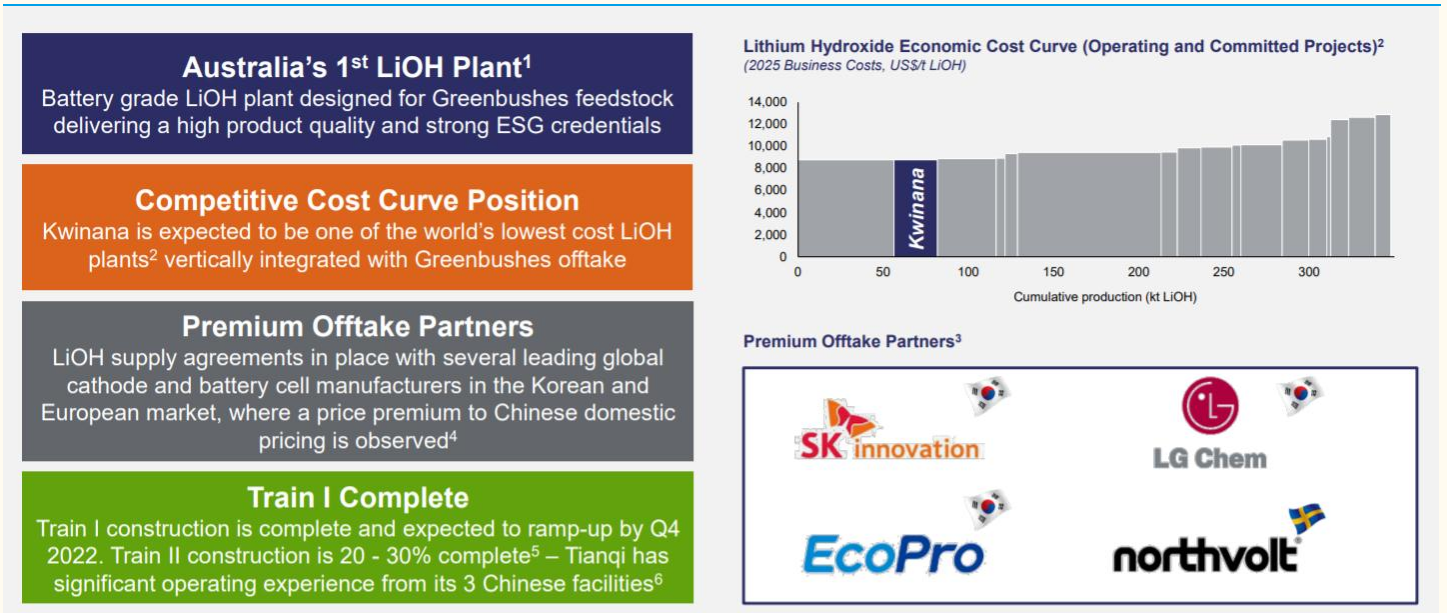
来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司的锂盐产品在全球销售，其中出口产品主要为氢氧化锂，供给下游日韩等正极材料厂商，公司现有的国内客户群大多数都倾向于按月或按季度短期签约。考虑到国内市场和公司客户群的特点，公司正计划逐步推进长约策略，将国内工厂的产品越来越多地提供给海外客户，通过长期与下游生产企业的合作，目前公司已逐步与全球各大电池材料制造商、跨国电子公司和玻璃生产商等下游企业形成战略合作伙伴关系，可为客户提供定制化服务，形成互惠互利的商业共同体。

### 3.2 澳洲奎纳纳一期氢氧化锂项目明年有望达产

- 公司正在澳大利亚奎纳纳建设两期共计 4.8 万吨电池级氢氧化锂生产线，其中一期 2.4 万吨工程已进入阶段性调试阶段。
  - 澳大利亚奎纳纳氢氧化锂工厂是世界领先水平的电池级单水氢氧化锂工厂，建成后专为电动汽车和储能市场提供高品质电池原材料，工厂采用来自泰利森格林布什矿区的高品位锂辉石精矿。
  - 公司于 2016 年 10 月启动的一期“年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目”，经公司 2019 年 10 月 25 日召开的第四届董事会第三十七次会议审议通过，项目投资总额 7.70 亿澳元。目前一期项目正在进行调试和整改建设，有望在 2021 年底投产，在 2022 年底达产。
  - 二期“年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目”主体工程已基本完成，目前仍处于暂缓建设状态。公司引进 IGO 增资偿还内部股东贷款后剩余资金约 2 亿美元将预留在 TLEA 作为其子公司 TLK 所属奎纳纳氢氧化锂工厂运营和调试补充资金。

图表 40: 澳洲奎纳纳工厂一期氢氧化锂项目已经建设完成



来源: IGO 官网, 国金证券研究所

#### 四、盈利预测&投资建议

- **公司锂精矿业务 2021-2023 年营收分别为 19 亿元、22 亿元、22 亿元，毛利率为 65%。**
  - 公司锂精矿来源泰利森目前年产能 134 万吨，规划年产能 194 万吨推迟到 2025 年，泰利森锂精矿按照两大股东天齐锂业和雅保的需求规划生产，两位股东根据各自实际需要分别可获得约 50% 的年产量。
  - 2019、2020 年泰利森分配给公司的锂精矿产量分别为 76 万吨、58 万吨，预计 2021-2023 年泰利森分配给公司锂精矿产量为 75 万吨，其中约 35-40 万吨进行对外销售，剩余锂精矿用于生产碳酸锂、氢氧化锂等锂盐产品，目前公司锂盐产品 4.48 万吨/年产能大约需要 35 万吨化学级锂精矿。
  - 受下游锂需求影响，预计 2021-2023 年锂精矿价格将维持在 0.55 万元/吨。
  - 公司拥有低成本的锂精矿作为原料，毛利率较高，预计 2021-2023 年锂精矿产品毛利率为 65%。
- **公司锂盐加工业务 2021-2023 年营收分别为 41 亿元、49 亿元、56 亿元，毛利率分别为 50%、50%、50%。**
  - 目前公司三大生产基地合计共有 4.48 万吨/年锂盐加工产能，澳洲奎纳纳一期 2.4 万吨/年氢氧化锂产能将于 2021 年底投产，在 2022 年底达产，预计 2021 年将有 0.6 万吨产能释放，2023 年 2.4 万吨产能全部释放，按产能利用率 90%、93%、95%，2021-2023 年锂盐产量分别为 4.57 万吨、5.77 万吨、6.54 万吨。
  - 锂盐产品价格 在 2021 年第一季度上涨到 8.9 万元/吨，全年将保持高位运行，后续会有一定的回落，预计 2021-2023 年公司锂盐产品平均价格为 9 万元/吨、8.5 万元/吨、8.5 万元/吨。
  - 公司锂盐产品直接由锂精矿加工生产，流程短，能耗低，锂回收率高，成本较低。同时，随着财务费用的下降，预计 2021-2023 年锂盐产品毛利率 50% 不变，维持平稳。

图表 41：分产品盈利预测

(单位：亿元)	2018	2019	2020	2021 E	2022 E	2023 E
营业总收入	62.44	48.41	32.39	60.40	71.01	77.56
yoy	/	-22.48%	-33.08%	86.45%	17.57%	9.22%
毛利	42.21	27.38	13.44	33.09	38.81	42.08
毛利率(%)	67.60%	56.56%	41.49%	54.78%	54.65%	54.25%
<b>锂精矿</b>						
营收	22.02	19.15	14.81	19.25	22.00	22.00
yoy	/	-13.05%	-22.63%	29.96%	14.29%	12.50%
毛利	15.83	13.17	9.26	12.51	14.30	14.30
毛利率(%)	71.89%	68.81%	62.53%	65.00%	65.00%	65.00%
产量(万吨)	72.40	76.46	58.00	75.00	75.00	75.00
销量(万吨)	43.45	34.55	35.27	35.00	40.00	40.00
产销率(%)	60.01%	45.19%	60.82%	46.67%	53.33%	53.33%
价格(万元/吨)	0.51	0.55	0.42	0.55	0.55	0.55
<b>锂盐加工</b>						
营收	40.41	29.25	17.57	41.15	49.01	55.56
yoy	/	-27.61%	-39.95%	132.52%	18.62%	17.08%
毛利	26.37	14.20	4.16	20.57	24.51	27.78
毛利率(%)	65.25%	48.54%	23.71%	50.00%	50.00%	50.00%
产能(万吨/年)			4.48	5.08	6.20	6.88
产量(万吨)	3.96	4.37	3.81	4.57	5.77	6.54
销量(万吨)	3.77	4.08	3.57	4.57	5.77	6.54
产销率(%)	95.08%	93.40%	93.83%	100.00%	100.00%	100.00%
产能利用率(%)			84.93%	90.00%	93.00%	95.00%
平均价格(万元/吨)	10.73	7.16	4.92	9.00	8.50	8.50

来源：国金证券研究所

■ 综上，预测 2021-2023 年公司营收分别为 60.40 亿元、71.01 亿元、77.56 亿元，归母净利润分别为 5.19 亿元、8.64 亿元、11.19 亿元，实现 EPS 分别为 0.35 元、0.58 元、0.76 元，对应 PE 分别为 161.92 倍、97.33 倍、75.17 倍。

■ 估值方面：

- 首先，锂盐可比公司中，当前 A 股锂盐公司普遍每万吨锂盐产量对应市值在 70-130 亿之间，均值在 120 亿左右，主要考虑因素为技术路径不同、成本差异，特别是资源匹配度。
- 方法一：我们保守给予公司每万吨锂盐产能 100 亿市值，按照公司远期规划的 11.28 万吨锂盐产能（预计 2023 年底前实现），考虑 IGO 入主后的股权稀释，对应权益产能 8.93 万吨。同时，公司持有 SQM 23.77% 股权，按照 SQM 计划，2021 年底前碳酸锂产能达 12 万吨，氢氧化锂产能达 2.15 万吨；2022 年底前碳酸锂产能达 18 万吨，氢氧化锂产能达 3 万吨，合计 21 万吨锂盐产能，对应公司权益产能 4.99 万吨左右。综上，预计到 2023 年末公司合计权益锂盐产能 13.92 万吨，考虑 IGO 入主后对泰利森及奎纳纳项目股权稀释带来的折价，合理市值在 1400 亿左右。

图表 42：产能统计及权益占比测算

主要生产基地	已有产能	停滞产能	规划产能	预计投产时间	权益比例
四川射洪	2.42				100%
江苏张家港	2				100%

重庆铜梁	0.06			100%
遂宁安居		2	预计年内重启概率大, 2022 年投产	100%
澳洲奎纳纳一期		2.4	预计 21Q3 投产, 22 年达产	51% (IGO 交易后稀释)
澳洲奎纳纳二期		2.4	预计 23 年投产	51% (IGO 交易后稀释)
产能合计			11.28 万吨	
权益产能			8.93 万吨	
SQM 权益产能			4.99 万吨	
合计产能			13.92 万吨	

来源: 国金证券研究所

- 方法二: 按当前龙头赣锋锂业估值, 其 2025 年锂盐产能有望超过 20 万吨, 按单吨盈利 3.5 万元/吨 (按锂盐中期均价 7-8 万元/吨, 成本在 4 万元/吨), 当前 1800 亿左右市值对应给予的远期估值在 25 倍左右。按单吨盈利 3.5 万元/吨, 公司 13.92 万吨锂盐权益产能, 给予 25 倍 PE, 对应估值在 1200 亿左右。
- 综上, 在债务问题有望解决的大背景下, 我们给予公司合理市值 1300 亿元左右, 目标价 88 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 43: 可比公司每万吨锂盐产量对应市值测算

股票代码	股票名称	2021E 锂盐产量 (万吨)	锂业务市值 (亿元)	每万吨产量对应市值 (亿元)
600499	科达制造	1 万吨 (权益产量, 蓝科锂业产量 2.5 万吨, 科达参股 43%)	156 (已剔除传统主业 100 亿左右市值)	156
002756	永兴材料	1.5	203 (已剔除传统主业 50 左右市值)	135
002460	赣锋锂业	9	1658	184
002240	盛新锂能	3.9	226	58
002497	雅化集团	3	207	69
300390	天华超净	1.7 万吨 (权益产能, 控股 68% 天宜锂业, 21 年 2.5 万吨产能)	210 (已剔除传统主业 60 左右市值)	123
<b>均值</b>				<b>120</b>

来源: wind、公司公告, 国金证券研究所

## 五、风险提示

- **澳洲奎纳纳项目进度不及预期。**公司正在澳洲奎纳纳建设一期 2.4 万吨氢氧化锂产线, 预计 2021 年底投产, 2022 年底达产, 项目可能因多重原因调试进度、投产及达产不及预期。
- **后续债务偿还不及预期。**公司引入 IGO 后, 仍有 6.84 亿美元本金加利息于明年年底到期, 12 亿美元本金加利息于 2024 年底到期, 如果债务偿还进度不及预期, 公司财务风险将进一步加深。
- **高级管理人员减持股份风险。**公司 6 月 25 日公告, 控股股东成都天齐实业 (集团) 有限公司及其一致行动人张静女士、李斯龙先生于 3 月 26 日至 6 月 25 日期间通过大宗交易和集合竞价的方式减持其所持公司股份 1,900.9891 万股, 占公司总股本的 1.29%; 公司 5 月 15 日公告, 前董事、高级管理人员李波先生于 2 月 10 日计划通过二级市场集中竞价交易方式减持公司股份合计不超过 71,494 股, 占公司总股本的 0.0048%, 截至 5 月 13 日, 李波先生减持公司股份数量已过半。
- **人民币汇率波动风险。**公司海外收入占比不断提升, 2020 年达到 26.7%, 若人民币汇率出现波动, 或影响公司盈利。

- **商誉减值风险。**公司商誉 4.16 亿元系于 2015 年度非同一控制下合并江苏天齐形成，若江苏天齐业绩不及预期，公司仍存在商誉减值风险。
- **涉及诉讼风险。**公司全资子公司 TLK 与澳洲奎纳纳建设氢氧化锂项目的总承包商 MSP 工程私人有限公司合同款项诉讼案一审已败诉，涉及金额 3,888.15 万澳元；公司子公司天齐鑫隆与里昂证券澳大利亚有限公司关于 SQM 股权收购合同服务费案已败诉，涉及金额 475.12 万美元。
- **IGO 资金来源与负债风险。**IGO 交易提供的 14 亿美元中，约 8.35 亿美元为贷款（约 11 亿澳元），其中折合 3.5 亿澳元于 2021 年 12 月 31 日到期，7.5 亿澳元于 2024 年 3 月 31 日到期。若 IGO 债务偿还不及预期，则对公司经营将产生一定影响。

**图表 44：IGO 资产负债表（百万澳元）**

	2018	2019	2020
流动资产合计	341.55	494.25	762.87
现金和短期投资	162.98	375.74	618.07
现金	138.66	108.18	490.31
现金和现金等价物	-	240.03	20
短期投资	24.32	27.53	107.76
净应收款合计	92.16	45.59	65.91
净交易应收款合计	50.86	24.57	46.59
库存合计	82.49	70.27	75.67
预付费用	1.93	2.16	3.16
其他流动资产合计	1.99	0.48	0.06
<b>总资产</b>	<b>2174.93</b>	<b>2190.27</b>	<b>2293.03</b>
物业/厂房/设备净总额	1563.6	1448.19	1342.23
物业/厂房/设备总额	109.09	80.74	2133.98
累计折旧合计	-73.68	-39.12	-886.78
长期应收票据	29.5	15	-
其他长期资产合计	240.28	232.83	187.93
总流动负债	117.71	111.31	123.24
应付账款	14.45	2.83	53.01
应计费用	4.32	5.18	7.06
长期负债当前应收部分/资本租赁	56.23	56.23	63.17
其他流动负债合计	42.71	47.08	-
<b>总负债</b>	<b>396.1</b>	<b>341.21</b>	<b>367.22</b>
长期债务合计	84.59	28.36	33.55
长期债务	84.59	28.36	-
资本租赁债务	-	-	33.55
递延所得税	131.64	137.91	141.79
其他负债合计	62.17	63.63	68.64
总权益	1778.83	1849.06	1925.81
普通股合计	1879.09	1895.86	1897.13
保留盈余（累计亏损）	-101.7	-47.15	28.45
其他权益合计	1.43	0.35	0.23
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>2174.93</b>	<b>2190.27</b>	<b>2293.03</b>
已发行普通股合计	592.97	596.56	596.89

来源：英为财经，国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	6,244	4,841	3,239	6,040	7,101	7,756	货币资金	1,943	4,439	994	2,117	2,524	2,784
增长率		-22.5%	-33.1%	86.4%	17.6%	9.2%	应收账款	1,217	949	839	1,331	1,507	1,603
主营业务成本	-2,023	-2,103	-1,895	-2,731	-3,221	-3,548	存货	561	917	851	1,122	1,235	1,264
%销售收入	32.4%	43.4%	58.5%	45.2%	45.4%	45.7%	其他流动资产	147	138	170	187	192	195
毛利	4,221	2,738	1,344	3,309	3,881	4,208	流动资产	3,868	6,443	2,854	4,758	5,458	5,847
%销售收入	67.6%	56.6%	41.5%	54.8%	54.6%	54.3%	%总资产	8.7%	13.8%	6.8%	10.6%	11.8%	12.4%
营业税金及附加	-209	-25	-27	-50	-59	-64	长期投资	30,408	25,492	23,587	23,807	24,027	24,247
%销售收入	3.4%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	6,379	10,522	11,016	11,347	11,701	11,972
销售费用	-44	-44	-21	-38	-45	-49	%总资产	14.3%	22.6%	26.2%	25.3%	25.4%	25.5%
%销售收入	0.7%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	3,470	3,536	3,693	3,749	3,805	3,860
管理费用	-369	-422	-405	-756	-888	-970	非流动资产	40,766	40,154	39,181	40,017	40,647	41,192
%销售收入	5.9%	8.7%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	%总资产	91.3%	86.2%	93.2%	89.4%	88.2%	87.6%
研发费用	-49	-48	-24	-42	-50	-54	<b>资产总计</b>	<b>44,634</b>	<b>46,597</b>	<b>42,036</b>	<b>44,776</b>	<b>46,105</b>	<b>47,039</b>
%销售收入	0.8%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	短期借款	2,601	19,594	23,694	23,094	22,160	21,418
息税前利润 (EBIT)	3,550	2,199	867	2,423	2,839	3,070	应付款项	1,241	1,796	1,716	2,921	3,444	3,644
%销售收入	56.8%	45.4%	26.8%	40.1%	40.0%	39.6%	其他流动负债	545	946	1,402	2,272	2,760	2,862
财务费用	-471	-2,028	-1,330	-1,430	-1,591	-1,673	流动负债	4,387	22,337	26,813	28,288	28,364	27,924
%销售收入	7.5%	41.9%	41.0%	23.7%	22.4%	21.6%	长期贷款	25,326	12,255	4,386	4,286	4,186	4,086
资产减值损失	-14	5,310	51	-4	-4	-4	其他长期负债	2,983	3,096	3,404	3,706	3,791	3,843
公允价值变动收益	-9	247	-644	100	150	200	负债	32,697	37,687	34,603	36,280	36,341	35,854
投资收益	539	337	148	300	400	500	<b>普通股股东权益</b>	<b>10,136</b>	<b>6,963</b>	<b>5,206</b>	<b>5,519</b>	<b>6,038</b>	<b>6,709</b>
%税前利润	14.8%	-7.5%	-14.0%	20.1%	21.1%	22.7%	其中：股本	1,142	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477
营业利润	3,586	-4,538	-1,022	1,393	1,799	2,098	未分配利润	5,367	-874	-2,717	-2,406	-1,887	-1,216
营业利润率	57.4%	n.a	n.a	23.1%	25.3%	27.1%	少数股东权益	1,801	1,946	2,226	2,976	3,726	4,476
营业外收支	48	58	-32	100	100	100	<b>负债股东权益合计</b>	<b>44,634</b>	<b>46,597</b>	<b>42,036</b>	<b>44,776</b>	<b>46,105</b>	<b>47,039</b>
税前利润	3,634	-4,480	-1,054	1,493	1,899	2,198							
利润率	58.2%	n.a	n.a	24.7%	26.7%	28.3%	<b>比率分析</b>						
所得税	-829	-1,002	-73	-224	-285	-330		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	22.8%	n.a	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	2,804	-5,482	-1,127	1,269	1,614	1,869	每股收益	1.926	-4.051	-1.241	0.352	0.585	0.757
少数股东损益	604	501	706	750	750	750	每股净资产	8.875	4.714	3.525	3.737	4.087	4.542
归属于母公司的净利润	2,200	-5,983	-1,834	519	864	1,119	每股经营现金净流	3.170	-5.595	0.400	2.008	1.879	1.796
净利率	35.2%	n.a	n.a	8.6%	12.2%	14.4%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.141	0.234	0.303
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	21.71%	-85.93%	-35.22%	9.41%	14.31%	16.67%
净利润	2,804	-5,482	-1,127	1,269	1,614	1,869	总资产收益率	4.93%	-12.84%	-4.36%	1.16%	1.87%	2.38%
少数股东损益	604	501	706	750	750	750	投入资本收益率	6.44%	6.20%	2.41%	5.28%	6.15%	6.56%
非现金支出	275	-4,977	289	312	340	375	<b>增长率</b>						
非经营收益	-137	1,394	2,006	14	18	183	主营业务收入增长率	14.16%	-22.48%	-33.08%	86.45%	17.57%	9.22%
营运资金变动	678	801	-577	1,370	802	226	EBIT增长率	1.89%	-38.06%	-60.57%	179.43%	17.18%	8.15%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,620</b>	<b>-8,265</b>	<b>590</b>	<b>2,965</b>	<b>2,775</b>	<b>2,653</b>	净利润增长率	2.57%	-371.96%	-69.35%	128.32%	66.37%	29.47%
资本开支	-3,425	-3,735	-878	-585	-649	-599	总资产增长率	150.19%	4.40%	-9.79%	6.52%	2.97%	2.03%
投资	-27,738	-14	42	-120	-70	-20	<b>资产管理能力</b>						
其他	1	387	331	300	400	500	应收账款周转天数	26.4	35.1	32.9	30.0	27.0	25.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-31,162</b>	<b>-3,362</b>	<b>-505</b>	<b>-405</b>	<b>-319</b>	<b>-119</b>	存货周转天数	93.6	128.3	170.3	150.0	140.0	130.0
股权募资	0	2,908	0	0	0	0	应付账款周转天数	132.1	182.0	194.2	145.0	145.0	130.0
债权募资	25,399	2,883	-2,192	-700	-1,034	-842	固定资产周转天数	98.2	315.5	473.8	262.1	233.4	226.4
其他	-1,830	-1,745	-1,360	-737	-1,015	-1,432	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>23,569</b>	<b>4,047</b>	<b>-3,551</b>	<b>-1,437</b>	<b>-2,049</b>	<b>-2,274</b>	净负债/股东权益	237.06%	330.36%	390.57%	320.24%	263.88%	220.50%
<b>现金净流量</b>	<b>-3,973</b>	<b>-7,581</b>	<b>-3,466</b>	<b>1,123</b>	<b>407</b>	<b>260</b>	EBIT利息保障倍数	7.5	1.1	0.7	1.7	1.8	1.8
							资产负债率	73.26%	80.88%	82.32%	81.03%	78.82%	76.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	7
增持	3	3	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.75</b>	<b>1.71</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

**投资评级的说明：**

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

**特别声明:**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402