

# 天齐锂业 Tianqi Lithium (9696 HK)

## 首次覆盖：锂行业垂直一体化龙头，布局优质锂矿资源及冶炼基地

Lithium industry vertical integration leader, layout of high-quality lithium mineral resources and smelting base: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

### 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$42.05
目标价	HK\$61.63
HTI ESG	5.1-5.0-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$91.10bn / US\$11.64bn
日交易额 (3个月均值)	US\$8.83mn
发行股票数目	164.12mn
自由流通股 (%)	71%
1年股价最高最低值	HK\$78.70-HK\$40.50
注：现价 HK\$42.05 为 2023 年 10 月 24 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-3.9%	-14.5%	-23.8%
绝对值 (美元)	-3.9%	-14.7%	-23.6%
相对 MSCI China	33.8%	24.5%	22.9%

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	40,169	33,109	30,878	29,482
(+/-)	429%	-18%	-7%	-5%
净利润	23,945	13,299	12,357	11,960
(+/-)	556%	-44%	-7%	-3%
全面摊薄 EPS (Rmb)	15.41	8.10	7.53	7.29
毛利率	85.0%	73.5%	70.7%	69.7%
净资产收益率	47.7%	22.7%	17.4%	14.4%
市盈率	3.33	4.75	5.11	5.28

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- 锂行业龙头，全球第四大、中国和亚洲第二大锂化工产品供应商。**天齐锂业 2022 年营业收入 404.49 亿元，同比增长 427.82%；归母净利 241.25 亿元，同比增长 1060.47%；锂矿产量 134.9 万吨，同比增长 41.37%；锂盐产量 4.7 万吨，同比增长 8.16%。
- 坐拥全球锂行业最优质的中上游资源。资源端：**布局全球最优质矿石、盐湖资源，权益资源量合计约 1429 万吨 LCE。公司控股全球目前品位最高、储量最大的在产锂辉石项目澳大利亚格林布什锂精矿（26.01%），现有锂精矿产能 162 万吨/年，2025 年规划总产能达到 214 万吨/年，2027 年规划建成产能 266 万吨/年；四川雅江措拉矿山（80%）引入紫金矿业增资，促进该项目建设，提升公司原料供应稳定性。此外，通过参股 SQM（22.16%）和日喀则扎布耶（20%），布局智利阿塔卡马盐湖和西藏扎布耶盐湖。**冶炼端：**公司现有 4 个在产锂化工产品生产基地分别位于中国四川射洪、重庆铜梁、江苏张家港以及澳洲奎纳纳，锂化合物及衍生品建成产能 6.88 万吨/年，中期锂化工产品产能合计超 14 万吨/年，力争 2027 年达到 30 万吨 LCE 产能。
- 锂价回调较为充分，成本支撑较强。**锂是战略新兴矿产资源，作为电池生产的重要原材料，需求量呈现爆炸式增长。目前来看，动力电池和储能电池是锂电池未来发展潜力最大的领域。我们预计短期上下游博弈现象仍将持续，碳酸锂价格或维持波动。中长期看，我们认为碳酸锂价格为 20-25 万元/吨。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 331.09 亿元、308.78 亿元、294.82 亿元，公司 2023-2025 年归母净利分别为人民币 132.99 亿元、123.57 亿元、119.60 亿元，对应 EPS 分别为人民币 8.10 元、7.53 元、7.29 元，根据可比公司估值，我们给予公司 2023 年 7 倍 PE，按港元兑人民币汇率 0.92 计算，目标价为 61.63 港元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设及释放不及预期，智利锂产业国有化的进程对锂资源进口的负面影响。

吴漪婕 Yijie Wu  
lisa.yj.wu@htisec.com

王曼琪 Manqi Wang  
mq.wang@htisec.com

## 一、公司概况

天齐锂业是中国和全球领先、以锂为核心的新能源材料企业。

公司深耕锂矿采选冶炼行业与化学原料及化学制品制造业，业务涵盖锂产业链的关键阶段，包括硬岩型锂矿资源的开发、锂精矿加工销售以及锂化工产品的生产销售。主要产品有：电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、电池级单水氢氧化锂、工业级单水氢氧化锂、金属锂和无水氯化锂。

### 1. 发展历程

天齐锂业股份有限公司前身为四川射洪锂业，成立于1995年10月16日。

2004年，蒋卫平先生通过天齐集团收购射洪锂业。

2010年，公司在深圳证券交易所上市（股票代码：002466），总部位于四川成都。

2014年，公司收购西藏矿业持有的扎布耶锂业20%股权和泰利森锂业51%股权，进一步增强了其在锂行业的地位。

2015年，公司收购了世界级锂业公司银河锂业在江苏张家港的生产基地，进一步扩大了其生产规模。

2016年，天齐锂业启动了奎纳纳氢氧化锂项目建设，该项目分为两期，完全投产运营后每年将生产4.8万吨电池级单水氢氧化锂。

2017年，公司设立了重庆铜梁基地，以增加金属锂的产能。

2018年，公司位于西澳大利亚奎纳纳的第一期年产2.4万吨电池级单水氢氧化锂项目主体工程建设完成。此外，公司还完成了对智利化工矿业公司（SQM）23.77% A类股权的收购，成为其第二大股东。

2021年，公司完成了海外子公司TLEA引入战略投资者澳大利亚上市公司IGO的交易，并与IGO建立了战略合作关系。

2022年，公司在香港联合交易所上市（股票代码：9696.HK）。

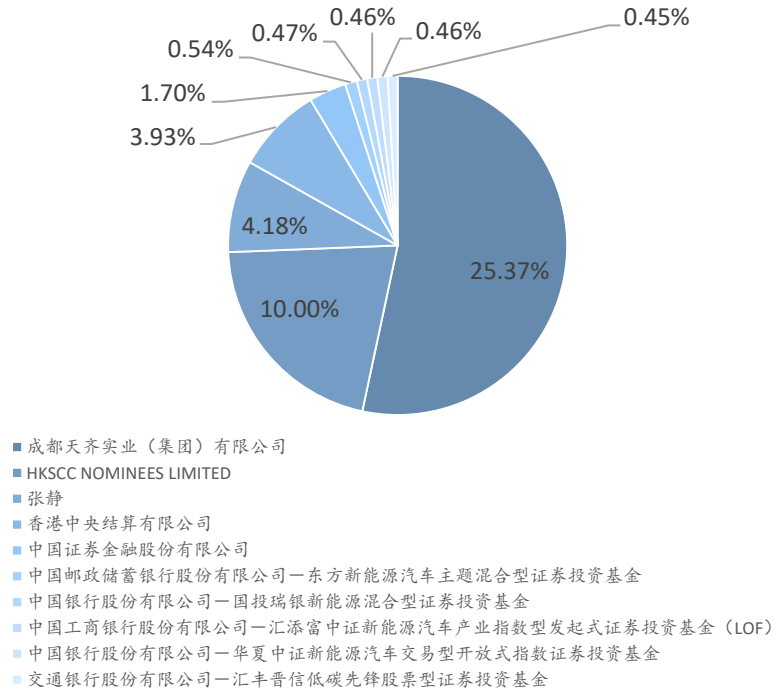
2023年，公司签署了建设年产3万吨电池级单水氢氧化锂项目的投资协议。

天齐锂业始终致力于实现“夯实上游、做强中游、渗透下游”的长期发展战略。上市以来，公司在上游锂资源领域进行了一系列布局，包括取得四川雅江措拉锂辉石矿的探矿权、探转采，收购泰利森锂业和文菲尔德股权等，从而保障了锂原料的供应。未来，随着公司对更多上游资源的掌握和下游市场的开拓，其在锂行业的影响力有望进一步增强。

## 2. 股权结构

天齐锂业实际控制人为蒋卫平先生，其持股比例为 22.83%。其重要股东为成都天齐实业（集团）有限公司、HKSCC NOMINEES LIMITED、张静和香港中央结算有限公司等。其中，成都天齐实业（集团）有限公司为第一大股东，股权占比为 25.37%。

图1 天齐锂业前十大股东持股比例（截至 2023 年 10 月 11 日）

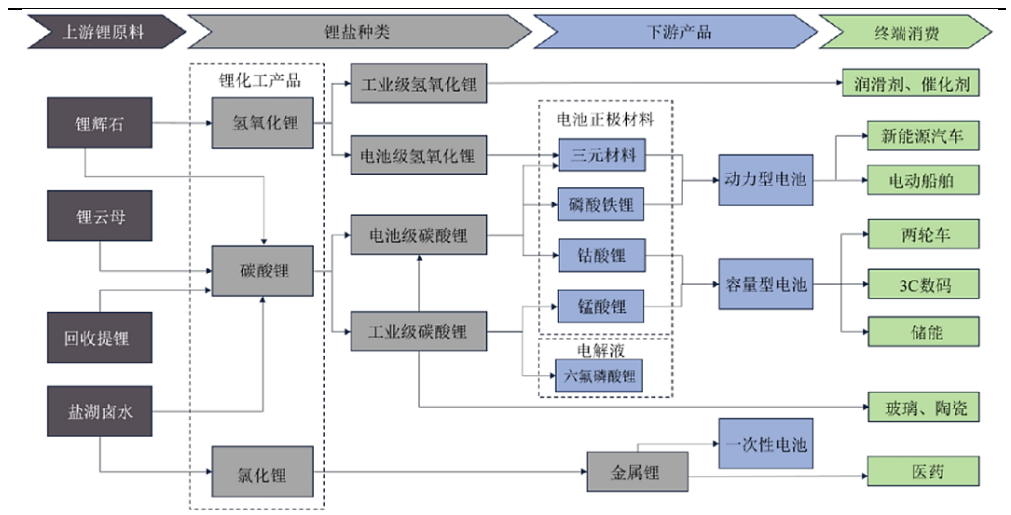


资料来源：公司公告，海通国际

## 3. 公司生产产品及产业链情况

公司的产品线覆盖了各种锂化合物及其衍生物，包括电池级和工业级氧化锂、电池级和工业级碳酸锂、氯化锂和金属锂。这些产品被广泛应用于多个终端市场，诸如新能源汽车、电动船舶、储能系统、飞机、陶瓷和玻璃等。

图2 锂产业链



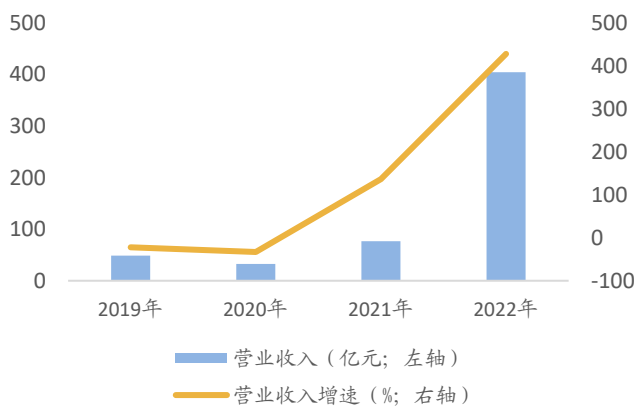
资料来源：公司 2023 年半年报，海通国际

公司长久以来一直专注于锂化工产品的加工，当前在中国四川射洪、重庆铜梁、江苏张家港以及澳大利亚奎纳纳等地设立了 4 个锂化工产品生产基地。公司的产品因其出色的品质在全球范围内广受欢迎，与众多电池材料制造商、跨国电池公司、玻璃玻纤及陶瓷生产商等下游企业建立了紧密的合作关系。公司还通过投资固态电池和新能源汽车领域的企业，进一步增强了与下游产业链的连结，以便更好地掌握行业技术趋势和商业化进程，为公司的未来发展提供新的机遇和反馈。在实施垂直一体化发展战略的同时，公司也在探索产业链循环发展的可能性。

4.业绩情况

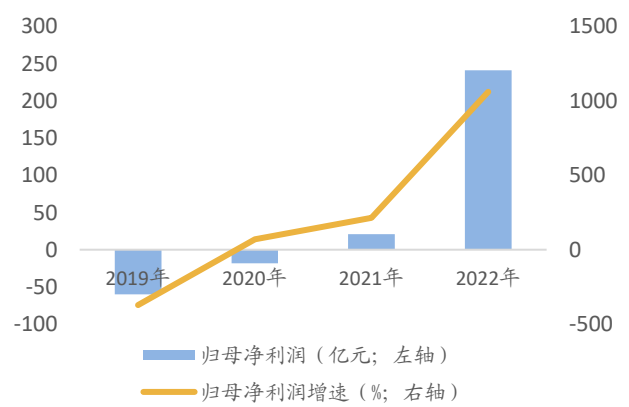
公司销量、营收与毛利率增长迅猛，归母净利跃居同行业第一。受益于全球新能源汽车景气度提升，锂离子电池厂商加速产能，下游正极材料订单回暖，2022 年公司总营收达 404.49 亿元，同比增长 427.82%；归母净利达 241.25 亿元，同比增长 1060.47%，跃居同行业第一。

图3 2019-2022 年天齐锂业营业收入



资料来源：公司年报，海通国际

图4 2019-2022 年天齐锂业归母净利



资料来源：公司年报，海通国际

分产品看：2022年公司锂矿采选冶炼行业销量达75.9万吨，同比增长37.70%，营业收入达154.39亿元，同比增长483.90%，毛利率达83.95%，同比增长21.85%。化学原料及化学制品制造业销量达5.8万吨，同比增长21.77%，营业收入达250.09亿元，同比增长398.41%，毛利率达85.85%，同比增长23.96%。

根据2023年半年报，2023年上半年公司总营收达248.23亿元，同比增长73.64%；归母净利达64.52亿元，同比减少37.52%。受益于主要锂化工产品销售数量及锂矿销售均价较上年同期增加，公司锂矿营业收入达160.35亿元，同比增长259.06%，占营业收入的64.60%，毛利率为91.78%，较去年同期增长14.73个百分点。锂化合物及衍生品营业收入达87.84亿元，同比减少10.62%，占总营业收入的35.39%，毛利率达78.64%，较去年同期减少8.90个百分点。

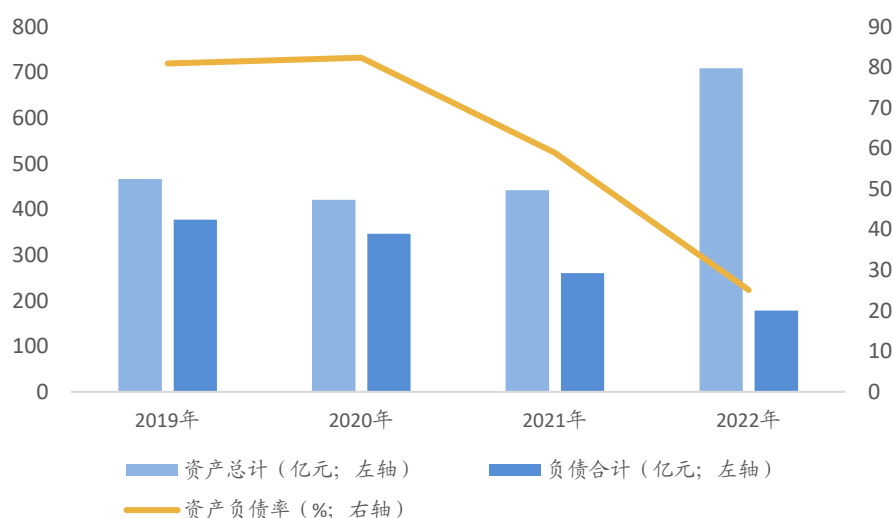
表1 天齐锂业经营情况

	2020年	2021年	2022年
锂矿采选冶炼行业销量(吨)	352746.78	551189.97	758969.66
锂矿采选冶炼行业营业收入(亿元)	14.81	26.44	154.39
锂矿采选冶炼行业毛利率	62.53%	62.10%	83.95%
化学原料及化学制品制造业销量(吨)	35701.03	47710.87	58095.28
化学原料及化学制品制造业营业收入(亿元)	17.57	50.18	250.09
化学原料及化学制品制造业毛利率	23.71%	61.89%	85.85%
归母净利(亿元)	-18.34	20.79	241.25

资料来源：公司年报，海通国际

**公司资产负债率回落，摆脱债务负担。**在2018年收购智利SQM股权之后，公司新增35亿美元并购贷款，资产负债率出现大幅度上涨，给公司发展带来了巨大的负担，但在2021年引入战投偿还部分并购贷款，加之2022年大幅度利润增长和港股IPO募资，公司已完全还清并购贷款，摆脱高资产负债率的风险。

图5 2019-2022年天齐锂业资产负债情况



资料来源：公司年报，海通国际

## 二、坐拥全球锂行业最优质的中上游资源

公司进行全球化战略性布局，足迹遍布中国、澳大利亚、智利，海内外锂产品综合产能表现强劲。公司以西澳大利亚格林布什锂矿为资源基地，西藏雅江措拉锂矿、智利 SQM 阿塔卡马盐湖为另外两个重要资源所在地，确保稳定的低成本优质锂原料供应，并凭借垂直一体化的全球产业链优势与国际客户建立伙伴关系，共同助力电动汽车和储能产业实现锂离子电池技术的长期可持续发展。

2008 年 12 月天齐锂业通过收购天齐盛合获取了雅江措拉锂辉石矿的探矿权，后续在 2012 年 4 月又获得措拉矿的开采权。2014 年 5 月，公司完成了对澳洲泰利森公司 51% 股权的收购，获得旗下格林布什锂矿的控股权和部分产品承购权，以及智利七盐湖 50% 的权益。2014 年 8 月，公司收购西藏矿业持有的扎布耶锂业 20% 的股权，布局国内锂盐湖资源。2018 年 12 月，公司通过收购智利 SQM 公司股权获得阿塔卡马锂盐湖的部分权益。天齐锂业深度参与全球碳酸锂市场竞争和上游资源锁定。公司现在是全球第四大、中国和亚洲第二大锂化工产品供应商。截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有的权益资源量合计约 1429.36 万吨 LCE。

表 2 公司全球重要锂资源分布情况

锂资源项目	格林布什矿	措拉矿	阿塔卡马盐湖	扎布耶盐湖
资源种类	锂辉石矿	锂辉石矿	锂盐湖	锂盐湖
地理位置	澳洲	四川	智利	西藏
权益比例	26.01%	80%	22.16%	20%
总资源量 (万吨 LCE)	1286	63.2	4551	179
权益资源量 (万吨 LCE)	334.5	50.56	1008.5	35.8
运营状态	在产	筹备建设中	在产	在产
	总资源量合计 (万吨 LCE)			6079.2
	权益资源量合计 (万吨 LCE)			1429.36

资料来源：公司 2023 年半年报，海通国际

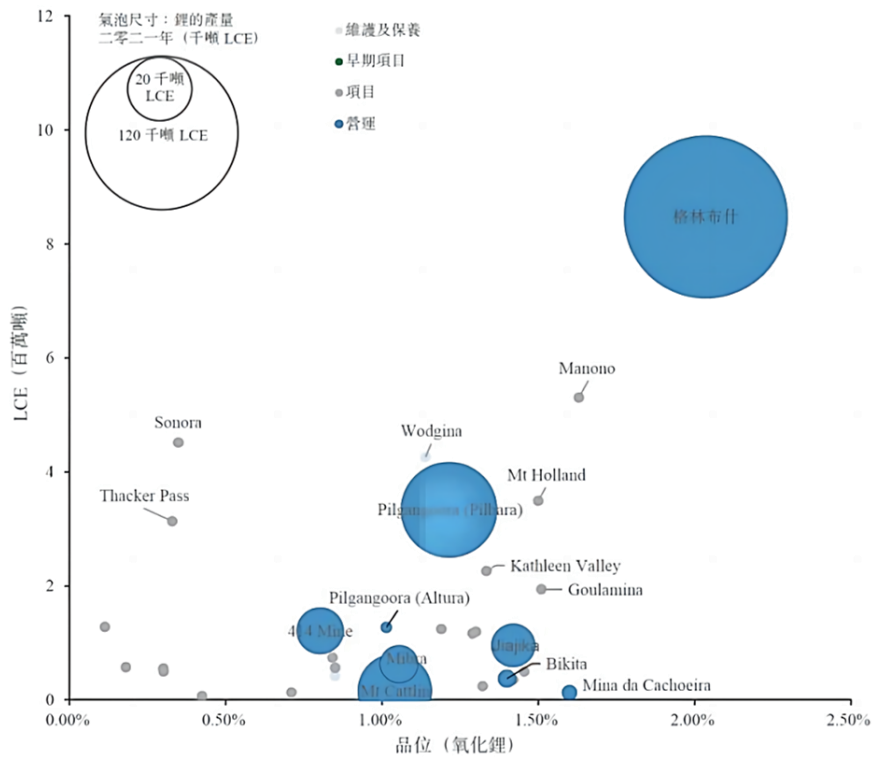
### 1. 公司目前主要的矿山与盐湖

#### (1) 澳大利亚格林布什矿

格林布什矿是目前全球目前品位最高、储量最大的在产锂辉石项目，已开采超过 30 年。该矿位于澳洲，毗邻西澳大利亚散装货运港口——Bunbury 港口，生产条件得天独厚。天齐锂业控股泰利森锂业 26.01% 股权。根据伍德麦肯兹 2022 年第四季度最新数据，格林布什矿区是 2022 年全球产能和产量最大的大型锂矿项目。该矿锂资源量约 1,286 万吨 LCE，氧化锂平均品位 1.5%；储量约 824 万吨 LCE，氧化锂平均品位 1.9%。



图 6 锂矿及项目的矿物储量估计 (截至 2021 年 12 月 31 日)



资料来源: 公司 2021 年报, 海通国际

格林布什锂资源主要分布在中央矿脉区和卡潘加区, 中央矿脉区是目前锂矿石开采的主要来源, 卡潘加区则作为矿区资源基地暂处于勘探状态。除上述矿产资源外, 泰利森正在对格林布什锂矿开采前已存在的 1 号尾矿库中所含的开采钽矿的剩余尾矿进行二次开采加工。

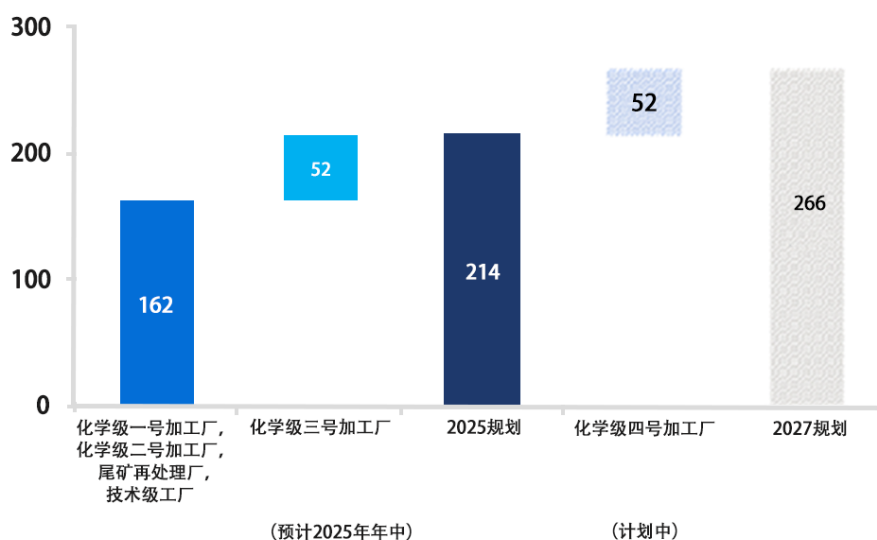
图 7 泰利森——格林布什锂矿矿区位置及布局



资料来源: 公司官网, 公司招股说明书, 海通国际

泰利森目前铭牌年产能为 162 万吨，2022 年锂精矿产量 135 万吨，其中化学级锂精矿全年产量 120 万吨，技术级锂精矿 2022 年产量 15 万吨。泰利森下属的格林布什锂辉石矿项目目前共有四个在产锂精矿加工厂，分别是化学级一号加工厂（CGP1）、化学级二号加工厂（CGP2）、尾矿再处理厂（TRP）以及技术级工厂（TGP）。与此同时，化学级三号加工厂（CGP3）正在建设中，设计产能为 52 万吨/年，公司预计 2025 年 3 月完工投产。公司规划 2025 年开工建设化学级四号加工厂（CGP4），设计产能 52 万吨，初步预计 2027 年建成投产。

图 8 泰利森格林布什锂精矿产能（万吨/年）



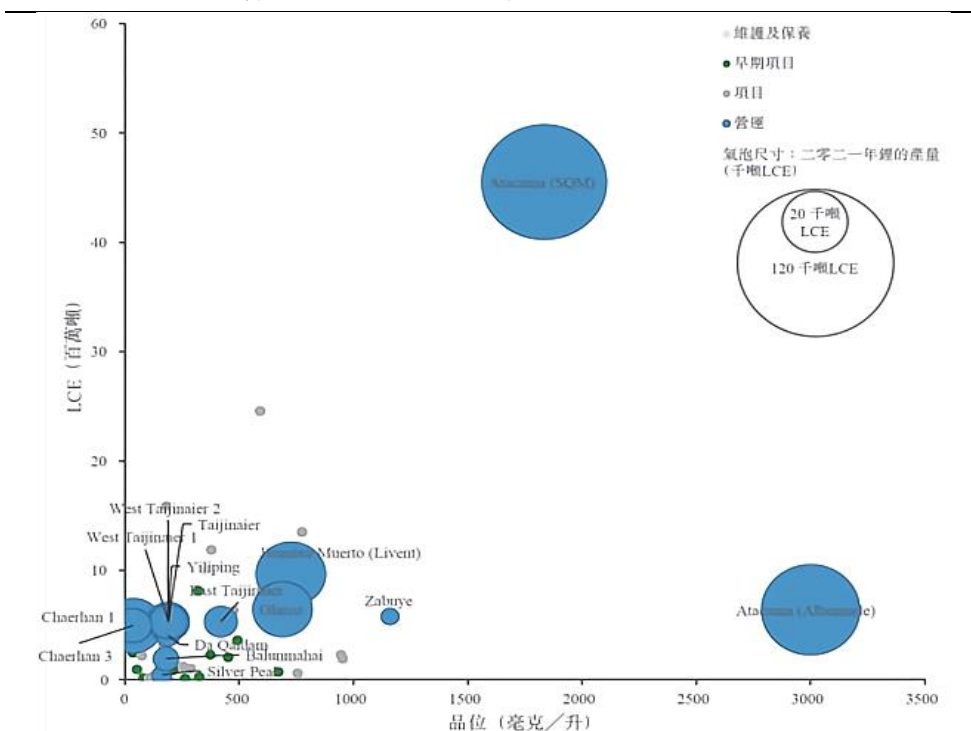
资料来源：公司 2023 年半年报，海通国际

## (2) 智利阿塔卡马盐湖

阿塔卡马盐湖位于地处南美“锂三角”地区的智利，是全球储量最大的盐湖项目，也是美洲和全世界第二大的盐湖。盐湖东部有一条南北纵横的火山带，其中包括智利最活跃的火山拉斯卡尔火山。截至 2022 年 12 月 31 日，SQM 在智利的采矿权益中约有 99.56% 属于采矿开采特许权，0.44% 属于采矿勘探特许权。矿业开发特许权约 98% 已根据智利立法授予。采矿勘探特许权 100% 已根据智利立法授予。2022 年公司向智利政府支付 730 万美元用于采矿勘探和开采特许权，包括从智利国家机构 Corfo 租赁的特许权，2030 年租赁协议到期。在整个矿山生命周期 (LoM) 中，锂的平均工艺效率约为 52%。



图 9 锂卤水矿床矿物资源量估计 (截至 2021 年 12 月 31 日)



资料来源：公司 2021 年报，海通国际

SQM 矿权区域内探明资源量 540 万金属吨，控制资源量 280 万金属吨，探明和控制资源量 (M+I) 总计 820 万金属吨。矿权区域内拥有锂资源总储量 36 万金属吨，证实储量 22 万金属吨，概略储量 14 万金属吨。

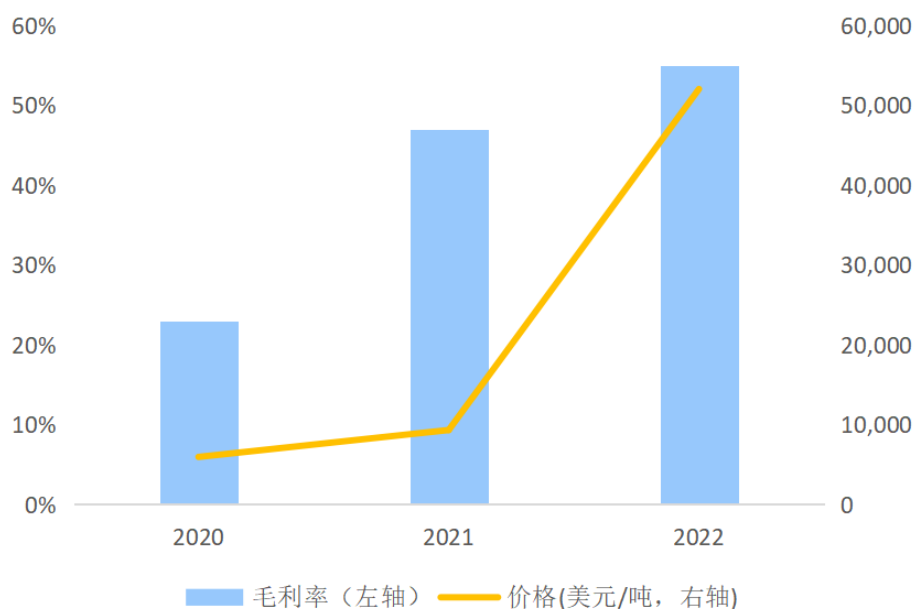
表 3 阿塔卡马矿权区域内探明和控制资源量合计 820 万锂金属吨

资源量等级	卤水体积 (Mm <sup>3</sup> )	平均品位 (wt.%)	金属量 (百万吨)
探明	2254	0.2	5.4
控制	1435	0.26	2.8
探明+控制	3689	0.28	8.2
推断	1614	0.13	2.6
<b>总计</b>	<b>5303</b>	<b>0.17</b>	<b>10.8</b>

资料来源：SQM 公司公告，海通国际

2022 年 SQM 锂电业务表现亮眼，满足能源转型突飞猛进的市场需求。在 SQM 五大业务中，锂及其衍生产品权重逐年提升，2020 年和 2021 年营业收入占比分别为 21%和 33%，到 2022 年攀升至 76%。得益于全球需求结构从以传统需求变更为以电池需求为主，电动化时代锂盐行业开启超级周期，需求旺盛。

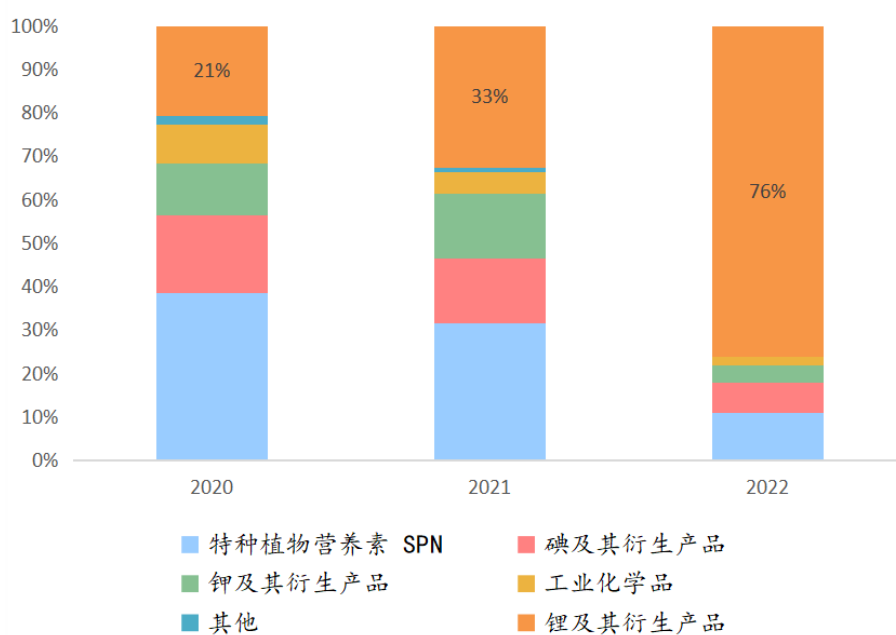
图 10 2020-2022 年 SQM 锂业务毛利率和售价增长情况



资料来源：SQM 公司公告，海通国际

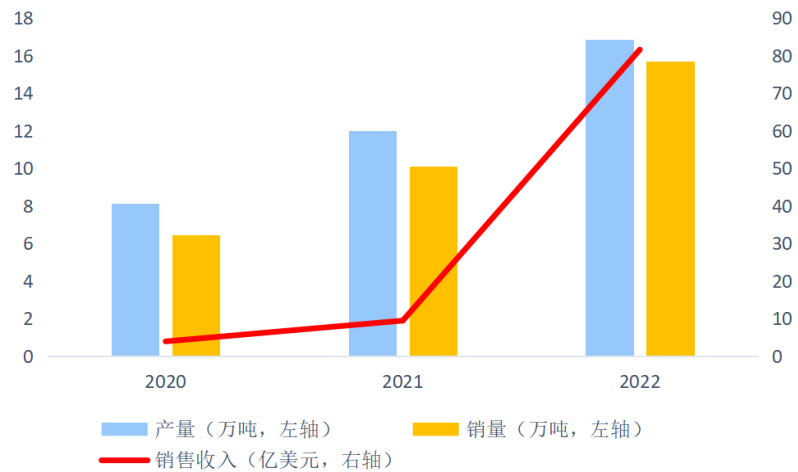
2022 年，锂化工产品需求增长约 43%，达到 76 万吨碳酸锂当量，SQM 锂业务销量和价格双双提升，与 2021 年的 9.361 亿美元相比，2022 年锂业务的销售收入增长了 771%，整体业绩大幅增长。2022 年碳酸锂的平均价格比 2021 年高出约 462%，销量增长了约 55%。锂及其衍生品板块销售收入总计 81.529 亿美元，为公司 2022 全年的毛利率贡献了约 79%，已成为 SQM 主要的盈利支点。公司是全球最大的碳酸锂和氢氧化锂生产商之一，2022 年，SQM 碳酸锂和氢氧化锂总销量达到 15.68 万吨，锂化工全球市场份额达到 20% 左右。

图 11 2020-2022 年 SQM 锂业务营收占比情况



资料来源：SQM 公司公告，海通国际

图 12 2020-2022 年 SQM 锂业务产销量及销售收入



资料来源: SQM 公司年报, 海通国际

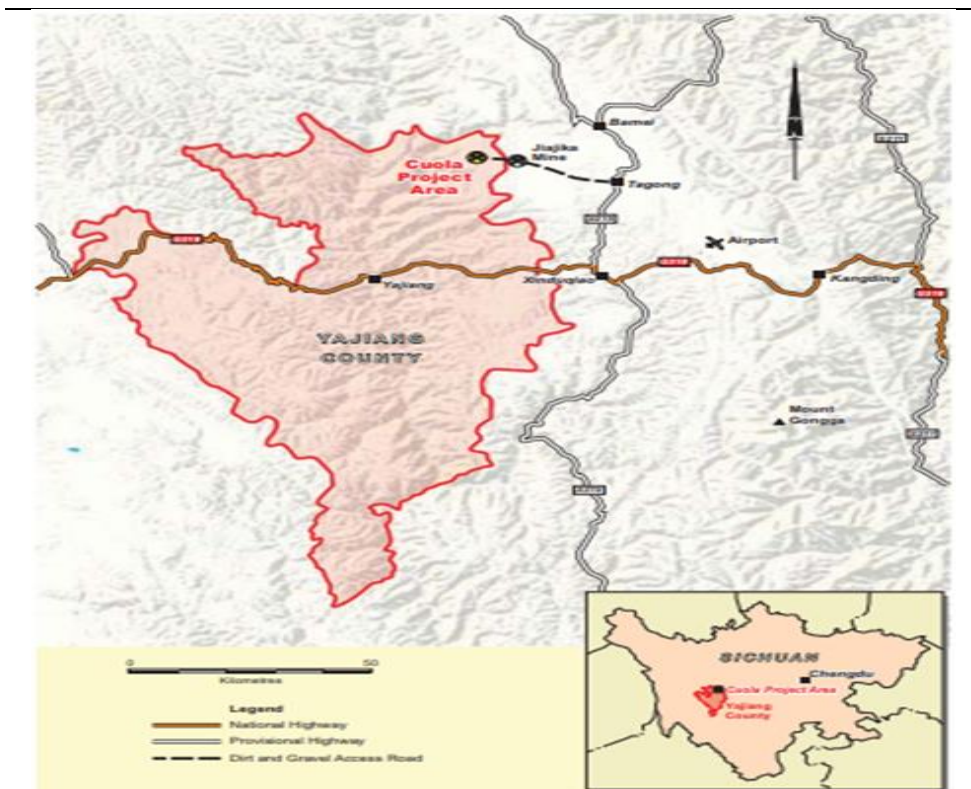
2022 年, SQM 本地运营的碳酸锂产能达到 18 万吨有效产能, SQM 预计 2023 年增加到 21 万吨, 氢氧化锂由 3 万吨增加到 4 万吨, 2025 年预计增加到 10 万吨。公司宣布了扩建计划, 2023 年资本支出可达 12 亿美元左右, 重点放在碳酸锂和氢氧化锂的产能增加。此外, SQM 宣布在中国购买和开发一座新工厂, 这将使该公司能够每年从智利的硫酸锂中生产多达 30,000 公吨的氢氧化锂。2022 年第三季度, SQM 宣布了与 Salar Futuro 项目相关的计划, 这将使 SQM 拥有世界上最可持续的采矿作业成为可能。

### (3) 四川雅江措拉矿

措拉矿区位于四川省雅江县东北部的木绒乡, 属甲基卡矿区西矿段, 矿床地处分水岭地带、呈正地形, 高出地表 50 余米, 长达 600 米, 运输条件较好, 向东约 33 公里与 318 国道线相接。

四川省地质矿产勘查开发局 108 地质队《四川省雅江县措拉锂辉石矿地质详查 2009 年度工作报告》显示, 措拉矿区锂辉石矿石量 1,905.43 万吨, 氧化锂资源量 22.34 万吨 (折合金属锂资源量约 9.57 万吨), 平均品位 1.24%, 折合 SC6.0 锂辉石约 372 万吨, 资源储量较为丰富。截至 2021 年 12 月 31 日, 雅江措拉矿拥有指示+推断资源量 1970 万吨, 资源品位为 1.3%, 折合碳酸锂当量约 63.2 万吨, 其中指示资源量为 1420 万吨, 推断资源量为 550 万吨。

图 13 雅江措拉矿地理位置



资料来源：公司招股说明书，海通国际

公司全资子公司天齐盛合于 2008 年 10 月 17 日获得四川省雅江县措拉锂辉石矿探矿权，并于 2012 年 4 月获得了该矿的开采权。

2023 年 5 月，公司全资子公司盛合锂业引入紫金矿业为战略投资者，增资扩股后公司仍拥有盛合锂业的控制权。引入紫金矿业有利于优化股权结构、发挥资源优势、加速产能转换和稳定供应链。同时与澳大利亚矿山一起成为公司现有及未来规划锂化合物产能的双重资源保障。截至 2023 年 8 月 31 日，海南紫金锂业已支付第一期认购价款，盛合锂业已完成相应工商变更登记。增资完成后，公司持有盛合锂业 39.20% 的股权，公司全资子公司射洪天齐持有盛合锂业 40.80% 的股权，海南紫金锂业持有盛合锂业 20% 的股权。

#### (4) 扎布耶锂盐湖

2014 年 8 月，公司收购西藏矿业持有的扎布耶锂业 20% 的股权。西藏矿业拥有独家开采权的西藏扎布耶盐湖是世界三大、亚洲第一大锂矿盐湖，是富含锂、硼、钾固、液并存的特种综合性大型盐湖矿床。其卤水含锂浓度仅次于智利阿塔卡玛盐湖，含锂品位居世界第二，具有世界独一无二的天然碳酸锂固体资源和高锂贫镁、富碳酸锂的特点，成本比国内其他盐湖成本低 20%。该湖采矿权由西藏矿业下属的西藏日喀则扎布耶锂业高科技有限公司持有。

截至 2021 年 11 月 30 日，扎布耶盐湖主矿已探明碳酸锂总资源量达 184.1 万吨，其中控制资源量 163.68 万吨、推断资源量 15.08 万吨，可信储量 57.19 万吨（地表卤水 54.51 万吨、晶间卤水 2.68 万吨）。其中，地表卤水保有碳酸锂控制+推断资源量 65.07 万吨、晶间卤水碳酸锂控制+推断资源量 11.47 万吨、固体矿碳酸锂控制+推断资源量 102.22 万吨。

表 4 扎布耶锂盐湖资源储量（股权比例 20%，截至 2021 年 11 月 30 日，单位：万吨 LCE）

	资源量类型	固体	地表卤水	晶间卤水	固体合计	液体合计	总计
累计查明资源储量	控制资源量	92.98	70.41	5.63	92.98	76.04	169.02
	推断资源量	9.24		5.84	9.24	5.84	15.08
	可信储量		59.85	2.68			62.53
消耗资源储量	控制资源量	0	5.34		0	5.34	5.34
	推断资源量	0	0		0	0	0
	可信储量		5.34		0	5.34	5.34
保有资源储量	控制资源量	92.98	65.07	5.63	92.98	70.7	163.68
	推断资源量	9.24		5.84	9.24	5.84	15.08
	可信储量		54.51	2.68			57.19

资料来源：西藏矿业公告，海通国际

公司拟对控股子公司西藏扎布耶锂业高科技有限公司实施扎布耶盐湖绿色综合利用万吨电池级碳酸锂项目，采用盐田蒸发+膜分离技术+结晶蒸发技术提锂技术。公司预计电池级碳酸锂 9600 吨/年、工业级碳酸锂 2400 吨/年，据西藏矿业 2023 年半年报，截至 2023 年 6 月底，该项目完成主装置土建扫尾、主装置钢结构安装、全场大件设备吊装，该项目预计 2024 年完工。公司子公司西藏扎布耶于 2021 年 10 月 28 日与江苏久吾高科技股份有限公司签订 100 吨氢氧化锂中试技改项目立项及中试科研合同，于 2022 年 11 月 30 日完成中试实验。

## 2. 公司海内外锂产品综合产能表现强劲

据伍德麦肯兹报告，公司是中国唯一通过大型、一致且稳定的锂精矿供给实现 100% 自给自足并全面垂直整合的生产商。旗下控股子公司所持有的格林布什矿区所生产的锂精矿产品为公司中游锂化合物加工提供了强大且充足的资源依托，使得公司实现锂矿原材料完全自给，在如今的市场环境下成本优势愈发突显，帮助公司在全球锂企中脱颖而出，力争实现利润最大化兑现的同时，建立强大的抗风险能力。

公司是全球第四大，中国和亚洲第二大锂化工产品供应商。现有四个锂化工产品生产基地，分别位于中国四川射洪、重庆铜梁、江苏张家港以及澳洲奎纳纳，锂化合物及衍生品建成产能 6.88 万吨/年，奎纳纳工厂正在试运营或建设/规划中的二期年产 2.4 万吨的氢氧化锂项目、安居工厂年产 2 万吨电池级碳酸锂项目和铜梁的扩建项目全面建成并投入运营后，天齐锂业中期锂化工产品产能进一步提升至超 11 万吨/年，中期锂化工产品产能合计超 14 万吨/年，力争 2027 年达到 30 万吨 LCE 产能

表 5 公司全球锂产品综合产能情况

锂盐加工	权益比例	现有产能 (万吨)	计划新增产能 (万吨)	未来合计 (万吨)
<b>其中：境内</b>				
四川射洪	100%	2.42	-	2.42
重庆铜梁	86.38%	0.06	-	0.06
四川安居	100%	-	2	2
江苏张家港	100%	2	-	2
江苏张家港保税区	100%	-	3	3
<b>境外</b>				
澳洲奎纳纳	51%	2.4	2.4	4.8
<b>合计</b>	-	<b>6.88</b>	<b>7.4</b>	<b>14.28</b>

资料来源：公司 2023 年半年报，海通国际

### (1) 境内生产基地

**射洪、张家港、铜梁的三个基地总计可提供 4.48 万吨/年的锂化工产品产能。**四川射洪基地主要加工由格林布什矿区生产的锂精矿，产品涵盖碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂和金属锂等多种类型，综合锂化工产品年产能约 2.42 万吨；重庆铜梁是金属锂生产项目，铜梁工厂金属锂年产能为 600 吨，未来预计市场对金属锂的需求会继续增加；江苏张家港是全球仅有的在成熟运营中的全自动化电池级碳酸锂生产工厂。该基地拥有全球领先的生产技术和工艺流程，被视为国内碳酸锂产品市场的标杆，现有年产能约 2 万吨。

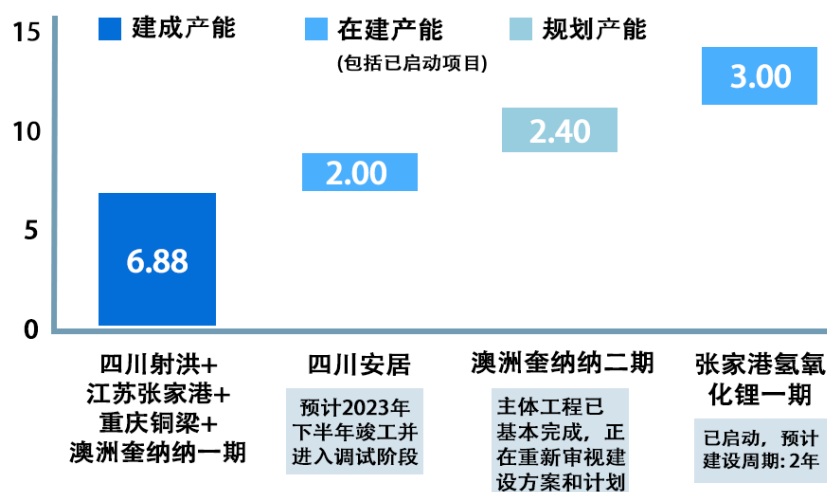
据天齐锂业官方公众号 7 月消息，四川安居项目 2 万吨碳酸锂工厂厂房主体结构已完工，综合办公楼正在装修，生产设备全部进场。同时，公司计划在江苏省苏州市张家港保税区建设一期项目为年产 3 万吨电池级单水氢氧化锂项目，预计总投资不超过 20 亿元人民币（含购置土地及预留土地建设），建设周期为两年。

### (2) 境外生产基地

澳洲奎纳纳一期项目是全球首个投入运营的全自动化电池级氢氧化锂工厂。项目一期已建成铭牌年产能为 2.4 万吨电池级氢氧化锂产线，2022 年 5 月项目生产出的首吨电池级氢氧化锂经过内部实验室检测通过，目前项目正处在产能爬坡和外部验证的关键时期。奎纳纳工厂二期项目也进入了前期准备阶段，公司预计未来奎纳纳工厂综合产能将达到年产 4.8 万吨电池级氢氧化锂。



图 14 公司锂化工产品产能 (万吨/年)



资料来源:公司2023年半年报,海通国际  
注:不包括参股公司的产能

### 三、锂行业发展现状

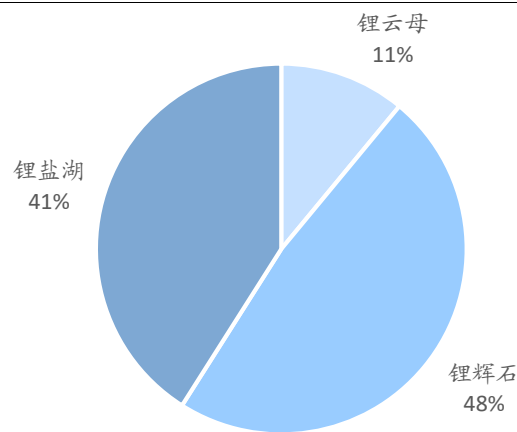
#### 1. 锂资源分布较集中，澳洲、智利占供应端主导

##### (1) 锂资源供给综述

全球锂资源主要以锂盐湖形式存在于玻利维亚、阿根廷、智利等南美洲国家，和以硬岩型锂矿形式存在于澳大利亚、中国以及北美、非洲等国家和地区，具有总量丰富、成矿类型多样的特点。

2022 年全球在产锂资源供给项目共 42 个，锂辉石、锂盐湖和锂云母供应分别占总量的 48%、41%和 11%。

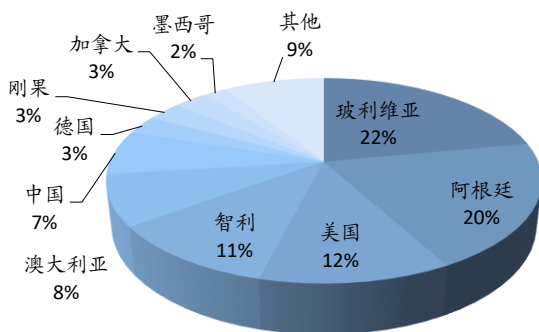
图 15 2022 年全球锂供应结构



资料来源：美国地质勘探局，海通国际

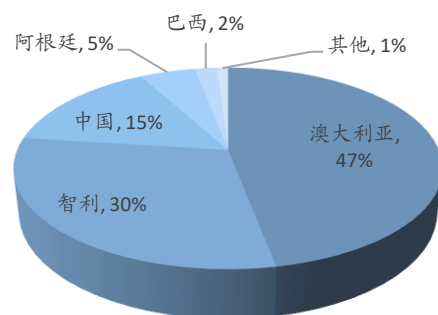
除去美国本土供应量，澳大利亚、智利和中国的锂资源供应占全球总量的 92%，其中澳大利亚作为锂资源大国，贡献了全球近半数的锂资源供应量，中国 2022 年锂资源供应量为 1.9 万吨锂当量，折合碳酸锂当量约 10 万吨，较 2021 年同比增长 36%。

图 16 2022 年全球锂资源分布



资料来源：USGS，海通国际

图 17 2022 年全球锂资源供应分布（不含美国本土供应量）



资料来源：USGS，海通国际

**(2) 盐湖卤水锂矿：集中分布于世界三大高原，占探明锂矿总资源近三分之二**

盐湖卤水锂矿因其易开采、成本低的特点，2022年占全球锂资源供应总量的41%左右。由于远古时期的地壳运动，以及干旱的气候、封闭的盆地、构造断陷、活跃的火山地热活动、合适的锂源盐、丰富的含水层和充分的蒸发浓缩时间等多重因素，共同造就了南美洲西部安第斯高原、中国青藏高原和美国西部高原这三大以氯化锂和氧化锂为主要资源种类的现代盐湖卤水锂矿区，已探明的锂资源量（碳酸锂）分别为9085万吨、5755万吨、2173万吨，分别占比53%、34%和13%。

**表 6 全球主要盐湖聚集区典型盐湖卤水型锂矿床信息**

名称	盐湖聚集区	资源量(金属)/万吨	海拔/米
察尔汗		163	2670
西台吉乃尔		44	2680
东台吉乃尔	中国青海	46	2683
一里坪		29	2600
大柴旦		3.98	3142
扎布耶		150	4422
当雄错	中国西藏	17	4475
麻米错		41	4342
Searles Lake		32	65
Salton Lake		30	543
Silver Peak	美国	10	512
Great Salt Lake		53	1281
Uyuni	玻利维亚	1020	3650
Atacama	智利	630	2300
Hombre Muerto		446.9	4300
Rincon	阿根廷	353.2	3700
Cauchari-Olaroz		1984.4	3900

资料来源：《盐湖卤水型锂矿基本特征及其开发利用潜力评价》，王卓等，海通国际

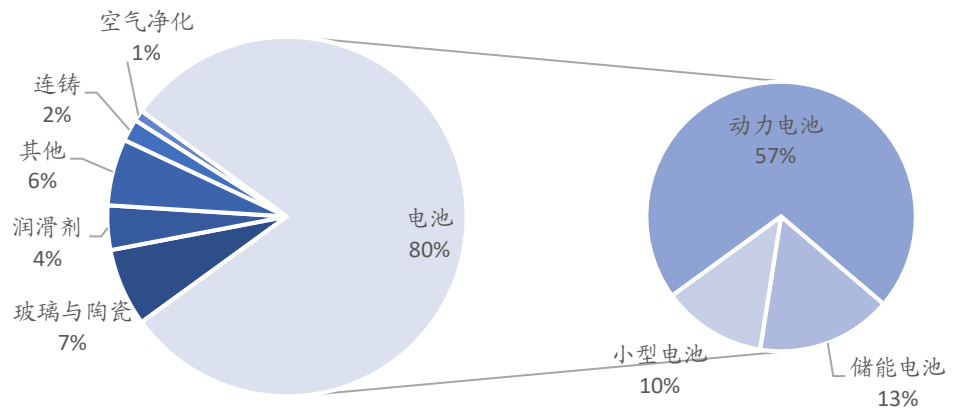


## 2. 动力电池+储能电池推动锂需求增长

锂是战略新兴矿产资源，作为电池生产的重要原材料，需求量呈现爆炸式增长。锂离子电池按照应用领域分类可分为消费、动力和储能电池。目前来看，动力电池和储能电池是锂电池未来发展潜力最大的领域。

我们测算，1GWh 磷酸铁锂电池碳酸锂单耗约为 625 吨 LCE；1GWh 三元电池碳酸锂单耗约为 680 吨 LCE。一台磷酸铁锂电池的电动车需要 30-40kg 碳酸锂，一台三元锂电池的电动车需要消耗 50-70kg 碳酸锂。

图 20 2022 年锂资源消费结构

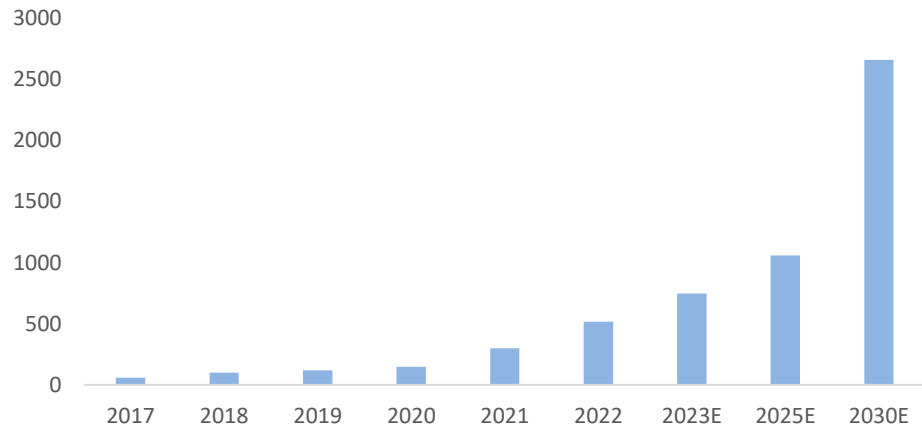


资料来源：USGS，海通国际

### (1) 动力电池领域

在锂资源下游需求结构中，以动力电池为主的电池行业贡献最多。SNE Research 数据显示，2022 年全球动力电池装机量约为 517.9GWh，同比上涨 71.8%，2017-2022 年复合年增长率达 54%。SNE Research 预计，2023 年全球动力电池装机量将进一步增长，达到 749GWh（新增装机量 231.1GWh）；EVTank 预计全球动力电池需求将在 2025 年正式进入 TWh 时代（1058.9GWh，年均新增装机量 168.3GWh），并在 2030 年达到 2661.0GWh。2022-2025 年全球动力电池装机量复合增长率为 26.9%，2022-2030 年复合增长率为 22.7%。我们测算，2023 年全球动力电池新增装机量将带动碳酸锂需求 15.02 万吨，2025 年将带动碳酸锂需求 10.94 万吨。

图 21 全球动力电池装机量 (GWh)

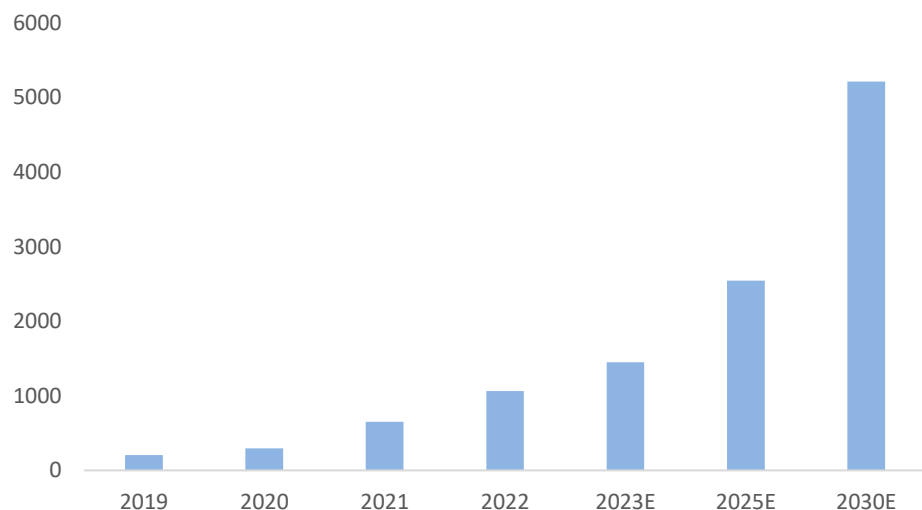


资料来源: SNE Research, EVTank, 海通国际

随着新能源汽车行业的稳步发展,新能源汽车市场渗透率将得到进一步提升。得益于各国政府对新能源市场的大力支持,2022年全球主流车企的新能源汽车销量大幅增长。据集邦咨询数据,2022年全球新能源汽车销量达1065万辆,同比+63.6%;中汽协发布数据显示,中国作为全球汽车销量的主要贡献者,2022年新能源汽车销量达到688.7万辆,约占全球的64.7%。

2023年,随着美国《2022年通胀削减法案》的落地实施,其将在需求侧拉动美国新能源汽车市场的销量,并在一定程度上影响全球新能源汽车产业链各环节的区域竞争格局。EVTank预计,全球新能源汽车的销量在2025年和2030年将分别达到2542.2万辆和5212.0万辆,新能源汽车渗透率将持续提升并在2030年超过50%。

图 22 全球新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: Trend Force, EVTank, 海通国际



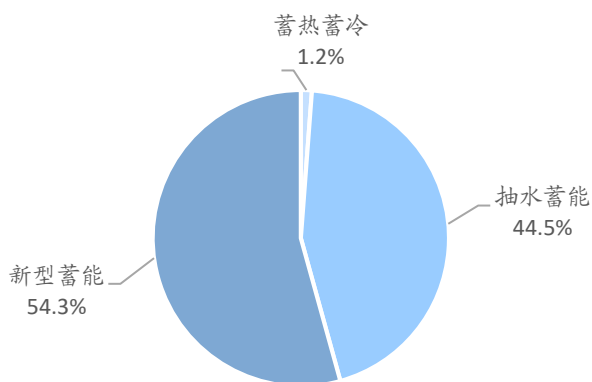
## (2) 储能电池领域

储能电池通常指储能蓄电池，主要是应用于太阳能发电设备和风力发电设备以及可再生能源储蓄能源用的蓄电池。

据 CESA 数据，2022 年全球储能新增装机量约 40.2GW，其中：新型储能新增装机量约 21.8GW，占比为 54.3%；抽水蓄能新增装机量约 17.9GW，占比 44.5%；蓄热蓄冷新增装机量约 0.5GW，占比为 1.2%。

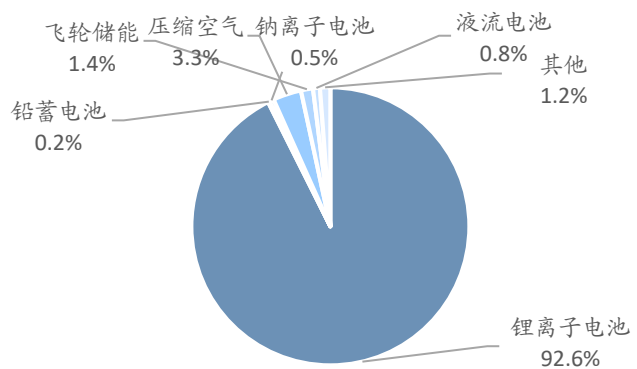
据 CESA 数据，2022 年全球新型储能新增装机中，各技术路径占比情况为：锂离子电池占比为 92.6%，压缩空气占比为 3.3%，飞轮储能占比为 1.4%，液流电池占比为 0.8%，钠离子电池占比为 0.5%，铅蓄电池占比为 0.2%。

图 23 2022 年全球储能电池新增装机量技术分布情况



资料来源：CESA，海通国际

图 24 2022 年全球新型储能电池新增装机量技术分布情况



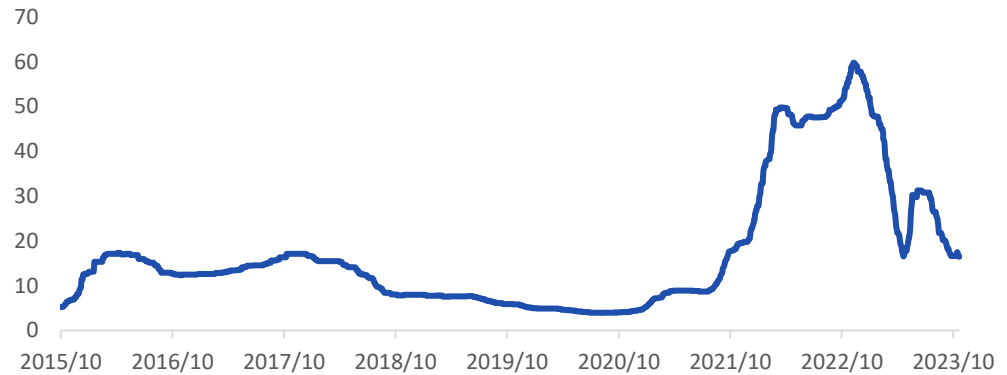
资料来源：CESA，海通国际

随着风电、光伏等新能源发电在能源结构中占比不断提升，高效储能技术的应用将越来越迫切。电网储能和通信储能下游需求的快速增长助推了储能锂电池装机量的逐年增长。据 BNEF 预测，2023 年全球新增电化学储能装机预计将达到约 46GW，整体装机需求强劲，将带动碳酸锂需求约 5.7 万吨。其中，中国新增装机为 13.8GW，美国新增装机 16.6GW，欧洲新增装机 7.0GW。EESA 数据显示，随着新能源装机配储需求提升，至 2025 年全球电化学储能累计规模有望达到 233GW，年新增装机约 77GW，将带动碳酸锂需求约 10 万吨。

### 3. 锂价回调较为充分，成本支撑较强

2015 年至今，碳酸锂价格经历巨大波动。在此过程中，我们可以明显地看到市场供需关系、政策调整、技术进步和全球经济环境的变化对价格的影响。为了更好地理解这个过程，我们将其分为两个阶段进行解读。

图 25 2015 年至今碳酸锂及锂辉石精矿价格走势（万元/吨）



资料来源：亚洲金属网，海通国际

**第一阶段：2015 年-2019 年，政策驱动叠加新能源车需求爆发，锂价上涨，补贴退坡，锂价回落。碳酸锂价格从 3-4 万元/吨上涨至 2017 年最高点 17 万元/吨，而后跌回 5 万元/吨附近。**

在碳酸锂价格上涨的阶段，新能源汽车市场的快速发展对碳酸锂的需求起到了推动作用。具体来说，随着电动汽车的普及和技术的进步，电池的能量密度逐渐提高，需要更多的碳酸锂作为电池正极材料。此后，随着锂矿投资的增加，锂盐产能逐步释放，然而需求端仍然保持较高水平。因此，锂价在高位范围内呈现小幅震荡。

2016 年 12 月 30 日，财政部、科技部、工业和信息化部、国家发展改革委四个部门调整完善新能源汽车推广应用补贴政策。新政策还对新能源汽车补贴进行了调整，使得补贴逐渐减少。这一调整使得新能源汽车制造商需要承担更高的生产成本，从而降低了对碳酸锂的需求，导致其价格下降。此外由于新政策针对性较强，其对电池行业的准入门槛进行了提高，推动锂电池行业的产业和技术的升级。这一调整使得更多资本和技术投入到了具备更高能量密度和更长续航能力的锂电池领域，从而降低了对低品质碳酸锂的需求，进而导致其价格下降。因此，在 2016 年 6 月至 9 月，碳酸锂价格回落至 12 万元/吨。

2018-2019 年，随着新能源汽车补贴退坡和碳酸锂市场的产能过剩，叠加 2019 年年底疫情爆发导致经济低迷，抑制了对于碳酸锂的需求，碳酸锂价格进一步下降。

**第二阶段：2020 年-今，受制于供需关系，锂价剧烈波动。碳酸锂价格从 5 万元/吨飙升至 2022 年末最高点约 60 万元/吨，后开始极速下跌，最低下跌至约 16-17 万元/吨。**

这一阶段的变化主要受制于供求关系。**供给端**：尽管许多企业纷纷进入碳酸锂生产领域，扩大产能，但是碳酸锂的上游矿资源开发周期较长，扩产难度大，导致市场供应量增长缓慢。此外，一些企业在生产过程中遇到了环保、安全以及疫情等方面的问题，被迫关闭或减产，进一步减少了市场供应量。**需求端**：随着全球对环

保和可持续发展的重视，新能源汽车市场得到了快速发展。作为电动汽车的核心组件，动力电池的需求量也大幅增加。而碳酸锂是动力电池的重要原料之一，因此对碳酸锂的需求也随着新能源汽车市场的增长而迅速上升，至 2022 年 11 月碳酸锂价格逼近 60 万元/吨的高位。

截至 2023 年 4 月底，碳酸锂价格一路回落至 17 万元/吨左右。随后，因锂盐厂成本压力加大，部分企业成本倒挂，锂盐厂挺价意愿增强，对外惜售，市场流通现货减少，叠加下游需求较一季度有所回暖，价格止跌回升。据亚洲金属网，截至 2023 年 6 月 26 日，电池级碳酸锂价格为 31.05 万元/吨，重回 30 万元/吨。

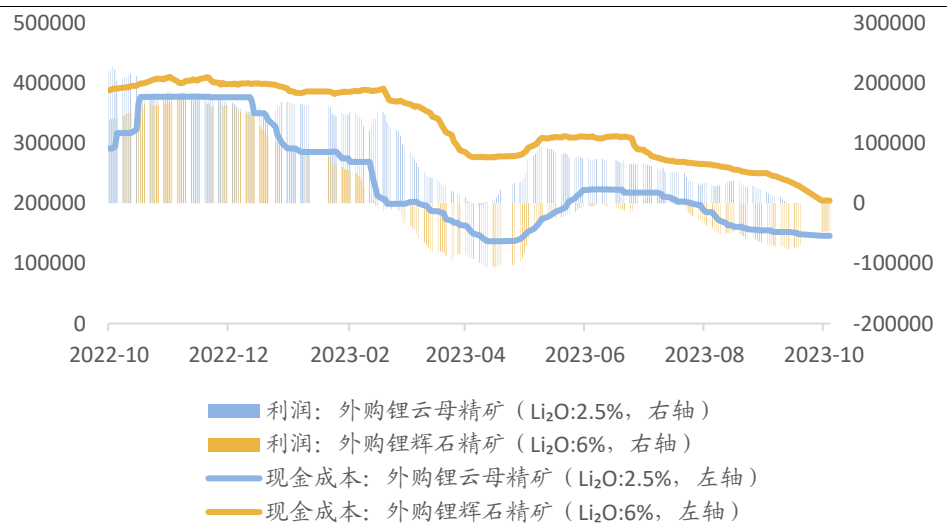
进入三季度，供应端锂盐厂开工保持偏高水平，产量较为稳定，现货供应充足，需求仍主导价格走势。10 月国庆假期后，碳酸锂价格迎来反弹。根 SMM 数据，截至 10 月 16 日，电池级碳酸锂均价上涨 2500 元/吨，报 17.3 万元/吨，单日涨幅达 1.47%，连续 3 个交易日上涨。

**供应：**青海地区因季节性因素产量略有下滑，但开工整体仍维持高位。外购原料企业成本压力较大，多选择停产及减产。

**需求：**2023 年 8 月，中美欧新能源汽车合计销量为 122.66 万辆，同比+34.95%。终端需求小幅超预期使得市场情绪有所升温，叠加临近年末存在备货需求，我们预计短期内将推升碳酸锂价格上行。

**成本：**锂盐厂成本压力较大，且存一定倒挂区间，对高价锂矿接受度低，但锂矿下跌空间仍有限，对碳酸锂成本支撑较强。

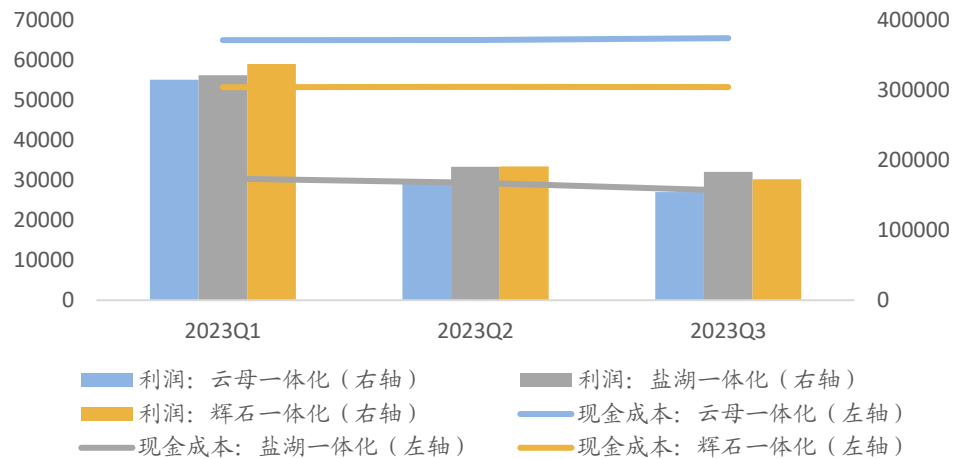
图 26 外购资源企业碳酸锂生产成本与利润 (吨/元)



资料来源：SMM，海通国际

据 SMM，对于自有资源企业，锂辉石、锂云母、盐湖一体化生产成本较为平稳，23Q1-Q3 其生产成本分别约为 5.3 万元/吨、6.5 万元/吨、2.8 万元/吨。**单吨利润方面：**锂云母利润由 23Q1 的 31.5 万元/吨下降至 Q3 的 15.4 万元/吨；锂盐湖利润由 23Q1 的 32.1 万元/吨下降至 Q3 的 18.3 万元/吨；锂辉石利润由 23Q1 的 33.7 万元/吨下降至 Q3 的 17.3 万元/吨。

图 27 自有资源企业碳酸锂生产成本与利润 (吨/元)



资料来源：SMM，海通国际

目前，锂价回调较为充分，成本支撑较强，因此，我们预计短期上下游博弈现象仍将持续，碳酸锂价格或维持波动。**中长期看，我们认为碳酸锂价格为 20-25 万元/吨。**

#### 四、公司发展前景

实行“五年发展规划”，坚持“夯实上游，做强中游，渗透下游”的公司战略。上游端，公司在 2023 年 2 月于张家港保税区举行氢氧化锂生产基地项目签约仪式，后续公司也将根据市场情况、战略目标和规划有序计划并稳步推进更多的扩产项目，力争到 2027 年达到 30 万吨左右的碳酸锂当量的锂化工产品产能。未来，公司还将充分发挥和提升自动化生产的技术优势和经验，不断提高资源利用率，持续引领全球锂盐工厂的自动化生产水平，继续扎实“做强中游”。对于“渗透下游”这一战略，公司将持续完善产业链布局，继续战略布局新能源价值链上的新能源材料及包括固态电池在内的下一代电池技术厂家，开展更深入的合作关系，例如在前驱体生产、电池回收等业务中进行合作，关注电动汽车和储能应用领域的投资机会，为公司提供长期可持续发展的新增长点。

公司生产原料自给自足，生产技术优势明显，成本控制良好，毛利率稳居行业龙头地位，利润保持向好势头。公司实行垂直一体化经营模式，实现锂精矿原材料 100% 自给自足，在保证资源供给的同时，持续致力于生产成本的降低，结合领先的锂化合物生产加工水平，最大化兑现锂产品的利润空间。2022 年公司锂化工产品毛利率与净利润处于行业龙头地位。

## 五、盈利预测

核心假设:

(1) **锂精矿业务:** 泰利森目前铭牌年产能为 162 万吨, 2025 年规划产能 214 万吨 (新增 52 万吨), 2027 年规划产能 266 万吨 (新增 52 万吨)。

(2) **衍生锂产品:** 现有锂化工产品产能为 6.88 万吨/年, 中期锂化工产品产能合计超 14 万吨/年, 力争 2027 年达到 30 万吨 LCE 产能。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 331.09 亿元、308.78 亿元、294.82 亿元, 公司 2023-2025 年归母净利润分别为人民币 132.99 亿元、123.57 亿元、119.60 亿元, 对应 EPS 分别为人民币 8.10 元、7.53 元、7.29 元, 根据可比公司估值, 我们给予公司 2023 年 7 倍 PE, 按港元兑人民币汇率 0.92 计算, 目标价为 61.63 港元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 7 可比公司估值表 (截至 2023 年 10 月 18 日)

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002460.CH	赣锋锂业	10.17	5.43	6.02	6.84	7.69	7.10
002497.CH	雅化集团	3.94	1.76	2.21	5.90	8.18	6.55
300390.CH	天华新能	10.28	2.90	4.14	5.43	8.66	6.06
002240.CH	盛新锂能	6.09	3.00	3.65	6.16	7.04	5.78
均值		7.62	3.27	4.01	6.08	7.89	6.37

注: 收盘价为 2023 年 10 月 18 日价格, EPS 为 wind 一致预期, 资料来源: Wind, 海通国际

## 六、风险提示

原材料价格波动、下游需求不及预期、产能建设及释放不及预期, 智利锂产业国有化的进程对锂资源进口的负面影响。

## 财务报表分析和预测

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	25,960	42,456	63,130	82,829	<b>营业收入</b>	40,169	33,109	30,878	29,482
现金	12,290	28,251	48,068	67,713	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	7,893	5,978	5,833	5,323	<b>营业成本</b>	6,015	8,789	9,046	8,921
存货	2,144	2,930	3,116	2,924	销售费用	29	182	105	109
其他	3,633	5,297	6,114	6,869	管理费用	409	662	618	590
<b>非流动资产</b>	46,598	48,691	49,174	49,695	研发费用	27	79	56	53
固定资产	15,098	14,343	13,626	12,944	财务费用	1,024	152	-167	-563
无形资产	614	583	554	526	<b>除税前溢利</b>	39,727	29,164	27,098	26,229
其他	30,886	33,765	34,995	36,225	所得税	8,814	6,999	6,504	6,295
<b>资产总计</b>	72,558	91,147	112,305	132,525	<b>净利润</b>	30,913	22,165	20,595	19,934
<b>流动负债</b>	7,555	8,578	9,050	9,245	少数股东损益	6,968	8,866	8,238	7,973
短期借款	127	127	127	127	<b>归属母公司净利润</b>	23,945	13,299	12,357	11,960
应付账款及票据	2,341	3,418	3,392	3,221	EBIT	40,751	29,316	26,931	25,665
其他	5,087	5,033	5,530	5,896	EBITDA	41,406	30,102	27,677	26,374
<b>非流动负债</b>	10,245	10,479	10,479	10,479	EPS (元)	15.41	8.10	7.53	7.29
长期债务	8,263	8,263	8,263	8,263					
其他	1,981	2,215	2,215	2,215					
<b>负债合计</b>	17,800	19,057	19,529	19,724	<b>主要财务比率</b>	2022A	2023E	2024E	2025E
普通股股本	1,641	1,641	1,641	1,641	<b>成长能力</b>				
储备	48,109	56,575	69,023	81,074	营业收入	428.69%	-17.58%	-6.74%	-4.52%
<b>归属母公司股东权益</b>	50,156	58,622	71,070	83,121	归属母公司净利润	556.16%	-44.46%	-7.08%	-3.21%
少数股东权益	4,602	13,468	21,706	29,680	<b>获利能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	54,758	72,090	92,776	112,801	毛利率	85.03%	73.45%	70.70%	69.74%
负债和股东权益	72,558	91,147	112,305	132,525	销售净利率	59.61%	40.17%	40.02%	40.57%
					ROE	47.74%	22.69%	17.39%	14.39%
					ROIC	50.21%	27.68%	20.23%	16.09%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	24.53%	20.91%	17.39%	14.88%
					净负债比率	-7.12%	-27.55%	-42.77%	-52.59%
					流动比率	3.44	4.95	6.98	8.96
					速动比率	3.13	4.51	6.53	8.52
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.68	0.40	0.30	0.24
					应收账款周转率	8.94	4.77	5.23	5.29
					应付账款周转率	3.72	3.05	2.66	2.70
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	15.41	8.10	7.53	7.29
					每股经营现金流	12.37	10.84	9.36	9.28
					每股净资产	30.56	35.72	43.30	50.65
					<b>估值比率</b>				
					P/E	3.33	4.75	5.11	5.28
					P/B	1.68	1.08	0.89	0.76
					EV/EBITDA	1.94	1.44	0.85	0.15

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 18 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通国际



**APPENDIX 1****Summary**

**The leader in the lithium industry, with outstanding performance in 2022, released a five-year strategic plan.** Tianqi Lithium's operating income in 2022 is 40.449 billion yuan, a year-on-year increase of 427.82%; net profit attributable to the parent company is 24.125 billion yuan, a year-on-year increase of 1060.47%; lithium ore output is 1.349 million tons, a year-on-year increase of 41.37%; lithium salt output is 47,000 tons, a year-on-year increase 8.16%.

**The company is now the fourth largest supplier of lithium chemical products in the world and the second largest supplier of lithium chemical products in China and Asia.** Resource end: Laying out the world's highest quality ore and salt lake resources, with a total equity resource of approximately 14.29 million tons of LCE. The company controls Australia's Greenbush lithium concentrate (26.01%), the world's highest-grade and largest-produced spodumene project currently. The current lithium concentrate production capacity is 1.62 million tons/year, and the total production capacity is expected to reach 2.14 million tons/year in 2025. , with a planned production capacity of 2.66 million tons/year in 2027; Sichuan Yajiang Cuola Mine (80%) introduced Zijin Mining to increase capital to promote the construction of the project and improve the company's raw material supply stability. In addition, through its equity participation in SQM (22.16%) and Shigatse Zabuye (20%), it has deployed the Atacama Salt Lake in Chile and the Zabuye Salt Lake in Tibet. Smelting end: The company currently has four lithium chemical product production bases, located in Shehong, Sichuan, China, Tongliang, Chongqing, Zhangjiagang, Jiangsu, and Kwinana, Australia. The built-up production capacity of lithium compounds and derivatives is 68,800 tons/year. In the medium term, lithium chemical products The total production capacity exceeds 140,000 tons/year, and it strives to reach 300,000 tons of LCE production capacity in 2027.

**The lithium price correction is relatively sufficient, and the cost support is strong.** Lithium is a strategic emerging mineral resource, as an important raw material for battery production, the demand has shown explosive growth. At present, power batteries and energy storage batteries are the areas with the greatest future development potential for lithium batteries. We expect that the short-term upstream and downstream game phenomenon will continue, and the price of lithium carbonate may remain volatile. In the medium and long term, we believe that the price of lithium carbonate is 200,000-250,000 yuan / ton.

**Profit forecast and rating:** We expect the company's operating income in 2023-2025 to be 33.109 billion yuan, 30.878 billion yuan and 29.482 billion yuan, respectively, and the company's net profit attributable to the parent in 2023-2025 is 13.299 billion yuan, 12.357 billion yuan and 11.960 billion yuan, respectively, and the corresponding EPS is 8.10 yuan, 7.53 yuan and 7.29 yuan, respectively. Based on the valuation of comparable companies, we value the company with 7x PER of 2023. Calculated based on the HKD to RMB exchange rate of 0.92, the target price is 61.63 HKD. We initiate the coverage with an OUTPERFORM rating.

**Risk warning:** Raw material price fluctuations, lower than expected downstream demand, lower than expected production capacity construction and release, and the process of nationalization of Chile's lithium industry will have a negative impact on the import of lithium resources.

## APPENDIX 2

### ESG Comments

#### Environmental:

Based on the national development goals of "carbon peak" in 2030 and "carbon neutrality" in 2060, Tianqi Lithium actively carries out climate change actions and explores low-carbon development.

#### Social:

As a responsible corporate citizen, Tianqi Lithium practices social responsibility in the places where it operates at home and abroad. Relying on the "Tianqi Global Charity Platform", carry out diversified forms of volunteer services and public welfare charity projects, and actively integrate into the community; The company continues to expand international business, adhere to win-win cooperation, actively communicate with local stakeholders, and synergistically promote industrial development, scientific and technological progress, and talent cultivation.

#### Governance:

Tianqi Lithium has always adhered to the ingenuity and is committed to the pursuit of efficient and excellent high-quality development. The company continues to improve the quality management system, improve the quality of customer service, take scientific and technological innovation as a powerful engine for high-quality development, deeply focus on the next generation of power battery technology, and accelerate technical reserves and industrial layout; Join hands with upstream and downstream strategic partners in the industrial chain, strengthen complementary advantages, and contribute to building a new pattern of industrial development that meets the requirements of the new era.

Employees are the foundation of the development of enterprises. Tianqi Lithium carefully cultivates talents, carefully uses talents, pays attention to listening to the voices of employees, and constantly standardizes the human resource management system. The company is committed to reducing inequalities and strives to provide employees with good well-being and platform opportunities for self-improvement and career development, and create a decent working environment.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，吴旻婕，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yijie Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，王曼琪，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Manqi Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 601658.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601658.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601658.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601658.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

601658.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

601658.CH, 601988.CH, 601398.CH 及 601328.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

601658.CH, 601988.CH, 601398.CH and 601328.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 601398.CH 及 601328.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 601398.CH and 601328.CH.

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

### 分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

### 评级分布 Rating Distribution

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

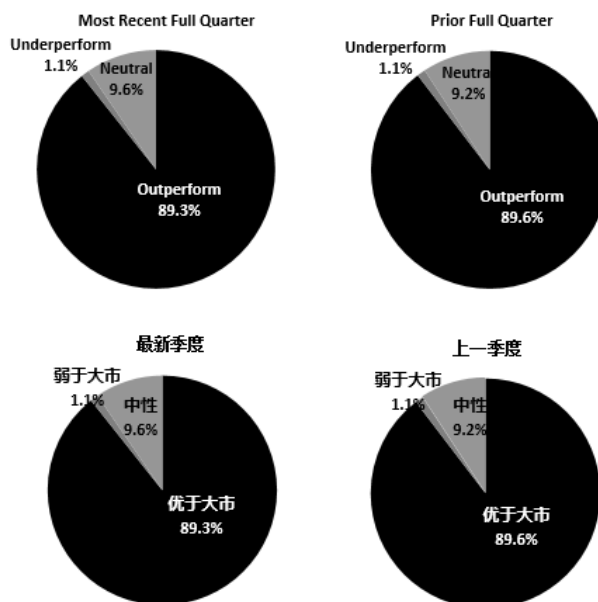
#### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**



#### 截至 2023 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.  
**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.  
**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.  
**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告,并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名,或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值,而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

**重要免责声明:**



**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

## IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISGL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。



**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称“SFO”)所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」(“Major U.S. Institutional Investor”)和「机构投资者」(“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话(212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”)注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”)的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”, 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规, 该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”)予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”)的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”)的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或

类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项：**本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构 (根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) ) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项：**本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项：**Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People’s Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via

---

the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---