

## 能源金属

### 锂价步入下行周期，关注有增量和低成本公司

#### 投资看点

##### 供给端如期放量

根据 USGS，2023 年全球（不含美国）锂产量为 18.5 万金属吨，同比增长 26.5%；其中，澳大利亚/智利/中国/阿根廷锂产量分别为 8.6/4.4/3.3/0.96 万金属吨，占比合计为 93.5%。我们预计 2024-2025 年全球锂资源供给量 138.2/176.6 万吨 LCE。24 年新增供给量 32.9 万吨 LCE，其中，南美盐湖、非洲锂矿及西澳锂矿预计贡献增量 12.6/9.0/3.0 万吨 LCE，中国锂云母预计贡献增量 3.7 万吨 LCE。

##### 需求端稳健增长

受益于新能源汽车渗透率提升、储能锂电池发展方兴未艾，全球锂电池出货量保持快速增长，电池领域锂需求量占比进一步提升。根据 USGS，23 年全球锂下游应用领域中锂电池占比 87%、同比提高 7 pct。我们预计 2024-2025 年全球锂资源需求量 122.4/151.9 万吨 LCE，其中，电池领域对锂资源的需求量分别为 94.4/120.4 万吨 LCE。

##### 锂价步入下行周期

2023 年受下游产业链去库存等因素影响，终端需求增速放缓，锂盐产品价格大幅下降。截至 2024/3/1，国内电池级/工业级碳酸锂现货均价分别为 10.25/9.45 万元/吨，同比下降 73.06%/72.21%；电池级/工业级氢氧化锂现货均价分别为 8.88/8.10 万元/吨，同比下降 79.18%/79.49%。

##### 锂价或将于 7-8 万元见底

2024-2025 年锂资源供给过剩幅度扩大，我们预计全球锂资源供给过剩量 15.8/24.7 万吨 LCE。部分处于边际成本位置的锂云母、非洲锂辉石项目或将面临出清可能。24 年初 Core Lithium 公告将暂时关停 Finniss 矿山 Grants 露采厂、IGO 公告 Greenbushes FY24 锂精矿产量指引下调 10 万吨等都反映了供给端逐步出清的信号。结合最新供需平衡表与产量成本曲线，我们预计锂价或将于 7-8 万元见底。

##### 投资建议：

基于锂下游需求具备区别于传统有色品种的高成长属性，周期下行过程中仍有可能存在阶段性供需错配带来的反弹机会。我们建议关注未来 3 年内产量增长确定性较强、资源自给率高、成本端具备优势的公司，推荐全球锂业巨头天齐锂业、云母提锂龙头永兴材料、非洲锂矿先行者中矿资源。

**风险提示：**新能源汽车渗透率提升不及预期；环保及安全生产风险；汇率波动风险；地缘政治及逆全球化风险。

投资建议：中性（维持）  
上次建议：中性

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：丁士涛  
执业证书编号：S0590523090001  
邮箱：dingsht@glsc.com.cn  
分析师：刘依然  
执业证书编号：S0590523110010  
邮箱：liuyr@glsc.com.cn  
联系人：胡章胜  
邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《能源金属：锂：供给持续放量，锂价中枢下移》2023.12.04  
2、《能源金属：钴：供给端加速释放，关注具有增量的公司》2023.10.19

## 投资聚焦

### 核心逻辑

**供给端：**根据对全球主要锂辉石、锂云母及锂盐湖项目的梳理，我们预计 2024-2025 年全球锂资源供给量分别为 138.2/176.6 万吨 LCE。24 年新增锂资源供给量 32.9 万吨 LCE，其中，南美盐湖、非洲锂矿预计贡献增量分别为 12.6/9.0 万吨 LCE，西澳锂矿预计贡献增量 3 万吨 LCE，中国锂云母预计贡献增量 3.7 万吨 LCE。

**需求端：**我们预计 2024-2025 年全球锂资源需求量约为 122.4/151.9 万吨 LCE，其中，动力电池对锂资源的需求量分别为 68.4/89.2 万吨 LCE；储能电池对锂资源的需求量分别为 17.8/22.6 万吨 LCE；消费电池对锂资源的需求量分别为 8.1/8.5 万吨 LCE；其他领域锂需求量分别为 14.4/14.7 万吨 LCE。

### 不同于市场的观点

市场认为，在供给过剩幅度扩大的背景下，锂价将持续磨底，锂生产企业的盈利水平恶化，锂板块不具备投资价值。

我们认为 23 年锂价下跌更多由锂电全产业链的去库存所导致，短期来看，节后下游备货需求释放叠加淡季锂盐厂开工率下降，供需或迎来结构性错配，锂价或有望呈现阶段性反弹行情。

### 投资看点

24-25 年锂价进入下行周期，新增项目投产节奏或将放缓，同时部分高成本项目或有望出清。结合最新的供需平衡表与产量成本曲线，我们预计锂价或将于 7-8 万元/吨见底。24 年初 Core Lithium 公告将暂时关停 Finniss 矿山 Grants 露采厂、IGO 公告 Greenbushes FY24 锂精矿产量指引下调 10 万吨等都反映了供给端逐步出清的信号。

基于锂下游需求具备区别于传统有色品种的高成长属性，周期下行过程中仍有可能存在阶段性供需错配带来的反弹机会。重点关注未来 3 年内产量增长确定性较强、资源自给率高、成本端具备优势的公司，推荐永兴材料、中矿资源、天齐锂业。

## 正文目录

1. 供给端如期放量 .....	5
1.1 24 年增量以非洲锂矿与南美盐湖为主 .....	5
1.2 23 年碳酸锂冶炼端产能快速扩张 .....	7
2. 需求端稳健增长 .....	9
2.1 23 年锂电池需求占比增至 87% .....	9
2.2 24 年全球锂资源需求 122 万吨 LCE .....	10
3. 周期下行区间，锂价或继续筑底 .....	11
3.1 供需格局与库存影响锂价 .....	11
3.2 成本曲线决定价格底部 .....	14
4. 投资建议：关注有增量和低成本公司 .....	17
4.1 永兴材料：云母提锂龙头，采选冶一体化 .....	17
4.2 中矿资源：非洲锂矿先行者，资源自给率提升 .....	21
4.3 天齐锂业：全球锂业巨头，资源优势显著 .....	26
5. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：2014-2023 年全球锂资源储量（万金属吨） .....	5
图表 2：2023 年全球锂资源储量分布（万金属吨） .....	5
图表 3：2014-2023 年全球锂产量（万金属吨） .....	5
图表 4：2023 年全球锂产量分布（金属吨） .....	5
图表 5：2022-2025E 澳洲/非洲/欧美锂矿山产能情况（万吨矿石） .....	6
图表 6：2020-2025E 南美锂盐湖产量（万吨 LCE） .....	7
图表 7：2020-2025E 全球锂资源供给量情况（万吨 LCE） .....	7
图表 8：全球碳酸锂冶炼产能（万吨/年） .....	8
图表 9：全球碳酸锂冶炼原料占比（%） .....	8
图表 10：全国碳酸锂月度产能及开工率（万吨/月，%） .....	8
图表 11：全国氢氧化锂月度产能及开工率（万吨，%） .....	8
图表 12：全国碳酸锂月度产量及同比增速（吨，%） .....	8
图表 13：全国碳酸锂月度（分原料）产量（吨） .....	8
图表 14：2012-2023 年全球锂下游应用占比（%） .....	9
图表 15：全球锂离子电池出货量（GWh） .....	9
图表 16：全国储能电池需求量（GWh） .....	9
图表 17：全国新能源汽车产量（万辆） .....	10
图表 18：全球新能源汽车销量及同比增速（万辆，%） .....	10
图表 19：全国动力电池月度累计产量（GWh） .....	10
图表 20：全国动力电池年度产量及占比（GWh，%） .....	10
图表 21：全球锂资源需求端测算 .....	11
图表 22：全球锂供需平衡表测算 .....	12
图表 23：2023 年以来碳酸锂与氢氧化锂市场价格（万元/吨） .....	12
图表 24：全国锂电池库存（下游终端划分）（GWh） .....	13
图表 25：全国锂电池库存（正极材料划分）（GWh） .....	13
图表 26：碳酸锂样本企业周度库存（吨） .....	13
图表 27：2021-2023 年碳酸锂月度库存（吨） .....	13
图表 28：锂精矿月度进口量及同比增速（吨，%） .....	13
图表 29：锂精矿（6%，CIF 中国）均价（美元/吨） .....	13
图表 30：澳洲黑德兰港锂精矿月度装载量（万吨） .....	14

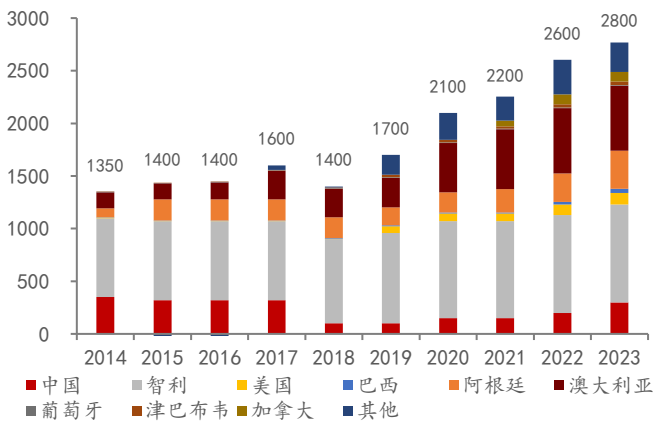
图表 31: Greenbushes 锂精矿季度产量及现金成本 (万吨, 澳元/吨)	14
图表 32: 云母/盐湖/辉石一体化现金成本 (万元/吨)	14
图表 33: 云母/盐湖/辉石一体化利润 (万元/吨)	14
图表 34: 外购锂辉石精矿 (Li <sub>2</sub> O: 6%) -碳酸锂现金生产成本及利润 (元/吨)	15
图表 35: 外购锂云母精矿 (Li <sub>2</sub> O: 2.5%) -碳酸锂现金生产成本及利润 (元/吨)	15
图表 36: 2024 E 碳酸锂产量-成本曲线 (万吨 LCE、元/吨)	15
图表 37: 锂板块上市公司 2023 年业绩预告情况	16
图表 38: 锂板块上市公司 PE/PB 分位数及分红情况	16
图表 39: 天齐锂业 PE-Band	16
图表 40: 赣锋锂业 PE-Band	16
图表 41: 永兴材料 PE-Band	17
图表 42: 中矿资源 PE-Band	17
图表 43: 永兴材料营业收入及同比增速 (亿元, %)	17
图表 44: 永兴材料归母净利润同比增速 (亿元, %)	17
图表 45: 永兴材料销售毛利率/净利率 (%)	18
图表 46: 永兴材料资产负债率/ROE (摊薄) (%)	18
图表 47: 永兴材料不锈钢产品销量及增速 (万吨, %)	18
图表 48: 永兴材料不锈钢产品吨毛利 (元/吨)	18
图表 49: 2023 H1 永兴材料营收分业务占比	18
图表 50: 2023 H1 永兴材料毛利分业务占比	18
图表 51: 永兴材料碳酸锂销售量及同比增速 (吨, %)	19
图表 52: 永兴材料碳酸锂业务吨收入/成本/毛利	19
图表 53: 永兴材料分业务收入及成本预测表	20
图表 54: 永兴材料盈利预测和财务指标	20
图表 55: 永兴材料可比公司估值表	21
图表 56: 中矿资源营业收入及同比增速 (亿元, %)	21
图表 57: 中矿资源归母净利润同比增速 (亿元, %)	21
图表 58: 中矿资源销售毛利率/净利率 (%)	22
图表 59: 中矿资源资产负债率/ROE (摊薄) (%)	22
图表 60: 津巴布韦 Bikita 矿山西区 SQI6+SHAFT 地段保有资源量表	22
图表 61: 中矿资源部分矿业权概况	23
图表 62: 中矿资源锂资源及锂盐产能情况	23
图表 63: 中矿资源碳酸锂吨收入/成本/毛利	23
图表 64: 中矿资源自有矿实现锂盐销量与总销量 (吨)	23
图表 65: 中矿资源分业务收入及成本预测表	24
图表 66: 中矿资源盈利预测和财务指标	25
图表 67: 中矿资源可比公司估值表	25
图表 68: 天齐锂业营业收入及同比增速 (亿元, %)	26
图表 69: 天齐锂业归母净利润同比增速 (亿元, %)	26
图表 70: 天齐锂业销售毛利率/净利率 (%)	26
图表 71: 天齐锂业资产负债率/ROE (摊薄) (%)	26
图表 72: 天齐锂业锂资源情况	26
图表 73: 泰利森格林布什锂精矿产能规划	27
图表 74: 天齐锂业锂化工产品产能布局 (万吨/年)	27
图表 75: 天齐锂业锂精矿销售单价/单位成本 (元/吨)	28
图表 76: 天齐锂业碳酸锂销售单价/单位成本 (元/吨)	28
图表 77: 天齐锂业分业务收入及成本预测表	29
图表 78: 天齐锂业盈利预测和财务指标	29
图表 79: 天齐锂业可比公司估值表	30

## 1. 供给端如期放量

### 1.1 24 年增量以非洲锂矿与南美盐湖为主

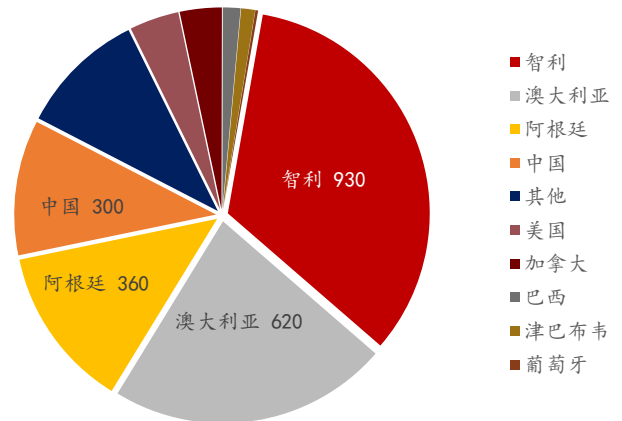
根据 USGS，2023 年全球锂资源储量为 2800 万金属吨，折碳酸锂当量约为 1.38 亿吨 LCE；同比增加 200 万金属吨。其中，智利/澳大利亚/阿根廷/中国锂资源储量分别为 930/620/360/300 万金属吨，占比合计为 78.9%。产量上来看，根据 USGS，2023 年全球（不含美国）锂产量为 18.5 万金属吨，同比增长 26.5%；其中，澳大利亚/智利/中国/阿根廷锂产量分别为 8.6/4.4/3.3/0.96 万金属吨，占比合计为 93.5%。

图表 1：2014-2023 年全球锂资源储量（万金属吨）



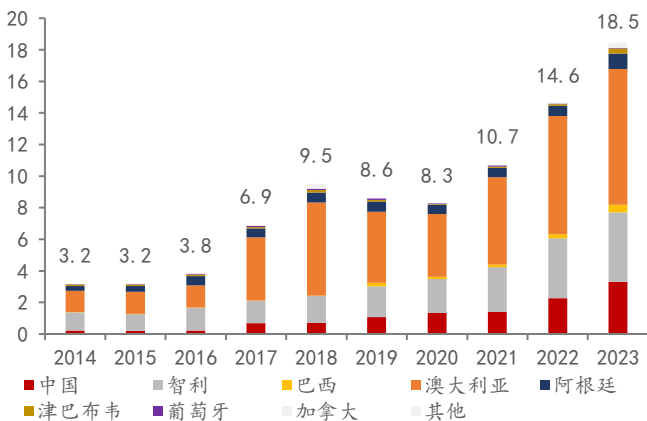
资料来源：USGS，国联证券研究所

图表 2：2023 年全球锂资源储量分布（万金属吨）



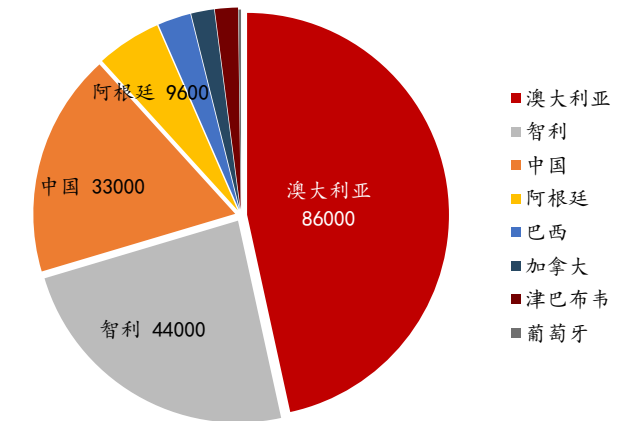
资料来源：USGS，国联证券研究所

图表 3：2014-2023 年全球锂产量（万金属吨）



资料来源：USGS，国联证券研究所  
注：不含美国

图表 4：2023 年全球锂产量分布（金属吨）



资料来源：USGS，国联证券研究所  
注：不含美国

锂资源存在于封闭盆地卤水、伟晶岩、锂黏土等地质中。澳洲是全球最大的锂矿石生产国，当地矿业发达、法律法规齐全。近年来西澳几座新的锂矿山陆续投产，但受到运输不畅、劳动力及设备短缺、矿山品位下降、成本抬升等因素影响，澳大利亚锂辉石项目新增或复产产能的投产及爬坡速度存在低于预期的可能性。

非洲大陆拥有丰富的锂辉石和透锂长石资源，矿石品位高，但整体由于勘探投入不够以及配套基础设施相对落后的因素，开发速度缓慢，截至目前在产成熟的矿山主要分布在津巴布韦。近年来非洲大陆的锂矿项目受到广泛关注，叠加非洲矿业环境对

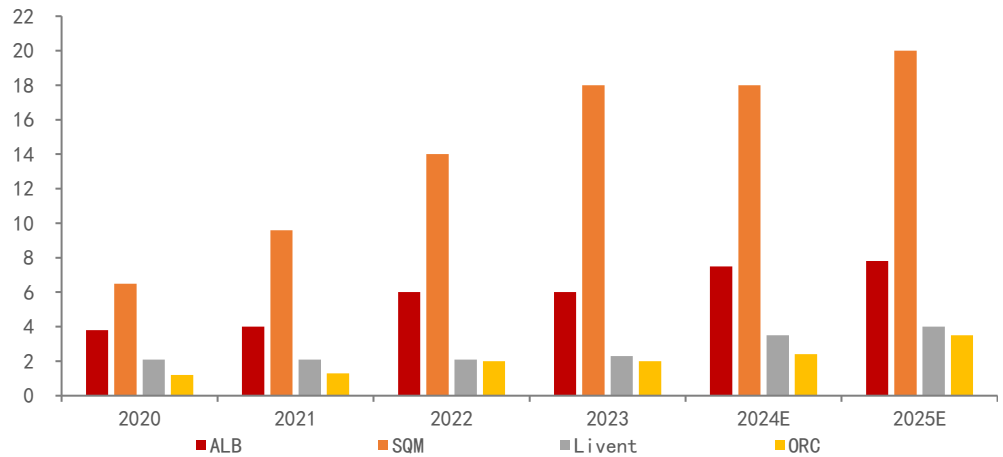
于中资企业较友善，非洲锂矿开发全面提速。24 年非洲锂矿有望成为全球锂资源供应的重要来源。

**图表 5：2022-2025E 澳洲/非洲/欧美锂矿山产能情况（万吨矿石）**

地区	项目	所属公司	2022A	2023E	2024E	2025E
澳洲	Talison	天齐 26%，IGO 25%，雅保 51%	162	162	162	214
	Mt Marion	赣锋锂业 50%，MRL50%	50	60	60	60
	Mt Cattlin	Allkem	20	20	20	24
	Mt Pilgangoora	PLS	38	48	48	80
	Mt Pilgangoora	PLS	20	20	20	20
	Wodgina	雅保/MRL	50	75	85	85
	Finniss	Core Lithium	0.2	19.7	19.7	19.7
	Bald Hill	Alita	0	0	0	0
	Mt Holland	SQM/Wesfarmers	0	0	38	38
	Mt Kathleen Valley	Liontown Resources	0	0	51.1	51.1
	Manna	Global Lithium Resources Ltd	0	0	0	0
	总计			<b>340.2</b>	<b>404.7</b>	<b>503.8</b>
非洲	Sabi Star	盛新锂能	0	20	20	20
	Arcadia	华友钴业	0	29.5	29.5	29.5
	Bikita	中矿资源	8	56	56	56
	Kamativi	雅化集团	0	0	30	30
	青山项目	青山集团	0	0	0	0
	Zulu	Premier	0	0	4.4	8.4
	Sandawana	KMH	0	0	0	70
	Ghana	Atlantic Lithium	0	0	0	25.5
	Ewoyaa	Piedmont	0	0	0	4
	Kenticha	ABY	0	0	7.3	22
	Goulamina	Leo/赣锋锂业	0	0	50.6	50.6
	Bougouni	海南矿业	0	0	0	22
	Mt Manono	AVZ 51%，苏州天华时代 24%，Cominiere 25%	0	0	0	70
总计			<b>8</b>	<b>105.7</b>	<b>197.8</b>	<b>408</b>
欧美	Grota do Cirilo	sigma	0	24.75	24.75	70.2
	Mibra	AMG	9	13	13	13
	Mina da Cachoeira	CBL/Codemge	2.75	6.4	6.4	9.625
	Tanco	中矿资源	3	3	16	16
	Abitibi Hub	Sayona	0	22.6	22.6	22.6
	James Bay	Allkem	0	0	33	33
	Rose	Critical Elements	0	0	5.1	5.1
	Whabouchi	Nemaska Lithium	0	0	0	23.5
总计			<b>14.75</b>	<b>49.75</b>	<b>120.85</b>	<b>193.03</b>

资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

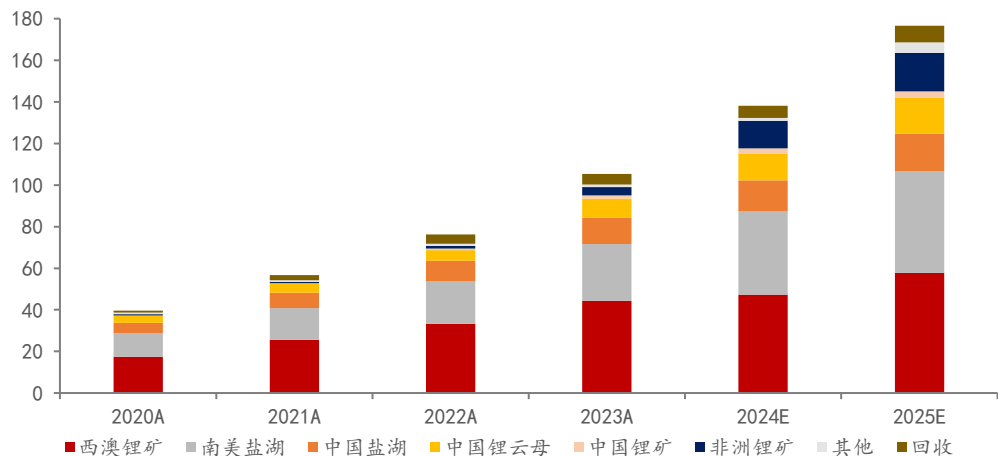
图表 6: 2020-2025E 南美锂盐湖产量 (万吨 LCE)



资料来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

根据对全球主要锂辉石、锂云母及锂盐湖项目的梳理, 我们预计 2024-2025 年全球锂资源供给量分别为 138.2/176.6 万吨 LCE。24 年新增锂资源供给量 32.9 万吨 LCE, 其中, 南美盐湖、非洲锂矿预计贡献增量分别为 12.6/9.0 万吨 LCE, 西澳锂矿预计贡献增量 3 万吨 LCE, 中国锂云母预计贡献增量 3.7 万吨 LCE。

图表 7: 2020-2025E 全球锂资源供给量情况 (万吨 LCE)

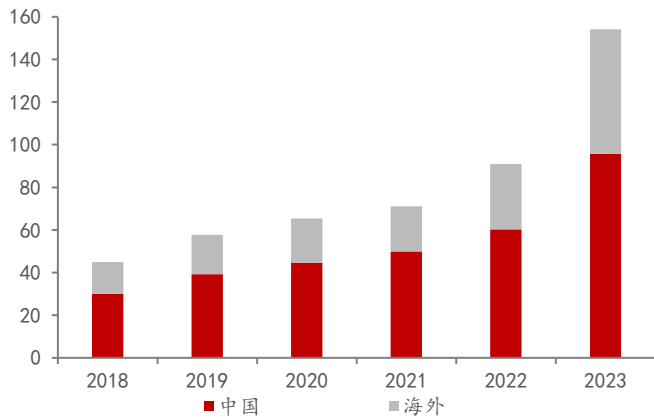


资料来源: SMM, 百川盈孚, 国联证券研究所

### 1.2.23 年碳酸锂冶炼端产能快速扩张

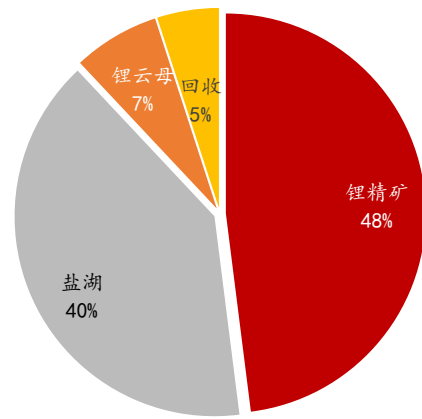
根据 SMM, 2023 年全球碳酸锂冶炼年产能 154.18 万吨, 同比增长 69.5%; 其中, 冶炼原料中锂精矿/盐湖/锂云母/回收占比分别为 48%/40%/7%/5%。2023 年, 中国/海外碳酸锂冶炼产能分别为 95.78/58.4 万吨, 分别同比增长 59.0%/90.2%。

图表 8：全球碳酸锂冶炼产能（万吨/年）



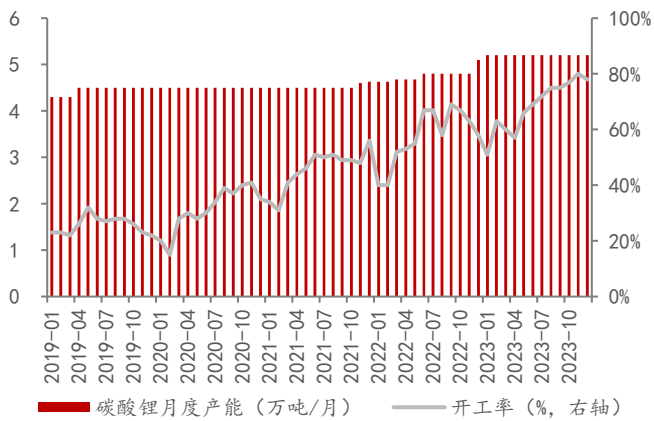
资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 9：全球碳酸锂冶炼原料占比（%）



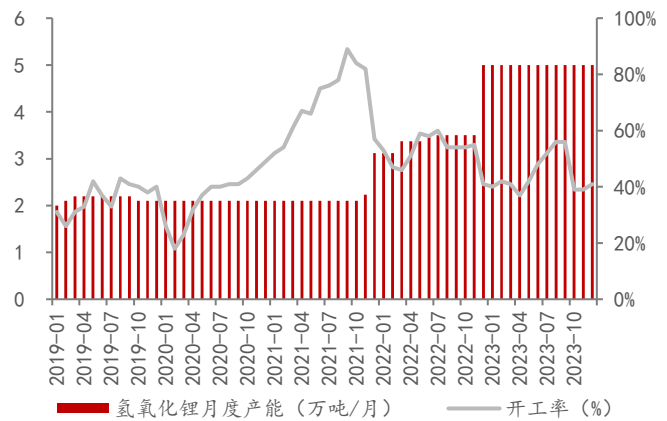
资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 10：全国碳酸锂月度产能及开工率（万吨/月，%）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

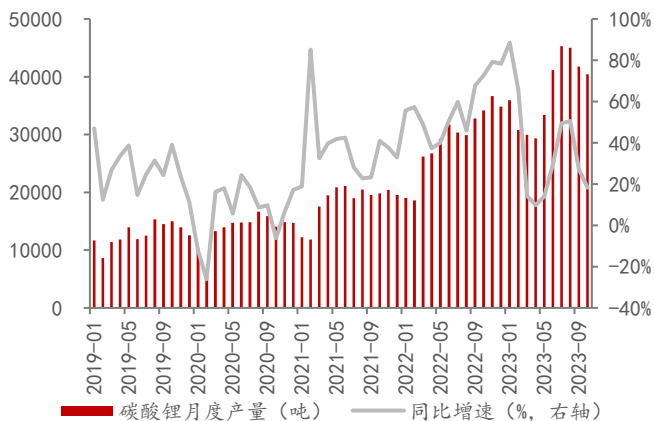
图表 11：全国氢氧化锂月度产能及开工率（万吨，%）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

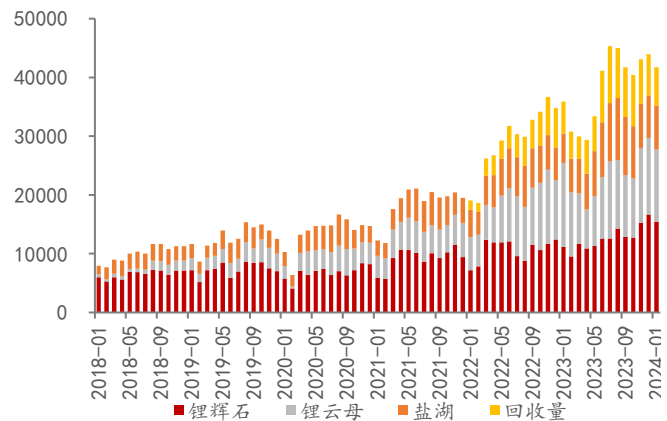
根据 SMM，2023 年全国碳酸锂产量为 46.01 万吨，同比增长 31.38%。分原料来看，锂辉石/锂云母/盐湖/回收产碳酸锂量分别为 15.15/13.06/9.36/8.45 万吨，分别同比增长 18.31%/26.55%/33.57%/72.62%。

图表 12：全国碳酸锂月度产量及同比增速（吨，%）



资料来源：SMM，国联证券研究所

图表 13：全国碳酸锂月度（分原料）产量（吨）



资料来源：SMM，国联证券研究所

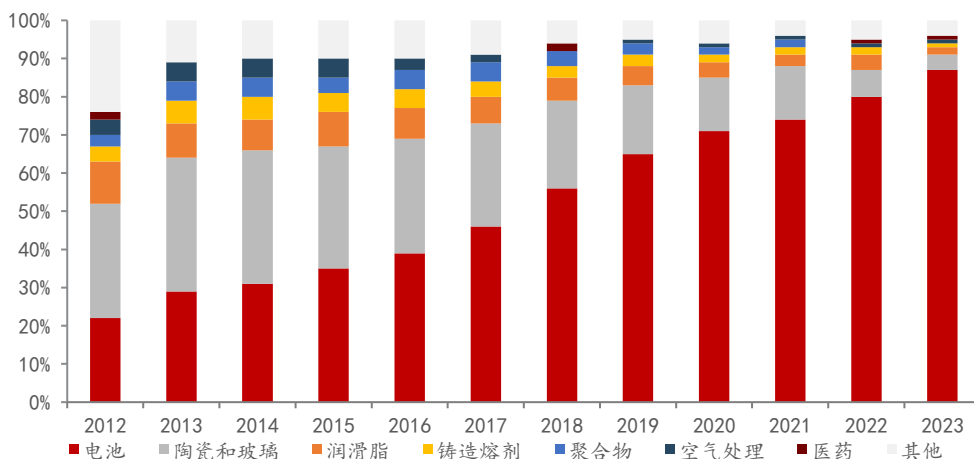


## 2. 需求端稳健增长

### 2.1 23 年锂电池需求占比增至 87%

受益于全球锂电池出货量的持续增长，电池领域锂需求量占比进一步提升。根据 USGS，2023 年全球锂下游应用领域中锂电池占比为 87%、同比提高 7 pct；陶瓷和玻璃占比为 4%、润滑脂占比 2%、铸造熔剂占比 1%、空气处理占比 1%、医药领域占比 1%、其他领域占比 5%。

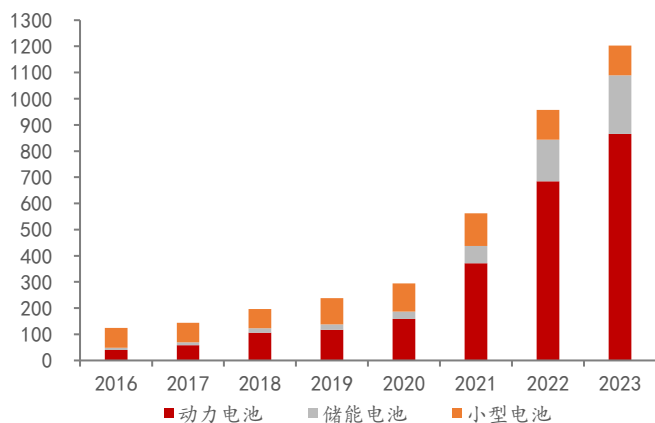
图表 14：2012-2023 年全球锂下游应用占比 (%)



资料来源：USGS，国联证券研究所

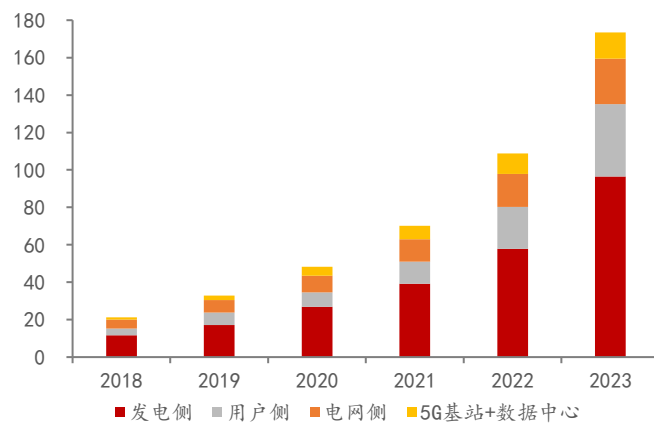
根据 EV Tank，2023 年全球锂离子电池出货量为 1202.6 GWh，同比增长 25.6%。从出货结构来看，2023 年全球汽车动力电池出货量为 865.2 GWh，同比增长 26.5%；储能电池出货量 224.2 GWh，同比增长 40.7%；小型电池出货量 113.2 GWh，同比下滑 0.9%。

图表 15：全球锂离子电池出货量 (GWh)



资料来源：EVTank，国联证券研究所

图表 16：全国储能电池需求量 (GWh)

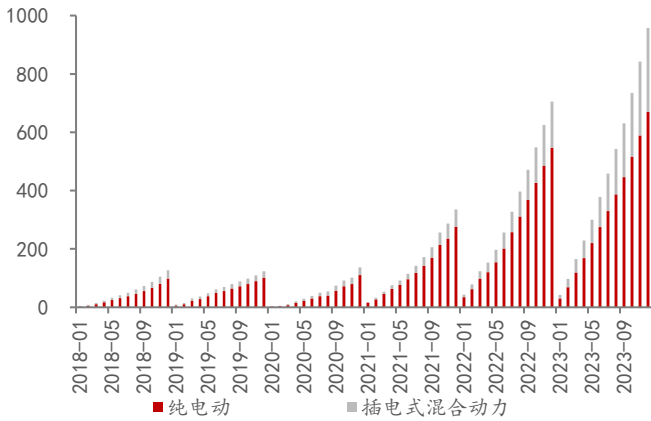


资料来源：SMM，国联证券研究所

新能源汽车产销量的增长带动动力电池产量的增加。根据中国汽车工业协会，2023 年全国新能源汽车产量为 958.7 万辆，同比增长 35.83%；其中，纯电动汽车产量为 670.4 万辆，同比增长 22.63%，插电式混合动力汽车产量为 287.7 万辆，同比增长 81.17%。根据 CleanTechnica，2023 年全球新能源汽车销量为 1367.46 万辆，

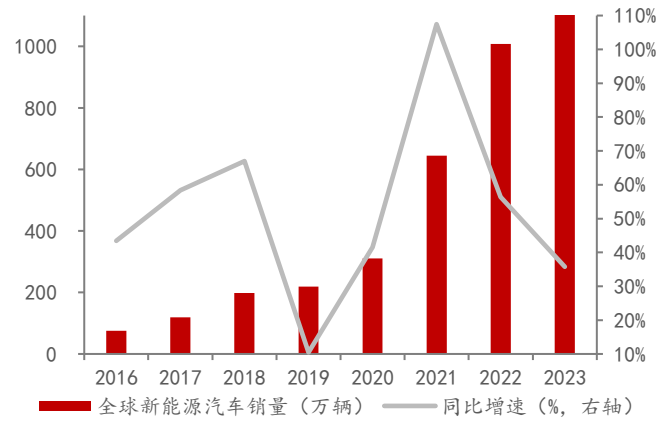
同比增长 35.75%。除动力电池外，储能市场有望在政策支持及商业化加速等多重因素下迎来显著扩张，带动储能锂电装机快速增长。近年来，以太阳能光伏和风能为代表的可再生能源行业高速发展，各国纷纷出台政策加速储能行业发展，带动储能领域锂电池需求的增长。

图表 17: 全国新能源汽车产量 (万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 国联证券研究所

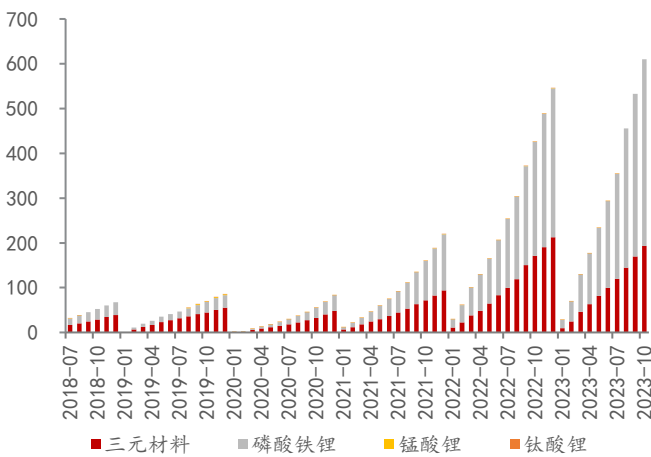
图表 18: 全球新能源汽车销量及同比增速 (万辆, %)



资料来源: CleanTechnica, 国联证券研究所

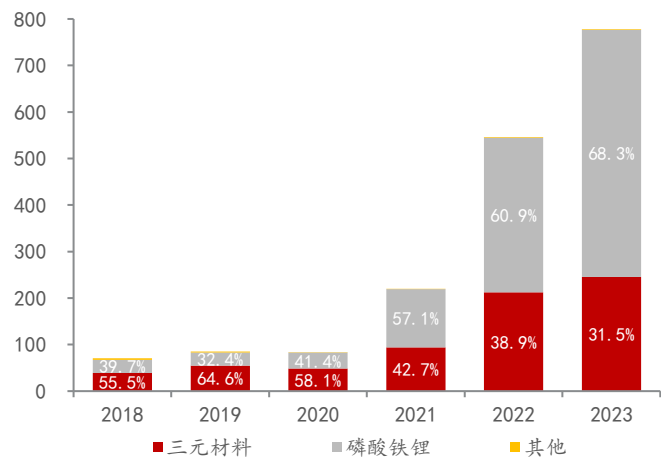
根据中国汽车动力电池产业创新联盟, 2023 年全国动力电池产量为 778.1 GWh, 同比增长 42.54%; 其中, 三元材料动力电池产量为 245.1 GWh, 同比增长 15.34%, 占比为 31.5%; 磷酸铁锂动力电池产量为 531.4 GWh, 同比增长 59.87%, 占比为 68.3%。

图表 19: 全国动力电池月度累计产量 (GWh)



资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 国联证券研究所

图表 20: 全国动力电池年度产量及占比 (GWh, %)



资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 国联证券研究所

## 2.2 24 年全球锂资源需求 122 万吨 LCE

全球锂资源需求测算基本假设如下:

动力电池出货量: 我们预计 2023-2025 年全球动力电池出货量为 1150/1500 GWh, 分别同比增长 20.8%/19.2%。

储能电池出货量: 我们预计 2024-2025 年全球储能电池出货量为 300/380 GWh, 分别同比增长 33.8%/26.7%。

3C 及小动力电池出货量：我们预计 2024-2025 年 3C 及小动力电池出货量为 118.9/124.8 GWh，分别同比增长 5%。

动力电池与储能电池的正极材料主要为三元材料和磷酸铁锂等，我们假设 2024-2025 年动力电池与储能电池的正极材料中磷酸铁锂占比为 68%，三元材料占比为 32%。3C 及小动力电池的正极材料主要为钴酸锂及锰酸锂，我们假设钴酸锂正极占比 40%，锰酸锂正极占比为 60%。

其他领域需求：锂资源其他领域的需求主要应用于陶瓷和玻璃、润滑脂、铸造溶剂等，假设 2023-2025 年其他领域需求增速为 2%。

库存需求：假设 2024-2025 年保持在 1.5 个月库存水平。

**图表 21：全球锂资源需求端测算**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
动力电池出货量 (GWh)	158.2	371	684.2	865	1150	1500
YoY (%)	35.7%	134.5%	84.4%	25.3%	20.8%	19.2%
动力电池锂需求量 (万吨 LCE)	9.8	22.5	41.2	51.5	68.4	89.2
储能电池出货量 (GWh)	28.5	66.3	159.3	224	300	380
YoY (%)	35.7%	132.6%	140.3%	40.7%	33.8%	26.7%
储能电池锂需求量 (万吨 LCE)	1.8	4.0	9.6	13.3	17.8	22.6
消费电池出货量 (GWh)	107.8	125.1	114.2	113.2	118.9	124.8
YoY (%)	6.7%	16.0%	-8.7%	-0.9%	5.0%	5.0%
消费电池锂需求量 (万吨 LCE)	7.7	8.9	8.1	7.8	8.1	8.5
电池锂需求量合计 (万吨 LCE)	19.2	35.4	58.9	72.5	94.4	120.4
其他领域锂需求量 (万吨 LCE)	12.7	14.8	13.8	14.1	14.4	14.7
锂库存需求量 (万吨 LCE)	5.3	8.4	12.1	14.4	13.6	16.9
锂需求量总计 (万吨 LCE)	37.2	58.6	84.9	101.1	122.4	151.9

资料来源：GGII，EVTank，SPIR，国联证券研究所

我们预计 2024-2025 年全球锂资源需求量约为 122.4/151.9 万吨 LCE，其中，动力电池对锂资源的需求量分别为 68.4/89.2 万吨 LCE；储能电池对锂资源的需求量分别为 17.8/22.6 万吨 LCE；消费电池对锂资源的需求量分别为 8.1/8.5 万吨 LCE；其他领域锂需求量分别为 14.4/14.7 万吨 LCE。

### 3. 周期下行区间，锂价或继续筑底

#### 3.1 供需格局与库存影响锂价

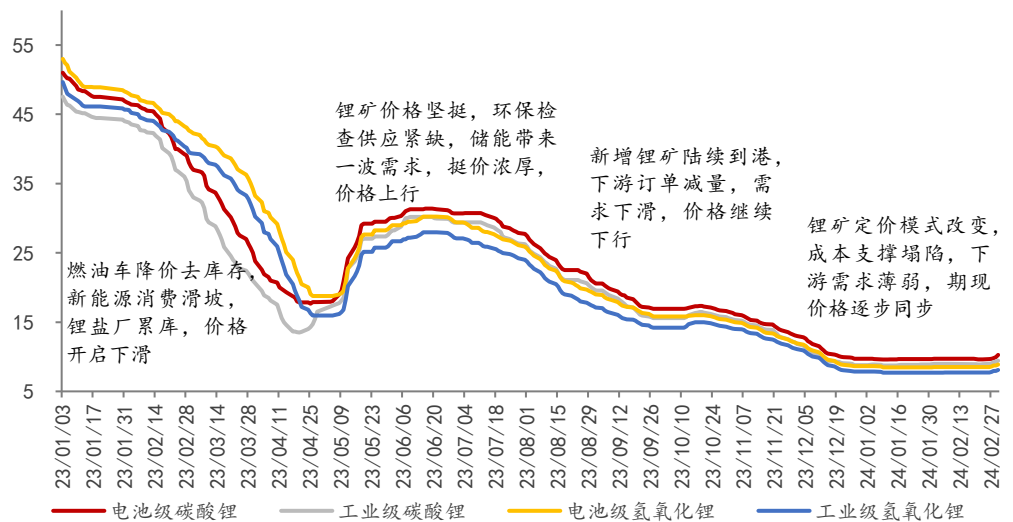
我们预计 2024-2025 年全球锂供给量分别为 138.2/176.6 万吨 LCE，全球锂需求量分别为 122.4/151.9 万吨 LCE。根据供需平衡表，2024-2025 年过剩幅度扩大，2024-2025 年全球锂资源供给过剩量分别为 15.8/24.7 万吨 LCE。

图表 22：全球锂供需平衡表测算

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>供给端 (万吨 LCE)</b>						
西澳锂矿	17.5	25.6	33.4	44.4	47.4	57.7
南美盐湖	11.4	15.2	20.2	27.3	39.9	48.8
中国盐湖	4.9	7.5	10.0	12.5	15.0	18.2
中国锂云母	3.6	4.6	5.1	9.3	13.0	17.3
中国锂矿	0.0	0.0	0.8	1.5	2.5	3.0
非洲锂矿	0.5	0.5	1.2	4.1	13.1	18.4
其他地区	0.8	0.8	1.1	1.3	1.4	5.1
回收	1.0	2.5	4.5	5.0	6.0	8.0
<b>供给端合计(万吨 LCE)</b>	<b>39.6</b>	<b>56.7</b>	<b>76.3</b>	<b>105.3</b>	<b>138.2</b>	<b>176.6</b>
<b>需求端 (万吨 LCE)</b>						
锂电池	19.2	35.4	58.9	72.5	94.4	120.4
其中：动力电池	9.8	22.5	41.2	51.5	68.4	89.2
储能电池	1.8	4.0	9.6	13.3	17.8	22.6
消费电池	7.7	8.9	8.1	7.8	8.1	8.5
其他需求	12.7	14.8	13.8	14.1	14.4	14.7
库存需求	5.3	8.4	12.1	14.4	13.6	16.9
<b>需求端合计(万吨 LCE)</b>	<b>37.2</b>	<b>58.6</b>	<b>84.9</b>	<b>101.1</b>	<b>122.4</b>	<b>151.9</b>
<b>供给-需求</b>	<b>2.4</b>	<b>-1.9</b>	<b>-8.6</b>	<b>4.2</b>	<b>15.8</b>	<b>24.7</b>

资料来源：GGII, EVTank, SPIR, SMM, 百川盈孚, 国联证券研究所

图表 23：2023 年以来碳酸锂与氢氧化锂市场价格 (万元/吨)



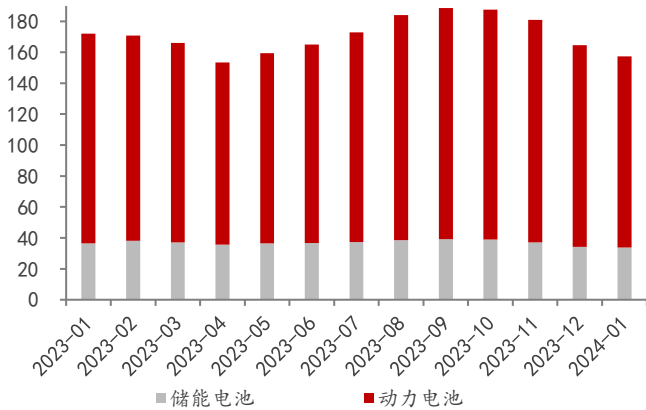
资料来源：SMM, 百川盈孚, 国联证券研究所

2023 年，锂电产业链进入去库存周期，下游备货意愿减弱，是锂价下跌的重要因素。截至 2024/3/1，国内电池级/工业级碳酸锂现货均价分别为 10.25/9.45 万元/吨，分别同比下降 73.06%/72.21%；电池级/工业级氢氧化锂现货均价分别为 8.88/8.10 万元/吨，分别同比下降 79.18%/79.49%。

碳酸锂库存方面，截至 2023 年 12 月末，碳酸锂库存 5.51 万吨，同比增长 151%。根据 SMM，截至 2024/2/1，碳酸锂样本企业库存为 7.48 万吨，较年初增加 8251 吨；其中，冶炼厂/下游/其他库存分别为 3.70/1.76/2.02 万吨，分别较年初-3282/+4015

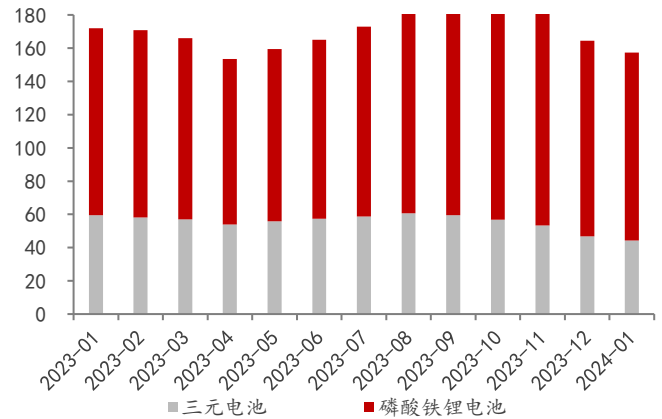
/+7518 吨，库存处较高水平，待节后需求启动有望拉动库存消化。

图表 24: 全国锂电池库存 (下游终端划分) (GWh)



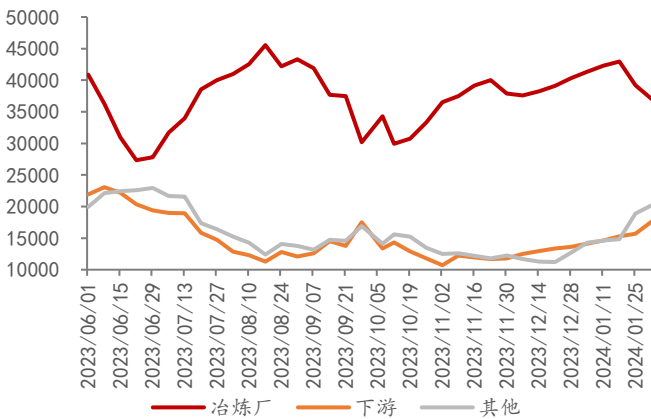
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 25: 全国锂电池库存 (正极材料划分) (GWh)



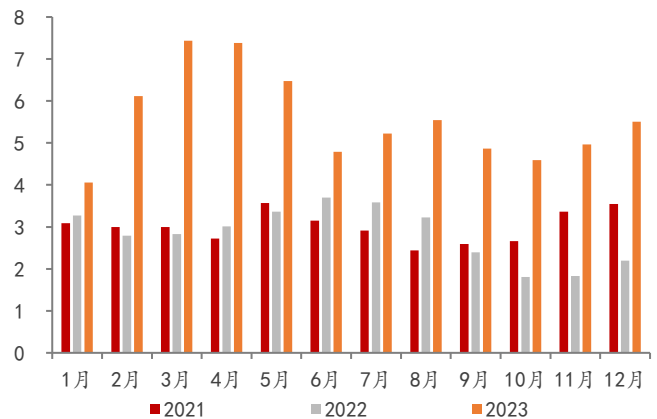
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 26: 碳酸锂样本企业周度库存 (吨)



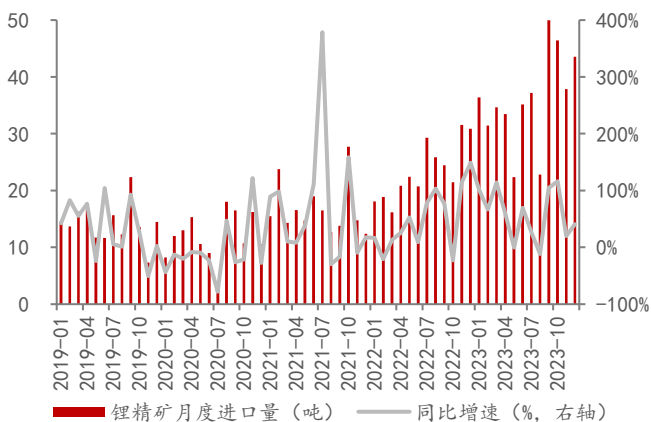
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 27: 2021-2023 年碳酸锂月度库存 (吨)



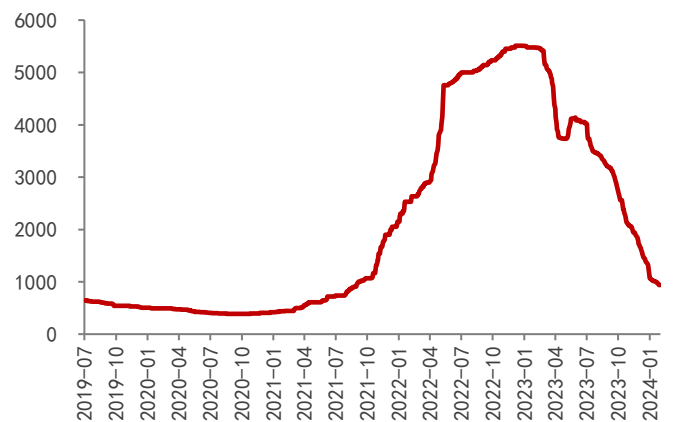
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 28: 锂精矿月度进口量及同比增速 (吨, %)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 29: 锂精矿 (6%, CIF 中国) 均价 (美元/吨)

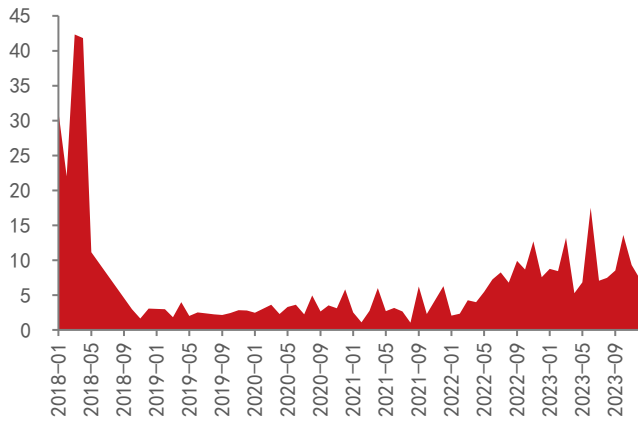


资料来源: SMM, 国联证券研究所

锂盐厂提货意愿减弱，矿端定价模式转变。截至 2023/2/2，锂辉石精矿 (6%，CIF 中国) 平均价为 938 美元/吨，同比下降 82.87%。2024/1/29，IGO 公告格林布什

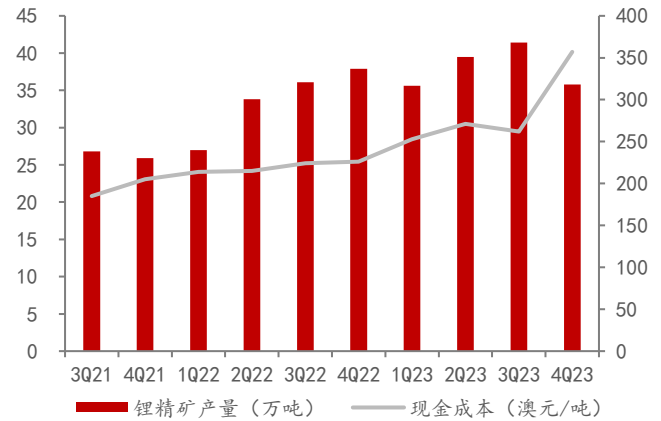
矿山 (Greenbushes) 锂精矿的长协包销定价模式更改, 将结算方式由参考上一季度的锂盐均价 (Q-1) 更改为参考上一月的锂盐均价 (M-1) 为基准结算。同时, Greenbushes 锂精矿 FY24 产量指引由 140-150 万吨调整至 130-140 万吨, 原因是其主要锂精矿承销商天齐和雅保的提货量下降。

图表 30: 澳洲黑德兰港锂精矿月度装载量 (万吨)



资料来源: Pilbara Ports Authority, 国联证券研究所

图表 31: Greenbushes 锂精矿季度产量及现金成本 (万吨, 澳元/吨)

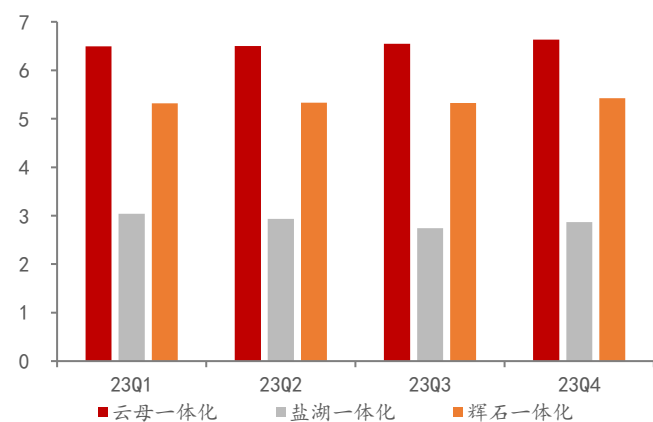


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 3.2 成本曲线决定价格底部

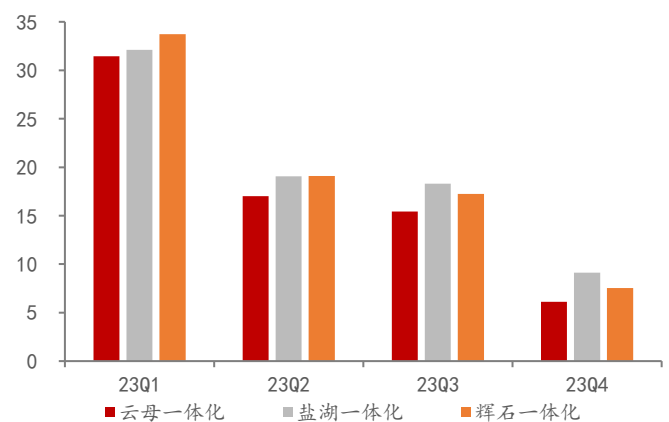
一体化项目成本较稳定, 需外购锂资源的项目利润承压。根据 SMM, 23Q4 云母/盐湖/辉石一体化项目的碳酸锂现金生产成本分别为 6.64/2.87/5.43 万元/吨, 生产利润分别为 6.12/9.12/7.54 万元/吨, 环比 23Q3 下降 9.3/9.18/9.71 万元/吨。截至 2024/2/2, 外购锂云母精矿 (Li<sub>2</sub>O: 2.5%) 的碳酸锂现金生产成本为 8.79 万元/吨, 同比提高 30.79%; 生产利润为-0.27 万元/吨, 同比下降 101.84%。外购锂辉石精矿 (Li<sub>2</sub>O: 6%) 的碳酸锂现金生产成本为 9.39 万元/吨, 同比提高 24.61%; 生产利润为-0.37 万元/吨, 同比下降 105.63%。

图表 32: 云母/盐湖/辉石一体化现金成本 (万元/吨)



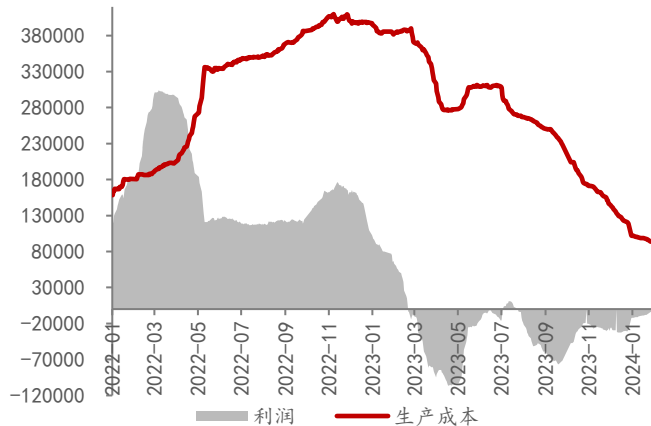
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 33: 云母/盐湖/辉石一体化利润 (万元/吨)



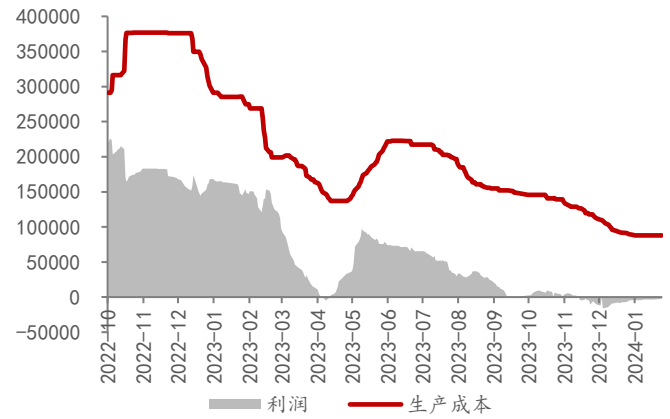
资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表 34: 外购锂辉石精矿 (Li<sub>2</sub>O: 6%) - 碳酸锂现金生产成本及利润 (元/吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

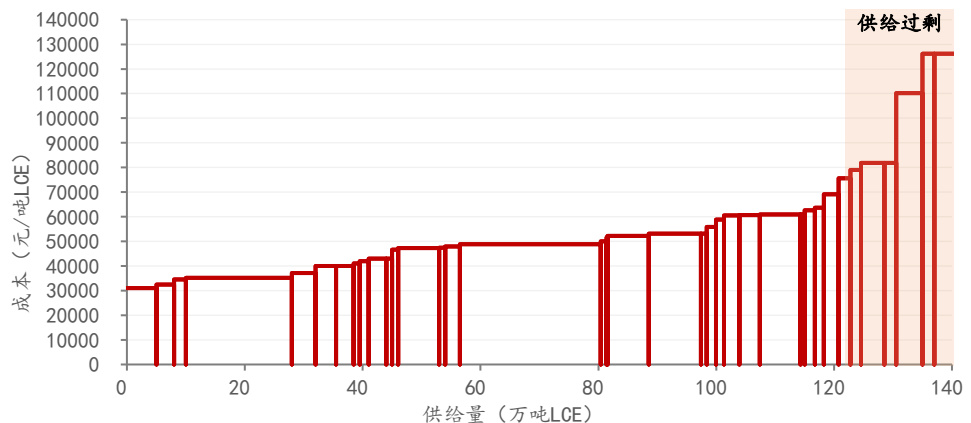
图表 35: 外购锂云母精矿 (Li<sub>2</sub>O: 2.5%) - 碳酸锂现金生产成本及利润 (元/吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

根据我们对全球主要锂盐项目的成本梳理, 南美及中国的盐湖项目位于成本曲线底部, 完全成本约为 3-5 万元/吨; 其次为澳洲的锂辉石项目, 完全成本约为 5-7 万元/吨; 部分中国锂云母、非洲锂辉石项目位于成本曲线边际, 成本约 8-12 万元/吨。结合供需平衡表与产量成本曲线, 我们预计锂价或将于 7-8 万元/吨见底。24-25 年锂价进入下行周期, 新增项目投产节奏或将放缓, 同时部分高成本项目或有望出清。24 年初 Core Lithium 公告将暂时关停 Finniss 矿山 Grants 露采厂、IGO 公告 Greenbushes FY24 锂精矿产量指引下调 10 万吨等都反映了供给端逐步出清的信号。

图表 36: 2024 E 碳酸锂产量-成本曲线 (万吨 LCE、元/吨)



资料来源: Wood Mackenzie, 公司公告, 国联证券研究所

2023 年受下游产业链去库存等因素影响, 终端需求增速放缓, 锂盐产品价格大幅下降, 锂盐生产企业利润承压。从已披露的 2023 年业绩预告来看, 锂板块上市公司业绩下滑明显。从估值上来看, 锂板块主要上市公司估值处于历史低位, 如: 中矿资源/赣锋锂业/永兴材料/天齐锂业 PE(TTM)为近 5 年 9.45%/13.50%/18.12%/24.61%分位, PB (MRQ) 为近 5 年 38.38%/3.18%/43.64%/3.75%分位。

图表 37: 锂板块上市公司 2023 年业绩预告情况

证券简称	2023 年归母净利润 (亿元)		同比增速 (%)	
	下限	上限	下限	上限
天齐锂业	66.2	89.5	-72.56%	-62.90%
赣锋锂业	42.0	62.0	-79.52%	-69.76%
融捷股份	3.4	4.0	-86.07%	-83.61%
盐湖股份	76.0	81.0	-51.17%	-47.96%
西藏矿业	1.0	1.4	-88.06%	-82.40%
雅化集团	0.4	0.6	-99.12%	-98.68%
天华新能	16.5	17.5	-74.95%	-73.43%
盛新锂能	7.0	8.0	-87.39%	-85.59%
江特电机	-3.7	-2.5	-115.90%	-110.75%
川能动力	7.0	7.8	-1.38%	9.89%

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

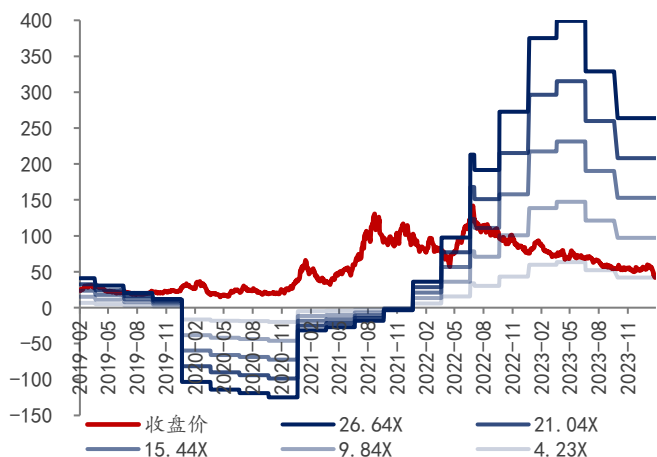
图表 38: 锂板块上市公司 PE/PB 分位数及分红情况

证券简称	PE (TTM) 分位数		PB (MRQ) 分位数		近 12 个月股息率	2022 年度现金分红比例
	近 5 年	近 3 年	近 5 年	近 3 年		
中矿资源	9.45%	15.26%	38.38%	11.64%	2.21%	15.46%
融捷股份	10.12%	10.60%	1.46%	2.38%	2.55%	10.43%
天华新能	12.61%	20.25%	1.66%	2.66%	7.24%	19.45%
赣锋锂业	13.50%	22.64%	3.18%	5.31%	2.87%	9.84%
川能动力	15.15%	2.98%	32.24%	2.71%	0%	0%
雅化集团	17.52%	27.47%	1.68%	2.68%	4.30%	11.83%
西藏矿业	18.10%	24.29%	42.24%	11.05%	2.24%	0%
永兴材料	18.12%	29.28%	43.64%	19.69%	10.20%	32.81%
天齐锂业	24.61%	33.85%	3.75%	6.11%	6.54%	20.40%
盛新锂能	27.04%	35.25%	3.02%	4.89%	3.18%	10.68%
藏格矿业	30.47%	44.53%	60.52%	39.34%	6.70%	26.66%
盐湖股份	42.76%	42.76%	34.96%	10.62%	0%	0%
江特电机	51.31%	54.00%	37.13%	7.75%	0%	0%

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

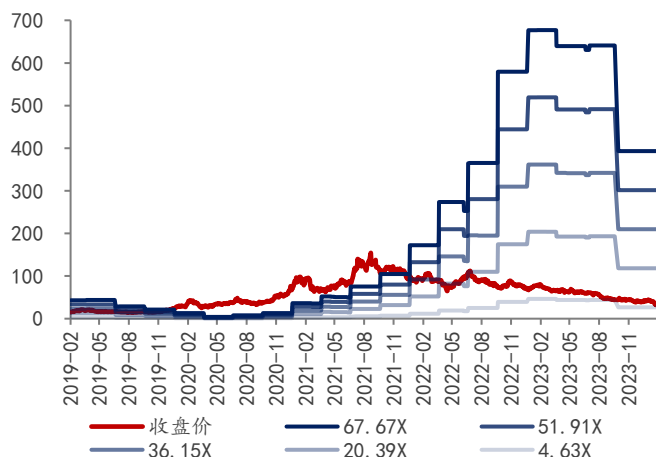
注: 股价为 2024/3/1 收盘价

图表 39: 天齐锂业 PE-Band



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

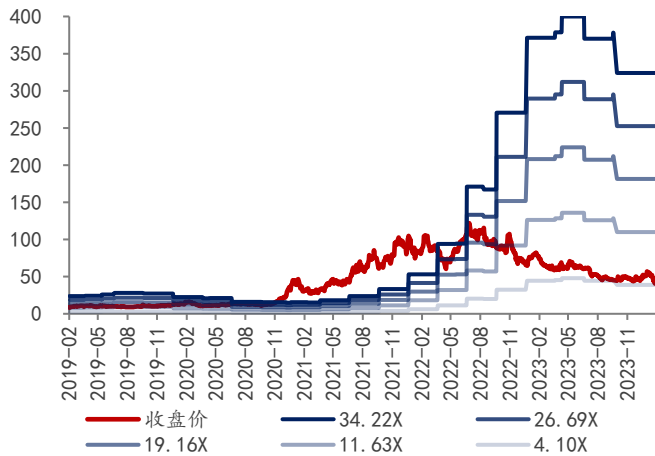
图表 40: 赣锋锂业 PE-Band



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

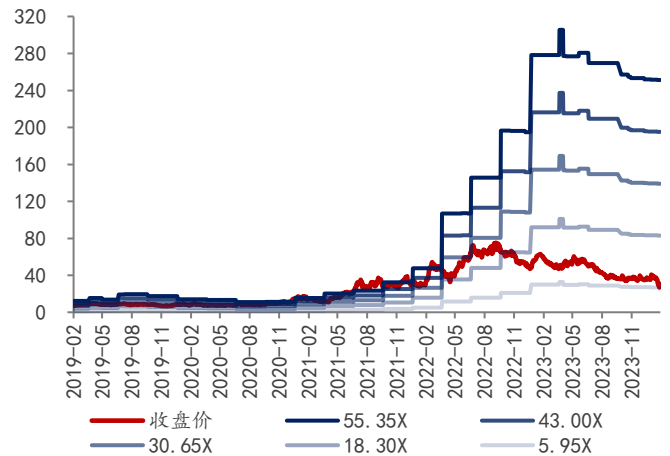


图表 41：永兴材料 PE-Band



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 42：中矿资源 PE-Band



资料来源：iFinD，国联证券研究所

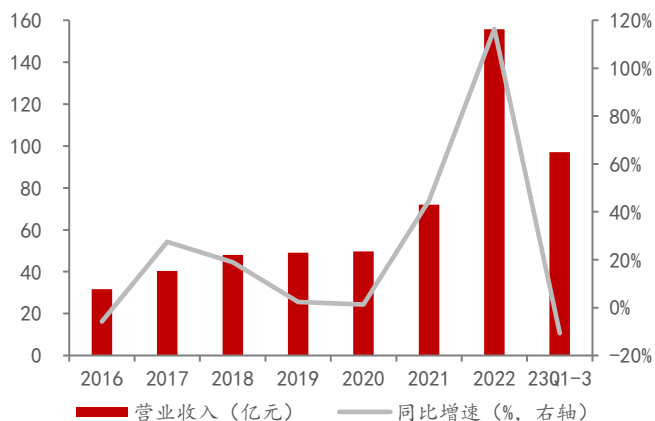
## 4. 投资建议：关注有增量和低成本公司

### 4.1 永兴材料：云母提锂龙头，采选冶一体化

公司锂电新能源与特钢新材料业务双轮驱动。公司碳酸锂业务已建成涵盖采矿、选矿、碳酸锂加工三大业务在内的新能源产业链，以自有矿山的锂瓷石为主要原料，经采、选、冶一体化流程生产电池级碳酸锂。公司特钢新材料业务以不锈废钢为主要原料，采用短流程工艺生产不锈钢棒线材及特殊合金材料，产品经下游加工后广泛应用于油气开采及炼化、火电核电装备制造等其他高端机械装备制造等领域。公司不锈钢棒线材国内市场占有率长期处于前三，稳居不锈钢长材龙头企业地位。

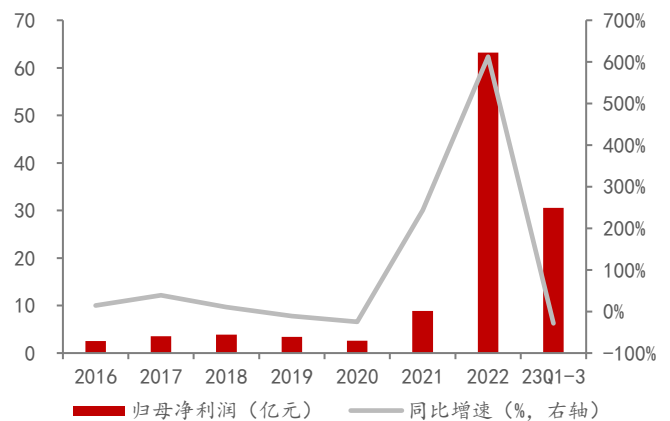
2023 年前三季度，公司实现营业收入 97.04 亿元，同比下降 10.70%；实现归母净利润 30.53 亿元，同比下降 28.52%。2023 年前三季度，公司实现碳酸锂销量 2.01 万吨，碳酸锂业务实现归母净利润 27.01 亿元。

图表 43：永兴材料营业收入及同比增速（亿元，%）



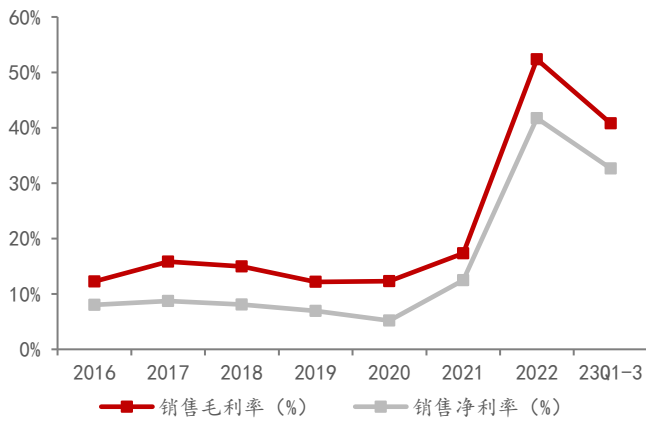
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 44：永兴材料归母净利润同比增速（亿元，%）



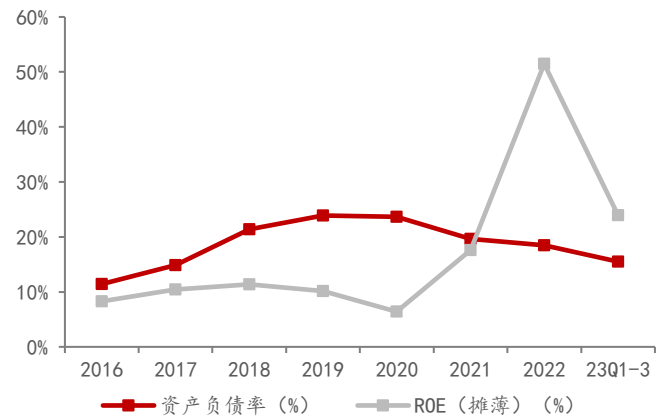
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 45: 永兴材料销售毛利率/净利率 (%)



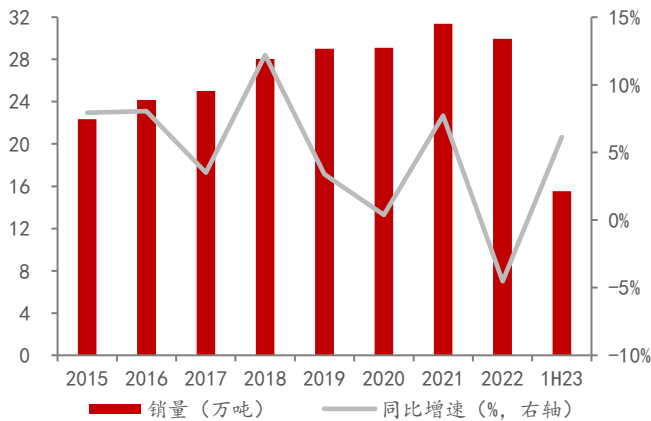
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 46: 永兴材料资产负债率/ROE (摊薄) (%)



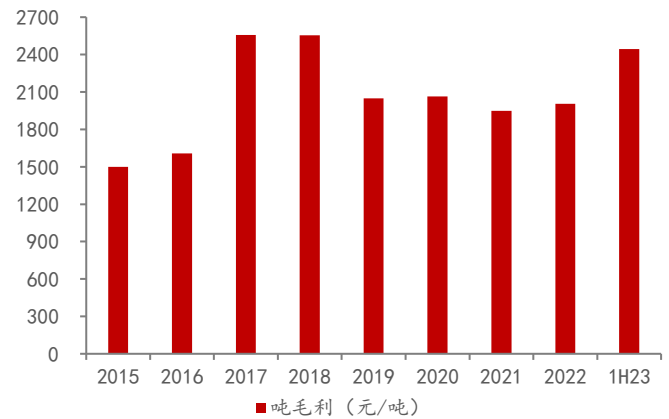
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表 47: 永兴材料不锈钢产品销量及增速 (万吨, %)



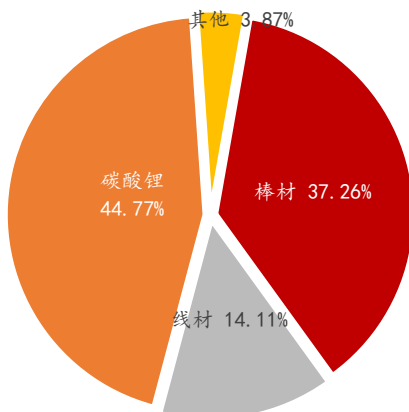
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 48: 永兴材料不锈钢产品吨毛利 (元/吨)



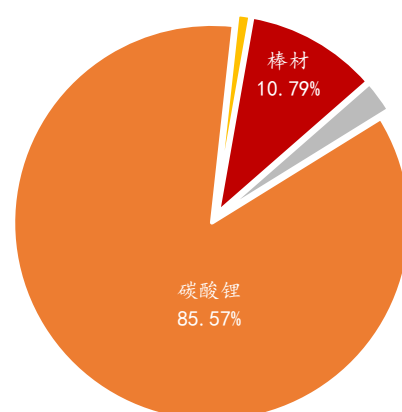
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 49: 2023 H1 永兴材料营收分业务占比



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 50: 2023 H1 永兴材料毛利分业务占比

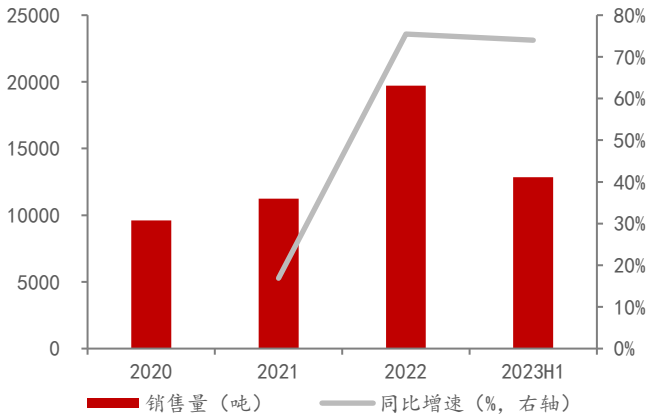


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

近年来,公司持续深化采选冶一体化建设,不断提高核心竞争力,为公司规模化发展提供动能,现有碳酸锂年产能3万吨。截至2023/6/30,公司已取得化山瓷石矿矿产资源储量评审意见书,采矿证范围内累计查明陶瓷土矿资源储量49225.21万吨,其中,累计查明Li<sub>2</sub>O≥0.20%陶瓷土矿矿石量41000.80万吨。

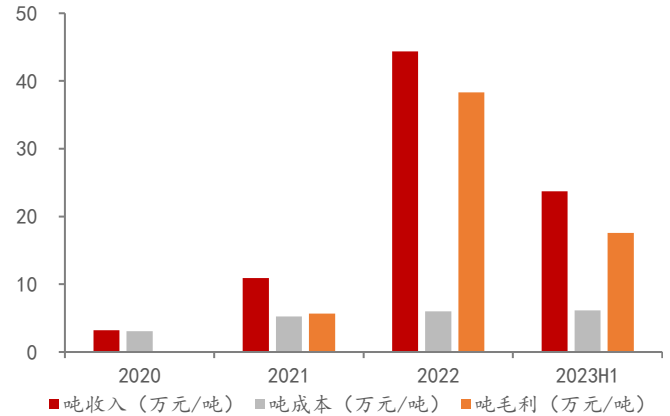
2024/1/8 公司公告，宜丰县花桥乡白市化山瓷石矿采矿许可证证载生产规模由 300 万吨/年变更为 900 万吨/年。采矿许可证扩证工作顺利完成，自有矿资源保障能力进一步扩大。另外，公司的联营公司花锂矿业拥有白水洞高岭土矿矿权面积 0.7614 平方公里，累计查明控制的经济资源量矿石量 730.74 万吨，同样为公司锂云母资源的重要补充。

图表 51：永兴材料碳酸锂销售量及同比增速（吨，%）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 52：永兴材料碳酸锂业务吨收入/成本/毛利



资料来源：公司公告，国联证券研究所

依托于国内自有锂矿资源，公司搭建从采矿、选矿到碳酸锂深加工的一体化全产业链，原材料成本稳定，各环节生产成本可控；公司采用的工艺路线，实现锂云母资源的综合利用；同时，在提锂过程中可以联产长石、超细长石及钽铌精矿等有经济效益的副产品以降低生产成本。公司 2021-2022 年及 2023 H1 碳酸锂生产成本分别为 5.23/6.01/6.15 万元/吨，锂云母一体化项目成本较稳定。

➤ 盈利预测与投资建议：

**特钢新材料：**我们预计公司 2023-2025 年不锈钢产品销售量分别为 30.95/31.00/31.25 万吨，销售均价分别为 2.31/2.35/2.38 万元/吨，吨成本分别为 2.07/2.10/2.12 万元/吨，吨毛利分别为 2375/2500/2600 元/吨，毛利率分别为 10.28%/10.64%/10.92%。

**锂电新能源：**我们预计公司 2023-2025 年碳酸锂销售量分别为 2.62/3.2/4.0 万吨，销售均价分别为 22.00/11.50/11.75 万元/吨，吨成本分别为 6.1/5.75/5.7 万元/吨，碳酸锂吨毛利分别为 15.90/5.75/6.05 万元/吨，毛利率分别为 72.27%/50.00%/51.49%。

**图表 53：永兴材料分业务收入及成本预测表**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>特钢新材料</b>						
销量 (万吨)	29.12	31.36	29.95	30.95	31.00	31.25
销售均价 (万元/吨)	1.60	1.91	2.28	2.31	2.35	2.38
营业收入 (亿元)	46.66	59.75	68.41	71.48	72.85	74.38
吨成本 (万元/吨)	1.40	1.71	2.08	2.07	2.10	2.12
营业成本 (亿元)	40.65	53.64	62.41	64.13	65.10	66.25
吨毛利 (元/吨)	2065	1949	2004	2375	2500	2600
毛利 (亿元)	6.01	6.11	6.00	7.35	7.75	8.13
毛利率 (%)	12.89%	10.23%	8.77%	10.28%	10.64%	10.92%
<b>锂电新能源</b>						
销量 (万吨)	0.96	1.12	1.97	2.62	3.20	4.00
销售均价 (万元/吨)	3.19	10.89	44.35	22.00	11.50	11.75
营业收入 (亿元)	3.07	12.24	87.38	57.67	36.80	47.00
吨成本 (万元/吨)	3.07	5.23	6.01	6.10	5.75	5.70
营业成本 (亿元)	2.95	5.88	11.84	15.99	18.40	22.80
吨毛利 (万元/吨)	0.12	5.66	38.34	15.90	5.75	6.05
毛利 (亿元)	0.12	6.36	75.53	41.68	18.40	24.20
毛利率 (%)	3.83%	51.99%	86.45%	72.27%	50.00%	51.49%
<b>合计</b>						
营业收入 (亿元)	49.73	71.99	155.79	129.15	109.65	121.38
营业成本 (亿元)	43.60	59.52	74.25	80.12	83.50	89.05
毛利 (亿元)	6.13	12.47	81.53	49.03	26.15	32.33
毛利率 (%)	12.33%	17.33%	52.34%	37.96%	23.85%	26.63%

资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 129.15/109.65/121.38 亿元，分别同比增长 2.55%/4.97%/4.97%；归母净利润分别为 36.06/18.32/22.94 亿元，分别同比-42.94%/-49.20%/+25.24%；EPS 分别为 6.69/3.40/4.26 元；BPS 分别为 26.46/28.66/31.43 元。参考可比公司 PB 估值，我们给予永兴材料 2024 年 2.25 X PB，目标价 64.61 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 54：永兴材料盈利预测和财务指标**

项目\年度	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	49.73	71.99	155.79	129.15	109.65	121.38
增长率 (%)	1.30%	79.50%	27.33%	2.55%	4.97%	4.97%
归母净利润 (亿元)	2.58	8.87	63.20	36.06	18.32	22.94
增长率 (%)	-24.91%	243.83%	612.42%	-42.94%	-49.20%	25.24%
每股收益 EPS (元)	0.48	1.65	11.72	6.69	3.40	4.26
每股净资产 BPS (元)	7.40	9.34	22.78	26.46	28.66	31.43
销售毛利率 (%)	11.68%	17.33%	52.34%	37.96%	23.85%	26.63%
销售净利率 (%)	5.18%	12.50%	41.72%	28.71%	17.18%	19.44%
净资产收益率 (ROE)	6.41%	17.61%	51.47%	25.28%	11.85%	13.54%
市盈率 (P/E)	113.69	33.07	4.64	8.13	16.01	12.79
市净率 (P/B)	7.35	5.82	2.39	2.06	1.90	1.73

资料来源：iFinD，国联证券研究所

注：股价为 2024/3/1 收盘价

**图表 55：永兴材料可比公司估值表**

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/B			BPS (元)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中矿资源	272.96	28.11	34.95	39.96	2.37	1.82	1.44	15.80	20.58	25.93
盐湖股份	899.14	85.90	95.39	106.06	2.66	2.07	1.66	6.22	8.01	9.99
藏格矿业	465.12	38.93	39.12	52.57	3.39	2.88	2.39	8.69	10.23	12.31
平均值					2.81	2.25	1.83			
永兴材料	293.33	36.06	18.32	22.94	2.06	1.90	1.73	26.46	28.66	31.43

资料来源：iFinD，国联证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 iFinD 的一致预期，股价为 2024/3/1 收盘价

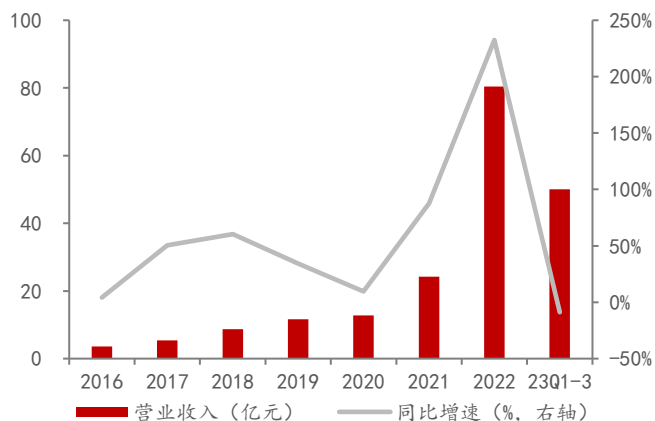
### ➤ 风险提示：

宏观经济波动风险；原材料价格大幅波动风险；碳酸锂价格大幅下跌风险；项目建设进展不及预期。

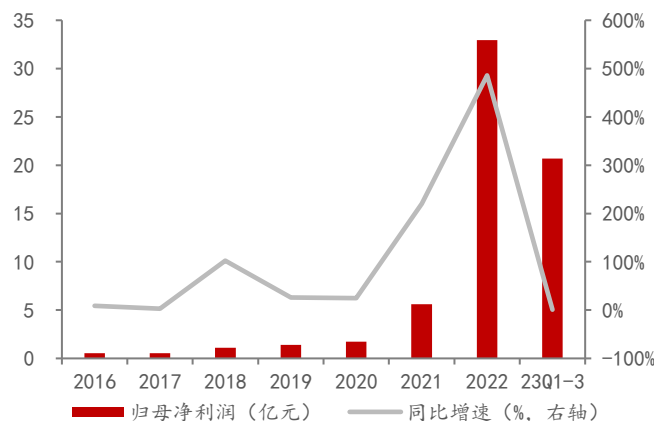
## 4.2 中矿资源：非洲锂矿先行者，资源自给率提升

公司是中国有色金属行业首批成规模“走出去”的商业性综合地质勘查技术服务企业，业务范围覆盖非洲、亚洲、欧洲和美洲的 20 多个国家和地区，先后承担了有色赞比亚谦比希铜矿、中冶集团巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、中冶集团和江西铜业阿富汗艾娜克铜矿、北方工业津巴布韦铂钯矿和刚果（金）科米卡铜钴矿、紫金矿业刚果（金）卡莫阿铜矿等多个具有国际影响力的重大项目的地质勘查工作。

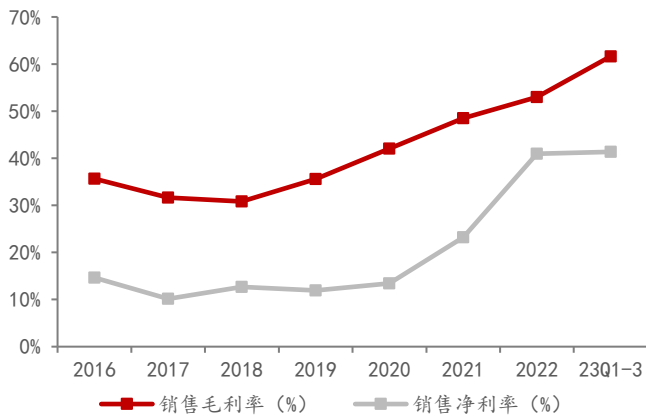
公司依托自身丰富的矿产勘查经验和技術优势，在控制风险的前提下适时、适度、有选择性的进行矿权开发，通过登记申请、合作开发、收购等方式取得矿权，在取得阶段性勘查成果或探明矿区矿产品位及经济储量后，将矿权进行转让、评估作价入股或者将矿权进行开发以获取后续矿山开发收益。公司在矿权方面的布局也为公司锂电新能源原料板块、稀有轻金属业务板块提供稳定的前端资源保障。

**图表 56：中矿资源营业收入及同比增速（亿元，%）**


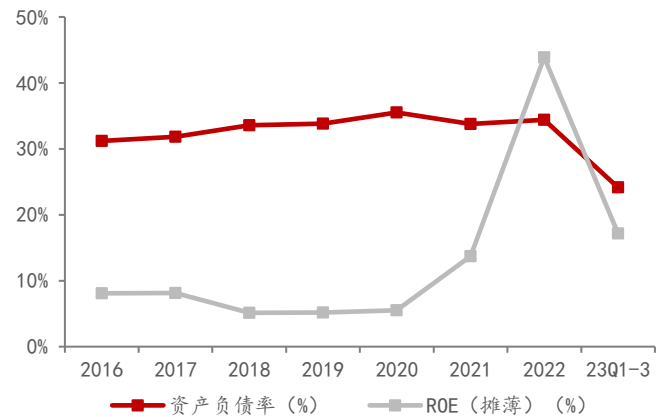
资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表 57：中矿资源归母净利润同比增速（亿元，%）**


资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表 58: 中矿资源销售毛利率/净利率 (%)**


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

**图表 59: 中矿资源资产负债率/ROE (摊薄) (%)**


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

截至 2023/06/30, 公司及所属子公司共计拥有各类矿业权 106 处, 其中采矿权 47 处、探矿权 46 处、地表租约 13 处。矿权的分布情况为: 加拿大境内现有 57 处矿权, 其中采矿权 3 处、探矿权 41 处、地表租约 13 处; 赞比亚境内现有 8 处矿权, 其中采矿权 3 处、探矿权 5 处; 津巴布韦境内现有 41 处矿权, 均为采矿权。

公司所属津巴布韦 Bikita 矿山是一座历史悠久的成熟矿山, 自 2022 年收购以来, 凭借公司的地勘技术优势, 连续完成了两次增储工作, 锂矿资源量由 2941.40 万吨矿石量增长至 6541.93 万吨矿石量, 碳酸锂当量由 84.96 万吨增长至 183.78 万吨。此外, 矿区内仍发育有多条未经验证的 LCT 型 (锂铯钽型) 伟晶岩体, Bikita 矿区部分地段仍具有较好的找矿潜力。

**图表 60: 津巴布韦 Bikita 矿山西区 SQ16+SHAFT 地段保有资源量表**

矿体	资源量类别	矿石量 (万吨)	平均品位 (%Li <sub>2</sub> O)	Li <sub>2</sub> O 含量 (万吨)	折合碳酸锂当量 (万吨 LCE)
Shaft 矿体	探明类别	481.23	1.38	6.64	16.40
	控制类别	92.43	1.18	1.09	2.69
	推断类别	222.29	1.16	2.58	6.37
	小计	<b>795.96</b>	<b>1.3</b>	<b>10.31</b>	<b>25.47</b>
SQ16 矿体	探明类别	1691.14	1.11	18.77	46.37
	控制类别	1156.78	1.08	12.49	30.86
	推断类别	387.94	1.03	4.00	9.87
	小计	<b>3235.87</b>	<b>1.09</b>	<b>35.26</b>	<b>87.09</b>
Shaft+SQ16	探明类别	2172.37	1.17	25.42	62.78
	控制类别	1249.21	1.09	13.62	33.63
	推断类别	610.24	1.08	6.59	16.28
	合计	<b>4031.83</b>	<b>1.13</b>	<b>45.62</b>	<b>112.69</b>

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所  
 注: 截止至 2022/12/31

图表 61：中矿资源部分矿业权概况

矿山	概况
赞比亚西北省希富玛铜矿	希富玛铜矿区合计探获铜矿石量 3,046.90 万吨，铜金属量 22.27 万吨，平均品位 0.73%。其中 (332) 类矿石量为 968.15 万吨，铜金属量 8.2 万吨，平均品位 0.85%；(333) 类矿石量为 2,078.74 万吨，铜金属量 14.06 万吨，平均品位 0.68%；伴生金为 6.7 吨，伴生银为 97.2 吨，伴生钴为 7,312.55 吨，伴生锌为 112,735.15 吨；伴生组分的储量级别均为 (333) 类。 2023 年上半年共开采矿石量 4 万吨，铜平均品位 1.52%。
赞比亚卡希希铜矿	两条矿体总矿石量 322.26 万吨，平均含铜 2.17%，铜金属量 7 万吨。（据卡希希铜矿可行性研究报告资源量类别为探明类别）。 2023 年上半年共开采矿石量 4.5 万吨，铜平均品位 2.47%。
赞比亚西北省卡马提克铁矿	探获铁矿石资源量 3.48 亿吨，TFe 平均品位为 46.38%，其中 (333) 类铁矿石资源量 1.61 亿吨。
津巴布韦铬铁矿	津巴布韦铬铁矿合计铬资源矿石量 (333) 类为 673 万吨。
赞比亚卡布韦铜矿	赞比亚卡布韦铜矿合计 (333) 类矿石量 1,104.10 万吨，铜金属量 15.46 万吨，平均品位 1.4%。
赞比亚孔布瓦稀土矿	赞比亚孔布瓦稀土矿区内累计探获的稀土氧化物矿石资源量 278 万吨，TREO 平均品位 2.76%，累计探获伴生的磷灰石型磷矿石资源量 2,182 万吨，P205 平均品位 7.06%。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

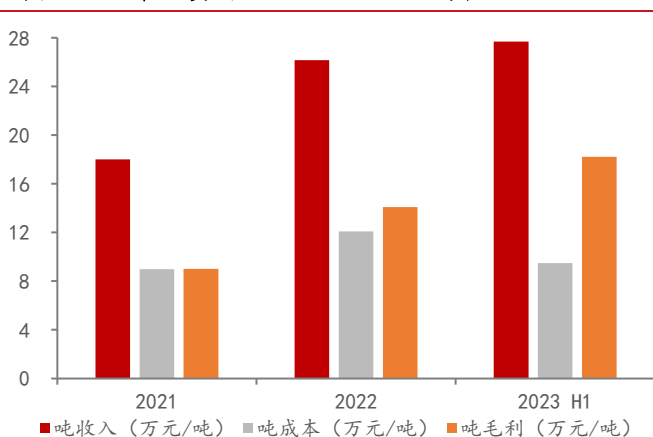
图表 62：中矿资源锂资源及锂盐产能情况

生产基地	产能 (万吨/年)	投产情况	主要产品
津巴布韦 Bikita	200	已投产	透锂长石精矿
加拿大 Tanco	18	已投产	锂辉石精矿
	100	政府审批阶段	锂辉石精矿
	0.6	已投产	电池级氟化锂
江西新余	2.5	已投产	电池级碳酸锂/氢氧化锂
	3.5	已投产	电池级碳酸锂/氢氧化锂

资料来源：公司公告，国联证券研究所

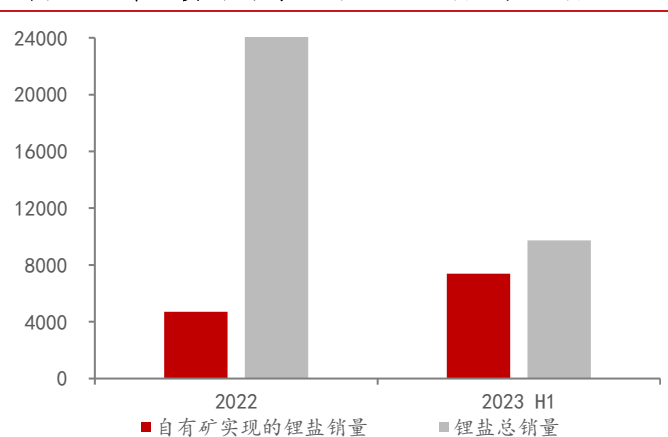
公司冶炼端拥有行业领先的技术工艺，公司现有年产 6 万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂的产能和年产 6000 吨电池级氟化锂产能。公司电池级锂盐产线均可使用透锂长石和锂辉石作为生产原料，丰富了公司锂盐业务的原料来源。2023 H1，公司自有矿共实现锂盐销量 7391.46 吨，公司锂盐自给率由 2022 年的 19.43% 提升至 75.88%。

图表 63：中矿资源碳酸锂吨收入/成本/毛利



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 64：中矿资源自有矿实现锂盐销量与总销量(吨)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

根据公司公告, Bikita 锂矿 200 万吨/年(透锂长石)改扩建工程项目和 Bikita 锂矿 200 万吨/年(锂辉石)建设工程项目已于 2023/11/09 实现达产达标; 预计年产化学级透锂长石精矿 30 万吨和锂辉石精矿 30 万吨。公司年产 3.5 万吨高纯锂盐项目已于 2023/11/16 建设完成并成功投料试生产; 公司已实现 6 万吨/年电池级锂盐产能和原料的完全自给。公司锂资源自给率提升, 有望带来碳酸锂生产成本的下降。

后续公司将着力推进加拿大 100 万吨/年锂辉石选厂建设工程和非洲地区采选冶一体化建设项目。在实现目前 6 万吨高纯锂盐产能布局的基础上, 中短期规划落地 10 万吨自有产能。

➤ 盈利预测与投资建议:

图表 65: 中矿资源分业务收入及成本预测表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>锂电新能源原料开发与利用</b>					
营业收入(亿元)	9.42	63.35	53.75	57.50	82.25
销量(万吨)	0.52	2.42	2.50	5.00	7.00
销售均价(万元/吨)	18.01	26.17	21.50	11.50	11.75
营业成本(亿元)	4.70	29.27	23.75	38.75	52.50
吨成本(万元/吨)	9.00	12.09	9.5	7.75	7.5
毛利(亿元)	4.71	34.08	30.00	18.75	29.75
吨毛利(万元/吨)	9.01	14.08	12.00	3.75	4.25
毛利率(%)	50.04%	53.79%	55.81%	32.61%	36.17%
<b>稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用</b>					
营业收入(亿元)	8.11	9.31	11.00	13.20	15.18
营业成本(亿元)	2.74	3.29	3.74	4.42	5.09
毛利(亿元)	5.37	6.02	7.26	8.78	10.09
毛利率(%)	66.25%	64.69%	66.0%	66.5%	66.5%
<b>国际贸易</b>					
营业收入(亿元)	4.06	5.73	5.14	5.50	5.75
营业成本(亿元)	2.73	3.88	3.86	4.13	4.31
毛利(亿元)	1.33	1.85	1.28	1.38	1.44
毛利率(%)	32.85%	32.28%	24.9%	25.0%	25.0%
<b>固体矿产勘查</b>					
营业收入(亿元)	1.59	1.79	2.00	2.30	2.53
营业成本(亿元)	1.25	1.23	1.20	1.38	1.52
毛利(亿元)	0.33	0.55	0.80	0.92	1.01
毛利率(%)	20.95%	31.01%	40%	40%	40%
<b>其他业务</b>					
营业收入(亿元)	1.01	0.23	0.12	0.13	0.14
营业成本(亿元)	1.10	0.15	0.08	0.08	0.09
毛利(亿元)	-0.09	0.08	0.04	0.05	0.05
毛利率(%)	-9.21%	34.78%	35%	35%	35%
<b>合计</b>					
营业收入(亿元)	24.18	80.41	72.01	78.63	105.85
营业成本(亿元)	12.52	37.83	32.55	48.76	63.42
毛利(亿元)	11.66	42.59	39.46	29.87	42.43
毛利率(%)	48.21%	52.96%	54.80%	37.99%	40.09%

资料来源: iFinD, 公司公告, 国联证券研究所



**锂电新能源原料开发与利用业务：**我们预计公司 2023-2025 碳酸锂销量分别为 2.5/5.0/7.0 万吨，碳酸锂销售均价分别为 21.5/11.5/11.75 万元/吨，碳酸锂吨成本分别为 9.5/7.75/7.5 万元/吨，毛利率分别为 55.81%/32.61%/36.17%。

**稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用：**公司是全球铯产业链最完善的制造商，具备铯榴石开采、加工、精细化工产品的生产和提供产品技术服务能力。公司在该业务板块具备行业龙头地位，收入有望保持稳健增长，毛利率有望维持高位。我们预计公司 2023-2025 年稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用业务实现收入分别为 11.0/13.2/15.18 亿元，毛利率分别为 66.0%/66.5%/66.5%。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 72.01/78.63/105.85 亿元，分别同比增长 2.55%/4.97%/4.97%；归母净利润分别为 27.37/18.95/27.50 亿元，分别同比 -16.92%/-30.78%/+45.12%；EPS 分别为 3.75/2.60/3.77 元，BPS 分别为 17.19/19.27/22.29 元。参考可比公司 PB 估值，我们给予中矿资源 2024 年 2.25 X PB，目标价 43.29 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 66：中矿资源盈利预测和财务指标**

项目\年度	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	12.76	24.18	80.41	72.01	78.63	105.85
增长率(%)	9.51%	79.50%	27.33%	2.55%	4.97%	4.97%
归母净利润(亿元)	1.74	5.62	32.95	27.37	18.95	27.50
增长率(%)	24.44%	222.73%	485.85%	-16.92%	-30.78%	45.12%
每股收益 EPS(元)	0.24	0.77	4.52	3.75	2.60	3.77
每股净资产 BPS(元)	4.26	5.56	10.27	17.19	19.27	22.29
销售毛利率(%)	42.06%	48.21%	52.96%	54.80%	37.99%	40.09%
销售净利率(%)	13.42%	23.17%	40.97%	38.01%	24.10%	25.98%
净资产收益率(ROE)	5.50%	13.80%	43.88%	21.79%	13.46%	16.89%
市盈率(P/E)	156.64	48.54	8.28	9.97	14.41	9.93
市净率(P/B)	8.78	6.73	3.64	2.18	1.94	1.68

资料来源：iFinD，国联证券研究所  
 注：股价为 2024/3/1 收盘价

**图表 67：中矿资源可比公司估值表**

证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			P/B			BPS(元)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
盐湖股份	899.14	85.90	95.39	106.06	2.66	2.07	1.66	6.22	8.01	9.99
永兴材料	293.33	36.27	29.20	33.34	2.00	1.79	1.63	27.27	30.32	33.44
藏格矿业	465.12	38.93	39.12	52.57	3.39	2.88	2.39	8.69	10.23	12.31
平均值					2.68	2.25	1.89			
中矿资源	272.96	27.37	18.95	27.50	2.18	1.94	1.68	17.19	19.27	22.29

资料来源：iFinD，国联证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 iFinD 的一致预期，股价为 2024/3/1 收盘价

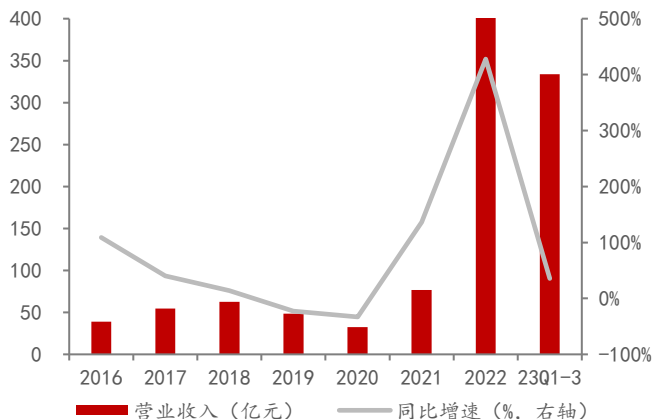
➤ **风险提示：**

宏观经济波动风险；碳酸锂价格大幅下跌风险；项目建设进展不及预期；汇率波动风险。

### 4.3 天齐锂业：全球锂业巨头，资源优势显著

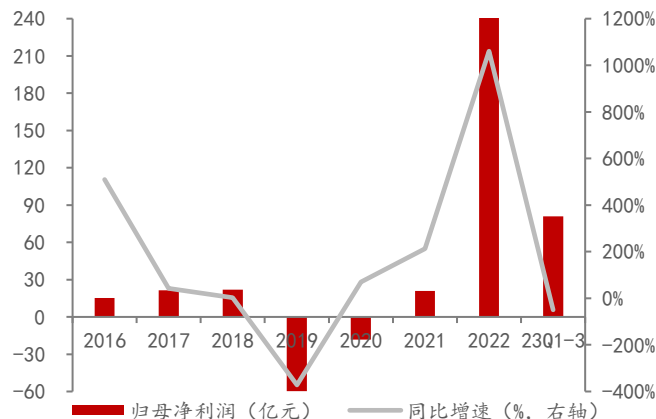
公司是中国和全球领先、以锂为核心的新能源材料企业，为 A+H 两地上市公司。公司业务涵盖锂产业链的关键阶段，包括硬岩型锂矿资源的开发、锂精矿加工销售以及锂化工产品的生产销售。2023 年前三季度，公司实现营业收入 333.99 亿元，同比增长 35.52%；实现归母净利润 80.99 亿元，同比下降 49.33%。

图表 68：天齐锂业营业收入及同比增速（亿元，%）



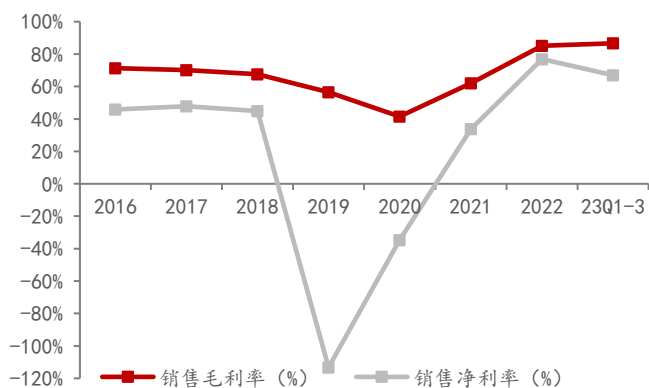
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 69：天齐锂业归母净利润同比增速（亿元，%）



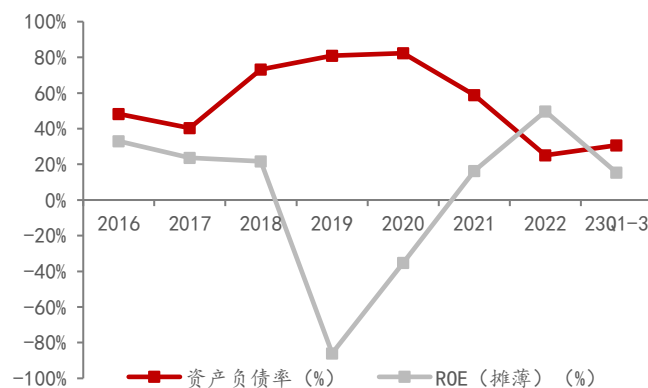
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 70：天齐锂业销售毛利率/净利率（%）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表 71：天齐锂业资产负债率/ROE（摊薄）（%）



资料来源：iFinD，国联证券研究所

公司战略性布局优质的硬岩和盐湖锂矿资源，以位于澳大利亚的控股子公司泰利森所拥有的格林布什矿和公司控股的四川雅江措拉矿为资源基地，并通过投资 SQM 和日喀则扎布耶的部分股权，进一步扩大了境内外优质的硬岩和盐湖锂矿资源的战略布局。截至 2023/06/30，公司拥有的权益资源量合计约 1429.36 万吨 LCE。

图表 72：天齐锂业锂资源情况

项目	类型	地区	权益比例	总资源量 (万吨LCE)	权益资源量 (万吨LCE)	运营状态
格林布什	锂辉石	澳洲	26.01%	1286	334.5	在产
阿塔卡马	锂盐湖	智利	22.16%	4551	1008.5	在产
雅江措拉	锂辉石	四川	80%	63.2	63.2	筹建
扎布耶	锂盐湖	西藏	20%	179	35.8	在产
合计				6079.20	1429.36	-

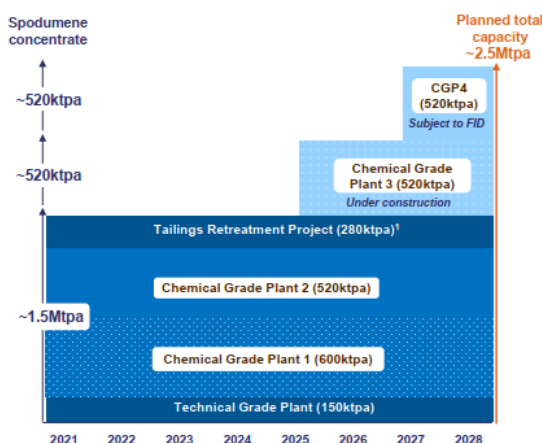
资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司于2014年5月通过澳大利亚子公司间接取得全球储量最大、品位最高的在产锂矿项目格林布什锂矿的控制权。目前该项目处于开采状态，2023 H1 格林布什锂辉石矿开采总量为195万吨，矿石平均品位2.73%。

格林布什锂辉石矿共有4个在产锂精矿加工厂，分别为化学级一号加工厂、二号加工厂、尾矿再处理厂（以上用于生产品位6%化学级锂精矿）以及技术级工厂（用于生产品位5.0%-7.2%的低铁技术级锂精矿）。其中，化学级二号加工厂和尾矿再处理厂目前已接近完成产能爬坡。泰利森目前铭牌年产能为162万吨，2023 H1 锂精矿产量75万吨。

同时，泰利森正在加紧建设化学级三号加工厂，其设计产能为52万吨/年，预计将于2025年年中完工投产。另外，泰利森还计划在2025年开始建设化学级四号加工厂，设计产能同样为52万吨，初步规划于2027年建成投产。

图表 73：泰利森格林布什锂精矿产能规划



资料来源：IGO 2023 AGM Presentation，国联证券研究所

公司深耕锂化工产品加工多年，目前共设有四个在产的锂产品生产基地，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一期项目，生产的锂化工产品种类包括电池级和工业级氢氧化锂、电池级和工业级碳酸锂、氯化锂和金属锂。公司目前现有锂化工产品铭牌产能6.88万吨/年，已宣布的规划锂化工产品产能超过14万吨。

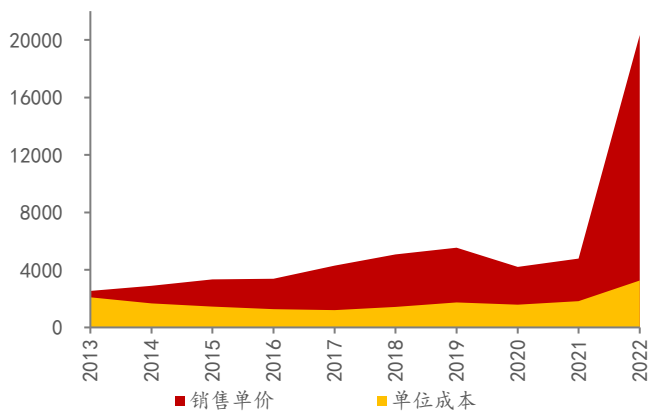
图表 74：天齐锂业锂化工产品产能布局（万吨/年）

锂化工产品加工	权益比例	现有产能	计划新增产能	未来合计
四川射洪基地	100%	2.42	-	2.42
重庆铜梁基地	86.38%	0.06	-	0.06
四川安居	100%	-	2	2
江苏张家港基地	100%	2	-	2
澳大利亚奎纳纳	51%	2.4	2.4	4.8
江苏张家港保税区	100%	-	3	3
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>6.88</b>	<b>7.4</b>	<b>14.28</b>

资料来源：公司公告，国联证券研究所

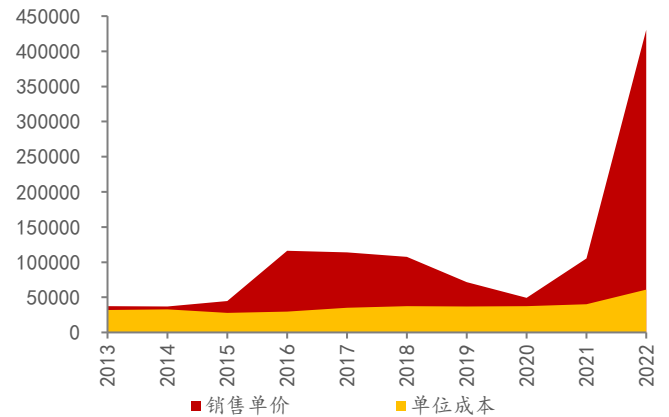
公司凭借自身显著的资源优势和规模化开采效应，同时得益于公司先进的锂化合物生产技术，近年来公司产品毛利率一直保持行业较高水平。格林布什锂精矿凭借其优良且稳定的产品质量一直是全球锂矿端的品质标杆。SQM 运营全球储量最大的锂盐湖阿塔卡马项目，资源量和品位居全球前列。同时，由于项目地处阿塔卡马沙漠，地理环境上具有蒸发率高、降水稀少的特点，适合盐田晒卤，SQM 采用碳酸盐沉淀法提锂，成本亦处于行业低位。

图表 75: 天齐锂业锂精矿销售单价/单位成本(元/吨)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 76: 天齐锂业碳酸锂销售单价/单位成本(元/吨)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 盈利预测与投资建议：

**锂精矿：**我们预计公司 2023-2025 年锂精矿销量分别为 75/75/80 万吨，销售均价分别为 3.3/3/3 万元/吨，吨成本分别为 0.55/0.45/0.45 万元/吨；公司 2023-2025 年锂精矿业务实现收入分别为 247.5/225/240 亿元，毛利率分别为 83.3%/85%/85%。

**碳酸锂：**我们预计公司 2023-2025 碳酸锂销量分别为 6.5/7.5/8.5 万吨，碳酸锂销售均价分别为 22.0/11.5/11.75 万元/吨，碳酸锂吨成本分别为 7.85/7.25/7.25 万元/吨，毛利率分别为 64.32%/36.96%/38.30%。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 390.56/311.32/339.94 亿元，分别同比增长 2.55%/4.97%/4.97%；归母净利润分别为 88.59/79.77/86.23 亿元，分别同比-63.28%/-9.95%/+8.09%；EPS 分别为 5.40/4.86/5.25 元，BPS 分别为 34.14/38.27/42.73 元。参考可比公司 PB 估值，我们给予天齐锂业 2024 年 1.65 X PB，目标价 63.09 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 77：天齐锂业分业务收入及成本预测表**

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>锂精矿</b>							
营业收入 (亿元)	19.15	14.81	26.44	154.39	247.5	225.0	240.0
销量 (万吨)	34.55	35.27	55.12	75.90	75	75	80
销售均价 (万元/吨)	0.55	0.42	0.48	2.03	3.3	3.0	3.0
营业成本 (亿元)	5.97	5.55	10.02	24.77	41.3	33.8	36.0
吨成本 (万元/吨)	0.17	0.16	0.18	0.33	0.55	0.45	0.45
毛利 (亿元)	13.17	9.26	16.42	129.62	206.25	191.25	204.0
吨毛利 (万元/吨)	0.38	0.26	0.30	1.71	2.75	2.55	2.55
毛利率 (%)	68.81%	62.53%	62.10%	83.95%	83.33%	85.0%	85.0%
<b>碳酸锂</b>							
营业收入 (亿元)	29.25	17.57	50.18	250.09	143	86.25	99.88
销量 (万吨)	4.08	3.57	4.77	5.81	6.5	7.5	8.5
销售均价 (万元/吨)	7.16	4.92	10.52	43.05	22.00	11.50	11.75
营业成本 (亿元)	15.05	13.40	19.12	35.39	51.03	54.38	61.63
吨成本 (万元/吨)	3.69	3.75	4.01	6.09	7.85	7.25	7.25
毛利 (亿元)	14.20	4.16	31.05	214.69	91.98	31.88	38.25
吨毛利 (万元/吨)	3.48	1.17	6.51	36.96	14.15	4.25	4.50
毛利率 (%)	48.54%	23.71%	61.89%	85.85%	64.32%	36.96%	38.30%
<b>其他</b>							
营业收入 (亿元)	0.01	0.02	0.02	0.01	0.06	0.07	0.07
营业成本 (亿元)	0.00	(0.00)	0.00	0.01	0.03	0.04	0.04
毛利 (亿元)	0.01	0.02	0.02	0.01	0.03	0.03	0.03
毛利率 (%)	100%	100%	99.89%	55.81%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>合计</b>							
营业收入 (亿元)	48.41	32.39	76.63	404.49	390.56	311.32	339.94
营业成本 (亿元)	21.03	18.95	29.14	60.17	92.31	88.16	97.66
毛利 (亿元)	27.38	13.44	47.49	344.32	298.25	223.16	242.28
毛利率 (%)	56.56%	41.49%	61.97%	85.12%	76.37%	71.68%	71.27%

资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

**图表 78：天齐锂业盈利预测和财务指标**

项目\年度	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	32.39	76.63	404.49	390.56	311.32	339.94
增长率 (%)	-33.08%	79.50%	27.33%	2.55%	4.97%	4.97%
归母净利润 (亿元)	-18.34	20.79	241.25	88.59	79.77	86.23
增长率 (%)	69.35%	213.37%	1060.47%	-63.28%	-9.95%	8.09%
每股收益 EPS (元)	-1.12	1.27	14.70	5.40	4.86	5.25
每股净资产 BPS (元)	3.17	7.78	29.55	34.14	38.27	42.73
销售毛利率 (%)	41.49%	61.97%	85.12%	76.37%	71.68%	71.27%
销售净利率 (%)	-34.80%	33.80%	76.91%	56.71%	56.94%	56.37%
净资产收益率 (ROE)	-35.22%	16.29%	49.75%	15.81%	12.70%	12.29%
市盈率 (P/E)	-48.15	42.47	3.66	9.97	11.07	10.24
市净率 (P/B)	16.96	6.92	1.82	1.58	1.41	1.26

资料来源：iFinD，国联证券研究所

注：股价为 2024/3/1 收盘价

**图表 79：天齐锂业可比公司估值表**

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/B			BPS (元)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
赣锋锂业	746.20	86.55	95.21	108.63	1.59	1.36	1.15	25.28	29.59	34.81
中矿资源	272.96	28.11	34.95	39.96	2.37	1.82	1.44	15.80	20.58	25.93
盐湖股份	899.14	85.90	95.39	106.06	2.66	2.07	1.66	6.22	8.01	9.99
盛新锂能	202.86	12.79	17.83	22.85	1.50	1.35	1.20	14.69	16.30	18.37
平均值					2.03	1.65	1.36			
天齐锂业	854.34	88.59	79.77	86.23	1.58	1.41	1.26	34.14	38.27	42.73

资料来源：iFinD，国联证券研究所

注：可比公司盈利预测来自 iFinD 的一致预期，股价为 2024/3/1 收盘价

### ➤ 风险提示：

宏观经济波动风险；碳酸锂价格大幅下跌风险；项目建设进展不及预期；汇率波动风险。

## 5. 风险提示

**新能源汽车渗透率提升不及预期：**动力锂电池为锂资源下游应用中占比最高的领域，如果全球及中国新能源汽车的渗透率提升不及预期，将对锂资源需求端产生不利影响。

**环保及安全生产风险：**锂矿开采和锂盐生产过程中，可能从事若干具有固有风险及危害的活动，如高空作业、使用重型机械等，若出现矿山地质灾害防治措施不到位、员工误操作或设备故障等情况，可能导致会影响生产或造成人身伤害的安全事故。另外，在生产过程中会产生“三废”，在环保设备出现故障或特定情况下，可能导致排放参数不达标而被主管部门处罚，存在一定的环保风险。

**汇率波动风险：**部分公司营业收入部分来源于海外，并以外币进行结算。汇率的波动受到国内外政治经济形势变化等多种因素的影响，人民币与外币的汇率变化或外币间的汇率变化都可能使公司产生汇兑损益，使公司以外币计价的资产和业务收入受到影响。

**地缘政治及逆全球化风险：**在全球清洁能源转型的背景下，各国逐渐意识到锂作为能源金属的战略意义，相继明确关键金属保护计划。主要资源国更加倾向于推动本土锂产业链的上下游一体化建设。我国锂产业链部分公司存在无法触达相关国家市场的可能性。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

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

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼