

赣锋锂业 Ganfeng Lithium Group (1772 HK)

首次覆盖: 锂业巨头，在行业洗牌中独具优势

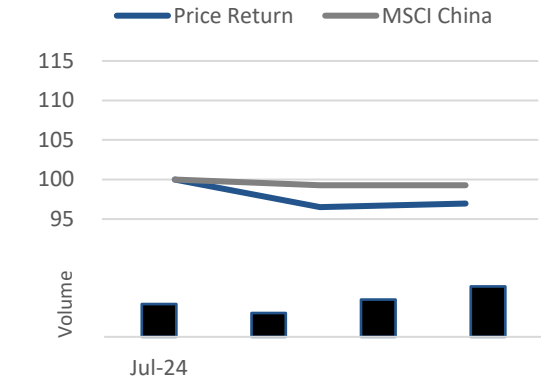
Lithium Industry Giant, with Unique Advantages in Industry Reshuffle: Initiation

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\$16.68
目标价	HK\$21.53
HTI ESG	5.1-5.0-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$42.13bn / US\$5.40bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$15.30mn
发行股票数目	403.57mn
自由流通股 (%)	100%
1 年股价最高最低值	HK\$50.25-HK\$15.04
注: 现价 HK\$16.68 为 2024 年 07 月 25 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	6.2%	-17.2%	-62.5%
绝对值 (美元)	6.2%	-17.0%	-62.5%
相对 MSCI China	10.7%	-16.4%	-51.5%

Rmb mn	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E
Revenue	32,812	26,213	30,042	39,522
Revenue (+/-)	-21%	-20%	15%	32%
Net profit	4,983	3,098	4,703	6,136
Net profit (+/-)	-76%	-38%	52%	30%
Diluted EPS (Rmb)	2.47	1.54	2.33	3.04
GPM	14.0%	12.8%	20.9%	21.8%
ROE	10.6%	6.4%	8.8%	10.3%
P/E	12.8	11.9	7.8	6.0

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- 锂业巨头，全产业链完善。**公司是全球领先且国内最大的锂化合物生产商及金属锂生产商。赣锋锂业不仅在技术上覆盖了卤水提锂、矿石提锂以及回收提锂的产业化过程，还拥有超过 40 种的锂化合物和金属锂产品线。通过其独特的垂直整合业务模式，赣锋锂业涵盖了从上游资源开发到下游产品制造的全部环节，提高了运营效率和盈利能力。
- 竞争优势多元，不断探索新增长点。**在锂行业周期下行的背景下，公司通过其一体化布局开辟新的增长点。公司不仅在澳大利亚、阿根廷、墨西哥等地持续扩大锂资源产能，还稳固了上游原材料供应。同时，公司在中游锂盐深加工与金属锂制造方面，通过技术创新和产能优化，巩固了核心竞争力。在下游锂电池与锂回收业务领域，赣锋锂业依托全产业链优势，加速拓展业务，包括固态锂电池、动力电池等，并积极参与国家大型光伏储能项目。此外，公司还通过开发退役电池回收新工艺，提升产业化技术水平，成为电池回收行业的头部企业。
- 锂价受供需影响大跳水，但长期来看前景广阔。**锂作为战略性资源，全球储量分布不均，主要分布在南美锂三角和澳大利亚。随着新能源汽车和储能系统的发展，锂需求大增，供应逐渐多元化。尽管短期内出现供大于求的情况，但长期看，锂需求潜力巨大。成本方面来看，锂价成本支撑力依然较强，且供应商正通过加速产能出清，促进供需平衡。未来，随着技术升级和成本控制，锂行业有望实现高质量发展，满足不断增长的市场需求。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 262.13 亿元、300.42 亿元、395.22 亿元，公司 2024-2026 年归母净利润分别为人民币 30.98 亿元、47.03 亿元、61.36 亿元，对应 EPS 分别为人民币 1.54 元、2.33 元、3.04 元，根据可比公司估值，我们给予公司 2024 年 13 倍 PE，按港元兑人民币汇率 0.93 计算，目标价为 21.53 港元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**产能建设不及预期、海外项目运营风险、锂盐价格大幅波动等。

吴漪婕 Yijie Wu
lisa.yj.wu@htisec.com

王曼琪 Manqi Wang
mq.wang@htisec.com

一、中国锂业巨头，坐拥多重竞争优势

1. 1、锂行业领军企业，拥有多个行业唯一

公司是全球领先且国内最大的锂化合物生产商及金属锂生产商，产品应用广泛，尤其是在电动汽车、储能、航天航空、功能材料及制药方面。公司是全球锂行业唯一同时拥有“卤水提锂”、“矿石提锂”和“回收提锂”产业化技术的企业，拥有五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力，是锂系列产品供应最齐全的制造商之一。

图表 1 赣锋锂业锂生态链

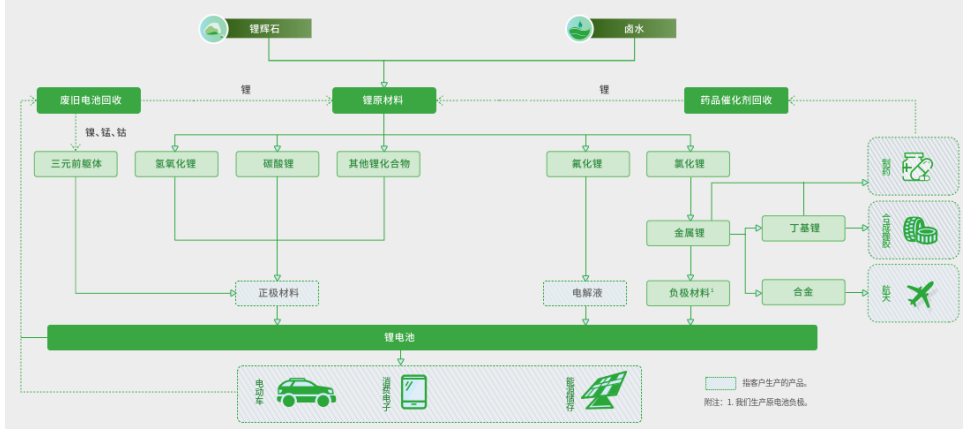


资料来源：赣锋锂业官网，海通国际

2. 垂直整合的业务模式：业务贯穿上中下游，有效发挥协同效应

公司拥有独特的垂直整合业务模式，业务贯穿上游锂资源开发、中游锂盐深加工及金属锂冶炼、下游锂电池制造及退役锂电池综合利用，各个业务板块间有效发挥协同效应，以提升营运效率及盈利能力，巩固市场地位。

图表 2 赣锋锂业生产系统图



资料来源：赣锋锂业 2023 年报，海通国际

从中游锂化合物及金属锂制造起步，公司积累了丰富的丰富行业经验及专业技术知识，并成功开发及实施了一系列创新生产技术，提高产品质量及改善盈利能力。目前，锂化合物及金属锂仍为公司垂直整合业务模式的核心。凭借锂产品业务的市场及技术优势，公司已成功将上游业务拓展至锂资源开发，将下游业务拓展至电池制造及回收。

在上游，通过投资锂矿资源的开发，公司确保了高品质锂原材料的稳定供应，这为中游的锂化合物及金属锂的生产提供了坚实的物质基础。公司运用其在锂化合物生产领域积累的丰富经验和创新技术，以成本低效益高的方式生产出优质的锂产品，这些产品直接供应给下游的电池制造业务，从而缩短了供应链，降低了成本，增强了价格竞争力。

在下游，公司电池制造业务帮助公司把握电动汽车电池需求激增的市场机遇；公司回收锂电池的能力可有效满足电池制造商及电动汽车生产商的退役电池回收处理业务的需要，有利于巩固与客户的业务关系。此外，公司在固态电池的阶段性开发亦将通过垂直整合的业务模式实现，这将在未来的新能源市场上占据重要地位。

3. 上游锂资源：全球范围资源布局，原料供应优质稳定

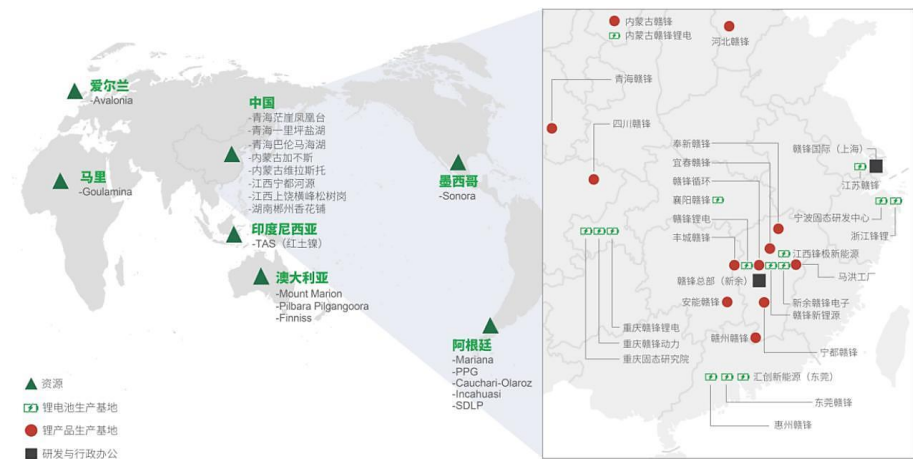
通过在全球范围内的资源布局，公司分别在澳大利亚、阿根廷、墨西哥、爱尔兰、非洲和我国青海、江西等地掌控了多处优质锂矿资源，在印度尼西亚布局了红土镍矿，形成了稳定、优质、多元化的原材料供应体系。长期优质、稳定的原料供应保障了公司的业务营运，成本优势将提高公司竞争力、改善盈利能力及巩固行业领先地位。

图表 3 截至 2023 年年报披露日赣锋锂业上游锂资源情况

序号	资源类型	项目名称	持股比例	资源量 (探明+控制+推断)
1	锂辉石	澳大利亚 Mount Marion 锂辉石项目 (仅含探明+控制资源量)	50%	222.5 万吨 LCE
2		澳大利亚 Pilgangoora 锂辉石项目	5.74%	1187 万吨 LCE
3		马里 Goulamina 锂辉石项目	50%	714 万吨 LCE
4		爱尔兰 Avalonia 锂辉石项目	55%	勘探中
5		宁都河源锂辉石项目	100%	10 万吨 LCE
6	锂盐湖	阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	46.67%	2458 万吨 LCE
7		阿根廷 Mariana 锂盐湖项目	100%	812.1 万吨 LCE
8		阿根廷 PPG 锂盐湖项目	100%	1106 万吨 LCE
9		青海一里坪盐湖项目 (总孔隙度资源储量所含氯化锂数据换算得出)	49%	165 万吨 LCE
10		德宗马海湖项目	55%	勘探中
11	锂云母	上饶松树岗钽铌矿项目	90%	149 万吨 LCE
12		内蒙古维拉斯托锂矿项目	12.5%	142 万吨 LCE
13		湖南郴州香花铺锂云母矿项目	20%	勘探中
14		内蒙古加不斯钽铌矿项目	70%	111 万吨 LCE
15	锂黏土	墨西哥 Sonora 锂黏土项目	100%	882 万吨 LCE

资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，海通国际

图表 4 赣锋锂业生产基地、研发中心、锂资源分布



资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，海通国际

4. 技术壁垒：技术创新驱动，注重人才储备

作为全球锂行业领军企业，赣锋锂业坚持走“技术创新驱动”的高质量发展路线，拥有“国家企业技术中心”、“锂基新材料国家与地方联合工程研究中心”、“国家博士后科研工作站”、“院士工作站”等国家级科研创新平台，承接国家重点科技研发项目，孕育行业尖端技术研发成果，在锂电新材料研发领域始终走在行业前列。当前，赣锋锂业已承担国家重点研发计划项目、国家 863 计划项目、国家重点研发计划项目、江西省重大科技专项、江西省重点研发计划、江西省 5511 工程科技创新人才项目等省级以上项目 40 余项。

公司拥有“江西省重点实验室”、“江西省锂电新材料工程技术研究中心”、“江西省中小企业公共服务示范平台”、“江西省工业设计中心”等省级设计研发平台，先后被授予“国家技术创新示范企业”、“中国优秀民营科技企业”、“国家级绿色工厂”等一系列荣誉称号。

公司凭借在锂化合物及金属锂行业多年的经验积累了一支高素质的员工队伍，通过业务板块的扩展，公司亦建立了一支电池生产及回收人才团队。丰富专业知识的管理团队和技术熟练的员工队伍储备使公司始终保持行业的领先地位。公司制定“人才发展战略规划”，建立人才长效激励机制，充分激发人才创新能力，先后被评为“江西省人才示范点”、“江西省锂电新材料优势科技创新团队”和“江西省研究生教育创新基地”。

图表 5 2024 年 3 月 1 日赣锋锂业研究院揭牌



资料来源：赣锋锂业官网，海通国际

截止 2023 年 12 月，公司完成了国家企业技术中心、国家知识产权示范企业、国家绿色工厂、江西省产教融合型企业等国家省级平台资质的复核。获批 2023 年度赣鄱俊才支持计划--主要学科学术和技术带头人培养项目、江西省重点研发计划项目、江西省基建投资计划项目等省市级项目。赣锋循环“废旧三元锂电池元素定量补偿异位重构制备三元前驱体技术”获批入选《国家绿色低碳先进技术成果目录》。公司获授权国家专利 220 项，其中发明专利 32 项，实用新型 167 项，外观设计专利 21 项。截至 2023 年年底，公司累计获授权国家专利 728 项，其中发明专利 191 项，实用新型 511 项，软件著作权 5 项，外观设计专利 21 项。

图表 6 截至 2023 年年报披露日赣锋锂业研发情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
锰基锂离子筛功能型材料的合成及工业化分离应用研究	节约原材料，减少能源消耗或提高能源使用效率	研究阶段
铝系吸附剂的制备工艺研究	开发全新产品	研究阶段
叔丁醇锂新产品研发	自主开发的新技术或新工艺、新工法、新服务	小试阶段
低品位锂辉石高效提锂工艺研究	自主开发的新技术或新工艺、新工法、新服务	小试阶段
高比能高安全锂动力电池关键材料开发、应用与产业化	开发全新产品	研究阶段
高品级电池级碳酸锂制备新工艺	增加产品功能或提高性能	研究阶段
矿石提锂制备氢氧化锂母液回收高价值铷铯工艺研究	自主开发的新技术或新工艺、新工法、新服务	小试阶段
锂冶炼渣回收制备锂基吸附剂及其在卤水提锂中应用研究	减少环境污染	小试阶段
微粉无尘级无水氢氧化锂制备工艺研究	增加产品功能或提高性能	小试阶段
盐湖卤水资源开发与综合利用技术研究与产业化（专项）	减少能源消耗或提高能源使用效率	研究阶段
超长循环负极补锂电芯技术开发	增加产品功能或提高性能	研究阶段
金属锂负极固态电池技术工艺开发	自主开发的新技术或新工艺、新工法、新服务	研究阶段
金属锂负极固态电池 pack 系统的研究开发	自主开发的新技术或新工艺、新工法、新服务	研究阶段
负极高值化回收石墨和铜粉工艺研究	减少能源消耗或提高能源使用效率	研究阶段
铁锂酸浸液分段除杂法回收镍钴锰金属工艺研究	减少能源消耗或提高能源使用效率	研究阶段
电动汽车电池材料高效清洁回收利用技术及产业化	减少能源消耗或提高能源使用效率	研究阶段

资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，海通国际

5. 客户端：蓝筹客户资源强大，提高公司市场地位

赣锋锂业众多客户均为各自行业的全球领军者，要求从可靠的供应商采购锂产品以保持产品高质量及一致性。优越的执行能力及质量控制使公司能够持续满足并超越客户设定的标准，有助于公司与客户建立牢固的关系。多数国际蓝筹客户开始采购公司产品前会实施严格的认证，并具有很高的客户忠诚度，客户的认可证明了公司一贯的优质品质及于锂产品化合物及金属锂行业的领先地位。

二、业务现状：锂行业周期下行盈利承压，公司一体化布局开辟新增长点

1. 上游原材料：锂资源产能持续突破，供应渠道进一步拓宽

赣锋锂业持续进行全球化战略资源布局，当前足迹已遍布澳大利亚、阿根廷、墨西哥、爱尔兰、非洲和我国青海、江西、内蒙古等地，掌控了多块优质锂矿资源，形成了稳定、优质、多元化的原材料供应体系。公司现用的主要锂资源为澳大利亚 Mount Marion 项目。公司通过持续投资上游锂资源公司及签署长期战略采购协议，保障并巩固了上游优质锂原材料的稳定供应。

目前公司主要矿产项目进展如下：

(1) Mount Marion 锂辉石精矿

Mount Marion 是全球第二大已投产的锂辉石矿山。位于西澳大利亚州 Kalgoorlie 矿区西南 40 公里处，项目于 2017 年 2 月投产，年产量约 45 万吨锂精矿。截至 2023 年底，Marion 锂矿项目的矿产资源量约 222.5 万吨 LCE，可维持约 30 年的生产。该矿产目前为澳大利亚在产规模最大的锂辉石项目之一，是公司目前锂原材料的重要来源。该项目年产能 90 万吨锂辉石精矿的扩产建设工作已于 2023 年年度报告期内基本完成。

图表 7 Mount Marion 锂辉石精矿开采图



资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，海通国际

(2) Cauchari-Olaroz 锂盐湖

Cauchari-Olaroz 是位于阿根廷西北部胡胡伊省（Jujuy）的锂盐湖。该盐湖地处高原，海拔高、空气稀薄透明、阴雨天气少、日照时间长、纬度低、年平均正午太阳角度大，可获得较强的太阳辐射；且高原地势平缓，适宜大面积铺设盐池。其平均锂浓度达到 592mg/L，锂含量为 373 万吨，碳酸锂当量则达到 1985 万吨，锂资源储量支持年产量超过 40000 吨电池级碳酸锂并超过 40 年。

截至 2023 年，公司直接持有 Cauchari-Olaroz 项目 46.67%股权，并享有该项目的控制权。Cauchari-Olaroz 项目的锂资源总量为约合 2458 万吨 LCE，是目前全球最大的盐湖提锂项目之一，目前项目规划一期年产 4 万吨 LCE，二期不低于 2 万吨 LCE。公司订立了包销协议，获得 Cauchari-Olaroz 项目规划年产 4 万吨电池级碳酸锂中 76%的产品包销权。一期年产 4 万吨碳酸锂项目已于 2023 年上半年完成项目建设，并在 2023 年完成了约合 6000 吨 LCE 的产品生产，目前该项目正在稳定爬坡中，公司预计 2024 年将逐步达到设计产能。

图表 8 Cauchari-Olaroz 锂盐湖开采图



资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，海通国际

（3）Goulamina 锂辉石矿

Goulamina 锂辉石矿项目位于非洲马里南部地区，矿区面积 100 平方公里，目前已勘探的矿石资源总量约为 714 万吨 LCE，平均氧化锂品位 1.37%，资源量显著高于公司当前主力矿山 Mount Marion 锂辉石项目的 222.5 万吨 LCE。

项目现规划一期产能 50.6 万吨锂精矿，二期产能可扩建到 100 万吨锂精矿。公司拟继续在马里 Goulamina 锂辉石项目层面增加持股并对该项目实施控制，目前上述事项正在办理交割。马里 Goulamina 锂辉石项目一期规划年产 50.6 万吨锂辉石精矿产能项目建设正在进行中，预计 2024 年投产，公司享有项目产出的 50%包销权，且满足一定条件后可增加包销比例至 100%。

图表 9 Goulamina 锂辉石矿开采图



资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，海通国际

(4) 其他矿产开发进展

除此之外，赣锋锂业在非洲刚果（布）谷马西钾盐矿项目拥有采矿权面积为 242km²，矿权范围内估算的 KCL 资源量约 10.1 亿吨，目前正在建设中；Mariana 锂钾盐湖位于阿根廷萨而塔省，其锂资源总量为约合 812 万吨 LCE，目前该开发项目盐田、盐井、化工厂、光伏、及其他基础设施建设都在顺利推进，计划 2024 年底前产出首批产品；青海一里坪锂盐湖项目矿区面积 422.72 平方公里，目前一里坪项目已形成年产 1.4 万吨碳酸锂的产能；松树岗钽铌矿项目探转采手续已完成并获得采矿许可证；蒙金矿业加不斯锂钽矿项目已完成一期 60 万吨/年采选工程的建设并开始调试，公司预计该项目于 2024 年持续产出锂云母精矿。公司锂资源实现不断突破。

图表 10 公司在全球范围内已签订的锂资源及锂资源项目产出锂产品包销情况

资源类型	项目名	目前包销情况项目情况	项目情况
锂辉石	Mount Marion	公司包销 Mount Marion 锂精矿总产量的 49%	运营中
	Pilbara Pilgangoora	每年向公司提供 16 万吨锂精矿；在上述供应的基础上，2024 年将会向公司提供额外 15 万吨的锂精矿，2025 年至 2026 年将向公司提供额外 10-15 万吨的锂精矿	运营中
	Finniss	公司每年至少包销 7.5 万吨锂精矿	运营中
	Goulamina	Goulamina 一期公司包销比例为项目产出的 50%，且满足一定条件后可增加包销比例至 100%	建设中
卤水	Cauchari-Olaroz	公司已获得一期项目规划年产 4 万吨电池级碳酸锂中 76% 的产品包销权	一期项目已建成投产，逐步释放产能，二期规划中
	Mariana	对产出产品按照项目权益比例 100% 包销	建设中

资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，海通国际

2. 中游锂盐深加工与金属锂制造：稳抓核心竞争力，产能持续优化

截至 2023 年年底，万吨锂盐工厂的年产 2000 吨丁基锂扩产项目已完成，万吨锂盐工厂和新余赣锋工厂对产品 & 产能进行优化细分和整合；丰城赣锋一期年产 2.5

万吨氢氧化锂项目已建设完成。

图表 11 截至 2023 年年底公司现有锂盐产品产能分布情况

生产基地	位置	主要产品	设计产能
万吨锂盐	江西新余	氢氧化锂	81,000 吨/年
		碳酸锂	15,000 吨/年
		氯化锂	12,000 吨/年
		丁基锂	2,000 吨/年
新余赣锋	江西新余	高纯碳酸锂	10,000 吨/年
		氟化锂	10,000 吨/年
宁都赣锋	江西宁都	碳酸锂	20,000 吨/年
河北赣锋	河北沧州	碳酸锂	6,000 吨/年
宜春赣锋	江西宜春	金属锂	1,500 吨/年
奉新赣锋	江西奉新	金属锂	650 吨/年
青海赣锋（一期）	青海海西州	金属锂	1,000 吨/年
丰城赣锋	江西丰城	氢氧化锂	25,000 吨/年
Cauchari-Olaroz	阿根廷胡胡伊	碳酸锂	40,000 吨/年

注：河北赣锋、阿根廷 Cauchari-Olaroz 设计产能以 100%权益为基准
资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，海通国际

3. 下游锂电池与锂回收业务：全产业链优势下，业务加速拓展

锂电池业务：依托公司上游锂资源供应及全产业链优势，公司的锂电池业务已覆盖固态锂电池、动力电池、消费类电池、聚合物锂电池、储能电池及储能系统等五大类二十余种产品，包括毫安时至百安时各个级别，并将固态技术应用其中，助力车企、电池厂、消费品牌完成能源迭代。目前，公司锂电池业务已分别在东莞、宁波、苏州、新余、惠州、重庆等地设立生产基地。报告期内，重庆固态电池生产基地一期封顶，固态电池 PACK 实现交付；交付大型储能项目逾百个，总应用规模超过 11000MWh，大型储能业务方面先后参与了国家多个首批大型光伏储能项目，先后承接了大型能源央企的单体超过 500mwh 储能项目及多个大型储能项目，成功打开海外储能业务，成功发货 20 余个集装箱储能设备；惠州、新余两处消费电池生产基地自动化程度覆盖率高达 97%以上，产量可达 185 万支/天。

图表 12 截至 2023 年年底公司现有锂电池生产基地

生产基地	位置	主要产品	设计产能
惠州赣锋	广东惠州	TWS 电池生产线、3C 数码聚合物锂电池产线	年产 1 亿只支聚合物锂电池
赣锋锂电	江西新余	锂动力电池、储能电池、电池模组及 PACK 系统	动力电池一期 3GWh/年磷酸铁锂电池、动力电池二期 10GWh/年新型锂电池
赣锋电子、 赣锋新锂源	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池、电子烟锂电池	年产 3.9 亿只小型聚合物锂电池项目
江苏赣锋	江苏苏州	工业车辆用动力与储能电池组、PACK 系统	年产 10 万台工业车辆动力电池系统项目
汇创新能源	广东东莞	两轮车、户外储能及家庭储能 PACK 系统	4GWh/年电池 PACK 系统
重庆赣锋动力	重庆	动力电池 PACK 系统	年产 6GWh 动力电池系统项目

资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，海通国际

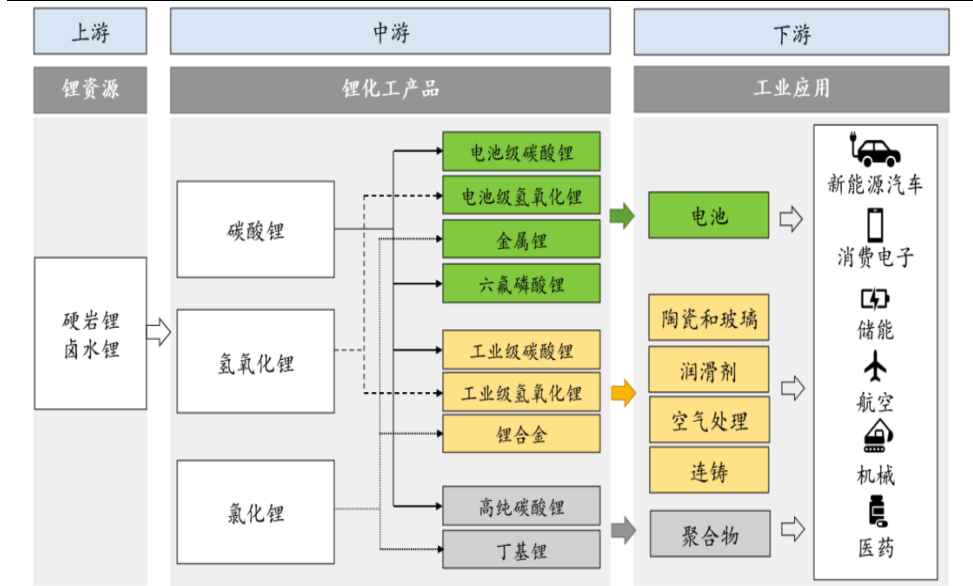
电池回收业务：赣锋锂业通过开发退役电池综合回收利用新工艺和新技术及扩充退役锂电池回收业务产能，进一步提升产业化技术水平和竞争优势。目前，公司已在江西新余、赣州、四川达州等地建成多处拆解及再生基地，退役锂离子电池及金属废料综合回收处理能力达到 20 万吨，其中锂综合回收率在 90%以上，镍钴金属回收率在 95%以上，成为中国磷酸铁锂电池及废料回收能力最大，电池综合处理能力行业前三的电池回收行业头部企业之一。

三、锂行业现状：新兴朝阳行业，发展前景广阔

1. 锂作为战略性资源，储量分布不均

锂是自然界中密度最小的一种金属元素，具有极强的电化学活性，是常温下唯一能与氮气反应的碱金属元素。锂化学性质十分活泼，被广泛应用于现今社会的各个领域，在锂电池、核聚变反应、医用、冶炼工业、陶瓷、玻璃等领域都发挥着重要作用，被誉为“工业味精”“21 世纪的能源金属”“白色石油”“推动世界前进的能源金属”。

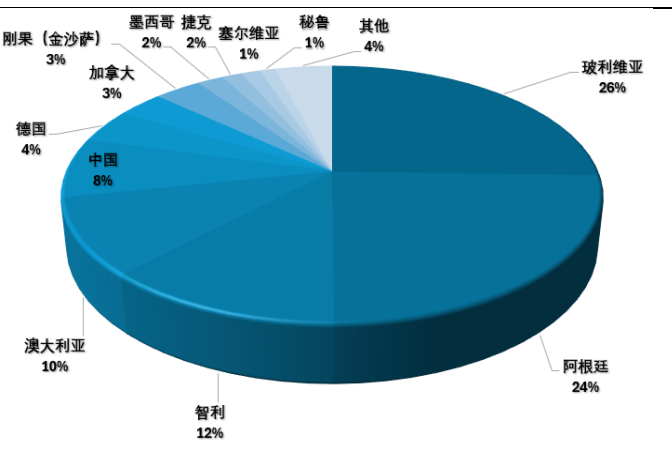
图表 13 锂产业全景图



资料来源：资产信息网，海通国际

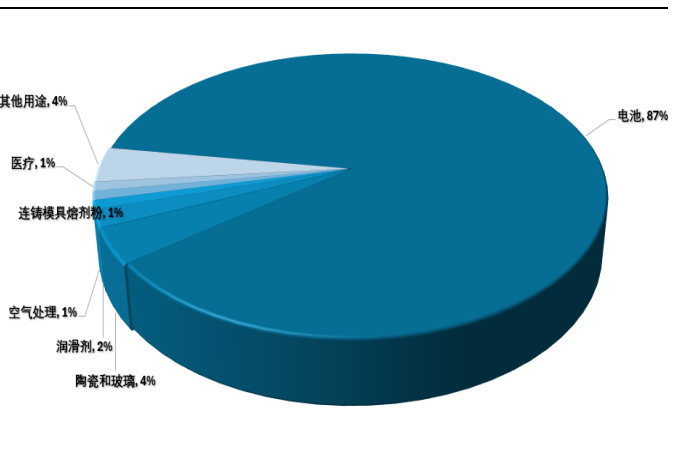
全球锂资源供给大部分来自盐湖和硬岩锂矿。成熟的盐湖主要分布在南美锂三角和中国，大部分锂矿山依然集中在澳大利亚。根据 USGS 发布的报告，随着持续的勘探，世界范围内已测得的锂资源已大幅度增加，2023 年全球锂资源总量约为 1.05 亿吨；从全球消费结构来看，锂资源最终用途主要为电池，其占比高达 87%。

图 14 2023 年锂资源全球分布情况



资料来源：USGS，海通国际

图 15 2023 年锂资源全球消费结构



资料来源：USGS，海通国际

图表 16 锂矿床主要类型

矿床	类型	主要矿物或成分	典型矿床品位	典型矿床
岩石矿床	花岗伟晶岩	锂辉石、锂云母、锂磷铝石、透锂长石、石英、钾钠长石、云母、铌、钽、锡等	1.5%-4% Li ₂ O	澳大利亚 Greebushes, 中国甲基卡, 津巴布韦 Bikita
	黏土型	锂蒙脱石	0.4% Li ₂ O	墨西哥 Sonora, 美国 Kings Valley
	湖相沉积型	Jadarite 石	1.5% Li ₂ O	塞尔维亚 Jadar
卤水矿床	大陆盐湖型	钾、钠、钙、镁锂的氯盐、硫酸盐、硼酸盐、碳酸盐硝酸盐	0.04%-0.15% Li	智利 Atacama, 玻利维亚 Uyuni, 阿根廷 Hombre Muerto, 中国察尔汗
	地热卤水型	钾、钠、钙、镁锂的盐类	0.01%-0.035% Li	美国 Salton sea
	气田卤水型	钾、钠、钙、镁锂的盐类	0.01%-0.05% Li	美国 Smackover

资料来源：《全球锂矿资源现状及发展趋势》，杨卉芃等，海通国际

2. 供需：短期内供大于求，但长期来看锂需求潜力巨大

（1）前期锂市场高需求，导致全球锂产能扩张过快。近年来，由于新能源汽车以及储能系统行业迅速发展，锂资源的投资开发力度加大，供应逐渐多元化。根据中国有色金属工业协会锂业分会统计，2023 年，我国碳酸锂产量为 51.79 万吨，同比增长 31.1%；氢氧化锂产量为 31.96 万吨，同比增长 30.1%。

（2）受多重因素影响，当前下游需求不及预期。政策上来看，目前中国市场驱动力由政策导向转变为产品导向，过去的经济补贴激励措施正在逐渐减弱，欧洲市场存在明显的国家间差异，普及率已达到饱和的一些国家逐渐减少其补贴和税收优惠策略，趋向于一个更为平衡和可持续的市场环境。政策补贴减弱，会促使锂电池生产商面临更高生产成本，同时削弱消费者对于新能源汽车的购买意向，降低市场对于锂行业投资信心，最终导致锂需求和锂价格下跌。但与此同时，为了减少成本，锂产品供应商会加快技术升级，增强成本控制，增强市场适应能力，这些对锂行业高质量发展有促进作用。

图表 17 国家有关新能源汽车政策解读梳理（2018.7-2023.10）

时间	政策	重点内容解读
2018/7/3	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	2020 年底前，重点区域的直辖市、省会城市、计划单列市建成区公交车全部更换为新能源汽车。在物流园、产业园、工业园、大型商业购物中心、农贸批发市场等物流集散地建设集中式充电桩和快速充电桩。为承担物流配送的新能源车辆在城市通行提供便利。
2019/5/20	《绿色出行行动计划(2019-2022 年》	到 2022 年，初步建成布局合理、生态友好、清洁低碳、集约高效的绿色出行服务体系。
2019/10/30	《产业结构调整指导目录[2019 年本]》	硫、钾、硼、锂、溴等短缺化工矿产资源勘探开发及综合利用，磷矿选矿尾矿综合利用技术开发与应用，中低品位磷矿、萤石矿采选与利用，磷矿、萤石矿伴生资源综合利用；淘汰单线产能 5000 吨/年以下碳酸锂、氢氧化锂。
2019/12/1	《新能源汽车产业发展规划[2021-2035 年]》	发展愿景：到 2025 年，我国新能源汽车市场竞争力明显增强，动力电池、驱动电机、车用操作系统等关键技术取得重大突破，安全水平全面提升。纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右。
2020/9/8	关于扩大战略性新兴产业投资，培育壮大新增长点增长极的指导意见	实施新材料创新发展行动计划，提升稀土、钒钛、钨钼、锂、石墨等特色资源在开采、冶炼、深加工等环节的技术水平，加快拓展石墨烯、纳米材料等在光电子、航空装备、新能源、生物医药等领域的应用。
2020/9/9	自然资源部对十三届全国人大三次会议第 2577 号建议的答复	完善开展油田老井复查，圈定锂钾有利目标靶区，实施柴西凹地深部砂砾层含锂钾卤水资源远景评价；完善深层地下卤水资源综合开发利用研究工作。优化盐田工艺参数和盐类分离提取方法，重点优化完善提锂技术方法，为推动地下卤水锂钾资源走向产业化提供技术支持。
2020/12/27	《鼓励外商投资产业目录[2020 年版]》	综合利用海水淡化后的浓海水制盐、提取钾、溴、镁、锂及其深加工等海水化学资源高附加值利用技术研发。
2021/3/1	《西部地区鼓励类产业目录[2020 版]》	在青海省钾、钠、镁、锂、硼、锑、溴、碘、铷、铯等盐湖资源综合利用、系列产品开发及副产物利用（《产业结构调整指导目录》限制类、淘汰类项目除外）；鼓励新能源材料、钛/锆/镍/镁/锂等特种合金材料、特种非金属材料、特种橡胶材料、高硅氧玻璃纤维、特种陶瓷、石墨烯、吸波材料、含能材料等新材料研制生产。
2022/3/3	关于印发《“十四五”东西部科技合作实施方案》的通知	打造世界级盐湖产业基地。深化青海与天津、山东、安徽、重庆等省市合作，健全盐湖产业上下游协同创新机制，提高盐湖钾、镁、锂等资源高值化开发利用技术与产业化水平，增强盐湖化工企业创新发展能力，推动数字盐湖、智慧盐湖建设，加快海西盐湖化工特色循环经济创新型产业集群发展，提升盐湖产业竞争力。
2022/4/26	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	倡导绿色出行，提高城市公共汽电车、轨道交通出行占比，推动公共服务车辆电动化。支持新能源汽车加快发展。加快构建废旧物资循环利用体系，推动汽车、家电、家具、电池、电子产品等回收利用，适当放宽废旧物资回收车辆进城、进小区限制。推进商品包装和流通环节包装绿色化、减量化、循环化。
2022/5/1	《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》	落实好支持环境保护和绿色发展税收政策。对符合条件的新能源汽车车购税、车船税予以免征，引导绿色低碳出行；全面实施矿产资源税从价计征改革，促进资源的合理开发等。
2022/11/21	《关于做好锂离子电池产业链供应链协同稳定发展工作的通知》	锂离子电池是支撑新型智能终端、电动工具、新能源储能等产业发展的基础电子产品。
2023/1	《关于组织开展公告领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》	为贯彻落实党中央、国务院“碳达峰、碳中和”战略部署，推进《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》深入实施，推动提升公共领域车辆电动化水平，加快建设绿色低碳交通运输体系，工业和信息化部、交通运输部会同发展改革委、财政部、生态环境部、住房城乡建设部、能源局、邮政局在全国范围内启动公共领域车辆全面电动化先行区试点工作，试点期为 2023—2025 年。
2023/5/14	《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	《实施意见》提出一系列针对性措施：产品供应上，鼓励企业针对农村地区消费者特点，开发更多经济实用、适销对路的车型；支持政策上，鼓励有条件的地方对农村户籍居民在户籍所在地县域内购买新能源汽车，给予消费券等支持；推广应用上，促进新能源汽车在县乡党政机关、学校、医院等单位应用；销售服务上，鼓励新能源汽车企业下沉销售服务网络；安全监管上，引导农村居民安装使用独立充电桩，提升用电安全水平。
2023/6/8	《关于组织开展汽车促消费活动的通知》	通知提出，结合“2023 消费提振年”工作安排，统筹开展“百城联动”汽车节和“千县万镇”新能源汽车消费季活动。充分发挥地方、企业、行业协会作用，顺应城乡居民多样化购车需求，打通全链条、贯通全渠道、联通线上线下，组织全国百余城市协调联动，推动千余县（区）竞相参与，带动万余镇（乡）共享盛惠，营造良好氛围，促进汽车消费，惠及广大人民群众。
2023/6/20	《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》	《指导意见》提出了充电基础设施体系构建的总体要求和 2030 年发展目标，设计了优化完善的充电基础设施网络布局，规划了充电基础设施重点区域建设方案，制定了提升充电运营服务水平的政策规范，布局了加强科技创新引领的战略行动，出台了加大支持保障力度的具体措施。
2023/7/19	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过人民币 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过人民币 1.5 万元。
2023/7	修改《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》	调整了新能源车型积分的计算方法，并建立了积分池管理制度，以适应市场变化和技术进步。
2023/10	《关于推进城市公共交通健康可持续发展的若干意见》	加强政策支持：完善峰谷分时电价政策，鼓励各地通过多种形式对新能源城市公交车辆充电给予政策支持。严格落实城市公共汽电车站配置标准，在大型居住区、商业区等附近设置公共汽电车首末站或枢纽站。支持在城市公共汽电车企业自有、租赁场站建设完善新能源城市公交车辆充电设施，保障用电接入条件，有效满足车辆充电需求。

资料来源：赣锋锂业 2023 年年报，国家平台，海通国际

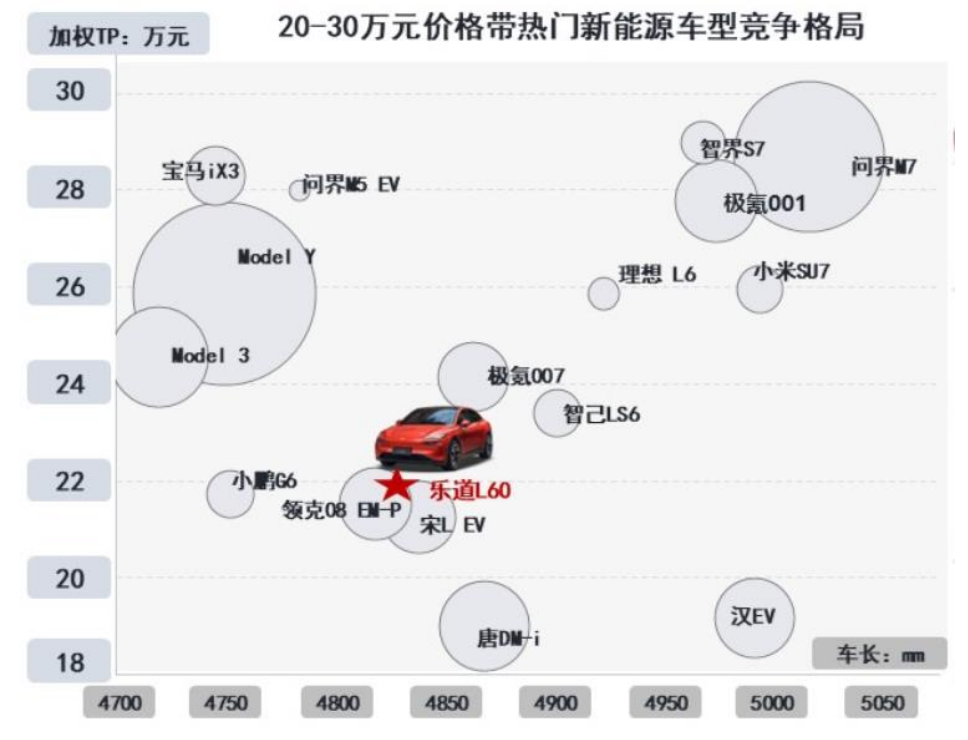
图表 18 国外重要相关政策（2023 年期间）

国家	颁布时间	产业政策	相关内容
荷兰	2023 年 1 月	新能源汽车补贴政策	2023 年共有 9940 万欧元的补贴总额，其中 6700 万欧元用于购买或租赁新车，3240 万欧元用于购买旧车。获得补贴的汽车必须是全电动的，新车价格必须在 12000 欧元至 45000 欧元之间。任何购买或租赁新车的人有望获得 2950 欧元的补贴，远低于 2000 年的 4000 欧元。2024 年，新车的补贴金额将进一步降低至 2550 欧元。二手电动车的补贴自政策实施以来一直保持在 2000 欧元。
韩国	2023 年 1 月	新能源汽车补贴政策	由过去更重视性能和续航，改为更注重维护、安全性和充电基础设施等。最大国家补贴金额将由目前 700 万韩元（约 3.7 万元人民币）将降至 680 万韩元。享受 100% 补贴的门槛由过去不到 5500 万韩元调整至 5700 万韩元。新的补贴标准还包含了对电动汽车追加 15 万韩元补贴的方案，前提是该电动汽车采用了“V2L（车辆到负载）”技术。另外，新的补贴标准还包括向最近 3 年安装 100 个以上快充桩的汽车制造商的电动汽车追加支付 15 万韩元、补贴的方案。
泰国	2023 年 3 月	绿色转型-循环经济政策	泰国政府针对电动车，免去了进口税。如果有整车厂计划三年内落地泰国生产的，政府将额外补贴 7 万-15 万泰铢（约 1.39 万-2.98 万元人民币）/辆的补贴，具体补贴金额视车型而定。相对于传统汽车 8% 的消费税税率，新能源车可享 2% 的优惠税率。2022 年至 2023 年间进口到泰国的新能源车最高可享受进口税六折，同时，电池等新能源车关键部件进口可享受免收进口税的政策优惠。
美国	2022 年 8 月签署，2023 年 1 月生效	《通货膨胀削减法案（IRA）》	2023 年 1 月 1 日起，将为消费者购买在美国组装的电动车提供补贴。获得税收抵免的电动汽车有两个本地化条件要求：(1) 电动汽车动力电池厂包含的关键金属原料在美国或在任何与美国签订有效自贸协定的国家提取和加工；或者回收的比例到 2024 年 1 月 1 日至少达到 40% 以上，可以获得 3750 美元的税收抵免；(2) 新能源汽车动力电池在北美制造和组装的本地化价值百分比在 50% 以上，可以获得另一份税收抵免 3750 美元。此政策持续时间为 10 年，即从 2022 年 12 月 31 日到 2032 年 12 月 31 日。美国还为二手电动汽车提供高达 4000 美元的税收抵免，另外供租赁用途的电动车也可取得每辆最高 7500 美元的抵税优惠。

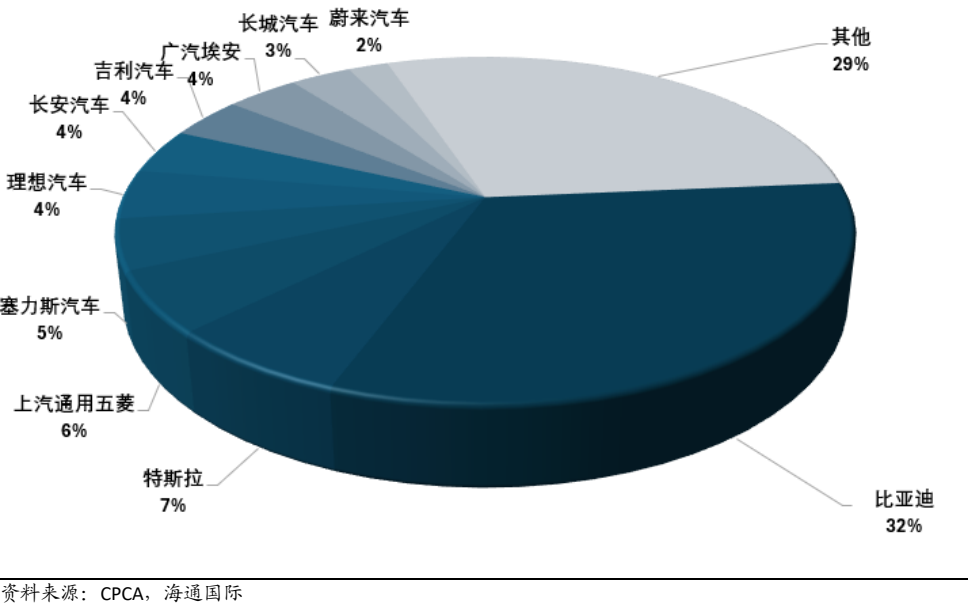
资料来源：各国政府网站，海通国际

下游市场来看，新能源汽车行业打响“价格战”。随着市场渗透率逐渐提高，行业竞争已进入白热化阶段，车企为更快抢占市场，不断进行产品迭代并打造差异化优势，以满足消费者个性化需求，占领更多市场。同时车企之间“价格战”也异常激烈，2024 年年初，由比亚迪率先吹响降价号角，其他车企也不甘示弱，纷纷加入内卷。但随着竞争加剧，内卷弊端逐渐显露，行业利润被不断挤压，企业生存压力增加，新能源汽车业务普遍处于亏损状态。目前仅有特斯拉、比亚迪、理想等少数新能源汽车企业实现了盈利，其他以国内销售为主的新能源汽车企业普遍亏损，单车亏损额一般为 1-3 万元。

图表 19 20-30 万价格带新能源车竞争格局（基于 2024 年 1-4 月终端零售数）

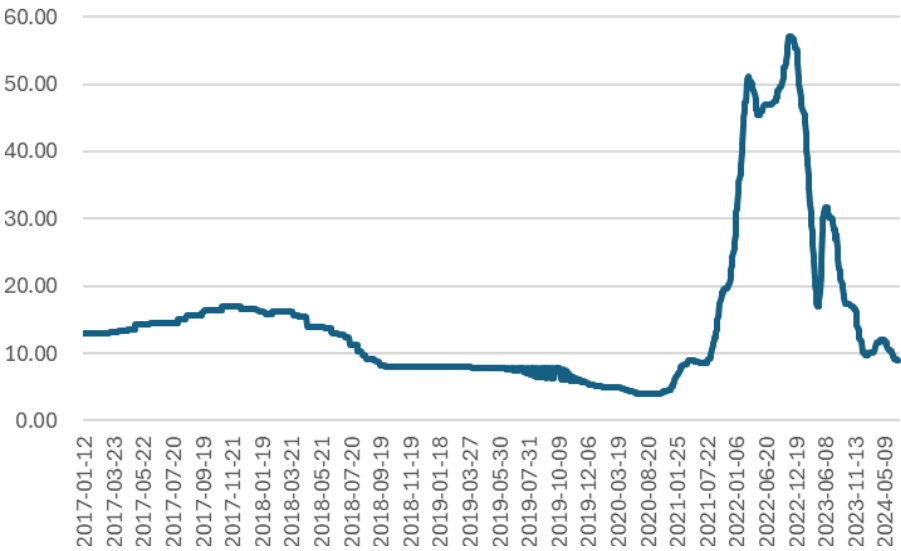


图表 20 2024 年 1-5 月中国新能源汽车市场占有率



除了市场竞争加剧，中国新能源汽车“三电”系统中关键核心技术仍面临诸多挑战，将持续对销量增长产生抑制作用。动力电池方面，我国面临电池安全问题、能量密度提高、成本降低等多个挑战，在固态电池、多能级电池开发、高容量电极材料、长寿命电解液和抗极化隔膜材料创新等方面依然处于探索阶段；电控技术方面，我国相关技术尚不成熟，电池管理系统、电机控制器、整车控制器的控制模块基本由国外各巨头企业垄断；电机系统方面，我国的高效高密度驱动电机系统等关键技术，相较国际先进水平仍有差距，电机效率达到 97%的高品质电机依然依靠进口；关键零部件方面，目前我国在汽车芯片自给率不足 10%，90%以上的芯片依赖进口或外资，同时，软件、传感器、毫米波雷达等关键零件也落后于西方国家。这些技术对新能源汽车可持续发展、电池安全性、汽车续航能力、充电便捷性都有至关重要的影响。

图表 21 截至 2024 年 7 月 15 日 碳酸锂价格走势（万元/吨）



资料来源：Wind，海通国际

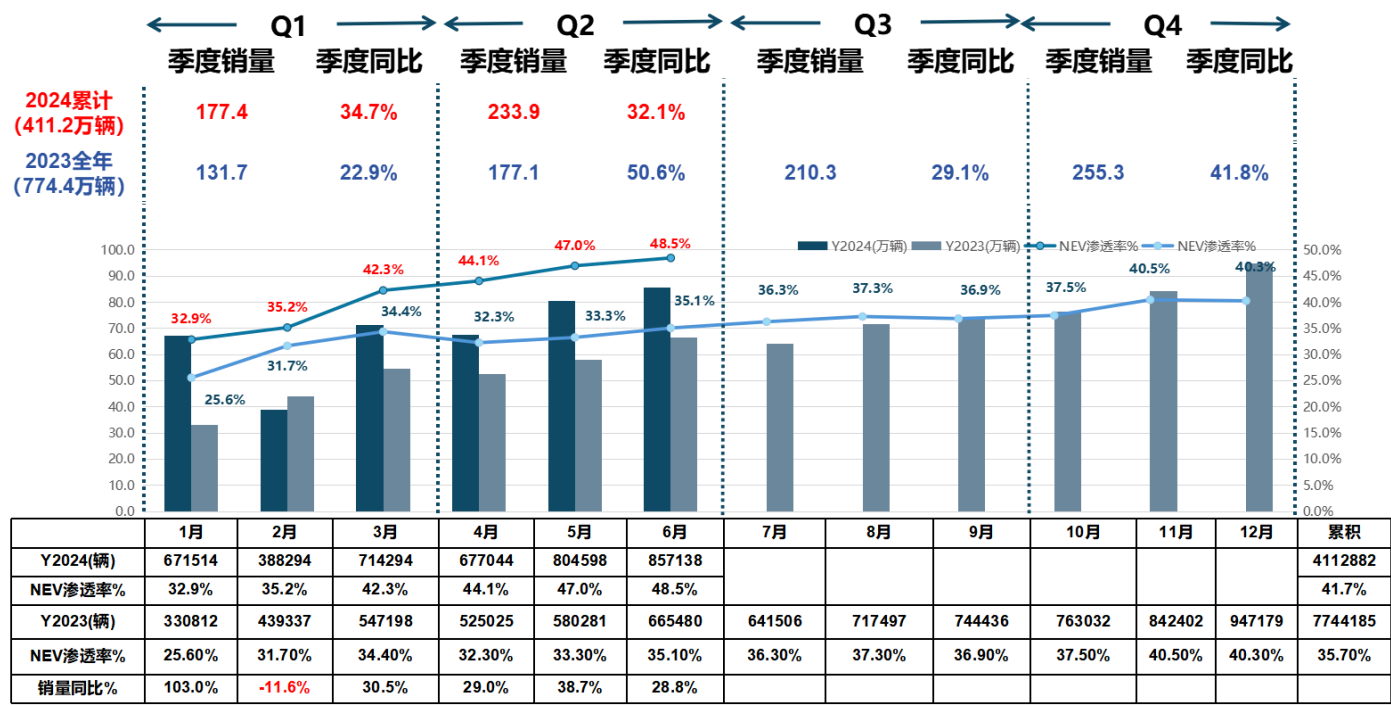
（3）需求：短期内锂行业面临供应过剩问题，但从长远来看锂需求潜力巨大

锂行业需求量主要为动力电池市场与储能市场。

新能源汽车：从全球来看，根据高工产业研究院（GGII）的预测，2025 年全球新能源汽车销量预计为 2,350 万辆。随着新一轮科技革命和产业变革的兴起，新能源汽车产业正进入加速发展的新阶段。新能源汽车市场的发展早期由政策驱动，长期来看，新能源商用车将随着技术和规模发展迎来成本和技术驱动阶段。随着世界范围内原始设备制造厂商(OEM)车厂电动车型的上市，电动汽车制造增长趋势迅猛，全球汽车电动化的进程有望加速。

从中国市场来看，根据中国汽车工业协会统计分析，2023 年我国新能源汽车持续快速增长，新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%和 37.9%，市场占有率达到 31.6%，高于上年同期 5.9%。此外，公安部最新数据显示，截至 2023 年底，全国新能源汽车保有量达 2,041 万辆，占汽车总量的 6.07%；其中纯电动汽车保有量 1552 万辆，占新能源汽车保有量的 76.04%。2023 年，我国新注册登记新能源汽车 743 万辆，占新注册登记汽车数量的 30.25%，与 2022 年相比增加 207 万辆，增长 38.76%，从 2019 年的 120 万辆到 2023 年的 743 万辆，呈高速增长态势。

图表 22 中国新能源汽车销量走势图

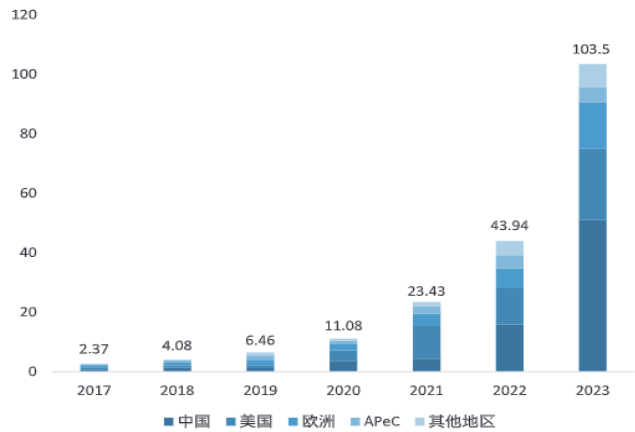


资料来源：CPCA，海通国际整理

储能领域：随着全球对碳排放的关注加剧，以及碳中和策略的不断加强，传统的化石燃料能源体系正迅速向以清洁和低碳可再生能源为核心的结构转型。在此大背景下，储能领域展现出了前所未有的增长势头。

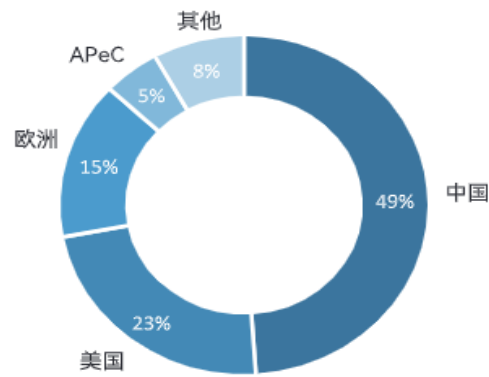
从全球来看，全球储能市场已经进入飞速发展阶段。根据 EESA 统计，2017-2023 全球储能新增装机规模（GWh）平均增速超过了 85%，尤其是在 2020 年后，呈现出近乎每年翻一番的增长趋势。2023 年全球储能市场新增装机规模达到了 103.5GWh，已超过全球储能装机的历史累计规模（101GWh）。同时，2021-2023 年全球工商业储能的年平均增长率达到了 169%，全球户用储能市场新增装机平均增速达到 84%。

图表 23 2017-2023 年全球储能市场新增规模 (GWh)



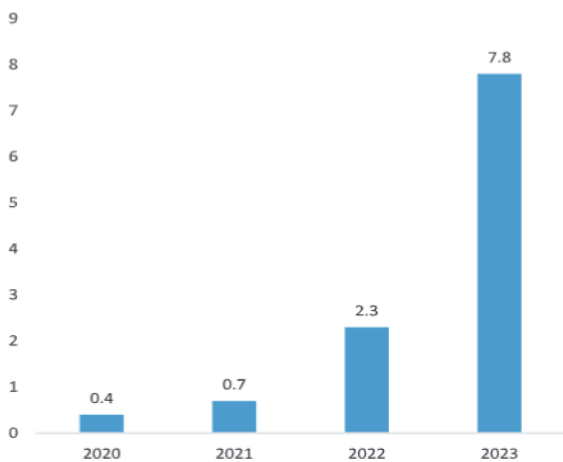
资料来源: EESA, 海通国际

图表 24 2023 年全球储能新增装机 (地域细分)



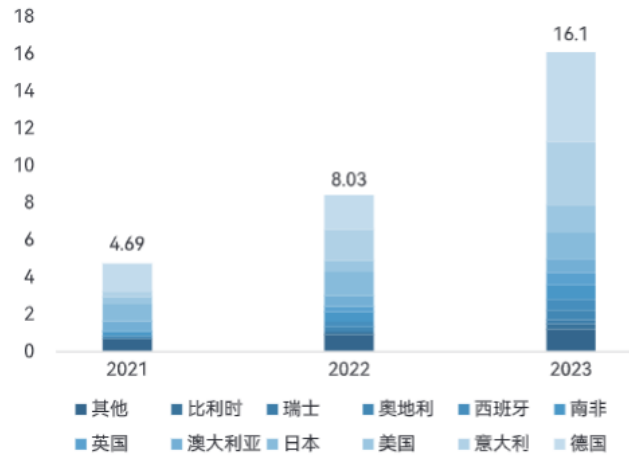
资料来源: EESA, 海通国际

图表 25 2020-2023 年全球工商业储能新增装机 (GWh)



资料来源: EESA, 海通国际

图表 26 2021-2023 年全球用户储能市场新增装机 (GWh)



资料来源: EESA, 海通国际

(4) 成本: 锂价短期内大跳水, 但成本支撑力强

锂盐生产成本依据原材料差异有较大差别, 盐湖单吨碳酸锂成本集中在 3-5 万元/吨, 具备较大的成本优势, 锂辉石单吨碳酸锂成本为 4-8 万元/吨。优质锂云母生产单吨碳酸锂成本在 6-8 万元/吨, 新建锂云母整体品位较低, 单吨碳酸锂成本接近 10 万元/吨。

当价格跌到成本线附近时, 部分锂矿企会选择停产。2023 年下半年至 2024 年年初, 澳洲锂矿山 Mt Finiss 宣布减产, 并暂停远期资本开支、且暂停原矿开采; Greenbushes 将产量缩减 10-20 万吨; Cattlin 下修 2024 年销量指引; 芬尼斯锂矿暂停采矿作业。我们认为, 通过加速产能出清, 促进供需平衡。锂作为稀缺资源具有不可复制性, 长期来看锂价上升是必然趋势。

四、盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 262.13 亿元、300.42 亿元、395.22 亿元，公司 2024-2026 年归母净利分别为人民币 30.98 亿元、47.03 亿元、61.36 亿元，对应 EPS 分别为人民币 1.54 元、2.33 元、3.04 元，根据可比公司估值，我们给予公司 2024 年 13 倍 PE，按港元兑人民币汇率 0.93 计算，目标价为 21.53 港元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

图表 27 可比公司估值表（截至 2024 年 7 月 23 日）

代码	简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002466.CH	天齐锂业	4.45	1.21	2.65	12.55	22.93	10.47
300014.CH	亿纬锂能	1.98	2.41	3.02	23.31	16.12	12.85
300919.CH	中伟股份	2.91	2.40	2.90	16.91	12.32	10.19
002240.CH	盛新锂能	0.76	1.02	1.36	29.86	12.30	9.12
均值		2.53	1.76	2.48	20.66	15.92	10.66

注：收盘价为 2023 年 7 月 23 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：Wind，海通国际

五、风险提示

产能建设不及预期、海外项目运营风险、锂盐价格大幅波动等。

财务报表分析和预测

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	28,184	29,547	36,057	47,592
现金	9,294	10,773	15,789	23,964
应收账款及票据	4,774	3,879	4,626	5,729
存货	8,264	9,703	10,140	11,263
其他	5,853	5,192	5,502	6,637
非流动资产	63,514	62,510	61,717	60,940
固定资产	23,690	23,216	22,751	22,296
无形资产	16,777	16,441	16,113	15,790
其他	23,047	22,853	22,853	22,853
资产总计	91,698	92,057	97,774	108,532
流动负债	20,271	17,724	17,667	20,182
短期借款	9,561	9,561	9,561	9,561
应付账款及票据	5,169	3,676	2,969	3,863
其他	5,541	4,488	5,137	6,758
非流动负债	19,111	19,827	19,827	19,827
长期债务	15,629	15,629	15,629	15,629
其他	3,482	4,198	4,198	4,198
负债合计	39,382	37,551	37,495	40,009
普通股股本	2,017	2,017	2,017	2,017
储备	44,183	45,682	50,399	56,550
归属母公司股东权益	47,034	48,534	53,251	59,401
少数股东权益	5,282	5,972	7,029	9,122
股东权益合计	52,316	54,506	60,280	68,523
负债和股东权益	91,698	92,057	97,774	108,532
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	146	317	3,134	6,252
净利润	4,983	3,098	4,703	6,136
少数股东权益	-372	690	1,057	2,093
折旧摊销	902	809	793	777
营运资金变动及其他	-5,366	-4,281	-3,419	-2,755
投资活动现金流	-10,183	3,683	2,789	2,830
资本支出	-8,646	0	0	0
其他投资	-1,537	3,683	2,789	2,830
筹资活动现金流	10,218	-2,536	-922	-922
借款增加	12,425	0	0	0
普通股增加	-217	0	0	0
已付股利	-2,017	-2,536	-922	-922
其他	27	0	0	0
现金净增加额	221	1,479	5,016	8,175

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	32,812	26,213	30,042	39,522
其他收入	138	138	142	161
营业成本	28,203	22,861	23,756	30,900
销售费用	177	97	111	146
管理费用	2,335	802	919	814
研发费用	1,251	799	1,103	976
财务费用	417	196	127	146
除税前溢利	5,294	4,350	6,612	9,448
所得税	683	561	853	1,219
净利润	4,611	3,789	5,759	8,229
少数股东损益	-372	690	1,057	2,093
归属母公司净利润	4,983	3,098	4,703	6,136
EBIT	5,712	4,546	6,739	9,594
EBITDA	6,613	5,355	7,532	10,371
EPS (元)	2.47	1.54	2.33	3.04

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-20.69%	-20.11%	14.61%	31.56%
归属母公司净利润	-75.70%	-37.81%	51.77%	30.47%
获利能力				
毛利率	14.05%	12.79%	20.92%	21.82%
销售净利率	15.19%	11.82%	15.65%	15.52%
ROE	10.59%	6.38%	8.83%	10.33%
ROIC	6.42%	4.97%	6.87%	8.92%
偿债能力				
资产负债率	42.95%	40.79%	38.35%	36.86%
净负债比率	30.38%	26.45%	15.60%	1.79%
流动比率	1.39	1.67	2.04	2.36
速动比率	0.97	1.11	1.46	1.79
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.29	0.32	0.38
应收账款周转率	5.20	6.06	7.06	7.63
应付账款周转率	4.48	5.17	7.15	9.05
每股指标 (元)				
每股收益	2.47	1.54	2.33	3.04
每股经营现金流	0.07	0.16	1.55	3.10
每股净资产	23.32	24.06	26.40	29.45
估值比率				
P/E	12.84	11.90	7.84	6.01
P/B	1.36	0.76	0.69	0.62
EV/EBITDA	12.08	9.58	6.14	3.67

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 23 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2023），海通国际

APPENDIX 1

Summary

Lithium giant, the ecological chain of the whole industry is improved. The company is the world's leading and the largest domestic lithium compound producer and lithium metal producer. Ganfeng Lithium not only technically covers the industrialization process of lithium extraction from brine, ore and recycling, but also has more than 40 kinds of lithium compounds and metal lithium product lines. Through its unique vertically integrated business model, Ganfeng Lithium covers all links from upstream resource development to downstream product manufacturing, improving operational efficiency and profitability.

Diversified competitive advantages and continued to explore new growth points. In the context of the downward cycle of lithium industry, the company opens up new growth points through its integrated layout. The company not only continues to expand lithium capacity in Australia, Argentina, Mexico and other places, but also stabilizes upstream raw material supply. At the same time, the company has consolidated its core competitiveness through technological innovation and capacity optimization in midstream lithium salt deep processing and lithium metal manufacturing. In the field of downstream lithium battery and lithium recycling business, Ganfeng Lithium relies on the advantages of the whole industry chain to accelerate the expansion of business, including solid-state lithium battery, power battery, etc., and actively participates in national large-scale photovoltaic energy storage projects. In addition, the company has also developed a new process for retired battery recycling to improve the level of industrialization technology and become a leading enterprise in the battery recycling industry.

Lithium prices plunge due to supply and demand, but have broad prospects in the long run. As a strategic resource, the global reserves of lithium are unevenly distributed, mainly in the South American lithium triangle and Australia. With the development of new energy vehicles and energy storage systems, lithium demand has soared and supply has gradually diversified. Despite the short-term oversupply, the long-term potential for lithium demand is huge. From the cost side, lithium price cost support is still strong, and suppliers are accelerating capacity clearance to promote supply and demand balance. In the future, with technological upgrading and cost control, the lithium industry is expected to achieve high-quality development and meet the growing market demand

Upstream lithium resources continue to expand, both at home and abroad. The company has cooperated with Jiangxi Hengfeng and Fulin Seiko in the integration project of lithium dihydrogen phosphate with annual output of 200,000 tons to jointly reduce the cost of the industrial chain, guarantee the supply of raw materials for the company's lithium battery business, realize the upstream and downstream cooperation of the new energy industry chain, and jointly promote the development of the new energy industry. In the global lithium resource distribution including Australia, Argentina, Mexico and Qinghai, Jiangxi and other places, the company has controlled a number of high-quality lithium resources, forming a stable, high-quality, diversified raw material supply system.

Earnings Forecast and rating: We expect the company's operating income in 2024-2026 to be 26.213 billion yuan, 30.042 billion yuan and 39.522 billion yuan, respectively, and the company's net profit attributable to the parent in 2024-2026 is 3.098 billion yuan, 4.703 billion yuan and 6.136 billion yuan, respectively, and the corresponding EPS is 1.54 yuan, 2.33 yuan and 3.04 yuan, respectively. Based on the valuation of comparable companies, we value the company with 13x PER of 2024. Calculated based on the HKD to RMB exchange rate of 0.93, the target price is 21.53 HKD. We initiate the coverage with an OUTPERFORM rating.

Risks: production capacity construction is not as expected, overseas project operation risks, lithium salt prices fluctuate greatly.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

Climate change is an important driving factor for the rise of the new energy industry. In this regard, Ganfeng Lithium has identified potential climate change risks in various business areas, and timely formulated response measures based on its own business development situation to explore new development opportunities.

Social:

Ganfeng Lithium always adheres to the concept of "treating well", has long been involved in public welfare and charity, actively fulfills corporate social responsibility in the communities where production and operation are located. Through three aspects of community public welfare, community empowerment, and community participation, it activates and transmits the power of public welfare to benefit more groups, improve the quality of life and happiness of community residents, and promote the realization of "common prosperity".

Governance:

Ganfeng Lithium attaches great importance to the protection of Shareholders' Equity, actively maintains close communication with Shareowners, and responds to their inquiries and demands. Every year, in accordance with the requirements of the "Articles of Association" and the "Rules of Procedure for Shareowners' Meetings", the Shareowners' Meeting is convened and held, treating all Shareowners equally, and voting is conducted through a combination of online and on-site voting to maximize the protection of the interests of Shareowners and investors. Ganfeng Lithium attaches great importance to the diversified structure of the board of directors, and nominates, elects, and appoints board members based on various dimensions such as age, education background, professional qualifications, and industry experience to meet the needs of various business sectors. Among the board members of the company, there are 4 internal directors and 6 external directors, including 4 female directors, actively leveraging the advantages of female managers.

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(HITIL)，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，吴靖婕，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).

作为回报，海通拥有 1772.HK 一类普通股证券的 1%或以上。

The Haitong beneficially owns 1% or more of a class of common equity securities of 1772.HK.

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不仅看评级。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

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

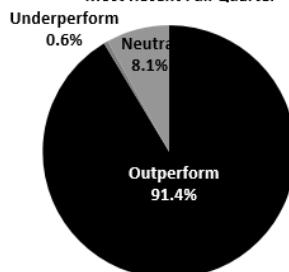
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

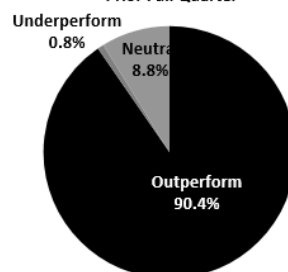
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its

评级分布 Rating Distribution

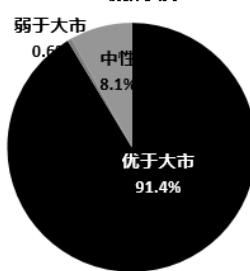
Most Recent Full Quarter



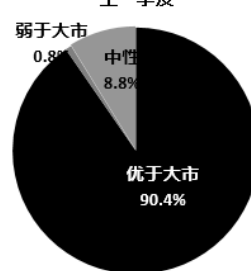
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 2024 年 6 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	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

*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 June 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

*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) 数据通免责声明条款: 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

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，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, HTISCL, 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 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, 12th 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共发售或认购。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”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“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》2001 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
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话: (65) 6713 0473

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。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

“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”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“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 2001. 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) 6713 0473

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. 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

"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>