

长江大宗 平凡中的不凡 »»»» 优质龙头深度复盘系列

回首十载路，问鼎终有时

——长江钢铁有色《赣锋锂业篇》

分析师及联系人

• 王鹤涛

(8621)61118772

wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490512070002

• 王筱茜

(8621)61118711

wangxx5@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490519080004

• 靳昕

(8621)61118711

jinxin1@cjsc.com

执业证书编号：

S0490521010001

• 肖百桓

(8621)61118711

xiaobh@cjsc.com.cn

赣锋锂业(002460)

优质龙头深度复盘系列之赣锋锂业 ——回首十载路，问鼎终有时

● 赣锋锂业的成长复盘——四大关键点铸就全球锂业龙头

赣锋锂业于 2010 年上市，10 年见证了公司市值超过 20 倍的成长，也见证了公司从锂行业中脱颖而出，成为全球锂业龙头和全球电动化浪潮下锂行业最大得利者。众所周知，公司在资源&冶炼一体化的基础上不断降本、提质以增强竞争力，但又是如何具体落实的？本篇报告中，我们对公司过去的重大决策进行深入复盘，试图精准挖掘公司成长的 α 所在，并探讨他们将如何在未来巩固公司的行业龙头地位和竞争优势。

● 关键点一：收购 Mt.Marion，保障锂精矿供应

由于全球唯一的在产锂矿泰利森被天齐/雅保控制，很长一段时间全球锂盐厂的上游都被这两大锂巨头扼住。因此，收购 Mt.Marion 便成了赣锋锂业突围的必经之路。距离赣锋首次公告收购 Mt.Mairon 已经过去了 5 年，站在今天回看，Mt.Marion 构成了赣锋发展第一阶段的核心资源基地，对公司的帮助却不仅仅局限于摆脱对外购锂精矿的依赖和降低成本，对公司精进锂盐工艺、提升产品品质、深度切入海外供应链同样大有裨益。

● 关键点二：聚焦氢氧化锂，形成充分竞争优势

在碳酸锂和氢氧化锂这两种锂盐中做出恰当选择是每一家锂盐厂必须面临的考验，会深刻影响锂盐厂未来发展。由于（1）锂云母降本提质必然对锂辉石碳酸锂形成显著冲击；（2）正极材料高镍化的趋势早已形成，氢氧化锂无疑将成为未来锂行业的核心战场，锂辉石提锂企业应该大力发展氢氧化锂，尽早在这一领域形成竞争优势。赣锋锂业凭借马洪二期、三期氢氧化锂产线的精准踩点，逐步成为氢氧化锂全球龙头，在产能体量、客户结构、产品品质、产品成本四个维度都形成了牢固的竞争优势。

● 关键点三：深耕海外市场，锁定优质客户

由于氢氧化锂并非标准品，且不同客户的支付意愿、需求体量、采购习惯差异很大，因此氢氧化锂的销售策略极为重要，是产品充分变现不可或缺的一环，在这一环节交出满意答卷的锂行业公司并不多见。赣锋锂业 2018 年以来陆续绑定海外多家头部车企和龙头电池企业，氢氧化锂出口量实现了快速增长，在产品定价方面也充分保障了公司利益，实现了行业高景气时确保高盈利、行业低迷时保障可观收益的效果。

● 关键点四：布局 Cauchari 盐湖，保障未来成本优势

Mt.Marion 矿山虽然构成了赣锋发展第一阶段（2016-2020 年）的锂资源根基，但目前并无后续扩产规划，公司急需新的资源增长点。Cauchari-Olaroz 盐湖将担此重任，接力 Mt.Marion，成为赣锋快速发展第二阶段（2021-2025 年）的资源根基，对于赣锋的意义极为深远。我们认为，Cauchari-Olaroz 项目不仅是多维度综合考量下全球最优的盐湖，其庞大的体量和低廉的成本也将保障赣锋在未来五年维持充分的竞争优势。

风险提示：

1. 新能源车产量不及预期，锂需求下滑拖累锂产品价格。

报告日期	2021-01-08
公司研究	深度报告
评级	买入 维持
当前股价(元)	123.67

公司基本数据

总股本(万股)	133,996
流通 A 股/B 股(万股)	79,198/0
资产负债率	43.93%
每股净资产(元)	6.96
市盈率(当前)	461.10
市净率(当前)	13.46
12 个月内最高/最低价(元)	126.00/36.38

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《黎明即起——赣锋锂业2020年三季报点评》2020-10-30
- 《赣锋全解析之一：进击的欧洲与受益的赣锋》2020-09-20
- 《多因素拖累业绩，看好长期增长趋势》2020-08-26

目录

赣锋锂业，缘何成为全球锂业龙头？	5
关键点一：收购 Mt.Marion，保障锂精矿供应	6
收购 Mt.Marion，构成赣锋发展第一阶段的资源根基	6
回顾近年全球锂矿并购，几家欢喜几家愁？	7
关键点二：聚焦氢氧化锂，形成充分竞争优势	8
产线精准踩点，反应公司对锂需求的极佳判断力	8
低成本源于深刻理解，全球范围具备充分竞争优势	11
从微粉到无水，持续抢占氢氧化锂的制高点	14
关键点三：深耕海外市场，锁定优质客户	15
海外才是氢氧化锂的核心市场	15
海外客户支付意愿高、履约能力强，全面优于国内客户	16
足量&高价——赣锋海外战略的核心优势	17
关键点四：布局 Cauchari 盐湖，保障未来成本优势	18
纵览全球盐湖，Cauchari-Olaroz 地位几何？	18
为什么说 Cauchari 盐湖对于赣锋战略意义重大？	20
新资源点陆续投产，赣锋自供率和成本仍有改善空间	21

图表目录

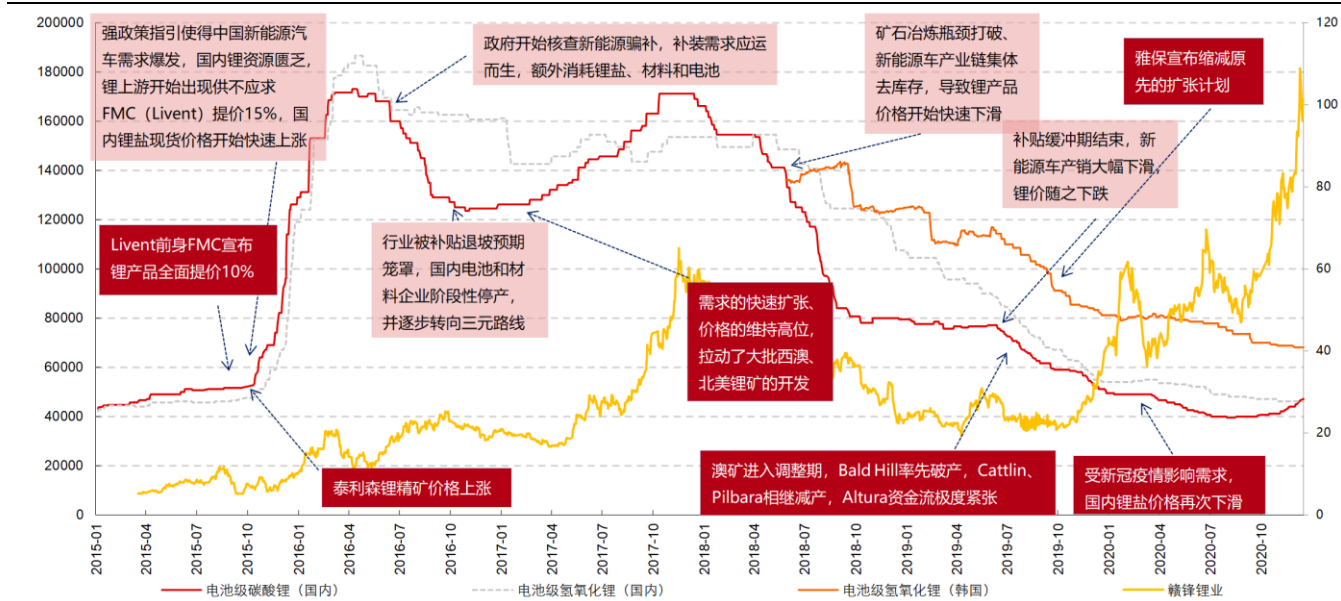
图 1：一轮锂周期结束，公司已成为市值超千亿的锂业龙头（锂盐价格单位为元/吨，右轴为公司股价）	5
图 2：即使仅有 50% 股权，Mt.Marion 给赣锋带来的利润也十分可观	7
图 3：自有资源可大幅减少单吨碳酸锂的成本	7
图 4：2018 年，赣锋是锂巨头中唯一氢氧化锂产能大幅扩张的（吨）	9
图 5：2021 年，赣锋是氢氧化锂厂商中为数不多快速扩能的（吨）	9
图 6：公司两次扩产均正好赶上氢氧化锂需求快速增长期	10
图 7：由于氢氧化锂产线的精准踩点，赣锋 2021 年氢氧化锂产量将大幅度超过雅保（吨，浅色为产能，深色为产量）	11
图 8：从全球氢氧化锂产线横向对比来看，赣锋马洪产线稳定后的氢氧化锂成本竞争力十足	12
图 9：成本曲线上位于赣锋左侧的公司已难以再扩产，未来新产能成本均高于赣锋，公司龙头格局稳固	13
图 10：2020 年下半年以来，微粉和粗颗粒氢氧化锂的价差又有走阔的趋势（元/吨）	14
图 11：相对国内微粉产品，无水产品 2019 年溢价较高（元/吨）	14
图 12：相对韩国电氢，无水产品 2019 年溢价较高（元/吨）	14
图 13：国内新能源车起步较早，但 2020 年开始被海外超过（万辆）	15
图 14：预计随后多年，海外新能源车增速都将持续高于国内	15
图 15：2020 年，超过七成的电池级氢氧化锂需求在海外	16
图 16：粗略推测的五大电池厂 2021 年氢氧化锂静态需求（万吨）	16

图 17: 2019 年以来, 韩国电氢交到价格显著高于国内 (元/吨)	16
图 18: 得益于优秀的海外战略, 2018 年来公司氢氧化锂出口量高速增长 (吨)	17
图 19: 和雅保对比, 赣锋出口价格的优势十分明显 (美元/公斤)	18
图 20: 总览海外主要盐湖, Cauchari-Olaroz 仅次于 Atacama, 但 Atacama 开采配额较为有限 (M+I 口径, 单位为百万吨 LCE)	19
图 21: CO 盐湖稳定投产后, 有望成为南美成本最低的盐湖.....	19
图 22: 在 CORFO 新政下, 10000 美元/吨对应的权益金比例为 14%	19
图 23: Cauchari-Olaroz 盐湖在储量、产能、成本等方面全方位优于 Mt.Marion 锂矿	21
图 24: 新资源点陆续投产, 保障赣锋锂业权益资源自供率上升至 6 成左右 (万吨 LCE)	22
图 25: 相对无资源的锂盐厂, 赣锋成本优势明显 (万元/吨 LCE)	22
图 26: 自有资源为赣锋创造的利润将持续提升 (亿元)	22
表 1: 从近年全球锂矿并购来看, 赣锋锂业锂矿并购思路较为稳健	8
表 2: 赣锋锂业新产线单吨氢氧化锂折旧远低于业内其他公司 (按照 10 年折旧测算)	12
表 3: CO 盐湖生产成本 3358 美元/吨	19
表 4: Minera Exar 区域 M+I 平均锂浓度达到 592mg/L, M+I 折碳酸锂 1985 万吨.....	20
表 5: 雅保旧额度用尽后, 新协议对于碳酸锂、氢氧化锂售价分区分段征收租约费用	20

赣锋锂业，缘何成为全球锂业龙头？

2010 年上市之初，赣锋锂业市值不足 60 亿；2020 年最后一个交易日，公司市值约 1300 亿。10 年时间，见证了锂价的起起落落，见证了新能源车的大爆发，也见证公司市值完成约 20 倍的成长。这其中固然有新能源车高速发展带来的行业β，但站在 2021 年初这锂行业新旧周期的交替之际，本篇报告我们更愿意深入探究公司的α：**究竟是哪些关键的决策让赣锋锂业从众多锂行业公司中脱颖而出，成为全球锂行业龙头？这些关键决策又将如何影响赣锋的下一个十年，确保公司的行业龙头地位和竞争优势？**

图 1：一轮锂周期结束，公司已成为市值超千亿的锂业龙头（锂盐价格单位为元/吨，右轴为公司股价）



资料来源：Wind，亚洲金属网，长江证券研究所

关键点一：收购 Mt.Marion，保障锂精矿供应

2015-2020 锂行业几乎走完了一个完整的“价格暴涨→新产能投放→供过于求→价格持续下跌→大部分产能亏损”周期。赣锋锂业从这一轮周期中脱颖而出，Mt.Marion 功不可没，这构成了赣锋成长为全球龙头的第一个关键点。

由于全球唯一的在产锂矿泰利森被天齐/雅保控制，2016 年之前全球其他锂盐厂的上游都被这两大锂巨头扼住。因此，收购 Mt.Marion 便成了赣锋锂业突围的必经之路。距离赣锋首次公告收购 Mt.Mairon 已经过去了 5 年，站在今天回看，Mt.Marion 构成了赣锋发展第一阶段的核心资源基地，对公司的帮助却不仅仅局限于摆脱对外购锂精矿的依赖和降低成本，对公司精进工艺、深度切入海外供应链同样大有裨益。

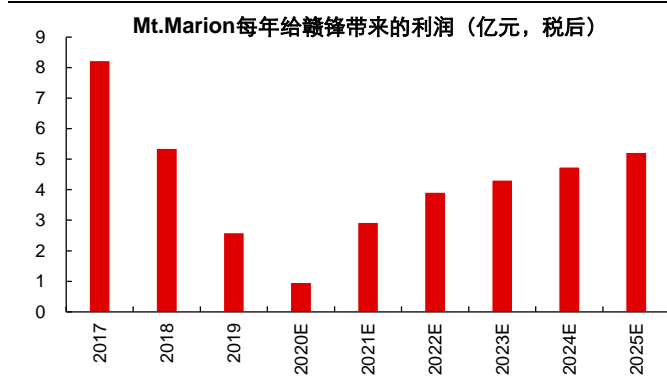
收购 Mt.Marion，构成赣锋发展第一阶段的资源根基

公司首次公告收购 Mt.Marion 股权是在 2015 年 7 月，公司全资子公司赣锋国际与 Neometals 和 PMI（Mt.Marion 项目运营公司 RIM 的原股东）签订了《谅解备忘录》，拟以不超过 6100 万美元分期收购 RIM 公司不超过 49%股权。随后赣锋分三次于 2015 年、2016 年、2019 年合计购得 RIM 50%股权。

2016 年以前，澳洲只有泰利森一家在产锂矿，而在泰利森被天齐/洛克伍德（后来的雅保锂业务）掌握的情形下，Mt.Marion 在锂矿界的地位就极为突出了。成功入股 Mt.Marion、拿下 100%包销权、并逐步扩大股权，对于赣锋锂业有**重大且深远的战略意义**。Mt.Marion 也构成了赣锋快速发展第一阶段的核心资源根基。

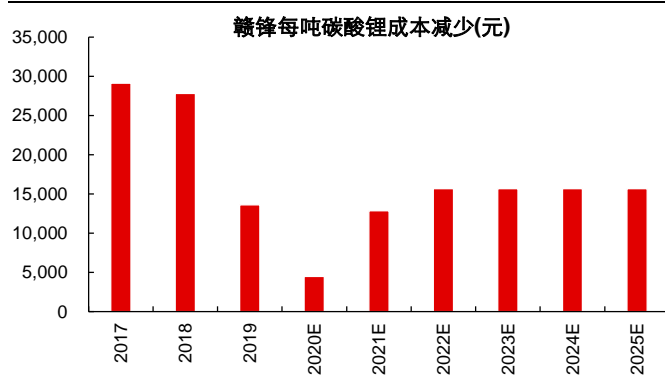
- **极大程度摆脱对外购锂精矿的依赖**：2015 年以及之前，澳洲仅有泰利森一家锂矿山在产，几乎全球所有的矿石提锂生产商都要依赖这座矿山的锂精矿。但泰利森股权自 2012 年开始便被天齐和洛克伍德陆续控制，随着两大股东的发展和锂精矿需求的日益增长，泰利森可供外售的份额越来越少，全球所有矿石提锂的厂商都被泰利森的两大股东“扼住了咽喉”。收购 Mt.Marion 便成了赣锋锂业突围的必经之路，大比例收购 RIM 股权后，赣锋得以锁定 Mt.Marion 锂精矿的包销权，极大程度摆脱了对外购锂精矿的依赖。
- **较大程度上锁定矿石成本**：由于锂精矿供应存在阶段性瓶颈，2016-2018 年锂精矿价格高企，最高时约 1000 美元/吨。大比例持有矿山股权，可以从矿山利润中显著分成，降低原材料成本。

图 2：即使仅有 50% 股权，Mt.Marion 给赣锋带来的利润也十分可观



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：自有资源可大幅减少单吨碳酸锂的成本



资料来源：公司公告，长江证券研究所

- **100%包销，可提定制化的矿石需求：**全球仅有一座锂矿拥有成熟的运营经验（泰利森），因此锂矿的采选并不如其他的有色工业金属成熟（尤其是对 2016-2018 新投产的矿山来说），新矿山不可避免的要面临采选的磨合，尤其是选矿（即使时至今日，泰利森之外其他澳洲锂矿的选矿工艺仍然普遍有改进空间）。选矿工艺的不成熟，会给锂盐厂生产带来一定困难（比如浮选导致颗粒过细，随之带来的收率下降）。由于 Mt.Marion 的全部产能被赣锋包销，因此赣锋可以针对性地提出建议，从而更好地在矿石成本、锂盐冶炼效率、品质之间达成较好的平衡。与之相比，独立矿山都面向全市场，有多个下游客户，难以针对性地满足单个客户的需求。
- **拥有稳定的矿石供应，从而精进锂盐工艺：**氢氧化锂是具有一定工艺壁垒的品种，需要锂盐厂对该品种工艺建立较深的理解。拥有稳定的锂精矿供应，可以避免吃“百家矿”的局面。在原料端完全锁定变量，更有利于精进氢氧化锂生产的各个环节，从而以高品质产品打动客户。
- **自有矿山有助于公司切入海外供应链：**由于海外大客户（LG、特斯拉等）十分重视锂盐厂的原料供应稳定性，因此在筛选供应商时会优先选择自有资源且已经形成稳定供应的锂盐厂。赣锋能在 2018 年接连签下日韩大单，以显著的溢价从容渡过 2019-2020 的行业下行期，Mt.Marion 功不可没。

回顾近年全球锂矿并购，几家欢喜几家愁？

从资源并购中可以直接观察到公司管理层的治理水准和他们对行业的理解，对有色企业来说尤甚。从近年全球主要锂矿的并购案例来看，总体呈现越接近投产价格越贵的局面，主要由于需要负担此前已投入的资本开支，并且越接近后期并购承受的风险越小。赣锋锂业对 Pilbara 和 Marion 并购的价款合理，在锂矿的并购上总体呈现了公司管理层的稳健风格。此外，有两笔价款明显偏高的交易值得一提：（1）IGO 14 亿美元换得泰利森 24.99% 股权（和天齐奎纳纳工厂 49% 股权）的并购价款显得较高，但泰利森的品位和成本水平在全球锂矿中一骑绝尘，龙头锂矿地位十分稳固，因此我们认为并购价款较为公允；（2）雅保对于 Wodgina 的并购价款显著偏高（实际为 8.2 亿美元加 Kemerton 工

厂 40%股权，最后换得 Wodgina 矿石 60%股权，下表中已调整），并且 Wodgina 的氧化锂品位较为中庸（意味着锂精矿成本或难低于 400 美元/吨），因此这一笔交易我们认为并购对价是偏高的。

表 1：从近年全球锂矿并购来看，赣锋锂业锂矿并购思路较为稳健¹

股东	矿山	投资额（亿元）	投资对应矿山 股权比例	氧化锂品位	M+I 口径 LCE 储量（万吨）	元/吨 LCE 储量	投资发生时 项目状态
杉杉股份（第一次）	Altura	1.20	11.83%	1.02%	117	863	已经在产
杉杉股份（第二次）		1.09	8.60%	1.02%		1079	已经在产
宁德时代	Pilbara	2.63	8.50%	1.31%	438	706	已经在产
赣锋锂业（第一次）		1.40	4.84%	1.31%		660	已经在产
赣锋锂业（第二次）		2.49	3.53%	1.31%		1610	已经在产
雅保	Wodgina	91.00	60.00%	1.17%	568	2669	建设中
SQM	Mt.Holland	7.70	50.00%	1.54%	655	235	仅有可研
IGO	Talison	98.00	24.99%	2.00%	837	4687	已经在产
天华超净	Manono	0.53	5.02%	1.65%	1095	96	仅有可研
赣锋锂业（第一次）	Marion	1.75	25.00%	1.37%	241	291	仅有可研
赣锋锂业（第二次）		1.52	18.10%	1.37%		349	建设中
赣锋锂业（第三次）		2.57	6.90%	1.37%		1546	已经在产

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

关键点二：聚焦氢氧化锂，形成充分竞争优势

在碳酸锂和氢氧化锂这两种锂盐中做出恰当选择是每一家锂盐厂必须面临的考验，其结果也会深刻影响锂盐厂未来几年的发展。由于（1）锂云母降本提质必然对锂辉石碳酸锂形成显著冲击；（2）正极材料高镍化的趋势早已形成，氢氧化锂长期需求增速显著高于碳酸锂，无疑将成为未来锂行业的核心战场，所有锂辉石提锂企业都应该大力发展氢氧化锂，尽早在这一领域形成竞争优势。赣锋锂业凭借马洪二期、三期氢氧化锂产线的精准踩点，逐步成为氢氧化锂全球龙头，在产能体量、客户结构、产品品质、产品成本四个维度都形成了牢固的竞争优势。

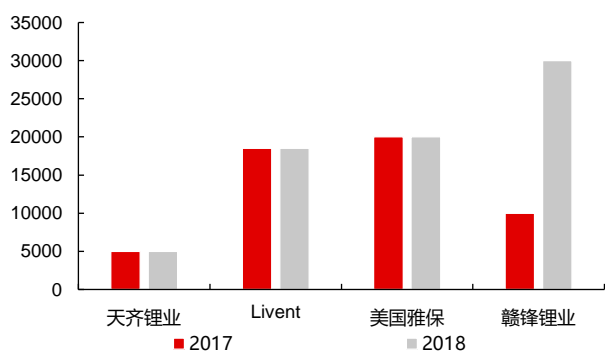
产线精准踩点，反应公司对锂需求的极佳判断力

赣锋逐步成为全球氢氧化锂龙头，除了优异的产品质量之外，离不开其二期、三期氢氧化锂产线在投产时机上两次精准踩点，背后反应了公司对锂行业需求极佳的判断力。第一次是凭借二期产线的精准踩点，在 2018 年成功拿下全球动力电池龙头 LG 化学和全球电动车龙头特斯拉的订单；第二次是凭借三期氢氧化锂产线，成功踩上 2021 年欧洲碳排放考核首次 100%落地、海外氢氧化锂需求爆发式增长的窗口，助力赣锋大步甩开其他竞争对手，成为海外电动化浪潮下锂行业最大赢家。

¹ 美元汇率取 7，澳元汇率取 4.97，部分涉及多资产的交易已经按照我们的理解对投资额进行了调整

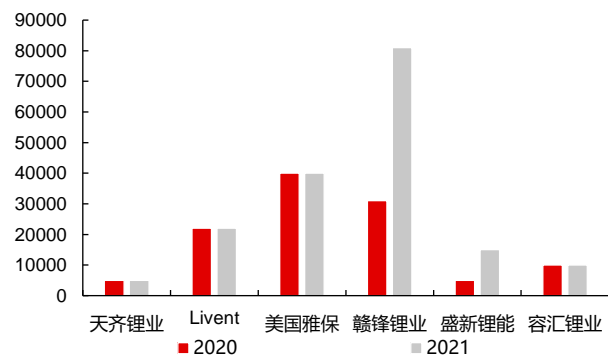
- 马洪二期 2 万吨氢氧化锂项目的投产时点精准，对于赣锋跻身氢氧化锂头部俱乐部至关重要。赣锋锂业于 2018 年 8 月、9 月接连公告拿下 LGC 和特斯拉大单，是 A 股首家大批量向海外企业供应电池级氢氧化锂的公司。2018 年对于氢氧化锂来说是较为特殊的时点，全球电动车龙头特斯拉由于产量快速增长，已有的氢氧化锂供应商的产能（雅保&Livent）已无法满足其需求（当时江锂二期还未投产，Livent 产能扩张速度也较慢），特斯拉正急于增加供应商；另一方面，由于清晰的高镍规划，全球动力电池龙头 LG 化学的自有正极材料部门也急于锁定第一供应商（当时雅保&Livent 产能中的相当一部分已被特斯拉包下）。由于赣锋及时、有效地将马洪二期 2 万吨氢氧化锂产线投产，凭借产能紧缺时期极佳的谈判资本，成功锁定了这两家公司的订单。也正是凭借显著溢价的海外订单，公司较为轻松地渡过了 2019-2020 这样的锂行业低迷期，而同期绝大部分同行出现了亏损。站在 2021 年初的时间点来看，赣锋在产能紧缺时期谈下的定价方式，确实显著优于后来者。

图 4：2018 年，赣锋是锂巨头中唯一氢氧化锂产能大幅扩张的（吨）



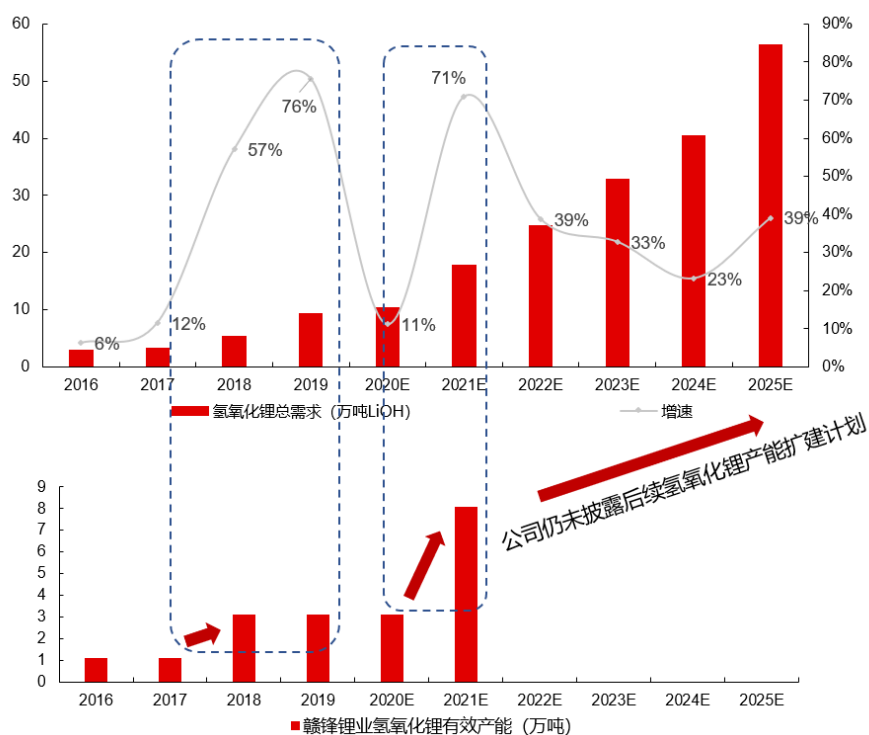
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：2021 年，赣锋是氢氧化锂厂商中为数不多快速扩能的（吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

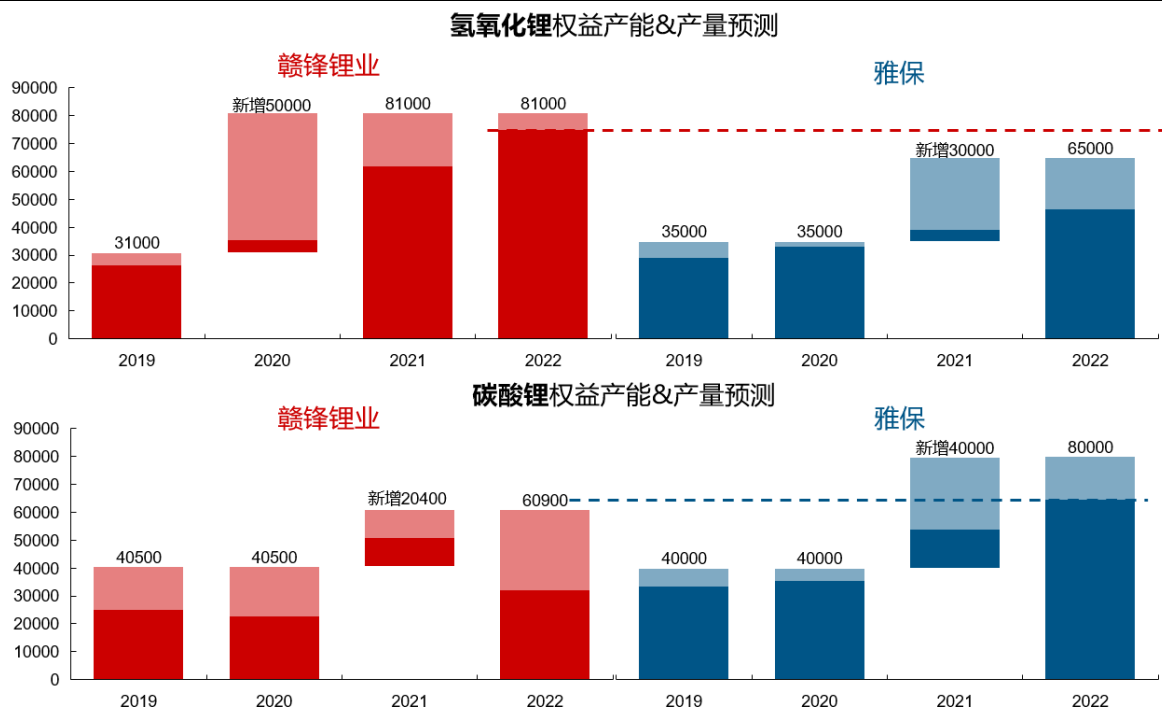
- 由于马洪三期氢氧化锂项目的再一次精准踩点，赣锋有望显著扩大海外氢氧化锂市占率的份额，成为全球氢氧化锂龙头，2021 年氢氧化锂产量有望超过第 2~4 名的总和。2019-2020 年，日韩氢氧化锂（对应整个海外市场新能源车的氢氧化锂需求）的主供应商有三家，赣锋、雅保、Livent。雅保方面，由于选择在澳洲进行氢氧化锂扩产，因此项目建设时间较长，新产线或于 2021 年下半年建成，随后还要经过预计半年的调试、爬坡、认证期，产线放量时间预计很难早于 2022 年二季度。Livent 方面，由于疫情对公司现金流形成显著冲击，扩产暂时搁置。因此，从第一梯队的竞争格局来看，随着赣锋锂业马洪三期 5 万吨氢氧化锂产线的放量，其 2021 年的氢氧化锂产量有望超过雅保&Livent&天齐的总和，大幅领先竞争对手。从客户的角度来看，特斯拉的三家主供应商中仅赣锋锂业 2021 年有增量产能投放，因此 2021 年特斯拉的增量需求或主要被赣锋填补。随着欧洲严苛碳排放考核的落地，2021 年也将见证 LG 化学高镍电池产量的快速增长，其自产正极部门的需求增量同样主要由赣锋来满足。因此，凭借对行业需求加速时机的准确判断，赣锋再一次在氢氧化锂这一高成长的赛道上前进一大步，从第一梯队中脱颖而出，成为当之无愧的全球氢氧化锂龙头。

图 6：公司两次扩产均正好赶上氢氧化锂需求快速增长期²

资料来源：公司公告，长江证券研究所

² 2020 年及以前需求为我们根据实际的新能源车产量推算，2021 年开始的需求系我们在预测的新能源车产量上进一步推算所得

图 7：由于氢氧化锂产线的精准踩点，赣锋 2021 年氢氧化锂产量将大幅度超过雅保（吨，浅色为产能，深色为产量）

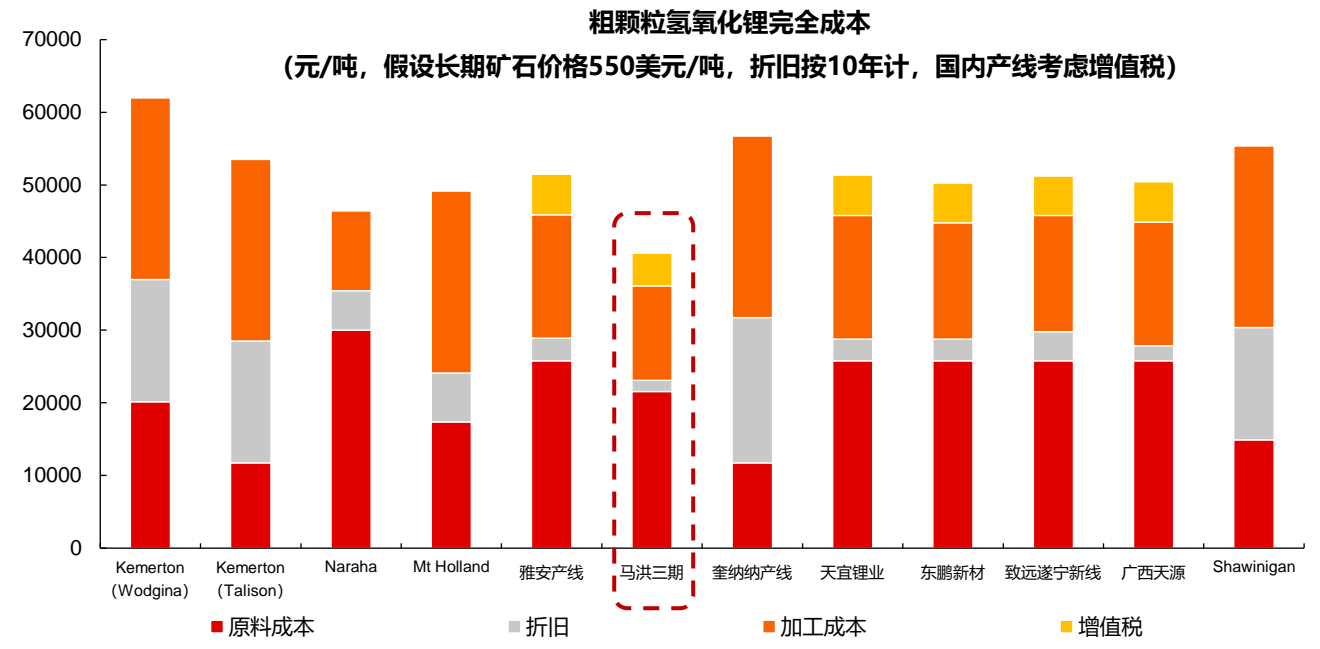


资料来源：公司公告，长江证券研究所

低成本源于深刻理解，全球范围具备充分竞争优势

公司氢氧化锂的低成本源于其对锂盐工艺的深刻理解。自主设计生产线要求公司对锂盐生产有大量的经验积累和极高的理解，因此大部分锂盐厂的新产能均以外包设计（或直接收购）为主，自主设计产线的企业凤毛麟角，公司便是其中之一。自主设计产线不仅可以极大程度降低资本开支（优化不必要的设备开支、节约设计&施工费用），还可以将公司对锂盐生产的深厚理解融入其中，使其产线的先进性得以保障，而先进性的最终体现则是低廉的加工成本和优异、稳定的产品品质。公司 5 万吨氢氧化锂产线总投资 7.66 亿元，平均每万吨锂盐产能投资 1.53 亿元，刷新了行业锂盐投资效率的记录，按照 10 年折旧、年产量 5 万吨计算，7.66 亿元对应单吨氢氧化锂折旧仅为 1532 元。我们统计了 2019 年以来全球新建、在建及规划待建的氢氧化锂产线，认为赣锋锂业的马洪三期产线在总成本方面具备充足的竞争力，有望持续获取超额收益。

图 8：从全球氢氧化锂产线横向对比来看，赣锋马洪产线稳定后的氢氧化锂成本竞争力十足



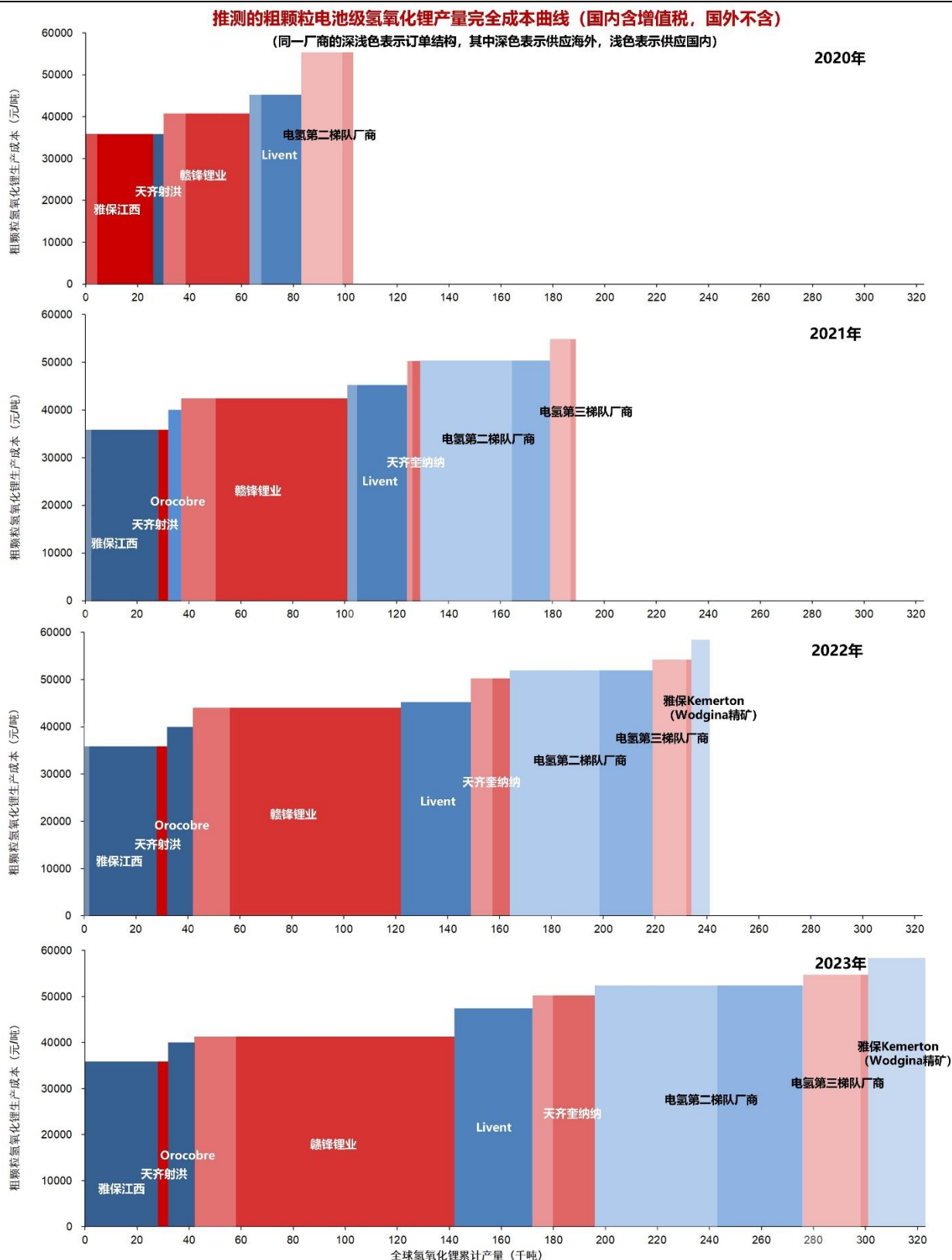
资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 2：赣锋锂业新产线单吨氢氧化锂折旧远低于业内其他公司（按照 10 年折旧测算）

项目名称	氢氧化锂产能	资本开支	单吨折旧（元/吨）	原料成本（美元/吨）
Kemerton	5 万吨	12 亿美元	16800	400
Naraha（苛化）	1 万吨	7760 万美元	5432	-
Mt Holland（转换工厂部分）	4.5 万吨	4.36 亿美元	6782	400
雅安氢氧化锂产线	2 万吨	6.2 亿人民币	3100	500
马洪三期氢氧化锂产线	5 万吨	7.66 亿人民币	1532	450
西澳奎纳纳产线	2.4 万吨	7.7 亿澳元	15000	250

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 9：成本曲线上位于赣锋左侧的公司已难以再扩产，未来新产能成本均高于赣锋，公司龙头格局稳固

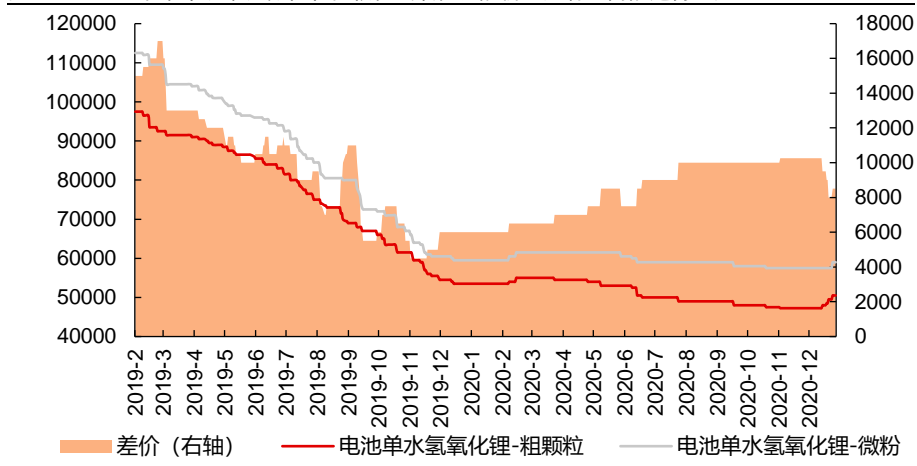


资料来源：公司公告，长江证券研究所

从微粉到无水，持续抢占氢氧化锂的制高点

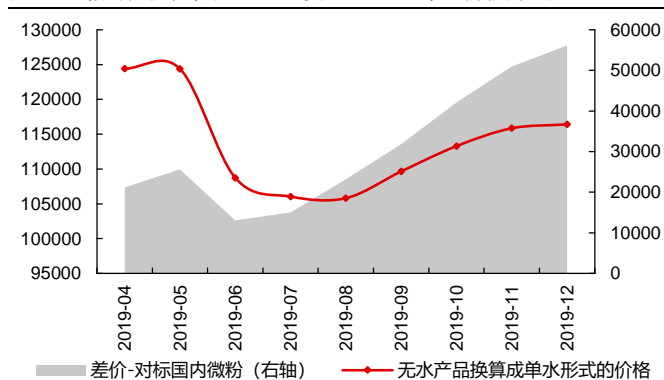
从微粉氢氧化锂到无水氢氧化锂，赣锋锂业持续抢占氢氧化锂的技术制高点。氢氧化锂在粗颗粒的形式之上，还有两大门槛——微粉产品和无水产品。微粉产品是指符合正极材料厂粒径标准、可以直接用于正极厂生产（不需要二次加工）的微粉氢氧化锂，粉碎环节早年（尤其是 2018-2019 年）具备较高壁垒，并且至今仍然具备显著溢价，2020 年下半年以来溢价甚至有走阔趋势；无水产品是指脱去结晶水的氢氧化锂，这一形式的氢氧化锂产品至今仍有较高壁垒（也因此具有显著溢价），目前国内仅有赣锋锂业和衢州永正两家有成规模的供应能力。赣锋锂业在微粉产品上已经形成十分成熟的供应能力（而大量友商尚需依赖第三方进行粉碎环节的代工）；未来氢氧化锂的需求形式将从微粉逐步切换成无水，公司已经在无水产品上充分打通工艺和客户，将持续保持氢氧化锂产品的先进性和溢价能力。

图 10：2020 年下半年以来，微粉和粗颗粒氢氧化锂的价差又有走阔的趋势（元/吨）



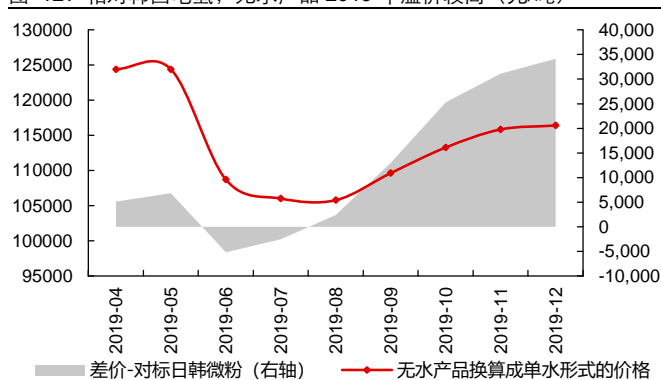
资料来源：百川资讯，长江证券研究所

图 11：相对国内微粉产品，无水产品 2019 年溢价较高（元/吨）³



资料来源：海关数据，百川资讯，长江证券研究所

图 12：相对韩国电氢，无水产品 2019 年溢价较高（元/吨）



资料来源：海关数据，亚洲金属网，长江证券研究所

³ 由于 2020 年以来海关数据中断，因此本文仅提供 2019 年无水产品溢价数据

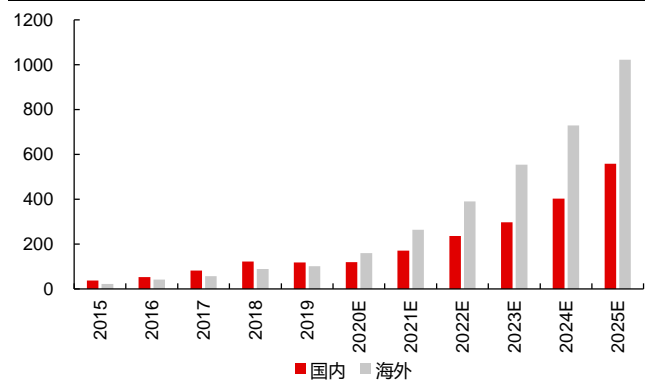
关键点三：深耕海外市场，锁定优质客户

由于氢氧化锂并非标准品，并且不同客户的支付意愿、需求体量、采购习惯差异很大，因此氢氧化锂的销售策略极为重要，是产品充分变现不可或缺的一环，在这一环节交出满意答卷的锂行业公司并不多见。从体量上来看，由于海内外新能源车电池技术路线存在一定差异，氢氧化锂的需求主要在海外市场。从客户质量上来看，海外客户支付意愿高、履约能力强，显著优于国内客户。因此，深耕海外市场必然是更加优质的竞争策略，但细节决定成败，尤其是要确保能充分变现的定价方式。赣锋锂业 2018 年以来陆续绑定海外多家头部车企和龙头电池企业，氢氧化锂出口量实现了快速增长，在产品定价方面也实现了行业景气时确保高盈利、行业低迷时保障可观收益的效果。

海外才是氢氧化锂的核心市场

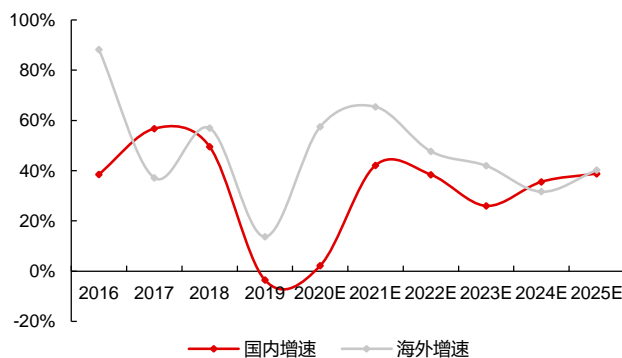
海外市场才是电池级氢氧化锂的核心需求市场。国内新能源车起步更早，但海外市场空间更大，预计 2020 年海外新能源车产销量将首次超过中国，并且其后多年增速或一直高于国内。另一方面，国内外在动力电池技术路线上有一定差异：在中国磷酸铁锂的市占率较高，即使在铁锂最低迷的时期也有近四成的市占率（全部新能源车口径，非仅乘用车），但海外市场以 NCM 或 NCA 等中高镍三元电池为主。这导致国内外市场对氢氧化锂的需求差异较大：在 2020 年全球总计的 8 万吨电池级氢氧化锂需求中，仅约不足三成在国内，其余均在海外（包括在国内生产正极材料然后出口的部分）；另一方面，由于海内外新能源车技术路线的结构差异，海外 2021 年氢氧化锂需求同比有望翻倍增长，增速大超国内。

图 13：国内新能源车起步较早，但 2020 年开始被海外超过（万辆）

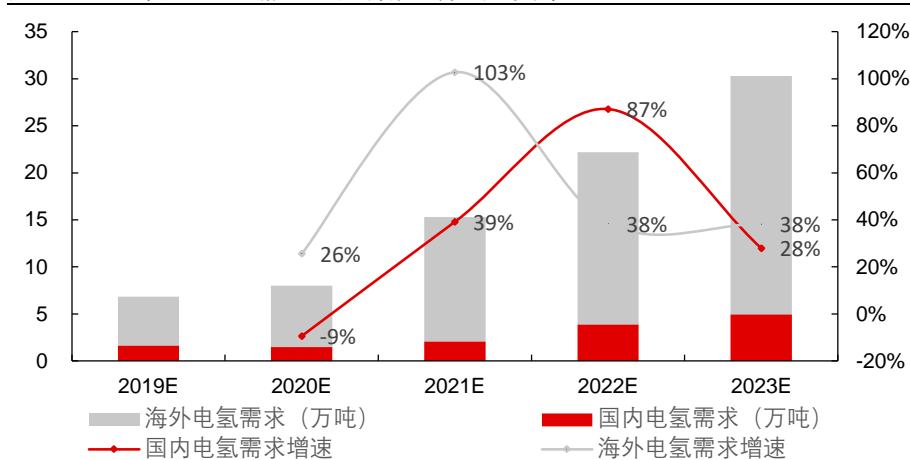


资料来源：中汽协，Marklines，长江证券研究所

图 14：预计随后多年，海外新能源车增速都将持续高于国内



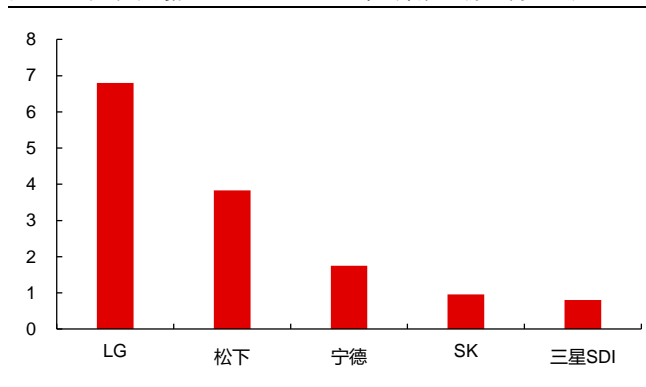
资料来源：中汽协，Marklines，长江证券研究所

图 15：2020 年，超过七成的电池级氢氧化锂需求在海外市场⁴

资料来源：长江证券研究所

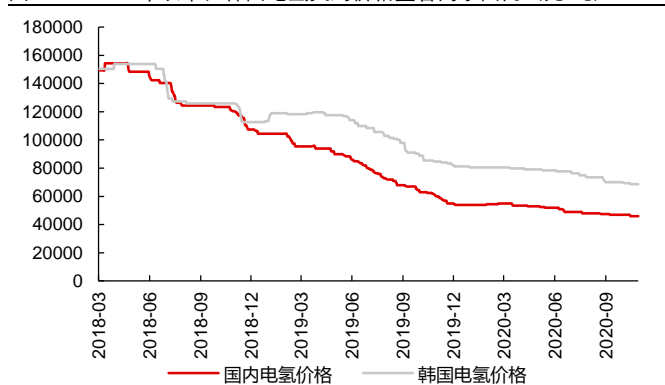
海外客户支付意愿高、履约能力强，全面优于国内客户

氢氧化锂海外客户在采购体量、采购方式、采购价格三方面全面优于国内客户。 **采购体量方面**，由于海外车型主要配套中&高镍三元电池（正极以 NCA 及 6 系或者更高镍含量的 NCM 为主），因此海外客户的氢氧化锂采购体量显著大于国内客户。 **采购方式方面**，海外客户基本以长单为主，价格波动较小、履约能力强，全面优于国内部分客户一单一议的短单方式；此外，国内龙头电池厂宁德时代入股了天宜锂业，加大了宁德时代体系下其他锂盐厂对宁德时代供应的长期不确定性，因此“走出去”一定是更好的发展策略。 **价格方面**，尽管海外客户有多种定价机制，但从韩国电池级氢氧化锂交到的均价来看，显著高于国内的现货价格，彰显出海外客户对高品质产品更高的支付意愿，对于锂盐厂来说也能提供更加健康的利润水平。

图 16：粗略推测的五大电池厂 2021 年氢氧化锂静态需求（万吨）⁵

资料来源：长江证券研究所

图 17：2019 年以来，韩国电氢交到价格显著高于国内（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，长江证券研究所

⁴ 2020 年及以前需求为我们根据实际的新能源车产量推算，2021 年开始的需求系我们在预测的新能源车产量上进一步推算所得

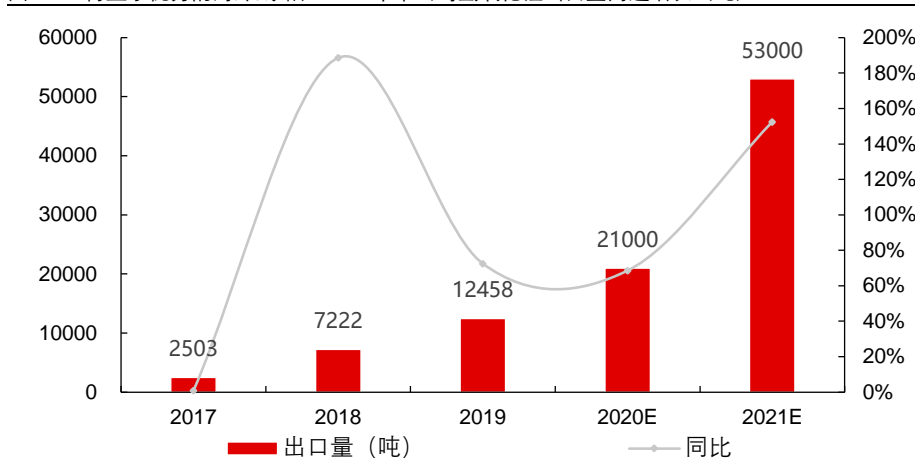
⁵ 此处统一将电池厂作为最终氢氧化锂消费对象，车企对氢氧化锂的采购也算入对应的电池厂

更加专注海外市场的锂盐厂能够获得多元化的竞争优势。首先，出口氢氧化锂有着显著溢价，对锂盐厂的盈利和现金流能起到显著的支撑作用（尤其是在行业低谷期）；第二，和海外厂商的密切联系有助于锂盐厂精准地把握扩产时点，如果扩产时新产能的相当一部分已经有订单支撑，那么公司扩产时的信心也会更加充足；第三，海外大客户对锂盐厂要求既严格又相似（自有资源、优秀的 ESG、具备相当的产能规模），因此已经通过部分海外大客户筛选的供应商，往往也更容易进入其他海外大客户的供应链，因此锂盐厂的出海进程容易形成“连锁反应”造成正向循环，拿下一家头部客户后其他客户的“橄榄枝”会来得更加容易。

足量&高价——赣锋海外战略的核心优势

赣锋于 2018 年密集签订海外供货协议，分别与 LG、特斯拉、宝马、德国大众签订协议，随后公司氢氧化锂出口量开始快速增长。根据海关数据，赣锋 2018/2019 年分别出口氢氧化锂 7222/12458 吨（其中 2019 年出口量还未包含供应上海特斯拉的部分），预计公司 2020 年和 2021 年供应海外客户的氢氧化锂量分别有望超过 2 万吨和 5 万吨，大幅超过竞争对手。

图 18：得益于优秀的海外战略，2018 年来公司氢氧化锂出口量高速增长（吨）

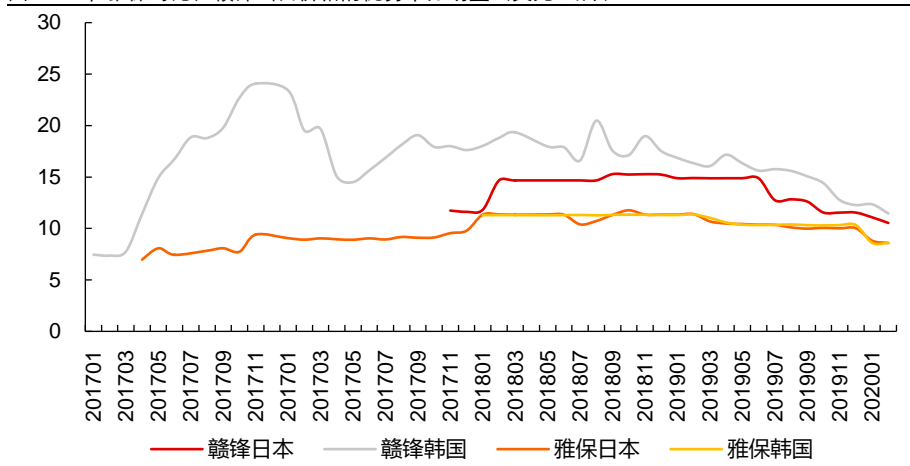


资料来源：海关数据，长江证券研究所

赣锋出口氢氧化锂的定价方式对公司十分有利，反映出公司对锂周期的深刻理解。出口氢氧化锂主要有三种定价方式：（1）锁定年度价格的长单，雅保（大部分订单）和某些国内二线锂盐厂采取此定价方式；（2）根据一定规则季度调整价格，是赣锋大部分订单的定价方式；（3）参照国内报价网站进行实时调价，在此基础上再给予少许溢价，部分国内二线锂盐厂使用此定价方式。对于锁定年度价格的订单来说，的确能在行业低迷期保证盈利，但也极大程度牺牲了价格上行期中涨价带来的盈利弹性，若以一整个价格周期为观察维度，此种方式往往容易导致企业在全周期中的总盈利显著偏低（对此我们已在《锂行业跟踪之六：锂业双雄——赣锋与雅保的对比研究》中做了详细论述）。对于季度调价的方式来说，核心是确保价格调整的公式在行业低谷和高峰期均对公司有利，从实际结果来看赣锋的定价公式确实达到了此效果：公司 2017、2018、2019 年出口韩国的

氢氧化锂月度均价区间分别为 10.2-16.4 万元/吨、12.0-13.5 万元/吨、8.6-12.0 万元/吨，2020 年 1-2 月均价分别为 8.6/8.0 万元/吨（美元汇率取 7，后续价格海关不再公布），整体达到了高景气时确保高盈利、低迷时保证可观收益的效果。

图 19：和雅保对比，赣锋出口价格的优势十分明显（美元/公斤）



资料来源：海关数据，长江证券研究所

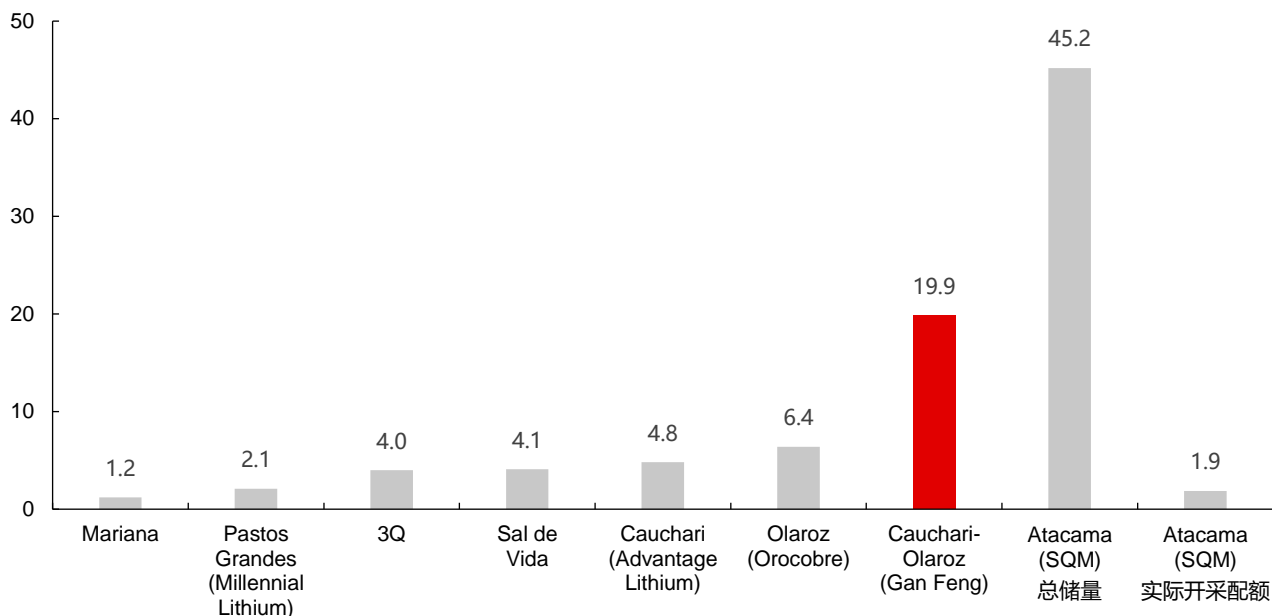
关键点四：布局 Cauchari 盐湖，保障未来成本优势

Mt.Marion 矿山虽然构成了赣锋发展第一阶段（2016-2020 年）的锂资源根基，但目前并无后续扩产规划，公司急需新的资源增长点。**Cauchari-Olaroz 盐湖将担此重任，接力 Mt.Marion，成为赣锋快速发展第二阶段（2021-2025 年）的资源根基，对于赣锋的意义极为深远。**我们认为，Cauchari-Olaroz 项目不仅是多维度综合考量下全球最优的盐湖，其庞大的体量和低廉的成本也将保障赣锋在未来五年维持充分的竞争优势。

纵览全球盐湖，Cauchari-Olaroz 地位几何？

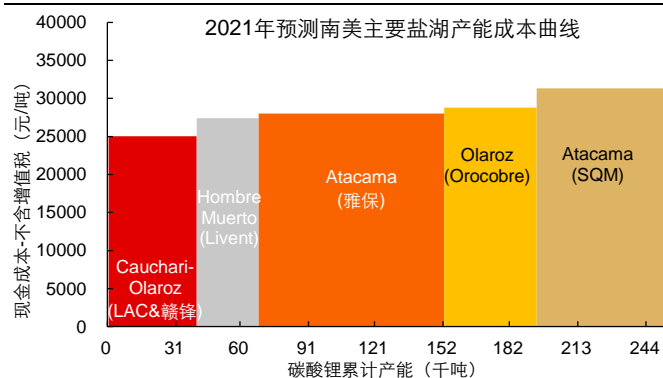
我们认为综合多维度考虑下，Cauchari-Olaroz 或是实质上的全球最优盐湖。在全球正在开采、正在建设或已经有详细规划的盐湖中，Atacama 是 M+I 口径下储量第二高的，高达 1985 万吨 LCE，仅有 SQM 和 ALB 共同开采的 Atacama 盐湖储量高于赣锋的 Cauchari-Olaroz。**但综合考虑以下因素，Cauchari-Olaroz 可能才是全球最佳的盐湖资源：**（1）Atacama 的所有权实质上归属 CORFO，CORFO 仅将矿权租赁给 SQM，2030 年底租赁到期后矿权会被政府收回重新拍卖，尽管届时矿权租赁大概率将会以某种形式续约，但政府很可能提新的条件从而拉动当地经济，对 SQM 的利润率会形成侵蚀；（2）Atacama 的开采有严格的配额限制，SQM 的开采配额仅约 186 万吨 LCE 当量；（3）CORFO 当局对于权益金略显“贪婪”，按照售价的 6.8%-40%阶梯收费，锂价回暖后对 SQM 业绩弹性会形成较大制约，而阿根廷当局对于 C-O 盐湖的权益金政策较为宽松，仅为售价的 3%。**因此，综合开采配额、矿权的有效期、权益金等方面考虑，Cauchari-Olaroz 或是优于 Atacama 的全球最佳盐湖。**

图 20：总览海外主要盐湖，Cauchari-Olaroz 仅次于 Atacama，但 Atacama 开采配额较为有限（M+I 口径，单位为百万吨 LCE）



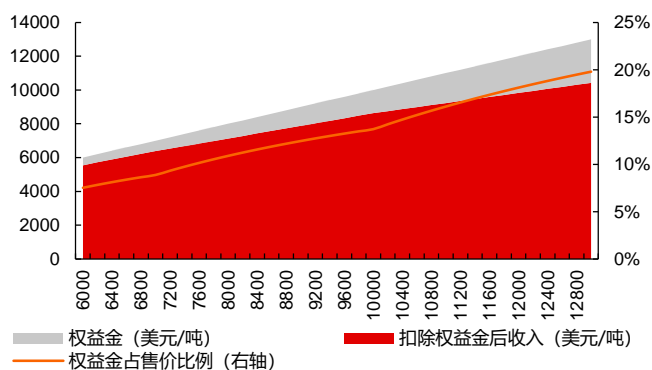
资料来源：美洲锂业公告，SQM 公告，长江证券研究所

图 21：CO 盐湖稳定投产后，有望成为南美成本最低的盐湖



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 22：在 CORFO 新政下，10000 美元/吨对应的权益金比例为 14%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：CO 盐湖生产成本 3358 美元/吨

美元/吨	
直接生产成本	2770
其他生产成本（管理费用&权益金）	588
生产成本	3358
折旧	645
成本合计	4002

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 4: Minera Exar 区域 M+I 平均锂浓度达到 592mg/L, M+I 折碳酸锂 1985 万吨

分类	卤水体积 (10 ⁹ m ³)	平均锂浓度 (mg/L)	锂金属量 (百 万吨)	折碳酸锂量 (百万吨)
探明	1.1	591	0.67	3.55
控制	5.2	592	3.06	16.3
探明+控制	6.3	592	3.73	19.85
推断	1.5	592	0.89	4.72

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 5: 雅保旧额度用尽后, 新协议对于碳酸锂、氢氧化锂售价分区段征收租约费用

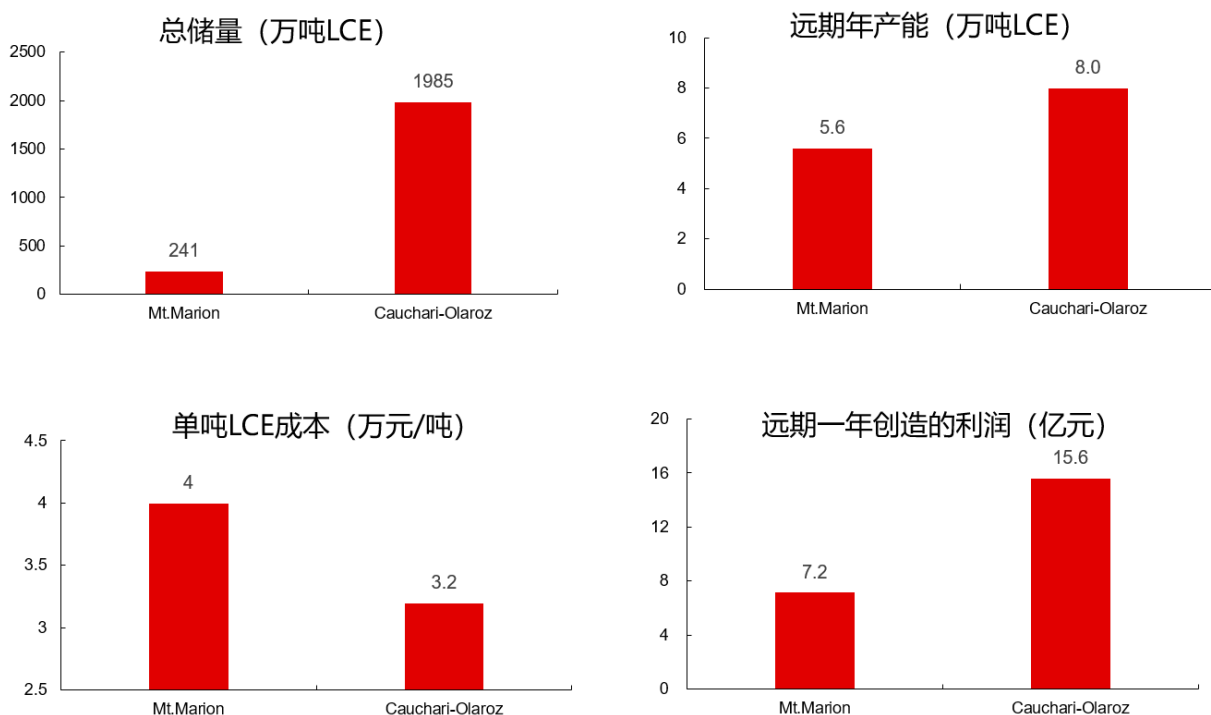
假设碳酸锂价格为 10000 美元/吨			氢氧化锂价格为 12000 美元/吨		
碳酸锂价格区间: 美元/吨	租约费用率	区段租约费用	氢氧化锂价格区间: 美元/吨	租约费用率	区段租约费用
\$0 - \$4,000	7%	272	\$0 - \$5,000	7%	340
\$4,000 - \$5,000	8%	80	\$5,000 - \$6,000	8%	80
\$5,000 - \$6,000	10%	100	\$6,000 - \$7,000	10%	100
\$6,000 - \$7,000	17%	170	\$7,000 - \$10,000	17%	510
\$7,000 - \$10,000	25%	750	\$10,000 - \$12,000	25%	500
> \$10,000	40%	0	> \$12,000	40%	0
碳酸锂租约费用总额		1372	氢氧化锂租约费用总额		1530

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

为什么说 Cauchari 盐湖对于赣锋战略意义重大?

锂行业的竞争目前是两个维度的: (1) 碳酸锂方面, 更加趋向于大宗商品, 成本为王, 因此降低资源获取的成本十分重要; (2) 氢氧化锂方面, 目前还是维持精细化工品的属性, 有显著的品牌和品质溢价, 但工艺和品牌的壁垒会逐步弱化, 因此其属性也会逐步向大宗商品演化, 低成本锂资源的重要性会逐步抬升。**因此, 资源获取成本的降低, 在长周期来看极为重要。**

Cauchari 项目作为低成本、大体量的南美盐湖, 将构成赣锋 2020-2025 期间第二个核心资源基地, 是赣锋战略地位最高的锂资源, 且在成本、体量两个维度都全面优于赣锋的第一个核心资源点 Mt.Marion: (1) 体量上, CO 盐湖项目一期 4 万吨 (推测二期也是 4 万吨), 合计 8 万吨 (约折 6% 锂精矿 64 万吨), 超过 Mt.Marion 的体量; (2) 成本上, 预计工碳成本小于 4000 美元/吨, 运回中国提纯碳化后对应电碳成本预计小于 3.2 万/吨, 对应氢氧化锂成本预计小于 3.5 万/吨, 显著小于 Mt.Marion 的约 4 万元/吨的碳酸锂成本 (按照矿石成本 400 美元/吨估算)。

图 23: Cauchari-Olaroz 盐湖在储量、产能、成本等方面全方位优于 Mt.Marion 锂矿⁶

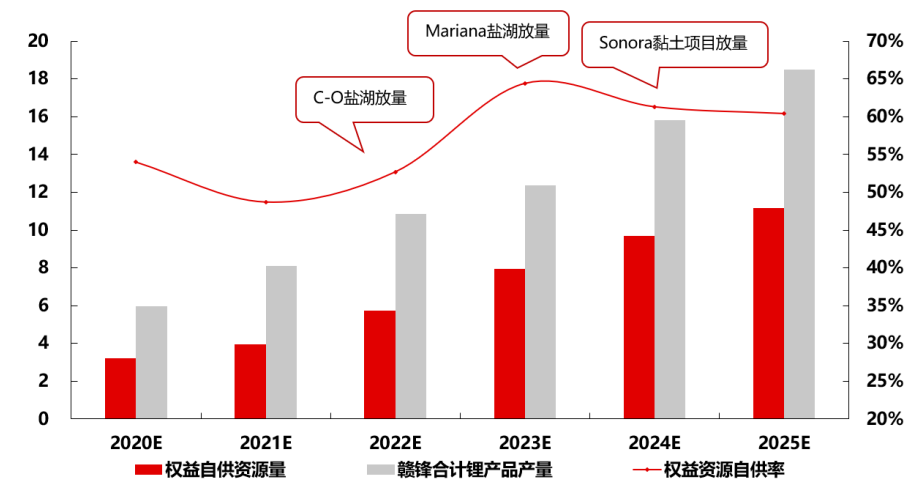
资料来源：公司公告，美洲锂业公告，长江证券研究所

另一方面，CO 盐湖也给赣锋带来调整产品结构、优化盈利的能力。用锂辉石做氢氧化锂、用卤水做碳酸锂是锂资源的最优分配方式，既能兼顾氢氧化锂的品质、又能兼顾碳酸锂的成本。目前，两种锂盐赣锋均使用锂辉石生产，而 Cauchari 盐湖投产之后，赣锋有望能将本部的矿石产线专注于氢氧化锂的生产，Cauchari 盐湖专注于生产碳酸锂，实现配置的最优化。

新资源点陆续投产，赣锋自供率和成本仍有改善空间

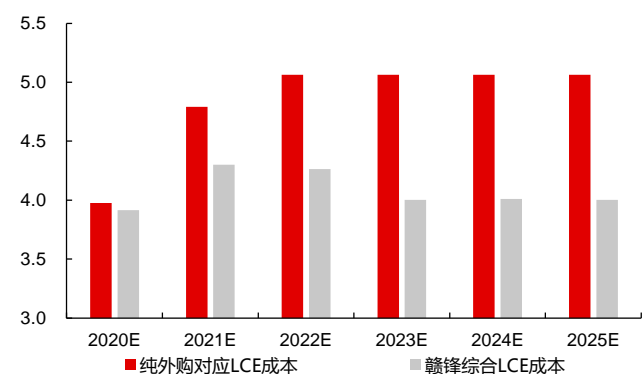
在 Cauchari 及其他赣锋新资源点的投产下，公司权益资源自供率、单吨 LCE 综合成本仍有显著的提升空间。(1) 权益资源自供率方面：预计公司 2020 年在 55% 左右，2021 年由于新资源点尚未显著放量，可能下降至 50% 以下，由于新的资源点陆续投产，在 2022 年后权益资源自供率有望持续攀升，最终稳定在六成左右的水平；(2) 单吨 LCE 综合成本方面（考虑外购和权益自供之后的综合成本）：（在 600 美元/吨的长期矿价假设下）公司的远期成本或在 4 万元/吨 LCE 左右，而无资源和资源弱势的二三线锂盐厂纯外购的成本在 5 万元/吨 LCE，成本差价达到 1 万元/吨。在 2020 年，澳洲锂矿普遍亏损（仅一家盈利），矿石价格低于矿石成本的背景下，赣锋的资源优势并不突出；但考虑 2025 年，按照赣锋 20 万吨锂盐产量、每吨成本优势 1 万元，仅成本优势就能带来约 20 亿利润。

⁶ 按照 100% 权益核算，其中 Cauchari 盐湖项目赣锋直接持有 51%，Mt.Marion 锂矿项目赣锋持有 50%

图 24：新资源点陆续投产，保障赣锋锂业权益资源自供率上升至 6 成左右（万吨 LCE）⁷

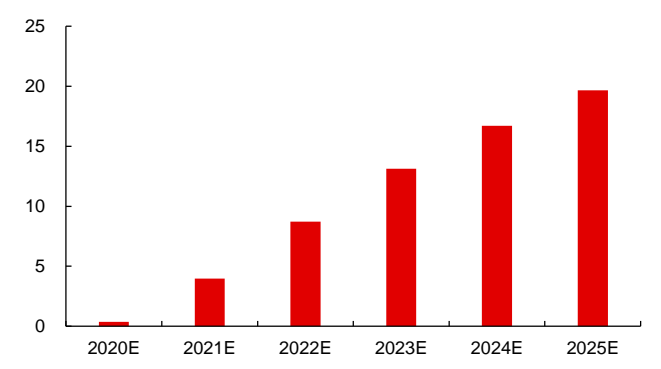
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 25：相对无资源的锂盐厂，赣锋成本优势明显（万元/吨 LCE）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 26：自有资源为赣锋创造的利润将持续提升（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

四大理由看好赣锋锂业长期投资价值。（1）公司已深度渗透多家海外核心客户（全球动力电池龙头 LG 化学、新能源车龙头特斯拉、传统车巨头德国大众和宝马），**将成为全球电动化之下锂行业最大得利者**；（2）公司对优质锂资源的布局已经完成，**随着新资源点逐步投产放量，公司的成本优势将进一步巩固**；（3）马洪三期投产后，公司基本完成生产重心向氢氧化锂的全面倾斜，十分贴合正极材料高镍化之下的需求形式，**2021 年公司氢氧化锂产量有望超过行业第 2-4 名总和，形成氢氧化锂领域的“霸主”地位**；（4）锂精矿或于 2021 年开始长达 2 年的供给紧张，精矿价格上涨有助于增厚公司出口氢氧化锂的单吨利润，而高精矿库存又使得公司进一步受益，**看好公司业绩高速增长，预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 5.08/18.47/29.66 亿，增速分别为 42%/264%/61%**。

⁷ 产量和权益资源自供量全部为我们根据公司的发展和各锂资源开发点的情况做的合理推测

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5342	5406	8757	12771
营业成本	4086	4185	5689	8404
毛利	1256	1221	3067	4367
%营业收入	24%	23%	35%	34%
营业税金及附加	25	28	43	64
%营业收入	0%	1%	0%	1%
销售费用	63	119	193	281
%营业收入	1%	2%	2%	2%
管理费用	273	432	701	894
%营业收入	5%	8%	8%	7%
研发费用	80	66	106	151
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	70	136	182	232
%营业收入	1%	3%	2%	2%
加：资产减值损失	-43	-2	-2	-4
信用减值损失	-36	-78	0	0
公允价值变动收益	-395	30	50	200
投资收益	162	72	140	383
营业利润	475	584	2152	3458
%营业收入	9%	11%	25%	27%
营业外收支	-1	10	5	3
利润总额	474	594	2157	3461
%营业收入	9%	11%	25%	27%
所得税费用	121	89	323	519
净利润	353	505	1833	2942
归属于母公司所有者的净利润	358	508	1847	2966
少数股东损益	-5	-3	-14	-24
EPS (元)	0.27	0.38	1.38	2.21

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	669	1072	900	1679
取得投资收益收回现金	142	72	140	383
长期股权投资	-1826	-1500	-1000	0
资本性支出	-607	0	0	0
其他	-531	-453	705	3
投资活动现金流净额	-2823	-1881	-155	386
债券融资	0	2108	0	0
股权融资	6	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	4320	400	0	0
筹资成本	-510	-166	-239	-297
其他	-3576	0	0	0
筹资活动现金流净额	241	2342	-239	-297
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1891	1533	506	1768

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1700	3233	3739	5507
交易性金融资产	13	13	13	13
应收账款	915	928	1544	2222
存货	2334	2271	3192	4677
预付账款	230	304	405	582
其他流动资产	525	757	875	1183
流动资产合计	5717	7506	9768	14184
长期股权投资	3680	5180	6180	6180
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2070	1900	1700	1450
无形资产	348	348	348	348
商誉	18	18	18	18
递延所得税资产	19	19	19	19
其他非流动资产	2361	2824	2124	2124
资产总计	14213	17795	20157	24322
短期贷款	1131	1131	1131	1131
应付款项	914	1210	1646	2431
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	50	64	81	123
应交税费	115	189	268	409
其他流动负债	1048	1233	1231	1485
流动负债合计	3259	3828	4356	5580
长期借款	1430	1830	1830	1830
应付债券	762	2870	2870	2870
递延所得税负债	9	9	9	9
其他非流动负债	343	343	343	343
负债合计	5803	8880	9408	10632
归属于母公司所有者权益	8355	8864	10711	13677
少数股东权益	55	52	38	14
股东权益	8410	8915	10749	13691
负债及股东权益	14213	17795	20157	24322

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.27	0.38	1.38	2.21
每股经营现金流	0.50	0.80	0.67	1.25
市盈率	130.34	266.73	73.41	45.72
市净率	5.59	15.30	12.66	9.91
EV/EBIDTA	45.25	180.11	60.14	40.90
总资产收益率	2.5%	2.9%	9.2%	12.2%
净资产收益率	4.3%	5.7%	17.2%	21.7%
净利率	6.7%	9.4%	21.1%	23.2%
资产负债率	40.8%	49.9%	46.7%	43.7%
总资产周转率	0.38	0.30	0.43	0.53

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： 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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

