



中信证券研究部



李超
首席有色分析师
S1010520010001



商力
有色分析师
S1010520020002



敖钟
首席周期产业
分析师
S1010515020001

核心观点

公司剥离人造板业务后成为国内锂行业最纯正标的之一，在产能规模和客户结构上均跻身国内第一梯队，同时在本土锂矿资源开发方面占据先发优势。公司锂盐产能快速释放，在锂价上涨周期中业绩弹性大。给予公司 2021 年 5 倍 PB 估值，对应目标价为 23.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 剥离人造板业务，国内锂行业最纯正标的之一。公司前身威华股份成立于 2001 年，传统业务为林木和人造板。2016 年公司增资控股致远锂业后切入新能源材料业务。2018 年致远锂业 1.3 万吨锂盐产线投产后公司锂业务发展提速。2019 年公司获得奥伊诺矿业 75% 的股权，业务布局延伸至锂矿开采利用，形成一体化布局。2020 年公司出售人造板业务 55% 的股权，业务更加聚焦锂板块。

■ 锂价预计开启中长期上涨，有望恢复至 7 万元/吨水平。2020 年以来，全球新能源汽车行业对锂消费拉动作用凸显，处于长期超跌状态的碳酸锂价格率先反弹。2021 年全球锂上游供应无新增产能投放，行业供应过剩压力缓解。澳洲锂精矿供应扰动将推动锂价加速上涨。我们判断锂价将开启中长期上涨行情，有望恢复至 7 万元/吨的水平，较当前价格有 60% 的上行空间。

■ 产能规模及客户结构跻身国内第一梯队，公司发展进入快车道。盛新锂能到 2020 年底锂盐建成产能已达到 4.3 万吨，远期规划产能超过 10 万吨，产能规模已跻身国内锂行业第一梯队。2020 年公司先后进入宁德时代和 LG 化学的供应链，下游优质客户导入加速。公司当前在产能和客户维度的领先优势有望帮助公司实现产销规模的快速增长和盈利的大幅改善。

■ 自产锂矿带来成本优势，本土锂资源开发占据先机。公司控股的业隆沟锂矿规划产能 40.5 万吨/年，2020 年已开始向公司正式供应锂精矿原料。预计公司自产锂精矿成本将低于外购澳矿，为公司带来成本优势。公司是国内少数具备本土锂矿资源开发利用经验的企业，料未来在资源获取、矿山建设等方面具备先发优势，有望进一步提高锂原料自给率，巩固一体化布局。

■ 风险因素：锂原料采购的风险，锂价大幅下跌的风险。

■ 投资建议：公司在产能规模和客户结构维度均跻身国内第一梯队，同时在本土锂资源开发利用方面具备先发优势。锂价上涨行情中，公司锂盐产销量快速增长，业绩弹性大。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 0.78/2.69/4.8 亿元，对应 EPS 预测为 0.10/0.36/0.65 元/股。结合国内锂钴行业可比公司估值水平，给予公司 2021 年 5 倍 PB 估值，对应目标价为 23.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

盛新锂能	002240
评级	买入（首次）
当前价	17.82 元
目标价	23.75 元
总股本	744 百万股
流通股本	696 百万股
52 周最高/最低价	19.4/6.87 元
近 1 月绝对涨幅	0.68%
近 6 月绝对涨幅	0.68%
近 12 月绝对涨幅	30.88%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,518	2,279	1,963	1,999	3,023
营业收入增长率	25%	-10%	-14%	2%	51%
净利润(百万元)	134	-59	78	269	480
净利润增长率	412%	-144%	N/A	246%	79%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.30	-0.11	0.10	0.36	0.65
毛利率%	13.7%	14.5%	8.1%	26.4%	29.1%
净资产收益率 ROE%	6.42%	-2.33%	2.38%	7.61%	11.97%
每股净资产(元)	2.82	3.41	4.39	4.75	5.39
PE	59	-162	171	49	28
PB	6.3	5.2	4.1	3.8	3.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 7 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	1
公司概况：剥离人造板业务，聚焦锂业.....	2
行业分析：锂价上涨确定性高，资源保障成为核心关切.....	4
需求回暖，三季度起锂价触底反弹.....	4
供需格局改善，锂价预计恢复至 1 万美元/吨.....	5
国内锂盐行业分化加剧，资源保障成为核心关切.....	8
公司分析：跻身国内第一梯队的锂盐企业.....	9
公司锂盐产能跻身国内第一梯队.....	9
本土锂矿资源开发占据先机.....	11
优质客户加速导入，打造行业领先的供应链.....	13
股权激励落地，展现高增长预期.....	15
风险因素.....	16
盈利预测与关键假设.....	17
关键假设.....	17
盈利预测与估值.....	17

插图目录

图 1：盛新锂能历史沿革及大事记	2
图 2：盛新锂能股权结构与重要子公司	2
图 3：2020 年前三季度公司营收 14.79 亿元，同比下滑 13.54%	3
图 4：资产出售带来的收益使得公司前三季度利润转正	3
图 5：2019 年以来锂精矿跌价造成公司资产减值较多	3
图 6：2020 年公司经营活动现金流压力较大	3
图 7：2020 年上半年公司锂盐业务收入占比为 22.55%	4
图 8：2020 年上半年公司锂盐业务毛利率下降至-8.17%	4
图 9：全球不同地区碳酸锂价格走势	4
图 10：以锂精矿为原料的碳酸锂盈利空间测算	5
图 11：较低的锂精矿价格造成澳洲锂精矿企业大面积亏损	5
图 12：中国新能源汽车销量呈现强劲回暖趋势	5
图 13：2020 年以来中国不同类型动力电池装机量占比	5
图 14：澳洲锂精矿与中国锂盐生产企业对应关系	6
图 15：全球碳酸锂实际产能与需求匹配情况	7
图 16：全球主要在建或待开发锂资源项目的激励价格	7
图 17：锂盐生产企业下游客户认证示意图	8
图 18：中国锂钴镍原料对外依存度	9
图 19：国内主要锂盐生产企业产品利润率对比	9
图 20：中国锂矿资源禀赋预澳洲锂矿对比	9
图 21：盛新锂能锂产品产能建设情况	10
图 22：2021 年国内锂盐生产企业建成产能排行	10
图 23：盛新锂能锂产品产能规划	11
图 24：盛新锂能锂原料业务布局	11
图 25：业隆沟锂矿所有权结构	12
图 26：业隆沟锂矿生产成本同业对比	13
图 27：致远锂业锂产品产销数据	14
图 28：致远锂业营业收入及净利润情况	14
图 29：盛新锂能下游长单客户构成	15
图 30：氢氧化锂国内售价及价差	15
图 31：赣锋锂业国内外收入占比	15

表格目录

表 1：可比公司估值情况.....	1
表 2：全球主要在建锂资源项目汇总.....	6
表 3：业隆沟锂矿项目详情.....	12
表 4：中国主要锂矿项目概况.....	13
表 5：盛新锂能签订的供货协议/战略合作协议.....	13
表 6：激励对象获授的限制性股票分配情况.....	15
表 7：公司限制性股票激励计划的解除限售安排及业绩考核目标.....	16
表 8：盛新锂能主营业务关键假设及盈利预测.....	17
表 9：盛新锂能盈利预测与估值.....	18

■ 估值及投资评级

公司在 2020 年 9 月完成人造板业务剥离后，主营业务更加聚焦于锂盐板块。2020 年下半年锂价触底反弹并有望开启中长期修复。公司锂盐产能规模快速增长，并顺利导入海外优质客户，2021 年产销量有望翻倍。同时公司自产锂精矿也将为其带来成本优势，增厚盈利。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 0.78/2.69/4.8 亿元，对应 EPS 预测为 0.10/0.36/0.65 元/股，现价对应 2020-2022 年 PE 为 171/49/28 倍。我们认为公司在产能规模、客户结构等维度均已跻身国内锂盐行业第一梯队，同时在国内锂资源开发领域具备先发优势，资源自给程度有望继续提升。

相对估值法：公司作为国内锂盐行业头部企业，已成为新能源汽车产业链中的重要供应商，且公司聚焦锂板块业务，业务纯正度高。选取具备相似属性的锂钴行业上市公司作为可比公司。可比公司 2021 年预测 PE 均值为 54 倍，预测 PB 均值为 7.0 倍（均剔除异常值）。若考虑锂行业可比公司，2021 年预测 PE 均值为 67 倍，预测 PB 均值为 7.3 倍。考虑到当前锂行业处于盈利修复初期，可比公司估 PE 值水平显著偏高，使用 PB 法进行估值更加合理。结合 2021 年锂钴行业可比公司的平均 PB 水平，给予公司 2021 年 5 倍 PB 估值，对应目标市值为 177 亿元，对应目标价为 23.75 元。

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2021E
002460.SH	赣锋锂业	79.8	1017	0.28	0.43	0.87	1.26	285	186	92	63	10.7
002466.SZ	天齐锂业	28.6	422	-4.05	-0.44	0.11	0.14	-7	-65	260	204	6.7
002497.SZ	雅化集团	17.3	166	0.07	0.28	0.41	0.57	247	62	42	30	4.6
603799.SH	华友钴业	54.5	622	0.11	0.80	1.21	1.67	495	68	45	33	6.0
300618.SZ	寒锐钴业	68.8	208	0.05	0.90	1.80	2.48	1376	76	38	28	6.9
平均								601	98	54	39	7.0
002240.SZ	盛新锂能	17.8	133	-0.09	0.07	0.25	0.47	-88	253	72	38	4.5

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2020 年 12 月 7 日收盘价，数据为 Wind 一致预期，平均值计算剔除异常值

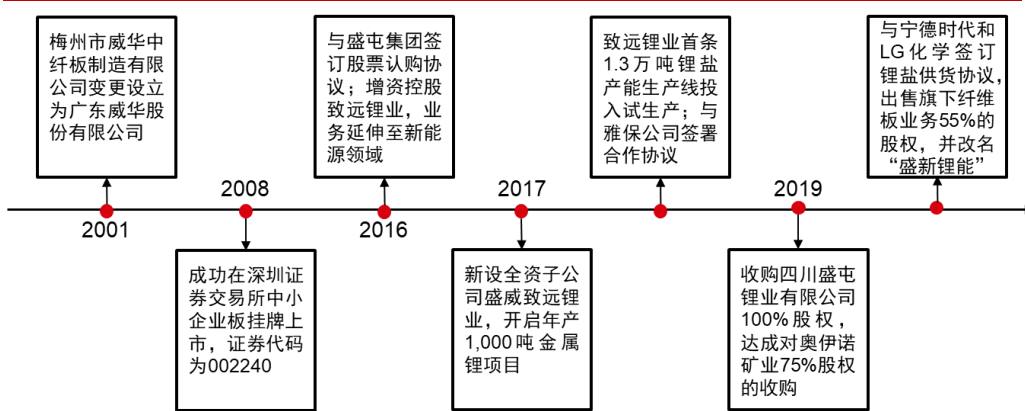
绝对估值法：使用 DCF 方法对公司进行估值，在股票 Beta 为 1.23，股票风险溢价为 6.3%，目标资产负债率为 40%以及永续增长率为 1.5%的假设下，计算得到的 WACC 值为 6.95%，对应公司 2021 年的股权价值为 176.5 亿元，目标价为 23.73 元/股，与相对估值法得到的结果相近。

综上，我们给予公司 2021 年 5 倍 PB 估值水平，对应目标价为 23.75 元/股。

■ 公司概况：剥离人造板业务，聚焦锂业

历史沿革：深圳盛新锂能集团股份有限公司（简称“盛新锂能”）的前身广东威华股份有限公司成立于2001年，并于2008年在深交所上市，股票代码为002240.SZ。2016年1月，威华股份与盛屯集团签订股票认购协议，同年10月增资控股致远锂业和万弘高新，将业务延伸至锂盐和稀土等新能源材料领域。2017年，盛屯集团完成对威华股份的控股并启动4万吨基础锂盐项目建设。2018年，致远锂业首条1.3万吨锂盐产线投产，公司锂盐业务发展进入快车道。2019年，威华股份完成对奥伊诺矿业的收购，业务延伸至锂矿开采领域。2020年，公司出售人造板业务相关资产并更名为盛新锂能。

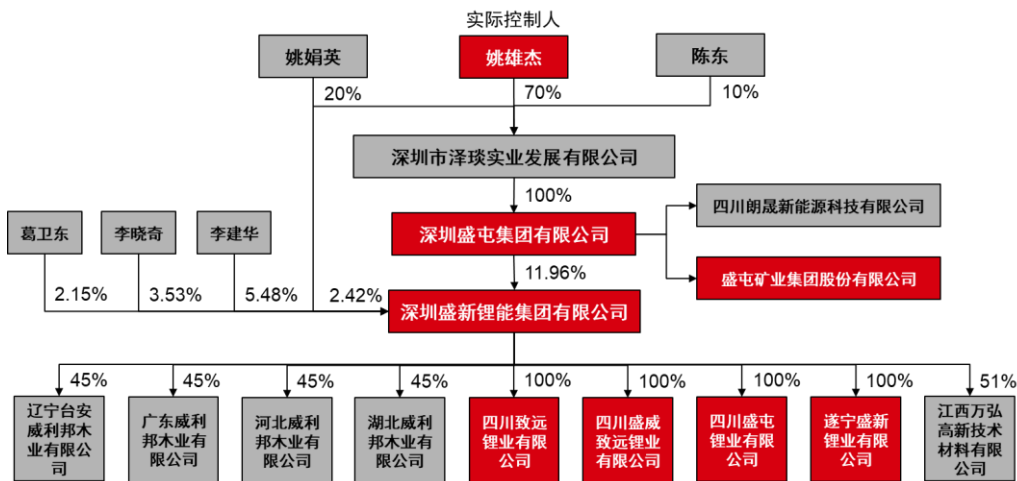
图1：盛新锂能历史沿革及大事记



资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构及主要子公司：截至2020年三季度末，公司的控股股东为深圳盛屯集团，持股比例为11.96%，实际控制人为姚雄杰先生。公司锂盐及锂矿业务主要依托致远锂业、盛威致远锂业、盛新锂业、盛屯锂业等公司；稀土业务由子公司万弘高新实施；人造板业务拥有广东威利邦木业等5条生产线，2020年9月公司完成人造板业务55%股权出售。

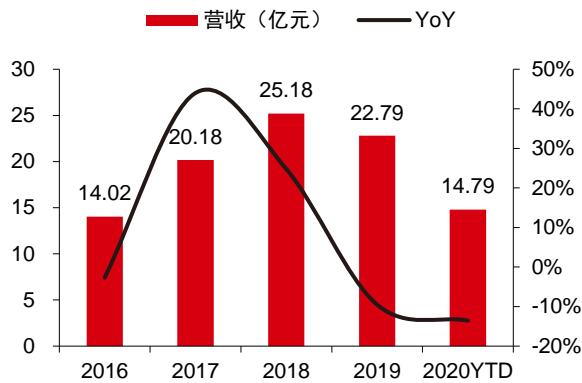
图2：盛新锂能股权结构与重要子公司



资料来源：公司公告，中信证券研究部

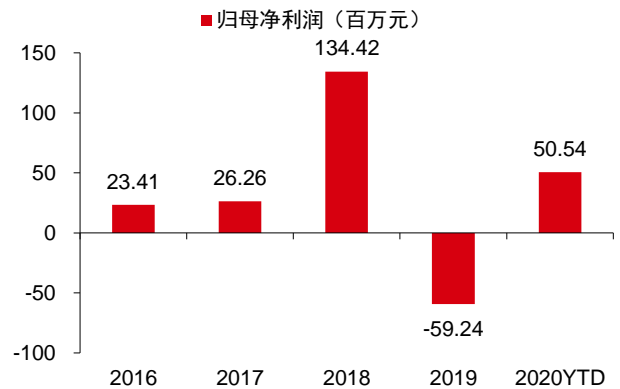
营收及净利润：2019年，公司实现营业收入22.79亿元，同比下滑9.51%。全年亏损0.59亿元，业绩下滑的主要原因为公司纤维板业务受国内房地产市场环境影响，产品销售价格下滑且销售费用上升，同时2019年锂盐价格大幅下跌，公司对相关存货计提存货跌价损失。2020年前三季度，公司实现营业收入14.79亿元，同比下降13.54%，实现归母净利润5054万元；2020年上半年，公司归母净利润亏损1.67亿元；9月公司完成人造板业务55%股权出售，确认投资收益2.48亿元，带动公司实现扭亏。

图3：2020年前三季度公司营收14.79亿元，同比下滑13.54%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

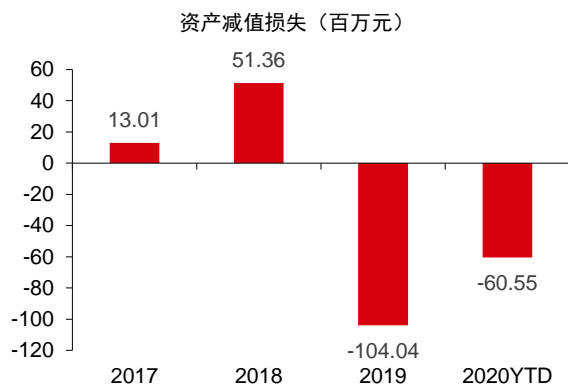
图4：资产出售带来的收益使得公司前三季度利润转正



资料来源：公司公告，中信证券研究部

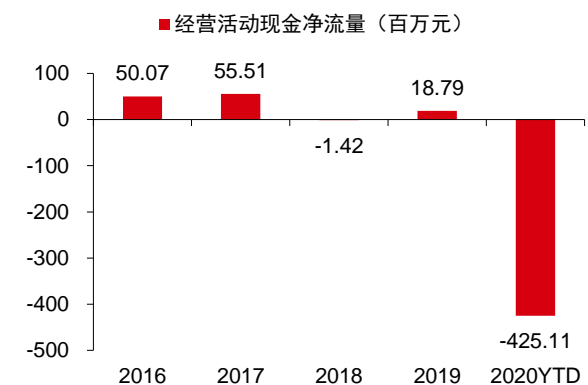
资产减值损失拖累2019年净利润，公司现金流压力较大。2019年，公司大幅亏损的重要原因之一是锂精矿价格下跌造成的资产减值损失，2019年计提1.04亿元，2020年前三季度继续计提0.61亿元。2020年以来，受贷款减少，收到应付票据增加以及支付原材料款增加等因素影响，公司现金流压力增加，截至2020年三季度末，公司经营现金流净额为-4.25亿元，投资及筹资现金流净额为1.83、2.56亿元。

图5：2019年以来锂精矿跌价造成公司资产减值较多



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图6：2020年公司经营活动现金流压力较大

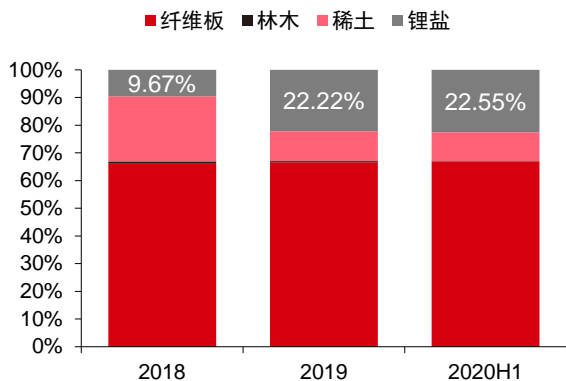


资料来源：公司公告，中信证券研究部

锂业务收入占比增加，盈利能力差拖累公司业绩。2019年，公司锂盐业务收入占比为22.2%，2020年上半年为22.6%。随着子公司致远锂业锂盐产能稳定释放，锂盐业务收入占比不断提升。2019年以来，受锂产品价格大幅下跌影响，公司锂盐业务毛利率下跌，

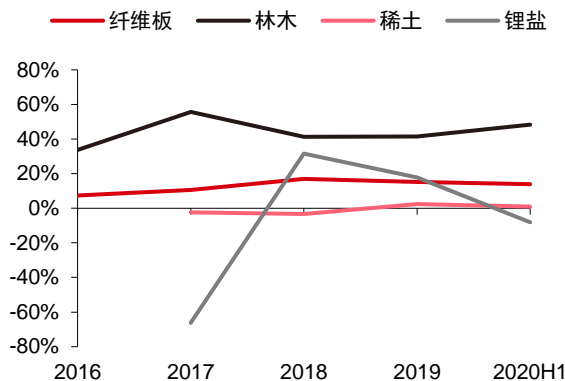
2020 年上半年跌至负数。2017-2019 年，公司传统纤维板和林木业务毛利率保持稳定，2020 年上半年受疫情影响小幅下滑。公司稀土业务毛利率维持在较低水平。

图 7：2020 年上半年公司锂盐业务收入占比为 22.55%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：2020 年上半年公司锂盐业务毛利率下降至-8.17%



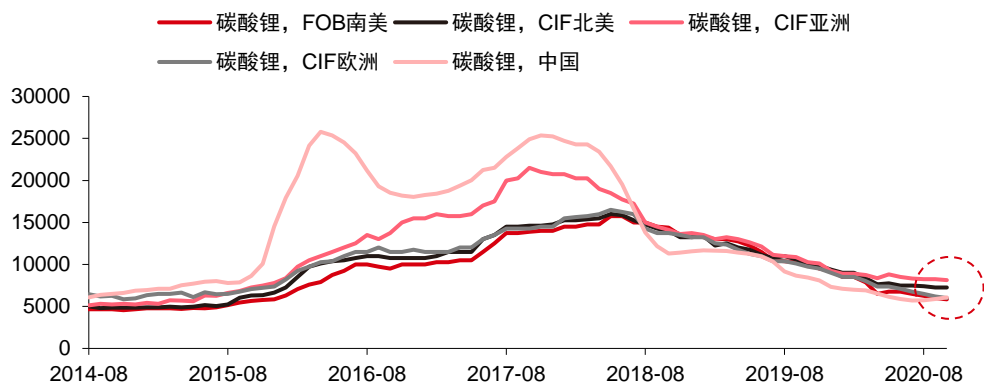
资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 行业分析：锂价上涨确定性高，资源保障成为核心关切

需求回暖，三季度起锂价触底反弹

锂价经历长达三年的下跌后开始触底回暖。全球碳酸锂价格在 2017 年四季度达到峰值后进入长达三年的下跌通道，截至 2020 年 8 月末，国内电池级碳酸锂价格跌至 4 万元/吨以下，已经回到本轮上涨前水平。海外市场受长单定价影响，锂价波动幅度小于国内，但整体下跌趋势与国内保持一致，尤其是主产地南美地区价格跌幅较大。2020 年 9 月，国内碳酸锂价格率先启动上涨，海外市场延续走弱态势。

图 9：全球不同地区碳酸锂价格走势（单位：美元/吨）

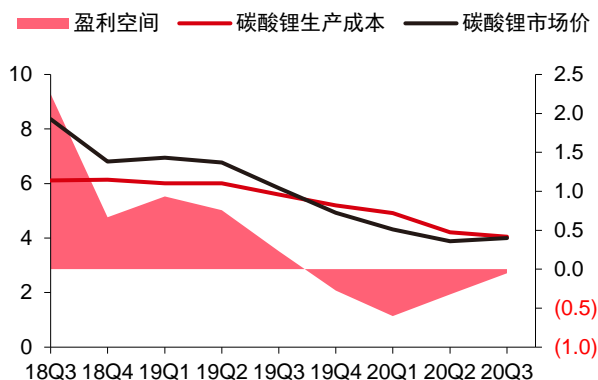


资料来源：Bloomberg, Wind, 中信证券研究部

碳酸锂价格超跌导致行业大面积亏损的状况不可持续。2020 年以来，国内碳酸锂价

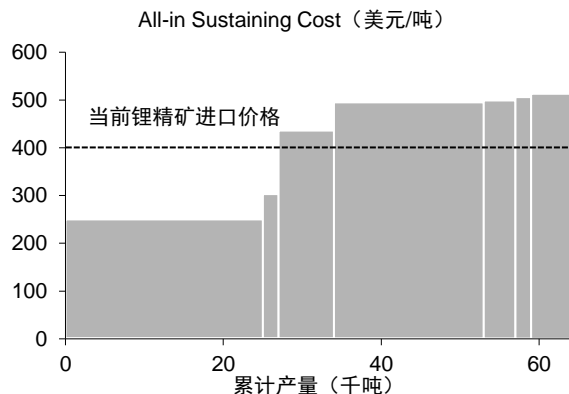
格不断下滑，最低跌至 4 万元/吨下方（含税价），结合进口锂精矿价格计算，国内碳酸锂产品基本处于全行业亏损状态（天齐锂业除外）。加上前期积累的高价锂精矿库存，锂盐企业的盈利能力进一步下降。同时，2020 年以来锂精矿价格持续下跌至 400 美元/吨以下，也造成澳洲锂矿企业出现大面积亏损。国内碳酸锂行业由于长期亏损，在 2020 年三季度价格率先启动修复，澳洲锂精矿价格仍然维持低位。

图 10：以锂精矿为原料的碳酸锂盈利空间测算（单位：万元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：碳酸锂生产成本包含现金成本和折旧，不包括公司层面费用项

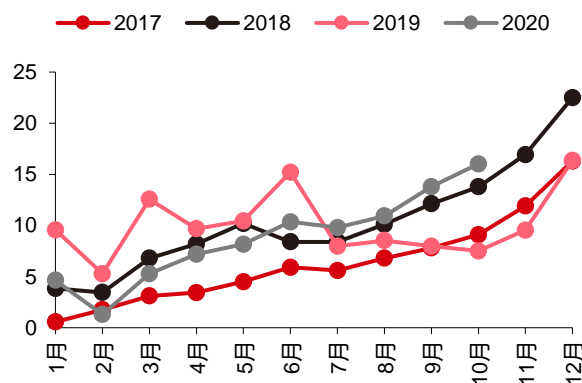
图 11：较低的锂精矿价格造成澳洲锂精矿企业大面积亏损



资料来源：Roskill，中信证券研究部

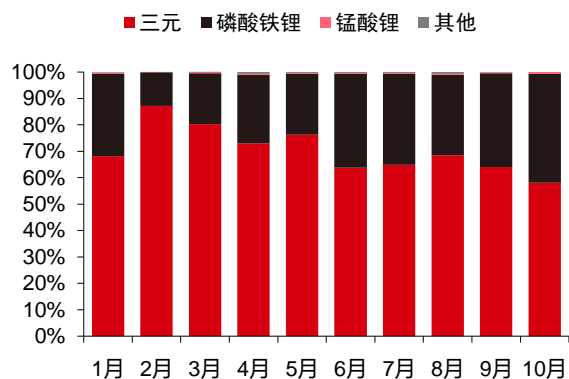
需求端保持强劲，锂价具备充足的上涨动能。2020 年下半年以来，中国新能源汽车销量呈现快速回暖态势，7 月以来连续 4 个月销量达到历史同期最高水平。从电池装机类型看，下半年以来，磷酸铁锂电池装机占比不断提升，也带动了碳酸锂的消费需求回升。海外市场方面，欧洲电动车销量延续高增长趋势。预计未来下游新能源汽车消费将延续强势，对锂盐产品尤其是碳酸锂价格形成显著拉动。

图 12：中国新能源汽车销量呈现强劲回暖趋势（单位：万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

图 13：2020 年以来中国不同类型动力电池装机量占比



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中信证券研究部

供需格局改善，锂价预计恢复至 1 万美元/吨

澳洲锂精矿产能仍在出清，2021 年锂精矿供应显著紧张。2020 年 10 月，澳洲锂精矿生产企业 Altura 公司宣布被破产接管，表明 2019 年下半年以来澳洲锂矿的产能出清过

程仍在持续。Altura 锂精矿年产能为 22 万吨，是国内包括赣锋锂业、致远锂业等公司在内的多家锂盐生产企业的原料供应商。若后续 Altura 无法复产，将造成 2021 年锂精矿供应环节的显著紧张。在此情形下，2021 年能够对外销售的锂精矿产能仅剩银河资源和 Pilbara 两家公司，合计产能仅约 7 万吨 LCE，无法满足中国锂盐企业的原材料需求。预计 2021 年锂精矿价格将上涨至 450-500 美元/吨水平。

图 14：澳洲锂精矿与中国锂盐生产企业对应关系



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

2021 年上游锂资源环节无新增产能释放，行业过剩压力缓解。由于锂价持续下跌，锂供应端产能增长显著放缓。当前全球主要锂资源项目的扩建项目基本处于暂停和推迟状态，预计 2021 年无新增产能投放，供应量与 2020 年持平。预计 2021 年锂需求保持快速增长态势，全年需求增速超过 20%，对应锂需求增量达到 7 万吨，行业供应过剩压力将得到显著缓解，推动锂价回暖。

表 2：全球主要在建锂资源项目汇总

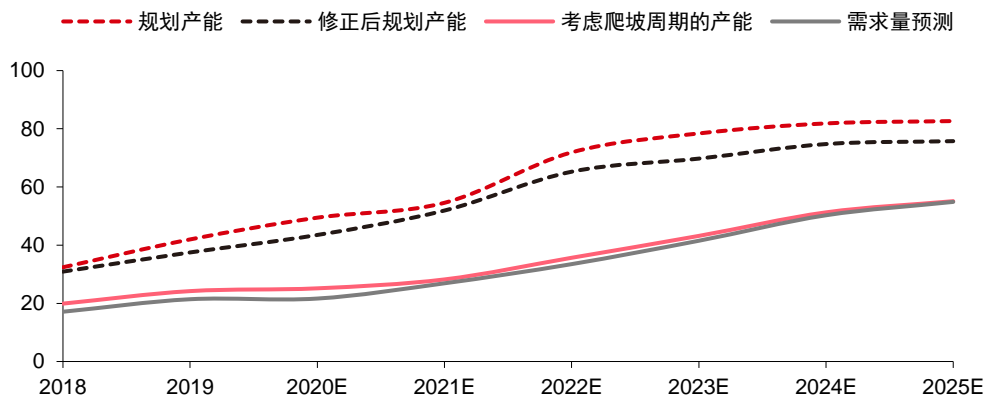
公司	在建工程	产品	新增产能	计划投产时间
Talison	Greenbushes 三期	锂精矿	60 万吨	暂停建设
Pilbara	Pilgangoore 二期	锂精矿	50 万吨	暂停建设
ALB/MRL	Wodgina	锂精矿	75 万吨	暂时封存
Altura	Altura 锂矿项目二期	锂精矿	22 万吨	公司破产关停
Albemarle	La Negra III/IV 项目	碳酸锂	4 万吨/年	2021 年下半年
	Kemerton 项目	氢氧化锂	5 万吨/年	2021 年底
SQM	智利盐湖项目	锂化合物	5 万吨/年	2021 年底
		其中：氢氧化锂	8000 吨/年	2021 年底
Livent	阿根廷碳酸锂项目	碳酸锂	9500 吨/年	推迟
	北美氢氧化锂项目	氢氧化锂	5000 吨/年	推迟
Orocobre	Olaroz 盐湖二期项目	碳酸锂	2.5 万吨/年	2023 年
	Naraha 工厂	氢氧化锂	1 万吨/年	2021 年下半年
赣锋锂业	Cauchari-Olaroz 盐湖	碳酸锂	4 万吨/年	2021 年底
银河资源	Sal de Vida 盐湖	碳酸锂	2.5 万吨/年	2022 年底
Enirgi Group	Rincon 盐湖	碳酸锂	2.8 万吨/年	2023 年

公司	在建工程	产品	新增产能	计划投产时间
Neo Lithium	3Q 盐湖	碳酸锂	3.5 万吨/年	待定

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

考虑产能爬坡周期后，全球碳酸锂供需格局实际偏紧。到 2025 年全球碳酸锂规划产能达到 82.7 万吨 LCE，显著高于 54.9 万吨的需求量预测值。若剔除仅有规划尚未建设的项目以及 3 年左右的达产周期，预计到 2025 年全球碳酸锂有效产能仅为 55.1 万吨，仅略高于需求量预测值，全球碳酸锂产能过剩并不严重。若需求端出现超预期的增长，则可能会出现碳酸锂供应短缺，引发价格大幅上涨。

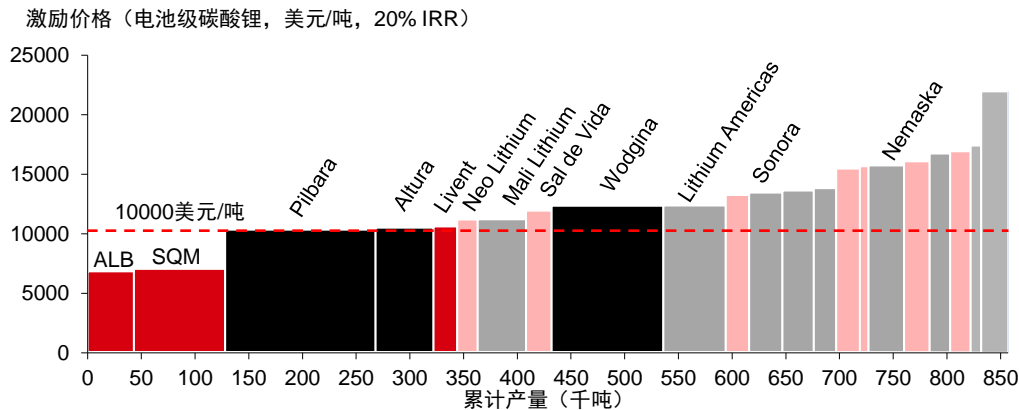
图 15：全球碳酸锂实际产能与需求匹配情况（单位：万吨）



资料来源：各公司公告，上海有色网，中信证券研究部预测

长期来看，预计锂价将回归 1 万美元/吨的合理水平。锂价恢复至 5 万元/吨仅能保证现有锂盐企业的盈利恢复，不足以支撑现有项目进行扩产或待开发项目的建设。根据 Roskill 数据，全球锂行业扩建项目和待开发项目的激励价格至少为 1 万美元/吨（电池级碳酸锂，按 IRR 20% 计算）。即长期来看，锂盐价格需恢复至 1 万美元/吨才可以保证锂上游资源环节产能持续扩张以满足下游需求增长，较当前价格水平有 60% 的上行空间。

图 16：全球主要在建或待开发锂资源项目的激励价格



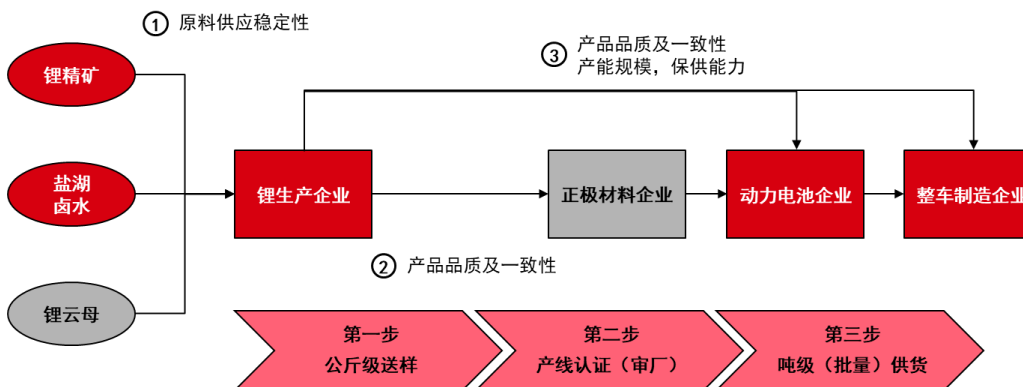
资料来源：Roskill（含预测），中信证券研究部

国内锂盐行业分化加剧，资源保障成为核心关切

垂直采购模式对锂盐企业的原料保障和产能规模提出了更高要求。电动车时代来临，下游的动力电池企业和车企倾向于直接对锂盐企业进行认证和采购，以保障原料来源的稳定可靠，同时更大程度地控制成本。这一垂直采购的模式不仅要求锂盐企业的产品品质合格，同时对企业的原料来源、产能规模和保供能力提出了更高要求。

客户门槛导致国内锂盐行业出现明显分化。当前新能源汽车产业链中，动力电池和整车制造环节的行业集中度高，话语权更强。因此客户渠道成为上游锂电原材料生产企业实现产销和盈利增长的核心要素。更高的认证门槛意味着更强的客户粘性，后进入者在产能规模、客户开拓方面遭遇的阻力不断增加，行业出现明显分化，率先实现优质客户绑定的锂盐企业在产能扩张和盈利方面均具备显著的先发优势。

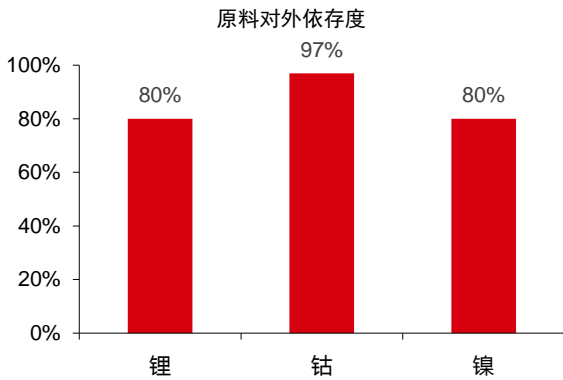
图 17：锂盐生产企业下游客户认证示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

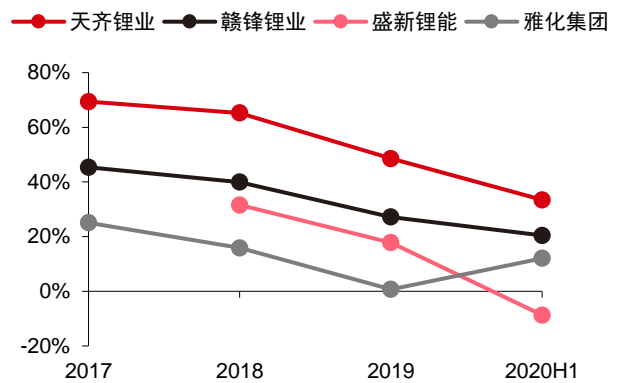
锂资源保障成为行业核心关切，也是锂盐企业盈利的核心保障。国内锂盐生产企业的原料主要依赖进口，2019年的对外依存度达到80%。2020年11月2日，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，其中提及“推动动力电池全价值链发展，鼓励企业提高锂、镍、钴、铂等关键资源保障能力”。随着国内新能源汽车及相关材料的发展壮大，对锂资源的重视程度将不断提高。拥有资源也是国内锂盐企业盈利的关键保障。从锂行业上市公司的毛利率数据可以看出，资源端布局更强的天齐锂业和赣锋锂业利润率水平显著较高，在锂价快速下跌过程中，利润率跌幅也更小。

图 18: 中国锂钴镍原料对外依存度



资料来源: 安泰科, 中信证券研究部

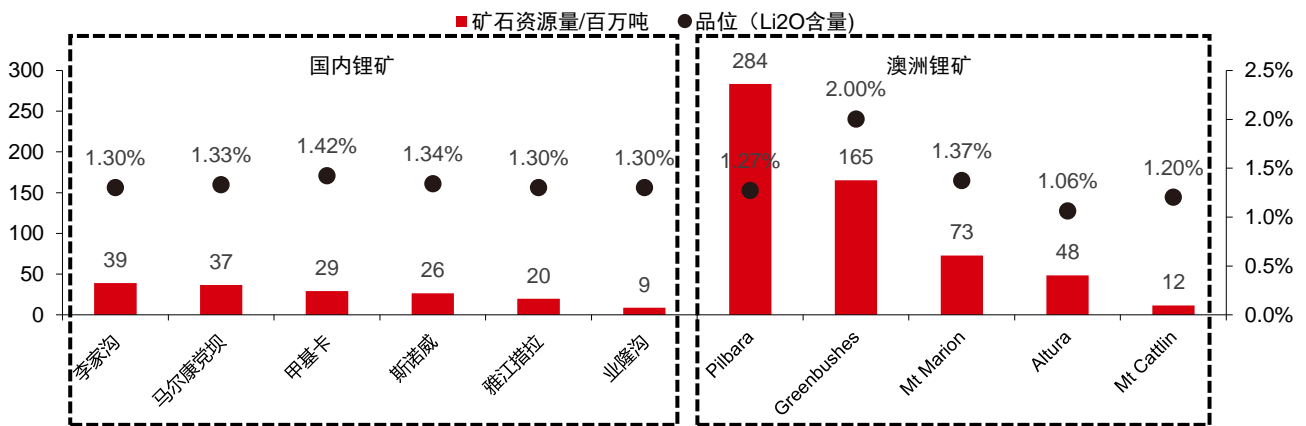
图 19: 国内主要锂盐生产企业产品利润率对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

中国本土锂矿资源的开发利用有望加速。国内锂矿资源主要分布于四川省,与目前占供应主导地位澳洲锂精矿项目相比,国内锂矿项目的资源规模较小。考虑到四川锂矿项目主要位于高海拔山区,资源勘探程度低于澳矿,未来或还有较大的增储空间。品位方面,国内锂矿项目的氧化锂品位均高于 1.30%,高于澳矿的平均水平。随着国内锂行业对本土资源的重视程度提高,四川锂矿资源开发利用有望急速推进。国内本土锂矿将成为锂盐企业重要的原料来源,成为锂盐企业的下一个盈利增长点。

图 20: 中国锂矿资源禀赋预澳洲锂矿对比



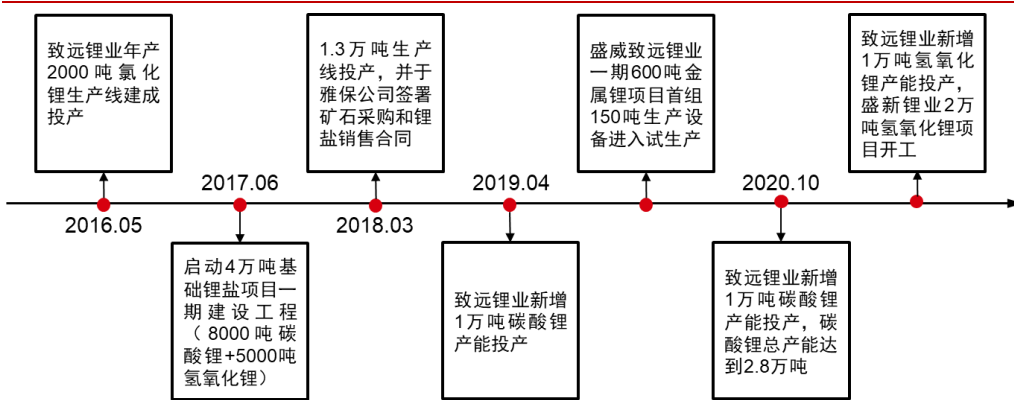
资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

公司分析: 跻身国内第一梯队的锂盐企业

公司锂盐产能跻身国内第一梯队

公司锂盐建成产能超过 4 万吨。2016 年开始,致远锂业开始建设锂盐产能,2017 年公司启动锂盐项目一期建设工程,2018 年 3 月建成,包括 8000 吨碳酸锂和 5000 吨氢氧化锂。2019 年 4 月和 2020 年 10 月,公司先后投产两条 1 万吨碳酸锂产线,碳酸锂产能增长至 2.8 万吨。致远锂业还有 1 万吨氢氧化锂产能在建,预计 2020 年底建成,届时致远锂业氢氧化锂产能增加至 1.5 万吨,总产能将达到 4.5 万吨(包括氯化锂)。

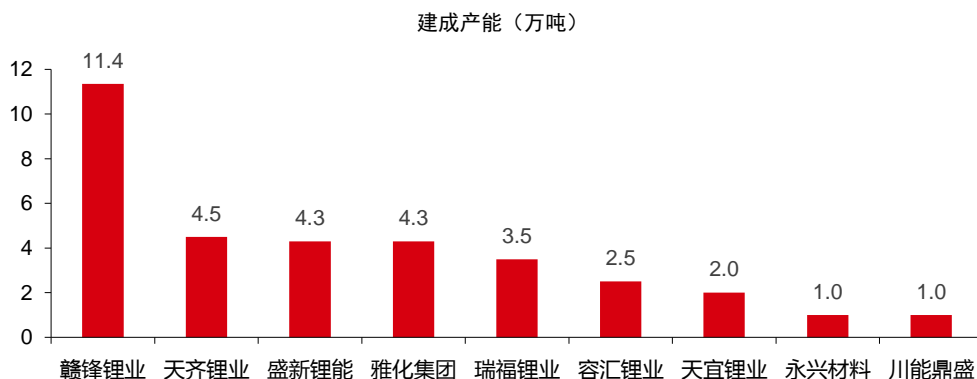
图 21：盛新锂能锂产品产能建设情况（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2021 年公司锂盐产能规模将跻身国内第一梯队。随着致远工厂 1 万吨氢氧化锂建成投产，2021 年盛新锂能基础锂盐（碳酸锂+氢氧化锂）总产能达到 4.3 万吨，达到与天齐锂业相近的水平，在国内仅次于赣锋锂业。公司锂盐产能的快速增长一方面满足了下游客户的需求，带来产销规模的快速扩张。同时较高的产能规模在下游客户认证过程中也具有优势，可以帮助公司迅速进入动力电池大厂的供应链体系。

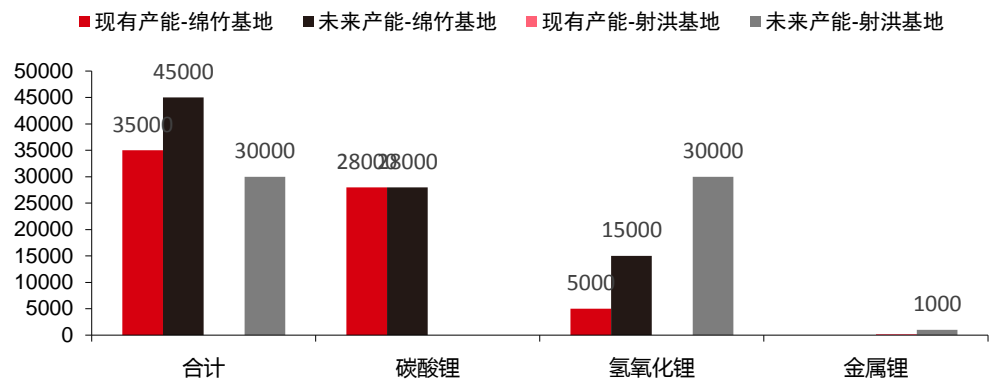
图 22：2021 年国内锂盐生产企业建成产能排行



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测 注：统计数据仅包括基础锂盐

2021 年底公司锂盐产能预计超过 7 万吨。除致远锂业外，盛新锂能在四川省射洪县另有两处生产企业，分别为四川盛威致远锂业和遂宁盛新锂业。分别规划了 1000 吨金属锂和 3 万吨氢氧化锂产能。2020 年 9 月，盛威致远锂业一期 600 吨金属锂项目首组 150 吨生产线进入试生产。2020 年 10 月，公司公告盛新锂业首期 2 万吨氢氧化锂预计在年内开工建设。预计到 2021 年底公司将拥有锂产品产能 7.5 万吨，金属锂产能 1000 吨。

图 23：盛新锂能锂产品产能规划（单位：吨）

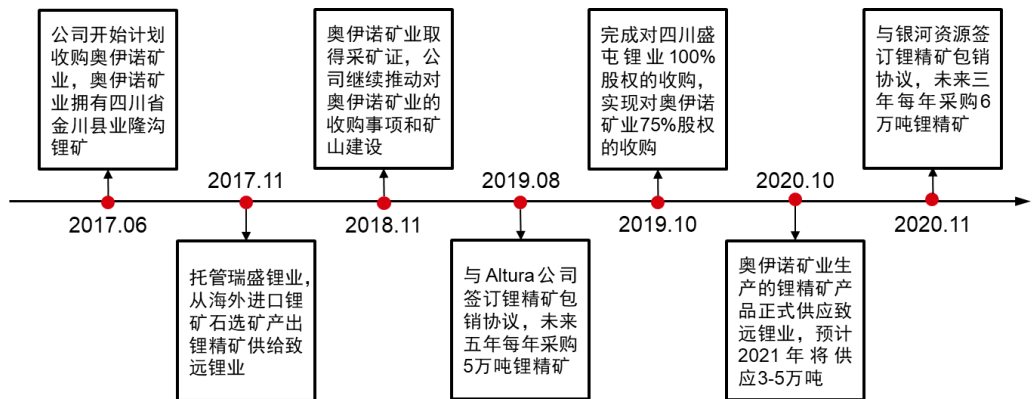


资料来源：公司公告，中信证券研究部

本土锂矿资源开发占据先机

多渠道布局锂原料，保障原材料供应。 锂行业具备较高的资源壁垒，公司在 2017 年启动建设 4 万吨基础锂盐项目的同时加快资源端布局。当前公司锂原料主要来自以下途径：
1) 自有矿山奥伊诺矿业旗下的业隆沟锂矿，具有年产 40.5 万吨的原矿产能，已于 2019 年底建成；
2) 与澳矿的包销协议，包括与 Altura 公司的 5 万吨长协和与银河资源的 6 万吨长协；
3) 市场化采购渠道，包括国内锂精矿和澳洲进口锂精矿。

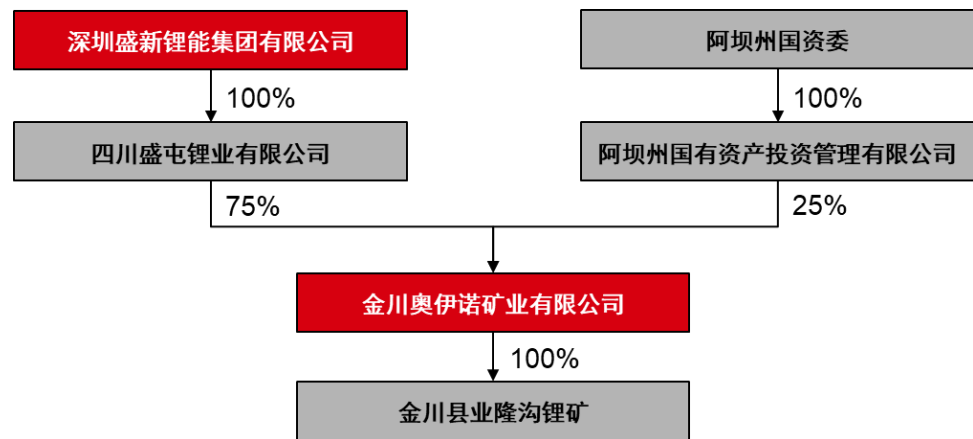
图 24：盛新锂能锂原料业务布局



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司拥有业隆沟锂矿 75% 的股权。 奥伊诺矿业旗下的业隆沟锂辉石矿区位于四川省阿坝州金川县，距离金川县城 52km，2019 年 11 月盛新锂能以发行股份的方式收购四川盛屯锂业 100% 的股权，实现对奥伊诺矿业 75% 股权的收购，剩余 25% 股权归属阿坝州国资委。奥伊诺矿业于 2018 年 11 月取得采矿许可证，并于 2019 年 11 月举行投产仪式，进入试生产状态，成为国内为数不多的在产锂矿项目。2020 年下半年，奥伊诺矿业生产的锂精矿正式向致远锂业供货，成为公司锂精矿原料保障之一。

图 25：业隆沟锂矿所有权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

业隆沟锂矿规划产能 40.5 万吨/年。根据公司 2020 年 10 月披露的增储报告，业隆沟矿区范围内的矿石资源量合计为 857.9 万吨，含 Li_2O 资源量 11.15 万吨，平均品位 1.30%，矿区氧化锂资源量达到大型规模。业隆沟锂矿项目设计的锂辉石矿采选规模为 40.5 万吨/年，项目寿命为 14 年。项目总投资 5.46 亿元，根据《四川省金川县业隆沟锂多金属矿采矿权出让收益评估报告》内容，业隆沟锂矿的露天开采成本为 301.53 元/吨，地下开采成本为 358.43 元/吨，折合 6%品位锂精矿的生产成本分别为 258、306 美元/吨。

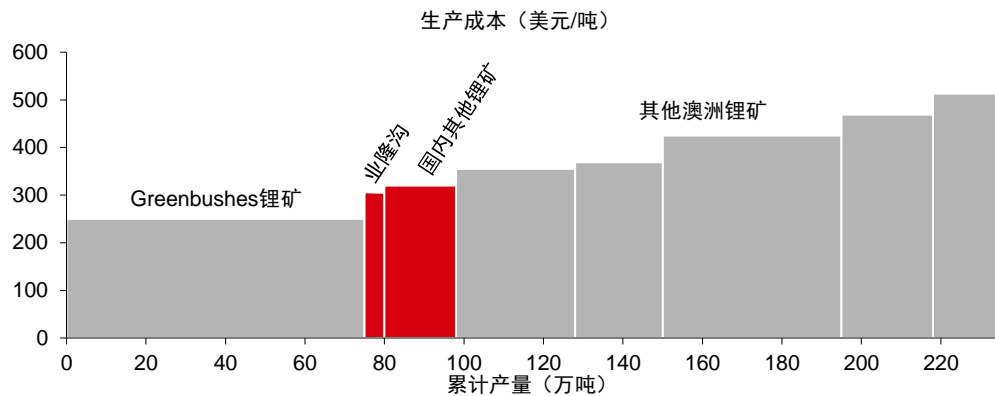
表 3：业隆沟锂矿项目详情

项目	单位	数值	备注
资源量	万吨	857.9	探明的++控制的+推断的
品位	$\text{Li}_2\text{O}\%$	1.30	伴生铌、钽等金属
Li_2O 含量	万吨	11.15	
设计产能	万吨/年	40.5	锂原矿产能
露天开采成本	元/吨	301.53	折 6%锂精矿成本为 258 美元/吨
地下开采成本	元/吨	358.43	折 6%锂精矿成本为 306 美元/吨
项目寿命	年	14.2	

资料来源：《四川省金川县业隆沟锂多金属矿采矿权出让收益评估报告》，公司公告，中信证券研究部

业隆沟锂矿生产成本处于行业较低水平，将成为公司低成本原料保障。根据 Roskill 披露的澳洲锂精矿项目的成本数据，除天齐锂业旗下的 Greenbushes 锂矿外，其余澳矿企业锂精矿的生产成本在 350-450 美元/吨水平，业隆沟锂矿和建设中的李家沟锂矿的生产成本则在 300 美元/吨，若考虑运费等因素，则显著低于澳矿的成本。业隆沟锂矿未来将为公司提供稳定的低成本锂矿原料，有助于巩固公司的成本优势。

图 26：业隆沟锂矿生产成本同业对比



资料来源：公司公告，Roskill，中信证券研究部

公司在本土锂资源开发利用上已具备先发优势。业隆沟锂矿是国内少数进入稳定生产运营状态的锂矿项目，同时公司也是国内锂行业上市公司中唯一具备四川省锂矿开发建设经验的企业。未来在资源获取、矿山建设和产品利用方面具备显著的先发优势。公司在锂资源环节重点布局国内锂矿，未来有望进一步提升资源自给率并巩固成本优势。

表 4：中国主要锂矿项目概况

上市公司/归属公司	企业	矿山	矿石资源量/万吨	品位 (Li ₂ O)	Li ₂ O 含量 (万吨)	设计开采规模	开采年限/采/探矿证年限	备注
融捷股份	融达锂业	甲基卡	2899.5	1.42%	41.2	105 万吨/年	2013-2041 年	2019 年复产，现有采选能力 45 万吨/年，一期扩产至 105 万吨/年并推进二期 145 万吨/年建设
能投锂业	德鑫矿业	李家沟	4036.2	1.30%	51.2	105 万吨/年	2013-2043 年	2019 年起复工建设，计划 2021 年底建成投产
盛新锂能	奥伊诺矿业	业隆沟	857.9	1.30%	11.15	40.5 万吨/年	2018-2036 年	2019 年 11 月试生产，2020 年正式产出锂精矿
众和股份	金鑫矿业	马尔康党坝	3652.1	1.33%	66.1	85 万吨/年	2008-2023 年	处于小规模生产状态
天齐锂业	盛合锂业	雅江措拉	1971.4	1.30%	25.6	120 万吨/年	2012-2032 年	目前暂缓建设
兴能集团	斯诺威矿业	德扯弄巴	2624.8	1.34%	29.3	100 万吨/年	2019-2021 年	正在办理采矿权证，办结后会推进项目建设

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

优质客户加速导入，打造行业领先的供应链

公司下游客户导入顺利，保障产能释放。盛新锂能的锂盐产线自 2018 年投产以来，下游客户开发迅速，目前已有包括雅保公司、宁德时代、LG 化学、巴莫科技、厦门钨业、杉杉能源等多家动力电池和正极材料头部企业与公司签订了采购协议。下游客户的顺利导入，保障了公司锂盐产能的快速达产，同时也保障了公司未来新建产能的稳定释放。

表 5：盛新锂能签订的供货协议/战略合作协议

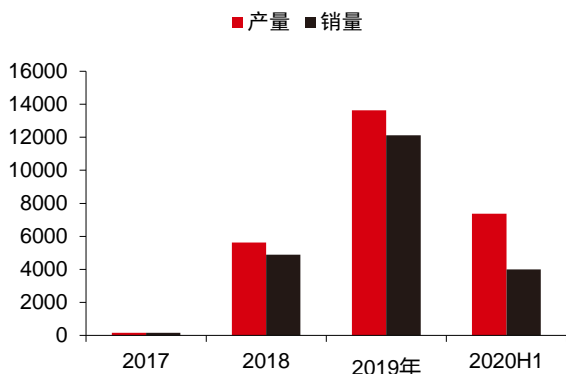
时间	协议内容
2018.02	雅保公司与致远锂业签署了三年合作框架协议，2018 年致远应为雅保代工 6875-8430 吨锂盐产品，2019-2020 年提供不少于 1 万吨锂盐，雅保公司则向致远提供所需的锂精矿
2019.06	威华股份与巴莫科技签订战略合作协议，巴莫科技拟向致远锂业采购锂盐，预计 2019 年度至

时间	协议内容
	2024 年度每年采购量分别为 300 吨、10,000 吨、10,000 吨、18,000 吨、21,000 吨、25,000 吨
2020.07	宁德时代与威华股份签署了长协合同，宁德时代将在 2020.07-2021.06 期间向威华采购 1 万吨碳酸锂和 3000 吨氢氧化锂
2020.08	LG International 与致远锂业签署细磨氢氧化锂购买协议，其中 1500 吨在 2020.07-2020.12 装运，2021 年预估采购量在 2020 年底前协商确定

资料来源：公司公告，中信证券研究部

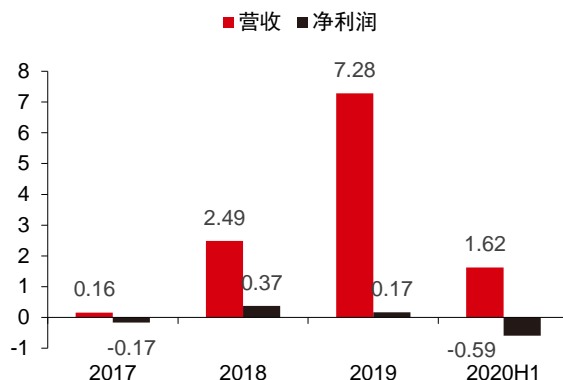
雅保公司的代工业务支撑公司早期发展。2018 年，在公司 1.3 万吨锂盐产线尚未建成之时，雅保公司即与公司签署了三年合作框架协议，2018-2019 年公司锂盐产销主要来自雅保公司的代工订单。借助与雅保公司的合作协议，2018 年公司锂盐产线投产后迅速释放产量，2018、2019 年产量分别为 5632 吨、13632 吨。2020 年起，受行业变化影响，公司与雅保的代工业务暂停，转向自主产销。2020 年上半年公司锂盐产量为 7374 吨，销量下滑主要是由于疫情导致电动车产销和动力电池装机量大幅下滑。

图 27：致远锂业锂产品产销数据（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

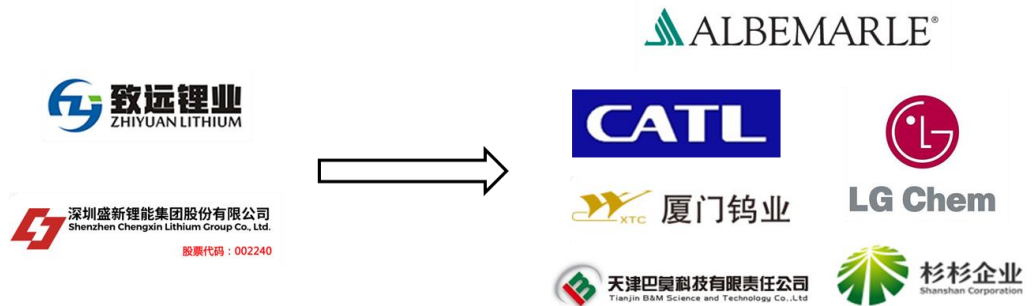
图 28：致远锂业营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2020 年公司迅速突破下游动力电池龙头客户。2020 年 7 月和 8 月，公司先后公告了与宁德时代和 LG 化学签订供货协议，向其供应碳酸锂和氢氧化锂产品。公司成为国内锂盐企业中继天齐锂业和赣锋锂业之后第三家实现对海外优质客户大批量供货的企业。宁德时代和 LG 化学作为全球动力电池龙头，与其开展合作不仅表明下游客户对公司锂盐产品的认可，同时也为公司未来扩展更多优质客户奠定基础。除宁德时代和 LG 之外，公司下游的长单客户还包括巴莫科技、厦门钨业、杉杉能源等。

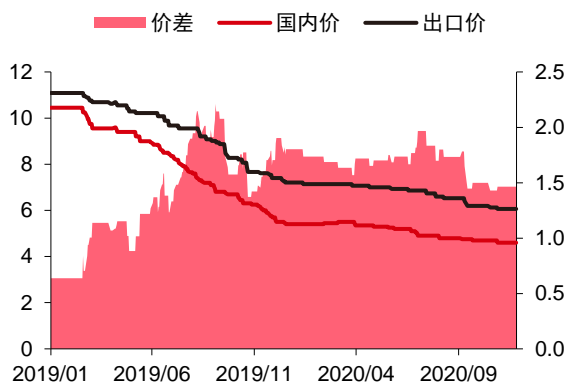
图 29：盛新锂能下游长单客户构成



资料来源：公司公告，各公司官网，中信证券研究部

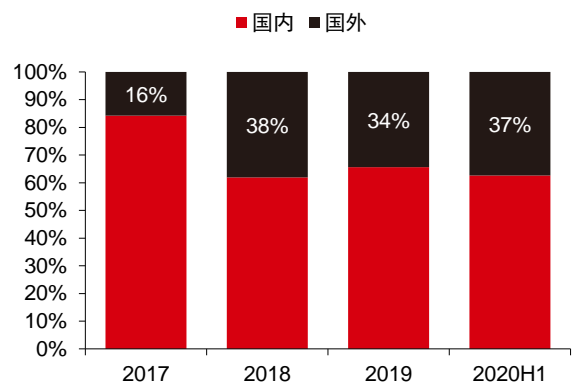
海外锂化合物售价对国内保持溢价，海外订单盈利能力更强。2019 年以来，随着国内锂产品价格快速下跌，海外市场的氢氧化锂产品与国内市场价差持续拉阔，最高时期超过 2 万元/吨，截至目前仍接近 1.5 万元/吨。这一价差使得国内出口业务占比高的公司享有更高的利润水平。2020 年上半年，龙头企业赣锋锂业出口业务占比已达到 37%，在国内锂盐生产企业中处于显著领先水平。公司 2020 年进入 LG 化学供应链后，未来有望继续导入更多海外优质客户，预计出口业务占比提升，带动公司盈利能力增强。

图 30：氢氧化锂国内售价及价差（单位：万元/吨）



资料来源：亚洲金属网，中信证券研究部

图 31：赣锋锂业国内外收入占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

股权激励落地，展现高增长预期

2020 年 12 月 4 日，公司发布了关于向第一期限制性股票激励计划的激励对象首次授限制性股票的公告，计划以每股 6.95 元的价格（公告日当天收盘价为 16.6 元）向包括 49 名核心管理人员及技术骨干在内的 54 人授予限制性股票，合计授予数量为 577.5 万股，加上预留的 111 万股，总数量为 688.5 万股（以最终实际认购数量为准），占公司总股本比例为 0.93%。

表 6：激励对象获授的限制性股票分配情况

激励对象	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占本计划限制性股票总数的比例	占公告披露日公司总股本的比例
周祎	董事长	110	15.98%	0.15%

激励对象	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占本计划限制性股票总数的比例	占公告披露日公司总股本的比例
邓伟军	董事、总经理	85	12.35%	0.11%
方轶	董事、常务副总经理	35	5.08%	0.05%
姚开林	副总经理	35	5.08%	0.05%
王琪	财务总监	35	5.08%	0.05%
核心管理人员及核心技术（业务）骨干（49人）		277.5	40.31%	0.37%
预留部分		111	16.12%	0.15%
合计		688.5	100.00%	0.93%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

激励计划的业绩考核要求彰显公司锂业务的高增长预期。根据公司公告中披露的限售股解禁对应的业绩考核目标，公司 2020-2022 年锂业务营收需满足 30%、100%、300% 的增长，此次授予的限制性股票可按比例解除限售。2019 年公司锂业务营收为 7.28 亿元，对应以上目标，公司 2020-2022 年锂业务营收须达到 9.5 亿元、14.6 亿元和 29.1 亿元。结合公司当前锂盐产能快速扩张的态势，预计公司锂业务将进入高速增长期。

表 7：公司限制性股票激励计划的解除限售安排及业绩考核目标

解除限售期	解除限售时间	解除限售比例	公司业绩考核目标
第一个解除限售期	自首次授予完成之日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%	以 2019 年公司锂相关业务整体营业收入为基数，2020 年锂相关业务整体营业收入增长率不低于 30%
第二个解除限售期	自首次授予完成之日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2019 年公司锂相关业务整体营业收入为基数，2021 年锂相关业务整体营业收入增长率不低于 100%
第三个解除限售期	自首次授予完成之日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2019 年公司锂相关业务整体营业收入为基数，2022 年锂相关业务整体营业收入增长率不低于 300%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 风险因素

锂原料采购的风险，锂价大幅下跌的风险。

■ 盈利预测与关键假设

关键假设

2020年9月，盛新锂能完成人造板业务剥离，公司未来的收入和利润将主要来自锂盐及锂矿业务，另有部分稀土业务的贡献。

假设一：2020年下半年起锂价开启底部复苏，2021-2022年受供需格局偏紧影响，锂价有望持续上涨，假设公司2020-2022年电池级碳酸锂售价分别为4.2/4.8/5.5万元/吨，电池级氢氧化锂售价为5.5/5.8/6.2万元/吨。

假设二：到2020年底，公司基础锂盐建成产能达到4.3万吨，此外射洪基地2万吨氢氧化锂项目预计2021年底建成，公司锂盐产能增长至6.3万吨。公司当前锂盐销售顺畅，假设2020-2022年公司锂产品销售量分别为2.1/3.9/5.3万吨。

假设三：公司锂原料来源包括自产锂精矿和外购锂精矿两部分，自产锂精矿从2021年起贡献7000-9000吨LCE的产能，成本约为2200元/吨；预计外购锂精矿价格从2021年起上涨，2020-2022年公司外购锂精矿成本为500/425/500美元/吨。

表8：盛新锂能主营业务关键假设及盈利预测

	单位	2020E	2021E	2022E
总销量	吨	21000	39000	53000
其中：碳酸锂	吨	17000	27000	28000
其中：氢氧化锂	吨	4000	12000	25000
平均售价	万元/吨	3.94	4.52	5.16
其中：碳酸锂	万元/吨	3.72	4.25	4.87
其中：氢氧化锂	万元/吨	4.87	5.13	5.49
原材料				
自产锂精矿量	吨 LCE	7000	9000	9000
外购锂精矿价格	美元/吨	500	425	500
收入	百万元	1963	1999	3023
毛利率	%	8.07%	26.35%	29.13%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

盈利预测与估值

公司在2020年9月完成人造板业务剥离后，主营业务更加聚焦于锂盐板块。2020年下半年锂价触底反弹并有望开启中长期修复。公司锂盐产能规模快速增长，并顺利导入海外优质客户，2021年产销有望翻倍。同时公司自产锂精矿也将带来成本优势，增厚盈利。我们预计2020-2022年公司归母净利润为0.78/2.69/4.8亿元，对应EPS预测为0.10/0.36/0.65元/股，现价对应2020-2022年PE为171/49/28倍。我们认为公司在产能规模、客户结构等维度均已跻身国内锂盐行业第一梯队，同时在国内锂资源开发领域具备先发优势。结合国内锂行业可比公司的估值水平，给予公司2021年5倍PB估值，对应目标价为23.75元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：盛新锂能盈利预测与估值

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,518	2,279	1,963	1,999	3,023
营业收入增长率	25%	-10%	-14%	2%	51%
净利润(百万元)	134	-59	78	269	480
净利润增长率	412%	-144%	N/A	246%	79%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.30	-0.11	0.10	0.36	0.65
毛利率%	13.7%	14.5%	8.1%	26.4%	29.1%
净资产收益率 ROE%	6.42%	-2.33%	2.38%	7.61%	11.97%
每股净资产 (元)	2.82	3.41	4.39	4.75	5.39
PE	59	-162	171	49	28
PB	6.3	5.2	4.1	3.8	3.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 12 月 7 日收盘价

■ 相关研究

- 有色金属锂行业专题报告（十）—西澳锂矿企业 2020Q3 生产经营总结 (2020-11-10)
- 有色金属锂行业重大事项点评—锂资源保障成为核心关切，锂价上涨有望提速 (2020-11-03)
- 有色金属锂行业重大事项点评—澳洲锂精矿再出清，锂价有望大幅上涨 (2020-10-27)
- 有色金属锂行业深度报告—锂价有望走出长期底部开启复苏 (2020-09-21)

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,518	2,279	1,963	1,999	3,023
营业成本	2,174	1,949	1,805	1,472	2,143
毛利率	13.68%	14.46%	8.07%	26.35%	29.13%
营业税金及附加	28	21	21	21	30
销售费用	72	94	76	75	108
营业费用率	2.87%	4.14%	3.85%	3.73%	3.56%
管理费用	103	123	114	82	127
管理费用率	4.11%	5.38%	5.80%	4.10%	4.20%
财务费用	45	73	79	69	75
财务费用率	1.78%	3.20%	4.04%	3.43%	2.49%
投资收益	(8)	(8)	262	30	30
营业利润	120	(65)	90	331	595
营业利润率	4.77%	-2.85%	4.57%	16.58%	19.68%
营业外收入	9	1	4	5	3
营业外支出	2	3	5	3	4
利润总额	127	(67)	89	333	595
所得税	(1)	(4)	7	50	89
所得税率	-0.93%	6.56%	8.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	(7)	(3)	4	14	25
归属于母公司股东的净利润	134	(59)	78	269	480
净利率	5.34%	-2.60%	3.96%	13.44%	15.88%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	306	400	589	398	680
存货	959	1,050	631	690	998
应收账款	144	214	122	142	229
其他流动资产	268	309	818	765	811
流动资产	1,676	1,973	2,160	1,995	2,718
固定资产	1,486	1,937	1,251	1,850	2,158
长期股权投资	53	46	826	826	826
无形资产	143	382	382	382	382
其他长期资产	239	545	492	444	465
非流动资产	1,920	2,910	2,952	3,502	3,830
资产总计	3,597	4,883	5,112	5,497	6,548
短期借款	561	921	763	883	1,216
应付账款	304	586	303	298	479
其他流动负债	367	480	561	547	579
流动负债	1,231	1,987	1,627	1,729	2,274
长期借款	134	190	50	50	50
其他长期负债	54	60	60	60	60
非流动性负债	188	250	110	110	110
负债合计	1,420	2,237	1,737	1,839	2,385
股本	535	657	744	744	744
资本公积	1,512	1,925	2,485	2,485	2,485
归属于母公司所有者权益合计	2,095	2,538	3,262	3,531	4,011
少数股东权益	82	109	113	127	152
股东权益合计	2,177	2,647	3,375	3,658	4,163
负债股东权益总计	3,597	4,883	5,112	5,497	6,548

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	127	-67	89	333	595
所得税支出	1	4	-7	-50	-89
折旧和摊销	143	156	110	159	192
营运资金的变化	-368	-270	-253	-51	-227
其他经营现金流	96	195	-130	45	43
经营现金流合计	-1	19	-192	437	515
资本支出	-326	-396	643	-686	-489
投资收益	-8	-8	262	30	30
其他投资现金流	106	5	-794	-24	-32
投资现金流合计	-228	-398	111	-679	-491
发行股票	0	0	647	0	0
负债变化	1,373	1,664	-298	120	333
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-1,291	-1,377	-79	-69	-75
融资现金流合计	82	287	270	51	258
现金及现金等价物净增加额	-147	-92	189	-191	282

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	24.77%	-9.51%	-13.86%	1.82%	51.26%
营业利润增长率	396.00%	-154.07%	N/A	269.54%	79.60%
净利润增长率	411.84%	-144.07%	N/A	245.78%	78.78%
毛利率	13.68%	14.46%	8.07%	26.35%	29.13%
EBITDA Margin	12.46%	7.00%	13.93%	27.33%	27.68%
净利率	5.34%	-2.60%	3.96%	13.44%	15.88%
净资产收益率	6.42%	-2.33%	2.38%	7.61%	11.97%
总资产收益率	3.74%	-1.21%	1.52%	4.89%	7.33%
资产负债率	39.47%	45.81%	33.98%	33.45%	36.42%
所得税率	-0.93%	6.56%	8.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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；韩国市场以科斯塔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性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。