下载日志已记录，仅供内部参考



# 锂业龙头启示录之一：

## SQM—盐湖锂巨头在资源民族主义下的成长、博弈与启示

电气设备

评级： 看好

日期： 2026.10.15

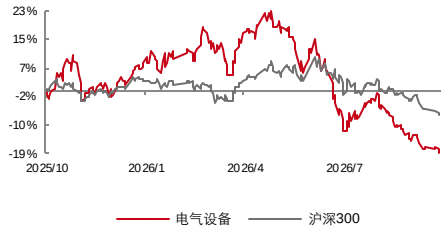
**分析师 白紫薇**

登记编码：S0950525040001

☎：15764324101

✉：baizw@wkzq.com.cn

**行业表现** **2026/10/15**




资料来源：Wind，聚源

**相关研究**

- 《光伏反内卷引导高效 BC 技术推进》(2026/9/23)
- 《钒液流储能的机遇和挑战》(2026/9/18)
- 《2026H1 锂电财报点评：温和通胀延续，关注结构性机会》(2026/9/14)
- 《风电 26Q2 业绩点评：需求下行，业绩承压》(2026/9/14)
- 《光伏 26Q2 业绩点评：亏损延续，静待出清》(2026/9/14)
- 《大储盈利承压，户储景气兑现——储能行业 2026 年 H1 财报梳理分析》(2026/9/14)
- 《盈利修复，成本分化显现 ——A 股锂矿行业 2026 半年报梳理分析》(2026/9/14)
- 《供给弹性重启，成本曲线抬升 ——澳洲锂矿 2026Q2 财报梳理分析》(2026/9/2)
- 《“六张网”建设提速，电网迈入成长周期》(2026/8/25)
- 《钠电深度 2：需求的破茧—从理论优势到落地场景的解构》(2026/7/23)

## 报告要点

**从硝酸盐厂到锂业龙头：资源禀赋奠定护城河，企业智慧决定公司生命长度。**SQM 脱胎于智利硝石产业重组，1993 年通过与 CORFO 签署《项目协议》与《OMA 租约》取得阿塔卡马盐湖经营权，1996 碳酸锂投产。此后以产能扩建、配额谈判与海外并购三线推进，成长为全球锂业龙头。Atacama 优异的资源禀赋奠定提锂成本位于全球成本曲线左侧，即便 2018 年 CORFO 将权利金改为按售价累进、最高档 40% 之后，锂业务仍能在行业低谷维持 20% 以上毛利率，景气阶段则回升至 50% 以上。禀赋奠定护城河，而公司在矿权国有的制度约束下持续以让利换取配额与经营期限的应变能力，则决定了公司的生命长度。

**矿权始终国有，SQM 60 年的成长线是一部用让利换确定性的交易史。**锂在智利属不可授予矿种，1993 年《项目协议》与《OMA 租约》交付的是经营权而非产权。Ponce 家族低价成为实控人以及军政府背景的历史渊源叠加非合规经营的历史隐患，在左翼领导人上台后迎来全面爆发，2014—2018 年 Cascadas、政治献金与 CORFO 权利金三案叠加，SQM 以接受累进权利金、接受罚款、Ponce 退出董事会为代价，将配额上调至 185 万吨 LCE，奠定未来 10 年的产能扩张基础。2022 年国家锂战略要求国家控股战略盐湖后，公司再度让渡利益与经营权，换取 2031—2060 年约 990 万吨 LCE 配额。三次让步逻辑一致：以可计量的经济利益，置换不可再生的经营权期限。

**让利的同时，公司通过产能扩张实现了规模增长。**公司在拿到配额的同时，Atacama 盐湖完成了从 2.2 万吨到 26 万吨的产能跨越，SQM 已经成为全球头部锂资源供应企业。展望未来，公司国内海外双向发力——Atacama 盐湖依托硫酸锂提产抬升回收率、摊薄成本，计划 2027 年底总产能达 30 万吨 LCE；海外 Mt Holland 拟投 4.5~5 亿美元使产能翻倍，同步布局 Andover 锂矿等早期项目。

**多产品协同，五大产品线的组合助力公司穿越周期。**SQM 是全球头部的锂资源供应商、碘供应商、以及硝酸钾供应商。公司整体的战略定位中，锂业务放在重中之重的位置，碘业务可提供稳定现金流，而 SPN、氯化钾和工业化学品业务更多充当锂、碘业务的协同配套板块，并不作为公司未来的增长引擎。由于公司卤水总抽取量受 CORFO 租约的严格约束，资源总量存在硬性上限，以上战略是公司适配政策、优化资源价值、平抑周期波动的较优选择。

**对中国企业的启示：面对资源国主权诉求，企业可考虑以适度让利换取长期资源准入，具体策略需结合国别风险和企业自身条件审慎评估。**1）禀赋仍是护城河第一来源，国内高镁锂比盐湖短期难改成本位次，但可以以技术补禀赋、以海外并购锁定低成本产能；2）业务组合是周期减震器，可配置毛利稳的现金牛业务，增加估值韧性；3）面对资源民族主义，可考虑以适度让利换取长期资源准入，具体策略需结合国别风险和企业自身条件审慎评估。

**风险提示：** 1.本文为分析师基于 SQM 案例的分析框架，而非普遍适用的绝对规律，不代表对所有企业的价值判断；2.研究报告所用公开信息更新不及时的风险；3.地缘政治风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 内容目录

一、SQM 锂业龙头的成长之路 ..... 4
1.起源：从硝酸盐厂商到顶级盐湖的入场券 ..... 4
2.基石：禀赋优质盐湖奠定企业护城河 ..... 5
3.扩张：稳步增产及适度并购至全球头部锂供应商 ..... 7
4.应变：智利锂国有化政策下选择与国家“共舞” ..... 8
二、复盘历史——与政府斡旋的 60 年 ..... 9
成立之初的羁绊——SQM 脱胎于政府，历经两次国有化和私有化改革 ..... 9
1993 年——用“综合开发”换锂入场券 ..... 10
2018 年——丑闻谷底的自救性和解，让渡利益换取锂配额增加 ..... 12
股权穿透持股案件（Caso Cascadas）：财富转移的重要抓手 ..... 12
政治献金案件（Caso SQM）：绑定政治利益，寻求政治庇护 ..... 13
Atacama 租约合同案件（Caso CORFO）：政府以矿权为要挟要求更多利益 ..... 14
2025 年——资源民族主义下的应变 ..... 16
三、在博弈中成长为全球锂–碘–特种肥一体化盐湖化工龙头企业 ..... 19
三大资源鼎立格局——智利盐湖+智利硝石矿+澳洲硬岩锂矿 ..... 19
五大产品构建多元化网络，周期抗波动性强 ..... 23
1.锂：贡献业绩弹性，未来继续推进产能扩张并探索 DLE 技术 ..... 23
2.碘：稳定贡献现金流，并未启动项目扩建 ..... 25
3.SPN（特种植物营养）：重要性减弱，核心为控制成本 ..... 26
4.氯化钾：主动减产，为锂让路 ..... 27
5.工业化学品：与农业产品共用产线，增加灵活性，维持公司龙头地位 ..... 28
四、对中国企业的启示 ..... 29
1.资源禀赋决定企业护城河 ..... 29
2.适当的业务组合可有效平滑周期波动 ..... 29
3.出海并购中，可适度让渡利润换取长远的发展空间 ..... 29
风险提示 ..... 30

# 图表目录

图表 1：SQM 编年史 ..... 4
图表 2：全球主要盐湖资源量排名（万吨 LCE） ..... 5
图表 3：全球主要盐湖 Li 离子浓度（ppm） ..... 5
图表 4：2025 年全球主要锂资源成本曲线（元/吨） ..... 6
图表 5：SQM 锂业务毛利润（百万美元） ..... 6
图表 6：SQM 锂业务毛利率 ..... 6
图表 7：SQM-Atacama 锂产能跃迁（万吨） ..... 7
图表 8：SQM 持股 Holland 锂矿 50%权益 ..... 7
图表 9：SQM 权益内 Holland 矿山产量（折 LCE，万吨） ..... 7
图表 10：Ponce 个人履历及其对 SQM 的控制路径（持股穿透结构为截至 2002 年数据） ..... 10
图表 11：SQM 逐步获得 Atacama 盐湖经营权 ..... 11

下载日志已记录，仅供内部参考


图表 12：《OMA 矿业财产租赁协议》（93 版本）中 SQM Potasio 主要权利与义务.....11
图表 13：Caso Cascadas 案件始末.....13
图表 14：CasSQM 案件始末.....14
图表 15：CORFO 案件始末.....14
图表 16：2018 年合同约定.....15
图表 17：2018 年锂、钾费率的具体情况.....15
图表 18：SQM 与 Codelco 共同开发 Atacama 盐湖.....17
图表 19：协议相关安排.....17
图表 20：协议要求的社区发展贡献.....18
图表 21：SQM 主要子公司及相关业务.....19
图表 22：Atacama 锂、钾资源量情况（截至 2025 年 12 月 31 日）.....20
图表 23：Atacama 锂、钾储量情况（截至 2025 年 12 月 31 日）.....20
图表 24：SQM 智利北部核心资源区位分布图.....20
图表 25： El Norte Grande Caliche 矿区截至 2025 年 12 月 31 日碘资源量汇总.....21
图表 26： El Norte Grande Caliche 矿区截至 2025 年 12 月 31 日碘储量汇总.....21
图表 27： El Norte Grande Caliche 矿区截至 2025 年 12 月 31 日硝石矿资源量汇总.....21
图表 28： El Norte Grande Caliche 矿区截至 2025 年 12 月 31 日硝石矿储量汇总.....21
图表 29：Mt Holland 锂资源量情况（截至 2025 年 12 月 31 日）.....22
图表 30：Mt Holland 锂储量情况（截至 2025 年 12 月 31 日）.....22
图表 31：Mt. Holland 锂矿山与 Kwinana 氢氧化锂精炼厂.....22
图表 32：SQM 各业务板块营收结构（2020-2025，百万美元）.....23
图表 33：SQM 各业务板块毛利贡献结构（2020-2025，百万美元）.....23
图表 34：2020-2025 年锂资源产量（折 LCE，万吨）.....23
图表 35：SQM 锂业务营收、毛利及毛利率（百万美元）.....24
图表 36：SQM 锂业务毛利润占比情况.....24
图表 37：Salar Futuro 项目整体工艺框图.....24
图表 38：2020-2025 年碘资源产量（万吨）.....25
图表 39：碘提取工艺对比：SQM 硝石矿 VS.海外同业卤水/油气法.....25
图表 40：SQM 碘业务营收、毛利及毛利率（百万美元）.....26
图表 41：SQM 碘业务毛利润占比情况.....26
图表 42：2020-2025 年 SPN 产量（万吨）.....26
图表 43：SQM SPN 业务营收、毛利及毛利率（百万美元）.....27
图表 44：SQM SPN 业务毛利润占比情况.....27
图表 45：2020-2025 年钾盐产量（万吨）.....27
图表 46：SQM 氯化钾业务营收、毛利及毛利率（百万美元）.....28
图表 47：SQM 氯化钾业务毛利润占比情况.....28
图表 48：SQM 工业化学品业务涉及的主要产品.....28
图表 49：SQM 工业化学品业务营收、毛利及毛利率（百万美元）.....28
图表 50：SQM 工业化学品业务毛利润占比情况.....28

下载日志已记录，仅供内部参考



# 一、SQM 锂业龙头的成长之路

SQM（Sociedad Química y Minera de Chile S.A.）是一家全球化工和矿业公司，公司总部位于智利，主要生产和销售锂及其衍生品、碘及其衍生品、特种植物营养品、钾肥和工业化学品。**公司是全球最主要的锂资源供给企业之一。**

## 1.起源：从硝酸盐厂商到顶级盐湖的入场券

**SQM 从硝酸盐厂商起家，1993 年通过与政府签订协议拿到顶级盐湖的入场券。**SQM 诞生于智利硝石产业重组背景，成立初期为公私合营企业，主要为了解决智利硝石产业重组问题。1993 年 SQM 与智利国有开发公司 CORFO 签订《项目协议》和《OMA 租约》，获得了智利北部 Salar de Atacama（阿塔卡马盐湖）项目经营权。1996 年碳酸锂投产，SQM 锂业务正式起步。

**后续 SQM 通过在 Atacama 盐湖进行产能扩张、与 CORFO 谈判获得新增配额以及海外并购项目等途径，逐步扩张锂业务。**锂在智利属于不允许私人开发矿种，国家掌握矿权，SQM 与 CORFO 所签约定仅可拿到经营权。SQM 通过让渡部分利益获得 Atacama 经营权，并逐渐扩张锂业务产能，同时持续布局海外业务，与 Weafarmers 共同开发 Mt Holland 锂矿项目，形成锂产能的有效海外补充。目前 SQM 已经具备近 30 万吨 LCE 产能。

图表 1：SQM 编年史

| | |
|---|---|
| 1968 | SQM 由私人企业 Anglo Lautaro 与智利国有开发公司 CORFO 合资成立 |
| 1971 | Anglo Lautaro 将其全部股份出售给 CORFO，SQM 成为智利政府所有 |
| 1983 | CORFO 启动私有化进程，向公众出售 SQM 股份并于圣地亚哥证券交易所（SSE）上市 |
| 1985 | SQM 开始应用堆浸工艺（heap leaching）提取硝酸盐和碘 |
| 1986 | Coya Sur 工厂开始生产硝酸钾（potassium nitrate） |
| 1988 | 公司私有化进程完成，Ponce 家族通过多层子公司持股，成为公司实际负责人 |
| 1993 | 公司 Series B 美国存托凭证（ADR）在纽约证券交易所（NYSE）以代码“SQM”交易；<br>与 CORFO 签订新《项目协议》和新《OMA 租约》，获得智利北部 Salar de Atacama（阿塔卡马盐湖）项目经营权 |
| 1994 | 启动 Salar de Atacama 项目开发，用于生产氯化钾、碳酸锂、硫酸钾和硼酸 |
| 1996 | Antofagasta 附近的锂化工厂开始生产碳酸锂 |
| 2005 | 锂化工厂开始生产氢氧化锂 |
| 2011 | 碳酸锂扩产完成，年产能达 4.8 万吨；同年 Coya Sur 新建硝酸钾工厂建成，年产能增加 30 万吨 |
| 2013 | Nueva Victoria 碘工厂扩产完成 |
| 2015 | 公司宣布重组碘与硝酸盐业务的计划，以提升生产效率 |
| 2017 | 50/50 合资启动西澳大利亚 Mt. Holland 锂项目 |
| 2018 | 与 CORFO 就《项目协议》和新《OMA 租约》达成一致，锂配额增加 |
| 2021 | 董事会批准西澳大利亚 Mt. Holland 项目开发；完成约 11 亿美元增资 |
| 2022 | 智利碳酸锂与氢氧化锂扩产完成，有效产能分别达 18 万吨和 3 万吨；宣布在中国购建新厂 DIXIN，以智利硫酸锂为原料生产氢氧化锂 |
| 2024 | 澳大利亚 Mt. Holland 锂精矿投产，年产能 38 万吨 SC5.5 锂精矿；<br>5 月完成对 Azure Minerals 的联合收购，各持 50%，其主要资产为西澳 Andover 锂项目60% 权益；<br>5 月与 Codelco 签署 2025—2060 年共同开发 Salar de Atacama 的合伙协议，获增配额；<br>锂盐扩产持续推进——碳酸锂产能达 21 万吨；<br>形成 SQM Lithium Chile、SQM Lithium International、SQM Iodine Nutrition 三大事业部 |
| 2025 | 澳大利亚 Mt. Holland 项目 Kwinana 精炼厂首次产出氢氧化锂；<br>2025/12/27 完成 Codelco 合伙协议，获得 2030—2060 年继续经营 Atacama 盐湖的权利（不并表）：将 Codelco 子公司 Minera Tarar SpA 吸收合并入 SQM 子公司 SQM Salar SpA，成立 Nova Andino Litio SpA，共同开发 Salar de Atacama |

资料来源：SQM2025 年年报，五矿证券研究所

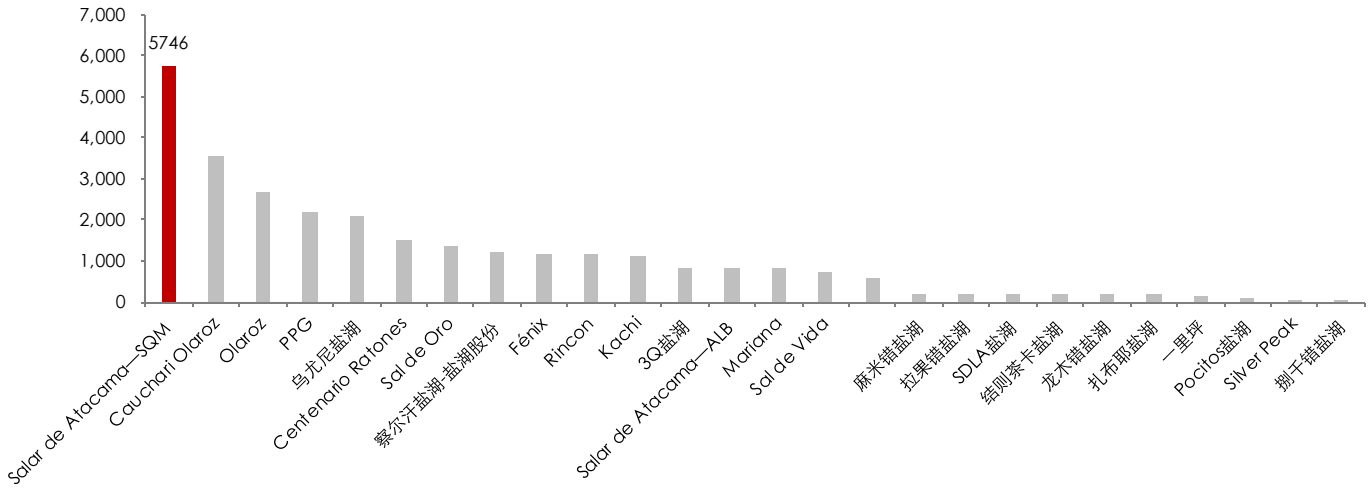
下载日志已记录，仅供内部参考



## 2.基石：禀赋优质盐湖奠定企业护城河

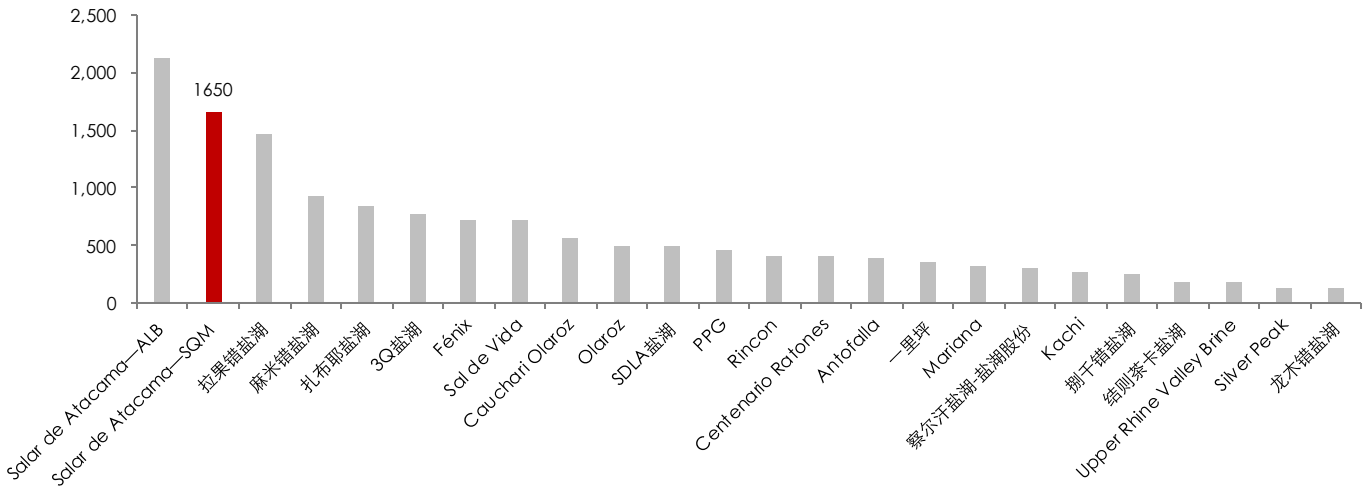
**Atacama 盐湖是全球资源禀赋最优质的盐湖之一，奠定了 SQM 成为锂业龙头的基础。**Atacama 盐湖为硫酸亚镁型盐湖，拥有 5746 万吨 LCE 资源量，全球排名第一；Li 离子浓度 1650ppm，全球排名第二；镁锂比 6.4，避免了复杂的除杂程序，因此 Atacama 盐湖被誉为“全球最优质盐湖锂资源之一”。

图表 2：全球主要盐湖资源量排名（万吨 LCE）




资料来源：各公司公告， 五矿证券研究所

图表 3：全球主要盐湖 Li 离子浓度（ppm）

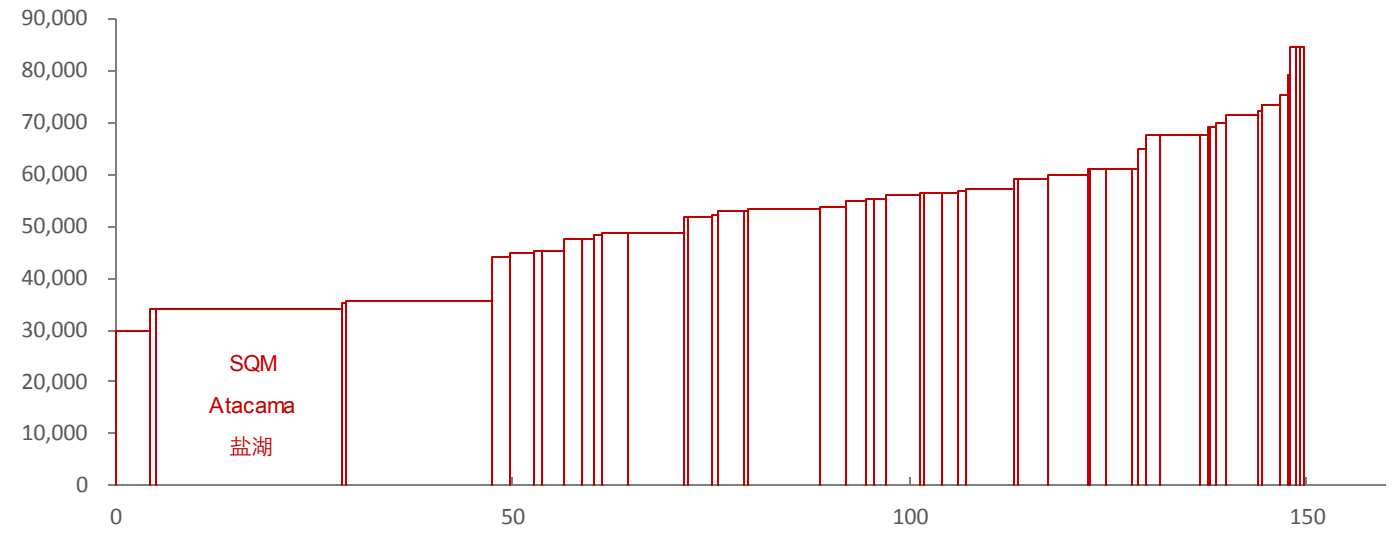



资料来源：各公司公告， 五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考


**Atacama 优异的资源禀赋决定 SQM 提锂成本处于全球第一梯队。**Atacama 盐湖目前以蒸发提锂为主，提锂现金成本约 3.42 万元/吨（不含权益金、运费以及四费等支出），在超 60 座在产盐湖与锂矿中，提锂成本名列前茅。

图表 4：2025 年全球主要锂资源成本曲线（元/吨 LCE）

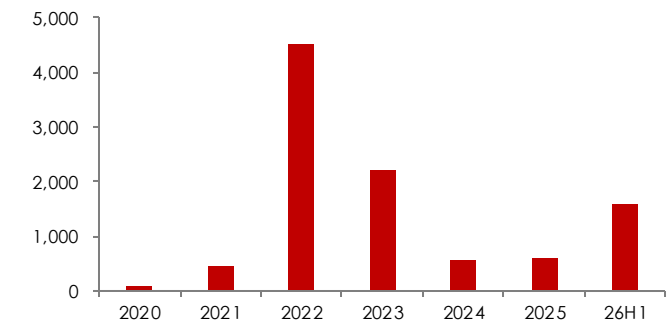



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

**Atacama 较低的提锂成本保证了 SQM 锂业务盈利基本盘。**即便受 CORFO 高额累进制租金限制，Atacama 盐湖仍为公司创造了高额利润。在锂价低迷期的 2020、2024、2025 年，SQM 锂业务毛利率仍超过 20%，锂价高位时 SQM 锂业务毛利率可达到 50%以上。

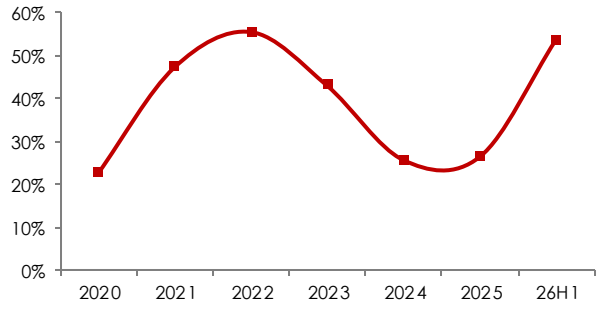
**（注：2018 年起，CORFO 对 SQM 锂产品按照累进费率收取租金：**
*当碳酸锂售价不超过 4,000 美元 / 吨时，就售价中 0 至 4,000 美元的部分按 7% 计征；*
……
*当售价超过 10,000 美元 / 吨时，对超过 10,000 美元的全部增量部分按 40% 计征。*
**意味着当碳酸锂市场价 20 万元/吨时，SQM 需要向 CORFO 缴纳租金约 6 万元/吨）**

图表 5：SQM 锂业务毛利润（百万美元）




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

图表 6：SQM 锂业务毛利率



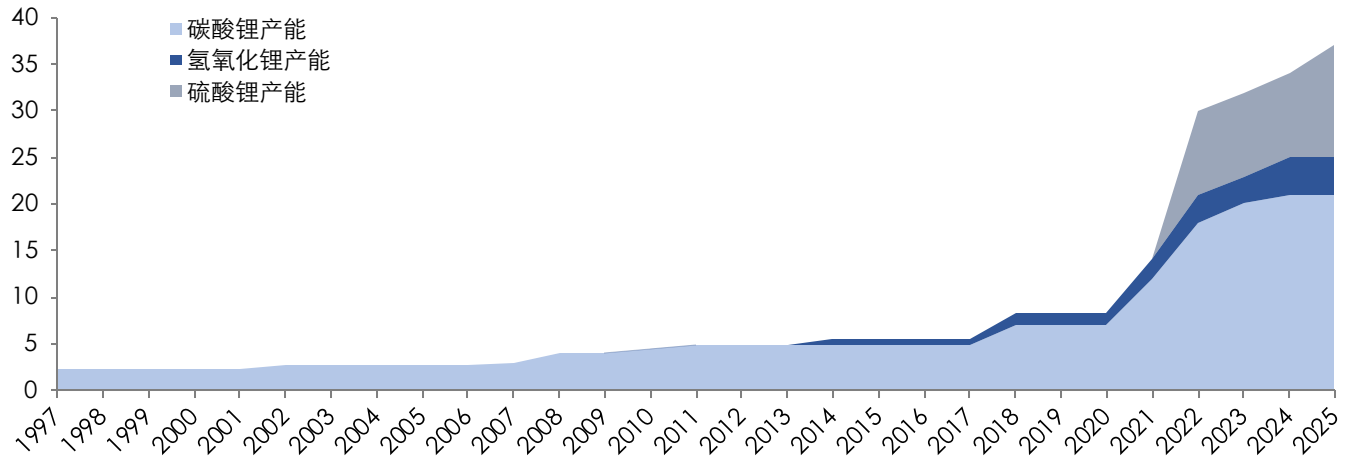

资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考


## 3.扩张：稳步增产及适度并购至全球头部锂供应商

**依托 Atacama 盐湖资源，SQM 逐步扩张，至今在 Atacama 盐湖年产能超 25 万吨 LCE。**Atacama 盐湖初产品为氯化锂和硫酸锂，其中氯化锂运往 Antofagasta 的 Carmen 工厂进一步加工为碳酸锂或氢氧化锂，硫酸锂运往中国的 DiXin 工厂进一步加工为碳酸锂和氢氧化锂。2018 年，SQM 与 CORFO 签订新协议，获得额外配额，开始快速扩建产能，截至 2025 年底，Atacama 盐湖拥有碳酸锂年产能 21 万吨、氢氧化锂年产能 4 万吨、硫酸锂年产能 12 万吨。**公司计划 2027 年将氢氧化锂产线改造成柔性产线（可生产碳酸锂，也可生产氢氧化锂），计划 2027 年底 Atacama 总产能实现 30 万吨 LCE。**

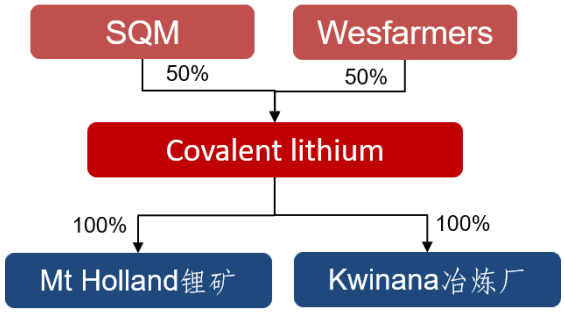
图表 7：SQM-Atacama 锂产能跃迁（万吨）




资料来源：SQM 年报，五矿证券研究所测算

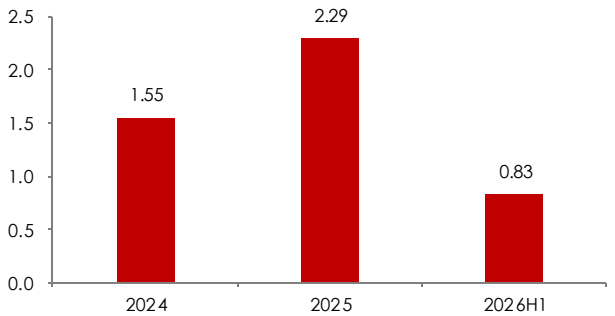
**除 Atacama 盐湖产能扩建外，SQM 将并购视野放眼全球，成功投资澳洲 Mt Holland 锂矿，打造公司锂业务第二增长曲线。**2017 年 SQM 与 Kidman Resources 以 50:50 合资组建 Covalent lithium 企业，负责 Mt Holland 选矿厂及 Kwinana 氢氧化锂精炼厂开发与建设，而后因 Kidman Resources 被 Weafarmers 收购，Holland 矿山与 Kwinana 冶炼厂 2021 年才正式开工建设，2024 年贡献产量，成为 SQM 的第二增长曲线。

图表 8：SQM 持股 Holland 锂矿 50%权益




资料来源：Covalent Lithium 官网，五矿证券研究所

图表 9：SQM 权益内 Holland 矿山产量（折 LCE，万吨）




资料来源：SQM 公司公告，五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考


**此外，SQM 在澳洲、加拿大、纳米比亚布局了部分早期锂矿项目。**

1）Andover 澳洲锂辉石矿：SQM 通过收购 Azure 获得，SQM 持股 Azure 50%股权，Azure 持股 Andover 项目 60%权益。Andover 目前正在进行 DFS 研究，产能规划为 110 万吨锂精矿，预计 2028 年 11 月份开工建设。

2）在加拿大成立 SQM Canada，进行早期矿山勘探。

3）在纳米比亚投资 lithium ridge 项目进行早期勘探中。

## 4.应变：智利锂国有化政策下选择与国家“共舞”

**国家锂战略（ENL）奠定公私合营的制度前提。**2023 年 4 月，智利总统博里奇发布《国家锂战略》（Estrategia Nacional del Litio），确立两大核心目标：提升国家对锂资源租金的参与度，并推动产量可持续增长。战略明确，对锂资源赋存丰富的战略盐湖，将一律采取“公私合营”模式开发，且其中智利国家必须保持控股地位，以实现在锂生产周期中的主导角色。Atacama 盐湖作为智利国内锂资源禀赋高且唯一在产盐湖，被列为战略落地的核心标的。

**SQM、CORFO 与 Codelco 签署系列协议，构建合资体系。**在此框架下，三方自 2023 年 12 月达成《谅解备忘录》，于 2024 年 5 月 31 日正式签署《合作协议》，并配套签订 CORFO－SQM 合同修订、CORFO－SQM 项目协议修订，以及 CORFO 与 Codelco 子公司 Minera Tarar 之间的《阿塔卡马盐沼租赁协议》和《项目协议》等一揽子文件。2025 年 12 月，Minera Tarar 并入 SQM Salar，合资公司 NovaAndino Litio 成立，国家通过 Codelco 实现多数股权（约 51%），奠定公私合营主体。

**SQM 让渡部分经济权益和治理权利，获得了 2030~2060 年确定的锂配额。**SQM 让渡 2025－2030 年（第一期）的部分经济权益——按协议，第一期 Codelco 获取相当于 33500 吨 LCE 的利润份额，其余利润由 SQM 保留，另叠加 6.8% 固定租金收益与 16.5 万吨新增配额利润；2031 年起按照股权分配利润。通过协议，SQM 得到了 2031－2060 年稳定且明确的锂生产配额（总配额约 990 万吨 LCE），从而消除 2030 年后经营权断档风险，锁定长期现金流与产能合法性。

下载日志已记录，仅供内部参考


# 二、复盘历史——与政府斡旋的 60 年

**复盘 SQM 的成长史，绕不开其与智利政府、智利国有开发公司 CORFO 等组织的谈判与博弈。**SQM 的成立之初便带着国家色彩，其后在智利左翼政府与右翼政府的执政更替中，公司国有化与私有化的改革交替中曲折发展。SQM 在锂板块的开疆拓土并非一帆风顺，公司的每一次布局、每一次扩张产能都与国家动向息息相关。

## 成立之初的羁绊——SQM 脱胎于政府，历经两次国有化和私有化改革

**1968 年，为进行硝石产业重组，国家开发机构 CORFO 与私营硝石巨头 Anglo Lautaro 合资成立 SQM。**智利北部硝石产业曾高度发达，但自 1920 年代至 1960 年代产业持续低迷，政府开始主导行业整合。1968 年最大私营硝石商 Anglo Lautaro 与国家开发机构 CORFO 合资设立 SQM，两者分别持股 62.5%和 37.5%，接收硝石资产与产业重整任务。政府授予其硝石开采与销售的垄断权。

**1971 年，左翼政府社会化改革，SQM 被 100%国有化，进入长达 12 年的政府全资阶段。**1970 年，左翼萨尔瓦多·阿连德（Salvador Allende）当选智利总统，开启社会主义改革，对铜、石油、煤炭、硝石等战略资源实施全面国有化。1971 年，CORFO 收购 Anglo Lautaro 在 SQM 中的全部 62.5%股份，SQM 被智利政府 100%国有化，成为国营硝石垄断企业，进入了长达 12 年的完全国家控制时代。

**1973 年，右翼威权独裁者皮诺切特（Pinochet）执政，智利出现私有化浪潮。**阿连德政府改革期间国家财政赤字高企，外汇储备缩水，1973 年右翼威权独裁者皮诺切特发动军事政变，开启 17 年的军政府时期。皮诺切特强调“把生产资源配置交给市场，把加速经济增长的主要任务交予积极性”的原则，并力图通过“价格自由化”、“金融自由化”和“国企私有化”来建立起自由市场经济。其中私有化是其主要的改革方式，智利私有化浪潮由此出现。

**1983~1988 年，SQM 的实际控制人由国家变成私人机构，售卖价格远低于市场价。**SQM 自 1983 年起开始向公众和机构投资者发行股份并成立私有化办公室，1988 年国家实现退出，所有股份均由民众和机构持有。据世界银行测算，1985~1989 年间 SQM 私有化为 CORFO 带来 2.23 亿美元收入，但智利审计署认为不足当时合理价格的 1/3。1985~1989 年间的企业私有化浪潮中，国家财政损失超 20 亿美元。

**Ponce（Julio Ponce Lerou）通过穿透持股操作（Cascadas）成为 SQM 的实际控制人，开启了其对 SQM 长达 30 年的控制。**Ponce 出生于 1945 年，1969 年与皮诺切特二女儿结婚，1979 年以 CORFO 高管身份接管 SQM，1981 年出任 SQM 董事会主席，1983 年因土地交易贪腐指控暂时离开 CORFO 与 SQM，1987 年回归。回归后，Ponce 联合高管建立 Oro Blanco 公司，之后又建立多持股平台，**最终以 5%的实际持股撬动了 SQM 公司的实际控制权。**

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 10：Ponce 个人履历及其对 SQM 的控制路径（持股穿透结构为截至 2002 年数据）




资料来源：SQM 官网，SQM 年报，智利金融市场委员会，五矿证券研究所

**Ponce 的军政府家属身份以及以超低价格获得国家资产为后续矛盾埋下伏笔。**实控人 Ponce 作为前军政府首脑之婿，其在私有化阶段以显著低于公允价值的对价取得国有资产，形成历史治理隐患。智利政坛左右交替下，前期政治依附优势转为治理风险敞口，家族需要在各方间寻求平衡。

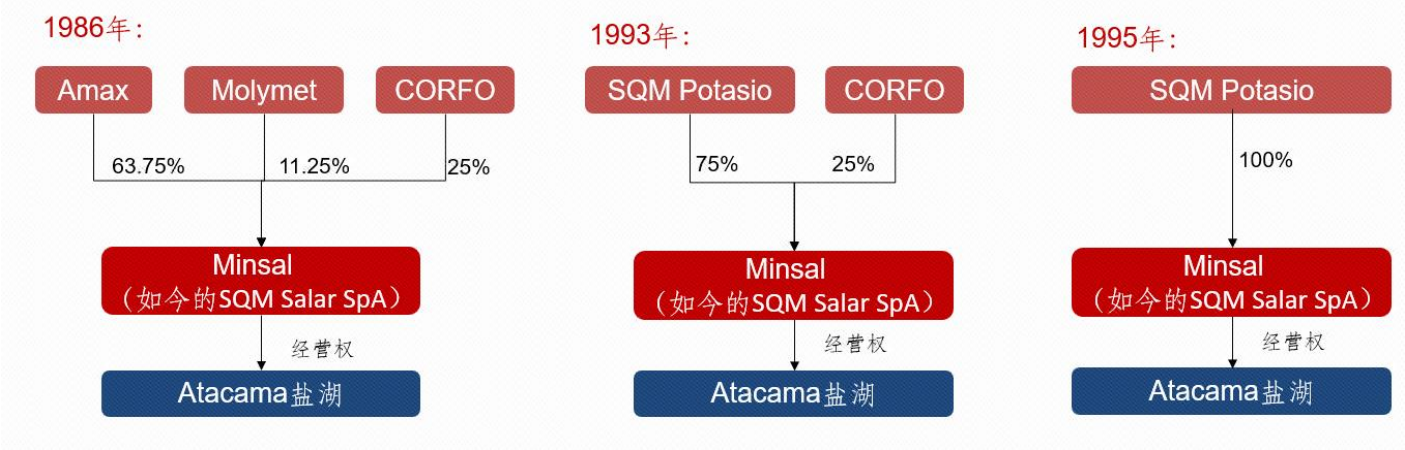
**同时，实控人 Ponce 依托 "Cascadas" 平台层层持股，以有限资金撬动并放大对上市公司的控制权，造成控制权与现金流权显著分离，治理失衡与关联输送隐患累积，为后续家族丑闻爆发埋下伏笔。**

## 1993 年——用“综合开发”换锂入场券

**1993 年 SQM 签订新《项目协议》和新《OMA 租约》获得 Atacama 经营权，并逐步实现 100%经营权。**锂在智利属于“不可授予”矿产，Atacama 盐湖矿权始终归于国家。1993 年 SQM Potasio S.A.购买了 Amsalar 与 Molymet 持有的 Minsal 股权并签署新《项目协议》和新《OMA 租约》，获得了 Atacama 盐湖的经营权，持股 75%。1995 年 12 月，CORFO 将其持有的剩余股权全部出售给 SQM Potasio，SQM Potasio 持股 100%。

下载日志已记录，仅供内部参考


图表 11：SQM 逐步获得 Atacama 盐湖经营权




资料来源：公司公告，五矿证券研究所

**《Salar de Atacama 项目协议》由 CORFO 与 SQM Potasio、SQM S.A. 签署，约定综合开发内容以及各方的权利与义务。**协议规定在 San Pedro de Atacama 公社范围内，尤其在已租 OMA 上，自卤水、含水层、土地、矿权及相关权利中，可生产并商业化一切钾、硼、锂、钠化合物以及其他经济可回收矿物。其中 SQM 主要承担矿权年费与看护责任，CORFO 行使所有权、监督权与选择权等。

**《OMA 矿业财产租赁协议》由 CORFO 与 Minsal 签署，约定了矿权范围、租金收取规则、协议终止情况与双方的权利与义务。**协议约定，SQM 作为承租人，开采范围限制在可开采区，项目租金采取固定租金+浮动租金形式，其中固定租金为 1.5 万美元/年，浮动租金锂产品为销售额的 6.8%、钾产品为销售额的 1.8%。若租金延期超过合同规定期限，则 CORFO 有权提前解约。

图表 12：《OMA 矿业财产租赁协议》（93 版本）中 SQM Potasio 主要权利与义务

| 项目 | 内容 |
|---|---|
| 标的 | CORFO 持有的 OMA 系列矿业财产，位于 Antofagasta 大区 ElLoa 省 San Pedro de Atacama 公社盐湖范围内 |
| 租赁 OMA 总数 | 28,054 |
| 可开采区 | 16,384 |
| 保护区 | 11,670 |
| 外围隔离带 | 1,370 |
| **开采期限** | **2030/12/31** |
| **固定租金** | **租金 1.5 万美元/年，按季度支付** |
| **浮动租金—锂产品** | **销售额的 5% FAS 港口+0.5% FAS 工厂；自第 5 年起工厂端比例可扩至 1.8%** |
| **浮动租金—KCl、钾盐、硼酸、$K_2SO_4$、NaCl、$Na_2SO_4$** | **0.5% FAS 工厂；同样自第 5 年起可扩至 1.8%** |
| **其他未列名产品** | **5%** |
| **计价基础** | **允许按合同扣除 FAS 工厂/FAS 港口相关成本费用后的口径计算** |

资料来源：公司公告，《SQM 在 Lickanantay 人权利影响评估》，五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考


1995 年 CORFO 退出 Minsal 股权、SQM 持股 100% 的同时，CCHEN 就锂的生产销售作出 1995 年决议，设定 30 年期限、18.01 万吨金属锂累计上限、不得用于核聚变三项条件；双方同步修订项目协议与租约，确认 CORFO 虽不再持股，但作为矿权所有权人/出租方的合同权利义务不受影响。

- **授权期限**：CCHEN 授权自商业销售起最长约 30 年；
- **提取配额**：1993–2030 年累计可提取金属锂不超过 18.01 万吨，折合 LCE 约 95.8 万吨，年均约 3.2 万吨 LCE 可生产量；

**本次合作中，SQM 获得锂产业入场资格，但仅仅为使用权而非产权，矿产产权仍保留于智利政府。**CORFO 在合同中保留所有权与监督权，并写入“无论是否保留股东身份，权利义务不受影响”条款。SQM 以接受“配额归 CCHEN 管理、租约归 CORFO 管理、销售须经 CCHEN 授权”的制度约束，换取锂资源入场资格。

**1993 年 1995 年签订的《OMA 矿业财产租赁协议》和《Salar de Atacama 项目协议》奠定了合同框架基础，**在矿权所有人、矿权范围、界标埋设维护、仲裁争议等基础条款做了明晰规定，后续 2018 及 2025 年的修改更多围绕配额、租金费率、开采年限与社区基金等经济性内容。

**本次合同签订后 SQM 累计投入约 3 亿美元，陆续建成“2.2 万吨/年碳酸锂+50 万吨/年 KCl+25 万吨/年硫酸钾+1.6 万吨/年硼酸”工厂，其中 1996 年 Salar del Carmen 碳酸锂工厂投产，SQM 锂业务正式起步。**

## 2018 年——丑闻谷底的自救性和解，让渡利益换取锂配额增加

**2014 年中左翼政府领导人米歇尔·巴切莱特正式就任总统，对 SQM 启动调查与仲裁。**Ponce 家族利用 Cascadas 持股结构不断为家族输送利益、开具虚拟发票贿赂各界政治人士的两件丑闻在 2014 年中左翼政府领导人米歇尔·巴切莱特上台后迎来大爆发，形成了著名的股权穿透持股案件（Caso Cascadas）和政治献金案件（Caso SQM）。同期 CORFO 以 SQM 未支付足额资源费以及未履行保护矿权义务为由对 SQM 提起法律仲裁，要求提前终止 CORFO 合约。**SQM 陷入治理丑闻与核心合约存续风险双重危机。**

**巴切莱特个人特殊的军政历史背景成为本届政府针对 SQM 开展强力监管的潜在诱因。**皮诺切特军事政变时期，巴切莱特父亲因拒绝参与政变、拒不配合军政府统治被冠以叛国罪逮捕，年幼的巴切莱特与母亲亦遭情报机构拘捕、监禁迫害，后续被迫流亡海外，这段经历使其执政团队对传统资本与旧势力关联企业监管态度更为严苛。巴切莱特就职后，智利国家开发机构 CORFO 迅速对 SQM 及其全资子公司 SQM Salar 发起法律仲裁，拉开 2014-2018 年对 SQM 及其控股股东 Ponce 全面监管施压的序幕。

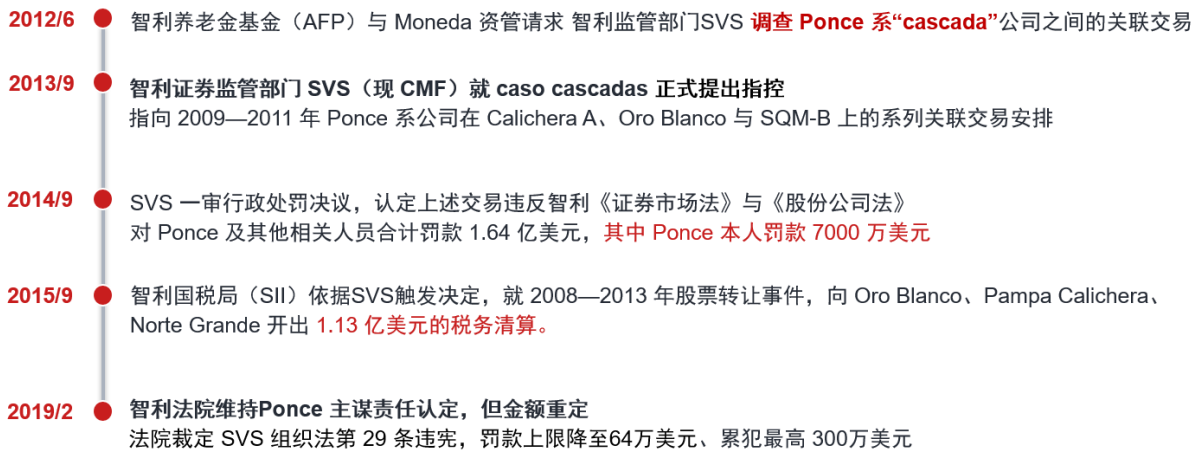
### 股权穿透持股案件（Caso Cascadas）：财富转移的重要抓手

**实控人 Ponce 的穿透持股 Cascada 结构在实现以极少自有资金维持绝对控制的同时，滋生了显著的关联交易空间，侵害小股东利益。**Ponce 利用这种结构进行内部关联交易：由“瀑布”底层公司低价卖出 SQM 股票至其控制的其他公司，再高价买回，形成明显价差收益，Ponce 通过这种方式将数亿美元的财富转移到了自己的口袋，致使智利养老基金（AFPs）等小股东利益严重受损。

下载日志已记录，仅供内部参考


2013 年智利证券和保险监督局（SVS）介入调查，2014 年给予一审处罚，对全部被告处以 1.63 亿美元罚款，其中对 Ponce 给予 7000 万美元的罚款。2019 年，法院将罚款调减至 300 万美元，金额大幅缩减。

图表 13：Caso Cascadas 案件始末




资料来源：公司公告，金融日报，24 horas，五矿证券研究所

**政治献金案件（Caso SQM）：绑定政治利益，寻求政治庇护**

**2009~2014 年间，为了换取政治影响力和有利立法，Ponce 向政界人士输送资金。**2009~2014 年间，SQM 时任总经理帕特里西奥·孔特塞（Patricio Contesse）在公司内部设立专项预算，通过接收未提供实际服务的“虚假荣誉发票”，向政界人士输送资金，涵盖了右翼（UDI、RN）、中左翼执政联盟（新多数派）以及独立候选人。

**2015 年初，SQM 账目问题被 Penta 献金案牵出，智利税务署（SII）启动调查，Ponce 离任 SQM 缓解公司危机。**2015 年初，Penta 案件调查出矿业副部长家属在 SQM 就开局虚假发票，引发税务署对 SQM 的全面调查。2015 年 4 月，Ponce 将非法献金的具体操作责任全部推给总经理孔特塞同时宣布不再竞选 SQM 董事会主席连任，结束了其在 SQM 的 40 年管理生涯，试图与公司切割以减轻公司的公关和法律危机。

**由于 SQM 献金案牵连出多方政党人士，若继续深究则智利几乎整个政治骨干阶层都将面临刑事审判甚至入狱，最终以 SII 对此案定性为“税务过失”的行政案件而告终。**SQM 政治献金案牵涉甚广，甚至牵涉到时任总统巴切莱特的竞选团队，智利几乎整个政治骨干阶层都将面临刑事审判甚至入狱。在此背景下，SII 局长确立了新的标准：将这种涉及整个政治系统的非法献金行为，降格定义为“可以通过缴纳罚款来纠正的税务过失”，而不是“必须入狱的税务犯罪”，用行政罚款代替了刑事判罚。**最终 SQM 向智利国库累计支付了超过 700 万至 1000 万美元（折合数十亿智利比索）的款项，全员无罪收场。**

**在海峡的另一边，SQM 花费 3049 万美元与美国也达成和解。**2015 年 SQM 的献金丑闻的爆发触发了美国《反海外腐败法》（FCPA）的合规风险，与美国监管机构开启了为期 3 年的调查与接触，2017 年 1 月双方达成协定：SQM 向美国司法部 DOJ 和证券交易委员会 SEC 缴纳总计约 3048 万美元的罚款。

下载日志已记录，仅供内部参考


图表 14：Caso SQM 案件始末




资料来源：公司公告，五矿证券研究所

**政治献金案的曝光摧毁了 SQM 的公众形象，表明了该公司在治理上存在的腐败问题，这为 CORFO 收回锂矿资产提供了无可辩驳的道德与法律子弹。**

## Atacama 租约合同案件（Caso CORFO）：政府以矿权为要挟要求更多利益

**巴切莱特履职不久，智利国家开发机构 CORFO 迅速对 SQM 及其全资子公司 SQM Salar 发起法律仲裁，仲裁核心集中于权利金与矿权保护。**仲裁核心指控为 SQM 在 2009-2013 年期间，通过不当核算方式少缴至少 890 万美元盐湖资源权利金，且长期未完善矿权地界标识、未履行国有矿权保护义务。CORFO 就此提出多项严苛诉求，包括追缴拖欠资源费及 2013 年后续相关款项、支付合同损害赔偿金 30%的惩罚性赔偿。

**历经 4 年时间，两轮仲裁，最终 SQM 与 CORFO 达成和解协议，重新签订合同。SQM 承诺如下：**

1） 由子公司 SQM Salar 一次性支付 1750 万美元；

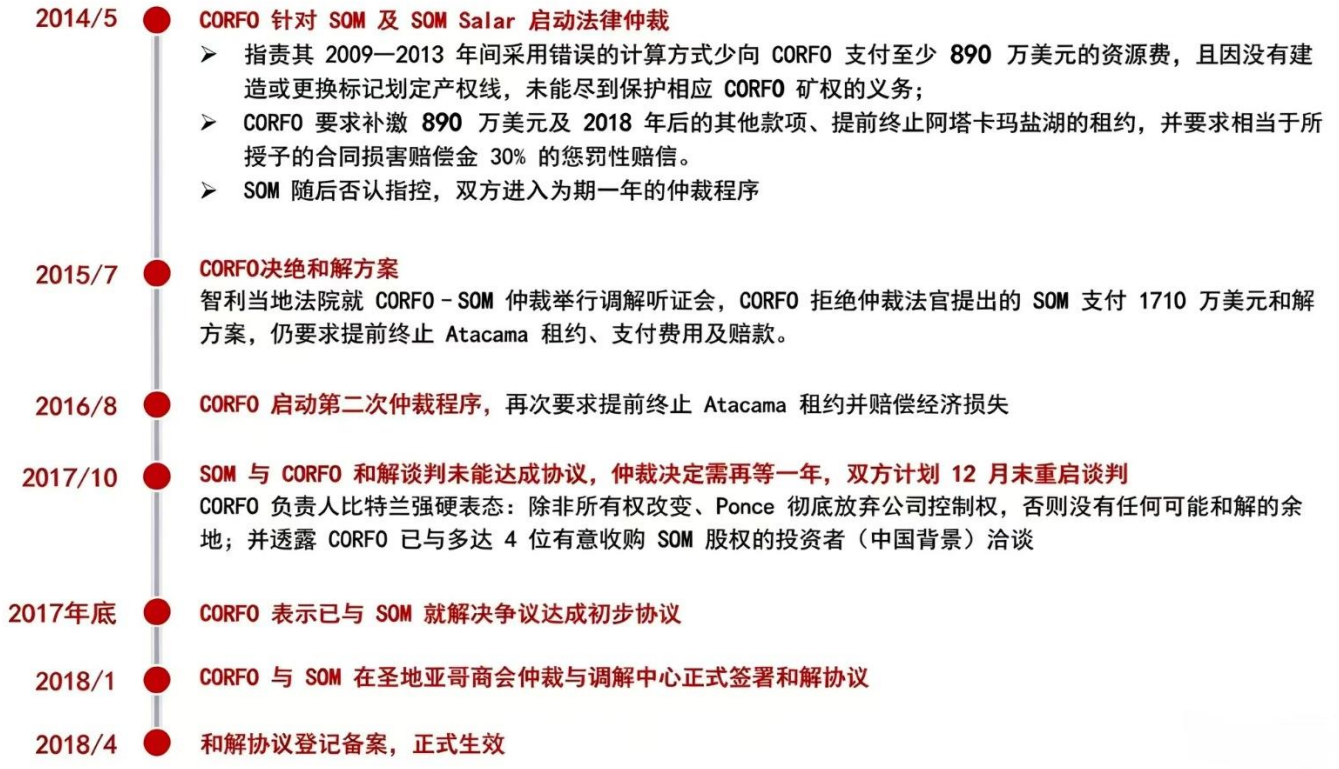
2） 接受累进权利金、社区/R&D/区域发展贡献、环保与履约监督等要求；

3） Ponce 退出董事会控制、终止与 Kowa 一致行动等治理条件。

**CORFO 则授权上调至 2030 年的锂产销配额共计 35 万吨金属锂（折 185 万吨 LCE）。**

图表 15：CORFO 案件始末

下载日志已记录，仅供内部参考


资料来源：公司公告， 五矿证券研究所

图表 16：2018 年合同约定

| 项目 | 协议约定 |
|---|---|
| 锂生产配额 | 新增 35 万吨金属锂配额<br>其中新配额 18.58 万吨、额外配额 11.27 万吨，效率配额 5.11 万吨 |
| 锂租金 | 由固定 6.8%改为累进制，最高可以为 40% |
| 钾租金 | 由固定 1.8%改为累进制，最高可以为 20% |
| 租金基数 | 租金基数为税后加权平均销售价，**不得扣减任何成本或费用** |
| 最低保障收入补足机制 | 任一年度销量低于（6.6 万吨 + 扩产一产能）之和的 **60%**（非不可抗力），SQM 须补付租金至该门槛——即“最低保障收入”条款。 |
| 研发工作 | 1080~1890 万美元 |
| 社区专项资金 | 1000~1500 万美元 |
| 区域发展基金 | 前一年度销售额的 1.7% |

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 17：2018 年锂、钾费率的具体情况

| 碳酸锂售价（USD/t） | 租金费率 | 氯化钾售价（USD/t） | 租金费率 |
|---|---|---|---|
| 0－4,000 | 6.8% | 0－300 | 3% |
| 4,000－5,000 | 8% | 300－400 | 7% |
| 5,000－6,000 | 10% | 400－500 | 10% |
| 6,000－7,000 | 17% | 500－600 | 15% |
| 7,000－10,000 | 25% | ≥600 | 20% |
| ≥10,000 | 40% | | |

资料来源：公司公告,五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考


**纵观三起 SQM 与政府的争议，可以发现：**

**1）政治周期主导案件推进节奏 案件走向与国家领导人意志高度相关。**2014 年中左翼巴切莱特执政加速了以上 3 起案件进展；而 2017 年 12 月中右翼塞巴斯蒂安·皮涅拉 Piñera 的成功当选则让相关事项推进实现质的突破，给了 SQM 喘息空间。

**2）国家在资源层面拥有强话语权且国家在业务层面要求更高经济权益。**锂权益金由 6.8% 固定费率调整为最高 40% 浮动费率，计价基础由扣减成本转为直接销售价格，反映国家侧要求更高资源回报的诉求。

**3）SQM 以 “更高租约成本+治理让步”换取“配额确定性+产能扩张合法性”，公司现金流并未受到损害。**截至 2018 年，SQM 原合同剩余配额仅 6.48 万吨金属锂（折 34 万吨 LCE），难以支撑满产至 2030 年，配额见底成为其被迫接受谈判的重要原因。本次谈判中，SQM 以更高租约成本与治理让步，换取配额确定性与产能扩张合法性，保住至 2030 年现金流，实质取得阶段性主动。

**4）实控人 Ponce 家族基本实现 “全身而退”。** Ponce 家族虽被逐出董事会，仍通过股权充分享受锂电爆发期的巨额现金流，且虽然在 Caso Cascadas 和 Caso SQM 中支付了上千万美元罚款，但并未受到刑事指控与牢狱之灾。

## 2025 年——资源民族主义下的应变

**2022 年左翼领导人博里奇执政，发布国家锂战略，要求国家在战略盐湖开发中持多数股。**2023 年 4 月博里奇发布《国家锂资源开发战略》，要求未来锂合同只以“国家控股的公私合营”形式发放；政府不终止现有合同，但希望企业在合同到期前接受国家参与。

**CORFO 与 Codelco 签订 2030~2060 年的 Atacama 租约协议，倒逼 SQM 上谈判桌。2023 年** CORFO 将 2030 年后的 Atacama 盐湖采矿特许权租给 Codelco（智利国家铜业公司）的全资子公司 Minera Tarar，期限 2031—2060 年（Tarar 租约协议），并另签一份约定同期开采条件的项目协议（CORFO–Tarar 合同）。意味着 2030 年后 SQM 将彻底失去 Atacama 经营权。

**为争取自身权益，2023 年 5 月，SQM 与 Codelco 签订《合伙协议》，启动锂业务整体重组；2023 年 12 月，SQM 与 Codelco 签署谅解备忘录 MoU，开启重组计划；在经历了两年的全球审批后，2025 年 12 月 Minera Tarar 并入 SQM Salar，存续公司更名 Nova Andino LitioSpA，合营正式落地。**

下载日志已记录，仅供内部参考


图表 18：SQM 与 Codelco 共同开发 Atacama 盐湖




资料来源：公司公告，五矿证券研究所

在智利国家锂业战略及 Atacama 盐湖长期开发框架下，CORFO、Codelco 与 SQM 达成了涵盖仲裁和解、租约延长与公私合营（PPP）的系列协议，协议对 SQM 原有盐湖租约进行了重构，划分了 2025–2030 年过渡期与 2031–2060 年长期合作期，确保租赁经营权的平稳过渡。

图表 19：协议相关安排

| 条款 | 协议约定 |
|---|---|
| 实现方式 | Codelco 子公司 Minera Tarar SpA 并入 SQM 子公司 SQM Salar SpA，后者更名 Nova Andino Litio SpA |
| 股权 | Codelco 50%+1 股；SQM 50%−1 股 |
| 第一期 2025—2030 | SQM 在股东大会享多数投票权并合并报表；<br>SQM 负责总管理；<br>Codelco 对特定事项享否决权 |
| 第二期 2031—2060 | Codelco 在股东大会享多数投票权并合并报表 |
| 第一期生产配额 | 166 万吨 LCE |
| 第二期生产配额 | 990 万吨 LCE |

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考


图表 20：协议要求的社区发展贡献

| 贡献项 | 内容 |
| --- | --- |
| 基础贡献 | 销售额的 0.87%；另加销售额的 0.3% 给安托法加斯塔大区政府 |
| | 给予阿塔卡马市销售额 0.2%； |
| 市政贡献 | 给予安托法加斯塔市销售额 0.1%； |
| | 给予玛丽亚埃莱娜市销售额 0.1% |
| 基金一 | 每年 1000–1500 万美元可变金额+ 销售额 0.1%+ 每年额外 100 万美元，惠及社区 |
| 基金二 | 每年 900 万美元，惠及社区 |
| 基金三 | 每年 100 万美元，惠及社区 |
| 基金四 | 销售额的 0.13%（最低 200 万美元） + 每年额外 50 万美元，惠及社区 |

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

**复盘 SQM 六十年，其发展史本质是一部与智利政府围绕 Atacama 盐湖矿权的博弈史，核心矛盾是资源产权国有与开发经营权私有之间的张力。**

- 1963–1993 年，公司脱胎于 CORFO 与 Anglo Lautaro 的合资，历经阿连德国有化（1971）与皮诺切特私有化（1983–1988），Ponce 借 Cascadas 金字塔以显著低于公允价值的对价取得控制权。“低价私有化 + 控制权与现金流权分离”的起点，为后续治理危机埋下伏笔。
- **1993 年《项目协议》与《OMA 租约》确立关键边界：SQM 取得的是使用权而非产权，矿权始终归国家**，公司以此换来锂产业入场券，累计投入约 3 亿美元建成 2.2 万吨/年碳酸锂产能。
- 2014–2018 年三案（Cascadas 关联交易、政治献金、CORFO 权利金）集中爆发，SQM 以“更高租约成本 + Ponce 退出董事会”换取新增 185 万吨 LCE 配额。
- 2022 年起博里奇国家锂战略要求战略盐湖国家控股，CORFO 将 2030–2060 年租约授予 Codelco，SQM 选择与 Codelco 成立合资企业，通过让渡部分 2025~2030 年的经营利润，获得 2030~2060 年的约 50%的经济收益。

**贯穿六十年的规律有三：**

- **一是政治周期主导博弈节奏（左翼趋强监管、右翼重合同稳定）；**
- **二是国家在资源端话语权持续增强（权利金由 6.8% 固定费率升至最高 40% 累进）；**
- **三是 SQM 的策略始终围绕适度让渡利益、换取配额与经营的确定性——这正是其穿越政权更迭仍能维持全球锂业龙头地位的关键。**

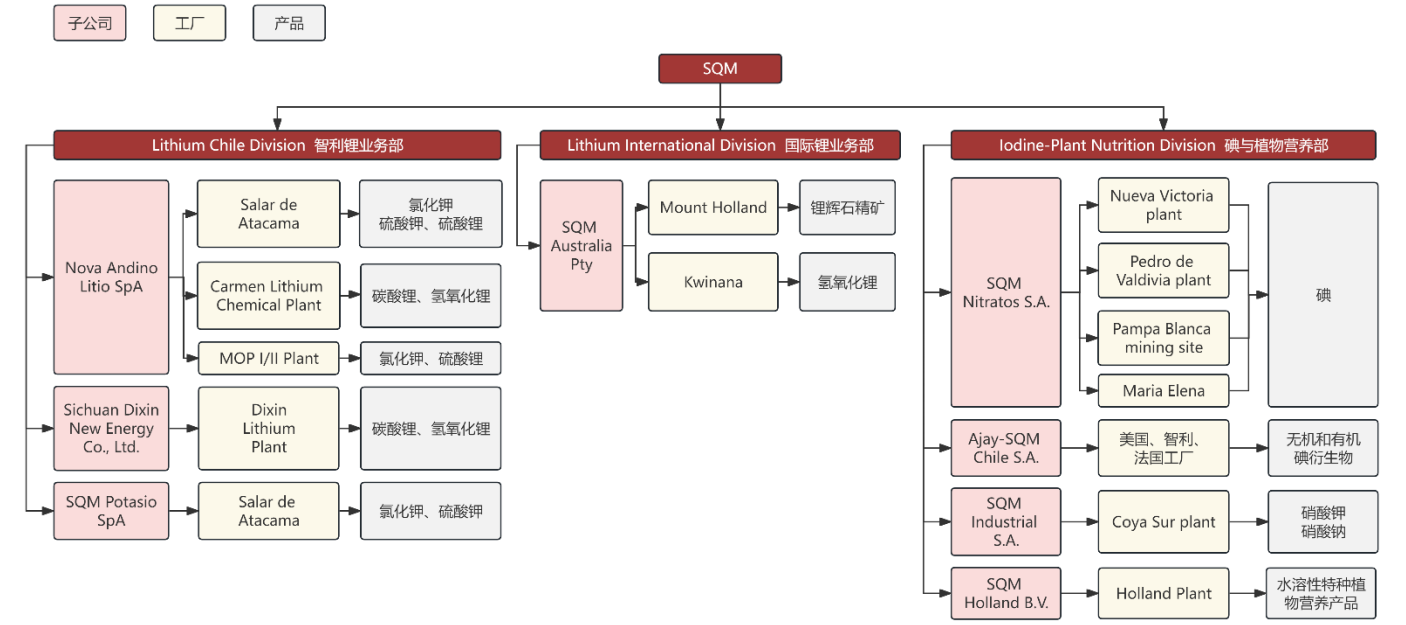
下载日志已记录，仅供内部参考


## 三、在博弈中成长为全球锂-碘-特种肥一体化盐湖化工龙头企业

**SQM 利用三大资源建立起五大产品销售网络。**公司核心资源主要包括智利北部的盐湖卤水资源、硝酸盐矿资源以及澳洲锂矿资源，并围绕这些资源建立锂、钾、碘及特种植物营养品等产品的生产体系。SQM 不仅是全球头部的锂资源生产企业，也是全球头部碘资源生产企业。

**SQM 主要下辖三大事业部——智利锂业务分部、国际锂业务分部以及碘与植物营养业务分部。**其中，智利锂业务分部依托 Atacama 盐湖资源，负责锂及钾产品的核心资源开发与生产，是公司重要的锂、钾产品资源来源；国际锂业务分部通过澳大利亚 Mt. Holland 锂矿和 Kwinana 锂盐加工厂，承担锂资源来源多元化和全球产业链延伸的功能；碘与植物营养业务分部则依托智利硝酸盐矿资源和 Atacama 钾资源，生产碘及其衍生物、氯化钾、硝酸盐和特种植物营养产品，是 SQM 重要的多元化业务和利润来源。

图表 21：SQM 主要子公司及相关业务




资料来源：公司公告，五矿证券研究所绘制

## 三大资源鼎立格局——智利盐湖+智利硝石矿+澳洲硬岩锂矿

**SQM 资源集中于智利北部与澳洲，实体资源主要有 Atacama 盐湖、Caliche 硝石矿、Holland 锂矿。**

**Atacama 盐湖含锂资源量 5746 万吨 LCE，钾资源量 3.25 亿吨 KCL。**Atacama 盐湖地处安托法加斯塔（Antofagasta）以东约 210 公里，卤水覆盖面积约 2800 平方公里，自地表以下 15-150 米的井场抽取，卤水富集锂、钾、硫酸盐等多种元素。其中锂资源量品位为 1650ppm，总量 5746 万吨 LCE；锂资源储量品位 2700mm，总量为 144 万吨 LCE。钾资源量品位为 1.75%，总量 3.25 亿吨 KCL；钾储量品位 2.38%，总量 762 万吨 KCL。

下载日志已记录，仅供内部参考


图表 22：Atacama 锂、钾资源量情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

| 资源 | 探明资源量 | | 指示资源量 | | 推断资源量 | | 总资源量 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 资源量（万 m³） | 品位（Li ppm） | 资源量（万 m³） | 品位（Li ppm） | 资源量（万 m³） | 品位（Li ppm） | 资源量（万 m³） | 品位（Li ppm） |
| 锂资源 | 303,600 | 1900 | 187,400 | 1500 | 320,400 | 1500 | **811,400** | **1650** |
| | 资源量（万 m³） | 品位（K%） | 资源量（万 m³） | 品位（K%） | 资源量（万 m³） | 品位（K%） | 资源量（万 m³） | 品位（K%） |
| 钾资源 | 303,600 | 1.91 | 187,400 | 1.66 | 320,400 | 1.66 | **811,400** | **1.75** |

资料来源：SQM 2025 年报,五矿证券研究所

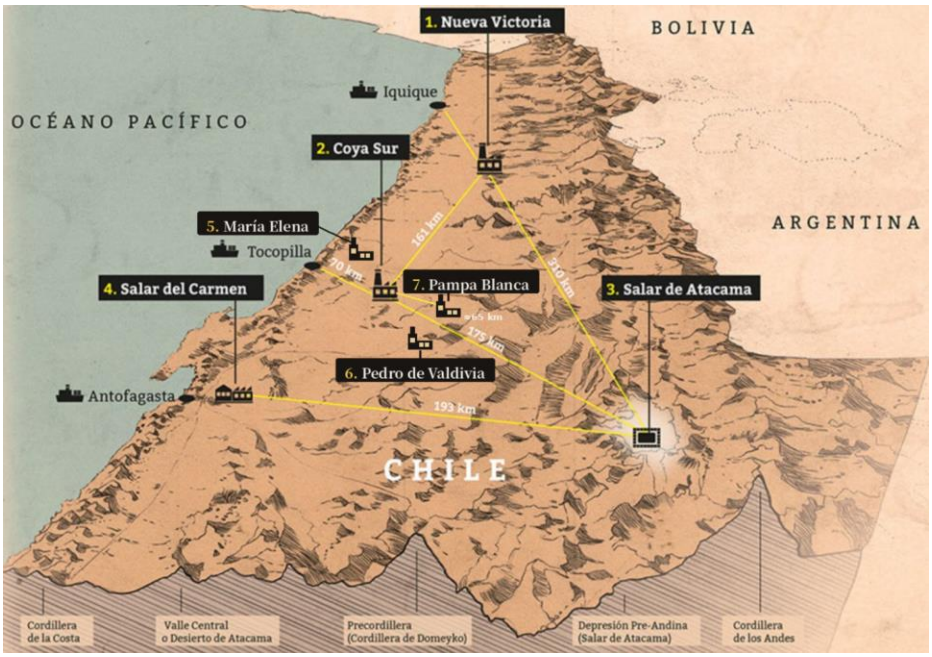
图表 23：Atacama 锂、钾储量情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

| 资源 | 证实储量 | | 概略储量 | | 总储量 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 储量（万 m³） | 品位（Li ppm） | 储量（万 m³） | 品位（Li ppm） | 储量（万 m³） | 品位（Li ppm） |
| 锂资源 | 6200 | 2500 | 7800 | 2700 | **14,000** | **2700** |
| | 储量（万 m³） | 品位（K%） | 储量（万 m³） | 品位（K%） | 储量（万 m³） | 品位（K%） |
| 钾资源 | 6200 | 2.36 | 7800 | 2.38 | **14,000** | **2.38** |

资料来源：SQM 2025 年报,五矿证券研究所

**SQM 在智利北部运营多座 Caliche 硝石矿山，为碘与硝酸钾的生产提供原料来源。**智利是全球唯一依赖硝石矿进行碘生产的国家，SQM 主要硝石矿有四座，分别为：Nueva Victoria、Pampa Blanca、Pampa Orcoma 及 María Elena。SQM 拥有碘储量 89 万吨，碘资源量 102 万吨；拥有硝酸储量 1.19 亿吨，资源量 1.38 亿吨。通过矿石浸出工艺，Caliche 矿可以产出工业碘、各类碘衍生物，同时产出硝酸钾类原料。

图表 24：SQM 智利北部核心资源区位分布图




资料来源：SQM 官网，五矿证券研究所

注：⑤María Elena、⑥Pedro de Valdivia、⑦Pampa Blanca 为五矿证券绘制添加

下载日志已记录，仅供内部参考


图表 25： El Norte Grande Caliche 矿区截至 2025 年 12 月 31 日碘资源量汇总

| 矿区 | 探明资源量 | | 指示资源量 | | 推断资源量 | | 总资源量 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 资源量（百万吨） | 品位（$I_2$ppm） | 资源量（百万吨） | 品位（$I_2$ppm） | 资源量（百万吨） | 品位（$I_2$ppm） | 资源量（百万吨） | 品位（$I_2$ppm） |
| Pedro de Valdivia | | | 138 | 564 | 52 | 409 | 190 | 522 |
| Maria Elena | 242 | 359 | 257 | 399 | 545 | 320 | 1044 | 348 |
| Pampa Blanca | 23 | 336 | 526 | 559 | 218 | 513 | 767 | 539 |
| Nueva Victoria | 291 | 237 | 41 | 264 | 155 | 360 | 487 | 278 |
| Pampa Orcoma | | | 18 | 457 | | | 18 | 457 |
| **合计** | **556** | **294** | **980** | **504** | **970** | **375** | **2506** | **407** |

资料来源：SQM2025 年报，五矿证券研究所

图表 26： El Norte Grande Caliche 矿区截至 2025 年 12 月 31 日碘储量汇总

| 矿区 | 证实储量 | | 概略储量 | | 总储量 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 储量（百万吨） | 品位（$I_2$ppm） | 储量（百万吨） | 品位（$I_2$ppm） | 储量（百万吨） | 品位（$I_2$ppm） |
| Pedro de Valdivia | 99 | 522 | 112 | 366 | 211 | 439 |
| María Elena | 139 | 340 | 496 | 368 | 634 | 480 |
| Pampa Blanca | 76 | 399 | 0 | | 76 | 399 |
| Nueva Victoria | 815 | 302 | 237 | 363 | 1052 | 316 |
| Pampa Orcoma | 0 | | 309 | 413 | 309 | 413 |
| **合计** | **1129** | **332** | **1154** | **379** | **2283** | **389** |

资料来源：SQM2025 年报，五矿证券研究所

图表 27： El Norte Grande Caliche 矿区截至 2025 年 12 月 31 日硝石矿资源量汇总

| 矿区 | 探明资源量 | | 指示资源量 | | 推断资源量 | | 总资源量 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 资源量（百万吨） | 品位（$NO_3$%） | 资源量（百万吨） | 品位（$NO_3$%） | 资源量（百万吨） | 品位（$NO_3$%） | 资源量（百万吨） | 品位（$NO_3$%） |
| Pedro de Valdivia | | | 138 | 7.6 | 52 | 6.1 | 190 | 7.2 |
| Maria Elena | 242 | 6.3 | 257 | 6.2 | 545 | 4.9 | 1044 | 5.5 |
| Pampa Blanca | 23 | 5.0 | 526 | 6.3 | 218 | 5.4 | 767 | 6.0 |
| Nueva Victoria | 291 | 3.7 | 41 | 3.3 | 155 | 4.7 | 487 | 4.0 |
| Pampa Orcoma | | | 18 | 7.4 | | | 18 | 7.4 |
| **合计** | **556** | **4.9** | **980** | **6.4** | **970** | **5.0** | **2506** | **5.5** |

资料来源：SQM2025 年报，五矿证券研究所

图表 28： El Norte Grande Caliche 矿区截至 2025 年 12 月 31 日硝石矿储量汇总

| 矿区 | 证实储量 | | 概略储量 | | 总储量 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 资源量（百万吨） | 品位（$NO_3$%） | 资源量（百万吨） | 品位（$NO_3$%） | 资源量（百万吨） | 品位（$NO_3$%） |
| Pedro de Valdivia | 99 | 9.1 | 112 | 5.8 | 211 | 7.3 |
| María Elena | 139 | 5 | 496 | 4.7 | 634 | 4.8 |
| Pampa Blanca | 76 | 5.4 | | | 76 | 5.4 |
| Nueva Victoria | 815 | 4.4 | 237 | 5.3 | 1052 | 4.6 |
| Pampa Orcoma | | | 309 | 6.9 | 309 | 6.9 |
| **合计** | **1129** | **5.0** | **1154** | **5.5** | **2283** | **5.2** |

资料来源：SQM2025 年报，五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



**SQM 通过合营企业持有位于澳大利亚的 Mt Holland 硬岩锂矿，是其重要的海外锂资产。**Mt Holland 是澳洲重要的在产锂矿之一，锂资源量 390 万吨 LCE，锂储量 302 万吨 LCE，SQM 持股 50%，与 Wesfarmers 共同开发。Holland 锂矿 2023 年投产，采取 DMS（重介质选矿）和复选工艺，年产能为 38 万吨 5.5%锂精矿。锂精矿被运往西澳大利亚奎纳纳工业区的精炼厂，精炼厂 2025 年中投产，年产能为 5 万吨电池级氢氧化锂。

图表 29：Mt Holland 锂资源量情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

| 探明资源量 | | 指示资源量 | | 推断资源量 | | 总资源量 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 资源量（万吨） | 品位（$Li_2O$%） | 资源量（万吨） | 品位（$Li_2O$%） | 资源量（万吨） | 品位（$Li_2O$%） | 资源量（万吨） | 品位（$Li_2O$%） |
| 1620 | 1.33 | 2850 | 1.35 | 1590 | 1.20 | 6060 | 1.31 |

资料来源：SQM 2025 年报,五矿证券研究所

备注：以上为 SQM 50%权益数据

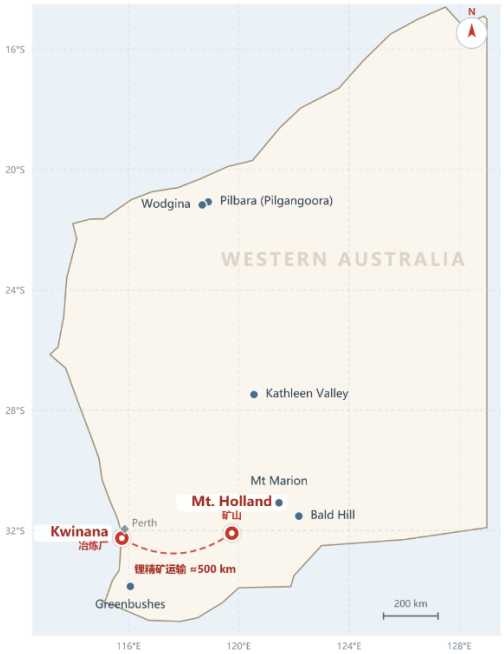
图表 30：Mt Holland 锂储量情况（截至 2025 年 12 月 31 日）

| 证实储量 | | 概略储量 | | 总储量 | |
|---|---|---|---|---|---|
| 储量（万吨） | 品位（$Li_2O$%） | 储量（万吨） | 品位（$Li_2O$%） | 储量（万吨） | 品位（$Li_2O$%） |
| 1930 | 1.56 | 2310 | 1.35 | 4240 | 1.45 |

资料来源：SQM 2025 年报,五矿证券研究所

备注：以上为 SQM 50%权益数据

图表 31：Mt. Holland 锂矿山与 Kwinana 氢氧化锂精炼厂




资料来源：公司公告，谷歌地图，五矿证券研究所绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

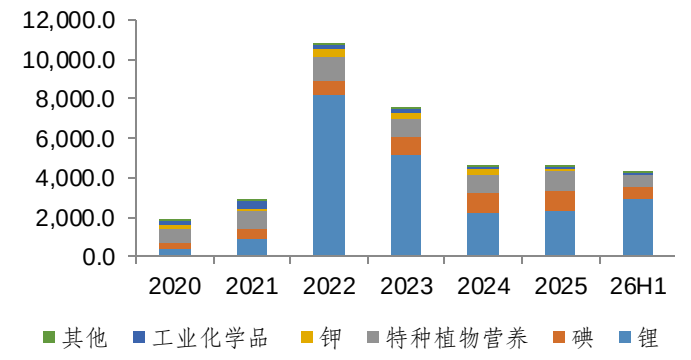


## 五大产品构建多元化网络，周期抗波动性强

**SQM 依托 Atacama 盐湖、智利北部 Caliche 硝石矿、澳洲 Mt Holland 硬岩锂矿三类核心资源，搭建起锂、碘、特种植物营养（SPN）、钾、工业化学品五大垂直一体化产品线。**

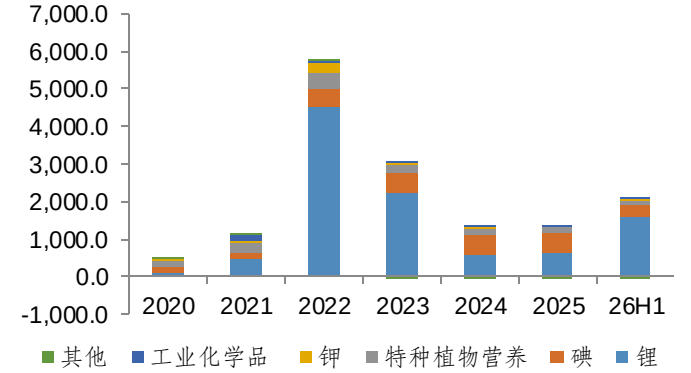
**锂、碘业务是公司的主要利润来源。**其中锂业务营收随锂价周期变化波动较大，碘业务能力较为稳定。

图表 32：SQM 各业务板块营收结构（百万美元）




资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 33：SQM 各业务板块毛利结构（百万美元）



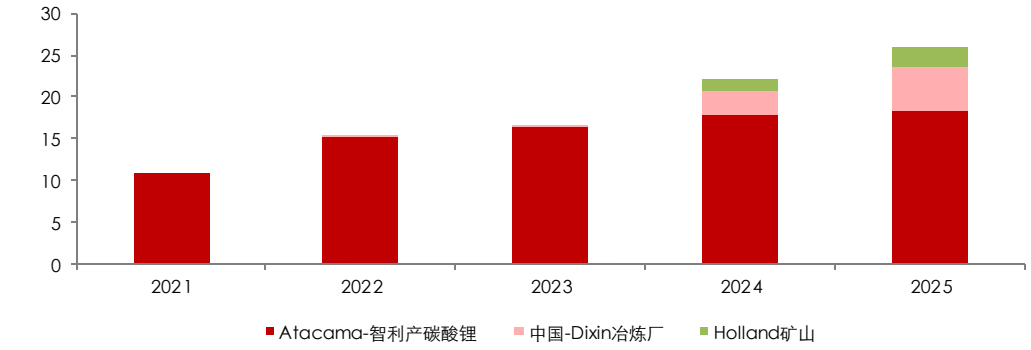

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

### 1.锂：贡献业绩弹性，未来继续推进产能扩张并探索 DLE 技术

2025 年 SQM 锂及锂衍生物总产量 25.97 万吨 LCE，其中智利 Atacama 盐湖产出 23.68 万吨，Mt Holland 等海外项目按权益口径贡献约 2.29 万吨；全年锂盐销量 25.79 万吨 LCE，其中 Atacama 盐湖销量 23.31 万吨 LCE，Mt Holland 销量 2.48 万吨 LCE。

在 Atacama 盐湖，SQM 通过提高硫酸锂产量实现了更高回收率与平均成本的下降，目前硫酸锂产量已经超过 5 万吨 LCE。

图表 34：2020-2025 年锂资源产量（折 LCE，万吨）



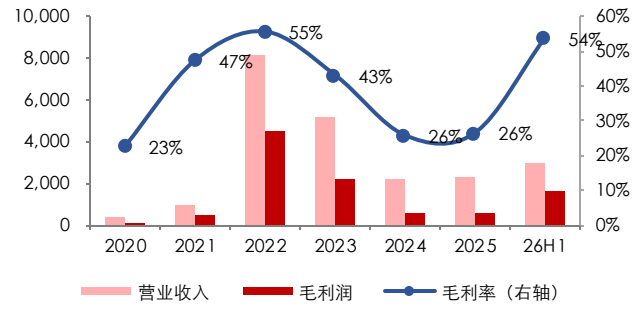

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

**锂业务营收以及毛利与锂价周期高度相关。**锂价高位时，SQM 锂业务毛利率超 50%，贡献 70%以上毛利润;锂价低迷时,SQM 锂业务毛利率降至 30%以下,毛利润贡献占比不足 50%。

下载日志已记录，仅供内部参考

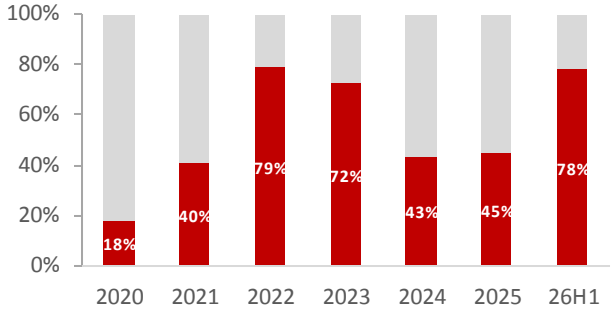


图表 35：SQM 锂业务营收、毛利及毛利率（百万美元）




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

图表 36：SQM 锂业务毛利润占比情况

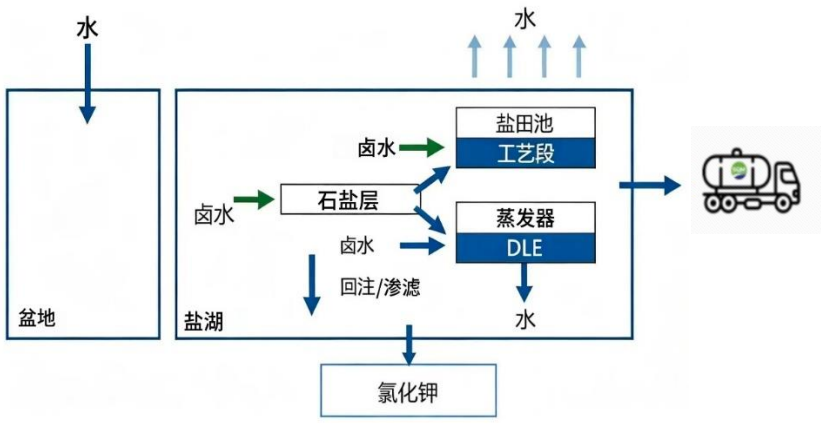



资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

**SQM 计划继续扩张锂业务产能。1）**Atacama 盐湖：公司计划 2027 年将氢氧化锂产线改造成柔性产线（可生产碳酸锂，也可生产氢氧化锂），2027 年底 Atacama 总产能实现 30 万吨 LCE；2）Holland 矿山：SQM 计划投入 4.5~5 亿美元，让 Holland 锂辉石产量翻倍达到 76 万吨，2027 年下半年开始建设，预计 2030 上半年投产；3）Andover 矿山：目前正在进行 DFS 研究，产能规划为 110 万吨锂精矿，预计 2028 年 11 月份开工建设。

**SQM 积极探索盐湖提锂新技术——高级蒸发技术（AET）和直接提锂技术（DLE）。**目前 Atacama 盐湖提锂以盐田滩晒法为主，即“卤水抽取—多级盐田自然蒸发浓缩—化学锂厂制取”的摊晒法路线。工艺较为成熟、初始投资低，但存在天然瓶颈：一是蒸发周期长，锂的富集高度依赖光照、气温、降雨等气象条件与自然蒸发速率；二是资源与土地占用大，需要大面积盐田，单位产出对应较高的卤水抽取与水分蒸发；三是环境外部性强——卤水抽取与淡水取用会直接触及 Atacama 极为稀缺的水资源，成为 RCA 环保许可与社区博弈的焦点。SQM 启动 Salar Futuro 项目，积极探索高级蒸发技术（AET）和直接提锂技术（DLE），缩短盐田自然蒸发周期，减少卤水抽取规模并实现采后卤水回注，同时借助海水淡化替代内陆淡水，推动盐湖流域达成正向水平衡。此外，其还可在现有基础上进一步提升锂盐生产回收率，项目配套可再生能源布局，降低生产环节碳足迹，进一步挖掘盐湖内部的锂产出潜力。

图表 37：Salar Futuro 项目整体工艺框图




资料来源：SQM 官网，五矿证券研究所绘制

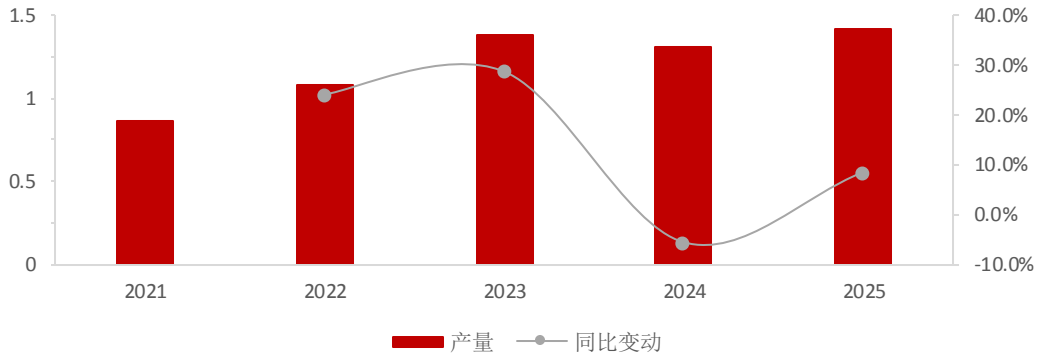
下载日志已记录，仅供内部参考


## 2.碘：稳定贡献现金流，并未启动项目扩建

**智利碘资源得天独厚，是唯一一个利用硝石矿生产碘产品的国家。**全球多数碘资源产自油气伴生卤水，而 SQM 的碘全部来自智利本土硝石矿，依托矿石浸出工艺产出工业碘与各类碘化物，下游应用横跨医药 X 射线造影剂、消毒剂、LCD 偏光膜、食盐加碘等多个领域。

**伴随着新矿山的投产，公司碘产量大幅增长。**2020-2022 年仅 Nueva Victoria 矿山在产，自 2023 年起 Pampa Blanca 矿山投产，形成双矿山共同产出的格局。公司也借此坐稳全球头部碘生产商的位置，2025 年对应的有效产能为 1.43 万吨/年，2025 年产量为 1.42 万吨，全球市占率约 37%。

图表 38：2020-2025 年碘资源产量（万吨）




资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表 39：碘提取工艺对比：SQM 硝石矿 VS.海外同业卤水/油气法



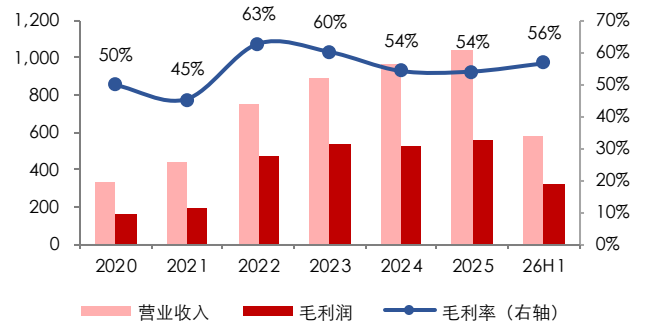

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

**碘业务盈利能力较为稳定，近 5 年来毛利率基本稳定在 54%以上，2023 年产量提升后，每年可贡献 5 亿美元以上毛利润。**

下载日志已记录，仅供内部参考

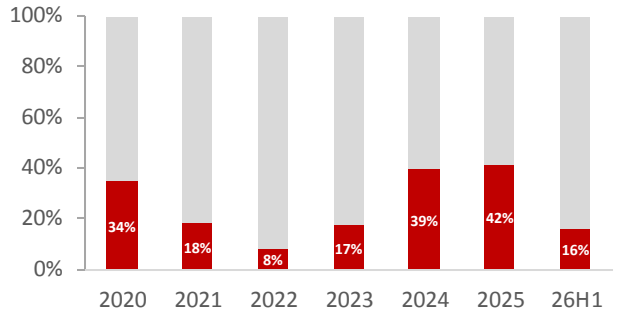


图表 40：SQM 碘业务营收、毛利及毛利率（百万美元）




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

图表 41：SQM 碘业务毛利润占比情况




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

**SQM 计划新增产能 2500 吨/年，但目前并未开工。**SQM 碘业务唯一规划的新增绿地产能为 Pampa Orcoma 项目，规划碘及碘化物产能 2500 吨/年。但该项目自 2022 年末起处于暂缓状态，仅作为长期资源储备，短期无明显放量计划。考虑到下游需求增速仅 3%，SQM 选择相对保守的碘业务扩建策略。

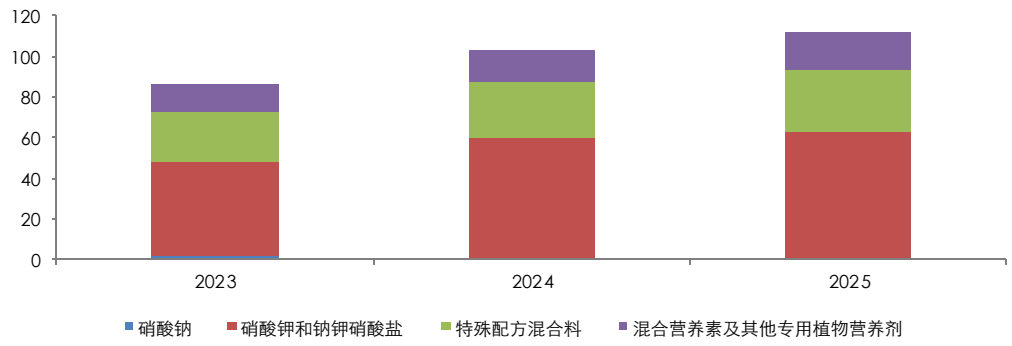
**SQM 未来碘业务聚焦于减少淡水使用工艺。**SQM 建设 TEA 还有抽取系统，力争碘部门淡水使用从 100%降至 2035 年 60%，目前 TEA 系统正在调试。

### 3.SPN（特种植物营养）：重要性减弱，核心为控制成本

**SPN 即特种植物营养，主要用于水果花卉等高价值作物中。SQM 主要生产三种类型的特殊植物营养剂——硝酸钾（$KNO_3$）、硝酸钠（$NaNO_3$）以及各种特殊配方的产品，这些产品可**主要应用于水果、花卉和某些蔬菜等高价值作物上。与普通肥料相比，专用植物营养素具有诸多优势：其吸收速度快且效果显著（无需经过硝化过程）；水溶性更好；氯化物含量较低。在这一领域中，最重要的产品之一就是硝酸钾。硝酸钾有晶体和颗粒两种形态，因此可以使用不同的施用方式。晶体状的硝酸钾非常适合用于滴灌和叶面喷施，而颗粒状的硝酸钾则适合直接施用于土壤中。**SQM 是全球头部农用硝酸钾商，市场占有率约 39%。**

**SPN 中的硝酸钾来自于 Atacama 盐湖，在 Coya Sur 工厂加工，其次 Caliche 硝石矿贡献部分产量。2025 年 SPN 产量 112 万吨，同比增长 8.2%。**

图表 42：2020-2025 年 SPN 产量（万吨）

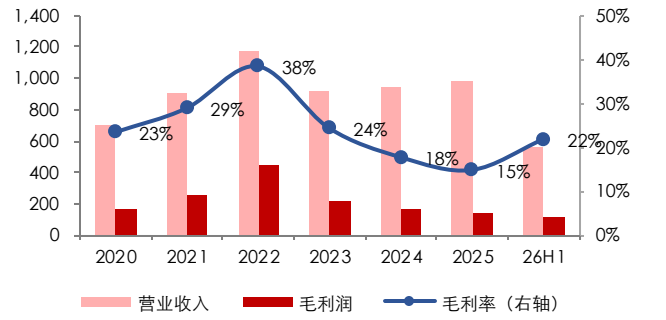



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

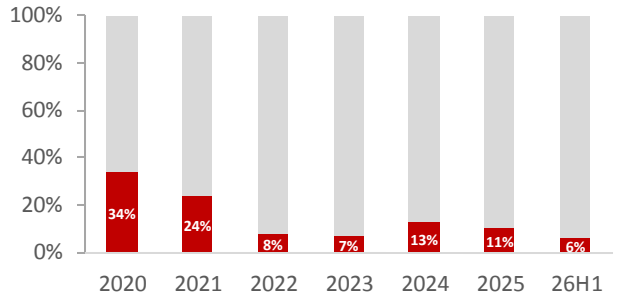

**SPN 已经不是拉动公司业绩增长的主要产品。**2021~2022 年化肥超级周期，SPN 业务毛利率冲到 38%，2023 年后随着化肥价格下降以及公司产品结构调整（第三方的低毛利产品变多），SPN 毛利率逐年下滑至 2025 年的 15%，在公司的业绩贡献率维持在 10%上下水平。

图表 43：SQM SPN 业务营收、毛利及毛利率（百万美元）




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

图表 44：SQM SPN 业务毛利润占比情况




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

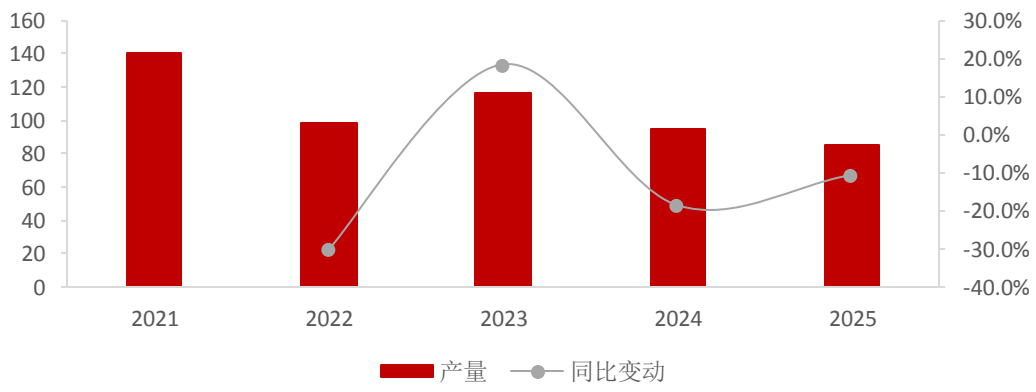
**未来 SPN 业务并未有大规模扩产计划，而是集中在管理与降本操作：**1）引入 AI 自动化系统；2）建立 S&OP 流程，打通销售——运营——物流环节；3）最大化利用 Tocopilla 港降物流成本。

## 4.氯化钾：主动减产，为锂让路

SQM 氯化钾（Potassium）主要来自于 Atacama 盐湖卤水，氯化钾名义产能 228.5 万吨/年。生产出来的氯化钾部分用于外售，部分运往 Coya Cur 工厂用于作为 SPN 硝酸钾的原料。

**2025 年 SQM 主动削减氯化钾产量，同时减少外售氯化钾，提倡将氯化钾转作 SPN 硝酸钾原料。**为了在 2028 年将卤水抽取量较许可水平降低 50%（以 2020 年为基准年），SQM 大幅削减 Salar de Atacama 的氯化钾产量，优先开采锂含量更高的卤水，而非钾含量更高的卤水。在此背景下，削减后的钾产量主要用作 SPN 硝酸钾原料，以提升 SPN 硝酸钾产量。

图表 45：2020-2025 年钾盐产量（万吨）



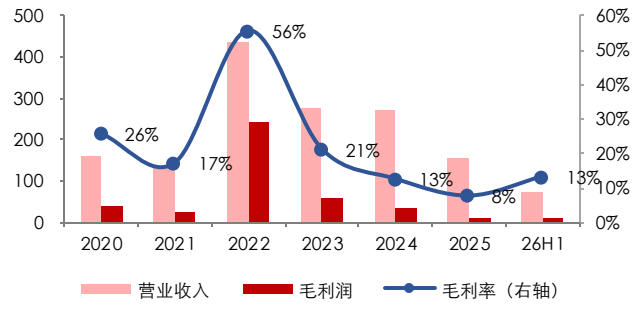

资料来源：公司公告， 五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考


**伴随着氯化钾产量降低与价格回落，氯化钾业务毛利率探底，对公司毛利润贡献不足 1%。**

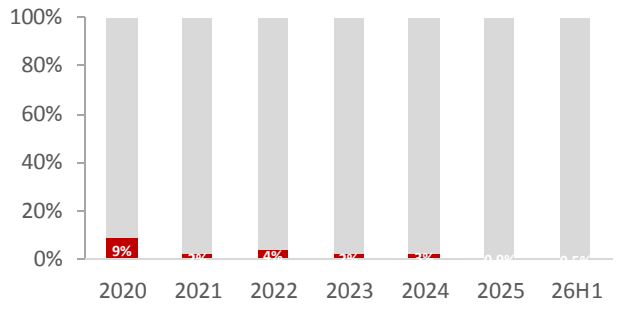
**公司整体的战略定位中，钾业务更多充当锂、碘业务的协同配套板块，并不作为公司未来的增长引擎。**

图表 46：SQM 氯化钾业务营收、毛利及毛利率（百万美元）




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

图表 47：SQM 氯化钾业务毛利润占比情况




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

## 5.工业化学品：与农业产品共用产线，增加灵活性，维持公司龙头地位

工业化学品主要包含工业硝酸钠、工业硝酸钾与工业氯化钾，其中硝酸钠与硝酸钾可以混合为太阳盐（Solar salts），用于光热发电的储热介质。可与 SPN 可共用产线，仅需添加一道提纯工艺。

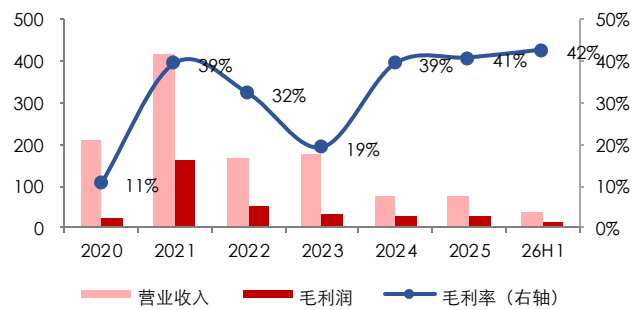
图表 48：SQM 工业化学品业务涉及的主要产品

| 产品 | 主要工业用途 |
|---|---|
| 工业硝酸钠 | 玻璃、炸药、金属处理与回收、绝缘材料、粘合剂 |
| 工业硝酸钾 | 陶瓷/金属釉料、特种玻璃、搪瓷、金属处理、烟火 |
| 工业氯化钾 | 石油钻井添加剂、食品加工 |

资料来源：公司公告,五矿证券研究所

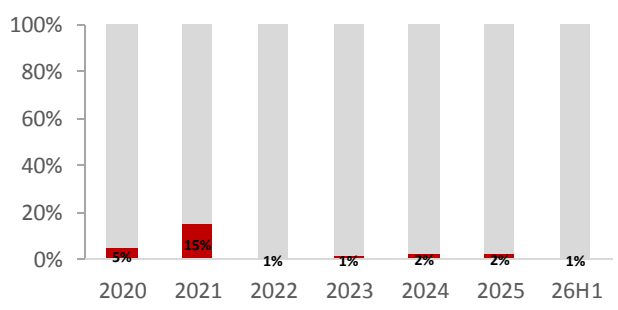
工业化学品业务并不是公司的盈利增长点，而是作为小而美的高毛利业务，维护公司的硝酸钾/硝酸钠龙头地位，同时可与农用产线共线，灵活切换等级，是很好的缓冲器。此外 SQM 计划通过与市场研发项目保持紧密联系，将公司发展成为热能存储行业的稳定供应商。

图表 49：SQM 工业化学品业务营收、毛利及毛利率（百万美元）




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

图表 50：SQM 工业化学品业务毛利润占比情况




资料来源：SQM 公司公告,五矿证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考


综上所述，目前 SQM 已经成为全球头部的锂资源供应商、全球头部的碘供应商、全球头部的硝酸钾供应商。公司整体的战略定位中，锂业务放在重中之重的位置上，碘业务可提供稳定现金流，而 SPN、氯化钾和工业化学品业务更多充当锂、碘业务的协同配套板块，并不作为公司未来的增长引擎。考虑到公司卤水总抽取量受 CORFO 租约的严格约束，资源总量存在着硬性上限，以上战略是公司适配政策、优化资源价值的较优选择。

# 四、对中国企业的启示

## 1.资源禀赋决定企业护城河

**SQM 的护城河始于“天生”而非“人造”。**Atacama 盐湖锂资源量居全球首位，锂离子浓度与镁锂比等指标领先，提锂现金成本仅约 3.42 万元/吨，稳居全球成本曲线第一梯队。依托成本优势，SQM 即便背负累进权利金（售价超 1 万美元/吨部分按 40% 计征），也能达到高额毛利率，印证了资源禀赋是应对周期波动的良好缓冲垫。

**中国可通过出海并购获取好资源，或者通过技术能力换取成本曲线的相对位置。**中国盐湖普遍镁锂比偏高，云母与锂辉石提锂成本亦难整体进入第一梯队，单靠国内资源难以复制 SQM 的成本位置。对于中国来讲，一条路径是“到禀赋优质的地方去”，以参股、包销或合资形式锁定境外低成本产能；另一条则是以技术补禀赋——吸附法、膜法、电化学脱嵌等工艺在高镁锂比盐湖的产业化，本质是以工程技术能力换取成本曲线上的相对位置。

## 2.适当的业务组合可有效平滑周期波动

**SQM 的经验是多业务协同发展。**锂提供业绩弹性——锂价高位时毛利率超 50%、贡献七成以上毛利；碘业务提供稳定利润——依托智利独有的硝石矿，近五年毛利率稳定在 54% 以上，每年贡献 5 亿美元以上毛利，是穿越周期的现金牛；SPN、钾与工业化学品承担协同与缓冲。

对于国内企业来讲，盐湖企业钾锂联动的综合开发也是一种良好的多业务协同方式，另外部分中资企业布局小金属、铜等也实现了对周期波动的平抑，提高了容错空间。

## 3.出海并购中，可适度让渡利润换取长远的发展空间

**SQM 面对资源国主权诉求的“让利换确定性”策略值得借鉴。**1993 年接受“使用权而非产权”、矿权永归国家的框架，以约 3 亿美元投入换锂入场券；2018 年丑闻谷底，以 1750 万美元和解款、累进权利金与实控人退出董事会为代价，换来 2030 年前增加 35 万吨金属锂配额确定性；2025 年面对战略盐湖须国家控股的新规，再度让渡部分经济权益与治理权，与 Codelco 组建合资体，锁定 2030—2060 年开发资格。三次退让中，SQM 均通过让渡短期利润与治理权，保证了长久可观的现金流。

**中国企业出海同样面临资源民族主义困境。**印尼禁镍矿出口逼出“本地冶炼换资源”，墨西哥取消锂矿特许权，非洲多国上调权益金并强制本地加工。

**中资企业出海并购可注意以下三点：**

1）尽调时充分认清国家政权、政策以及企业背景风险，预留权益金与治理权的让步空间；

2）可选择与资源国国家资本合资，由国家股东分担政治风险；

下载日志已记录，仅供内部参考


3）严守合规底线——Cascadas 与献金两案表明，治理瑕疵会在政治周期转向时成为对方收回资产有力的武器。

## 风险提示

1.本文为分析师基于 SQM 案例的分析框架，而非普遍适用的绝对规律，不代表对所有企业的价值判断；

2.研究报告所用公开信息更新不及时的风险；

3.地缘政治风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

## 投资评级说明

| 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上； |
| | | 增持 | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%～20%之间； |
| | | 持有 | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%～5%之间； |
| | | 卖出 | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下； |
| | | 无评级 | 预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| | 行业评级 | 看好 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%～10%之间； |
| | | 看淡 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

## 一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若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。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。
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、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。
本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，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。
五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼
邮编：200120

**深圳**

地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层
邮编：518035

**北京**

地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F
邮编：100010

下载日志已记录，仅供内部参考



## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

**The rating criteria of investment recommendations**

The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.

| | Ratings | Definitions |
|---|---|---|
| Company Ratings | BUY | Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%; |
| | ACCUMULATE | Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%; |
| | HOLD | Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%; |
| | SELL | Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%; |
| | NOT RATED | No clear view of the stock relative performance over the next 6 months. |
| Sector Ratings | POSITIVE | Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%; |
| | NEUTRAL | Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%; |
| | CAUTIOUS | Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%. |

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

**Shanghai**

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

**Shenzhen**

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

**Beijing**

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 ChaoyangmenNorth Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010