

双重底部与预期改善

——锂行业动态跟踪报告

行业动态

◆锂供给：矿山停产、边际改善

2018年以来，西澳地区锂精矿产能扩张迅速，导致全球锂行业出现明显供过于求局面，锂价单边下行（从2018年高位18万元/吨下滑至现阶段5.3万元/吨，跌幅为70.5%）。2019年下半年，部分高成本的锂矿企业被迫退出将有望缓解锂行业供过于求的压力，修复锂板块的市场情绪，利好锂价触底反弹。

◆锂价格：成本支撑，易涨难跌

经过前一轮暴跌，锂价目前处于历史低位，几乎接近生产成本。我们预计在成本中枢强支撑的逻辑下，未来锂价易涨难跌。

在碳酸锂现金成本方面，天齐锂业在3.5万元/吨左右，赣锋锂业接近6万元/吨，其它中国厂商成本接近7万元/吨。我们预计行业平均生产成本约4.8万元/吨。

◆锂估值：历史底部，静待修复

天齐锂业、赣锋锂业两家一线锂企业股价从2018年开始不断下跌。现阶段，从市净率的角度去考量，两家企业估值均处于历史底部，PB估值分别为3.2和3.9倍。

◆投资建议：

在当前供给顶、价格底、估值底的背景下，我们预计锂价有望触底反弹，建议关注一线龙头锂企业：天齐锂业。

◆风险分析：

大矿停产低于预期，碳酸锂价格上涨低于预期。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
002466	天齐锂业	28.74	1.93	0.16	0.70	15	183	41	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月19日

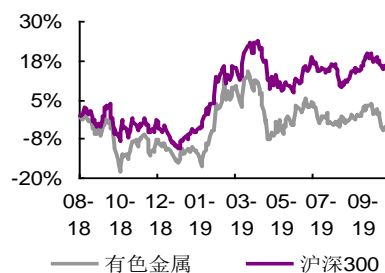
买入（维持）

分析师

刘慨昂 (执业证书编号：S0930518050001)
021-52523821
liuka@ebsecn.com

李伟峰 (执业证书编号：S0930514050002)
021-52523820
liweifeng@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 锂供给：矿山停产，边际改善	3
2、 锂价格：成本支撑，易涨难跌	4
3、 锂估值：历史底部，静待修复	5
4、 投资建议	6
5、 风险分析	6

1、锂供给：矿山停产，边际改善

近一年来，锂价单边下行（从2018年高位18万元/吨下滑至现阶段5.3万元/吨，跌幅为70.5%）；部分高成本企业面对严峻的现金流压力，被迫破产、重组、停产。我们认为随着大矿停产、产能出清，锂行业供给有望边际改善，利好锂价。

表1：西澳大利亚各事件梳理

时间	事件	影响
2019年08月	ALiTaResources（旗下矿山为bald hill）由于债务违约实施破产重组	Alita 最初的目标是在2019年生产18万吨锂精矿，2020年产量将增加到24万吨，2019年上半年销量为6.3万吨
2019年09月	Altura 寻求财务融资，破产重组压力大	旗下Pilgangoora 矿区一期产能规划为25万吨。2019年上半年产量为11万吨
2019年10月	Pilbara 财务状况较差，寻求战略投资	2019Q3 锂精矿产量环比大幅下滑，推测企业被动减产
2019年10月	澳大利亚锂矿商 GalaxyResourcesLtd 表示，将缩减其卡特林山（Mt Cattlin）矿场的运营规模，因为该行业面临价格疲软和中国需求低于预期的压力	Galaxy 将全年生产指导的上限从之前的21万吨/吨削减至19.3万吨锂精矿，2020预计减产40%，影响较大
2019年10月	MARBL 宣布，决定暂停 Wodgina 项目的运营，Wodgina 项目设计锂精矿产能75万吨	生产处于初步阶段就被迫暂停，对行业供给本身冲击不大，对情绪面修复有积极作用，2019年上半年销量为3000吨
2019年11月	加拿大 Nemaska Lithium 表示，由于与投资公司 Pallinghurst 的融资讨论仍在进行中，Whabouchi 项目将在2019年底之前进行维护和保养。	项目设计产能21.3万吨/年锂精矿

资料来源：SMM，光大证券研究所整理

2018年以来，西澳地区锂精矿产能扩张迅速，导致全球锂行业出现明显供过于求局面，锂价单边下行。2019年下半年，部分高成本的锂矿企业被迫退出将有望缓解锂行业供过于求的压力，修复锂板块的市场情绪，利好锂价触底反弹。

表2：全球金属锂总需求量预测（折合碳酸锂，万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
中国电池碳酸锂需求量	3.4	4.6	5.7	7.3	9.6	12.8
中国传统工业级碳酸锂总需求量	5.0	5.1	5.3	5.4	5.6	5.8
中国碳酸锂总需求量	8.4	9.7	11.0	12.7	15.2	18.6
国外电池碳酸锂需求量	3.5	4.3	5.3	6.6	8.5	12.0
国外传统工业级碳酸锂总需求量	7.9	8.2	8.4	8.7	8.9	9.2
国外碳酸锂总需求量	11.4	12.5	13.7	15.3	17.4	21.2
全球碳酸锂总需求量	19.8	22.2	24.7	28.0	32.6	39.8

资料来源：锂业分会，光大证券研究所预测

表3：全球锂供需平衡表（折合碳酸锂，万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
供给	19.5	18.8	24.6	28.1	34.2	46.5
需求	19.8	22.2	24.7	28.0	32.6	39.8
平衡	-0.3	-3.4	-0.1	-0.1	1.6	6.7
产量增长（%）		-4%	31%	14%	22%	36%
消费增长（%）		12%	12%	13%	17%	22%

资料来源：锂业分会，光大证券研究所预测

2、锂价格：成本支撑，易涨难跌

经历前一轮暴跌，锂价目前处于历史低位，几乎接近生产成本。我们预计在中枢强支撑的逻辑下，未来锂价易涨难跌。

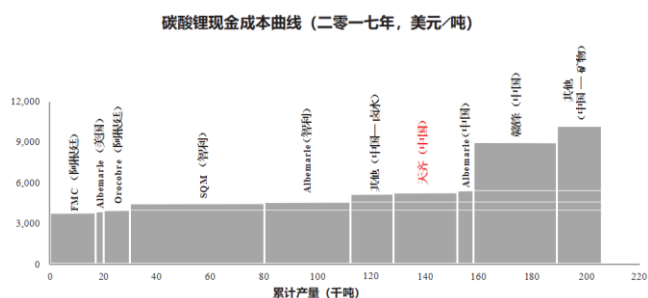
各企业碳酸锂生产成本对比：

我们参考 ROSKILL 的数据测算，在碳酸锂现金成本方面，天齐锂业在 3.5 万元/吨左右，赣锋锂业接近 6 万元/吨，其它中国厂商成本接近 7 万元/；我们推算行业平均成本约 4.8 万元/吨。

在氢氧化锂方面，天齐锂业在 3.5 万/吨，其它中国厂商成本接近 6 万元/吨。

截至 2018 年 3 月 31 日，天齐锂业的格林布什矿场锂精矿的单位平均营运现金成本为 245 澳元/吨。

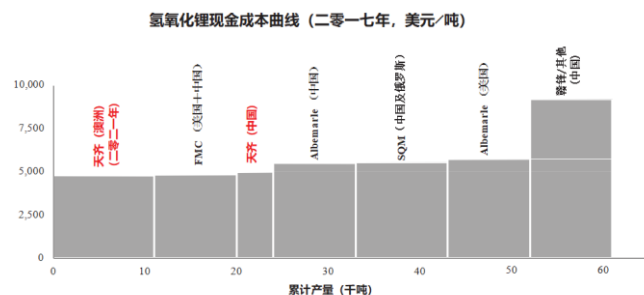
图 1：碳酸锂现金成本



（数据来源：Roskill 报告）
注：上表中 SQM 及 Albemarle 2017 年的成本已按照 2018 年及其后增加的智利特许权使用费作出调整。

资料来源：天齐锂业年报

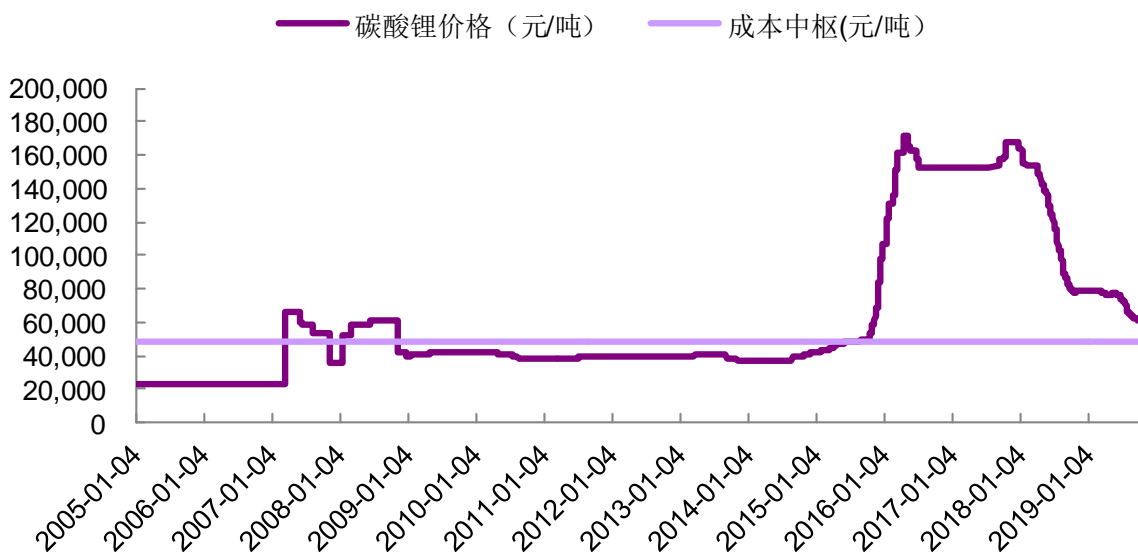
图 2：氢氧化锂现金成本



（数据来源：Roskill 报告）
注：天齐澳洲的数据指其完全满产时氢氧化锂产量的预测现金成本。

资料来源：天齐锂业年报

图 3：碳酸锂价格图（截至 2019 年 11 月 19 日）

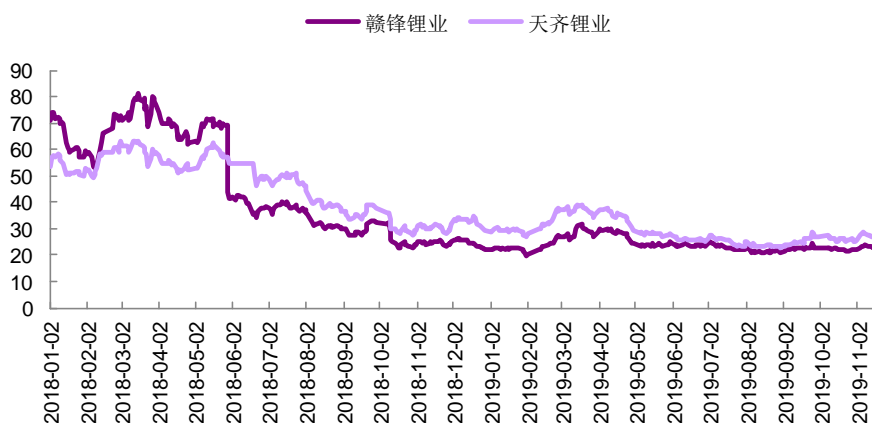


资料来源：wind，光大证券研究所

3、锂估值：历史底部，静待修复

由于锂价单边下行，赣锋锂业、天齐锂业两家一线的锂企业股价从 2018 年开始不断下跌。现阶段，从市净率的角度去考量，两家企业估值均处于历史底部。

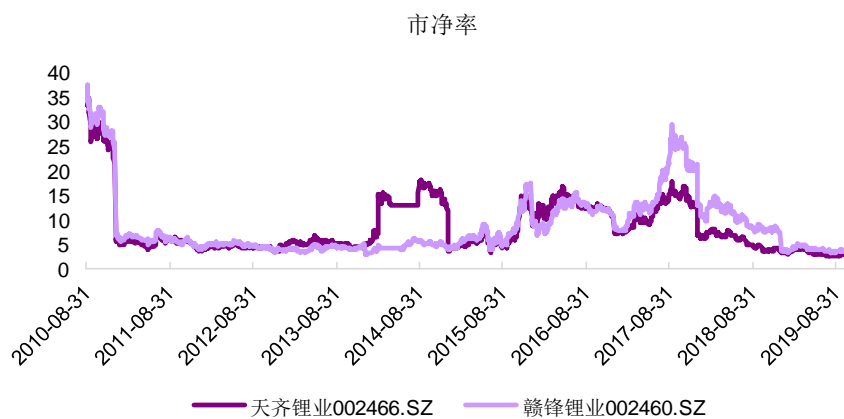
图 4：锂板块上市公司股价走势（截至 2019 年 11 月 19 日）



资料来源：wind

从市净率角度，天齐锂业的市净率区间为 2.5-17.8 倍，赣锋锂业的市净率区间为 3.2-29.3 倍，当前两家企业的估值分别为 3.2 和 3.9 倍，均处在历史底部。

图 5：市净率（倍）



资料来源：wind

4、投资建议

在当前锂行业供给顶、价格底、估值底的背景下，我们预计锂价有望触底反弹，建议关注一线龙头锂企业：天齐锂业。

【天齐锂业】：行业龙头，尽享红利

行业龙头：公司是国内最大的锂电新能源核心材料供应商，也是全球最大的矿石提锂生产商。公司凭借着资源优势、产品品质优势、以及产能规模优势在国内同行业遥遥领先。公司实际控制人为蒋氏家族。

产能持续扩张：锂精矿方面，2018年7月，子公司启动泰利森化学级锂精矿三期扩产项目60万吨，结合2017年3月启动的化学级锂精矿二期扩产项目60万吨，预计2020年形成化学级锂精矿180万吨/年。

锂衍生品方面，公司是目前国内领先碳酸锂生产企业，2017年射洪和张家港两个生产基地合计锂化工产能超过34000吨。此外，2018年9月公司启动遂宁年产2万吨碳酸锂项目。公司产能持续扩张，进一步巩固行业龙头地位，释放经营业绩。

发力外延并购，收购 SQM23.77%股权：2018年5月17日，天齐锂业和全资子公司天齐锂业智利与 Nutrien 及其3个全资子公司签署协议，拟以65美元/股的价格，以现金方式购买 SQM 公司总股本的23.77%。截至2018年12月5日，公司已完成本次交易的价款支付和股份过户手续，加上公司原已持有的2.1% B类股，公司目前合计持股比例为25.86%。通过本次收购，公司成为拥有丰富锂矿石与盐湖资源的全球锂业巨头。

盈利预测和投资评级

基于2019年上半年锂价下跌超我们预期，以及预计2019-2021年碳酸锂均价低于先前预测，我们下调盈利预测，预计2019~2021 EPS为0.16、0.70、0.97元。基于天齐锂业为锂行业龙头，继续维持“增持”评级。

风险提示

格林布什矿投产进度未达预期，锂价波动风险

业绩预测和估值指标【天齐锂业】

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,470	6,244	6,557	7,081	7,648
营业收入增长率	40.09%	14.16%	5.00%	8.00%	8.00%
净利润(百万元)	2,145	2,200	180	799	1,105
净利润增长率	41.86%	2.57%	-91.81%	343.09%	38.28%
EPS(元)	1.88	1.93	0.16	0.70	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.65%	21.71%	1.78%	7.31%	9.23%
P/E	15	15	183	41	30
P/B	3.6	3.3	3.3	3.0	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月19日

5、风险分析

大矿停产低于预期，碳酸锂价格上涨低于预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼