

天齐锂业(002466)

报告日期: 2023年03月16日

拥有核心资产的全球锂业巨头

——天齐锂业深度报告

投资要点

- 公司坐拥多处国内外顶级锂资源项目，成本优势显著**
 公司先后布局海内外多个锂资源项目，总资源量高达7306万吨LCE，权益资源量达1700万吨LCE。其中公司穿透26%控股的格林布什矿山作为全球规模最大、品位最优、产能最大（162万吨/年）的锂辉石矿山，2022年生产锂精矿达134.8万吨，且2022Q4运营成本仅263澳元/吨。公司参股22%的SQM旗下的Atacama盐湖是全球锂浓度最高、储量最大、生产成本占优的盐湖，2022年锂盐销量达15.7万吨，2023-2024年产量有望达18-21万吨。此外公司在国内储备雅江措拉矿山，未来有望成为公司锂精矿来源的补充；参股国内优质盐湖西藏扎布耶，且在澳洲拟收购优质锂资源Pioneer Dome锂矿项目，不断夯实自身资源优势。
- 公司是国内少数几家精矿能够百分百自给的锂业公司，自有矿权益产量领先**
 根据我们测算，2023年公司自有权益产量折LCE达9.1万吨，在国内遥遥领先。得益于公司极低的生产成本，公司2022年Q3毛利率达86%，高于国内其他锂业公司。由于公司具有极低的生产成本和稳定、大量、优质的精矿来源，公司在顺周期时能够充分受益于行业的景气度，给业绩带来较大的弹性，逆周期时，也可以凭借极低的生产成本度过行业“寒冬”。
- 公司积极补充冶炼端产能，远期产能规划超11万吨/年**
 目前公司境内射洪、张家港、铜梁的三个基地可提供4.48万吨/年的锂化工产品产能，澳大利亚奎纳纳一期2.4万吨/年已商业化生产，加上正在试运营或建设/规划中的奎纳纳工厂二期、安居工厂和铜梁的扩建项目全面建成并投入运营后，天齐锂业锂化工产品总产能将超过11万吨/年。
- 公司完全摆脱债务包袱，投资SQM迎来收获期**
 公司2018年度为完成SQM股权购买交易，公司新增并购贷款35亿美元，资产负债率大幅上升，且在2019-2021年给公司带来巨额财务费用。公司通过引入战略投资者，港股IPO募集130亿港元，及自身的盈利已完全偿还债务。截止2022Q3，财务费用降至4.85亿元。SQM公司作为全球最大的锂化合物供应商，2025年锂盐产能规划达26.5万吨。2022年SQM净利润约39亿美元，公司确认投资收益约为59亿人民币。未来SQM有望给公司带来持续的投资收益和稳定的分红。
- 公司与多家下游公司形成战略合作伙伴，逐步将资源优势转化为产业链优势**
 公司引入德方纳米为港股基石投资者、同时作为基石投资人认购中创新航IPO发行的股份，公司与中创新航、德方纳米、LG化学等多家客户签署了锂产品供应长期合同。且通过投资参股固态电池领域的优秀企业如北京卫蓝新能源、SES Holding等布局下游，跟踪下游技术趋势和商业化进程，成为关键材料的增值供应商，逐步将资源优势转化为产业链优势。
- 盈利预测与估值**
 我们预计公司2022-2024年的营业收入分别为427.8、419.5、355.2亿元，分别同比+458.18%、-1.93%、-15.34%；归母净利润分别为246.2、226.2、202.5亿元，分别同比+1084.49%、-8.13%、-10.50%，EPS分别为15.00/13.78/12.34元/股，对应的PE分别为4.92/5.36/5.99倍。选取行业内主要的矿石提锂企业作为可比公司，2023年平均PE为6.2，公司作为国内锂业龙头，竞争优势明显，给予公司2023年8倍估值，对应目标价110.3元。
- 风险提示**
 下游需求不及预期。全球锂资源供给超预期释放。不可控制的全球地缘风险。

投资评级：买入(首次)

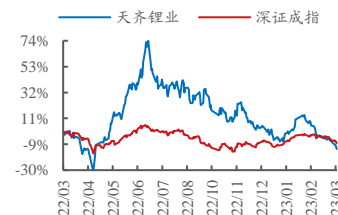
分析师：施毅
 执业证书号：S1230522100002
 shiyi@stocke.com.cn

研究助理：王南清
 wangnanqing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 73.89
总市值(百万元)	121,269.86
总股本(百万股)	1,641.22

股票走势图



相关报告

1 《天齐锂业：扩产乘风资源价格重估，锂资源巨头王者归来》
 2022.01.29

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,663	42,775	41,950	35,516
(+/-) (%)	136.56%	458.18%	-1.93%	-15.34%
归母净利润	2,079	24,624	22,623	20,248
(+/-) (%)	213.37%	1084.49%	-8.13%	-10.50%
每股收益(元)	1.27	15.00	13.78	12.34
P/E	58.33	4.92	5.36	5.99

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 公司 2022 -2024 年的营业收入分别为 427.8、419.5、355.2 亿元，分别同比 +458.18%、-1.93%、-15.34%；归母净利润分别为 246.2、226.2、202.5 亿元，分别同比 1084.49%、-8.13%、-10.50%，EPS 分别为 15.00/ 13.78/12.34 元/股。

2) 估值指标：公司 2022 -2024 年的 EPS 分别为 15.00/ 13.78/12.34 元/股，PE 分别为 4.92/5.36/5.99 倍，选取行业内主要的矿石提锂企业作为可比公司，2023 平均 PE 为 6.2 倍，给予公司 2023 年 8 倍估值。

3) 目标价格：给予公司 2023 年 8 倍估值，对应目标价 110.3 元。

● 关键假设

1)2023-2024 年锂盐年度均价维持在 30 和 25 万元/吨。

2) 公司控股的泰利森 2022 年产量达 134.8 万吨，预计 2023-2024 年泰利森锂精矿产量分别达 150-160 万吨。公司锂化合物销量分别达 8.75 和 9.38 万吨。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为 2023 年整体汽车销量增速放缓，碳酸锂价格或将持续下跌。

碳酸锂价格会随着后续汽车销量的回暖企稳止跌，全年有望维持 30 万元/吨。

● 股价上涨的催化因素

2023 年全球多个海外锂项目投产延期，叠加 2 月汽车销量回暖，锂价有望止跌企稳。

● 风险提示

全球锂资源供给超预期释放。全球锂资源生产较为集中，受区域性影响因素较大。若出现区域/国家采矿政策的放松、提锂技术的突破或其他扰动因素消除，加速锂资源供给释放，冲击锂盐价格，从而影响公司业绩。

下游需求不及预期。锂资源下游需求集中于新能源汽车、储能等行业，若下游需求未能如期释放，导致锂盐价格持续大幅下降，将影响公司业绩。

不可控制的全球地缘风险。公司海外项目较多，澳洲、智利等地政策具有一定不确定性，若地缘政治冲突导致政策变化较大，或将影响项目进展。

正文目录

1 天齐锂业是全球领先的锂业公司	6
1.1 公司业务涉及锂产业链上中下游	6
1.2 公司业绩近两年大幅增长	8
2 行业端：资源集中，新能源带来需求大爆发	10
2.1 锂资源：资源端较为集中，供给受澳洲影响较大	10
2.1.1 盐湖卤水：集中于三大高原地区，占据全球 65% 锂资源储量	11
2.1.2 硬岩型：资源量不及盐湖卤水，贡献全球一半以上产量	12
2.2 锂需求：新能源带来锂离子电池猛烈需求，储能或将接棒发力	13
2.2.1 新能源车：技术突破叠加政策扶持，点燃锂价的第一把火	14
2.2.2 储能：拉动锂资源需求增长的第二辆马车	15
3 公司拥有全球最优质的矿石与盐湖资源	16
3.1 格林布什矿山是全球规模最大、品位最优、产能最大的锂辉石矿山	17
3.2 格林布什矿山生产的精矿由股东包销，销售价格按季度调整	19
3.3 Atacama 盐湖是全球锂浓度最高、储量最大、生产成本占优的盐湖	20
3.3.1 公司 22% 参股 SQM，旗下 Atacama 盐湖是全球产能最大的盐湖	20
3.4 国内参股扎布耶锂盐湖并拥有雅江措拉矿勘探、开采权	23
3.4.1 公司 20.00% 参股扎布耶锂业，布局国内锂盐湖资源	23
3.4.2 公司拥有雅江措拉锂矿勘探权与开采权	24
3.5 公司海内外锂产品产能计划超 11 万吨/年	25
3.5.1 境内年产能已达 4.48 万吨	25
3.5.2 西澳奎纳纳一期年产 2.4 万吨氢氧化锂项目已投产	26
4 公司的竞争优势	27
4.1 公司拥有全球顶级的资源	27
4.2 泰利森锂矿产能远超澳洲其他矿山	29
4.3 极低的生产成本给公司带来高毛利	29
4.4 公司与多家下游公司形成战略合作伙伴	31
5 盈利预测与估值	31
5.1 盈利预测	31
5.2 估值	32
6 风险提示	33

图表目录

图 1: 公司发展历史.....	6
图 2: 公司股权结构 (截止 2022 年 Q3)	7
图 3: 锂产业链概览.....	7
图 4: 公司业务遍布全球.....	8
图 5: 公司营收 22Q3 同比增长 536%.....	9
图 6: 公司归母净利润 22Q3 同比增长 2916%.....	9
图 7: 公司营收中锂盐占比较大.....	9
图 8: 公司 2022H1 锂盐毛利占比达 71%.....	9
图 9: 公司锂精矿毛利 2022 年大幅上升.....	10
图 10: 公司锂盐毛利 2022 年大幅上升.....	10
图 11: 22Q3 公司资产负债率大幅下降.....	10
图 12: 22Q3 公司财务费用降至 4.85 亿元.....	10
图 13: 全球锂资源产量 (吨锂金属)	11
图 14: 2021 年全球锂资源主要国家产量占比.....	11
图 15: 锂矿床主要类型.....	11
图 16: 2021 年全球锂资源量分布 (万锂金属吨)	11
图 17: 世界主要卤水锂矿分布区.....	12
图 18: 全球主要锂辉石矿分布.....	13
图 19: 2010 年锂资源消费结构 (吨锂金属量)	14
图 20: 2021 年锂资源消费结构 (吨锂金属量)	14
图 21: 中国动力电池出货量 (单位: MWh)	14
图 22: 中国乘用车销量及新能源乘用车渗透率.....	15
图 23: 全球汽车销量及新能源车渗透率.....	15
图 24: 2021 年我国新型储能装机占比.....	15
图 25: 我国电化学储能累计装机量.....	15
图 26: 全球储能锂离子电池出货量.....	16
图 27: 公司穿透控股泰利森锂业.....	17
图 28: 泰利森锂业—格林布什锂矿的成矿情况以及矿区布局.....	18
图 29: 泰利森披露 2022 年生产精矿 134.8 万吨.....	18
图 30: 公司披露未来开采潜力巨大.....	18
图 31: IGO 规划格林布什矿山总产能 250 万吨.....	19
图 32: IGO 披露 2022 年精矿产量和生产成本.....	19
图 33: 2016-2022 年 SQM 锂业务营收占比实现三倍增长.....	20
图 34: 2022 年锂业务毛利润占比 79%成为 SQM 重要盈利点.....	20
图 35: SQM 营业收入和净利润大幅增长.....	20
图 36: SQM 盈利能力强劲.....	20
图 37: SQM 锂销量、销售单价呈现持续上涨的态势.....	21
图 38: 22 年 SQM 锂业务营收毛利双反弹, 增长陡峭.....	21
图 39: Atacama 盐湖矿区布局.....	22
图 40: 全球各主要锂化工产品生产企业的碳酸锂提锂成本比较如下图所示 (单位: 美元吨/LCE)	22
图 41: SQM 未来几年的产能规划.....	23
图 42: 公司参股西藏扎布耶 20%权益.....	23

图 43: 雅江措拉锂矿地理位置.....	25
图 44: 天齐锂业国内锂产品生产基地.....	26
图 45: 西澳奎纳纳一期已具备商业化生产能力.....	26
图 46: 公司目前布局锂资源权益量达 1700 万吨.....	27
图 47: 锂资源权益产量预测 (万吨 LCE)	28
图 48: 锂矿及项目的矿物储量估计 (截至 2021 年 12 月 31 日)	28
图 49: 锂卤水矿床矿物资源量估计 (截至 2021 年 12 月 31 日)	29
图 50: 泰利森产能远超其他澳洲矿山.....	29
图 51: 2020 年锂辉石生产成本曲线.....	30
图 52: 国内主要矿石提锂公司毛利率对比.....	30
表 1: 电化学二次电池性能对比.....	13
表 2: Greenbushes 锂矿的探明+控制+推断资源总量为 1310 万吨 LCE, 平均氧化锂品位 1.6%.....	17
表 3: Greenbushes 锂矿的证实和概略储量合计 830 万吨 LCE, 平均氧化锂品位 2.0%.....	17
表 4: SQM 拥有的 Atacama 矿权区域内拥有锂资源总量达 1080 万金属吨, 折合 5749 万吨 LCE.....	21
表 5: SQM 在 Atacama 盐湖采矿区域内的锂储量合计为 36 万吨, 折合 LCE 约为 195 万吨.....	22
表 6: 扎布耶盐湖矿床资源储量测算表.....	24
表 7: 截至 2021 年 12 月 31 日雅江措拉项目矿产资源量.....	25
表 8: 公司目前拥有的锂资源权益量和未来产量预测.....	27
表 9: 公司与多家下游公司签署战略合作.....	31
表 10: 公司主要产品盈利预测.....	32
表 11: 可比公司 Wind 一致预期 (截止 2023 年 3 月 16 日)	32
表 12: 公司在不同销售价格下的净利润估算 (亿元), 数据为线性推算, 仅作为参考.....	33
表附录: 三大报表预测值.....	34

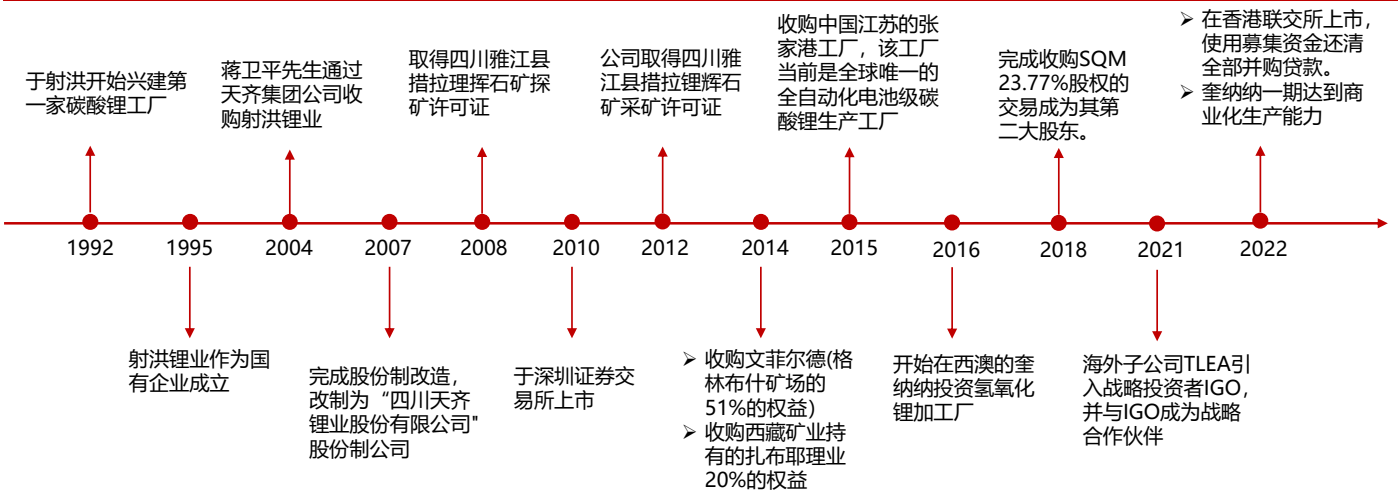
1 天齐锂业是全球领先的锂业公司

1.1 公司业务涉及锂产业链上中下游

公司前身射洪锂业成立于1995年，2004年天齐集团董事长蒋卫平收购射洪锂业，实际控制人变更为蒋卫平先生。公司主营锂化合物的生产销售。2008年收购天齐盛合，获取四川省雅江县措拉锂辉石矿的探矿权，该矿区系亚洲最大的锂辉石矿四川省甘孜州甲基卡矿的一部分。2010年于深交所上市，公司当时已发展为国内锂产品生产龙头。2012年公司获得措拉矿的采矿证。2014年公司为了上游锂精矿的稳定供应，公司收购了全球品位最高、储量最大的位于西澳的固体锂辉石矿格林布什（Greenbushes）锂矿51%的股权；同年8月，公司收购扎布耶锂业20%股权，布局国内锂盐湖资源。2018年完成收购SQM 23.77%股权的交易成为其第二大股东。公司已拥有全球最优质的矿石资源和盐湖卤水资源，成为全球锂业巨头。

公司收购资源的同时，海内外同时布局冶炼产能。国内先后收购了张家港碳酸锂工厂和铜梁金属锂加工厂，张家港基地拥有全球首条全自动化电池级碳酸锂生产线。在安居遂宁建设碳酸锂工厂，预计2023年下半年能够竣工投产。海外方面公司2016年开始投建西澳奎纳纳氢氧化锂工厂，在2022年底已经可以商业化生产。

图1：公司发展历史



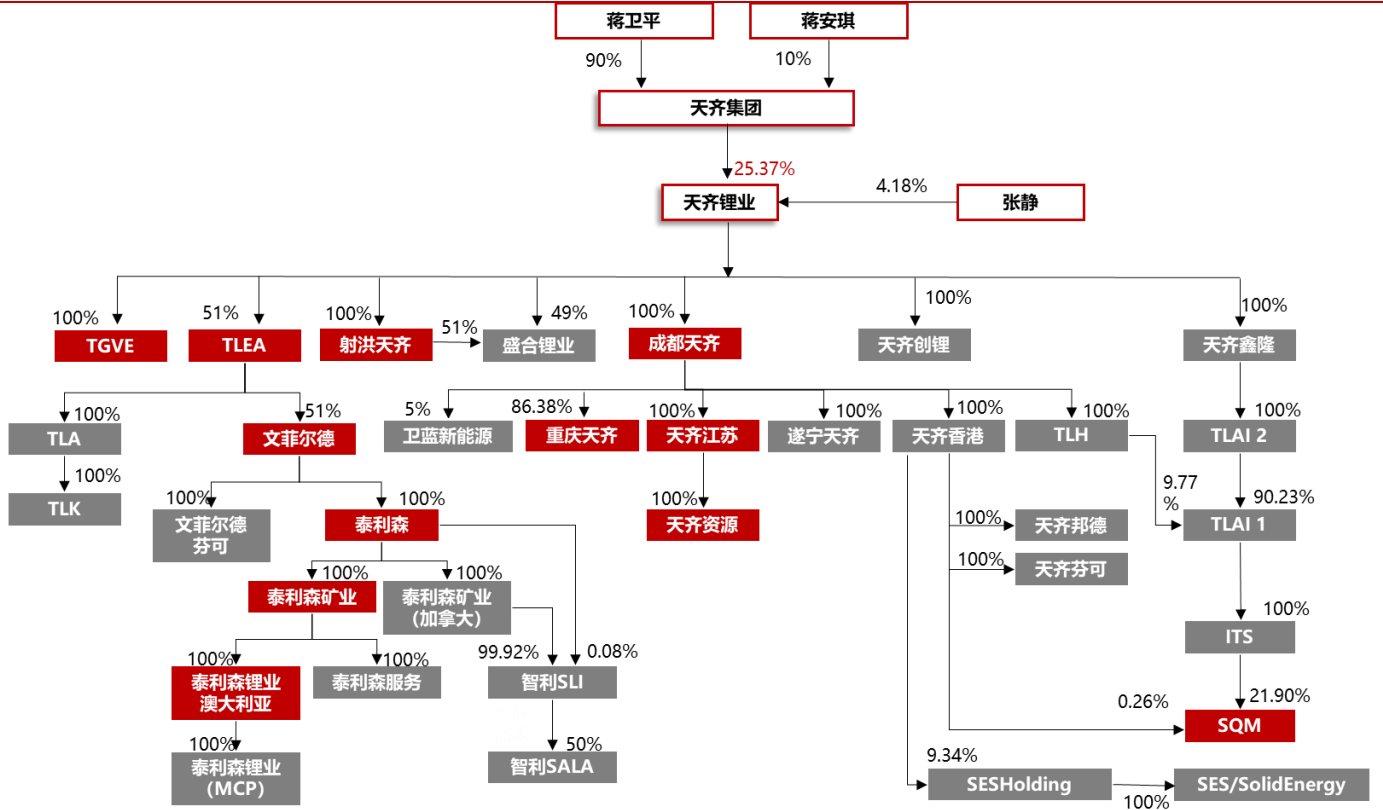
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

脱下债务包袱，积极延伸下游合作。公司在2018年收购SQM时背负高额贷款，每年利息费用巨大，拖累公司及项目进展。2021年，公司为解决债务危机，引入IGO战投，并与IGO进行战略合作，债务压力有所缓解。2022年7月，公司在香港联交所上市成功，用募集资金结清全部并购贷款，公司资产负债率至正常水平。公司也开始积极与下游公司进行合作，公司与中创新航签署战略合作伙伴协议及供货协议，与北京卫蓝签署协议合作研发固态锂电负极产品，投资SES公司，帮助公司对下一代电池技术前瞻布局等。

公司目前实控人为董事长蒋卫平先生，截止2022年Q3季度，公司第一大股东成都天齐实业集团持有公司25.37%股权。蒋卫平持有天齐集团90%股权；女儿蒋安琪持有天齐集团10%的股权；蒋卫平妻子张静直接持有公司4.18%股权，三者为一致行动人，合计持有公司29.55%股权。

公司旗下具有众多国内外子公司及孙公司，主要为国内外锂资源项目持股平台和锂产品加工生产平台。公司目前通过 TLEA 控制澳洲泰利森公司，以及 TLK 旗下的奎纳纳氢氧化锂项目；通过天齐鑫隆和天齐香港持有 SQM 部分股权；通过天齐盛和持有雅江措拉锂辉石矿项目；通过射洪天齐及成都天齐等控制国内各锂产品工厂。

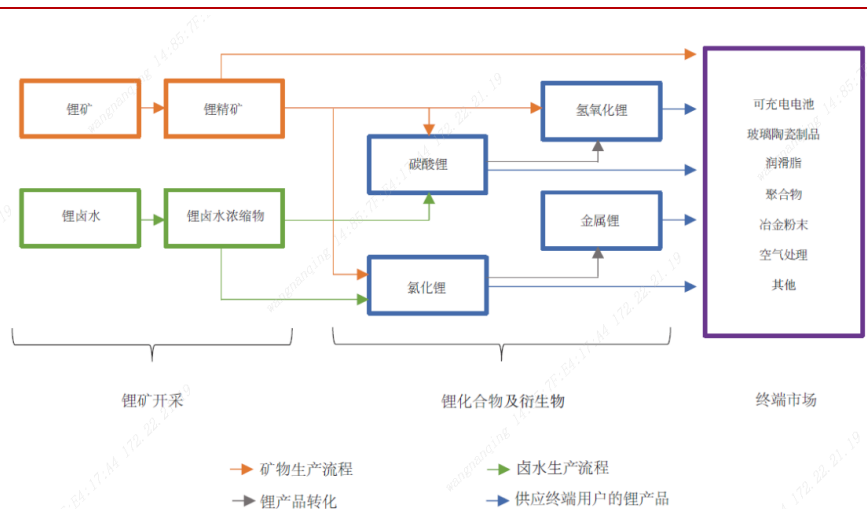
图2：公司股权结构（截止 2022 年 Q3）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司的产品主要分为两大类：锂精矿和锂化合物及其衍生物。公司合计拥有 162 万吨/年的锂精矿产能和 6.88 万吨的锂化合物及衍生品产能。公司生产的锂精矿产品包括化学级和技术级锂精矿，锂化合物及衍生物产品包括碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂和金属锂。公司的产品广泛应用于多个终端市场，主要包括电动汽车、储能系统、飞机、陶瓷和玻璃。

图3：锂产业链概览



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司以西澳大利亚格林布什锂矿为资源基地，四川雅江措拉锂矿为资源储备；目前格林布什锂辉石矿已建成的锂精矿产能确保公司能获得稳定的低成本优质原料，提高锂盐生产的运营效率、稳定性及灵活性。公司的锂产品加工业务目前主要依托四川射洪、江苏张家港和重庆铜梁生产基地，提供碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂以及金属锂产品，其中张家港基地拥有全球首条全自动化电池级碳酸锂生产线；另外，公司在西澳大利亚奎纳纳有两期共计年产4.8万吨电池级氢氧化锂生产线，一期2.4万吨已经具备商业化生产能力，二期工程处于暂缓状态，在遂宁安居有年产2万吨电池级碳酸锂生产线正在建设中，有望于2023年下半年建成投产。除此以外，公司已经建立起全球销售体系，实现境内外上下游垂直一体协同发展。

图4：公司业务遍布全球



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

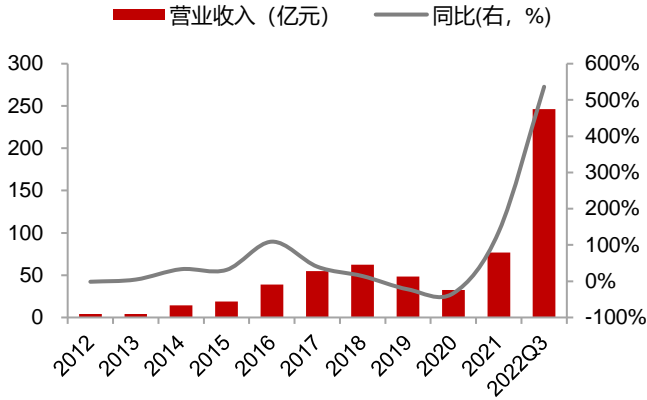
1.2 公司业绩近两年大幅增长

公司在2014年完成泰利森的收购后，凭借格林布什矿低成本优质锂精矿，公司2014-2018业绩开始稳步上升。2019-2020年因为锂行业周期下行，公司收购资产进行减值且收购SQM时高额的利息费用，公司2019-2020利润呈现亏损状态。2020年后随着下游需求的爆发，周期反转，公司在顺周期盈利开始大幅反弹，公司自2021年以后，锂精矿和锂化合物两大业务均呈现大幅增长，主要得益于下游需求的爆发，公司两大业务产销双旺，且产品价格创历史新高，公司业绩迎来量价齐升。

公司在2022年收获创记录的高营收和净利润，根据公司三季报，2022年前三季度，实现营收246.5亿元，同比增长536%；实现归属母公司股东的净利润159.81亿，同比增长2916%；2022年前三季度实现扣非后归属母公司股东的净利润149.2亿，同比增长12339%。根据公司业绩预告，预计全年归母净利润区间在231-256亿元，同比增长1011.19%-1131.45%，中值为243.5亿元，同比增长1071.32%。全年扣非归母净利润区间在221-245亿元，同比增长1556.94%-1736.88%，中值为233亿元，同比增长

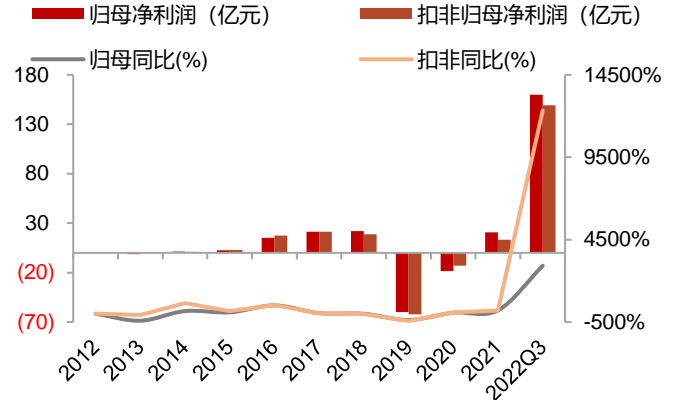
1646.91%。其中 Q4 实现归母净利润 71.19-96.18 亿元，同比增长 360%-521%，环比增长 26%-70%。

图5: 公司营收 22Q3 同比增长 536%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

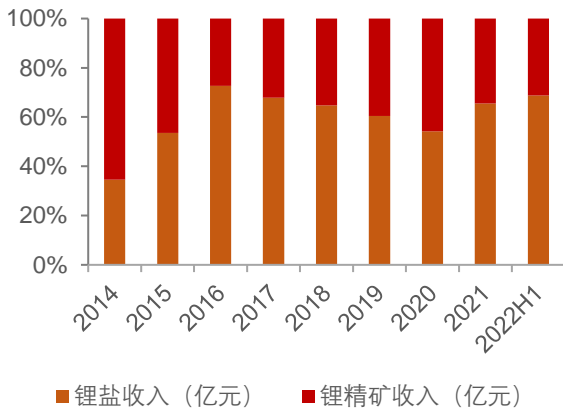
图6: 公司归母净利润 22Q3 同比增长 2916%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

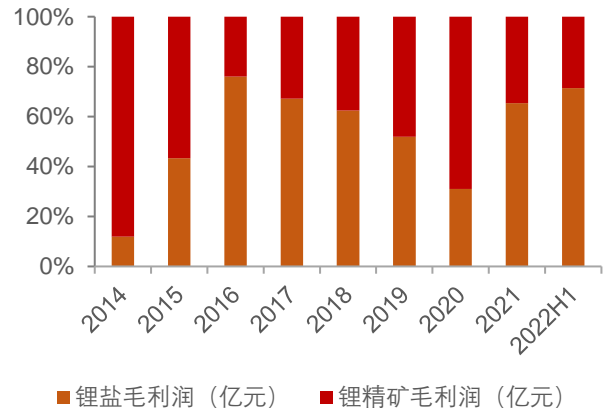
分业务来看, 公司主要两大业务为锂精矿和锂化合物。锂精矿业务主要是控股子公司泰利森锂业生产经营。截止 2022H1, 锂盐营收达 98.3 亿元, 占比达 69%, 锂精矿营收达 44.7 亿元, 占比达 31%。毛利端来看, 锂盐毛利润 86.0 亿元, 占比达 71%, 锂精矿毛利润 34.4 亿元, 占比达 29%。公司锂盐毛利率在顺周期阶段 2016-2018 和 2021 至今均保持在 60%以上, 2022H1 毛利率达 88%。锂精矿业务得益于澳洲格林布什锂矿是全球规模最大, 产能最大, 成本最低的矿山, 2016 年之后锂精矿毛利率一直保持在 60%以上, 2022H1 达 77%。

图7: 公司营收中锂盐占比较大



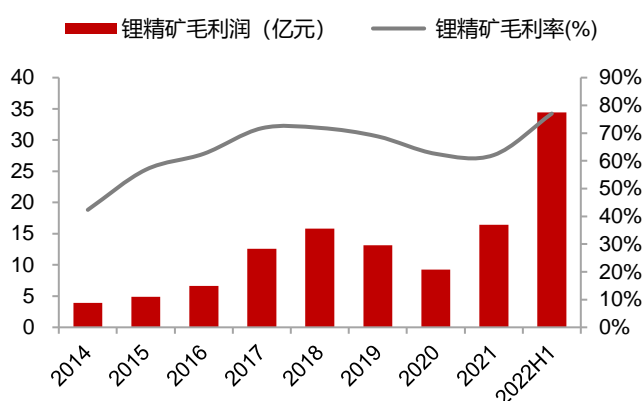
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图8: 公司 2022H1 锂盐毛利占比达 71%



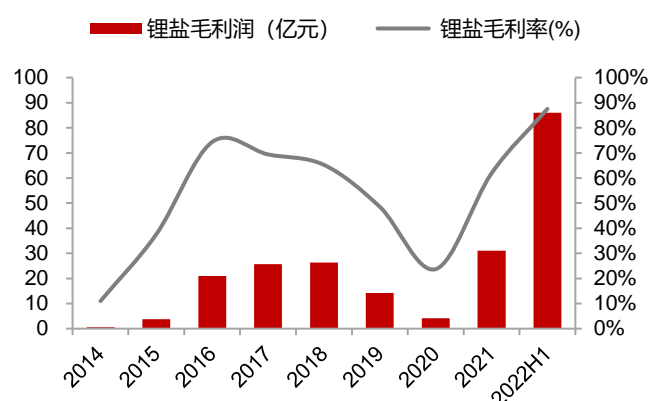
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图9: 公司锂精矿毛利 2022 年大幅上升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

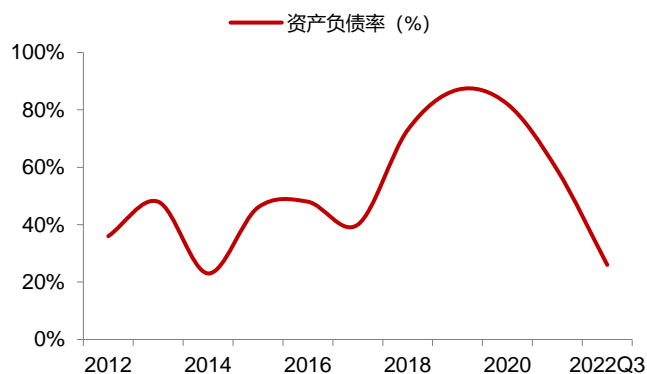
图10: 公司锂盐毛利 2022 年大幅上升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

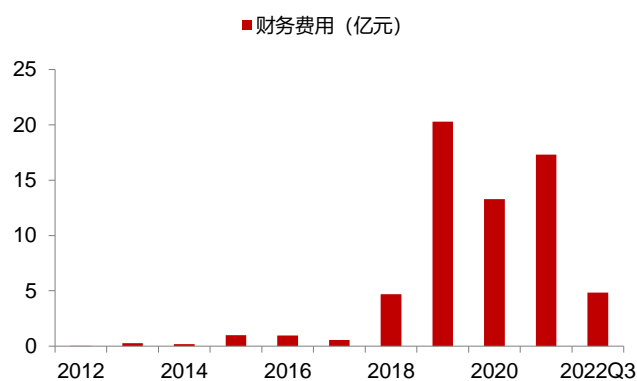
公司彻底摆脱债务包袱, 资产负债率回归正常。公司 2018 年度为完成 SQM 股权购买交易, 公司新增并购贷款 35 亿美元, 资产负债率大幅上升。公司资产负债率从 40.4% 逐年提高至 82.3%, 且在 2019-2021 年给公司带来巨额财务费用, 分别达 20.3、13.3、17.3 亿元。公司在 2021 引入战投偿还部分并购贷款之后, 2022 年财务费用大幅降低, 截止 2022Q3, 财务费用降至 4.85 亿元。加上公司 2021 年以来利润大幅增长和港股 IPO 募集资金, 公司已完全还清并购贷款。

图11: 22Q3 公司资产负债率大幅下降



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图12: 22Q3 公司财务费用降至 4.85 亿元



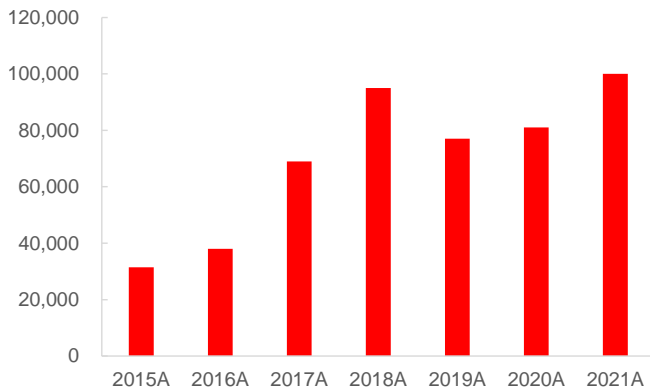
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 行业端: 资源集中, 新能源带来需求大爆发

2.1 锂资源: 资源端较为集中, 供给受澳洲影响较大

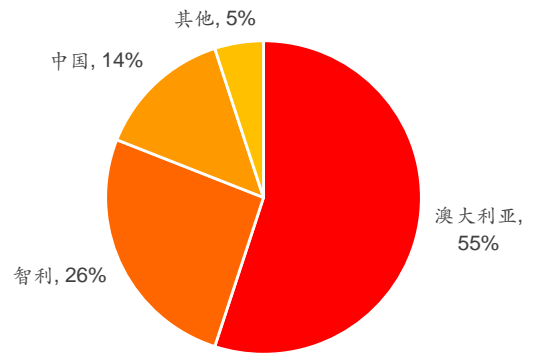
产量分布非常集中, 澳洲占主导地位。据 USGS 统计, 全球锂资源产量由 2015 年 3.15 万锂金属吨增长至 2021 年 10 万锂金属吨。分国别来看: 澳大利亚贡献超一半的锂产量, 达到 55% 占比, 占据全球锂供应主导地位。智利以其成熟的盐湖提锂产业, 贡献 26% 产量, 中国则贡献 14%, 全球锂资源供应非常集中。

图13: 全球锂资源产量 (吨锂金属)



资料来源: USGS, 浙商证券研究所

图14: 2021年全球锂资源主要国家产量占比



资料来源: USGS, 浙商证券研究所

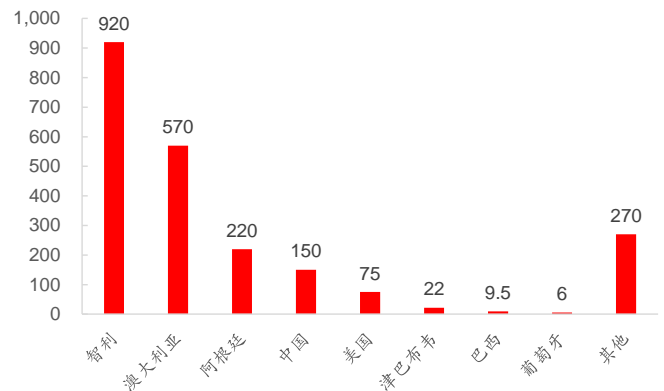
资源端集中于智利、澳大利亚、阿根廷和中国。2021年全球锂资源量约8900万锂金属吨,以卤水型和伟晶岩型(锂辉石、锂云母、透锂长石等)的锂矿为主体,卤水锂矿资源主要分布在南美智利、阿根廷、玻利维亚的“锂三角”高原地区和美国西部及中国西部等干燥地区。世界上的岩石锂矿资源主要分布在澳大利亚、中国、津巴布韦、葡萄牙、巴西、加拿大、俄罗斯等国。

图15: 锂矿床主要类型

矿床	类型	典型矿床品位	典型矿床
岩石矿床	花岗伟晶岩	1.5% ~ 4% Li ₂ O	澳大利亚 Greebushes, 中国甲基卡, 津巴布韦 Bikita
	黏土型	0.4% Li ₂ O	墨西哥 Sonora, 美国 Kings Valley
	湖相沉积型	1.5% Li ₂ O	塞尔维亚 Jadar
卤水矿床	大陆盐湖型	0.04% ~ 0.15% Li	智利 Atacama 玻利维亚 Uyuni, 阿根廷 Hombre Muerto, 中国察尔汗
	地热卤水型	0.01% ~ 0.035% Li	美国 Salton sea
	气田卤水型	0.01% ~ 0.05% Li	美国 Smackover

资料来源: 《全球锂矿资源现状及发展趋势》, 杨卉芃等; 浙商证券研究所

图16: 2021年全球锂资源量分布 (万锂金属吨)

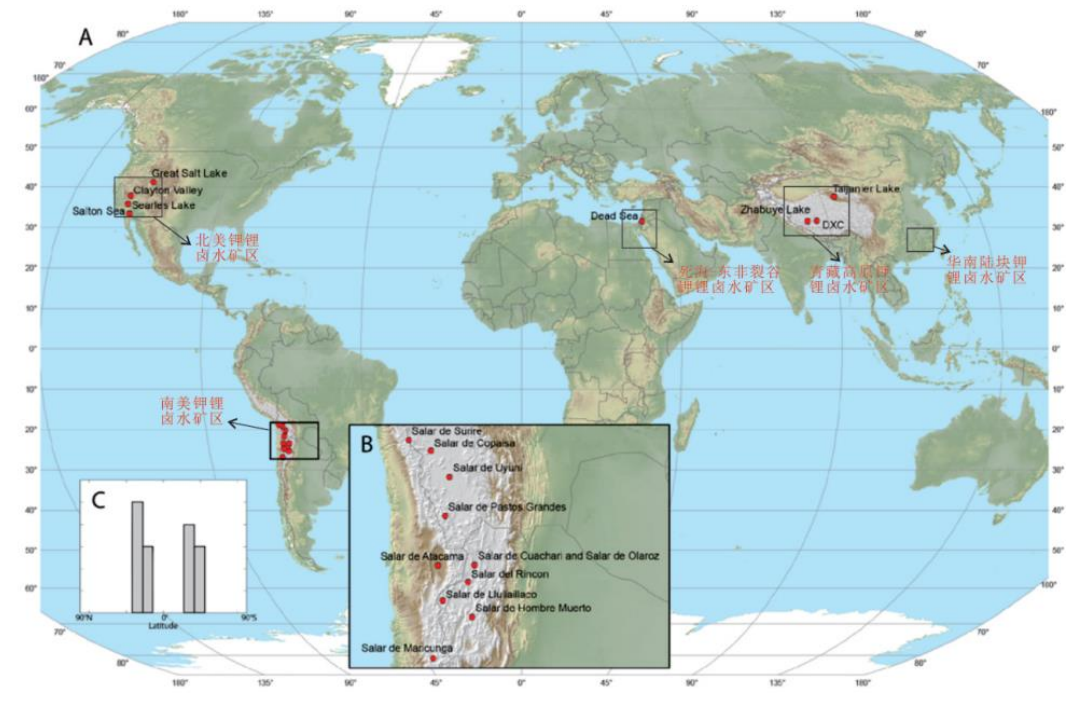


资料来源: USGS, 浙商证券研究所

2.1.1 盐湖卤水: 集中于三大高原地区, 占据全球65%锂资源储量

全球65%锂资源储量为盐湖卤水, 分布于三大高原地区。据USGS2020年预计, 全球锂资源储量中65%为盐湖卤水, 并且主要分布于世界三大高原, 即南美西部安第斯高原、北美西部高原以及中国青藏高原, 形成三大高原卤水型锂矿床的成矿区。

图17: 世界主要卤水锂矿分布区



资料来源:《世界盐湖卤水型锂矿特征、分布规律与成矿动力模型》,刘成林等;浙商证券研究所

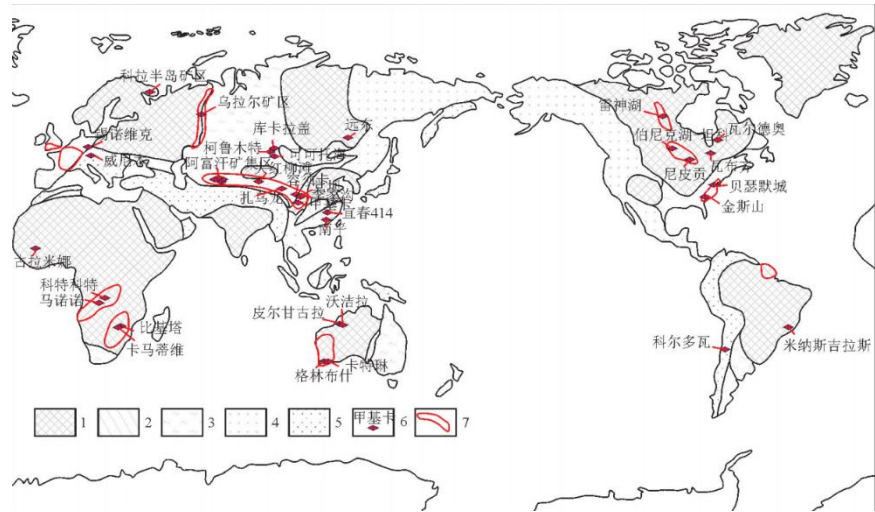
卤水资源丰富,但开发难度较大。盐湖卤水锂资源丰富,但目前受限于:1) 地理及基建条件:盐湖多形成于高海拔地区,南美盐湖多处于3700米、北美盐湖多处于1500-2200米、青海盐湖则处于2600、4500米两大海拔范围。周围通常基础设施落后,施工、运营环境较为艰难,对生态保护要求高。2) 提锂技术:全球富锂盐湖生产主要采用沉淀法,需要较大资本开支、较长建设及爬坡周期。3) 不同盐湖差距大:由于不同盐湖卤水间化学组分有较大差异,往往需要根据每一座盐湖的特性去制定适合的工艺,并且后端还需较长时间的调试工作,加大了盐湖开发的难度。

由于上述主要原因,全球锂资源供给仍以岩石型锂矿为主。我们认为在未来锂资源前景明确、提锂技术不断突破及高锂价的刺激下,全球盐湖卤水开发节奏将得到加强。将逐步形成大规模、低成本的锂资源,成为重要锂资源供应来源。

2.1.2 硬岩型: 资源量不及盐湖卤水, 贡献全球一半以上产量

硬岩型锂矿资源以锂辉石、锂云母、透锂长石、锂蒙脱石、贾达尔石和磷铝锂石等为主,资源量占据全球26%,主要分布于澳大利亚、加拿大、芬兰、中国、津巴布韦、美国、巴西、南非和刚果(金)等国。产量却占据全球50%以上,是主要的锂资源矿产来源。根据SMM测算,全球在产锂辉石矿山锂精矿总产能约269.5万吨,其中澳洲锂矿产能共计239万吨,占比88.7%,澳洲仍为全球锂辉石精矿供应主力国家。

图18: 全球主要锂辉石矿分布



资料来源:《试论国内外大型超大型锂辉石矿床的特殊性与找矿方向》,王登红等,浙商证券研究所

2.2 锂需求: 新能源带来锂离子电池猛烈需求, 储能或将接棒发力

性能优异, 锂离子电池脱颖而出。得益于锂离子电池比能量高、无记忆效应、工作电压高(单体工作电压为 3.7V 或 3.2V, 相当于 3 节镍镉或镍氢电池串联电压)、重量轻(相同体积重量仅为铅酸电池 1/5-1/6)、绿色环保和长寿命等优点, 逐渐成为电化学二次电池的首选, 广泛应用于消费电子、新能源车、储能等领域, 也带动了对锂资源的需求量。

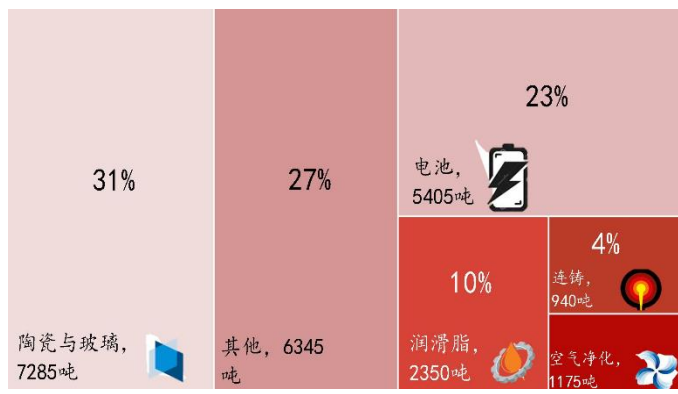
表1: 电化学二次电池性能对比

项目	铅酸电池	镍镉电池	镍氢电池	锂电池
商业化时间	1890	1956	1990	1991
工作电压	2v	1.2v	1.2v	3.3-3.7V
能量密度	40Wh/Kg	50Wh/Kg	60-80Wh/Kg	>150Wh/Kg
循环寿命	300次	1000次	500次	>1000次
自放电率	4-5%	20-30%	30-35%	<5%
记忆效应	无	有	有	无
环保	否	否	是	是
优点	技术成熟、价格低	快速充电、价格低、循环寿命长	快速充电、价格低、循环寿命长	快速充电、无记忆效应、能量密度大、循环寿命长
缺点	能量密度低、寿命短、体积大	能量密度低、有记忆效应、镉金属污染	能量密度低、有记忆效应、放电功率低	价格高、安全性一般

资料来源: 锦缎研究院, 浙商证券研究所

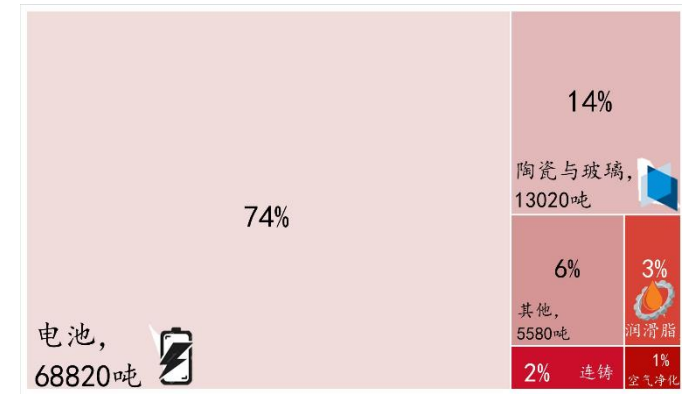
锂离子电池需求快速扩张带动下, 锂金属消费量猛烈增长。2021 年锂金属消费总量达到 9.3 万锂金属吨, 较 2010 年的 2.35 万吨涨幅达到 296%。其中, 锂金属应用在电池板块的占比由原先的 23% 扩大到 2021 年的 74%, 使用量也从 2010 年的 5405 吨上升至 2021 年的 68820 吨, 涨幅达到 1273%。

图19: 2010年锂资源消费结构(吨锂金属量)



资料来源: USGS, 浙商证券研究所

图20: 2021年锂资源消费结构(吨锂金属量)

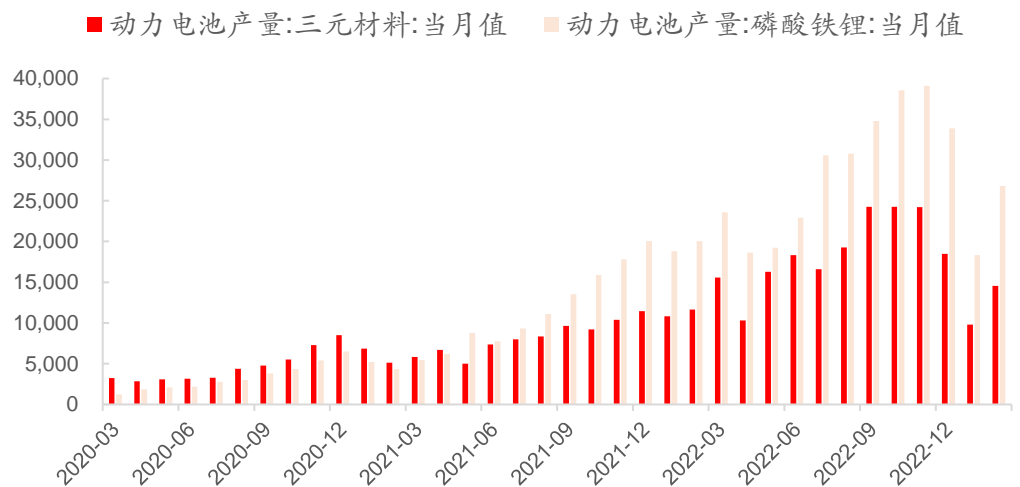


资料来源: USGS, 浙商证券研究所

2.2.1 新能源车: 技术突破叠加政策扶持, 点燃锂价的第一把火

动力电池技术突破助推新能源车的销量爆发。随着2020年比亚迪刀片电池、宁德时代CTP技术的推出, 磷酸铁锂电池包的能量密度得到较大提升, 缩小了和三元电池包的差距, 使动力电池得以在保证安全的同时带来续航里程的提升和成本的下降, 助推了新能源车的销量爆发。

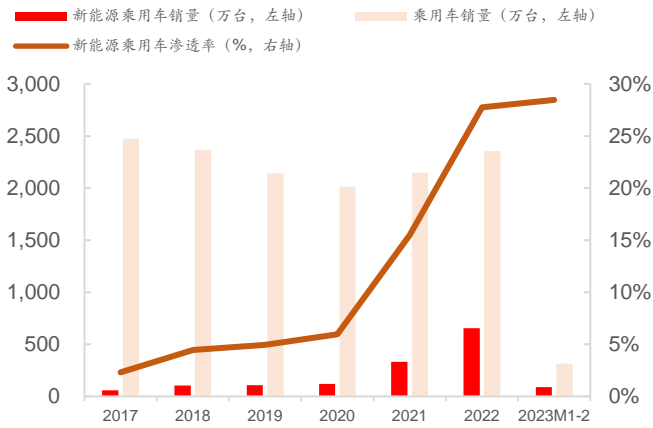
图21: 中国动力电池出货量(单位: MWh)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

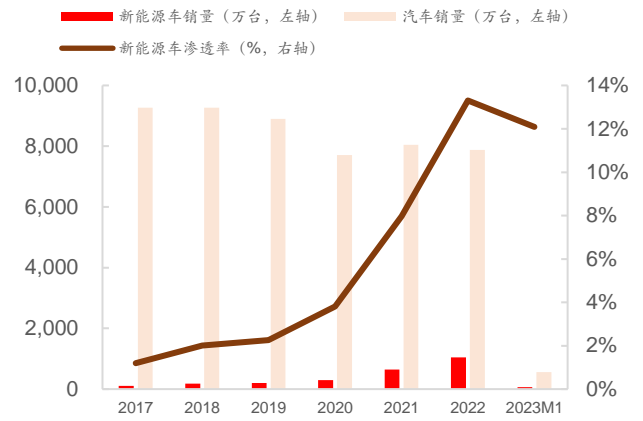
在电池技术突破及政策扶持下, 中国新能乘用车销量大幅增长, 渗透率逼近30%。据中汽协数据, 中国新能源乘用车销量自2020年以来连续三年呈现快速增长, 由120万台增长至22年前10月的518万台, 整体渗透率也由5%跃升至27%。全球范围内, 新能源车销量也呈现快速增长态势, 2022年前10月新能源车销量已达800万台, 渗透率达到12%。

图22: 中国乘用车销量及新能源车渗透率



资料来源: 中汽协, 浙商证券研究所

图23: 全球汽车销量及新能源车渗透率



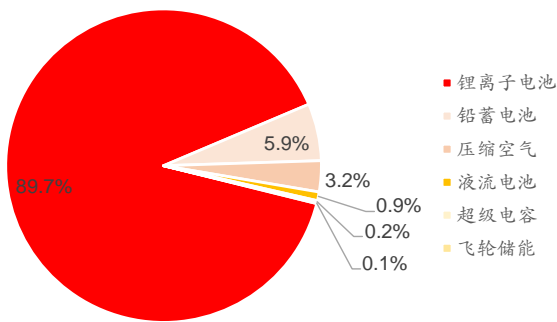
资料来源: Marklines, 浙商证券研究所

2.2.2 储能: 拉动锂资源需求增长的第二辆马车

在碳中和的大浪潮下, 世界各国纷纷开始加大对光伏、风电等可再生能源的建设力度, 新能源发电体系大规模接入后, 需要配套以储能设施来进行发电量与用电量的严格匹配, 以此形成在新能源高占比的电力系统的“生产-传输-储存-利用”的闭环。

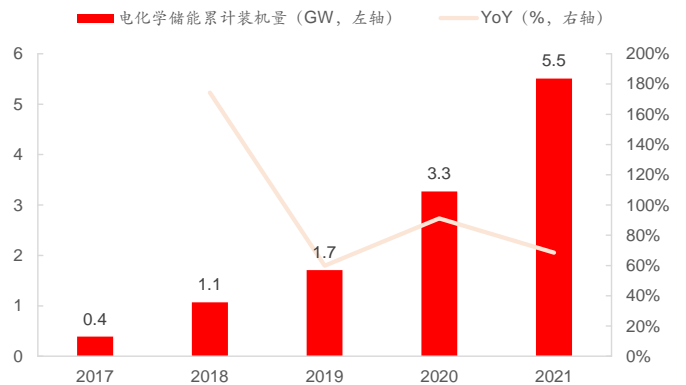
目前我国储能体系仍以抽水蓄能为主要方式, 2021年抽水蓄能占比达到86%, 新型储能占比约12.5%, 其中约90%为锂电池储能。在政策及行业需求的带动下, 我国电化学储能近几年得到大力发展, 2021年累计装机量达到5.5GW, 同比增长68%。

图24: 2021年我国新型储能装机占比



资料来源: 储能电站公众号, 浙商证券研究所

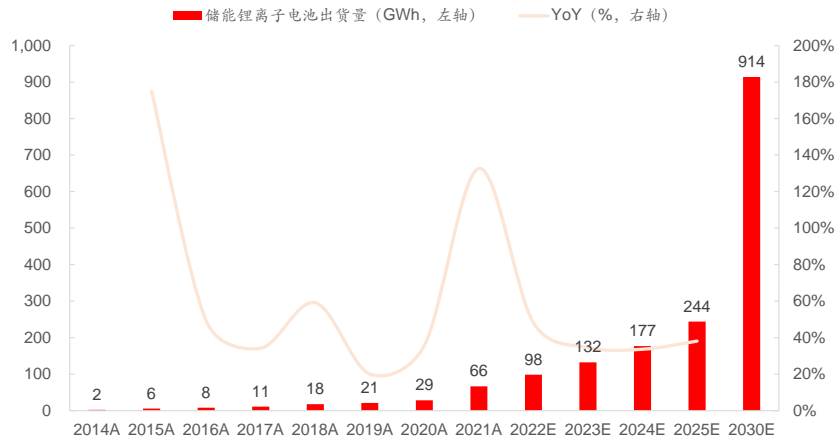
图25: 我国电化学储能累计装机量



资料来源: CNESA, 浙商证券研究所

据EVTank统计, 2021年全球储能锂离子电池总体出货量达到66.3GWh, 同增132%, 其中中国企业出货量达42.3GWh, 占全球出货量64%。从行业应用别来看, 电力系统依然是储能锂电池最大的应用市场, 2021年占比高达71%。根据EVTank预测, 全球储能锂离子电池出货量有望在2025年超240GWh, CAGR保持在35%以上, 2030年则有望达到914GWh。未来储能锂离子电池有望成为锂资源需求的第二增长极。

图26: 全球储能锂离子电池出货量



资料来源: EVTank, 浙商证券研究所

3 公司拥有全球最优质的矿石与盐湖资源

公司拥有多处国内外顶级锂资源项目,深耕锂行业上游多年,布局国内外多处锂资源项目。早在2008年12月,天齐锂业就通过收购天齐盛合,获取了雅江措拉锂辉石矿的探矿权,后续在2012年7月又获得了措拉矿的开采权,这是天齐锂业收购的第一处锂矿资产。2014年5月,天齐锂业完成了对泰利森公司51%股权的收购,获得旗下Greenbushes锂矿的控股权,以及智利Salares7项目盐湖50%的权益。2014年8月,天齐锂业收购西藏矿业持有的扎布耶锂业20%的股权,布局国内锂盐湖资源。2018年12月,天齐锂业通过收购智利SQM公司23.77%股权获得Atacama锂盐湖的部分权益。

此外,公司2023年1月,公司控股子公司TLEA与澳大利亚上市公司Essential Metals签订《计划实施协议》,以每股0.50澳元,合计约1.36亿澳元(约合人民币6.32亿元)的价格购买ESS的所有股份。ESS拥有Pioneer Dome锂矿项目的100%的所有权,有助于扩充公司锂矿资源储备。作为国内锂行业的领先企业,多年来在全球布局了多处优质锂资源项目,同时也积累了丰富的资产并购经验。根据公告,ESS旗下拥有资产:

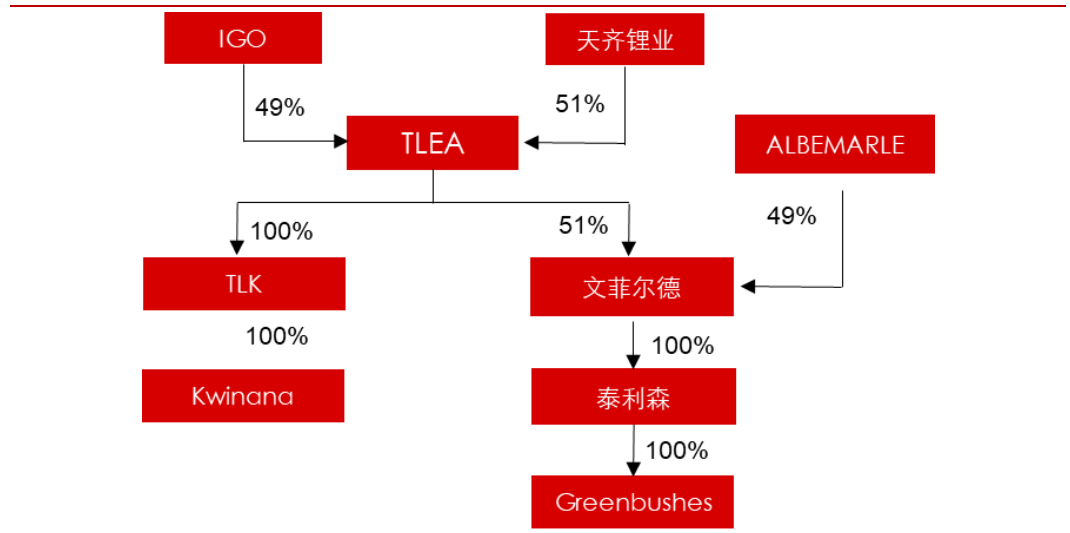
1.Pioneer Dome 锂矿项目 100%所有权。项目位于西澳大利亚东部金矿区Yilgarn Craton的核心锂矿带,是澳大利亚已公布的13个符合JORC标准的硬岩锂辉石矿资源之一。锂矿资源量为1,120万吨,品位为1.16%,合计为12.90万吨氧化锂当量,约合31.86万吨LCE当量。

2.Juglah Dome 金矿项目和Golden Ridge 金矿项目 100%所有权。Juglah Dome 金矿项目位于澳大利Kalgoorlie东南以东60公里,由一个50平方公里的矿区组成,具有金矿勘探潜力。已完成对该项目的RC钻探测试。Golden Ridge 金矿项目位于澳大利亚Kalgoorlie东南20公里处,总面积为140平方公里,具有金矿、镍矿的勘探潜力。该项目目前处于勘探阶段。

3.1 格林布什矿山是全球规模最大、品位最优、产能最大的锂辉石矿山

公司穿透控股泰利森锂业 26.01% 股权，在产的全球规模最大、品位最优、产能最大，成本最低的锂辉石矿山。根据天齐港股招股书披露口径：格林布什锂矿的探明+控制+推断资源总量为 1310 万吨 LCE，平均氧化锂品位 1.6%，1 区尾矿库另外拥有资源量 60 万吨 LCE，平均氧化锂品位 1.3%；证实+概率总储量为 830 万吨 LCE，平均氧化锂品位 2%，1 区尾矿库另外拥有储量 40 万吨 LCE，平均氧化锂品位 1.4%。是全球规模最大、品位最优、产能最大的锂辉石矿山，也是中国锂盐厂传统的精矿原料基地。

图27：公司穿透控股泰利森锂业



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表2：Greenbushes 锂矿的探明+控制+推断资源总量为 1310 万吨 LCE，平均氧化锂品位 1.6%

资源量类别	氧化锂品位 (%)	LCE (百万吨)
中央矿脉区及卡潘加区		
探明资源量	-	0.04
控制资源量	-	10.4
推断资源量	-	2.7
总源量	1.6%	13.1
尾矿储存设施 1 区		
控制资源量	-	0.5
推断资源量	-	0.1
总资源量	1.3%	0.6

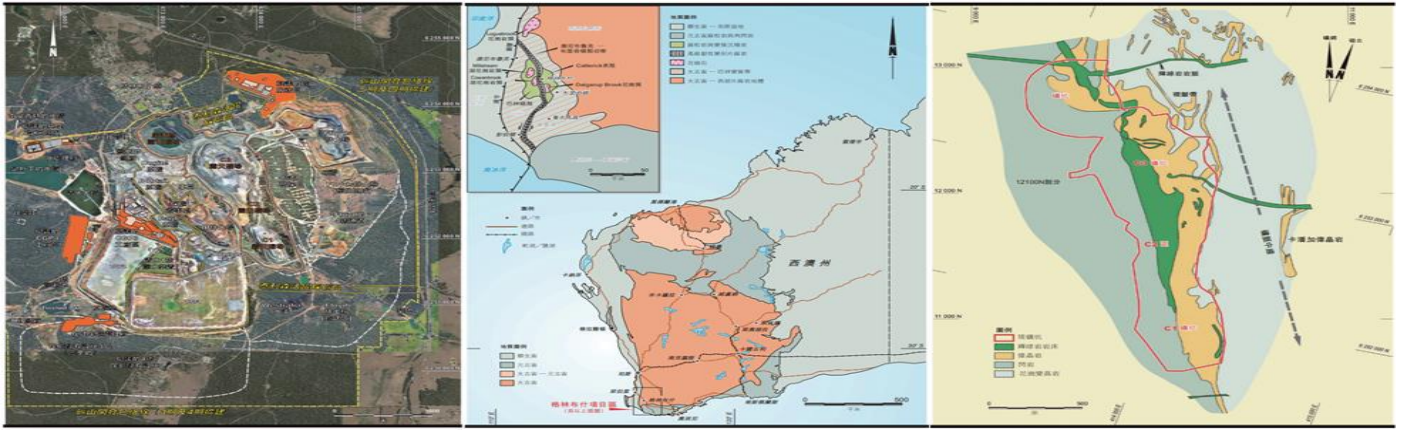
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表3：Greenbushes 锂矿的证实和概略储量合计 830 万吨 LCE，平均氧化锂品位 2.0%

资源量类别	氧化锂品位 (%)	LCE (百万吨)
中央矿脉区及卡潘加区		
证实可采储量	-	0.04
概略可采储量	-	8.3
储量合计	2.0%	8.3
尾矿储存设施 1 区		
证实可采储量	-	-
概略可采储量	-	0.4
储量合计	1.4%	0.4

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图28: 泰利森锂业—格林布什锂矿的成矿情况以及矿区布局

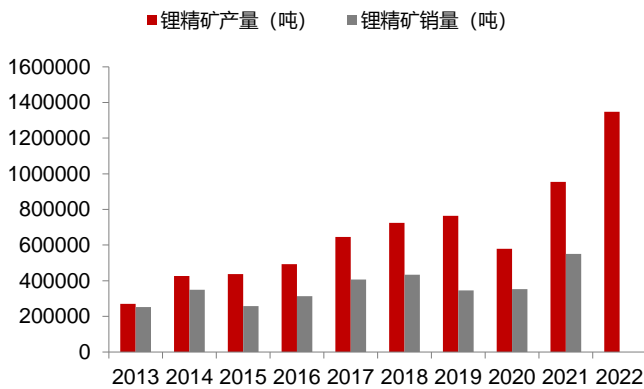


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

目前, 泰利森具备锂精矿产能 162 万吨/年, 远超全球其他在产矿山, 其中技术级锂精矿 (TGP) 14 万吨/年, 一号和二号化学级锂精矿工厂 (CGP1, CGP2) 各 60 万吨/年, 合计 120 万吨/年的化学级锂精矿。年产 28 万吨锂精矿的尾矿再处理工厂 (TRP) 于 22Q1 建成投产, 可连续生产约 5 年; 三号化学级锂精矿工厂 (CGP3) 年产 50 万吨正在建设中, 有望于 2025 年建成投产; 未来四期 (CGP4) 进一步规划 52 万吨; 泰利森在远期的锂精矿总产能潜力近 250 万吨/年。

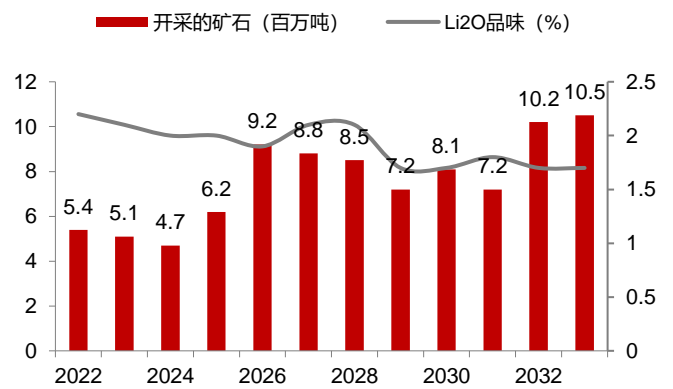
根据 IGO 披露, 2022 年 Q4 季度 Greenbushes 锂精矿产量为 37.9 万吨, 环比增长 5%, 销量 38.6 万吨, 环比 14%。Q1-Q3 产量分别为 27、33.8、36.1 万吨, **2022 年合计生产锂精矿 134.8 万吨**。Greenbushes 加工性能继续改善, Q4 总处理量增加了 7%, 所有工厂的矿石加工量达到 160 万吨, 回收率增加了 3%。其中, 化学级锂精矿二号厂 (CGP2) 的季度处理量创历史新高, 环比增长 15% 至 57.8 万吨。尾矿再处理厂 (TRP) 也实现了创纪录的处理量, 环比增长 16%, 达到 46.7 万吨, 回收率也从 58.7% 提高到 60.1%。**我们预计 2023 年 Greenbushes 锂精矿产量有望达 150 万吨。**

图29: 泰利森披露 2022 年生产精矿 134.8 万吨



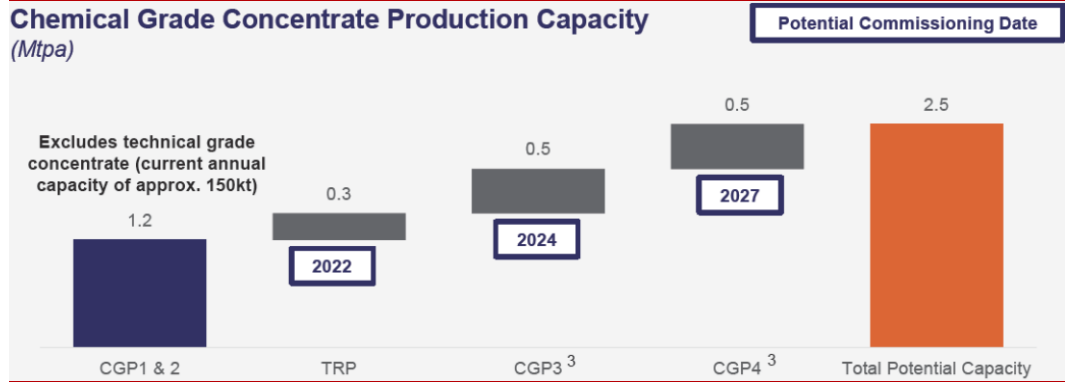
资料来源: 天齐锂业, IGO 公司公告, 浙商证券研究所

图30: 公司披露未来开采潜力巨大



资料来源: 天齐锂业港股招股书, 浙商证券研究所

图31: IGO 规划格林布什矿山总产能 250 万吨



资料来源: IGO 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 格林布什矿山生产的精矿由股东包销, 销售价格按季度调整

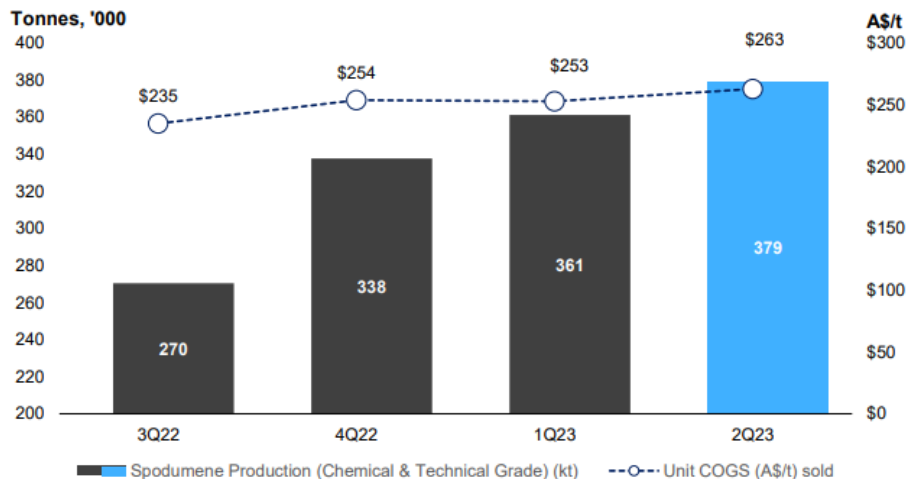
泰利森生产的锂精矿全部由股东内部消化, 其中化学级锂精矿由股东 TELA (天齐 51%、IGO49%) 和美国雅保包销, 技术级锂精矿 (销往高端玻陶行业) 由天齐、雅保分别在中国和海外市场销售。TELA 包销的锂精矿优先满足 TLK 需求, 剩余量满足天齐国内工厂和代加工需求, IGO 不享有锂精矿购买权。天齐锂业采购的化学级锂精矿主要用于自产或委托加工成锂化工产品。天齐和雅保约定双方均不直接在公开市场销售泰利森所产的化学级锂精矿, 仅出售加工生产的锂化合物产品。

基于高原矿品位、成熟的采选和深厚工艺积淀, 泰利森—格林布什无疑是目前全球生产成本最低的锂辉石矿山之一。根据 IGO 披露, 22Q4 锂精矿运营成本 263 澳元/吨, 在包含权益金后, 22Q1 锂精矿运营成本 757 澳元/吨。

在 2023 年之前, 泰利森化学级锂精矿采取滞后定价机制, 每 6 个月更新一次, 定价综合参考报价机构 Fastmarkets、Benchmark 和 Asian Metals 在前一个季度的 FOB 价格。根据 IGO 披露, 文菲尔德董事会批准修改 Greenbushes 销售锂精矿的定价机制。自 2023 年 1 月 1 日起, SC6 的销售价格将按季度调整, 并参考四家价格报告机构 (包括 Fastmarkets、Asian Metals、Benchmark 和 S&P Platts) 上一季度的平均价格, 减去 5% 的批量销售折扣。在此基础上, IGO 预计 2023 年 Q1 销售的化学级锂辉石的价格为 5,957 美元/吨 FOB。

图32: IGO 披露 2022 年精矿产量和生产成本

Production and cost performance



资料来源: IGO 公司公告, 浙商证券研究所

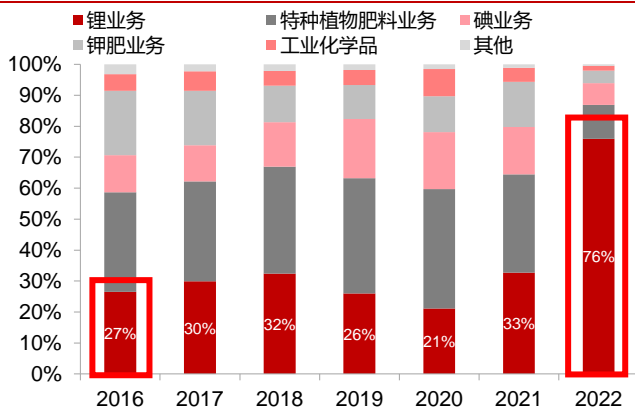
3.3 Atacama 盐湖是全球锂浓度最高、储量最大、生产成本占优的盐湖

3.3.1 公司 22% 参股 SQM，旗下 Atacama 盐湖是全球产能最大的盐湖

SQM 主要有五大业务：特种植物营养素 SPN、碘及其衍生产品、锂及其衍生产品、钾及其衍生产品和工业化学品。特种植物营养素、碘和钾业务为传统业务，锂是提钾的副产品，因此早期 SPN、碘和钾业务是公司主要收入来源，但锂业务权重自 2016 年逐步占比提升，营业收入从 2016 年占比 26.5% 提升至 2022 年的 76%，实现近三倍增长；毛利占比在 2020 年行业周期底部时仅 18%，2022 年跃升至 79%。SQM 已成为全球最大的锂化合物供应商之一。2022 年 Q4 单季度来看，SQM 锂业务营收 81.53 亿美元，同比增速 770.94%；毛利润占比 79%，成为公司主要的盈利支点。

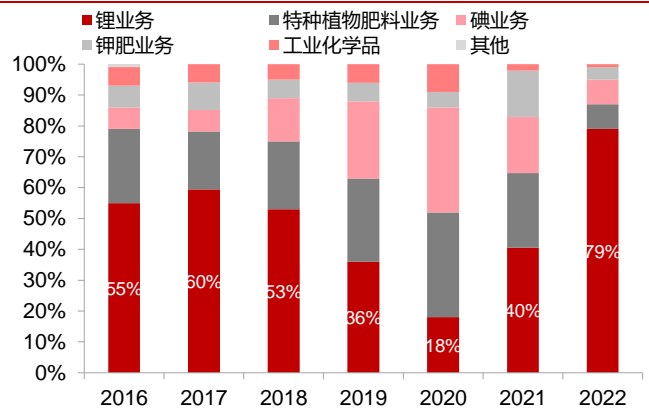
截止 2022 年底，公司持有 SQM 约 22% 股权。2022 年 SQM 全年净利润达 39.06 亿美元，根据权益法核算，公司 2022 年确认投资收益大概为 59 亿人民币（汇率以 6.9 计算）。

图33：2016-2022 年 SQM 锂业务营收占比实现三倍增长



资料来源：SQM 公司公告，浙商证券研究所

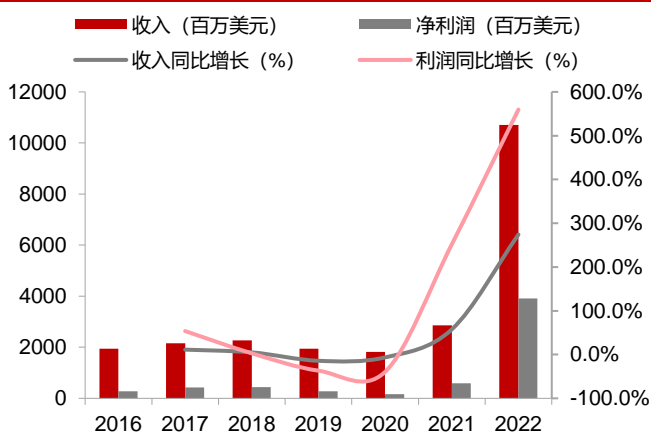
图34：2022 年锂业务毛利润占比 79% 成为 SQM 重要盈利点



资料来源：SQM 公司公告，浙商证券研究所

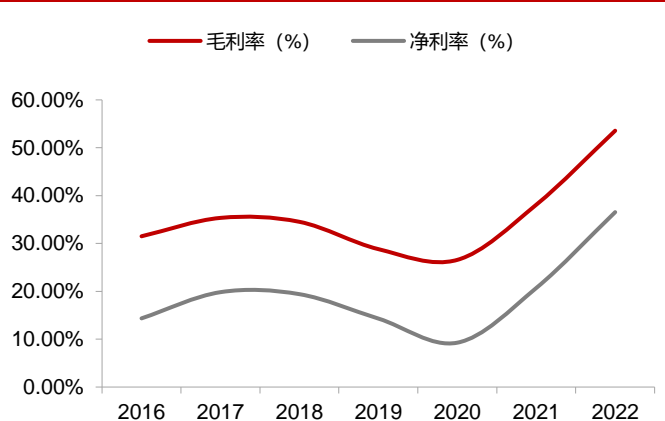
2021 年以来受锂行业景气度的回升，SQM 锂业务迎来量价齐升，带动整体业绩大幅增长。公司 2022 年全年整体营业收入达 107.11 亿美元，同比增长 274.2%。第四季度收入达 31.33 亿美元，环比增加 5.92%。2022 年全年累计净利润 39.06 亿美元，同比增长 559.63%；第四季度净利润 11.51 亿美元，环比增加 4.65%。毛利率方面 2022 年全年高达 53.56%，上年同期为 31%；第四季度毛利率为 52.39%，业绩增长显著。

图35：SQM 营业收入和净利润大幅增长



资料来源：SQM 公司公告，浙商证券研究所

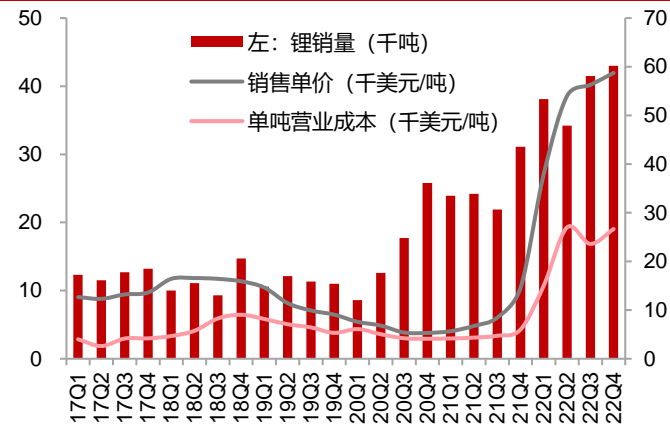
图36：SQM 盈利能力强劲



资料来源：SQM 公司公告，浙商证券研究所

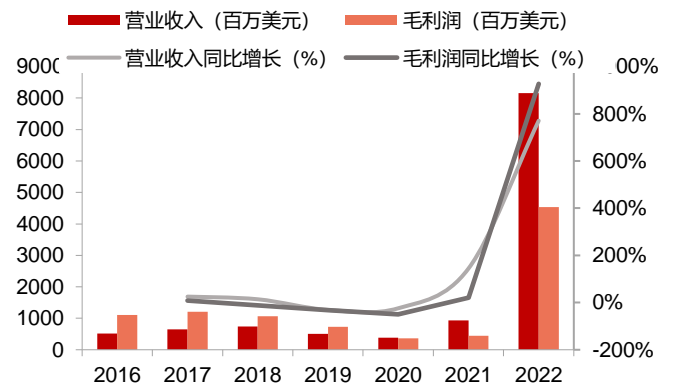
量价齐升，为公司业绩提供有力支撑。2021年下半年以来，全球电动汽车销售量强劲，带动锂需求高增，SQM 锂产品销售价格持续上升，SQM 锂产品单价和销量保持高增长，2022年第四季度锂销量高达4.3万吨，同比增长38.26%；销售价格达5.9万美元/吨，仍然维持高位。从SQM 收入端来看，22年锂营收高达81.53亿美元，同比增速926.95%；锂业务毛利率整体向上，22年毛利提升至45.32亿美元，同比增长771%。

图37: SQM 锂销量、销售单价呈现持续上涨的态势



资料来源: SQM 公司公告, 浙商证券研究所

图38: 22年SQM 锂业务营收毛利双反弹, 增长陡峭



资料来源: SQM 公司公告, 浙商证券研究所

智利 Atacama 盐湖地处南美锂三角区，是全球锂浓度最高且储量最大的盐湖，当前仅有 SQM 和美国雅保两家商业化锂生产商。SQM 自 1993 年即与 Corfo 签订租约在此开始锂和钾业务，SQM 实际并无采矿权、而是从智利国家机构 Corfo 租赁矿权进行开发，在 2030 年 12 月 31 日之前，SQM 有权开发、处理和销售锂金属配额为 34.95 万吨锂金属量，折合碳酸锂当量约 186 万吨。2030 年租约到期后需要重新招标。

根据 SQM 最新出具的 Atacama 盐湖技术报告，其矿权区域内拥有锂资源总量（不包括储量）达 1080 万金属吨，折合 5749 万吨 LCE，其中探明资源量（Measured）540 万金属吨，折合 2874 万吨 LCE，控制资源量（Indicated）280 万金属吨，折合 1490 万吨 LCE。探明和控制资源量（M+I）合计 820 万金属吨，折合 4365 万吨 LCE。

矿权区域内拥有锂资源总储量 36 万金属吨，折合 195 万吨 LCE，证实储量 22 万金属吨，折合 120 万吨 LCE，概略储量 14 万金属吨，折合 75 万吨 LCE。本次报告储量估算基于地下和可排水互连孔隙体积中的现场盐水浓度，所以与天齐年报披露的储量 4551 万吨 LCE 出入较大。

表4: SQM 拥有的 Atacama 矿权区域内拥有锂资源总量达 1080 万金属吨，折合 5749 万吨 LCE

资源量等级	卤水体积 (Mm3)	平均品位(wt.%)		金属量(百万吨)	
		K	Li	K	Li
探明 (Measured)	2254	1.8	0.2	49.8	5.4
控制 (Indicated)	1435	1.7	0.16	30	2.8
探明+控制 (M+I)	3689	1.77	0.18	79.8	8.2
推断 (Inferred)	1614	1.77	0.13	34.9	2.6
总计	5303	1.77	0.17	114.7	10.8

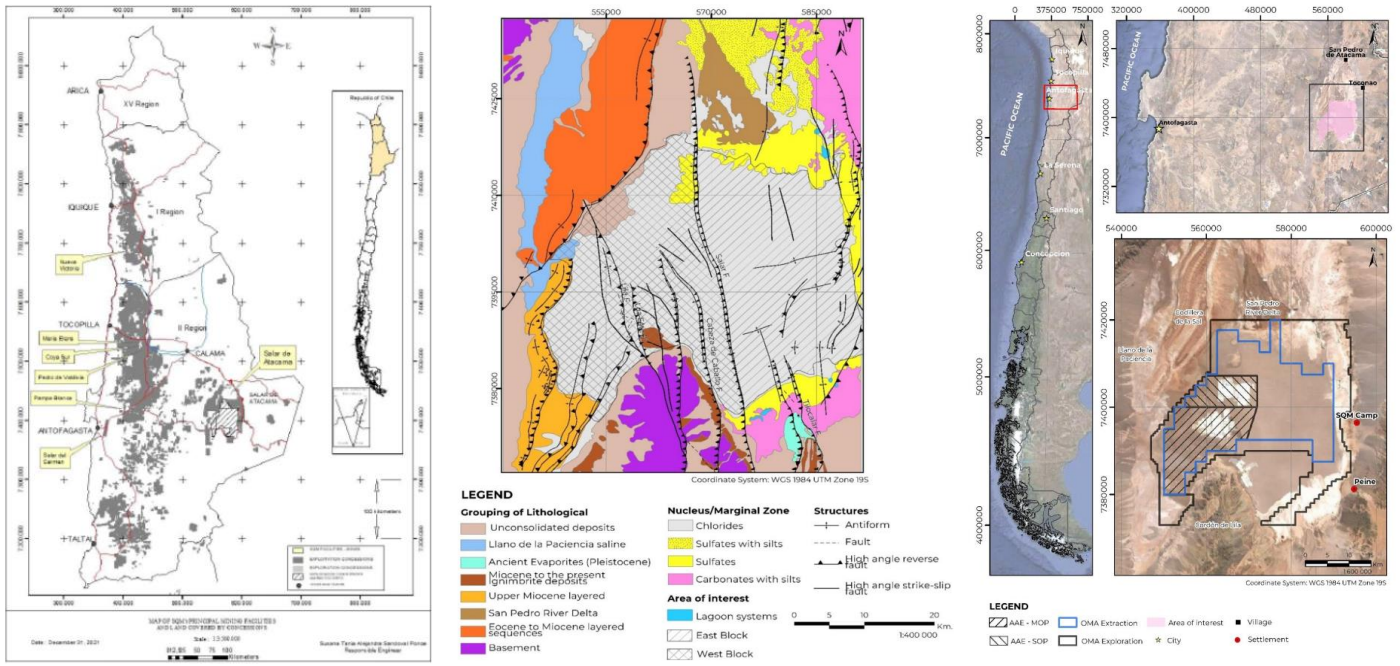
资料来源: SQM 公司公告, 浙商证券研究所

表5: SQM 在 Atacama 盐湖采矿区域内的锂储量合计为 36 万吨, 折合 LCE 约为 195 万吨

	平均提锂离子浓度 (wt.%)	锂金属储量 (百万吨)	折合碳酸锂当量 (百万吨)
证实储量 (Proven)	0.2	0.22	1.2
概略储量 (Probable)	0.2	0.14	0.75
储量合计	0.2	0.36	1.95

资料来源: SQM 公司公告、浙商证券研究所

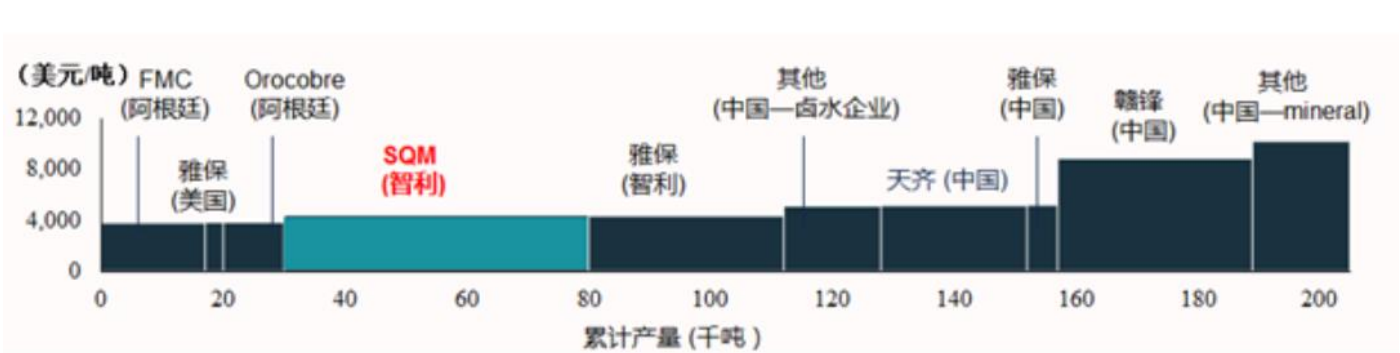
图39: Atacama 盐湖矿区布局



资料来源: SQM 公司公告, 浙商证券研究所

得益于 Atacama 盐湖极高的资源禀赋, 以及成熟的生产工艺, 其生产成本在众多盐湖中占优, 处于成本线的左端。

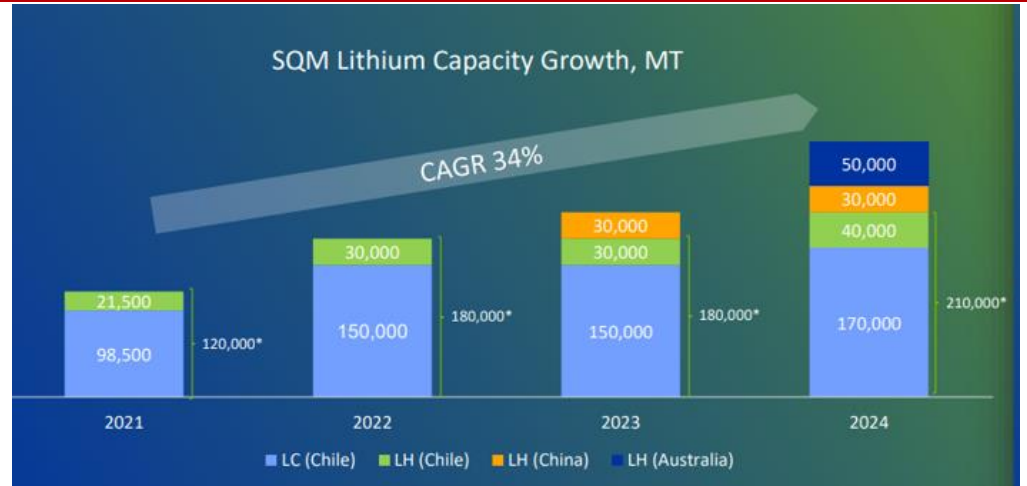
图40: 全球各主要锂化工产品生产企业的碳酸锂提锂成本比较如下图所示 (单位: 美元吨/LCE)



资料来源: Roskill, 公司公告, 浙商证券研究所

2022年底公司在Atacama盐湖锂盐的产能已达18万吨/年，其中碳酸锂的产能达15万吨/年，氢氧化锂产能达3万吨/年。2023年锂盐产能规划合计21万吨，新增中国区3万吨氢氧化锂。2024年规划合计29万吨，包括Atacama盐湖17万吨碳酸锂，4万吨氢氧化锂，中国区3万吨氢氧化锂，澳大利亚5万吨氢氧化锂产能。SQM近几年的扩产已经成为市场上主要的增量供给。

图41: SQM未来几年的产能规划



资料来源: SQM公司公告, 浙商证券研究所

3.4 国内参股扎布耶锂盐湖并拥有雅江措拉矿勘探、开采权

3.4.1 公司 20.00% 参股扎布耶锂业，布局国内锂盐湖资源

扎布耶盐湖是世界三大、亚洲第一大锂矿盐湖，是一座富含锂、硼、钾固、液并存的特种综合性大型盐湖矿床。该湖采矿权由西藏矿业下属的西藏日喀则扎布耶锂业高科技有限公司持有，矿权面积 298.5 平方公里。2014 年 8 月天齐锂业收购扎布耶锂业 20% 股权，布局国内锂盐湖资源，目前扎布耶锂业高科技主要股东为西藏矿业（50.72%）、天齐锂业（20.00%）、比亚迪股份（18.00%）。

图42: 公司参股西藏扎布耶 20% 权益



资料来源: 西藏自然资源行业联合会, 浙商证券研究所

截至 2021 年 11 月 30 日，扎布耶盐湖矿床采矿证平面范围及采矿标高（开采深度：4490-4420m）内，主矿产碳酸锂总资源量达 184.1 万吨，其中控制资源量 163.68 万吨、推

断资源量 15.08 万吨，可信储量 57.19 万吨（地表卤水 54.51 万吨、晶间卤水 2.68 万吨）。其中，地表卤水保有碳酸锂控制+推断资源量 65.07 万吨、晶间卤水碳酸锂控制+推断资源量 11.47 万吨、固体矿碳酸锂控制+推断资源量 102.22 万吨。

表6：扎布耶盐湖矿床资源储量测算表

		固体	地表卤水	晶间卤水	合计
累计查明资源储量	控制资源量	92.98	70.41	5.63	169.02
	推断资源量	9.24		5.84	15.08
	可信储量		59.85	2.68	62.53
消耗资源储量	控制资源量		5.34		5.34
	推断资源量				
	可信储量		5.34		5.34
保有资源储量	控制资源量	92.98	65.07	5.63	163.68
	推断资源量	9.24		5.84	15.08
	可信储量		54.51	2.68	57.19

资料来源：西藏矿业公司公告、浙商证券研究所

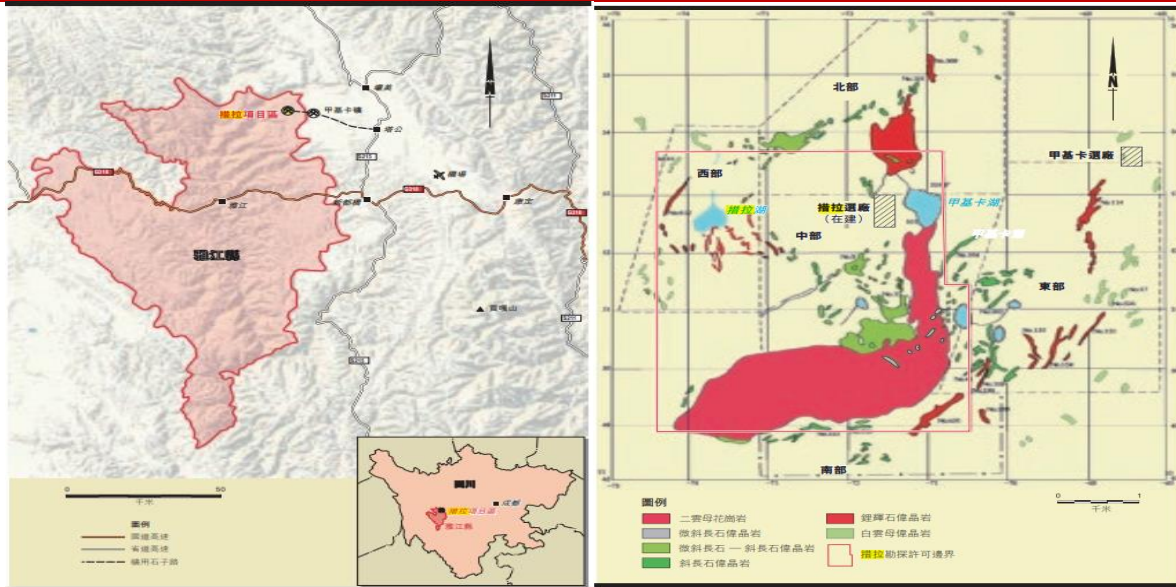
根据西藏矿业公司公告，西藏矿业将依据中国宝武和自治区政府的要求在 2025 年底前实现 3~5 吨锂盐规模。锂盐方面，扎布耶盐湖一期计划通过盐田修复和技术研发尽量提升产能（品位 50-70% 锂精矿）至 1 万吨；二期 1.2 吨碳酸锂项目（年产 9600 吨的电池级碳酸锂与 2400 吨工业级碳酸锂）计划于 2023 年 9 月份投产；西藏矿业与久吾高科签订了 100 吨氢氧化锂中试合同，待中试成功后，后续考虑建设 1 万吨级氢氧化锂项目。

3.4.2 公司拥有雅江措拉锂矿勘探权与开采权

为了从根本上解决锂辉石供应问题，规避供应商单一的潜在风险，公司积极寻求矿产资源储备，以获得长期稳定的原材料保障，2008 年公司全资子公司天齐盛合取得四川省雅江县措拉锂辉石矿探矿权。雅江措拉矿场是四川省雅江县甲基卡锂矿区的一部分，该矿区被认为是中国乃至亚洲最大的硬岩锂矿区。措拉项目位于四川雅江县城北偏方向，它与位于其东部、处于康定市行政区域内且由第三方拥有及运营的甲基卡锂矿之间拥有直达通道，它同时处在省道公路上，该公路直连康定和成都市，措拉项目附近一条新的高速公路与一条铁路目前也在修建中，整体交通措施将会得到进一步改善。

继 2008 年获得雅江措拉矿场勘探权，天齐盛合在 2012 年 4 月取得雅江措拉矿场中锂辉石矿床的采矿许可证，该采矿许可证在 2032 年到期。2009-2011 年间，天齐盛合对该项目开展广泛的勘探活动，2013 年因临近的甲基卡矿疑似出现环境事故，措拉项目暂停建设，公司正在就重启雅江措拉锂辉石矿采选工程选厂进行可行性研究，该项目建成后，有利于进一步加强公司的资源保障能力，提升公司生产原料供应链的稳定性，与格林布什矿山一起成为公司现有及未来规划锂化合物产能的双重资源保障。

图43: 雅江措拉锂矿地理位置



资料来源: 天齐锂业招股说明书, 浙商证券研究所

根据天齐锂业港股招股说明书中的数据, 截至 2021 年 12 月 31 日, 措拉项目矿产资源总量为 1970 万吨, 氧化锂品位为 1.3%, 对应氧化锂储量为 25.6 万吨, 折合碳酸锂当量为 63.2 万吨。其中: 控制矿产资源量为 1420 万吨, 氧化锂储量为 18.6 万吨, 折合碳酸锂当量为 46.1 万吨; 推断矿产资源量为 550 万吨, 氧化锂储量为 6.9 万吨, 折合碳酸锂当量 17.1 万吨。

表7: 截至 2021 年 12 月 31 日雅江措拉项目矿产资源量

	吨位 (百万吨)	氧化锂品位	氧化锂 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)
控制矿产资源量	14.2	1.30%	18.6	46.1
推断矿产资源量	5.5	1.30%	6.9	17.1
矿产资源总量	19.7	1.30%	25.6	63.2

资料来源: 天齐锂业港股上市说明书、浙商证券研究所

3.5 公司海内外锂产品产能计划超 11 万吨/年

境内射洪、张家港、铜梁的三个基地可提供 4.48 万吨/年的锂化工产品产能, 澳大利亚奎纳纳工厂建成产能为 2.4 万吨/年, 加上正在试运营或建设/规划中的奎纳纳工厂、安居工厂和铜梁的扩建项目全面建成并投入运营后, 天齐锂业锂化工产品总产能将超过 11 万吨/年。

3.5.1 境内年产能已达 4.48 万吨

公司现阶段主要依托射洪天齐、江苏天齐和重庆天齐提供碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂及金属锂产品, 目前境内年产能达到 4.48 万吨。其中: 射洪工厂生产碳酸锂、氢氧化锂、氧化锂以及金属锂, 年产能 2.42 万吨; 重庆铜梁生产锂金属, 现有 600 吨金属锂产能, 拟分两期扩建 2000 吨金属锂项目, 一期 800 吨于 2023 年建成运行并投产, 二期 1200 吨于 2025 年建成运行并投产; 遂宁安居年产 2 万吨电池级碳酸锂生产线正在建设中, 计划 2023 年下半年竣工进入调试阶段。

图44: 天齐锂业国内锂产品生产基地



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.5.2 西澳奎纳纳一期年产 2.4 万吨氢氧化锂项目已投产

海外方面, 公司在西澳大利亚奎纳纳有两期共计年产 4.8 万吨电池级氢氧化锂生产线处于建设和调试中, 其中一期年产 2.4 万吨电池级氢氧化锂项目经过反复调试和优化, 首批约 10 吨电池级氢氧化锂产品已通过公司内部实验室取样检测, 并于 2022 年 5 月 19 日确认所有参数达到电池级氢氧化锂标准, 2022 年 11 月 30 日起达到商业化生产的能力。奎纳纳二期工程处于暂缓状态。

根据 IGO 披露, 预计奎纳纳一期到 2023 年底将达到 60%至 70%的处理量, 最终优化后将达到设计产能。IGO 预计奎纳纳二期将于 2023 年下半年做出最终投资决定。

图45: 西澳奎纳纳一期已具备商业化生产能力



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

4 公司的竞争优势

公司拥有全球最顶级的矿石与盐湖资源，格林布什矿山是全球规模最大、品位最优、产能最大、成本最低的锂辉石矿山，Atacama 盐湖是全球锂浓度最高、储量最大、生产成本占优的在产盐湖。此外公司在国内还储备了雅江措拉锂矿，参股西藏优质锂资源扎布耶，目前就重启雅江措拉锂辉石矿采选工程选厂进行可行性研究，未来有望作为精矿来源的重要补充，海外端公司积极收购澳洲其他优质锂资源，积极扩大资源优势。

得益于格林布什矿山优质稳定的生产，公司是国内少数几家精矿能够百分百自给的锂业公司，且根据我们测算，2023 年公司自有权益产量折 LCE 达 9.1 万吨，远超其他公司。得益于公司极低的生产成本，2022 年 Q3 毛利达 86%，领先国内其他公司。由于公司具有极低的生产成本和稳定、大量、优质的精矿来源，公司在顺周期时能够充分受益于行业的景气度，给业绩带来较大的弹性，逆周期时，也可以凭借极低的生产成本度过行业的寒冬。

表8: 公司目前拥有的锂资源权益量和未来产量预测

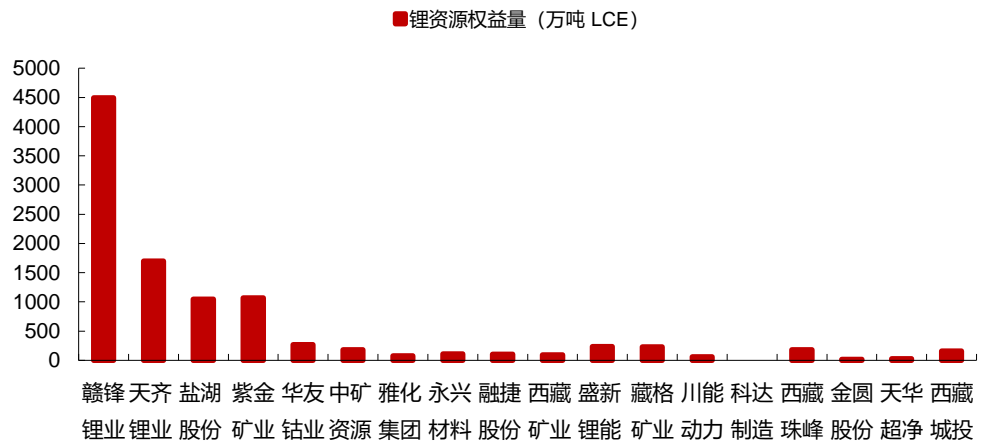
	锂资源权益量 (万吨 LCE)	矿山/盐湖	资源量 (万吨 LCE)	权益占比	总产量			权益产量		
					2022E	2023E	2025E	2022E	2023E	2025E
天齐锂业	1700	Greenbush	1310	26%	16.8	18.8	23.5	4.4	4.9	6.1
		雅江措拉	63	100%				0.0	0.0	0.0
		扎布耶	184	20%	0.7	1.2	4.0	0.1	0.2	0.8
		Atacama	5749	22%	15.0	18.0	21.0	3.3	3.9	4.6
							32.5	38.0	48.5	7.8

资料来源: 各公司公告、浙商证券研究所测算

4.1 公司拥有全球顶级的资源

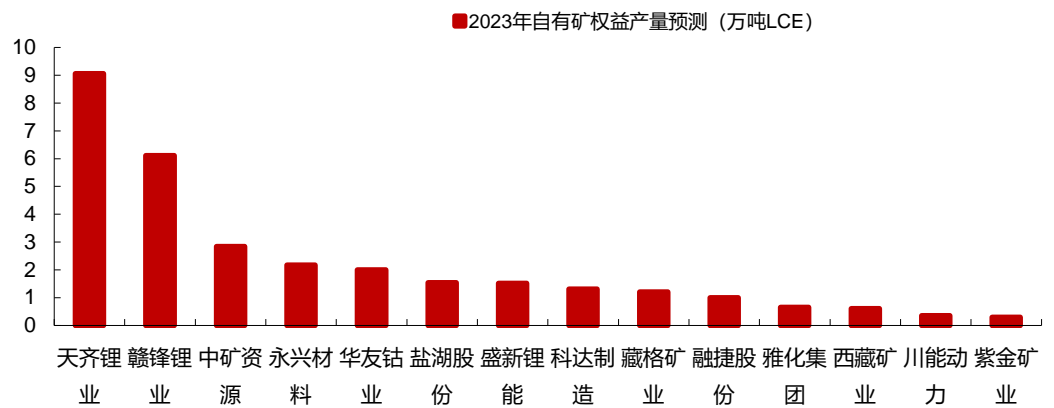
公司目前海内外布局多处优质锂资源，锂资源权益量达 1700 万吨。得益于公司全球顶级的矿石与盐湖资源，我们测算公司 2023 年自有权益量产量达 9.1 万吨，在国内领先其他同行业公司。

图46: 公司目前布局锂资源权益量达 1700 万吨



资料来源: 各公司公告、浙商证券研究所测算

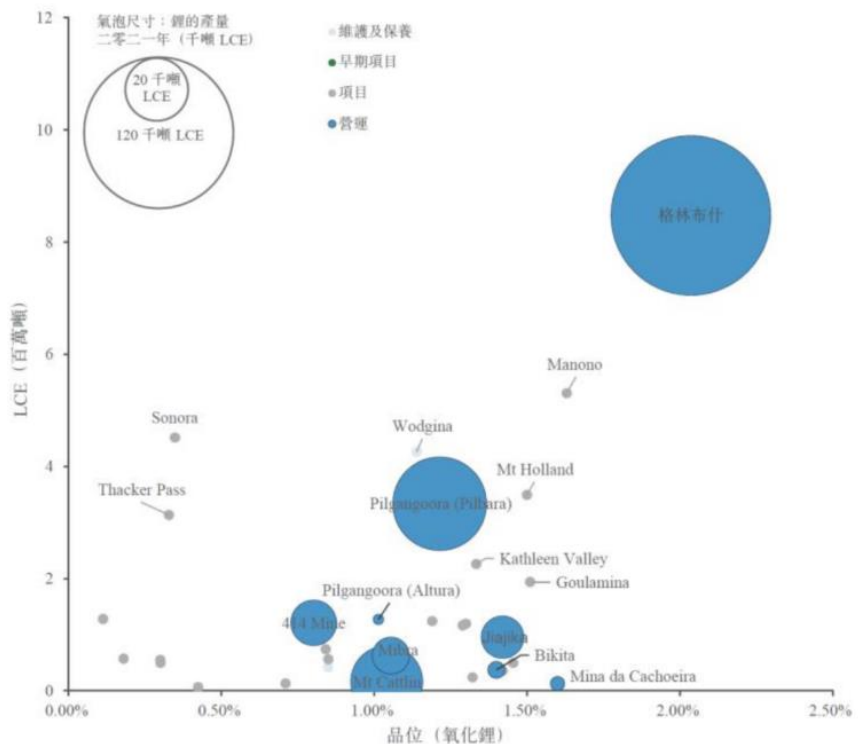
图47: 锂资源权益产量预测 (万吨 LCE)



资料来源: 各公司公告、浙商证券研究所测算

截至 2021 年 12 月 31 日, 公司控股子公司泰利森所拥有的格林布什矿场拥有世界上最大的锂储量, 报告的矿物储量为 1.68 亿吨, 氧化锂品位为 2.04%, 含 830 万吨 LCE。格林布什矿场拥有的资源和品位远超澳洲其他矿山。

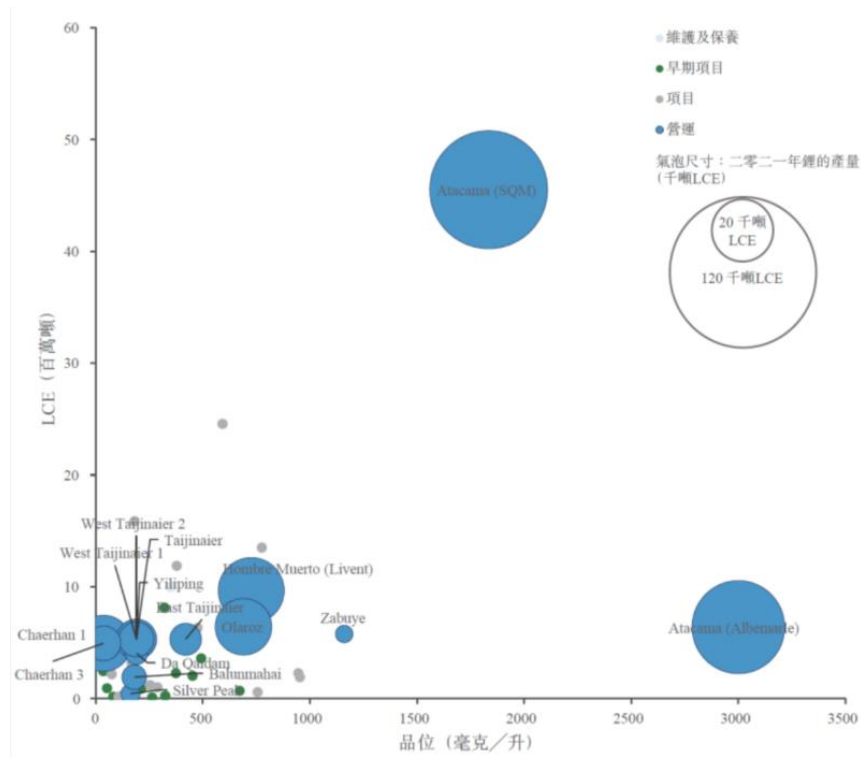
图48: 锂矿及项目的矿物储量估计 (截至 2021 年 12 月 31 日)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

SQM 位于智利 Atacama 地区的 Atacama 盐湖作业拥有最大的卤水储量, 为 4551 万吨 LCE, 具有锂矿品位高、储量大及低成本综合处理能力。SQM 亦为世界上最大的卤水提锂生产商。

图49: 锂卤水矿床矿物资源量估计 (截至 2021 年 12 月 31 日)

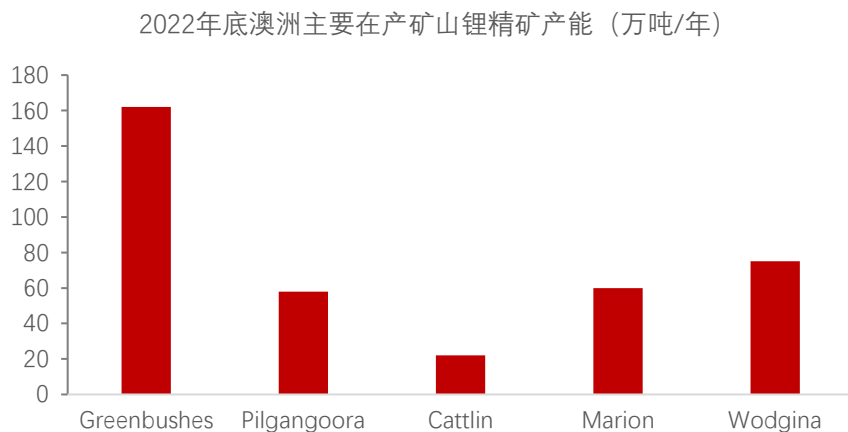


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4.2 泰利森锂矿产能远超澳洲其他矿山

泰利森锂矿开采历史长达二十多年，产能远超其他新兴矿山。根据各公司公告，截止 2022 年底，泰利森-Greenbushes 产能达 162 万吨/年，PLS-Pilgangoora 产能为 58 万吨，Marion 产能为 60 万吨，Cattlin 产能为 22 万吨。新复产的 Wodgina 产能目前达 50 万吨。

图50: 泰利森产能远超其他澳洲矿山

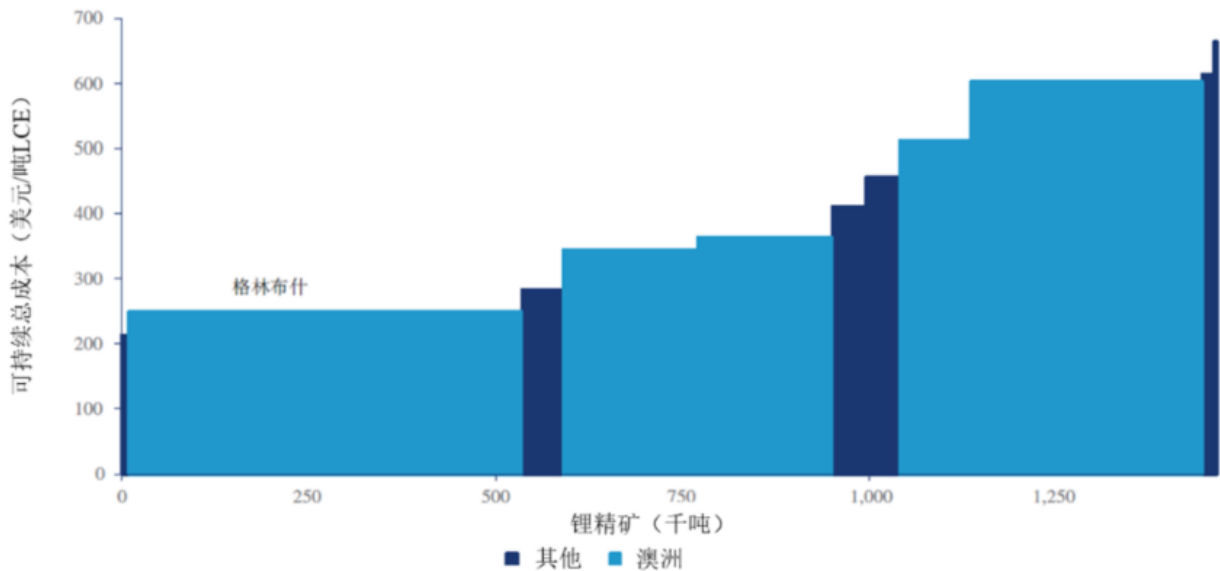


资料来源: 各公司公告、浙商证券研究所

4.3 极低的生产成本给公司带来高毛利

格林布什是全球成本最低的锂辉石主要生产商之一。其他矿物精矿生产商的生产成本通常高于格林布什，按可持续总成本（CIF 中国）计算，每吨精矿的生产成本高于 280 美元，而格林布什 2020 年的成本为 250 美元/吨精矿。

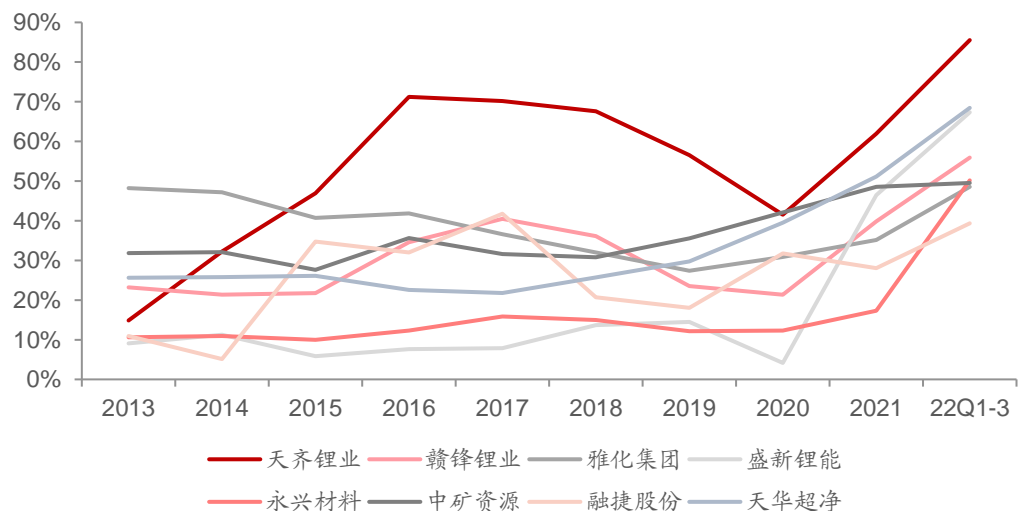
图51：2020 年锂辉石生产成本曲线



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

选取国内主要的几家矿石提锂公司对比，公司毛利率在 2015 年之后几乎是所有公司中最高的，仅 2020 年略低 1% 于中矿资源，公司在顺周期 2015-2018 年和 2020-2022Q3 之间，毛利率大幅领先同行，2022Q3 达 86%，证明公司在逆周期时成本把控能力较强，顺周期时能够充分受益于行业的景气度。

图52：国内主要矿石提锂公司毛利率对比



资料来源：各公司公告、浙商证券研究所

4.4 公司与多家下游公司形成战略合作伙伴

公司与下游企业形成战略合作伙伴关系，可为客户提供定制化服务，形成互惠互利的商业共同体。此外，公司通过投资参股固态电池领域的优秀企业布局下游，以期跟踪下游技术趋势和商业化进程，成为关键材料的增值供应商，包括布局电池配套系统方案、卡位固态电池、参股正极企业和强化金属锂研发。通过外延把握需求动态，反哺内生研发将提升公司对未来下游趋势的理解。

公司子公司与中创新航、德方纳米、LG化学等多家客户签署了锂产品供应长期合同。公司主要参股还有上海航天电源技术有限责任公司，SES Holding，北京卫蓝新能源科技有限公司，厦门厦钨新能源材料股份有限公司，且引入德方纳米为港股基石投资者、同时作为基石投资人认购中创新航 IPO 发行的股份，逐步将资源优势转化为产业链优势。

表9: 公司与多家下游公司签署战略合作

项目名称	投资领域	权益比例	项目详情
上海航天电源技术有限责任公司	锂电池开发和制造	9.91%	项目合作重心在锂离子电池制造和集成
SolidEnergy Systems	固态电池	7.49%	对其投资将为公司带来下一代电池技术最新信息
北京卫蓝新能源科技有限公司	混合固态、液态电解质电池、全固态锂电池	3.26%	加强对固态电池技术的理解
厦门钨业新能源有限公司	正极材料	2.25%	联合下游客户，加强业务配合

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

由于新能源汽车 1 月销量增速相对放缓，电动车市场需求较为疲软，中游生产商对于锂盐需求相对保守，补库意愿不强烈，总体锂盐价格呈现下跌趋势。截止 2023 年 3 月 16 日，根据 SMM 统计，电池级碳酸锂价格均价为 32 万元/吨。据中汽协数据，2 月新能源汽车产销分别完成 55.2 万辆和 52.5 万辆，同比分别增长 48.8%和 55.9%，2 月需求明显回暖。我们预计随着经济复苏，下游新能源汽车或将逐渐恢复活力，带动整个产业链需求放大。供给端来看，多个海外项目如 Allkem 的 Olaroz 二期扩建项目、LAC 和赣锋合资的 Cauchar í -Olaroz 项目均有 2-3 季度的延期，供给端释放仍然不及预期。综合来看，我们认为随着供给的释放不及预期和需求回暖双重因素叠加，锂盐价格后市或将企稳止跌。我们预计 2023-2024 年，锂盐年度均价维持在 30 和 25 万元/吨。

公司控股的泰利森 2022 年产量达 134.8 万吨，预计 2023-2024 年泰利森锂精矿产量分别达 150-160 万吨。公司锂化合物销量分别达 8.75 和 9.38 万吨。

综上，公司 2022 -2024 年的营业收入分别为 427.8、419.5、355.2 亿元，分别同比 +458.18%、-1.93%、-15.34%；归母净利润分别为 246.2、226.2、202.5 亿元，分别同比 +1084.49%、-8.13%、-10.50%。

表10: 公司主要产品盈利预测

产品类别	2020	2021	2022E	2023E	2024E
锂精矿					
营业收入(百万元)	1481	2644	11974	15698	12075
营业成本(百万元)	555	1002	1320	1300	1400
毛利率(%)	62.53%	62.10%	88.98%	91.72%	88.41%
锂化合物及衍生品					
营业收入(百万元)	1757	5018	30800	26250	23438
营业成本(百万元)	1505	1340	1912	7600	10225
毛利率(%)	23.71%	61.89%	75.32%	61.05%	70.24%
营业收入合计(百万元)	3239	7663	42775	41950	35516
营业成本合计(百万元)	1895	2914	8920	11525	8375
毛利率(%)	41.49%	61.97%	79.15%	72.53%	76.42%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

5.2 估值

根据盈利预测, 公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 15.00/13.78/12.34 元/股, PE 分别为 4.92/5.36/5.99 倍, 选取行业内主要的矿石提锂企业作为可比公司, 2023 平均 PE 为 6.2, 公司作为全球领先的锂业公司, 坐拥多处国内外顶级锂资源项目, 公司冶炼端产能扩张叠加高自给率, 成本优势显著, 同时随着债务危机解除, 公司产能重回扩张阶段, 整体盈利能力将持续提升, 给予公司 2023 年 8 倍估值, 对应目标价 110.3 元。

表11: 可比公司 Wind 一致预期 (截止 2023 年 3 月 16 日)

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002460.SZ	赣锋锂业	1,211.6	3.64	9.69	10.07	11.34	17.87	6.71	6.45	5.73
002497.SZ	雅化集团	247.8	0.81	4.17	4.41	4.76	26.46	5.15	4.88	4.52
002240.SZ	盛新锂能	322.5	0.98	6.39	6.01	6.46	35.98	5.54	5.88	5.47
002756.SZ	永兴材料	351.7	2.19	15.59	18.51	19.56	38.81	5.44	4.58	4.33
002738.SZ	中矿资源	315.0	1.72	7.39	11.60	17.25	39.74	9.23	5.88	3.96
002192.SZ	融捷股份	228.0	0.26	7.99	11.08	16.41	333.88	10.99	7.92	5.35
300390.SZ	天华超净	331.7	1.56	10.36	10.84	11.56	56.20	8.47	8.10	7.59
	平均值						78.42	7.36	6.24	5.28
002466.SZ	天齐锂业	1,164.0	1.27	15.00	13.78	12.34	58.33	4.92	5.36	5.99

资料来源: wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

下游需求不及预期。锂化合物价格大幅下跌。不可控制的全球地缘风险。

全球锂资源供给超预期释放。全球锂资源生产较为集中，受区域性影响因素较大。若出现区域/国家采矿政策的放松、提锂技术的突破或其他扰动因素消除，加速锂资源供给释放，冲击锂盐价格，从而影响公司业绩。

下游需求不及预期。锂资源下游需求集中于新能源汽车、储能等行业，若下游需求未能如预期释放，导致锂盐价格持续大幅下降，将影响公司业绩。

不可控制的全球地缘风险。公司海外项目较多，澳洲、智利等地政策具有一定不确定性，若地缘政治冲突导致政策变化较大，或将影响项目进展。

表12: 公司在不同销售价格下的净利润估算(亿元)，数据为线性推算，仅作为参考

锂盐年度均价 (万元/吨)	35	30	25	20	15	10
2023E	246	226	184	147	111	75
2024E	295	249	203	157	111	65

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,470	42,746	69,947	92,647
现金	1,987	29,776	57,008	83,064
交易性金融资产	4	4	4	4
应收账款	1,096	9,598	9,596	7,227
其它应收款	181	1,008	1,323	1,045
预付账款	20	62	81	59
存货	872	2,102	1,740	1,052
其他	2,311	196	196	196
非流动资产	37,695	38,468	39,199	39,894
金额资产类	696	696	696	696
长期投资	22,592	23,592	24,592	25,592
固定资产	4,031	4,965	5,600	5,995
无形资产	3,096	3,216	3,336	3,456
在建工程	6,403	5,123	4,098	3,279
其他	877	877	877	877
资产总计	44,165	81,214	109,146	132,541
流动负债	13,760	19,080	19,223	17,726
短期借款	2,175	2,365	2,465	2,565
应付款项	1,033	2,188	1,910	1,114
预收账款	0	0	0	0
其他	10,552	14,527	14,848	14,047
非流动负债	12,253	2,283	2,483	2,683
长期借款	10,628	628	828	1,028
其他	1,625	1,655	1,655	1,655
负债合计	26,014	21,363	21,707	20,409
少数股东权益	5,390	11,166	16,132	20,577
归属母公司股东权益	12,761	48,685	71,307	91,555
负债和股东权益	44,165	81,214	109,146	132,541

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,094	19,811	20,994	20,928
净利润	2,590	30,400	27,589	24,692
折旧摊销	464	496	540	575
财务费用	1,713	401	164	179
投资损失	(1,461)	(7,700)	(7,132)	(6,038)
营运资金变动	(1,765)	(3,757)	(137)	1,549
其它	554	(30)	(30)	(30)
投资活动现金流	(138)	6,460	5,892	4,798
资本支出	(1,009)	(440)	(440)	(440)
长期投资	873	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其他	(2)	7,900	7,332	6,238
筹资活动现金流	(1,132)	1,518	346	331
短期借款	(562)	190	100	100
长期借款	6,242	(10,000)	200	200
其他	(6,812)	11,328	46	31
现金净增加额	784	27,789	27,231	26,057

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,663	42,775	41,950	35,516
营业成本	2,914	8,920	11,525	8,375
营业税金及附加	71	257	252	213
营业费用	20	34	34	28
管理费用	454	342	336	284
研发费用	19	26	25	21
财务费用	1,731	401	164	179
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	77	200	200	200
投资净收益	1,461	7,700	7,132	6,038
其他经营收益	7	9	8	7
营业利润	3,989	40,703	36,955	32,660
营业外收支	(25)	(170)	(170)	(170)
利润总额	3,964	40,533	36,785	32,490
所得税	1,374	10,133	9,196	7,798
净利润	2,590	30,400	27,589	24,692
少数股东损益	511	5,776	4,966	4,445
归属母公司净利润	2,079	24,624	22,623	20,248
EBITDA	4,646	33,701	30,327	27,176
EPS (最新摊薄)	1.27	15.00	13.78	12.34

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	136.56%	458.18%	-1.93%	-15.34%
营业利润	490.20%	920.35%	-9.21%	-11.62%
归属母公司净利润	213.37%	1084.49%	-8.13%	-10.50%
获利能力				
毛利率	61.97%	79.15%	72.53%	76.42%
净利率	27.13%	57.57%	53.93%	57.01%
ROE	16.29%	50.58%	31.73%	22.12%
ROIC	7.04%	35.22%	22.66%	16.36%
偿债能力				
资产负债率	58.90%	26.30%	19.89%	15.40%
净负债比率	143.31%	35.69%	24.82%	18.20%
流动比率	0.47	2.24	3.64	5.23
速动比率	0.38	2.12	3.53	5.15
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.68	0.44	0.29
应收账款周转率	17.40	16.36	9.00	9.00
应付账款周转率	3.37	6.00	6.00	6.00
每股指标(元)				
每股收益	1.27	15.00	13.78	12.34
每股经营现金	1.28	12.07	12.79	12.75
每股净资产	7.78	29.66	43.45	55.78
估值比率				
P/E	58.33	4.92	5.36	5.99
P/B	9.50	2.49	1.70	1.32
EV/EBITDA	38.04	3.04	2.49	1.83

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。

未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>