

# 稀有金属行业

## 国际四大盐湖提锂企业锂盐产量增长低预期

分析师： 巨国贤

分析师： 赵鑫



SAC 执证号: S0260512050006



SAC 执证号: S0260515090002

SFC CE.no: BNV287



0755-82535901



021-60759794



juguoqian@gf.com.cn



gzzhaoxin@gf.com.cn

请注意，赵鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### ● 国际四大盐湖提锂企业锂盐产量增长低预期

国际上盐湖提锂头部企业主要有 4 家（SQM、ALB、Livent、Orocobre），其中未来增量最大的是 SQM。根据 4 家公司最新披露的 18 年季（年）报，发现其 18 年锂盐产量增长及 19 年预计产量增长总体低于市场预期，尤其 SQM 预期下调最为明显，这将导致锂资源供给端增长总体低预期，但锂市场供需过剩格局并不会因此发生改变。

### ● SQM：18 年锂盐销量 4.51 万吨，同比下滑 0.46 万吨

据 SQM 18 年四季报，其 18 年实现净利 4.4 亿美元，同比增 3%；锂盐销量 4.51 万吨 LCE，同比下滑 9%；Q4 锂盐均价 1.59 万美元/吨，环比下滑 3%，生产成本约 6690 美元/吨（包括折旧及租赁费）。公司预计 19 年锂盐产量约 6 万吨（年产能 7 万吨，未来计划扩张到 18 万吨），销量较 18 年有增长但不超过 5 万吨，剩下的建立库存（公司认为在未来每年拥有一定战略库存及一定闲置产能，可灵活应对市场的变动及不确定性）。公司对锂价仍然比较乐观，认为优质锂盐产品应该给予溢价；同时公司不追求短期的市场份额，关注长期战略，认为到 25 年全球锂需求将达到 100 万吨 LCE，届时将出现锂的第三次机会。

### ● ALB：未来三年锂盐规划产能增加超 10 万吨

据美国雅宝（ALB）18 年四季报，其 18 年锂盐销售收入为 12.28 亿美元，同比增 21%（其中销量增长贡献 10 个 pct，价格增长贡献 9 个 pct）；EBITDA 为 5.31 亿美元，同比增 19%。18 年 12 月公司以 11.5 亿美元收购 MRL 旗下 Wodgina 锂矿 50% 的权益，参与其锂精矿及氢氧化锂的经营。公司 18 年锂盐产能为 6.5 万吨 LCE，预计到 21 年 LCE 产能达到 16.5-17.5 万吨（其中碳酸锂 8.5 万吨、氢氧化锂 8-9 万吨），到 25 年 LCE 产能达到 32.5-35 万吨（其中碳酸锂 8.5 万吨、氢氧化锂 19-21.5 万吨、与 Wodgina 合资建设氢氧化锂 5 万吨）。

### ● FMC：锂业务分拆为 Livent，其 19 年盐湖提锂产量预计增加 0.1-0.2 万吨

FMC 将其锂业务分拆，重新注册为 Livent Corp.，并于 18 年 11 月在纽交所上市，19 年 3 月 1 日 FMC 宣布完成最终分离（公告）。Livent 18 年四季报显示，其 18 年氢氧化锂产量 1.59 万吨，售价为 1.49 万美元/吨，计划 19 年生产 2.1-2.2 万吨；其阿根廷盐湖 18 年自产锂盐 2.1 万吨 LCE，计划 19 年生产锂盐 2.2-2.3 万吨 LCE，但 19 年 Q1 由于 2 月份持续近 10 天的暴雨，卤水稀释影响锂盐产量约 750 吨（Livent 2 月 12 日公告）。

### ● Orocobre：18 年碳酸锂产量同比增加约 0.1 万吨

据 Orocobre 18 年报，其 18 年碳酸锂产量 1.25 万吨，同比增 9%，销售均价 1.3 万美元/吨（Q4 为 1.06 万美元/吨），销售成本为 0.42 万美元/吨。目前碳酸锂一期年产能为 1.75 万吨，二期扩建碳酸锂约 2.5 万吨/年（计划 20 年下半年建成投产），使 Olaroz 总产能达到 4.25 万吨/年。二期一部分将用于在日本拟建的 Naraha 氢氧化锂厂。

### ● 风险提示：各公司锂盐产量超预期增长，新能源汽车需求增长低预期，锂价大幅下跌。

## 相关研究：

赣锋锂业（002460.SZ）：未来关注氢氧化锂和金属锂

2018-11-08

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 黄礼恒 0755-88286912 huangliheng@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/6	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
紫金矿业	601899.SH	买入	人民币	3.70	3.75	0.19	0.25	19.47	14.80	9.38	8.21	11.30	12.60
东阳光科	600673.SH	买入	人民币	8.91	-	0.39	0.57	22.85	15.63	12.07	9.42	13.60	16.40
银泰资源	000975.SZ	买入	人民币	11.12	-	0.32	0.40	34.75	27.80	21.82	19.37	7.30	8.20

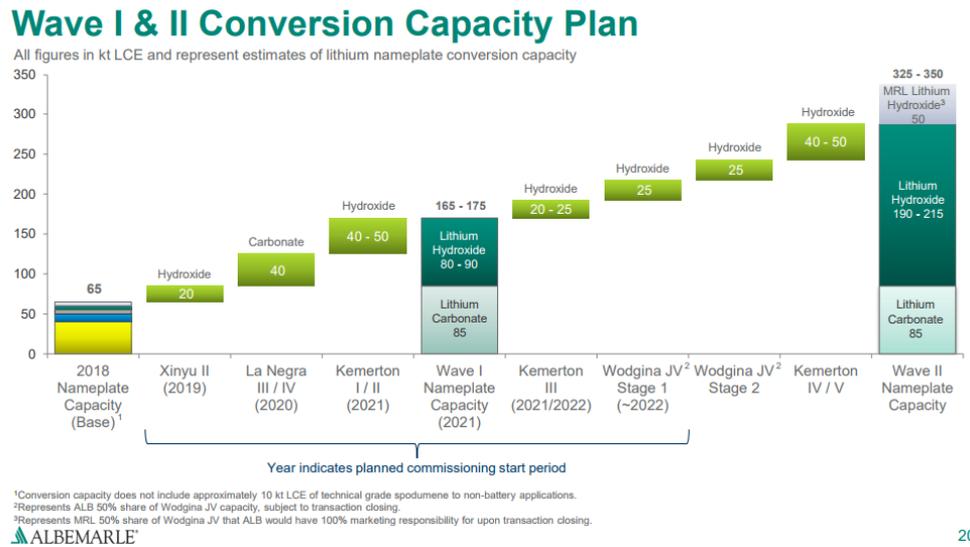
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: SQM 锂盐业务情况

	单位	2017A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018A
碳酸锂产能	千吨/年	48	48	48	70	70	70
氢氧化锂产能	千吨/年	6	6	6	13.5	13.5	13.5
LCE 销量	千吨	49.7	10.0	11.1	9.3	14.7	45.1
LCE 销售均价	美元/吨	12970	16420	16568	16430	15912	16332
LCE 生产成本	美元/吨	5513	6893	6952	6897	6690	6858
收入	百万美元	645	164	184	153	234	735
成本	百万美元	274	69	77	64	98	309
毛利	百万美元	371	95	107	89	136	426

数据来源: SQM 年报、季报, 广发证券发展研究中心

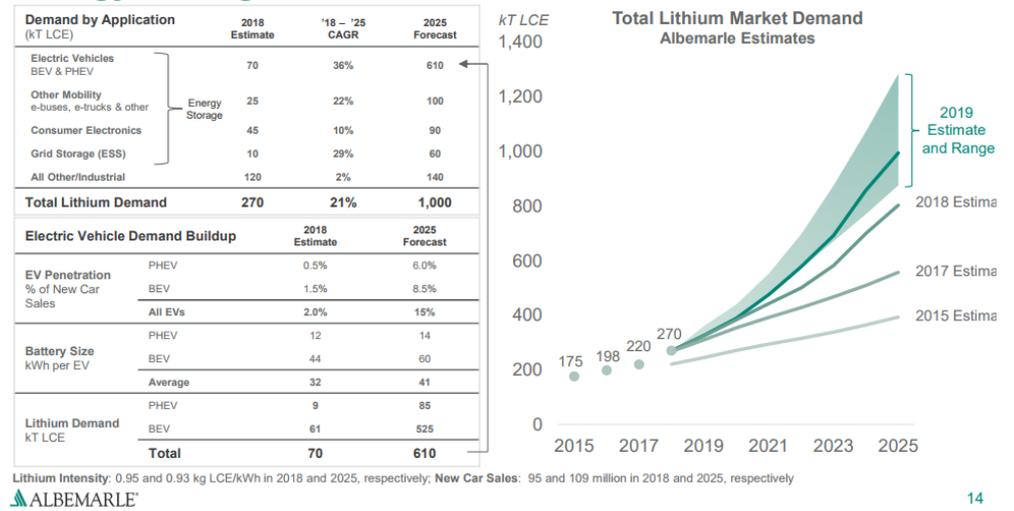
图 1: ALB 锂盐产能规划



数据来源: ALB 2018 年四季报, 广发证券发展研究中心

图 2: ALB 未来锂盐需求预测

### Energy Storage Continues to Drive Lithium Demand



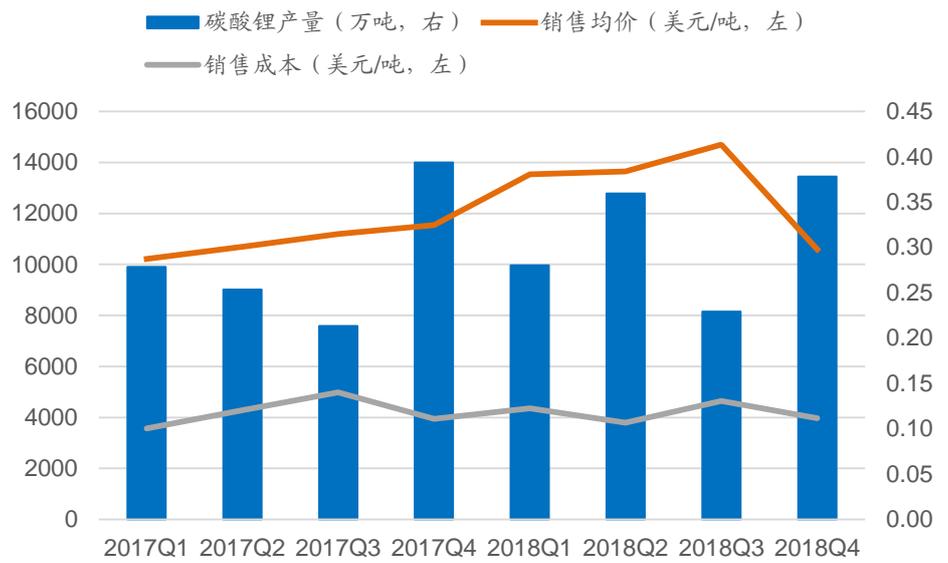
数据来源: ALB 2018 年四季报, 广发证券发展研究中心

图 3: Livent 锂盐生产计划

(000 kT)	2018A		2019E	
	Production	Sales	Production	Sales
Hydroxide (product tons) <sup>(1)</sup>	15.9	15.0	21 - 22	20.5 - 21.5
Carbonate required	14.0	--	18.5 - 19.5	--
Carbonate produced internally	17.2		17.5 - 18.5	
Purchased Carbonate for Hydroxide production	--		1.0 - 1.5	
<b>Net Carbonate Surplus (Deficit)</b>	<b>3.2</b>	3.6 <sup>(2)</sup>	<b>0.0</b>	--
Plus: Chloride (LCE basis) <sup>(3)</sup>	3.8	0.2	3.8	0.2
<b>Total LCE's available</b>	<b>21.0</b>		<b>22 - 23</b>	
			<b>Low</b>	<b>High</b>
Revenue generated excl. 3rd party carbonate sales (in mm)	\$443		\$460	\$485
Implied Revenue / Total LCE's available (\$/kilo)	\$21.1		\$20.9	\$21.1

数据来源: Livent 2018 年四季报, 广发证券发展研究中心

图 4: Orocobre 锂盐产量、价格及成本



数据来源: Orocobre 年报、季报, 广发证券发展研究中心

### 风险提示:

SQM、ALB、Livent、Orocobre 锂盐产量超预期增长, 全球新能源汽车产销量增长低预期, 全球锂价大幅下跌。

## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。