

本报告的主要看点：

1. 海外锂盐龙头企业 1Q19 财务及生产情况。
2. 海外锂盐龙头企业未来几年资本开支及产能投放计划。
3. 对相应公司未来业绩定性做出了判断。

锂价下挫业绩受损，产能投放有所放缓 ——海外锂盐龙头公司 1Q19 季报总结

基本结论

- 海外锂盐龙头公司 ALB/SQM/LIVENT 1Q19 季报主要特点：
 - 锂盐产品量价难两全，业绩因此受损。锂盐价格在 2017 年年末达到最高点快速回落。在此背景之下，海外锂盐公司均面临“量价难两全”的局面，业绩因此受损。
 - 新产能整体投放进度有所放缓。SQM 阿塔卡玛盐湖的新产能投放时间明显往后推延，Mt Holland 矿山甚至短期内不进行开采；ALB 与 LIVENT 虽然暂未披露放缓产能投放，但随着行业景气度下行以及公司业绩下滑，后续可能会有所调整。
- 展望未来数个季度，我们认为海外龙头锂盐企业的业绩仍将继续下降：
 - 放量可能是唯一出路。根据我们的测算，2019/2020 锂行业供给过剩将加剧。但售价高于现金成本时，企业大概率将继续生产。过剩加剧又将压低价格进而冲击成本线，而放量几乎是降低成本的唯一出路。
 - 锂价继续下行，海外龙头锂盐企业业绩料将继续下降。考虑需求端增长较为缓慢，同时因为长单的存在、中国企业售价更低等因素，我们不认为海外龙头企业能通过大量抢占其他公司份额来恢复增长。在锂价下降的背景下，ALB/SQM/LIVENT 未来几个季度的业绩料将继续下滑。
- ALB/SQM/LIVENT 的 1Q19 业绩情况：
 - ALB：业绩符合市场预期。长单使得锂价同比+3%，降雨影响产量，锂业务净利润同比-14%。美国雅宝 1Q19 实现营业收入 8.32 亿美元，同比增长 1.27%，环比下降 9.72%；净利润 1.3 亿美元，同比增长 1.37%，环比增长 3.1%。
 - SQM：业绩低于市场预期。锂产品均价下降导致营收下滑 5.6%，累进制专利费大幅提升成本。1Q19 实现收入 5.04 亿美元，同比下降 2.80%；净利润 0.81 亿美元，同比下降 29.3%。
 - LIVENT：业绩符合预期，但对 2019 全年业绩指引下调 35.8%。1Q19 实现营收 9830 万美元，较去年同期降低 4.38%，环比降低 17.9%；净利润 1690 万美元，同比降低 47.51%，环比降低 34.7%。

廖淦 分析师 SAC 执业编号：S1130517020001
(8675583830558)
liaogan@gjzq.com.cn

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

投资建议

- 预计锂价仍将继续下行，考虑海外锂盐企业售价普遍高于中国公司，叠加中国公司出口增加的趋势，我们认为 ALB/SQM/LIVENT 未来几个季度的业绩料将继续下滑。

风险提示

- 锂供给过剩不及预期风险；新能源汽车增速超预期风险；政策及库存等因素变化的风险。

内容目录

1. 锂价大幅下滑拖累海外锂盐龙头公司 1Q19 业绩.....	4
1.1 海外锂盐龙头 1Q19 季报呈现业绩下滑/放缓，整体新产能投放有所放缓	4
1.2 Albemarle：长单使得锂价同比+3%，降雨影响产量，锂净利润同比-14%.....	4
1.3 SQM：锂产品均价下降导致营收下滑 5.6%，累进制专利费大幅提升成本.....	6
1.4 Livent：1Q19 业绩同比下滑 47.5%，2019 全年业绩指引下调 35.8% .8	8
2. 海外锂盐龙头企业整体产能投放有所放缓.....	10
2.1 ALB：预计至 2021 年形成锂盐产能 16.5-17.5 万吨 LCE.....	10
2.2 SQM：Atacama 盐湖碳酸锂产能建造放缓，Mt Holland 矿山料推迟开采.....	10
2.3 Livent：碳酸锂/氢氧化锂产能至 2025 年分别增至 6 万吨/5.5 万吨....	12
3. 过剩加剧，锂价仍将下行，锂盐企业盈利料将继续降低.....	13
3.1 预计 2019/2020 年全球锂行业供给过剩呈加剧态势.....	13
3.2 锂盐企业或放量以降低成本，海外锂盐龙头业绩料将继续下滑.....	14
4. 投资建议.....	15
5. 风险提示.....	15

图表目录

图表 1：ALB 1Q19 营收环比下滑 9.7%.....	4
图表 2：ALB 1Q19 毛利润环比下滑 11.5%.....	4
图表 3：ALB 毛利率/净利率环比 -0.69/-1.99pct.....	5
图表 4：ALB 1Q19 净利润环比增长 3.1%.....	5
图表 5：ALB 1Q19 锂及其衍生品营收环比下降 15%.....	5
图表 6：ALB 1Q19 锂及其衍生品净利润环比下降 17%.....	5
图表 7：ALB 主要业务板块营收/利润情况.....	5
图表 8：SQM 单季营业收入环比下降.....	6
图表 9：SQM 1Q19 毛利率环比略有提升.....	6
图表 10：SQM 锂及其衍生品销量环比下降.....	7
图表 11：SQM 1Q19 锂及其衍生品营收环比下降.....	7
图表 12：SQM 因支付 Corfo Lease Payment 导致 1Q19 毛利率同比大幅下滑	7
图表 13：SQM 1Q19 主要业务板块销量及营收.....	7
图表 14：Livent 1Q19 营收环比下滑 17.9%.....	8
图表 15：Livent 1Q19 毛利润环比下滑 34.9%.....	8
图表 16：Livent 毛利率/净利率环比下滑 8.6/4.4pct.....	9
图表 17：Livent 1Q19 净利润环比下滑 34.7%.....	9
图表 18：Livent 历年产能及产能利用率情况.....	9

图表 19: LIVENT 下调 2019 年全年业绩指引.....	9
图表 20: ALB 计划 2021 年锂盐产能扩张至 16.5-17.5 万吨 LCE.....	10
图表 21: SQM 在阿塔卡玛盐湖碳酸锂产能扩展规划.....	11
图表 22: SQM 在阿塔卡玛盐湖氢氧化锂产能扩产规划.....	11
图表 23: Mt Holland 矿山资源储量.....	11
图表 24: Mt Holland 若按时投产或面临成本高于市场价格的风险.....	12
图表 25: LIVENT 计划至 2025 年年底碳酸锂产能增至 6 万吨.....	12
图表 26: LIVENT 计划至 2025 年年底氢氧化锂产能增至 5.5 万吨.....	12
图表 27: 2019-2021 年锂原料供给增量加速释放.....	13
图表 28: 2019/2020 年锂盐需求增速分别为 18.2%和 19.7%.....	14
图表 29: 2019/2020 年锂行业供给过剩呈加剧态势.....	14
图表 30: 锂盐企业或将继续放量以降低成本.....	15

1. 锂价大幅下滑拖累海外锂盐龙头公司 1Q19 业绩

1.1 海外锂盐龙头 1Q19 季报呈现业绩下滑/放缓，整体新产能投放有所放缓

2015 年，在政策的强指引之下中国新能源汽车产业链迎来了爆发式的发展，带动了巨大的锂资源需求。但随着大量的资本进入产业，锂资源行业整体由供不应求转变成了严重的供给过剩。碳酸锂价格在 2017 年年末达到最高点后快速回落。

海外锂盐龙头公司 Albemarle/SQML/LIVENT 披露的 1Q19 季报呈现明显的特点：

1) 锂盐产品量价难两全，业绩因此受损。锂盐价格在 2017 年年末达到最高点后快速回落。在此背景之下，海外锂盐公司均面临“量价难两全”的局面，业绩因此受损。

2) 新产能整体投放进度有所放缓。SQM 阿塔卡玛盐湖的新产能投放时间明显往后推延，Mt Holland 矿山甚至短期内不进行开采；ALB 与 LIVENT 虽然暂未披露放缓产能投放，但随着行业景气度下行以及公司业绩下滑，后续可能会有所调整。

展望未来数个季度，我们认为海外龙头锂盐企业的业绩仍将继续下降：

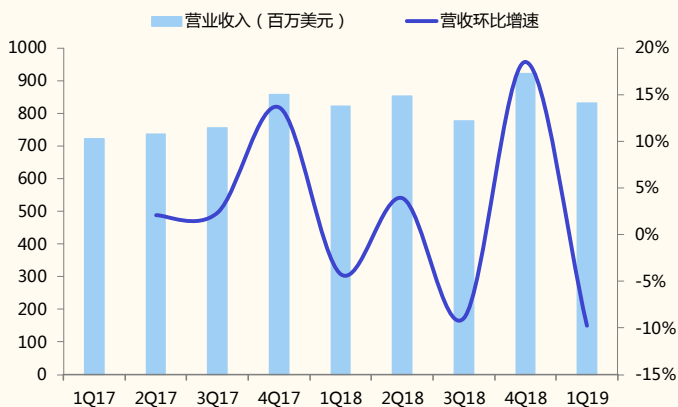
1) 放量可能是唯一出路。根据我们的测算，2019/2020 锂行业供给过剩将加剧。但售价高于现金成本时，企业大概率将继续生产。过剩加剧又将压低价格进而冲击成本线，而放量几乎是降低成本的唯一出路。

2) 锂价继续下行，海外龙头锂盐企业业绩料将继续下降。考虑需求端增长较为缓慢，同时因为长单的存在、中国企业售价更低等因素，我们不认为海外龙头企业能通过大量抢占其他公司份额来恢复增长。在锂价下降的背景下，ALB/SQML/LIVENT 未来几个季度的业绩料将继续下滑。

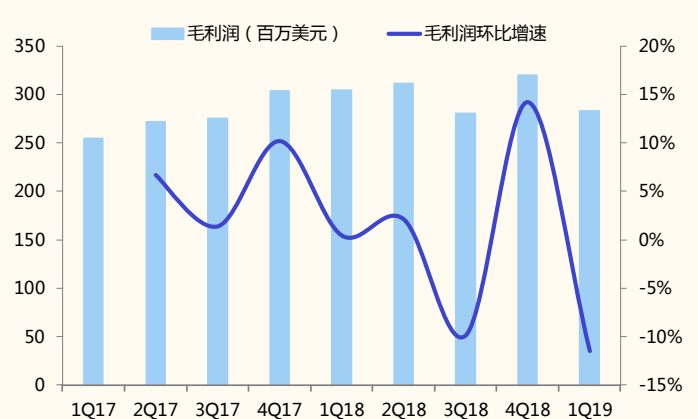
1.2 Albemarle：长单使得锂价同比+3%，降雨影响产量，锂净利润同比-14%

Albemarle 1Q19 实现营业收入 8.32 亿美元，同比增长 1.27%，环比下降 9.72%；录得毛利润 2.83 亿美元，同比-7%，环比-11.5%；净利润 1.3 亿美元，同比增长 1.37%，环比增长 3.1%；毛利率 34.07%，同比下降 3.05pct，环比下降 0.69pct。

图表 1：ALB 1Q19 营收环比下滑 9.7%



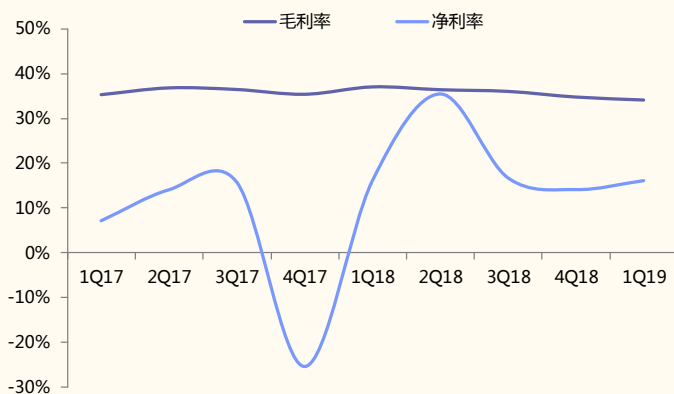
图表 2：ALB 1Q19 毛利润环比下滑 11.5%



来源：公司公告，国金证券研究所

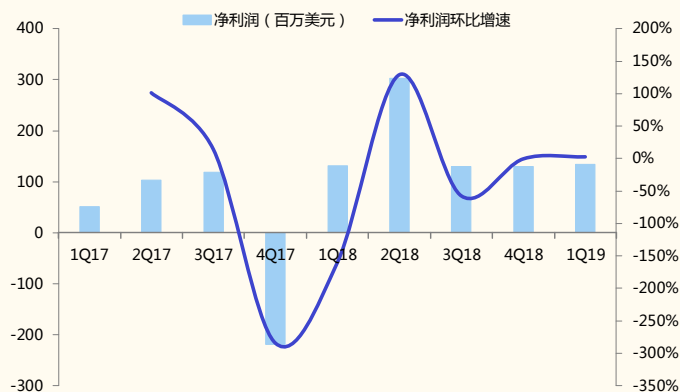
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3: ALB 毛利率/净利率环比 -0.69/-1.99pct



来源: 公司公告, 国金证券研究所

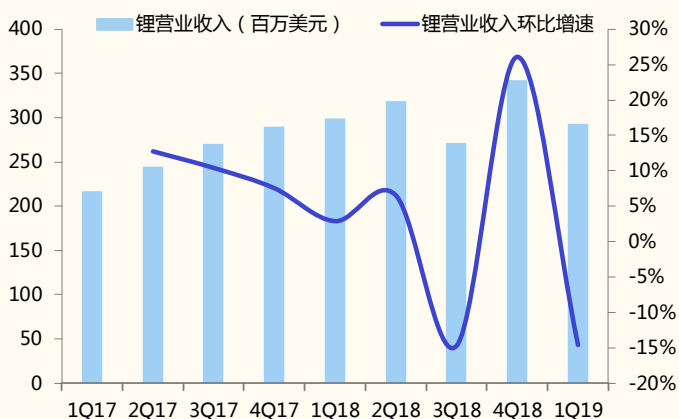
图表 4: ALB 1Q19 净利润环比增长 3.1%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

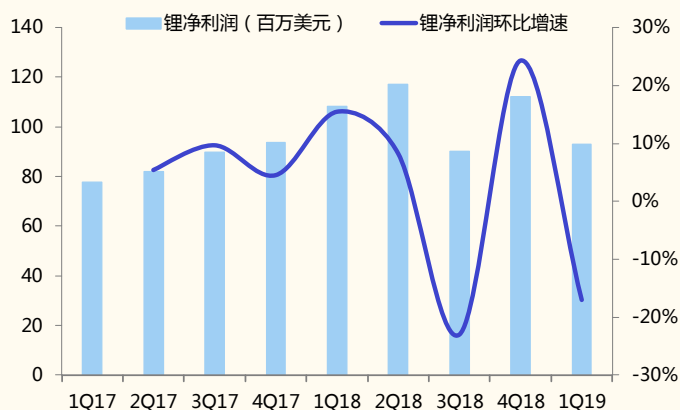
根据雅宝公告披露, 得益于较多在手长单, 公司 1Q19 锂产品价格同比上涨 3%。但由于萨拉尔地区降雨影响锂盐产量, 公司一季度锂盐成交量下降了 3%。最终锂产品录得营收 2.9 亿美元, 环比-15%; 净利润 0.93 亿美元, 环比下降 17%。

图表 5: ALB 1Q19 锂及其衍生品营收环比下降 15%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: ALB 1Q19 锂及其衍生品净利润环比下降 17%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

除锂板块外的其他业务: 1) 受益于电子产品、聚合物树脂和近海钻井等终端市场的需求强劲, 公司溴产品价格同比上涨 5%, 销量上涨 6%。1Q19 录得营业收入 2.49 亿美元, 同比增长 10.38%, 环比增长 4.16%; 净利润 0.67 亿美元, 同比增长 13.34%, 环比增长 13.73%; 2) 催化剂相较于去年同期上涨 1%, 销量增加 9%。但受到聚烯烃催化剂剥离等因素的影响, 公司催化剂业务一季度营收同比下滑 3.48%至 2.52 亿美元, 相较于 4Q18 下降 17.42%。实现净利润 0.48 亿美元, 同比-14.02%, 环比-18.28%。

图表 7: ALB 主要业务板块营收/利润情况

产品	单位	1Q19	1Q18	增速
锂业务				
营收	亿美元	2.92	2.98	-2.06%
净利润	亿美元	0.93	1.08	-14.00%

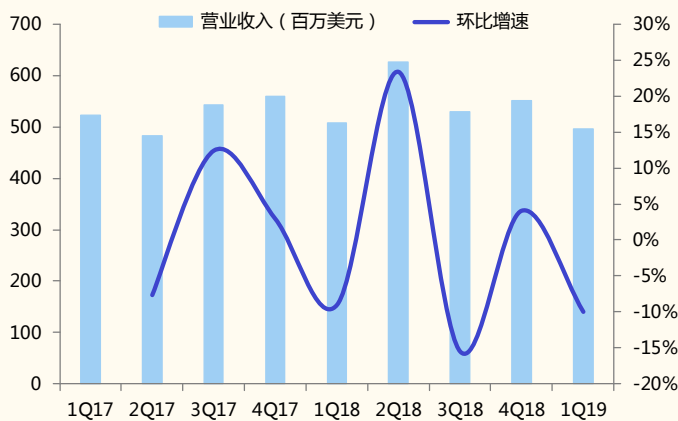
产品	单位	1Q19	1Q18	增速
溴业务				
营收	亿美元	2.49	2.26	10.38%
净利润	亿美元	0.67	0.60	13.34%
催化剂业务				
营收	亿美元	2.52	2.61	-3.48%
净利润	亿美元	0.48	0.56	-14.02%
其他业务				
营收	亿美元	0.39	0.37	5.19%
净利润	亿美元	-0.75	-0.92	-18.48%
营收合计	亿美元	8.32	8.21	1.23%
净利润合计	亿美元	1.34	1.32	1.50%

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 SQM：锂产品均价下降导致营收下滑 5.6%，累进制专利费大幅提升成本

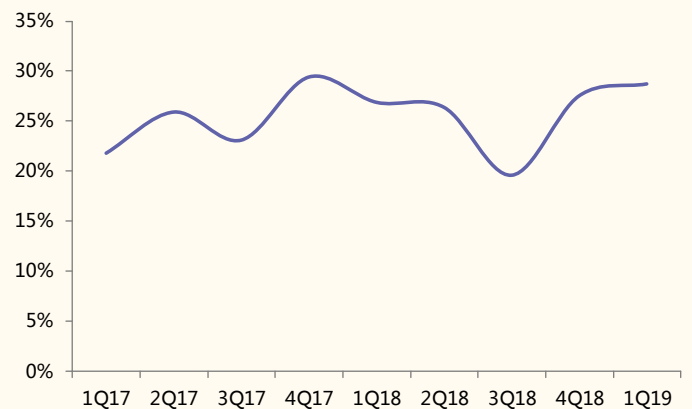
SQM 1Q19 实现收入 5.04 亿美元，同减 2.80%；净利润 0.81 亿美元，同减 29.3%；毛利率为 28.9%，同比下降 8.3pct，环比增加 1.2pct。公司业绩低于市场预期。

图表 8：SQM 单季营业收入环比下降



来源：公司公告，国金证券研究所

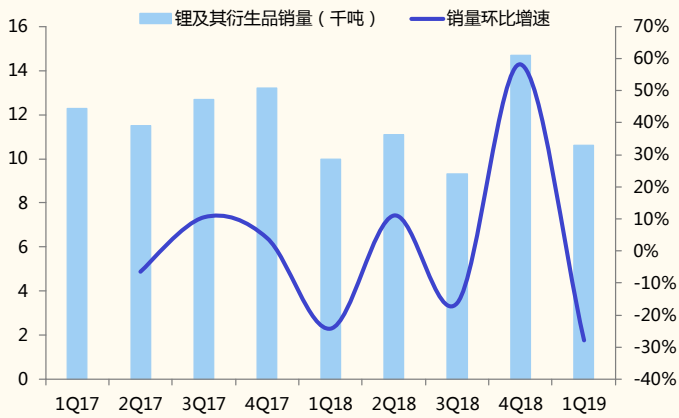
图表 9：SQM 1Q19 毛利率环比略有提升



来源：公司公告，国金证券研究所

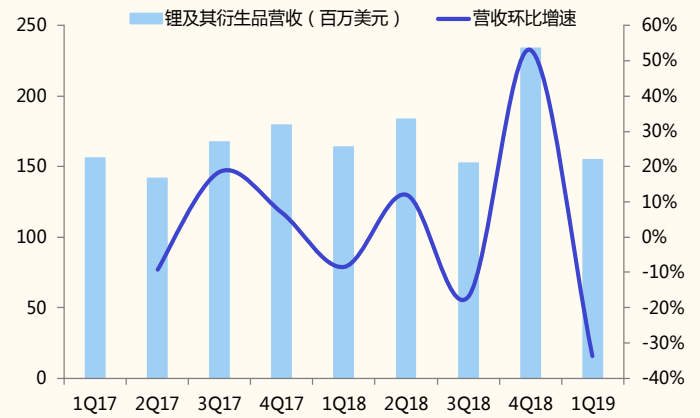
其中，公司一季度锂及其衍生品销量较 18Q1 上涨 6%至 1.06 万吨，但由于锂均价下滑 11%至 1.46 万美元/吨，SQM 锂板块 1Q19 录得营收 1.55 亿美元，同比下降 5.6%。

图表 10: SQM 锂及其衍生品销量环比下降



来源: 公司公告, 国金证券研究所

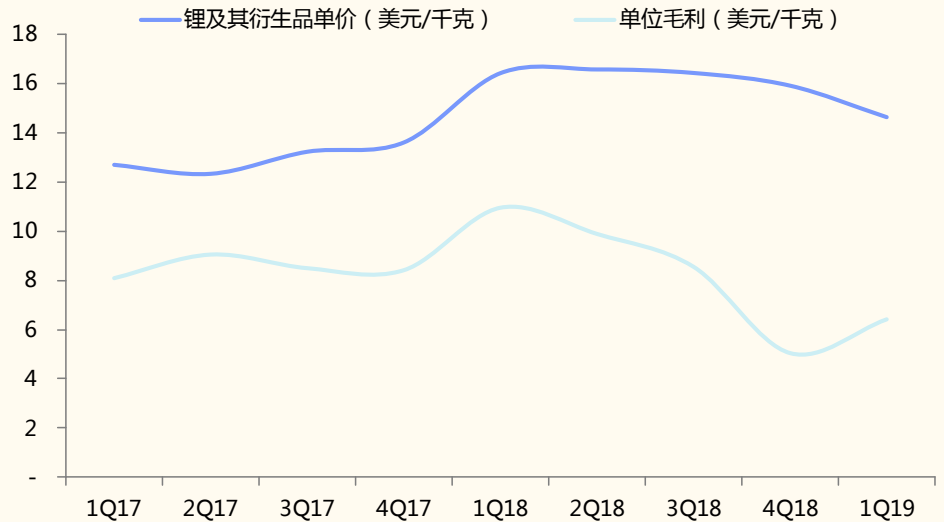
图表 11: SQM 1Q19 锂及其衍生品营收环比下降



来源: 公司公告, 国金证券研究所

SQM 一季度锂业务毛利率为 43.9%，同比下滑 22.9pct。主要原因是 Corfo Lease Payment 相较于去年同期增加 3000 万美元，相当于每吨支付 3000 美元的额外费用。

图表 12: SQM 因支付 Corfo Lease Payment 导致 1Q19 毛利率同比大幅下滑



来源: SQM 财报, 国金证券研究所

除锂板块外的其他业务: 1) SPN 营收下滑 1.8%至 1.85 亿美元, 销量增长 3.8%至 25.58 万吨; 2) 碘及其衍生品实现量价齐升。营收 0.96 亿美元, 同比增长 28.2%。销量同比增长 9.4%至 0.35 万吨, 均价较 1Q18 上涨 18%; 3) 钾相关产品销量同比下滑 23.6%至 12.46 万吨, 均价同比+10%。营收 0.44 亿美元, 同比下降 15.5%; 4) 受到 2019 下半年的太阳能盐销售计划缩减的影响, 工业化学品销量下降 42%, 单价与 1Q18 基本持平。营收 0.17 亿美元, 环比上升 24.2%。

图表 13: SQM 1Q19 主要业务板块销量及营收

产品	单位	1Q2019	1Q2018	增速
----	----	--------	--------	----

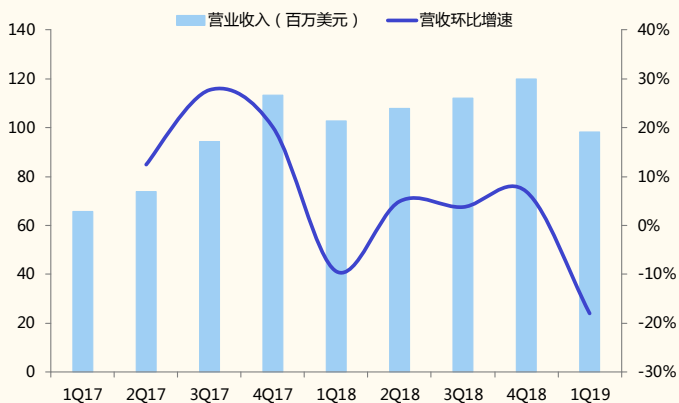
产品	单位	1Q2019	1Q2018	增速
锂及其衍生品				
销量	万吨	1.06	1.00	6.0%
营收	亿美元	1.55	1.64	-5.6%
SPN				
硝酸钠	万吨	0.95	0.85	11.8%
硝酸钾和硝酸钾钠	万吨	16.59	16.31	1.7%
特种综合体	万吨	4.27	3.96	7.8%
其他 SPN	万吨	3.76	3.53	6.5%
SPN 销量	万吨	25.58	24.65	3.8%
SPN 营收	亿美元	1.85	1.88	-1.8%
碘及其衍生品				
销量	万吨	0.35	0.32	9.4%
营收	亿美元	0.96	0.75	28.2%
氯化钾和硫酸钾				
销量	万吨	12.46	16.30	-23.6%
营收	亿美元	0.44	0.52	-15.5%
工业化学品				
销量	万吨	2.11	3.64	-42.0%
营收	亿美元	0.17	0.30	-42.4%

来源：SQM 财报，国金证券研究所

1.4 LIVENT: 1Q19 业绩同比下滑 47.5%，2019 全年业绩指引下调 35.8%

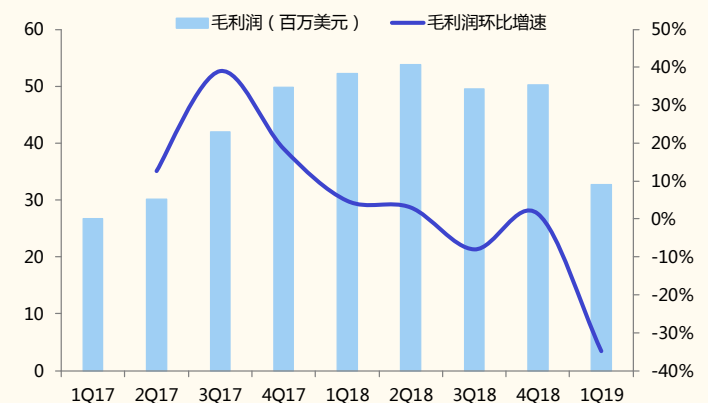
Livent 1Q19 实现营收 9830 万美元，较去年同期降低 4.38%，环比降低 17.9%；净利润 1690 万美元，同比降低 47.51%，环比降低 34.7%；毛利率为 33.3%，同比-17.5pct，环比-8.6pct。

图表 14: LIVENT 1Q19 营收环比下滑 17.9%



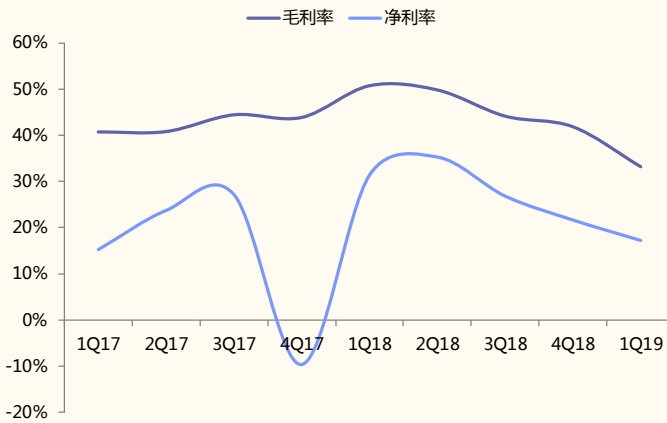
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15: LIVENT 1Q19 毛利润环比下滑 34.9%



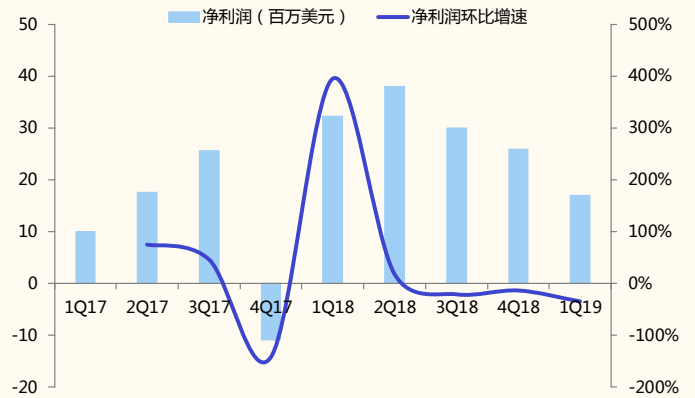
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16: LIVENT 毛利率/净利率环比下滑 8.6/4.4pct



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: LIVENT 1Q19 净利润环比下滑 34.7%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

根据公司公告, 业绩大幅下滑最主要的原因是产量下降: 1) 由于 1 月份阿根廷大雨使得工厂停产近三周导致一季度产量比预计减少 1000 吨; 2) 由于停产, 公司不得不外购碳酸锂以用于生产氢氧化锂, 导致成本上升; 3) 氢氧化锂销售组合变化。数年前与某客户签订的氢氧化锂销售合同价格远低于同类合同价格, 1Q19 该客户购买了大量的氢氧化锂, 导致了组合收益率下降。

图表 18: LIVENT 历年产能及产能利用率情况

产品名	单位	2016			2017			2018			2019	
		产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	预计产能	预计产量
锂盐												
氢氧化锂	公吨	10,000	7,692	77%	18,500	13,057	71%	18,500	15,936	86%	30,000	18,500-20,500
丁基锂	公吨	3,265	2,175	67%	3,265	2,218	68%	3,265	2,389	73%	--	--
高纯度金属锂	公吨	250	152	61%	250	101	40%	250	140	56%	--	--
基础锂盐												
碳酸锂	公吨	16,000	12,563	79%	16,000	15,153	95%	18,000	17,238	96%	--	17,000-18,000
氯化锂	公吨	9,000	6,468	72%	9,000	4,501	50%	9,000	5,005	56%	--	3,800

来源: 公司公告, 国金证券研究所

同时, 公司于一季报中下调了 2Q19 以及 2019 年全年的业绩指引。调整后全年营收 4.35-4.75 亿美元, 相较于 2018 年报所披露的营收指引, 中枢下降 10.8%; EPS 为 56-66 美分, 相较于 2018 年报所披露的 92-98 美分下降 35.8%。

图表 19: LIVENT 下调 2019 年全年业绩指引

项目	2019 全年指引			中枢变化	2Q19 指引		
	发布时间		项目		2Q19	中枢同比	中枢环比
	4Q18	1Q19					
Revenue (m\$)	495-525	435-475	-10.8%	Revenue (m\$)	105-115	1.9%	11.9%
EBITDA (m\$)	190-200	125-145	-30.8%	EBITDA (m\$)	26-30	-41.7%	0.0%
EPS (cent)	92-98	56-66	-35.8%	EPS (cent)	11-14	-45.7%	4.2%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

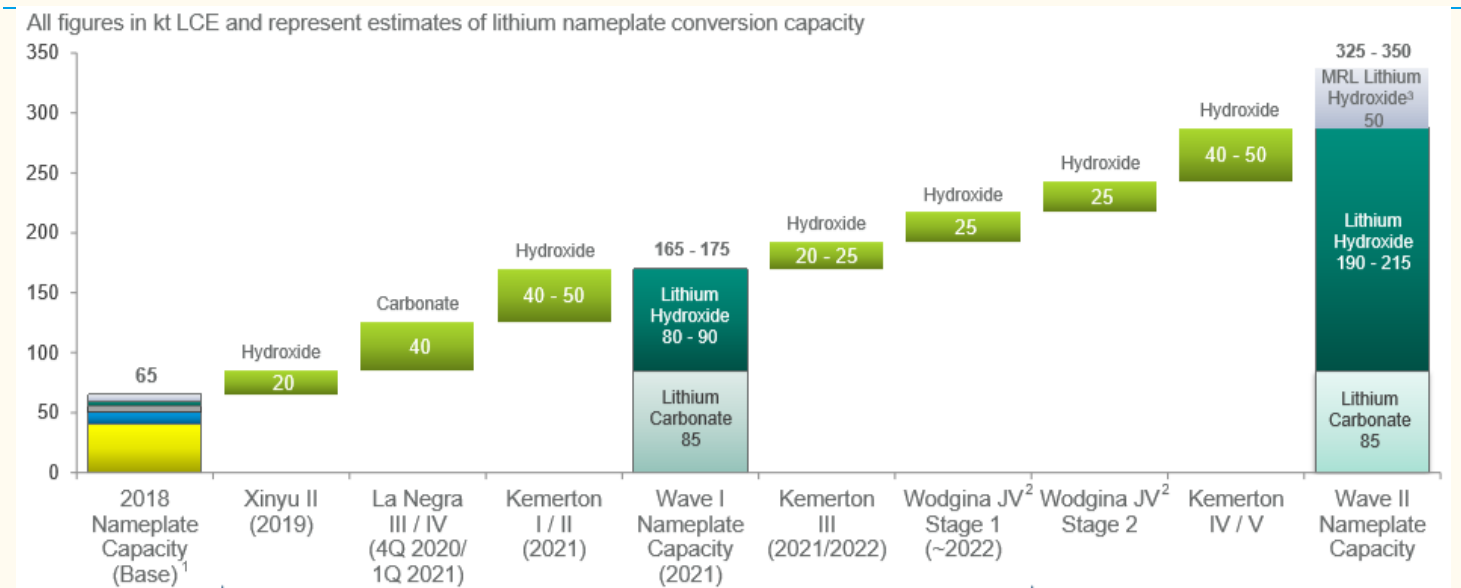
2. 海外锂盐龙头企业整体产能投放有所放缓

2.1 ALB：预计至 2021 年形成锂盐产能 16.5-17.5 万吨 LCE

雅宝未披露最新的资本开支计划，但从公司 2017 年的公开资料可获知其基础资本支出为销售额的 4%-6%，预计未来五年内资本开支可达到 20-22 亿美元。该支出主要由锂盐驱动。包括资源开发费用在内，预计每年锂盐的资本开支为 1.5-2.5 亿美元。其中 Wave I 资本支出为 7-10 亿美元。预计未来五年内营业现金可达 40-45 亿美元。

目前，雅宝拥有锂盐产能 6.5 万吨 LCE，公司预计至 2021 年扩张至 16.5-17.5 万吨 LCE。其中碳酸锂产能 8.5 万吨，氢氧化锂产能 8.0-9.0 万吨 LCE。至 2022 年年底，公司氢氧化锂产能再增 4.5-5.0 万吨至 12.5-14.0 万吨 LCE。

图表 20：ALB 计划 2021 年锂盐产能扩张至 16.5-17.5 万吨 LCE



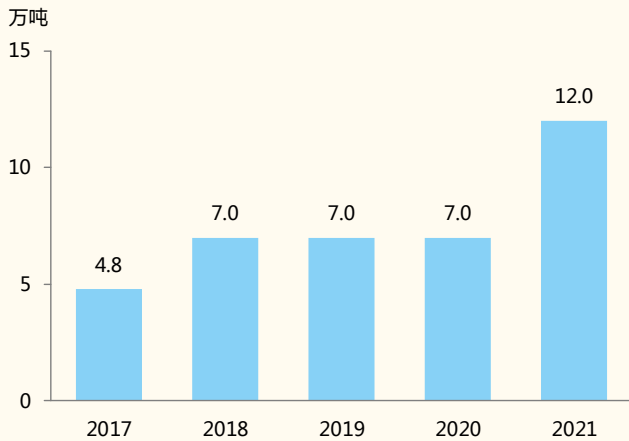
来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 SQM：Atacama 盐湖碳酸锂产能建造放缓，Mt Holland 矿山料推迟开采

SQM 目前在 Atacama 盐湖碳酸锂产能为 7 万吨。为满足新协议的要求以获取更多开采配额，公司曾计划 2019 年扩展 5 万吨至 12 万吨，2021 年再扩充 6 万吨至 18 万吨。但根据公司一季报公开的电话会议介绍，5 万吨的产能投放时间推迟至 2021 年年底，6 万吨的产能暂无明确的时间。

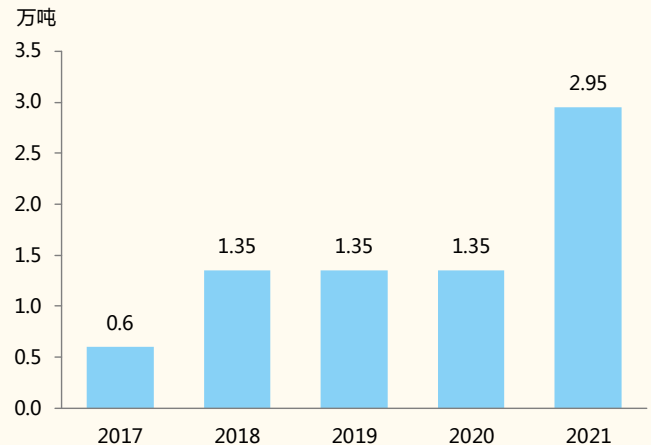
SQM 目前在 Atacama 盐湖拥有氢氧化锂产能 1.35 万吨，计划至 2021 年达到 2.95 万吨。预计至 2021 年，SQM 在 Atacama 盐湖的锂盐总产能将达 14.95 万吨。

图表 21: SQM 在阿塔卡玛盐湖碳酸锂产能扩展规划



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: SQM 在阿塔卡玛盐湖氢氧化锂产能扩产规划



来源: 公司公告, 国金证券研究所

SQM 与 Kidman Resources 联合开采 Mt Holland 矿山, 目前仍处于项目前期, 尚无实际生产。Mt Holland 矿山氧化锂储量约为 9420 万吨, 品位在 1.5% 左右, 其中 SQM 占 50% 的权益。

图表 23: Mt Holland 矿山资源储量

Classification	Feed (Mt)	Grade Li ₂ O	Grade Fe ₂ O ₃	Grade Ta ₂ O ₅ (ppm)	Waste (Mt)	Total (Mt)
Proved	54.4	1.5%	1.3%	45	199	253
Probable	39.8	1.5%	1.4%	54	222	261
Total	94.2	1.5%	1.4%	50	422	515

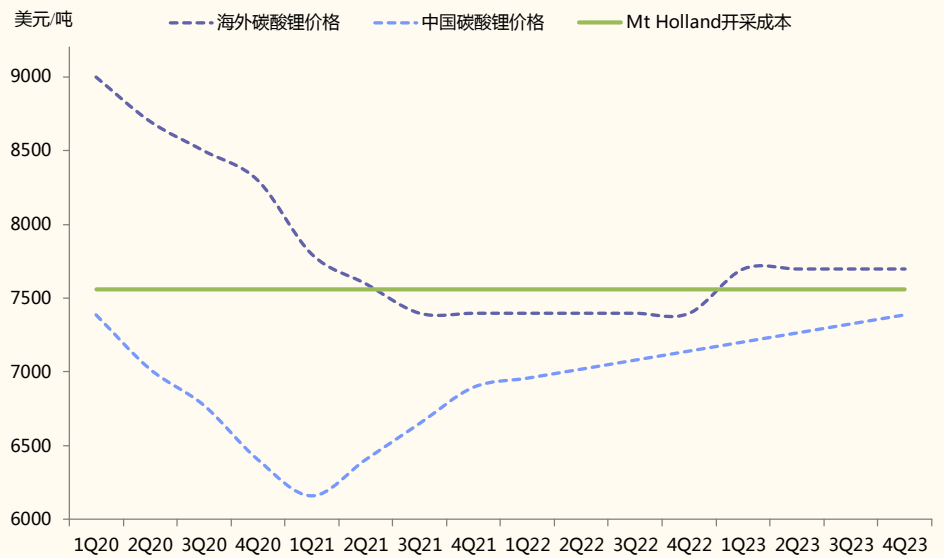
来源: Kidman Resources, 国金证券研究所

由于 Mt Holland 矿山的品位 (1.5%) 与澳洲另一座矿山 Mt Marion (1.38%) 较为接近, 我们参考 Mt Marion 的运营情况对 Mt Holland 矿山产能投放进行预判。

根据 Miniral Resources 的公告, Marion 矿山的锂精矿品位大约为 6%, 其生产成本为 576 美元/吨, 考虑 2950 美元/吨 (约 2 万元人民币) 的冶炼费, 碳酸锂成本约为 7560 美元/LCE。我们预计 Holland 矿山的成本与 Marion 相近, 即 7560 美元/吨左右。

根据 Kidman Resources 的公告, Mt Holland 矿山最快于 2020 年完成。这意味着即使不考虑运费等因素, 全球的碳酸锂售价在 2020-2021 年期间绝大多数时候都小于 Mt Holland 矿山的开采成本。按照 SQM 利润最大化的目标, 公司大概率会推迟 Mt Holland 矿山的产能投放。

图表 24: Mt Holland 若按时投产或面临成本高于市场价格的风险



来源: 公司财报, 国金证券研究所

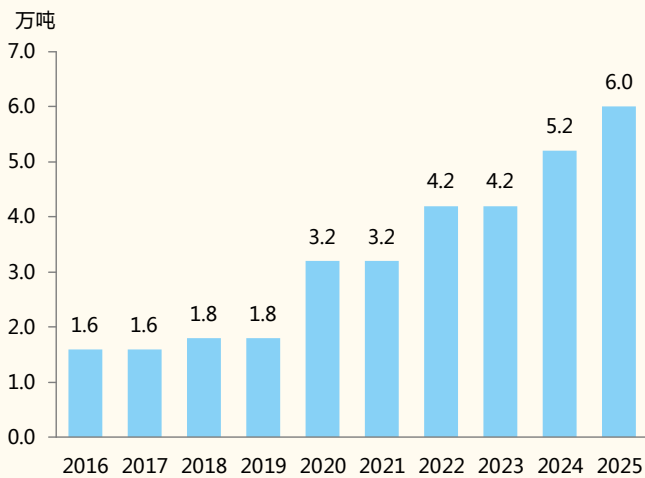
2.3 LIVENT: 碳酸锂/氢氧化锂产能至 2025 年分别增至 6 万吨/5.5 万吨

Livent 计划投资 5.25-6.0 亿美元将碳酸锂产能在 2025 年年底提升至 6 万吨。公司预计于 2022 年底前投入一半预算将产能扩展至 4.2 万吨, 另一半于 2023 年至 2025 年底前支出。

氢氧化锂方面, Livent 预计投入 0.8-1.7 亿美元用于扩充产能。其中 0.3-0.5 亿美元于 2020 年年底前支出以将氢氧化锂产能扩展至 3.3 万吨, 剩余部分在 2025 年年底前投入将产能增加到 5.5 万吨。

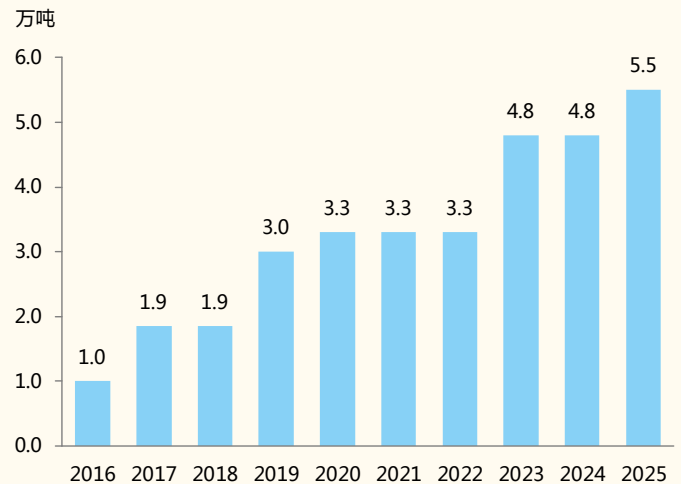
未来 5 年, 包含上述所有开支, 公司预计在项目的维护和扩张方面投入 10 亿美元。

图表 25: LIVENT 计划至 2025 年年底碳酸锂产能增至 6 万吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: LIVENT 计划至 2025 年年底氢氧化锂产能增至 5.5 万吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3. 过剩加剧，锂价仍将下行，锂盐企业盈利料将继续降低

3.1 预计 2019/2020 年全球锂行业供给过剩呈加剧态势

当前时点，供给端产能加速投放，各大矿山和盐湖的扩产计划陆续落地，全球将迎来新的一波产能扩张高峰。据我们统计，2019-2021 年全球锂原料相对 2018 年新增产量将分别达到 13/27/41 万吨，扩产呈现明显加速态势。

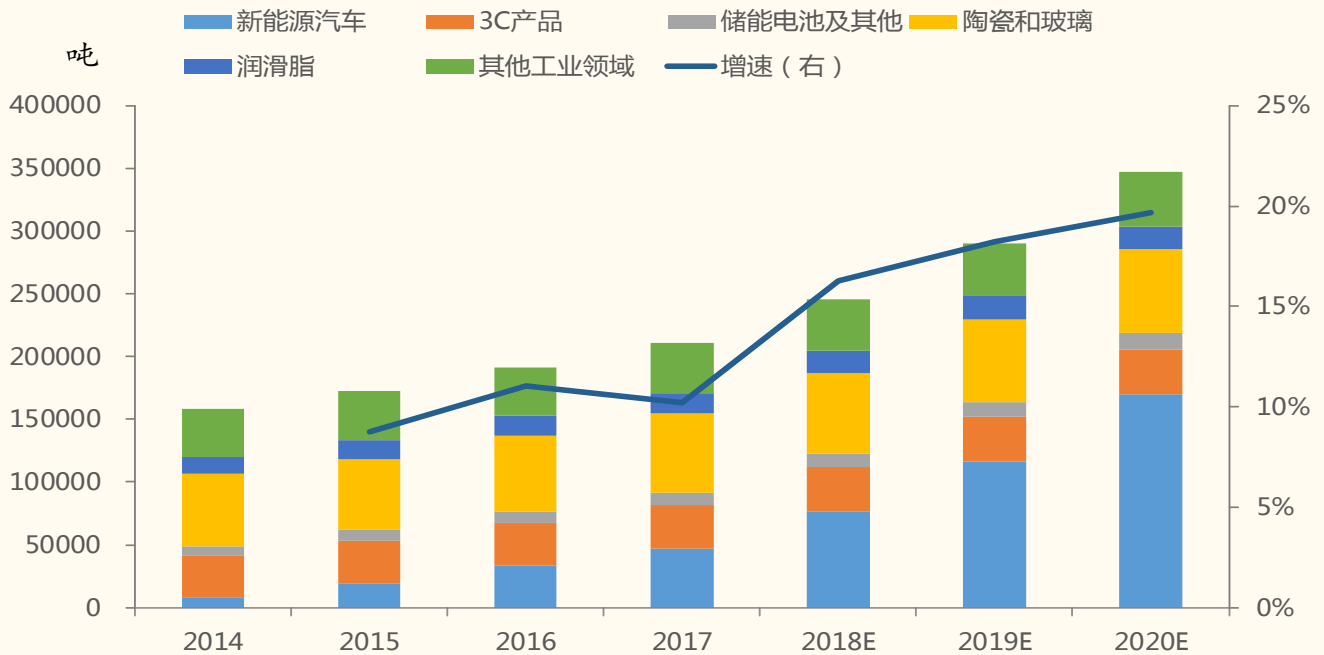
图表 27：2019-2021 年锂原料供给增量加速释放

产量增量，以 2018 为基数。单位：LCE，吨		年份		
公司名称	项目	2019E	2020E	2021E
海外盐湖				
SQM	Salar de Atacama & Salar del Carmen	19,000	29,000	39,000
FMC	Salar del Hombre Muerto & Fenix Operations	1,629	3,629	8,629
Lithium Americas	Cauchari-Olarzoz	3,000	13,000	28,000
Orocobre	Olaroz Lithium	3,000	13,000	28,000
中国盐湖				
藏格控股	察尔汗盐湖	7,000	10,000	10,000
恒信融锂业科技	西台吉乃尔外购卤水	3,000	6,000	11,000
盐湖股份-蓝科锂业	察尔汗盐湖	0	5,000	10,000
海外矿山				
Talison Lithium	Greenbushes	16,568	49,632	123,632
Galaxy Resources	MT Cattlin	2,914	5,164	7,639
Reed Resources	MT Marion	2,689	8,258	13,455
Altura Mining&Pilbara Minerals	Pilgangoora	39,296	55,546	55,546
Tawana	Bald Hills	9,897	9,569	9,569
Mineral Resources	Wodgina	21,000	58,500	58,500
中国矿山				
雅化集团/四川国锂 (德鑫矿业)	李家沟	1,900	4,400	4,400
合计		130,893	270,697	407,370

来源：上海有色网，国金证券研究所

需求端增速较为平稳。锂资源最主要的下游是新能源汽车、陶瓷与玻璃、3C 产品等，主要增量来自新能源汽车电池。根据我们的测算，2019/2020 年新能源汽车对锂资源的需求占比虽有提升，但对应需求增量相较 2018 年仅有 4.5/10.2 万吨，难以消化大量的新增供给。

图表 28: 2019/2020 年锂盐需求增速分别为 18.2%和 19.7%



来源: 上海有色网, 国金证券研究所

考虑累计库存等因素, 我们估计 2019/2020 年全球锂行业供给过剩分别达 12/19 万吨, 供大于求呈现过剩加剧态势。

图表 29: 2019/2020 年锂行业供给过剩呈加剧态势

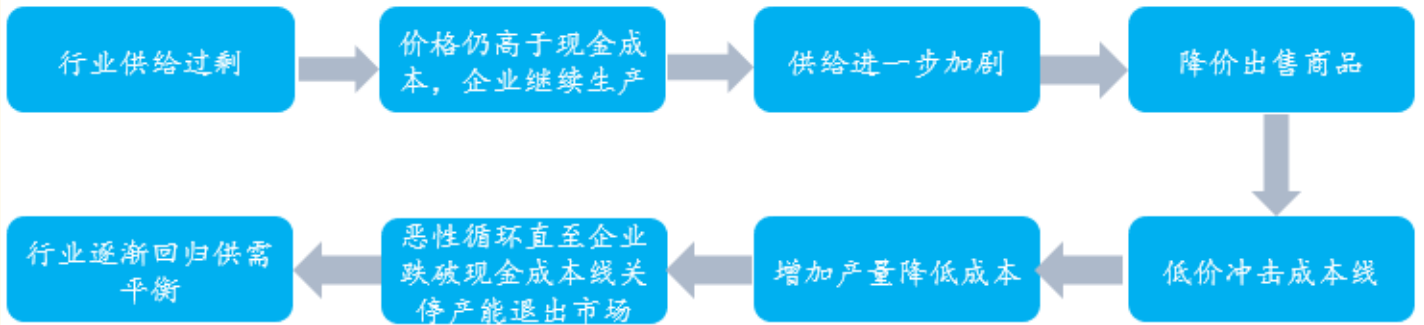
单位: 吨	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盐湖	93,487	121,052	129,799	146,718	180,346	216,346
锂辉石	60,847	69,627	144,315	178,163	272,427	369,231
锂云母	400	1,000	2,000	7,000	17,000	15,000
锂原料供给	154,734	191,679	276,114	331,881	469,774	600,578
yoy	8.70%	23.88%	44.05%	20.20%	41.55%	27.84%
锂盐供给合计	154,734	191,679	246,114	286,881	409,774	540,578
yoy	8.70%	23.88%	28.40%	16.56%	42.84%	31.92%
需求合计	172,614	191,679	211,278	245,719	290,438	347,580
yoy	8.75%	11.04%	10.22%	16.30%	18.20%	19.67%
过剩 (+/-) 短缺	(17,880)	0	34,836	41,161	119,336	192,998
累计库存	(17,880)	(17,880)	16,956	58,117	177,453	370,451

来源: 上海有色网, 国金证券研究所

3.2 锂盐企业或放量以降低成本, 海外锂盐龙头业绩料将继续下滑

在行业供给过剩加剧的状态下, 锂价仍将继续下行。我们认为, 对于未投产的产能, 企业可能会推迟或取消建造; 对于已投产的产能, 只要市场价格仍高于现金成本, 企业就会继续保持生产, 从而造成过剩加剧。然后不得不实行低价策略以售出产品, 但低价又会冲击成本线。放量几乎是压低单位成本唯一的路径。企业之间将不断地上演这种“恶性循环”, 直到某些跌破现金成本线关停产能退出市场, 然后行业逐渐回归至供需平衡。

图表 30：锂盐企业或将继续放量以降低成本



来源：国金证券研究所

考虑需求端增长较为缓慢，同时因为长单的存在、中国企业售价更低等因素，我们不认为海外龙头能快速抢占其他公司的市场份额。在锂价大幅下降的背景下，ALB/SQM/LIVENT 未来几个季度的业绩料将继续下滑。

4. 投资建议

预计锂价仍将继续下行，考虑海外锂盐企业售价普遍高于中国公司，叠加中国公司出口增加的趋势，我们认为 ALB/SQM/LIVENT 未来几个季度的业绩料将继续下滑。

5. 风险提示

锂供给过剩不及预期风险：目前行业整体供过于求，且未来几年产能加速释放，但存在部分产能投放不及预期、老产能关停导致行业供给过剩不及预期的可能。

新能源汽车增速超预期风险：如果中国政府大幅上调新能源汽车补贴额度，或其他国家大力推广新能源汽车，锂下游需求增速或将大幅提升。

政策及库存等因素变化的风险：新能源汽车等领域受政策影响较大，如果政策变化较大，或者库存超过预期水平，可能会导致有色金属价格较大幅度的波动，从而影响相关公司的盈利水平。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH