

Pilbara 拍卖价高达 2240 美元，锂矿核心价值将重估

公用事业

事件概述：

2021年9月14日，澳洲锂矿供应商 Pilbara 进行了第二次线上拍卖，Pilbara 打算接受 2240 美元/干公吨（SC5.5，黑德兰港离岸价）的最高出价，本次拍卖总计 8000 吨精矿，按比例计算，包括运费，这大约相当于 2500 美元/干公吨的价格（SC6.0，中国到岸价）。

分析与判断：

► 锂精矿竞拍 2500 美元/吨成交，2021Q4 长协价格预计至少 1100 美元/吨

按照今天的成交价格 2500 美元/干公吨（SC6.0，中国到岸价）计算，生产加工出一吨碳酸锂的成本约为 16.5 万元/吨，而截至到 9 月 14 日，百川盈孚数据显示，电池级碳酸锂报价 15.63 万元/吨；电池级氢氧化锂报价 14.87 元/吨，售价已经不及本次拍卖出的锂精矿价格生产锂盐的成本。当然，2500 美元/吨的锂精矿现货价，不能即刻等同于四季度的锂精矿长协价格，但 Pilbara 进行现货拍卖的目的之一，就是要改变现有的锂精矿定价公式，不单单挂钩于中国的锂盐价格，还要引入锂精矿现货价格影响因子。所以拉长时间看，今天的现货价格，一定会影响未来的锂精矿长协价格定价走势，让本轮周期的精矿长协价格涨势更加陡峭。2021 年前三季度，以澳洲卡特林矿山为例，Q1 精矿长协价为 450 美元/吨，Q3 精矿长协价为 900 美元/吨，基本上保持每个季度 200 美元/吨的涨幅，假设保持当前的调价节奏不变，那么 Q4 精矿长协预计应该在 1100 美元/吨左右，假设卡特林矿山也考虑澳洲当前的锂精矿现货价格，不排除 Q4 的长协定价会更高。

► 2022 年在产矿山产量弹性小，主要来自于代工量

2022 年，目前在产的 5 座矿山中，卡特林、马里昂、皮尔千古拉和 Mibra 矿山，相较于 2021 年已没有提高产能利用率的逻辑（2021 年卡特林和皮尔千古拉矿山靠提升产能利用率合计增加约 26 万吨精矿），都处于满产状态，唯一能新增 3-5 万吨精矿产量的皮尔千古拉矿山，还是受益于其于 2021Q3 未完工的技改工程，4 座矿山合计产量近无增量弹性。剩下的格林布什矿山，虽说 2 号选厂已经重启，此外 2021 年末还有 28 万吨尾矿选厂投产，但鉴于 2 位股东位于澳洲的锂盐加工厂都集中于 2022H2 投产爬坡，靠自身新投产的锂盐加工能力消耗格林布什矿山精矿产量有限，唯一有希望的就是雅保和天齐明年借助国内的锂盐厂代工锂盐增加格林布什精矿产量。根据雅保 2021 年半年报电话会议交流情况，2021 年雅保在中国的锂盐代工量大概是在 1.2 万吨左右，按照雅保的经营风格以及上轮

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话：0755-83026989

相关研究：

1. 川能动力（000155.SZ）半年报点评：新能源发电业绩符合预期，锂矿+锂盐业务有条不紊推进中
2021.08.26
2. 行业深度：全球锂资源概况一览，中国锂应当自强
2021.06.16
3. 行业深度：全球锂资源近况梳理，再推四川锂矿公司
2021.04.18

周期代工情况看，2022 年代工量预计不会特别激进，天齐的代工量参考雅保的执行情况。综合以上 5 座在产矿山情况，我们可以发现 2022 年一是精矿实际增加的产量有限，二是外售矿山的精矿增加量几乎没有，精矿供应相较于 2021 年更加紧张。

► 2022 年停产矿山中仅 1 座重启，全部都走现货拍卖

目前停产的 4 座矿山中：① Ngungaju 矿山（原 Altura 矿山）于 2021 年 1 月被 Pilbara 收购，计划于 2021 年圣诞节左右重启，2022 年 5-6 月份达产，总产能合计 20.6 万吨/年，乐观按照明年 15 万吨产量计算，增量虽小，但这却是 2022 年全球唯一新增的可用于市场化外售的锂精矿增量。Pilbara 计划将 Ngungaju 重启后生产的锂精矿全部用于线上拍卖，未来的 6-12 个月计划拍卖 10-20 万吨锂精矿，也就是说未来 Pilbara 可实现月月拍卖，不断刺激锂精矿长协价格。② 2021 年 9 月 1 日澳洲法院批准将 Alita 所有已发行股份无偿转让给美国企业 Austroid Corporation，以上还需获得澳大利亚证券与投资委员会、外国投资审查委员会的批准，Austroid 获得了 Bald 矿山的所有权，但鉴于 Pilbara 重启 Ngungaju 矿山的准备时间，Bald 矿山 2022 年重启生产的难度大。③ 2021 年 6 月 30 日，加拿大魁北克高等法院批准 Sayona Québec 收购 North American Lithium (NAL) 项目，该交易预计将于 2021 年 Q3 完成。Sayona Québec 计划将 NAL 与其邻近的 Authier 项目合并开发，并承诺在当地建设锂盐加工厂，计划从 2023 年开始生产锂辉石精矿。④ 对于主动关停保养的沃基纳矿山，雅保在 2021 年多次电话会上反复表示，不出售锂精矿，沃基纳矿山重启最快的办法就是在中国新建或者是收购锂盐加工厂，但预计都将需要 2 年左右的时间，沃基纳矿山短期内重启的概率不大。综合以上 4 座停产矿山情况我们可以发现，精矿产量增量贡献小，但对全球的精矿价格刺激作用大。

► 2022 年锂精矿供应约束明显，锂矿锂盐价格高点难猜

2020-2021 年澳洲矿山尚有精矿库存可言，以市场化销售为主的卡特林和皮尔干古拉矿山为例。卡特林矿山在 2019 年年底时精矿库存为 6.54 万吨，2020 年年底时精矿库存为 1.7 万吨，2021 年 7 月中旬卡特林矿山卖了一船现货，预计 2021 年年底库存清零。皮尔干古拉矿山在 2021Q1 时精矿库存量为 4 万吨，2021Q2 时精矿库存为 1.88 万吨，该公司分别于 7 月 29 日和 9 月 14 日进行了 2 次现货拍卖合计 1.8 万吨，Q4 的拍卖只能等待 Ngungaju 矿山重启的新增产量继续拍卖，所以皮尔干古拉矿山库存也属于 2021 年年底清零的状态。矿山新增产量有限，原有库存清零，2022 年全球锂精矿供应约束明显，这种情况下，前有每月一次的现货竞拍价格刺激，锂精矿长协价格高点难猜，明年涨至 2000-3000 美元/吨概率较大。假设按照 2500 美元/吨精矿长协定价，单吨碳酸锂成本约为 16.5 万元/吨，按照 3000 美元/吨长协定价，单吨碳酸锂成本约为 19.4 万元/吨，这种情况下锂盐售价大概率突破 20 万元/吨，继续向 25 万元/吨售价靠近的概率也在增大。本来缺锂矿周期相较于上一轮而言，供给约束更加明显，需求增速更加健康，价格涨幅也将更大。

► **我国锂精矿对外依存度高，川矿价值必将重估**

我国锂矿资源非常丰富，但开发利用不足，高度依靠进口，对外依存度达到 85%。在海外锂精矿大幅涨价背景下，加速开发四川锂矿，实现核心战略资源的自我可控显得尤为重要。四川拥有我国 80% 固态锂资源储量，四川康定甲基卡-雅江德扯弄巴锂铍钽矿和四川马尔康可尔因-金川李家沟锂铍矿已被升级为国家级锂资源基地。但是由于缺乏统筹和整体的科学规划，四川锂矿矿山基础设施建设薄弱，开发分散粗放、集中度低，并且大部分矿山分布在自然保护区，导致优势锂矿开发利用缓慢。目前四川有效的锂辉石采矿权有 4 个，在产的有融捷的 134 号脉，氧化锂储量 41.22 万吨，品位 1.42%，盛新锂能的业隆沟锂辉石矿，氧化锂储量 11.15 万吨，品位 1.3%；在建的有李家沟锂辉石矿，氧化锂储量 51.22 万吨，品位 1.3%；储备的有天齐的措拉锂辉石矿，氧化锂储量 25.57 万吨，品位 1.3%。在锂精矿价格快速暴涨，锂盐价格大概率突破 20 万元/吨的背景下，手握核心锂矿资源企业的公司价值必将被重估，尤其是开发前景较好，资源禀赋优异的四川锂矿企业。

投资建议：

2022 年全球锂精矿供给约束明显，锂矿锂盐价格高点难猜，纯锂盐加工厂会面临缺矿以及冶炼加工利润空间有限的情况，无法享受本轮周期的价格弹性，建议关注手握核心锂矿资源的上下游一体化公司。推荐关注正在开发建设李家沟锂辉石矿采选项目，未来将继续携手大股东川能投集团整合开发甘孜、阿坝州锂矿资源的【川能动力】，受益标的包括正在推进鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目的【融捷股份】，布局了业隆沟锂矿+木绒钽铌矿的【盛新锂能】，拥有全球最好锂矿+盐湖资源，拟在港股发行股份，债务有望全部解决的【天齐锂业】。

风险提示

- 1) 下游消费需求增长不及预期；
- 2) 锂精矿开发进度不及预期；
- 3) 锂盐供需明显改善，锂盐价格快速回落；
- 4) 全球锂精矿供应产能快速扩张。

盈利预测与估值

		重点公司									
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000155.SZ	川能动力	36.00	买入	0.11	0.44	0.91	1.56	68.76	81.77	39.47	23.05

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。