



Research and  
Development Center

# 资源王者，认知兑现

—天齐锂业(002466)公司深度报告

2021年12月12日

娄永刚

S1500520010002

010-83326716

louyonggang@cindasc.com

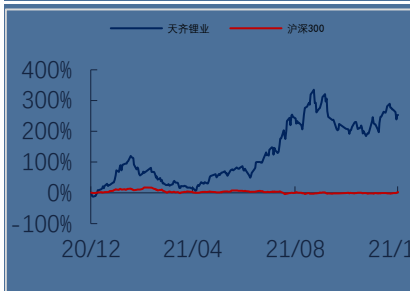
黄礼恒

S1500520040001

18811761255

huangliheng@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**天齐锂业 (002466)**
**投资评级**      买入

**上次评级**      首次覆盖


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	110.59
52 周内股价波动区间 (元)	24.58-143.17
最近一月涨跌幅 (%)	5.85
总股本 (亿股)	14.77
流通 A 股比例 (%)	99.80%
总市值 (亿元)	1634

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 天齐锂业：资源王者，认知兑现

2021 年 12 月 12 日

**本期内容提要：**

- ◆**锂资源龙头，高筑竞争壁垒。**公司对锂资源长期战略地位和重要性的认知远远领先同行企业，并积极付诸行动，在锂行业发展早期即着手布局优质锂资源。锂价上一轮周期启动之前，公司收购了全球最优质的锂辉石矿泰利森锂矿、参股中国最优质的盐湖扎布耶盐湖、控制四川雅江措拉锂辉石矿，后于上一轮周期高位收购 SQM 股权虽然为公司带来了严重的债务危机，但目前危机已经基本解除。从当前锂资源对锂行业发展的制约以及市场疯狂争夺锂资源的情景来看，公司过往的锂资源并购都是公司深刻认知的落地，伴随本轮锂行业超级景气周期，公司进入认知兑现阶段。同时公司以此形成了长期高筑的竞争壁垒。
- ◆**布局全球最优质锂辉石与盐湖资源。**公司控制的泰利森格林布什锂辉石矿已经持续经营 20 余年，凭借储量丰富、品位高的优势成为全球成本最低的锂辉石矿，目前锂精矿产能 134 万吨/年，2022 年产能预计扩建至 164 万吨/年，远期随着三、四期扩建，锂精矿产能将达到 250 万吨/年。此外，公司参股的 SQM 旗下 Atacama 盐湖为全球最优质盐湖锂资源，镁锂比极低，预计 2022 年碳酸锂产能达到 18 万吨，公司占 23.75% 的股权，长期股权投资收益有望持续增长。另外，公司拥有雅江措拉锂辉石矿和西藏扎布耶盐湖作为资源储备。合计拥有权益资源量约 1496 万吨 LCE。
- ◆**锂盐产能扩张有望提速。**公司目前拥有锂化合物年产能 4.48 万吨，包含碳酸锂产能 3.45 万吨，氢氧化锂产能 0.5 万吨，氯化锂产能 0.45 万吨以及金属锂产能 800 吨。澳洲奎纳纳一期 2.4 万吨/年氢氧化锂预计 2022 年 3 月份投产，锂化合物产能将增加 50% 以上。同时公司 2.4 万吨/年奎纳纳二期氢氧化锂项目以及 2 万吨/年遂宁安居碳酸锂项目处于缓建状态，未来随着公司现金流改善将加快投资建设进度，投产后总产能将达到 11 万吨/年。
- ◆**债务危机解除，龙头王者回归。**2018 年公司于锂行业周期高点举债 35 亿美元收购 SQM 股权埋下债务危机隐患。2020 年 Q4 以来，随着银团并购贷款展期、境外全资子公司 TLEA 引入战略投资者 IGO 交易实施完成，以及控股股东天齐集团向公司提供财务资助，加之锂行业逐步复苏带来锂价上涨，公司经营性现金流有所缓解，目前债务危机基本解除。后期公司将通过 H 股发行等方式偿还剩余贷款。债务危机解除叠加锂行业需求超级周期带来的锂价上涨，公司经营性现金流逐步好转，产能扩张或加速，业绩有望强势回归。
- ◆**锂价仍处于超级周期上行阶段。**2020 年 Q3 碳酸锂价格触底反转，Q4 在新能源汽车消费旺季推动下锂价经历了本轮超级周期的第一波加速上涨，电碳价格上涨至 9 万元/吨；2021 年上半年锂价维持 9 万元/吨左右的价格，Q3 随着新能源车进入消费旺季后开启了第二波加速上涨，创历史新高，超过 18 万元/吨；Q4 以来锂价在 19-20 万元/吨持稳运行，11 月底开启了第三轮加速上涨。2022 年，我们预计锂供需仍将维持紧平衡状态，产业链将持续维持低库存水平，锂价仍具有长足的上涨时间和空间。
- ◆**盈利预测与投资评级：**结合公司锂资源和锂盐产能释放节奏、行业需求增速以及锂价判断，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.24、62.47、95.62 亿元，EPS 分别为 0.76、4.23、6.47 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 145x、26x、17x。考虑公司为锂行业全球龙头企业，坐拥优质锂辉石资源和盐湖资源，且奎纳纳氢氧化锂产能投产在即，同时公司所处锂电行业正处于高速成长阶段，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆**股价催化剂：**锂价持续上涨；公司业绩增长超预期。

◆**风险因素：**①我们的盈利预测建立在奎纳纳氢氧化锂一期产能3月投产的基础上，如未如期，将对盈利产生重大影响，请注意达产进度风险；②我们盈利预测建立在锂价维持当前价格水平的基础上，请注意锂资源企业产能扩张速度超预期或新能源汽车需求增长不及预期导致锂价下跌风险；③公司的并购贷款剩余18.68亿美元待还，其中6.68亿美元于2022年11月25日到期，请注意债务到期未能及时偿还引发债务流动性风险，公司后续拟通过H股发行等方式降低负债，需要紧密跟踪融资进度；④智利大选后导致政策变动对SQM股权投资的影响风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,841	3,239	6,565	18,118	25,348
增长率 YoY %	-22.5%	-33.1%	102.6%	176.0%	39.9%
归属母公司净利(百万元)	-5,983	-1,834	1,124	6,247	9,562
增长率 YoY%	-372.0%	69.4%	161.3%	455.6%	53.1%
毛利率%	56.6%	41.5%	61.2%	72.4%	78.3%
净资产收益率ROE%	-85.9%	-35.2%	17.8%	49.7%	43.2%
EPS(摊薄)(元)	-5.24	-1.24	0.76	4.23	6.47
市盈率 P/E(倍)	—	—	145.30	26.15	17.08
市净率 P/B(倍)	4.95	11.14	25.80	12.99	7.38

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年12月9日收盘价

## 目录

投资聚焦.....	6
锂资源龙头，高筑竞争壁垒.....	7
对锂资源认知领先市场，不断强化锂资源龙头地位.....	7
走出债务阴霾，业绩增长可期.....	9
布局全球最优质锂辉石与盐湖资源.....	12
泰利森：控制全球品位最高的格林布什锂辉石矿.....	12
盛合锂业：控制四川雅江措拉锂辉石矿.....	16
SQM：控制全球最优质盐湖资源 Atacama 盐湖.....	17
扎布耶锂业：控制西藏扎布耶盐湖.....	20
锂盐产能扩张有望提速.....	21
公司 3 大生产基地锂盐产能共计 4.48 万吨.....	21
奎纳纳投产在即，将贡献产能增量.....	22
锂化合物业绩受益锂价上涨.....	24
债务危机解除，龙头王者回归.....	25
周期高点举债收购 SQM 股权埋下债务危机.....	25
引入 IGO，债务危机解除.....	26
有舍有得，公司恢复成长性.....	28
锂价仍处于超级周期上行阶段.....	29
需求长期确定性高速增长是锂行业演进的核心动力.....	29
锂资源将长期是锂行业发展的主要瓶颈.....	30
锂价仍具有长足的上涨时间和空间.....	31
盈利预测、估值与投资评级.....	32
盈利预测及假设.....	32
估值与投资评级.....	33
风险因素.....	33

## 表目录

表 1：公司拥有两个锂辉石资源、两个盐湖资源（万吨）.....	12
表 2：格林布什矿山资源概况.....	12
表 3：格林布什尾矿库资源概况.....	13
表 4：雅江措拉锂辉石矿资源概况（吨）.....	16
表 5：全球部分盐湖资源量与镁锂比概况.....	17
表 6：公司氢氧化锂客户长协.....	23
表 7：公司最初贷款情况.....	25
表 8：全球锂资源产量预测（LCE，万吨）.....	30
表 9：盈利预测关键条件假设（万吨、万元）.....	32
表 10：可比公司估值比较表（2021-12-9）.....	33

## 图目录

图 1：天齐锂业发展历程.....	7
图 2：天齐锂业股权结构（截至 2021 年 12 月 6 日）.....	8
图 3：公司业务结构布局.....	9
图 4：天齐锂业营业收入及增速（万元）.....	10
图 5：天齐锂业归母净利润及增速（万元）.....	10
图 6：天齐锂业毛利率及净利率.....	10
图 7：锂价周期（元/吨）.....	10
图 8：天齐锂业资产负债率（万元）.....	10
图 9：天齐锂业 2019 年财务费用高企（万元）.....	10
图 10：天齐锂业营收结构（万元）.....	11
图 11：天齐锂业成本结构（万元）.....	11
图 12：天齐锂业毛利结构（万元）.....	11

图 13: 天齐锂业产品毛利率 .....	11
图 14: 格林布什矿区布局 .....	13
图 15: 格林布什矿山在产矿山中品位最高 .....	14
图 16: 格林布什矿山成本优势明显 .....	14
图 17: 格林布什化学级锂精矿产能规划 (百万吨) .....	15
图 18: 格林布什化学级锂精矿产销情况 (万吨) .....	15
图 19: 格林布什锂精矿产销情况 (万吨) .....	15
图 20: 锂精矿营收情况 (万吨) .....	16
图 21: 锂精矿单位售价与成本 (元/吨) .....	16
图 22: 措拉锂辉石矿发展脉络 .....	17
图 23: SQM 营收结构 (百万美元) .....	18
图 24: SQM 2021 Q1-Q3 营收结构 .....	18
图 25: SQM 经营业绩 (百万美元) .....	18
图 26: 天齐锂业投资净收益 (亿元) .....	18
图 27: SQM 锂及其化合物营业收入 (百万美元) .....	19
图 28: SQM 锂及其化合物销量与售价 (千吨、美元/吨) .....	19
图 29: SQM 锂及其化合物季度营收 (百万美元) .....	19
图 30: SQM 锂化合物季度销量与售价 (千吨、美元/吨) .....	19
图 31: SQM 产能规划 .....	20
图 32: SQM 碳酸锂产能 (万吨/年) .....	20
图 33: SQM 氢氧化锂产能 (万吨/年) .....	20
图 34: 公司锂化工产品产能规划 (万吨/年) .....	22
图 35: 奎纳纳未来产能指引 .....	22
图 36: 奎纳纳运营成本低于业内平均水平 .....	23
图 37: 公司锂化合物产销情况 (吨) .....	24
图 38: 公司锂化合物单位价格与成本 (万元/吨) .....	24
图 39: 公司锂化合物盈利情况 (万元) .....	24
图 40: 公司财务费用与资产负债率 (万元) .....	26
图 41: 引入 IGO 后的股权变化 .....	27
图 42: 公司并购贷款本金余额变化 (亿美元) .....	28
图 43: 2020 年全球锂需求结构 .....	29
图 44: 全球新能源汽车销量 (千辆) .....	29
图 45: 中国新能源汽车销量 (万辆) .....	30
图 46: 全球锂需求预测 (LCE, 万吨) .....	30
图 47: 锂盐价格变化 (万元/吨) .....	31
图 48: 锂辉石价格变化 (美元/吨) .....	31

## 投资聚焦

**对锂资源认知领先行动领先，筑造公司长期竞争壁垒。**公司对锂资源长期战略地位和重要性的认知远远领先同行企业，并积极付诸行动，在锂行业发展早期即着手布局优质锂资源。锂价上一轮周期启动之前，公司收购了全球最优质的锂辉石矿泰利森锂矿、参股中国最优质的盐湖扎布耶盐湖、控制四川雅江措拉锂辉石矿，后于周期高位收购 SQM 股权虽然为公司带来了严重的债务危机，但目前危机已经基本解除。从当前锂资源对锂行业发展的制约以及市场疯狂争夺锂资源的情景来看，公司过往的锂资源并购都是公司深刻认知的落地，未来将长期兑现收益。公司也将以此形成了长期高筑的竞争壁垒。

**公司债务危机有望解除，伴随锂行业超级周期，业绩有望强势回归。**公司因收购 SQM 引发的债务危机随着 IGO 13.95 亿美元的交割完成已经基本解除。目前此项债务剩余 18.68 亿美元待还，包含 2022 年底到期的 6.68 亿美元以及 2023 年底到期的 12 亿美元，后期公司拟通过 H 股发行等方式偿还。债务危机解除叠加锂行业需求超级周期带来的锂价上涨，公司经营性现金流逐步好转，产能扩张或加速，业绩有望强势回归。

## 锂资源龙头，高筑竞争壁垒

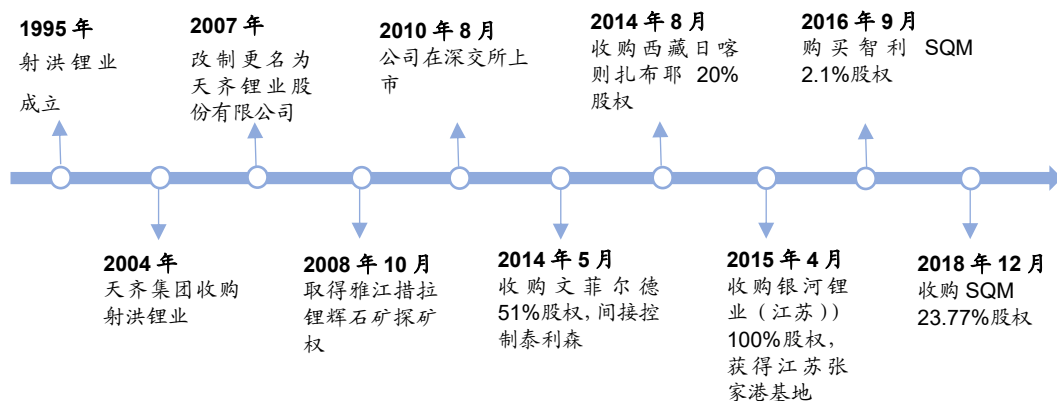
### 对锂资源认知领先市场，不断强化锂资源龙头地位

天齐锂业主要业务为硬岩型锂矿资源的开发、锂精矿加工销售以及锂化工产品的生产销售。公司前身为四川射洪锂盐厂，成立于1995年，2004年被天齐集团收购，2010年于深圳交易所上市。

公司以收购全球优质锂资源为核心任务。公司2008年开始布局上游锂资源，取得四川雅江锂辉石矿探矿权，并成功于2012年探转采。2014年公司收购文菲尔德51%股权，间接控制全球品位最高、开采成本最低的格林布什锂辉石矿。同年，公司收购西藏扎布耶20%股权，参股扎布耶盐湖。2016和2018年，公司分别购买SQM 2.1%和23.77%股权，参股全球最优质的Atacama盐湖。

公司同步发展锂化工产品业务，推进锂盐产能扩张。公司对射洪天齐基地进行技改优化，目前射洪基地已形成1.45万吨/年的碳酸锂产能、0.5万吨/年的氢氧化锂产能、0.45万吨/年的氯化锂产能和0.02万吨/年的金属锂产能，是公司主要的锂盐生产基地。公司2015年收购银河锂业国际之全资子公司银河锂业（江苏），即现今江苏天齐公司，碳酸锂产能新增1.7万吨/年，后经技改优化目前已形成2万吨/年产能。2017年2月公司与重庆昆瑜共同出资设立重庆天齐，金属锂产能新增600吨/年。目前公司在建奎纳纳项目、缓建遂宁安居项目，中期锂盐规划11万吨/年。

图 1：天齐锂业发展历程

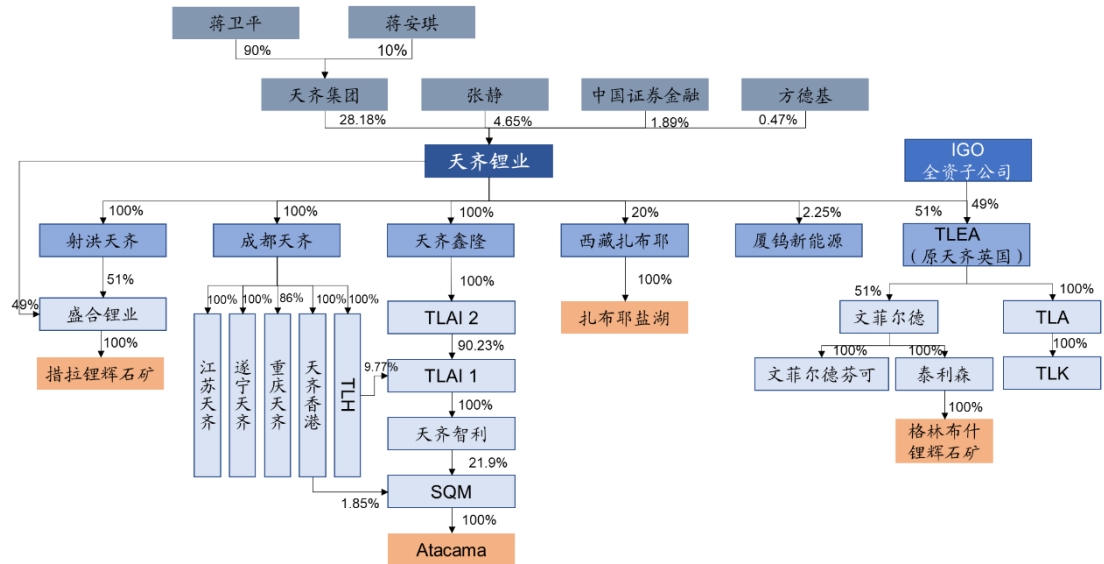


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司实控人为董事长蒋卫平先生，持有公司25.36%股权，其女蒋安琪间接持有公司2.82%股权，其妻张静直接持有公司4.65%股权。蒋卫平先生先后在成都机械厂、四川省九三学社和中国农业机械西南公司工作，1997年开始独立创业，2004年通过旗下企业收购了天齐

锂业前身射洪锂盐厂，2007年12月至今任公司董事长。蒋卫平拥有丰富的商业贸易与企业管理经验，在公司发展历程中的历次成功并购案例中发挥重要作用。

图 2: 天齐锂业股权结构 (截至 2021 年 12 月 6 日)

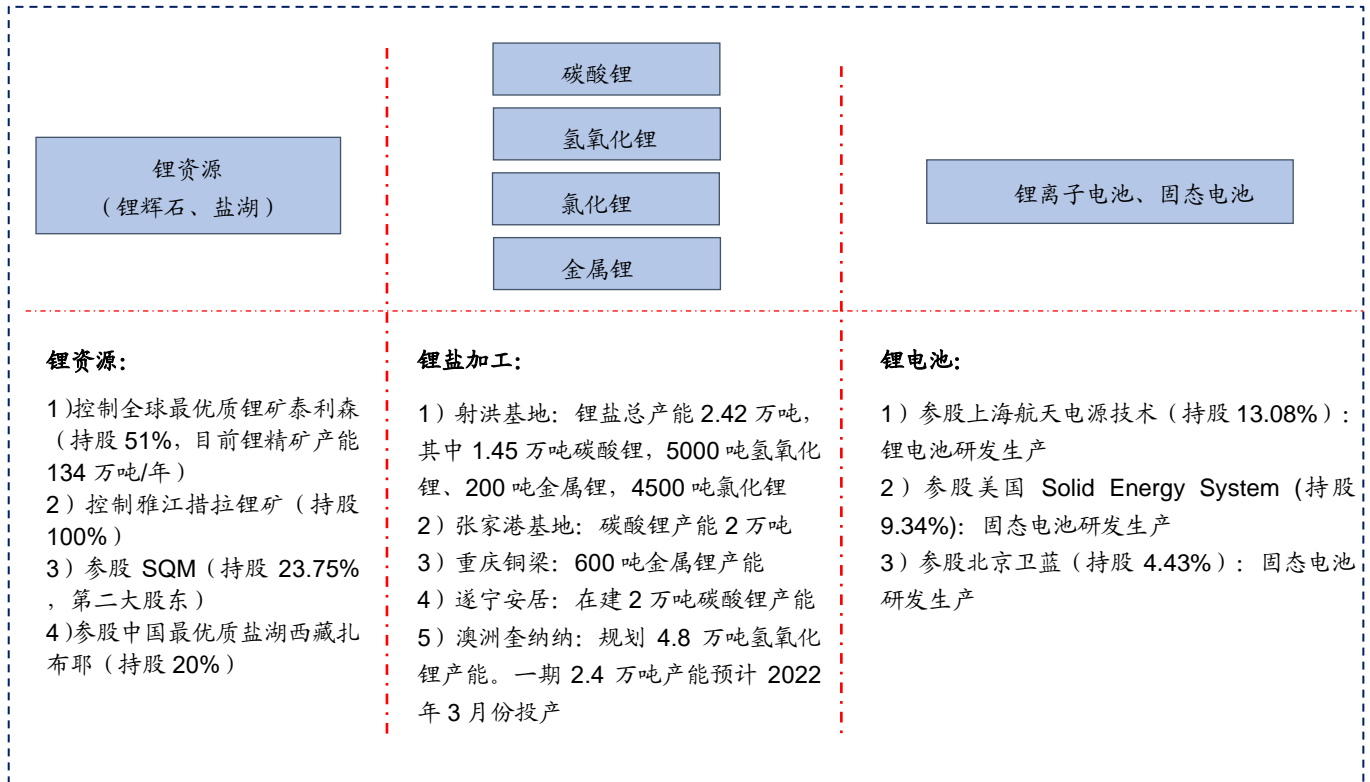


资料来源: Wind, 公司 2021 年中报, 信达证券研发中心

公司拥有全球品位最高、成本最低的格林布什锂辉石矿，已建成产能达 134 万吨/年，规划产能达 194 万吨/年；同时参股全球最优质盐湖——Atacama 盐湖，另外控制雅江措拉锂辉石矿和参股日喀则扎布耶盐湖作为资源储备。

锂盐方面，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，现有 3.45 万吨碳酸锂、0.5 万吨氢氧化锂、0.45 万吨氯化锂和 0.08 万吨氢氧化锂，与格林布什锂辉石矿产能匹配。公司在建氢氧化锂产能 2.4 万吨/年，另外有 2.4 万吨/年的氢氧化锂和 2 万吨/年的碳酸锂产能处于缓建状态。公司中期锂化工产品规划产能合计超过 11 万吨/年，远期随着奎纳纳氢氧化锂三、四期项目投产，公司锂盐产能预计超 18 吨。



**图 3: 公司业务结构布局**


资料来源: Wind, 公司 2021 年中报, 信达证券研发中心

## 走出债务阴霾, 业绩增长可期

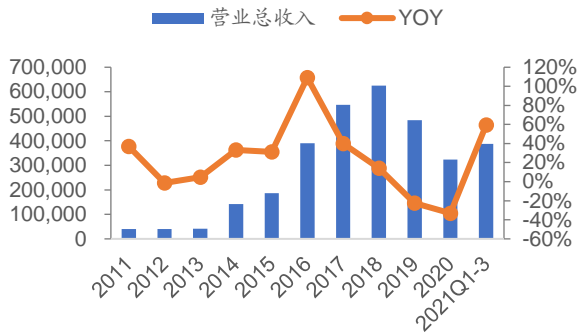
公司经营业绩受锂行业周期波动影响较大。2019~2020 年锂行业周期调整, 锂精矿与锂化合物价格下跌, 公司营业收入同比减少 22%、33%至 48.4、32.4 亿元, 毛利率由 2018 年的 68%降低至 2020 年 41%。2021 年锂精矿与锂盐价格回升, 带动公司营业收入与毛利回升, 2021 年前三季度营业总收入为 38.73 亿元, 同比增长 60%; 毛利率为 53%, 同比增长 29%。

受举债并购 SQM 股权影响, 公司 2019-2020 年业绩亏损。2019 年公司归母净利 5 年来首次转负, 同比下降 372%至 -59.83 亿元, 净利率降低至 -113%水平, 一是因为公司收购 SQM 股权形成 35 亿美元的并购贷款造成 16.5 亿元利息费用, 整体财务费用同比增加 3.3 倍至 20.28 亿元; 二是由于行业冷冬造成 SQM 锂产品价格同比下滑, 加之 SQM 于 2020 年 1 月公告称将推迟对 Mt Holland 项目投资决定、于 2020 年 3-4 月公开第一季度锂产品销量数据、下调市场需求预期以及缩减扩产计划等信息, 公司综合考虑对 SQM 长期股权投资计提减值准备 53.53 亿元。2020 年受高额债务费用与行业景气度继续下行影响, 公司归母净利依旧为负值。

2021 年公司债务危机解除叠加锂价上行, 归母净利转正, 各项财务指标好转。公司在部分债务即将到期压力下积极寻求战略投资以降低负债, 2020 年 Q4 以来, 随着银团并购贷款

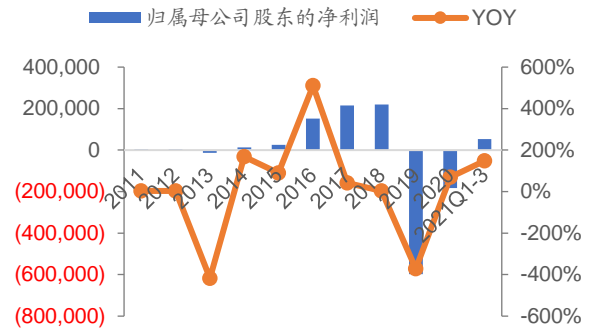
展期、境外全资子公司 TLEA 引入战略投资者 IGO 交易实施完成以及控股股东天齐集团向公司提供财务资助，公司债务危机解除。加之锂行业逐步复苏带来锂价上涨，公司营收与毛利同步增长，资产负债率降低至 61%，财务费用率降低至 39%，净利润与净利率回正，经营性现金流有所缓解。

图 4：天齐锂业营业收入及增速（万元）



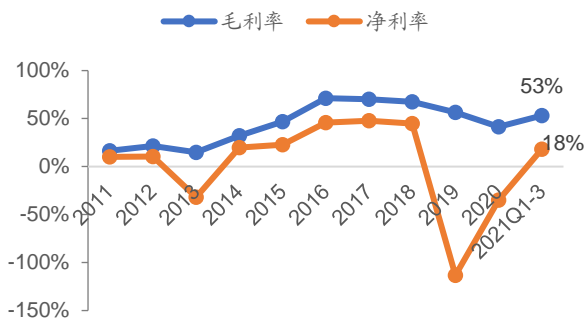
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：天齐锂业归母净利润及增速（万元）



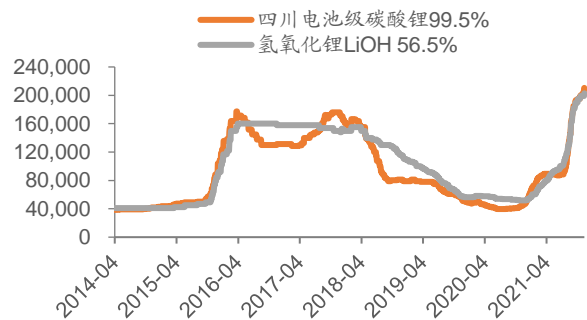
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：天齐锂业毛利率及净利率



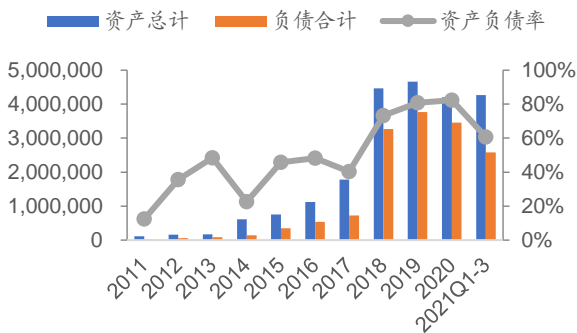
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：锂价周期（元/吨）



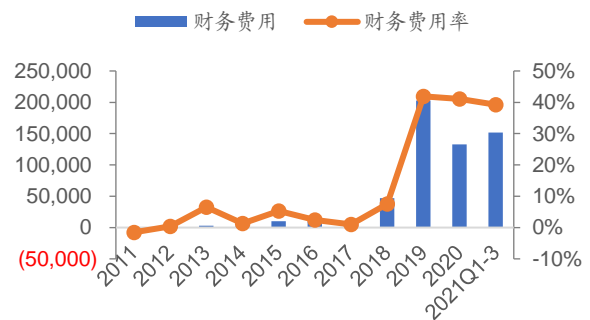
资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 8：天齐锂业资产负债率（万元）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：天齐锂业 2019 年财务费用高企（万元）



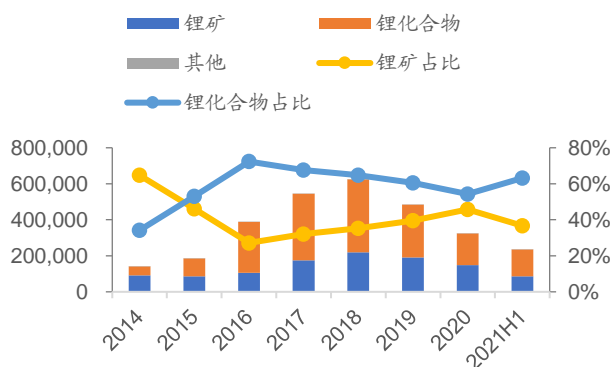
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要产品为锂精矿和锂化合物。随着公司锂盐产能的不断释放，锂化合物产品营收占比不断提升，但锂盐价格受周期波动影响，2020年锂化合物业务营收占比为54%，但毛利占比仅为31%。2021年锂盐价格回升，毛利占比提升至58%。

锂精矿的毛利率从2014年的42%逐年提升至2018年的72%，后趋于稳定，在行业景气度下行周期中，也保持了60%以上的毛利率。2021年上半年毛利率较低为59%，主要是长协订单的价格机制下，产品售价变动滞后于市场价格。百川锂精矿到岸价已经从2021年7月初的700美元/吨上涨至11月底的2245美元/吨，我们预计随着现货价格的上涨，公司锂精矿的订单价格上调空间较大，下半年锂精矿盈利有望明显提升。

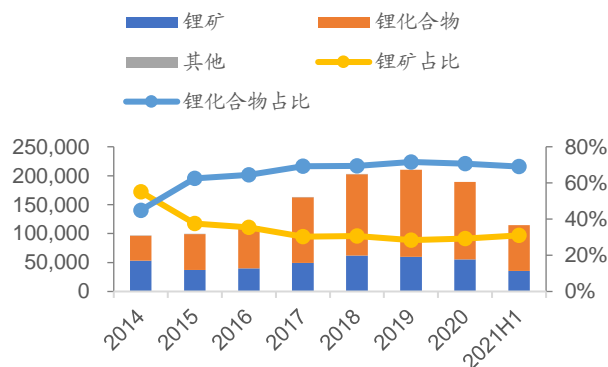
锂化合物的毛利率波动性较大，主要受锂行业周期变动影响。2016~2018年毛利率分别为73%、69%、65%，2019年后，随着锂盐价格下跌，公司锂化合物产品毛利降至24%的低点。2021年上半年锂化合物毛利回升至47%，据百川报价，2021年上半年电池级碳酸锂和氢氧化锂价格分别为8.18、7.47万元/吨，2021年下半年（截至12月7日）两者价格分别为14.77、15.05万元/吨，我们预计随着锂盐价格的不断上涨，公司锂化合物盈利有望继续提升。公司锂化合物成本刚性，业绩受价格上涨影响弹性非常大，2022年公司业绩有望大幅增长。

图 10: 天齐锂业营收结构 (万元)



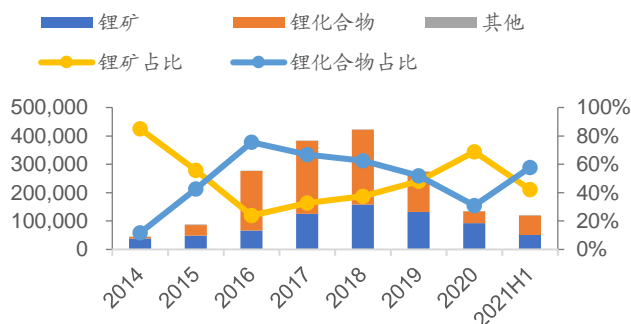
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 天齐锂业成本结构 (万元)



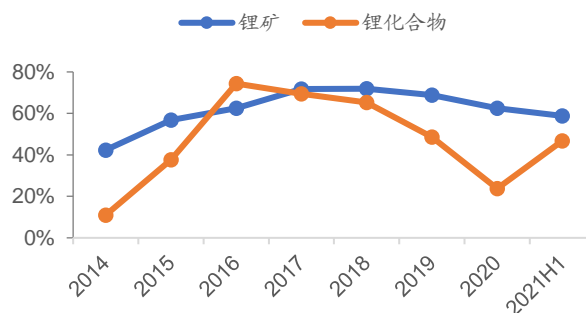
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 天齐锂业毛利结构 (万元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 天齐锂业产品毛利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 布局全球最优质锂辉石与盐湖资源

公司拥有全球最优质的盐湖与锂辉石资源，权益资源量达 **1496 万吨 LCE**。公司控股子公司泰利森拥有格林布什锂辉石矿、全资子公司盛合锂业拥有四川雅江县措拉锂辉石矿采矿权，同时，公司通过参股扎布耶锂业 20% 的股权和参股 SQM 23.75% 的股权，实现对 Atacama 盐湖和扎布耶盐湖的布局。

表 1: 公司拥有两个锂辉石资源、两个盐湖资源 (万吨)

公司名称	矿山/盐湖名称	天齐持股比例	资源量	资源量品位	资源量折 LCE
泰利森	Greenbush	26%	19680	2.10%	936
盛合锂业	雅江措拉锂辉石矿	100%	1971	1.30%	63
SQM	Atacama 盐湖	23.75%			4855
西藏扎布耶	日喀则扎布耶盐湖	20%			183

资料来源: 公司公告, 西藏矿业公告, 信达证券研发中心

### 泰利森: 控制全球品位最高的格林布什锂辉石矿

格林布什锂辉石矿是全球探明储量最大、品位最高的锂辉石矿山。矿山位于澳大利亚西澳珀斯市以南约 250km, 总资源量为 17850 万吨, 折合碳酸锂当量 878 万吨; 锂矿储量 13310 万吨, 氧化锂平均品位 2.10%, 折合碳酸锂当量 690 万吨。另外格林布什锂矿区一号尾矿堆场资源量为 58 万吨 LCE, 储量为 36 万吨 LCE。

按照资源量、储量信息及泰利森现有产能及未来规划测算, 假设综合矿石回收率为 65-75%、剥采比为 3.7, 格林布什锂辉石矿预计剩余开采寿命约 20 年。

表 2: 格林布什矿山资源概况

JORC 类别	资源量 (百万吨)	氧化锂含量	LCE 当量 (百万吨)
测定资源	0.2	3.0%	0.01
指示资源	169.4	2.0%	8.46
推断资源	8.9	1.3%	0.29
<b>合计</b>	<b>178.5</b>	<b>2.0%</b>	<b>8.78</b>
JORC 类别	储量 (百万吨)	氧化锂含量	LCE 当量 (百万吨)
探明储量	0.2	3.0%	0.01
可能的储量	133	2.1%	6.9
<b>合计</b>	<b>133.1</b>	<b>2.1%</b>	<b>6.9</b>

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**表 3: 格林布什尾矿库资源概况**

JORC 类别	资源量 (百万吨)	氧化锂含量	LCE 当量 (百万吨)
富集区-指示	13.5	1.46%	0.49
贫化区-推断	4.9	0.78%	0.09
<b>合计</b>	<b>18.3</b>	<b>1.28%</b>	<b>0.58</b>

JORC 类别	储量 (百万吨)	氧化锂含量	LCE 当量 (百万吨)
可能的储量	10.13	1.42%	0.36
<b>合计</b>	<b>10.13</b>	<b>1.42%</b>	<b>0.36</b>

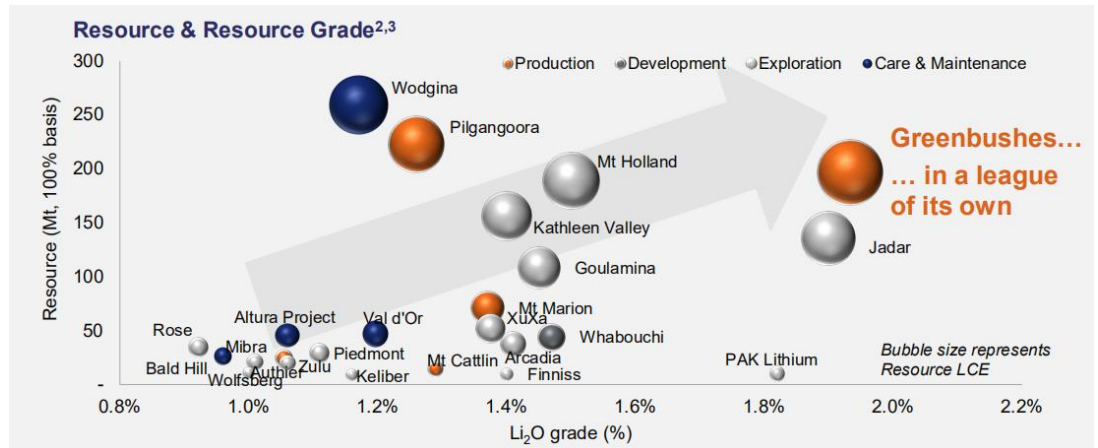
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

矿山主要产品为技术级锂精矿和化学级锂精矿。技术级锂精矿  $\text{Li}_2\text{O}$  含量为 5%~7.2%，主要作为添加剂销往玻璃和陶瓷生产商；化学级锂精矿  $\text{Li}_2\text{O}$  含量为 6%，除公司自用生产锂盐外，均销往雅宝。合并报表中的锂精矿销售收入不包含公司自用部分。

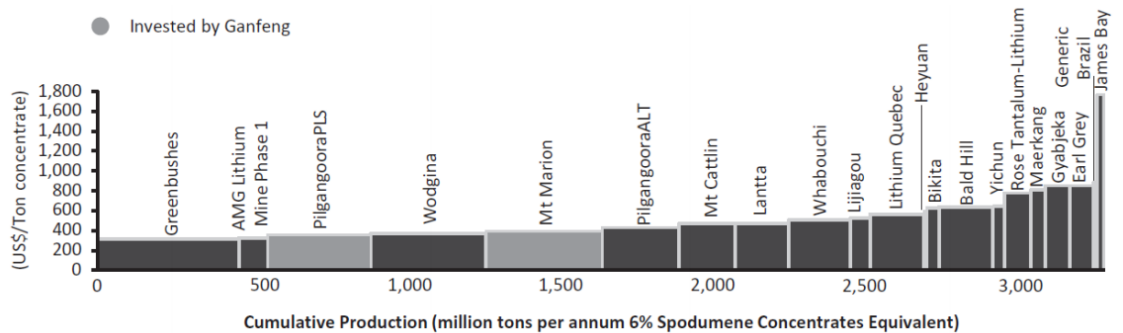
**图 14: 格林布什矿区布局**


资料来源: IGO, 信达证券研发中心

泰利森过去 20 年间稳续经营，开采条件成熟，矿山投入成本低。自 2018 年 3 月 31 日至 2020 年 6 月 30 日，泰利森已开采约 632 万吨品位为 2.62% 的矿石，已处理约 520 万吨品位为 2.71% 的矿石。矿山稳续经营，运营成本较低。同时格林布什矿山的品位高达 2.1%，是在产矿山中品位最高的，高品位使锂精矿的加工成本较低。

**图 15：格林布什矿山在产矿山中品位最高**


资料来源: IGO, 信达证券研发中心

**图 16：格林布什矿山成本优势明显**


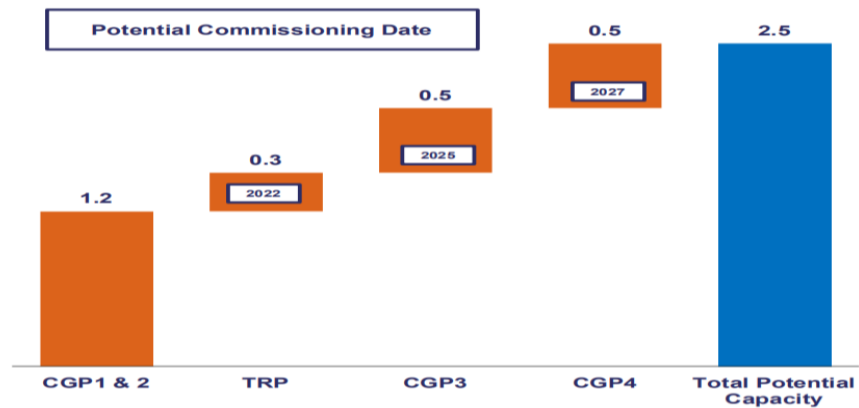
资料来源: CRU, 赣锋锂业招股书, 信达证券研发中心

格林布什目前锂精矿产能 134 万吨/年，折 LCE18 万吨/年。包括化学级锂精矿产能 120 万吨/年，技术级锂精矿产能 14 万吨/年。

格林布什一期化学级锂精矿 60 万吨/年，二期化学级锂精矿项目总投资 4.73 亿澳元新增 60 万吨/年的锂精矿产能，该项目 2017 年 3 月实施，2019 年 10 月正式运营。

第三期化学级锂精矿扩产项目于 2018 年 7 月计划实施，以自筹资金投资 5.16 亿澳元将化学级锂精矿产能增加至 180 万吨/年，2020 年 12 月 22 日文菲尔德董事会决定，泰利森第三期锂精矿扩产计划试运行时间推迟到 2025 年；2021 年 6 月文菲尔德董事会结合市场情况决定，泰利森第三期锂精矿扩产计划试运行时间提前至 2024 年完成。截至 2021 年中报，该项目进度为 21%。

据 IGO2021 年 3 季度报告显示，尾矿修复项目计划 2022 年三季度开始，届时化学级锂精矿新增产能 30 万吨，未来随着三期与四期锂精矿产能投产，化学级锂精矿产能将达到 250 万吨/年。

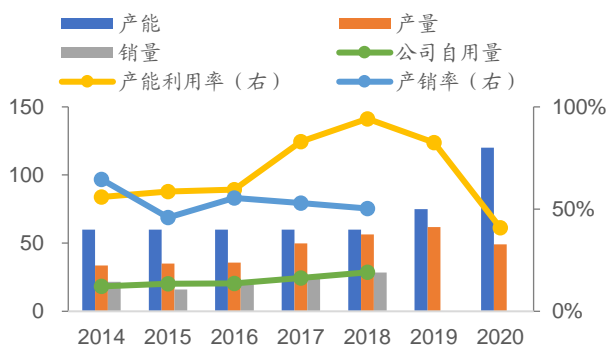
**图 17：格林布什化学级锂精矿产能规划（百万吨）**


资料来源: IGO, 信达证券研发中心

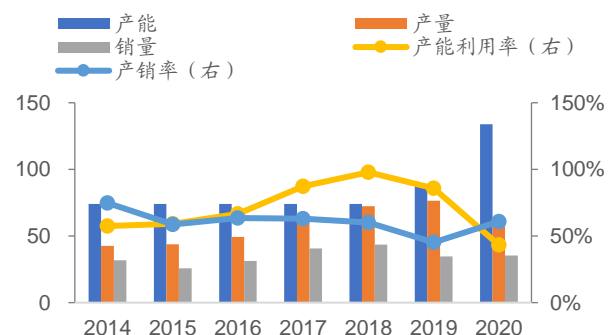
2014-2018 年，公司化学级锂精矿产能 60 万吨/年，技术级锂精矿产能 14 万吨/年。2019 年 10 月二期 60 万吨/年化学级锂精矿产能投产，该产能提升至 2020 年的 120 万吨/年。随着锂矿价格在 2016~2018 年的提升，格林布什锂辉石矿产能利用率同步提升，而奎纳纳氢氧化锂项目的延迟投产，使 2020 年公司新增二期产能未有效释放，产能利用率降低至 43%。

公司锂资源全部来自泰利森，据公司披露数据，2014~2018 每年约有 18.3~28.6 的锂精矿供给公司自用，剩余产量大部分销往 ALB。

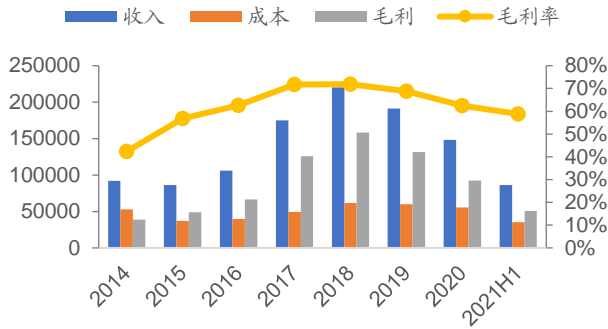
泰利森锂精矿定价每半年一次，定价参考锂产品市场波动，再给两位股东一定折扣，因此售价变动滞后于行业锂精矿现货价格变动。故而 2019 年公司平均售价同比上涨 9.34% 至 5541 元/吨，而据百川资讯 5% 锂精矿到岸数据，2018 年平均售价为 819 美元/吨，2019 年同比下跌 24.6% 至 617 美元/吨。同理，2021 年起，5% 锂精矿到岸价由 420 美元/吨上涨至 6 月末的 715 美元/吨，平均价格 551 美元/吨，高于 2020 年平均价格 430 美元/吨 28%，但公司 2021 年上半年的平均售价从 2020 年后继续下滑至 3313 元/吨。我们预计 201 年下半年公司锂精矿售价将会明显提升，全年毛利率高于 60%。

**图 18：格林布什化学级锂精矿产销情况（万吨）**


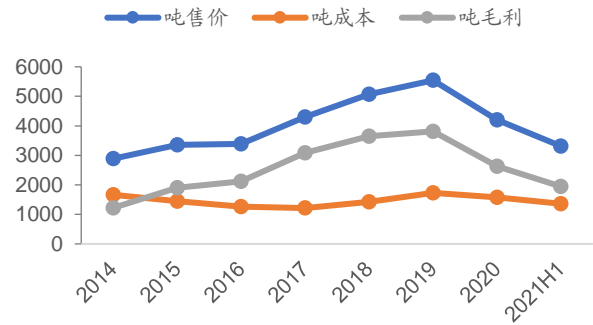
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 19：格林布什锂精矿产销情况（万吨）**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 20: 锂精矿营收情况 (万吨)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 21: 锂精矿单位售价与成本 (元/吨)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 盛合锂业: 控制四川雅江措拉锂辉石矿

措拉矿区位于四川省雅江县东北部的木绒乡, 属于甲基卡矿区西矿段。探矿面积 23.54 平方公里, 采矿面积 23.54 平方公里, 矿石区查明矿石量 1971 万吨, 氧化锂平均品位 1.3%, 折合氧化锂资源量 25.57 万吨, 约 63 万吨 LCE。

**表 4: 雅江措拉锂辉石矿资源概况 (吨)**

矿区	矿石资源量 (万吨)	品种	金属氧化物资源量	平均品位
雅江措拉锂辉石矿	1971.4	Li <sub>2</sub> O	255744	1.30%
		BeO	7925	0.04%
		Nb <sub>2</sub> O <sub>5</sub>	2261	0.01%
		Ta <sub>2</sub> O <sub>5</sub>	955	0.00%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2008 年 10 月, 公司通过全资子公司四川天齐盛合锂业有限公司成功竞得四川省雅江县措拉锂辉石矿的探矿权, 并于 2012 年转采。采矿权许可证有效期 20 年。

雅江措拉锂辉石矿主要作为储备资源。公司通过自筹资金进行了年采选矿石 60 万吨、总投资 3.99 亿元的锂辉石采选基建功能工作, 截至 2017 年 9 月底, 项目累计投资 1.74 亿元。由于该矿处于藏区, 涉及民族政策, 自 2013 年下半年以来, 该矿区建设工作全面转为缓建状态。



**图 22: 措拉锂辉石矿发展脉络**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## SQM: 控制全球最优质盐湖资源 Atacama 盐湖

SQM 主要从事特种植物肥料、钾肥、锂及其衍生物、碘及其衍生物和工业化学品的生产和销售，是全球最大的碘和硝酸钾生产企业和领先的碳酸锂和氢氧化锂生产商。SQM 拥有智利的 Atacama 盐湖，采矿许可证 220 万吨/年。

公司目前持有 **SQM 23.75% 股权**。2018 年 5 月，公司收购 SQM 23.77% 股权，总持股比例达 25.86%。2020 年末，SQM 发布增资计划为 2021-2024 年开展的扩大锂、碘、及硝酸盐等业务的计划提供部分资金，公司考虑到财务状况和资金压力，同意放弃享有的 B 类股同比例优先认购权，持股比例被动稀释至 23.75%。

Atacama 盐湖是全球范围内含锂浓度最大，储量最大、开采条件最成熟的盐湖。储量折 LCE 为 4855 万吨，平均盐湖浓度为 1600-1850Mg/L，镁锂比为 6.4。公司对 SQM 股权的收购，有助于巩固公司的行业地位，提升公司综合竞争力，符合公司的长远发展需要。

**表 5: 全球部分盐湖资源量与镁锂比概况**

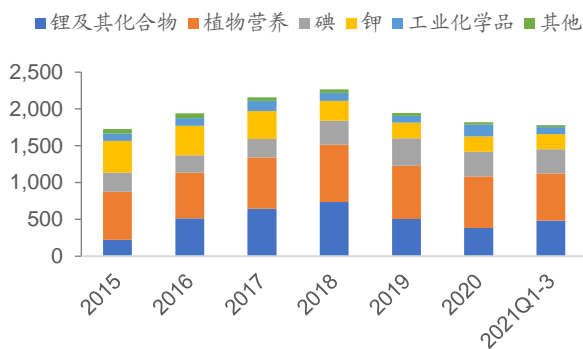
公司	盐湖	LCE 资源量 (万吨)	镁锂比
SQM	Atacama	4855 (储量)	6.4
ALB			
Livent (FMC)	Hombre Muerto	400	1.4
Minera Exar	Cauchari-Olaroz	1798	2.37
盐湖股份、藏格控股	察尔汗盐湖	718	1800
锂资源公司	东台吉乃尔盐湖	248	37
中信国安	西台吉乃尔盐湖	268	61

资料来源: 赣锋债券募集说明书, USGS, 信达证券研发中心

SQM 的主要营收贡献业务是锂及衍生品业务和植物特种营养业务。2021 年前 3 季度，植物营养业务营收占比达 36%，锂及其化合物业务营收占比达 27%。锂业务受累于行业周期下行、价格下降，2018-2020 年营业收入逐年下降，拖累 SQM 整体业绩。随着 2020 年底锂价回升，SQM 营业收入与归母净利反弹，2021 年前三季度营业收入 17.78 亿美元、归母净利 2.64 亿美元。

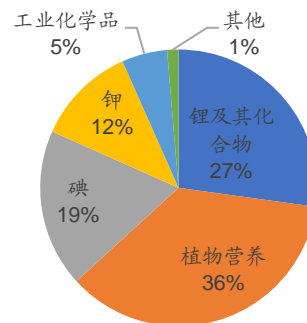
SQM 为公司贡献非常大的投资收益。2018 年公司参股 SQM 后，投资净收益呈倍数增长至 5.39 亿元，2019 和 2020 年，受累于锂行业周期下行，投资净收益下滑至 1.48 亿元，2021 年，锂价不断攀升，公司投资净收益前三季度共计 10.13 亿元。

图 23: SQM 营收结构 (百万美元)



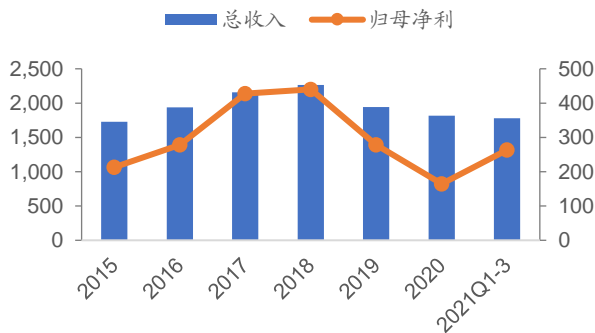
资料来源: SQM 年报, 信达证券研发中心

图 24: SQM 2021 Q1-Q3 营收结构



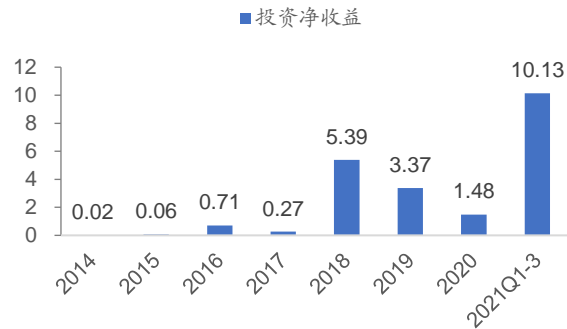
资料来源: SQM 年报, 信达证券研发中心

图 25: SQM 经营业绩 (百万美元)



资料来源: SQM 年报, 信达证券研发中心

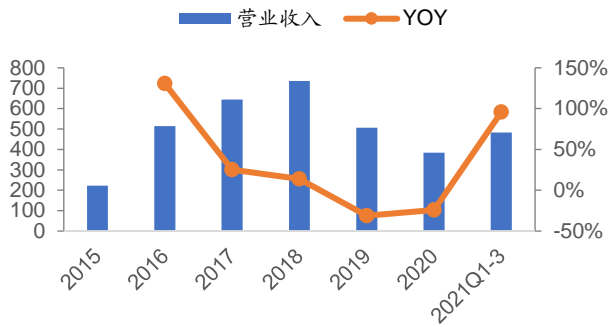
图 26: 天齐锂业投资净收益 (亿元)



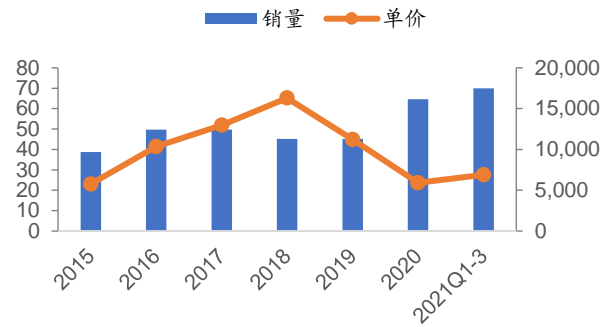
资料来源: wind, 信达证券研发中心

SQM 锂及锂化合物产品营业收入随锂行业周期波动。2015-2019 年，SQM 销量较为稳定，营业收入主要受价格涨跌影响；2020 年公司逐季提高销量至 6.46 万吨对冲价格下跌对 SQM 的营收影响。

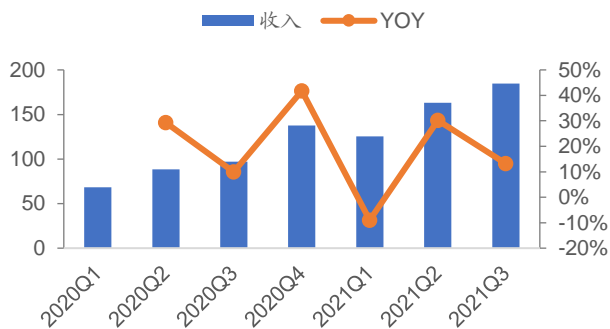
从季度数据来看，2020 年 4 季度 SQM 锂产品销售价格回升，同时下游需求带动销量维持高位，SQM 预计 2021 全年销量将达到 10 万吨，四季度销量为 3 万吨；SQM 预计四季度销售价格高于三季度 50%，即 12600 美元/吨。

**图 27: SQM 锂及其化合物营业收入 (百万美元)**


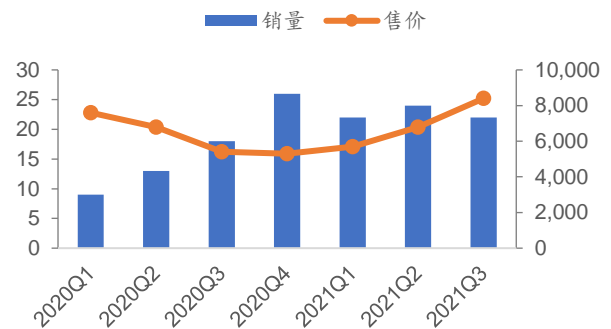
资料来源: SQM 年报, 信达证券研发中心

**图 28: SQM 锂及其化合物销量与售价 (千吨、美元/吨)**


资料来源: SQM 年报, 信达证券研发中心

**图 29: SQM 锂及其化合物季度营收 (百万美元)**


资料来源: SQM 季报, 信达证券研发中心

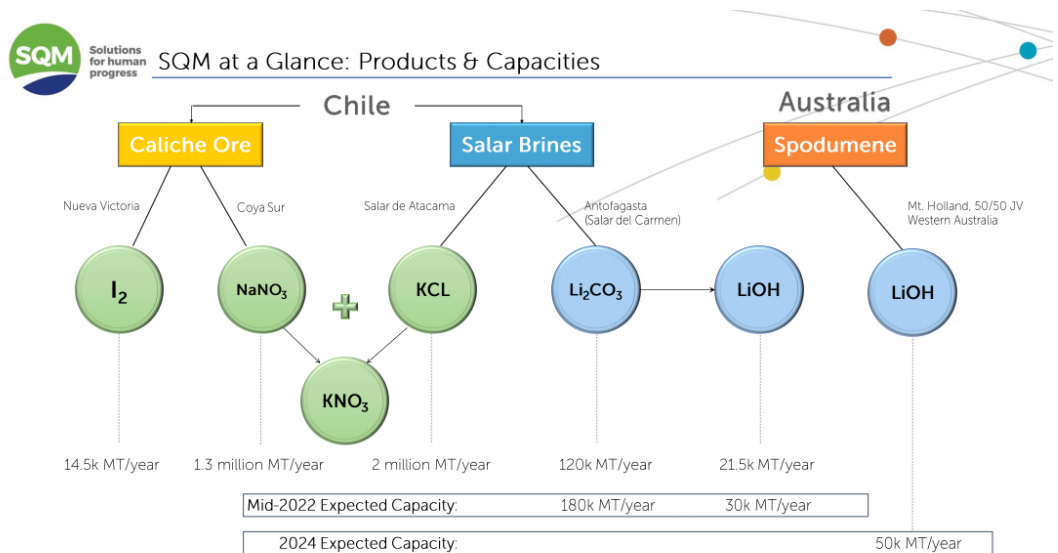
**图 30: SQM 锂化合物季度销量与售价 (千吨、美元/吨)**


资料来源: SQM 季报, 信达证券研发中心

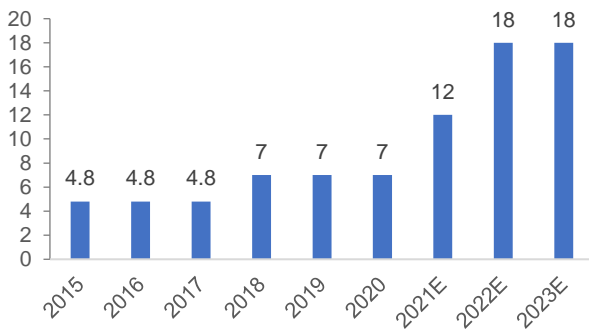
**SQM 未来产能扩张主要来自锂业务和碘业务。** SQM 2021 年资本开支为 5 亿美元, 计划 2021~2024 年总资本开支达 20 亿美元, 其中 11 亿美元用于锂及锂衍生品业务, 扩张碳酸锂与氢氧化锂产能; 4.4 亿美元用于碘业务, 计划 2023 年新增 1000 吨产能, 2024 年新增 2500 吨产能。

SQM 目前拥有碳酸锂产能 12 万吨/年, 氢氧化锂产能 2.15 万吨/年, 计划 2022 年年中碳酸锂产能扩建至 18 万吨/年, 氢氧化锂产能扩建至 3 万吨/年。

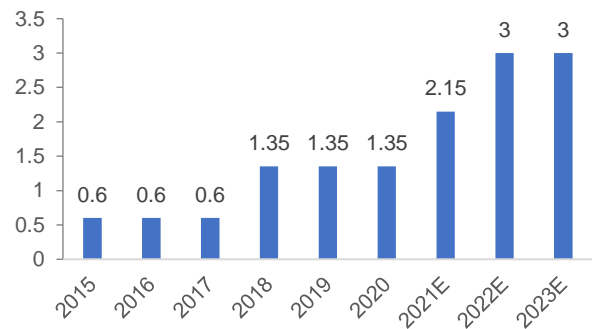
另外 SQM 拥有 Mt Holland 50% 的权益, 2021 年 2 月, 公司董事会通过了 Mt Holland 的投资计划, 拟投建 5 万吨氢氧化锂产能项目, 预计 2024 年投产。

**图 31: SQM 产能规划**


资料来源: SQM 季报, 信达证券研发中心

**图 32: SQM 碳酸锂产能 (万吨/年)**


资料来源: SQM 年报, 信达证券研发中心

**图 33: SQM 氢氧化锂产能 (万吨/年)**


资料来源: SQM 年报, 信达证券研发中心

## 扎布耶锂业：控制西藏扎布耶盐湖

公司拥有扎布耶锂业 20% 股权。西藏矿业为扎布耶锂业控股股东，持股 50.72%。公司于 2014 年 8 月以网络竞价形式，按 3.11 亿元的对价获得日喀则扎布耶 20% 股权。

参股扎布耶锂业获得储备资源扎布耶盐湖。扎布耶盐湖位于仲巴县境内，总面积 242 平方公里，湖面海拔 4400 米，产能规模 11.7 万吨/年，属富锂碳酸型盐湖。扎布耶盐湖探明储量 184 万吨 LCE、锂含量浓度 1.01g/L、镁锂比为 0.02，是世界第三大、亚洲第一大锂矿盐湖，含锂量仅次于 Acatama 和 Uyuni，卤水已接近或达到碳酸锂的饱和点，易于形成不同形式的天然碳酸锂的沉积，因而成本比国内其他盐湖成本低 20%，比锂矿提取成本低 50%-70% 左右。

扎布耶锂业采用“太阳池结晶法”，锂精矿年产能约 5000 吨（品位 50%-70%），计划扩产

**至 1 万吨设计产能。**扎布耶锂精矿下游客户主要为雅化集团、南氏锂电、国轩高科，其中雅化集团份额接近 50%。

锂盐方面，2021 年 8 月，西藏矿业计划建设“西藏扎布耶盐湖绿色综合利用万吨电池级碳酸锂项目”，年产电池级碳酸锂 9600 吨/年、工业级碳酸锂 2400 吨/年、氯化钾 15.6 万吨/年、铷铯混盐 200 吨/年，现已进入前期准备工作，力争 2023 年 7 月 30 日建成，2023 年 9 月 30 日运行投产。扎布耶二期项目将为西藏的盐湖开发资源提供样板和模版，并以西藏矿业为平台，整合西藏地区的盐湖资源，十四五规划形成 5 万吨锂盐产能。

另外，西藏矿业与久吾高科签订了 100 吨氢氧化锂中试合同，2022 年开始建设，2023 年上半年完成，待中试成功后，后续考虑氢氧化锂建设产能规模 1 万吨以上，此项目大概率以扎布耶锂业作为平台进行投资。

## 锂盐产能扩张有望提速

### 公司 3 大生产基地锂盐产能共计 4.48 万吨

公司拥有锂盐产能 4.48 万吨，其中碳酸锂产能 3.45 万吨、氢氧化锂产能 0.5 万吨、氯化锂产能 0.45 万吨、金属锂产能 0.08 万吨，公司预计需要化学级锂精矿 35 万吨。在建产能包含澳洲奎纳纳 4.8 万吨氢氧化锂项目（一期 2 万吨预计 2022 年 3 月份投产；二期目前处于缓建状态）和四川遂宁安居的 2 万吨电池级碳酸锂项目（目前已完成可行性研究，暂未重启建设）。中期锂化工产能将达到 11 万吨/年。

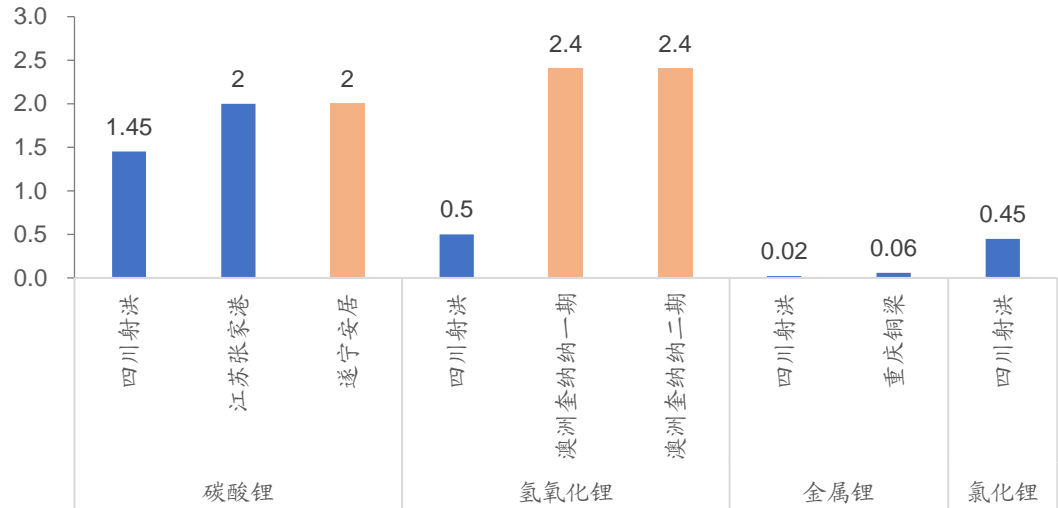
公司的锂产品加工业务主要依托四川射洪、江苏张家港和重庆铜梁生产基地，生产碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂以及金属锂产品。

**四川射洪基地：**始建于 1995 年，是天齐锂业主要生产基地之一，目前拥有 1.45 万吨/年的碳酸锂产能、0.5 万吨/年的氢氧化锂产能、0.02 万吨/年的金属锂产能与 0.45 万吨/年的氯化锂产能。

**江苏张家港基地：**始建于 2012 年 3 月，原为银河锂业国际之全资子公司银河锂业（江苏），公司 2015 年完成了对该基地的收购。该基地位于江苏省张家港保税区，基地毗邻海运码头，主要化工原材料均能实现就近供应，拥有全球目前唯一在运营的全自动化电池级碳酸锂生产线，产能 2 万吨/年。

**重庆铜梁基地：**2017 年 2 月由成都天齐和重庆昆瑜共同出资设立，成都天齐持股 86.38%。主营金属锂及锂系合金新材料的研发、生产与销售，原料为射洪天齐的氯化锂。2019 年实施自动化升级改造项目，现有实际金属锂年产能 0.06 万吨/年。

**遂宁安居 2 万吨/年碳酸锂缓建项目有望加速。**2018 年 9 月，公司拟投资 14.31 亿元在四川省遂宁市安居区建设年产 2 万吨碳酸锂项目，主要设备是转型焙烧、酸化焙烧。截至 2021 年 3 季度累计已投入金额为 9161 万元人民币。目前该项目受公司债务拖累，投资进度放缓，2022 年随着公司负债降低、盈利好转，有望加快投资和建设进度。

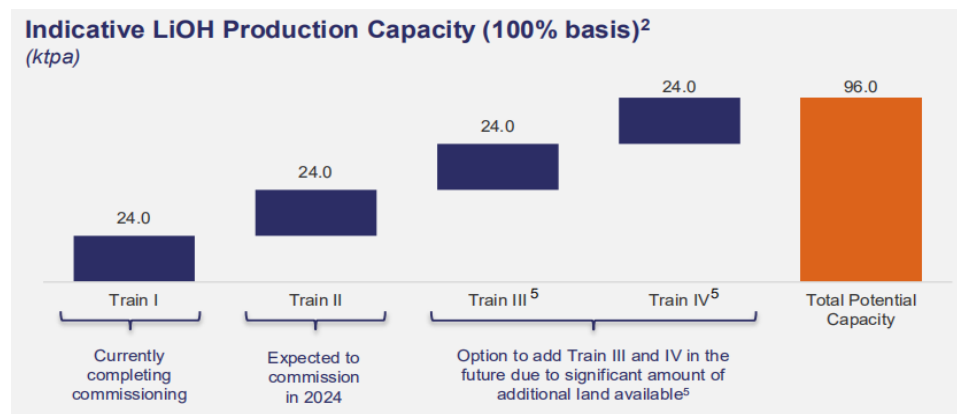
**图 34：公司锂化工产品产能规划（万吨/年）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 奎纳纳投产在即，将贡献产能增量

**澳洲奎纳纳一期 2.4 万吨氢氧化锂预计 2022 年 3 月份投产。**2016 年 10 月，公司投资 7.7 澳元启动澳洲奎纳纳一期 2.4 万吨的单水氢氧化锂项目建设，2018 年底进行了阶段性调试，但由于公司严重缺乏海外工程建设管理经验和专业人才团队，项目调试方案论证不充分以及新设备、新工艺技术需不断优化调整等多重因素，该项目历经一年的调试周期，仍没有达到全线规模化生产状态，于 2020 年初放缓项目节奏。随着 2020 年 4 季度锂行业景气度回升以及 IGO 资金补充，该项目于 2021 年 8 月产出第一吨氢氧化锂产品，公司预计 2022 年 3 月份产出电池级氢氧化锂。

**奎纳纳二期 2.4 万吨氢氧化锂产能目前已经完成 20%-30% 的进度，公司预计 2022Q2 进行工程设计，2022 年建设，2024 年底投产。**公司预计远期将启动奎纳纳三期和四期的产能建设，每期新增产能 2.4 万吨/年，远期规划为 **9.6 万吨/年的氢氧化锂产能**。

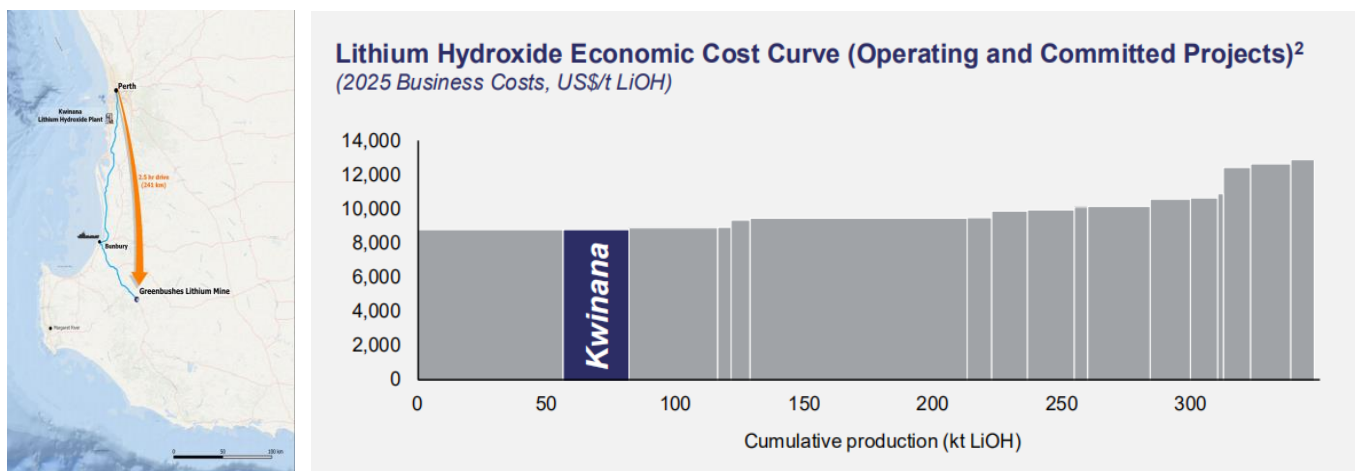
**图 35：奎纳纳未来产能指引**


资料来源：IGO，信达证券研发中心

**奎纳纳项目地理位置优越，紧邻原材料产地与港口。**奎纳纳项目的原料全部自泰利森的格林布什矿山，该项目所在地为奎纳纳市专业工业园区，距离泰利森格林布什矿山 250 km，距离西澳大利亚州首府珀斯以南 40 km，西接散装货出口港，以北 15 km 处为国际集装箱出口码头弗里曼特尔港，有利于产品快速进入国际市场，加快物流速度，提升售后服务，节约销售成本。

**奎纳纳项目供应链优势明显，降低运营费用。**奎纳纳专业园区基础设施完备，废水集中处理系统健全，环境容量富余；有大量成熟的专业技术工人和检修外包专业服务机构，将有效增强公司生产运营能力，降低运营费用。电力、天然气供应渠道多元，供应充足，价格具备竞争力；且园区内已有大量从事化工与重工业的工厂，硫酸、氢氧化钠、超洁净循环水等辅料供应充足，既为该项目提供了稳定、可靠、丰富的生产要素，又节约了一定物流和制造费用。

图 36: 奎纳纳运营成本低于业内平均水平



资料来源: IGO, 信达证券研发中心

**奎纳纳项目投产放缓并未损失重大客户。**公司全资子公司 TKL 就一期奎纳纳氢氧化锂项目已于 2019 年与 SKI、Ecopro、LG 化学、Northvolt 四家公司签订了长期供货协议，约定销售价格由双方协商确定，销售数量包括基础数量和额外数量，额外数量将由买方根据自身需求发出通知后与卖方协商确定。奎纳纳一期项目调试进度放缓导致合约未及时履行，公司正在与上述客户进行友好讨论，以商定新的交货时间表，调整产品供货进度。鉴于客户仍然希望从公司获取氢氧化锂产品供应，公司与客户保持紧密沟通，以使其了解 TLK 一期氢氧化锂项目进展情况，同时利用射洪工厂的 5000 吨氢氧化锂作为替代出售。目前只有与 SKI 的协议处于履行状态，其余三个合同尚未开始履行。

表 6: 公司氢氧化锂客户长协

客户	供货协议内容
SKI (韩国)	2019.07.01-2024.12.31 期间，公司全资子公司 TLK 每年向 SKI 供应氢氧化锂，对 SKI 和 Ecopro 的基础销售数量合计约奎纳纳项目达产后产能的 20%-25%。另外双方打算就共同探索全球电动汽车和电池供应链的合作机会推动安排讨论。
Ecopro (韩国)	2019.07.01-2023.12.31 期间，TLK 每年向 Ecopro 供应氢氧化锂，对 SKI 和 Ecopro 的基础销售数量合计约奎纳纳项目达产后产能的 20%-25%。

<b>LG 化学(韩国)</b>	2020-2022 年期间, TLK 每年向 LG 供应氢氧化锂, 基础销售数量不低于奎纳纳项目达产后年产能的 15%。
<b>Northvolt(瑞典)</b>	2020-2025 年期间, TLK 每年向 Northvolt 供应氢氧化锂, 基础销售数量为奎纳纳氢氧化锂项目达产后产能的 6%-10%。

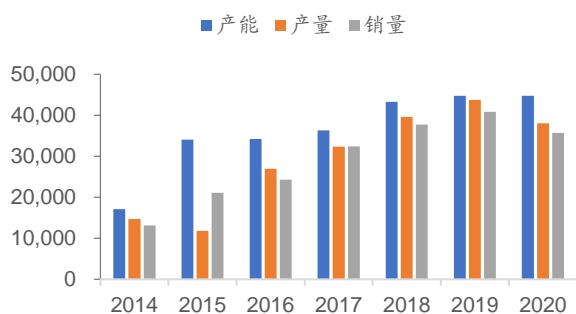
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 锂化合物业绩受益锂价上涨

2014-2018 年, 公司锂化合物产量持续增长, 叠加锂盐价格高位, 公司营业收入连年增长。2019~2020 年, 虽然公司产销量依旧维持增长态势, 但销售价格的大幅下滑使公司营业收入由 2018 年的 40.4 亿降低至 2020 年 17.6 亿元。

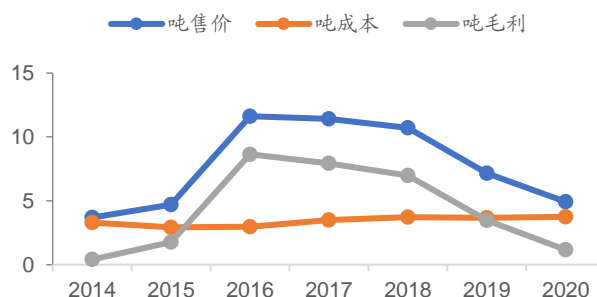
公司锂化合物成本稳定, 毛利率主要受价格影响。随着锂盐价格的回升, 锂化合物毛利率由 2020 年的 24% 提升至 2021 上半年的 47%。据百川报价, 2021 年上半年电池级碳酸锂和氢氧化锂价格分别为 8.18、7.47 万元/吨, 2021 下半年(截至 12 月 7 日)两者价格分别为 14.77、15.05 万元/吨, 我们预计随着锂盐价格的不断上涨, 公司锂化合物毛利率有望继续提升。

图 37: 公司锂化合物产销情况(吨)



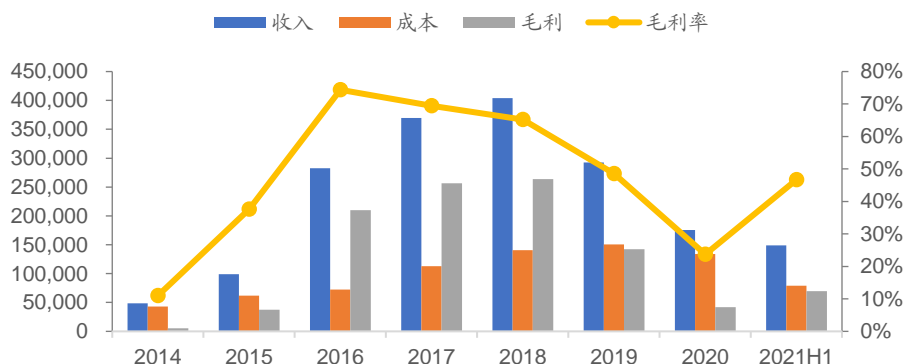
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 38: 公司锂化合物单位价格与成本(万元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 39: 公司锂化合物盈利情况(万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



## 债务危机解除，龙头王者回归

### 周期高点举债收购 SQM 股权埋下债务危机

公司 40.66 亿美元收购 SQM 23.77% 股权，债务危机开端。2018 年 5 月 17 日，天齐锂业审议通过了《关于签署购买 SQM 公司 23.77% 股权的协议的议案》，同意公司及公司控制的智利全资子公司 Inversiones TLC SpA 与交易对方 Nutrien Ltd.，及其 3 个全资子公司 Inversiones RAC Chile S.A., Inversiones El Bordo Limitada 和 Inversiones PCS Chile Limitada 签署关于拟以自筹资金约 40.66 亿美元（按照 2018 年 5 月 17 日中国外汇交易中心受权公布的人民币汇率中间价折合人民币约 258.93 亿元）受让 Nutrien 集团合计持有的 SQM 的 23.77% 股权的协议。

公司向跨境并购银团贷款 25 亿美元境内银团贷款。2018 年 10 月 26 日，天齐锂业及全资子公司 Tianqi Lithium Australia Investments 1 Pty Ltd. (“TLAI 1”)、Inversiones TLC SpA（简称“ITS”）与中信银行牵头的跨境并购银团签署了《境内银团贷款协议》等文件，由 TLAI 1 向银团借入贷款 25 亿美元。其中：A 类贷款 13 亿美元，贷款期限 1 年，到期后可展期年，自正式放款的当日 2018 年 11 月 29 日起算；B 类贷款 12 亿美元，贷款期限 3 年，到期后可展期 1 年，展期期限到期后，可再次展期 1 年，自正式放款的当日 2018 年 11 月 29 日起算。

为担保该境内银团贷款，ITS 通过购买 SQM 23.77% 股权交易取得的 SQM 公司的全部 A 类股中的 71.43% 提供股份质押；天齐锂业提供连带责任保证；天齐锂业将所持有射洪天齐 100% 股权作为质押担保并完成了质押登记手续；成都天齐将所持有江苏天齐 100% 股权作为质押担保并完成了质押登记手续；TLAI2 将所持 TLAI1 的 100% 股权作为质押担保；TLAI1 将所持现有或将来的全部资产或权益作为担保。

公司向跨境并购银团贷款 10 亿美元境外银团贷款。TLAI2、ITS 与跨境并购银团签署了《外银团贷款协议》等文件，由 TLAI 2 向银团借入贷款 10 亿美元，贷款期限 1 年，到期后可展期 1 年，自正式放款的当日 2018 年 11 月 29 日起算。

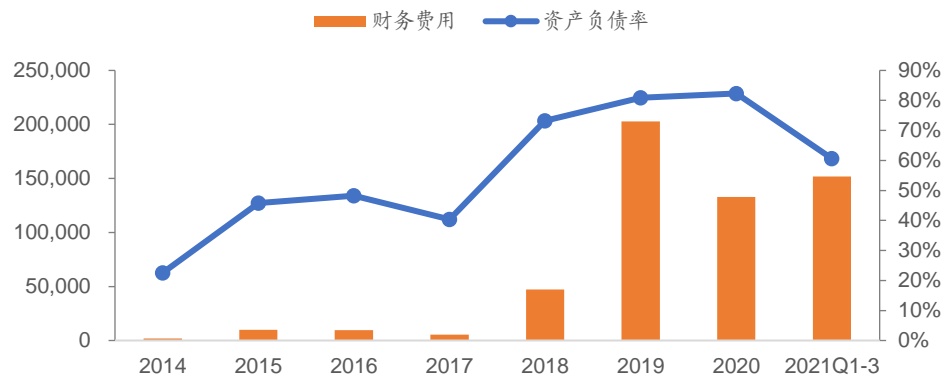
为担保该境外银团贷款，ITS 通过购买 SQM 23.77% 股权交易取得的 SQM 公司的全部 A 类股中的 28.57% 提供股份质押；天齐锂业提供连带责任保证；天齐鑫隆提供连带责任保证；天齐锂业将所持有天齐鑫隆 100% 股权作为质押担保并完成了质押登记手续；天齐鑫隆将所持 TLAI2 的 100% 股权作为质押担保；TLAI2 将所持现有或将来的全部资产或权益作为担保。

表 7：公司最初贷款情况

贷款起始日	放贷银团	贷款类型	贷款金额（亿美元）	还款日期	展期后还款日期
2018.11.29	境内	A 类	13	2019.11.29	2020.11.29
2018.11.29	境内	B 类	12	2021.11.29	2022.11.29
2018.11.29	境外	C 类	10	2019.11.29	2020.11.19

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2018 年 5 月起，锂行业进入下行周期，锂精矿与锂盐的价格在行业产能扩张的影响下显著下滑，SQM 业绩受累。2019 年公司财务费用 20.28 亿元，同比增长 331%，拖累公司业绩。

**图 40：公司财务费用与资产负债率（万元）**


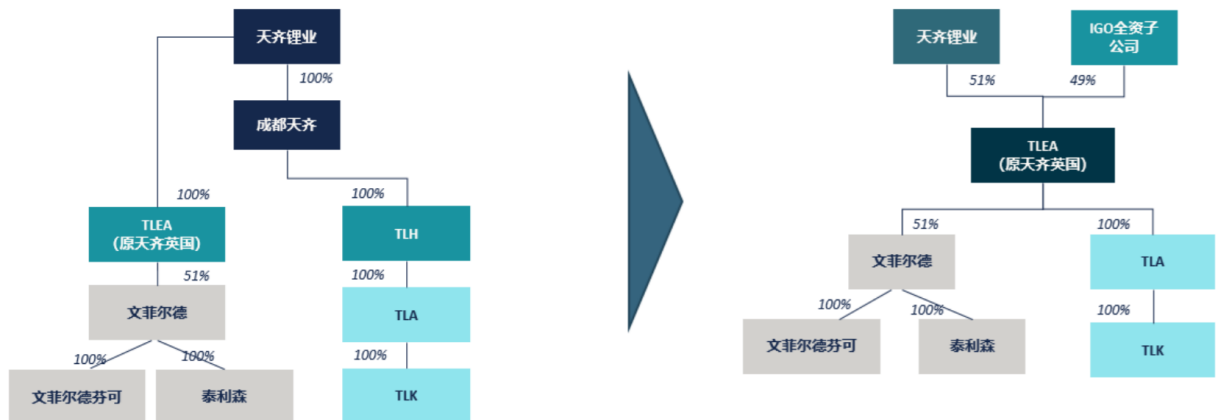
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 引入 IGO，债务危机解除

**2019 年底和 2020 年底，公司进行两次展期。**2019 年 12 月 3 日，本公司及其子公司等相关方与贷款银团各方就并购贷款涉及的担保安排、财务约束等条款签署了相应修订文件。公司为并购贷款增加了相应担保，其将所持有的天齐英国 100% 的股权和资产、TLK100% 的股权和资产、重庆天齐 86.38% 的股权、日喀则扎布耶 20% 的股权及文菲尔德 51% 股权作抵质押，天齐英国作出连带责任保证担保。**2020 年底，公司仍无力偿还 A+C 类贷款，签署《展期函》。**2020 年 11 月 30 日，公司及公司相关子公司与银团签署《展期函》，银团同意将境内银团贷款项下的 A 类贷款 13 亿美元和境外银团贷款余额 5.84 亿美元合计 18.84 亿美元自到期日起展期至以下日期之中的较早者：（1）2020 年 12 月 28 日；（2）银团代理行确认签署的《修改及重述的贷款协议》生效之日。

**公司积极解决债务问题。**2020 年 1 月 8 日，公司向全体股东配股公开发行证券，并将募集到的资金 29.32 亿元扣除发行费用后的净额（约为 4.16 亿美元）用于提前偿还 C 类贷款本金约 4.16 亿美元，剩余 C 类贷款本金为 5.84 亿美元。

**引入战略投资者 IGO，公司债务危机缓解。**2020 年 12 月 8 日，天齐通过了《关于公司全资子公司增资扩股暨引入战略投资者的议案》，根据拟签署的《投资协议》，公司全资子公司 TLEA（原天齐英国，Tianqi UK Limited）增资扩股的方式引入战略投资者 IGO。增资完成后，公司持有 TLEA 51% 的股份，IGO 持有 TLEA 49% 股份，且先决条件为全资子公司成都天齐的全资子公司 TLH 将其持有的 TLA 100% 股权转让至 TLEA。

**图 41：引入 IGO 后的股权变化**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

IGO 是一家在澳大利亚证券交易所上市的采矿和勘探公司，以开发镍、铜、钴等清洁能源金属为基础，深度参与电池产业链的发展，致力于积极推进绿色可再生能源、储能和电动汽车的发展。

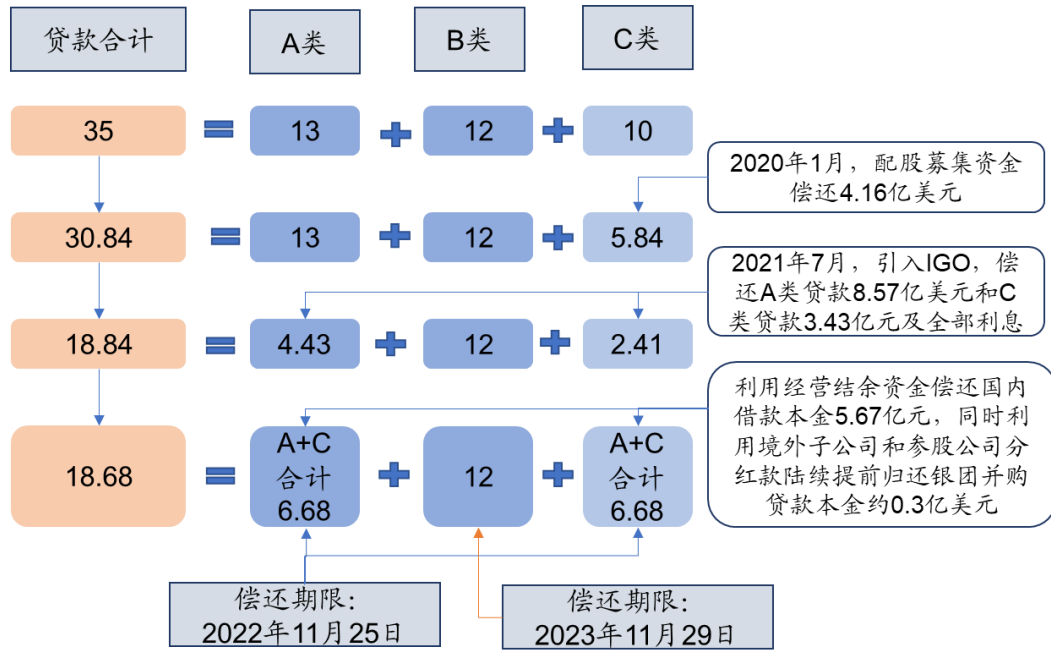
IGO 的偿债能力和盈利能力良好，交易款项主要来自于：①股权融资，IGO 拟在澳洲证券交易所通过定增或配股等方式融资；②债务融资，IGO 已经就交易取得澳洲主要银行的交易支持信；③自有现金约 1 亿美元。

根据《投资协议》的约定，交割日经调整的最终交易价格为 **13.95 亿美元**。截至 2021 年 7 月 2 日，TLEA 及公司海外子公司等相关银行账户已收到 IGO 支付的本次增资 TLEA 的全部资金合计 13.95 亿美元（含此前支付的 7000 万美元交易保证金）。

IGO 交割完成后，公司贷款本金余额降低为 **18.84 亿元**。按照公司资金划转安排，银团并购贷款主体公司 TLAI1 和 TLAI2 于 2021 年 7 月 2 日偿还并购贷款本金 12 亿美元（包含 A 类贷款 8.57 亿元和 C 类贷款 3.43 亿元）及对应的全部利息。交易后并购贷款本金剩余 18.84 亿美元，其中：A 类贷款 4.43 亿美元、B 类贷款 12 亿美元、C 类贷款 2.41 亿美元。偿付欠款后的剩余资金，将作为其子公司 TLK 所属澳洲奎纳纳氢氧化锂工厂的运营和调试补充资金。

公司现存 **A+C 类贷款 6.68 亿美元，B 类贷款 12 亿美元**。2021 年以来，公司通过子公司引入战略投资者 IGO 的交易偿还银团并购贷款本金 12 亿美元及对应利息，利用经营结余资金偿还国内借款本金 5.67 亿元，同时利用境外子公司和参股公司分红款陆续提前归还银团并购贷款本金约 0.3 亿美元。2021 年初至今，公司合计偿还借款本金约 85.62 亿元人民币；

**6.68 亿贷款目前已展期至 2022 年 11 月 25 日，12 亿贷款还款日为 2023 年 11 月 29 日，在银团一致统一的情况下，可展期至 2024 年 11 月 29 日**。同时，A+C 类贷款付息周期由 3 个月调整为 6 个月；每个付息期公司按 6 个月 Libor+200BP 支付利息，差额利息连同按实际到期利率与 6 个月 Libor+200BP 之间的差额利率计算复利，于对应本金到期日支付，积极缓解公司资产负债表日后近 12 个月的现金压力。

**图 42：公司并购贷款本金余额变化（亿美元）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 有舍有得，公司恢复成长性

引入澳大利亚本地的矿业上市公司 IGO 作为战略投资者，虽然公司损失了近一半泰利森股权，但有利于改善公司的资产结构，而且有利于完善海外公司的治理结构，提升公司对海外资产的管控能力，降低海外项目的运营风险，助力海外业务发展壮大。

公司依旧保留对核心资产的控制权。公司对 TLEA 的持股比例下降为 51%，但 TLEA 仍为公司的控股子公司，公司通过 TLEA 继续持有文菲尔德 51%的股权，文菲尔德仍为公司控制子公司，本次交易后不会导致公司合并报表范围发生变化。本次增资扩股完成后，在锂精矿采购方面，TLEA 承续了文菲尔德锂精矿承销权，在优先满足 TLK 需求，剩余量满足公司国内工厂和代加工需求，投资者不享有锂精矿购买权。在锂产品销售方面，公司继续保留锂产品在国内、国外市场统一销售权利。

有助于提升公司海外业务的协同效应，加快奎纳纳项目建设。首先，IGO 是一家领先的采矿和勘探公司，拥有优质的西澳大利亚镍、铜和钴资产，天齐锂业作为锂产业的领导者，双方具有较强的互补性，通过合作能够形成锂、镍和钴等清洁能源金属资产组合，给客户尤其是电池客户更高更广泛的原料稳定性，将 TLEA 打造成全球领先的锂业务平台。其次，公司与 IGO 在核心资产和业务层面的全面合作，有利于优化公司对海外资产和业务的整合，提升生产、市场和销售运营的协同效应，充分发挥格林布什锂辉石矿和奎纳纳氢氧化锂工厂的高品质、规模化能力，尤其加快 TLK 的调试及运营，进一步提升 TLK 资产质量和效率。同时 TLEA 在很大程度上依赖公司在奎纳纳氢氧化锂工厂的调试方案和生产工艺相关的专业技术知识。根据签订的《技术服务协议》，明确公司将为奎纳纳氢氧化锂工厂提供技术支持服务。奎纳纳氢氧化锂工厂是澳大利亚首家锂下游加工厂，因此在这方面需要依赖公司的锂加工厂生产运营经验和专业技术。

此外，鉴于本次交易完成后，部分并购贷款将继续存续，其对应的财务费用仍将对公司经营业绩持续产生不利影响；公司将继续积极推进降低公司财务杠杆、优化公司的资产负债结构的相关股权融资工作，包括但不限于战略投资者的引入、H股发行、定向增发、市场化债转股等方式，以尽快解决债务压力，降低有息负债，使公司资产负债率和财务杠杆回归至合理水平。

## 锂价仍处于超级周期上行阶段

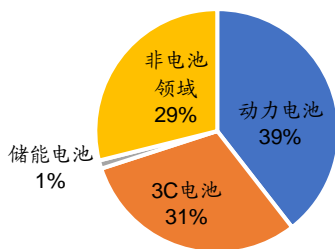
### 需求长期确定性高速增长是锂行业演进的核心动力

据 EV-Volumes，2020 年全球电动汽车销量为 324 万辆，同比增长 43%；其中 69% 为纯电动汽车，31% 为插电式混合动力车。全球电动汽车渗透率为 4.2%。2020 年新冠疫情并没有抑制新能源汽车销量增长的势头，欧洲以 95% 的增速贡献了主要增量。2021 年 1-10 月新能源汽车销量合计 501 万辆，预计全年销量为 670~680 万辆。

2022 年，中国新能源汽车市场将维持自然高速增长，美国新能源补贴政策有望推动新能源汽车销量爆发，全球新能源汽车有望在更多爆款车型的共同推动下维持销量高速增长和渗透率快速提升，我们预计 2022 年全球新能源车销量将超过 1000 万辆，增速超过 50%；同时预计 2022 年全球锂需求约 67.7 万吨 LCE，同比增加 35%。

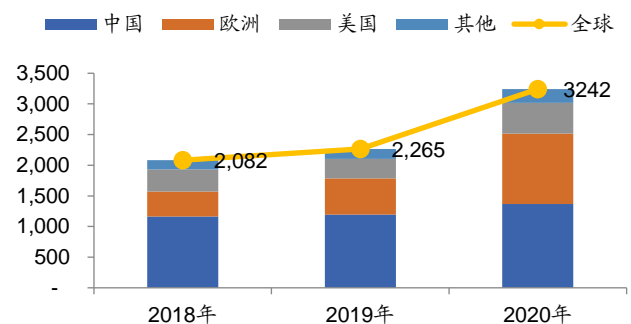
未来伴随越来越多的爆款新车型投放市场，电动车销量将持续高速增长，同时在碳资产扩张的推动下，企业运输车辆电动化率也将不断提升，锂需求增长或不断超预期。我们预计到 2025 年，全球新能源车销量将接近 2500 万辆，锂需求达到 144 万吨 LCE（其中动力电池需求 118 万吨，占比 82%）。

图 43: 2020 年全球锂需求结构

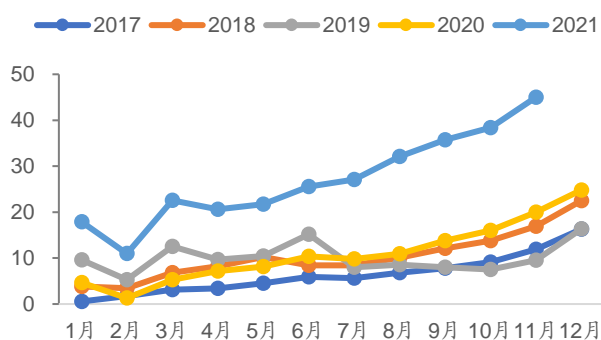


资料来源: SQM, 锂业分会, 信达证券研发中心

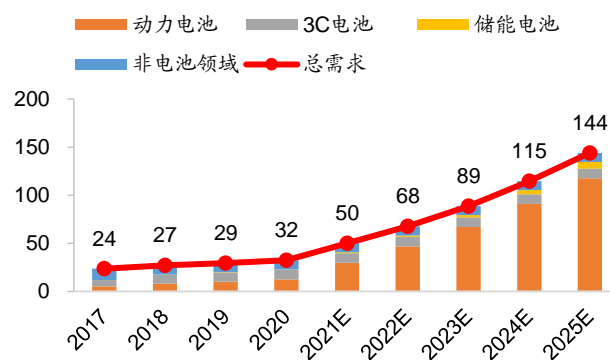
图 44: 全球新能源汽车销量 (千辆)



资料来源: EV-Volumes, 信达证券研发中心

**图 45: 中国新能源汽车销量 (万辆)**


资料来源: 中汽协, 信达证券研发中心

**图 46: 全球锂需求预测 (LCE, 万吨)**


资料来源: SQM, 锂业分会, 信达证券研发中心

## 锂资源将长期是锂行业发展的主要瓶颈

锂资源龙头企业产能扩张缓慢、绿地项目投产周期长继续制约锂资源供给释放。2021 年锂行业主要矛盾为锂资源供给有限与新能源汽车需求超预期增长导致的锂供需失衡, 我们认为 2022 年这一矛盾依然存在。全球锂资源供给龙头集中度较高, 虽然 2022 年龙头企业将集中释放一批产能, 但整体进度缓慢 (扩产进度只有符合预期和低预期, 没有超预期), 并没有因为锂价大幅上涨而加快投产进度, 若考虑产能爬坡, 在需求高速增长的情况下, 锂资源供应仍将维持紧缺状态。本轮锂价创历史新高, 推动了锂资源绿地项目的加速并购和勘查, 但更多是 3-5 年后才能贡献产量。

静态考虑当前企业未来几年产能规划, 我们预测 2021-2022 年锂资源供给边际增量分别为 12.1、17.9 万吨, 同期需求边际增量为 17.7、17.6 万吨, 2021 年供需边际短缺, 2022 年供需边际紧平衡。

长期看, 锂盐一二线龙头企业已经具备成熟的锂盐生产线、技术团队及稳定的客户, 产能复制扩张周期将明显缩短, 一般不超过 1 年。而锂资源端由于不同矿山 (盐湖) 开发条件各异, 产能不具备可复制性, 扩张周期更长、资本开支更大, 同时受制于部分国家政策限制, 锂资源的获取和控制难度也非常大。若需求持续高速增长, 则资源端的产能扩张可能在很长一段时间内均处于落后状态, 导致资源供给不足。因此, 我们认为锂资源将成为中长期限制行业发展的主要瓶颈。

**表 8: 全球锂资源产量预测 (LCE, 万吨)**

资源所在地	盐湖/矿山	冶炼公司	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
智利	Salar de Atacama	SQM	6.5	10.0	14.0	16.0	18.0	18.0
智利	Salar de Atacama	ALB	4.5	4.5	6.0	8.0	8.5	8.5
阿根廷	Salar del Hombre Muerto	Livent	2.0	2.2	2.5	3.0	4.0	5.0
盐湖	阿根廷 Salar de Olaroz	Orocobre	1.2	1.2	1.8	2.5	3.5	4.0
阿根廷	Cauchari-Olaroz	赣锋锂业			1.0	3.0	4.0	4.0
中国	青海察尔汗盐湖	蓝科锂业	1.1	2.0	3.0	3.5	3.5	3.5
中国	青海东台吉乃尔盐湖	青海锂业	1.0	1.0	1.5	2.0	2.0	2.0

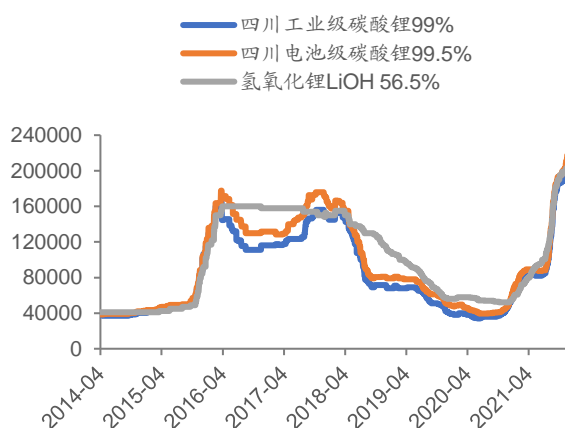
	中国	青海察尔汗盐湖	藏格控股	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
	中国	一里坪盐湖	五矿盐湖	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
	<b>合计</b>			<b>17.1</b>	<b>22.5</b>	<b>31.8</b>	<b>40.0</b>	<b>45.5</b>	<b>47.0</b>
	澳大利亚	Talison-	天齐 51%	4.0	4.5	6.0	8.0	10.0	12.0
		Greenbushes	ALB 49%	3.8	4.3	5.8	7.7	9.6	11.5
	澳大利亚	Mt Marion	赣锋锂业	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
	澳大利亚	Mt Cattlin	雅化、盛新	1.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	澳大利亚	Pilbara	赣锋、天宜、容汇、 长城汽车、Posco	2.3	4.4	4.5	6.3	7.5	10.0
硬岩	澳大利亚	Altura		2.1	0.0	1.5	2.5	2.5	2.5
	澳大利亚	Bald Hill	江特电机	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	澳大利亚	Wodgina	雅宝、瑞福	0.0	0.0	1.5	3.0	6.0	8.0
	巴西	AMG	天宜、容汇		0.5	1.0	1.6	1.6	1.6
	刚果(金)	AVZ-Manono	赣锋、盛新、天宜						5.0
	中国	中国锂矿 (四川、江西)	融捷、盛新、永兴、 江特、南氏等	3.0	7.0	9	11.0	13.0	15
	<b>合计</b>			<b>21.4</b>	<b>28.0</b>	<b>36.6</b>	<b>47.4</b>	<b>57.5</b>	<b>72.9</b>
	<b>合计</b>			<b>38.4</b>	<b>50.5</b>	<b>68.4</b>	<b>87.4</b>	<b>103.0</b>	<b>119.9</b>

资料来源：信达证券研发中心整理

## 锂价仍具有长足的上涨时间和空间

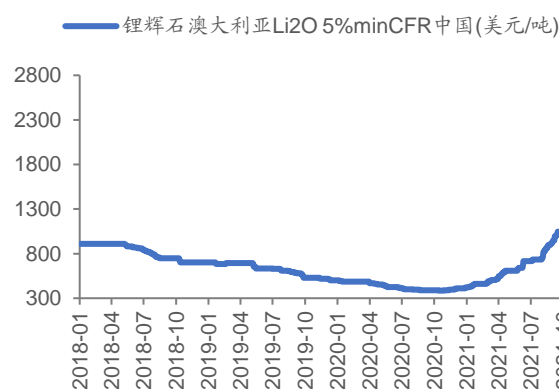
2020年Q3碳酸锂价格触底反转，Q4在新能源汽车消费旺季推动下锂价经历了本轮超级周期的第一波加速上涨，电碳价格上涨至9万元/吨，实现翻倍涨幅；2021年上半年锂价维持9万元/吨左右的价格，Q3随着新能源车进入消费旺季开启了第二波加速上涨，再度实现翻倍涨幅且创历史新高，超过18万元/吨；Q4以来锂价在19-20万元/吨持稳运行，11月底开启了第三轮加速上涨。2022年，我们预计锂供需仍将维持紧平衡状态，产业链将持续维持低库存水平，锂价仍具有长足的上涨时间和空间。

图 47：锂盐价格变化（元/吨）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 48：锂辉石价格变化（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

公司主营产品为锂精矿和锂化合物，我们预计锂精矿业务未来主要增长点为泰利森二期产能放量以及尾矿库 30 万吨选矿能力建设，锂化合物业务主要增长点为澳洲奎纳纳一期 2.4 万吨氢氧化锂投产。在新能源汽车需求持续超预期下，锂资源与锂盐边际短缺带来的价格上涨将助力公司享受量价齐升的业绩增长。

我们假设奎纳纳一期氢氧化锂项目 2022 年 3 月投产，2022 年产能利用率为 80%，2023 年产能利用率为 100%，同时假设锂盐税后价格 2021 年为 12 万元/吨，2022 和 2023 年为 22 万元/吨。同时泰利森锂精矿 2021~2023 年产能分别为 134、164、164 万吨/年，根据泰利森生产指引，假设 2021 年锂盐产销量为 80 万吨，2023 年产能利用率达 90%，生产的锂精矿除天齐自用外，全部销售。

综上，我们预计 2021~2023 年公司总收入为 65.65、181.18、253.48 亿元，同比增长 103%、176%、40%，其中锂精矿营业收入为 17.84、64.35、126.91 亿元，毛利率为 58%、88%、88%；锂化合物收入为 47.79、116.81、126.55 亿元，毛利率为 62%、64%、69%。

表 9：盈利预测关键条件假设（万吨、万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	323945	656462	1811850	2534768
YOY		103%	176%	40%
<b>锂精矿业务</b>				
总产能	134	134	164	164
产量	58.0	80	95	148
自用量		33.5	44.7	48.5
销量	35.3	46	50	99
吨售价（元/吨）	4199	3840	12800	12800
收入	148126	178390	643513	1269086
成本	55508	74329	80439	158636
毛利	92618	104061	563074	1110450
毛利率	63%	58%	88%	88%
<b>锂化合物业务</b>				
产能	4.48	4.48	6.88	6.88
产量	3.81	4.5	6.0	6.5
吨售价（万元/吨）	4.92	10.62	19.47	19.47
收入	175,664	477,876	1,168,142	1,265,487
成本	134,017	180,000	420,000	390,000
毛利	41,647	297,876	748,142	875,487
毛利率	24%	62%	64%	69%

资料来源：公司年报，信达证券研发中心



## 估值与投资评级

结合公司锂精矿与锂化合物产品产能释放节奏、行业需求增速以及锂价判断，我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 11.24、62.47、95.62 亿元，EPS 分别为 0.76、4.23、6.47 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 145x、26x、17x。考虑公司为锂行业全球龙头企业，坐拥优质锂辉石资源和盐湖资源，且奎纳纳氢氧化锂产能投产在即，同时公司所处锂电行业正处于高速成长阶段，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 10: 可比公司估值比较表 (2021-12-9)

公司名称	公司代码	主营业务	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE (x)		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
赣锋锂业	002460.SZ	氢氧化锂、碳酸锂等锂化合物的生产和销售	2123	1025	3285	4900	376	65	43
盛新锂能	002240.SZ	锂盐、稀土、木材等	494	27	802	1208	-205	62	41
雅化集团	002497.SZ	锂盐、民爆产品等	330	324	919	1374	130	36	24
永兴材料	002756.SZ	锂盐产品与特钢等	545	258	843	1866	88	65	29

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

1. 我们的盈利预测建立在奎纳纳氢氧化锂一期产能 3 月投产的基础上，如未如期，将对盈利产生重大影响，请注意达产进度风险；
2. 我们盈利预测建立在锂价维持当前价格水平的基础上，请注意锂资源企业产能扩张速度超预期或新能源汽车需求增长不及预期导致锂价下跌风险；
3. 公司的并购贷款剩余 18.68 亿美元待还，其中 6.68 亿美元于 2022 年 11 月 25 日到期，请注意债务到期未能及时偿还引发债务流动性风险，公司后续主要通过 H 股发行等方式降低负债，需要紧密跟踪融资进度；
4. 智利大选后导致政策变动对 SQM 股权投资的影响风险。

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6,443</b>	<b>2,854</b>	<b>14,430</b>	<b>22,237</b>	<b>32,155</b>
货币资金	4,439	994	11,413	15,108	22,935
应收票据	0	444	899	2,481	3,471
应收账款	352	233	472	1,302	1,821
预付账款	14	11	15	29	32
存货	917	851	1,143	2,248	2,464
其他	722	322	489	1,069	1,432
<b>非流动资产</b>	<b>40,154</b>	<b>39,181</b>	<b>39,658</b>	<b>40,204</b>	<b>40,718</b>
长期股权投资	25,153	23,465	23,465	23,465	23,465
固定资产(合计)	4,184	4,206	4,516	4,801	5,059
无形资产	3,116	3,273	3,431	3,589	3,747
其他	7,701	8,237	8,246	8,349	8,447
<b>资产总计</b>	<b>46,597</b>	<b>42,036</b>	<b>54,088</b>	<b>62,441</b>	<b>72,874</b>
<b>流动负债</b>	<b>22,337</b>	<b>26,813</b>	<b>26,804</b>	<b>29,938</b>	<b>30,789</b>
短期借款	3,191	2,737	1,800	1,500	1,300
应付票据	573	206	276	543	595
应付账款	1,199	818	1,098	2,160	2,368
其他	17,374	23,052	23,629	25,734	26,525
<b>非流动负债</b>	<b>15,351</b>	<b>7,790</b>	<b>18,290</b>	<b>15,290</b>	<b>12,290</b>
长期借款	12,255	4,386	14,886	11,886	8,886
其他	3,096	3,404	3,404	3,404	3,404
<b>负债合计</b>	<b>37,687</b>	<b>34,603</b>	<b>45,094</b>	<b>45,228</b>	<b>43,079</b>
少数股东权益	1,946	2,226	2,664	4,636	7,656
归属母公司股东权益	6,963	5,206	6,330	12,577	22,139
<b>负债和股东权益</b>	<b>46,597</b>	<b>42,036</b>	<b>54,088</b>	<b>62,441</b>	<b>72,874</b>

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,841	3,239	6,565	18,118	25,348
同比(%)	-22.5%	-33.1%	102.6%	176.0%	39.9%
归属母公司净利润	-5,983	-1,834	1,124	6,247	9,562
同比(%)	-372.0%	69.4%	161.3%	455.6%	53.1%
毛利率(%)	56.6%	41.5%	61.2%	72.4%	78.3%
ROE%	-85.9%	-35.2%	17.8%	49.7%	43.2%
EPS(摊薄)(元)	-5.24	-1.24	0.76	4.23	6.47
P/E	—	—	145.30	26.15	17.08
P/B	4.95	11.14	25.80	12.99	7.38
EV/EBITDA	124.45	-146.27	51.32	15.80	9.79

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>4,841</b>	<b>3,239</b>	<b>6,565</b>	<b>18,118</b>	<b>25,348</b>
营业成本	2,103	1,895	2,545	5,006	5,488
营业税金及附加	25	27	55	151	211
销售费用	44	21	42	115	161
管理费用	422	405	528	1,449	2,028
研发费用	48	24	49	136	190
财务费用	2,028	1,330	1,888	1,020	838
减值损失合计	-5,310	-55	0	0	0
投资净收益	337	148	1,182	1,812	2,028
其他	264	-653	-92	21	29
<b>营业利润</b>	<b>-4,538</b>	<b>-1,022</b>	<b>2,547</b>	<b>12,074</b>	<b>18,488</b>
营业外收支	58	-32	13	13	13
<b>利润总额</b>	<b>-4,480</b>	<b>-1,054</b>	<b>2,560</b>	<b>12,087</b>	<b>18,501</b>
所得税	1,002	73	998	3,868	5,920
<b>净利润</b>	<b>-5,482</b>	<b>-1,127</b>	<b>1,561</b>	<b>8,219</b>	<b>12,581</b>
少数股东损益	501	706	437	1,973	3,019
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-5,983</b>	<b>-1,834</b>	<b>1,124</b>	<b>6,247</b>	<b>9,562</b>
EBITDA	514	-595	3,732	11,679	17,719
EPS(当年)(元)	-5.24	-1.24	0.76	4.23	6.47

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,355</b>	<b>696</b>	<b>1,455</b>	<b>7,153</b>	<b>10,773</b>
净利润	-5,482	-1,127	1,561	8,219	12,581
折旧摊销	332	344	387	418	450
财务费用	2,037	1,337	831	1,019	824
投资损失	-337	-148	-1,182	-1,812	-2,028
营运资金变动	801	-577	-229	-678	-1,040
其它	5,005	868	87	-13	-13
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,362</b>	<b>-505</b>	<b>231</b>	<b>861</b>	<b>1,077</b>
资本支出	-3,735	-878	-951	-951	-951
长期投资	-14	42	100	0	0
其他	387	331	1,082	1,812	2,028
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,030</b>	<b>-3,522</b>	<b>8,732</b>	<b>-4,319</b>	<b>-4,024</b>
吸收投资	2,908	0	0	0	0
借款	6,563	4,265	9,563	-3,300	-3,200
支付利息或股息	-1,797	-1,282	-831	-1,019	-824
<b>现金流净增加额</b>	<b>3,039</b>	<b>-3,360</b>	<b>10,419</b>	<b>3,696</b>	<b>7,827</b>

## 研究团队简介

**姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。**中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

**黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。**中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

**董明斌，**中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

**云琳，**乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究开发中心，从事贵金属及小金属研究。

**白紫薇，**吉林大学区域经济学硕士，2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南区销售	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南区销售	黄夕航	16677109908	<a href="mailto:huangxihang@cindasc.com">huangxihang@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。