

天齐锂业(002466)

报告日期: 2022年1月26日

# 扩产乘风资源价格重估, 锂资源巨头王者归来

## ——天齐锂业深度报告

✍️ : 分析师 马金龙 执业证书号: S1230520120003  
☎️ : 分析师 刘岗 执业证书号: S1250517100001  
✉️ : majinlong@stocke.com.cn ; liugang@stocke.com.cn

**评级** **买入**

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥85.67

**单季度业绩** **元/股**

3Q/2021	0.31
2Q/2021	0.29
1Q/2021	-0.12
4Q/2020	-0.38

### 报告导读

天齐锂业是以锂为核心的新材料产业领军企业, 公司依托四大优质锂源、五大基地实现锂业务全球化布局, 目前拥有 134 万吨产能锂精矿、4.48 万吨锂化工产品。2021 年公司通过引入 IGO 战略投资者后新增 14 亿美元现金流入, 用于偿还并购 SQM 带来的银团贷款及项目建设, 公司债务压力和盈利状况底部反转, 奎纳纳项目有序推进, 产能释放有望。在锂行业供不应求格局下, 公司产能释放叠加下游景气, 锂价高位运行, 推动业绩增长。

### 投资要点

#### □ 布局全球优质锂资源, 龙头地位稳固

公司通过控股泰利森、SQM 等全球最优锂源公司, 实现高储量、高品位固体锂矿、盐湖卤水型锂矿的战略布局。其中持股泰利森格林布什矿山 26%, 储量 17850 万吨, 在产产能 134 万吨, 三期 60 万吨将于 2024 年投产, 规划产能 194 万吨; 持股 SQM Atacama 盐湖 25.86%, 储量 4855 万吨, 在产碳酸锂产能 7 万吨, 氢氧化锂 2.15 万吨, 规划 2021 年碳酸锂产能 12 万吨, 2022 年底碳酸锂产能 18 万吨, 氢氧化锂 3 万吨。国内以四川雅江措拉锂矿和日喀则扎布耶盐湖为资源储备, 其中持股措拉 100%, 储量 63 万吨, 持股日喀则扎布耶 20%, 资源量 710 万吨, 资源龙头地位稳固。

#### □ 引入 IGO, 债务与盈利状况底部反转

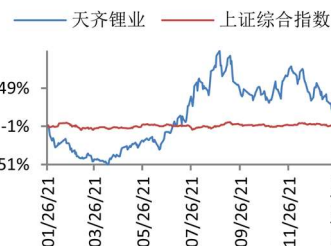
IGO 引入后公司剩余并购银团贷款 18.84 亿美元, 其中 2022 年底需偿还 6.84 亿美元, 2024 年底需偿还 12 亿美元, 公司偿债获得充分缓和期。2018 年公司为收购 SQM 23.77% 负债 35 亿美元银团并购贷款, 财务费用和资产负债率大幅增加。2020 年底, 公司引入战略投资者 IGO, 并于 21 年 6 月交割时获得 14 亿美元现金流入, 其中 12 亿美元用于偿还银团并购贷款, 公司债务压力极大缓解, 二季度利润实现扭亏为盈, 三季度资产负债率从 82% 下降至 63%。

#### □ 澳洲奎纳纳项目达产在即, 锂盐产能再释放。

公司以依托四川射洪、江苏张家港和重庆铜梁三大生产基地, 以及西澳大利亚奎纳纳和四川遂宁安居两大锂盐生产线提供锂化工产品, 在产产能 4.48 万吨, 中期规划产能超 11 万吨。目前, 遂宁安居 2 万吨碳酸锂项目建设中, 澳大利亚奎纳纳 4.8 万吨氢氧化锂项目一期将于 2021 年 Q3 投产, 2022 年底达产, 考虑引入 IGO 带来的产能权益稀释, 以及 SQM 2022 年的 18 万吨碳酸锂、3 万吨氢氧化锂产能规划, 预计公司未来将有 14.35 万吨权益产能。

#### □ 全球锂资源供给增速前高后低, 需求持续高增长

供应方面, 伴随海内外锂辉石矿、盐湖矿、云母矿扩产计划陆续推进, 全球锂产能释放有望, 预计 2021-2025 年供给增速为 21.10%/36.04%/31.37%/26.50%/24.88%; 需求方面, 受新能源汽车、风电、光伏发电、5G 基站、小家电、电动工具、无人机等带动锂电池正极材料需求增长, 锂盐需求迎来行业爆发期,



### 公司简介

### 相关报告

报告撰写人: 马金龙, 刘岗  
联系人: 刘岗

深度报告

行业公司研究——稀有金属行业

证券研究报告

预计 2021-2025 年需求增速为 65%/32%/23%/29%/29%，供需缺口到 2025 年增加到 9 万吨，供应矛盾持续收紧，锂价有望高位运。

#### □ 盈利预测及估值

公司作为以锂为核心的龙头企业，拥有全球最优质锂矿、盐湖，综合成本低廉，乘风项目扩产和行业景气，业绩扭亏为盈，逐渐好转。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 75.29/202.45/222.63 亿元，归母净利润 20.67/66.27/72.93 亿元，摊薄 EPS 为 1.40/4.49/4.94，对应 PE 为 61.21/19.10/17.35，2022 年对应目标价 108 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

奎纳纳项目建设不及预期；后续债务偿还不及预期；下游需求不及预期；疫情蔓延超预期

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3239.45	7528.90	20245.45	22262.73
(+/-)	-33.08%	132.41%	168.90%	9.96%
净利润	-1833.77	2067.39	6626.88	7292.65
(+/-)	-	-	220.54%	10.05%
每股收益 (元)	-1.24	1.40	4.49	4.94
P/E	-31.63	61.21	19.10	17.35

## 正文目录

<b>1. 锂业龙头，双业齐头并进</b>	<b>7</b>
1.1. 历史沿革及股权结构	7
1.2. 产品丰富，形成产业链协同	8
1.2.1. 锂精矿工艺成熟，聚焦化学级	8
1.2.2. 锂盐系规格齐全，用途广泛	9
1.2.3. 两业齐头并进，规模持续增长	10
1.3. 四大锂源，五大基地，业务全球化布局	12
1.3.1. 两大盐湖、两大锂矿，坐拥全球优质锂资源	12
1.3.2. 五大锂盐工厂，加工基地全球化布局	14
1.3.3. 参股四大优质锂电公司，强化下游联系	16
1.4. 专注技术创新，夯实质量管理	16
<b>2. 供量有限，龙头地位凸显</b>	<b>18</b>
2.1. 全球锂源储量丰富，澳洲精矿和美洲盐湖为主要产区	18
2.2. 控股泰利森，布局全球最优质锂矿	18
2.3. 控股 SQM，布局全球最大在产盐湖	20
2.4. 以国内资源为储备，国内供给正当时	23
2.4.1. 锂矿储备资源：掌控四川雅江措拉采矿权	24
2.4.2. 盐湖储备资源：参股西藏日喀则扎布耶盐湖 20%的股权	25
2.5. 锂云母有望成为锂资源重要补充	26
<b>3. 需求爆发，锂价持续攀升</b>	<b>28</b>
3.1. 新能源汽车处于行业爆发期，锂电池正极材料装机量增加	29
3.2. 风电、光伏、基站发展，带动电化学储能电池需求提升	31
3.3. 消费电子领域日益成熟，3C 电池需求趋于平稳	33
3.4. 锂电池行业带动下，预计 2023 年全球锂总需求为 91 万吨	33
3.4.1. 供需持续失衡化，锂价高位运行	35
<b>4. 否极泰来，业绩底部反转</b>	<b>36</b>
4.1. 2018 年四季度前，业务有的放矢，财务基本稳定	36
4.2. 2018 末-2020 年，顶部收购 SQM，业绩大幅下滑	36
4.3. 2021 年，引入 IGO 叠加行业景气，财务状况底部反转	39
<b>5. 扩产乘风下游，公司业绩有望再增长</b>	<b>41</b>
5.1. 锂行业下游景气，驱动公司业绩增长	41
5.2. 资源储量丰富，品质高端，成本位于行业低位	41
5.3. 引入战略投资者，银团贷款展期持续推进，有望走出债务困境	43
5.4. 澳洲奎纳纳项目有望达产，带动公司产能释放	44
<b>6. 盈利预测与估值</b>	<b>45</b>

6.1. 公司产能规划与预测.....45  
6.2. 盈利预测 .....46  
6.3. 估值对比 .....47  
**7. 风险提示.....47**

## 图表目录

图 1: 公司结构图 .....8  
图 2: 泰利森锂精矿生产流程 .....8  
图 3: 技术级锂精矿销量占比达 70%以上 .....9  
图 4: 公司锂盐产品生产流程 .....10  
图 5: 公司锂精矿和锂盐产品产能 .....11  
图 6: 锂精矿产销量 .....11  
图 7: 锂化工产品产销量 .....11  
图 8: 公司主营业务收入情况 .....11  
图 9: 公司主营业务毛利情况 .....11  
图 10: 国外市场业务占比最高提升至 27% .....12  
图 11: 国外毛利率较国内毛利率更加稳定 .....12  
图 12: SQM 位于智利北部的运营图 .....13  
图 13: 公司控股 SQM .....13  
图 14: 公司锂资源与锂加工基地 .....15  
图 15: 公司锂盐产品认证情况 .....17  
图 16: 公司为高新技术企业 .....17  
图 17: 锂卤水是锂储量最大的矿床类型 .....18  
图 18: 2020 年全球锂资源储量分布情况 .....18  
图 19: 西澳地区硬岩锂矿床分布 .....18  
图 20: 2018-2025 年海外锂精矿产能变化及增速 .....20  
图 21: 全球主要卤水盐矿床 .....21  
图 22: 南美锂三角地区卤水锂矿床分布 .....21  
图 23: 2022 是南美盐湖新一轮增量期 .....23  
图 24: 2020 年中国锂资源储量占世界 7% .....23  
图 25: 中国锂资源结构 .....23  
图 26: 锂相关产业链 .....28  
图 27: 2010 年电池、陶瓷/玻璃、润滑剂是锂的主要应用领域 .....28  
图 28: 2020 年, 电池是锂的主要下游行业 .....28  
图 29: 锂电池结构图 .....29  
图 30: 2012 年锂电池主要用于消费电子 .....29  
图 31: 2020 年锂电池主要用于动力电池 .....29  
图 32: 新能源汽车销量 .....29  
图 33: 新能源汽车渗透率 .....29  
图 34: 预计 2030 年全球新能源汽车渗透率将达到 28% .....31  
图 35: 中国 2021 年上半年动力电池装机量同比大增 .....31

图 36: 2020 年储能电池出货结构 .....	32
图 37: 中国陆上风能与海上风能资源 .....	32
图 38: 风电机组累计、新增装机量 .....	32
图 39: 太阳能发电装机容量 .....	32
图 40: 光伏电池产量 .....	32
图 41: 2015-2021H1 移动通信基站结构 .....	33
图 42: 中国通讯储能锂电出货量 .....	33
图 43: 中国 3C 锂电池市场出货量 .....	33
图 42: 预计 2025 年全球新能源汽车销量 2227 万辆 .....	34
图 43: 各电池对锂单耗情况 .....	34
图 44: 预计 2025 年动力电池生产量为 1506Gwh.....	34
图 45: 预计 2025 年储能领域电化学装机量达到 430GWh.....	34
图 46: 预计 2025 年全球锂电池总需求量达到 2157GWh.....	35
图 43: 预计 2025 年全球锂总需求量为 151 万吨 .....	35
图 48: 预计 2025 年供需缺口将达到 9 万吨 .....	35
图 49: 碳酸锂价格走势 .....	35
图 52: 公司营业收入情况 .....	36
图 53: 公司资产负债率和财务费用情况 .....	36
图 54: 2018 年收购 SQM 时交易结构图 .....	36
图 55: 公司资产负债率和财务费用情况 .....	36
图 56: 公司锂盐订单情况 .....	37
图 57: 公司锂精矿、锂盐产品均价 .....	37
图 58: 公司营业收入情况 .....	37
图 59: 公司净利润情况 .....	37
图 60: SQM 盈利情况 .....	37
图 61: SQM 投资收益 .....	37
图 62: SQM 股价变动 .....	38
图 63: 引入前后相关主要子公司的股权结构图 .....	39
图 64: IGO 项目 .....	39
图 65: 公司资产负债率 .....	39
图 66: 新能源汽车销量 .....	40
图 67: 锂化工产品售价 .....	40
图 68: 公司营业收入 .....	40
图 69: 公司盈利状况 .....	40
图 70: 锂供需缺口 .....	41
图 71: 锂价驱动公司业绩增长 .....	41
图 72: 格林布什锂矿 2019 年现金成本与市场平均售价 .....	42
图 73: 全球锂化工产品生产企业的碳酸锂提锂成本比较 .....	42
图 74: 国内主要锂矿及锂化工企业毛利率 .....	43
表 1: 公司发展历程 .....	7
表 2: 公司锂精矿产品 .....	9
表 3: 公司锂化工产品及应用 .....	10
表 4: 公司锂辉石资源情况 (万吨) .....	13

表 5: 公司盐湖提锂情况 (万吨) .....	13
表 6: 生产基地情况 .....	15
表 7: 公司新能源投资情况 .....	16
表 8: 澳洲七大锂矿 .....	19
表 9: 2018-2023 年海外锂矿山项目产量及预测 .....	20
表 10: 海外盐湖分布情况 .....	22
表 11: 2019-2025 年海外盐湖产量及预测 (LCE 吨) .....	23
表 12: 当前国内锂矿山情况 .....	24
表 13: 国内锂矿产量及预测 .....	25
表 14: 国内主要盐湖供给情况 .....	25
表 15: 2019 年-2025 年国内盐湖产量及预测 (LCE 吨) .....	26
表 16: 国内锂云母矿资源储量 .....	26
表 17: 国内锂云母矿资源储量 .....	27
表 18: 全球锂资源供应情况 (LCE 吨) .....	27
表 19: 全球碳中和及新能源汽车政策 .....	30
表 10: 碳酸锂需求量汇总 .....	35
表 21: 公司银团贷款展期情况 .....	38
表 22: 公司锂资源储量分布情况 (百万吨) .....	41
表 23: 国内主要企业产能情况 .....	42
表 24: 公司银团贷款展期情况 .....	44
表 25: 公司产能释放情况 .....	45
表 26: 奎纳纳一期氢氧化锂项目盈利预测 .....	45
表 27: 公司锂盐、锂精矿产能与销量情况估计 .....	46
表 28: 公司细分业务盈利预测 .....	46
表 29: 公司估值对比 .....	47
表附录: 三大报表预测值 .....	48

## 1. 锂业龙头，双业齐头并进

天齐锂业股份有限公司（简称“天齐锂业”，股票代码：SZ.002466）是集上游锂资源储备、开发和中游锂化工产品加工为一体的锂电新能源核心材料供应商。业务涵盖锂产业链的关键阶段，包括硬岩型锂资源开发销售、锂化工产品生产销售两大业务。

公司拥有国内外四大锂资源开发基地和五大锂化工产品生产线，目前拥有锂精矿产能 134 万吨/年，锂化工产品 11 万吨/年，凭借垂直一体化的全球产业链优势与国际客户建立伙伴关系，助力电动汽车和储能产业实现锂离子电池技术的长期可持续发展。

### 1.1. 历史沿革及股权结构

公司始建于 1992 年，第一座碳酸锂工厂在四川射洪兴建，标志着天齐在锂行业的开端；2004 年，蒋卫平先生通过天齐集团收购射洪锂业；2010 年，公司正式在深圳证券交易所上市。

在随后十几年，积极布局全球优质锂矿资源，拓展锂化工产业链。2012 年，公司取得四川雅江县措拉锂辉石矿开采权；此后，公司先后控股西藏矿业的扎布耶锂业、泰利森，江苏张家港电池碳酸锂生产基地、西澳大利亚奎纳纳、SQM 等。2021 年，公司完成海外子公司 TLEA 引入战略投资者澳大利亚上市公司 IGO 的交易，与 IGO 建立战略伙伴关系。

表 1：公司发展历程

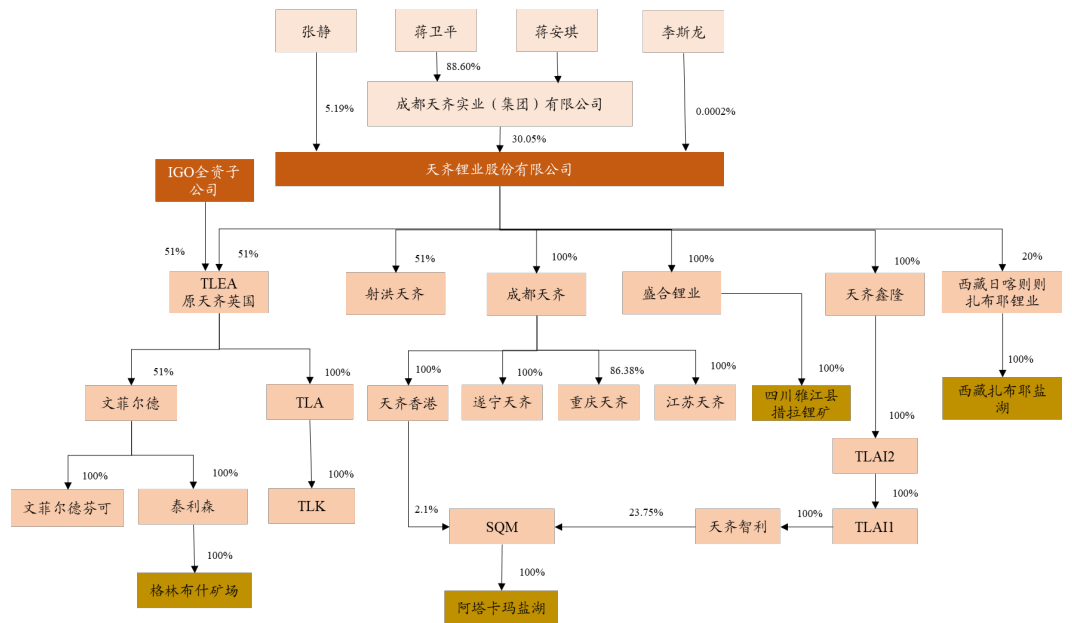
时间	发展历程
1992	第一座碳酸锂工厂在四川射洪兴建，标志着天齐在锂行业的开端
2004	天齐锂业创始人、董事长蒋卫平先生通过天齐集团收购射洪锂业
2010	成功在深圳证券交易所上市（股票代码：002466）
2012	取得四川雅江县措拉锂辉石矿开采权 收购西藏矿业持有的扎布耶锂业 20% 股权，实现对国内优质的盐湖锂资源的布局
2014	收购泰利森锂业 51% 股权，泰利森拥有位于西澳大利亚的全球品位最高、储量最大的固体锂辉石矿——格林布什锂辉石矿藏，为锂资源提供了保障
2015	收购彼时全球唯一在运营的全自动电池级碳酸锂生产工厂——江苏张家港生产基地
2016	位于西澳大利亚奎纳纳的全自动锂盐化工厂开工建设，项目共分为两期，完全投产运营后每年将生产 4.8 万吨电池级单水氢氧化锂
2017	成立重庆天齐，在重庆铜梁新增金属锂产能 位于西澳大利亚奎纳纳的第一期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目主体工程建设完成，并启动阶段性调试工作
2018	完成了对智利化学矿业公司（SQM）23.77% A 类股权的收购，成为其第二大股东，进一步优化公司对优质盐湖锂资源的布局
2021	完成海外子公司 TLEA 引入战略投资者澳大利亚上市公司 IGO 的交易，并与 IGO 建立战略伙伴关系

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

成都天齐实业股份有限公司是最大控股股东，持有公司股份占比 30.5%。公司实际控制人是蒋卫平，其持有天齐实业 88.60% 的股份。公司实际控制人蒋卫平及其一致行动人张静、蒋安琪、李斯龙实际控制公司股权的比例为 35.24%。

公司参股控股公司 29 家，持股份额 100%的子孙公司占 10 家以上，业务范围涵盖锂资源开发和锂化合物产品生产，业务布局海内外市场。

图 1：公司结构图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

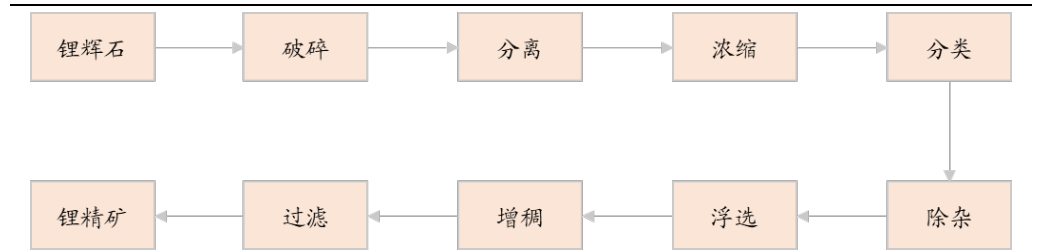
## 1.2. 产品丰富，形成产业链协同

公司主要从事锂精矿原材料、锂盐产品两种业务生产和销售。

### 1.2.1. 锂精矿工艺成熟，聚焦化学级

锂 (Li) 是一种金属元素，对应的单质为银白色质软金属，是密度最小的金属，在自然界主要存在于锂矿石、盐湖锂和锂云母中。其中锂精矿是锂辉石经过破碎、分离、浓缩、分类、除杂、浮选、调稠、过滤等一系列工艺加工而成，是生产碳酸锂和氢氧化锂的主要原材料。

图 2：泰利森锂精矿生产流程

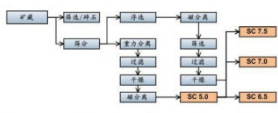
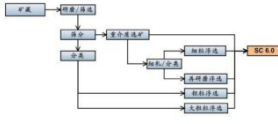


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司以西澳大利亚格林布什锂矿和四川雅江措拉锂矿为资源储备，目前泰利森的格林布什是公司唯一在产锂矿，产品包括化学级和技术级两种锂精矿。



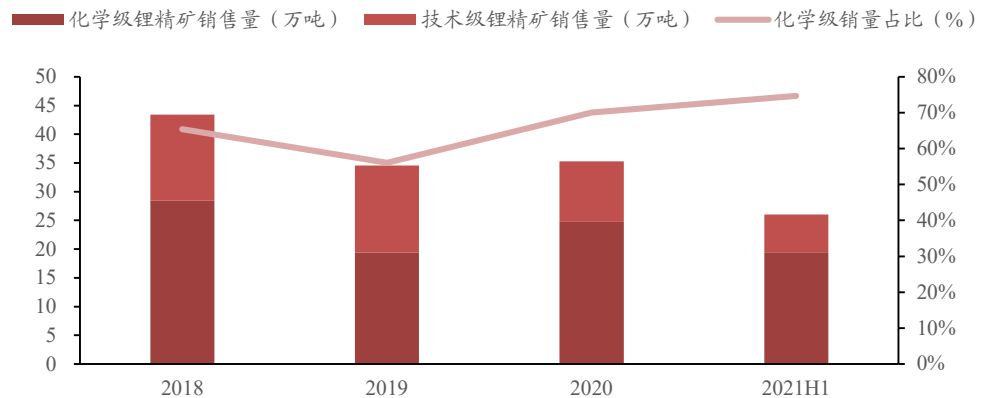
表 2：公司锂精矿产品

产品类型	含量	用途	产能 (万吨)	工艺流程
技术级锂精矿	(含有 6%的氧化锂)	玻璃和陶瓷用添加剂	14	
化学级锂精矿	含有 5.0%-7.5%的氧化锂	碳酸锂、氢氧化锂、金属锂、氯化锂等	120	

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

化学级锂精矿业务占比达 70%以上。目前，公司锂精矿产能 134 万吨，其中化学级锂精矿 120 万吨，是公司最主要的锂精矿产品。2021 上半年，公司技术级锂精矿的销量为 6.60 万吨，化学级锂精矿销量 19.44 万吨，化学级销量占比持续提高。

图 3：技术级锂精矿销量占比达 70%以上

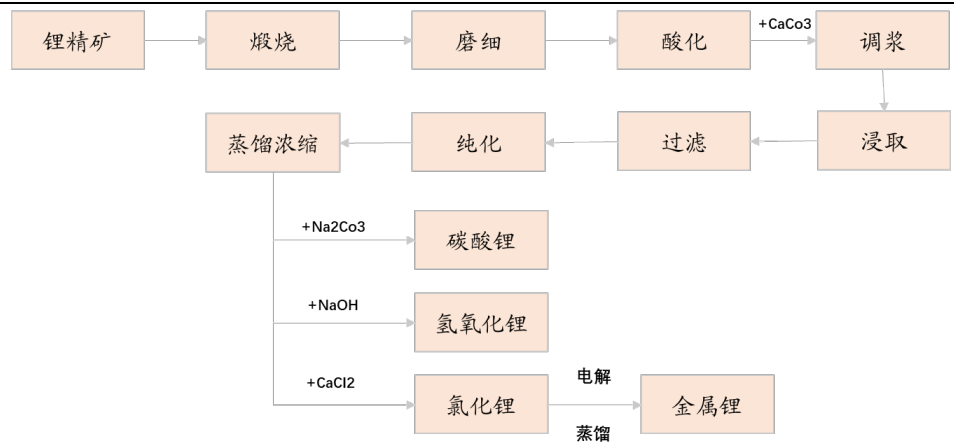


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.2.2. 锂盐系规格齐全，用途广泛

公司锂化工产品主要由旗下的射洪天齐、江苏天齐和重庆天齐负责运营和生产，是锂精矿在煅烧、磨细、酸化后，添加不同材料或溶液，经过调浆、浸取、过滤、浓缩、过滤、电解、蒸馏等一系列工艺制作而成，根据添加材料不同，产品包括碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、金属锂等，广泛应用于航空航天、锂电池材料、玻璃陶瓷、润滑脂、冶金化工、医药等领域。

图 4：公司锂盐产品生产流程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3：公司锂化工产品及其用途

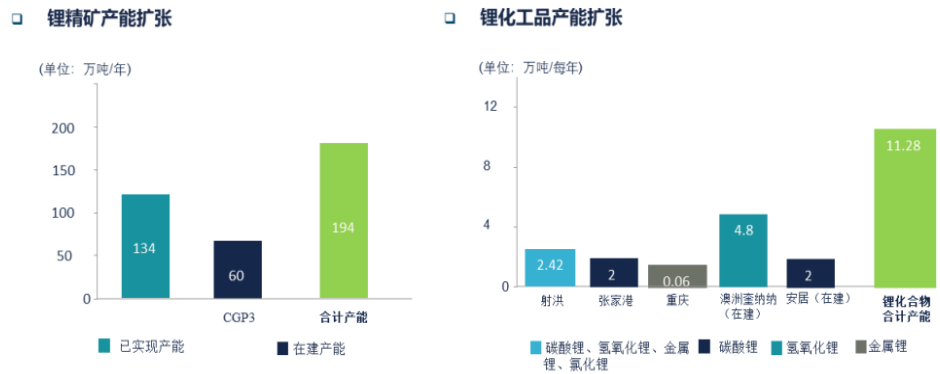
产品名称	特点	用途
工业级碳酸锂	无机化合物，无色单斜晶系结晶或白色粉末，电池级品质高于工业级	广泛用于锂的冶炼、特种玻璃、陶瓷、釉、电子等行业，也可转化为保护渣、氟化锂、溴化锂、单水氢氧化锂等系列锂化合物。
电池级碳酸锂	无机化合物，白色结晶粉末，呈强碱性，电池级品质高于工业级	是锂离子电池正极材料及电解质材料的基础原料，下游应用包括 3C 产品、电动汽车、电动自行车、电动工具、基站储能电源等行业，也是核工业、特种玻璃等产品的基础原料。
电池级单水氢氧化锂	无机化合物，白色结晶粉末，呈强碱性，电池级品质高于工业级	主要用于电动汽车、电动自行车、电动工具、基站储能电源等高动力锂离子电池的正极材料。
工业级单水氢氧化锂	无机化合物，为白色晶体。	通常用作锂基润滑脂、碱性电池、耐腐蚀辛基染料等产品的重要添加剂，也可作为二氧化碳吸附剂。
金属锂	银白色的金属元素，是密度最小的金属。按含锂纯度分为高纯级、电池级、工业级等	广泛应用于原子能、航空航天、合金材料、锂电池、受控核聚变反应堆、合成橡胶及制药等行业，更是下一代高能锂二次电池的首选负极材料。
无水氯化锂	无机化合物，为白色晶体。	主要用于生产金属锂、电池电解液、聚苯硫醚，亦可用作铝的焊接剂、空调除湿剂以及特种水泥原料等。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.2.3. 两业齐头并进，规模持续增长

**锂精矿和锂盐产品产能持续扩张。**公司现拥有 134 万吨锂精矿生产能力，60 万吨泰利森三期项目将于 2024 年建成投产，未来将达成 194 万吨产能，确保公司锂盐加工原料供应稳定和品质可控。依托三大在产基地和澳洲奎纳纳、遂宁在建项目，年产 4.8 万吨氢氧化锂项目和年产 2 万吨碳酸锂项目处于建设或调试阶段，中期规划锂化工产品产能合计超过 11 万吨/年，公司整体产品规模优势和产业协同效应明显。

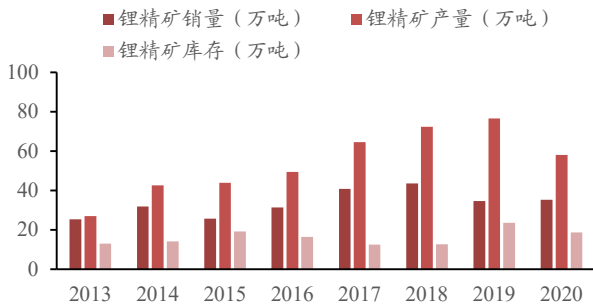
图 5：公司锂精矿和锂盐产品产能



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

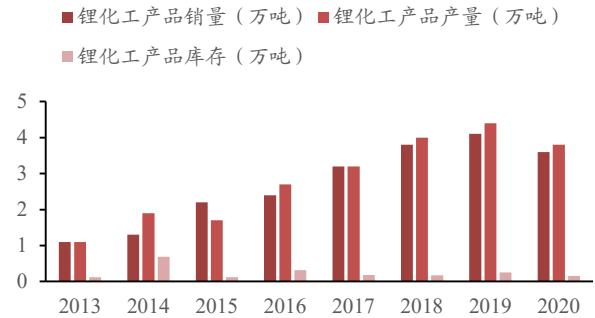
**全球化布局带动产品产销整体增长。**2014 年以来，公司逐渐布局两大盐湖、两大锂矿及五大锂盐生产基地项目，公司产品产销量均增加。受 2018 年行业产能释放速度、2019 年新能源汽车补贴退坡导致需求疲软等因素影响，2020 年锂精矿、锂盐产销有所下滑，进入 2021 年后，伴随新能源汽车行业复苏，需求稳步释放，公司产销量将逐渐恢复。

图 6：锂精矿产销量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

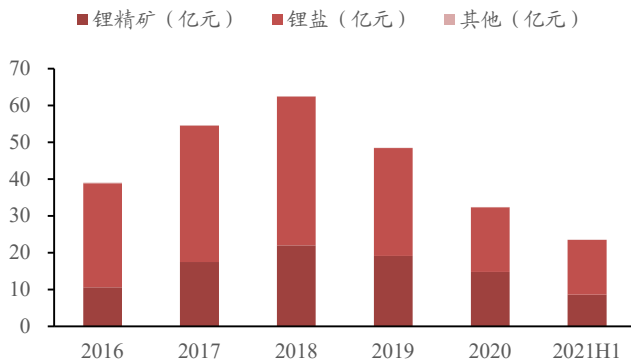
图 7：锂化工产品产销量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

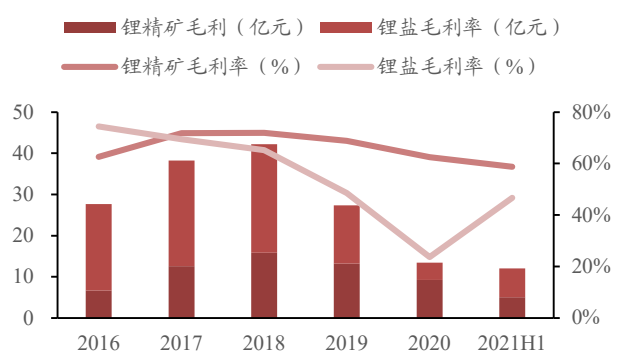
**锂盐、锂矿为公司主要业绩来源。**具体来讲，在营收上，锂盐收入占比更高，2021 年上半年，公司主营业务 23.5 亿元，其中锂矿收入 8.63 亿元，占比 45.72%，锂盐收入 14.87 亿元，占比 54.24%。在毛利率上，公司锂矿毛利率基本稳定在 59%以上，稳定性和水平均高于锂盐，锂矿仍是公司最重要的利润增长点。

图 8：公司主营业务收入情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

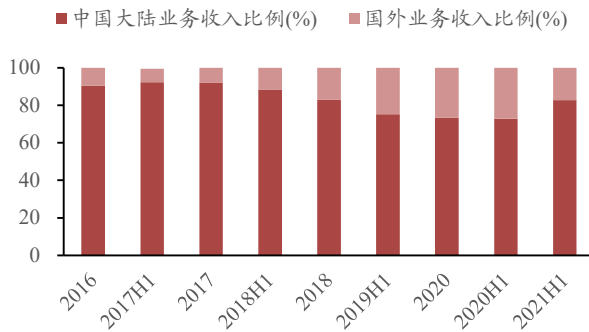
图 9：公司主营业务毛利情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

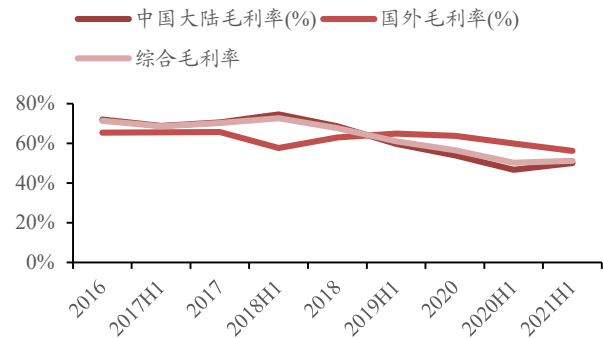
国外市场占比从7%最高提升至27%。公司产品以国内市场为主，2016年国内市场营收占比高于90%，但毛利率不及海外市场稳定。主要由于公司现有的国内客户群大多数都倾向于按月或按季度短期签约。考虑到国内市场和公司客户群的特点，公司正计划逐步推进长约策略，将产品越来越多地提供给海外客户，同时利用海外优质低成本锂资源，抵消国内受市场波动影响，保持公司综合毛利率稳定。

图 10：国外市场业务占比最高提升至 27%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：国外毛利率较国内毛利率更加稳定



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3. 四大锂源，五大基地，业务全球化布局

#### 1.3.1. 两大盐湖、两大锂矿，坐拥全球优质锂资源

锂资源的开发是锂行业价值链的第一环，公司积极布局全球优质矿石锂资源和盐湖提锂资源。

在锂矿上，以西澳大利亚格林布什锂矿和四川雅江措拉锂矿为资源储备，确保公司能获得稳定的低成本优质锂原料供应，提高下游锂盐生产的运营效率、稳定性及灵活性。

(1) 西澳格林布什矿山由公司控股股东泰利森开发，目前已开采超过 25 年，总资源折合碳酸锂当量 878 万吨，锂矿储量折和碳酸锂当量 690 万吨，产品包括化学级和技术级两种锂精矿，产品主要面向天齐锂业和雅宝销售。

目前，泰利森拥有 134 万吨/年锂精矿产能，其中包括 14 万吨的技术级锂精矿，120 万吨的化学级锂精矿。2021 年，泰利森第三期化学级锂精矿扩产项目已启动，试运行时间从原计划的 2025 年提前至 2024 年年底完成，预计新增锂精矿产能 60 万吨/年，规划产能达 194 万吨/年。

(2) 四川雅江措拉锂辉石矿由天齐锂业通过子公司天齐盛合 100%控股，拥有矿石资源量 1971.4 万吨，氧化锂资源量为 25.57 万吨，品位为 1.3%，公司于 2012 年获得采矿许可证，采矿许可证有效期至 2032 年 4 月，因 2014 年新控股泰利森锂矿资源，目前无规划产能产量。

表 4: 公司锂辉石资源情况(万吨)

锂矿名称	地理位置	归属公司	公司持股	氧化钾品味	LCE 当量	产能	天齐权益碳酸锂当量	运行状况
格林布什锂辉石矿区	澳大利亚	泰利森	26%	2.1%	878	134	352	运营
雅江措拉锂辉石矿	四川	天齐盛和	100%	1.3%	63	-	-	勘探

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

在盐湖提锂上, 公司先后收购日喀则扎布耶、SQM, 逐渐布局盐湖卤水资源, 助力公司锂资源业务可持续发展。

(1) 日喀则扎布耶盐湖位于中国西藏自治区, 是全球三大百万吨级锂盐湖之一, 拥有 183 万吨碳酸锂资源当量的盐湖提锂资源量。2014 年 8 月, 天齐锂业收购日喀则扎布耶的 20% 股权, 拥有了扎布耶盐湖的勘探权, 首次涉足盐湖卤水资源。

(2) 智利矿业化工公司(SQM)

SQM 是目前全球主要的碳酸锂和氢氧化锂的生产商之一, 其控股的 Salar de Atacama 盐湖具备高浓度的锂卤水含量和优异的自然条件, 是全世界锂产品生产成本较低的生产商。目前, SQM 的碳酸锂产能为 70,000 公吨/年。2021 年计划扩大到每年 180,000 公吨。SQM 的氢氧化锂产能为 13,500 公吨/年。

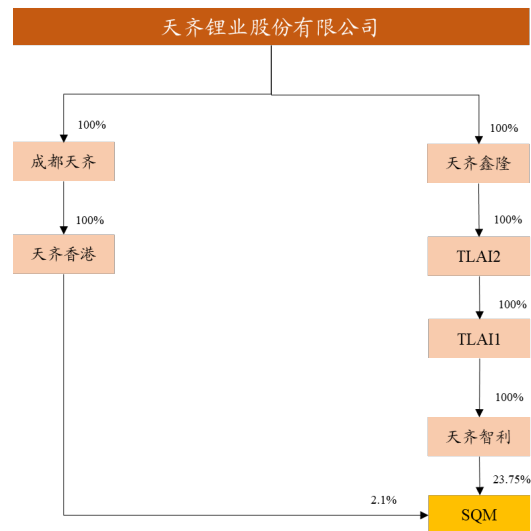
2018 年, 公司基于战略需求, 子公司天齐智利贷款银团 35 亿元, 以 65 美元/股价格收购 SQM 23.75% 的股权, 加上天齐香港拥有 2.1% 股权, 收购完成后公司共计持有 SQM 的股权比例约为 25.86%, 完善了公司在全球锂行业的布局, 助力公司业务的可持续发展。

图 12: SQM 位于智利北部的运营图



资料来源: Roskill, 公司公告, 浙商证券研究所

图 13: 公司控股 SQM



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 5: 公司盐湖提锂情况(万吨)

锂矿名称	地理位置	控股股东	储量	资源量	镁锂比	天齐锂业所占股权比例	天齐权益储量(万吨)	运行情况
Salar de Atacama	智利	SQM	4855	910	6.4:1	25.86%	1256	运营
日喀则扎布耶	西藏	日喀则扎布耶 锂业	-	183	0.01:1	20%	-	勘探

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 1.3.2. 五大锂盐工厂，加工基地全球化布局

锂盐产品加工是公司最主要的业务，公司依托四川射洪、江苏张家港和重庆铜梁三大生产基地，以及西澳大利亚奎纳和四川遂宁安居两大锂盐生产线提供锂盐产品。

#### (1) 四川射洪基地——专注于多品类和高附加值锂产品生产

基地始建于1995年，地处于四川省射洪县，是公司最早建立的生产基地，专注多品类和高附加值锂产品生产。目前年产能超2.42万吨，拥有多种规格的碳酸锂、氧化锂、无水氯化锂、金属锂等生产线，以及有成熟的生产、质量与成本管控体系。其中拥有氢氧化锂5000吨。

#### (2) 江苏张家港基地——专注于高品质电池级碳酸锂的生产

基地位于江苏省张家港保税区，毗邻海运码头，是目前全球唯一在运营的全自动化电池级碳酸锂生产线，目前产能达2万吨，2015年公司完成对该基地的收购。

#### (3) 重庆铜梁基地——专注生产各类规格的金属锂生产

基地坐落于国家级工业园区——重庆铜梁工业园区，集合专业研发、生产和销售金属锂于一身，产品广泛应用于高能电池、医药、航空航天等行业。2017年公司通过收购该基地额外的运营资产，增加了该基地的金属锂产能，目前金属锂产能达600吨。

#### (4) 西澳大利亚奎纳纳工厂——电池级单水氢氧化锂生产工厂

坐落于澳大利亚的奎纳纳工业园区，是公司在澳洲修建的世界领先级电池级单水氢氧化锂工厂，年产能共计4.8万吨。建成后的奎纳纳工厂将成为全球规模领先，工艺先进的生产基地，专为电动汽车和储能市场提供高品质电池原材料。工厂采来自泰利森格林布什矿区的高品位锤辉石精矿。

目前，该项目一期已完成负荷调试工作，力争2021年底2.4万吨产品达到可销售状态，工厂进入正式运营试生产的阶段性目标。奎纳纳二期氢氧化锂项目主体工程已基本完成，处于暂缓建设状态。

#### (5) 四川遂宁安居——电池级碳酸锂生产工厂

四川省遂宁市安居工厂是公司在四川省建造的第二座锂盐生产工厂，主要产品为电池级碳酸锂，建成后年产能达2万吨。目前受公司资金压力影响，建设缓慢。

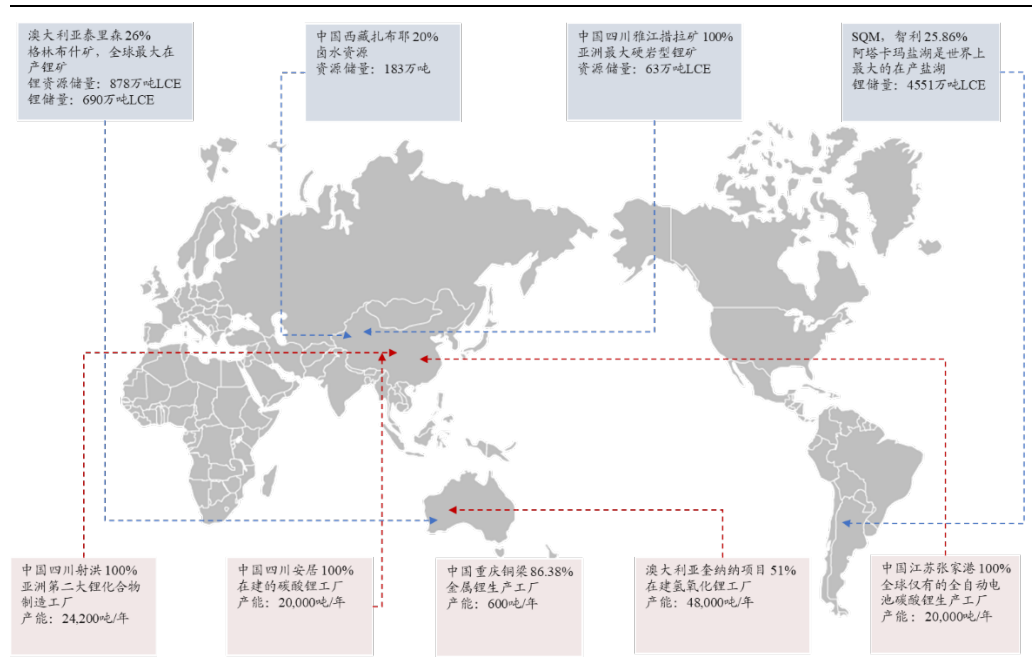
表 6：生产基地情况

基地/工厂名称	特点	主要产品	设计产能 (万吨)	基地现状	图例
四川射洪基地	专注于多品类和高附加值锂产品生产	碳酸锂、氧化锂、无水氯化锂、金属锂	2.42	运营	
江苏张家港基地	全球唯一在运营的的全自动化电池级碳酸锂生产线	电池级碳酸锂	2	运营	
重庆铜梁基地	集合专业研发、生产和销售全属锂于一身	金属锂	0.06	运营	
西澳大利亚奎纳纳工厂	世界领先级电池级单水氢氧化锂工厂	电池级单水氢氧化锂	4.8	一期 2.4 万吨调试中，二期 2.4 万吨暂缓	
四川遂宁安居工厂	公司在四川省建造的第二座锂盐生产工厂	电池级碳酸锂	2	在建	

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所整理

引入 IGO，围绕战略目标外延式并购布局。2021 年，公司完成海外子公司 TLEA 引入战略投资者澳大利亚上市公司 IGO 的交易，并与 IGO 建立战略合作关系。引入后，公司获得现金 14 亿美元，并将其拥有的 49%TLEA（24.99%泰利森）、49%澳洲奎纳纳股权转让给 IGO。

图 14：公司锂资源与锂加工基地



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.3.3. 参股四大优质锂电公司，强化下游联系

公司锂盐产品是生产锂电池正极材料的关键材料，在布局全球优质锂资源和锂加工基地同时，公司先后控股北京卫蓝新能源科技有限公司(简称“卫蓝”)、Solid Energy System Corp.(简称“SES”)、上海航天电源技术有限责任公司(简称“SAPT”)，不断强化下游联系。

**与厦钨新能保持长期的业务往来且已建立长期稳定的供销关系。**2021年8月，厦钨新能源(简称“厦钨新能”)首次公开发行股票并在科创板上市，公司持有厦钨新能源566.04万股，占其上市发行后股份总数的2.25%，通过资本为纽带创造更多的研发、战略合作关系，促进锂材料在新能源领域的应用。

**参股SES助力天齐抢占金属锂电池先机。**固态电池因其更稳定的寿命、电解质机械和化学特性，替代液态电池成为动力电池重要发展方向。SES目前拥有全球单体容量最大Apollo锂金属电池，能量密度容量达417Wh/kg、935Wh/L，容量为107Ah，重量仅为0.982Kg，远超已有160Wh/Kg、100Ah的单体锂金属电池，预计2025年投产。2022年1月，SES发布与艾芬豪业务合并已获批准，预计借助SPAC模式在纽约证券交易所上市。

**表 7：公司新能源投资情况**

参股公司名称	持股比例	公司介绍
卫蓝	4.43%	成立于2016年，总部位于中国北京，致力于就多项应用开发和制造混和固态/液态电解质电池及全固态锂电池。
SES	9.34%	成立于2012年，总部位于美国马萨诸塞州，专注于使用超薄金属锂箔以及电解质和阳极材料开发和制造具有超高能量密度的固态电池。
SAPT	9.91%	是中国航天科技集团及上海航天工业(集团)有限公司的附属公司，SAPT是中国的新能源公司，主要从事先进锂电池的开发和制造，应用范围包括电动汽车和电力机车。
厦钨新能	2.25%	是全球锂离子电池正极材料领域的重要制造商之一，主营业务为锂离子电池正极材料的研发、生产和销售；主要产品为钴酸锂、NCM镍钴锰三元材料等，最近三年其锂离子电池正极材料产能规模与出货量稳居行业前列。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 1.4. 专注技术创新，夯实质量管理

**技术精进+产学合作，提升创新研发能力。**公司在保证现有产品和技术的行业优势的基础上，在新型提锂技术、高比能锂电池用基础锂材料等方面与国内外科院所积极交流合作，布局公司未来新的增长点。截止2020年底，公司维持有效的发明专利为68项(包含4项外国专利)、实用新型专利74项、外观专利11项。



图 15：公司锂盐产品认证情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 16：公司为高新技术企业



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**夯实质量管理基础，紧跟锂行业发展需求。**公司积极参与锂盐产品国家标准和行业标准的制定，截止 2020 年底，其下属四川射洪、江苏张家港、重庆铜梁生产基地均通过 IATF16949 汽车质量管理体系认证，除江苏张家港基地外，其余所有海内外资源和生产基地均通过 ISO 9001 质量管理体系认证，公司已完全有能力满足国际新能源汽车制造商宝马、奔驰、大众等所需的质量管理体系的标准及相关要求。

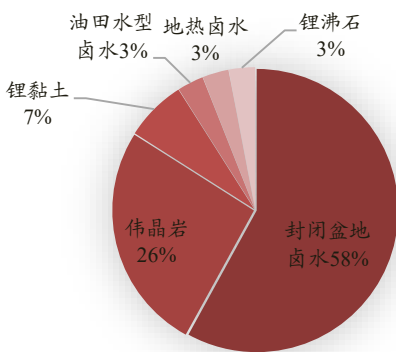
## 2. 供量有限，龙头地位凸显

### 2.1. 全球锂源储量丰富，澳洲精矿和美洲盐湖为主要产区

锂(Li)是一种银白色的碱金属元素，在地壳中的含量约为0.0065%，主要存在于锂辉石、锂黏土、锂卤水和锂云母中，其中卤水锂是含锂量最高资源，储量占全球锂资源64%，锂矿占比26%。

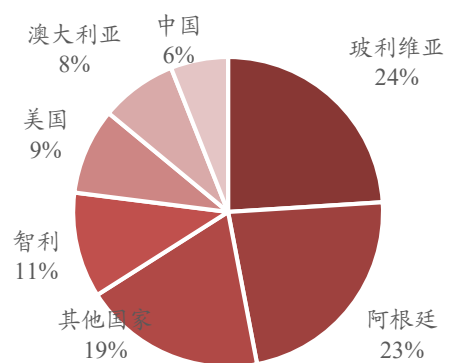
储量集中在南美地区。根据USGS数据，2020年全世界锂资源储量约为8600万吨，主要分布在南美地区，其中智利、阿根廷和玻利维亚的锂资源量总和接近总量的60%，资源以盐湖为主；澳大利亚具有丰富的固体锂矿资源，资源量约为640万吨，占8%；我国锂资源量约为510万吨，约占全球锂资源储量的6%。

图 17：锂卤水是锂储量最大的矿床类型



资料来源：USGS，浙商证券研究所

图 18：2020 年全球锂资源储量分布情况

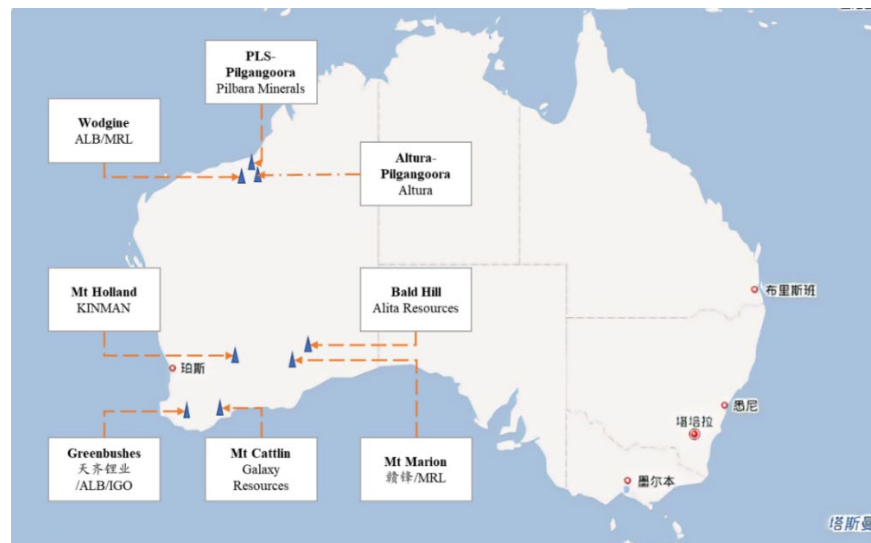


资料来源：USGS，浙商证券研究所

### 2.2. 控股泰利森，布局全球最优质锂矿

澳大利亚拥有世界最大的锂矿床。锂矿石是世界上最早用来生产锂的资源，主要分布在澳大利亚、加拿大、美国、民主刚果、塞尔维亚和中国。其中澳大利亚拥有世界最大的锂矿床，拥有 Greenbushes、Marion、Wodgina、Pilgangoora、MT Cattlin, Bald hill 等 7 大座矿山。

图 19：西澳地区硬岩锂矿床分布



资料来源：《矿产保护与利用》，浙商证券研究所

**表 8：澳洲七大锂矿**

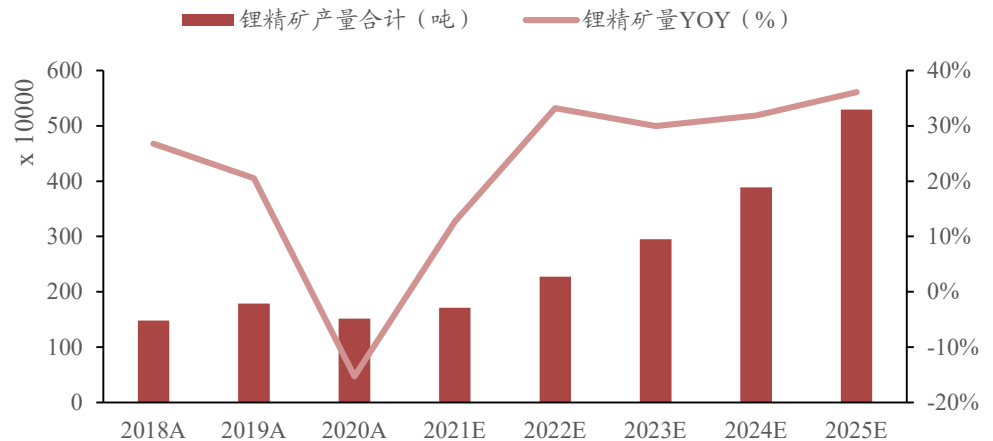
矿区名称	控股公司	矿山介绍	矿储量 (万吨)	品味 (%)	产能 (万吨)	成本 (美元/吨)	产能规划
Greenbushes	天齐锂业 /ALB/IGO	具备锂矿储量 13,310 万吨，折合碳酸锂当量 690 万吨 LCE，现有产能 134 万吨，是目前全球在产最大的硬岩锂矿床。	17850	2.1	134	246	三期项目 60 万吨化学级锂精矿建设中，预计 2024 年底完成。
Marion	赣锋/MRL	目前具备总资源量 242 万吨 LCE，氧化锂平均品位 1.37%，现有锂精矿产能 45 万吨，是全球第二大已投产的锂辉石矿山。	242	1.37	45	440	2021 年起，产能规划为每年 45 至 47.5 万吨
PLS- Pligangoora	Pilbara/赣锋	目前具备总资源量 693 万吨 LCE，平均品位 1.27%，现有锂精矿产能 33 万吨（一阶段）。		1.3	33	543	预计 21 年 Q3 扩容至 38 万吨，二阶段计划扩产至 80-85 万吨。
Mt Cattlin	Galaxy Resources	矿石储量 800 万吨，氧化锂平均品位 1.1%，现有产能 17 万吨。	1200	1.3	17	410	2021 年 6 月披露 2021 年产量指引为 19.5-21 万吨
Altura- Pilgangoora	Pilbara	目前具备资源总量 119 万吨 LCE，平均品位 1.08%。2020 年 Q4 矿山受公司破产重组停产。		1.08	-	448	矿区将于 2021 年 12 月重启，预计 2022 年年中全面生产能力达到 18 万吨至 20 万吨。
Wodgina	MRL/ALB	2019 年规划完成 75 万吨锂精矿产能，并于 Q3 和 Q4 分别生产锂精矿 2.2 万吨和 0.9 万吨，2019 年 10 月完成向 ALB 转让 60% 权益后停产维护	25919	1.17	0	466	停产中，预计 2022 年后复产
Bald Hill	Alita Resources	拥有矿石储量 1130 万吨，截止 2019 年上半年，公司锂精矿产量超 7 万吨，销量 6.3 万吨，同年下半年公司停产。	2650	1.0	0	577	停产中，未有产能规划

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**布局全球最优质、最低成本锂矿。**格林布什矿山储量、品味均居世界矿山之首，具备 134 万吨锂精矿产能，产能超澳洲其余六座矿山总和，成本处于最低位。2021 年，泰利森第三期化学级锂精矿扩产项目已启动，试运行时间从原计划的 2025 年提前至 2024 年年底完成，预计新增锂精矿产能 60 万吨/年，规划产能达 194 万吨/年，资源优势显著。

**产量龙头地位稳固。**除澳洲前七大锂矿外，AVZ Manono、Fminiss、James Bay、Mibra 等矿山未来也将陆续投产，预计 2021-2023 年澳洲锂产量分别达 171 万吨、277 万吨、300 万吨，供给增速分别为 12.69%、33.22%、29.96%，其中预计格林布什矿山产量将达 80 万、100 万、120 万吨，产量占比近三分之一，产量龙头地位稳定。

图 20：2018-2025 年海外锂精矿产能变化及增速



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所测算

表 9：2018-2023 年海外锂矿山项目产量及预测

海外矿山项目	公司	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
GreenBushes	天齐锂业/ALB/IGO	724,043	764,571	704,000	800,000	1,000,000	1,200,000	1,500,000	1,800,000
Mt Cattlin	Galaxy Resources	156,689	191,570	108,658	200,000	210,000	210,000	210,000	210,000
Mt Marion	赣锋/MRL	440,000	436,000	430,000	430,000	480,000	500,000	600,000	600,000
PLS-Pilgangoora	Pilbara Minerals	58,874	151,981	180,851	280,000	330,000	380,000	380,000	380,000
Wodgina	ALB/MRL	---	---	---	---	100,000	250,000	250,000	320,000
Altura-Pilgangoora	Altura	33,173	164,694	88,598	---	150,000	200,000	220,000	440,000
AVZ Manono	AVZ	---	---	---	---	---	160000	320000	480000
Fniniss	Core Lithium	---	---	---	---	---	100000	200000	200000
James Bay	Galaxy Resources	---	---	---	---	---	---	150000	300000
Mibra	AMG	---	---	---	---	---	---	60000	120000
Mt Holland	SQM/Wesfarmers	---	---	---	---	---	---	---	200000
Kathleen Valley	Liontown	---	---	---	---	---	---	---	245000
Bald Hill	Alita Resources	68,546	77,008	---	---	---	---	---	---
Whabouchi	Nemaska Lithium	---	---	---	---	---	---	---	---
锂精矿产量合计 (吨)	---	1,481,325	1,785,824	1,512,107	1,710,000	2,270,000	3,000,000	3,890,000	5,295,000
折合碳酸锂量合计 (吨)	---	185,166	223,228	189,013	213,000	283,750	375,000	486,250	661,875
锂精矿量 YOY (%)	---	26.80%	20.60%	-15.33%	12.69%	33.22%	29.96%	31.86%	36.12%

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所测算

### 2.3. 控股 SQM，布局全球最大在产盐湖

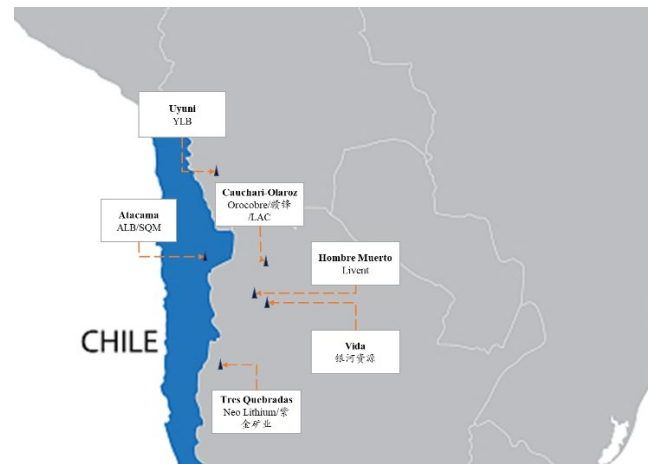
智利是全球最大盐湖提锂国家。根据盐湖研究数据，在全球锂资源中，卤水锂资源占全球锂资源 62.6%，其中 70% 以上的卤水锂资源在智利、阿根廷、玻利维亚“锂三角”地区，由于玻利维亚矿床镁锂比过高不具开发能力，智利是全球最大的利用卤水生产锂产品的国家。

图 21：全球主要卤水盐矿床

国家	矿床	锂含量/%	资源总量/Mt
玻利维亚	Uyuni	0.0532	10.2
智利	Atacama	0.14	6.3
中国	扎布耶	0.068	1.53
中国	察尔汗	-	1.31
阿根廷	Rincon	0.033	1.118
美国	Brawley	-	1.0
阿根廷	Hombre Muerto	0.052	0.8
美国	Smackover	0.0146	0.75
中国	西台吉乃尔	0.021	0.50
中国	东台吉乃尔	0.042	0.47
美国	Salton Sea	0.02	0.316
美国	Silver Peak	0.02	0.3
中国	一里坪	0.015	0.29
中国	当雄错	0.04	0.181
阿根廷	Olaroz	0.07	0.156

资料来源：《盐湖研究》，浙商证券研究所

图 22：南美锂三角地区卤水锂矿床分布



资料来源：《矿产保护与利用》，浙商证券研究所

**布局全球最大在产盐湖。**目前，全球主要有五大盐湖，Atacama 盐湖以高产能、储量以及锂浓度，成为全球最大在产盐湖。2018 年底，天齐锂业通过控股 SQM 拥有 7 万吨产能，规划 2021 年扩建至 12 万吨，2022 年底前实现 18 万吨产能，产能龙头地位稳固。

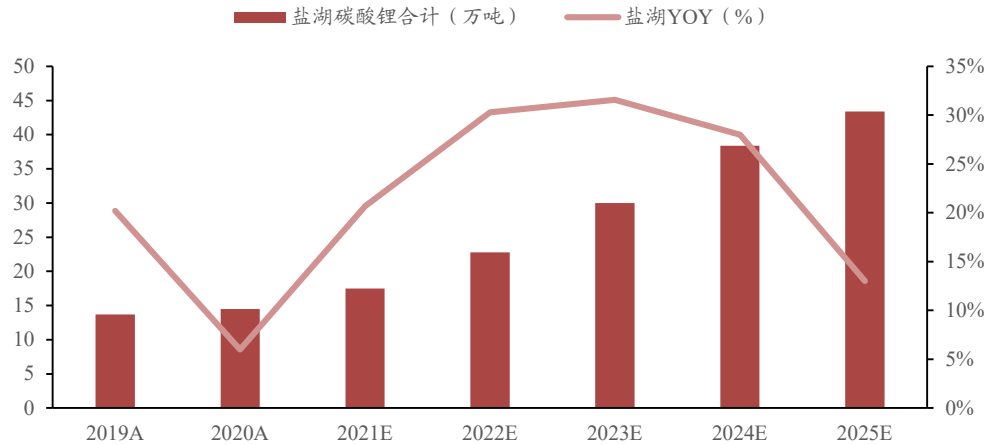
**表 20：海外盐湖分布情况**

盐湖名称	控股公司	地理位置	盐湖介绍	资源储量 (Mt)	产能 (万吨)	镁锂比	锂浓度 (mg/)	产能规划
Uyuni	YLB	玻利维亚	世界上面积最大的盐湖，卤水蒸发速率不及 Atacama 一半	10.2	-	19:1	350	处于研发阶段
Atacama	ALB	智利	全球第二大盐湖卤水型锂矿床，盐湖原卤中锂含量在世界上最高，卤水自然蒸发速度全球最快，锂产品生产为全球最大。	6.3	4.4	6.4:1	1570-1835	在建三、四期碳酸锂产能 4 万吨，预计 2021 年内建成
	SQM				7			规划 2021 年扩建至 12 万吨，2023 年底前实现 18 万吨产能
Hombre Muerto	Livent	阿根廷	全球第四大盐湖卤水型锂矿床，锂资源约 120 万吨 LCE，2020 年碳酸锂产能 1.8 万吨，氢氧化锂 2.5 万吨，氯化锂 0.9 万吨	0.8	1.8	1.4:1	620	在建 LCE2 万吨，一期 1 万吨 2022 年建成，二期 1 万吨 2023 年建成；规划 2025 年碳酸锂 6 万吨，氢氧化锂规划后续扩大至 5.5 万吨
Cauchari-Olaroz	Orocobre	阿根廷	资源储量 2458 万吨，测定的+指示锂资源量 1985 万吨 LCE，推断的锂资源量为 472 万吨 LCE，支持年产量超过 4 万吨电池级碳酸锂并超过 40 年。	0.156	1.75	2.4:1	690	在建二期 2.5 万吨，预计 2022 年下半年投产，2024 年满产
	赣锋锂业 /LAC				-			一期电池级碳酸锂产能 4 万吨，预计 2022 年中开始生产，二期不低于 2 万吨，预计 2022 年下半年开始建设，2025 年开始生产
Vida	银河资源	阿根廷	锂资源量 630 万吨 LCE，锂资源储量 130 万吨 LCE，平均卤水品位为 754ppm，处于在建中。	-	-	2.5:1	732	2023 年 1 月开始投产，规划产能 3.2 万吨 LCE，分三期，其中一期 1.07 万吨在建

资料来源：各公司公告，容汇锂业招股书，浙商证券研究所

**产量龙头地位稳固。**结合各盐湖产能规划及产能释放节奏，预计海外盐湖锂资源在 2025 年供应量总和 43.4 万吨，其中仅 SQM 控股的盐湖产量将达到 18 万吨，产量处于行业龙头位置。

图 23：2022 是南美盐湖新一轮增量期



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

表 11：2019-2025 年海外盐湖产量及预测（LCE 吨）

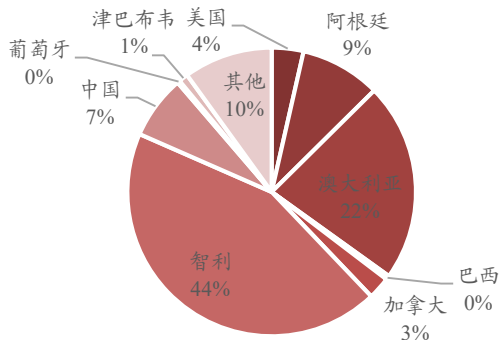
海外盐湖项目	国家	公司	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Salar de Atacama	智利	SQM	62,300	72,200	100,000	120,000	140,000	160,000	180,000
		ALB	40,000	42,000	42,000	60,000	70,000	84,000	84,000
Salar del Hombre Muerto	阿根廷	Livent	21,348	19,500	20,000	20,000	20,000	30,000	30,000
Cauchari&Olaroz	阿根廷	Orocobre	13,209	11,322	13,000	18,000	20,000	30,000	40,000
		赣锋/LAC	---	---	---	10,000	30,000	40,000	40,000
Bacanora	墨西哥	赣锋	---	---	---	---	10,000	20,000	30,000
Sal de Vida	阿根廷	银河资源	---	---	---	---	10,000	20,000	30,000
盐湖碳酸锂合计 (吨)			136,857	145,022	175,000	228,000	300,000	384,000	434,000
盐湖 YOY (%)			20.20%	5.97%	20.67%	30.29%	31.58%	28.00%	13.02%

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

#### 2.4. 以国内资源为储备，国内供给正当时

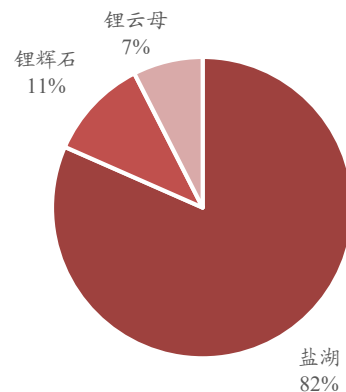
中国锂资源在锂辉石提锂、盐湖提锂、云母提锂均有涉及。根据 USGS 数据统计，2019 年，中国锂资源储量 1.5 亿吨，占世界 7%，在盐湖锂、锂辉石、锂云母提锂均有分布，其中盐湖锂资源占比 80% 以上，是我国最主要的锂矿资源。

图 24：2020 年中国锂资源储量占世界 7%



资料来源：USGS，浙商证券研究所

图 25：中国锂资源结构



资料来源：中国地质调查局，浙商证券研究所

天齐锂业立足国内锂矿和盐湖资源，强化资源储备。上市以来，公司先后掌控四川雅江措拉、西藏扎布耶盐湖，作为海外锂矿和盐湖的战略储备。

### 2.4.1. 锂矿储备资源：掌控四川雅江措拉采矿权

国内硬岩型锂矿主要分布在四川，目前国内锂矿资源总储量约 1.5 亿吨，平均品位 1.33% 左右，目前仅甲基卡、业隆沟两座矿山已投产，李家沟已建成正待投产。

**掌控雅江措拉采矿权，开启资源储备之路。**早在 2012 年，公司子公司天齐盛和获得雅江措拉矿山采矿许可证，采矿许可证有效期至 2032 年 4 月，矿山资源储量 1971 万吨，氧化锂含量 25.57 万吨，作为储备锂矿资产尚未投产使用，处于缓建和设计优化状态。

**表 12：当前国内锂矿山情况**

国内锂矿 山	所属公司	矿山介绍	资源储量 (万吨)	氧化锂含量 (万吨)	平均品位 (%)	产能规划
甲基卡 134 号脉	融捷股份	矿区面积 1.14 平方公里，是国内最大在产的固体锂辉石矿，目前已形成 105 万吨/年的开采规模和 45 万吨/年的采选生产能力。	2,900	41.23	1.42	一期产能 105 万吨/年已建成，二期产能 145 万吨/年预计不晚于 2023 年 9 月完工，完工后将具备年产 47 万吨锂精矿产能
业隆沟	盛新锂能 (75%)	2019 年 11 月投产，原矿生产规模 40.50 万吨/年，矿区面积 4.37 平方公里。	858	11.15	1.3	预计 2021 年全面达产，可生产碳酸锂 1 万吨，推算锂精矿年产能 8 万吨左右。
李家沟	川能动力/ 雅化集团	矿山面积 3.88 平方公里，锂辉石矿含有原矿 4036 万吨，是中国真正意义上进入实质性建设的最大锂辉石矿	4,036	51.22	1.3	105 万吨/年采选项目尚在建设中，预计 2021 年底或者 22 年投产，规划日处理 4200 吨原矿，年处理原矿 105 万吨，年产锂精矿 18 万吨。
马尔康党 坝	金鑫矿业	矿区面积 2.72 平方公里，目前处于复工审批、环保整改以及证件办理阶段	3,652	66	1.33	停产中
雅江措拉	天齐锂业	矿区面积 2.07 平方公里，受天齐收购泰利森，矿区暂未开发	1,971	25.57	1.3	未建设
德扯弄巴	斯诺威	采矿面积 1.14 平方公里，属于甲基卡锂辉石矿区，属于特大型锂矿	2,625	34	1.34	未建设
合计	-	-	15,838	221.77	1.33	-

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

**产能规划下，国内锂矿产量有望加速。**随着国内业隆沟、李家沟、甲基卡等四川地区锂矿项目的陆续投产，预计国内锂矿供应 2021 年-2023 年分别增长为 86%、131%、67%，呈现快速增长态势，但 LCE 的绝对值仍较低，2021 年-2023 年对应的 LCE 分别为 1.3 万吨、3 万吨、5 万吨。



**表 13：国内锂矿产量及预测**

国内矿山项目	公司	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
融捷甲基卡	融捷股份	7,000	8,000	10,000	20,000	30,000	55,000
李家沟	川能动力/雅化集团	-	-	10,000	20,000	20,000	20,000
业隆沟	盛新锂能/阿坝州	-	5000	10,000	10,000	10,000	10,000
其他	-	-	-	-	-	10000	15000
国内锂矿 LCE 合计 (吨)	-	<b>7,000</b>	<b>13,000</b>	<b>30,000</b>	<b>50,000</b>	<b>70,000</b>	<b>100,000</b>
国内锂矿 YOY (%)	-	<b>133.30%</b>	<b>85.71%</b>	<b>130.77%</b>	<b>66.67%</b>	<b>40.00%</b>	<b>42.86%</b>

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

#### 2.4.2. 盐湖储备资源：参股西藏日喀则扎布耶盐湖 20%的股权

国内盐湖以青海和西藏为主，两地盐湖资源占全国总量超 90%。其中青海盐湖锂资源储量高，经过多年开发，大部分盐湖已实现量产。西藏盐湖资源禀赋较好，盐湖镁锂比普遍较低，盐湖品质可媲美南美优质盐湖，受限高原地区生态环境脆弱，水电等工业设施配套不足，开发环境不理想。

**表 14：国内主要盐湖供给情况**

区域	盐湖名称	所属公司	LCE (万吨)	镁锂比 (mg/L)	锂浓度 (mg/L)
青海	察尔汗盐湖	蓝科锂业	717	1577:1	310
	东台吉乃尔	青海锂资源公司	247	35.2:1	850
	西台吉乃尔	中信国安	268	90.5:1	220
	一里坪盐湖	五矿盐湖	157	100:1	210
	大柴旦盐湖	柴达木兴华	161	134:1	160
西藏	扎布耶盐湖	西藏矿业/天齐锂业	183	0.01:1	970
	龙木措盐湖	西藏城投	187	95:1	120
	结则茶卡盐湖		200	1.15:1	200
	麻米错盐湖	西藏麻米措	218	3.97:1	1073

资料来源：容江锂业公告，浙商证券研究所

公司控股扎布耶盐湖 20%，布局国内优质盐湖。西藏扎布耶盐湖锂资源储量为 183 万吨 LCE，盐湖卤水类型为碳酸盐型，镁锂比最低，含锂浓度仅次于智利阿塔卡玛盐湖和西藏麻米错盐湖。2014 年，天齐锂业收购日喀则扎布耶的 20%股权，拥有了扎布耶盐湖的勘探权，开启了盐湖资源储备。

结合各盐湖产能规划及产能释放节奏，预计国内盐湖锂资源在 2021-2025 年供应量分别为 5.85/7.85/9.25/9.85/12 万吨 LCE，供应增速分别为 25.73%/34.19%/17.83%/6.49%/21.83%。

**表 15：2019 年-2025 年国内盐湖产量及预测（LCE 吨）**

国内盐湖项目	地区	公司	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
察尔汗盐湖	青海	蓝科锂业	11,300	13,600	22,000	30,000	34,000	40,000	50,000
	青海	藏格控股	1,828	4,430	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
西台吉乃尔	青海	中信国安	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	5,000
	青海	恒信融	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	5,000
东台吉乃尔	青海	青海锂资源		10,000	10,000	15,000	20,000	20,000	20,000
一里坪	青海	五矿盐湖	8,000	10,000	10,000	15,000	20,000	20,000	20,000
扎布耶盐湖	西藏	西藏扎布耶	3500	3500	3500	3500	3500	3500	10000
龙木错、结则茶卡盐湖	西藏	西藏国能矿业							
大柴旦盐湖	青海	兴华锂业							
巴伦马海	青海	锦泰锂业							
国内盐湖 LCE 合计 青海西藏			29,628	46,530	58,500	78,500	92,500	98,500	120,000
国内盐湖 YOY				57.05%	25.73%	34.19%	17.83%	6.49%	21.83%

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

## 2.5. 锂云母有望成为锂资源重要补充

**锂云母**，又称鳞云母，是伟晶盐型锂矿的其中一种，是我国独具优势的锂矿资源，集中分布在素有“亚洲锂都”之称的江西宜春。目前宜春市已探明锂云母氧化锂总储量约 250 万吨，占全国氧化锂资源的 15.2%，占全国矿山锂资源的 62.1%，由永兴材料、江特电机、九岭新能源、南氏集团等企业掌控，天齐锂业还未布局。

**表 16：国内锂云母矿资源储量**

锂云母矿	公司	资源储量 (万吨)	氧化锂含量 (万吨)	品位 (%)
化山瓷石矿	永兴材料 70%，宜春国资委 30%	4,507.30	10.2	0.39
白水洞高岭土矿	宜春矿业 51%，永兴材料 49%	730.74	2.45	0.44
新坊钽铌矿	江特机电 51%	355.62	3.55 (估算)	—
宜丰县狮子岭矿	江特电机 100%	1402.82	—	0.55%
宜丰县茜坑锂矿	江特电机 80%	7500	—	0.46%
花桥大港瓷土矿	九岭新能源 70%，宜春矿业 30%	—	—	0.6%
宜春钽铌矿	江西钨业股份有限公司 100%	15,000	110	—

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

预计 2021-2023 年云母产碳酸锂快速放量，后期规模将达天花板。在技改、锂价上涨等影响下，江西锂云母企业产能规划爆发，2020 年迎来规模化发展元年，预计 2021-2023 年 LCE 供给量达 4.2 万吨、6.2 万吨、8.5 万吨，产量基本达到天花板。

**表 17：国内锂云母矿资源储量**

国内江西锂云母	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
永兴材料	8700	11000	22000	30000	30000	30000
江特电机	3000	8000	10000	15000	20000	20000
南氏集团	5000	10000	15000	15000	15000	15000
九岭新能源	5000	10000	10000	15000	15000	15000
其他	5000	3000	5000	10000	15000	20000
<b>国内核心企业合计 (吨)</b>	<b>26700</b>	<b>42000</b>	<b>62000</b>	<b>85000</b>	<b>95000</b>	<b>100000</b>
<b>国内核心企业 YOY (%)</b>	<b>6.80%</b>	<b>57.30%</b>	<b>59.50%</b>	<b>26.90%</b>	<b>11.80%</b>	<b>5.30%</b>

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

根据对全球资源端的梳理，预计 2021-2025 年供应总量为 50.15/68.23/89.63/113.38/141.59 万吨，增速为 21.10%/36.04%/31.37%/ 26.50%/24.88%，供应增速前高后低，增量有限。

**表 18：全球锂资源供应情况 (LCE 吨)**

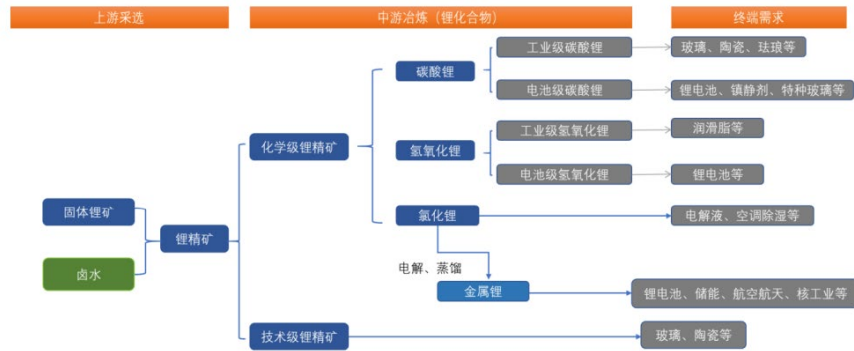
全球锂资源	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
海外锂精矿	189,013	213,000	283,750	368,750	486,250	661,875
海外盐湖项目	145,022	175,000	228,000	300,000	384,000	434,000
国内盐湖	46,530	58,500	78,500	92,500	98,500	120,000
国内四川锂矿	7,000	13,000	30,000	50,000	70,000	100,000
国内锂云母	26700	42000	62000	85000	95000	100000
<b>全球锂资源 (LCE) 合计</b>	<b>414,265</b>	<b>501,500</b>	<b>682,250</b>	<b>896,250</b>	<b>1,133,750</b>	<b>1,415,875</b>
<b>增速 (%)</b>	<b>2.90%</b>	<b>21.10%</b>	<b>36.04%</b>	<b>31.37%</b>	<b>26.50%</b>	<b>24.88%</b>

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

### 3. 需求爆发，锂价持续攀升

锂化工产品是对盐湖卤水锂矿和固体锂矿加工得到的产品，根据制作过程添加剂不同，产品分为碳酸锂、氢氧化锂和氯化锂等，根据锂化工产品的特性不同，产品广泛应用于电池、陶瓷、玻璃、润滑剂、制冷剂、核工业以及光电等领域。

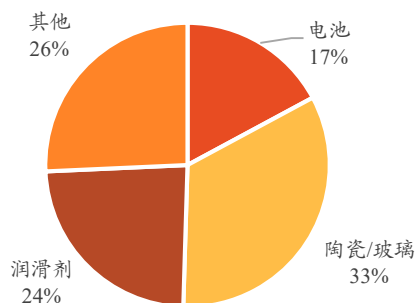
图 26：锂相关产业链



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

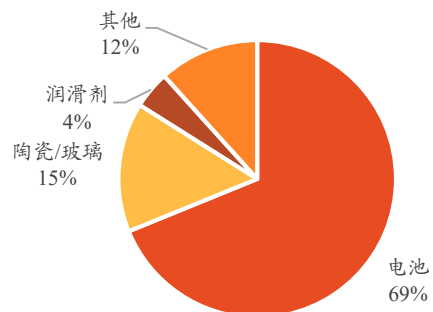
电池已经成为锂最主要的应用领域。2010 年，锂的下游需求较为均衡，电池领域占比仅为 17%，第一大下游行业是陶瓷和玻璃；到 2020 年，全球锂资源近 70% 被用于锂电池中，锂电池需求的快速增长使其成为锂的第一大应用领域。

图 27：2010 年电池、陶瓷/玻璃、润滑剂是锂的主要应用领域



资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

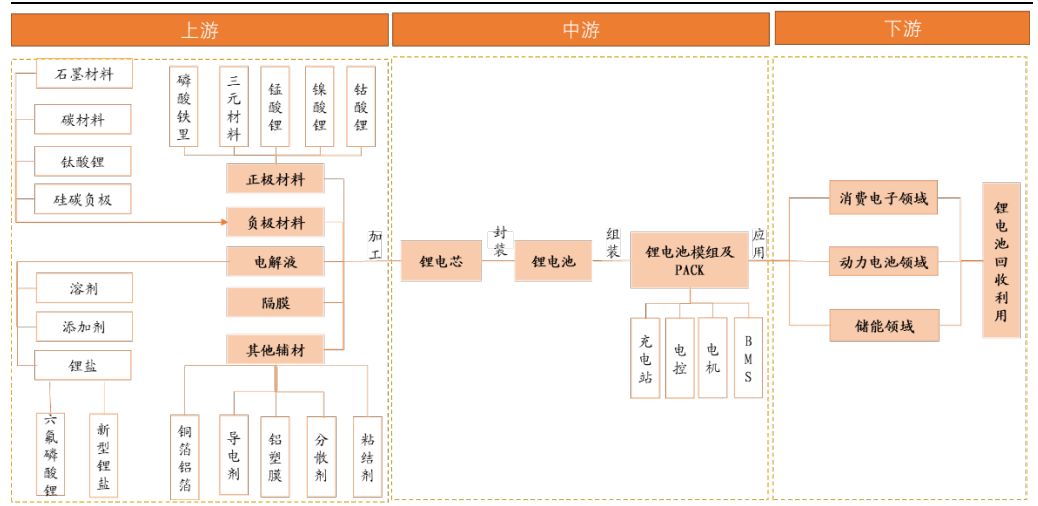
图 28：2020 年，电池是锂的主要下游行业



资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

锂在电池领域用于制作正极材料。正极材料是决定锂离子电池性能的关键材料之一，主要有钴酸锂、磷酸铁锂、锰酸锂和三元材料(镍钴锰酸锂、镍酸锂)等，目前国内主流的锂电池正极材料是磷酸铁锂和三元材料，根据添加正极材料不同可制作储能电池、动力电池和 3C 电池。

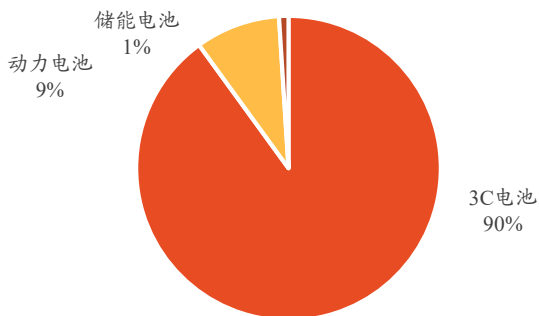
图 29：锂电池结构图



资料来源：赛睿研究，浙商证券研究所

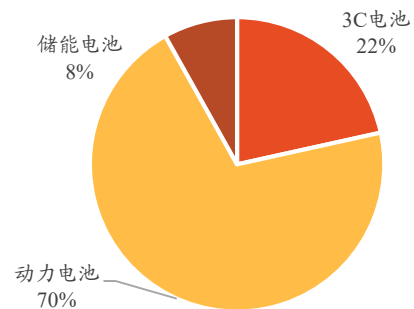
锂电池主要用于新能源汽车、储能和消费电子中，新能源汽车和储能的占比快速提升。2012年中国锂电池中，3C电池占比达到90%，动力电池仅9%，储能和其他用途锂电池占比1%；到2020年，3C电池占比下降到22%，动力电池占比达到70%，储能电池的占比也升至8%，新能源汽车将成未来锂主要需求来源。

图 30：2012 年锂电池主要用于消费电子



资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

图 31：2020 年锂电池主要用于动力电池

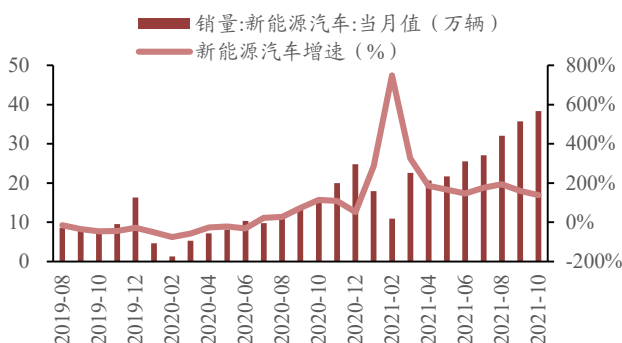


资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

### 3.1. 新能源汽车处于行业爆发期，锂电池正极材料装机量增加

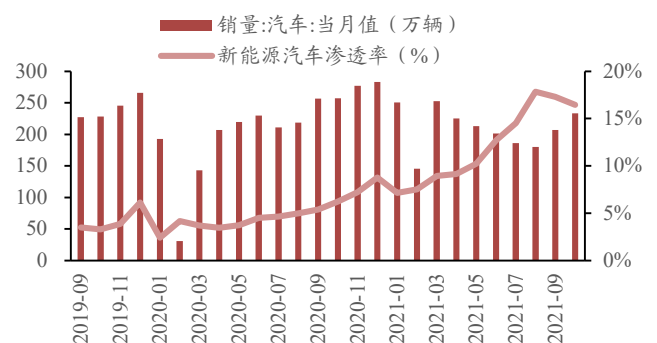
新能源汽车渗透率大幅提升，市场处于高速爆发期。根据中汽协公布数据，2021年10月我国实现汽车销量233万辆，同比下降9%，但新能源汽车销量38万辆，同比增长233%，新能源汽车渗透率持续走高，10月份达到16%，远超2019/2020年同期水平。

图 32：新能源汽车销量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：新能源汽车渗透率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**行业政策逐渐出台，推动新能源汽车发展浪潮。**随着绿色经济的兴起，碳中和已成为全球大趋势，由于燃油车排放是全球温室气体的重要来源（约占 10%），新能源车成为各国减排重要的一环。目前，各国纷纷制定能源转型战略，将新能源汽车作为节能领域重要产品，并推出了一系列新能源汽车的补贴政策和远景规划，大力推动新能源汽车的渗透和发展。

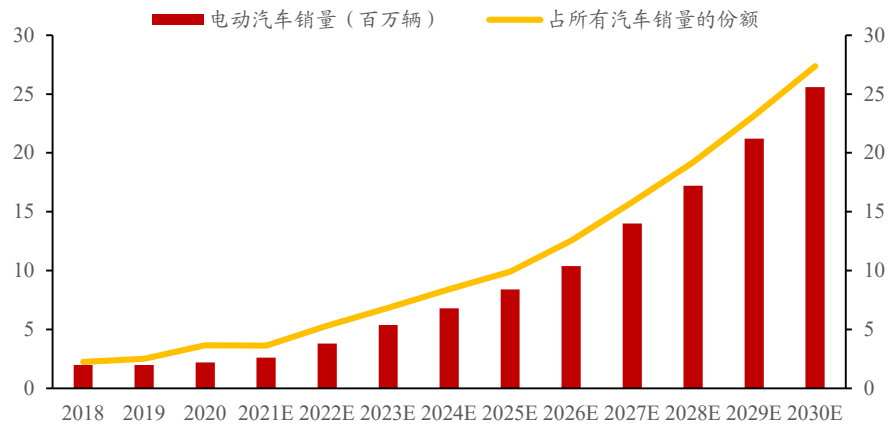
**表 19：全球碳中和及新能源汽车政策**

国家	碳中和政策	新能源汽车发展规划	传统车禁售计划
中国	力争 2030 年前二氧化碳排放达到峰值，2060 年前实现碳中和	2025 年新能源汽车销量占汽车总销量 15%-25%，电动汽车占新能源销量的 90%以上；2030 年新能源汽车销量占汽车总销量 30%-40%，电动汽车占新能源销量的 93%以上；2035 年新能源汽车销量占汽车总销量 50%-60%，电动汽车占新能源销量的 95%以上	2035 年将停售燃油车，到 2050 年将全面停止使用燃油车
美国	到 2035 年，通过向可再生能源过度实现无碳发电到 2050 年	美国马萨诸塞州与其他 14 个州以及哥伦比亚特区签署了一份谅解备忘录，设定到 2050 年实现 100%零排放汽车销售的目标	美国加州计划 2035 年起禁止传统燃油车上市销售
日本	2013 年已实现碳达峰，碳排放峰值为 14.08 亿吨二氧化碳当量。提出 2050 年日本实现净零排放的目标	2021 年 1 月表明“到 2035 年，销售的新车将 100%为电动车辆”。	2035 年前实现电动汽车取代新型汽油动力汽车的目标
韩国	2013 年实现碳达峰，峰值为 6.97 亿吨二氧化碳当量，计划 2050 年实现碳中和	2021 年 1 月公布《无公害汽车补贴全面改编案》，价格在 6 千万韩元（约合人民币 36 万元）以下的车辆可以获得全额补助金，6-9 千万韩元的车辆可以获得 50%的补助金。计划 2021 年普及电动车，氢能汽车等环保汽车共 13.6 万辆。	2035 年起禁止在首尔销售燃油车
德国	2030 年德国温室气体排放量较 1990 年减少 55%，2050 年实现“碳中和”	2022 年底，德国将在其汽车工业和相关行业公司的基础上再建立至少 15,000 个充电点，到 2030 年，将建立 100,000 个充电站，上路 700 万至 1000 万辆电动汽车。	2030 年后禁售传统汽车
法国	2019 年将净零排放目标纳入法律，计划于 2050 年实现碳中和	计划 2021 年底建成 10 万个充电站，2025 年生产 100 万辆新能源汽车。	2040 年全面停止出售汽油车和燃油车
英国	明确在 2050 年实现零碳排放	承诺在未来两年内投入 2000 万英镑用于安装街边充电桩。	2030 年起全面禁售汽油和柴油汽车

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

**在政策鼓励和电动化、智能化背景下，未来全球新能源汽车渗透率有望达 28%。**预计未来 3-5 年，中国、欧洲和美国三大汽车消费市场新能源车渗透率将快速提升，带动全球新能源车产业链发展。根据彭博新能源预计，到 2030 年，全球新能源汽车销量将达到 2,600 万台，渗透率达到 28%，从 2020 年到 2030 年年化复合增长率达到 27.8%。

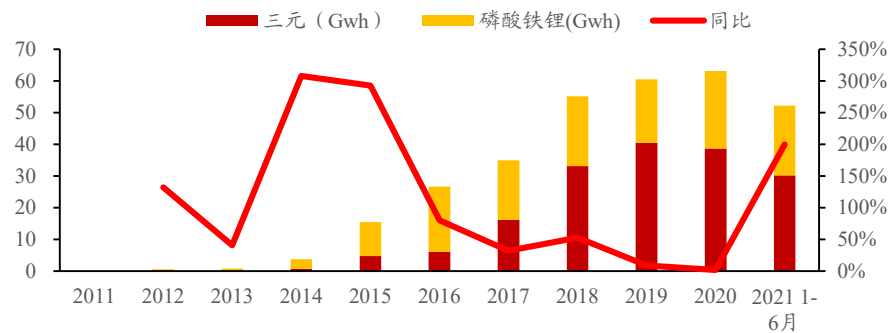
图 34：预计 2030 年全球新能源汽车渗透率将达到 28%



资料来源：BNEF，浙商证券研究所

**新能源汽车行业拉动锂电景气度，动力电池装机量大增。**动力电池的出货量与新能源汽车市场趋势高度相关，新能源汽车销量的上行将带动电池产量及电动化零部件新增量。据鑫椏锂电统计，中国 2021 年 1-6 月动力电池装机量同比大增，2021 年 6 月动力电池累计产量达 74.7GWh，同比增长 217.5%，装车量累计达 52.5GWh，同比增长 200.3%。

图 35：中国 2021 年上半年动力电池装机量同比大增

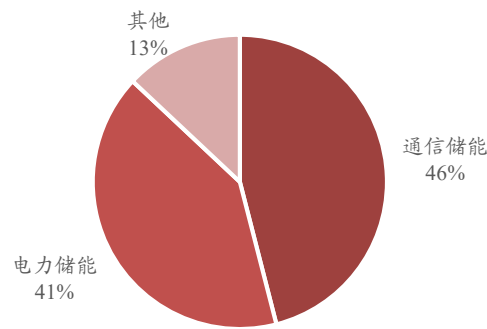


资料来源：鑫椏锂电，浙商证券研究所

### 3.2. 风电、光伏、基站发展，带动电化学储能电池需求提升

**储能电池是锂电池第二大增长前景领域。**根据 GGII 初步统计，2012-2020 年，全球锂电储能电池占比从 1%提升至 8%，其中 2020 年中国储能锂电池出货量 16GWh，电力储能 6.6GWh，占比 41%，通信储能 7.4GWh，占比 46%，其他包括城市轨道交通、工业等领域用储能锂电池。

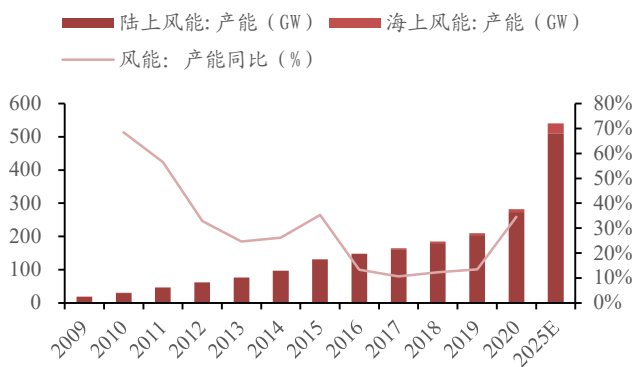
图 36：2020 年储能电池出货结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

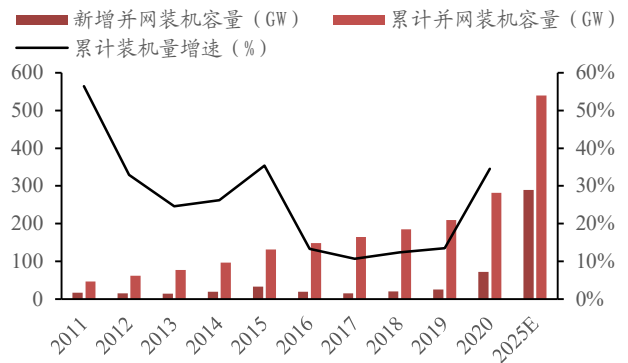
电力储能中，风电装机量保持稳定增长。2020 年，我国风力发电机组装机累计容量 282GW，占世界比例 39%，同比增长 35%。“十四五”期间，在产业政策引导和市场需求驱动的双重作用下，预计到 2025 年我国风电装机新增风电装机容量在 289GW，全国风电装机容量达到 540GW。

图 37：中国陆上风能与海上风能资源



资料来源：Wind，浙商证券研究所

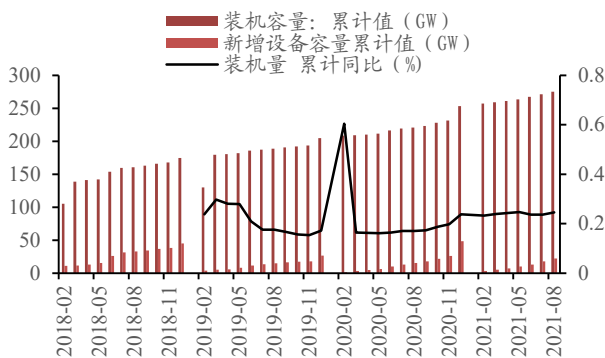
图 38：风电机组累计、新增装机量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

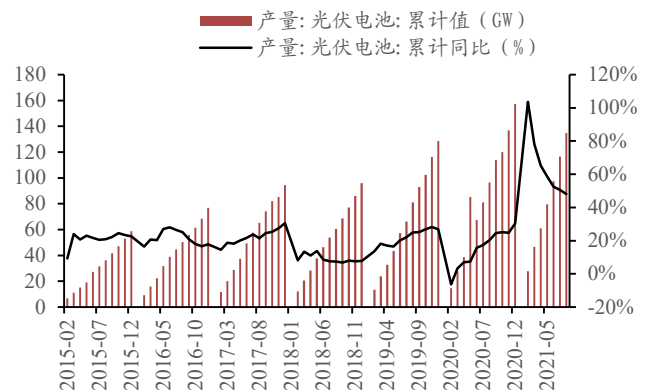
光伏装机量持续提升，光伏电池产量持续增长。截止 2021 年 8 月份，我国累计装机量 275GW，同比增长 25%，累计新增装机量 22GW，同比增长 45%，光伏电池产量累计 135GW，同比去年增长 48%。在“十四五”规划下，2025 年光伏发电装机量有望达到 300-400GW，新增光伏装机量有望突破 100GW 大关，带动光伏电池需求增长。

图 39：太阳能发电装机容量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 40：光伏电池产量



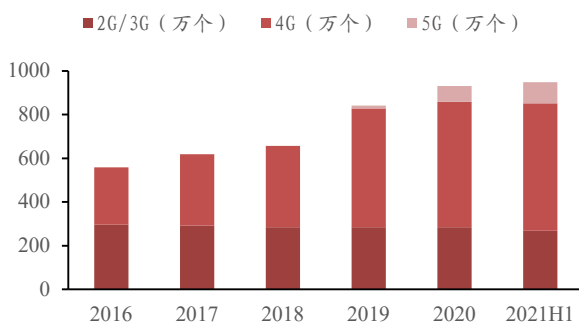
资料来源：Wind，浙商证券研究所



**5G 基站带动高能量密度电池需求。**蓄电是保证通信基站连续供电的核心设备。以往通讯储能电池主要使用的是铅酸电池，随着物联网、移动通信、VR 等发展，5G 基站逐渐代替 3G、4G 基站广泛布局，对于电池能量密度有更高的要求，磷酸铁锂电池以高安全、长寿命、低成本等优势，加速替代铅酸电池。

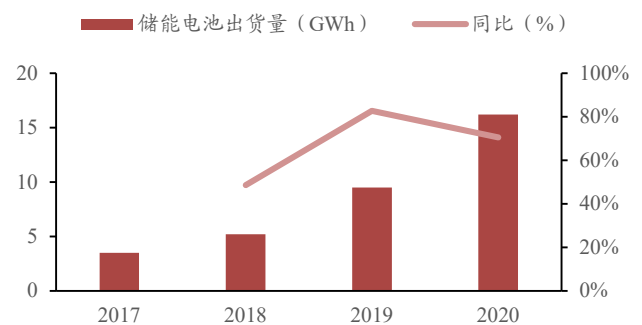
**通讯储能锂电池出货量快速增长。**2020 年中国储能电池市场出货量为 16.2GW，同比增长 71%，其中，磷酸铁锂电池占储能锂电池的 90%以上。在能源绿色低碳转型背景下，风电、光伏等新能源发电、电网侧频调峰以及 5G 基站建设等带动电化学储能电池需求提升。

图 41：2015-2021H1 移动通信基站结构



资料来源：工信部，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 42：中国通讯储能锂电出货量

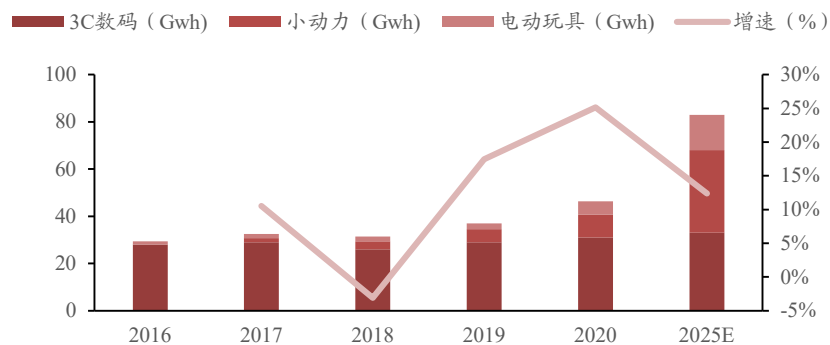


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

### 3.3. 消费电子领域日益成熟，3C 电池需求趋于平稳

锂电池在消费电子领域可用于 3C 数码等、电动玩具、小家电等，主要使用高端钴酸锂和三元电池，部分也使用磷酸铁锂。根据 GGII 数据，2020 年中国 3C 领域锂电池出货量为 46.3GWh，同比增长 25%，预计 2025 年中国 3C 领域锂电池市场出货量将达到 83GWh，2021-2025 年复合增长率为 12.38%，需求趋于平稳。

图 43：中国 3C 锂电池市场出货量



资料来源：GGII，浙商证券研究所

### 3.4. 锂电池行业带动下，预计 2023 年全球锂总需求为 91 万吨

**受益于新能源行业，锂行业需求高速爆发。**根据前述分析，我们对锂行业需求测算：

新能源汽车方面，在全球碳中和政策背景下及汽车电动化、智能化大趋势下，新能源汽车市场进入快速增长通道，预计 2021-2023 年中国及海外新能源汽车销量将分别达到 350/550/670 万辆及 682.2/985.0/1320.6 万辆。对应全球动力电池装机量达到 333/529/692GWh，考虑备货及质保需求，对应动力锂电池产量达到 449/661/844GWh。

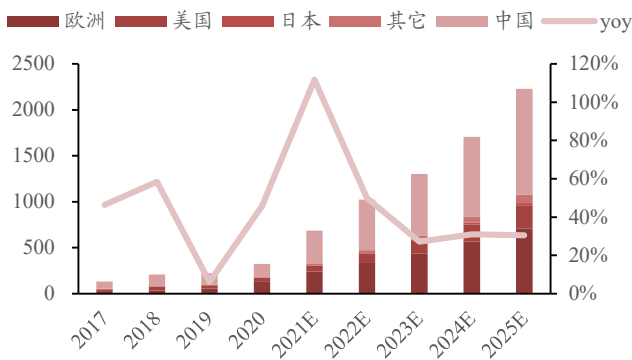
储能方面，全球各国的碳中和政策正在逐步推进，新能源发电装机占比提高，风、光发电的天然不稳定性推动储能电池需求提升，高能耗储能通信基站提升高端储能电池需求，预计储能领域将极大拉动磷酸铁锂的需求。根据我们测算，预计 2021-2023 年全球储能行业总装机量将达到 78.0/119.4/182.9GWh。

消费电子方面，小家电、电动工具、3C 电子、无人机等带动高端钴酸锂和三元电池需求稳定增长。预计 2021-2023 年消费领域电池产量达到 107.4/121.1/133.2 GWh。考虑两轮车电动化和智能化带来的锂电池需求，预计 2021-2023 年锂电池总装机量分别为 534.66/788.91/1034.14GW。

根据行业数据，假设磷酸铁锂、NCM333、NCM 523、NCM 622、NCM811、NCA、钴酸锂和锰酸锂的碳酸锂当量单耗为 0.52/0.73/0.68/0.64/0.70/0.70/0.71/0.39kg/kWh。分部计算求和得到 2021-2023 年的锂行业需求是 41.73 万吨、59.05 万吨、75.22 万吨。

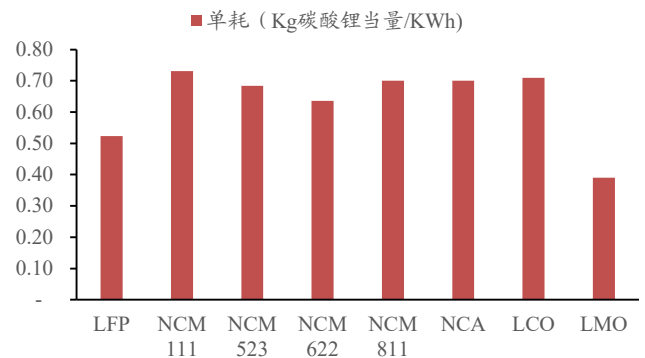
考虑到锂在其他行业里的需求以及备货需要，预计 2021-2023 年锂行业总需求量为 55.91 万吨、73.69 万吨、90.53 万吨，三年年化复合增长率达到 39%。

图 42：预计 2025 年全球新能源汽车销量 2227 万辆



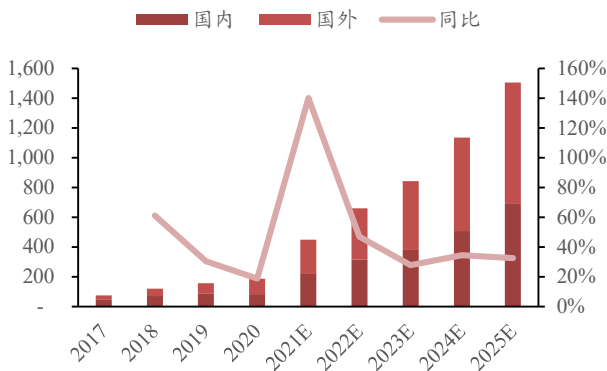
资料来源：GGII，鑫椏锂电，BNEF，浙商证券研究所测算

图 43：各电池对锂单耗情况



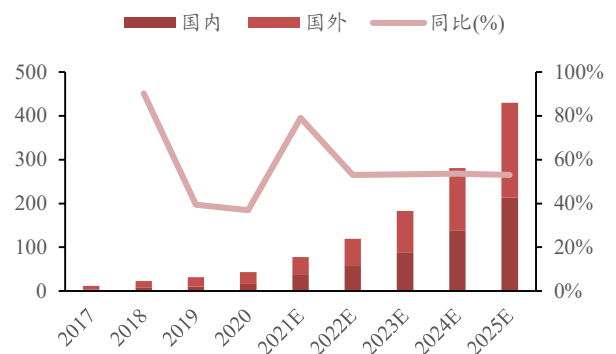
资料来源：GGII，鑫椏锂电，BNEF，浙商证券研究所测算

图 44：预计 2025 年动力电池生产量为 1506Gwh



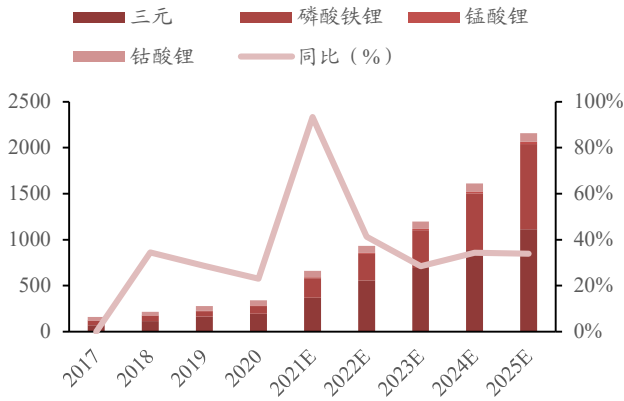
资料来源：GGII，鑫椏锂电，BNEF，浙商证券研究所测算

图 45：预计 2025 年储能领域电化学装机量达到 430GWh



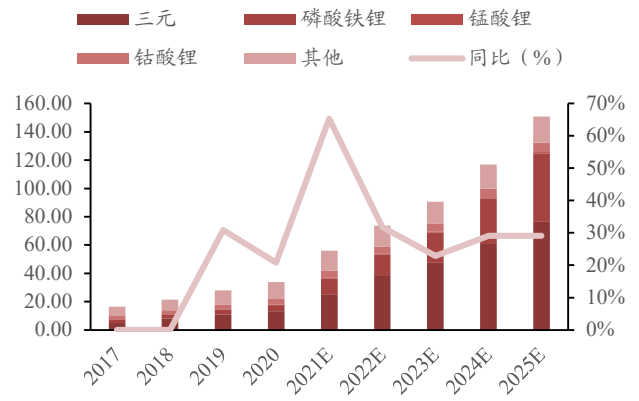
资料来源：GGII，鑫椏锂电，BNEF，浙商证券研究所测算

图 46: 预计 2025 年全球锂电池总需求量达到 2157GWh



资料来源: GGII, 鑫椏锂电, BNEF, 浙商证券研究所测算

图 43: 预计 2025 年全球锂总需求量为 151 万吨



资料来源: GGII, 鑫椏锂电, BNEF, 浙商证券研究所测算

表 10: 碳酸锂需求量汇总

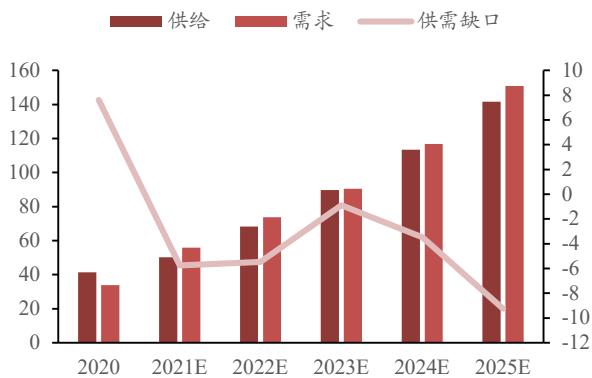
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
三元	13.30	25.32	37.25	47.41	60.70	76.37
磷酸铁锂	4.36	11.11	14.54	21.46	32.29	48.31
锰酸锂	0.27	0.35	0.45	0.59	0.76	1.02
钴酸锂	3.99	4.96	5.42	5.77	6.13	6.51
锂电池合计	21.91	41.73	57.65	75.22	99.88	132.21
其他	11.91	14.17	14.50	15.44	16.97	18.61
总计	33.82	55.91	73.69	90.53	116.86	150.82
增速 (%)	21%	65%	32%	23%	29%	29%

资料来源: GGII, 鑫椏锂电, BNEF, 浙商证券研究所测算

### 3.4.1. 供需持续失衡化, 锂价高位运行

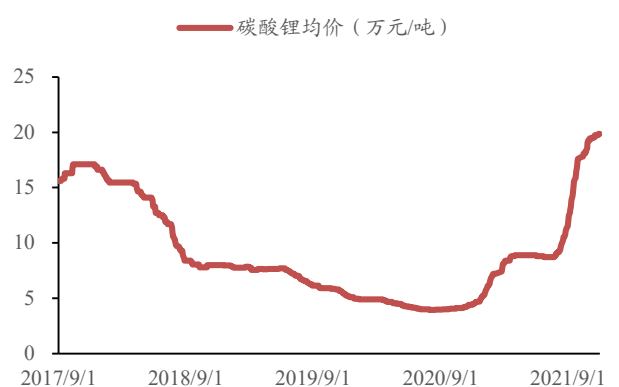
供需矛盾持续紧张, 锂价有望上涨。结合前述分析, 供给端海内外产能释放有限, 锂资源供给短期增量有限, 预计到 2025 年, 全球锂资源供给约为 142 万吨。需求端受新能源汽车、风电、光伏、5G 基站等新兴行业的兴起以及智能手机、计算机等电子消费领域的稳定放量, 带动锂化合物需求增长, 预计到 2025 年, 全球锂资源需求为 151 万吨。供给缺口达到 9 万吨, 未来锂资源处于供不应求的格局, 预计未来锂化合物价格继续上行。

图 48: 预计 2025 年供需缺口将达到 9 万吨



资料来源: GGII, 鑫椏锂电, BNEF, 浙商证券研究所测算

图 49: 碳酸锂价格走势



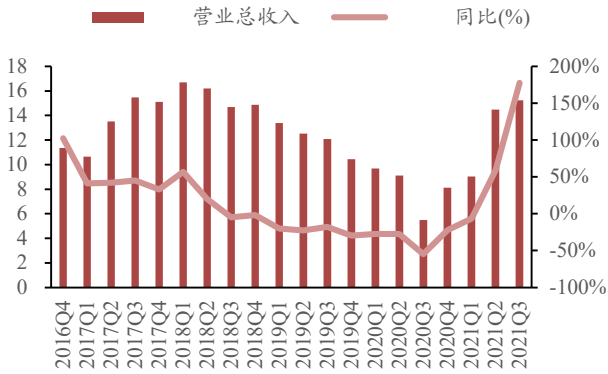
资料来源: 亚洲金属网, 浙商证券研究所

## 4. 否极泰来，业绩底部反转

### 4.1. 2018年四季度前，业务有的放矢，财务基本稳定

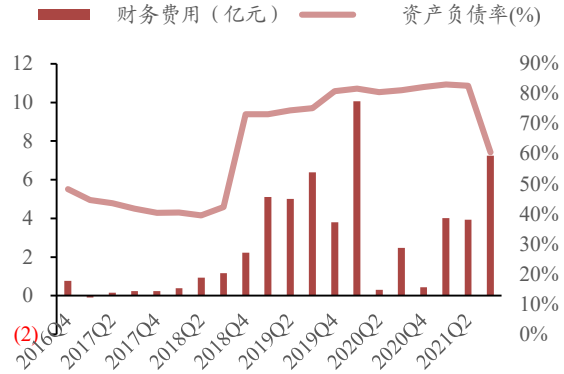
自2010年深交所上市以来，公司积极布局锂资源和锂化工产品。2012年，公司取得四川省雅江县措拉锂辉石矿采矿许可证。2014年，公司收购拥有格林布什矿场的泰利森母公司文菲尔德51%权益，收购西藏矿业持有的扎布耶锂业20%股权。2015年，公司收购江苏张家港的碳酸锂生产基地。2017年，公司收购重庆铜梁工厂，增加金属锂产能。

图 52：公司营业收入情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 53：公司资产负债率和财务费用情况

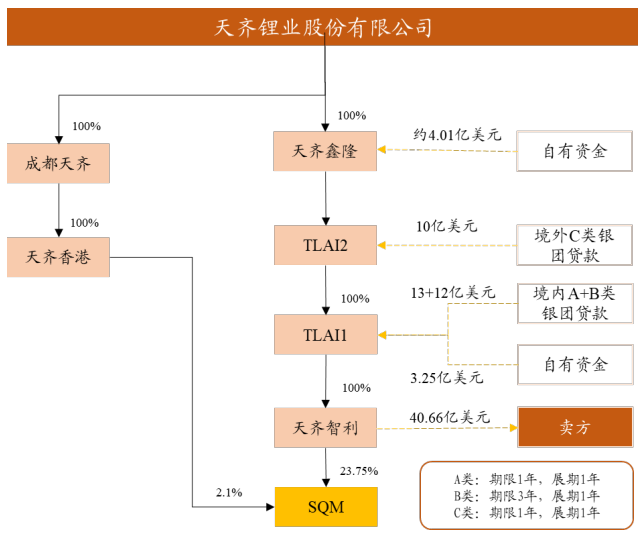


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 4.2. 2018年末-2020年，巨额收购SQM，业绩大幅下滑

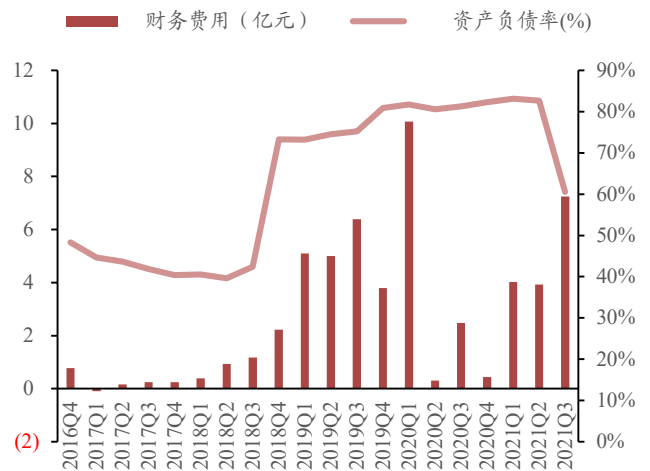
巨额收购SQM，债务压力大幅增长。2018年末，公司基于战略布局锂资源角度，贷款35亿元收购SQM23.77%的股权，公司财务费用和资产负债率大幅增加，2020年底公司资产负债率高达82%，债务压力剧增。

图 54：2018年收购SQM时交易结构图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

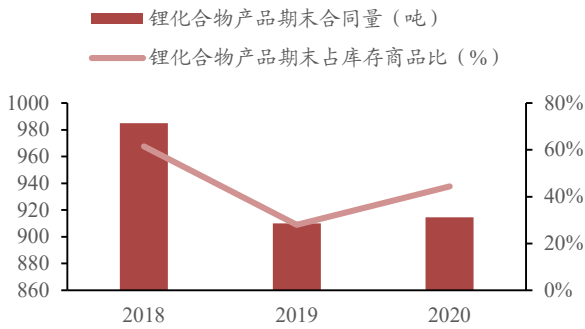
图 55：公司资产负债率和财务费用情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

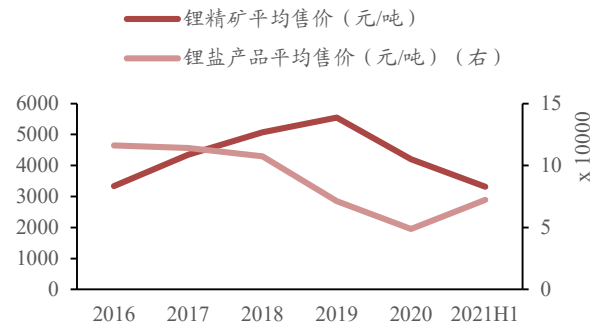
需求疲软，锂价回调，销售收入、净利润呈负增长。盈利状况大幅下滑。2015年四季度以来的锂产品价格大幅上涨刺激企业加快扩产计划，相关产品新增产能逐渐增加，2018年以来，锂盐产能相对集中释放，进入2019年，由于在新能源汽车退坡下锂需求疲惫，上游供给释放过快，行业供需关系格局转变，公司到手订单下降，锂化工产品平均售价出现明显回调，公司销售收入、净利润水平呈负增长。

图 56: 公司锂盐订单情况



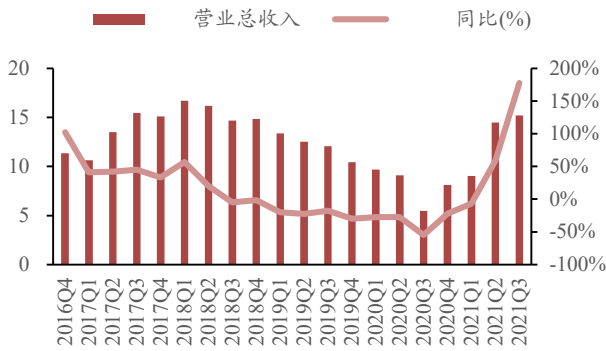
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 57: 公司锂精矿、锂盐产品均价



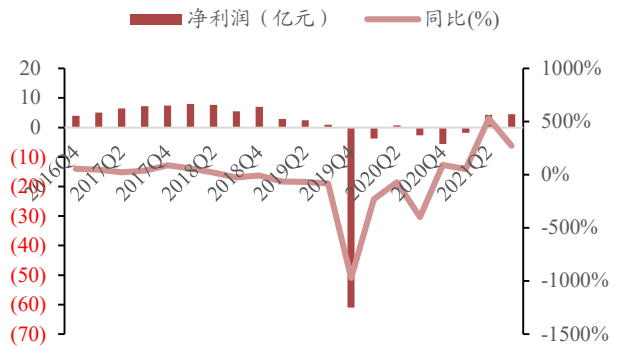
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 58: 公司营业收入情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

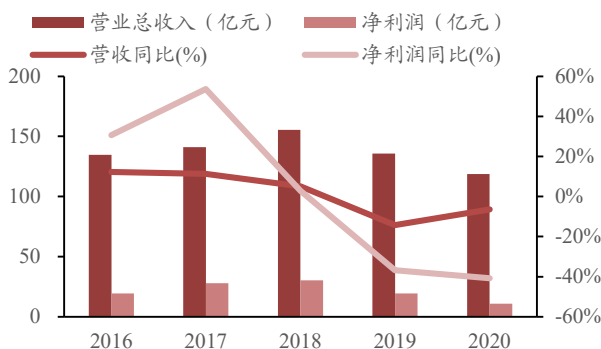
图 59: 公司净利润情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

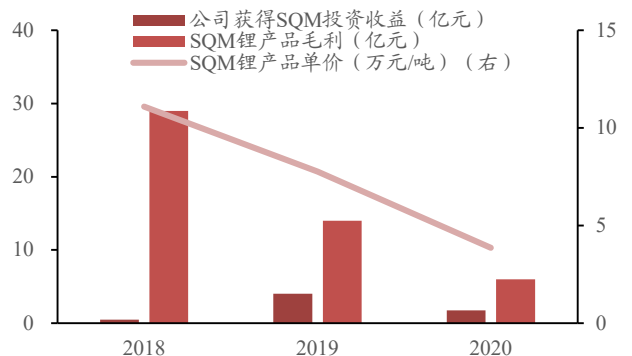
**巨额收购 SQM, 投资收益大幅下降。**2018 年底, 公司贷款收购 SQM, 到 2019 年下半年, 受锂行业景气影响, SQM 锂产品销售均价及净利润下降, 股价一路下滑, 2020 年已经跌破 20 元, 天齐投资收益大幅下滑, 2019-2020 年公司从 SQM 获得投资收益仅为 4.03、1.75 亿元。

图 60: SQM 盈利情况



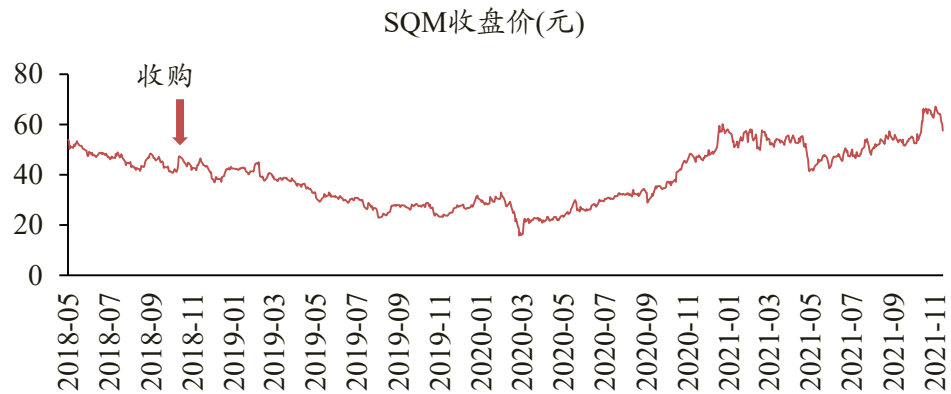
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 61: SQM 投资收益



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 62: SQM 股价变动



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**争取银团并购贷款展期, 缓解公司债务压力。**2019-2020 年, 公司净利润处于亏损状态, 随着 A+C 类并购银团贷款到期带来的债务负担加剧, 公司积极争取银团展期项目, 降低期间利息费用, 为公司偿债争取缓和期。

表 21: 公司银团贷款展期情况

时间	事项	还款情况 (亿美元)	剩余贷款余额 (亿美元)	到期时间
2018 年 10 月	签订境内外银团贷款协议, 收购 SQM23.57% 股权	---	A 类: 13 B 类: 12 C 类: 10	A+C: 2019 年 B 类: 2021 年
2019 年 12 月	以子公司做担保, 申请 1 年展期	---	A 类: 13 B 类: 12 C 类: 10	A+C: 2020 年 B 类: 2022 年
2020 年 1 月	使用 2019 年 12 月配股募集资金提前偿还境外银团贷款本金约 4.16 亿美元	C 类: 4.16	A 类: 13 B 类: 12 C 类: 5.84	A+C: 2020 年 B 类: 2022 年
2020 年 12 月	修订 A+C 类贷款展期函公司, AC 类 18.84 亿美元展期修订至 2021 年, 可申请至 2022 年底, B 类 12 亿元延展至 2023 年, 经贷款人同意可 2024 年	---	A+C 类: 18.84 B 类: 12	A+C: 2021 年 B 类: 2024 年
2021 年 6 月	引入 IGO, 获得 14 亿美元注册资本, 其中 12 亿美元用于还境内 AC 类银团贷款	A+C 类: 12	A+C 类: 6.84 B 类: 12	A+C 类: 2021 年 B 类: 2024 年
2021 年 8 月	TLAI 将通过 ITS 所得税退税款额外偿还银团并购贷款本金 1,100 万美元及对应利息	A+C 类: 0.11	A+C 类: 6.73 B 类: 12	A+C 类: 2021 年 B 类: 2024 年
2021 年 11 月	银团同意 AC 类剩余 6.68 亿美元延展 2022 年底	---	A+C 类: 6.73 B 类: 12	A+C 类: 2022 年 B 类: 2024 年
<b>剩余银团贷款余额</b>			18.73	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**签订领式期权合同, 对冲融资成本。**2019 年下半年, 为应对 SQM 股价持续走低, 公司子公司天齐香港与摩根士丹利签订了 VPF 合同, 将所持有的部分 SQM 公司 B 股股票押记给摩根士丹利, 以取得 3 年期借款, 并买入与押记股票数额相当的看跌期权, 作为借款偿还能力的保证, 同时卖出与押记股票数额相当的看涨期权以对冲部分融资成本。

2020年,受SQM股票价格、Libor利率波动等因素影响,公司持有的SQM2.1%B领式期权业务与套期保值业务产生的公允价值变动收益较2019年度下降约8.9亿元。

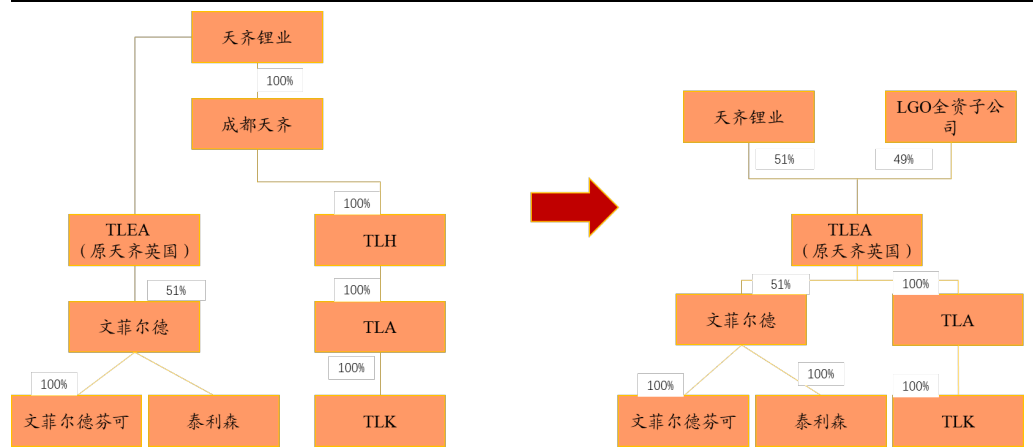
### 4.3. 2021年,引入IGO叠加行业景气,财务状况底部反转

IGO Limited (IGO) 是一家在澳交所上市的多元化采矿、开发和勘探公司,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,与TLEA和天齐的锂业务有天然互补性。

引入战略投资者IGO,新增14亿美元现金流入。2020年12月,公司及全资子公司TLEA与澳大利亚投资人IGO签署《投资协议》,投资人将以现金方式出资14亿美元认缴TLEA新增注册资本,其中12亿美元用于偿还银团并购贷款及对应的全部利息,并于2021年8月进一步偿还0.11亿美元本金及对应的全部利息。

引入条件:公司将原属成都天齐的TLK项目转入TLEA,并转让给IGO TLEA 49%股权。转让后,IGO拥有澳洲奎纳纳项目49%、泰里森25%股权。

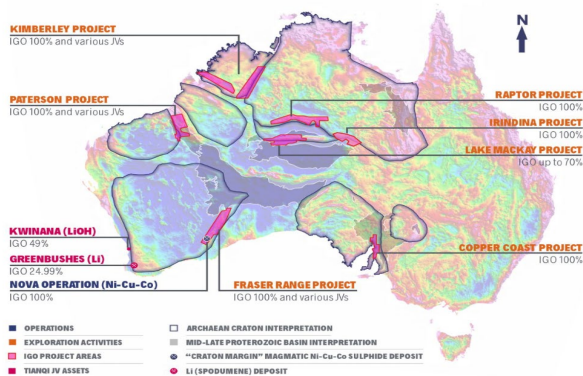
图 63: 引入前后相关主要子公司的股权结构图



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

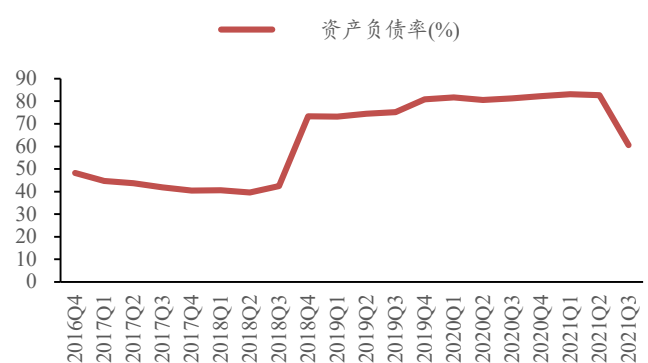
三季度IGO引入完成,公司债务状况明显改善。2021年三季度,TLEA增资扩股引入战略投资者IGO Limited的交易完成,获得12亿美元用于偿还银团贷款,交割完成后,资产负债率从83%下降至62%,推动并购贷款展期计划顺利达成,A+C类6.84亿美元延展至2022年底,12亿美元延展至2024年底,短期债压基本缓解。

图 64: IGO 项目



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

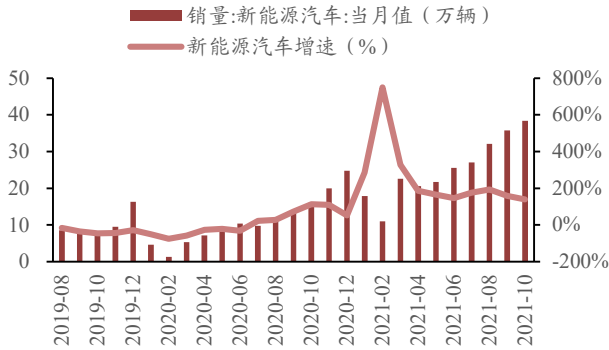
图 65: 公司资产负债率



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

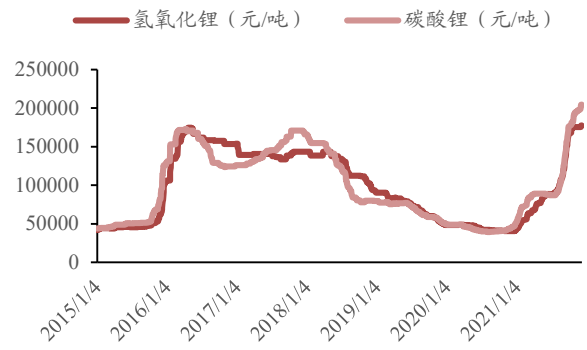
受益下游复苏，盈利状况逐渐好转。2020年下半年以来，新能源汽车等下游行业复苏，带动锂盐价格上行，公司营收持续增长，2021年Q2，公司净利润实现扭亏为盈，公司财务状况底部反转。三季度，公司实现营业收入38.73亿元，同比增长59.58%，归母净利润5.30亿元，同比增长148.02%。

图 66：新能源汽车销量



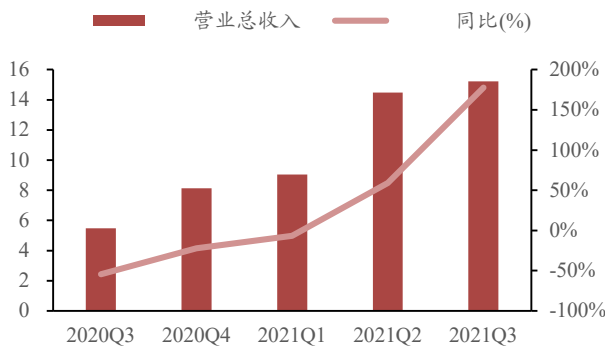
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 67：锂化工产品售价



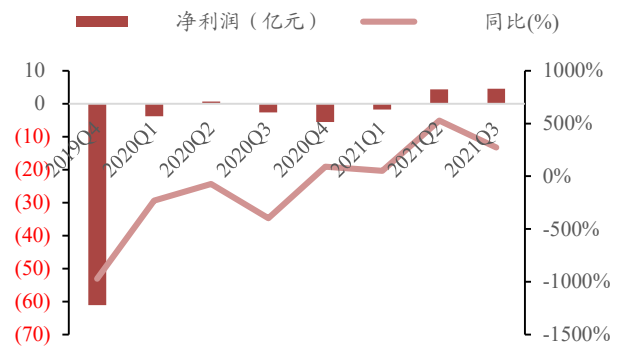
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 68：公司营业收入



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 69：公司盈利状况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所



## 5. 扩产乘风下游，锂业王者归来

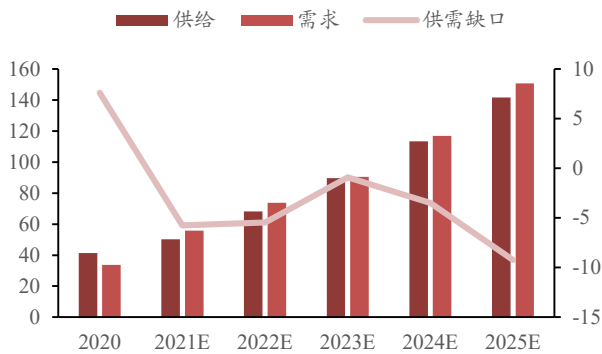
### 5.1. 锂行业下游景气，驱动公司业绩增长

公司为从原矿石开采到最终锂产品的全流程自产模式，锂精矿、锂盐产品成本相对稳定，营收毛利主要受销售价格和数量影响。

**供给短期有限。**在供给端，各企业根据复产、扩产计划良性稳步生产，受锂扩产期较长、疫情等因素，产能释放有限，预计不会对锂价造成很大影响。

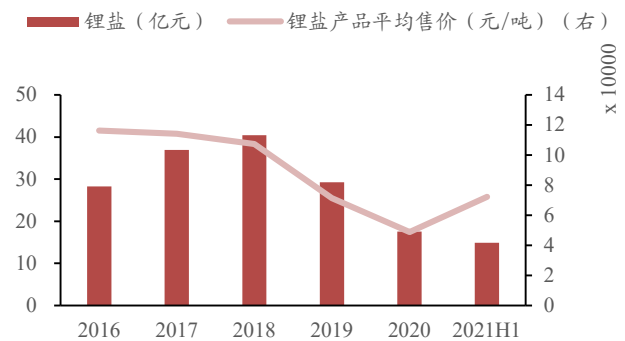
**需求快速爆发。**新能源汽车、风电、光伏等行业需求爆发，带动三元材料、磷酸铁锂等锂电池正极材料需求增长，尽管锂价高位下，下游采购谨慎，但我们预计2025年锂供需缺口仍有9万吨，带动锂价继续上涨，预计2023年锂价仍将高于2021年，带动企业利润大幅增厚。

图 70：锂供需缺口



资料来源：GGII，鑫椏锂电，BNEF，浙商证券研究所

图 71：锂价驱动公司业绩增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 5.2. 资源储量丰富，品质高端，成本位于行业低位

**两大盐湖+盐湖锂矿，公司资源储备丰富。**公司控股澳大利亚格林布什锂辉石矿和四川雅江县措拉锂辉石矿采矿权，同时通过参股日喀则扎布耶和SQM，实现对优质的盐湖锂资源布局，是全球极少数同时布局优质锂矿山和盐湖卤水矿两种原材料资源的企业之一，全球资源掌控能力强，既规避了资源受限制的风险，又延伸了产业链上游。

表 22：公司锂资源储量分布情况（百万吨）

公司名称	储量(万吨)	资源量(万吨)	天齐锂业所占股权比例	天齐锂业权益储量(万吨 LCE)
SQM	4855	NA	25.86%	1256
泰利森	690	878	26%	179
日喀则扎布耶	NA	183	20%	
盛合锂业	NA	63	100%	
合计	5545	1124		1435

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**锂供给有限下，公司产能地位突出。**受新冠肺炎疫情蔓延和锂价低迷影响，近年来多家锂资源企业项目扩张进度迟缓，同时受锂开发地质状况、政策等影响，锂产能扩张周期长，产能恢复有限。公司依托射洪天齐、江苏天齐和重庆天齐工业基地以及泰利森、SQM

等锂矿，中期锂化工产品规划产能合计超过 11 万吨/年，泰利森锂精矿建成产能达 134 万吨/年，规划产能达 194 万吨/年，整体产品规模优势明显。

表 23：国内主要企业产能情况

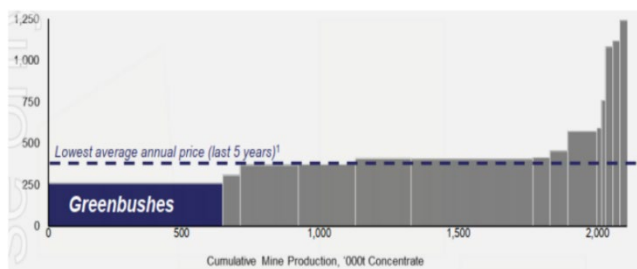
公司名称	锂资源权益当量 (万吨 LCE)	锂精矿 (万吨)	碳酸锂 (万吨)	氢氧化锂 (万吨)	金属锂 (万吨)	氯化锂 (万吨)	锂盐总产能 (万吨)
赣锋锂业	2332	75	4.3 (4)*	8.1	0.16	-	16.46 (4)
天齐锂业	1607	134	3.45 (2)	0.5 (4.8)	0.06	0.47	11.28 (6.8)
雅化集团	-	-	2	3 (5)	-	(1.1)	10.4 (6.1)
融捷股份	-	47	1.5	0.98 (0.8)	-	-	4.48 (2)
盛新锂能	-	7.5	2.5	1.5 (3)	-	-	7 (3)

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所，\*括号内为在建产能

**高品位锂矿，生产运营成本全球最低。**格林布什氧化锂品味 2.1%，开采难度小，有近 30 年开采经验，技术工艺成熟，以此生产的碳酸锂、氢氧化锂等锂化工产品拥有较低的成本曲线。根据 Roskill 统计，大部分锂矿运营成本在 360-400 美元/吨，格林布什在 246 美元/吨。随着产量扩大，格林布什锂矿成本还将有所下降。

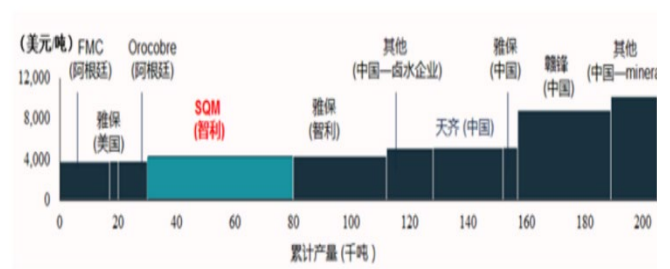
**控股 SQM，锂盐加工具备低成本优势。**SQM 凭借阿塔卡玛盐湖的优质资源禀赋，加上成熟的工艺、完备的设施和丰富的团队运营经验，其生产碳酸锂的综合生产成本较低。公司依据 SQM 先进工艺，对各种生产工艺、设备和技术不断完善和革新，优化工艺流程，降低单位产品成本，保持较高的毛利水平。

图 72：格林布什锂矿 2019 年现金成本与市场平均售价



资料来源：IGO，浙商证券研究所

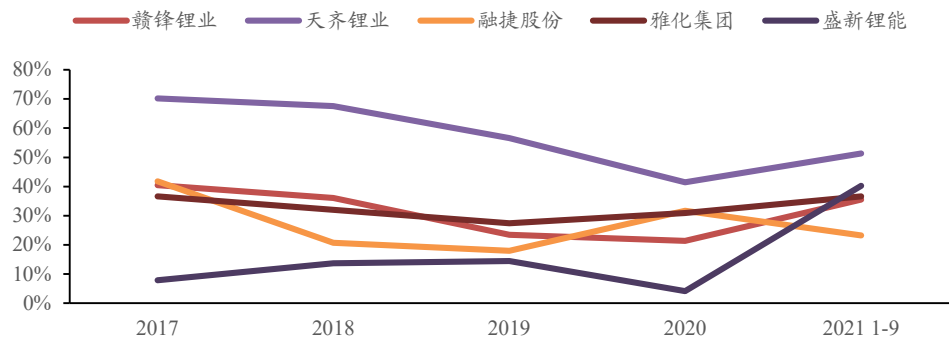
图 73：全球锂化工产品生产企业的碳酸锂提锂成本比较



资料来源：Roskill，公司公告，浙商证券研究所

**综合毛利处于行业领先。**受锂需求疲软、锂价下降等因素影响，2019-2020 年，行业内公司综合毛利率整体呈下降趋势，公司毛利率下降与其他公司不存在重大差异，其中 2020 年综合毛利率下降至 41.49% 历史低位，但在行业中仍处于较高水平。

图 74：国内主要锂矿及锂化工企业毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 5.3. 引入战略投资者，银团贷款展期持续推进，有望走出债务困境

**收购 SQM 带来巨大负债。**2018 年底，公司贷款 35 亿元收购 SWM23.75% 股权，当季公司资产负债率从 42% 增长至 73%，公司债务负担剧增。进入 2019，受行业企业产能释放速度过快，新能源汽车退补等因素影响，行业供需格局转变，锂价持续走低，公司收入迅速下降，净利润出现亏损，尽管银团贷款展期持续推进，公司巨额贷款偿还仍困难。

**引入 IGO 带来 14 亿美元资金。**2020 年底，公司基于增强现金流角度引入 IGO 控股 TLEA，获得 14 亿美元注册资金，其中 12 亿美元用于偿还银团贷款，加上 2020 年募集资金还款 4.16 亿元，公司剩余贷款 18.84 亿美元，资产负债率从 83% 下降至 62%，债务状况明显改善。

**展期实质性条件达成，为公司解决债务压力迎来更多缓和空间。**IGO 的引入不影响公司在泰利森的锂精矿权益，同时资金支持保障了 TLEA 中 TLK 澳洲奎纳纳项目的顺利进行，在引入后，公司贷款余额减少超过三分之一，达成银团对公司贷款的持续展期的实质性条件。2021 年 11 月，公司剩余 6.68 亿美元 AC 类贷款顺利展期至 2022 年底，有利于改善公司债务结构，缓解公司资金压力，更好支持公司的业务开展。

**表 24：公司银团贷款展期情况**

时间	事项	还款情况 (亿美元)	剩余贷款余额 (亿美元)	到期时间
2018年10月	签订境内外银团贷款协议，收购 SQM23.57%股权	---	A类: 13 B类: 12 C类: 10	A+C: 2019年 B类: 2021年
2019年12月	以子公司做担保，申请1年展期	---	A类: 13 B类: 12 C类: 10	A+C: 2020年 B类: 2022年
2020年1月	使用2019年12月配股募集资金提前偿还境外银团贷款本金约4.16亿美元	C类: 4.16	A类: 13 B类: 12 C类: 5.84	A+C: 2020年 B类: 2022年
2020年12月	修订A+C类贷款展期函公司，AC类18.84亿美元展期修订至2021年，可申请至2022年底，B类12亿元延展至2023年，经贷款人同意可2024年	---	A+C类: 18.84 B类: 12	A+C: 2021年 B类: 2024年
2021年6月	引入IGO，获得14亿美元注册资本，其中12亿美元用于还境内AC类银团贷款	A+C类: 12	A+C类: 6.84 B类: 12	A+C类: 2021年 B类: 2024年
2021年8月	TLAI将通过ITS所得税退税款额外偿还银团并购贷款本金1,100万美元及对应利息	A+C类: 0.11	A+C类: 6.73 B类: 12	A+C类: 2021年 B类: 2024年
2021年11月	银团同意AC类剩余6.68亿美元延展2022年底	---	A+C类: 6.73 B类: 12	A+C类: 2022年 B类: 2024年
<b>剩余银团贷款余额</b>			18.73	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 5.4. 澳洲奎纳纳项目有望达产，带动公司产能释放

**澳洲奎纳纳 4.8 万吨单水氢氧化锂项目建设中。**奎纳纳项目是2016年由成都天齐旗下的 Tianqi Lithium Australia Pty Ltd（以下简称“TLA”）开启的单水氢氧化锂 4.8 万吨建设项目，建成后专为电动汽车和储能市场提供高品质电池原材料，项目建设分为 2 期，目前一期项目处于阶段性调试阶段，有望在 2021 年底投产，在 2022 年底达产，二期“年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目”主体工程已基本完成，目前仍处于暂缓建设状态。

**IGO 引入助力项目建设。**IGO 引入前，奎纳纳氢氧化锂项目由成都天齐 100% 控制，引入后，成都天齐将 TLA 项目全部转让给控制格林布什矿山的 TLEA，公司规定将 14 亿美元偿债后剩余资金用于氢氧化锂工厂运营和调试，奎纳纳项目资金和原材料供应均得到保证。

**一期项目预计带来权益产能 1.22 万吨，公司产能持续释放。**目前一期项目正在进行调试和整改建设，预计 2021 年 Q3 投产，Q4 达成可销售状态，2022 年 Q4 达产，预计建设后，将为公司带来氢氧化锂权益产能 1.22 万吨，推动公司产能进一步释放。

**表 25：公司产能释放情况**

基地	已有产能 (吨)	投产规划	权益比例	长期权益产能 (吨)
四川射洪	24,200		100%	24200
江苏张家港	20,000		100%	20000
重庆铜梁	600		86.38%	518
遂宁安居	20,000	项目展缓中	100%	20000
澳洲奎纳纳一期	24,000	2021Q3 投产, 2022Q4 达产	51%	12240
澳洲奎纳纳二期	24,000	预计 2023 年底投产	51%	12240
SQM 产能	70,000	2022 年底扩产至 18 万吨碳酸锂, 3 万吨氢氧化锂	25.86%	54306
<b>合计产能</b>				<b>143504</b>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

预计奎纳纳一期带来权益毛利 0.27-1.19 亿美元。根据公司 6 月份假设，2021 年四季度首批氢氧化锂产量达成，2022-2025 年按照 2.3 万吨年销量预测爬坡完成后的稳定年度销量，单位氢氧化锂的锂精矿消耗量约 6.3 吨，结合 Roskill 预测氢氧化锂价格、锂精矿价格，预计未来 5 年，奎纳纳项目将为公司带来权益毛利 0.27-1.19 亿美元。目前氢氧化锂价格已上涨到 25 万元/吨，供需矛盾下锂价高位稳态，带动公司营收进一步增长。

**表 26：奎纳纳一期氢氧化锂项目盈利预测**

奎纳纳盈利预测	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿美元)	0.71	2.76	2.86	3.17	3.43
氢氧化锂产量 (万吨)	0.6	2.4	2.4	2.4	2.4
氢氧化锂销量 (万吨)	0.6	2.3	2.3	2.3	2.3
氢氧化锂价格 (万美元/吨)	1.18	1.2	1.25	1.38	1.49
营业成本 (亿美元)	0.18	0.80	0.86	1.00	1.10
单吨氢氧化锂用锂精矿量 (吨)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
锂精矿价格 (美元/吨)	470	556	592	691	758
毛利 (亿美元)	0.53	1.95	2.02	2.17	2.33
公司权益毛利 (亿美元)	0.27	1.00	1.03	1.11	1.19

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 公司产能规划与预测

**锂精矿板块**，公司控股泰利森拥有 134 万吨锂矿产能，权益产能 68 万吨，新建产能 60 万吨，预计 2024 年底完成。2019-2021H1 年锂精矿销量分别为 34.6、35.3、26 万吨。

**锂盐板块**，公司拥有 4.48 万吨锂化合物产能，新建奎纳纳 4.8 万吨氢氧化锂，一期 2.4 万吨将于 2022 年底投产，预计 2021 有 0.6 万吨产能释放，2022 年达产，新建四川安居 2 万吨碳酸锂产能，项目处于暂缓状态。2019-2021H1 锂盐销量分别为 4.4、3.8、2.06 万吨。

假设公司未来锂盐产能利用率分别为 90%/90%/96%，产销率分别为 92%/92%/99%，锂精矿在保障自用量后，基于权益产量逐渐放量。锂盐产品以锂精矿为原料进行生产，碳

酸锂单吨消耗锂精矿 8 万吨，氢氧化锂单吨消耗锂精矿 7 万吨，锂盐 LCE 换算关系为：1 碳酸锂=0.88 氢氧化锂=0.871 氯化锂=5.32 金属锂。预计 2021-2023 年锂精矿销量为 37.70、39.15、40.94 万吨，锂盐销量总量为 4.21、5.70、6.54 万吨。

**表 27：公司锂盐、锂精矿产能与销量情况估计**

产品		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
锂化合物	产能 (吨)	44,800	44,800	50,800	68,800	68,800
	销量 (吨)	41,000	36,000	42,062	56,966	65,388
锂精矿	产能 (吨)	1,340,000	1,340,000	1,340,000	1,640,000	1,640,000
	自用量 (吨)	337962	296747	340544	444872	510636
	销量 (吨)	345,500	352,700	377,026	391,528	409,404

资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

## 6.2. 盈利预测

我们基于以下假设进行预测：

(1) 受新能源行业影响，锂资源面临长期供不应求格局，锂矿价格迅速上涨，21 年锂辉石价格年初不到 500 美元/吨，年末已上涨超 2500 美元/吨。由于公司化学级锂精矿定价采用了过去一个季度的历史价格作为每半年的定价基础，与当期锂市场价格相比呈现一定滞后性，预计 2021-2023 年锂辉石价格分别为 900、2400、2400 美元/吨。

(2) 锂盐产品受益于新能源汽车等行业的发展，需求处于爆发期，2021 年下半年以来价格持续快速上涨，21 年 Q4 国内 99.5%碳酸锂价格 21 万元/吨同比去年 Q4 的 4.4 万元/吨增长 377%，年底碳酸锂价格已上涨超过 25 万元/吨，在供需矛盾下，假设公司 2021-2023 年氢氧化锂、碳酸锂、金属锂、氯化锂价格分别 12/23/22、12.6/26/25、72/140/120、9/16/15 万元/吨，2021-2023 年锂盐综合价格分别为 12.8/25/23.9 万元/吨。

根据以上对公司测算，我们预计 2021-2023 年公司主营业务收入分别为 75.29/202.45/222.63 亿元，同比增长 132%/169%/10%；主营业务毛利分别达到 38.24/111.31/118.06 亿元，同比增长 185%/191%/6%。

**表 28：公司细分业务盈利预测**

产品		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
锂盐	营业收入 (亿元)	29.25	17.57	54.05	142.68	156.15
	营业成本 (亿元)	15.05	13.40	30.88	84.05	96.47
	毛利 (亿元)	14.20	4.16	23.17	58.6	59.7
	毛利率 (%)	48.54%	23.71%	42.88%	41.09%	38.22%
锂精矿	营业收入 (亿元)	19.15	14.81	21.24	59.77	66.48
	营业成本 (亿元)	5.97	5.55	6.17	7.09	8.10
	毛利 (亿元)	13.17	9.26	15.07	52.7	58.4
	毛利率 (%)	68.81%	62.53%	70.94%	88.14%	87.82%
总计	营业收入 (亿元)	48.40	32.38	75.29	202.45	222.63
	营业成本 (亿元)	21.02	18.95	37.05	91.14	104.57
	毛利 (亿元)	27.38	13.43	38.24	111.31	118.06
	毛利率 (%)	56.57%	41.48%	50.79%	54.98%	53.03%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

### 6.3. 估值对比

估值角度看，选取锂盐、锂矿板块中的盐湖股份、赣锋锂业、天华超净、盛新锂能、永兴材料 5 家公司作为对比，5 家公司 2022 年平均 PE 为 24 倍。天齐锂业作为锂源优质的龙头企业，乘风项目扩产和行业景气，业绩扭亏为盈，底部反转。我们给予公司 2022 年 24 倍 PE，对应目标价 108 元，对应市值 1590 亿元，相比当前市值有 26% 上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 29：公司估值对比**

证券代码	证券简称	最新股价（元） (1月26日)	PE				EPS（元）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000792.SZ	盐湖股份	29.95	44.74	31.03	22.32	20.65	0.38	0.97	1.34	1.45
002460.SZ	赣锋锂业	138.76	62.98	48.73	29.16	22.74	0.76	2.85	4.76	6.10
002756.SZ	永兴材料	116.40	85.25	52.89	16.27	13.46	0.66	2.20	7.15	8.65
300390.SZ	天华超净	70.50	67.75	48.79	22.86	14.83	0.52	1.44	3.08	4.75
002240.SZ	盛新锂能	47.57	79.93	51.26	31.77	25.45	0.04	0.93	1.50	1.87
	可比公司 估值平均		68.13	46.54	24.47	19.42	0.47	1.68	3.57	4.56
002466.SZ	天齐锂业	85.67	-31.63	61.21	19.10	17.35	-1.24	1.40	4.49	4.94

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 7. 风险提示

**奎纳纳项目建设不及预期。**公司正在澳洲奎纳纳建设一期 2.4 万吨氢氧化锂产线，预计 2021 年 Q4 达可销售状态，2022 年 Q4 达产，项目可能因多重原因调试进度、投产及达产不及预期。

**后续债务偿还不及预期。**公司引入 IGO 后，仍有 6.84 亿美元本金加利息于 2022 年底到底，12 亿美元本金加利息于 2024 年底到期，如果债务偿还进度不及预期，公司财务风险将进一步加深。

**下游需求不及预期。**新能源汽车、风电、光伏等行业发展带动锂电正极材料需求，2021-2023 年碳酸锂供需缺口拉大带动锂价上涨，公司业绩得以维持。若下游需求未能像预期增长，则对公司销售收入造成影响，业绩下降可能造成公司偿债能力难以缓解。

**疫情蔓延超预期。**超传播型新冠变异株“奥密克戎”迅速蔓延，若后续疫情控股不当，将会影响企业产品生产和项目建设。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2854	4434	8110	15500	<b>营业收入</b>	3239	7529	20245	22263
现金	994	2459	6088	13458	营业成本	1895	3705	9114	10457
交易性金融资产	0	20	23	14	营业税金及附加	27	49	172	167
应收账款	676	778	677	800	营业费用	21	32	53	50
其它应收款	25	33	30	29	管理费用	405	405	680	680
预付账款	11	15	13	13	研发费用	24	36	60	60
存货	851	776	848	825	财务费用	1330	7720	1601	1501
其他	297	352	430	360	资产减值损失	51	0	0	0
<b>非流动资产</b>	39181	40593	41869	42924	公允价值变动损益	(644)	45	45	45
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	148	1200	1000	1000
长期投资	23465	23465	23465	23465	其他经营收益	(12)	6730	0	0
固定资产	4206	6320	8117	9550	<b>营业利润</b>	(1022)	3557	9610	10393
无形资产	3273	3273	3285	3313	营业外收支	(32)	10	10	10
在建工程	6811	6293	5646	5245	<b>利润总额</b>	(1054)	3567	9620	10403
其他	1426	1241	1356	1350	所得税	73	499	1443	1560
<b>资产总计</b>	42036	45026	49979	58424	<b>净利润</b>	(1127)	3067	8177	8843
<b>流动负债</b>	26813	24979	20695	19256	少数股东损益	706	1000	1550	1550
短期借款	2737	7514	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	(1834)	2067	6627	7293
应付款项	1023	1308	1368	1233	<b>EBITDA</b>	(369)	5623	11791	12600
预收账款	0	0	0	0	<b>EPS (最新摊薄)</b>	(1.24)	1.40	4.49	4.94
其他	23052	16158	19327	18023	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	7790	9547	10607	11648		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	4386	6386	7386	8386	<b>成长能力</b>				
其他	3404	3161	3221	3262	营业收入	(33%)	132%	169%	10%
<b>负债合计</b>	34603	34527	31302	30904	营业利润	(117%)	448%	170%	8%
少数股东权益	2226	3226	4776	6326	归属母公司净利润	-	-	221%	10%
归属母公司股东权益	5206	7274	13900	21193	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	42036	45026	49979	58424	毛利率	41%	51%	55%	53%
					净利率	(35%)	41%	40%	40%
					ROE	(22%)	23%	45%	32%
					ROIC	(2%)	12%	24%	22%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	82%	77%	63%	53%
					净负债比率	81%	84%	81%	80%
					流动比率	11%	18%	39%	80%
					速动比率	7%	15%	35%	76%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	7%	17%	43%	41%
					应收帐款周转率	1109%	2427%	5690%	6970%
					应付帐款周转率	188%	414%	926%	1087%
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	(1.24)	1.40	4.49	4.94
					每股经营现金	0.47	6.35	6.45	6.79
					每股净资产	3.52	4.92	9.41	14.35
					<b>估值比率</b>				
					P/E	(31.63)	61.21	19.10	17.35
					P/B	24.31	17.40	9.10	5.97
					EV/EBITDA	(238.10)	27.83	12.80	11.48

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，并应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>