

拐点已现，资源巨头乘风而起

——天齐锂业（002466.SZ）深度报告

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2022年06月30日

有色金属——能源金属

证券分析师

袁艺博

SAC No: S1150521120002
yuanyb@bhqz.com

研究助理

张珂

SAC No: S1150121090013
zhangke@bhqz.com

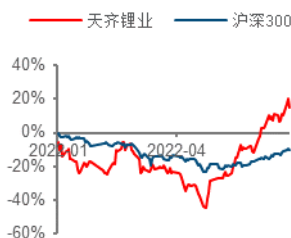
评级：**增持**

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：122.8

最近半年股价相对走势



投资要点：

● 债务压力释放，业绩拐点来临

2018年末入股SQM，使公司债务压力剧增。公司引入战投后财务压力释放，后续港股上市融资，有望为公司提供偿还剩余贷款的资金。当前行业下游需求爆发景气度较高，公司财务状况改善，产品量价齐升下公司业绩拐点已现。

● 向上垂直整合，高筑资源壁垒

锂辉石矿端，公司掌控全球最优锂辉石矿格林布什，实现锂精矿自给自足，为锂盐产能扩张提供基础，同时该矿的高品位资源和大规模开采保证公司的低成本优势。盐湖端，公司参股全球最优盐湖阿塔卡玛，锂行业高景气下，业绩高速增长，SQM有望为公司带来较高投资收益，也补全了公司盐湖资源版图。另外，国内资源储备上，公司拥有雅江措拉锂辉石矿和扎布耶盐湖。

● 锂矿/锂盐产能扩张，带动公司业绩增长

产业链高景气下，公司积极扩张产能，业绩有望随之增长。锂矿产能：现产能134万吨，TRP项目计划2022年新增产能28万吨，随着三期四期的投产，未来锂精矿产能或超250万吨/年。锂盐产能：锂盐现产能4.48万吨，在建产能包括澳洲奎纳纳项目、四川遂宁安居电池级碳酸锂项目以及重庆铜梁项目的扩建，中期锂盐产能有望超11万吨/年。

● 盈利预测与投资建议

结合行业景气度、公司产能释放节奏等因素，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为136.01/163.57/175.16亿元，EPS分别为9.21/11.07/11.86元/股，对应当前股价的PE分别为13.34X/11.09X/10.36X。公司作为锂行业龙头企业，掌控全球优质资源，随着财务风险逐渐释放以及产能有序投放，业绩有望享受行业高速发展带来的红利，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

产能投产投放不及预期风险、债务偿还不及预期风险、锂价中枢波动风险、海外政策不确定性风险。

财务摘要（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	3,239	7,663	29,024	34,634	37,283
(+/-)%	-33.1%	136.6%	278.7%	19.3%	7.6%
经营利润（EBIT）	874	4,182	19,351	22,900	23,967
(+/-)%	-60.6%	378.3%	362.7%	18.3%	4.7%
归母净利润	-1,834	2,079	13,601	16,357	17,516
(+/-)%	69.4%	213.4%	554.3%	20.3%	7.1%
每股收益（元）	-1.24	1.41	9.21	11.07	11.86

表：三张表及主要财务指标（百万元）

资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	994	1,987	17,305	34,173	52,377	营业收入	3,239	7,663	29,024	34,634	37,283
应收票据及应收	676	1,096	3,257	3,958	4,016	营业成本	1,895	2,914	8,009	9,750	11,182
账款											
预付账款	11	20	20	20	22	营业税金及附加	27	71	268	320	345
其他应收款	32	181	190	252	245	销售费用	21	20	78	93	100
存货	851	872	908	1,259	1,226	管理费用	405	454	1,306	1,559	1,678
其他流动资产	159	296	296	296	296	研发费用	24	19	17	17	18
流动资产合计	2,854	6,470	24,593	43,080	61,542	财务费用	1,330	1,731	1,391	1,383	1,353
长期股权投资	23,465	22,592	22,592	22,592	22,592	资产减值损失	-55	0	0	0	0
固定资产合计	4,206	4,031	5,584	6,570	7,157	信用减值损失	4	-10	0	0	0
无形资产	3,273	3,096	3,109	3,123	3,137	其他收益	4	7	6	5	6
商誉	416	416	416	416	416	投资收益	148	1,461	2,119	2,459	2,983
长期待摊费用	3	5	5	5	5	公允价值变动收	-644	77	0	0	0
						益					
其他非流动资产	70	93	93	93	93	资产处置收益	-16	0	-7	-11	-11
资产总计	42,036	44,165	62,061	80,292	98,476	营业利润	-1,022	3,989	20,071	23,965	25,585
短期借款	2,737	2,175	1,875	1,575	1,275	营业外收支	-32	-25	1	1	1
应付票据及应付	1,023	1,033	1,191	1,680	1,588	利润总额	-1,054	3,964	20,073	23,966	25,586
账款											
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	73	1,374	6,022	7,190	7,676
应付职工薪酬	92	92	92	93	89	净利润	-1,127	2,590	14,051	16,776	17,910
应交税费	247	879	3,330	3,973	4,277	归属于母公司所	-1,834	2,079	13,601	16,357	17,516
						有者的净利润					
其他流动负债	344	205	205	205	205	少数股东损益	706	511	450	419	394
长期借款	4,386	10,628	10,128	10,028	9,928	基本每股收益	-1.24	1.41	9.21	11.07	11.86
预计负债	409	340	340	340	340						
负债合计	34,603	26,014	29,859	31,314	31,588	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
股东权益	7,433	18,152	32,203	48,979	66,889	营收增长率	-33.1%	136.6%	278.7%	19.3%	7.6%
						EBIT 增长率	-60.6%	378.3%	362.7%	18.3%	4.7%
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净利润增长率	69.4%	213.4%	554.3%	20.3%	7.1%
净利润	-1,127	2,590	14,051	16,776	17,910	销售毛利率	41.5%	62.0%	72.4%	71.8%	70.0%
折旧与摊销	344	464	497	526	549	销售净利率	-34.8%	33.8%	48.4%	48.4%	48.0%
经营活动现金流	696	2,094	13,767	16,076	17,062	ROE	-35.2%	16.3%	51.6%	38.3%	29.1%
净额											
投资活动现金流	-505	-138	1,842	2,178	2,702	ROIC	2.5%	7.0%	25.1%	22.7%	19.0%
净额											
筹资活动现金流	-3,522	-1,132	-292	-1,386	-1,560	资产负债率	82.3%	58.9%	48.1%	39.0%	32.1%
净额											
现金净变动	-3,360	784	15,318	16,868	18,204	PE	—	75.89	13.34	11.09	10.36
期初现金余额	4,342	982	1,766	17,084	33,952	PB	11.14	12.39	6.88	4.25	3.01
期末现金余额	982	1,766	17,084	33,952	52,156	EV/EBITDA	71.46	38.04	9.36	7.21	6.14

目 录

1.业绩双轮驱动，财务压力释放下拐点已现.....	6
1.1 业务上锂盐锂矿双轮驱动.....	8
1.2 财务压力释放，业绩拐点已来.....	10
2.供给有限，资源重要性凸显.....	13
2.1 锂资源：分布集中，矿石供应为主.....	13
2.2 海外矿山：格林布什全球矿山供给龙头.....	14
2.3 海外盐湖：阿塔卡玛全球盐湖供给龙头.....	16
2.4 国内资源：供给保障下，价值凸显.....	18
3.需求爆发，供需持续偏紧.....	21
3.1 新能源汽车：锂下游消费主力军.....	22
3.2 储能电池：风光建设下第二增长曲线.....	23
3.3 消费电子：市场饱和，增长缓慢.....	23
3.4 传统需求：与宏观经济密切相关.....	24
3.5 小动力电池：锂需求重要补充.....	25
3.6 供需紧平衡，锂价有望维持高位.....	25
4.资源巨头，掌握全球最优资源.....	26
4.1 掌控全球最优锂辉石资源.....	27
4.2 布局全球最优盐湖资源.....	28
4.3 国内资源储备丰富.....	31
4.4 锂盐产能不断扩张.....	32
5.盈利预测与估值.....	33
6.风险因素.....	34

图 目 录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 公司锂精矿产能 (万吨/年)	7
图 4: 公司锂精矿销售量 (万吨) 及化学级锂精矿占比 (%)	7
图 5: 公司锂盐产能规划 (万吨/年)	8
图 6: 公司营收 (亿元) 及 YOY (%)	9
图 7: 公司销售毛利率 (%)	9
图 8: 公司分产品营收 (亿元) 及其占比	9
图 9: 公司分产品毛利 (亿元) 及毛利率 (%)	9
图 10: 公司分地区营收 (亿元) 及其占比	10
图 11: 公司分地区毛利率 (%)	10
图 12: 公司负债合计 (亿元) 及资产负债率 (%)	10
图 13: 公司财务费用/利息费用 (亿元) 及财务费用率 (%)	10
图 14: 公司归母净利 (亿元) 及 YOY (%)	11
图 15: 公司净利率 (%)	11
图 16: SQM 股票收盘价 (美元)	11
图 17: 全球锂资源勘探量 (百万吨) 及增速 (%)	14
图 18: 2021 年锂资源储量分国别占比	14
图 19: 全球锂资源存在形式占比	14
图 20: 2021 年全球锂资源供给按国别占比	14
图 21: 我国锂资源分布	18
图 22: 2020 年锂细分下游需求占比 (%)	21
图 23: 全球/中国锂盐消费量 (万吨 LCE) 及中国占比	21
图 24: 全球消费电子市场增速预测	24
图 25: 碳酸锂价格 (万元/吨)	26
图 26: 锂精矿 (化工级 Li ₂ O: 5%-5.5%) 均价 (元/吨)	26
图 27: 格林布什化学级锂精矿产能规划 (百万吨)	28
图 28: 2020 年锂辉石生产成本曲线	28
图 29: 全球主要锂化工生产企业的碳酸提锂成本	28
图 30: 2020 年全球碳酸锂生产成本曲线	29
图 31: 2020 年全球氢氧化锂生产成本曲线	29
图 32: 2022Q1SQM 公司营收分产品占比 (%)	30
图 33: SQM 各业务营收 (亿美元)	30
图 34: SQM 碳酸锂产能规划 (万吨/年)	30
图 35: SQM 氢氧化锂产能规划 (万吨/年)	30
图 36: SQM 各业务营收增速 (%)	31
图 37: 公司投资收益净额及 SQM 投资收益 (亿元)	31
图 38: 2020 年全球锂盐企业产量 (LCE) 占比	32
图 39: 2021 年中国碳酸锂企业竞争格局	32

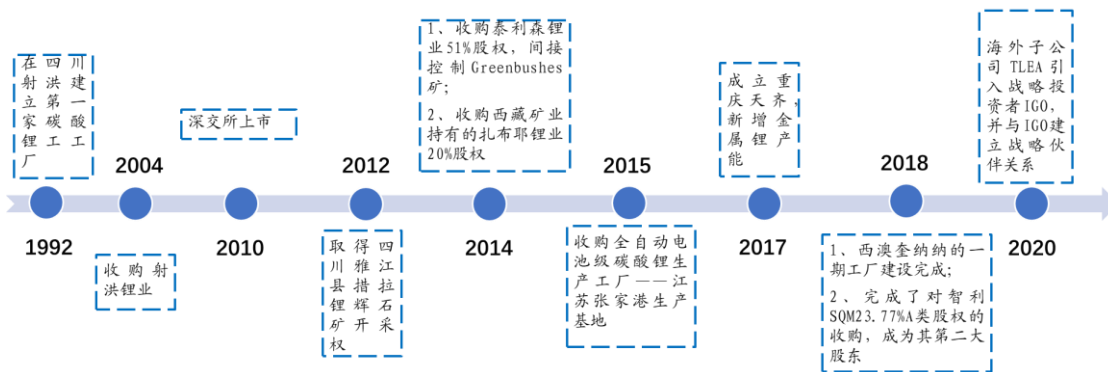
表 目 录

表 1: 公司锂精矿产品介绍	7
表 2: 公司锂化工产品介绍	8
表 3: 2018 年末公司收购 SQM 股权贷款情况	11
表 4: 公司的银团并购贷款变化情况	12
表 5: 海外主要矿山梳理	15
表 6: 主要海外矿山产量预测 (万吨 LCE)	16
表 7: 主要南美盐湖概况梳理	17
表 8: 主要海外盐湖产量预测 (万吨 LCE)	17
表 9: 国内矿山概况梳理	19
表 10: 国内矿山产量预测 (万吨 LCE)	19
表 11: 国内锂云母概况梳理	19
表 12: 国内锂云母产量预测 (万吨 LCE)	20
表 13: 中国盐湖概况梳理	20
表 14: 国内盐湖产能预测 (万吨 LCE)	21
表 15: 国家或地区新能源汽车发展目标	22
表 16: 全球新能源汽车销量及对应锂消耗量预测	22
表 17: 储能支持政策	23
表 18: 全球储能电池出货量及锂消耗量预测	23
表 19: 消费电子出货量及锂消耗量预测	24
表 20: 传统工业锂消耗量预测	24
表 21: 全球小动力电池锂消耗量预测	25
表 22: 供需平衡预测表 (万吨 LCE)	25
表 23: 海外主要矿山资源禀赋	27
表 24: 主要南美盐湖资源禀赋	29
表 25: 国内矿山基本情况梳理	31
表 26: 中国盐湖基本情况梳理	32
表 27: 公司锂盐产能规划	33
表 28: 公司盈利预测	34
表 29: 可比公司估值 (亿元)	34

1. 业绩双轮驱动，财务压力释放下拐点已现

天齐锂业股份有限公司成立于1992年，于2010年在深交所上市，随后公司开始布局优质锂矿资源，并扩充自身产品线。目前公司已拥有国内外四大锂资源储备基地和五大锂化工产品生产基地，成为集上游锂资源储备、开采和中游锂化工产品加工为一体的锂供应商。

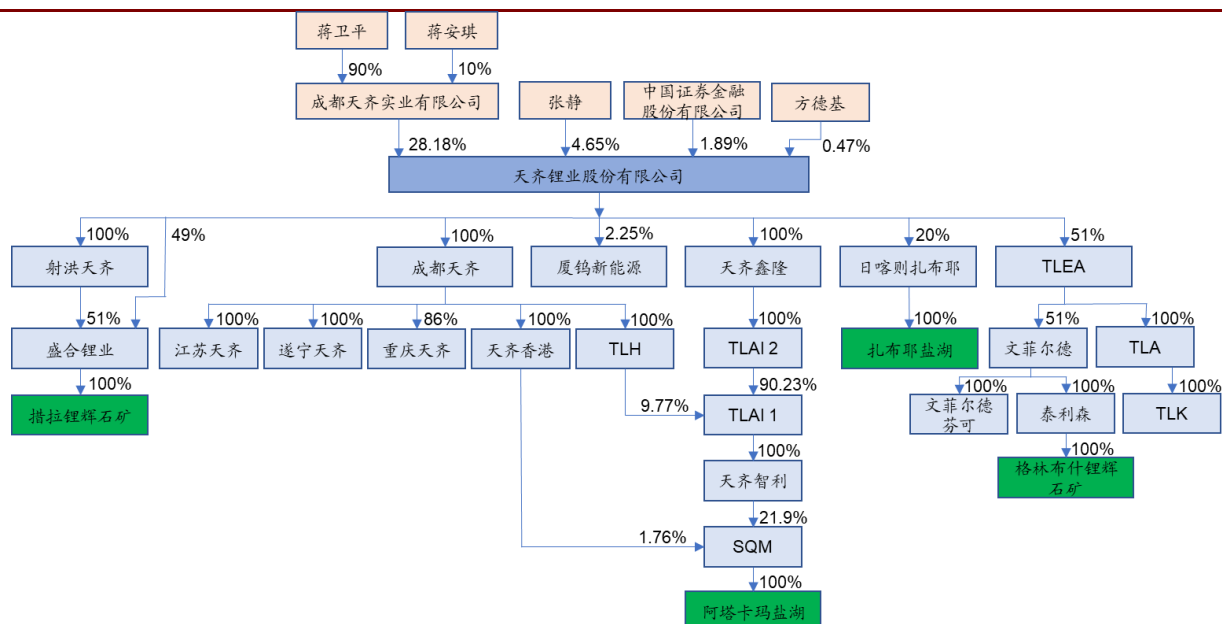
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、渤海证券

控股股东为天齐实业，实际控制人为蒋卫平先生。天齐实业持股比例为28.18%为控股股东，董事长蒋卫平先生持有天齐实业90%股权，间接持有公司25.36%股权为实际控制人；其夫人张静直接持有公司4.65%股权，其女蒋安琪间接持有公司2.82%股权。

图2：公司股权结构图

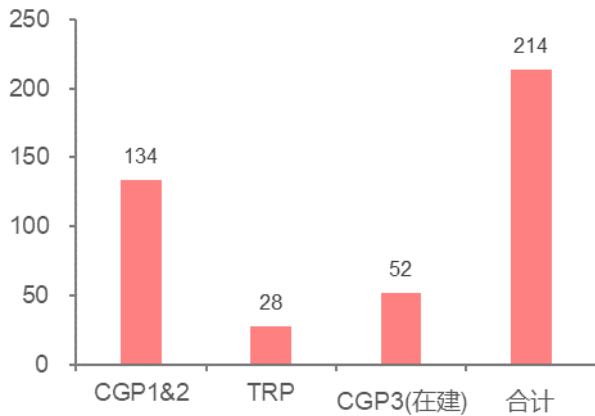


资料来源: iFinD、天齐锂业港交所上市资料、渤海证券

公司主营产品由锂精矿和锂化工产品两部分构成:

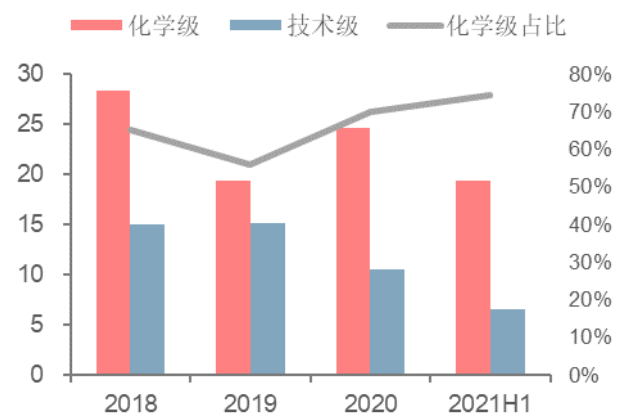
锂精矿: 以化学级锂精矿为主。公司目前在产锂矿为格林布什矿山, 现有产能 134 万吨/年, 其中化学级锂精矿 120 万吨/年。根据公司规划, 到 2025 年, 锂精矿总产能或达到 214 万吨, 若加上四期工程, 未来总产能将超 250 万吨。目前公司生产的锂精矿大部分为自用, 而外销的锂精矿产品构成中主要以化学级锂精矿为主, 且销量占比不断提升, 2021H1 占比达到 74.66%。除国外优质锂矿外, 国内锂资源储备方面, 公司拥有四川雅江措拉锂矿和扎布耶盐湖, 较好的分散地域风险。

图 3: 公司锂精矿产能 (万吨/年)



资料来源: 公司公告、渤海证券

图 4: 公司锂精矿销售量 (万吨) 及化学级锂精矿占比 (%)



资料来源: 公司公告、渤海证券

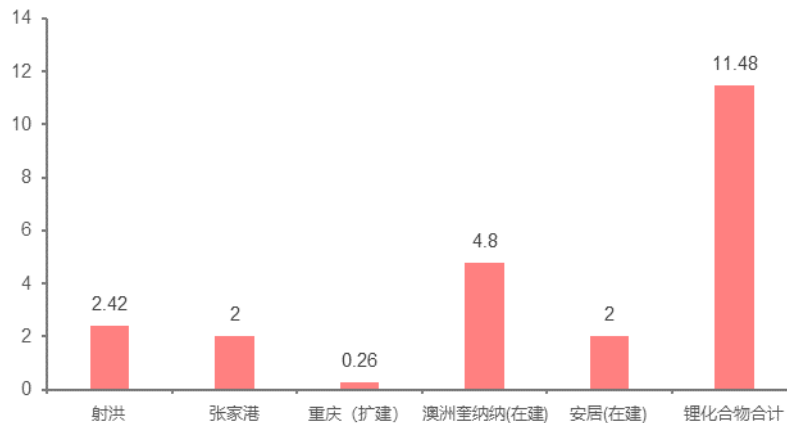
表 1: 公司锂精矿产品介绍

产品名称	用途	产能 (万吨/年)
技术级锂精矿	作为玻璃和陶瓷用添加剂	14
化学级锂精矿	生产碳酸锂、氢氧化锂、金属锂等锂化合物	120

资料来源: 公司公告、渤海证券

锂化工产品: 产线齐全。目前, 公司主要有四川射洪、江苏张家港和重庆铜梁等生产基地提供碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂以及金属锂产品, 产品种类齐全。其中, 射洪基地碳酸锂/氢氧化锂/金属锂/氯化锂, 合计产能 2.42 万吨; 张家港碳酸锂产能为 2 万吨; 重庆铜梁金属锂产能 0.06 万吨; 上述产品的原料均来自于旗下格林布什锂辉石矿。另外, 公司在澳洲奎纳纳年产 4.8 万吨氢氧化锂项目和遂宁安居年产 2 万吨碳酸锂项目正处于建设或调试阶段, 加上重庆铜梁扩建项目, 公司中期规划锂化工产品产能合计超 11 万吨/年。

图 5: 公司锂盐产能规划 (万吨/年)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

表 2: 公司锂化工产品介绍

产品名称	简介	用途
工业级碳酸锂	碳酸锂是一种无机化合物, 为无色单斜晶系结晶体或白色粉末。	工业级碳酸锂广泛用于锂的冶炼、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	碳酸锂是一种无机化合物, 为无色单斜晶系结晶体或白色粉末。	电池级碳酸锂概念由公司率先提出, 并牵头制定行业标准。电池级碳酸锂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	单水氢氧化锂是一种无机化合物, 为白色结晶粉末, 呈强碱性。	电池级氢氧化锂主要用于电动汽车、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	单水氢氧化锂是一种无机化合物, 为白色结晶粉末, 呈强碱性。	工业级氢氧化锂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	金属锂是一种银白色的金属元素, 是密度最小的金属。	金属锂广泛应用于原子能、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	无水氯化锂是一种无机化合物, 为白色晶体。	无水氯化锂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。

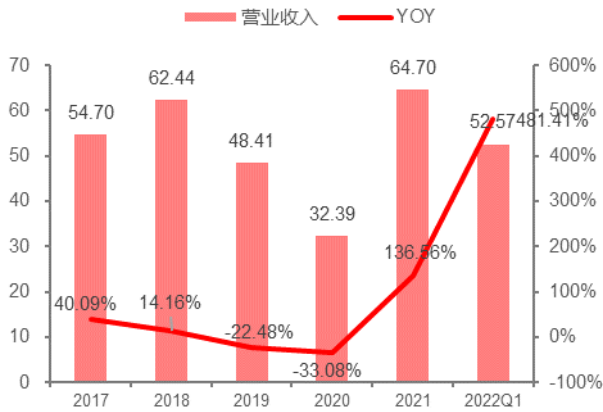
资料来源: 公司公告, 渤海证券

1.1 业务上锂盐锂矿双轮驱动

业绩主受行业景气影响。2019-2020 年, 锂行业在汽车补贴政策退坡影响、新能源汽车性能及安全性问题、供给过剩等三方因素影响下, 景气下行, 2018-2020 年公司营收从 62.44 亿元下滑至 32.39 亿元, 2019/2020 年同比 -22.48%/-33.08%; 毛利率从 67.60%下滑至 41.49%。而随着下游新能源汽车需

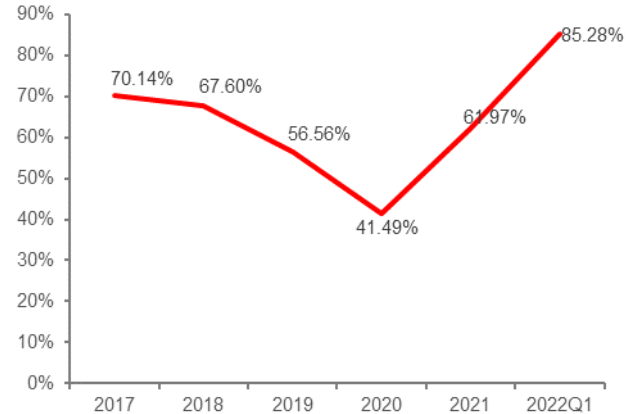
求的爆发，自 2021 年初，锂行业逐步呈现出供需偏紧态势，产品价格一直处于上升通道，公司业绩及产品盈利能力随之大幅改善，2022 年 Q1 营收达到 52.57 亿元，同比高增 481.41%，毛利率回升至 85.28%。

图 6: 公司营收 (亿元) 及 YOY (%)



资料来源: iFinD、渤海证券

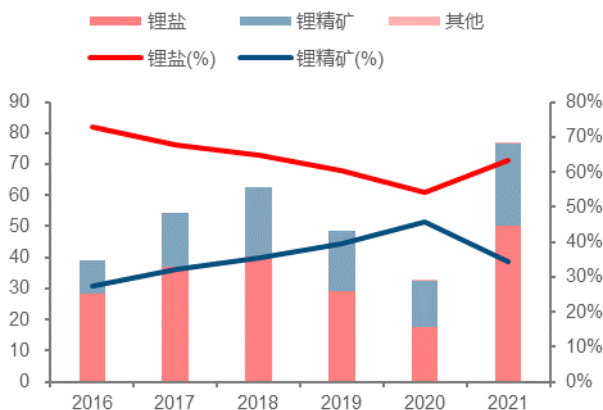
图 7: 公司销售毛利率 (%)



资料来源: iFinD、渤海证券

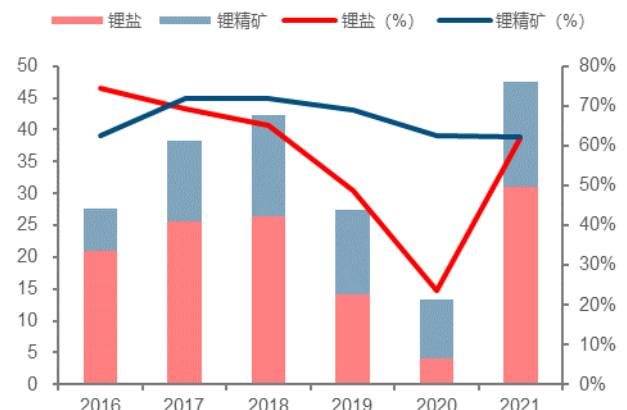
锂盐/锂矿双轮驱动，锂盐周期波动更大。分产品看，锂盐和锂精矿是公司营收两大来源，2021 年，公司锂盐/锂矿的营收占比分别为 63.27%/36.69%。从产品毛利率的波动性看，锂盐受行业景气影响明显高于锂精矿，在景气上行时具有更大的弹性，2019-2020 年行业景气下行时锂矿毛利率下滑幅度较小，而锂盐毛利率从 2018 年的 65.25% 下跌至 2020 年的 23.71%，随着行业景气回升，锂盐毛利率从 2021 年的低点迅速反弹至目前的 61.89%。预计行业高景气下，锂盐/锂矿价格将双提升，特别是锂盐的弹性将更大，公司业绩有望受益，保持高速增长。

图 8: 公司分产品营收 (亿元) 及其占比



资料来源: iFinD、渤海证券

图 9: 公司分产品毛利 (亿元) 及毛利率 (%)

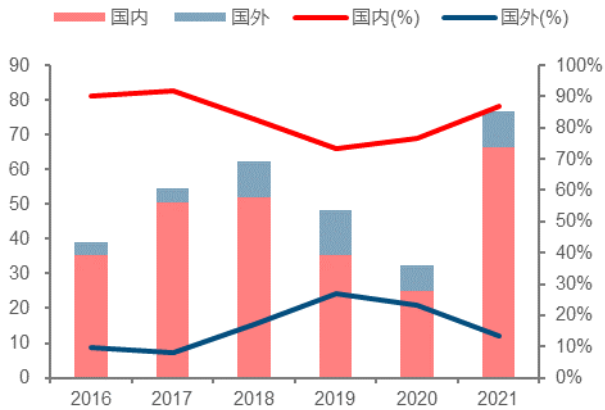


资料来源: iFinD、渤海证券

产品以内销为主，目前国内市场盈利要好于国外。得益于国内新能源汽车行业的快速发展，公司产品以国内市场为主，2017-2021 国内营收占比均在 73% 以上。

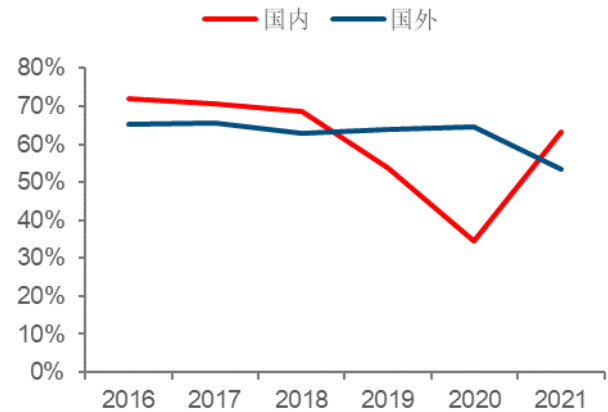
从毛利率上看，国外毛利率较国内较为稳定，主因国外的订单周期更长，多采用长协模式；而国内由于更短的价格调整周期，受行业景气影响较大，2021年行业高景气下国内毛利率提升明显，反超国外。

图 10: 公司分地区营收 (亿元) 及其占比



资料来源: iFinD、渤海证券

图 11: 公司分地区毛利率 (%)

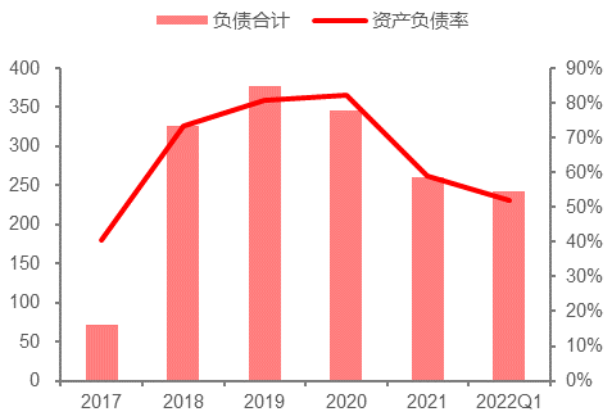


资料来源: iFinD、渤海证券

1.2 财务压力释放，业绩拐点已来

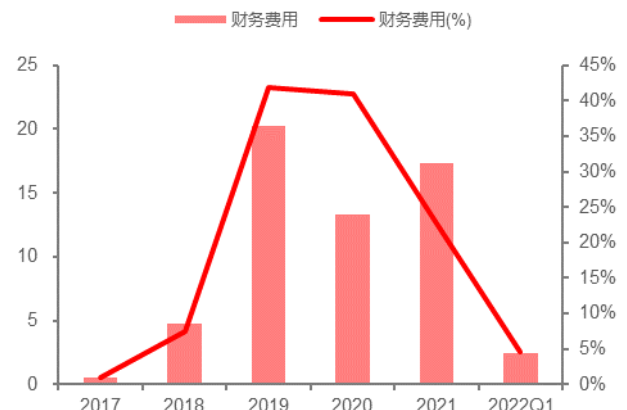
入股 SQM, 债务压力剧增。SQM 是全球最优质盐湖阿塔卡玛的最大运营商, 2018 年末公司持 35 亿美元巨额贷款, 收购 SQM 公司的 23.77% 股权。受贷款影响, 2019 年公司资产负债率/财务费用率大幅增加至 80.88%/41.90%, 自此公司债务压力剧增。

图 12: 公司负债合计 (亿元) 及资产负债率 (%)



资料来源: iFinD、渤海证券

图 13: 公司财务费用/利息费用 (亿元) 及财务费用率 (%)



资料来源: iFinD、渤海证券

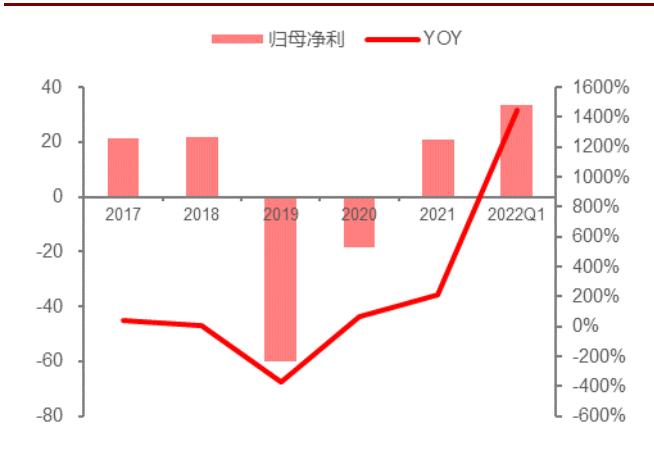
表 3: 2018 年末公司收购 SQM 股权贷款情况

起始日期	贷款类型	贷款金额	还款日期	展期后可还款日期
2018/11/29	A 类	13	2019/11/29	2020/11/29
2018/11/29	B 类	12	2021/11/29	2022/11/29
2018/11/29	C 类	10	2019/11/29	2020/11/29

资料来源: 公司公告、渤海证券

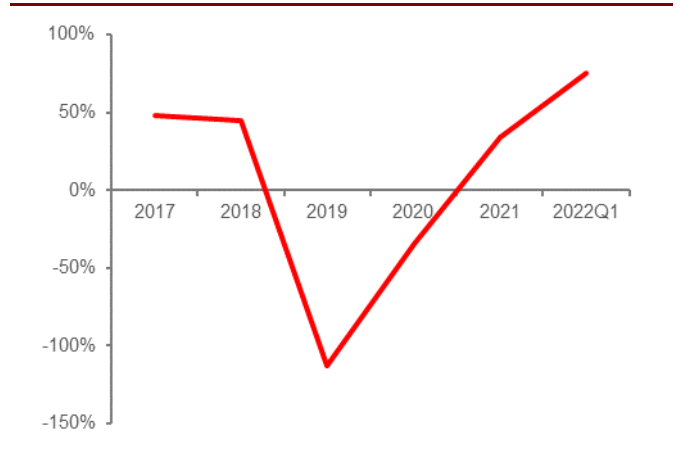
景气低迷，雪上加霜。2019 年起锂行业景气下行，带来影响是：（1）公司业绩下滑，营收、毛利率均下降；（2）SQM 锂产品营收、毛利率下降；（3）公司股价受锂板块影响下跌。种种因素，导致公司计提减值损失加大，且投资收益下滑；最终结果是公司归母净利、净利率的转负，2019 年分别为 -59.83 亿元和 -113.26%。

图 14: 公司归母净利 (亿元) 及 YOY (%)



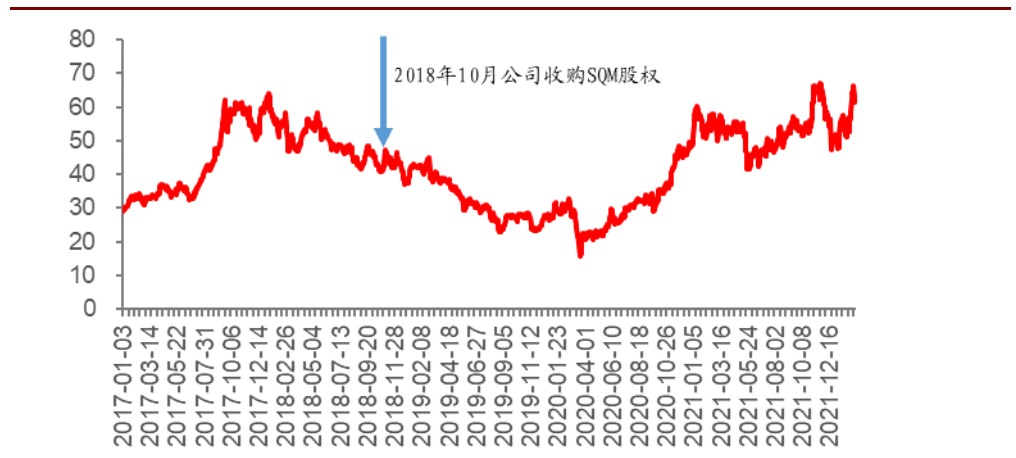
资料来源: iFinD、渤海证券

图 15: 公司净利率 (%)



资料来源: iFinD、渤海证券

图 16: SQM 股票收盘价 (美元)



资料来源: iFinD、渤海证券

在债务和景气低迷双重压力下，公司采取以下措施积极应对：

(1) **应对 SQM 股价走低**：签订领式期权合同，抵押部分 SQM 股票换取 3 年期借款，并买入看跌期权的同时卖出看涨期权。(2) **展期贷款**：以子公司股权及资产为并购贷款增加相应担保，将银团贷款展期。(3) **配股募资**：配股募集资金，提前偿还部分 C 类贷款本金。(4) **再次展期**：公司与银团签署《展期函》、《修订和展期契约》等，将贷款展期。

引入战投，核心资产控制权未变。2020 年 12 月，公司全资子公司 TLEA 以增资扩股的方式引入战略投资者 IGO，增资资金合计 13.95 亿美元。增资完成后，公司/IGO 持有 TLEA 股份比例分别为 51%/49%。TLEA 仍是公司子公司，公司在格林布什矿的产品采购和销售的权利未受到影响；锂精矿采购上，TLEA 承接了文菲尔德锂精矿承销权，在优先满足 TLK 需求前提下，剩余量满足公司国内工厂和代加工需求，IGO 不享有锂精矿购买权；锂产品销售上，公司继续保留锂产品在国内、国外市场统一销售权利。

战投资金到位，财务压力释放。2021 年以来，公司通过战投 IGO 的资金偿还银团贷款本金 12 亿美元及对应利息，同时陆续偿还了一部分本金和利息。**截至 2022 年 3 月 31 日，目前公司剩余银团贷款余额 13.69 亿美元，其中 A+C 类 1.69 亿贷款已展期至 2022 年 11 月 25 日，同时 A+C 类贷款付息周期由 3 个月延长到 6 个月，积极缓解公司资产负债表的现金压力。**

表 4：公司的银团并购贷款变化情况

日期	事件	贷款本金余额 (亿美元)
2018 年 10 月	签订银团贷款协议，收购 SQM 股权。	A 类 13 B 类 12 C 类 10
2019 年 12 月	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，申请银团贷款展期。	A 类 13 B 类 12 C 类 10
2020 年 1 月	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。	A 类 13 B 类 12 C 类 5.84
2020 年 11 月	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+C 类贷款合计 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。	A 类 13 B 类 12 C 类 5.84
2020 年 12 月	公司及公司相关子公司按照《条款清单》的主要内容，与银团签署了《修订和展期契约》	A 类 13

请务必阅读正文之后的声明

	及其附件《修改及重述的贷款协议》等，双方同意将 A 类和 C 类贷款合计 18.84 亿美元展期至 2021 年 11 月 26 日，并可附条件自动展期至 2022 年 11 月 25 日；同时将 12 亿美元 B 类贷款展期至 2023 年 11 月 29 日，并经贷款人同意可附条件展期至 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。	B 类 12 C 类 5.84
2021 年 7 月	TLEA 及公司海外子公司等相关银行账户已收到 IGO 支付的增资 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）。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。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。	A 类 4.43 B 类 12 C 类 2.41
2021 年	TLAI1 和 TLAI2 于 2021 年 8 月 19 日、2021 年 9 月 29 日，分别提前偿还了银团并购贷款本金 0.11 亿美元、0.19 亿美元及对应利息。展期条件达成后，并购银团的 A 类及 C 类贷款进一步展期至 2022 年 11 月 25 日。TLAI1 和 TLAI2 于 2022 年 1 月 27 日、2022 年 2 月 25 日、2022 年 3 月 18 日分别偿还了银团本金 0.8 亿美元、2.05 亿美元、2 亿美元及相关利息。	A+C 类 1.69 B 类 12

资料来源：公司公告、渤海证券

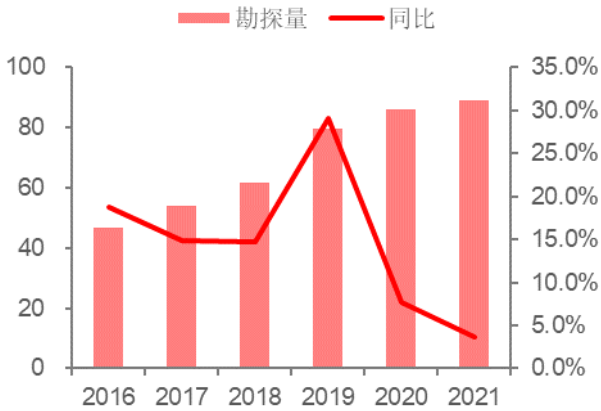
行业景气复苏，财务将不断改善。2020 年下半年以来，新能源汽车的快速发展带动锂行业复苏，锂价上行。2021 年，公司营收/归母净利润分别为 64.70/20.79 亿元，同比增长 136.56%/213.37%；毛利率/净利率 61.97%/33.80%，业绩扭亏为盈。同时，据中华网财经报道，6 月 19 日据港交所官网披露文件显示，天齐锂业通过港交所聆讯，公司募资规模预计为 10 至 15 亿美元。我们认为，通过此次港股融资，叠加高景气下的高利润带来的现金流，以及 SQM 带来的投资收益，公司财务问题将得到不断改善。

2.供给有限，资源重要性凸显

2.1 锂资源：分布集中，矿石供应为主

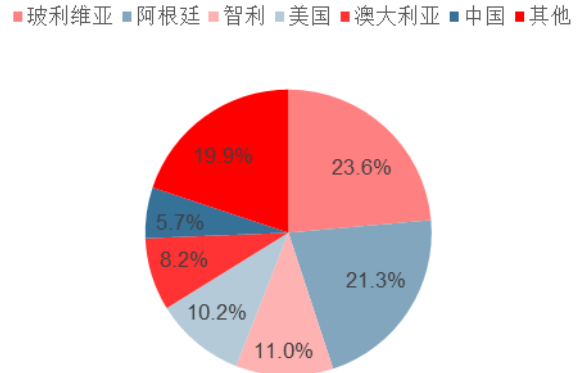
储量稳步提升，分布较为集中。2021 年，全球已探明的锂资源量达到 8900 万金属吨，预计在高锂价的刺激下，持续的勘探活动将继续提升资源总量。分国别看，全球锂资源主要集中在南美锂三角（玻利维亚、智利、阿根廷），合计占比约 56.0%；而中国锂资源储量在全球占比为 5.7%，位列第六，资源量较为丰富。

图 17: 全球锂资源勘探量 (百万吨) 及增速 (%)



资料来源: USGS, 渤海证券

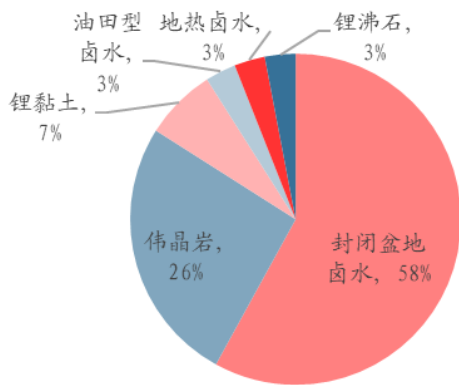
图 18: 2021 年锂资源储量分国别占比



资料来源: USGS, 渤海证券

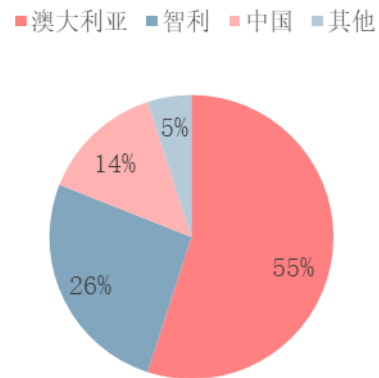
盐湖储量主体，矿石供应主体。分种类看，封闭盆地卤水锂资源储量最大，占比达到 58%；其次，伟晶岩占比 26%。供应上，以矿石提锂为主的澳洲最多，占比高达 55%，而以盐湖提锂为主的智利仅占比 26%。目前全球锂产业受限于澳洲过高的资源供给集中度，而在当前复杂多变的国际政治经济局势下，多国政府表示需加强产业保护，建立自主产业链。随着锂需求日益增长，以及卤水提锂技术的完善，我们认为盐湖卤水型锂资源在种类多元和供给保障的战略需求下将受到重点开发。

图 19: 全球锂资源存在形式占比



资料来源: USGS, 渤海证券

图 20: 2021 年全球锂资源供给按国别占比



资料来源: USGS, 渤海证券

2.2 海外矿山: 格林布什全球矿山供给龙头

锂矿石生产工艺已较为成熟，其主要分布在澳大利亚、捷克、塞尔维亚、加拿大等国，而澳大利亚拥有世界最大的锂辉石矿床。

澳矿格局稳定，新企业难以入局。整体来看，澳矿提锂工艺成熟，我国锂盐企业

已控股多个矿山，基本完成开采与冶炼的整合，甚至电池企业也对上游有所布局，格局稳定下新企业难以入局。在澳矿已形成产能的锂矿中，格林布什现有产能 134 万吨排名第一，且扩产后产能将超 200 万吨，从而巩固供给龙头地位。另外，非洲的津巴布韦、马里和刚果（金）等国的锂资源也十分丰富，但目前多以新开发矿山为主，短期产能难以大幅放量，增量主要在 2024 年之后。

表 5: 海外主要矿山梳理

矿山	所在国家	控股公司	矿山状态	资源量 (万吨 LCE)	品位 (%)	产能 (万吨/年)	中期规划
格林布什	澳大利亚	天齐/IGO、雅保	在产	878	2.1	134	30 万吨尾矿库 (TRP) 项目预计 2022 年投产；三期 52 万吨锂矿预计 2025 年底完成。
Mt Marion	澳大利亚	赣锋、MRL	在产	242	1.37	44-46	考虑技改扩建项目初步预计将于 2022 年下半年投产，预计原产能规模将增加 10~15%。
Mt Cattlin	澳大利亚	银河资源	在产	53	1.3	20	2021 年 6 月披露 2021 年产量指引为 19.5-21 万吨。
Pilgangoora-pilbara	澳大利亚	Pilbara(宁德时代、赣锋)	在产	693	1.3	33	2022 年 Q2 技改增 15% 产能，二期计划扩产至 80-85 万吨。
Pilgangoora-Altura	澳大利亚	Pilbara(宁德时代、赣锋)	停产	119	1.08	-	重启后预计自 2022 年 7 月起开始生产，产能约为 18-20 万吨/年。
Wodgina	澳大利亚	雅保、MRL	重启	700	1.17	-	2022 年 Q3 重启首条生产线 (25 万吨)，预计 2023 年起形成有效供应。
Bald Hill	澳大利亚	Alita Resource	停产	63	1.0	-	停产中，未有产能规划
Finniss	澳大利亚	Core Lithium	在建	93	1.3	-	2022 年下半年投产，预计平均年产量为 17.3 万吨锂辉石精矿 (氧化锂品位 5.8%)
Mt Holland	澳大利亚	SQM、Wesfarmers	在建	702.3	1.5	-	在 2021 年下半年开始建设，2024 年投产，约 40 万吨产能
Manono	刚果 (金)	AVZ、天华超净	在建	1628	1.65	-	预计一期 2023H1 投产 70 万吨
Goulamina	马里	SPV、赣锋	准备	388.3	1.51	-	Firefinch 正在制作更新最终可行性研究报告，并考虑项目第二阶段扩建，锂精矿产能每年约 45 万吨
Bikita	津巴布韦	中矿资源	在产	84.96	1.17	8	产能约 8 万吨透锂长石，约 0.87 万吨 LCE
Arcadia	津巴布韦	华友钴业	试产	190	1.06	-	规划锂精矿产能为 17.3 万吨/年，约 2.16 万吨 LCE，预计 2024 年

						投产	
Sonora	墨西哥	赣锋锂业	在建	882	3480ppm	-	2023年投产一期1.75万吨LCE、二期1.75万吨LCE
Thacker Pass	美国	美洲锂业	在建	828	3283ppm	-	2022年底投产或一期3万吨LCE、2026年二期3万吨LCE

资料来源：各公司公告、《全球锂矿资源现状及发展趋势》、渤海证券

海外矿山增速放缓，格林布什供给龙头。我们预计海外矿山 2025 年产量将达到 86.1 万吨 LCE，2020-2025 年 CAGR 为 37.49%，其中，格林布什矿 2025 年产量占海外矿山总产量的比重预计能达到 26.15%，居于首位，长期保持龙头地位。

表 6：主要海外矿山产量预测（万吨 LCE）

矿山	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
格林布什	7.3	11.9	14.2	16.2	18.2	22.5
Mt Cattlin	1.8	2.1	2.1	2.1	2.3	2.3
Mt Marion	4.3	4.3	4.8	5.4	5.7	5.7
Mt Pilgangoora	3.4	3.5	3.8	4.0	5.7	6.2
Pilgangoora-Altura	0.0	0.0	1.0	2.1	2.3	2.3
Wodgina	0.0	0.0	1.0	2.7	4.4	7.3
Finniss	0.0	0.0	0.9	1.8	1.9	1.9
Mt Holland	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	4.3
MANONO	0.0	0.0	0.0	4.6	6.6	7.0
Bikita	0.87	0.87	0.87	0.87	1.74	3.32
James Bay	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	3.5
Grota do Cirilo	0.0	0.0	0.0	1.9	2.8	4.3
Arcadia	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	3.0
Goulamina	0.0	0.0	0.0	0.0	3.3	5.4
Kathleen Valley	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	3.1
Sonora	0	0	0	1.3	1.5	1.6
Thacker Pass	0	0	0	1.7	1.8	2.6
合计	17.5	22.7	28.6	44.8	65.5	86.1

资料来源：各公司公告、渤海证券

2.3 海外盐湖：阿塔卡玛全球盐湖供给龙头

资源分布集中，在建项目较多。全球锂的盐湖资源主要集中在南美锂三角：智利、阿根廷和玻利维亚，目前智利是全球最大的盐湖提锂国家。南美盐湖资源虽然储量庞大，且镁锂比较低，但开发不足，不过随着锂需求的爆发催生了多处在建项目。其中，阿塔卡玛合计产能 16.5 万吨 LCE 位于首位，而 SQM 现产能 12 万吨 LCE，未来有望扩张到 21 万吨 LCE。

表 7: 主要南美盐湖概况梳理

名称	国家	控股公司	盐湖状态	储量 (万吨 LCE)	品位 (mg/L)	镁锂比	产能	中期规划
阿塔卡玛	智利	SQM	在产	4551	1835	6.4	12	2022 年年中达到 18 万吨碳酸锂和 3 万吨氢氧化锂产能, 2023 年碳酸锂和氢氧化锂产能扩至 21 万吨和 4 万吨
Maricunga	智利	雅保 LPI MSBBRZ	在产 在建	74.2	1164	6.55	4.5 -	2021 年上半年建成 4 万吨, 预计 2022 年上半年投产 2024 年前完成 1.5 万吨一期项目建设
Uyuni	玻利维亚	政府	储备	11219	424	18.6	-	暂无计划
Hombre Muerto	阿根廷	Livent POSCO	在产 在建	1350	921	1.34-1.6 6	2 -	2023 年 Q1/Q4 分别建成 1 万吨产能, 未来扩张至 6 万吨 2023 年投产 2.5 万吨, 2030 年增至 6.8 万吨
Sal de Vida	阿根廷	Galan Lithium 银河资源	在建	129	754	3.00	-	预计 2022 年 Q4 开始建设, 2024 年 Q4 投产 2 万吨 2022 年下半年完成一期 1.07 万吨产能投放, 2028 年左右实现年产 3.2 万吨
Cauchari-Olaroz	阿根廷	Orocobre、TTC 赣锋、LAC	在产 在建	2458 (资源量)	592/607	2.37/2.4 9	1.75 -	2021 年下半年完成 2.5 万吨碳酸锂产能投产 2021 年 Q1 试生产一期 4 万吨, 2024 年达产; 二期建设至少 2 万吨, 2025 年投产
Mariana	阿根廷	赣锋、ILC	在建	812.1 (资源量)	321	13.80	-	已获得 2 万吨氯化锂 (折合 1.75 万吨 LCE) 产能环评许可, 预计 2023 年投产
SDLA	阿根廷	西藏珠峰	在建	200	479	3.80	0.25	产能不低于 2.5 万吨 LCE, 正在积极推进项目建设
Rincon	阿根廷	Rincon Lithium	在建	1177 (资源量)	325	2.2	-	或 2025 年底投产 5 万吨

资料来源: 各公司公告、渤海证券

海外盐湖产能不断释放, 阿塔卡玛供给龙头。我们预计海外盐湖 2025 年产量达到 41.6 万吨 LCE, 2020-2025 年产能 CAGR 为 29.54%。其中, 2025 年阿塔卡玛盐湖产量占海外盐湖比重约为 42.92%居于首位, 龙头地位长期稳固。

表 8: 主要海外盐湖产量预测 (万吨 LCE)

矿山	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
SQM-Atacama	5.2	8.5	9.6	13.5	15.8	17.9
ALB- Atacama	3.2	3.2	4.8	6.0	6.4	6.8

Hombre Muerto	1.6	1.6	1.6	2.8	3.0	4.4
Olaroz-Orocobre	1.4	1.4	2.4	3.2	3.4	3.6
Cauchari-Olaroz	0.0	0.0	1.3	2.8	3.0	4.8
Sal de Vida	0.0	0.0	0.3	0.7	1.6	2.4
Mariana	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	1.7
合计	11.4	14.7	20.0	29.0	34.6	41.6

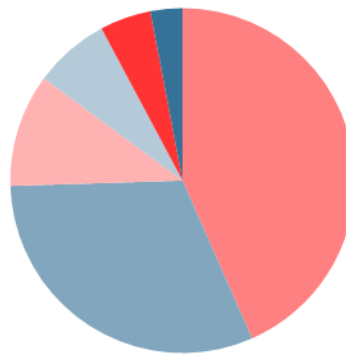
资料来源：各公司公告、渤海证券

2.4 国内资源：供给保障下，价值凸显

海外环境不稳定下，国内锂资源价值凸显。占全球锂资源储量 56% 的南美锂三角玻利维亚、阿根廷和智利有意建立类似“产锂国协会”的组织，功能类似于 OPEC 以求控制本国资源。2022 年 1 月 20 日，在环保人士和反对党的压力下，塞尔维亚政府已取消与力拓集团及其在该国实施矿产项目的工作组相关的所有立法、许可证和规章。随着全球逐渐认识到锂资源的重要性，其获取和控制难度将逐步加大，加紧发展国内锂资源变得尤为重要。中国锂资源较为丰富，主要由锂辉石、锂云母和盐湖三部分构成，其中盐湖锂资源储量最大。

图 21：我国锂资源分布

■青海（盐湖） ■西藏（盐湖） ■四川（锂辉石） ■湖北（盐湖） ■江西（锂云母） ■其他



资料来源：中国地质调查局、渤海证券

2.4.1 国内矿山：加速扩产，但总量不大

我国锂辉石锂矿主要分布在四川，四川锂矿主要集中在甘孜州的甲基卡（包括康定甲基卡、雅江措拉）和阿坝州的可尔因（包括李家沟、业隆沟）两大矿田。我国锂辉石矿总储有量约 1.5 亿吨，氧化锂总含量约 230 万吨，平均品位在 1.3% 左右。目前仅甲基卡、业隆沟两座矿山投产，李家沟已建成正待投产。

表 9: 国内矿山概况梳理

矿山	运营商	资源储量 (万吨)	氧化锂含量 (万吨)	平均品位 (%)	状态	产能规划
康定甲基卡 134 号脉	融捷股份	2900	41.23	1.42	在产	一期 105 万吨预计 2022 年初达产; 二期扩产至 250 万吨预计不晚于 2023 年 Q3 完工, 约 47 万吨锂精矿。
业隆沟	盛新锂能	654	8.45	1.29	在产	预计 2021 年达产, 原矿处理 40.5 万吨/年, 折合锂精矿约 7.5 万吨。
李家沟	川能动力、 雅化集团	4036	51.22	1.3	已建成	预计 2021 年底或 2022 年初投产, 处理原矿 105 万吨/年, 锂精矿 18 万吨/年。
马尔康党坝	金鑫矿业	3652	66	1.33	停产	目前处于复工审批、环保整改以及证件办理阶段。
雅江措拉	天齐锂业	1971	25.57	1.3	未建投	目前未开发。
德扯弄巴	斯诺威	2625	34	1.34	未建设	-

资料来源: 各公司公告、渤海证券

国内锂辉石产能加速但总量不大。短期内国内矿山增量主要来自于甲基卡项目、业隆沟项目以及李家沟项目的产能释放, 预计国内矿山 2025 年产量达到 8.4 万吨 LCE。

表 10: 国内矿山产量预测 (万吨 LCE)

矿山	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
甲基卡	0.9	1.0	2.1	2.2	5.0	5.0
业隆沟	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
李家沟	0.0	0.0	1.7	1.7	2.1	2.6
合计	0.9	1.8	4.7	4.8	8.0	8.4

资料来源: 各公司公告、渤海证券

2.4.2 国内锂云母: 我国锂资源重要补充

我国锂云母矿资源主要分布在江西宜春, 坐拥全球最大的多金属伴生锂云母矿氧化锂, 总资源储量约 290 万吨。2020 年为中国锂云母提锂工艺规模化的元年, 以永兴材料为代表的锂云母生产企业技术不断升级优化, 在生产成本降低的同时产品品质得到提升, 实现了碳酸锂的规模化生产。

表 11: 国内锂云母概况梳理

锂云母矿	公司	资源储量 (万吨)	品位 (%)	生产规模 (万吨/年)
化山瓷石矿	永兴材料/ 宜春国资委	4507.3	0.39	100
白水洞高岭土矿	宜春矿业/ 永兴材料	730.74	0.44	25
新坊钽铌矿	江特电机	355.62	-	10
宜丰县狮子岭矿	江特电机	1402.82	0.55	60

宜丰县茜坑锂矿	江特电机	7500	0.46	等待采矿证审批，或达到 300
花桥大港瓷土矿	九岭新能源/ 宜春矿业	9192	0.6	150
宜春钽铌矿	江西钨业	14213	0.38	231

资料来源：各公司公告、渤海证券

国内锂云母将成为我国锂资源供应的重要补充。预计国内锂云母矿增量主要来自于永兴材料、江特电机、南氏锂电和九岭新能源产能的提升，预计国内锂云母 2025 年产量为 10.1 万吨 LCE。

表 12: 国内锂云母产量预测 (万吨 LCE)

锂云母运营商	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
永兴材料	0.9	0.9	1.6	2.6	2.6	2.6
江特电机	0.3	0.9	1.3	1.7	1.7	1.7
南氏锂电	0.5	0.9	1.3	1.7	2.1	2.6
九岭新能源	0.5	0.9	1.3	1.6	1.6	1.6
江西钨业	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5	1.7
合计	3.4	4.7	7.9	8.8	9.5	10.1

资料来源：各公司公告、渤海证券

2.4.3 国内盐湖：高储量，但禀赋较差

扎布耶是我国优质盐湖。我国锂盐湖分布地点主要集中于青海和西藏两地，其中位于青海的察尔汗盐湖储量最大。我国大部分盐湖卤水产品位低、镁锂比高，导致开采难度较大，故开发落后于海外盐湖。其中，西藏的扎布耶盐湖是我国优质盐湖，其低镁锂比可媲美南美盐湖，同时扎布耶盐湖锂浓度较高，可采取提锂工艺较为简单的太阳池法，但受限于西部地区基础设施不完善等原因开发进度较慢。

表 13: 中国盐湖概况梳理

盐湖	运营商	LCE (万吨)	地区	镁锂比	锂浓度(mg/L)	现有产能 (万吨 LCE)
东台吉乃尔	青海锂业	247	青海	35.2:1	850	2
西台吉乃尔	中信国安、 恒信融	268	青海	90.5:1	220	1+2
察尔汗盐湖	蓝科锂业、 藏格锂业	717	青海	1577:1	310	1+1
大柴旦盐湖	大华化工	161	青海	134:1	160	0.44
一里坪	五矿盐湖	157	青海	100:1	210	1
巴伦马海	锦泰锂业	-	青海	-	-	0.6
扎布耶盐湖	西藏矿业	183	西藏	0.01:1	970	0.5

资料来源：各公司公告、容汇锂业公告、《青海盐湖锂资源及提锂技术概述》、《高镁锂比盐湖镁锂分离与锂提取技术研究进展》、渤海证券

我国盐湖新增产量主要来自于察尔汗盐湖和扎布耶盐湖，我们预计 2025 年国内

盐湖锂产量将达到 12.3 万吨 LCE。

表 14: 国内盐湖产能预测 (万吨 LCE)

地区	运营商	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
东台吉乃尔	青海锂业	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
西台吉乃尔	中信国安	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
	恒信融	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
察尔汗盐湖	蓝科锂业	0.7	0.7	2.1	2.1	3.5	4.9
	藏格锂业	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
大柴旦盐湖	大华化工	0.3	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7
一里坪	五矿盐湖	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
巴伦马海	锦泰锂业	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6
扎布耶盐湖	西藏矿业	0.5	0.5	0.5	0.5	1.19	1.19
合计	-	6.8	6.8	8.6	8.6	10.9	12.3

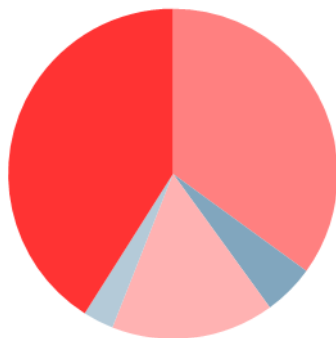
资料来源: 各公司公告、渤海证券

3.需求爆发，供需持续偏紧

动力电池需求爆发，中国是最大市场。锂的下游主要应用于车用动力电池、消费电子、储能、小动力电池以及其他传统应用领域，随着新能源汽车需求的快速爆发，我们认为未来锂需求的主要增量在于动力电池方面。从需求量上看，2016-2020 年 CAGR 达到 18.46%，2020 年全球锂盐消费量约为 37 万吨 LCE，其中中国占比 62.1%，我国是全球主要的锂消费国。

图 22: 2020 年锂细分下游需求占比 (%)

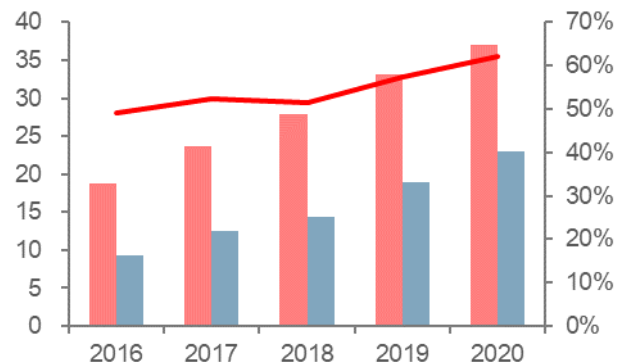
■ 新能源汽车 ■ 储能 ■ 耗电 ■ 小动力 ■ 传统



资料来源: 安泰科、渤海证券

图 23: 全球/中国锂盐消费量(万吨 LCE)及中国占比

■ 全球 ■ 中国 — 占比



资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、Roskill、华经情报网、SHIFD、渤海证券

3.1 新能源汽车：锂下游消费主力军

2020 年是全球电动化元年，新能源汽车发展核心驱动力来自于政策叠加优质产品带动需求的双重推动。汽车是国家支柱产业之一，而新能源汽车是汽车未来的发展方向，多国高度重视其发展。各国新能源汽车发展目标方面，我国提出《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，提出 2025 年我国新能源新车销售量达到新车销售总量的 20% 左右；美国政府承诺到 2030 年新能源汽车销售份额达到 50%；欧洲方面发布《欧洲气候法》及新政《Fit for 55》，规定 2025 欧盟新登记乘用车 CO₂ 排放量在 2021 年 95g/km 的基础上减 15% 达到 81g/km。据 EEA 数据，2020 年欧洲新车平均碳排为 107.8g/km，其中燃油车平均碳排 123.4g/km，新能源汽车平均排放 22.3g/km，若 2025 年减排 15%，我们测算新能源汽车渗透率须达到 42.19%。

表 15: 国家或地区新能源汽车发展目标

区域	主要内容
欧盟	《欧洲气候法》: 到 2030 年将温室气体净排放量在 1990 年水平上减少至少 55%。到 2050 年在全欧盟范围内实现碳中和，到 2050 年之后实现负排放；从 2030 年起，汽车减排 55%，货车减排 50%；从 2035 年起汽车与货车均减排 100%。
欧盟	《Fit for 55》: 新车和货车的排放量从 2030 年开始比 2021 年水平下降 55%，2035 年实现汽车净零排放，同时规定各国政府加强车辆充电基础设施建设。
美国	美国政府承诺到 2030 年新能源汽车销售份额达到 50%；2035 年政府用车过渡到零排放车；2050 年实现净零排放目标和 100% 的清洁能源经济。
中国	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》提出 2025 年我国新能源新车销售量达到新车销售总量的 20% 左右。

资料来源: 各政府官网、盖世汽车、渤海证券

考虑到提升续航是新能源汽车主要发展方向之一，我们预计 2021-2025 年单车带电量分别为 44.3/45.3/46.3/47.3/48.0kWh。EVTank 预计到 2025 年新能源车销量有望达到 2240 万辆，我们预计 2025 年全球新能源汽车带动锂消耗量达 101.7 万吨 LCE，2020-2025 年 CAGR 达到 50.99%。

表 16: 全球新能源汽车销量及对应锂消耗量预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
销量总计(万辆)	331	670	906	1225	1657	2240
YOY	-	102.4%	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%
单车带电量(KWh)	41.4	44.3	45.30	46.30	47.30	48.00
动力电池装机量 (GWh)	137.0	296.8	410.4	567.2	783.5	1075.2
锂消耗量(万吨 LCE)	13.0	28.1	38.8	53.6	74.1	101.7
YOY	-	116.6%	38.3%	38.2%	38.1%	37.2%

资料来源：EVTank、渤海证券

3.2 储能电池：风光建设下第二增长曲线

储能装置可以平抑电压波动，“削峰填谷”减小电网供电压力，目前储能技术已成为新能源领域中的热点之一。其中锂电池储能系统近年来发展迅速，主因锂电池优秀的充放电效率、工作温度及循环寿命等性能均能满足风电、光伏供电系统需求。我国各地政府出台相应政策以及签订“风光储一体化”相关项目，推进储能产业的发展。

表 17：储能支持政策

政策	发表方	级别
关于推进电力源网荷储，一体化和多能互补发展的指导意见	国家发改委、能源局	国家政策
关于下达贵州省 2021 年第一批风电项目开展前期工作计划的通知	贵州能源局	地方政策
朔州能源局打造百亿级储能产业链行动计划	山西朔州能源局	地方政策
关于开展 2021 年度海南省集中式光伏发电平价上网项目工作的通知	海南发改委	地方政策
自治区清洁能源产业高质量发展科技支撑行动	宁夏科技厅	地方政策
关于做好 2021 年新增光伏发电项目竞争优选有关工作的通知	江西能源局	地方政策
关于征求 2021 年度平价风电、光伏项目竞争性配置办法有关意见的函	广西能源局	地方政策
关于加快推进全省新能源存量项目建设工作的通知	甘肃发改委	地方政策
关于开展储能示范应用的实施意见	山东能源局	地方政策

资料来源：政府官网、渤海证券

据 EVTank，2025 年全球储能锂电池出货量有望达到 243.7GWh。考虑到新能源发电并网配套储能、5G 基站备用电源等需求，我们预计 2025 年全球储能电池带动锂消耗量达到 15.8 万吨 LCE，2020-2023 年 CAGR 达到 71.00%。

表 18：全球储能锂电池出货量及锂消耗量预测

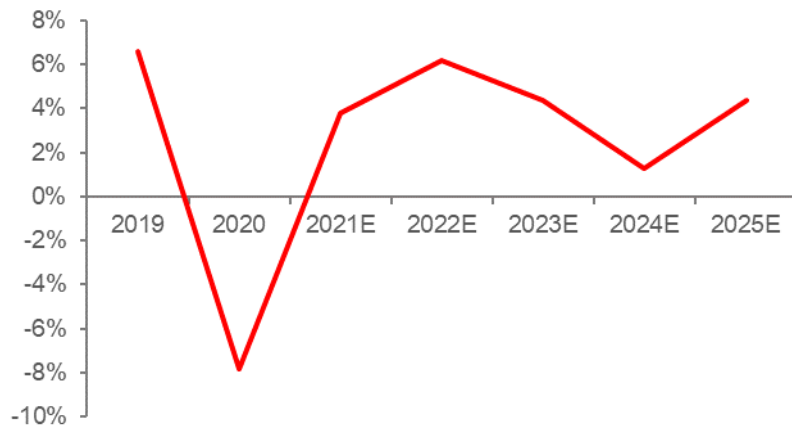
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
储能锂电池出货量	28.5	66.3	98.2	132.1	176.5	243.7
YOY	-	132.6%	48.1%	34.5%	33.6%	38.1%
锂消耗量(万吨 LCE)	1.9	4.3	6.4	8.6	11.5	15.8
YOY	-	132.6%	48.1%	34.5%	33.6%	38.1%

资料来源：EVTank、渤海证券

3.3 消费电子：市场饱和，增长缓慢

消费电子目前处于市场饱和状态，市场增长缓慢。随着智能手机以及智能家居的普及，预计全球消费类锂离子电池行业规模未来持续稳定增长。

图 24: 全球消费电子市场增速预测



资料来源: 起点研究院、渤海证券

据 Modor Intelligence 预测, 全球消费类锂离子电池出货量 2020 年-2025 年的 CAGR 或超 6%。我们预计 2025 年消费电子锂电池出货量将达到 139.6GWh, 锂消费量有望达 7.9 万吨 LCE, 2020-2025 年 CAGR 为 6.0%。

表 19: 消费电子出货量及锂消耗量预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球消费电子出货量(GWh)	104.3	110.5	117.2	124.2	131.7	139.6
YOY	-	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
锂消耗量(万吨 LCE)	5.9	6.3	6.7	7.1	7.5	7.9
YOY	-	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%

资料来源: Modor Intelligence、CBEA、渤海证券

3.4 传统需求: 与宏观经济密切相关

锂的传统应用包括: 润滑剂、铝冶炼、空气处理、药物、玻璃、陶瓷、专业应用 (包括电磁炉灶面和炊具)、铸钢件及铸铁件。根据世界银行最新发布的《全球经济展望》, 随着疫情缓解通胀高企, 各国财政和货币支持相继退出, 全球增长正进入一个明显放缓的时期, 预计 2021/2022/2023 年增速分别为 5.5%/4.1%/3.2%。鉴于传统工业增速与全球经济增速基本同步, 我们预计 2025 年传统工业锂用量有望达到 18.7 万吨 LCE, 2020-2025 年 CAGR 为 4.3%。

表 20: 传统工业锂消耗量预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
锂消耗量(万吨 LCE)	15.2	16.0	16.7	17.2	17.9	18.7
YOY	-	5.5%	4.1%	3.2%	4.3%	4.3%

资料来源: 中国产业信息网、IMF、贝恩咨询、渤海证券

3.5 小动力电池：锂需求重要补充

小动力电池主要是替代原有的动力系统：如铅酸、镍氢等电池，故可替代市场空间巨大。小动力电池市场需求包括电动自行车、无线清洁类家电以及电动工具等。据电池百人会-电池网，2025 年全球电动工具/无线清洁类家电/电动自行车锂电池需求量有望分别达到 38.8/10.5/51.0GWh。我们预计 2025 年小动力市场锂需求将达到 3.6 万吨 LCE，2020-2025 年 CAGR 为 26.55%。

表 21：全球小动力电池锂消耗量预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动工具 (GWh)	14.6	17.8	21.6	26.3	31.9	38.8
YOY		21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
无线清洁类家电 (GWh)	5.25	6.0	6.9	8.0	9.1	10.5
YOY		14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
电动两轮车 (GWh)	11.0	14.9	20.3	27.6	37.5	51.0
YOY		35.9%	35.9%	35.9%	35.9%	35.9%
总计 (GWh)	30.9	38.8	48.9	61.8	78.6	100.3
锂消耗量 (万吨 LCE)	1.1	1.4	1.8	2.2	2.8	3.6

资料来源：中电池百人会-电池网、渤海证券

3.6 供需紧平衡，锂价有望维持高位

预计 2022-2025 年全球锂供需持续偏紧状态。综合考虑需求端新能源汽车、储能端持续超预期带动锂的需求，供给端产能爬坡等条件，假设供应紧张下库存仅占需求比重 15%，预计 2022-2025 年供需差分别为-11.0/-6.0/-2.4/-11.4 万吨 LCE，我们判断锂行业 2022-2025 年将处于供需紧平衡状态。

表 22：供需平衡预测表 (万吨 LCE)

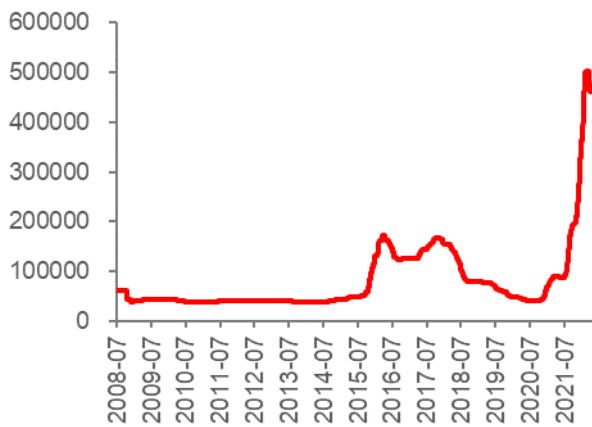
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
			总供给			
矿山产量	21.9	29.2	41.2	58.4	83.0	104.6
盐湖产量	18.2	21.5	28.7	37.7	45.5	53.9
总计	40.1	50.7	69.8	96.0	128.5	158.5
			总需求			
新能源汽车	13.0	28.1	38.8	53.6	74.1	101.7
储能	1.9	4.3	6.4	8.6	11.5	15.8
消电	5.9	6.3	6.7	7.1	7.5	7.9
传统	15.2	16.0	16.7	17.2	17.9	18.7
小动力	0.0	1.1	1.4	1.8	2.2	2.8
库存	5.6	8.4	10.5	13.3	17.1	22.2
总计	42.6	64.5	80.8	102.0	130.9	169.9

供需差 -2.4 -13.8 -11.0 -6.0 -2.4 -11.4

资料来源：EVTank、各公司公告、中电池百人会-电池网、Modor Intelligence、CBEA、中国产业信息网、IMF、贝恩咨询、渤海证券

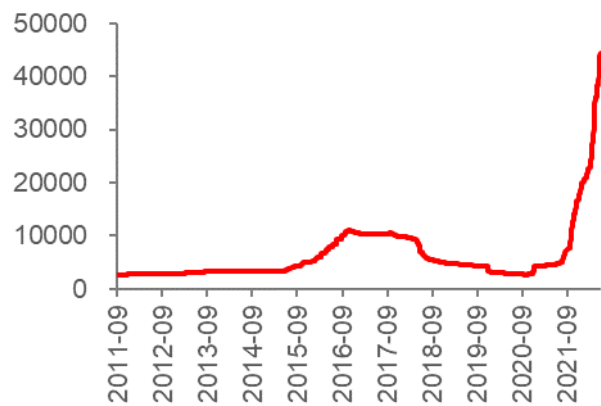
锂价中枢有望维持高位。考虑到锂矿扩建一般需 3-5 年，而下游如正极厂、电池厂等扩产仅需 1-2 年，锂下游需求高涨，当前锂矿扩产速度很难满足需求的爆发；同时当前已在产锂矿已属于易于开发、经济效益较好的资源，新建的锂矿项目一般属于次优级项目，受当地环保政策、局势、资源禀赋或者基础设施等不确定性因素影响，开发速度可能会受到进一步拖累。我们认为 2022-2024 年锂资源维持供需紧平衡状态下，锂价中枢将维持高位。

图 25: 碳酸锂价格 (万元/吨)



资料来源：iFinD、渤海证券

图 26: 锂精矿 (化工级 Li2O: 5%-5.5%) 均价 (元/吨)



资料来源：iFinD、渤海证券

4.资源巨头，掌握全球最优资源

深刻的行业理解，带来领先行业的前瞻性。天齐锂业深耕锂行业二十余年，深知优质资源的战略重要性，早在 2014 年公司就将全球最优质锂辉石矿收入囊中，而在 2018 年行业处于高景气时，仍选择持巨资高价收购全球最优质盐湖 SQM 股权，更是体现出公司的对锂资源重要性的深刻理解和前瞻性。

锂资源构筑公司强护城河。锂矿资源是锂产业链的最上端，当前在整个产业链中话语权最强，优质矿产资源可为矿企构筑强资源壁垒，原因在于矿产资源的储量、品位、是否易开采等条件是矿产资源的天赋，很难人为去改变这些条件。天齐锂业以海外格林布什锂矿为原料基地，以国内雅江措拉锂矿为资源储备，同时战略性入股海外阿卡特玛盐湖和国内扎布耶盐湖，保证了资源优势和 100%原料自给率。随着锂下游需求的爆发，公司对行业的深刻理解和前瞻性将兑现为业绩增长。

4.1 掌控全球最优锂辉石资源

五大优势铸造顶级锂辉石矿山。格林布什锂矿是全球最重要的锂矿原料基地之一，运营商泰利森已运营 30 多年经验丰富，其具有五大优势：

(1) **地理位置优越**：位于西澳州珀斯以南约 250 公里，距班伯里港口东南 90 公里的格林布什镇，该镇为西澳州西南部的的主要散货处理港；

(2) **资源禀赋优异**：品位 **2.1%全球第一**，在产锂辉石矿山中储量最大，另有 1 号尾矿库约 36 万吨 LCE 储量；

(3) **生产规模大**：锂矿产能 134 万吨为全球锂辉石矿山第一，其中化学级锂精矿 120 万吨。TRP 项目 2022 年新增产能 28 万吨，CGP3 项目或于 2025 年完工，加上规划的 CGP4 项目，未来化学级锂精矿产能或超过 250 万吨/年；

(4) **生产成本低**：按可持续总成本（CIF 中国）计算，大多数精矿的生产成本高于 280 美元，而格林布什成本为 250 美元；

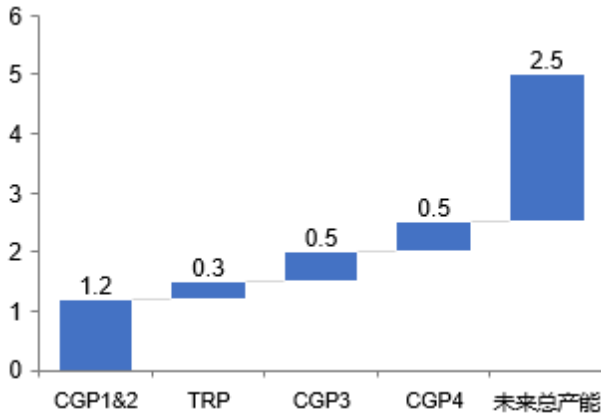
(5) **剩余寿命长**：据 BDA 报告，基于 2021 年 9 月 30 日的矿石储量，考虑到目前所进行、规划及考虑的扩张工程，格林布什矿场的剩余矿山寿命约为 21 年。

表 23: 海外主要矿山资源禀赋

矿山	所在国家	矿山状态	资源量 (万吨 LCE)	品位 (%)
格林布什	澳大利亚	在产	878	2.1
Mt Marion	澳大利亚	在产	242	1.37
Mt Cattlin	澳大利亚	在产	53	1.3
Pilgangoora-pilbara	澳大利亚	在产	693	1.3
Pilgangoora-Altura	澳大利亚	停产	119	1.08
Wodgina	澳大利亚	重启	700	1.17
Bald Hill	澳大利亚	停产	63	1.0
Finniss	澳大利亚	在建	93	1.3
Mt Holland	澳大利亚	在建	702.3	1.5
Manono	刚果（金）	在建	1628	1.65
Goulamina	马里	准备	388.3	1.51
Bikita	津巴布韦	在产	84.96	1.17
Arcadia	津巴布韦	试产	190	1.06
Sonora	墨西哥	可研	882	3480ppm
Thacker Pass	美国	可研	828	3283ppm

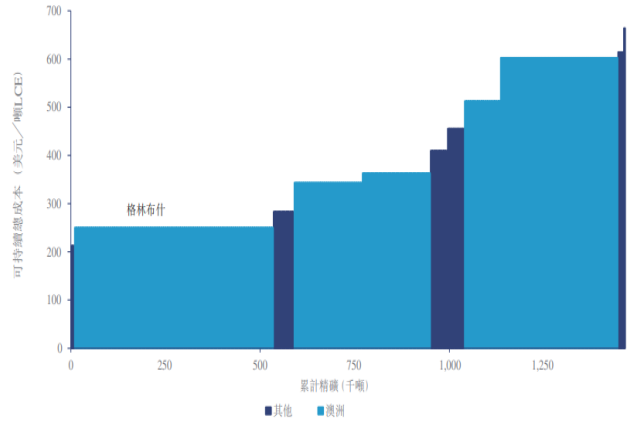
资料来源：各公司公告、《全球锂矿资源现状及发展趋势》、渤海证券

图 27: 格林布什化学级锂精矿产能规划 (百万吨)



资料来源: IGO、渤海证券

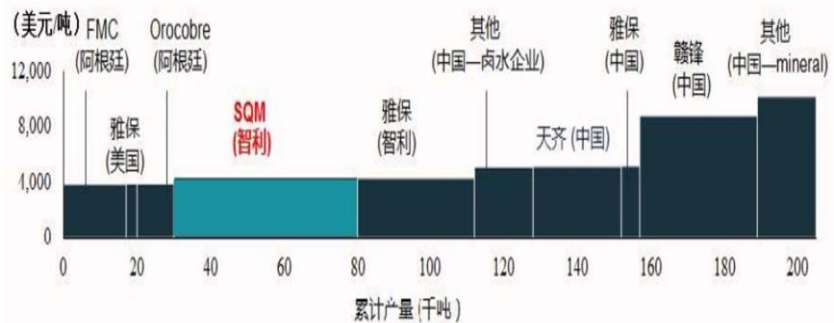
图 28: 2020 年锂辉石生产成本曲线



资料来源: 天齐锂业港交所上市资料、渤海证券

优质原料供给持续为公司带来优势。公司通过掌控格林布什矿实现 100% 锂精矿自给自足, 优势明显: **(1) 产品优势:** 稳定供应的高品位矿石, 使公司得以生产具有一致性和高质量的终端锂盐产品, 利于绑定下游客户; **(2) 规模优势:** 规模及储量优势为公司提供锂盐产能扩张的基础和空间; **(3) 垂直整合优势:** 锂精矿与锂盐产业链垂直整合为公司提高营运效率, 带来生产的稳定性和灵活性; **(4) 成本优势:** 由于矿石的低开采成本, 公司的碳酸提锂成本与国内以低成本为优势的盐湖企业几乎持平, 最终为公司带来较高盈利能力。

图 29: 全球主要锂化工生产企业的碳酸提锂成本



资料来源: Roskil、公司公告、渤海证券

4.2 布局全球最优盐湖资源

阿塔卡玛全球最优盐湖。阿塔卡马盐湖位于安托法加斯塔以东约 210 公里处, 是全球最优质盐湖之一。其主要优势在于: **(1) 储量大:** 在产盐湖中储量排名第一; **(2) 镁锂比低:** 属于低镁锂比盐湖, 其提锂工艺相对成熟, 率先实现工业化生

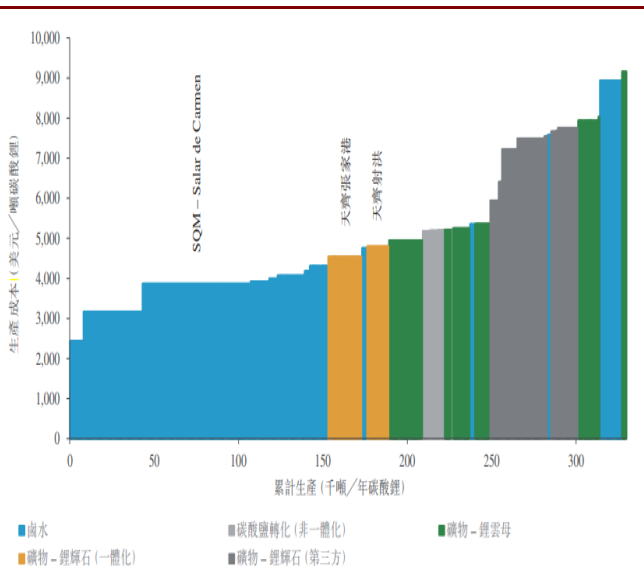
产；（3）产能大：阿塔卡玛合计 16.5 万吨 LCE 位于首位，其中 SQM 现产能 12 万吨 LCE。（4）成本优势：优秀的资源禀赋以及产能规模为 SQM 带来成本优势，2020 年其碳酸锂/氢氧化锂位于全球生产成本曲线左侧位置。

表 24: 主要南美盐湖资源禀赋

名称	国家	盐湖状态	储量 (万吨 LCE)	品位 (mg/L)	镁锂比
阿塔卡玛	智利	在产 在产	4551	1835	6.4
Maricunga	智利	在建	74.2	1164	6.55
Uyuni	玻利维亚	储备	11219	424	18.6
Hombre Muerto	阿根廷	在产 在建	1350	921	1.34-1.66
Sal de Vida	阿根廷	在建	129	754	3.00
Cauchari-Olaroz	阿根廷	在产 在建	2458 (资源量)	592/607	2.37/2.49
Mariana	阿根廷	在建	812.1 (资源量)	321	13.80
SDLA	阿根廷	在建	200	479	3.80
Rincon	阿根廷	在建 在建	1177 (资源量)	325/400	2.2/7.7
Tres Quebradas Kachi	阿根廷	在建 在建	129.4	925/211	1.71/6.50

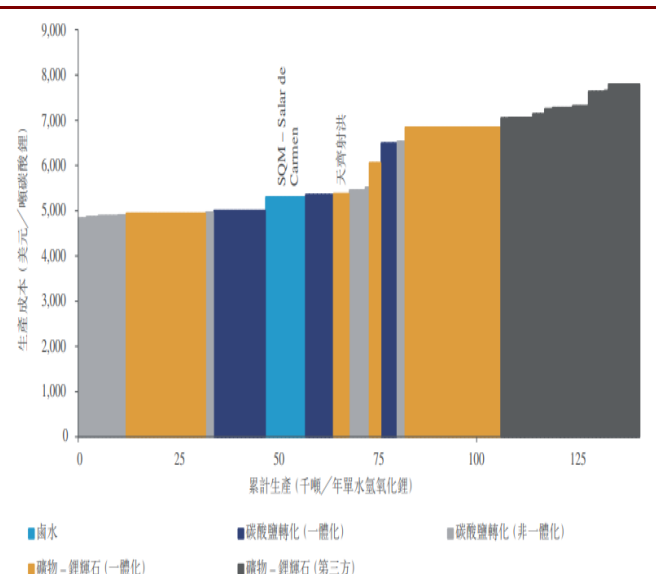
资料来源：各公司公告、渤海证券

图 30: 2020 年全球碳酸锂生产成本曲线



资料来源：天齐锂业港交所上市资料、渤海证券

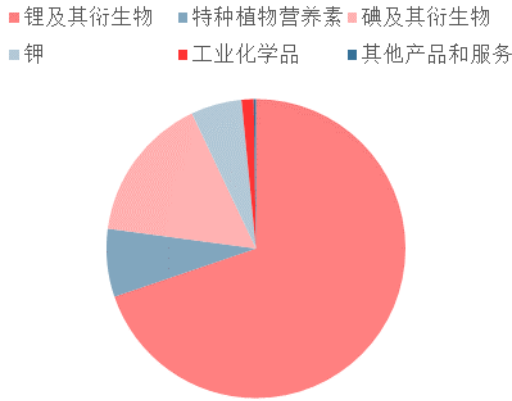
图 31: 2020 年全球氢氧化锂生产成本曲线



资料来源：天齐锂业港交所上市资料、渤海证券

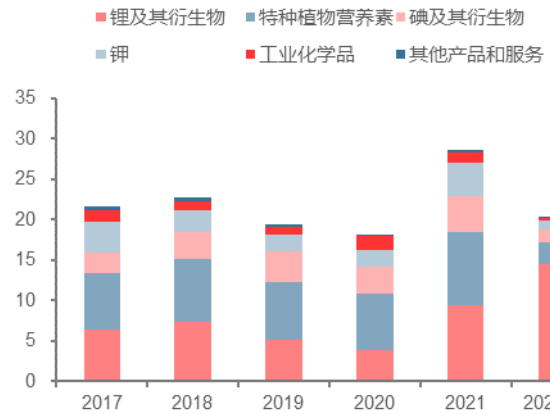
入股最大盐湖锂生产商之一。公司目前持有 SQM 公司 23.75% 股权，SQM 拥有阿塔卡马盐湖的开采权，主营业务是特种植物营养素和锂及其衍生品。2022 年 Q1，因锂价暴涨，锂及其化合物业务营收占比达 71.58%。

图 32: 2022Q1SQM 公司营收分产品占比 (%)



资料来源: iFinD、渤海证券

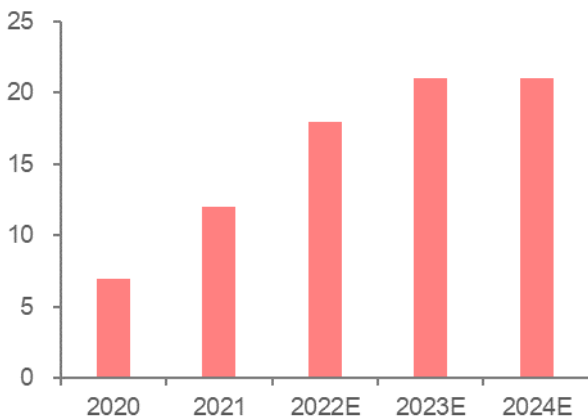
图 33: SQM 各业务营收 (亿美元)



资料来源: iFinD、渤海证券

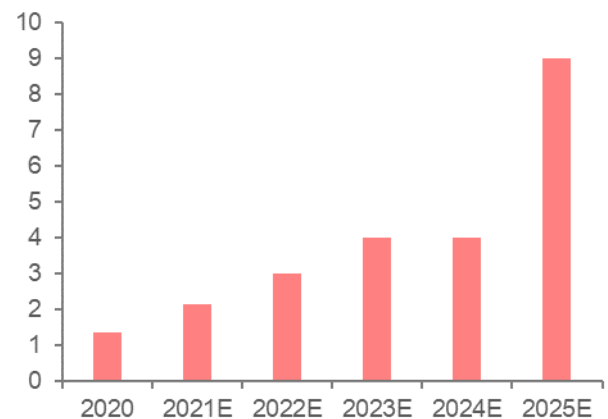
SQM 积极扩张产能。碘业务方面: 计划 2023 年新增 1000 吨产能, 2024 年新增 2500 吨产能。锂业务方面: 计划 2022 年年中完成 18 万吨碳酸锂和 3 万吨氢氧化锂产能的扩建, 2023 年进一步扩大碳酸锂和氢氧化锂产能至 21 万吨和 4 万吨, 预计在 2023 年年初完成工程建设。另外 SQM 拥有 Mt Holland 50% 的权益, 基于 Mt Holland 的投资计划, 拟投建 5 万吨氢氧化锂产能项目, 预计 2024 年投产。

图 34: SQM 碳酸锂产能规划 (万吨/年)



资料来源: 公司公告、渤海证券

图 35: SQM 氢氧化锂产能规划 (万吨/年)

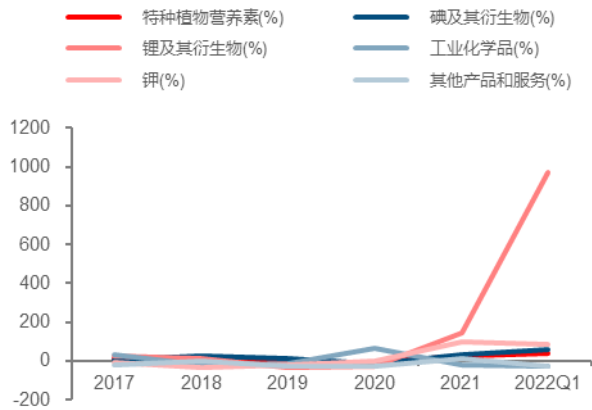


资料来源: 公司公告、渤海证券

贡献巨大投资收益。从营收增速上可以看出, SQM 锂板块业务受锂行业景气度影响较大, 增速波动较其他业务更为明显。2018 年天齐锂业参股 SQM 后, 投资净收益大幅增长至 5.39 亿元, 但 2019-2020 年景气低迷导致投资收益下滑,

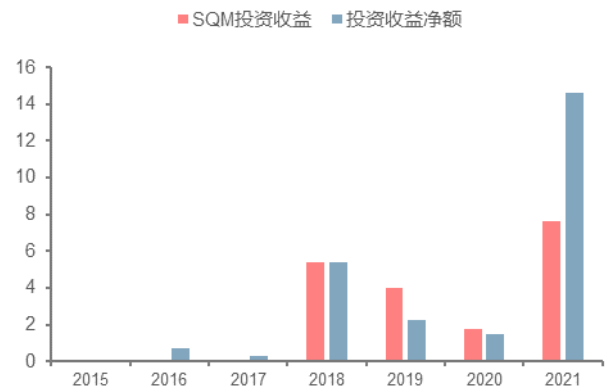
2021 年锂价上行后公司收到 SQM 的投资收益为 7.6 亿元。锂行业高景气叠加产能扩张，SQM 锂产品有望量价齐升带动业绩增长，预计 SQM 将持续为公司带来高投资收益；同时，对 SQM 的战略持股使公司补全盐湖锂资源的版图。

图 36: SQM 各业务营收增速 (%)



资料来源: iFinD、渤海证券

图 37: 公司投资收益净额及 SQM 投资收益 (亿元)



资料来源: iFinD、渤海证券

4.3 国内资源储备丰富

雅江措拉为国内矿石储备。雅江措拉矿场位于四川省甘孜藏族自治州雅江县，是甲基卡锂矿化区的一部分。子公司盛合锂业持有其 100% 的股权，采矿许可证有效期至 2032 年，并在若干条件下可以续期。雅江措拉矿作为公司的资源储备，氧化锂含量约为 25.57 万吨，其年采选矿石 60 万吨的锂辉石工程项目处于全面缓建状态。

表 25: 国内矿山基本情况梳理

矿山	资源储量 (万吨)	氧化锂含量 (万吨)	平均品位 (%)	状态
康定甲基卡 134 号脉	2900	41.23	1.42	在产
业隆沟	654	8.45	1.29	在产
李家沟	4036	51.22	1.3	已建成
马尔康党坝	3652	66	1.33	停产
雅江措拉	1971	25.57	1.3	未建投
德扯弄巴	2625	34	1.34	未建设

资料来源: 各公司公告、渤海证券

扎布耶盐湖为国内盐湖储备。日喀则扎布耶拥有扎布耶盐湖项目的勘探权，天齐锂业持有日喀则扎布耶的 20% 股权。扎布耶盐湖位于西藏自治区，探明储量 183 万吨 LCE，拥有全国第一的锂含量浓度和最低的镁锂比，其卤水已接近碳酸锂的

饱和点，易于形成不同形式的天然碳酸锂的沉积，因而开采成本比国内其他盐湖更低。扎布耶盐湖采用太阳池法提锂，现有产能 5000 吨 LCE。

表 26: 中国盐湖基本情况梳理

盐湖	LCE (万吨)	地区	镁锂比	锂浓度 (mg/L)
东台吉乃尔	247	青海	35.2:1	850
西台吉乃尔	268	青海	90.5:1	220
察尔汗盐湖	717	青海	1577:1	310
大柴旦盐湖	161	青海	134:1	160
一里坪	157	青海	100:1	210
巴伦马海	-	青海	-	-
扎布耶盐湖	183	西藏	0.01:1	970

资料来源：各公司公告、容汇锂业公告、《青海盐湖锂资源及提锂技术概述》、《高镁锂比盐湖镁锂分离与锂提取技术研究进展》、渤海证券

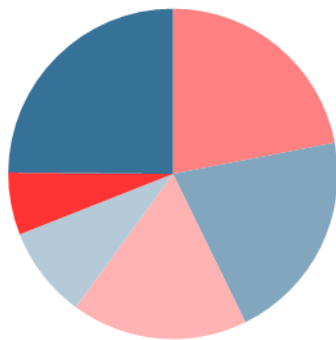
规划 5 万吨锂盐产能。锂盐方面，西藏矿业计划建设“西藏扎布耶盐湖绿色综合利用万吨电池级碳酸锂项目”，年产电池级碳酸锂 9600 吨/年、工业级碳酸锂 2400 吨/年、氯化钾 15.6 万吨/年、铷铯混盐 200 吨/年，力争 2023 年 7 月建成并 9 月投产。扎布耶二期项目将为西藏的盐湖开发资源提供样板和模版，并以西藏矿业为平台，整合西藏地区的盐湖资源，十四五规划形成 5 万吨锂盐产能。

4.4 锂盐产能不断扩张

产量全球第四，碳酸锂全国第一。从全球看，全球锂盐加工企业产量 CR4 约为 69%，集中度较高，其中天齐合计占比达到 9%。从国内看，天齐是碳酸锂生产企业龙头，2021 年其国内碳酸锂产量占比达到 13%。

图 38: 2020 年全球锂盐企业产量 (LCE) 占比

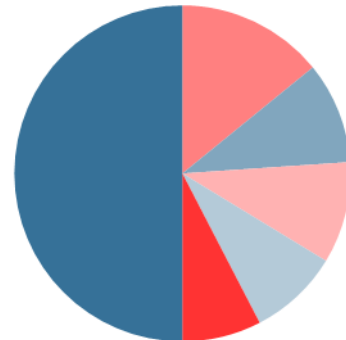
■ 雅保 ■ SQM ■ 赣锋 ■ 天齐 ■ Livent ■ 其他



资料来源：RK Equity、渤海证券

图 39: 2021 年中国碳酸锂企业竞争格局

■ 天齐锂业 ■ 盛新锂能 ■ 蓝科锂业 ■ 南氏锂电 ■ 赣锋锂业 ■ 其他



资料来源：SMM、渤海证券

锂盐产能 4.48 万吨，中期超 11 万吨。公司现有产能 4.48 万吨，在建产能包含澳

洲奎纳纳 4.8 万吨氢氧化锂项目、四川遂宁安居的 2 万吨电池级碳酸锂项目和重庆铜梁的扩建 0.2 万吨，中期锂化工产能超 11 万吨/年。另外，公司或利用委外加工业务补充锂盐产能。

表 27: 公司锂盐产能规划

基地	现产能 (万吨)	详情
四川射洪	2.42	现拥有 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	2	位于江苏省张家港保税区毗邻海运码头，电池级碳酸锂产能 2 万吨/年。
重庆铜梁	0.06	金属锂年产能 0.06 万吨/年，拟分两期扩建 0.2 万吨金属锂项目，预计一期 0.08 万吨将于 2023 年建成运行并投产，二期 0.12 吨将于 2025 年建成运行并投产。
遂宁安居	缓建	2 万吨/年碳酸锂项目，公司预计该项目将于 2023 年下半年竣工进入调试阶段。
奎纳纳一期	准备	2.4 万吨电池级氢氧化锂，已通过内部实验室试样检测，后续将提供产品给不同客户进行品质认证，流程约需要 4-8 个月的时间
奎纳纳二期	暂缓	2.4 万吨氢氧化锂项目，在有效验证一期项目成熟运营基础上，结合市场动向、公司资金流动性、项目可行性等多种因素综合考量未来二期项目的重启规划和资本金投放计划。

资料来源：公司公告、渤海证券

深度绑定优质客户。公司拥有稳定的优质下游资源，主要包括全球顶级电池制造商、电池材料生产商等，与公司签订长期供货合同的顶级电池制造商包括 SK、EcoPro、Northvolt 和 LG Chem 等。

5. 盈利预测与估值

锂盐产品：随奎纳纳一期建成投产、重庆铜梁扩产以及遂宁安居的建成投产，假设 2022-2024 年锂盐产能为 4.48/6.96/8.96 万吨/年，2022-2024 年综合价格为 30/29/27 万元/吨。

锂精矿：随尾矿项目的投产，假设格林布什锂精矿 2022-2024 年产能分别为 162/162/162 万吨/年，生产的锂精矿除天齐自用外，全部销售。

综上，我们预计 2022-2024 年公司营收为 290.2/346.3/372.8 亿元，同比增长 278.7%/19.3%/7.6%，平均毛利率为 72.4%/71.8%/70.0%。

表 28: 公司盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
产能 (吨)	44800	44800	69600	89600
锂盐业务 收入 (百万元)	5,017.67	12,453.48	17,074.14	21,152.99
毛利率 (%)	61.89%	46.67%	51.52%	54.04%
产能 (吨)	1340000	1620000	1620000	1620000
锂精矿业务 收入 (百万元)	2,644.07	16,568.57	17,558.07	16,128.49
毛利率 (%)	62.10%	91.75%	91.62%	90.95%
营业总收入 (百万元)	7,663.32	29,023.66	34,633.85	37,283.15
YOY	136.6%	278.7%	19.3%	7.6%
平均毛利率 (%)	62.0%	72.4%	71.8%	70.0%

资料来源: 公司公告、渤海证券

结合行业景气度和公司产能释放节奏,我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 136.01、163.57、175.16 亿元, EPS 分别为 9.21、11.07、11.86 元/股,对应当前股价的 PE 分别为 13.3X、11.1X、10.4X。从可比公司(赣锋锂业、盛新锂能、融捷股份)Wind 一致预期看,截至 6 月 29 日,2022 年平均 PE 值为 17.1X。公司作为锂行业龙头企业,掌控全球优质资源,随着财务风险逐渐释放以及产能有序投放,业绩有望享受行业高速发展带来的红利,首次覆盖给予“增持”评级。

表 29: 可比公司估值 (亿元)

公司	代码	总市值	PE			PB
			2021A	2022E	2023E	(MRQ)
赣锋锂业	002460.SZ	1,940	39.3	18.0	14.5	8.1
盛新锂能	002240.SZ	511	59.0	13.2	10.4	8.3
融捷股份	002192.SZ	378	494.9	20.2	14.0	42.0
平均数	-	-	197.7	17.1	13.0	19.5
天齐锂业	002466.SZ	1,814	75.89	13.3	11.1	10.4

资料来源: Wind、渤海证券,注: 股价采用 6 月 29 日收盘价

6. 风险因素

1. 产能投产投放不及预期风险: 若奎纳纳项目产能投放不及预期,将对盈利产生重大影响;
2. 债务偿还不及预期风险: 若公司债务未能按时偿还将引发债务流动性风险。

3. 锂价中枢波动风险：锂资源企业产能扩张速度超预期或下游需求增长不及预期导致锂价中枢超预期下跌风险，将对公司业绩造成影响；

4. 海外政策不确定性风险：南美智利的政策变动对 SQM 股权投资的影响风险。

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

分析师声明:

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn