

天齐锂业 (002466.SZ)

资源为本开启新征途，发力垂直一体化锂新能源材料供应商

垂直整合构筑“资源+冶炼”一体化优势，Greenbushes扩产提速。经年积淀，公司形成了横跨西澳、南美、中国川西&西藏的多品种、全球化锂资源布局；并深度跻身全球供应体系，基于全球顶尖的锂资源积淀，公司与雅保、SQM、中国宝武、奔驰、宝马等全球顶级合作伙伴携手打造具备全球竞争力的垂直一体化新能源锂材料供应商：**1) 海内外“双循环”锂盐供应链**：目前公司四川射洪、江苏张家港、重庆铜梁、澳洲奎纳纳（一期）四大基地拥有锂盐产能达6.9万吨；遂宁安居2万吨电池级碳酸锂项目、奎纳纳2.4万吨氢氧化锂项目（二期）基于以往建设经验或将提速，另外铜梁基地拟2025年前分两期扩建2000吨金属锂产能，锂盐规划产能达11万吨以上。**2) 资源加码**：伴随Greenbushes TRP（尾矿处理厂，28万吨）项目投产，年内锂精矿总产能达162万吨；CGP3（52万吨）已于年内开工，2025年投产，CGP4（52万吨）计划2025年开工，远期规划达266万吨；目前矿山产能由天齐&雅保分别包销50%，实现锂资源100%自供。

手握“两湖三矿”优质锂资源超1500万吨（权益），低成本资源优势构筑深厚护城河。**1) Greenbushes (26%) 全球第一大在产硬岩锂矿**：拥有锂资源量1383万吨LCE，Li₂O品位达1.6%，距离最近港口仅90km，得天独厚的开发条件铸就全球最低成本锂辉石资源，近五年平均成本仅234美元/吨，毛利率水平高达60%以上，充分受益高锂价带来的业绩弹性；**2) Atacama (22%) 全球第一大在产盐湖**：矿区拥有锂储量高达4551万吨LCE，锂浓度超1500mg/L，资源禀赋位列南美盐湖前列，SQM至2030年拥有220万吨开采配额，现有产能18万吨，规划21万吨；**3) 扎布耶 (20%) 西藏盐湖资源开发领导者**：保有锂资源量179万吨LCE，得益于矿区高浓度、低镁锂比以及矿区周边地形平坦的优势，西藏扎布耶于藏区率先实现锂资源开发，现有产能约0.5万吨LCE，远期规划约3-5万吨。此外，**4) 雅江措拉 (100%)** 为公司国内锂辉石资源储备，目前已推进矿山重启工作；**5) Mt Holland (11%)** 为澳洲第三大锂辉石矿，2024年规划建设5万吨氢氧化锂产能。

港股IPO融资落地债务包袱卸除，轻装上阵发力垂直一体化新能源锂材料供应商。7.13日公司正式登陆香港联交所，募资净额130亿港元（约16.6亿美元），规划约使用约88.6亿港元（约11.3亿美元）偿还SQM并购贷款余额，另规划11.7亿港元用于建设遂宁安居一期2万吨碳酸锂项目。截止7月底，并购贷款已全部还清，资产负债率降低至约28%（未经审计），公司债务危机正式解除，低杠杆&高盈利为后续CAPEX蓄力，公司步入良性发展阶段。

投资建议：公司作为国内锂业龙头，手握全球第一大盐湖与锂矿核心资产，充分受益于锂价上行带来的行业红利。预计公司2022-2024年营收分别为498/608/546亿元，实现归母净利润234/220/217亿元，EPS为14.3/13.4/13.2元/股，对应PE分别为7.8/8.4/8.5倍，相较同行可比公司估值合理偏低，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期风险；下游需求不及预期风险；技术路径变动风险；需求空间测算误差风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,239	7,663	49,756	60,776	54,552
增长率 yoy (%)	-33.1	136.6	549.3	22.1	-10.2
归母净利润(百万元)	-1,834	2,079	23,420	21,968	21,659
增长率 yoy (%)	-69.4	-213.4	1026.6	-6.2	-1.4
EPS 最新摊薄(元/股)	-1.12	1.27	14.3	13.4	13.2
净资产收益率 (%)	-15.2	14.3	67.3	44.2	29.7
P/E (倍)	-100.2	88.4	7.8	8.4	8.5
P/B (倍)	0.0	14.4	5.1	3.2	2.3

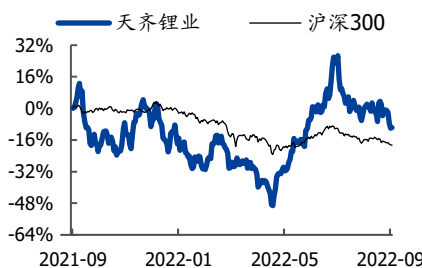
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年9月13日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	能源金属
9月13日收盘价(元)	112.00
总市值(百万元)	183,816.82
总股本(百万股)	1,641.22
其中自由流通股(%)	89.85
30日日均成交量(百万股)	51.22

股价走势



作者

分析师 王琪

执业证书编号：S0680521030003

邮箱：wangqi3538@gszq.com

研究助理 马越

执业证书编号：S0680121100007

邮箱：mayue@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2854	6470	23837	37875	88150	营业收入	3239	7663	49756	60776	54552
现金	994	1987	6904	30254	72735	营业成本	1895	2914	6253	6656	6859
应收票据及应收账款	676	1096	10413	3645	8973	营业税金及附加	27	71	438	548	486
其他应收款	32	181	1201	487	1028	营业费用	21	20	55	67	60
预付账款	11	20	180	64	155	管理费用	405	454	1493	1823	1637
存货	851	872	2825	1110	2945	研发费用	24	19	55	67	60
其他流动资产	290	2315	2315	2315	2315	财务费用	1330	1731	1150	534	-999
非流动资产	39181	37695	66786	72032	62175	资产减值损失	-55	0	0	0	0
长期投资	23465	22592	21719	20845	19972	其他收益	4	7	8	8	9
固定资产	4206	4031	35121	43403	36400	公允价值变动收益	-644	77	0	0	0
无形资产	3273	3096	3058	2998	2935	投资净收益	148	1461	5191	6005	6721
其他非流动资产	8237	7976	6888	4785	2868	资产处置收益	-16	0	0	0	0
资产总计	42036	44165	90623	109907	150325	营业利润	-1022	3989	45511	57094	53179
流动负债	26813	13760	28343	9042	7463	营业外收入	51	14	56	57	55
短期借款	2737	2175	15839	0	0	营业外支出	83	40	41	44	49
应付票据及应付账款	1023	1033	3380	1318	3523	利润总额	-1054	3964	45526	57106	53185
其他流动负债	23052	10552	9124	7725	3940	所得税	73	1374	8195	13134	11169
非流动负债	7790	12253	6633	1319	1319	净利润	-1127	2590	37332	43972	42016
长期借款	6329	10628	5314	0	0	少数股东损益	706	511	13912	22004	20357
其他非流动负债	1461	1625	1319	1319	1319	归属母公司净利润	-1834	2079	23420	21968	21659
负债合计	34603	26014	34976	10362	8782	EBITDA	-301	4947	47647	59989	54978
少数股东权益	2226	5390	19302	41306	61663	EPS (元/股)	-1.12	1.27	14.27	13.39	13.20
股本	1477	1477	1641	1641	1641						
资本公积	6769	12289	12289	12289	12289						
留存收益	-2330	-255	36204	79919	121629						
归属母公司股东权益	5206	12761	36345	58239	79880						
负债和股东权益	42036	44165	90623	109907	150325						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	696	2094	25551	47309	33575
净利润	-1127	2590	37332	43972	42016
折旧摊销	344	413	1468	2957	3338
财务费用	1330	1731	1150	534	-999
投资损失	-148	-1461	-5191	-6005	-6721
营运资金变动	-577	-1765	-9207	5851	-4060
其他经营现金流	876	586	0	0	0
投资活动现金流	-505	-138	-25368	-2198	13239
资本支出	963	1009	29964	6119	-8984
长期投资	42	73	873	873	873
其他投资现金流	500	944	5470	4794	5129
筹资活动现金流	-3522	-1132	-11105	-5922	-4333
短期借款	-454	-562	-2175	0	0
长期借款	-7997	4299	-5314	-5314	0
普通股增加	0	0	164	0	0
资本公积增加	-1	5519	0	0	0
其他筹资现金流	4930	-10388	-3780	-608	-4333
现金净增加额	-3360	784	-10922	39189	42481

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-33.1	136.6	549.3	22.1	-10.2
营业利润 (%)	77.5	490.2	1040.9	25.4	-6.9
归属母公司净利润 (%)	-69.4	-213.4	1026.6	-6.2	-1.4
获利能力					
毛利率 (%)	41.5	62.0	87.4	89.0	87.4
净利率 (%)	-56.6	27.1	47.1	36.1	39.7
ROE (%)	-15.2	14.3	67.3	44.2	29.7
ROIC (%)	-2.0	8.8	60.4	69.3	51.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	82.3	58.9	38.6	9.4	5.8
净负债比率 (%)	392.0	103.4	35.3	-25.1	-51.4
流动比率	0.1	0.5	0.8	4.2	11.8
速动比率	0.1	0.2	0.7	3.8	11.1
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.7	0.6	0.4
应收账款周转率	6.3	8.6	8.6	8.6	8.6
应付账款周转率	1.4	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-1.12	1.27	14.27	13.39	13.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	1.28	15.57	28.83	20.46
每股净资产 (最新摊薄)	3.17	7.78	22.05	35.39	48.57
估值比率					
P/E	-100.2	88.4	7.8	8.4	8.5
P/B		14.4	5.1	3.2	2.3
EV/EBITDA	-715.7	42.0	4.7	3.3	3.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022年9月13日收盘价

内容目录

一、手握全球锂资源核心资产，构筑一体化锂材料供应商	6
1.1 战略并购掌握全球优质锂资源，H股上市开启新征程	6
1.2 手握“两湖三矿”优质锂资源，权益资源量达 1547 万吨 LCE	6
1.3 Greenbushes 扩产提速，“资源+冶炼”一体化优势显著	7
1.4 需求复苏叠加债务危机解除，公司经营业绩回归正轨	9
1.5 SQM 并购带来 35 亿美元负债，H股上市债务压力成功解除	11
二、资源版图全球化布局，锂矿低成本优势显著	14
2.1 Greenbushes: 西澳高品位锂辉石矿床，天齐锂业、雅保战略优质资源	14
2.2 SQM: 南美化工巨头，资源版图由南美扩至澳洲	16
2.2.1 立足智利两大核心资源，实现多元素化合物闭环生产	16
2.2.2 Mt Holland: 澳洲巨型待开发矿山，规划 5 万吨氢氧化锂产能	21
2.3 扎布耶: 西藏盐湖提锂先驱，宝武赋能开启资源开发新格局	22
2.4 雅江措拉&烧炭沟: 天齐系国内重要资源储备，雅江措拉或将优先开发	28
三、海外开发不确定性增加，锂资源长期景气上行	29
3.1 锂辉石供需紧张，现货流通占比低且供给集中度高；矿价易涨难跌	29
3.2 中国企业控制海外锂资源影响力大幅提升，共同的文化基础更容易形成战略协同	32
3.3 需求端：“产品驱动+政策导向”，EV&储能长期需求景气确立	33
3.4 供给端：锂资源战略地位提升，远端供给不确定性日益增加	35
3.4.1 澳洲 FIRB 对外国投资者审核日益趋严，中资企业面临严格审核壁垒	38
3.4.2 智利新任左翼总统上台，矿产资源“国有化”风险提升	39
3.4.3 玻利维亚长期对外资采取限制措施，Uyuni 巨型盐湖开发受阻	40
四、盈利预测与投资建议	41
4.1 盈利预测	41
4.2 投资建议	42
风险提示	42

图表目录

图表 1: 公司上市以来通过并购获得 Greenbushes、Atacama 等全球优质锂矿资源	6
图表 2: 公司旗下锂资源主要包括“两湖三矿”，权益锂资源量达 1547 万吨 LCE	7
图表 3: Greenbushes 为公司中游冶炼提供充足锂精矿保障	8
图表 4: 预计 2025 年公司锂精矿产能将达 214 万吨，锂盐产能将达 11.6 万吨	8
图表 5: 2021 年公司锂精矿产量同比增长 64%至 95.4 万吨	9
图表 6: 2021 年公司锂盐产量同比增长 15%至 4.37 万吨	9
图表 7: 2021 年以来公司营业收入同比大幅提升	10
图表 8: 2022 年 H1 归母净利润同比增长 119 倍	10
图表 9: 2016-2022 H1 年公司分产品营收 (百万元)	10
图表 10: 2021 年以来锂盐板块毛利明显提升 (百万元)	10
图表 11: 2022H1 年公司锂盐营收占比为 69% (%)	10
图表 12: 2022H1 年公司锂盐毛利占比为 71% (%)	10
图表 13: 2022 年 H1 毛利率/净利率分别提升至 84.3%/84.0%	11
图表 14: 2021 年锂精矿/锂盐毛利率提升至 62%	11

图表 15: 为实施债务融资, 公司拟在澳洲设立 TLAI1、TLAI2 两家 SPV 公司.....	12
图表 16: 债务危机解除叠加营收增长四项费用率大幅降低 (%)	12
图表 17: 2022H1 年公司财务费用同比减少 28%	12
图表 18: 引入战略投资者后, IGO 将持有 TLEA49% 股权	13
图表 19: 截止 2022 年 H1 公司资产负债率下降至 46%	13
图表 20: 截止 2022 年 H1, 公司长期借款余额约 83 亿元.....	13
图表 21: Greenbushes 位于西澳大利亚, 据 Bunbury 港口 90 公里	14
图表 22: Greenbushes 拥有锂储量 888 万吨 LCE, 资源量 1383 万吨 LCE.....	14
图表 23: Greenbushes 项目选矿厂位置.....	15
图表 24: Greenbushes 项目股权结构.....	15
图表 25: 2020 年公司精矿产量大幅下滑 24.1%.....	15
图表 26: 公司锂精矿生产成本平均约为 215 美元/吨	15
图表 27: 2021 年文菲尔德营业收入同比增加 65.7%.....	16
图表 28: 2021 年文菲尔德净利润同比增加 4.4%至 10.2 亿元	16
图表 29: Greenbushes 为全球最低成本锂辉石矿山.....	16
图表 30: 公司于 90 年代开始 Atacama 盐湖资源开发, 未来规划“盐湖+硬岩锂矿”双轮驱动.....	17
图表 31: 2021 年锂业务营收占比达 32.7%	17
图表 32: 2021 年锂业务毛利占比达 40.5%	17
图表 33: 公司智利矿产资源与工厂分布.....	18
图表 34: Pampa 集团、天齐锂业为公司前两大股东	18
图表 35: 公司旗下主要拥有三大优质资源, 年内碳酸锂产能规划 18 万吨.....	19
图表 36: 2022 年公司锂盐产量指引为 14.5 万吨.....	19
图表 37: 智利 Atacama 盐湖是智利最大的盐湖, LCE 储量达 4841 万吨	19
图表 38: 公司采矿区内拥有锂储量约 4345 万吨 LCE (万吨)	19
图表 39: Atacama 是全球最优质的盐湖之一.....	20
图表 40: SQM 采用传统沉淀法生产碳酸锂和氢氧化锂.....	20
图表 41: Mt Holland 拥有锂资源量 701 万吨 LCE	21
图表 42: 矿山与冶炼厂位置示意图	21
图表 43: Mt holland 为澳洲第三大矿山	21
图表 44: SQM 与 Wesfarmers 分别持有项目 50% 权益.....	22
图表 45: 项目锂精矿开采成本、氢氧化锂冶炼成本分别 264/4507 美元/吨	22
图表 46: 扎布耶保有锂资源量达 178.8 万吨 LCE, 交通条件良好	23
图表 47: 改制完成后实际控制人为国务院国资委	23
图表 48: 锂精矿经营主体为西藏扎布耶, 铬铁矿经营主体为山南分公司.....	24
图表 49: 公司 2022-2024 年长期投资项目明细.....	25
图表 50: 公司 2021-2025 年固定资产投资明细.....	25
图表 51: 公司 2022 年开工项目情况.....	26
图表 52: 2021 年锂精矿产量同比增加 96%至 9016 吨	26
图表 53: 2021 年铬铁矿产量同比增加 111.7%至 14.09 万吨	26
图表 54: 2022H1 营业收入同比增加 159%至 12.2 亿元	27
图表 55: 2022H1 归母净利润同比增加 558%至 4.75 亿元	27
图表 56: 2021 年锂产品营收占比达 50.2%	27
图表 57: 2021 年锂产品毛利占比达 50.5%	27
图表 58: 天齐系旗下拥有国内雅江措拉、烧炭沟两处采矿权.....	28
图表 59: 雅江措拉与烧炭沟资源量情况.....	28
图表 60: 锂矿企业纷纷开启锂盐产能建设规划.....	29
图表 61: 未来锂精矿将主要通过长协&包销进行流通, 现货市场流通占比仅一成.....	30

图表 62: Pilbara 锂精矿拍卖挑战行业定价模式.....	30
图表 63: Pilbara 锂精矿拍卖价领先国内 CIF 市场价 3 个月左右.....	30
图表 64: "天齐+雅保"旗下泰利森 2022-2024 年锂辉石产量占据澳矿总产量约 60%、58%、57%，可对全球锂资源供需差走向起到重要影响.....	31
图表 65: 2021 年以来国内新能源车爆发，上游供给受多因素影响缺口难补导致锂价大幅上行.....	32
图表 66: 赣锋、紫金、西藏珠峰、青山等中资企业在阿根廷控制的的锂资源量达 6394 万吨 LCE，占比达 45%，规划产能 33 万吨 LCE，占比 33%.....	33
图表 67: 现有待开发项目全部拥有中资企业背景.....	33
图表 68: 预计 2021-2025 年新能源车 CAGR 达 37%.....	34
图表 69: 国内新能源车渗透率 VS SUV 渗透率.....	34
图表 70: 国内 7 月新能源车销量环降 0.6%至 59.3 万辆.....	34
图表 71: 国内 7 月新能源车渗透率 24.5%.....	34
图表 72: 预计 2025 年新能源车和储能领域合计占全球锂需求总量 76%.....	35
图表 73: 2021 年国内锂资源进口依赖度 54%，预计未来保持 50%以上.....	35
图表 74: 全球锂盐供需平衡测算.....	36
图表 75: 2022 年和 2023 年锂资源供应核心关注南美盐湖、海外锂辉石、国内盐湖和国内锂云母的新增项目放量（万吨 LCE，%）.....	36
图表 76: 2020-2025 年南美盐湖产量预测.....	37
图表 77: 2020-2025 年海外锂辉石产量预测.....	37
图表 78: 2020-2025 年国内盐湖产量预测.....	37
图表 79: 2020-2025 年国内锂云母产量预测.....	37
图表 80: 2020-2025 年海外锂辉石产国内测.....	38
图表 81: 2020 年 3 月起澳洲政府对海外投资审核标准趋严.....	38
图表 82: 智利左右翼政府政策摇摆不定.....	39
图表 83: SQM 与雅保面临最高达 40%的累进税率.....	40
图表 84: CORFO 收取的权益金实际税率与锂盐价格关系.....	40
图表 85: CORFO 收取的权益金实际税率与氯化钾价格关系.....	40
图表 86: 公司业务盈利预测（亿元）.....	41
图表 87: 可比公司估值表.....	42

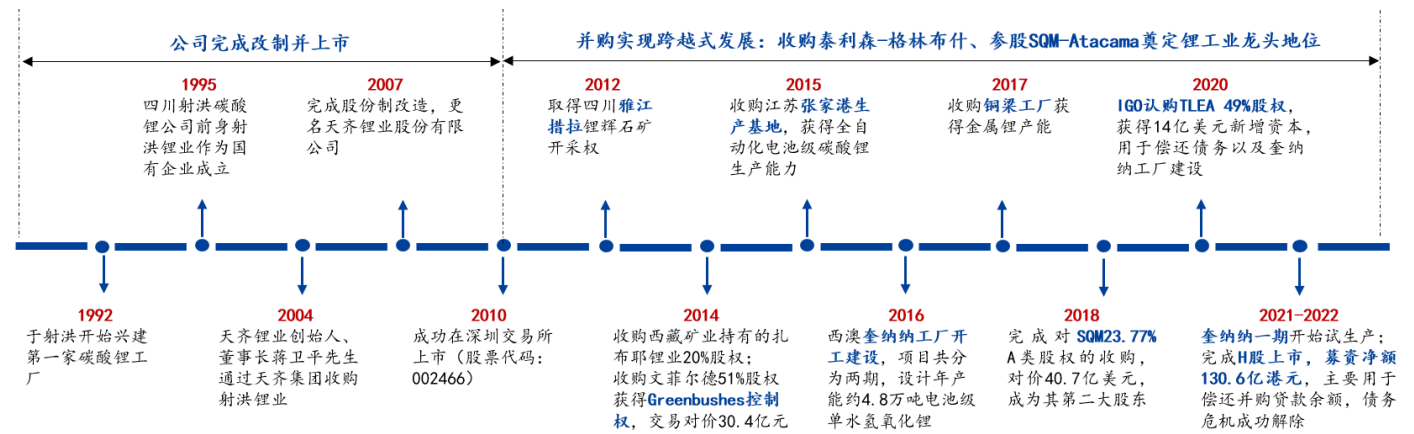
一、手握全球锂资源核心资产，构筑一体化锂材料供应商

1.1 战略并购掌握全球优质锂资源，H股上市开启新征程

天齐锂业前身射洪锂业于1992年兴建，以2010年8月深交所上市为节点，主要经历了两个发展阶段：

- ✓ **1992-2010 完成改制后上市：**公司完成私有化，股份制改革及上市，企业逐步转变为规范治理的上市公司。
- ✓ **2011-至今完成全球优质锂矿、盐湖资源并购，奠定锂资源龙头地位：**2014年公司完成收购西藏扎布耶 20%股权，同年完成全球第一大高品位锂矿 Greenbushes 收购，2018年收购 SQM 23.77%A 类股股权，成为其第二大股东，获得 Atacama 盐湖投资收益，奠定了天齐锂业在全球锂资源龙头地位；2019-2020年锂行业下行公司出现短暂债务危机通过引入战略投资者 IGO 获得 14 亿美金新增资本，2022年公司完成 H 股上市募集 130.6 亿港元，主要用于偿还剩余并购贷款余额，债务危机解除。

图表 1：公司上市以来通过并购获得 Greenbushes、Atacama 等全球优质锂矿资源

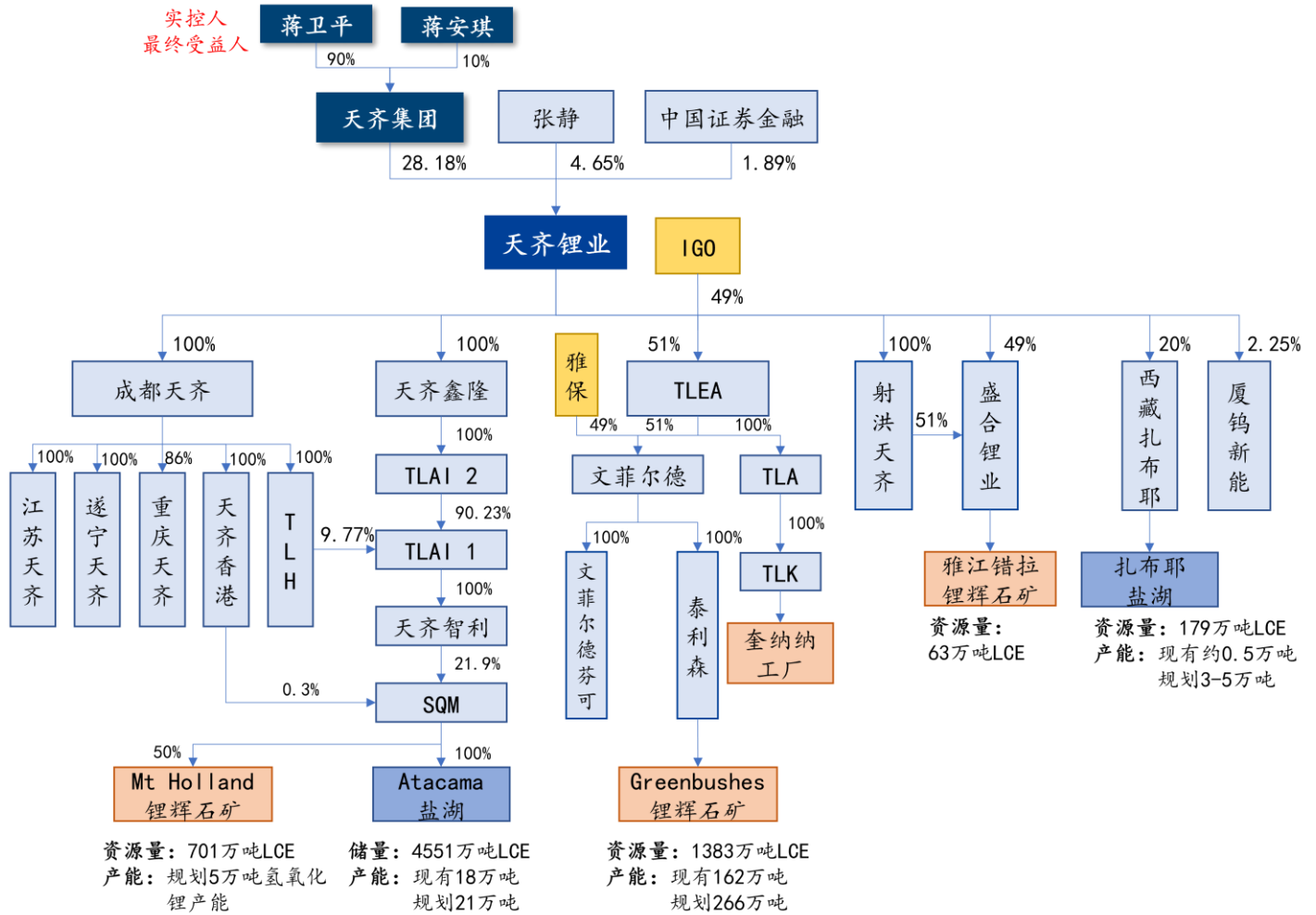


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 手握“两湖三矿”优质锂资源，权益资源量达 1547 万吨 LCE

公司实际控制人为蒋卫平，旗下“两湖三矿”合计拥有权益锂资源量达 1547 万吨 LCE。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；公司旗下锂资源主要包括 3 个锂辉石矿山+2 个盐湖资源，其中 Greenbushes、Atacama、扎布耶为三个在产项目，雅江措拉为公司国内锂辉石资源储备，目前已规划开采前期工作，Mt Holland 为 SQM 旗下优质澳洲锂辉石资源，规划 5 万吨氢氧化锂产能；通过参控股形式，公司旗下权益锂资源量达 1547 万吨 LCE。

图表 2: 公司旗下锂资源主要包括“两湖三矿”，权益锂资源量达 1547 万吨 LCE



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 Greenbushes 扩产提速，“资源+冶炼”一体化优势显著

公司冶炼端现有产能 6.9 万吨，规划 11 万吨，资源端 Greenbushes 现有锂精矿产能 162 万吨，未来规划 266 万吨（全球第一）。

- ✓ **上游资源：Greenbushes 为全球第一大在产矿山，提供充足资源保障。**随着 TRP（尾矿处理厂，28 万吨）一季度完成建设，Greenbushes 锂精矿总产能达到 162 万吨；CGP3（52 万吨）已于年内开工，2025 年投产，CGP4（52 万吨）计划 2025 年开工，远期规划产能达 266 万吨；目前矿山产能由天齐锂业&雅保分别包销 50%，是两大股东主要锂辉石精矿来源。
- ✓ **中游锂盐：奎纳纳一期项目投产，锂盐产能加速释放。**目前公司主要通过境内四川射洪、江苏张家港、重庆铜梁、澳洲奎纳纳四大生产基地开展冶炼加工业务，合计锂盐产能达 6.9 万吨；未来规划方面，澳洲奎纳纳一期项目已开始送样爬产，二期项目此前主体工程已建设完成，后续投产进度将更为顺利；遂宁安居 2 万吨电池级碳酸锂项目预计 2023 年 H2 竣工；铜梁基地拟分两期扩建 2000 吨金属锂项目，预计一期 800 吨将于 2023 年建成运行并投产，二期 1200 吨将于 2025 年建成运行并投产，未来锂盐规划产能达 11 万吨以上。

图表3: Greenbushes 为公司中游冶炼提供充足锂精矿保障

锂精矿开采		锂化合物及衍生物生产				
格林布什, 澳大利亚 (26.01%)	射洪, 四川, 中国 (100%)	张家港, 江苏, 中 国(100%)	铜梁, 重庆, 中国 (86.38%)	奎纳纳, 澳大利亚 (51%)	安居, 中国 (100%)	
						
现有: 162万吨/年 计划: 266万吨/年	2.42万吨/年 2.42万吨/年	2.0万吨/年 2.0万吨/年	600.0吨/年 2,600吨/年	2.4万吨/年 4.8万吨/年	无 2.0万吨/年	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 预计2025年公司锂精矿产能将达214万吨, 锂盐产能将达11.6万吨

项目	持股 (%)	产能(万吨)				
		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
锂精矿						
Greenbushes	26%	134	162	162	162	214
雅江措拉	100%					
锂精矿权益产能(万吨)		35	42	42	42	56
锂精矿包销产能		67	81	81	81	107
折合LCE(万吨)		8	10	10	10	13
碳酸锂						
四川射洪	100%	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45
江苏张家港	100%	2	2	2	2	2
遂宁安居	100%			2	2	2
产能小计		3.45	3.45	5.45	5.45	5.45
氢氧化锂						
四川射洪	100%	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
奎纳纳	51%		2.4	2.4	4.8	4.8
产能小计		0.5	2.9	2.9	5.3	5.3
氯化锂						
四川射洪	100%	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
金属锂						
四川射洪	100%	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
重庆铜梁	86%	0.06	0.06	0.14	0.14	0.26
产能小计		0.08	0.08	0.16	0.16	0.28
产能合计(实物吨)		4.5	6.9	9.0	11.4	11.5
产能合计(万吨LCE)		4.3	6.4	8.9	11.0	11.6

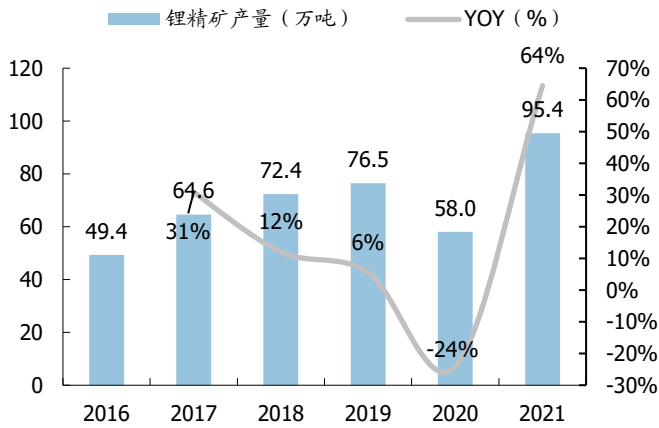
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

注: 奎纳纳二期目前暂无明确投产时间指引, 此处假设2024年投产; 氯化锂用于金属锂生产, 因此未计入合计产能

1.4 需求复苏叠加债务危机解除，公司经营业绩回归正轨

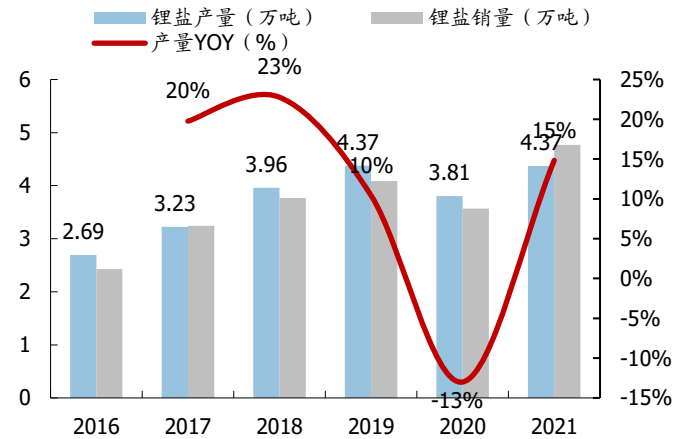
2021年公司锂盐产品产销恢复正常水平，锂精矿新增产能投放增量显著。2020年受疫情影响，公司锂盐、锂精矿产量分别同比下滑13%/24%；2021年随着下游需求复苏，公司生产锂盐产品4.37万吨，同比增长15%，与2019年持平；锂精矿方面，Greenbushes 2021年新增60万吨产能，锂精矿总产能增至134万吨/年，锂精矿产量同比增长64%至95.4万吨。

图表5：2021年公司锂精矿产量同比增长64%至95.4万吨



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表6：2021年公司锂盐产量同比增长15%至4.37万吨

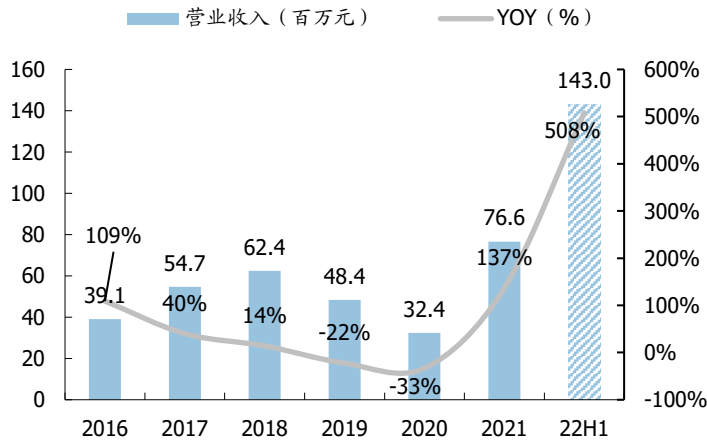


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

受举债并购&锂行业景气下行，公司2019-2020连续两年亏损。2019-2020年受新能源车补贴退坡导致需求不振，锂行业景气下行，公司归母净利润同比下降372%至-59.83亿元，一是因为公司收购SQM股权形成35亿美元的并购贷款造成16.5亿元利息费用，财务费用同比增加3.3倍至20.28亿元；二是由于行业寒冬造成SQM锂产品价格同比下滑，公司对SQM长期股权投资计提减值准备53.53亿元。2020年受高额债务费用与行业景气度继续下行影响，公司归母净利润依旧为负值。

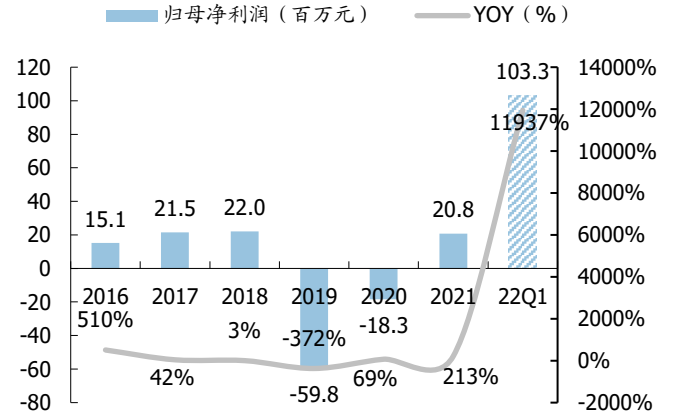
2021年公司债务危机解除叠加锂价上行，归母净利转正，各项财务指标好转。2020年Q4以来，随着银团并购贷款展期、引入战略投资者IGO交易实施完成，公司债务危机解除。加之锂行业逐步复苏带来锂价上涨，公司营收与毛利同步增长，净利润与净利率回正。2021年实现营收76.63亿元，同比增长136.56%；归母净利润20.79亿元，同比增长213.37%；2022H1实现营收143亿，同比+508%，归母净利103亿，同比增长119倍。

图表 7: 2021 年以来公司营业收入同比大幅提升



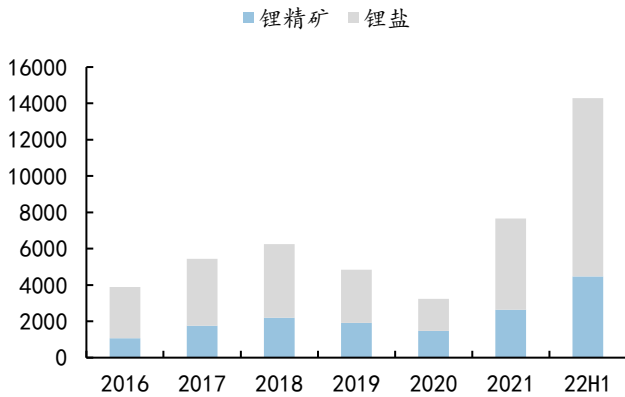
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 2022 年 H1 归母净利润同比增长 119 倍



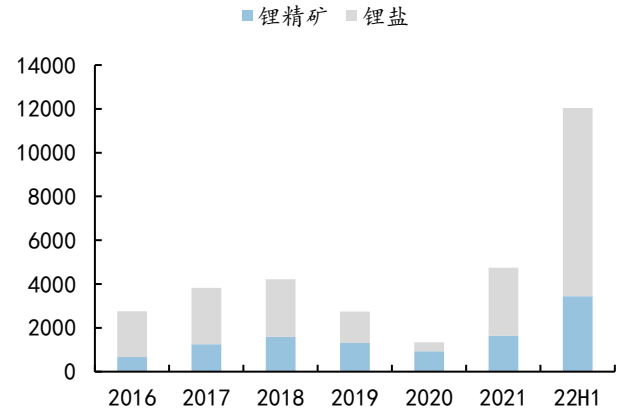
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 2016-2022 H1 年公司分产品营收 (百万元)



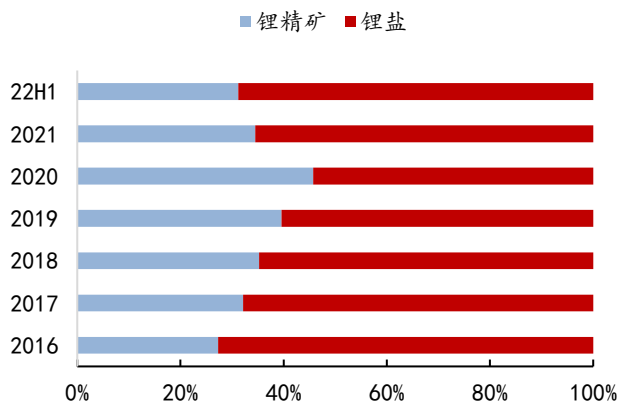
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2021 年以来锂盐板块毛利明显提升 (百万元)



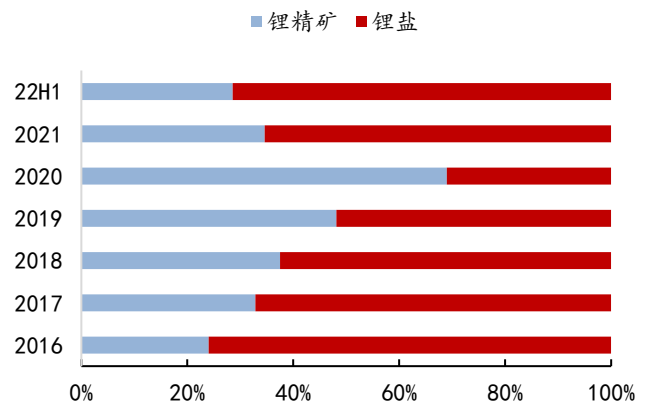
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 2022H1 年公司锂盐营收占比为 69% (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 2022H1 年公司锂盐毛利占比为 71% (%)

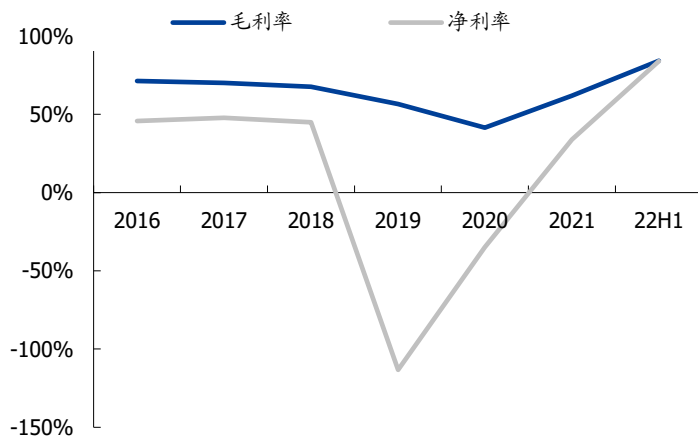


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

锂精矿毛利率较为稳定, 锂盐产品毛利率波动较大。受益于 Greenbushes 低成本优势, 公司锂精矿产品毛利率基本维持 60% 以上水平, 2017-2020 年由于锂盐价格下行导致锂

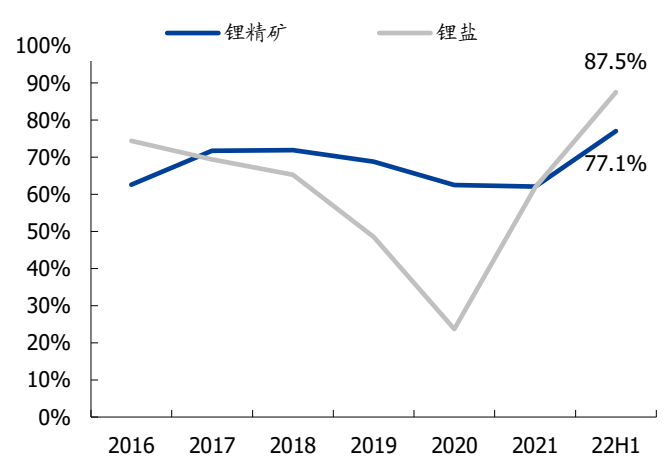
盐产品毛利率逐年下滑，2020年降至最低的24%，2021年以来随着锂价回升锂盐产品毛利率大幅提升。

图表 13: 2022 年 H1 毛利率/净利率分别提升至 84.3%/84.0%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 2021 年锂精矿/锂盐毛利率提升至 62%

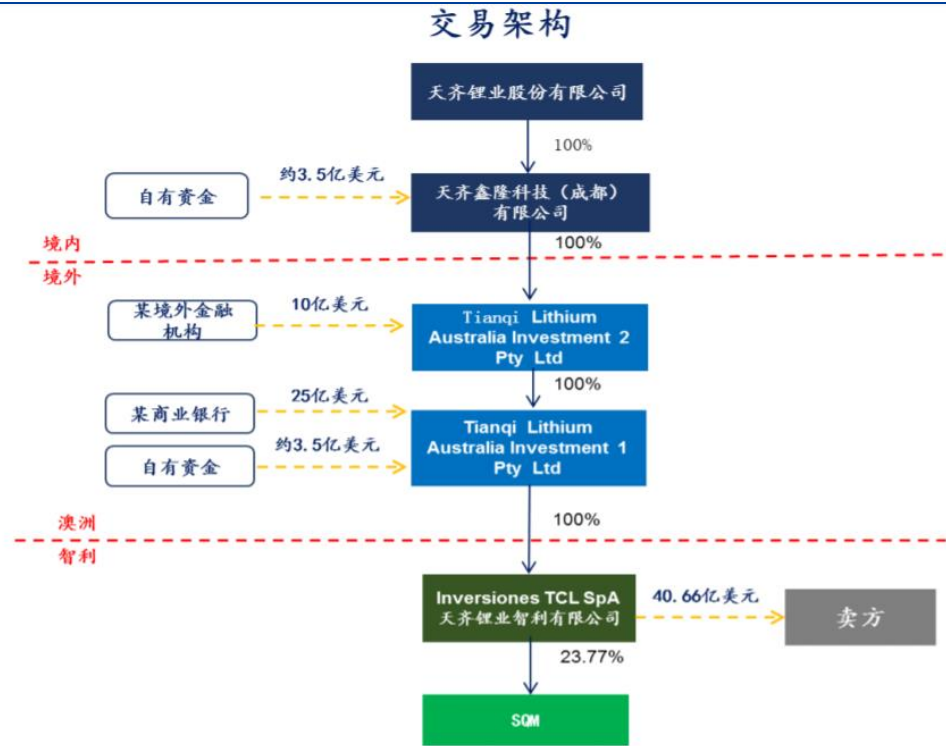


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.5 SQM 并购带来 35 亿美元负债，H 股上市债务压力成功解除

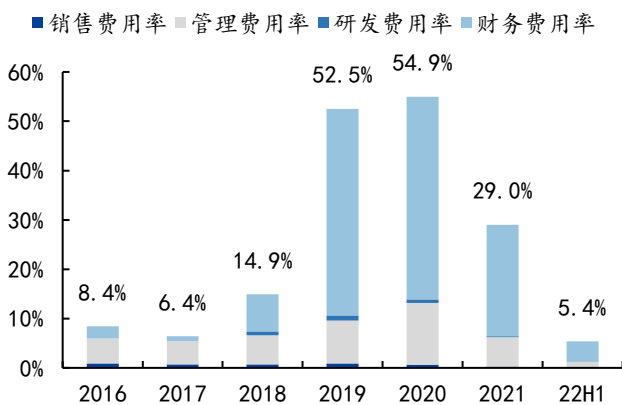
为完成 SQM A 类股权交易，公司通过债权融资合计 35 亿美元，2019 年以来财务费用大幅增加。2018 年 5 月，天齐锂业成立两家注册地位于澳大利亚的全资子公司 TLAI1、TLAI2 用于完成股权交易。2018 年 11 月 29 日，中信银行（国际）有限公司牵头的银团向全资子公司 TLAI2（SPV2）提供了 10 亿美元境外银团贷款，中信银行成都有限公司牵头的银团向全资子公司 TLAI1（SPV1）提供了 25 亿美元境内银团贷款。大额举债导致公司财务压力大幅提升，2019 年财务费用同比增加 331% 至 20.3 亿元，叠加锂业整体下行，导致公司经营受到严重影响。

图表 15: 为实施债务融资, 公司拟在澳洲设立 TLAI1、TLAI2 两家 SPV 公司



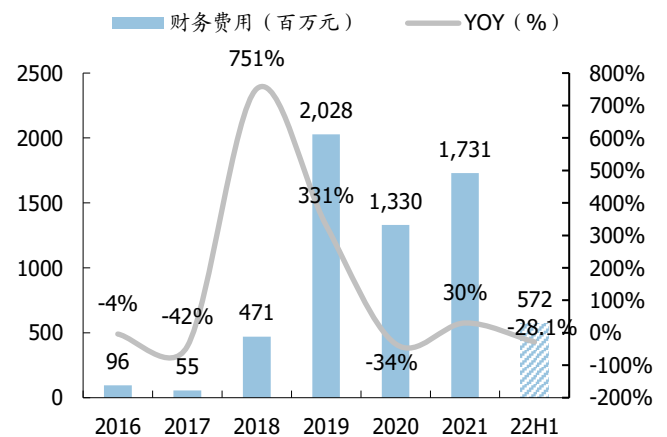
资料来源:《重大资产购买报告书》, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 债务危机解除叠加营收增长四项费用率大幅降低 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

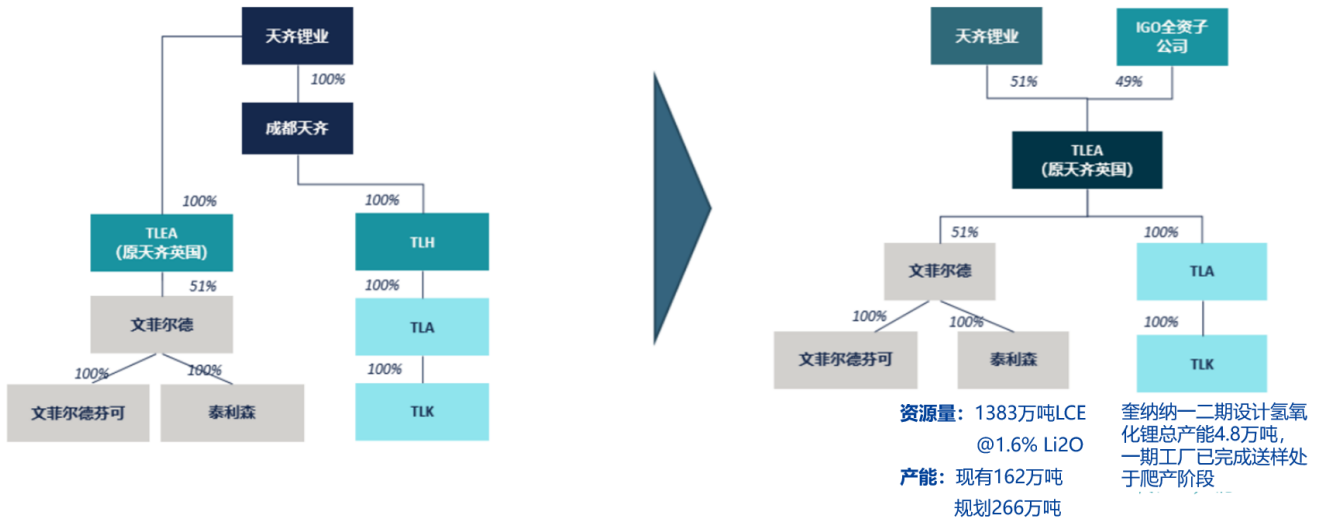
图表 17: 2022H1 年公司财务费用同比减少 28%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

通过出售全资子公司 TLEA 增资后 49% 股权, 天齐获得 IGO 14 亿美金新增资本, 化解 12 亿美元债务压力。2020 年由于巨额收购 SQM 遗留的债务危机, 天齐锂业全资子公司 TLEA 增资扩股引入澳洲上市公司 IGO 作为战略投资者, IGO 以现金方式出资 14 亿美元认缴 TLEA 新增注册资本 3.04 亿美元, 增资完成后持有 TLEA 注册资本的 49%。TLEA 增资所获资金拟主要用于偿还银团并购贷款本金 12 亿美元及相关利息; 剩余部分资金将预留在 TLEA 作为其子公司 TLK 所属奎纳纳氢氧化锂工厂运营和调试补充资金。增资完成后, IGO 拥有 TLEA 49% 股权。

图表 18: 引入战略投资者后, IGO 将持有 TLEA49%股权

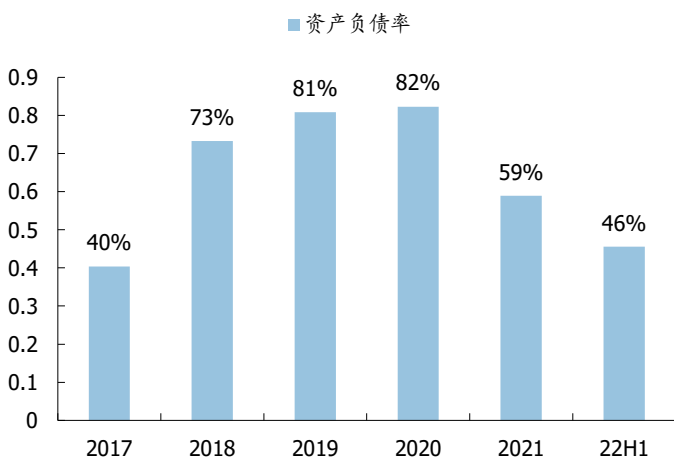


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

得益于锂价回暖, H 股成功上市, 公司债务包覆盖正式卸除。2022 年 7 月公司正式完成 H 股 IPO, 募资净额 130 亿港元, 规划使用 88.6 亿港元偿还 SQM 并购贷款余额, 11.7 亿港元建设遂宁安居一期项目。7 月底公司已偿还并购贷款全部本金利息, 资产负债率降低至约 28% (未经审计)。

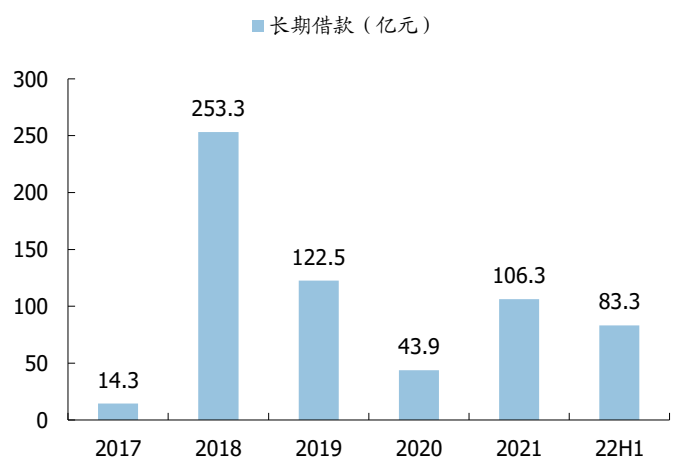
2021 年下半年以来, 公司的资产负债率持续下滑, 资产负债结构有效改善。2020 年底, 公司的资产负债率超过 80%。2021 年 7 月, 公司完成 IGO 交易后偿还银团并购贷款本金 12 亿美元及对应的全部利息, 并且得益于锂价回暖, 公司自身的经营性现金流持续改善, 公司“造血”功能和偿债能力持续增强, 公司主动、提前归还银团并购贷款 5.15 亿美元、国内债务 5.29 亿元人民币, 公司的资产负债率在 2021 年底下降至约 58.9%。截至 2022 年中报发布, 公司的资产负债率下降至 46%。

图表 19: 截止 2022 年 H1 公司资产负债率下降至 46%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 截止 2022 年 H1, 公司长期借款余额约 83 亿元



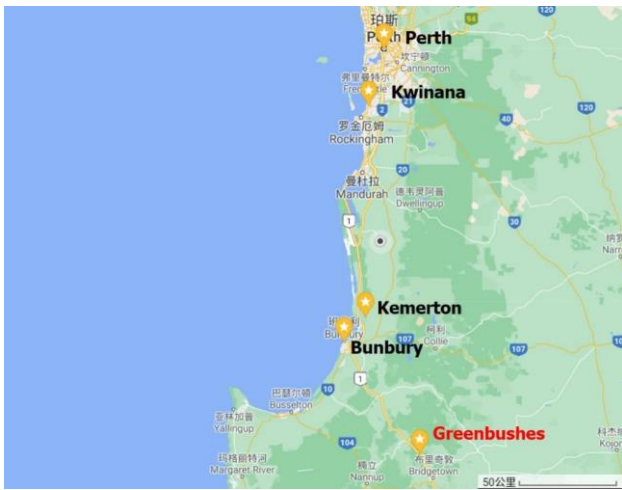
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、资源版图全球化布局，锂矿低成本优势显著

2.1 Greenbushes: 西澳高品位锂辉石矿床，天齐锂业、雅保战略优质资源

Greenbushes 是全球最大的在产锂辉石矿床，坐拥 1383 万吨 LCE 高品位锂资源。 Greenbushes 由天齐锂业、雅保合资子公司泰利森运营。地理交通方面，矿山位于西澳大利亚 Perth 港以南约 250 公里，距西澳西南部主要散货装卸港 Bunbury 90 公里。矿山到港口有完善的公路覆盖，交通条件良好。资源方面，矿山为伟晶岩露天矿床，根据 2021 年 8 月更新资源量报告，矿山拥有锂资源量 1383 万吨 LCE（位列在产矿山第一，全部矿山第二），氧化锂品位为 1.6%（位列在产矿山第二、全球矿山第四），在全球主要矿山中资源量、品位均为顶尖水平。

图表 21: Greenbushes 位于西澳大利亚，距 Bunbury 港口 90 公里



资料来源: Google Map, 国盛证券研究所

图表 22: Greenbushes 拥有锂储量 888 万吨 LCE，资源量 1383 万吨 LCE

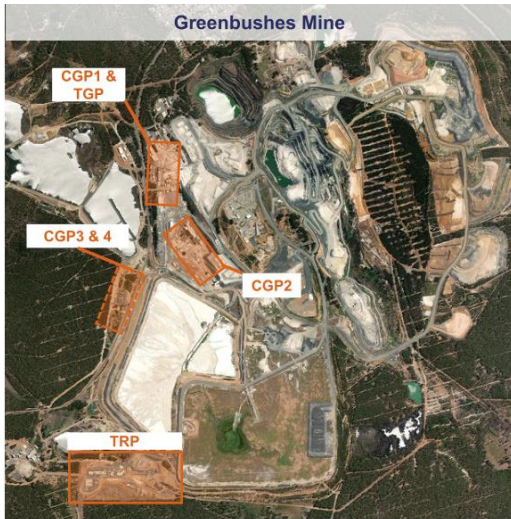
储量	矿石量	Li2O品位	Li2O	碳酸锂当量
	百万吨	%	万吨	万吨LCE
证实储量	0.5	3.5	1.8	4.3
可信储量	179.1	2.0	358.2	883.6
总储量	179.6	2.0	360.0	887.9
资源量	矿石量	Li2O品位	Li2O	碳酸锂当量
	百万吨	%	万吨	万吨LCE
探明资源量	0.5	3.2	1.6	3.9
控制资源量	249.4	1.8	448.9	1107.3
探明+控制	249.9	1.8	450.5	1111.3
推断资源量	110.3	1.0	110.3	272.1
总资源量	360.2	1.6	560.8	1383.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

Greenbushes 曾是我国重要锂精矿供应来源，天齐锂业为实现中资企业打破海外巨头资源垄断迈出第一步。 矿山自 20 世纪 80 年代以来开始资源勘探，2007 年被 Talison 收购，2013 年天齐集团为打破 SQM、Rockwood、FMC 等锂矿巨头对上游资源垄断，斥资 36.8 亿元通过全资子公司 Windfield 完成 Talison100% 股权收购，彼时 Greenbushes 产出的锂精矿是中国重要的进口来源。2014 年，天齐锂业通过定增募资净额 30.2 亿元，收购天齐集团持有的文菲尔德 51% 股权，交易对价 30.4 亿元，Rookwood 作为产业投资者收购 Windfield 49% 股权，2015 年 Albemarle 完成对 Rookwood 全部股权收购。为化解债务危机，2020 年通过出售 TLEA49% 股权引入战投 IGO，天齐持股比例下滑至 51%

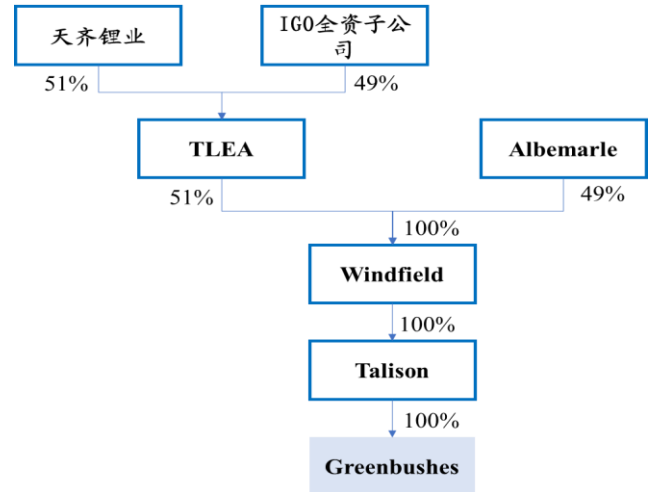
Greenbushes 预计年内新增 28 万吨精矿产能，远期规划 266 万吨精矿产能。 伴随 2021 年 5 月 CGP2 (60 万吨) 项目完成投产，Greenbushes 锂精矿产能增至 120 万吨化学级+14 万吨技术级，根据 IGO 公告，未来 Greenbushes 计划再建 3 个选矿厂，其中尾矿处理厂 (TRP) 已于 2022 年一季度投产，新增 28 万吨精矿产能；CGP3 (52 万吨) 于 2022 年 3 月开工，2025 年投产，CGP4 (52 万吨) 计划 2025 年开工，远期规划产能达 266 万吨，折合 33 万吨 LCE，有望保持全球第一大矿山地位。根据 Windfield《股东协议》，矿山产锂精矿由两大股东天齐锂业、雅保分别包销 50%。

图表 23: Greenbushes 项目选矿厂位置



资料来源: IGO 公司公告, 国盛证券研究所

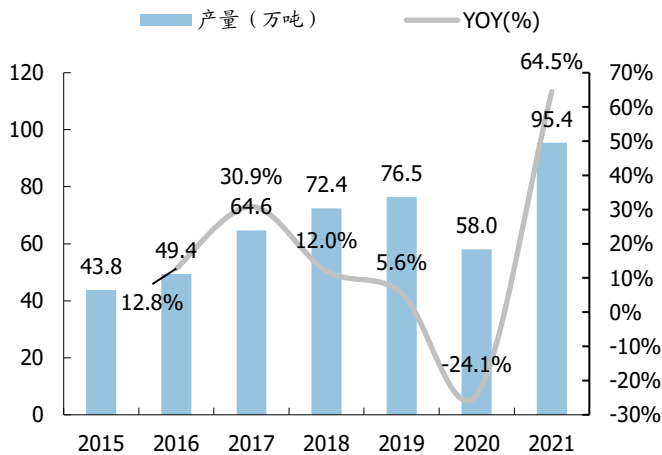
图表 24: Greenbushes 项目股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

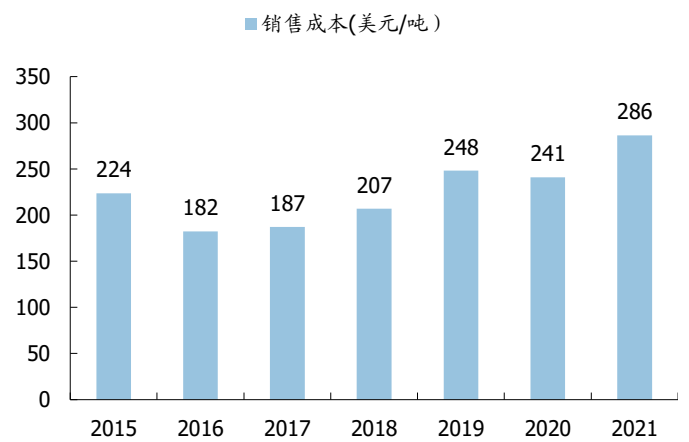
锂精矿产量逐年提升, 成本位于全球矿石提锂成本曲线最左侧。2020 年受疫情影响当年仅产出锂精矿约 58 万吨, 同比下滑 24.1%。随着 2021 年 CGP2 项目投产以及新能源车下游需求爆发, 公司精矿产量迅速恢复, 2021 年产量同比增长 64.5%至 95.4 万吨。根据公司公告, Greenbushes 精矿 2021 年生产成本仅 286 美元/吨, 为全球锂精矿成本最低水平。

图表 25: 2020 年公司精矿产量大幅下滑 24.1%



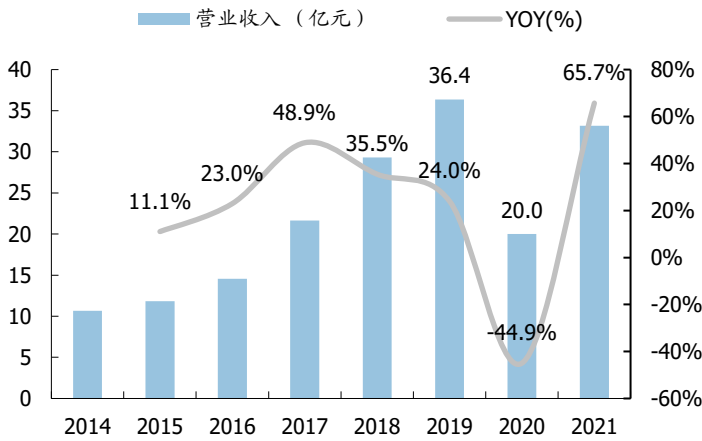
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 公司锂精矿生产成本平均约为 215 美元/吨



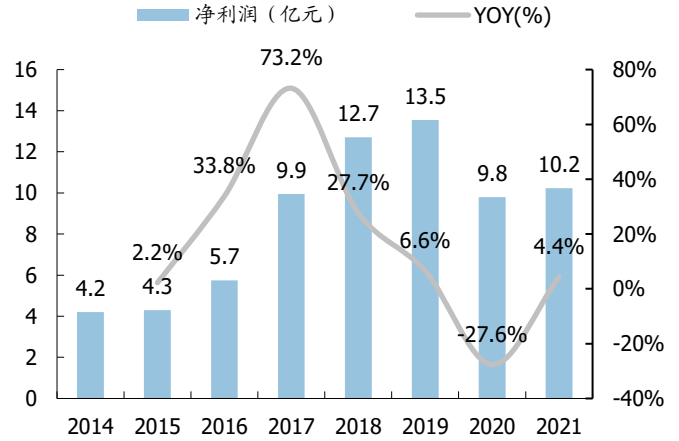
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 2021 年文菲尔德营业收入同比增加 65.7%



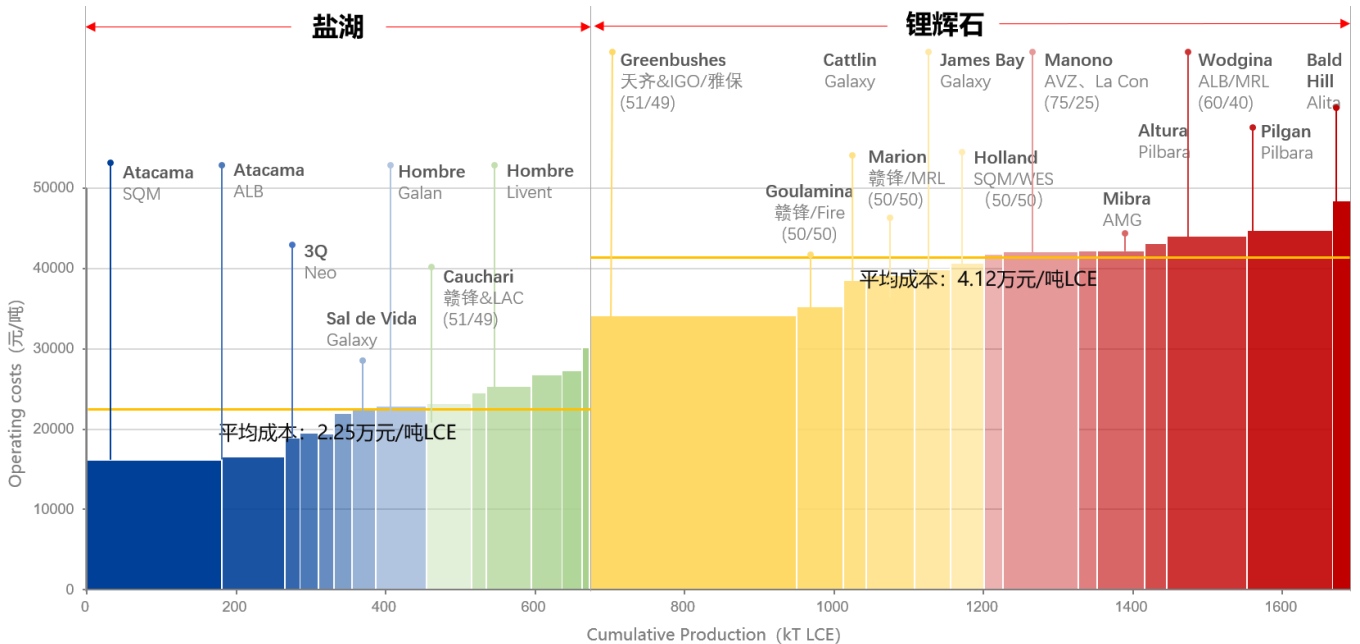
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 2021 年文菲尔德净利润同比增加 4.4%至 10.2 亿元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: Greenbushes 为全球最低成本锂辉石矿山



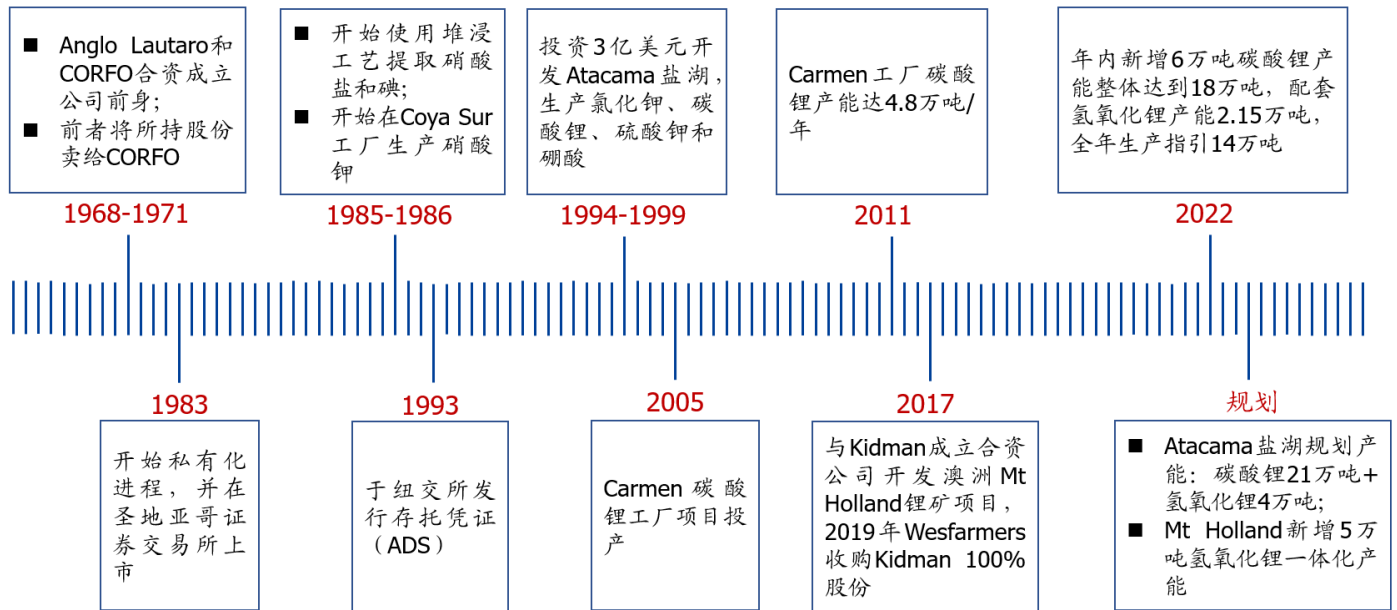
资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

2.2 SQM: 南美化工巨头, 资源版图由南美扩至澳洲

2.2.1 立足智利两大核心资源, 实现多元素化合物闭环生产

SQM 于 90 年代开始 Atacama 盐湖资源开发, 未来规划“盐湖+硬岩锂矿”双轮驱动。 SQM 前身 在 1968 年由 Anglo Lautaro 和智利经济发展局合资组建, 成立三年后 Anglo Lataro 将所持股份卖给 CORFO, 1983 年 SQM 开始私有化进程, 并在圣地亚哥交易所上市, 1993 年公司 于纽交所发行存托凭证 (ADS), 90 年代后半期, 公司开始了 Atacama 盐湖锂、钾资源的开发, 后在 2005 年建设 Carmen 碳酸锂加工厂, 此后经历多轮扩产, 至 2022 年底公司将拥有碳酸锂产能 18 万吨, 配套氢氧化锂产能 2.15 万吨; 此外, 公司 2017 年外延并购澳洲 Mt Holland 锂矿 50% 股权开启硬岩锂矿布局, 规划 2024 年投产 5 万吨氢氧化锂一体化产能。

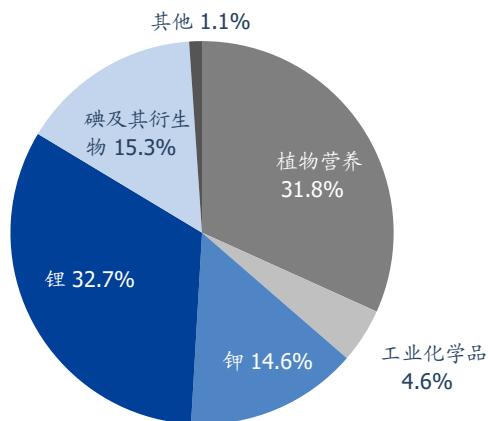
图表 30: 公司于 90 年代开始 Atacama 盐湖资源开发, 未来规划“盐湖+硬岩锂矿”双轮驱动



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

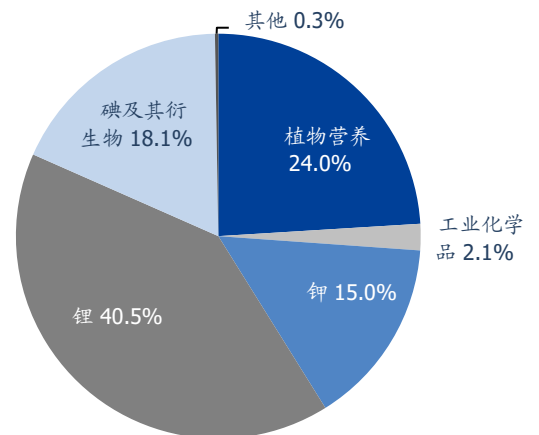
公司国内矿产资源分布于 **Atacama 盐湖**、**Caliche 矿床**, 实现钾、锂、硝酸盐、碘元素闭环生产。SQM 是一家专业生产和销售锂、特种植物营养肥、碘、钾肥和工业化学品的化工企业。Atacama 盐湖主要生产氯化钾、含锂卤水, 氯化钾在盐田直接生产, 含锂卤水运至 Carmen 工厂进行进一步提取, 生产碳酸锂、氢氧化锂产品; 位于智利北部的 Caliche 矿床是世界上唯一的可商业开采的天然硝酸盐矿床, Maria Elena、Nueva Victoria 和 Pampa Blanca 可生产硝酸盐、含碘溶液, 运送至 Coya Sur 工厂用于生产硝酸盐 (硝酸钠、硝酸钾) 和碘产品, 其中硝酸钾中钾元素来自 Atacama 生产的氯化钾产品, 从而实现原料闭环生产。

图表 31: 2021 年锂业务营收占比达 32.7%



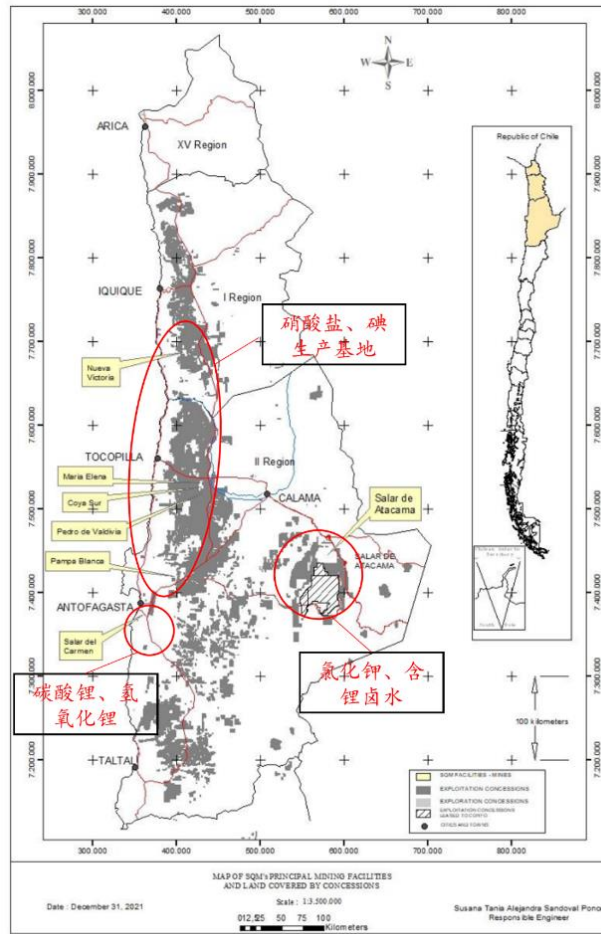
资料来源: SQM 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 2021 年锂业务毛利占比达 40.5%



资料来源: SQM 公司公告, 国盛证券研究所

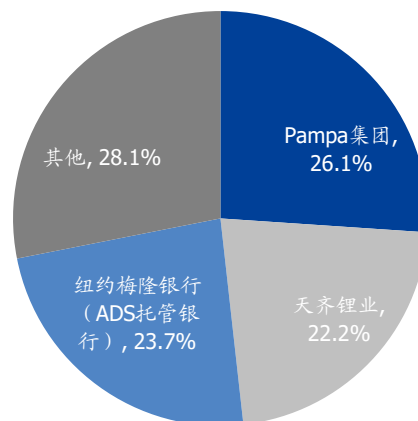
图表 33: 公司智利矿产资源与工厂分布



资料来源: SQM 公司公告, 国盛证券研究所

公司股权结构集中, **Pampa 集团**、**天齐锂业**为公司前两大股东。SQM 的股本构成包括 A 类股和 B 类股, 分别占比 50%, 其中 A 类股为普通股, B 类股享有同等的收益权, 但只能选取一名股东。天齐锂业为完善公司资源端布局战略, 分别于 2016 年、2018 年完成了 SQM 2.1%B 类股权以及 23.77%A 类股权收购, 实现持有 SQM 合计 25.86% 股权, 交易对价合计 42.76 亿美元, 2021 年公司放弃 SQM 融资优先认购权导致股权稀释至 23.75%, 2022 年领式期权质押的 B 类股交割完成 (552 万股下降至 75 万股), 公司目前合计持有 SQM 股权比例为 22.16%。

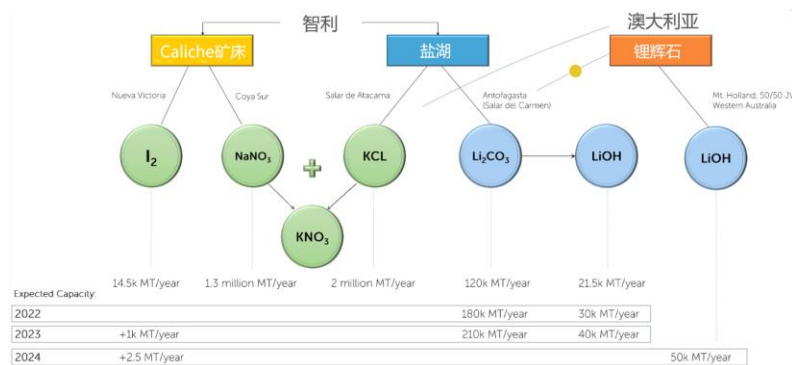
图表 34: Pampa 集团、天齐锂业为公司前两大股东



资料来源: SQM 公司公告, 国盛证券研究所

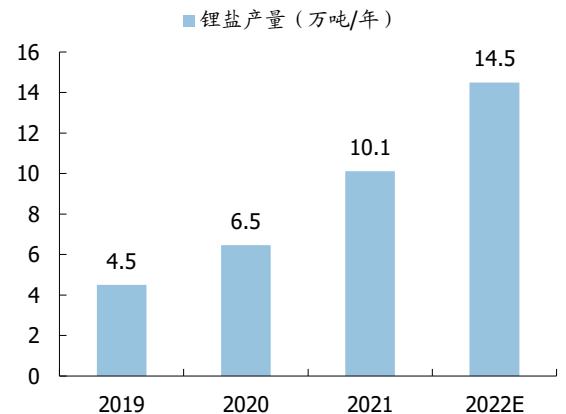
公司计划年内将 **Atacama** 盐湖产能提升至 **18 万吨碳酸锂+3 万吨氢氧化锂** 产能，**2023 年增至 21 万吨碳酸锂+4 万吨氢氧化锂**，**Mt Holland** 规划新增 **5 万吨氢氧化锂** 产能。截止 2021 年底，公司 Atacama 盐湖拥有碳酸锂产能 12 万吨/年，氢氧化锂产能 2.15 万吨/年(氢氧化锂由碳酸锂苛化生产)，锂盐产量由 2019 年的 4.5 万吨增长至 10.1 万吨，2022 年公司产量指引为 14.5 万吨。锂业务为公司后续资本开支重点，其中，Atacama 盐湖规划至 2023 年形成 21 万吨碳酸锂+4 万吨氢氧化锂产能，总资本开支约 2.5 亿美元，Mt Holland 锂矿规划 2024 年形成 5 万吨氢氧化锂产能，总资本开支约 7 亿美元 (50%权益)。此外，公司现有碘产能 1.45 万吨/年、硝酸钠产能 130 万吨/年、氯化钾产能 200 万吨/年，规划 2024 年前新增碘产能 2.5 万吨/年。

图表 35: 公司旗下主要拥有三大优质资源，年内碳酸锂产能规划 18 万吨



资料来源: SQM 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 2022 年公司锂盐产量指引为 14.5 万吨



资料来源: SQM 公司公告, 国盛证券研究所

公司拥有矿区资源开采配额约 **220.6 万吨 LCE**，矿区资源量与品位位居全球前列。Atacama 盐湖位于南美锂三角区的智利北部安托法加斯塔地区，盐湖长约 100 公里、宽约 80 公里、海拔约 2300 米 (十分理想)，SQM 的直供公司 SQM Solar 与智利经济发展局 (CORFO) 于 1993 年签订矿区租赁协议并于 2018 年进行修订，在 2030 年 12 月 31 日以前，公司可开采的锂资源配额为 220.6 万吨 LCE。根据天齐锂业《重大资产购买报告书》SQM 在其勘探许可覆盖的 81,920 公顷范围内开展了地质勘探、卤水采样及地质统计分析，截至 2017 年矿区拥有锂储量达 4345 万吨 LCE (投资者关系活动记录表披露为 4551 万吨 LCE)，浓度超 1500mg/L，资源量与品位均位居全球前列 (Uyuni 资源量高但品位偏低)。

图表 37: 智利 Atacama 盐湖是智利最大的盐湖，LCE 储量达 4841 万吨



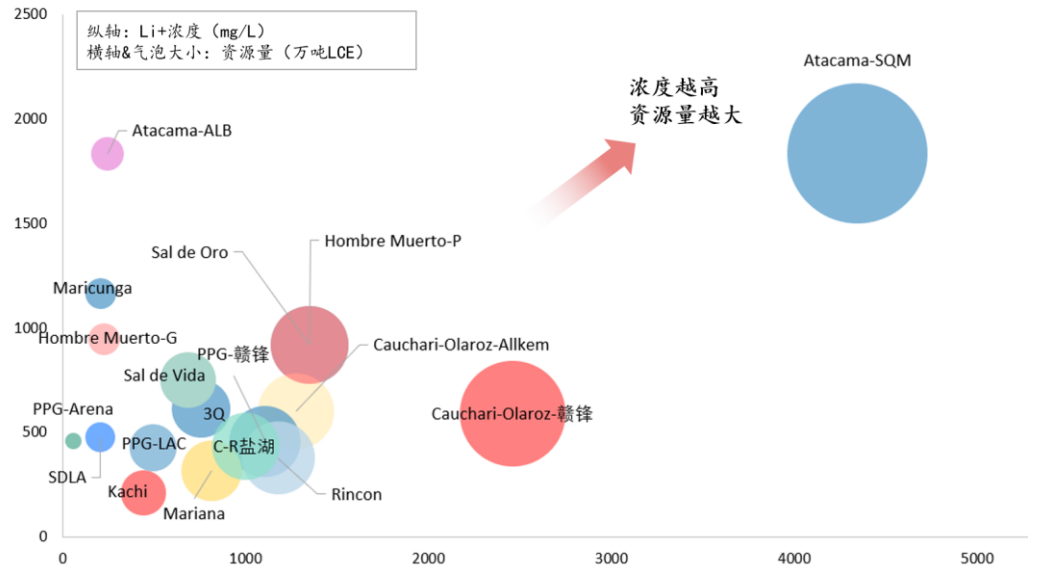
资料来源: Google Map, 国盛证券研究所

图表 38: 公司采矿区内拥有锂储量约 4345 万吨 LCE (万吨)

	锂 (万吨 LCE)	钾 (万吨)	硫酸根 (万吨)	硼 (万吨)
探明储量	2585	5200	4271	156
潜在储量	1760	3847	3965	127
总储量	4345	9047	8236	283

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

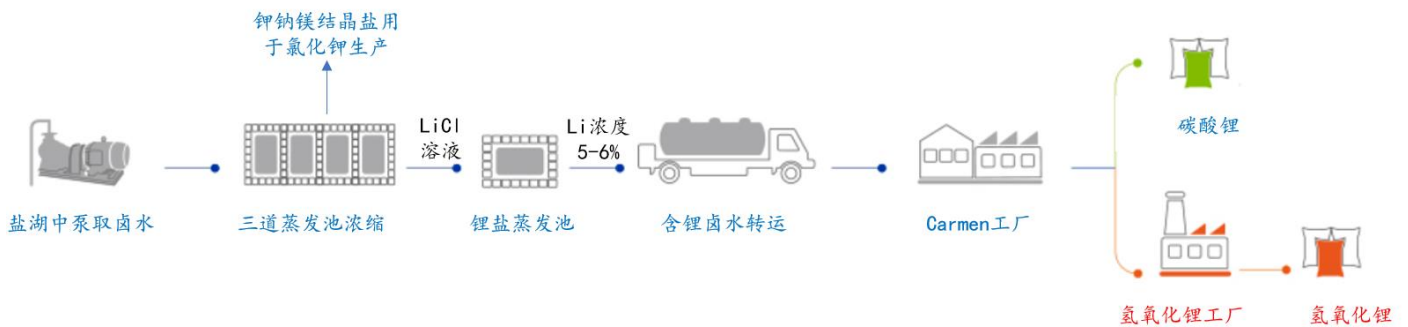
图表 39: Atacama 是全球最优质的盐湖之一



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

SQM 采用传统太阳池沉淀法生产氯化钾、碳酸锂和氢氧化锂。首先从 Atacama 地下 15-150 米深度将卤水泵入蒸发池, 经过三道蒸发浓缩依次结晶出氯化钠、钠钾混盐、镁盐, 其中钠钾混盐用于生产钾肥, 蒸发后的溶液泵入另一个蒸发池继续蒸发去除钙、钾、钠、镁等杂质, 并将溶液浓缩至含锂浓度 5-6%, 之后运至公司位于 Antofafasta 的 Carmen 碳酸锂&氢氧化锂加工厂, 其中氢氧化锂是碳酸锂生产后与石灰溶液苛化制得。

图表 40: SQM 采用传统沉淀法生产碳酸锂和氢氧化锂



资料来源: SQM 官网, 国盛证券研究所

2.2.2 Mt Holland: 澳洲巨型待开发矿山，规划 5 万吨氢氧化锂产能

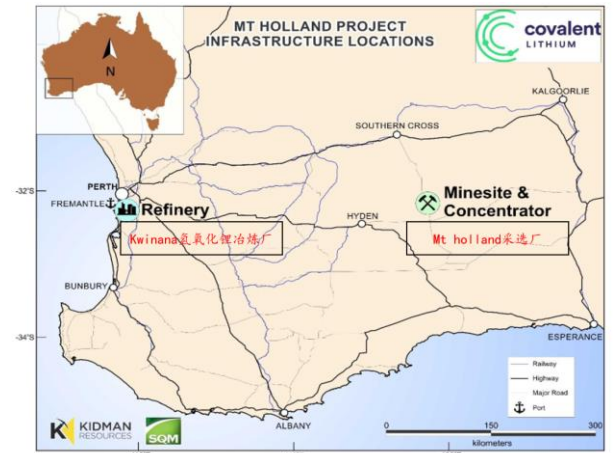
Mt Holland 拥有锂资源量 701 万吨 LCE，是澳洲第三大矿山。 矿山位于西澳大利亚 Goldfields 地区，距港口城市 Perth 约 450 公里，项目产出锂精矿将运至 Kwinana 工厂加工为氢氧化锂，该工厂位于距西澳奎纳纳珀斯中央商务区以南 35 公里的 Kwinana 工业区，毗邻天齐锂业 Kiwnana 电池级氢氧化锂工厂。根据 2018 年公布的预可研报告，矿山拥有资源量 701.1 万 t LCE（澳洲第三大），氧化锂品位在 1.5%。

图表 41: Mt Holland 拥有锂资源量 701 万吨 LCE

储量	Li2O 品位	储量	Fe2O3 品位
	%		万 tLCE
证实储量	1.5	201.8	1.3
可信储量	1.5	147.6	1.4
总储量	1.5	349.4	1.4
资源量	Li2O 品位	资源量	Fe2O3 品位
	%		万 tLCE
探明资源量	1.58	257.9	1.18
控制资源量	1.52	398.4	1.09
推断资源量	1.11	46.7	1.2
总资源量	1.5	701.1	1.13

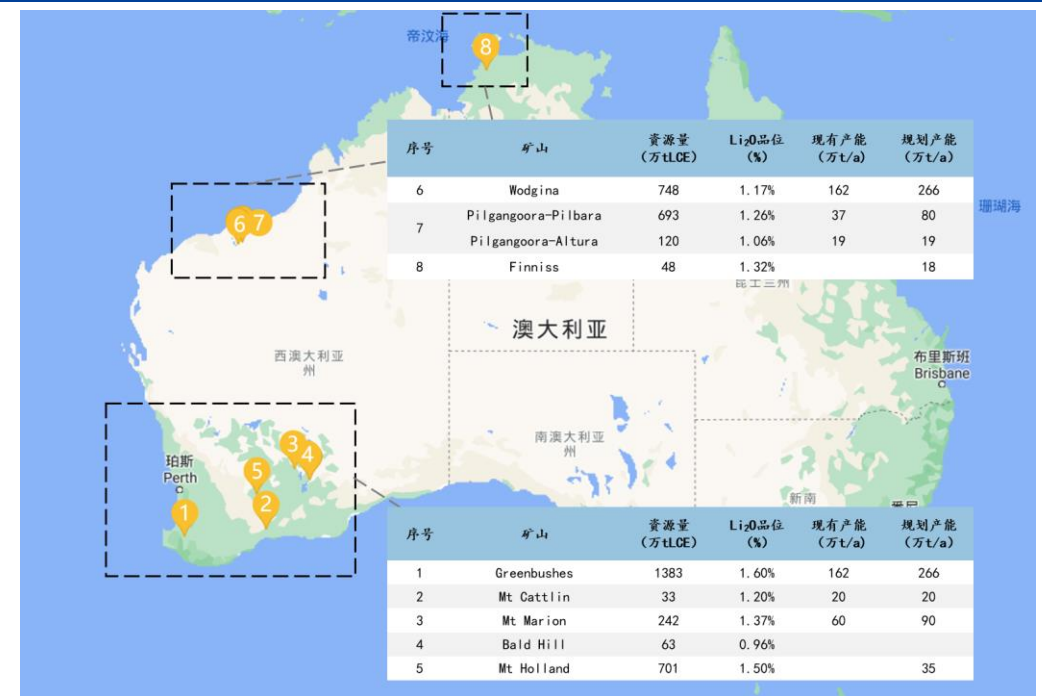
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 矿山与冶炼厂位置示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: Mt holland 为澳洲第三大矿山

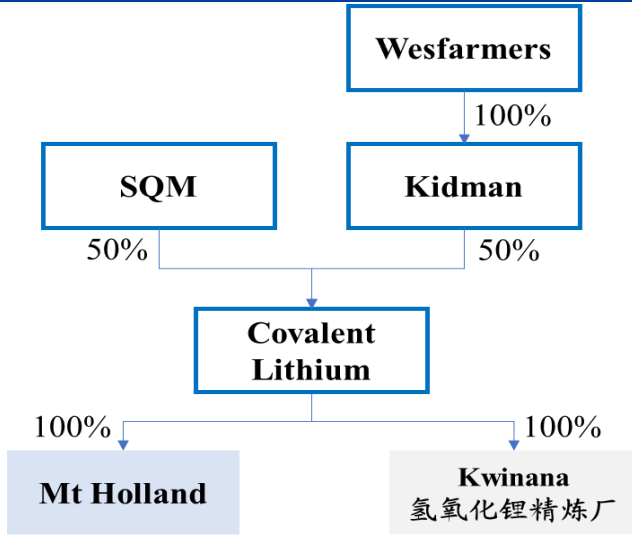


资料来源: Google Map, 国盛证券研究所

矿山项目由 **SQM、Wesfarmers** 共同持有，各占股 **50%**。2016 年 Kidman 获得 Mt Holland 锂矿项目所有权。2017 年 SQM 收购项目 50% 股权，并与 Kidman 共同成立合资公司 Covalent Lithium，并由其负责矿山与氢氧化锂冶炼厂开发和运营。2019 年 10 月，Wesfarmers 收购 Kidman 全部股份，与 SQM 共同开发锂矿项目。目前 SQM、Wesfarmers 各拥有 Mt Holland 项目 50% 权益。

项目规划建成**5万 t/a 电池级氢氧化锂一体化产能**，预计**2024年下半年投产**。根据预可研报告，Mt Holland 锂精矿单吨成本仅为**264 美元/吨**。矿山生产的锂精矿全部用于生产电池级氢氧化锂。该项目已完成最终可行性研究（DFS）与最终投资决定（FID），2021年7月完成项目审批，并开工建设，预计**2024年下半年投产**。

图表 44: SQM 与 Wesfarmers 分别持有项目 50% 权益



资料来源: Kidman 公告, 国盛证券研究所

图表 45: 项目锂精矿开采成本、氢氧化锂冶炼成本分别 264/4507 美元/吨

指标	成本 (美元/吨)
开采成本	99
选矿成本	96
运输成本	48
管理费用	21
采矿成本合计	264
氢氧化锂 C1 成本	4507

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

2.3 扎布耶: 西藏盐湖提锂先驱, 宝武赋能开启资源开发新格局

扎布耶盐湖拥有锂资源量**179 万 tLCE**，西藏矿业拥有扎布耶盐湖独家开采权。扎布耶盐湖位于西藏自治区日喀则市仲巴县，海拔**4422 米**，占地**247km²**。根据 2021 年 11 月资源储量核实报告，盐湖拥有锂资源量达**178.8 万吨 LCE**，伴生 KCl 资源量**1592.5 万吨**、B₂O₃**962.9 万吨**，Cs（铯）**1559.0 吨**，Rb（铷）**4567.6 吨**，目前盐湖所在地区交通条件较好，扎布耶盐湖距离日喀则市仅**741 公里**，大部分公路已铺设柏油马路。

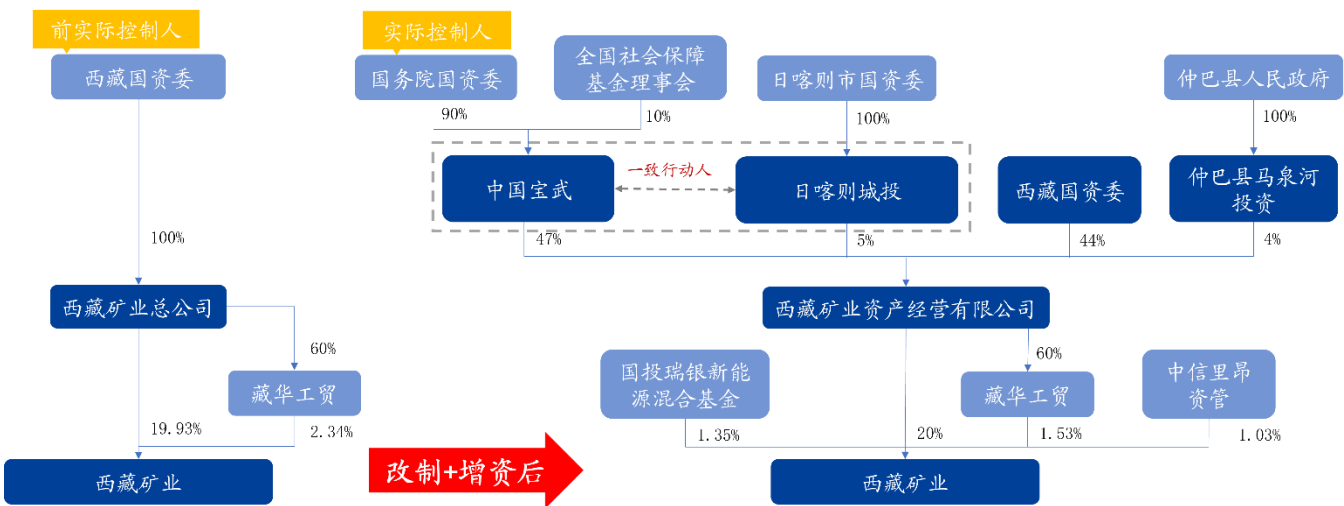
图表 46: 扎布耶保有锂资源量达 178.8 万吨 LCE, 交通条件良好



资料来源: Google Map, 国盛证券研究所

2020年6月29日, 西藏自治区人民政府决定由西藏国资委西藏矿业总公司进行改制, 同时由中国宝武、日喀则城投、仲巴县马泉河投资对矿业总公司进行增资扩股。改制完成后, 公司法定代表人为曾泰, 公司实际控制人变为国务院国资委, 第一大股东为西藏矿业资产公司, 中国宝武及其一致行动人日喀则城投将合计持有改制及增资扩股完成后矿业总公司 52% 的股权, 能对其实施控制。

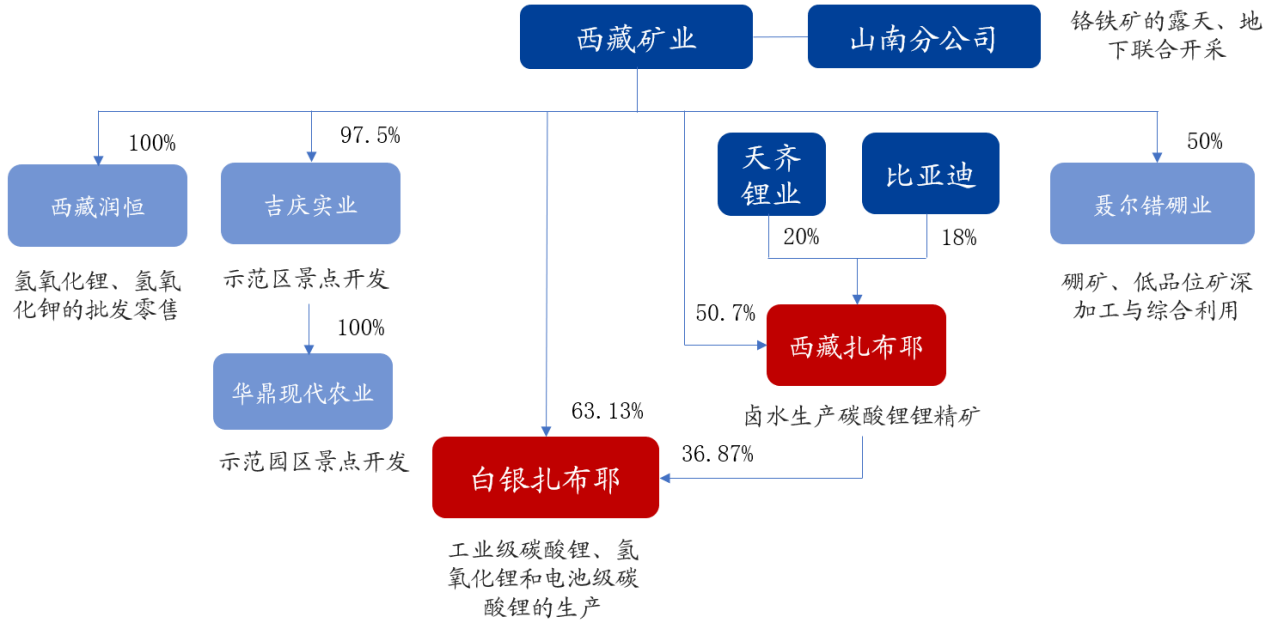
图表 47: 改制完成后实际控制人为国务院国资委



资料来源: 西藏矿业公司公告, 国盛证券研究所

为引进战略投资者, 2010年西藏矿业与矿业发展总公司将持有的西藏扎布耶共 22% 的股权以 2.46 亿元对价分别转让给比亚迪股份有限公司及西藏金浩投资有限公司各 18% 和 4%。2014年, 西藏矿业总公司将所持有的西藏日喀则扎布耶的 20% 股权以 3.11 亿元人民币的交易价格转让给天齐锂业, 天齐锂业报表中作为联营企业进行权益法核算。

图表 48: 锂精矿经营主体为西藏扎布耶, 铬铁矿经营主体为山南分公司



资料来源: 西藏矿业公司公告, 国盛证券研究所

五年战略规划落地, 万吨氢氧化锂+第二个万吨电池级碳酸锂项目建设提上日程, 确保发展规划有效落地。

- ✓ 长期投资项目: 2021-2024 年, 长期投资项目共 5 项, 计划投资总额 9.7 亿元。
 - 1) 盐湖方面: 藏区盐湖资源整合规划将从 2023 年启动, 计划全面梳理盐湖资源分布情况, 形成专题报告, 锁定 1-2 个资源目标; 此外西藏矿业还将完善扎布耶产业链布局、开发盐湖提锂工艺, 为资源优势的转化提供支撑。
 - 2) 铬铁矿方面: 依托资源优势与宝武钢铁产业协同优势, 西藏矿业重启高碳铬铁发展规划, 计划在内蒙古布局高碳铬铁加工产能。
- ✓ 固定资产投资项目: 2021-2025 年, 固定资产投资项目共 7 项, 计划投资总额 61.51 亿元。
 - 1) 新增 3 万吨+锂盐项目: 其中 2021-2023 年规划 20 亿建设万吨电池级碳酸锂产线 (9600 吨电碳+2400 吨工碳), 2023-2025 年规划分别投资 20 亿建设万吨级氢氧化锂+第二个万吨电池级碳酸锂项目, 西藏矿业锂盐总产能将达 3.8 万吨 (扎布耶二期 1.2 万吨+新增规划 2 万吨+锂精矿 0.6 万吨 (折合 LCE))。
 - 2) 铬铁矿规划 2023 年之前产能增加至 20 万吨。

图表 49: 公司 2022-2024 年长期投资项目明细

项目名称	总投资估算 (万元)	年度投资计划 (万元)			项目内容	进度安排 (工期)
		2022	2023	2024		
罗布莎铬矿产业链布局	12000	12000	0	0	结合宝武钢铁行业整合布局,协同宝武清能的产业发展,在内蒙规划布局示范性清洁能源高碳铬铁加工,通过低比例配矿、规模化生产,实现藏矿的消化和价值	2022
扎布耶盐湖产业链布局	25000	0	20000	5000	通过新建、并购等多措并举,形成盐湖提锂、深加工、电池制造、销售的股权交叉式产业链,布局按照专业人做专业事的思路,西藏矿业在产业链定位主导盐湖提锂、深加工	2023-2024
扎布耶盐湖锂资源开发 科创公司项目	8000	2000	2000	2000	成立科创公司,研究西藏地区盐湖提锂技术、盐湖物相变化规律等,为盐湖绿色开发利用提供资源、技术等方面的支撑与保障	2022-2025
配套仓储销售公司项目	2000	1000	1000	0	通过在格尔木设立销售公司,利用藏区淡旺季运输价差与藏青工业园优惠政策;提高产品收益;为差异化铬铁产品在青海布局提供平台	2022-2023
区内盐湖资源整合项目	50000	0	5000	25000	全面梳理区内盐湖资源分布情况,形成专题报告,锁定1-2个资源目标	2023-2025
合计	97000	15000	28000	32000		

资料来源: 西藏矿业公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 公司 2021-2025 年固定资产投资明细

序号	项目名称	总投资估算 (万元)	分年度投资计划 (万元)				项目内容	进度安排 (工期)
			2021	2022	2023	2024		
1	西藏扎布耶盐湖绿色综合利用开发万吨电池级碳酸锂项目	199981	42400	99981	57600	0	新建万吨电池级碳酸锂生产线	2021-2023
2	西藏山南曲松县罗布莎I、II矿群南部铬铁矿改扩建项目	7788	45	4000	3743	0	通过技改项目实施,增加产能到20万吨/年	2021-2023
3	山南分公司矿区办公、生活设施改造提升项目	800	0	800	0	0	1、新建矿区住房、提升改善办公、住宿条件; 2、采购建设太阳能供暖系统,解决员工生活基本需求	2022
4	西藏山南曲松县罗布莎IV矿群铬铁矿开采项目	1500	0	500	1000	0	通过项目建设,进一步提升公司铬矿产量	2022-2023
5	西藏扎布耶盐湖绿色综合开发利用万吨电池级碳酸锂项目建设配套设施项目	5000	0	0	5000	0	为万吨电池级碳酸锂项目建设配套服饰设施	2023
6	西藏扎布耶盐湖绿色综合开发利用万吨氢氧化锂项目	200000	0	0	40000	100000	建设万吨级氢氧化锂项目,提高公司锂盐产量,促进公司锂产品多元化	2022-2025
7	西藏扎布耶盐湖绿色综合开发利用万吨电池级碳酸锂联合配套能源项目三期	200000	0	80000	100000	20000	新建第二个万吨电池级碳酸锂生产线	2023-2025
	合计	615069	42445	185281	207343	120000		

资料来源: 西藏矿业公司公告, 国盛证券研究所

央企宝武保障扎布耶盐湖开发顺利实施，2025年规划3-5万吨锂盐产能。公司（西藏矿业）在扎布耶二期1.2万吨碳酸锂项目确立纳滤+蒸发碳酸锂+副产氯化钾工艺流程下，进一步开拓研究吸附+膜法氢氧化锂工艺流程，并开启100吨氢氧化锂中试技改项目，预计2022年底完成，中试成功后，后续考虑建设万吨级氢氧化锂产能，2025年规划达3-5万吨锂盐产能。

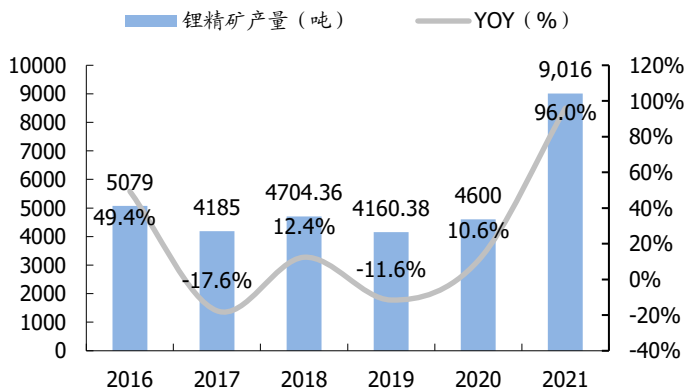
图表 51: 公司 2022 年开工项目情况

公告时间	项目名称	中标单位	工艺	建设内容	合同金额	项目进展
	现有一期锂精矿		太阳池法	锂精矿产能扩产至9000-10000t/a（品位50-60%），约0.5万吨LCE		2023年投产
2021年9月	万吨电池级碳酸锂项目（EPC+O合同）	东华科技	纳滤膜法	规划建设电池级碳酸锂9600 t/a、工业级碳酸锂 2400 t/a、氯化钾 15.6 万吨/a以及氯化铷和氯化铯粗盐等副产品约 200 t/a	投标价28.7亿元，其中EPC承包费19.2亿元，运营费9.6亿元；固定资产投资20.3亿	预计2023年9月投产，前三年产量考核50%/90%/100%
2021年10月	100吨氢氧化锂中试技改项目	久吾高科	吸附+膜法	建设100t/a氢氧化锂中试线（电池级产品比例≥50%）	5942万元	2022年11月完成试验

资料来源：西藏矿业公司公告，国盛证券研究所

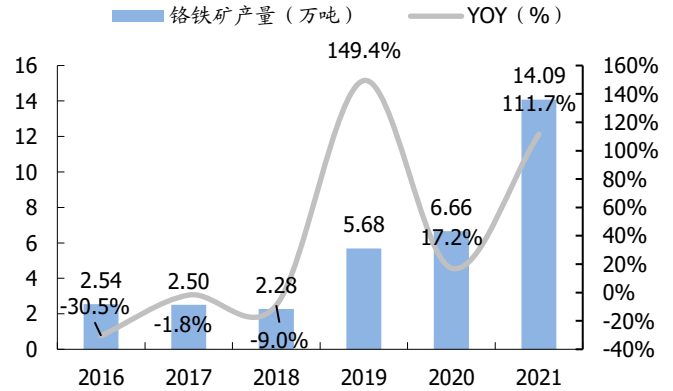
技改后锂精矿产量大幅提升，全年产量超业绩指引。2021年锂精矿产量9016吨（指引7000吨），同比增长96%，公司太阳池立体结晶技改成效显著，锂精矿实现销量6370吨，主要为2020年库存结余，截止2021年底库存量1.13万吨（基本都是锂精矿），将于2022年实现销售；全年生产铬铁矿14.09万吨（指引13万吨），同比增长111.7%，高碳铬铁委托加工业务由于长期亏损，目前已经暂停生产，铬铁矿销量13.9万吨，库存量1.13万吨。

图表 52: 2021 年锂精矿产量同比增加 96% 至 9016 吨



资料来源：西藏矿业公司公告，国盛证券研究所

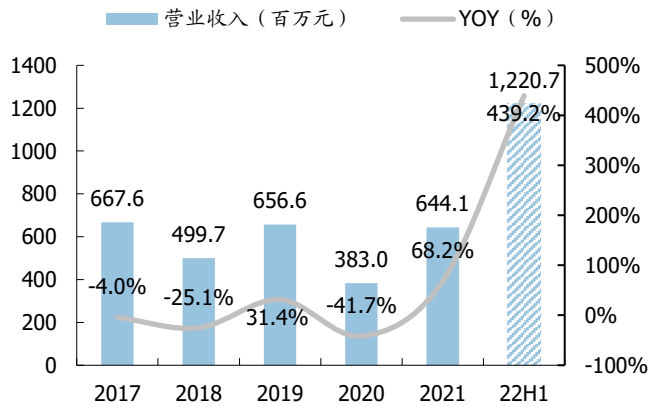
图表 53: 2021 年铬铁矿产量同比增加 111.7% 至 14.09 万吨



资料来源：西藏矿业公司公告，国盛证券研究所

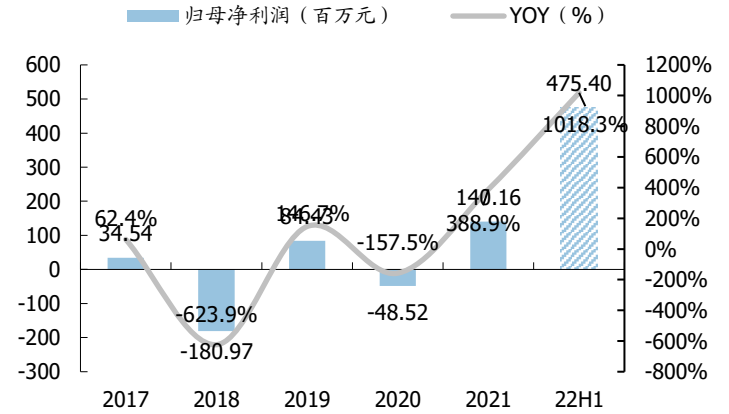
量价齐升公司（西藏矿业）业绩获得充分释放。2021年实现营业收入6.44亿元，同比+68.2%，归母净利润1.40亿元，同比+388.9%；单季度看，2021Q4实现营业收入2.07亿元，环比-1.4%，归母净利润1227万元，环比-85.6%，收入减少主因藏区12-2月份由于大雪封山和运输条件影响，归母净利润大幅下滑主因Q4计提扎布耶二期（原募投项目）在建工程和部分探矿权计提减值4712万元。2022年H1实现营业收入12.2亿元，同比+439%，归母净利润4.75亿元，同比+1018%。

图表 54: 2022H1 营业收入同比增加 439%至 12.2 亿元



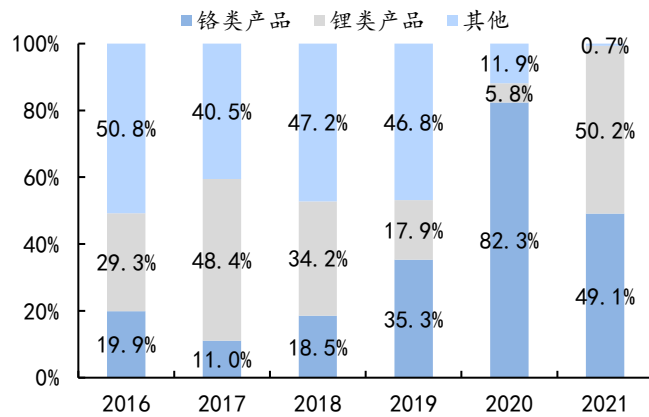
资料来源: 西藏矿业公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 2022H1 归母净利润同比增加 1018%至 4.75 亿元



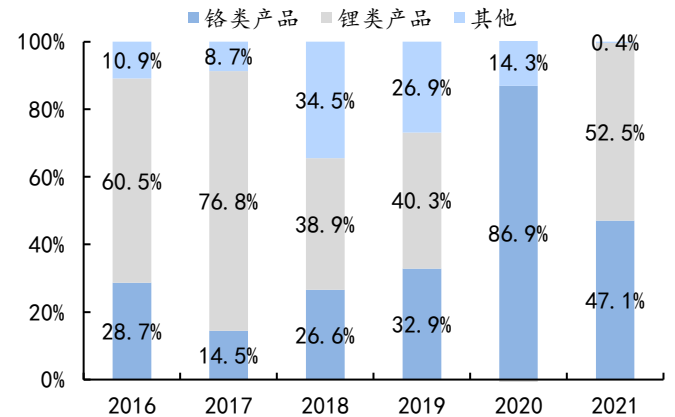
资料来源: 西藏矿业公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 2021 年锂产品营收占比达 50.2%



资料来源: 西藏矿业公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 2021 年锂产品毛利占比达 502.5%

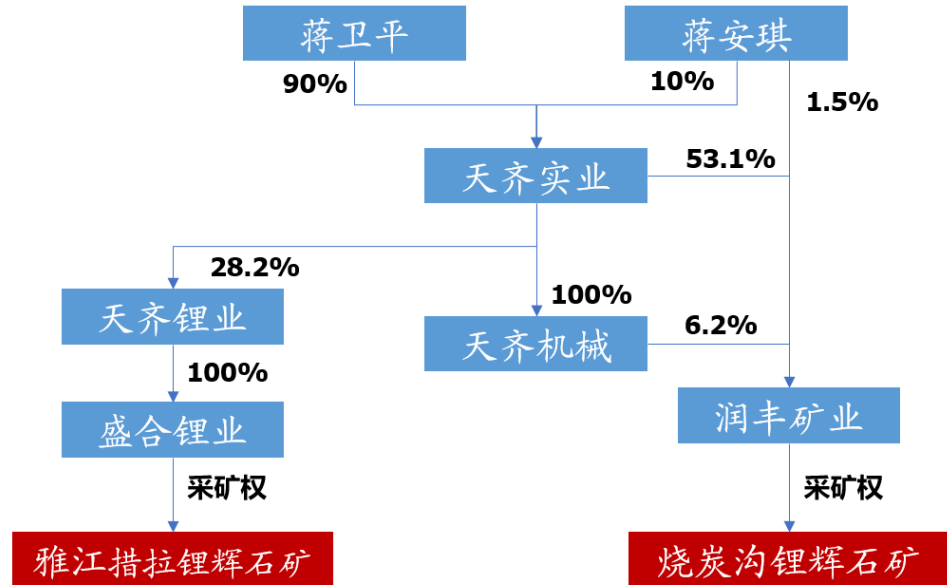


资料来源: 西藏矿业公司公告, 国盛证券研究所

2.4 雅江措拉&烧炭沟：天齐系国内重要资源储备，雅江措拉或将优先开发

天齐系旗下拥有国内雅江措拉、烧炭沟两处采矿权。其中天齐锂业全资子公司盛合锂业拥有雅江措拉采矿权(有效期至2032年),天齐实业通过直接+间接持有润丰矿业59.3%权益,润丰矿业旗下拥有烧炭沟锂辉石矿采矿权。

图表 58: 天齐系旗下拥有国内雅江措拉、烧炭沟两处采矿权



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

雅江措拉拥有锂资源量达 **63.1 万吨 LCE**, 目前正积极推进重启雅江措拉锂矿的开采准备工作。雅江措拉位于甲基卡锂辉石矿区的西矿段, 根据矿区勘探地质报告, 矿石储量 1941.4 万吨, 矿石品位在 1.3%, Li₂O 资源量 25.3 万吨 (折合约 63.2.3 万吨 LCE), 伴生 Nb₂O₅ 资源量 797 吨, 伴生 Ta₂O₅ 资源量 633 吨。2008 年盛合锂业以 3500 万元价格竞得雅江县措拉锂辉石矿探矿权, 2012 年收到采矿许可证, 批复生产规模为 120 万 t/a, 项目原规划 10.69 万 t/a 锂精矿产能 (对应原矿 60 万 t/a, 暂缓), 2021 年 9 月, 公司管理团队前往雅江措拉锂辉石矿考察, 对矿区的设备设施、采矿流程、前期开发规划及现状进行了考察, 推进矿山重启工作, 以应对未来可能出现的锂资源缺乏和原材料进口的风险。

烧炭沟拥有锂资源量 **105.4 万吨 LCE**, 项目批复 **5 万 t/a 脉石英矿和 120 万 t/a 锂辉石矿产能**。烧炭沟项目位于甘孜州雅江县呷拉乡烧炭沟, 矿区面积约 5.61km², 采矿品种为冶金用脉石英和锂。2004 年润丰矿业取得烧炭沟项目采矿权, 项目采用“露天+地下”联合开采方式, 开采标高 4400m~3960m。根据《中国矿产资源报告 2018》, 烧炭沟脉石英型锂矿拥有 Li₂O 资源量 42.7 万吨 (折合 105.4 万吨 LCE), 品位 1.20%。

图表 59: 雅江措拉与烧炭沟资源量情况

	矿石量 (万吨)	品位 (%)	Li ₂ O 资源量 (万吨)	折合 LCE (万吨)
雅江措拉	1941.4	1.30%	25.3	62.3
烧炭沟	3565.1	1.20%	42.7	105.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、海外开发不确定性增加，锂资源长期景气上行

3.1 锂辉石供需紧张，现货流通占比低且供给集中度高；矿价易涨难跌

锂辉石矿供需紧张，现货流通占比低且供给高度集中；23年锂精矿供需紧张“难题难解”，少数澳矿商主导绝大多数新增产能背景下，对矿商大规模增产、调降价格不应抱有期待，中下游最优策略或为优先布局资源，次优策略为提前准备货源，矿价易涨、难跌。
主要以下三点：

- ✓ 供需来看，锂辉石产能紧张情况下，锂盐加工商或面临“缺米下炊”情况，大厂提前锁定主流产能，小厂或面临现货市场不确定性：**(1) 锂矿供应不足**：根据百川盈孚数据，截至7月15日，碳酸锂及氢氧化锂开工率分别为75%和60%，产能仍未完全饱和，主因原料锂精矿短缺(而非需求不足)。**(2) 现有产能几乎全部绑定长协，现货流通占比不足一成**：目前在产矿山长协&包销比例达94%，仅Pilbara旗下Altura项目暂未签订。未来随着上下游一体化整合加速，锂精矿现货市场流通量预计仍将维持紧张，根据我们统计，规划产能长协&包销比例达90%。**(3) 未来新增产能主要由股东内部消化，矿企向下游延伸布局趋势已现端倪**：随着海外矿企话语权的提升，不少企业依托资源优势向下游延伸锂盐加工布局，如Pilbara、Allkem、AMG、LTR等纷纷提出锂盐加工产能建设规划，未来市场上优质低成本锂矿现货将愈发短缺。

图表 60: 锂矿企业纷纷开启锂盐产能建设规划

厂家	锂盐产能规划
Allkem	日本奈良工厂在建1万吨氢氧化锂产能
Pilbara	携手韩国浦项(POSCO)建设4.3万吨氢氧化锂产能，预计2023年底投产，2022年一季度开始与Calix合作开展磷酸锂盐的初步可行性研究，或可直接用于磷酸铁锂生产
AMG	AMG德国工厂规划10万吨氢氧化锂产能
LTR	远期规划建设8.6万吨氢氧化锂加工产能

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

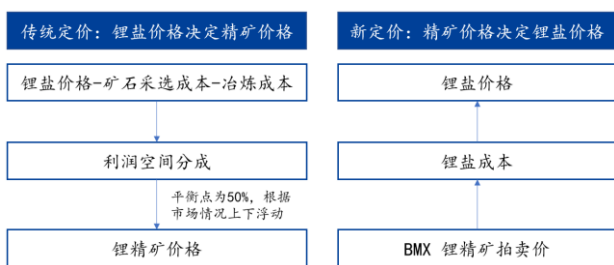
图表 61: 未来锂精矿将主要通过长协&包销进行流通, 现货市场流通占比仅一成

矿山	在产包销比例 (%)	规划包销比例 (%)	包销企业
Greenbushes	100%	100%	雅保、天齐各包销 50%
Mt Marion	100%	100%	赣锋、MRL 各包销 50%
Mt Cattlin	89%	89%	雅化/盛新
Pilgangoora-Pilbara	100%	100%	天宜/赣锋/容汇/长城/POSCO
Mibra	100%	100%	天宜/容汇
Pilgangoora-Altura	0%	0%	
Wodgina	100%	100%	雅保
TANCO	100%	100%	中矿资源
Bikita	100%	100%	中矿资源
Finniss		100%	雅化/赣锋/特斯拉
Grota do Cirilo			三井
萨比星锂矿		100%	盛新
Mt Holland		100%	SQM
Manono		100%	天华/赣锋/盛新
James Bay		100%	Allkem
Arcadia		100%	华友
Goulamina		50%	赣锋
Bald Hill			
合计	94%	89%	

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

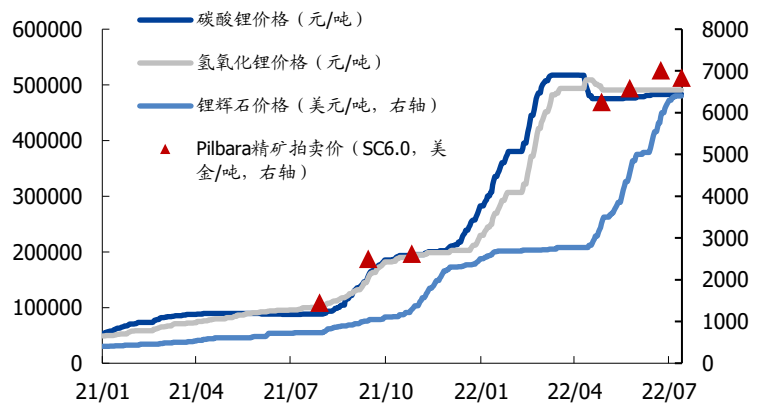
- ✓ 定价机制来看, 23 年要对矿价高位的持续性甚至突发情况做好准备: (1) 伴随拍卖平台锂矿价格逐步抬升, 全球主流锂矿成交价逐步跟上, 锂盐定价权或再度逐步从“国内锂盐供需定价”转向“上游锂矿供需定价”; 需求旺、货源紧俏的背景下, 锂矿商主动增产和调降价格的意愿罕见, 企业应提前做好足准备; (2) 降价契机在于锂矿滞销、货主低价倾销回款 (类似 19 年查骗补导致需求突然“消失”情境), 23 年电动化需求高增确定性背景下, 较难重现。(3) 另一方面, 全球主流成交锂精矿主要根据锂盐上月或上季度均价的调价模式, 锂矿定价高位滞后性从交易机制上也决定了 23 年锂矿、锂盐价格仍将有很大概率维持高位, 锂盐价格难以出现尖峰式下滑。

图表 62: Pilbara 锂精矿拍卖挑战行业定价模式



资料来源: 百川盈孚, Pilbara 公司公告, 国盛证券研究所

图表 63: Pilbara 锂精矿拍卖价领先国内 CIF 市场价 3 个月左右



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

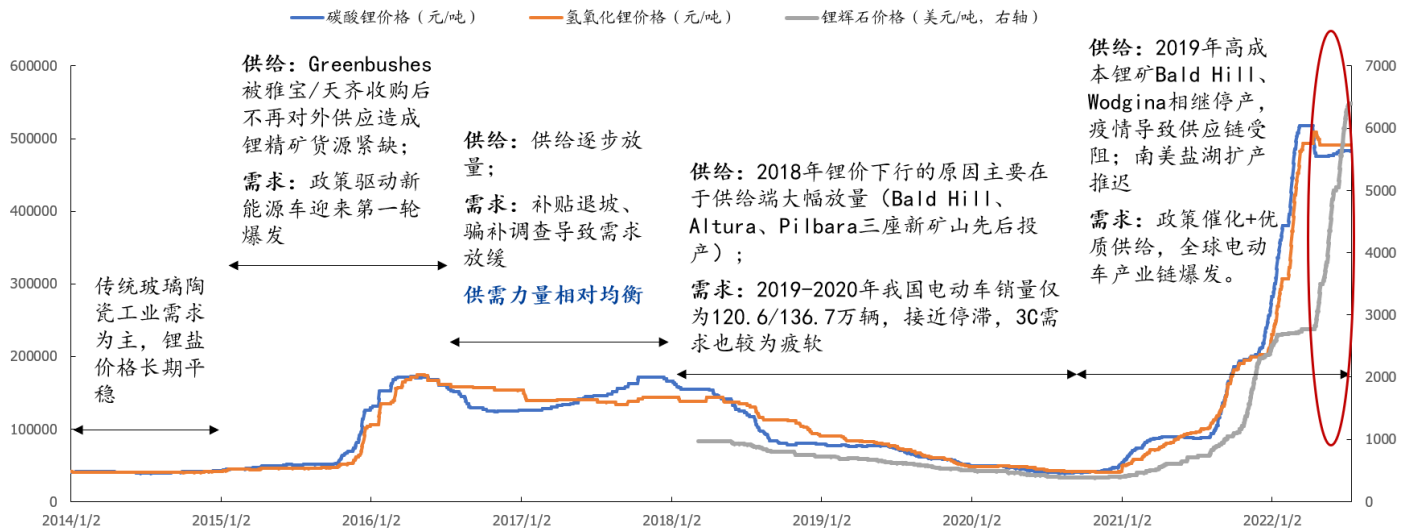
- ✓ 预计 2022 年全球锂资源供应 40% 来自澳大利亚锂辉石，其中“天齐+雅保”组合控制了澳洲约 60% 锂辉石供应规模，对全球锂辉石甚至锂盐供应具备巨大影响力。(1) 根据我们统计，2022 年全球锂资源供应约 78 万吨 LCE，澳锂辉石供应量高达 31 万吨 LCE，占比 40%；预计 2022-2024 年澳锂辉石供应量分别为 31/42/52 万吨/LCE，占比 40%/39%/32%。(2) “天齐&雅保”旗下 Greenbushes 矿山作为澳大利亚最大的锂辉石矿床，预计 2022-2024 年产量 19/20/27 万吨 LCE，“天齐+雅保”2022-2024 年占据澳矿供应约 60%，58%，57%，且是澳矿增产的主力。(3) 我们认为，面对下游 EV 产业链的快速扩张，优质锂矿天然具备“通缩倾向”，主力矿山更倾向于维持产量和维护价格，具备对锂辉石价格产生重要影响的能力。

图表 64: “天齐+雅保”旗下泰利森 2022-2024 年锂辉石产量占据澳矿总产量约 60%、58%、57%，可对全球锂资源供需差走向起到重要影响

海外锂辉石	地区	所有权	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Greenbushes	澳大利亚	天齐&IGO、雅保 (51/49)	58	95	130	150	175	200
Mt Marion	澳大利亚	赣锋、MRL (50/50)	26	32	37	53	60	60
Mt Cattlin	澳大利亚	Allkem	11	20	20	20	20	20
Pilgangoora-Pilbara	澳大利亚	Pilbara	9	28	35	38	45	60
Pilgangoora-Ngunaju	澳大利亚	Pilbara			8	18	18	18
Wodgina	澳大利亚	雅保、MRL (60/40)			20	45	60	70
Finniss	澳大利亚	Core Lithium				14	16	16
Mt Holland	澳大利亚	SQM、Wesfarmers (50/50)						18
Kathleen Valley	澳大利亚	LTR					20	45
Bald Hill	澳大利亚	Alita						
Arcadia	津巴布韦	华友钴业						10
萨比星锂钽矿	津巴布韦	盛新锂能 (51)				10	20	20
Bikita	津巴布韦	中矿资源			8	8	20	45
Manono	刚果(金)	AVZ、天华时代 (34/24)					30	70
Goulamina	马里	赣锋、Firefinch (50/50)						25
Grota do Cirilo	巴西	Sigma (100)				14	27	40
Mibra	巴西	AMG	9	9	9	10	13	13
TANCO	加拿大	中矿资源		4	4	4	4	10
James Bay	加拿大	Allkem					8	25
	合计(万吨)		113	189	270	384	536	765
	合计(万吨LCE)		14.2	23.6	33.8	48.0	67.0	95.6
	YOY(%)		-	66.7%	43.1%	42.0%	39.7%	42.7%
	澳大利亚合计(万吨LCE)		13	22	31	42	52	63
	占比%			40%	40%	39%	32%	29%
	Greenbushes(万吨LCE)		7	12	16	19	22	25
	天齐+雅保(万吨LCE)				19	24	29	34
	占比%				60%	58%	57%	53%

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 65: 2021 年以来国内新能源车爆发, 上游供给受多因素影响缺口难补导致锂价大幅上行



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

3.2 中国企业控制海外锂资源影响力大幅提升, 共同的文化基础更容易形成战略协同

澳洲主产地以外, 中资企业在南美、非洲等区域海外锂资源开发具备先发优势, 海外锂资源行业影响力大幅提升。我们认为未来中国企业在海外锂资源开发甚至定价方面将拥有非常高话语权; 共同的文化基础也更容易形成战略协同。

- ✓ 中阿关系持续升温, 阿根廷成为中资企业锂资源布局热土。(1) 中国与阿根廷自 1972 年建交至今 50 周年, 2004 年双方建立战略伙伴关系, 2003-2013 年, 中阿贸易额从 31.8 亿美元增至 148.4 亿美元, 2009 年双方签订货币互换协议, 贸易、投资、金融领域合作愈发密切, 2014 年双边关系升级至全面战略伙伴关系, 自 2014 年以来阿根廷经历三届政府, 分属于左右翼阵营, 但都尝试中阿关系发展, 基本不受政府更迭影响, 2022 年 2 月, 阿根廷加入“一带一路”倡议, 当前中国是阿根廷的第二大贸易伙伴, 也是阿根廷第二大进口国, 7 月国务委员兼外长王毅于二十国集团外长会期间正式确认中方支持阿根廷成为金砖国家的成员国, 为更高层次的合作注入新动力。(2) 中国军团抢占阿根廷锂资源开发“战略高地”。赣锋、紫金、西藏珠峰、青山等中资企业在阿根廷控制的的锂资源量达 6394 万吨 LCE, 占比达 45%, 规划产能 33 万吨 LCE, 占比 33%; 预计 2023 年之前阿根廷投产的 6 个项目中国中资企业占有 4 个, 合计产能 13 万吨, 包括赣锋 6 万吨/紫金 2 万吨/珠峰 5 万吨。

图表 66: 赣锋、紫金、西藏珠峰、青山等中资企业在阿根廷控制的的锂资源量达 6394 万吨 LCE, 占比达 45%, 规划产能 33 万吨 LCE, 占比 33%

所有权	盐湖	资源量 (万吨LCE)	Li'浓度 (%)	镁锂比	规划产能 (万吨/a)	投产时间
赣锋锂业51/LAG 49	Cauchar i-0laroz-G	2458	592	2.4	6.0	一期4万吨2022年H2达产
Arena 65/赣锋锂业 35	PPG-Arena	56	460		2.0	2022年Q3投产, 仅产卤水
赣锋锂业	PPG-赣锋	1106	458	6.1	5.0	一期规划3万吨
赣锋锂业	Mariana	812	319	14.0	1.7	2024
紫金矿业	3Q	757	614	1.7	6.0	一期2万吨2023年底投产
西藏珠峰54/维摩亚洲46	Angeles (SDLA)	205	479	3.8	5.0	2022年底
西藏珠峰54/维摩亚洲47	Arizaro	勘探			5.0	-
Eramet 50.1/青山 49.9	C-R盐湖	1000	436		2.4	2024
合计		6394	480	6	33.1	
占比 (包括智利、阿根廷, 不考虑Uyuni)		45%			33%	

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

- ✓ 非洲锂资源开发重要性日益提升, 中资矿企有望主导非洲硬岩锂矿资源开发, 现有待开发项目全部拥有中资企业背景。(1) 非洲丰富的铜、锂、钴、金等优质金属矿种, 中资企业如中色集团、金川、紫金、洛钼在非洲当地已有多年矿业开发与政府合作经验, 锂资源开发方面也得天独厚的优势。考虑国内硬岩锂矿多集中于四川、新疆等地, 开发难度与资源禀赋均弱于海外, 2020 年伴随澳洲 FIRB 审核新规出台、国内硬岩锂矿开发进度缓慢且资源承载能力不足, 非洲锂矿资源开发的重要性日益提升。(2) 现有待开发项目全部拥有中资企业背景。目前中资企业除天齐、赣锋旗下澳洲 Greenbushes、Marion 两座澳洲矿山以及中矿资源旗下 TANCO 以外, 海外锂辉石项目均位于非洲, 非洲待开发 5 座矿山中全部拥有中资企业身影; 中国军团目前控制的海外锂辉石资源量达 3965 万吨 LCE, 占海外锂辉石资源量的 57%, 规划产能达 563 万吨 (约 70 万吨 LCE), 占比 49%, 投产进度方面绿地项目多集中于 2024 年投产, 主要受限于当地基础设施条件薄弱、政局动荡等因素干扰。

图表 67: 现有待开发项目全部拥有中资企业背景

矿山	地区	所有权	资源量 (万吨LCE)	Li ₂ O品位 (%)	现有产能 (万吨/a)	规划产能 (万吨/a)	矿山状态
Greenbushes	澳大利亚	天齐&IGO、雅保 (51/49)	1383	1.60%	81	133	在产
Mt Marion	澳大利亚	赣锋、MRL (50/50)	242	1.37%	30	45	在产
TANCO	加拿大	中矿资源	27.7	2.44%	4	20	2021年复产
Bikita	津巴布韦	中矿资源	84.8	1.20%	6	49	在产透锂长石
萨比星锂钽矿	津巴布韦	盛新锂能 (51)	21.8	1.98%		20	2022年底
Manono	刚果 (金)	AVZ、天华时代 (34/24)	1628	1.65%		160	2024
Arcadia	津巴布韦	华友钴业	190	1.06%		53	2024
Goulamina	马里	赣锋、Firefinch (50/50)	388	1.45%		83	2024投产一期50.6万吨
合计			3965	1.59%	121	563	
占比			57%		33%	49%	

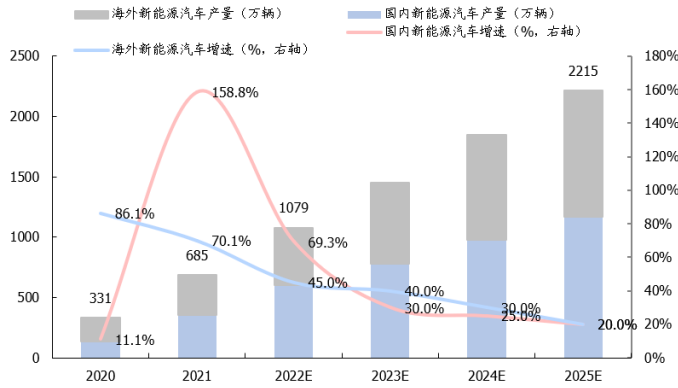
资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

3.3 需求端: “产品驱动+政策导向”, EV&储能长期需求景气确立

“产品驱动+政策导向”双模式, 新能源汽车行业进入加速发展期。据中汽协统计, 2021 年国内新能源汽车产/销量实现 354.5/ 352.1 万辆, 同增 159.5%/157.5%, 渗透率 14.8%, 新能源车替代燃油车趋势愈发明显, 参考 2010 年代初 SUV 市场, 当前新能源车仍在加速渗透期, 中期维度看锂产业链具备资源优势和产能扩张优势的企业业绩进入高速释放期, 大概率将继续享受估值溢价, 直至渗透率提升放缓。

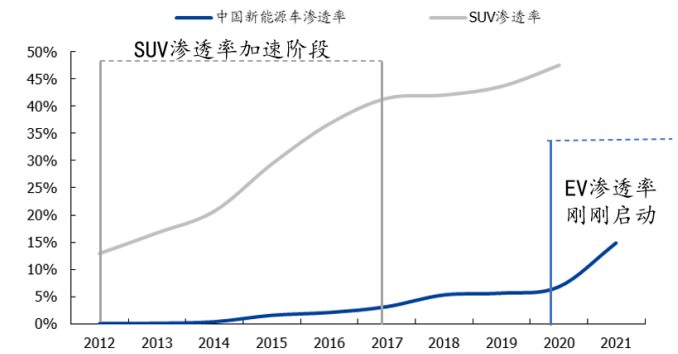
通过对比 SUV 市场导入情况，在新产品市场渗透超过 10% 以后，往往会进入加速渗透期。1) 导入期 (2003-2010 年): 2003 年 SUV 概念开始导入，越野型 SUV 开始上市，但车型少市场容量小，至 2010 年渗透率仅 9.6%; 2) 成长期 (2011-2017 年): 经历 7 年市场教育，SUV 凭借运动性和多功能逐渐受到消费者认可，随着上汽、吉利等纷纷涉足该细分市场，推出自主品牌 SUV，合资品牌也更新换代，2011 年 SUV 渗透率突破个位数至 11.2%，之后进入加速渗透期，直至 2017 年渗透率达到 41.7% 后市场增长开始放缓，2011-2017 年销量 6 年复合增速高达 36%。

图表 68: 预计 2021-2025 年新能源车 CAGR 达 37%



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

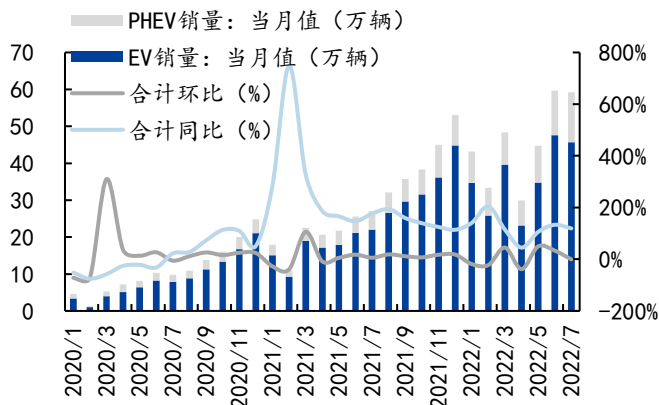
图表 69: 国内新能源车渗透率 VS SUV 渗透率



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

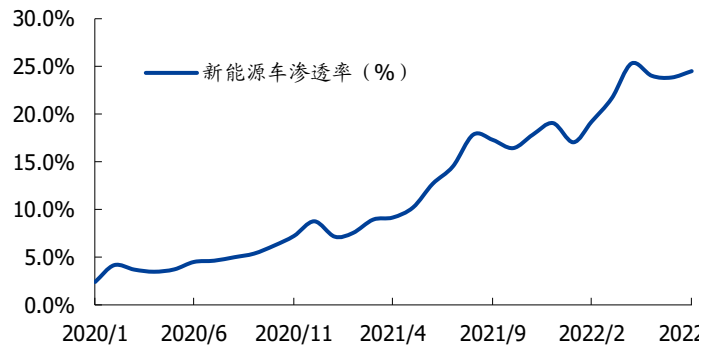
年内国内新能源车销量数据稳中向好，政策刺激有望对冲疫情影响，电芯厂排产持续升温。根据我们测算，2022 年锂供需约 82/78 万吨 LCE (紧平衡)，其中新能源车需求增量 14 万吨 LCE，占总需求增量约 73%，因此下半年新能源车销量情况直接影响锂价走势。8 月新能源车市稳中向好，根据乘联会数据，8 月新能源乘用车零售量 53 万辆，环比 +111.2%/+8.8%，渗透率 28.3%。下半年新能源头部厂商产线升级、产能扩张，同时随着 9 月汽车传统黄金消费季到来，预计新能源车销量将呈现快速增长。

图表 70: 国内 7 月新能源车销量环比降 0.6% 至 59.3 万辆



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 71: 国内 7 月新能源车渗透率 24.5%



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

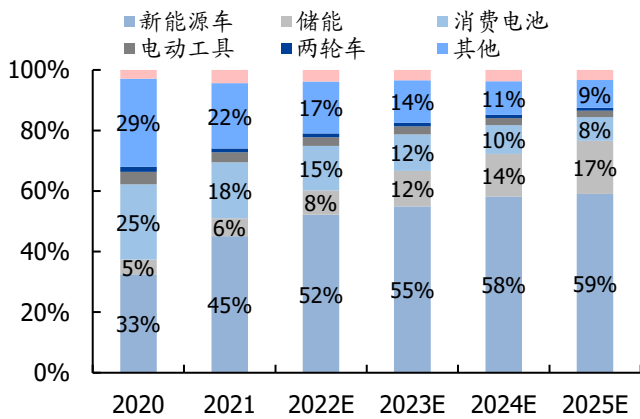
新能源车和储能电池将主导未来锂需求高速增长，2021-2025 锂需求复合增速 31%。根据我们测算，截至 2021 年新能源车和储能电池合计占全球锂需求总量 51%，预计 2025 年将提升至 76%。2021 年新能源车锂需求占比 45%，随着全球汽车电动智能化的快速普及，预计 2025 年占比将提升至 59%，2021-2025 新能源车需求复合增速 41%。

2021年储能锂需求占比6%，在双碳限电和石油危机背景下，各国储能优惠政策持续加码和商业模式逐渐跑通，电化学储能将迎来高速增长，预计2025年占比将提升至17%，2021-2025储能需求复合增速72%，新能源车和储能将主导未来锂需求增速。

2021年国内锂电池出货量全球占比约59.4%，约54%锂原料需要进口，预计未来保持在50%以上；国外锂资源开发阻碍加剧，锂资源保障提升到国家战略高度。

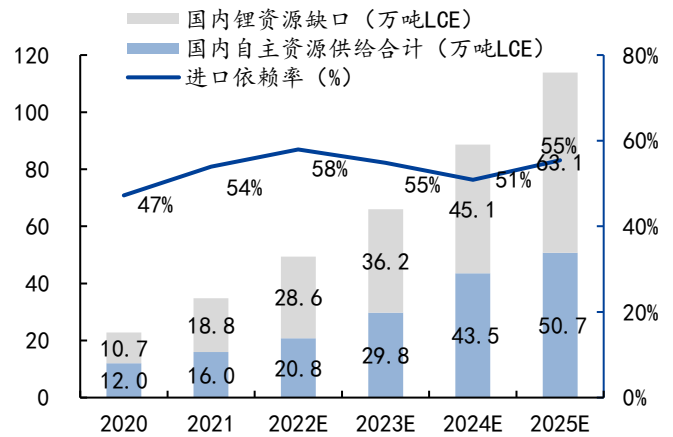
根据EVTank发布的《中国锂离子电池行业发展白皮书（2022年）》显示，2014年以来，中国一直是全球最大的锂离子电池生产和制造国家。2014年，中国锂离子电池总体出货量全球占比为42.1%，2021年占比提升至59.4%。而根据我们测算，2021年国内自主资源锂盐产量仅16万吨，全球占比27%，约54%锂原料需要依赖进口。

图表 72: 预计 2025 年新能源车和储能领域合计占全球锂需求总量 76%



资料来源: GGII, SNE Research, Wind, SMM, 国盛证券研究所

图表 73: 2021 年国内锂资源进口依赖度 54%，预计未来保持 50% 以上



资料来源: GGII, SNE Research, Wind, SMM, 国盛证券研究所

3.4 供给端：锂资源战略地位提升，远端供给不确定性日益增加

23年棕地扩产导致供给端压力较大，远期绿地项目放量存在较大不确定性。智利、玻利维亚、墨西哥等多个国家将锂资源和石油一样列为国家战略资源，对锂资源的开发控制越来越严苛。智利年初提出锂资源国有化法案，并主张提高矿企税负和特许权费用。此外，在当地居民抗议下，塞尔维亚政府也于2022年1月决定撤销力拓集团开采贾达尔（Jadar）锂矿的许可，国外锂资源开发阻碍加剧。

绿地项目投产周期较长，全流程开发需5-10年。锂资源绿地项目开发主要包括：勘探1-2年，中试+可研1-2年，项目建设2年，爬产1年，以上是基于最顺利的情况在5年，实际每个流程都存在延期可能，比如中试失败、采矿证/环评获批受阻、融不到资、建设进度受阻、政府突然叫停、政变等因素，因此最长在10年。

图表 74: 全球锂盐供需平衡测算

供需测算 (万吨LCE)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	21-25年CAGR
新能源车	13.4	26.6	40.8	55.8	79.4	103.5	40.5%
储能	2.0	3.5	6.3	12.0	19.1	30.6	72.0%
消费	10.3	10.9	11.5	12.2	13.0	13.7	6.0%
电动工具	1.7	2.0	2.3	2.7	3.1	3.7	17.1%
两轮车	0.7	0.7	0.9	1.2	1.5	1.8	25.0%
其他	12.0	12.7	13.5	14.3	15.1	16.1	6.0%
补库	1.2	2.6	3.0	3.5	5.1	5.8	22.4%
全球年度总需求	41.4	58.9	78.3	101.6	136.3	175.2	31.3%
需求增量		17.6	19.4	23.2	34.7	38.9	
YOY (%)		42.5%	32.9%	29.7%	34.2%	28.5%	
南美盐湖	13.1	17.6	25.7	38.0	50.5	66.5	39.4%
海外锂辉石	15.8	25.7	35.4	48.6	64.8	89.3	36.5%
国内盐湖	5.2	7.0	9.8	15.1	25.1	30.7	44.4%
国内锂云母	3.8	6.9	9.9	14.1	20.8	26.4	40.0%
国内锂辉石	0.9	1.1	1.5	3.1	7.0	10.1	75.3%
国外黏土	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	6.0	
全球锂资源有效供给	38.8	58.3	82.2	118.8	169.1	228.9	40.8%
供给增量		19.6	23.9	36.6	50.3	59.8	
YOY (%)		50.5%	41.0%	44.5%	42.3%	35.4%	
供需平衡	-2.6	-0.6	3.9	17.2	32.8	53.7	

资料来源: GGII, SNE Research, Wind, SMM, 各公司公告, 国盛证券研究所

2022年下半年锂供给持续紧张, 预计2023年下半年将得到部分缓解, 核心关注南美盐湖、海外锂辉石、国内盐湖及国内锂云母的新增项目放量情况。根据我们测算, 2022年锂供给增量24万吨LCE, 南美盐湖、海外锂辉石、国内盐湖及国内锂云母供给增量分别占比34%/40%/12%/13%; 2023年锂供给增量37万吨LCE, 南美盐湖、海外锂辉石、国内盐湖及国内锂云母供给增量分别占比34%/36%/14%/11%。

图表 75: 2022年和2023年锂资源供应核心关注南美盐湖、海外锂辉石、国内盐湖和国内锂云母的新增项目放量 (万吨LCE, %)

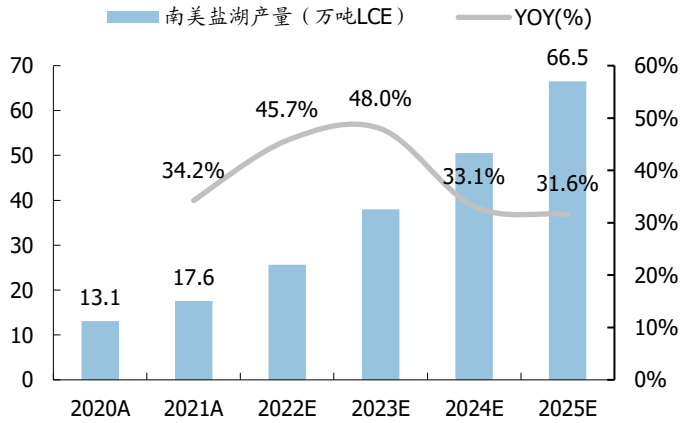
	2022E		2023E		2024E		2025E	
	增量	占比	增量	占比	增量	占比	增量	占比
南美盐湖	8.1	34%	12.3	34%	12.6	25%	16.0	27%
海外锂辉石	9.7	40%	13.2	36%	16.2	32%	24.5	41%
国内盐湖	2.8	12%	5.3	14%	10.0	20%	5.6	9%
国内锂云母	3.0	13%	4.2	11%	6.7	13%	5.6	9%
国内锂辉石	0.4	2%	1.6	4%	3.9	8%	3.1	5%
国外黏土	0.0	0%	0.0	0%	1.0	2%	5.0	8%
合计	23.9	100%	36.6	100%	50.3	100%	59.8	100%

资料来源: GGII, SNE Research, Wind, SMM, 国盛证券研究所

- ✓ **南美盐湖:** 预计2022-2023年南美增量分别为8.1/12.3万吨, 分别同比增长45.7%/48.0%。(1) Atacama: 预计SQM与ALB今明两年合计新增产能6/5.6万吨, 其中SQM今年年中新建成6万吨LCE, 全年产量指引14万吨, 2024年建成21万吨碳酸锂+4万吨氢氧化锂; ALB La Negra III/IV期新增4万吨LCE产能2021年10月建成, 2022年Q2首次销售。(2) Cauchari-Olaroz: 预计Orocobre和赣锋今明两年合计新增产能2/2.6万吨, 其中Orocobre的Olaroz II期2.5万吨LCE预计2022H2投产, 2025年达产; 赣锋在规划的一期4万吨2022年中投产, 2024达产; 二期至少建成2万吨, 2025年投产。(3) SDLA: 西藏珠峰规划2022年底建成5万吨碳酸锂产能。
- ✓ **海外锂辉石:** 预计2022-2023年海外锂辉石增量分别为9.7/13.2万吨, 分别同比增长37.7%/37.3%。2022年边际增量主要由Greenbushes扩产以及Altura、

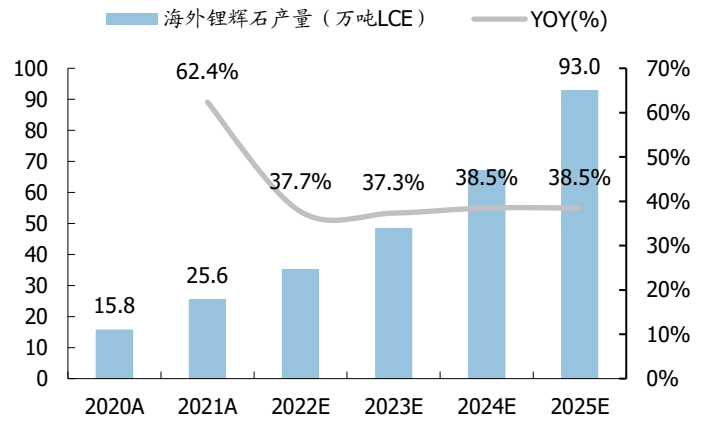
Wodgina 复产贡献，其中 Greenbushes 年内新增尾矿处理厂将增加 28 万吨锂精矿产能，Wodgina 年内复产 50 万吨锂精矿产能，两座矿山增量整体匹配天齐、雅保冶炼厂精矿需求，Altura 项目预计 Q3 达产，年内贡献增量有限；2023 年增量主要由 Greenbushes、Marion 扩产及 2022 年底投产的 Finniss、Grota do Cirilo、萨比星三座绿地矿山贡献，目前项目进展相对顺利。

图表 76: 2020-2025 年南美盐湖产量预测



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

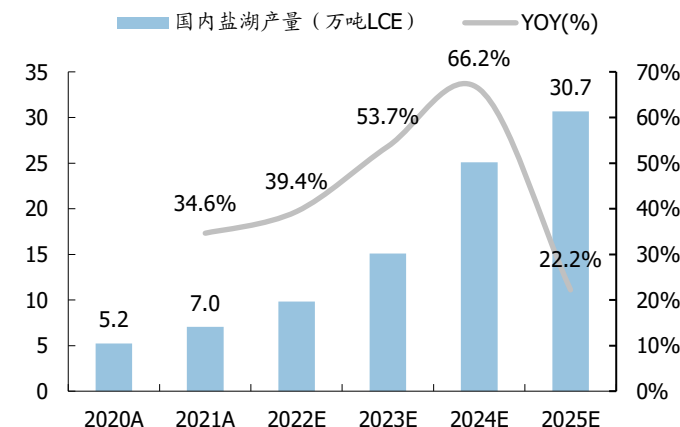
图表 77: 2020-2025 年海外锂辉石产量预测



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

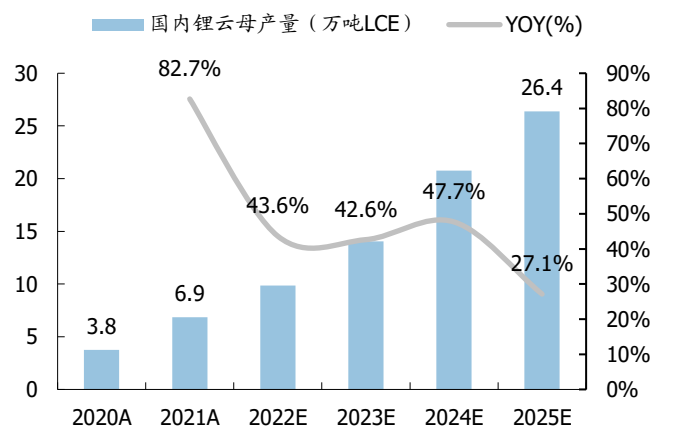
- ✓ **国内盐湖: 预计 2022-2023 年国内盐湖增量分别为 2.8/5.3 万吨, 分别同比 39.4%/53.7%。**梳理国内盐湖建设进度, 2022 年新增项目较少, 新增项目主要为金海锂业 (1 万 t)、锦泰锂业 (0.4 万 t)、锂源矿业 (0.8-1 万 t) 三家, 但投产均集中于下半年, 实际放量主要来自各家产能利用率提升; 2023 年增量项目主要为麻米错矿业 (5.3 万 t)、扎布耶 (1.2 万 t), 二者均规划 2023 年中投产。
- ✓ **国内锂云母: 考虑部分产能或仍面临矿端来料缺口问题, 预计 2025 年江西云母提锂产量或达 26.4 万吨 LCE。**2022-2023 年增量主要来自永兴材料二期 2 万吨项目、国轩科丰 2 万吨项目投产, 由于目前部分企业云母精矿尚需外购, 其余增量来自新增矿山产能带来的冶炼端产能利用率提升。

图表 78: 2020-2025 年国内盐湖产量预测



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 79: 2020-2025 年国内锂云母产量预测

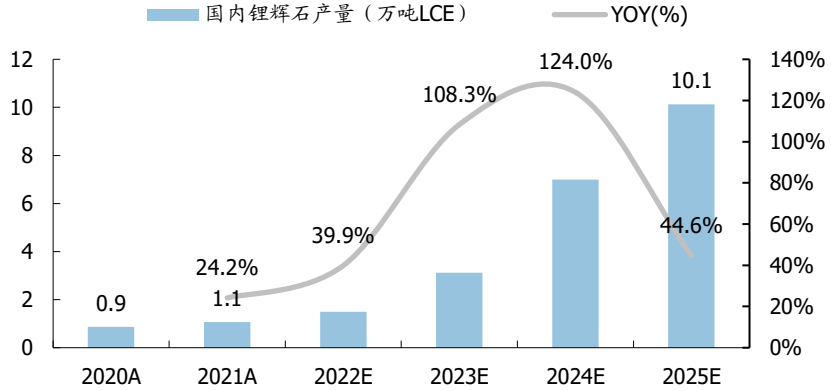


资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

- ✓ **国内锂辉石: 预计 2023/2024 年川西锂矿分别增加 1.6/3.9 万吨 LCE, 实际放量慢于市场预期。**2023-2024 年供给端增量主要来自甲基卡 134 号、李家沟两座矿山, 此外, 斯诺威、雅江措拉、X03 号脉需跟踪进展。此前川西锂矿开采进度多不及预期: 1) 甲基卡 134 号脉面临资金、原矿、环评审批等问题尚待解决, 原定 2022

年底投产目前已推迟至 2023 年中；2) 李家沟 2020 年受到疫情影响和当地水电站引发的生态环境问题，项目整体复工时间延期，此外因选矿厂下移投资预算也有所增加。预计 2025 年川西锂辉石矿整体有效供给为 10.1 万吨，相较青海、江西、西藏等地贡献量较低。

图表 80: 2020-2025 年国内锂辉石产量预测



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

3.4.1 澳洲 FIRB 对外国投资者审核日益趋严，中资企业面临严格审核壁垒

澳洲政府对于海外投资者投资本国采矿业实行差异化对待，锂等关键矿产资源审核更为严格。根据澳洲政府 2020 年 3 月实施的海外投资者审核新规，对于采矿业投资，外国投资审查委员 (FIRB) 审核门槛为 0，意味着除智利、新西兰、美国以外，所有的海外投资者进行矿业投资均面临 FIRB 严格的资质审核；另外澳洲政府将锂、石墨、钴、钒、钽、铜、镍和稀土元素等矿物列为“关键矿种”，FIRB 在这些品种中的审核更为严格，如 2020 年初拥有稀土资源的 Northern Minerals 与宝武集团签署的认购协议被 FIRB 拒绝，同年天宜锂业对 AVZ 的投资中最初 12% 的股权认购被否，后调整为 9% 并放弃董事会提名后才获得通过，可见澳洲对海外投资尤其中资企业直接投资的严格限制。

图表 81: 2020 年 3 月起澳洲政府对海外投资审核标准趋严

投资者	项目	审核门槛
所有投资者	国家安全用地	0
	住宅用地	0
	空置商业用地	0
FTA 合作伙伴的私人投资者	农业用地	智利、新西兰、美国, 12.5 亿美元
		其他, 1500 万美元
	已开发商业用地	12.5 亿美元
	采矿权	智利、新西兰、美国, 12.5 亿美元
其他, 0		
非 FTA 合作伙伴的私人投资者	农业用地	泰国, 5000 万美元
		其他, 1500 万美元
	已开发商业用地	2.89 亿美元
		敏感地区, 6300 万美元
采矿权	0	
外国政府	所有投资	0

资料来源: FIRB 官网, 国盛证券研究所

注: FTA 合作伙伴是: 智利、中国、日本、新西兰、秘鲁、新加坡、韩国、美国等国家

3.4.2 智利新任左翼总统上台，矿产资源“国有化”风险提升

自 2005 年以来智利政府左右翼轮番上台，国内政策摇摆不定。智利总统每四年一次换届，自 2005 年以来，智利出现了左右两派两位领导人轮番上台的现象。先是中左翼候选人米歇尔·巴切莱特女士于 2005 年当选总统；2009 年右翼候选人亿万富翁塞巴斯蒂安·皮涅拉当选总统，两人分别与 2014-2022 年轮番担任总统职务，其中巴切莱特主张提高企业税、缩小贫富差距、支持矿业国有化，而右翼领导人皮涅拉则主张消减企业税，对矿业私有化持开放态度，2022 年 3 月新上任左翼总统加布里埃尔·鲍里克意图成立国营锂业公司，智利矿产资源“国有化”再次受到市场关注。

图表 82: 智利左右翼政府政策摇摆不定

历任智利总统	执政期	派别	政策主张
米歇尔·巴切莱特	2006-2010	中左翼	消减企业税，加速国内电动化
塞巴斯蒂安·皮涅拉	2010-2014	中右翼	提高企业税、缩小贫富差距、支持矿业国有化
米歇尔·巴切莱特	2014-2018	中左翼	
塞巴斯蒂安·皮涅拉	2018-2022	中右翼	
加布里埃尔·鲍里克	2022.03	左翼	意图成立国营锂业公司

资料来源：维基百科，国盛证券研究所

智利矿权国有化提案遭否决，缓解国外矿企对智利矿业投资的担忧。2021 年右翼领导人塞巴斯蒂安任职期间完成 40 万吨锂资源配额拍卖，其中比亚迪曾以 1.21 亿美元的报价中标其中一个合约，但因受到中左翼议员反对，项目已被法院叫停；在智利 2022 年 5 月 7 日举行的制宪会议上，一项扩大智利国内矿产“国有化”的改革计划被投票否决（未达到 2/3 票数），这项试图让矿权“国有化”的宪法第 27 条提案旨在赋予智利政府对锂、稀有金属和碳氢化合物的专有采矿权，以及铜矿的多数股权，在 5 月 14 日的第二轮投票中，所得票数仍低于纳入宪法草案的标准而遭到否决。

雅保与 SQM 先后与 CORFO 签订新开采合约，延展盐湖提锂配额。由于锂在控制核聚变过程中具有重要作用，被智利视为战略矿种，智利核能委员会（CCHFV）对 SQM 在阿塔卡玛盐湖租约的总配额及年规模作出了限制，SQM 在 1993-2030 年间从阿塔卡玛盐湖提取锂的总金属量不得超过 18 万吨（折合 95.9 万吨 LCE）。SQM 与智利经济发展局（CORFO）于 2018 年将配额进行修订，约定至 2030 年公司可开采的锂资源配额为 220.6 万吨 LCE（含原有未使用的 34.5 万吨配额）。雅保 2014 年通过收购 Rockwood 获得盐湖部分区域开采权，于 2016 年与 CORFO 签订新合约，将原先 106 万吨 LCE 配额提升至 244 万吨 LCE，允许雅保在耗尽配额或 2043 年到期之前开展生产，并规定年产量不得超过 8 万吨。

非税收层面支出进一步挤压公司利润空间。SQM 于 2013 年被指控存在少交资源费的情况与 CORFO 陷入仲裁泥潭，双方最终于 2018 年达成和解协议并修订开采配额，协议中包含向 CORFO 支付 1750 万美元和解费用，承诺每年投入 1080-1890 万美元研发支出，向附近社区支付 1000-1500 万美元以及销售额的 1.7% 用于当地发展。类似地，雅保方面需要向当地社区支付盐湖产出销售额的 3.5% 用于当地发展。

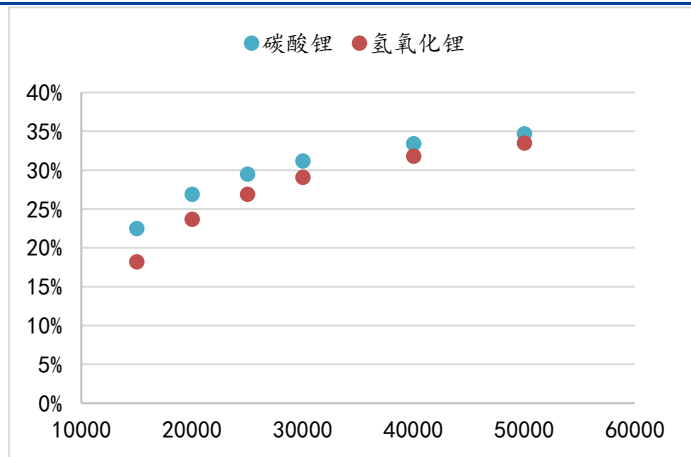
作为获得更多开采配额的代价，SQM 与雅保面临最高达 40% 的权益金税率。原有协议中，雅保与 SQM 需要按离岸价缴纳 6.8% 的销售税。在新合约下，征税方式更改为累进税制，根据最终销售价格，公司需缴纳 6.8%-40% 不等的累进税，税收负担陡增。

图表 83: SQM 与雅保面临最高达 40%的累进税率

碳酸锂		氢氧化锂		氯化钾	
价格 (美元/吨)	税率 (%)	价格 (美元/吨)	税率 (%)	价格 (美元/吨)	税率 (%)
<4000	6.8%	<5000	6.8%	<300	3%
4000-5000	8.0%	5000-6000	8.0%	300-400	7%
5000-6000	10.0%	6000-7000	10.0%	400-500	10%
6000-7000	17.0%	7000-10000	17.0%	500-600	15%
7000-10000	25.0%	10000-12000	25.0%	>600	20%
>10000	40.0%	>12000	40.0%		

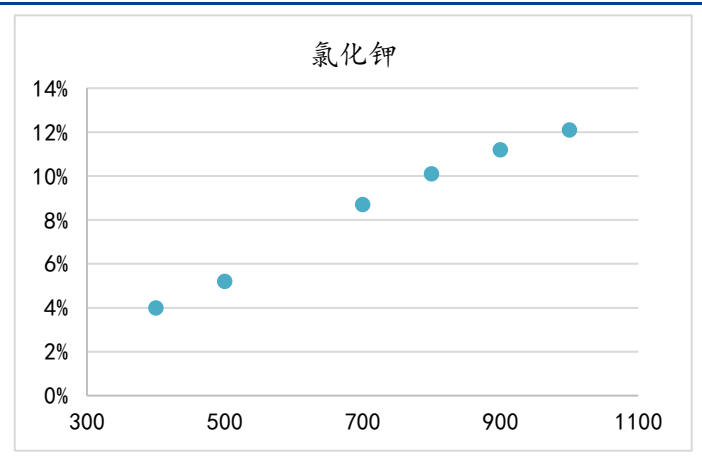
资料来源: SQM 公告, 国盛证券研究所

图表 84: CORFO 收取的权益金实际税率与锂盐价格关系



资料来源: SQM 公告, 国盛证券研究所
注: 横轴, 美元/吨

图表 85: CORFO 收取的权益金实际税率与氯化钾价格关系



资料来源: SQM 公告, 国盛证券研究所
注: 横轴, 美元/吨

3.4.3 玻利维亚长期对外资采取限制措施, Uyuni 巨型盐湖开发受阻

从政治限制来看, 长期采取限制外资政策使 Uyuni 盐湖难以开展规模化生产。玻利维亚的私人采矿活动开始于 19 世纪 80 年代初, 当时通过玻利维亚国有矿业公司 (COMIBOL) 与国外投资者成立合资企业的方式开展, COMIBOL 通常要求 50% 以上多数股权, 受到海外投资者的诟病; 2006 年莫拉莱斯 (Evo Morales) 担任玻利维亚总统后, 政府对矿山和冶炼厂进行了国有化, 并对外资进入始终持有谨慎态度。2014 年 5 月, 莫拉莱斯总统签署了一项新的采矿业法, 禁止国有矿业公司与私人投资者签订合同。2018 年, 玻利维亚国有锂公司 (YLB) 与德国公司 ACI Systems Alemania (ACISA) 达成协议并成立合资公司进行盐湖开发; 2019 年 2 月, YLB 和特变电工牵头的中资财团签署战略合作协议开发 Coipasa 和 Pastos Grandes, 建设 8 个锂盐厂及锂电池厂。但在当地居民的抗议下, 玻利维亚政府于 2019 年 11 月取消了该协议, 不久后玻利维亚发生政变, 莫拉莱斯被迫辞职。

新一轮招标开启, 预计年底达成协议, 2025 年前或难有效放量。2020 年 11 月, 新任总统阿尔赛 (Luis Arce) 上台, 阿尔赛曾任前总统莫拉莱斯政府财政部长, 其将致力于推动经济复苏, 增加就业作为主要任职目标, 锂资源开发方面, 新总统呼吁提高国内锂产能, 对外资进入限制有所放松。2021 年 5 月, YLB 发布公告称玻利维亚将恢复 Uyuni 盐湖的开采, 要求竞标者采用直接提锂技术 (DLE) 来开发 Uyuni、Coipasa 与 Pastos Grandes 盐湖并打造锂电池产业链, 此次招标吸引了 8 家公司, 到 2022 年 6 月, 美国 EnergyX 和阿根廷 Tecpetrol 已出局, 余下竞争者有俄罗斯 Uranium One、美国 Lilac Solutions、中国宁德时代、聚能永拓、特变电工和中信国安, YLB 预计 12 月达成最终协议。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

营业收入:

1) 锂盐冶炼: 奎纳纳一期项目投产后, 公司现有冶炼产能达 6.9 万吨, 伴随行业回暖以及债务危机解除, 奎纳纳二期、遂宁安居项目产能建设将更为顺利, 此外公司包销锂精矿满足 100% 冶炼产能外, 部分采用代加工形式出售, 预计 2022-2024 年锂盐产销量为 7.0/9.2/10.9 万吨, 其中代加工部分 2.5/2.8/1.3 万吨, 假设 2022-2024 年碳酸锂&氢氧化锂含税均价为 48/46/35 万元/吨, 对应 2022-2024 年锂盐冶炼板块营业收入增速分别为 587.8%、10.6%、-11.2%

2) 锂矿采选: Greenbushes 现有产能 162 万吨, 未来规划总产能达 266 万吨, 巩固全球第一大矿山地位, 预计 2022-2024 年锂精矿产销量为 130/150/175 万吨, 不含税价格为 3500/4500/3527 美元/吨, 对应 2022-2024 年锂矿采选板块营业收入增速分别为 476.5%、48.4%、-8.6%。

毛利率:

1) 锂盐冶炼: 公司锂盐冶炼能够享受 Greenbushes 全球最低成本优势 (Q2 仅 183 美元/吨, 不含权益金), 考虑精矿采选成本以及加工成本, 预计 2022-2024 年单吨冶炼成本为 5.1/4.8/4.4 万元/吨 (成本下滑主因澳洲锂精矿权益金税率为 5%, 与锂精矿市场价格成正比), 对应毛利率分别为 87.9%、88.2%、85.8%。

2) 锂矿采选: 根据我们详细梳理, 2023 年锂精矿供需紧张“难题难解”, 矿价易涨难跌, 目前 Greenbushes 采选成本位于全球成本曲线最左侧, 预计 2022-2024 年锂精矿售价分别为 3500/4500/3527 美元/吨 (不含税), 对应毛利率分别为 86.3%、90.5%、90.1%。

图表 86: 公司业务盈利预测 (亿元)

年份	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
锂盐冶炼					
营业收入	1757	5018	34513	38164	33877
YOY%	-40.0%	185.6%	587.8%	10.6%	-11.2%
营业成本	1340	1912	4159	4520	4819
营业毛利	416	3105	30354	33644	29058
毛利率 (%)	23.7%	61.9%	87.9%	88.2%	85.8%
锂矿采选					
营业收入	1481	2644	15243	22613	20674
YOY%	-22.6%	78.5%	476.5%	48.4%	-8.6%
营业成本	555	1002	2094	2137	2040
营业毛利	926	1642	13148	20476	18635
毛利率 (%)	62.5%	62.1%	86.3%	90.5%	90.1%
期间费用					
销售费用率 (%)	0.63%	0.27%	0.11%	0.11%	0.11%
管理费用率 (%)	12.51%	5.92%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率 (%)	41.04%	22.59%	2.31%	0.88%	-1.83%
研发费用率 (%)	0.75%	0.25%	0.11%	0.11%	0.11%
合计 (%)	54.9%	29.0%	5.53%	4.10%	1.39%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

注: 2022 年及以后财务费用率大幅下滑主因公司完成 SQM 并购贷款偿还

4.2 投资建议

公司作为国内锂业龙头，手握全球第一大盐湖与锂矿核心资产，充分受益于锂价上行带来的行业红利。预计公司 2022-2024 年营收分别为 498/608/546 亿元，实现归母净利润 234/220/217 亿元，EPS 为 14.3/13.4/13.2 元/股，对应 PE 分别为 7.8/8.4/8.5 倍，相较同行可比公司估值合理偏低，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 87: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	EPS				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002460.SZ	赣锋锂业	84.5	3.64	7.71	8.95	10.55	39.3	11.0	9.4	8.0
000762.SZ	西藏矿业	53.6	0.27	1.97	2.68	4.67	199.2	27.2	20.0	11.5
002240.SZ	盛新锂能	53.9	0.98	5.82	6.66	7.84	54.9	9.3	8.1	6.9
000792.SZ	盐湖股份	27.3	0.82	3.06	3.13	3.43	33.1	8.9	8.7	7.9
002497.SZ	雅化集团	29.3	0.81	3.61	4.17	4.70	36.0	8.1	7.0	6.2
	平均值						72.5	12.9	10.6	8.1
002466.SZ	天齐锂业	112.0	1.27	14.27	13.39	13.20	88.4	7.8	8.4	8.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测 注: 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 股价为 2022 年 09 月 13 日收盘价

风险提示

产能投放不及预期: 目前公司海内外在建项目较多, 若产能投产不及预期, 会对公司盈利预期产生不利影响。

下游需求不及预期: 目前下游新能源车、储能等需求景气度较高, 不排除行业政策、疫情对需求端产生不利影响的风险。

技术路径变动: 软磁钠离子电池在储能电池等领域对锂离子电池形成替代。

需求空间测算误差: 报告需求测算部分采用第三方预测数据, 未来实际情况可能与预测数据存在较大差距, 导致需求空间测算存在误差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得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联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com