

➤ **锂价继续下跌，南美盐湖 23Q4 业绩环比下滑。** 23Q4 SQM、雅宝、Livent 实现营收 13.1、23.6、1.8 亿美元，同比-58%、-10%、-17%，环比-29%、+2%、-14%；SQM 净利润 2.0 亿美元，同比-82%，环比-58%，雅宝、Livent 经调整 EBITDA 分别为-3.2、0.9 亿美元，同比-125%、-15%，环比-170%、-24%。

➤ **SQM 销量再创新高，权益金减少带动生产成本下降。** 1) 量：23Q4 SQM、Olaroz 锂盐销量 5.1、0.41 万吨，环比+19%、-7%；赣锋锂业旗下 C-O 盐湖一期 4 万吨项目 23 年 6 月投产，2023 年全年产量 0.6 万吨，略超预期；2) 价：SQM、Olaroz 锂盐单吨销售均价降至 1.5、1.4 万美元，环比-48%、-50%；3) 本：SQM 单吨营业成本降至 1.1 万美元，环比-32%，我们预计主要由于锂价下跌带动权益金下降；Olaroz 23Q3 现金成本 0.6 万美元/吨，同比+33%，环比+4%，成本上升主要由于出口激励 23Q2 正式取消，能源、纯碱等辅料涨价。

➤ **指引：新投产项目陆续爬坡，阿根廷增量将显现。** 1) **SQM 旗下 Atacama 盐湖**：公司 2024 年战略为满负荷生产，随着新投产项目爬坡，2024 年锂盐产量指引为 22-23 万吨；2) **Arcadium**：2023 年盐湖提锂总产量 4.0 万吨 LCE，2024 年总产量指引 5.2-5.7 万吨 LCE，按中值计算，同比+1.5 万吨。其中 **Hombre Muerto 盐湖** 1 万吨扩产项目 23Q3 已建成，2024 年产能利用率目标 75%，**Olaroz 盐湖**二期 2.5 万吨扩产项目 2023 年 7 月投产，2024 年产能利用率目标 40%；3) **赣锋锂业旗下 C-O 盐湖**：一期 4 万吨碳酸锂产能 2023 年 6 月投产，2024 年产量目标 2.0-2.5 万吨，按中值计算，同比+1.7 万吨。根据我们对具体项目的最新梳理，2024/2025/2026 年南美盐湖提锂总产量将达 37.9/47.0/56.3 万吨 LCE，年产量增量达 10.6/9.1/9.3 万吨 LCE。

➤ **锂价中枢大幅下移，资本开支下调+成本优化，扩产项目进度开始放缓。** 锂价中枢已大幅下移，为保证现金流，南美盐湖提锂公司开始下调资本开支并采取优化成本，建设中、规划中项目进度出现放缓。1) **雅宝**：2023 年资本开支 21 亿美元，2024 年下调至 16-18 亿美元，同时计划通过降低销售、管理费用、裁员等方式每年降低运营成本 0.95 亿美元；2) **Arcadium**：计划放缓 Hombre Muerto 盐湖扩产项目（1 万吨碳酸锂产能原计划 24H2 投产）、Sal de Vida 新建项目（一期 1.5 万吨原计划 25H2 投产，二期 3 万吨原计划 26H2 投产），2024 年合并后发挥协同效应节省成本 0.6-0.8 亿美元，同时通过降低能源投入、优化供应链、裁员等方式降低成本；3) **赣锋锂业**：PPG 项目规划 5 万吨碳酸锂产能，原计划 2023 年底开始盐田建设，2026 年投产，目前项目进度放缓。

➤ **投资建议**：新能源车需求放缓，供给端前期资本开支投入开始落地，锂行业供需格局出现逆转，尽管部分扩产项目进度放缓，但供给压力仍较大，产业出清尚未开始，我们建议重点关注具有成本优势+产量弹性的标的。**重点推荐**：藏格矿业、永兴材料、中矿资源。

➤ **风险提示**：需求不及预期、锂供给超预期释放、海外锂资源开发政策收紧等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000408.SZ	藏格矿业*	32.08	3.57	2.18	1.53	9	15	21	推荐
002756.SZ	永兴材料	49.50	15.59	6.75	3.04	3	7	16	推荐
002738.SZ	中矿资源	38.68	7.21	3.45	2.96	5	11	13	推荐

资料来源：ifind，民生证券研究院预测，注：股价为 2024 年 4 月 12 日收盘价，注：带*公司 2023 年 EPS 为实际值

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20240413: 通胀数据打压降息预期，继续看好商品价格上行-2024/04/13
2. 有色金属周报 20240407: 国内外经济复苏共振，看好商品价格上行-2024/04/07
3. 有色金属周报 20240331: 国内需求旺季来临，金属主升浪即将开启-2024/03/31
4. 有色金属周报 20240323: 联储按兵不动+国内经济逐步升温，看好商品价格上行-2024/03/23
5. 铜行业动态报告：矿端紧张到铜产量下降传导即将完成，铜价进入主升浪-2024/03/19

目录

1 南美盐湖 23Q4 综述：新增产能陆续放量，扩产项目进度开始放缓	3
2 SQM：出货再创新高，24 年计划满负荷生产	5
3 Albemarle：23 年销量同比增 35%，资本开支下调	8
4 Arcadium：合并完成，扩产项目进度放缓	12
4.1 Hombre Muerto：新投产项目 2024 年爬坡，扩产项目进度放缓	12
4.2 Olaroz：量增价降，二期扩产项目 2024 年爬坡	15
4.3 Sal de Vida：锂价快速下跌，项目进度放缓	17
4.4 Cauchari：规划 2.5 万吨产能，可研成本上调	18
5 赣锋锂业/LAAC：Cauchari-Olaroz 一期 23 年产量略超预期，24 年年中达产	19
6 紫金矿业：3Q 一期项目 23 年底基本建成，二期规划 3 万吨产能	20
7 赣锋锂业：Mariana 项目 24 年底投产，PPG 项目进度放缓	21
8 其它盐湖项目	22
9 投资建议	26
10 风险提示	27
插图目录	28
表格目录	28

1 南美盐湖 23Q4 综述：新增产能陆续放量，扩产项目进度开始放缓

锂价继续下跌，23Q4 业绩环比下滑。23Q4 SQM、雅宝、Livent 实现营收 13.1、23.6、1.8 亿美元，同比-58%、-10%、-17%，环比-29%、+2%、-14%；23Q4 SQM 净利润 2.0 亿美元，同比-82%，环比-58%，雅宝、Livent 经调整 EBITDA 分别为-3.2、0.9 亿美元，同比-125%、-15%，环比-170%、-24%。

SQM 销量再创新高，权益金减少带动生产成本下降。 1) 量：23Q4 SQM、Olaroz 锂盐销量 5.1、0.41 万吨，环比+19%、-7%；赣锋锂业 C-O 盐湖一期 4 万吨项目 23 年 6 月投产，2023 年全年产量 0.6 万吨，略超预期；2) 价：SQM、Olaroz 锂盐单吨销售均价降至 1.5、1.4 万美元，环比-48%、-50%；3) 本：SQM 单吨营业成本降至 1.1 万美元，环比-32%，我们预计主要由于锂价下跌带动权益金下降；Olaroz 23Q3 现金成本 0.6 万美元/吨，同比+33%，环比+4%，成本上升主要由于出口激励 23Q2 正式取消，能源、纯碱等辅料涨价。

指引：新投产项目陆续爬坡，阿根廷增量将显现。 1) **SQM 旗下 Atacama 盐湖**：公司 2024 年战略为满负荷生产，随着新投产项目爬坡，2024 年锂盐产量指引为 22-23 万吨；2) **Arcadium**：2023 年盐湖提锂总产量 4.0 万吨 LCE，2024 年总产量指引为 5.2-5.7 万吨 LCE，按中值计算，同比+1.5 万吨。其中 **Hombre Muerto 盐湖** 1 万吨扩产项目 23Q3 已建成，2024 年产能利用率目标 75%，**Olaroz 盐湖**二期 2.5 万吨扩产项目 2023 年 7 月投产，2024 年产能利用率目标 40%；3) **赣锋锂业旗下 C-O 盐湖**：一期 4 万吨碳酸锂产能已于 2023 年 6 月投产，计划 2024 年年中达产，2024 年产量目标 2.0-2.5 万吨，按中值计算，同比+1.7 万吨。根据我们对具体项目的最新梳理，2024/2025/2026 年南美盐湖提锂总产量将达 37.9/47.0/56.3 万吨 LCE，年产量增量达 10.6/9.1/9.3 万吨 LCE。

锂价中枢大幅下移，资本开支下调+成本优化，扩产项目进度开始放缓。 由于锂价中枢大幅下移，为保证现金流，南美盐湖提锂公司开始下调资本开支并采取措施优化成本，建设中、规划中项目进度出现放缓。1) **雅宝**：2023 年资本开支 21 亿美元，2024 年下调至 16-18 亿美元，同时计划通过降低销售、管理费用、裁员等方式每年降低运营成本 0.95 亿美元；2) **Arcadium**：公司计划放缓 Hombre Muerto 盐湖扩产项目（1 万吨碳酸锂产能原计划 24H2 投产）、Sal de Vida 新建项目（一期 1.5 万吨原计划 25H2 投产，二期 3 万吨原计划 26H2 投产），2024 年合并后发挥协同效应节省成本 0.6-0.8 亿美元，同时通过降低能源投入、优化供应链、裁员等方式降低成本；3) **赣锋锂业**：PPG 项目规划 5 万吨碳酸锂产能，原计划 2023 年底开始盐田建设，2026 年投产，目前项目进度放缓。

图1：南美盐湖提锂产能产量预测

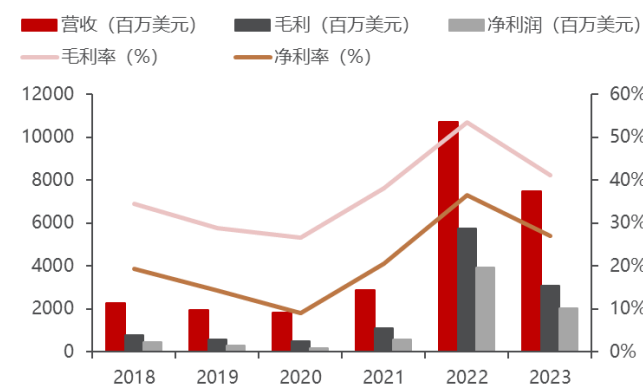
国家	公司	盐湖	产能 (万吨LCE)				产量 (万吨LCE)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
智利	SQM	Atacama	21.0	24.0	24.0	24.0	18.0	22.2	23.4	23.6
	ALB	Atacama	8.4	8.4	8.4	8.4	4.5	6.4	7.4	7.6
阿根廷	Arcadium	Hombre Muerto	3.6	3.6	4.6	4.6	2.1	2.9	3.3	3.9
		Olaroz	4.3	4.3	4.3	4.3	1.8	2.4	3.4	3.5
		Sal de Vida	0	0	0	1.5	0	0	0	0.3
		Cauchari	0	0	0	0	0	0	0	0
	盛新锂能	SDLA	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
		Pocitos	0	0	0	0.2	0	0	0	0
	赣锋锂业/LAAC	Cauchari-Olaroz	4.0	4.0	4.0	4.0	0.6	2.2	3.4	3.6
	紫金矿业	3Q盐湖	2.0	2.0	5.0	5.0	0	1.0	1.7	3.6
	Eramet/青山	Centenario-Ratones	0	2.4	2.4	5.4	0	0.3	1.2	2.5
	赣锋锂业	Mariana	0	1.8	1.8	1.8	0	0	0.9	1.5
		PPG项目	0	0	0	5.0	0	0	0	0
	西藏珠峰	SDLA	0	0	0	0	0	0	0	0
		Arizaro	0	0	0	0	0	0	0	0
	Argosy	Rincon	0	0.2	0.2	1.2	0.1	0.1	0.2	0.2
	Posco	Hombre Muerto	0	2.5	5.0	5.0	0	0.3	1.8	4.5
	力拓	Rincon	0	0.3	0.3	0.3	0	0	0.2	0.2
Galan Lithium	Hombre Muerto North	0	0	0.5	2.1	0	0	0.1	0.5	
Lake resources	Kachi	0	0	0	0	0	0	0	0	
Lithium South	HMN项目	0	0	0	1.6	0	0	0	0.6	
智利合计			29.4	32.4	32.4	32.4	22.5	28.6	30.8	31.1
阿根廷合计			14.3	21.3	28.3	42.1	4.8	9.3	16.2	25.2
南美合计			43.7	53.7	60.7	74.5	27.3	37.9	47.0	56.3
合计新增			16.7	10.0	7.0	13.8	3.9	10.6	9.1	9.3

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

2 SQM：出货再创新高，24 年计划满负荷生产

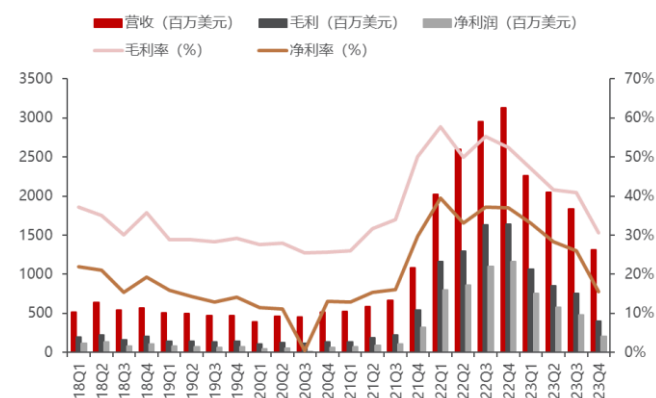
业绩：锂业务承压，2023Q4 净利润同比大幅下滑。2023 年公司实现营收 74.7 亿美元，同比-30%，净利润 20.1 亿美元，同比-49%，毛利率同比-12pct 至 41.2%，净利率同比-10pct 至 26.9%；**单季度看**，2023Q4 实现营收 13.1 亿美元，同比-58%，环比-29%，净利润 2.0 亿美元，同比-82%，环比-58%，毛利率环比-10pct 至 30.6%，净利率环比-11pct 至 15.5%。

图2：23 年净利润同比-49%至 20.1 亿美元



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

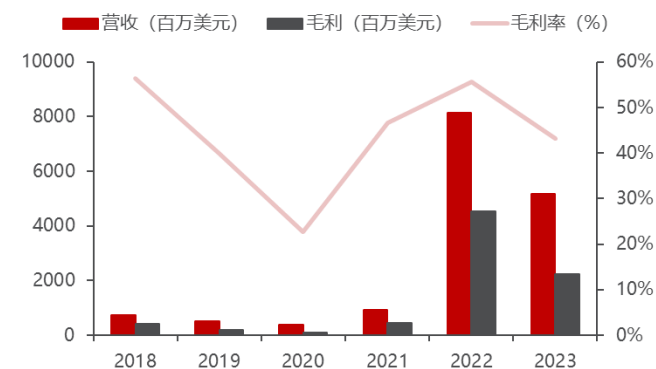
图3：23Q4 净利润环比-58%至 2.0 亿美元



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

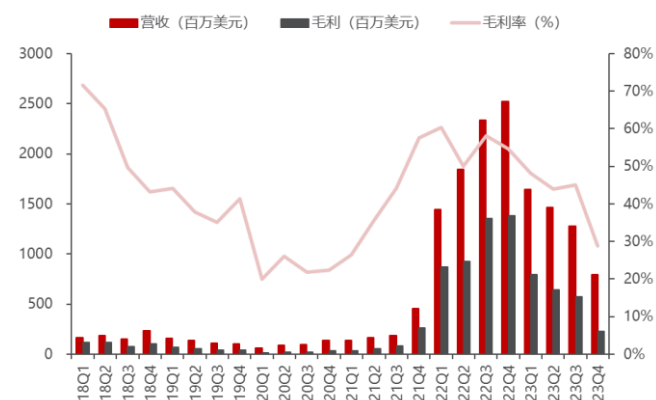
锂业务业绩：锂价继续下跌，2023Q4 业绩贡献同环比大幅下滑。2023 年锂业务实现营收 51.8 亿美元，同比-36%，毛利 22.4 亿美元，同比-51%，毛利占比同比下降 6pct 至 73%，毛利率同比-12pct 至 43.2%，业绩下滑主要由于锂价下跌；**单季度看**，2023Q4 锂业务实现营收 7.9 亿美元，同比-69%，环比-38%，毛利 2.3 亿美元，同比-83%，环比-60%，毛利率环比-16pct 至 28.9%。

图4：23 年锂业务毛利同比-51%至 22.4 亿美元



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

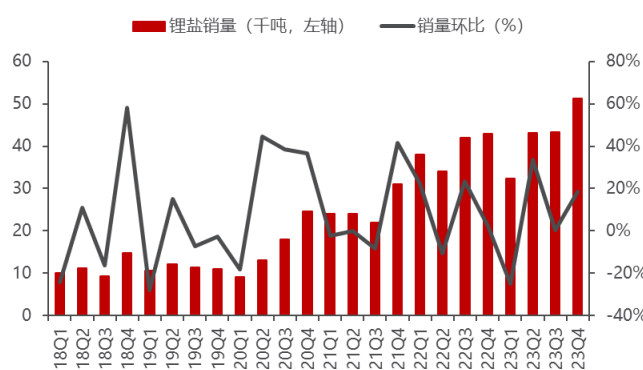
图5：23Q4 锂业务毛利环比-60%至 2.3 亿美元



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

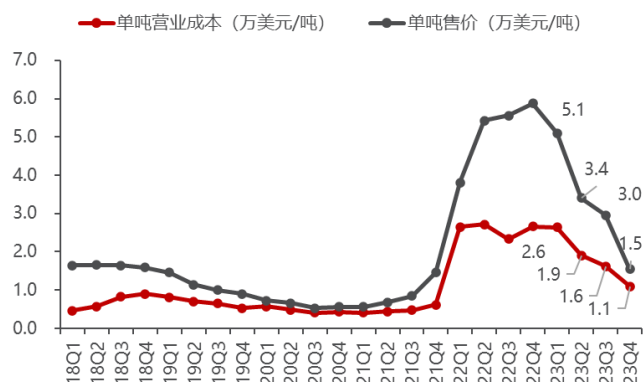
分析：出货再创新高，价本同步下降。 1) **量**：2023Q4 锂盐销量再创新高高达 5.1 万吨，环比+19%，超出 2023Q3 季报中公司给出的 Q4 销量持平或略降的预期。根据 2023Q2 季报中的指引，2023 年公司计划锂盐产量 18-19 万吨，而实际销量 17.0 万吨，同比+8%，因此预计累库 1-2 万吨。2) **价**：2023Q4 锂盐售价降至 1.5 万美元/吨，同比-74%，环比-48%；3) **本**：23Q4 锂盐营业成本降至 1.1 万美元/吨，同比-59%，环比-32%，我们预计主要由于锂盐价格带动权益金同步下降。

图6：23Q4 锂盐销量再创新高高达 5.1 万吨



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图7：23Q4 锂盐售价、成本同步下降



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

23Q4 销售锂盐单吨权益金 0.35 万美元，单吨营业成本（不含权益金）0.75 万美元。 SQM 开发 Atacama 盐湖需向智利政府部门 Corfo 缴纳权益金，权益金税率根据锂盐售价实行六级阶梯制，碳酸锂和氢氧化锂税率略有不同。以销售碳酸锂为例，售价低于 4000 美元/吨的部分税率为 6.8%，售价在 4000-5000 美元/吨的部分税率为 8.0%，以此类推，售价高于 10000 美元/吨的部分税率增至 40%。因此，锂盐价格下跌，SQM 缴纳的权益金同步下降。2023Q4 公司锂产品单吨售价 1.5 万美元，单吨营业成本 1.1 万美元，根据我们计算，销售锂盐单吨权益金 0.35 万美元，不含权益金的单吨营业成本 0.75 万美元。

表1：SQM 缴纳权益金阶梯税率

碳酸锂		氢氧化锂	
售价 (美元/吨)	税率	售价 (美元/吨)	税率
<4000	6.8%	<5000	6.8%
4000-5000	8.0%	5000-6000	8.0%
5000-6000	10.0%	6000-7000	10.0%
6000-7000	17.0%	7000-10000	17.0%
7000-10000	25.0%	10000-12000	25.0%
>10000	40.0%	>12000	40.0%

资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

表2：不同锂价假设下，SQM 销售单吨锂盐需缴纳的权益金

		碳酸锂价格假设 (美元/吨)							
	单位	10000	12000	14000	16000	18000	20000	25000	30000
单吨权益金	美元/吨	1372	2172	2972	3772	4572	5372	7372	9372
权益金综合税率	%	13.7%	18.1%	21.2%	23.6%	25.4%	26.9%	29.5%	31.2%

		氢氧化锂价格假设 (美元/吨)							
	单位	10000	12000	14000	16000	18000	20000	25000	30000
单吨权益金	美元/吨	1530	1530	2330	3130	3930	4730	6730	8730
权益金综合税率	%	15.3%	12.8%	16.6%	19.6%	21.8%	23.7%	26.9%	29.1%

资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院测算

扩产项目进度：四川 3 万吨项目 23Q3 已投产，智利扩产 3 万吨项目预计 2024Q1 投产。盐湖提锂：**1) 智利：**目前 Atacama 盐湖产能 18 万吨 LCE，扩产 3 万吨产能 2024Q1 投产；**2) 中国：**23Q3 四川 3 万吨氢氧化锂项目投产，原料采用智利生产的硫酸锂；**矿石提锂：**澳大利亚 Mt Holland 矿山 (50%权益) 23Q4 产出首批锂精矿，设计产能 38 万吨/年，2024 财年锂精矿产量指引 10 万吨，配套的 Kwinana 5 万吨氢氧化锂项目 (50%权益) 进度符合预期，预计 2025H1 投产，2024 年公司自有矿权益产能将增至 26.5 万吨。

表3：SQM 自有矿权益产能汇总 (万吨)

类型	项目	产品	2023A	2024E	2025E	2026E
盐湖提锂	智利 Atacama 项目	碳酸锂/氢氧化锂	18	21	21	21
	中国四川项目	氢氧化锂 (原料来自智利的硫酸锂)	3	3	3	3
	盐湖提锂产能合计		21	24	24	24
矿石提锂	Mt Holland-澳洲 Kwinana (50%)	氢氧化锂	2.5	2.5	2.5	2.5
总产能			23.5	26.5	26.5	26.5

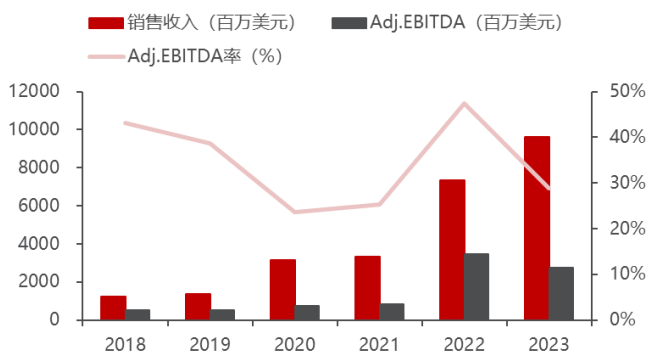
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

2024 年指引：1) 量：公司战略一直为满负荷生产，随着新项目爬坡，公司预计 2024 年锂盐产量 22-23 万吨，但由于市场供给过剩，销量预计同比+5%-10%至 17.9-18.7 万吨，因此仍具备部分库存超预期投向市场的可能；**2) 资本开支：**2023 年公司资本开支约 11 亿美元，2024-2025 年资本开支合计约 24 亿美元，其中 14 亿美元用于智利锂项目扩张，3.4 亿美元用于澳洲 Mt Holland 项目和资源勘探。

3 Albemarle: 23 年销量同比增 35%，资本开支 下调

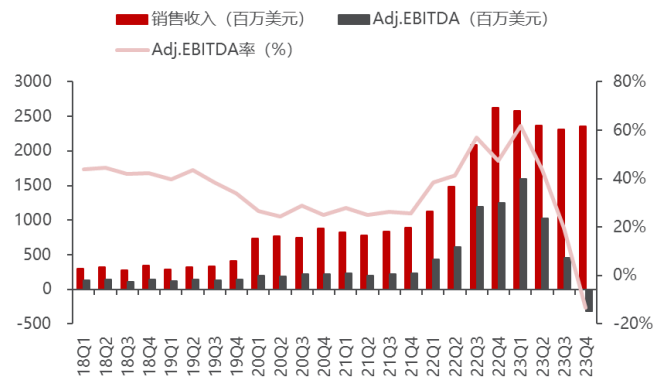
业绩：锂业务受减值拖累，2023Q4 总利润亏损。2023 年实现营收 96.2 亿美元，同比+31%，经调整 EBITDA 为 27.7 亿美元，同比-20%，经调整 EBITDA 利润率 29%，同比下降 19pct；**单季度看**，2023Q4 实现营收 23.6 亿美元，同比-10%，环比+2%，经调整 EBITDA 为-3.2 亿美元，同比-125%，环比-170%，经调整 EBITDA 率为-13.4%，环比-33pct。

图8：23 年利润同比-20%至 27.7 亿美元



资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院，注：利润指经调整的 EBITDA

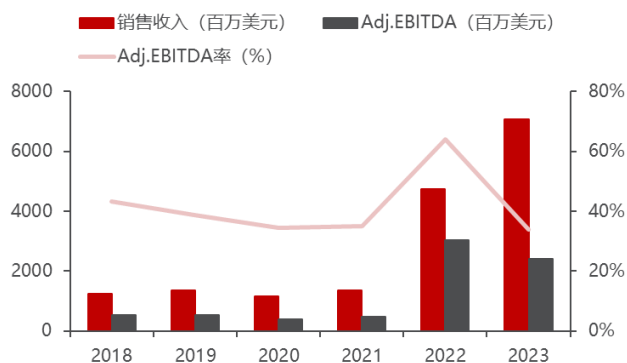
图9：23Q4 利润环比-170%至-3.2 亿美元



资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院，注：利润指经调整的 EBITDA

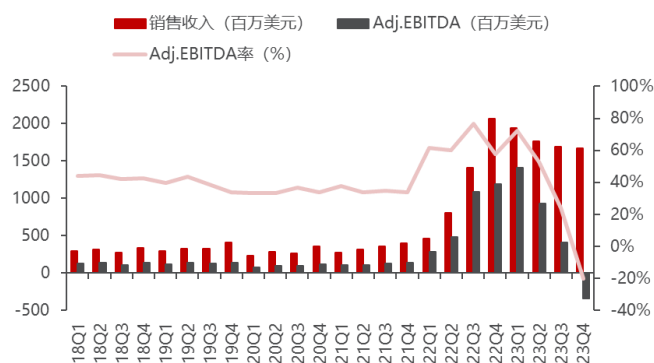
锂业务业绩：23Q4 销量同比+35%，存货减值拖累 Q4 业绩。2023 年智利 La Negra 三四期扩产项目产能释放以及代工增加，锂产品权益销量达 16 万吨 LCE，同比+35%，锂业务实现营收 70.8 亿美元，同比+49%，经调整 EBITDA 为 24.1 亿美元，同比-21%，锂业务利润占比 87%，经调整 EBITDA 率 34%，同比-30pct；**单季度看**，2023Q4 锂盐销量同比+35%，但由于锂价下跌，实现营收 16.8 亿美元，同比-19%，环比-1%，经调整 EBITDA 为-3.4 亿美元，同比-128%，环比-183%，单季度亏损主要由于 Q4 锂精矿市场价大幅下跌，公司计提存货减值 6.0 亿美元。

图10: 23 年锂业务利润同比-21%至 24.1 亿美元



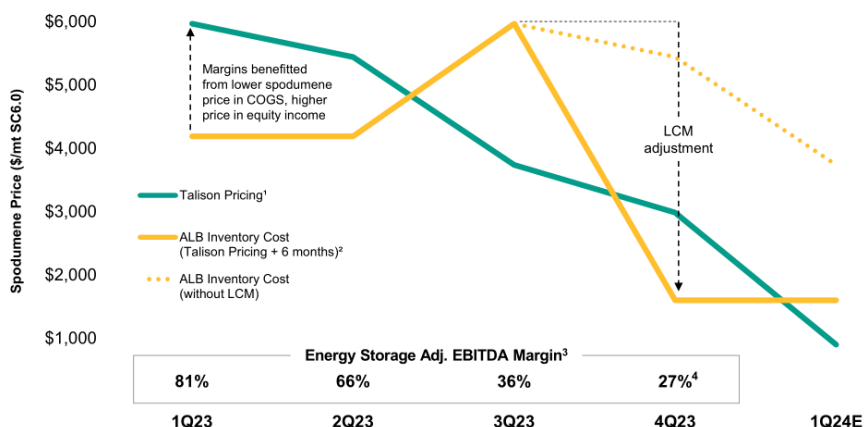
资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院, 注: 利润指经调整的 EBITDA

图11: 23Q4 锂业务利润环比-183%至-3.4 亿美元



资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院, 注: 利润指经调整的 EBITDA

图12: 23Q4 公司对锂精矿存货大幅计提减值 (公司锂精矿存货成本相对于 Talison 销售精矿有两个季度的滞后期)



资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院

项目进度: 各项目稳步推进, 2030 年矿端、冶炼端目标产能上调至 55 万吨 LCE 左右。

盐湖提锂:

- 1) 智利: 依托 Atacama 盐湖, La Negra 4.4 万吨碳酸锂产能在产, 三/四期 4 万吨碳酸锂扩产项目 21Q4 投产, 前端 Salar Yield 增产项目 23Q3 如期完成, La Negra 三/四期项目产能释放有望加速;
- 2) 美国: Silver Peak 盐湖 6000 吨扩建至 12000 吨项目继续按计划推进, 计划 2024 年投产;

矿石提锂:

- 1) 澳大利亚: Kemerton 氢氧化锂项目一期项目运营中, 一、二期产能合

计 5 万吨, 公司计划 2024 年完成二期项目调试, 同时优先三期的建设;

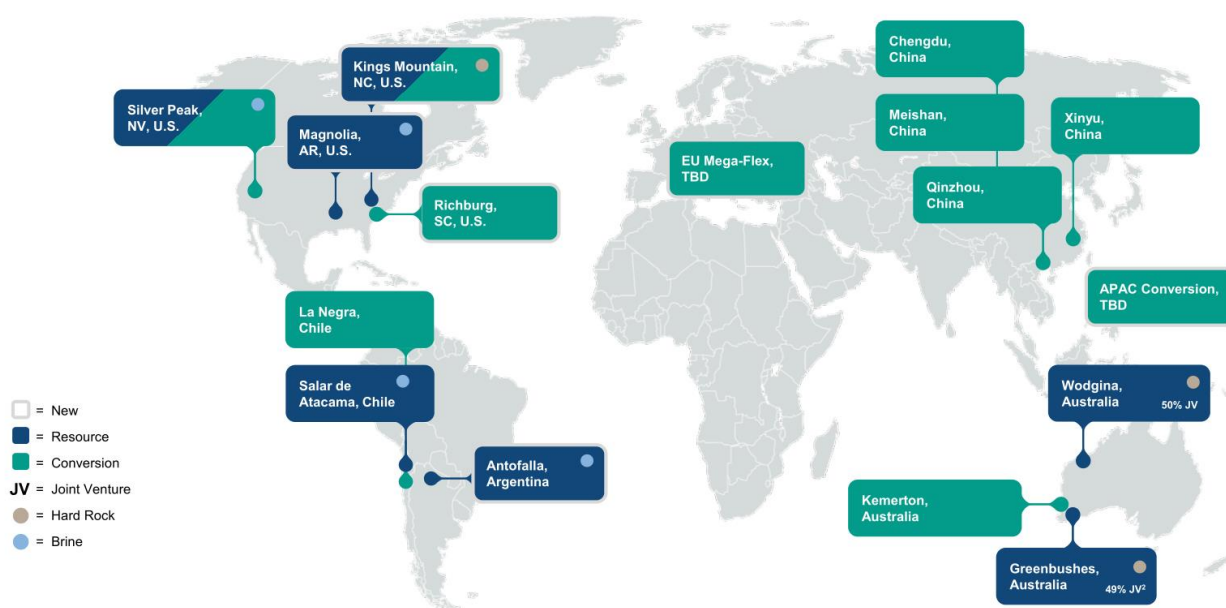
- 2) **中国:** 广西钦州 2.5 万吨氢氧化锂项目 2022 年 10 月 25 日完成收购; 四川眉山 5 万吨氢氧化锂项目 2023 年 12 月完成工程建设, 2024 年完成调试;
- 3) **美国:** 2024 年优先批准 Kings Mountain 矿山的开发活动; Richburg 项目选址确定; Mega-flex 项目选址工作正在进行中, 该项目计划建造 10 万吨/年锂盐产能, 将围绕 King Mountain 设计, 并考虑其他资源及回收料 (计划 25%来自回收材料), 预计将在 2027 年投产;

表4: 雅宝锂盐产能汇总 (万吨)

类型	项目	产品	2023A	2024E	2025E
盐湖提锂	智利 Atacama 盐湖	碳酸锂	8.4	8.4	8.4
	美国 Silver Peak	碳酸锂	0.6	1.2	1.2
	盐湖提锂产能合计		9.0	9.6	9.6
矿石提锂	澳洲 Kemerton	氢氧化锂	5.0	5.0	5.0
	四川成都国润新材料	氢氧化锂	0.5	0.5	0.5
	广西钦州	氢氧化锂	2.5	2.5	2.5
	四川眉山	氢氧化锂	0	5.0	5.0
	江西新余	氢氧化锂	5.0	5.0	5.0
	矿石提锂产能合计		13.0	18.0	18.0
总产能			22.0	27.6	27.6

资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院

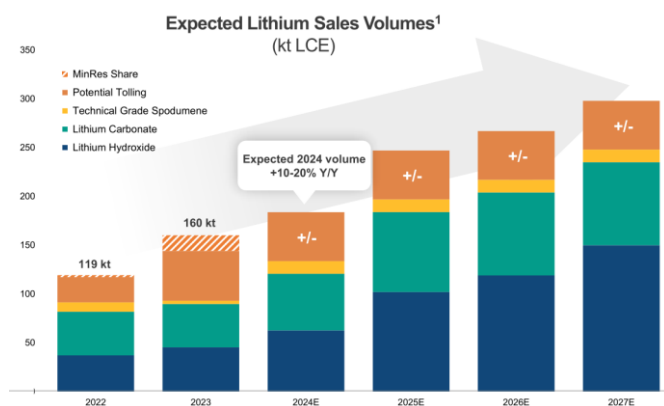
图13: 公司资源端、冶炼端锂项目布局: 盐湖项目中 Atacama、Silver Peak 在产



资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院

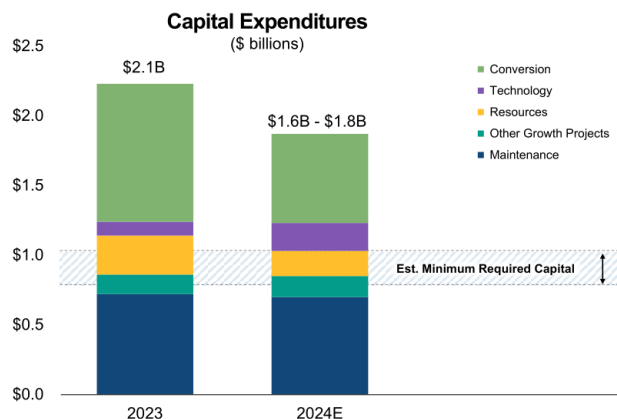
2024 指引：销量预计同比增 10%-20%，下调资本开支并优化成本。 1) **量：**由于智利 La Negra 三/四期扩产项目、国内眉山项目产能释放，2024 年销量公司预计同比增 10%-20%。2) **资本开支：**2023 年公司资本开支 21 亿美元，由于锂价快速下跌，为保证现金流，2024 年下调至 16-18 亿美元；3) **控成本：**公司计划通过降低销售、管理费用、裁员等方式每年降低运营成本 0.95 亿美元。

图14：24 年锂产品销量预计同比+10%-20%



资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

图15：24 年资本开支下调



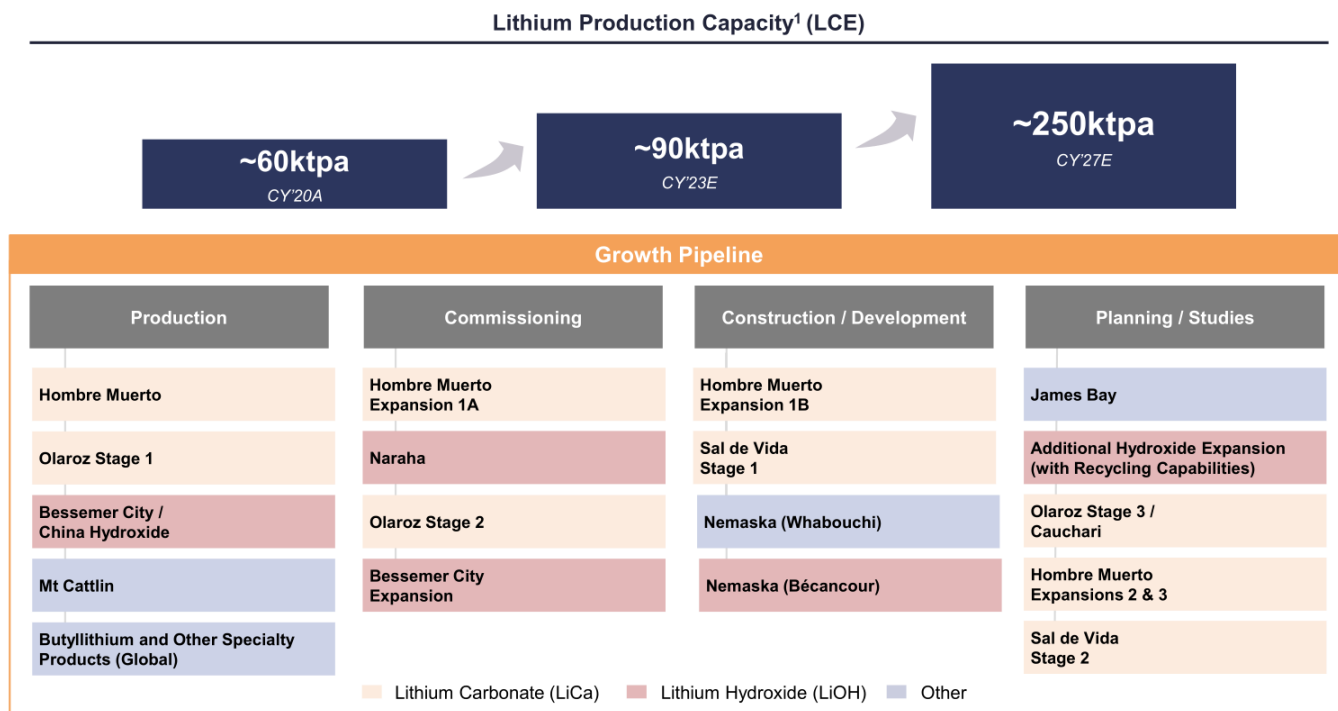
资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

4 Arcadium: 合并完成, 扩产项目进度放缓

Livent 与 Allkem 2024 年年初完成合并, 24 年产量预计增长 30.0%-42.5%。2024 年 1 月 4 日, Livent 与 Allkem 完成合并, 新公司名称为 Arcadium Lithium, 合并后目前总产能达 9 万吨 LCE。产量及指引: 2023 年盐湖提锂总产量 4.0 万吨 LCE, 2024 年产量指引 5.2-5.7 万吨 LCE, 同比增加 30.0%-42.5%。

放缓项目进度, 优化成本。 1) **放缓项目进度:** 由于锂价快速下跌, 公司计划放缓 Hombre Muerto 盐湖扩产项目 (1 万吨碳酸锂产能原计划 24H2 投产)、Sal de Vida 新建项目 (一期 1.5 万吨项目原计划 25H2 投产, 二期 3 万吨原计划 26H2 投产), 以降低资本开支; 2) **控本:** 合并后发挥协同效应, 2024 年预计节省成本 0.6-0.8 亿美元, 同时通过降低能源投入、优化供应链、裁员等方式降低成本。

图16: Arcadium 目前产能达 9 万吨 LCE

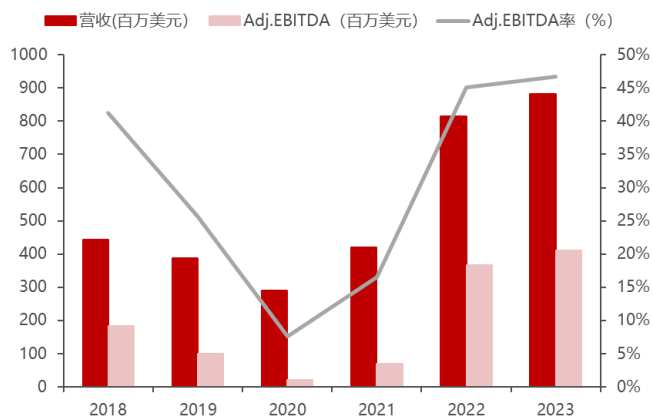


资料来源: Arcadium 公告, 民生证券研究院

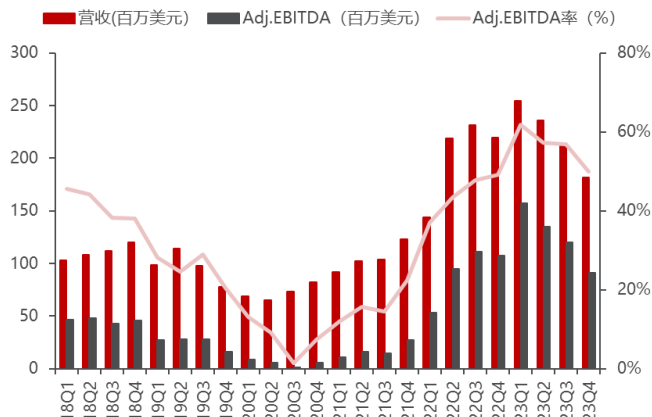
4.1 Hombre Muerto: 新投产项目 2024 年爬坡, 扩产项目进度放缓

锂价继续下跌, 2023Q4 经调整 EBITDA 环比下降。2023 年 Livent 实现营收 8.8 亿美元, 同比+8.5%, 经调整 EBITDA 为 4.1 亿美元, 同比+12.4%, 经调整 EBITDA 利润率 46.7%, 同比提升 1.6pct; **单季度看**, 2023Q4 实现营收 1.8

亿美元, 同比-17.0%, 环比-13.7%, 经调整 EBITDA 为 0.9 亿美元, 同比-15.4%, 环比-24.2%, 经调整 EBITDA 利润率 50.0%, 同比提升 2.0pct, 环比下降 12.1pct。

图17: 23 年利润同比+12.4%至 4.1 亿美元


资料来源: Arcadium 公告, 民生证券研究院, 注: 利润指经调整的 EBITDA

图18: 23Q4 利润环比-24.2%至 0.9 亿美元


资料来源: Arcadium 公告, 民生证券研究院, 注: 利润指经调整的 EBITDA

盐湖提锂扩产进度: 阿根廷碳酸锂扩产项目进度延期, 浙江新增 1.5 万吨氢氧化锂项目 2023 年底建成。公司开发阿根廷 Hombre Muerto 盐湖已有 25 年历史, Hombre Muerto 盐湖生产的碳酸锂、氯化锂作为原料进一步深加工成氢氧化锂、金属锂等产品。截至 2023 年三季报, 碳酸锂在产产能 2.8 万吨, 氯化锂产能 0.9 万吨, 氢氧化锂产能 3 万吨, 其中中国 1.5 万吨, Bessemer 市 5000 吨扩建项目 22Q4 投产, 美国氢氧化锂产能增至 1.5 万吨。公司继续推进在阿根廷、中国的产能扩张:

1) 碳酸锂: 阿根廷 Hombre Muerto 盐湖 2 万吨扩产项目延期, 原计划第一、第二阶段各 1 万吨产能项目分别于 23Q1 及 23Q4 投产, 23Q3 第一阶段 1 万吨产能已建设完成, 2024 年产能利用率目标为 75%, 第二阶段 1 万吨产能原计划 24H2 投产, 目前进度放缓; 二期项目 3 万吨产能预计最早 2026 年投产, 三期项目 3 万吨产能预计 2029/2030 年投产。2030 年碳酸锂产能目标约 10 万吨。

2) 氢氧化锂: 中国浙江 1.5 万吨扩产项目 2023 年底建成, 2024 年产能爬坡;

矿石/回收提锂: **1) 北美/欧洲:** 规划 1 万吨采用锂电池回收料生产氢氧化锂产能, 计划 2025 年投产; **2) 加拿大:** Nemaska 一体化锂项目 (权益 50%) 的 Whabouchi 矿山可研已完成, 锂精矿设计产能 23.5 万吨, 2025 年产出首批锂精矿, 配套的 3.2 万吨氢氧化锂产能 2026 年底实现生产。2025 年底氢氧化锂产能目标 5.5 万吨。

图19: 公司扩产规划 (截至 2023 年三季度)

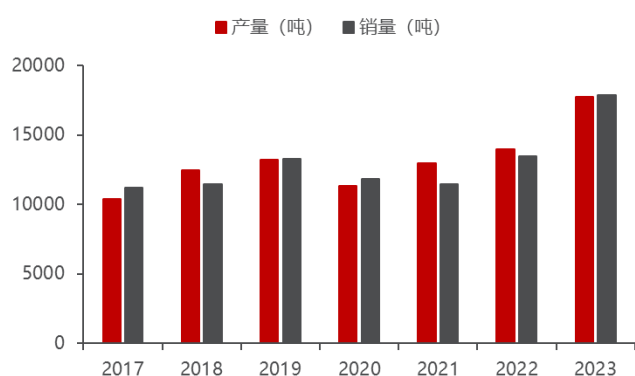
		Year-End Projected Capacity (ktpa) ⁽¹⁾								
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
1a	Lithium Carbonate									
	Current	18	18	18	18	18	18	18	18	18
	Expansions	--	10	20	50	50	50	50	65	80
	Total Carbonate Capacity	18	28	38	68	68	68	68	83	98
	Less: Carbonate to Feed Hydroxide ⁽²⁾	(18)	(28)	(38)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
	Excess Carbonate Available for Sale	0	0	0	28	28	28	28	43	58
1b	Lithium Hydroxide									
	Current (Livent Carbonate Fed)	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	Expansions (Livent Carbonate Fed)	5	20	20	20	20	20	20	20	20
	Total Capacity (Livent Carbonate Fed)	30	45	45	45	45	45	45	45	45
2	Recycling Plant ⁽³⁾	--	--	--	10	10	10	10	10	10
3	Nemaska (Bécancour) ⁽⁴⁾	--	--	--	--	32	32	32	32	32
	Total Hydroxide Capacity	30	45	45	55	87	87	87	87	87
3	Spodumene Concentrate									
	Nemaska (Whabouchi) ⁽⁴⁾ External sales in 2025 / 2026 only before feedstock for Bécancour production									

资料来源: Arcadium 公告, 民生证券研究院

4.2 Olaroz: 量增价降, 二期扩产项目 2024 年爬坡

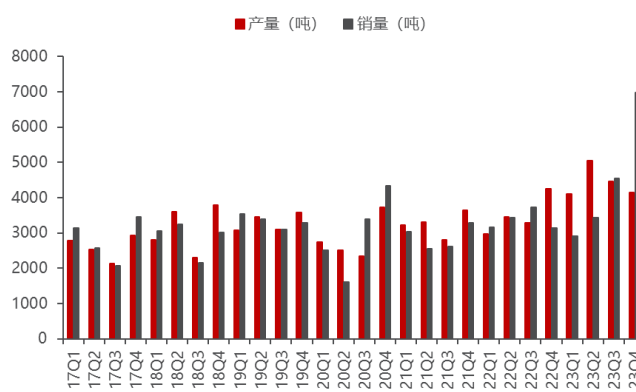
量增价降, 成本环比小幅提升。1) 量: 2023 年碳酸锂产销均 1.8 万吨, 同比+27.2%、+32.9%。单季度看, 23Q4 碳酸锂产量 4144 吨 (43%为电池级), 同比-2.6%, 环比-6.9%, 销量 6991 吨, 同比+123.3%, 环比+53.5%; 2) 价: 23Q4 销售均价 1.4 万美元/吨, 环比-49.2%; 3) 本: 23Q3 现金成本 0.6 万美元/吨, 同比+33%, 环比+4%, 成本上升主要由于出口激励 23Q2 正式取消, 能源、纯碱等辅料涨价。

图20: 23 年碳酸锂产量同比+27.2%至 1.8 万吨



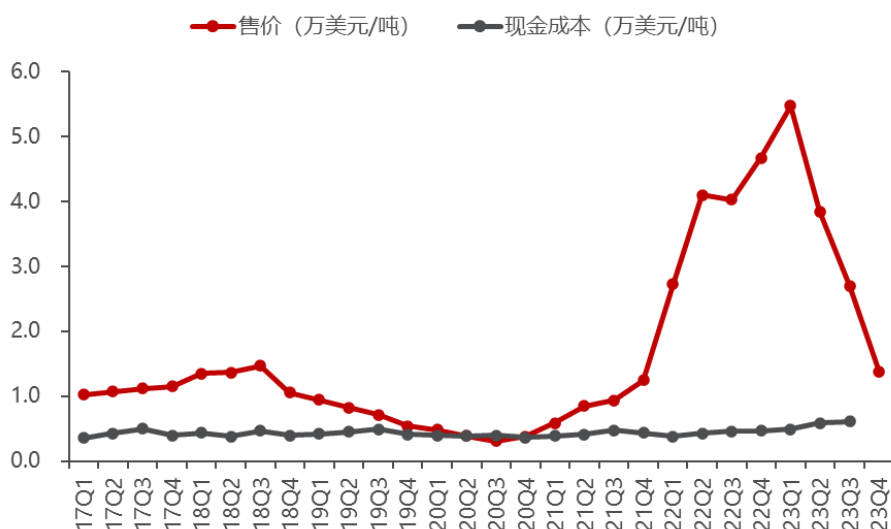
资料来源: Arcadium 公告, 民生证券研究院

图21: 23Q4 碳酸锂产量环比-6.9%至 0.4 万吨



资料来源: Arcadium 公告, 民生证券研究院

图22: 23Q4 碳酸锂售价环比-49.2%至 1.4 万美元/吨



资料来源: Arcadium 公告, 民生证券研究院

扩产进度：二期项目投产，总产能增至 4.25 万吨。Olaroz 二期 2.5 万吨扩产项目 2023 年 7 月生产出首批碳酸锂湿料，碳酸锂总产能达 4.25 万吨，二期项目爬坡中，2024 年产能利用率目标 40%；

4.3 Sal de Vida: 锂价快速下跌, 项目进度放缓

一期 1.5 万吨电碳原计划延期至 25H2 投产, 项目进度放缓。1) 产能及进度: 总规划 4.5 万吨电碳产能, 一期 1.5 万吨项目建设进行中, 前两组蒸发池已建成, 根据 23Q3 季报规划, 投产时间由 2024 年年中延期至 25H2, 爬坡周期一年, 二期 3 万吨预计 26H2 投产, 目前由于锂价下跌, 公司计划放缓项目进度以降低资本开支; 2) 可研成本上调: 考虑到辅料纯碱、石灰及劳动力成本上升, 23Q3 公司上调一期项目运营成本至 4529 美元/吨 LCE, 一、二期项目平均运营成本由 3280 美元/吨 LCE 上调至 4003 美元/吨 LCE。

图23: 前两组盐田蒸发池已建成, 厂房建设进行中



资料来源: Arcadium 公告, 民生证券研究院

4.4 Cauchari: 规划 2.5 万吨产能, 可研成本上调

2.5 万吨碳酸锂产能 27H2 投产, 可研成本上调。1) 产能及进度: 总规划 2.5 万吨碳酸锂产能, 根据 23Q3 规划, 公司计划 27H1 完成工程建设, 27H2 投产, 爬坡周期一年; 2) 可研成本上调: 考虑到辅料纯碱、石灰及劳动力成本上升, 公司上调项目运营成本至 4081 美元/吨 LCE。

图24: 远期产能规划: 盐湖提锂产能合计规划 11.3 万吨

Asset	Location	Production capacity conc. ('000) t	Production ⁷ Capacity LCE ('000) t	Operating cost US\$/t conc.	Development Capex US\$M	NPV ² (pre-tax) US\$B
James Bay	Quebec, Canada	311	39	407	382	2.9
Mt Cattlin	Western Australia	220	27	850	80	1.0
Total Hard Rock		531	66	590		3.9
			Production Capacity LCE ('000) t	Operating cost US\$/t LCE	Development Capex US\$M	NPV ⁸ (pre-tax) US\$B
Sal de Vida	Catamarca, Argentina		45	4,003	1,031	5.5
Olaroz	Jujuy, Argentina		42.5	4,149	-	7.0
Cauchari	Jujuy, Argentina		25	4,081	659	2.5
Total Brine			113	4,075	1,690	15
Total Allkem (LCE basis)⁹			179		2,152	18.9

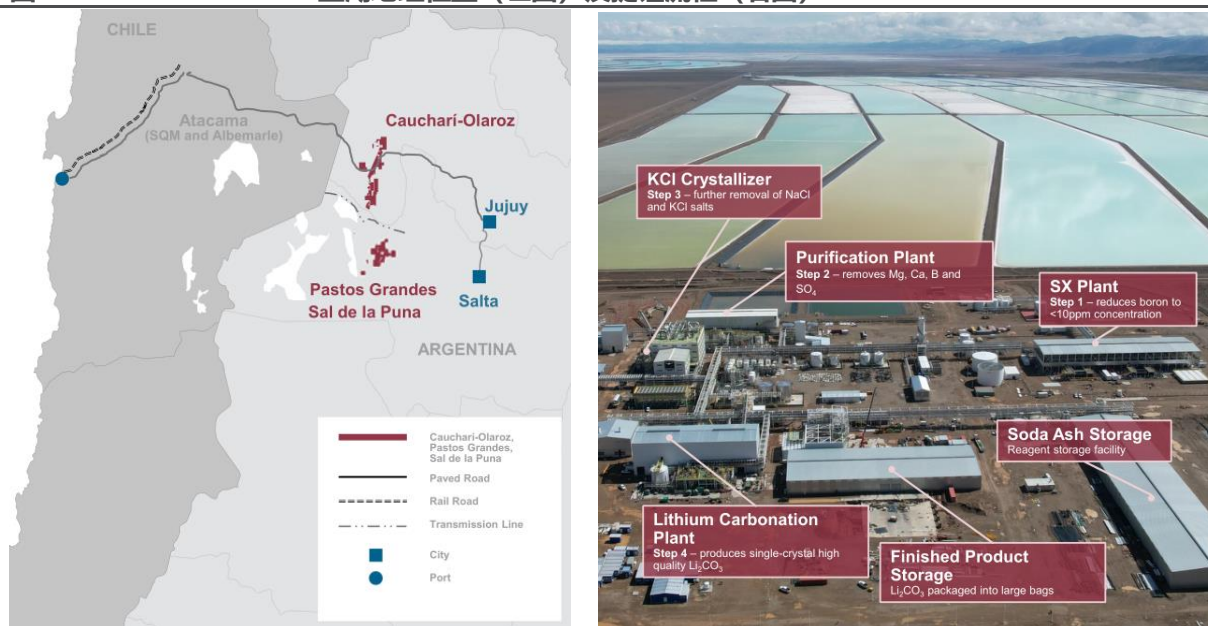
资料来源: Arcadium 公告, 民生证券研究院, 注: 按 100%权益

5 赣锋锂业/LAAC: Cauchari-Olaroz 一期 23 年产量略超预期, 24 年年中达产

美洲锂业重组: 2023 年 10 月, 原美洲锂业重组为 Lithium Americas (Argentina) Corp (LAAC) 和 Lithium Americas Corp (LAC) 两家独立的上市公司, LAAC (赣锋锂业持股 46.7%) 获得阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖资产, LAC 负责美国锂项目的开发。

Cauchari-Olaroz 一期 2023 年产量略超预期, 2024 年年中达产。 1) **进度:** 一期 4 万吨碳酸锂产能已于 2023 年 6 月投产, 计划 2024 年年中达产, 二期项目已获得周边七个社区批准, 至少规划 2 万吨碳酸锂产能, 按计划推进中; 2) **产量:** 2023 年产量目标 5000 吨, 实际产量 6000 吨, 略超预期; 3) **产量指引:** 随着一期项目爬坡, 2024 年产量目标 2.0-2.5 万吨。

图25: Cauchari-Olaroz 盐湖地理位置 (左图) 及提锂流程 (右图)



资料来源: Lithium Argentina 公告, 民生证券研究院

6 紫金矿业：3Q 一期项目 23 年底基本建成，二期规划 3 万吨产能

一期 2 万吨产能 23 年底如期建成，二期规划 3 万吨产能。2023 年 5 月，阿根廷 3Q 盐湖 300 吨粗制碳酸锂系统建成，并生产出首批粗制碳酸锂；2023 年 10 月，紫金旗下锂业科思研发的提高卤水蒸发速率新工艺在阿根廷 3Q 盐田取得技术突破，卤水蒸发速率提高一倍，未来有望提高至 2 倍以上。2023 年底，3Q 盐湖一期 2 万吨碳酸锂产能按计划基本建成，第一阶段试车成功，二期 3 万吨产能建设推进中。

图26：3Q 盐湖盐田现场



资料来源：中国中材海外公众号，民生证券研究院

7 赣锋锂业：Mariana 项目 24 年底投产，PPG 项目进度放缓

Mariana 项目规划 2 万吨氯化锂产能，计划 2024 年底投产。Mariana 盐湖位于阿根廷萨尔塔省，赣锋锂业持股 100%，经多次勘探，锂资源量由 2017 年的 187 万吨 LCE 提升至 2021 年的 812 万吨 LCE，2021 年获得阿根廷政府的环评批复，2021 年 11 月中国电建下属贵阳院联合江西院中标 Mariana 盐湖 120MW 矿用光储 EPC 项目，建设工期 18 个月，2022 年 5 月 Mariana 项目举行开工仪式，规划 2 万吨氯化锂产能，采用盐田蒸发工艺，计划 2024 年底投产。

PPG 项目原计划 2023 年底开建，项目进度放缓。PPG 项目位于阿根廷萨尔塔省，拥有 Pozuelos 和 Pastos Grandes 两个盐湖，锂资源量合计 1106 万吨 LCE，2022 年 10 月赣锋锂业完成 PPG 项目 100% 股权的收购，2023 年 3 月，PPG 项目中试工厂第一批 40 公斤碳酸锂顺利投产，项目规划 5 万吨碳酸锂产能，采用盐田蒸发工艺，原计划 2023 年底开始盐田建设，2026 年投产。目前建设工作还处在前期准备阶段，项目进度放缓。

图27: Mariana 项目建设现场



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28: PPG 项目中试工厂



资料来源：公司公告，民生证券研究院

8 其它盐湖项目

盛新锂能：拥有 SDLA 项目 100%收益权，2500 吨 LCE 产能投产运营中。

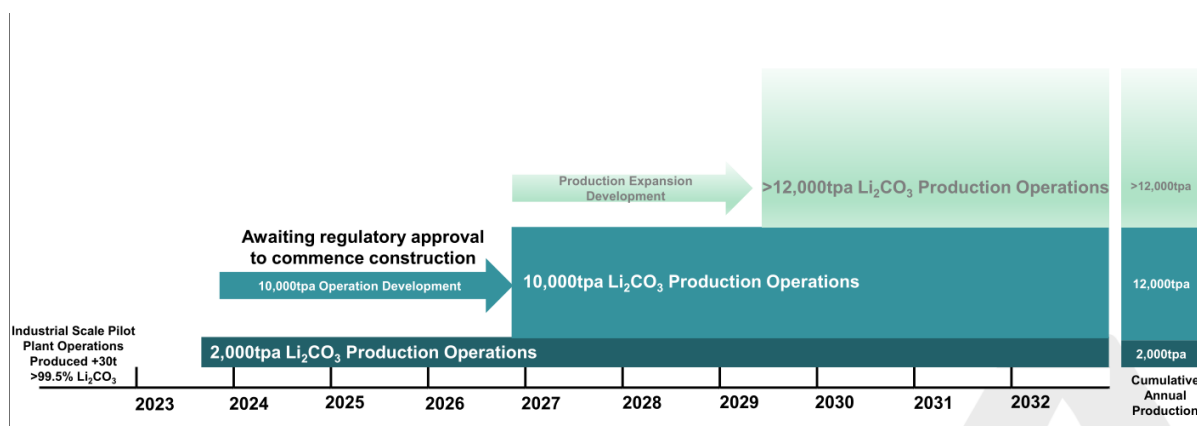
1) SDLA 项目：2021 年 9 月，公司通过收购 SESA 100%股份拥有 SDLA 项目的独立运营权和 50%收益权，SDLA 项目已建成 2500 吨 LCE 产能，西藏珠峰拥有另 50%收益权及盐湖矿权。2022 年 8 月，经与西藏珠峰友好协商，西藏珠峰将 SDLA 项目已有 2500 吨 LCE 的 50%收益权让渡给公司，同时公司拥有的 SDLA 项目不再扩产。**2) Pocitos 项目：**2022 年公司 100%收购，规划 2000 吨 LCE 氯化锂晶体产能。

西藏珠峰：SDLA 项目规划产能由 5 万吨调至 3 万吨，项目进度大幅不及预期。SDLA 盐湖、Arizaro 盐湖位于阿根廷萨尔塔省，SDLA 盐湖项目计划采用“吸附+膜”技术工艺，设计年产 5 万吨电池级碳酸锂。2023 年 3 月，SDLA 盐湖项目环评报告由于淡水利用问题被阿根廷政府退回，Arizaro 盐湖深度勘探环评报告获批通过。2023 年 8 月，公司补充更正后再次提交 SDLA 盐湖项目环评报告，2024 年 2 月，为推进环评审批，公司将 SDLA 项目规划产能调降至 3 万吨，并递交了补充环评材料。

Argosy: Rincon 盐湖 2000 吨项目爬坡中，1 万吨扩建项目持续推进。1)

阿根廷 Rincon 盐湖：位于阿根廷萨尔塔省，23Q4 增储后资源量增至 68.7 万吨 LCE，同比增长 180%，锂离子平均浓度 329mg/L，2000 吨电池级碳酸锂项目继续爬坡和调试，截至 2024 年 1 月底，累计生产电池级碳酸锂 60 吨；1 万吨扩建项目获得 IEA 批准，环评已提交，工艺设计、蒸发池设计等前期工作推进中；**2) 美国 Tonopah 项目：**盐湖位于雅宝 Silver Peak 盐湖附近，正在开展前期勘探工作，由于目前公司重心在 Rincon 盐湖，美国项目进度放缓。

图29：Argosy 扩产规划



资料来源：Argosy 公告，民生证券研究院

Eramet/青山：Centenario-Ratones 项目一期 2.4 万吨产能 24 年年中投

产，2025 年年中达产。1) 进度：Centenario-Ratones 项目（青山持股 49.9%）位于阿根廷，采用直接提锂工艺（DLE）生产电池级碳酸锂，截至 2024 年月底，一期 2.4 万吨电池级碳酸锂项目建设完成率超 87%，原计划 24Q2 投产，由于选举原因，预计推迟至 24 年年中投产，25 年年中达产；二期扩产 5.1 万吨项目分两阶段开展，第一阶段 3 万吨产能计划 24H1 开建，26H1 投产，2027 年年中达产；**2) 产量指引：**2024 年产量目标 5000-7000 吨电碳；**3) 成本：**一期 2.4 万吨项目、二期第一阶段 3 万吨项目现金成本 4500-5000 美元/吨 LCE。

POSCO: Hombre Muerto 项目一期 2.5 万吨产能 24Q2 投产，2028 年扩产至 10 万吨。2018 年从银河资源收购 Hombre Muerto 项目，项目位于阿根廷北部卡塔马卡省和萨尔塔省之间，一期 2.5 万吨 LCE 产能计划 24Q2 投产，二期 2.5 万吨 LCE 产能计划 25Q2 投产，在阿根廷盐湖生产的初级锂产品运送至韩国工厂进一步加工成氢氧化锂，公司规划 2028 年 Hombre Muerto 项目产能增至 10 万吨 LCE。

力拓: Rincon 盐湖 3000 吨电碳项目进度不及预期，投产时间延期至 2024 年底。2022 年 3 月力拓以 8.5 亿美元收购了 Rincon 锂盐湖项目，该项目位于阿根廷萨尔塔省，设计年产 3000 吨电池级碳酸锂，采用直接提锂工艺（DLE）而非盐田蒸发。2022 年 7 月，公司批准了 1.94 亿美元投资用于 Rincon 锂盐湖资源勘探工作以及早期工程建设。项目建设持续推进中，原计划 24H1 投产，目前推迟至 2024 年底。

Galan Lithium: HMW 项目一期 0.5 万吨产能 25H1 投产，二期扩产项目可研已完成。公司拥有阿根廷 Hombre Muerto West (HMW)、Candelas 盐湖 100%权益，**1) 资源禀赋：**截至 2024 年 3 月，HMW、Candelas 盐湖合计资源量增至 860 万吨 LCE，品位 859mg/l，其中 HMW 资源量增至 790 万吨 LCE，品位 883mg/l；**2) 产能及进度：**HMW 项目一期规划的 0.5 万吨 LCE 氯化锂产能建设中，计划 25H1 投产，二期扩产至 2.1 万吨 LCE 产能的可研报告已于 2023 年 10 月完成，计划 26H2 投产，产品为 6%的氯化锂精矿，2030 年产能目标为 6 万吨 LCE；**3) 成本：**不包括氯化锂进一步加工成碳酸锂的冶炼环节，HMW 项目运营成本 3510 美元/吨 LCE。

图30: Galan Lithium 盐湖项目投产节奏

	Phase 1 - >5ktpa LCE	Phase 2 - 20ktpa LCE	Phase 3 - 40ktpa LCE	Phase 4 - 60ktpa LCE
Status	DFS delivered and full construction permits granted	DFS delivered 3 October '23	Evaluating stage (permitting and DFS commences after phase 2)	Evaluating stage (permitting and DFS commences after phase 3)
Project	HMW	HMW	HMW	HMW & Candelas
Product	High grade, low impurity Li chloride concentrate 6% (H1 2025)	High grade, low impurity Li chloride concentrate 6% (2026)	High grade, low impurity Li chloride concentrate /carbonate (2028)	High grade, low impurity Li chloride concentrate /carbonate (2030)

资料来源: Galan Lithium 公告, 民生证券研究院

Lake Resources: Kachi 盐湖一期 2.5 万吨项目 2023 年底完成可研, 27Q3

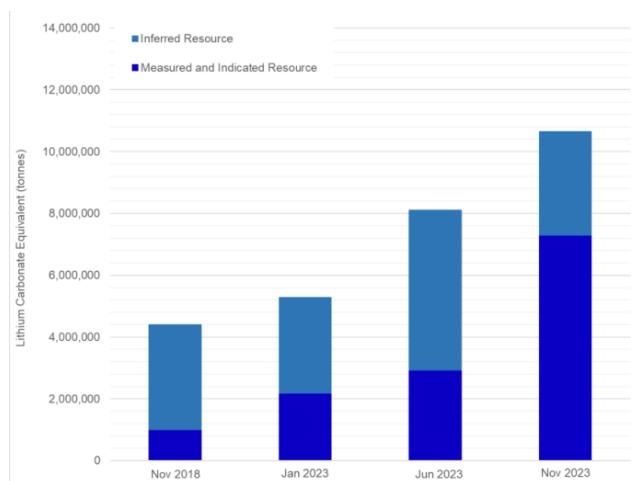
投产。1) 资源量: Kachi 盐湖项目位于阿根廷西北部的卡塔马卡省, 截至 2023 年 11 月锂资源量提升至 1060 万吨 LCE; 2) 工艺: 采用美国加州 Lilac 公司的离子交换 DLE 技术, 里回收率超 80%; 3) 产能及进度: 规划 5 万吨电池级碳酸锂产能, 一期 2.5 万吨项目可研 2023 年 12 月完成, 计划 27Q3 投产、28Q4 达产。

图31: Kachi 盐湖项目地理位置



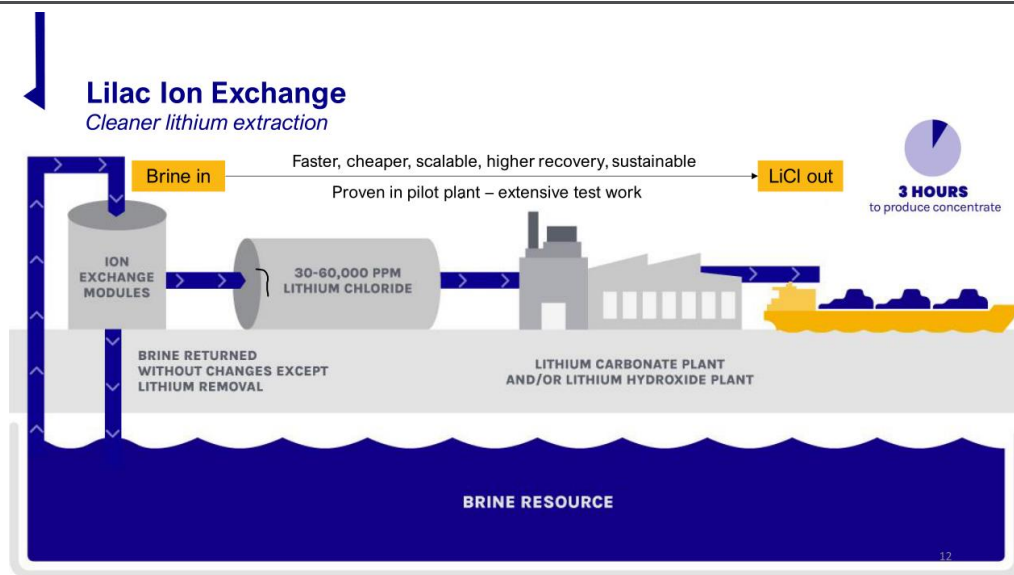
资料来源: Lake resources 公告, 民生证券研究院

图32: Kachi 盐湖资源量增至 1060 万吨 LCE (截至 2023 年 11 月)



资料来源: Lake resources 公告, 民生证券研究院

图33: Kachi 盐湖项目采用的直接提锂工艺流程



资料来源: Lake resources 公告, 民生证券研究院

Lithium South: HMN 盐湖项目设计产能提升 1.56 万吨碳酸锂, 可研 2024 年完成。 Hombre Muerto North (HMN) 盐湖项目位于阿根廷, 2023 年锂资源量提升至 158 万吨 LCE, 锂离子浓度 736mg/l, 镁锂比低至 3.2, 项目拥有 9 项采矿权, 根据最新规划, 电池级碳酸锂设计产能由 0.5 万吨提升至 1.56 万吨, 初步评估运营成本 4520 美元/吨 LCE, 全维持成本 5944 美元/吨, 可研计划 2024 年完成。

图34: HMN 盐湖项目初步评估的成本构成

Operating Cost Details		
	Total US\$M	Unit Cost US\$/t
Reagents	807.2	2,115
Energy	187.6	492
Manpower	166.4	436
Equipment	31.5	83
Maintenance	236.2	619
Product Transport to Port	85.8	225
General & Administrative	210.3	551
Subtotal On-Site OPEX	1,725.1	4,520
Selling Costs (Transaction Tax)	73.3	192
Royalties - Provincial	183.9	482
Royalties - JM	169.5	444
Subtotal Off-Site OPEX	426.7	1,118
All-in OPEX	2,151.8	5,638
Sustaining CAPEX	116.9	306
All-in Sustaining Cost	2,268.7	5,944

资料来源: Lithium South 公告, 民生证券研究院

9 投资建议

新能源车需求放缓，供给端前期资本开支投入开始落地，锂行业供需格局出现逆转，尽管部分扩产项目进度放缓，但供给压力仍较大，产业出清尚未开始，我们建议重点关注具有成本优势+产量弹性的标的。**重点推荐：藏格矿业、永兴材料、中矿资源。**

10 风险提示

1) 需求不及预期。电动车销量增速不及预期可能导致锂需求不及预期，进而导致供应过剩、锂价超预期下跌，上游产业盈利将大幅下降。

2) 锂供给超预期释放。澳洲、南美在建多处扩建、绿地项目，若供给端超预期释放，将导致锂价格大幅下跌，进而影响上游企业盈利能力。

3) 海外锂资源开发政策收紧。南美盐湖提锂供给增量主要在智利和阿根廷，若当地锂资源开发政策发生重大变化，将拖累在当地布局盐湖项目的公司的业绩。

插图目录

图 1: 南美盐湖提锂产能产量预测.....	4
图 2: 23 年净利润同比-49%至 20.1 亿美元.....	5
图 3: 23Q4 净利润环比-58%至 2.0 亿美元.....	5
图 4: 23 年锂业务毛利同比-51%至 22.4 亿美元.....	5
图 5: 23Q4 锂业务毛利环比-60%至 2.3 亿美元.....	5
图 6: 23Q4 锂盐销量再创新高 5.1 万吨.....	6
图 7: 23Q4 锂盐售价、成本同步下降.....	6
图 8: 23 年利润同比-20%至 27.7 亿美元.....	8
图 9: 23Q4 利润环比-170%至-3.2 亿美元.....	8
图 10: 23 年锂业务利润同比-21%至 24.1 亿美元.....	9
图 11: 23Q4 锂业务利润环比-183%至-3.4 亿美元.....	9
图 12: 23Q4 公司对锂精矿存货大幅计提减值 (公司锂精矿存货成本相对于 Talison 销售精矿有两个季度的滞后期)	9
图 13: 公司资源端、冶炼端锂项目布局: 盐湖项目中 Atacama、Silver Peak 在产.....	10
图 14: 24 年锂产品销量预计同比+10%-20%.....	11
图 15: 24 年资本开支下调.....	11
图 16: Arcadium 目前产能达 9 万吨 LCE.....	12
图 17: 23 年利润同比+12.4%至 4.1 亿美元.....	13
图 18: 23Q4 利润环比-24.2%至 0.9 亿美元.....	13
图 19: 公司扩产规划 (截至 2023 年三季报).....	14
图 20: 23 年碳酸锂产量同比+27.2%至 1.8 万吨.....	15
图 21: 23Q4 碳酸锂产量环比-6.9%至 0.4 万吨.....	15
图 22: 23Q4 碳酸锂售价环比-49.2%至 1.4 万美元/吨.....	15
图 23: 前两组盐田蒸发池已建成, 厂房建设进行中.....	17
图 24: 远期产能规划: 盐湖提锂产能合计规划 11.3 万吨.....	18
图 25: Cauchari-Olaroz 盐湖地理位置 (左图) 及提锂流程 (右图).....	19
图 26: 3Q 盐湖盐田现场.....	20
图 27: Mariana 项目建设现场.....	21
图 28: PPG 项目中试工厂.....	21
图 29: Argosy 扩产规划.....	22
图 30: Galan Lithium 盐湖项目投产节奏.....	24
图 31: Kachi 盐湖项目地理位置.....	24
图 32: Kachi 盐湖资源量增至 1060 万吨 LCE (截至 2023 年 11 月).....	24
图 33: Kachi 盐湖项目采用的直接提锂工艺流程.....	25
图 34: HMN 盐湖项目初步评估的成本构成.....	25

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: SQM 缴纳权益金阶梯税率.....	6
表 2: 不同锂价假设下, SQM 销售单吨锂盐需缴纳的权益金.....	7
表 3: SQM 自有矿权益产能汇总 (万吨).....	7
表 4: 雅宝锂盐产能汇总 (万吨).....	10

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026