

力拓并购 Arcadium 点评：上修 25-26 年碳酸锂供给

有色金属

评级：看好

日期：2024.10.21

分析师 张斯恺

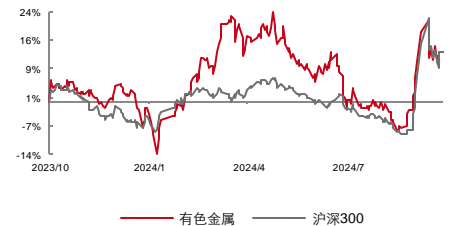
登记编码：S0950523110002

☎：15972042918

✉：zhangsikai@wzq.com.cn

行业表现

2024/10/18



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《牛市里，新材料能跑赢大盘吗？》 (2024/10/14)
- 《锂思系列 2：是时候重新定义锂矿成本了》 (2024/9/25)
- 《有色金属脉动跟踪：美联储降息落地，金属价格普涨》 (2024/9/25)
- 《乘风周期，把握未来》 (2024/9/24)
- 《进攻高端的刀具：民用航空与商业航天的新战场》 (2024/9/19)
- 《降息博弈：金铜价格的六次演变往事》 (2024/9/19)
- 《锑系列深度三：立足供需库，展望锑的价值回归之路》 (2024/9/18)
- 《有色金属脉动跟踪：基本金属回落，稀土逐步反弹》 (2024/9/12)
- 《锂矿行业拐点将至？——A 股锂矿行业 2024 年中报点评》 (2024/9/11)
- 《稀土供需改善，价格有望持续回暖》 (2024/9/11)

事件描述

2024 年 10 月 9 日，力拓 (Rio Tinto) 宣布将以每股 5.85 美元的全现金交易收购 Arcadium Lithium。本次交易较 Arcadium 于 2024 年 10 月 4 日每股 3.08 美元的收盘价溢价 90%，较 Arcadium 自 2024 年 1 月 4 日成立以来的成交量加权平均价格 (VWAP) 溢价 39%，对 Arcadium 的稀释后股本估值约为 67 亿美元 (包括 2025 年到期的所有未偿还可转换优先票据的转换)。

通过泽西岛的安排方案 (Jersey scheme of arrangement) 实施，本次交易预计 2025 年年中完成，需获得 Arcadium Lithium 股东和泽西皇家法院批准，以及相关监管批准和其他条件。

事件点评

1) 上修 25-26 年全球碳酸锂供给预测，Arcadium 旗下项目将加快投产。 Arcadium 之痛来自于在手现金无法支撑远期扩产项目资本开支 (James Bay+Sal de Vida)，而力拓入局后，Arcadium 的现金流问题将被彻底解决。Arcadium 资本开支总规划仅占力拓 25 年百亿美元资本开支规划 5%，在上周力拓与 Arcadium 不足一小时电话会中，双方 CEO 累计提及 22 次“加速”。如 Arcadium CEO Paul Graves 在电话会中所言：“如果我们想加速后续扩产项目，我们会额外再增加 5 万吨 LCE 供给，提前于我们投资者日公布日期两年投产。”故整体而言，我们将上修 25-26 年全球碳酸锂供给预测，预计 Arcadium 旗下两大扩产项目依托力拓强大的资本开支，均将按时投产。

2) 周期底部龙头矿企再入局，彰显对锂产业长期信心。对于产业而言，力拓选择周期底部布局更加凸显头部矿企对锂产业长期信心。力拓与 Arcadium 认为，碳酸锂需求量至 2030 年将升至 300-350 万吨 LCE，碳酸锂将再次进入短缺周期。当前低成本供给将无法支撑需求增长，高成本供给一定会持续进入市场。同时，力拓也高度关心 Arcadium 所拥有的成熟提锂技术与经验 (如 DLE 直接提锂技术)，力拓认为：“建设矿山与运营矿山是截然不同的。如果你过去没有运营锂项目的经验，你可能需要重新学习，这是目前在阿根廷运营的锂矿企业所面临的挑战”。

3) 是时候在周期底部寻找优质资产了。对于我国锂矿企业而言，力拓的强势入局将直接改变行业格局。1) **行业竞争进一步加剧。**头部矿企拥有全球多金属矿体开发能力与强大的资本开支能力，其在周期底部生存能力、并购能力将显著强于其余小型锂矿企业。2) **中资企业应抓住周期底部机遇并购优质资产。**资本天生追逐品位最优、成本最低的资源，随着头部矿企的陆续加入，能否加速底部并购锂矿资产或将直接决定下轮周期的行业地位。虽外部环境错综复杂，但中国企业仍需积极出海逆周期布局寻觅优质锂矿资产。

风险提示：

- (1) **并购整合风险：**本次并购交易仍需多数股东投票同意且代表至少 75% 表决权的股份投票方可完成。
- (2) **项目投产达产不及预期风险：**受行业供需变化及公司财务变化影响，项目建设时间及投产/达产时间可能与公司规划存在差距。

1、本次事件流程回顾

2024年10月9日,力拓(Rio Tinto)宣布将以每股5.85美元的全现金交易收购 Arcadium Lithium。本次交易较 Arcadium 于 2024 年 10 月 4 日每股 3.08 美元的收盘价溢价 90%,较 Arcadium 自 2024 年 1 月 4 日成立以来的成交量加权平均价格(VWAP)溢价 39%,对 Arcadium 的稀释后股本估值约为 67 亿美元(包括 2025 年到期的所有未偿还可转换优先票据的转换)。

通过泽西岛的安排方案(Jersey scheme of arrangement)实施,本次交易预计 2025 年年中完成,需获得 Arcadium Lithium 股东和泽西皇家法院批准,以及相关监管批准和其他条件。

2、项目相关对手方简介

(1) 力拓:在手现金充沛,前期锂矿项目进度并不理想,亟需确定性可落

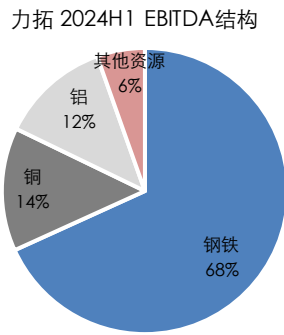
地的棕地项目

力拓是全球第二的矿业开发集团,但主要利润来源依靠钢铁、铜铝等传统金属。力拓是全球知名的综合性矿产开发公司,产品涉及铁、铜、铝、钻石、二氧化钛等等,2024 上半年公司营业收入 268 亿美元,同比增长 1%;EBITDA 121 亿美元,同比增长 3%,其中公司的 EBITDA 主要由钢铁、铜、铝产品贡献,分别占比 68%、14%和 12%。

2021 年力拓进军锂产业,陆续布局 Jadar 锂矿和 Rincon 盐湖,但两处资源开发进度不及预期。2021 年 7 月,力拓宣布投资 24 亿美元开发塞尔维亚的 Jadar 锂硼矿项目,计划 2026 年投产 5.8 万吨/年的碳酸锂项目,然而受到当地环保主义者和公民的大规模抗议,Jadar 项目审批一度陷入停滞状态,至今仍未开启建设。2022 年 3 月,力拓以 8.25 亿美元的价格收购 Rincon Mining Pty 公司,计划建设其旗下的绿地项目——Rincon 盐湖,目前正在建设 3000 吨电池级碳酸锂示范线,预计 2024 年的投产。

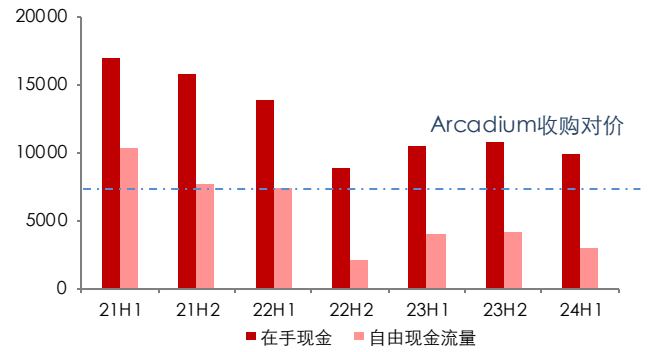
力拓现金流优异,拥有充足的资金进行优质项目并购。近三年来,力拓在手现金均维持在 90 亿美元以上,年自由现金流多处于 20 亿美元以上,充足的现金储备给予力拓在全球范围内寻找优质项目并购的底气。在 Jadar 和 Rincon 两处绿地项目的建设不及预期的背景下, Arcadium Lithium 终成为力拓布局锂行业的切入点,67 亿美元并购估值也在力拓的财务承担范围之内。

图表 1：力拓利润来源主要依赖钢铁、铜、铝等传统金属



资料来源：力拓，五矿证券研究所

图表 2：力拓现金流充沛，拥有充足资金进行项目并购（百万美元）

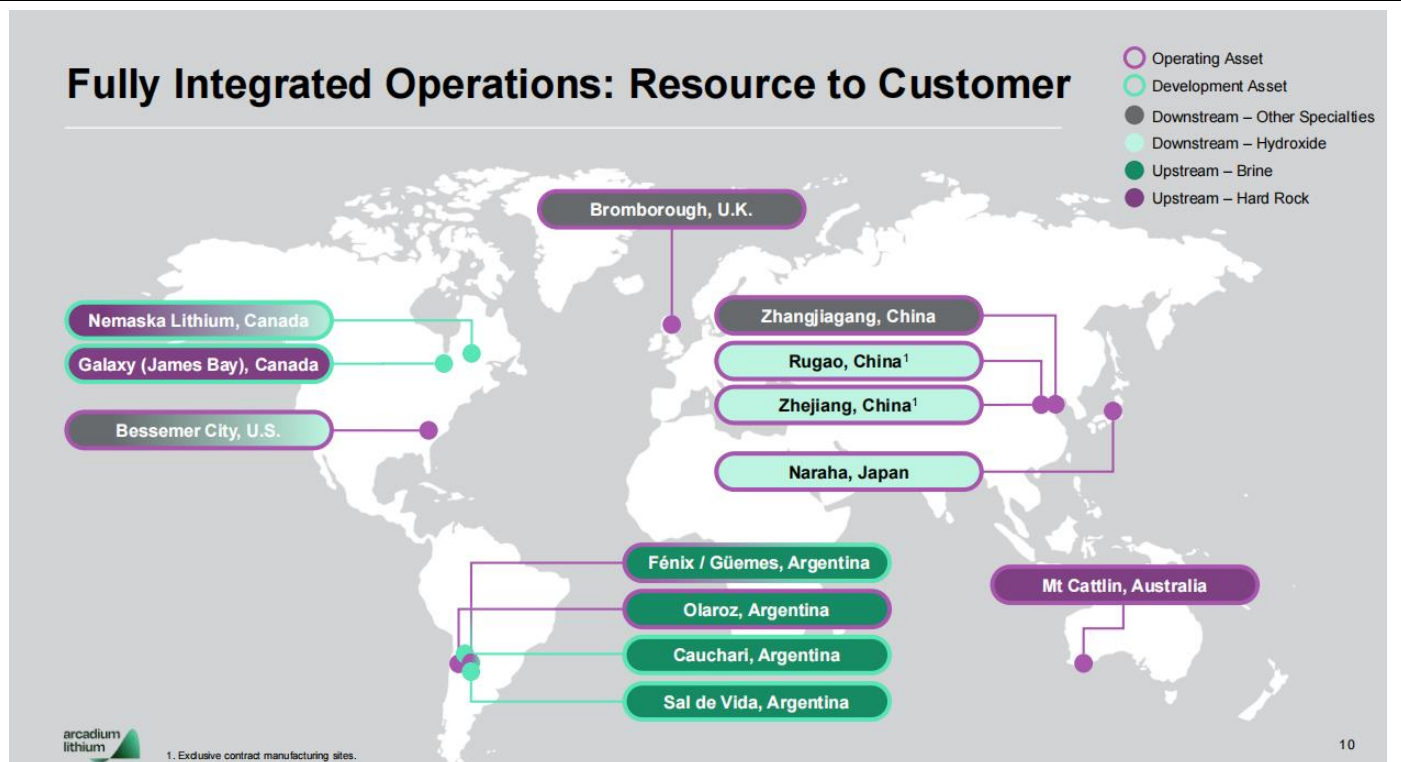


资料来源：力拓，五矿证券研究所

(2) Arcadium 拥有多处优质项目，但现金流难以支撑后续项目开发

并购前，Arcadium 是全球产量排名前五的一体化锂资源供应商。Arcadium 是全球前五大锂资源供应商之一，产量仅次于 SQM、ALB、Pilbara 和 IGO，与 Mineral Resources 持平，拥有两个在产的成熟盐湖 Fénix 和 Olaroz 以及一个在产成熟辉石矿山 Mt Cattlin，远期计划投产项目两处（加拿大 James Bay 矿山与阿根廷 Sal de Vida 盐湖）。Arcadium 同时拥有一体化下游生产线，经营氢氧化锂、丁基锂、高纯金属锂等多种产品。

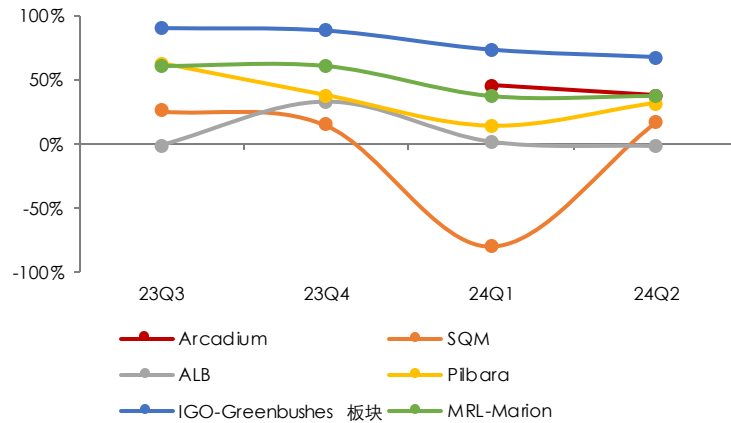
图表 3：ArcadiumLithium 锂业务布局全球，是全球前五大一体化锂资源供应商



资料来源：Arcadium，五矿证券研究所

Arcadium 盈利能力优异，在周期价格底部仍可实现 40%的 EBITDA 利润率。 Arcadium 2024Q2 的平均锂盐价格 12.4 万元/吨，高于市场均价 10.6 万元/吨。公司 2024H1 调整后的 EBITDA 达到 40%，报表分析来看，在海外锂矿企业中，其盈利能力仅次于 IGO Greenbushes 矿山。

图表 4: ArcadiumLithium EBITDA 利润率处于行业较高水平

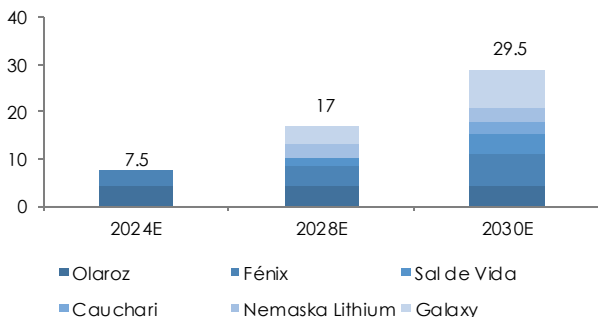


资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

Arcadium 计划 2028 年实现产能翻倍，达到 17 万吨 LCE。 Arcadium2024 年产能 7.5 万吨 LCE，公司计划 2028 年竣工 4 个项目，产能提升至 17 万吨 LCE，计划 2028 年之后评估后续待扩建项目，分阶段完成 29.5 万吨 LCE 的总产能目标。

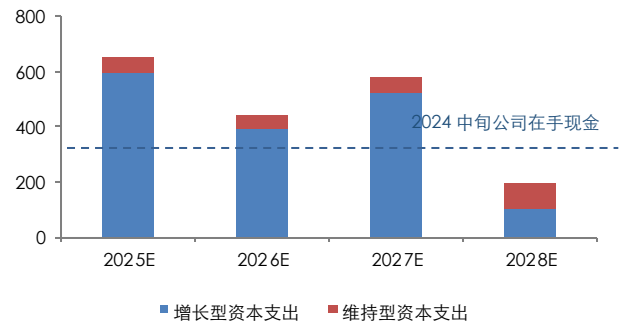
Arcadium 在手现金难以支撑后续产能扩张。 产能扩张伴随着大量的资本开支，据 Arcadium 预测，2025~2028 年间资本开支合计 18.7 亿元，然而截至 2024 年 6 月底公司在手现金仅为 3.8 亿美元，远低于 2025 年一年所需支出。尽管公司已经全面贯彻“以销定产”和“尽可能提高售价”两个战略方针以提高现金流，然而锂价的持续低迷迫使 Arcadium 不得不寻求融资渠道。

图表 5: Arcadium 计划 2028 年产能增长至 17 万吨 LCE (万吨 LCE)



资料来源: Arcadium, 五矿证券研究所

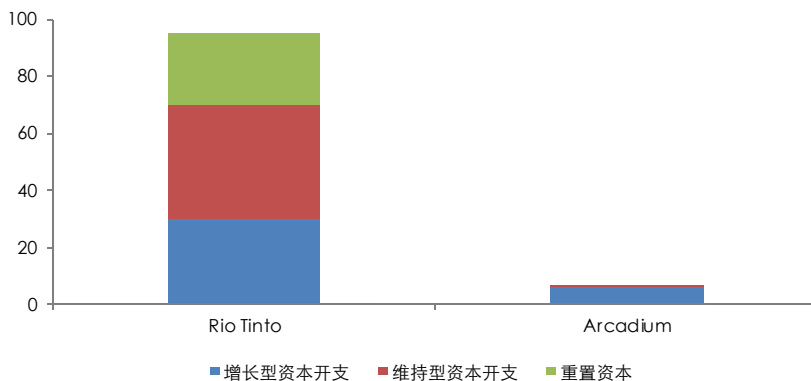
图表 6: Arcadium 现金难以支撑后续项目资本开支 (百万美元)



资料来源: Arcadium, 五矿证券研究所

合并后，力拓在手现金及资本开支完全可以支撑 Arcadium 继续扩张。力拓预计 25 年资本开支为 100 亿美元，Arcadium 原计划 25 年 6.5 亿美元的资本开支不会对力拓财务水平造成压力。

图表 7： Arcadium 项目建设所需资本开支不会对力拓财务造成压力（亿美元）

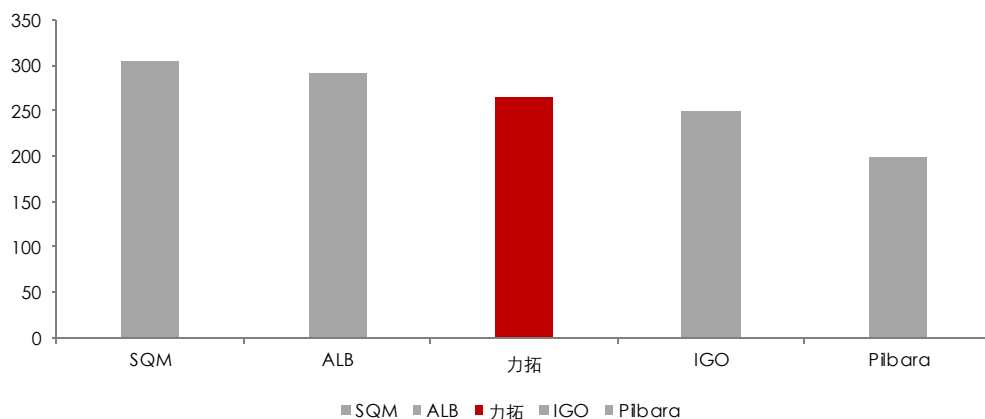


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

3、本次收购后带来的产业变化

本次并购完成后，力拓或将成为仅次于 SQM 和 ALB 的第三大锂资源生产商。力拓在加拿大和阿根廷有着丰富的铁矿、钛矿等开采经验，有助于推动 Arcadium 在两地的锂资源和锂盐厂的建设进程；此外在周期下行期，友商受价格所限和财务所累不得不减产、放缓产能建设节奏的时候，力拓丰沛的现金流将保证 Arcadium 锂项目的如期建设。因此我们认为至 2028 年力拓或将成为仅次于 SQM 和 ALB 的第三大锂资源生产商。

图表 8：全球主要锂资源企业 2028 年产能规划（千吨）

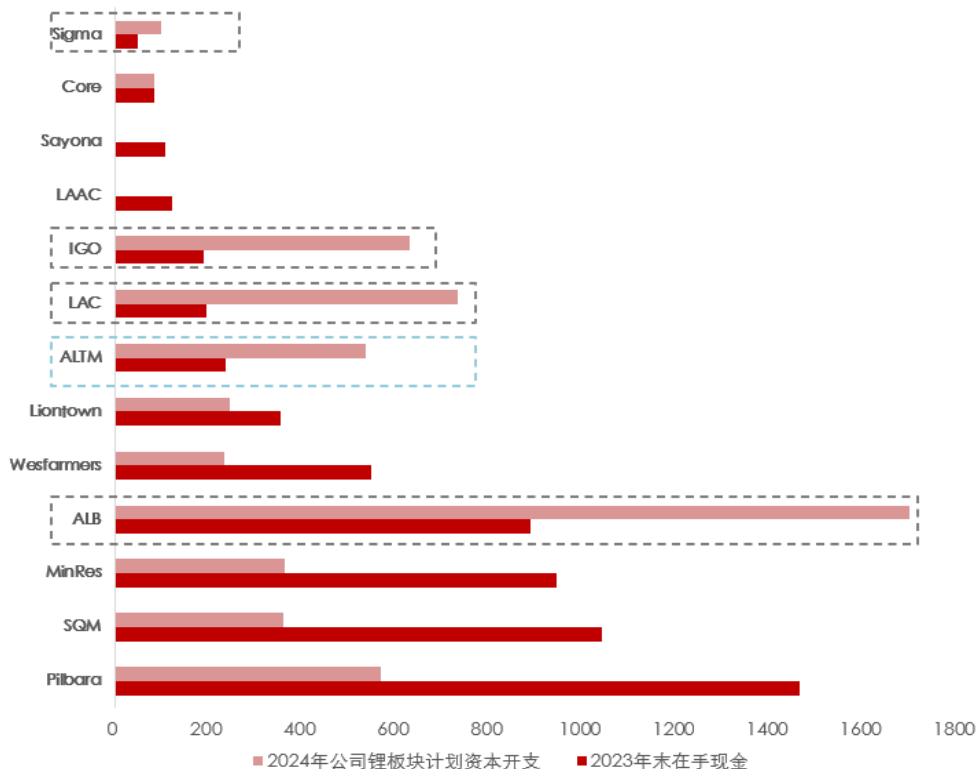


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

(注：以上力拓产能不考虑 Jadar 锂矿和 Rincon 盐湖)

周期下行期，现金为王，财务受限的企业多寻求融资或被收购。碳酸锂价格低迷期，初创企业举步维艰，Liontown、LAC等企业均寻求了多轮融资。我们在24年7月份发布的报告《穿越周期，碳酸锂底在何方》中曾采用“在手现金和锂板块资本开支情况”衡量企业融资的迫切性和必要性，对于所有在手现金-资本开支为负值的锂矿企业中，仅有Arcadium一家未能在年内获得融资。这也部分解释了为何Arcadium最终选择携手力拓。

图表9：企业手现金与锂板块计划资本开支情况（百万美元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

4、对产业有何指引

1) 上修 25-26 年全球碳酸锂供给预测，Arcadium 旗下项目将加快投产。如上文所言，Arcadium 之痛来自于在手现金无法支撑远期扩产项目资本开支 (James Bay+Sal de Vida)，而力拓入局后，Arcadium 的现金流问题将被彻底解决。Arcadium 资本开支总规划仅占力拓 25 年百亿美元资本开支规划 5%，在上周力拓与 Arcadium 不足一小时电话会中，双方 CEO 累计提及 22 次“加速”。如 Arcadium CEO Paul Graves 在电话会中所言：“如果我们想加速后续扩产项目，我们会额外再增加 5 万吨 LCE 供给，提前于我们投资者日公布日期两年投产。”故整体而言，我们将上修 25-26 年全球碳酸锂供给预测，预计 Arcadium 旗下两大扩产项目依托力拓强大的资本开支，均将按时投产。

2) 周期底部龙头矿企再入局，彰显对锂产业长期信心。对于产业而言，力拓选择周期底部布局更加凸显头部矿企对锂产业长期信心。力拓与 Arcadium 认为，碳酸锂需求量至 2030 年将升至 300-350 万吨 LCE，碳酸锂将再次进入短缺周期。当前低成本供给将无法支撑需求增长，高成本供给一定会持续进入市场。同时，力拓也高度关心 Arcadium 所拥有的成熟提锂技术与经验 (如 DLE 直接提锂技术)，力拓认为：“建设矿山与运营矿山是截然不同的。如果

你过去没有运营锂项目的经验，你可能需要重新学习，这是目前在阿根廷运营的锂矿企业所面临的挑战”。

3) 是时候在周期底部寻找优质资产了。对于我国锂矿企业而言，力拓的强势入局将直接改变行业格局。**1) 行业竞争进一步加剧。**头部矿企拥有全球多金属矿体开发能力与强大的资本开支能力，其在周期底部生存能力、并购能力将显著强于其余小型锂矿企业。**2) 中资企业应抓住周期底部机遇并购优质资产。**资本天生追逐品位最优、成本最低的资源，随着头部矿企的陆续加入，能否加速底部并购锂矿资产或将直接决定下轮周期的行业地位。虽外部环境错综复杂，但中国企业仍需积极出海逆周期布局寻觅优质锂矿资产。

风险提示

- (1) **并购整合风险：**本次并购交易仍需多数股东投票同意且代表至少 75% 表决权的股份投票方可完成，谨慎关注并购交易中的信息变化风险；
- (2) **项目投产/达产不及预期风险：**受行业供需变化及公司财务变化影响，项目建设时间及投产/达产时间可能与公司规划存在差距。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;	
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。	

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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保持在最新状态。同时,本公司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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司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。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街5号五矿广场B座603 邮编:100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Rm 603, Tower B, Minmetals Plaza, No.5 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010