

锂想系列 28：智利揭晓国家锂业战略，不确定性中蕴藏新机遇

事件描述

4月20日，智利总统博里奇发布国家锂业战略，备受全球产业和资本关注。

事件点评

盐湖锂资源，智利矿业皇冠上的又一颗明珠。智利是全球主力矿产国之一，据2021年智利矿业年鉴，矿业占其国民经济总额14.6%，铜与碘产量全球第一、锂与钼全球第二，2022年智利铜出口425亿美元，锂已增至86亿美元。作为供应支柱之一，智利占据全球锂储量41%，2022年锂产量21万吨LCE，占全球锂资源供应份额27%，但相比2010年的40%仍明显下滑。智利拥有超过60个盐湖，但当下仅Atacama盐湖在产，矿权属于国家机构Corfo，两家长在产的锂资源商SQM、美国雅保均通过签署租约、获得配额进行生产。

智利左翼政府的国家锂业战略雄心勃勃，强调“公-私”合作模式，目标和实质在于将锂作为重点产业促进其发展、优化当前格局、实现智利收益最大化。

(1) 智利本次推出国家锂业战略，在于希望抓住全球绿色能源转型的历史性机遇，将锂作为重点产业发展，重振智利的全球供应份额、将收益最大化。

(2) 在路径上，该战略强调锂资源的开发将采取“公-私”合作模式，其中智利国家将发挥引领、并始终寻求主导，私营企业将提供资本、技术创新和市场网络；对于备受关注的锂矿“国有化”，采取了一定程度的模糊表达，强调国家的参与，对于具备战略价值的锂资源将由国家控制多数股权。(3) 明确责任主体，未来成立智利国家锂业公司，现阶段则将由智利国家铜业(Codelco)和智利国家矿业公司(Enami)代表智利政府涉足锂行业，同时将在政府机构Corfo设立专门的锂产业生产转化委员会，由智利矿业部领导。(4) 充分重视智利本土锂价值链的延伸(至电池组装和回收)，设立锂和盐湖研究所，部署环境足迹较小的原卤提锂等新技术，降低陆地淡水消耗(或需海水淡化)，并在负责任矿业上达到国际高标准，以及在锂行业管理框架上实现现代化。

“洗牌存量”涉及复杂局面，“做增量”更易实现战略雄心。(1) 智利国家将参与Atacama盐湖的生产活动。SQM、美国雅保与Corfo签署的租约将分别在2030、2043年到期；到期前，将由Codelco与二者展开协商，到期后，提出一种未来由Codelco控股、私企参股的设想，同时战略也明确指出将尊重已经与SQM、雅保签署的租约协议，争取合作。我们认为，智利的底线清晰——是促进而非压制锂的产量与收益，Corfo虽拥有Atacama矿权，但盐田、基础设施、配套锂盐厂均属SQM、雅保所有，而且Codelco等智利国企并不具备盐湖提锂的know-how，因此我们预期后续存在谈判空间。鉴于SQM将在2030年前启动租约续签谈判，届时需公开招标，同时考虑SQM大股东Pampa集团控制人庞塞与智利左翼的复杂渊源，未来难免存在焦灼博弈，但SQM也不乏底气。另外也需考虑智利左右翼轮流执政将影响战略连贯性，以及智利国会对于激进政策的牵制。(2) 我们认为该战略将为智利Maricunga等新盐湖的开发带来更明确的路径指引和催化。中国是智利最大的贸易伙伴，同时智利也是美国FTA国家，我们判断本战略蕴藏新机遇：与智利国企合作、在当地投建产业链，将有望拿到布局智利盐湖的钥匙，实现保供与双赢。

风险提示： 1、智利左右翼轮流执政背景下影响锂产业政策的落地实施；2、Codelco与SQM、雅保的协商方式尚不明确。

有色金属

评级： 中性

日期： 2023.04.26

分析师 孙景文

登记编码：S0950519050001

☎：021-61097715

✉：sunjingwen@wkzq.com.cn

分析师 吴霜

登记编码：S0950520070001

☎：0755-23375707

✉：wushuang@wkzq.com.cn

行业表现

2023/4/26



资料来源：Wind，聚源

相关研究

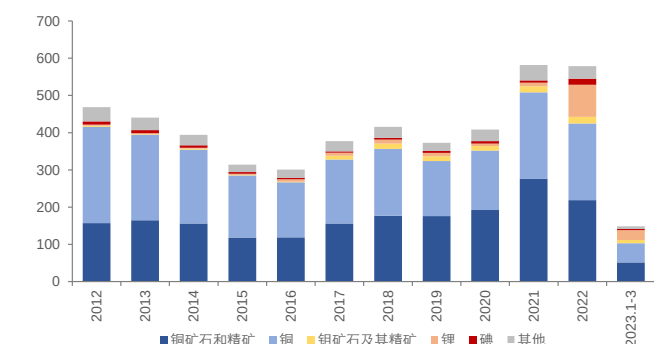
- 《锂想系列 27：向技术要保供》(2022/11/29)
- 《【五矿证券研究所】全球锂资源行业发展前景展望》(2022/11/10)
- 《锂想系列 26：Core 初露锋芒，锂辉石原矿拍卖的背后》(2022/10/13)
- 《锂想系列 25：从第九次锂精矿拍卖，延伸出的锂资源供应思考》(2022/9/26)
- 《全球锂资源行业发展前景展望》(2022/7/10)
- 《全球盐湖提锂的变革：技术为资源加持，唤醒“高原上的沉默宝藏”》(2022/7/4)
- 《锂想系列 24：澳洲锂矿资源商综述，量价、供应集中度与战略雄心》(2022/3/7)
- 《全球锂资源供需现状与展望——长沙·2022 第六届动力电池正极材料高峰论坛暨全球锂产业链发展大会》(2022/2/23)
- 《锂想系列 23：从力拓斩获 Rincon 盐湖，论锂资源焦虑与矿业巨头的绿色雄心》(2021/12/28)
- 《锂想系列 22：欧洲锂资源战略的里程碑——法国埃赫曼重启阿根廷盐湖建设》(2021/11/15)

锂，智利矿产资源皇冠上的又一颗明珠

智利是全球当之无愧的主力矿产资源国，其矿业历史悠久、在经历风雨后已然成熟，构成国民经济的关键支柱，2021 年矿业占智利国民经济总值的 14.6%。智利拥有诸多世界级的矿产资源，优势矿种包括铜、碘、锂、钼、硝石和钾等，是全球最大的铜、碘供应方，第二大锂、钼的供应方，其锂资源主要为盐湖锂资源、钼资源主要为铜钼伴生，此外智利的银和钾肥也分别位列全球第四、第七，而且还是全球唯一可生产天然硝石的国家。

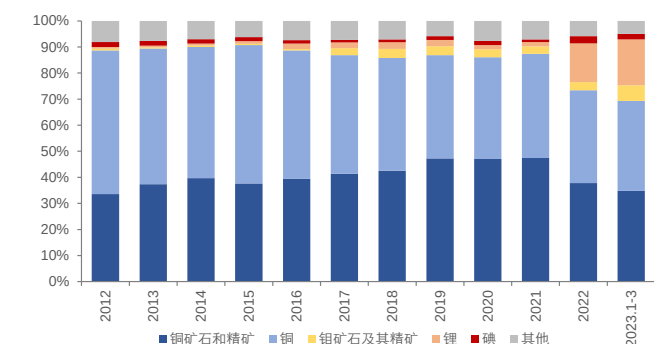
铜（铜矿石和精矿、精炼铜）是智利的经济命脉，2022 年占其矿产出口总额比重高达 73%，锂产品则在 2022 年跃升至第二位，占出口比重同比提升 13 个百分点达到 15%，锂资源正在成为智利资源皇冠上的又一颗明珠。看流向，中国是智利最大贸易伙伴，随后为美国、日本、巴西、韩国等，2022 年智利约 52% 的金属矿产品、57% 的锂产品出口至中国。

图表 1：智利的矿业出口在 2022 年达到 579 亿美元



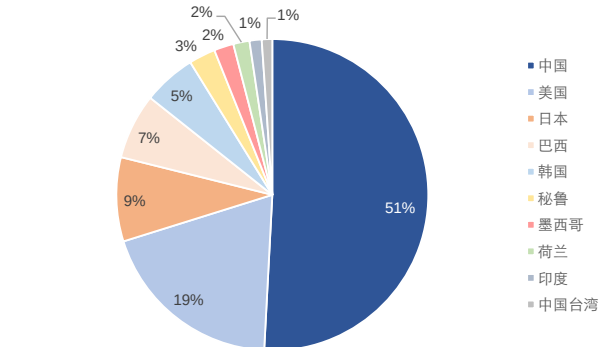
资料来源：智利海关，五矿证券研究所

图表 2：从智利矿产出口价值量来看，铜稳居第一，锂的重要性迅速提升



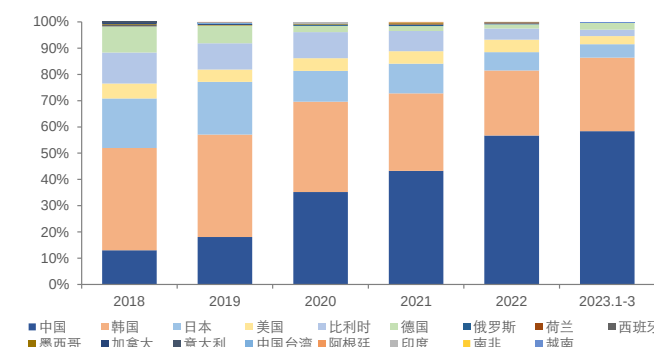
资料来源：智利海关，五矿证券研究所

图表 3：2022 年智利向中国（含中国台湾）出口的金属矿产量占比达 52%



资料来源：智利海关，五矿证券研究所

图表 4：智利的锂产品出口过半流向中国，中日韩占比接近 90%



资料来源：智利海关，五矿证券研究所

智利现行的锂资源开发政策

根据智利 1979 年颁布的法令以及 1983 年的新矿业法，锂被认定为一种不可被授予矿权、涉及智利国家战略意义的战略矿产。因此，智利锂资源开发受到的束缚较多，目前仅有 Atacama 一座盐湖在产，其矿权属于智利国家机构 Corfo，仅有两家在产的锂资源商 SQM、美国雅保，二者均通过与 Corfo 签署租约、获得配额进行生产，SQM、雅保的近一次与 Corfo 签署的租约合同将分别在 2030 年、2043 年到期。

锂在智利被认定为一种不可授予矿权的战略矿产，锂资源开发约束重重

智利的矿业制度主要受到智利宪法、采矿特许权的宪法组织法和智利矿业法三项基本法监管，矿业法规定，除 1979 年之前授予的旧采矿特许权外，国家是矿产的绝对、排他和永久所有者，私营企业主要通过国家授予的采矿特许权（勘探权和开采权）开展矿业生产。

锂资源较为特殊，在智利被划归为不可授予矿权的战略资源。自从 1979 年法令（Decree Law 2.886）、1983 年智利新矿业法（Law 18.248）颁布以来，鉴于“锂”的核应用潜力，被智利政府视作一种涉及国家利益、不可授予特许经营权（矿权）的战略矿物，仅有以下条件可合法从事锂资源的勘探及开发：（1）智利政府；（2）智利国有企业；（3）通过行政许可的矿权；（4）通过总统提出、符合规定的特许经营合约。

智利矿业化工（SQM）与美国雅保（Albemarle）是目前智利唯二在产的锂资源商，双方均在智利 Atacama 盐湖上生产，而 Atacama 也是智利唯一在产的盐湖资源。Atacama 盐湖的矿业权属于智利政府机构 Corfo，SQM 与雅保均与 Corfo 签订长期的租约、并获得相应的提锂额度进行生产，此外锂产品的销售/出口还需获得智利核能委员会（CCHEN）批准。根据 SQM、雅保与 CORFO 在 2017-2018 年更新签署的新租约条款的约定：（1）提锂额度、卤水抽取量均受协议约束，投资和年产规模需要达到要求；（2）需向 Corfo 支付从价计征的租约费用（钾、锂产品），类似于别国的 Royalties 权益金，但不仅以销售价格为基准、还根据价格档位累进征收，其中最低档的费率为 6.8%（碳酸锂终端售价<4 美元/千克），最高档的费率高达 40%（碳酸锂终端售价>10 美元/千克，氢氧化锂终端售价>12 美元/千克）。作为对比，在最初老协议中，SQM 执行的是 6.8% 的固定费率，而雅保的前身洛克伍德则免于支付此项费用。（3）在租约费用外，SQM 和雅保还需按照营业收入的一定比例支持当地区域发展，并投入固定资金服务于社区与研发，此外根据需求分配一定规模的锂盐产量、以优惠价格作为原料保供，用于支持智利打造发展高附加值产品、延伸锂下游产业链。

智利其他的新资源商，则需通过公开竞标获得特别运营合同（CEOL）从而获得锂资源提取额度，但由于 CEOL 指导方针的不明确、智利政府管控、环境影响等复杂因素，导致智利新盐湖资源的开发举步不前，与邻国阿根廷盐湖项目的遍地开花、投资火热形成鲜明对比。

图表 5：智利 1979 年法令宣布锂是一种受保护的金属矿物，1983 年新矿业法更加明确了智利政府的管控

相关法案及时间	具体法案	主要内容
1932 年智利第一部矿业法	Article 3	锂金属可被授予特许经营权。
1979 年法令	Decree Law 2.886	宣布“锂”是一种受国家保护的金属矿物，但不影响此前已授予的矿权。
1982 年 Organic Constitutional Law 关于采矿权	Law 18.097	投资者在支付费用后的四年内，在探矿权证范围内可从事探矿；采矿权则需缴付年费，无存续期，可转让。
1983 年智利新矿业法	Law 18.248	“锂”是一种不可被授予特许经营权的战略矿物，但不影响此前已被授予的矿权；其它允许开发的资源若发现 锂等不可被授予矿权的物质，需要通知智利政府。

资料来源：智利矿业部，五矿证券研究所

图表 6：根据雅保、SQM 与 Corfo 重新签署的提锂配额协议，租约费用采取从价累计计征，整体大幅抬升

碳酸锂售价 US\$/MT FOB	进阶费率%	氢氧化锂售价 US\$/MT FOB	进阶费率%	氯化钾售价 US\$/MT FOB	进阶费率%
0-4000	6.8%	0-5000	6.8%	0-300	3.0%
4000-5000	8.0%	5000-6000	8.0%	300-400	7.0%
5000-6000	10.0%	6000-7000	10.0%	400-500	10.0%
6000-7000	17.0%	7000-10000	17.0%	500-600	15.0%
7000-10000	25.0%	1000-12000	25.0%	>600	20.0%
>10000	40.0%	>12000	40.0%		

资料来源：Albemarle、SQM 公司公告, 五矿证券研究所

图表 7：在 Corfo 协议的约束下，SQM 与雅保除了支付租约，还需为当地社区、区域发展、研发提供资金

序号	核心内容
1	每年为研发工作支出约 1100 万至 1900 万美元
2	每年向 Atacama 盐湖邻近社区捐款约 1000-1500 万美元
3	每年销售额的 1.7%用于区域发展

资料来源：SQM 公司公告, 五矿证券研究所

图表 8：美国雅保与智利 Corfo 在 2017 年初续签提锂协议的核心内容如下

序号	核心内容
1	新配额将与原配额相结合，允许雅保在 2043 年之前每年生产超过 8 万吨 LCE（2018 年得到扩大）
2	雅保同意在智利投资建设第三个碳酸锂工厂，年产能至少为 2-2.4 吨/年
3	若雅保在智利投资建设年产能超过 5000 吨的氢氧化锂工厂，Corfo 将提供额外的配额
4	每销售一吨产品，均需要支付 Corfo 权益金，按照从价的累进费率支付
5	截至 2017 年初，雅保 20 万吨 LCE 的原提锂配额仍剩余过半，从 2017 年开始后的约 5 年期间，剩余的原配额将支付权益金，之后 2.4 万吨碳酸锂老产能利用剩余的提锂配额进行生产，将不必再支付权益金
6	若智利发展锂电下游产业，公司需将部分产品分配给智利本地下游企业；价格与公司出口销售均价挂钩，类似最惠国条款；最初供应量上限为公司年产量的 15%，之后将增至 25%
7	部分权益金费用将注入基金，用于发展当地工业
8	公司在智利所产锂盐销售金额的 3.5%将被征收用于支持当地社区的发展
9	2017 年度的权益金支付总额将低于 5000 万美元

资料来源：Albemarle 公司公告, 五矿证券研究所

图表 9：雅保（锂业务前身洛克伍德）、SQM 与智利 Corfo 最初签署的老租约协议如下

	智利矿业化工 SQM	洛克伍德（后被美国雅保收购）
矿权使用费（lithium royalties）	6.80%	免除费用
季度固定租约费用（in US\$）	3.750 (15.000/年)	免于支付
采矿权到期条件	SQM 完成 96 万吨碳酸锂当量的开采，或至 2030 年到期	洛克伍德完成 106.5 万吨碳酸锂当量的开采，最初有效期 30 年，但可每 5 年延续一次直到用尽 106.5 万吨的开采指标
公司所得税最高	20%	
公司所得税适用等级	智利国家政府	
所得税抵扣条件	在矿生命周期中矿石、建筑、机械的折旧费用，不设占所得税的比例上限	
所得税抵扣条件	进口税	
矿权授予人	智利政府机构 CORFO	
国内矿权状态	在 1983 年新采矿法 Law 18.097 之后，锂被认定是一种不可被授予特许经营权的金属矿物，是一种涉及国家利益的战略矿物	

锂的所有权	智利国家政府，由智利核能委员会监管
矿产税不适用于 SQM、洛克伍德（SCL）的锂矿权	
特定矿业税 (royalty)	2006 年引入，矿业公司基于其营业利润支付（销售收入减去直接成本及费用）
Mining Patent (protection regime)	采矿公司有义务每年支付来维系矿权，费用率不定，但采矿权一般每平方公里 160-800 美元

资料来源：United Nations，五矿证券研究所

以史为鉴，回顾 SQM、雅保近次与智利政府达成租约协议的过程

近年来，SQM 与雅保也曾就 Atacama 盐湖租约的续签、扩大提锂总额与智利政府机构 Corfo 激烈博弈，但双方总能在最后达成妥协和一致。本质原因在于，尽管 Atacama 盐湖矿权属于智利政府，但庞大的盐田系统、完善的基础设施、成熟的配套锂盐厂、技术工艺均属 SQM、雅保投建和所有，引入外部新企业的重置成本、时间成本高昂，智利国企无论 Codelco、Enami 也均不具备锂资源开发的经验以及锂盐生产的 know-how。智利若强硬推行国有化将影响从锂资源获取的丰厚财政收入、打压全球产业和资本对于投资智利的信心，何况智利还存在一段从左翼阿连德到右翼皮诺切特的历史，因此续签对于双方属于双赢，否则将双输，而在续签谈判中智利政府将拿到更有利的条款。

整体而言，雅保公司作为美国的领军企业，尽管过程中存在波折和纷争，其租约的续签相对顺利，且条款相对理想，而 SQM 作为智利本土企业（圣地亚哥和纽约两地上市的公众公司），鉴于其大股东 Pampa 集团控制人庞塞与智利左翼的复杂渊源，因此谈判过程更加波折、博弈更为焦灼。此外，过去智利中左翼与中右翼党派的轮流登台，也让智利政府自身的战略连贯性存在反复。作为应对，近年来 SQM 主要通过实施高效的产能建设以及丰富产品线（扩大氢氧化锂）、大力推进负责任开采和公众透明度、突出为智利政府做出的财政贡献（已经是公-私合作的典范）、引入新工艺谋划“未来盐湖”项目，来证明其价值和难以被替代性。

SQM 与 Corfo 的租约博弈：推进可持续开采、突出财政贡献、投入“未来盐湖”项目

SQM 依托 Atacama 盐湖已具备锂盐 18 万吨、硫酸钾 24.5 万吨和氯化钾 268 万吨，2022 年销售锂盐 15.7 万吨、钾肥 48.1 万吨；2024 年盐湖提锂产能规划扩大至 21 万吨。

2014 年至 2018 年初的近五年间，SQM 曾面临需扩大锂金属提取总额的巨大压力、并深陷与 Corfo 关于 Atacama 盐湖租约的法律诉讼之中。一方面，当时 SQM 面临若无法及时扩大额度，若不降低生产强度、其 1993 年所签订租约的约 18 万吨金属锂配额度或在 2026 年附近用尽；另一方面，当时 Corfo 指控 SQM 违背矿区经营管理约定，少缴纳资源费且没有依照规定划定产权线，因此要求提前终止并收回租约，其背景在于当时的智利政局转向左翼，时任总统巴切莱特对于历史上私有化进程中受益的寡头特外关注。在多次冲裁、激烈博弈后，SQM 与 Corfo 最终于 2018 年 1 月达成协议、并获得双方董事会批准。SQM 在 Atacama 盐湖的开采额度新增 349,553 吨锂金属量，直至 2030 年到期。但作为协议的一部分，更新后的租约条款对于智利政府更为有利（根据价格累进计征，详见前文），同时以庞塞及其亲属退出 SQM 董事会且不得担任公司及其子公司的高管、SQM 优化公司治理结构、终结庞塞旗下 Pampa Group 与日本 Kowa Group 的一致行动人协议等一系列条款为前提条件，另外要求 SQM 向 Corfo 支付 1750 万美元外加息来达成和解。

值得关注的是，上述协议虽然大幅上调了锂资源提取总额，但并未延长原定在 2030 年到期的租约期限，为今天的再次博弈留下了楔子。而 SQM 也在上述协议后大力投入于可持续开发，上线 Atacama 卤水和淡水循环的动态观测系统，同时在锂价上涨、利润大增的背景下着重突出公司为智利财政形成的显著拉动。据公司公告披露，2022 年 SQM 通过盈利的爆发式增长，为智利财政带来的贡献高达 50.63 亿美元，其中通过 Atacama 盐湖租约为 Corfo 贡献 32.73 亿美元，另外通过缴纳企业所得税贡献 17.90 亿美元，上述还不含增值税、员工缴纳

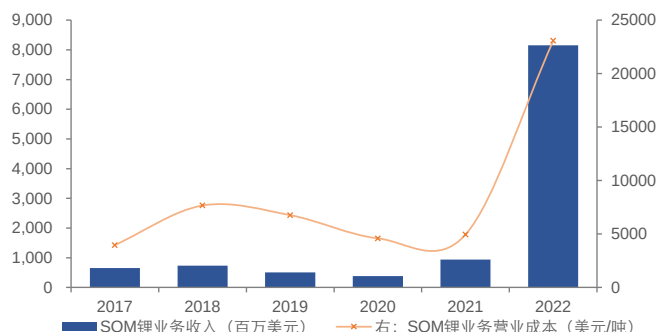
所得税、合同商缴纳税款、矿业权益金、不动产缴纳的费用等，被认为是公-私合作、实现双赢的典范。后续 SQM 还规划在 Atacama 盐湖投资 20 亿美元部署“未来盐湖”项目（将在 2024 年提交智利政府评估），其中包括直接提锂、强制蒸发、海水淡化、收率优化等全新工艺，在维持 22~25 万吨 LCE 年产规模的情形下大幅降低卤水抽取的强度，以及陆地淡水的消耗，从而在迎合智利政府锂产业政策方向的同时，证明自身的不可被替代性。

雅保与 Corfo 的租约续签：时有波折但波澜不惊，至 2043 年底方才到期、时间宽裕

围绕 Atacama 盐湖，雅保已建成 La Negra I-IV 期合计锂盐产能 8.4 万吨碳酸锂当量，2022 年产量达到 1 万金属吨、折合碳酸锂当量 5.32 万吨。在建盐田收率提升项目有望 2023H1 机械完工，将在不新增扩大盐湖矿区卤水抽取的前提下提高碳酸锂的产出。此外，雅保也正尝试多类直接提锂技术，并与 Cramsa 签署协议、将通过 Cramsa 旗下 Aguas Marítimas 项目获得每秒高达 2027 升的淡化海水供应，为直接提锂提供水耗基础。

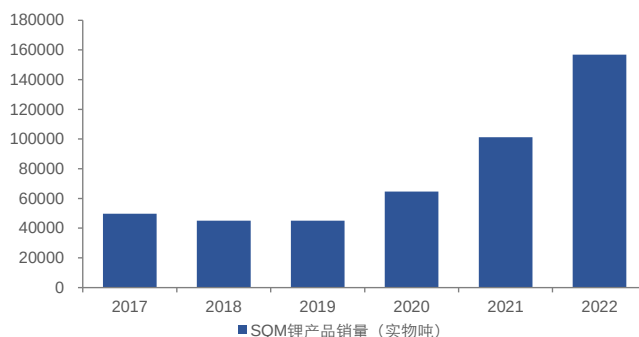
雅保公司曾多次根据政府机构要求对租约续签所需的环评申请进行信息补充、导致扩产项目数次延期，但最终于 2017 年初正式落地、相对顺利地完成了续签，提锂配额在之前约 20 万吨锂金属当量剩余量的基础上，额外新增了 262,132 吨，从而将雅保手中的总额度提升至 340,170 吨锂金属量（截至 2021 年 8 月底数据），折合超过 181 万吨碳酸锂当量，配额使用的到期时间为 2044 年 1 月 1 日，租约费用的征收方式则与 SQM 协议基本一致。2021 年以来，雅保也被 Corfo 指控少支付了权益金、提出国际仲裁，并曾因储量报告信息未被政府接受而与智利核能委员会 CCHEN 发生纷争、要求信息补充等，但并未引起过大的波澜。鉴于雅保本次的租约至 2043 年底、2044 开年才到期，同时智利政府也承诺将尊重租约，因此留给雅保的时间十分宽裕。

图表 10：2022 年 SQM 受益行业高景气、营收大增，成本因税同步提升



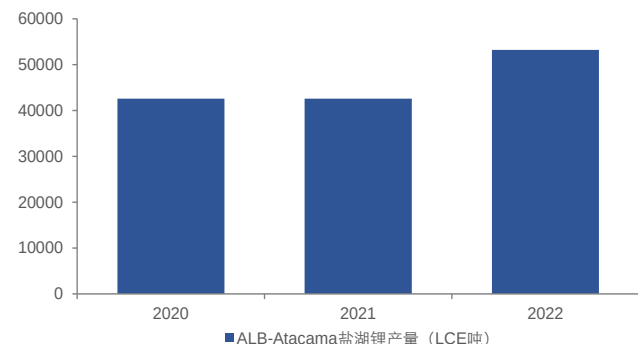
资料来源：SQM 公司公告，五矿证券研究所

图表 11：2022 年 SQM 实现锂盐销量 15.7 万实物吨，创下新高



资料来源：SQM 公司公告，五矿证券研究所

图表 12：2022 年雅保智利产线持续爬坡，实现锂盐产量 5.32 万吨 LCE



资料来源：雅保公司公告，五矿证券研究所

图表 13：雅保锂业务除依托智利 Atacama 盐湖外，澳/美/中国等均有基地



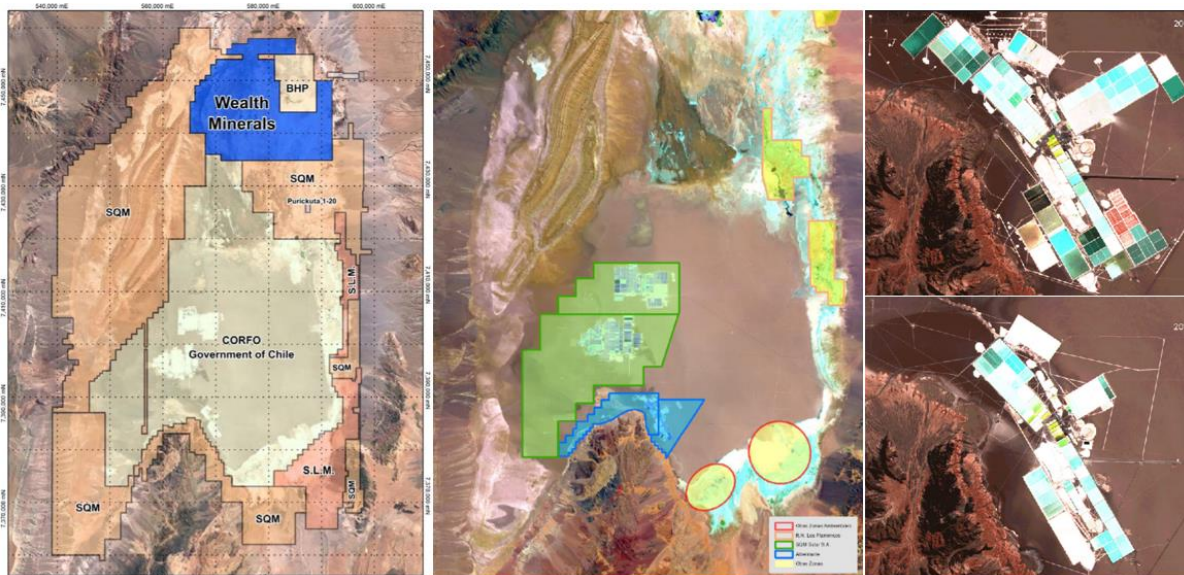
资料来源：雅保公司公告，五矿证券研究所

图表 14: SQM 与雅保续签协议后, 提锂配额均得到提升, 为扩能打下基础

公司	租约面积	合约到期	旧锂金属配额	新增锂金属配额
SQM	819 km2	2030	18.01 万吨 Li (剩余 6.5 万吨 Li)	34.95 万吨 Li
ALB-Rockw ood	167 km2	每五年延续, 使用到期为 2043 年	20 万吨 Li	26.21 万吨 Li

资料来源: SQM 公司公告, 雅保公司公告, 五矿证券研究所

图表 15: 智利 Atacama 盐湖的矿权归属国有, ALB 与 SQM 的租赁区域划分, 以及 ALB 的盐田扩张



资料来源: ENGINEERING AND TECHNOLOGY, 各公司公告, 五矿证券研究所

图表 16: 1965-2023 年 YTD 智利锂行业大事记梳理总结如下

年份	主要内容
1965	智利政府成立智利核能委员会 (CCHEN), 并在 1975 年宣布将锂视作一种“涉及核利益的金属”, 锂开采需要获得 CCHEN 直接批准, CCHEN 具备罚没所有涉及“核利益”材料的权威性
1975	Foote Minerals 与 CORFO 合资成立 Sociedad Chilena del Litio (SCL), 双方共同开发智利 Atacama 盐湖
1979	法令宣布锂资源涉及国家利益、收归国有, 此前已授予的矿权或当时正在批准处理中的矿权除外
1980	CCHEN 授予 SCL 20 万吨锂金属的开采及销售权, 不限用途但核应用除外; 该合同 2001 年正式到期, 但后续可每 5 年循环延续直至 20 万吨的额度用尽
1983	智利新矿业法以及 Organic Law (涉及矿权) 生效, 重申 1979 年法令对锂资源的管制, 但在此之前生效的特许经营权除外
1984	SCL 开启碳酸锂的生产, 年产能 1.3 万吨; 80 年代末, Corfo 将所持股权出售给 Foote, Foote 被 Cyprus 收购, 后又被洛克伍德收购, 现并入 ALB 雅保
1986	CORFO (25%), Amax (63.75%) and Molybmet (11.25%) 成立 Minsal S.A. 开发 Atacama 盐湖, 存续期 30 年, 开采配额 18.01 万吨锂金属
1993	SQM 收购 Amax、Molybmet 锂业务的权益, 并在 1995 年向 CCHEN 完成矿权变更, SQM 在 1996 年末启动碳酸锂的生产
2012	智利政府公布“Competitive Agenda”, 试图开放锂行业并增强其全球竞争力, 当年 6 月智利政府推动 10 万吨锂金属的拍卖 (CEOL)
2012	SQM 出价 4060 万美元赢得 CEOL, 但遭举报不符合投票条件 (与政府间存在法律诉讼) 而被取消, CEOL 最终也在质疑声中流产
2014	智利总统成立“国家锂业委员会”, 委员会 2015 年 1 月向智利总统递交了政策建议
2016	智利总统计划颁布一项新的锂盐湖管理框架加强对境内富锂盐湖开发力度, 但未有明显进展
2017	雅保与 CORFO 达成扩大提锂配额条款
2018	SQM 与 CORFO 因 Atacama 盐湖租约出现的法律仲裁获得和解, 同时 SQM 有条件获得了盐湖开采额度
2022	智利关于铜锂国有化提案被否
2023	智利总统宣布国家锂业战略

资料来源: SignumBox, 智利政府, Spglobal, SQM 公司公告, 雅保公司公告, 五矿证券研究所

新的智利国家锂业战略强调“公-私”合作，不确定中蕴藏新机遇

智利政府本次推出的国家锂业战略雄心勃勃，强调“公-私”合作模式，其目标和实质在于将锂作为重点产业促进其发展、在尊重规则的前提下优化当前格局、实现智利收益的最大化。

(1) 智利本次推出国家锂业战略，在于希望抓住全球绿色能源转型的历史性机遇，将锂作为重点产业发展；智利政府并不完全满足于当前的发展局面，而是希望重振智利的全球供应份额、将收益和影响力最大化。(2) 在实施路径上，该战略强调锂资源的开发将采取“公-私”合作模式，其中智利国家将发挥引领、并始终寻求主导，私营企业将提供资本、技术创新和市场网络；对于备受关注的锂矿“国有化”，采取了一定程度的模糊表达，强调国家的参与，对于具备战略价值的锂资源将由国家控制多数股权，但也明确指出将充分遵守前期已经签署的协议（与 SQM、雅保）。(3) 明确责任主体，未来成立智利国家锂业公司（需要智利国会通过），现阶段至未来中期则将由智利国家铜业（Codelco）和智利国家矿业公司（Enami）代表智利政府涉足锂行业，同时将在政府机构 Corfo 中设立专门的锂产业生产转化委员会，由智利矿业部领导。(4) 在未来授予锂资源的特别运营合同（CEOL）时将充分考量和重视智利本土锂价值链的延伸（至电池组装和回收），设立锂和盐湖研究所，部署环境足迹较小的原卤提锂等新技术，降低陆地淡水消耗，并在可持续发展、社区关系、负责任矿业上达到国际高标准，以及在锂行业的管理框架上实现现代化。

“洗牌存量”涉及复杂局面，“做增量”更易实现战略雄心。(1) 智利国家将参与 Atacama 盐湖的生产活动。SQM、美国雅保与 Corfo 签署的租约将分别在 2030、2043 年到期；到期前，将由 Codelco 与二者开展协商，到期后，提出一种未来由 Codelco 控股、私企参股的设想，同时战略也明确指出将尊重已经与 SQM、雅保签署的租约协议，不会绕开二者。我们认为，智利的底线清晰——是促进而非压制锂的产量与收益，Corfo 虽拥有 Atacama 矿权，但盐田、基础设施、配套锂盐厂均属 SQM、雅保所有（例如自 1993 年 SQM 涉足 Atacama 盐湖以来，已经累计投入了 35 亿美元，未来还规划投入 20 亿美元推进“未来盐湖”项目），而且 Codelco 等智利国企并不具备盐湖提锂的 know-how，因此我们预期后续存在谈判、博弈、妥协的空间。不同于 2043 年末租约才到期的雅保，SQM 将在 2030 年前便启动租约续签的谈判，届时需通过公开招标，同时鉴于 SQM 大股东 Pampa 集团控制人庞塞与智利左翼的复杂渊源，未来难免将存在焦灼、持续的协商。(2) 我们认为该战略将为 Maricunga 等智利新盐湖的开发带来更明确的路径指引和催化。中国是智利最大的贸易伙伴，同时智利也是美国 FTA 国家，我们判断本战略蕴藏新的机遇：与智利国企合作、在当地投建产业链，将有望拿到布局智利盐湖的钥匙，实现全球产业链保供与智利作为优势资源国的双赢。例如近期 Corfo 公布 BYD Chile 被选择作为高附加值产品的合作方就是一个开端（Corfo 根据与 SQM 的租约协议，SQM Salar 将按照优惠价格向 BYD Chile 每年供应 11244 吨电池级碳酸锂作为原料，直至 2030 年，而 BYD Chile 将在当地预估至少投资 2.9 亿美元建设一座年产 5 万吨的磷酸铁锂正极材料工厂）。

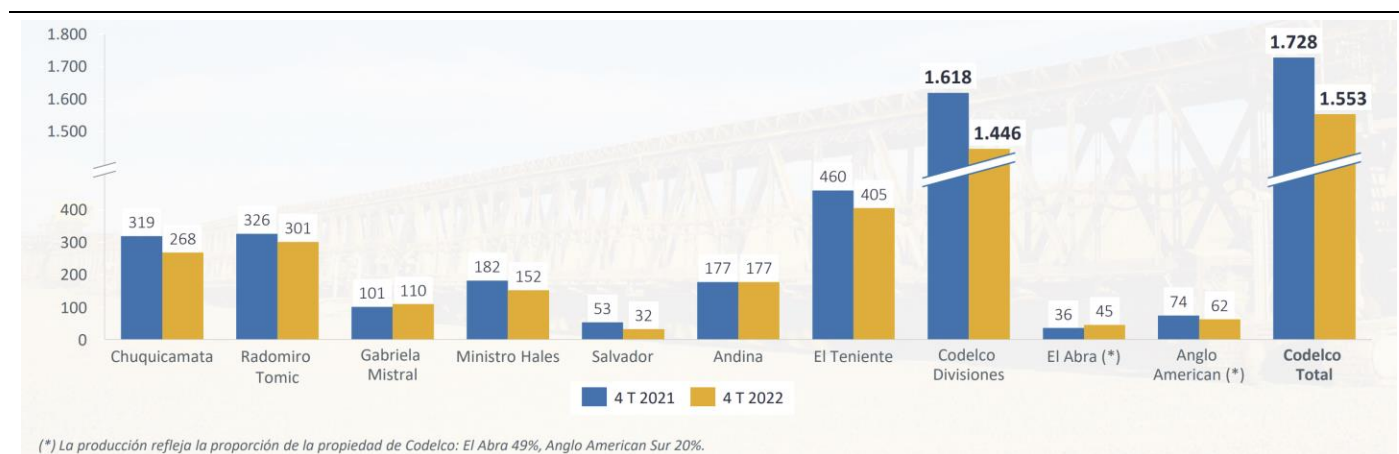
此外，我们也建议充分考虑智利左翼、右翼轮流执政对于其锂产业战略连贯性的影响，以及智利国会对于激进政策的牵制。事实上，智利并非第一次推出锂产业战略，例如 2016 年时任智利总统便曾到访 Codelco，并宣布将颁布一项新的富锂盐湖的管理框架、加强开发力度，指引 Corfo 与 Codelco——两大智利国有的锂资源矿权持有者通过招标的方式引入合作伙伴，共同开发 Maricunga 和 Pedernales 等盐湖，但无疾而终、实质性进展有限。

图表 17：智利国家锂业战略核心要点

核心内容	
目标	国家财富增长、可持续发展的产业（技术、社会环境、财政等）、生产多样化和区域增长潜力、全球锂业的领导地位等。
战略里程碑	1、与不同参与者的对话、收集建议，考虑原住民社区和围绕产业发展。
	2、创立智利国家锂业公司 Nacional del Litio ，并与私营企业合作开发，全周期参与锂产业发展。
	3、建立一个受保护的盐滩系统，实施最大限度地减少锂回收对环境影响的技术，如直接提取并回注卤水（DLE/R）、减少淡水消耗等。
	4、建立一个可协调不同层面的现代化框架体系。
	5、创建一个研究所，与生态学、社科学、地质学等研究能力相结合，支持提锂技术开发、锂产品增值以及回收等。
	6、Codelco 负责在 SQM 与雅保许可证到期之前谈判，为政府争取股份份额；政府将通过 Codelco 在新合同中拥有多数股权，并指示 Corfo 责成其为政府参与在 Atacama 盐湖提锂找到最佳途径。
	7、开发其他盐湖。
	8、矿业部牵头创建 Corfo 生产转型委员会，将负责推动生产转型。

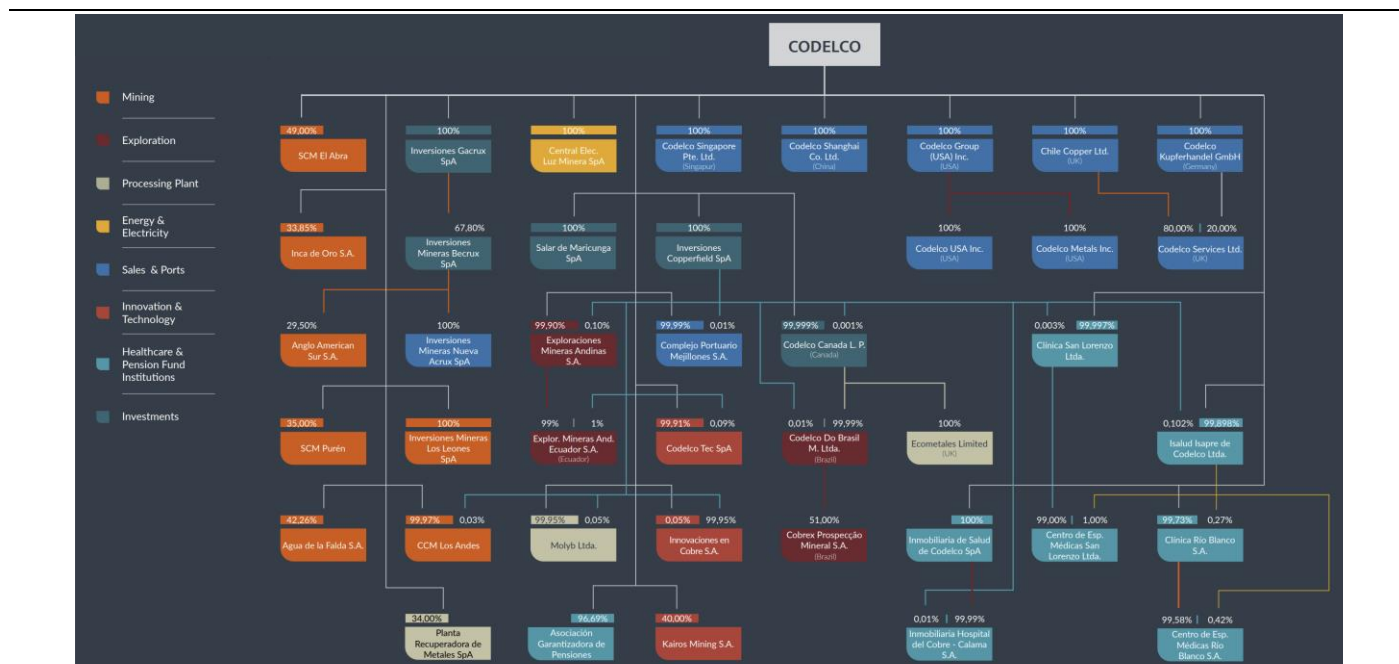
资料来源：智利政府，五矿证券研究所

图表 18：Codelco 旗下主要在产矿山均为铜/金/银矿山，储备资源中包括 Maricunga 盐湖等的部分矿权



资料来源：Codelco 公司公告，五矿证券研究所

图表 19：Codelco 公司下属矿产业务庞大



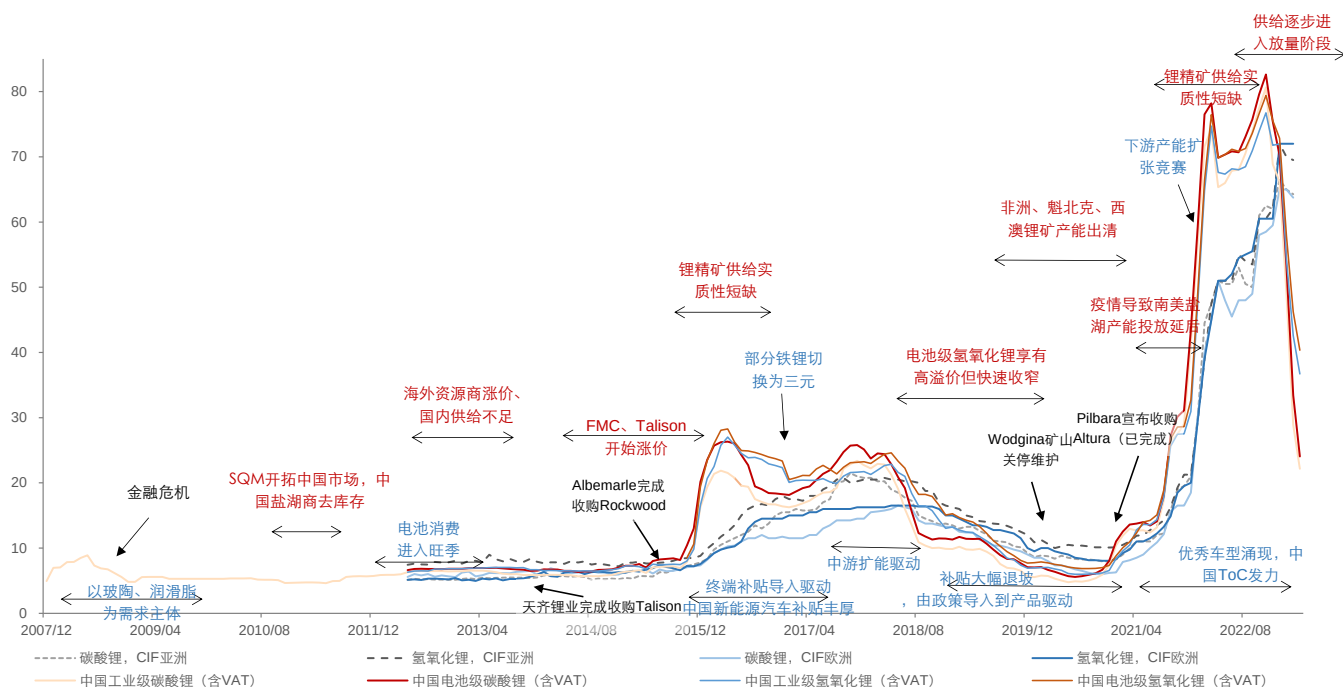
资料来源：Codelco 公司 2021 年年报，五矿证券研究所

锂价判断：历史性行情过后，进入底部区间、但磨底才刚刚开始

2022 年 11 月至今，新能源汽车供应链的“温度”剧变，中国电池级碳酸锂现货价格从约 60 万元/吨的历史高位，骤然下跌至 16.3-19 万元/吨，工业级碳酸锂价格甚至一度下探至 12.2 万元/吨。目前时点，我们认为价格跌幅、调整幅度已够深，进入底部区间（进一步的下跌将抑制非洲 DSO、锂云母等边际产能的经济性），然而“磨底”的过程可能才刚刚开始，未来的锂价走势大概率将类似“阻尼振动”，在调整-修复中反复、从而真正筑底。向前看，对于行业我们主要有三点判断：

- 全球动力、尤其储能的长期需求方兴未艾，长周期的需求逻辑坚实，未来终端需求的发展趋势性回暖或将以前轮锂价的扎实筑底为前提，届时产业链的采购和备货决策方才会转向扩张，当然这一判断也需纳入对潜在政策刺激的考量。此外，目前来看钠电受制循环寿命和能量密度，对于锂电的“需求刚性”侵蚀有限，未来有待持续观察。
- 我们认为“供需烈度”对于价格的影响甚于单纯的需求分析和供应分析。在 2022 年锂行业的“供需烈度”已达到极致（全球资源供应跟不上中国终端需求的爆发，同期产业链自下而上层层备货、产能激进扩张，从而进一步放大需求），后续考虑中国需求中枢的放缓（下游至终端马太效应突显，需求从粗放重归精细化）、全球供给开始陆续响应（我们认为成熟产能将努力控量保价，然而新产能、新进入者将激进放量力争现金回流），从而对于未来价格修复、反弹的高度形成制约。
- 从亚太中日韩到北美、欧洲，从澳洲、南美再到非洲，锂作为“未来白色石油”的战略价值已为全球所充分认同，因此从政策监管、定价机制等方面均将逐步走向成熟，并持续暴露在聚光灯之下；同时在全球能源革命、清洁能源转型浪潮下，新能源产业链也成为未来形成核心竞争力、大国间角力的关键领域之一；在此背景下，我们建议开展全球化布局的企业需做好应对海外国家风险、政策风险的预案，注重实现自身、资源国、全球客户、当地社区的多赢，追求高质量、高 ESG 标准的发展。

图表 20：全球锂化合物价格走势回顾（单位：美元/千克）



资料来源：亚洲金属网，Benchmark Minerals，五矿证券研究所

风险提示

- 1、智利左右翼轮流执政背景下影响锂产业政策的落地实施；
- 2、Codelco 与 SQM、雅保的协商方式尚不明确。

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) 英文版翻译若与中文版有所歧义，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情范围内，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/或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

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

深圳

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

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 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.	Ratings		Definitions
	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, Zendan 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