

海外锂企业近况更新：供给的低预期正在显现

2022 年 12 月 14 日

► **海外锂矿综述：在产项目 22Q3 量价齐升，绿地项目开始延期。** 1) **产销：**22Q3 西澳在产矿山合计生产 74 万吨锂精矿，环比增加 16%；合计销售锂精矿 72 万吨，环比增加 8%。2) **价格：**锂精矿售价环比大幅走高，Pilbara 销售均价 4813 美元/吨，环比上涨 13%，Greenbushes 销售均价 4187 美元/吨，环比上涨 137%。3) **低预期为 2022 年主旋律：**在疫情、品位下滑等的影响下，澳洲四大在产矿山中的三座（Cattlin、Pilgangoora 和 Marion）不同程度调低了 2022 年的产量指引。同时在产能建设方面，2022 年底至 23 年初计划投产的绿地项目均出现了不同程度延期，包括 Finniss、Grota do Cirilo 等锂矿项目均较原计划延期 1-2 个季度，主要原因为疫情、物流扰动及劳动力紧张等。4) **未来展望：**我们认为 2023 年锂辉石矿仍然将是全球供给增量的主力，但上游锂矿商向下游一体化延伸的趋势愈发明晰，且 2024 年及之后新增供给中，由中资企业包销的锂精矿占比或将大幅降低，未来中国锂冶炼企业的锂资源获取能力或将削弱。

► **南美盐湖综述：在产项目全年业绩指引再提升，扩产/新建项目不及预期。** 1) **产销及业绩：**业绩均大幅上涨，主要原因为锂产品销量提升，其中雅保销量同比增长 20%，SQM 销量同比大增 1161%，环比增长 26%，Allkem 旗下 Olaroz 销量同比增长 42%，环比增长 8%。2) **销售价格：**南美在产盐湖 22Q3 售价均上涨或维持高位，其中雅保锂产品售价同比上涨 298%，SQM 锂盐售价大幅上涨至 5.6 万美元/吨，环比上涨 4%；Olaroz 项目 Q3 销售均价 4 万美元/吨，环比几乎持平。3) **业绩指引：**各公司均再度上调 2022 年业绩指引，对锂价持有更为乐观的态度，并对本轮锂价的持续性充满信心。4) **未来展望：**2022 年绿地项目均延期，未来供应不确定性仍存。原计划 2022 年投产的海外盐湖项目包括 Cauchari Olaroz 项目（计划 22H2）、Olaroz 二期项目（计划 22H2）以及 Salar del Rincon 项目（计划 22 年中）等，且均计划延期至 2023 年投产。我们认为 2023 年海外盐湖约 72% 的新增产能来自于阿根廷，且约 39% 的新增产能来自于绿地项目，根据历史经验来看未来低预期概率较大，对于锂供应端或可更加多一丝乐观。

► **投资建议：**预计未来全球锂资源供需格局难以发生较大逆转，供需动态平衡或将是未来常态，在环保政策日趋严格、海外封堵中国锂资源投资的背景下，锂资源战略性地位凸显，锂价或将难以回到过去的低位，锂资源自主可控+产能持续增长将长期受益。我们建议重点关注西藏矿业、赣锋锂业、中矿资源、天齐锂业、盐湖股份、永兴材料等。

► **风险提示：**电动车销量不及预期、锂价大幅下跌、全球宏观经济风险等。

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
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
000762.SZ	西藏矿业	41.54	0.27	2.19	3.04	154	125	14	推荐
002460.SZ	赣锋锂业*	78.00	3.64	9.47	10.06	21	8	8	/
002738.SZ	中矿资源	75.40	1.22	7.32	11.86	72	10	6	推荐
002466.SZ	天齐锂业	85.68	1.41	12.36	13.04	61	7	7	推荐
000792.SZ	盐湖股份	24.47	0.82	3.23	3.28	30	8	7	推荐
002756.SZ	永兴材料	102.88	2.19	14.97	16.44	68	7	6	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 12 月 13 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

电话：13148188873

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20221210：加息放缓渐行渐近，防疫优化叠加地产预期向好，继续看好工业金属价格-2022/12/11

2. 金属行业深度报告：人造金刚石与培育钻石市场快速发展带动顶锤需求释放-2022/12/07

3. 有色金属周报 20221204：联储加息预期放缓，国内需求政策发力商品价格可期-2022/12/04

4. 有色金属周报 20221126：加息放缓拐点或将来临，商品表现未来可期-2022/11/26

5. 有色金属周报 20221120：金融+商品属性的共振，商品价格值得期待-2022/11/20

目录

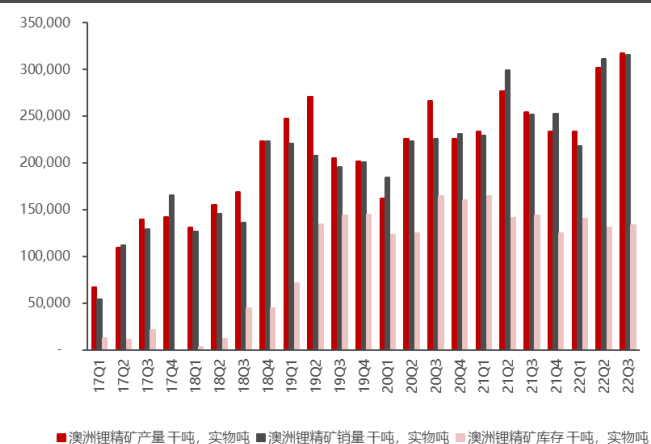
1 海外锂矿 2022Q3 综述：产销大幅提升，新增产能顺利投放	3
1.1 MRL：Mt Marion 锂精矿产销下滑，Wodgina 产能爬坡顺利	4
1.2 Pilbara：产销量稳步增加，拍卖价格上涨迅速	7
1.3 IGO：Greenbush 产量稳定增长，Kwinana 投产在即	12
1.4 Allkem 旗下 Mt Cattlin：三季度产量持续下滑，钻探进展顺利	13
1.5 Core Lithium：首次进行锂辉石原矿拍卖，特斯拉长协终止	14
1.6 AMG：锂业务进展迅猛，产能建设如火如荼	15
1.7 Sigma Lithium：Grota do Cirilo 推迟至 2023 年开启商业化生产	16
2 南美盐湖 2022Q3 综述：量价齐升，全年业绩指引再提升	18
2.1 Albemarle：量价持续提升，全年预期再上调	18
2.2 Livent：产销恢复良好，应势带来业绩增长	23
2.3 SQM：22Q3 锂业务继续向好，业绩大幅增长	25
2.4 Allkem 旗下 Olaroz：产销同环比回升，22Q3 售价指引持平，Naraha 工厂产出顺利	27
2.5 Allkem 旗下 Sal de Vida：建设顺利推进、计划 23H2 首次生产	30
2.6 赣锋锂业/LAC 旗下 Cauchari-Olaroz 盐湖：一期产能建设接近尾声、计划 23H1 首次生产	32
3 投资建议	34
4 风险提示	35
插图目录	36
表格目录	37

海外锂矿 2022Q3 综述：产销大幅提升，新增产能顺利投放

高锂精矿价格刺激，棕地矿山复产顺利，西澳锂矿 2022Q3 产销量大幅提升。

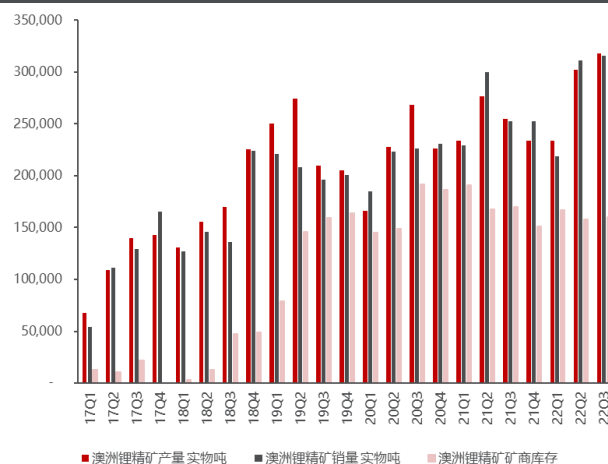
(1) 产销量：2022Q3 西澳在产矿山合计生产 74 万吨锂精矿，环比增加 16%；合计销售锂精矿 72 万吨，环比增加 8%。(2) 原因：高锂精矿价格刺激下，各矿商生产积极性高，产销量皆突破历史新高。同时 Wodgina 与 Ngungaju 复产顺利，为产量贡献增量。西澳锂矿三季度产销量基本持平，出货状态良好。

图1：澳洲新兴资源商产销量（干吨，不含泰利森）



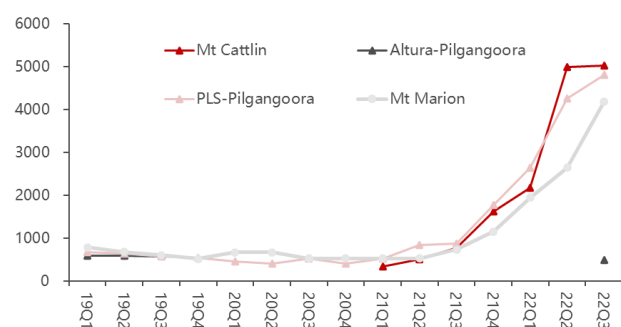
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图2：澳洲新兴资源商产销量（实物吨，不含泰利森）

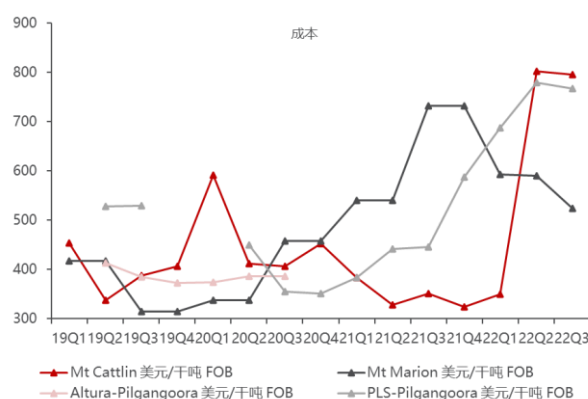


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2022 年 Q3 西澳锂精矿产量大幅增长，价格仍在高位运行。(1) 在高锂精矿价格刺激下，22Q3 西澳锂精矿产量快速释放，产销皆突破历史高点。同时，Wodgina 工厂一、二号产线复产状况良好，三号产线建设已完成，三季度共计开采原矿 55 万吨，产出精矿 6 万吨；Ngungaju 复产后达到 18~20 万吨锂精矿年产能，于三季度产出 4.5 万吨品位为 1.2% 的锂矿，目前澳矿棕地项目皆复产顺利。另外，随着疫情逐步好转，以及在 Greenbushes 二期爬坡至满产、尾矿再处理厂投产、Marion 矿山扩产之下，我们预计西澳锂精矿将成为 2022 年全球锂资源供给增量的主要来源之一。(2) 22Q3 锂精矿长协价继续走高：Mt Cattlin 三季度长协价为 5028 美元/吨 CIF (5.4%)；Mt Marion 由于扩产品位短暂出现下滑，三季度最终长协价格为 2364 美元/吨；Pilbara 三季度锂精矿售价为 4813 美元/吨 CIF (6.0%)；Greenbushes 在 22H2 的定价为 4187 美元/吨 FOB，环比上涨 137%。复产的 Ngungaju 工厂产出的锂精矿品位仅为 1.2%，因此售价较低。

图3：澳洲新兴资源商锂精矿售价（美元/吨）


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图4：澳洲新兴资源商现金成本（不含泰利森）


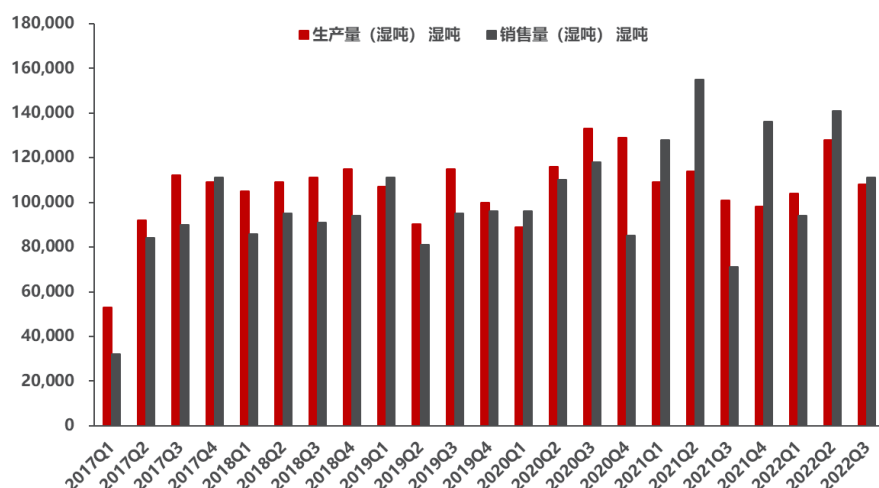
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

1.1 MRL：Mt Marion 锂精矿产销下滑，Wodgina 产能

爬坡顺利

1.1.1 Mt Marion 扩建导致产出下滑，仍看好未来产销恢复

22Q3 公司旗下在产锂矿山 Mt Marion 产出略有下滑，但仍维持 2023 财年（22Q3-23Q2）销量指引。Mt Marion 在 2022Q3 生产锂精矿 10.8 万吨，同比上升 6.9%，环比下降 15.6%；销量为 11.1 万吨，同比上升 56.3%，环比下降 21.3%。2022 年初，MRL 宣布将对 Mt Marion 项目进行扩产建设，三季度进行的扩产工作导致工厂暂时关停，造成产量下滑，但公司对扩产带来的产销恢复表示看好，并且维持 Mt Marion 矿山 2023 财年的销量指引为 60-66 万吨（MRL 拥有 Mt Marion 锂矿 50% 的权益）。

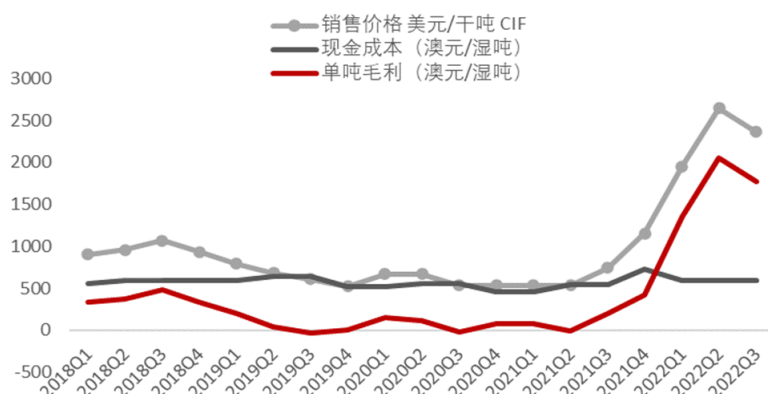
图5：Mt Marion 矿山产销量 2022Q3 有小幅下滑


资料来源：Mineral Resources 公司公告，民生证券研究院

2022 年 Q3 锂辉石均价为 2364 美元/干吨（原因为品位调整及优惠后的价格），环比下降 10.6%。据公司公示，Wodgina 矿山和 Mt Marion 矿山的锂精矿产品向下游代工厂交付时的销售参考价格上调为 4187 美元/干吨（SC6.0 FOB），与使用 Fastmarkets、亚洲金属网和 Benchmark Minerals 三者近三个月平均价格的 95%，此价格与 Greenbushes 和雅保签订的协议价保持一致。剔除掉相关特许权使用费的 CFR 单吨成本指引为 570-615 澳元，受销售均价下滑影响导致单吨毛利有所下滑。

与赣锋锂业的代工合作进展顺利。22Q3 有约 51%的锂辉石精矿交由赣锋锂业代工，并且已转换为 3772 吨氢氧化锂产品，并根据与赣锋锂业的代加工协议出售，氢氧化锂平均售价为 79288 美元/吨（含税）。

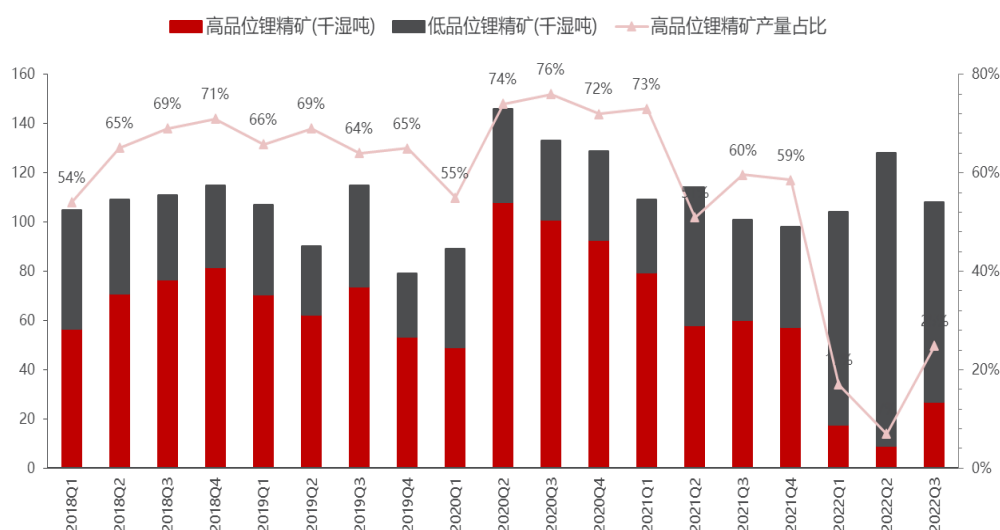
图6：公司销售价格、现金成本及单吨毛利情况



资料来源：Mineral Resources 公司公告，民生证券研究院

从锂精矿品位来看，新冠疫情下的人员配备限制和新矿坑的开辟迫使公司使用低品位库存来弥补较低的开采量，因此高品位锂精矿库存及产量都暂时偏低。Q3 高品位（6%）锂精矿占比仅 25%，该比例较 2021 年 Q3 的 60%下降了 35 个百分点，但环比较 Q3 回升 18 个百分点。

图7: MRL/GFL-西澳 Mt Marion 锂精矿品位占比情况



资料来源: Mineral Resources 公司公告, 民生证券研究院

1.1.2 Wodgina 矿山产能爬坡顺利, Kemerton 氢氧化锂工厂仍在测试

Wodgina 项目产销量大幅增加。2022 年第三季度 Wodgina 锂精矿产量为 6.4 万吨 (SC6.0), 环比大增 222%, 装运量 6.6 万吨, 环比大增 199%。公司维持 2023 财年 (22Q3-23Q2) Wodgina 装运量指引为 38~42 万吨, 结合 Mt Marion 装运量指引, 预计 2023 财年两座矿山装运量指引合计 98-108 万吨。

Wodgina 矿山持股比例提升正在协商。MRL 计划接管 Wodgina 矿山, 持股比例将由 40%提升至 50%, 但目前仍在与雅保协商中, Wodgina 一、二期产线业已投产, 三期产线建设也已完成, 后续可灵活支持产能计划。

Wodgina 于 2022 年三季度共计向中国出口三批锂辉石精矿, 以代工的形式加工为氢氧化锂, **收入将于转化为锂盐并销售后确认**, 雅保于 22Q3 使用 Wodgina 产出的锂精矿在澳洲以外的加工厂生产了 931 吨氢氧化锂, 预计该批产品将在 22Q4 完成销售。

锂盐产能扩张, Kemerton 进展顺利。公司与雅保合资建设的 Kemerton 项目将保持 ALB 和 MRL 分别持有 60%、40%的股权比例分配不变。**该项目一期建设目前进行至调试环节, 2022 年底产出合格样品。**Kemerton 二期产线已完成建设并进入调试阶段, 工艺流程与一期相同。Kemerton 建成后计划用于处理来自 Greenbushes 与 Wodgina 的锂精矿。

1.2 Pilbara：产销量稳步增加，拍卖价格上涨迅速

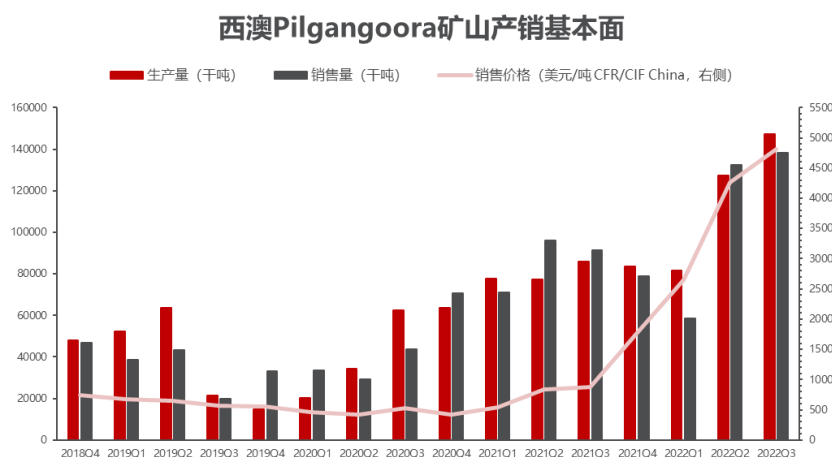
1.2.1 Pilbara 锂精矿产销量提升，Ngungaju 复产顺利

2022Q3 产销量持续提升。三季度共生产锂精矿 14.71 万吨，同比增长 71.5%，环比增长 15.6%，销售锂精矿 13.82 万吨，同比增长 51.0%，环比增长 4.4%。

Ngungaju 项目 18~20 万吨锂精矿产能完成复产，目前已开始产出中矿产品（氧化锂含量为 1.2%）。Ngungaju 项目三季度已产出 4.5 万吨品位 1.2% 的锂矿产品，为 Ngungaju 工厂产能爬坡中生产的产品。其中运营成本为 155 美元/吨，全部按 495 美元/吨（CIF 中国）实现对外销售。自第三季度起，Ngungaju 工厂年产能达到 18~20 万吨，进入满产状态。

通货膨胀及特许权使用费上涨导致 Pilbara 锂精矿生产成本居高不下，但由于价格上涨迅猛，单吨盈利迎来大幅提升。（1）2022 年三季度 MRL 首次对 Pilgan 与 Ngungaju 成本进行综合计算，两座工厂在 22Q3 的平均运营成本（FOB 黑德兰港，不含特许权使用费）为 434 美元/吨，低于 8 月份公布的成本指引（445-490 美元/干吨）下限。同时包含运费和特许权使用费在内的现金成本为 767 美元/吨（CIF 中国），环比降低 13 美元/吨。（2）成本维持高位原因：受到劳动力短缺、疫情导致的供应链受损及通胀影响，三季度锂精矿生产成本仍然保持高位，但相较二季度有所改善。（3）锂精矿售价环比上涨：Pilbara 锂精矿三季度平均销售价格为 4266 美元/吨（SC5.3 CIF 中国），折合 4813 美元/吨（SC6.0 CIF 中国），环比上涨 12.9%。本季度产生的销售中 87% 通过长期协议销售，剩余部分通过现货市场（包括 BMX 拍卖）销售。同时公司正与客户进行价格审查以保证锂精矿的长期协议售价向现货市场接近。（4）单吨盈利大幅提高：受销售价格大幅上涨带动，单吨锂精矿毛利上涨至 4046 美元/吨，环比二季度的 3487 美元/吨上升了 559 美元/吨。

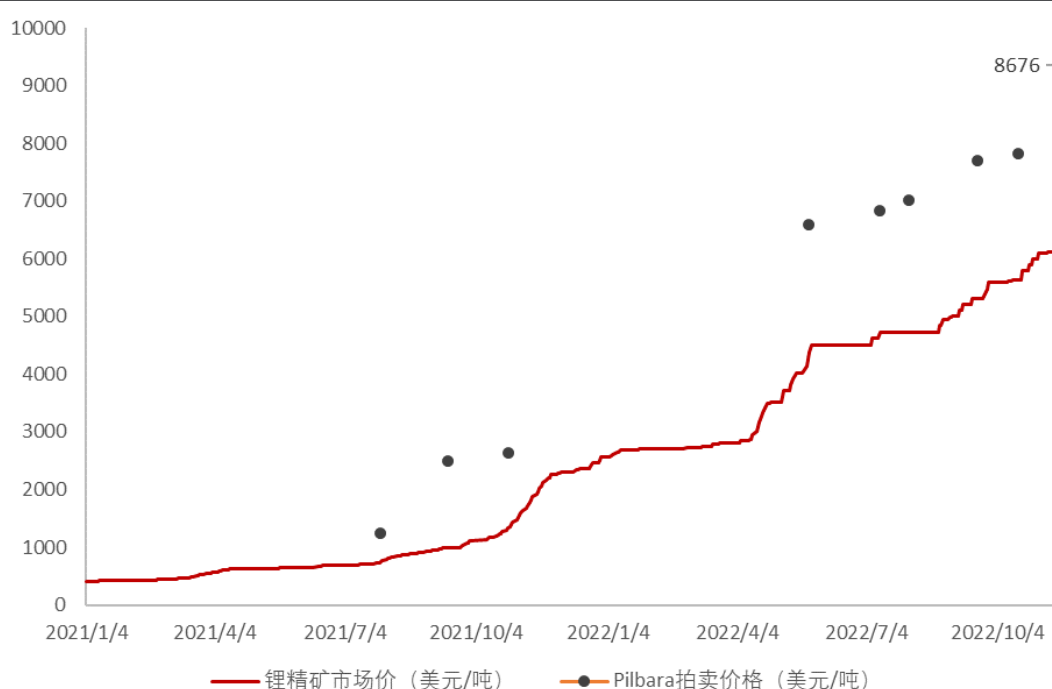
图8：2022 三季度产、销量，售价均有上升



资料来源：Pilbara Minerals，民生证券研究院

拍卖价格持续提升，首次进行现货销售。Pilbara 分别于 2022 年 7 月 13 日，8 月 2 日，9 月 19 日，10 月 18 日以及 11 月 16 日于 BMX 平台举行了五次锂精矿拍卖活动，标的均为 5000 吨锂精矿（SC5.5）。成交价格分别为 6840 美元/干吨，7012 美元/干吨，7708 美元/干吨，7830 美元/干吨，8676 美元/干吨（SC6.0 CIF 中国）。并且公司于 10 月 24 日首次签订了 5000 吨锂精矿（SC5.5）的销售合同，售价为 8000 美元/干吨（SC6.0 CIF 中国），迅速上涨的拍卖价格侧面显示了锂精矿市场的供需错配。

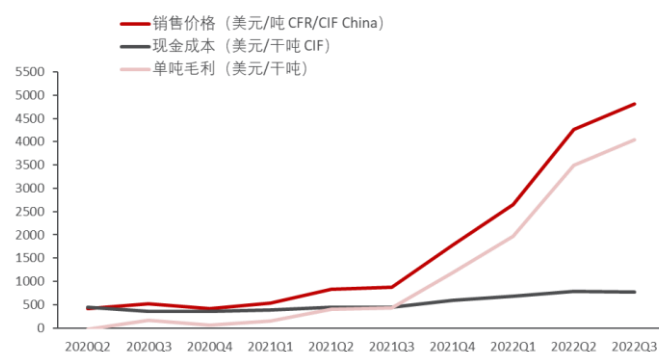
图9：锂精矿市场价与 Pilbara 拍卖价对比



资料来源：Pilbara Minerals，亚洲金属网，民生证券研究院

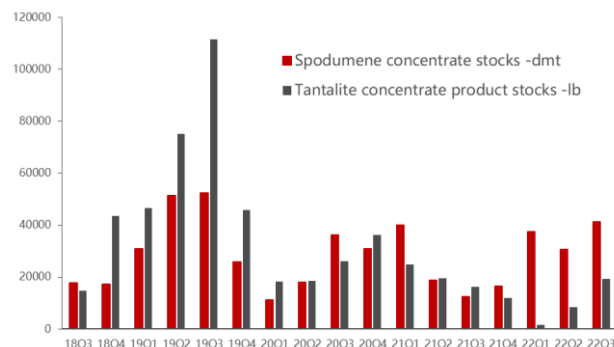
2022 三季度库存同比大幅上升、环比小幅走高，累库之下 2022 年全年业绩弹性或更显著。2022Q3 锂精矿库存为 41326 吨，环比上升 34.3%，远高于去年同期的 12557 吨，同比大增 229.1%，钽铌矿 Q3 库存为 19327 磅，同比上涨 18.8%，环比上涨 133.5%。

图10: Pilbara 锂精矿成本及毛利变动



资料来源: Pilbara Minerals 公司公告, 民生证券研究院

图11: 钽铌矿、锂精矿库存均有回升

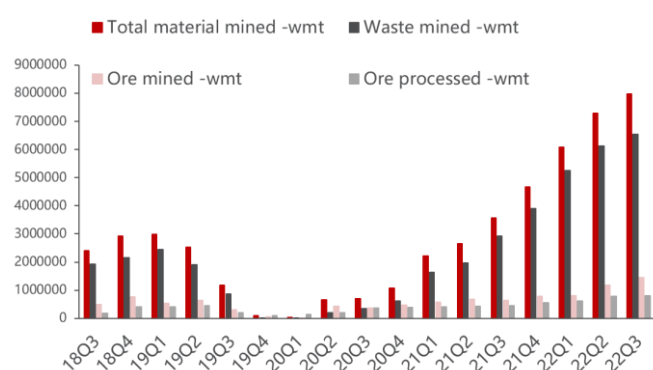


资料来源: Pilbara Minerals 公司公告, 民生证券研究院

生产节奏大幅加快, 但回收率低于预期。(1) Pilgan 矿山生产节奏持续加速, 采选量大幅增长, 2022 年以来剥采比有所回落。2022 年 Q3 矿石开采量延续此前大幅增长态势, 总原料开采量稳定增长, Q3 达 798.3 万湿吨, 环比增长 9.5%, 矿石开采量 144.3 万湿吨, 环比增加 23.0%, 矿石处理量 80.2 万吨, 环比增长 1.2%, 平均开采矿石平均品位为 1.45%, 主要对南部矿坑进行了开采。

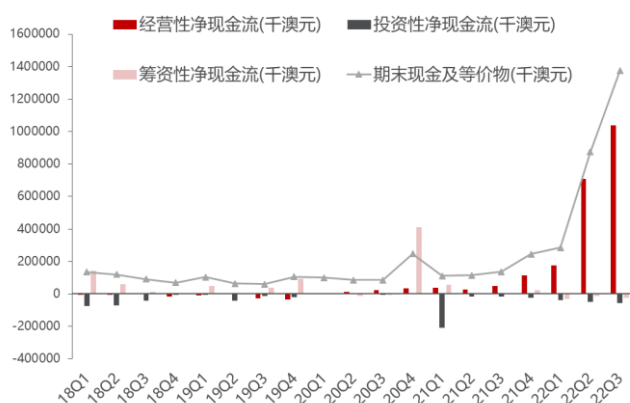
公司现金储备充裕, 财务状况良好。PLS 2022Q3 末现金余额为 13.75 亿澳元, 环比增加了 5.01 亿澳元, 主要原因为: 大幅受益于锂市场持续走高, 公司 Q3 运营现金流创新高, 达 10.37 亿澳元, 投资性现金流支出为 5460 万澳元左右, 其中包括 Ngungaju 扩产及调试、P680 项目扩建的前期投入以及尾矿处理设施的投入等, 此前法国巴黎银行提供的 2500 万澳元营运资金融资仍未动用, 并于本季度被取消。PLS 目前良好的财务状况将助力其日后的产能扩张及产销策略的运用, 有利于避免重现低价出货以回流现金的状况。

图12: 采选量均稳步上升



资料来源: Pilbara Minerals 公司公告, 民生证券研究院

图13: Pilbara Minerals 现金流情况 (千澳元)



资料来源: Pilbara Minerals 公司公告, 民生证券研究院

年产能强势上扬, 响应市场价格降低品位积极清仓。Pilbara 三季报公布公司锂精矿年产能达 58.8 万吨, 同时由于目前的市场价格良好, 同时下游客户需求持续增长, 公司决定通过将锂精矿产品的品位由二季度的 5.4% 降低至 5.3%, 以提

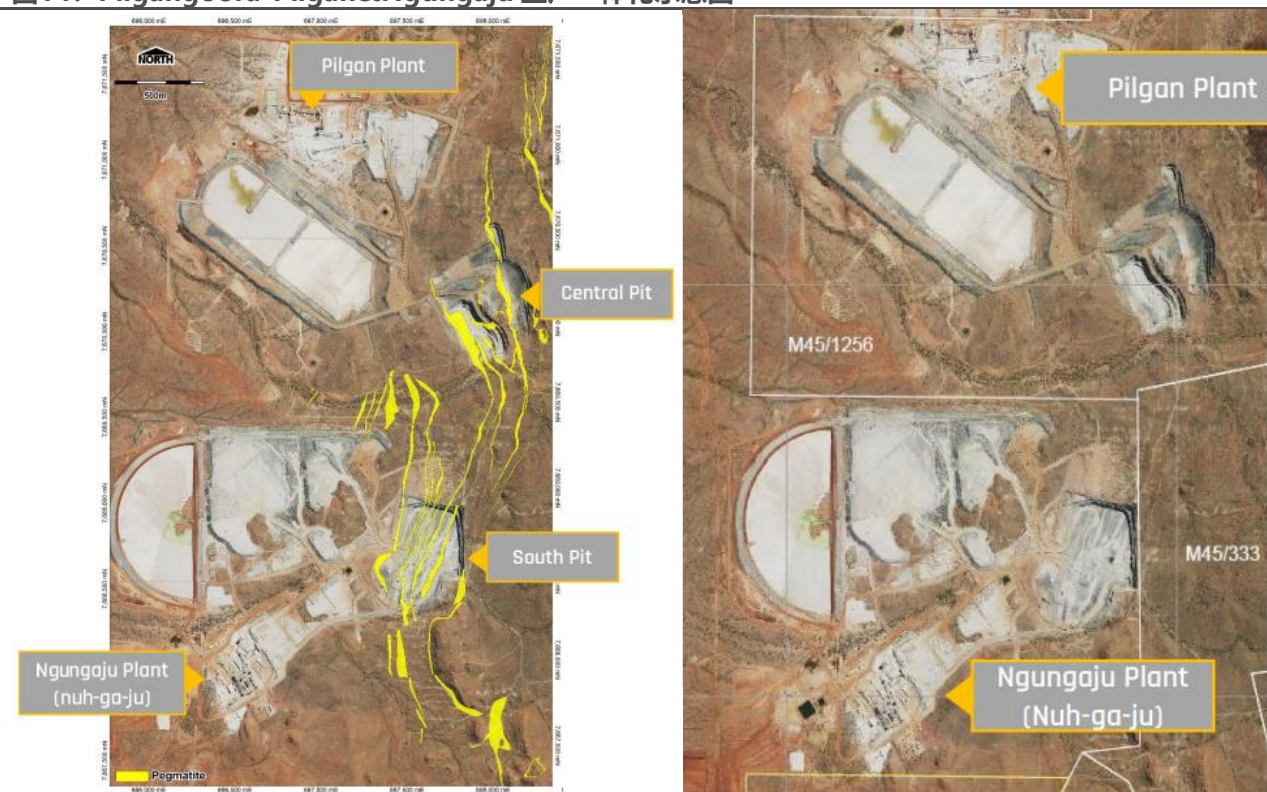
高销量利用有利的市价条件。

Pilgan 与 Ngungaju 项目合并计算导致指引单吨成本波动变大。(1) 根据 PLS 的 2022 三季报发布的成本指引, Pilgan 与 Ngungaju 项目综合单位运营成本计划为 635-700 澳元/干吨 (FOB 黑德兰港, 不含特许权使用费)。实际约为 635 澳元/干吨, 此前仅 Pilgan 项目对应成本为 650-680 澳元/干吨。三季度成本受到剥离比升高、回收率降低、劳动力成本上升、供应链中断等因素影响而增加。(2) 根据 PLS 2023 财年成本指引, Ngungaju 项目与 Pilgan 项目的综合单位运营成本计划为 530-570 澳元/干吨 (FOB 黑德兰港, 不含特许权使用费), 目前实际成本超出预期。预计随着剥离比改善、产能利用率和回收率提高, 叠加两个加工厂联合运营带来的协同效应, 成本预计将在 2023 下半年之后显著下降。

1.2.2 Ngungaju 已于 2022Q3 全面投产, P680 进展顺利

Pilgangoora 矿目前生产 5.4%-6%品位的锂辉石精矿以及 5%以上品位的初级钽精矿, Ngungaju 工厂已于 2022 年三季度达到设计产能 (18~20 万吨锂精矿/年)。Pilgan-Ngungaju 的锂辉石精矿联合产能目前已扩大至 56-58 万吨/年, 后续 P680 与 P1000 项目也在规划中, 以最大程度地享受电池原材料需求快速增长所带来的红利。

图14: Pilgangoora-Pilgan&Ngungaju 工厂一体化示意图



资料来源: Pilbara Minerals 公司公告, 民生证券研究院

P680 项目已开始土方工程建设，预计 2023 年 12 月建成调试。P680 项目为 Pilgan 工厂的扩建工程，预计综合资本成本为 2.98 亿元，旨在新增一个采、选矿配套产能工厂，目前正在进行主要剔除回路工厂的基础建设。预计将于 2023 年三季度建成调试，并于四季度完成产能爬坡，配套的 500 万吨/年采、选矿厂将于 2024 年四季度完工并开始调试，扩建完成后 Pilgangoora 项目的锂精矿总产能将提升 10 万吨至 64~68 万吨。

图15：P680 土方工程建设中



资料来源：Pilbara Minerals 公司公告，民生证券研究院

1.2.3 下游布局进展顺利，合作建设有序进行

下游延伸布局进展顺利，目标成为垂直一体化锂供应商。(1) 与 POSCO 合资建设位于光阳港的氢氧化锂加工厂：2021Q4 公司正式决定与 POSCO 在韩国合资建设氢氧化锂加工厂，计划产能 4.3 万吨/年，2 条产线中每条生产线具有 2.15 万吨/年的产能。目前已经开始建设，第一条产线预计将于 2023 年 10 月完成，较之前指引的 2023 年中有所推迟。同时 Pilbara 承诺以市场价格保障供应 31.5 万吨化学级锂精矿，为期 20 年。(2) 与 Calix Limited 合作的磷酸锂加工厂：继 Pilbara 与 Calix Limited 于 2022 年 6 月签署具有约束力的谅解备忘录后，11 月 28 日 PLS 发布公告称，公司与 Calix 公司签署了合资协议，双方将在 Pilgangoora 项目共同建设示范工厂，以利用 Calix 的专利煅烧技术生产锂盐。其中，皮尔巴拉、Calix 的股权比例分别 55%、45%。项目主要产品高纯磷酸锂沉淀可以满足下游锂原料和阴极的需求，范围研究的测试工作、工艺设计和经济评估已于 2022 年初完成，合资企业将进行示范规模的产线建设。

图16：光阳港氢氧化锂加工厂预览



资料来源：Pilbara Minerals 公司公告，民生证券研究院

图17：与 Calix 合资的磷酸锂加工厂规划

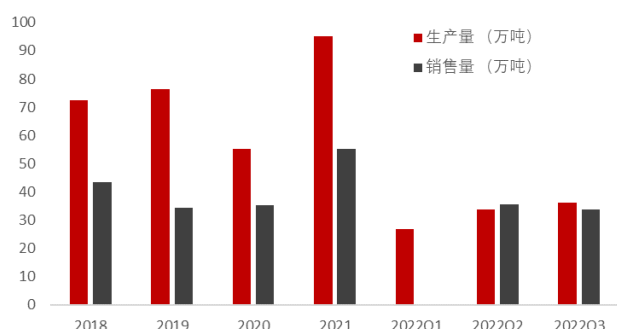


资料来源：Pilbara Minerals 公司公告，民生证券研究院

1.3 IGO: Greenbush 产量稳定增长, Kwinana 投产在即

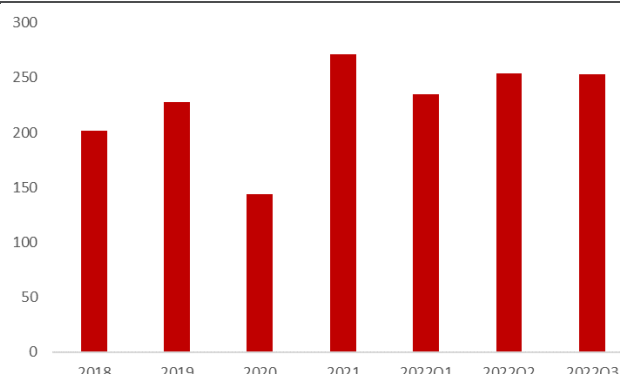
2022Q3 天齐锂业和 IGO 的合资公司 TELA 实现销售收入 18.40 亿澳元，环比增长 112%；EBITDA 为 16.19 亿澳元，22Q3 则为 1.23 亿，环比增长 149%。（1）**产量方面**，2022Q3 格林布什锂矿共生产锂辉石精矿 36.1 万干吨，环比增加 7%，同比增加 35%。IGO 将 2023 财年（22Q3-23Q2）的产能指引设置为 135-145 万吨。（2）**成本方面**，22Q3 销售成本达到 253 澳元/吨，环比下降 1%，基本保持持平。IGO 维持 2023 财年销售成本在 225-275 澳元/吨。资本支出主要用于化学级锂精矿三期工厂、矿山服务区、4 号尾矿坝（TSF4）以及储水设施建设。

图18：Greenbushes 产销量情况



资料来源：IGO 公司公告，天齐锂业公司公告，民生证券研究院

图19：Greenbushes 现金成本情况（美元/吨）



资料来源：IGO 公司公告，天齐锂业公司公告，民生证券研究院

2022 年三季度，Greenbushes 各项目均稳定推进。由于进料品位稳定，TGP 项目本季度产量及回收率有所改善；CGP1 项目产量及回收率增加，但品位环比略有降低；CGP2 工厂产量有所提高，但回收率环比降低，整体产出保持持平；CGP3 项目的土方建设目前正在进行中，同时 TRP（尾矿处理厂）产量及回

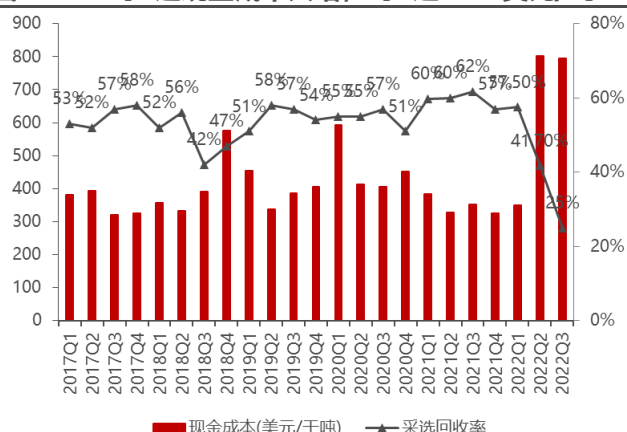
收率双双上升，带动产能持续增长。IGO 预计随着尾矿处理厂产能持续增长及 CGP2 产能利用率的进一步提高，未来锂精矿产量环比将进一步增长。

Kwinana 一期项目已建设完成，自 2022 年二季度起开始试运营，同时二号产线前期工作也已开始进行，最终投资决定将于未来几个季度内完成。公司在 Kwinana 规划的一、二期项目设计产能均为 24000 吨氢氧化锂/年。2022 年三季度，一期项目生产了 195 吨氢氧化锂，其中包含 100 吨电池级氢氧化锂和 95 吨高级氢氧化锂，实现 EBITDA 2120 万澳元（22Q2 为-330 万澳元）。本季度为提升产线稳定性及运行时间对一期项目进行的改进调试共计投入 1310 万美元。预计一期项目将于 2023 年实现商业化生产。

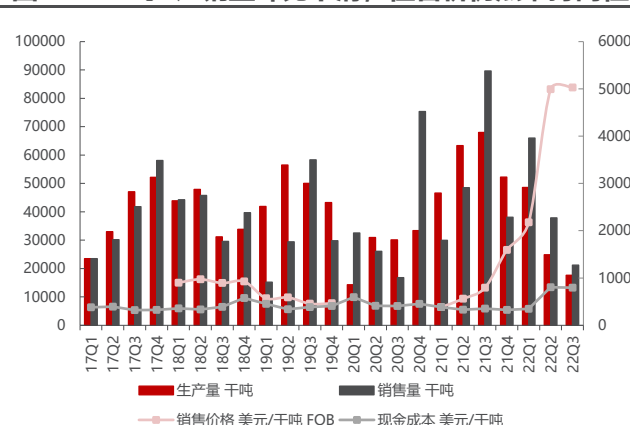
1.4 Allkem 旗下 Mt Cattlin：三季度产量持续下滑，钻探进展顺利

22Q3 锂精矿产销量环比均大幅下滑，成本维持低位。（1）采选：由于 Mt Cattlin 签约了额外的采矿承包商和额外的采矿设备，2022 年三季度采矿能力大幅提升，三季度共计开采了约 207 万立方米的原矿。（2）产销：2022Q3 生产的锂精矿产品平均品位为 SC 5.3，销售的产品平均品位为 SC 5.4，较上季度持平。产量和装运量分别为 17606 吨、21215 吨，环比分别下滑 29.1%和 43.9%，同比分别下滑 74.1%和 76.3%。产量下滑主要由于设备供应受阻、劳动力短缺、回收率降低、新矿体开采推迟等原因。（3）价格及成本：22Q3 锂精矿销售均价为 5028 美元/干吨 CIF，Q2 为 4992 美元/干吨 CIF，环比略微上涨 0.7%。现金生产成本环比下降 7 美元至 796 美元/吨 FOB，相较往年仍处于高位，主要受低品位、低产量、低回收率及高剥离率影响，同时公司将 2023 财年的成本指引定位 900 美元/干吨 FOB。

2023 财年（22Q3-23Q2）产量指引下滑，但售价大幅提高，全球锂精矿散货供给或进一步收紧。公司预计 Mt Cattlin 矿山在 2023 财年生产锂精矿 14~15 万吨，相较 2021 年全年产出的 23 万吨大幅下降。针对产量下滑的问题，Allkem 公司采购了新的挖掘设备，采矿产能提升 33%，同时公司预计 2023 年 Q1、Q2 的锂精矿产量将占 2023 财年（22Q3-23Q2）整体的 30%、40%，2023 年上半年锂精矿产量将有所恢复。

图20：22Q2 起现金成本大增，Q3 达 796 美元/吨


资料来源：Allkem 公司公告，民生证券研究院

图21：22Q3 产销量环比下滑，但售价仍然维持高位


资料来源：Allkem 公司公告，民生证券研究院

1.5 Core Lithium：首次进行锂辉石原矿拍卖，特斯拉长协终止

1.5.1 Finnis 项目首次开采并拍卖锂辉石原矿

目前 Core 公司共有 8 个矿区，探明、控制、推断资源总量为 24.82 万吨氧化锂、平均品位 1.32%，总储量 14.30 万吨氧化锂、平均品位 1.3%，其中露天开采储量 4.39 万吨氧化锂、洞采储量 9.91 万吨氧化锂。Core 首期围绕 Grants 矿区露天开采，剥采比 21.6：1，资本支出约 8900 万澳元，用于建设一套 100 万吨/年的重选装置，在 12 年的开采期限内平均年产 16 万吨锂精矿。

2022 年 9 月 15 日，Finnis 项目首次产出锂辉石原矿，Core 公司选择通过线上拍卖的方式对此批未经加工的锂辉石原矿进行销售，10 月 3 日，此批 1.5 万吨原矿通过数字交易平台完成拍卖，平均品位为 SC1.4，售价为 951 美元/吨（CIF），目前正在通过达尔文港发货，首批原矿装船将于今日开始。

同时公司将对原矿破碎工厂进行调试，加速建设锂精矿产线，公司预计 2023 年上半年将产出锂辉石精矿。Core 获得了 BP33 矿山的环保批准，同时向监管部门提交了矿山管理计划。

图22: Finnis 产出的首批原矿



资料来源: Core Minerals 公司公告, 民生证券研究院

1.5.2 与特斯拉的长协终止, 赣锋出售部分股权, 公司定增募资

2022 年 3 月, Core 公司与特斯拉签署了一项具有约束力的投资意向书, 约定 Core 公司自 2023 年起十年内向特斯拉供应 11 万吨锂辉石精矿。协议的具体条款取决于双方于 8 月 27 日之前的谈判结果, 随后谈判期限进一步延长至 10 月 27 日, 但 Core 公司于 10 月 27 日宣布该项协议终止。

2022 年 9 月 29 日, 赣锋锂业出售部分其持有的 Core Lithium 股权, 赣锋原先持有其 5.28% 股权。同时签订了为期 4 年, 每年 7.5 万吨锂辉石精矿包销协议, 目前协议依然生效。

10 月 3 日, Core Lithium 通过定向增发 9710 万股募得资金 1 亿美金, 用于推进 BP33 矿山的开发以及为 Finnis 项目提供资金。

1.6 AMG: 锂业务进展迅猛, 产能建设如火如荼

AMG 巴西公司的锂辉石扩建项目正在建设中, 预计 2023 年下半年达产。目前 AMG 锂精矿年产能为 9 万吨, 扩建项目正在建设中, 计划新增 4 万吨年产能, 预计 2023 年下半年实现满产。

AMG 已将锂产业链整合至同一法律实体下, 目前正在对其锂业务管理及治

理结构进行调整，以期进一步提高锂业务的长期价值。公司已达产战略代工协议，可向位于德国 Bitterfeld 的电池级氢氧化锂精炼厂供应工业级氢氧化锂，Bitterfeld 的精炼厂一期 2 万吨产能目前正在建设中，预计 2023 年四季度开始调试。

1.7 Sigma Lithium: Grota do Cirilo 推迟至 2023 年开启商业化生产

Sigma Lithium 公司旗下的 Grota do Cirilo 项目位于巴西东部，项目位置毗邻 Jequitinhonha 河，距离供应电力的 Irape 水电站也较近，水电供应比较便利。Sigma Lithium 公司目前将该项目分为四个矿区，即 Xuxa 矿区、Barreiro 矿区、Murial 矿区和 Lavra do Meio 矿区，并别进行了勘探工作。

图23：项目距离港口不远，产品交通便利



资料来源：Sigma Lithium 公司公告，民生证券研究院

图24：项目周边基础设施成熟



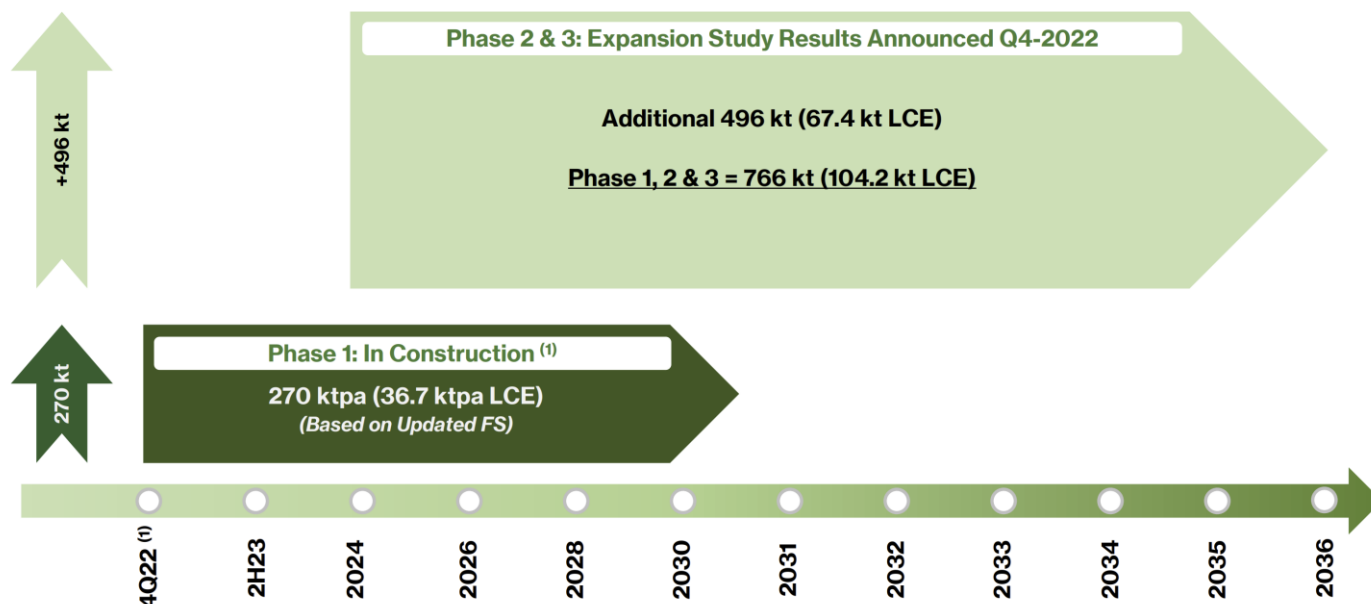
资料来源：Sigma Lithium 公司公告，民生证券研究院

资源量及储量：根据 2022 年 4 月 Sigma Lithium 公告更新的 Grota do Cirilo 锂项目 Xuxa 矿区和 Barreiro 矿区的矿石储量数据，其中 Xuxa 矿区的储量(证实的+概略的)为 1180 万吨，品位为 1.55 Li₂O%，对应 LCE 当量为 45.2 万吨；Barreiro 矿区的储量(证实的+概略的)为 2180 万吨，品位为 1.437 Li₂O%，对应的 LCE 当量为 73.0 万吨。

产能规划及进度：公司计划一期建设生产 23 万吨锂精矿（SC 5.5）的产能，计划于 2023 年 4 月开始商业生产，较原来预期投产时间 2022 年底有所推迟。规划第二、第三阶段将产量提升至 76.6 万吨/年，最终的扩产可研将在 22Q4 公布。根据第一期产能的可研报告，在锂精矿价格为 1954 美元/吨的假设下，预计

该项目第一阶段的税后净现值为 16 亿美元税后内部收益率为 424%，预期税后投资回收周期为 4 个月。

图25: Sigma Lithium 规划的三期产能总计可达 76.6 万吨锂精矿/年



资料来源: Sigma Lithium 公司公告, 民生证券研究院

图26: Sigma Lithium 规划的产能示意图



资料来源: Sigma Lithium 公司公告, 民生证券研究院

2 南美盐湖 2022Q3 综述：量价齐升，全年业绩指引再提升

南美盐湖锂公司 22Q3 业绩环比同比皆再一次提升，对全年价格转向乐观并陆续上调全年业绩指引。2022Q3 各公司销售收入及调整后的 EBITDA 同环比都实现一定幅度的上涨。各企业认为锂的供需紧张将至 2023 年上半年，对锂价维持乐观的判断，同时认可当前锂价的持续性并继续上调全年的业绩指引。海外长单价格已追平国内锂价，各公司不同程度的调整长短单比例，散单比例增加，长单定价周期缩短，使得三季度售价均价再度提升，三季度海外氢氧化锂价格持续高于国内。

价格上涨强势拉动业绩上涨，扩产计划进展顺利保障业绩。南美盐湖锂公司 2022Q3 业绩主要贡献来自于产品价格的提升，同时有部分公司规划的新增产能将带来业绩提升。

我们判断在 2023 年，产品价格的上涨将持续带动南美盐湖锂厂的业绩释放，同时新增的产能也会带来大幅业绩提升，南美盐湖锂厂普遍为一体化企业，资源自给充足，在未来锂精矿持续短缺的背景下南美盐湖企业将更好的保证业绩的释放。产量的波动对全年供给带来不确定性，随着新能源车需求的持续增长，预计 2023 年锂价将维持在较高水平。

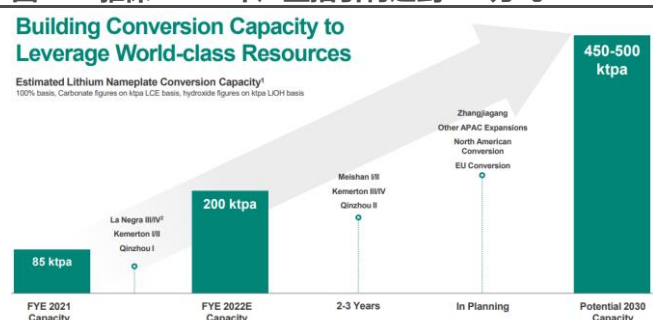
2.1 Albemarle：量价持续提升，全年预期再上调

2022Q3 雅保公司实现销售收入 20.9 亿美元，同比增长 152%，环比增长 41%，经调整 EBITDA 达 11.9 亿美元，同比增长 447%，环比增长 95%。业务方面，锂业务贡献主要增量，溴业务保持稳定小幅增长，催化剂业务持续下滑。

此次雅保公司小幅修改全年公司业绩指引，上次上调盈利预期为 2022 年 8 月 3 日。此次调整业绩预期后，预计 2022 年实现销售 71-74 亿美元，同比增长 115-125%，此前预计全年实现销售为 71-75 亿美元；预计经调整 EBITDA 为 33-35 亿美元，同比增长 280%-300%，此前预计为 32-35 亿美元；经调整 EBITDA 利润率预计为 46-47%，同比上升 20-21pct，此前预计为 45%-47%；运营净现金预计为 14.5-16.5 亿美元，同比增长 320%-380%，此前预期为 14-17 亿美元；资本开支方面略微下调预期上限，修改为 13-14 亿美元，此前为 13-15 亿美元。

22Q3 锂业务销售收入 15 亿美元，同比增长 318%，环比增长 68%，经调整 EBITDA 为 11 亿美元，同比增长 789%，环比增长 124%。(1) 2022Q3 锂业务经调整 EBITDA 利润率为 74%，同比 2021Q3 的 35%增长 39pct，环比

2022Q2 增长 19pct, 锂产品成为 EBITDA 增长的主要动力。(2) 量价: 锂产品售价同比上涨 298%, 出货量同比上升 20%。(3) 下游需求结构方面, 85%的锂盐需求由欧洲及中国新能源车拉动, 15%由消费电子及工业需求拉动。(4) 公司保持锂业务全年指引, **保持此前预期的 2022 全年经调整 EBITDA 同比增加 500-550%**, 锂平均销售价格保持此前预期的 2022 全年同比增加 225-250%, 产量方面指引维持不变, 预计 2022 年全年同比增加 20-30%。

图27: 雅保 2030 年产量指引将达到 50 万吨


资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院

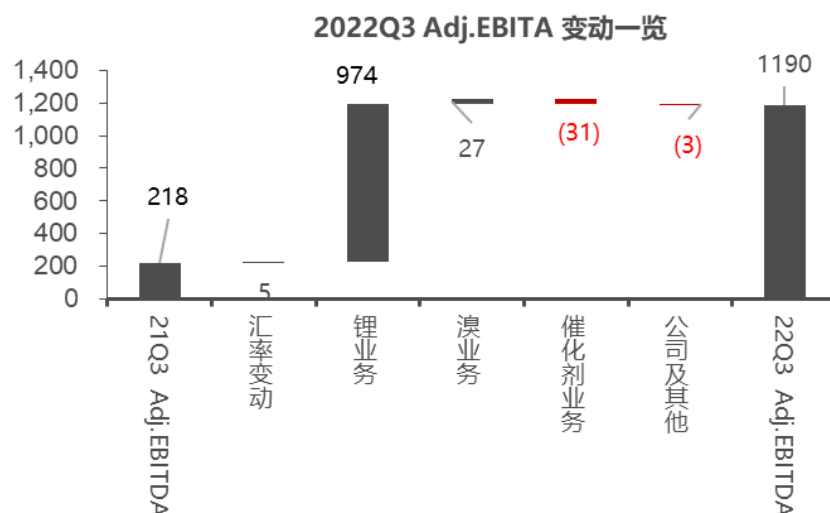
图28: 雅保小幅收紧 2022 业绩指引
Tightening 2022 Guidance

As of Nov 2, 2022

	FY 2021	Previous FY 2022 Guidance (as of August 3, 2022)	Revised FY 2022 Guidance	Revised FY 2022 Guidance vs FY 2021
Net Sales	\$3.3B	\$7.1B – \$7.5B	\$7.1B – \$7.4B	+115 to 125%
Adj. EBITDA	\$871M ¹	\$3.2B – \$3.5B	\$3.3B – \$3.5B	+280 to 300%
Adj. EBITDA Margin	26.2% ¹	45 – 47%	46 – 47%	+2,000 to 2,100 bps
Adj. Diluted EPS	\$4.04 ¹	\$19.25 – \$22.25	\$19.75 – \$21.75	+390 to 440%
Net Cash from Operations	\$344M	\$1.4B – \$1.7B	\$1.45B – \$1.65B	+320 to 380%
Capital Expenditures	\$954M	\$1.3B – \$1.5B	\$1.3B – \$1.4B	

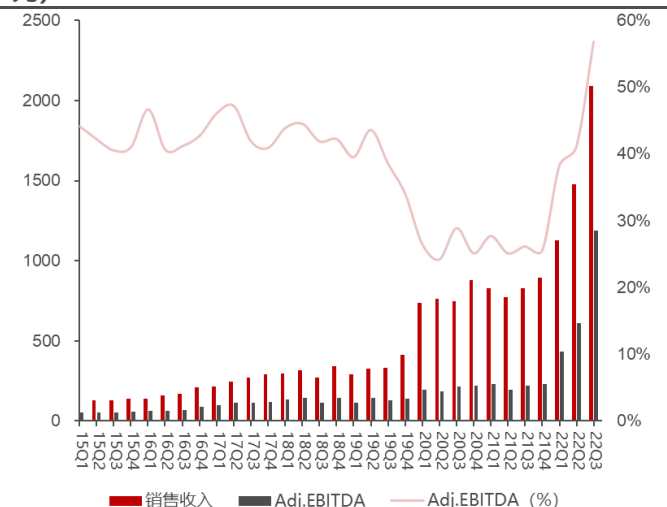
Other inputs for 2022: Depreciation and Amortization \$200M – \$210M; Adjusted effective tax rate 22%-24%; Corporate costs \$100M – \$105M; Interest and financing expenses \$110M – \$120M; Weighted-average common shares outstanding – diluted 117.8M.

资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院

图29: 2022Q3 锂业务贡献经调整 EBITDA 主要增量 (百万美元)


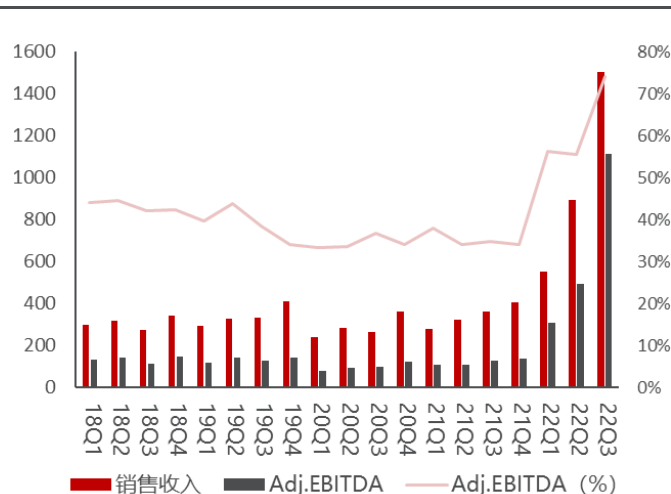
资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院

图30：2022Q3 收入利润率同环比继续增长（百万美元）



资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

图31：22Q3 锂业务收入利润继续高增（百万美元）

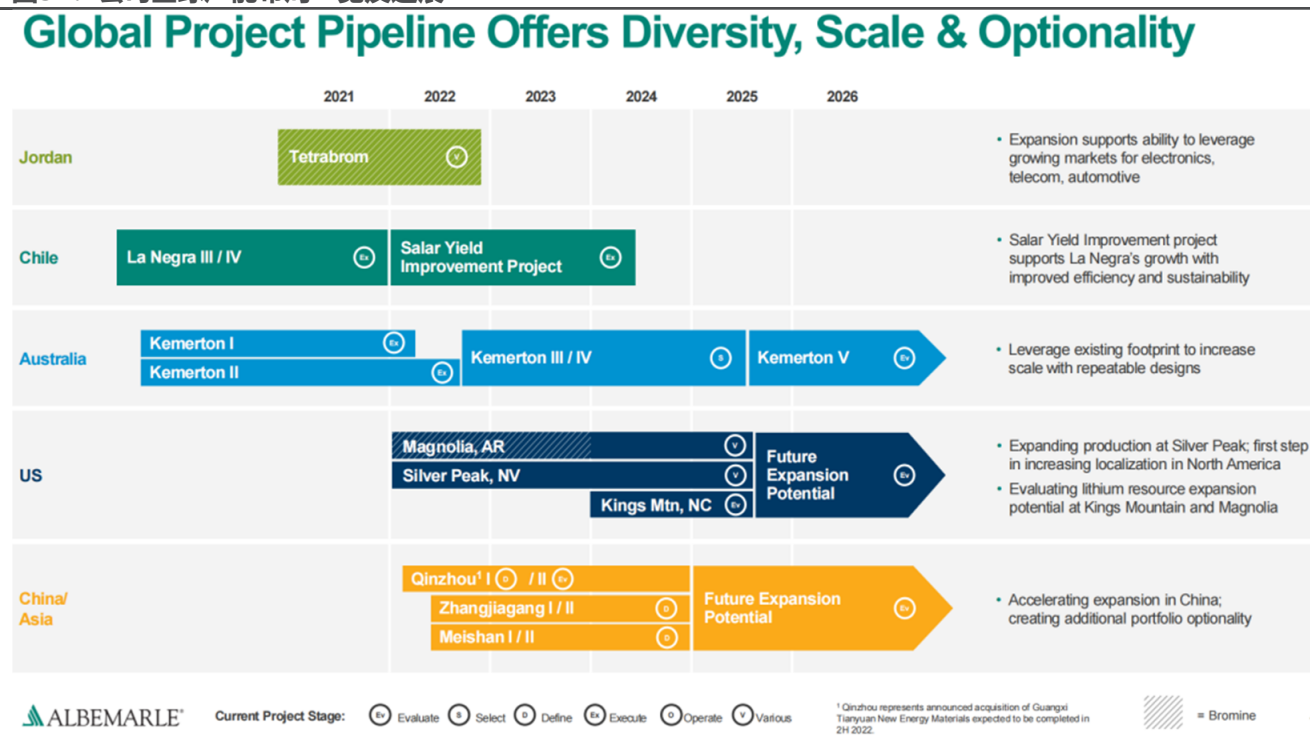


资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

资本开支维持指引，各项目稳步推进。2022 年将资本开支规模指引小幅下调至 13-14 亿美元，此前为 13-15 亿美元。公司旗下 La Negra III/IV 加工厂目前已经投产并且具备运营资格，目前正按生产计划推进，计划在明年年中完成工程建设。公司目前在中国、澳大利亚、北美和南美进行投资，预计到 2022 年年底可达到 20 万吨，预计到 2030 年设计产能将达到 50 万吨。其余在建产能方面：

- 澳大利亚：Kemerton I 加工厂正在加紧调试，预计年底前将生产合格样品；Kemerton II 加工厂已实现机械完工，并过渡到试运行。
- 中国：中国广西钦州锂加工厂的收购已于 2022 年 10 月 25 日完成；四川眉山 5 万吨氢氧化锂项目的建设正在按计划进行中。
- 美国：Silver Peak 的扩建项目继续按计划进行；Megaflex 项目的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 年上线。

图32：公司全球产能布局一览及进展



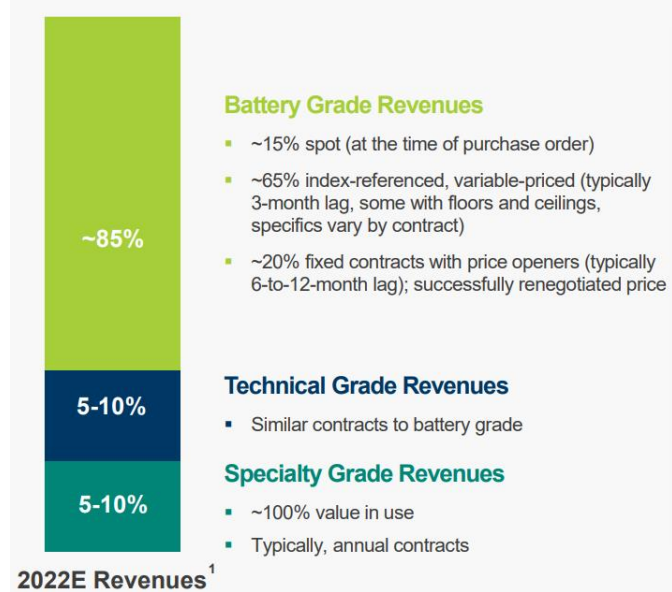
资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

产品结构再度优化，平均售价再度上涨。公司销售的锂产品中，电池级碳酸锂销售占比保持 85%，技术级碳酸锂产品占比保持 5%-10%，特种锂产品占比保持 5%-10%。同时电池级碳酸锂售价调价频率高更贴近市场价，因此公司锂产品平均售价进一步上涨。

电池级碳酸锂定价上，公司现货结算比例保持低位，可变价长单比例依旧较高。公司合同现货价定价（采购下单时价格）占比保持 15%，合同参考指数可变价格定价（滞后市场价格约 3-6 个月，设最低价及最高价）占比保持 65%，以及约 20%合同固定价格定价（平均市场约 6-12 个月）。

工业级碳酸锂的销售结构与电池级碳酸锂结构相似，特种锂产品以年度长单为主，公司锂盐平均售价保持贴近市场价。

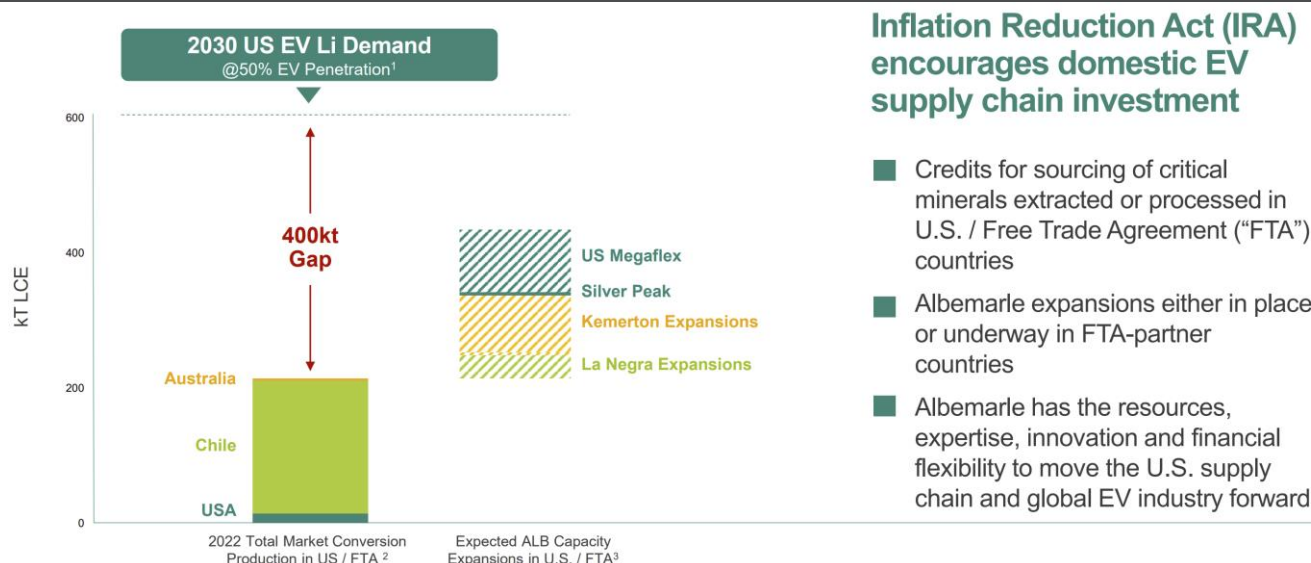
图33：公司锂盐产品销售结构情况



资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

公司认为自身有能力顺应《美国通胀削减法案》实现北美电池供应链资源端的本土化。公司预计 2022 年美国 and 自由贸易协定国家的预期锂产量（包括来自 Albemarle 和其他锂生产商的产量）与预测的 2030 年美国电动汽车对锂的需求相比，仍然存在 40 万吨锂盐的差距。公司凭借自身在美国、澳大利亚和智利的扩张计划，完全有能力填补供应的缺口、实现北美电池供应链的本土化。

图34：公司可凭借自有产能保障美国的锂资源供应

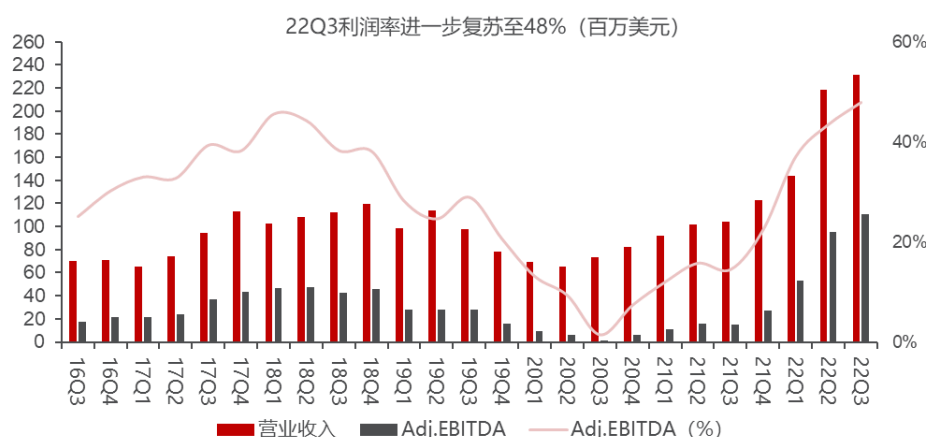


资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

2.2 Livent：产销恢复良好，应势带来业绩增长

2022 年三季度 Livent 实现销售收入 2.32 亿美元，环比增长 6%，同比增长 123%，经调整 EBITDA 达 1.11 亿美元，环比增长 17%，同比增长 639%。报告的 GAAP 净收入为 7760 万美元，环比增长 29%。在经调整 EBITDA 中，相较于 2022Q2，价格进一步上涨，同时销量也有增加，量价齐升带来更高的收益，财务业绩于本季度创历史记录。

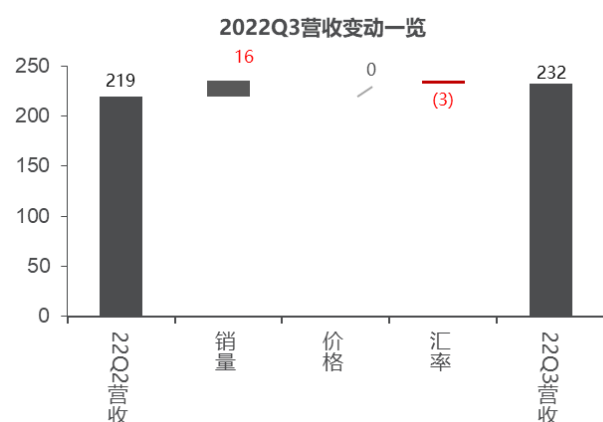
图35：2022Q3 度利润率大幅提升



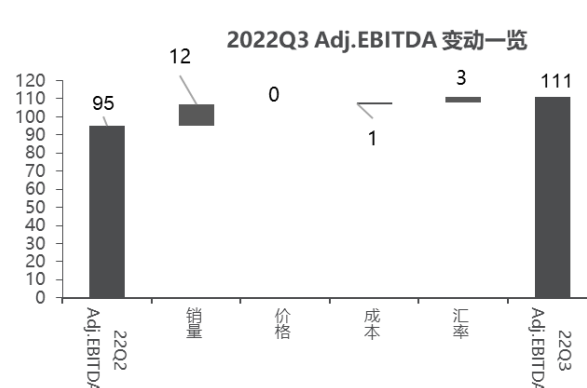
资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

22Q3 业绩强劲，三季度锂价进一步上涨全面带动经调整 EBITDA 提升。公司认为锂市场将在 2023 年上半年依然维持供需紧张，同时公司缩小 2022 年全年财务指引范围，并提高了经调整 EBITDA 的指引中枢。22Q3 公司的销量同环比有所回暖，同时锂盐价格的大幅上涨支撑公司业绩的增长。随着年底将近，公司进一步细化了 2022 年全年业绩指引，收入方面由原来的 8-8.6 亿美元缩小至 8.15-8.45 亿美元，上调后中值预计同比 2021 年增长 97%；经调整 EBITDA 由原来的 3.5-3.7 亿美元上调至 3.25-3.75 亿美元，上调后中值同比 2021 年提升了 418%。公司预计全年出货量同比 2021 年持平，但平均价格将显著提高，从而实现更强的盈利能力，公司还预计成本将高于上一年，主要受物流、原料价格、通胀等影响。

销售结构方面，公司将进一步推动定价周期缩短，最终长单价格更贴近于市场价。除了碳酸锂与氢氧化锂外，公司还将推动缩短丁基锂以及金属锂的产品定价周期，将积极从年度定价调整为更短周期的周期定价。

图36：2022Q3 销量上涨为营收主要增量（百万美元）


资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

图37：2022Q3 销量为经调整 EBITDA 贡献主要增量（百万美元）


资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

产能规划维持现有预期，各项目进度稳定推进。

碳酸锂方面，维持将在 23Q1 及 23Q4 各投产 1 万吨碳酸锂产能的指引，预计首个 1 万吨项目将于 22 年底完成工程建设并于 23Q1 投产，第二阶段 1 万吨产能扩张计划预计将于 2023 年底建设完成。届时，公司碳酸锂总产能将相对 2021 年实现翻倍。

氢氧化锂方面，（1）公司在 Bessemer 市的 5000 吨的氢氧化锂扩建计划已于 22 年三季度完成、并于 22Q4 投产，但扩产并不会在 22 年贡献销售。（2）同时公司将在中国浙江新增规划一个 1.5 万吨/年的氢氧化锂加工厂。（3）公司完成 Nemaska 锂业的交易，目前持股比例已达 50%，Nemaska 是一体化的氢氧化锂项目，具备 3.4 万吨的氢氧化锂产能，计划于 2023 年初开始建设、2025 年年底完成工程建设，预计将于 2026 年实现首次产出。

图38：公司扩产规划

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
1a Lithium Carbonate									
Current	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Expansions	--	20	20	50	50	50	50	65	80
Total Carbonate Capacity	20	40	40	70	70	70	70	85	100
Less: Carbonate to Feed Hydroxide	(20)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
Excess Carbonate Available for Sale	0	0	0	30	30	30	30	45	60
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
2 Nemaska⁽²⁾	--	--	--	34	34	34	34	34	34
3 Recycling Plant⁽³⁾	--	--	--	10	10	10	10	10	10
Total Hydroxide Capacity	30	45	45	89	89	89	89	89	89

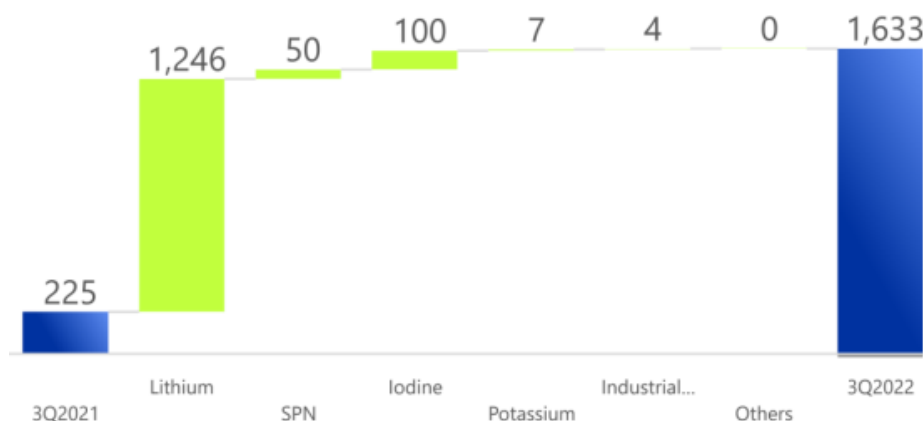
资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

2.3 SQM：22Q3 锂业务继续向好，业绩大幅增长

受锂业务提振，公司 22Q3 业绩大幅增长。 (1) 22Q3 公司营收为 29.58 亿美元，较去年同期的 6.62 亿美元增长了 347%；毛利为 16.33 亿美元，较去年同期的 2.25 亿美元增长了 626%；净利润为 11.00 亿美元，较去年同期的 1.06 亿美元实现了 938% 的增长，单季度利润超出 2021 年全年利润。(2) 22Q3 公司锂及衍生品板块实现营收 23.35 亿美元，同比增长 1162%；实现毛利 13.56 亿美元，同比增长 1560%。(3) 公司业绩的增长主要来自于锂业务的量价齐升，从 22Q3 来看，毛利润同比大幅增长 14.08 亿美元，其中锂业务贡献了 12.74 亿美元的毛利润增量。

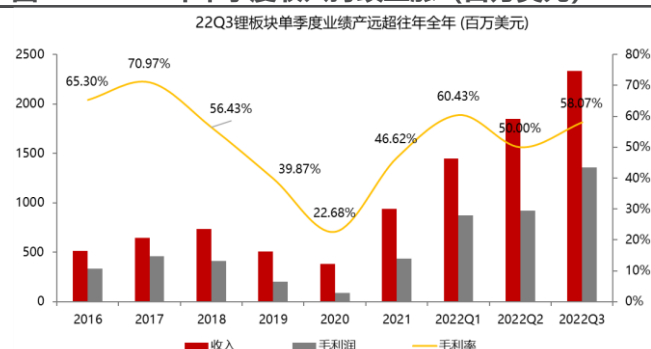
其余财务数据向好，公司业绩加速兑现。 (1) 费用率下降：2022 年前三季度不包含折旧摊销在内的销售成本为 33.03 亿美元，同比增长 232%；管理费用为 1.02 亿美元（收入占比 1.4%），去年同期管理费用为 8390 万元（收入占比 4.7%），同比增长 21.5%；2022 年前三季度净财务费用为 4750 万美元，去年同期为 5580 万美元，净财务费用小幅下降，同比下降 14.9%。(2) EBITDA 数据向好：2022 年前三季度调整后的 EBITDA 为 41.7 亿美元，远高于去年同期 6.3 亿美元，同比大增 562%。2022 年前三季度调整后的 EBITDA 利润率为 55.1%，远高于去年同期 35.2%，同比提升 19.9pct。22Q3 调整后 EBITDA 为 16.6 亿美元，远高于去年同期 2.5 亿美元，同比增加 564%。22Q3 调整后的 EBITDA 利润率为 56.1%，远高于去年同期 37.9%，同比提升 18.2pct。

图39：SQM 在 2022Q3 的毛利润变化情况，同比增量主要由锂业务贡献（百万美元）



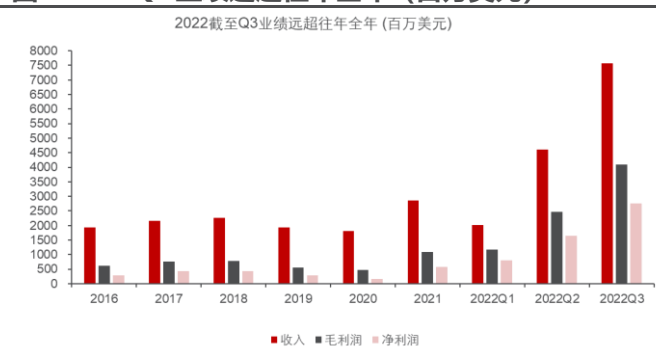
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图40：2022 年单季度收入持续上涨（百万美元）



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

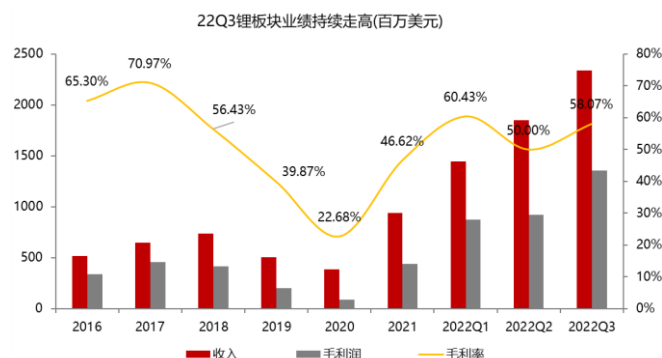
图41：22Q3 业绩远超往年全年（百万美元）



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

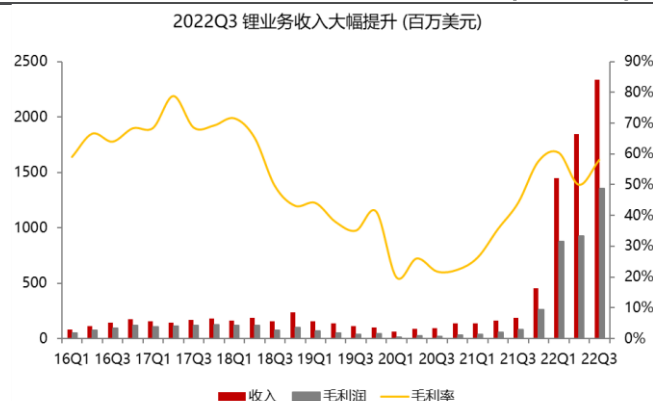
锂业务迎来量价齐升，经营状况同比、环比大幅提升。 (1) 22Q3 年锂业务营收为 18.47 亿美元，较去年同期的 1.63 亿美元大幅增长了 1033%，环比增长 27%。锂业务毛利率 50%，同比提升 14pct，环比下降 10pct，22H1 年锂盐业务板块的毛利约占 SQM 综合毛利的 73%。(2) 22Q3 销量为 4.16 万吨，环比大幅增长，同时 22Q3 锂盐售价进一步上涨至 5.6 万美元/吨，售价环比上涨 3.7%。

图42：22Q3 年锂业务业绩持续走高(百万美元)



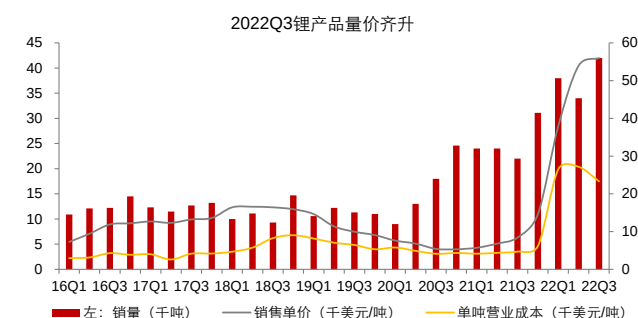
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图43：22Q3 锂业务毛利润占比高达 77%(百万美元)



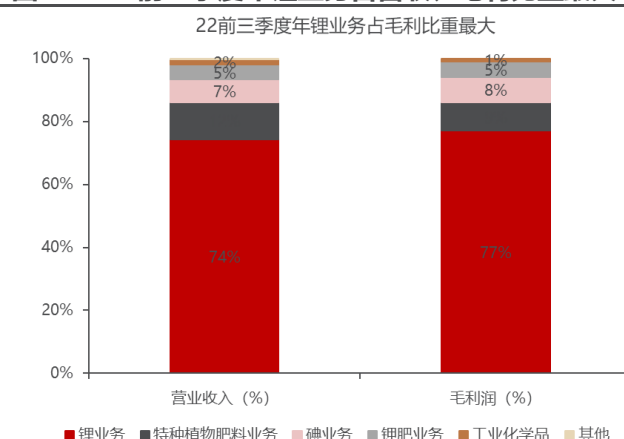
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图44：22Q3 锂盐单吨售价继续上涨，同时成本降低



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图45：22 前三季度年锂业务占营收、毛利比重最大



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

目前，公司产能已达 18 万吨碳酸锂，目标锂盐产量 14.5 万吨，新的扩建计划可将产能提升至 21 万吨碳酸锂。（1）公司在 2023 年的目标将是将氢氧化锂的产能提高到每年 6 万吨，目前公司碳酸锂产能已达 15 万吨，氢氧化锂产能已经达到 3 万吨，新增的 3 万吨氢氧化锂精炼厂将在中国四川工厂建设完成。（2）预计智利工厂在 2024 年可达到 17 万吨碳酸锂产能，4 万吨氢氧化锂产能，此外还将新增奎纳纳精炼厂的 5 万吨氢氧化锂产能（50%权益），届时共计拥有 17 万吨碳酸锂产能，12 万吨氢氧化锂产能。

2.4 Allkem 旗下 Olaroz：产销同环比回升，22Q3 售价指引持平，Naraha 工厂产出顺利

2022 年三季度 Olaroz 实现销售收入 1.5 亿美元，环比增长 6%，毛利润达

1.26亿美元，环比增长70%。经营数据上，Olaroz项目22Q3产销量环比回升。

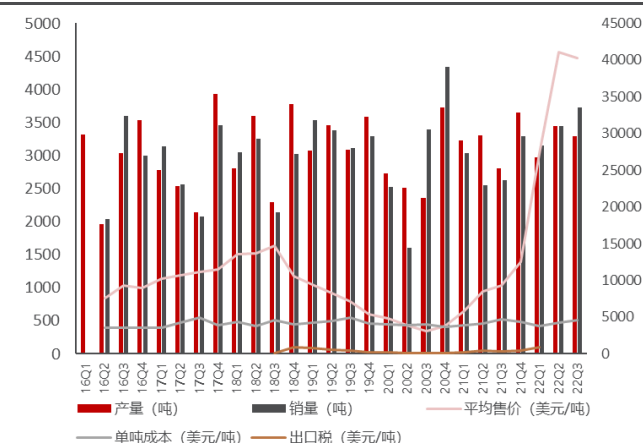
1) 量：2022Q3 碳酸锂产量为 3289 吨（43%为电池级），同比降低 5%，环比增长 17%；销售 3721 吨（40%为电池级），同比增长 42%，环比增加 8%。**2)**

价及成本：22Q3 销售均价 40317 美元/吨，环比小幅下跌 2%；现金成本 4563 美元/吨，环比上升 6%，成本上升主要是能源、劳动力和试剂成本上升所致，同时公司本季度销售的产品种电池级比例较低，但经营表现有所好转。公司 22Q3 碳酸锂现金毛利率为 89%，毛利达到 35754 美元/吨。**3) 指引：**公司预计 22Q4 的碳酸锂售价将达到约 50000 美元/吨，结合三季度实现价格考虑，这一预计符合 2023 财年（22Q3-23Q2）上半年制订的 47000 美元/吨的价格指引。

22Q3 公司 Olaroz 二期项目仍在建设，盐田已完成调试，但受到原材料供应及物流影响，关键设备的交付可能延迟，预计预调试将于 2023 年上半年进行，2023 年二季度完成建设，首次实现生产，截至 22 年 9 月，总体进度完成约 93%。由于盐湖提锂易受天气影响，产能利用率波动较大，项目未来投产放量情况需进一步观察。经合资企业评估，预计总资本支出将增加 12%至 4.25 亿美元（不包括增值税及营运资金），资金将通过经营现金流提供。

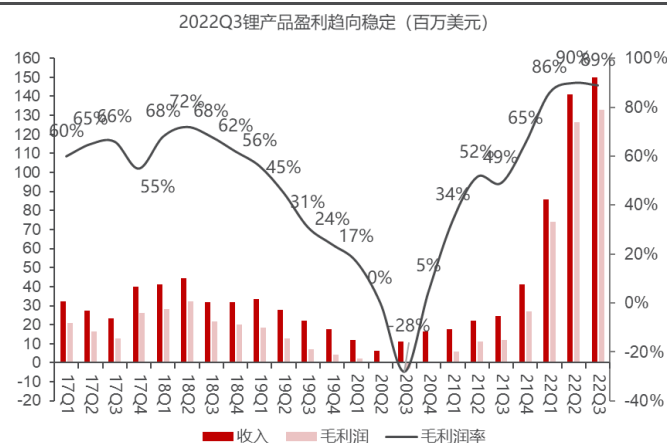
高锂价下，二期项目具备极强盈利能力。根据二期经济性分析报告显示，按 100%权益计算，基于 14000 美金/吨（FOB）的销售价格，二期项目的税后内部收益率在 137%。而目前锂价远高于项目假设，Olaroz 于年初调整了定价机制，2022 年售价指引大幅提升，公司产品原定价机制为季度调整，且约 1/3 为固定价格，1/3 为挂钩合约指数，仅 1/3 为挂钩现货价格，2022 年固定价格年度合同将调整为与指数价格挂钩且调价周期为 2 个月，未来将再无固定价格合同。

图46：22Q2 起 Olaroz 销售均价显著上涨



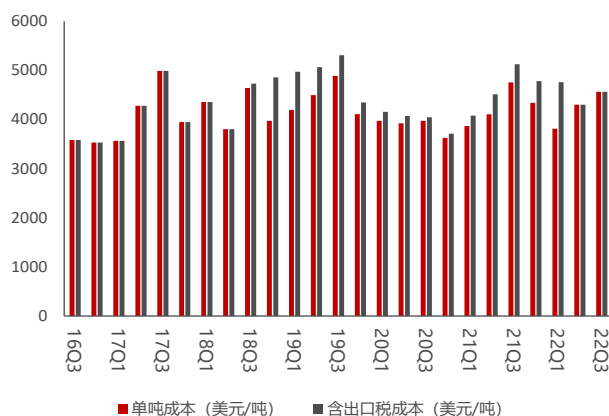
资料来源：Allkem 公司公告，民生证券研究院

图47：Olaroz 毛利润率保持高位，22Q3 为 89%



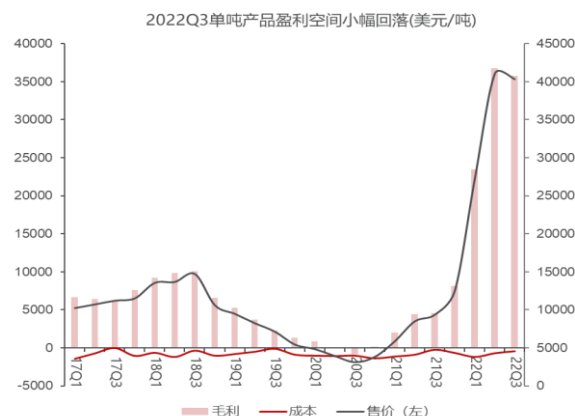
资料来源：Allkem 公司公告，民生证券研究院

图48: Olaroz 的碳酸锂现金成本一直维持较低水平



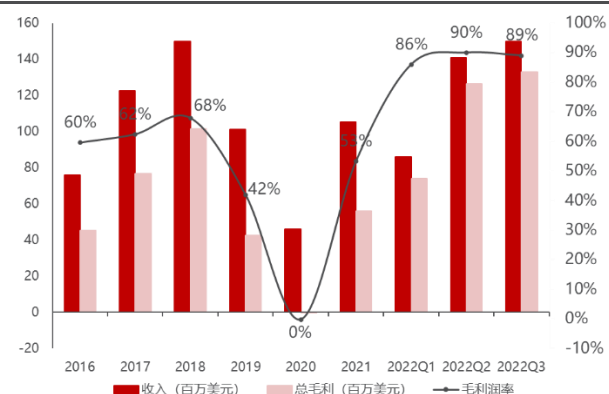
资料来源: Allkem 公司公告, 民生证券研究院

图49: 22Q3Olaroz 单吨盈利空间小幅回落



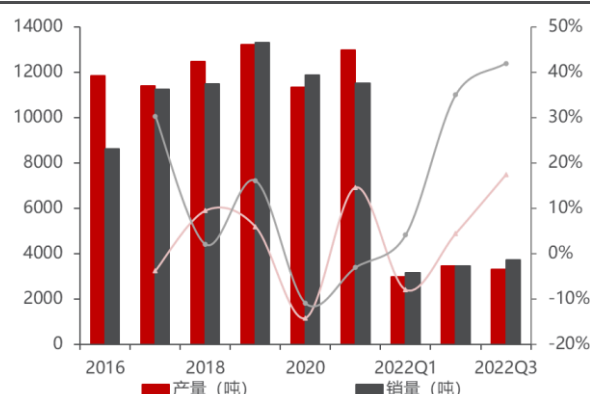
资料来源: Allkem 公司公告, 民生证券研究院

图50: 22Q 利润水平趋于稳定



资料来源: Allkem 公司公告, 民生证券研究院

图51: 22Q3Olaroz 项目产销量同比均有提升



资料来源: Allkem 公司公告, 民生证券研究院

Naraha 合资企业 (Allkem 持股 75%, Toyota 持股 25%) 于 2022 年 11 月 15 日公告称, 日本 Naraha 氢氧化锂工厂已产出首批氢氧化锂化工产品, 工厂于今年完成建设, 持续使用来自 Olaroz 的技术级碳酸锂原料生产, 自 10 月 22 日起, 工厂持续以 85% 的产能利用率运行, 直至 11 月 5 日临时关闭以进行维护及优化工作。

Naraha 工厂将持续提高产品质量及一致性, 以期达到 1 万吨的年产能, 预计产能爬坡将耗时 12 个月, 在此期间, 电池级产品的质量将逐步提高, 目的是通过承购客户的资格认证, 产能爬坡期间的大部分不合格产品将出售给其他精炼厂。

图52: Naraha 首批氢氧化锂产品



资料来源: Allkem 公司公告, 民生证券研究院

2.5 Allkem 旗下 Sal de Vida: 建设顺利推进、计划 23H2 首次生产

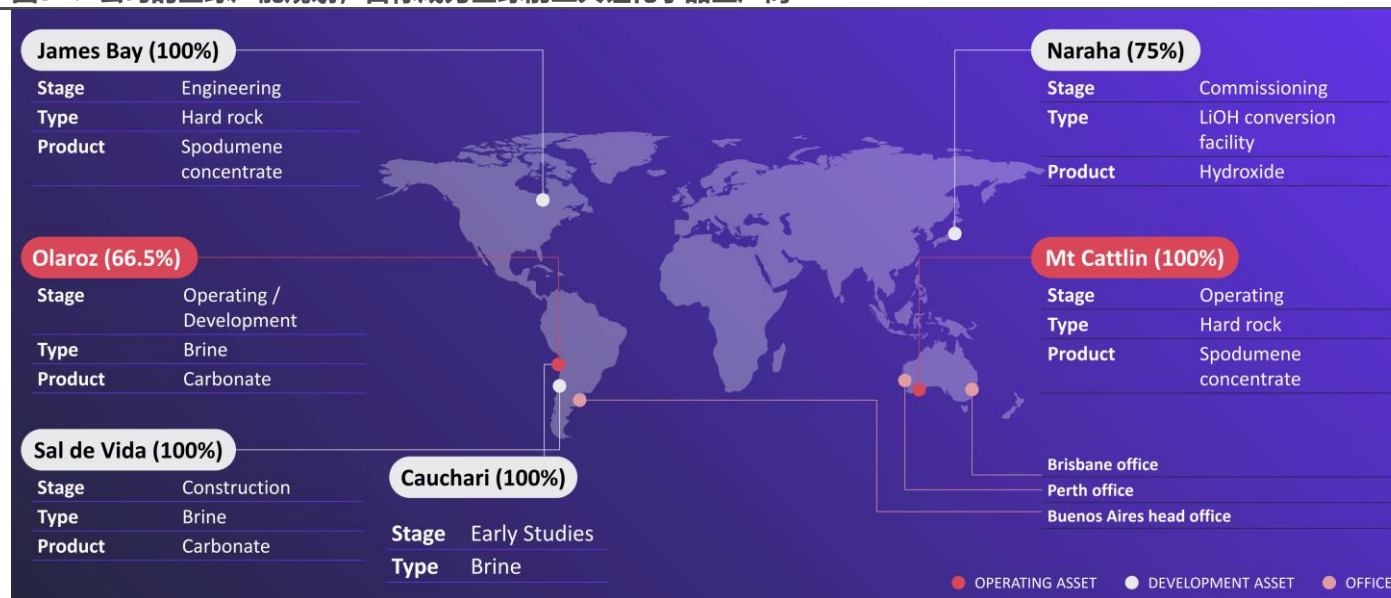
Allkem 旗下 Sal de Vida 规划了 4.5 万吨电池级碳酸锂项目, 其中一期 1.5 万吨, 二期 3 万吨。目前一期盐田建设已完成 65%, 建设完成的盐田已装满卤水, 卤水主管道已完成, 前三口井已投产。工厂建设期间将持续进行盐水蒸发, 为未来的生产储备原料。一期预计在 2023 年下半年进行首次生产, 在一期进入生产调试时, 将开启二期的建设计划。

图53: Sal de Vida 已建成盐田



资料来源: Allkem 公司公告, 民生证券研究院

图54: 公司的全球产能规划, 目标成为全球前三大锂化学品生产商

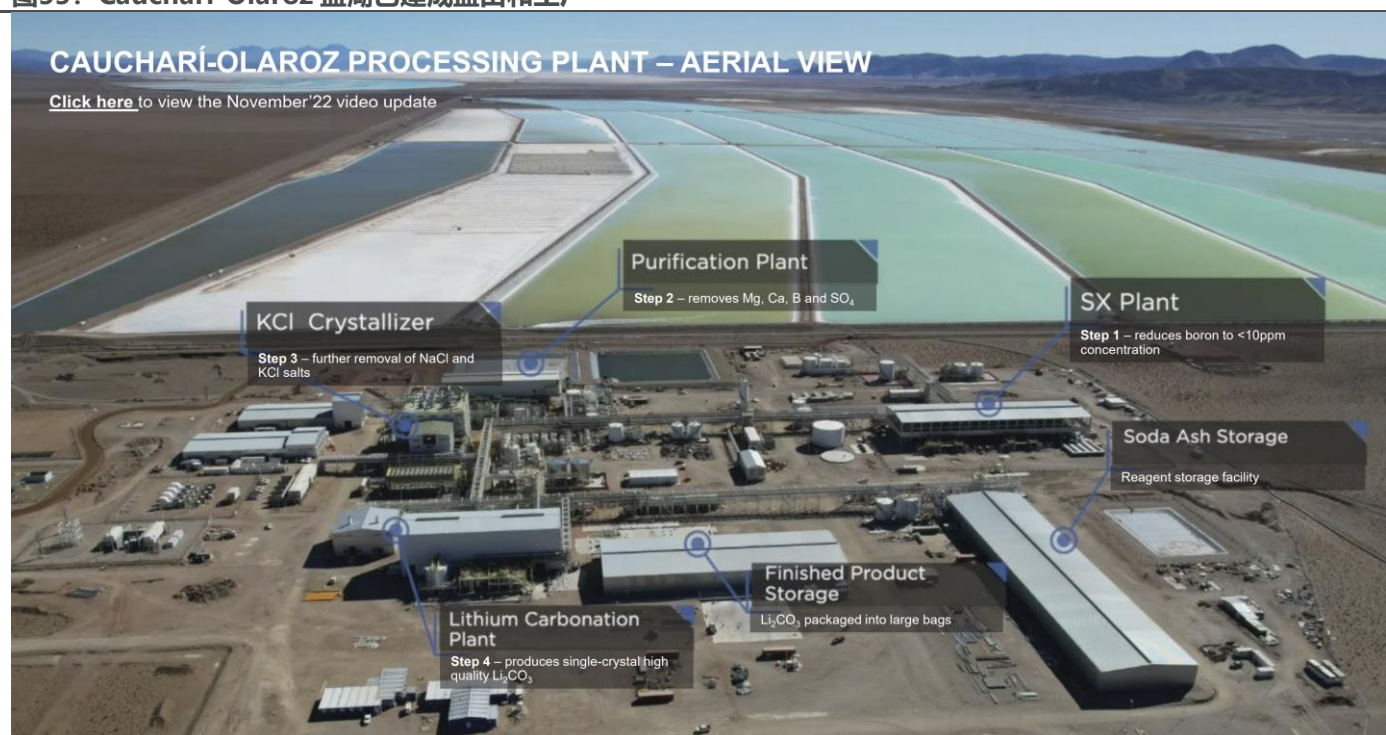


资料来源: Allkem 公司公告, 民生证券研究院

2.6 赣锋锂业/LAC 旗下 Cauchari-Olaroz 盐湖：一期产能建设接近尾声、计划 23H1 首次生产

一期产能建设接近尾声。Cauchari-Olaroz 盐湖由赣锋锂业和美洲锂业（LAC）合资拥有，项目位于阿根廷胡胡伊省，临近 Allkem 旗下的在产项目 Olaroz 盐湖。Cauchari-Olaroz 项目一期采用盐田沉淀法，设计年产 4 万吨电池级碳酸锂，目前建设已经接近尾声，其中井场和预浓缩池已正常运行并储存卤水，加工厂的关键区域已经于 2022 年第三季度开始调试，计划于 2023 年上半年实现生产。Cauchari-Olaroz 盐湖提锂项目二期规划至少新增 2 万吨产能，预计将在一期项目完成后开始施工。

图55：Cauchari-Olaroz 盐湖已建成盐田和工厂

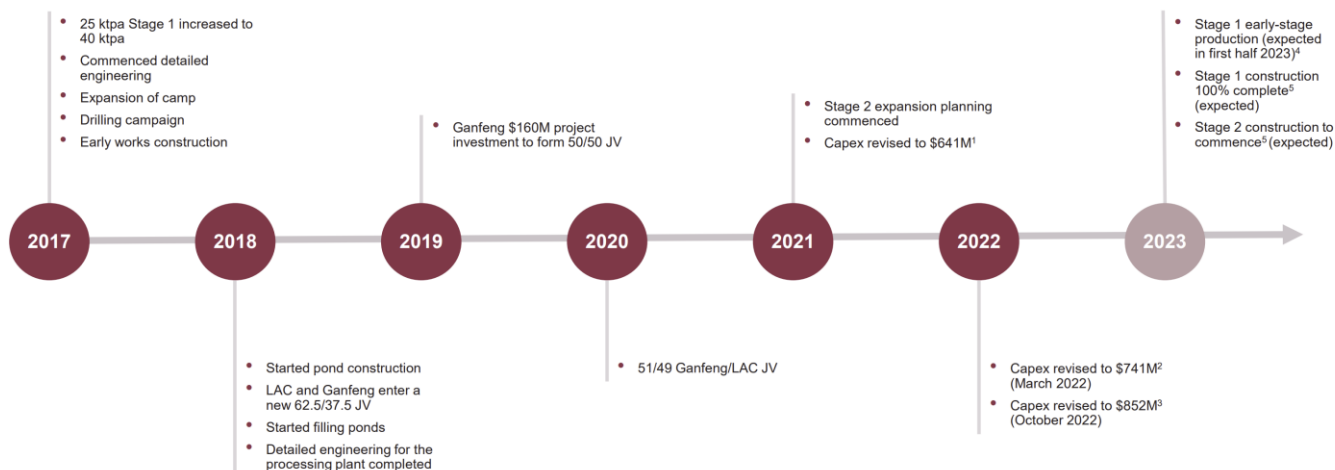


资料来源：Lithium Americas 公司公告，民生证券研究院

图56: Cauchari-Olaroz 盐湖建设时间表

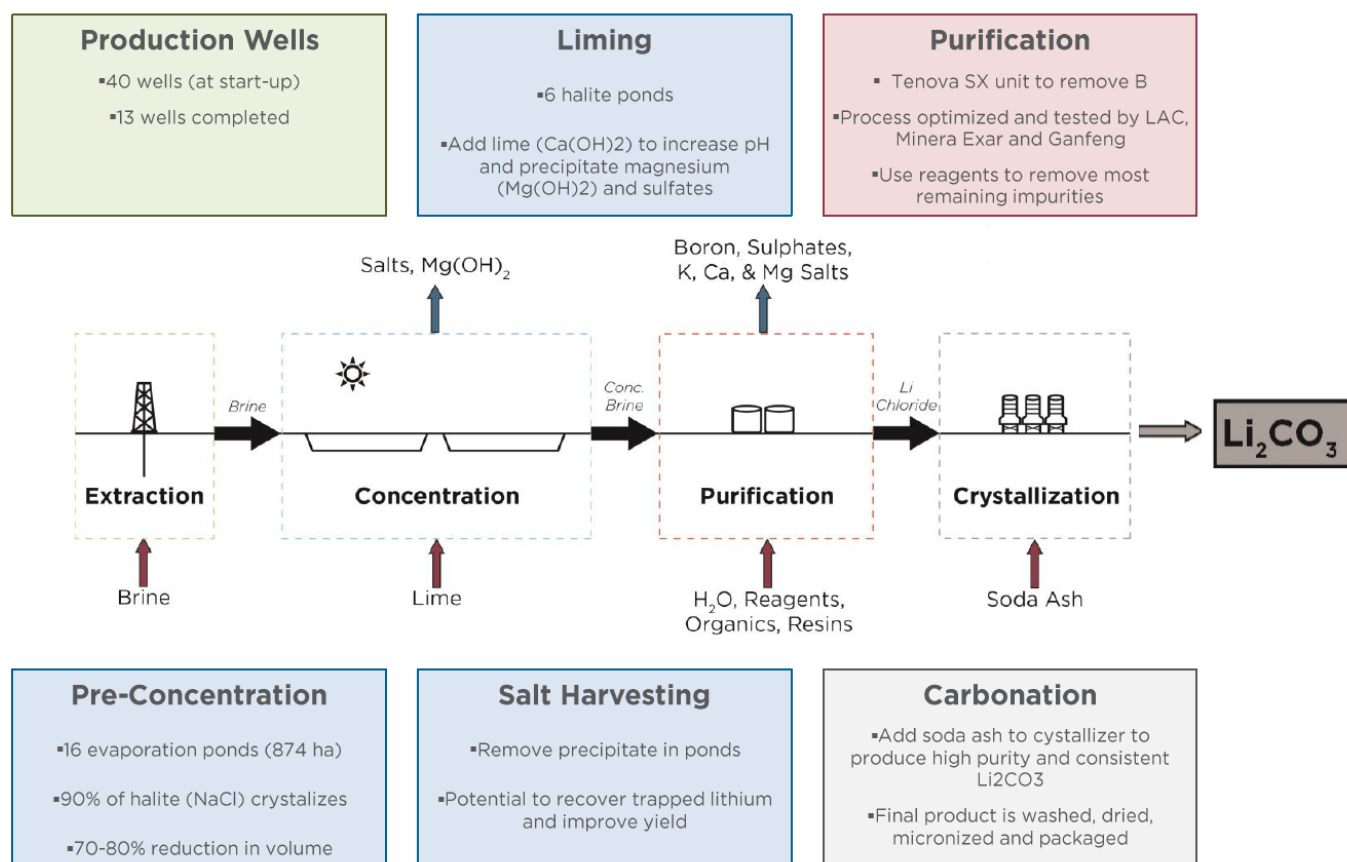
CAUCHARÍ-OLARÓZ CONSTRUCTION SCHEDULE

Construction of Stage 1 is nearing completion, currently prioritizing production over completion of all purification circuits



资料来源: Lithium Americas 公司公告, 民生证券研究院

图57: Cauchari-Olaroz 盐湖的工艺路线



资料来源: Lithium Americas 公司公告, 民生证券研究院

3 投资建议

海外锂矿综述：在产项目 22Q3 量价齐升，绿地项目开始延期。 1) 产销：22Q3 西澳在产矿山合计生产 74 万吨锂精矿，环比增加 16%；合计销售锂精矿 72 万吨，环比增加 8%。2) 价格：锂精矿售价环比大幅走高，Pilbara 销售均价 4813 美元/吨，环比上涨 13%，Greenbushes 销售均价 4187 美元/吨，环比上涨 137%。3) 低预期为 2022 年主旋律：在疫情、品位下滑等的影响下，澳洲四大在产矿山中的三座（Cattlin、Pilgangoora 和 Marion）不同程度调低了 2022 年的产量指引。同时在产能建设方面，2022 年底至 23 年初计划投产的绿地项目均出现了不同程度延期，包括 Finniss、Grota do Cirilo 等锂矿项目均较原计划延期 1-2 个季度，主要原因为疫情、物流扰动及劳动力紧张等。4) 未来展望：我们认为 2023 年锂辉石矿仍然将是全球供给增量的主力，但上游锂矿商向下游一体化延伸的趋势愈发明晰，且 2024 年及之后新增供给中，由中资企业包销的占比大幅降低，未来中国企业的锂资源获取能力或将削弱。

南美盐湖综述：在产项目全年业绩指引再提升，扩产/新建项目不及预期。 1) 产销及业绩：业绩均大幅上涨，主要原因为锂产品销量提升，其中雅保销量同比增长 20%，SQM 销量同比大增 1161%，环比增长 26%，Allkem 旗下 Olaroz 销量同比增长 42%，环比增长 8%。2) 销售价格：南美在产盐湖 22Q3 售价均上涨或维持高位，其中雅保锂产品售价同比上涨 298%，SQM 锂盐售价大幅上涨至 5.6 万美元/吨，环比上涨 4%；Olaroz 项目 Q3 销售均价 4 万美元/吨，环比几乎持平。3) 业绩指引：各公司均再度上调 2022 年业绩指引，对锂价持有更为乐观的态度，并对本轮锂价的持续性充满信心。4) 未来展望：2022 年绿地项目均延期，未来供应不确定性仍存。原计划 2022 年投产的海外盐湖项目包括 Cauchari Olaroz 项目（计划 22H2）、Olaroz 二期项目（计划 22H2）以及 Salar del Rincon 项目（计划 22 年中）等，且均计划延期至 2023 年投产。我们认为 2023 年海外盐湖约 72% 的新增产能来自于阿根廷，且约 39% 的新增产能来自于绿地项目，根据历史经验来看未来低预期概率较大，对于锂供应端或可更加多一丝乐观。

投资建议：预计未来全球锂资源供需格局难以发生较大逆转，供需动态平衡或将是未来常态，在环保政策日趋严格、海外封堵中国锂资源投资的背景下，锂价或将难以回到过去的低位，锂资源自主可控+产能持续增长将长期受益。我们建议重点关注西藏矿业、赣锋锂业、中矿资源、天齐锂业、盐湖股份、永兴材料等。

4 风险提示

1) 电动车销量不及预期。电动车销量如果因补贴退坡、产品力下降等原因销量不及预期可能导致下游需求不及预期，进而导致供应过剩、锂价大幅下跌、上游产业盈利大幅下降。

2) 锂价大幅下跌。锂价格大幅下跌会导致上游企业盈利能力大幅下降，甚至进而出现亏损的风险。

3) 全球宏观经济风险等。全球宏观经济下行、金融危机等风险会造成下游需求减弱、上游企业产能过剩、进而出现经营困难等风险。

插图目录

图 1: 澳洲新兴资源商产销量 (干吨, 不含泰利森)	3
图 2: 澳洲新兴资源商产销量 (实物吨, 不含泰利森)	3
图 3: 澳洲新兴资源商锂精矿售价 (美元/吨)	4
图 4: 澳洲新兴资源商现金成本 (不含泰利森)	4
图 5: Mt Marion 矿山产销量 2022Q3 有小幅下滑	4
图 6: 公司销售价格、现金成本及单吨毛利情况	5
图 7: MRL/GFL-西澳 Mt Marion 锂精矿品位占比情况	6
图 8: 2022 三季度产、销量, 售价均有上升	7
图 9: 锂精矿市场价与 Pilbara 拍卖价对比	8
图 10: Pilbara 锂精矿成本及毛利变动	9
图 11: 钽铌矿、锂精矿库存均有回升	9
图 12: 采选量均稳步上升	9
图 13: Pilbara Minerals 现金流情况 (千澳元)	9
图 14: Pilgangoora-Pilgan&Ngungaju 工厂一体化示意图	10
图 15: P680 土方工程建设中	11
图 16: 光阳港氢氧化锂加工厂预览	12
图 17: 与 Calix 合资的磷酸锂加工厂规划	12
图 18: Greenbushes 产销量情况	12
图 19: Greenbushes 现金成本情况 (美元/吨)	12
图 20: 22Q2 起现金成本大增, Q3 达 796 美元/吨	14
图 21: 22Q3 产销量环比下滑, 但售价仍然维持高位	14
图 22: Finnis 产出的首批原矿	15
图 23: 项目距离港口不远, 产品交通便利	16
图 24: 项目周边基础设施成熟	16
图 25: Sigma Lithium 规划的三期产能总计可达 76.6 万吨锂精矿/年	17
图 26: Sigma Lithium 规划的产能示意图	17
图 27: 雅保 2030 年产量指引将达到 50 万吨	19
图 28: 雅保小幅收紧 2022 业绩指引	19
图 29: 2022Q3 锂业务贡献经调整 EBITDA 主要增量 (百万美元)	19
图 30: 2022Q3 收入利润率同环比继续增长 (百万美元)	20
图 31: 22Q3 锂业务收入利润继续高增 (百万美元)	20
图 32: 公司全球产能布局一览及进展	21
图 33: 公司锂盐产品销售结构情况	22
图 34: 公司可凭借自有产能保障美国的锂资源供应	22
图 35: 2022Q3 度利润率大幅提升	23
图 36: 2022Q3 销量上涨为营收主要增量 (百万美元)	24
图 37: 2022Q3 销量为经调整 EBITDA 贡献主要增量 (百万美元)	24
图 38: 公司扩产规划	25
图 39: SQM 在 2022Q3 的毛利润变化情况, 同比增量主要由锂业务贡献 (百万美元)	26
图 40: 2022 年单季度收入持续上涨 (百万美元)	26
图 41: 22Q3 业绩远超往年全年 (百万美元)	26
图 42: 22Q3 年锂业务业绩持续走高 (百万美元)	27
图 43: 22Q3 锂业务毛利润占比高达 77% (百万美元)	27
图 44: 22Q3 锂盐单吨售价继续上涨, 同时成本降低	27
图 45: 22 前三季度年锂业务占营收、毛利比重最大	27
图 46: 22Q2 起 Olaroz 销售均价显著上涨	28
图 47: Olaroz 毛利润率保持高位, 22Q3 为 89%	28
图 48: Olaroz 的碳酸锂现金成本一直维持较低水平	29
图 49: 22Q3Olaroz 单吨盈利空间小幅回落	29
图 50: 22Q 利润水平趋于稳定	29
图 51: 22Q3Olaroz 项目产销量同比均有提升	29
图 52: Naraha 首批氢氧化锂产品	30
图 53: Sal de Vida 已建成盐田	31
图 54: 公司的全球产能规划, 目标成为全球前三大锂化学品生产商	31

图 55: Cauchari-Olaroz 盐湖已建成盐田和工厂	32
图 56: Cauchari-Olaroz 盐湖建设时间表	33
图 57: Cauchari-Olaroz 盐湖的工艺路线	33

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
----------------------	---

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。	公司评级	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
	行业评级	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