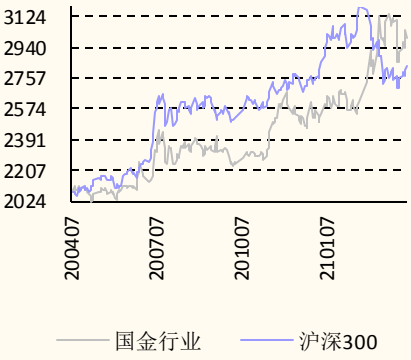
资源与环境研究中心

钢铁行业研究 增持（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金钢铁指数	2992
沪深 300 指数	5162
上证指数	3484
深证成指	14123
中小板综指	12394



相关报告

1.《包头硅铁停产，政策加码，继续首推鄂尔多斯-硅铁点评》，2021.3.7

2.《硅铁——碳中和下钢铁产业链最佳弹性品种-钢铁行业深度报告》，2021.2.21

3.《乌兰察布能耗双控对硅铁硅锰影响分析-硅铁、硅锰行业跟踪点评》，2021.1.24

4.《继续把握结构性机会，细分龙头有望一枝独秀-钢铁行业 2021 年...》，2020.12.23

5.《高温合金——军工材料产业链最优质赛道-特钢新材料深度报告》，2020.12.7

Q2 布局拥有国内锂资源公司

投资逻辑

- 今年以来，电池级碳酸锂价格累计涨幅 72%，工业级碳酸锂价格累计涨幅 79%。近期我们也走访调研锂行业相关上市公司以及行业专家，结合目前行业情况对后续价格趋势及股价演绎逻辑进行再梳理。
- **锂价上涨进入第二阶段。**我们认为，20Q4 以来的锂价上涨主要为需求端推动，而随着近期锂精矿价格开启上涨，锂价有望盈利第二阶段上涨，也就是资源价格上涨带来的成本推升。当前锂矿价格和锂盐价格已形成正反馈，锂盐价格上涨拉动锂矿价格，成本上涨继续推升锂盐价格。
- **锂精矿价格上涨趋势具备持续性。**此轮锂行业反转至今，碳酸锂价格涨幅明显大于锂精矿，原因包括海外锂精矿销售的长协机制，以及去年各厂商精矿仍处在去库存状态。考虑当前锂盐加工端丰厚的利润，矿石端有较强的补涨需求，特为重要的是，锂资源包括矿石、盐湖等供给不足的态势已日益严重。澳洲矿山 Alita、Altura 的破产重组、南美盐湖因疫情的延迟放量，资源端今年仅国内有小部分增量，预计年内资源紧张问题难以解决，精矿涨价趋势还将维持至至少年底，产业链利润有望向上游转移。
- **锂资源自主可控逻辑开始发酵。**我们前期提出，应当给予有资源优势的公司充分溢价，特别是拥有国内锂资源的公司。国内锂资源高度依赖进口，优质的锂辉石矿、盐湖均分布在澳洲、南美等地。而全球锂盐有 55%是用矿石生产，矿石生产锂盐的产能基本集中在中国，意味着锂矿话语权在海外，这点类比铁矿石。过去几年国内碳酸锂龙头公司纷纷通过股权形式布局海外优质资源，也可以反观拥有国内锂资源公司在当下资源价格上涨强预期下的优势。同时，近两年，国内云母提锂、盐湖提锂技术路线打通、成本逐步下降，国内锂资源竞争优势开始显现，在资源价格上涨下利润弹性可期。
- **Q2 业绩有望兑现，特别是拥有锂矿公司。**Q1 因为定价机制原因，以及春节因素影响产量，锂相关上市公司盈利普遍没有预期那么高，Q2 将完整享受到这轮价格上涨带来的盈利弹性，特别是有锂资源可以匹配或者说有自有资源的公司，业绩弹性有望充分凸显，推荐买入上述公司的一波业绩兑现。

投资标的

- 标的选择，有锂矿资源且资源能够匹配，特别是国内资源的相关标的（云母、盐湖、四川锂辉石），推荐云母的永兴材料、盐湖科达制造（蓝科锂业）等，其次天齐锂业等。

风险提示

- 国内锂资源如盐湖等放量超预期；Q1 业绩低于预期导致的股价短期下跌。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号：S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

锂行业核心问题梳理

■ 近期我们走访调研了锂行业相关上市公司以及行业专家，结合目前行业情况，作以下供需及核心问题梳理：

1、行业供需以及整体价格判断等

✓ 实际上锂矿价格随着锂盐价格涨跌来调整的，因为锂辉石提锂矿的成本占到总成本的 65%。锂盐来源主要是盐湖和矿石两块，矿石生产锂盐传统方法是锂辉石。除此之外，这两年因为锂盐价格上涨，中国的一些企业利用锂云母开始生产。

✓ 锂矿的定价机制除了根据本身采选成本之外，还根据下游锂盐价格本身的波动来调整。主要根据碳酸锂价格为主。2015-2017 年锂盐单吨价格在 16-17 万/吨，锂辉石价格在 1000 美金/吨左右。之后锂盐价格回落，下跌至 3-4 万元/吨，锂矿最低价格在 375 美金。在这个价位下，澳洲的 Altura、Alita 两个矿破产，远低于它的成本价，无法生产了。还有一些澳矿，包括泰利森成本最低、Pilbara、银河、Marion，这些企业里面，除泰利森外，在这个价位下都不赚钱。

✓ 去年 9、10 月开始，锂盐价格逐步攀升，矿的价格随之攀升，从 375 到 400 到今年，锂盐价格现在 8-9 万，矿的价格到现在报价比较乱，澳洲那边有报 550 美金，高的也有报 635 美金，而且是 FOB 价格，CIF 到港价还要加 20-30 美金运费。

✓ 锂云母的采选成本不高，随锂盐价格上涨，云母矿价格也在上涨，最低 700-800 元/吨，现在达到 1500 元/吨。

✓ 总体来讲，根据去年全球锂盐产量以及用矿量，预计今年需求同比增 20%，测算需要锂辉石 180 万吨，而国内国外实际产出不会超过 160 万吨，所以今年矿会出现短缺。我们也看到国内一些锂盐加工厂很明显缺矿，或者说基本没有矿。所以，那些企业会给矿源充足的企业做一些代加工的业务。例如天齐和雅宝，泰利森的矿他们消化不完。而按照约定不能对外卖，但是可以委托外面的锂盐厂做代加工。

✓ 价格上，锂矿价格根据锂盐价格倒过来推算，以碳酸锂价格为例，假如碳酸锂价格 10 万元，如果每吨碳酸锂毛利 20%，那成本 8 万元/吨。成本中锂矿成本占比在 65%，再根据消耗锂矿的数量除以 8，倒推得到锂精矿的价格。矿商都会按这个自己倒推，然后定一个价格，这是基本的定价逻辑。

✓ 具体执行的话，澳洲那边和国内企业谈，和几家用户在年底锁定第二年的量，之后每季度再确定价格，价格一个季度一谈。如果市场上矿源确实比较紧缺，一些锂盐企业会主动压缩加工利润，从而抬升报价而获得锂矿资源，导致了锂矿价格并不是完全受锂盐价格影响。

✓ 按现在碳酸锂价格，锂精矿价格至少要上 600 美金/吨，因为到年底前都没有特别明显的供给增加，所以趋势可能持续到年底。今年矿短缺的问题不是特别严重，但是 22 年锂矿短缺问题更严重。

2、锂资源新增供给情况

✓ 国外：澳洲的矿近几年没有多少增量，前面说了那边会有意控制供给。唯一变数在 Alita，在破产重组，重组成功后会开，不过也就 20 万吨的量。从澳洲那边沟通下来的情况，现在的其他矿都没有扩产计划。另外雅宝的 wodgina 目前建成，去年 8 月建成但还没有投产。

✓ 国内：一是甲基卡，去年 6 万吨锂精矿，今年大概 7-8 万吨。甲基卡目前建成的选厂产能 10 万吨锂精矿，后续有扩产计划，但扩产工厂、厂地还没确定。二是李家沟，预计今年第四季度投产。设计产能 20 万吨，要经历产能爬坡，明年大概率产量不超过 10 万吨锂精矿。

✓ 现在来看，明年矿的主要的补充就是潜在的 Alita、甲基卡、李家沟。

- ✓ 此外，云母新增量不大，目前只有永兴材料有明确的 2 万吨生产线在建设过程中。宜春去年碳酸锂生产总量接近 4 万吨，产能很高企业实际上产量没达到，目前其他两家没有明确的扩产计划。国内盐湖，除了蓝科锂业、东台、中信等企业，加起来产量有 3 万多吨。新进入的如藏格、五矿等三家企业，产能爬坡后，可能能增加 1 万吨。但是盐湖的产能爬坡比较难，受制于老卤的量。
- ✓ 受前几年锂盐价格波动影响导致部分矿山公司倒闭的事件影响，澳洲锂矿公司也形成共识，就是市场出现锂矿短缺的情况下，他们也会有意控制锂矿的量，控制供给端。

3、澳矿出口政策风险

- ✓ 不太可能受影响。原因是目前锂盐有 55%是用矿石来生产的，用盐湖提锂生产的锂盐已经小于矿石生产的锂盐总量，用矿石生产锂盐基本集中在中国。澳洲的矿只能卖给中国。目前非洲、加拿大、巴西等地区也在投产锂矿项目，但是锂矿占比不超过 20%。

4、国内自有锂资源企业与无资源企业之间差异

- ✓ 拥有锂辉石矿的企业将来差距会逐渐明显。采选成本基本不超过 3000 元人民币。有矿企业成本优势明显，利润贡献率也高很多。
- ✓ 拥有锂云母资源的企业，有边际成本，云母提锂加工成本高于锂辉石采矿成本，测算的成本在 4 万多。如果锂盐市场价格低于 5 万元，用锂云母生产锂盐会比较困难，高于 5 万元，采用云母提锂会有不错利润。

5、企业资源库存情况

- ✓ 目前分化成两种情况。一种，去年和澳洲签订合约，确定锂辉石用量，严格来说不缺锂矿，只不过价格要谈。另一种，没有确定锂辉石用量的企业或者新进入企业，锂矿需求处于饥饿状态，锂矿相对短缺。

6、碳酸锂与氢氧化锂价差问题

- ✓ 锂精矿价格主要参考碳酸锂价格，碳酸锂价格比氢氧化锂高，大概有 1 万元价差。价格跟锂盐下游市场需求有关。生产氢氧化锂消耗的锂辉石比碳酸锂消耗低大概 10%，碳酸锂和氢氧化锂是根据下游市场效益和市场需求有关。
- ✓ 前些年高镍三元兴起，主要用的是氢氧化锂，这种情况下当时市场供给不足。那时候形成在动力电池以高镍三元为主的共识，使得之后国内 20 万吨新增的产能布局，有 80%-90%是以氢氧化锂为主，去年开始逐步投产。投产以后，高镍三元市场并没有如预期那样，导致氢氧化锂价格涨幅没有像碳酸锂价格涨幅显著。
- ✓ 碳酸锂价格上涨主要受磷酸铁锂在储能这块的应用，除了储能，新能源车上动力电池上的应用很多企业不看好，但是去年发生了一些变化，尤其是中低端汽车厂商思路改变，选择具备成本优势的磷酸铁锂。

7、碳酸锂和氢氧化锂市场需求

- ✓ 两者市场需求应该是五五开局面，但是现在碳酸锂生产线产能不足。有些企业采取办法是用氢氧化锂做原料，通二氧化碳做碳酸锂，也可以补一部分碳酸锂缺口。但是有个问题，严格来讲，碳化成本 5000-6000 元，考虑现在 1 万元左右价差，利润只有 3000、4000 元块，利润并不多。另外，氢氧化锂碳转化成碳酸锂技术有缺陷。目前 6 系以上 50%用氢氧化锂，6 系以下用的是碳酸锂。

8、吸附法盐湖提锂情况

- ✓ 很多浓度低的盐湖基本采用吸附法，采用吸附法进行盐湖提锂，完全生产成本（包括运费等成本）在 4 万元左右。

风险提示

- 国内锂资源如盐湖等放量超预期。根据我们的统计，今年内锂资源有可能放量的均在国内，主要为江西的云母、青海的盐湖以及四川的锂精矿。而云母以及国内锂精矿本身放量能力有限，主要可能放量的来自于青海盐湖，但考虑盐湖产能释放本身会有一个爬坡期。如若产能迅速爬坡，可能导致今年资源释放量超出预期。
- Q1 业绩低于预期导致的股价短期下跌。由于碳酸锂定价机制原因，以及春节因素，特别是 Q1 以来辅料价格上涨较多，对锂盐加工企业成本有一定程度增加。而市场对此预期不足，不排除 Q1 业绩因为上述原因低于预期的可能性，导致股价的短期下跌，待上述预期有所消化，反而将是买入机会。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402