

海外盐湖 22Q4 跟踪：乐观的指引、延期的供给

2023 年 03 月 30 日

► **海外锂价高位下，南美盐湖在产项目 22Q4 业绩同比大幅增长。**产销及业绩：业绩向好，主要因为锂产品量价提升，收入方面，雅保、SQM、Livent 和 Allkem 的 22Q4 季度营收分别同比增长 193%、189%、79%及 267%，环比分别变动+25%、+6%、-5%和+1%。收入的变动主要来自于量和价的影响：(1) **产销量**：SQM 同比上涨 38%，雅保公司同比微增，Livent 环比持平，Allkem 同比下滑 5%；(2) **销售价格**：受益于需求的向好，价格仍然保持高位，SQM 售价同比上涨 303%，环比上涨 5%；Allkem 售价同比上涨 274%，环比上涨 16%。。

► **业绩指引：对 2023 展望乐观，锂业务预计保持增长。**业绩指引方面，南美盐湖提锂企业均表达了较为乐观的 2023 年度指引。(1) 雅保公司：公司预计 2023 年锂产品售价上涨 55-65%，指引锂业务收入为 83-98 亿元，同比增长 66-96%，调整后 EBITDA 为 37-46 亿元，同比增长 19-48%；(2) Livent：公司指引 2023 年收入为 10-11 亿美元，同比增长 23-35%，调整后 EBITDA 为 5.1-5.8 亿元，同比增长 39-58%；(3) SQM：公司预计 2023 年下游需求会同比增长 20%。

► **2023 年产能扩产计划持续推进、海外高锂价保障业绩。**南美盐湖锂公司 2023 年将持续扩张产能，我们预计产能的主要增量来自于 SQM、赣锋锂业和美洲锂业合资的 C-O 盐湖、紫金矿业旗下 3Q 盐湖等，考虑到实际投产情况，我们预计产量的增长将主要来自于 SQM 公司旗下阿塔卡玛盐湖、C-O 盐湖等，新增产量预计有望超过 5 万吨。同时价格方面，海外调价机制相对滞后，在国内锂盐价格大幅下滑的背景下，海外锂盐价格或将显著高于国内。

► **未来展望：扩产项目不断延期，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，均计划延期至 2023 年投产。原计划 2023 年投产的项目中，Livent 原计划扩产一期项目于 23Q1 及 23Q4 各投产 1 万吨碳酸锂产能，现推迟至 23H1、24Q1；西藏珠峰 SDLA 项目因环评等原因目前进度滞后。根据历史经验来看，未来供应低预期概率较大，对于锂供应端或可更加多一丝乐观。

► **投资建议：**海外锂盐较国内拥有溢价，同时海外项目扩产的延期或一定程度上缓解供应过剩局面，同时锂资源进口依赖度较高，锂资源战略地位凸显，锂原料自给率高及出口业务占比高的公司有望受益。我们建议重点关注中矿资源、赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料、西藏矿业、盐湖股份等。

► **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	35.27	0.27	2.19	3.04	131	125	12	推荐
002460.SZ	赣锋锂业*	67.12	3.64	10.17	10.07	18	7	7	/
002738.SZ	中矿资源	68.43	1.22	7.32	11.86	56	9	6	推荐
002466.SZ	天齐锂业	75.30	1.41	12.36	13.04	53	6	6	推荐
000792.SZ	盐湖股份	22.32	0.82	3.23	3.28	27	7	7	推荐
002756.SZ	永兴材料	83.87	2.19	15.24	9.82	38	6	9	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期，永兴材料 2022 年数据为实际值而非预测值）

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 20230326：海外银行危机缓解，新的共识正驱动金属价格上行-2023/03/26

2. 黄金行业深度报告：央行视角下的黄金储备与金价的关系-2023/03/23

3. 有色金属周报 20230319：美联储宽松预期叠加避险情绪高涨，金价大幅上行-2023/03/19

4. 有色金属周报 20230312：美联储鹰派表态抑制价格，国内需求渐入旺季-2023/03/12

5. 有色金属周报 20230304：中国 PMI 强势回升，需求复苏逐步确认-2023/03/04

目录

1 南美盐湖 2022Q4 综述：经营持续向好，2023 年业绩指引再提升	3
2 Albemarle：业绩同环比提升，2023 年锂业务指引乐观.....	4
3 Livent：量价齐跌，业绩短期承压	8
4 SQM：22Q4 锂业务继续向好，业绩大幅增长	11
5 Allkem 旗下 Olaroz：销售价格再创新高， Naraha 工厂产出顺利	14
6 Allkem 旗下 Sal de Vida：建设顺利推进、计划 24 年中首次生产	17
7 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	18
8 其他在建/待建盐湖项目进展	20
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 2022Q4 综述：经营持续向好，2023 年业绩指引再提升

得益于 22Q4 海外锂价高位，南美盐湖锂公司 22Q4 业绩同比再一次提升。

2022Q4 各公司销售收入同比都实现大幅增长，收入方面，雅保、SQM、Livent 和 Allkem 的 22Q4 季度营收分别同比增长 193%、189%、79%及 267%，环比分别变动+25%、+6%、-5%和+1%，收入的变动主要来自于量和价的影响：(1) 量方面，SQM 同比上涨 38%，雅保公司同比微增，Livent 环比持平，Allkem 同比下滑 5%；(2) 价方面，受益于需求的向好，价格仍然保持高位，SQM 售价同比上涨 303%，环比上涨 5%；Allkem 售价同比上涨 274%，环比上涨 16%。

业绩指引方面，南美盐湖提锂企业均表达了较为乐观的 2023 年度指引。(1) 雅保公司：公司预计 2023 年锂产品售价上涨 55-65%，指引锂业务收入为 83-98 亿元，同比增长 66-96%，调整后 EBITDA 为 37-46 亿元，同比增长 19-48%；(2) Livent：公司指引 2023 年收入为 10-11 亿美元，同比增长 23-35%，调整后 EBITDA 为 5.1-5.8 亿元，同比增长 39-58%；(3) SQM：公司预计 2023 年下游需求会同比增长 20%。

2023 年产能扩产计划持续推进保障业绩。南美盐湖锂公司 2023 年将持续扩张产能，我们预计产能的主要增量来自于 SQM、赣锋锂业和美洲锂业合资的 C-O 盐湖、紫金矿业旗下 3Q 盐湖等，考虑到实际投产情况，我们预计产量的增长将主要来自于 SQM 公司旗下阿塔卡玛盐湖、C-O 盐湖等，新增产量预计有望超过 5 万吨。

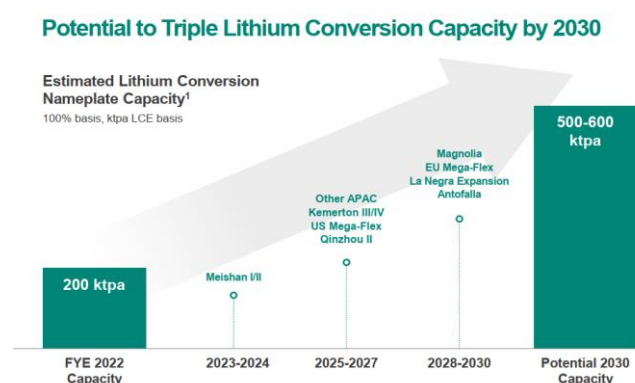
2 Albemarle: 业绩同环比提升, 2023 年锂业务指引乐观

2022Q4 雅保公司实现销售收入 26.2 亿美元, 同比增长 193%, 环比增长 25%, 经调整 EBITDA 达 12.4 亿美元, 同比增长 444%, 环比增长 5%。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。2022 年全年实现销售收入 73.2 亿美元, 同比增长 120%; 经调整 EBITDA 达 34.8 亿美元, 同比增长 312%, 其中锂业务贡献 26.24 亿美元增量。

雅保公司发布 2023 年业绩指引, 预计 2023 年实现销售 113-129 亿美元, 同比增长 55-75%; 预计经调整 EBITDA 为 42-51 亿美元, 同比增长 20%-45%; 经调整 EBITDA 利润率预计为 37-40%, 同比下降 7-10pct; 运营净现金预计为 21-24 亿美元, 同比增长 10%-25%; 资本开支方面预计支出 17-19 亿美元。

22Q4 锂业务销售收入 20.7 亿美元, 同比增长 410%, 环比增长 38%, 经调整 EBITDA 为 11.9 亿美元, 同比增长 761%, 环比增长 7%。(1) 2022Q4 锂业务经调整 EBITDA 利润率为 57%, 同比 2021Q4 的 34% 增长 23pct, 环比 2022Q3 降低 19pct, 锂产品成为 EBITDA 增长的主要动力。(2) 量价: 与重新谈判的合同和场定价提高相关的外汇净额定价增加, 贡献了 328% 的锂业务收入增量, 销量上涨贡献了 82% 的增量。(3) 公司发布 2023 年锂业务全年指引, 预计锂平均销售价格同比上涨 55%-65%, 产量方面预计同比上升 30-40%。

图1: 雅保 2030 年产量指引将达到 60 万吨



资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院

图2: 雅保公司发布 2023 年业绩指引

Reiterating Full Year 2023 Guidance: Strong Growth Expected to Continue

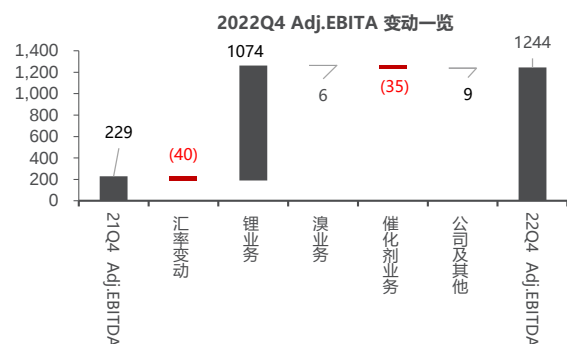
As of Feb 15, 2023

	FY 2022	FY 2023 Guidance ²	FY 2023 Guidance vs. FY 2022
Net Sales	\$7.3B	\$11.3B – \$12.9B	+55% - 75%
Adjusted EBITDA ^{1,2}	\$3.5B	\$4.2B – \$5.1B	+20% - 45%
Adjusted EBITDA Margin ^{1,2}	47%	37% – 40%	
Adjusted Diluted EPS ^{1,2}	\$21.96	\$26.00 – \$33.00	+20% - 50%
Net Cash from Operations	\$1.9B	\$2.1B – \$2.4B	+10% - 25%
Capital Expenditures	\$1.3B	\$1.7B – \$1.9B	

Other inputs for 2023: Depreciation and Amortization \$430M - \$460M; Adjusted effective tax rate 24%-26%; Corporate costs \$155M - \$165M; Interest and financing expenses \$75M - \$90M; Weighted-average common shares outstanding – diluted 118.3M

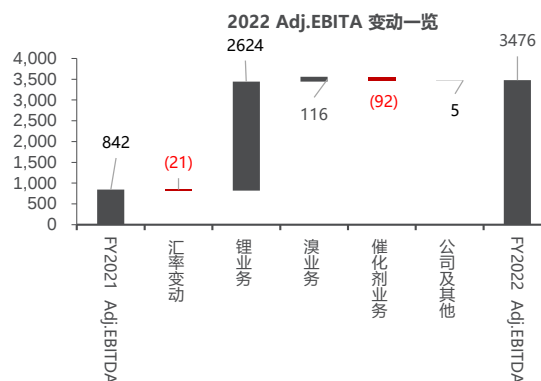
资料来源: 雅保公司公告, 民生证券研究院

图3：2022Q4 锂业务贡献经调整 EBITDA 主要增量(百万美元)



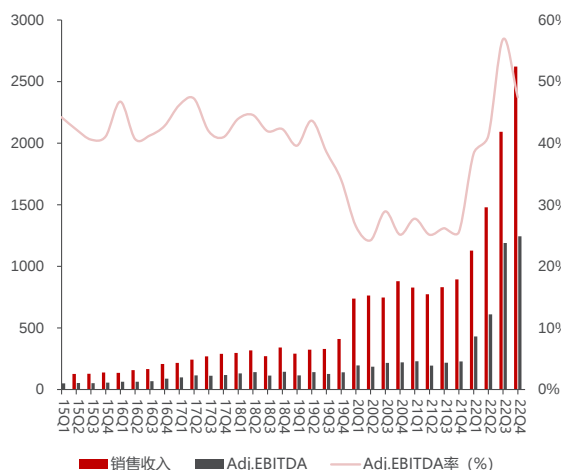
资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

图4：2022 年锂业务贡献经调整 EBITDA 主要增量(百万美元)



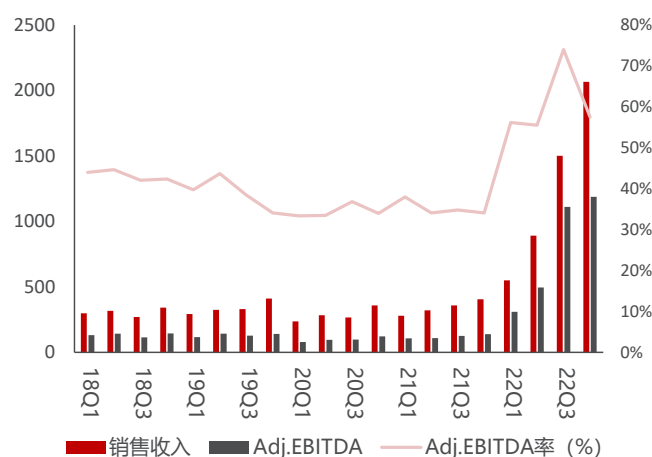
资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

图5：2022Q4 收入利润同环比继续增长 (百万美元)



资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

图6：2022Q4 锂业务收入利润继续高增 (百万美元)



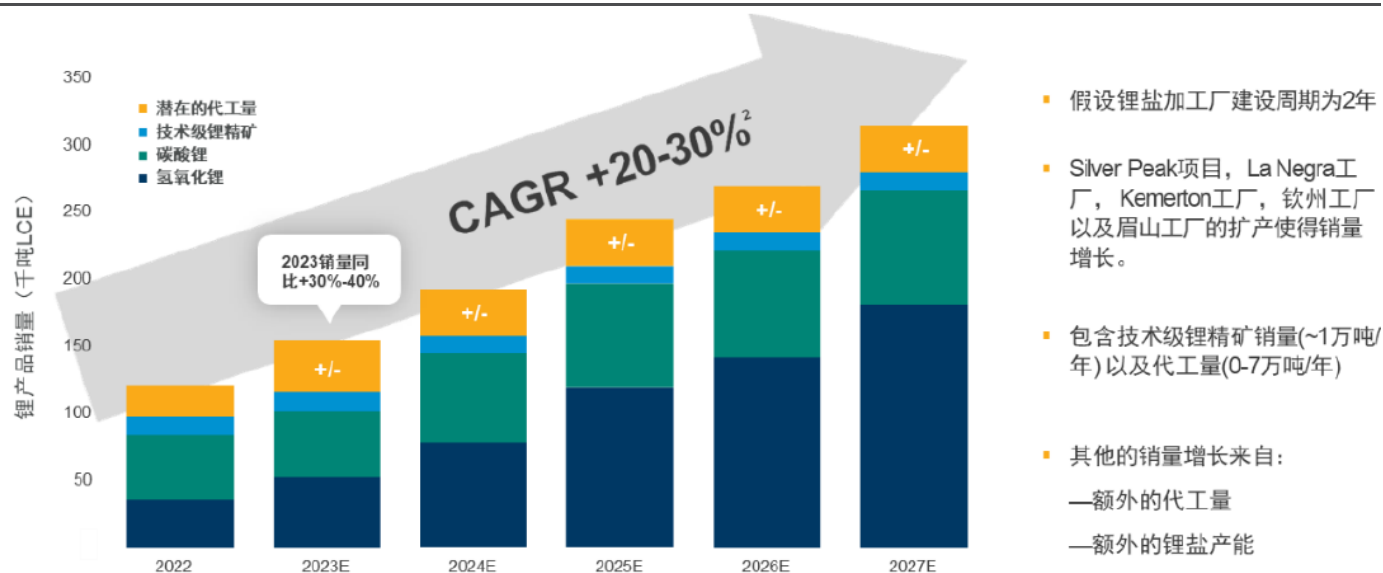
资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

各项目稳步推进，上调 2030 年锂盐产能目标至 50-60 万吨。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 2023 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 2030 年设计产能将达到 50-60 万吨。其余国家在建产能方面：

- 澳大利亚：Kemerton I 加工厂正在运行和生产氢氧化锂，产品仍需获得客户认可；Kemerton II 加工厂正在按计划调试。
- 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。

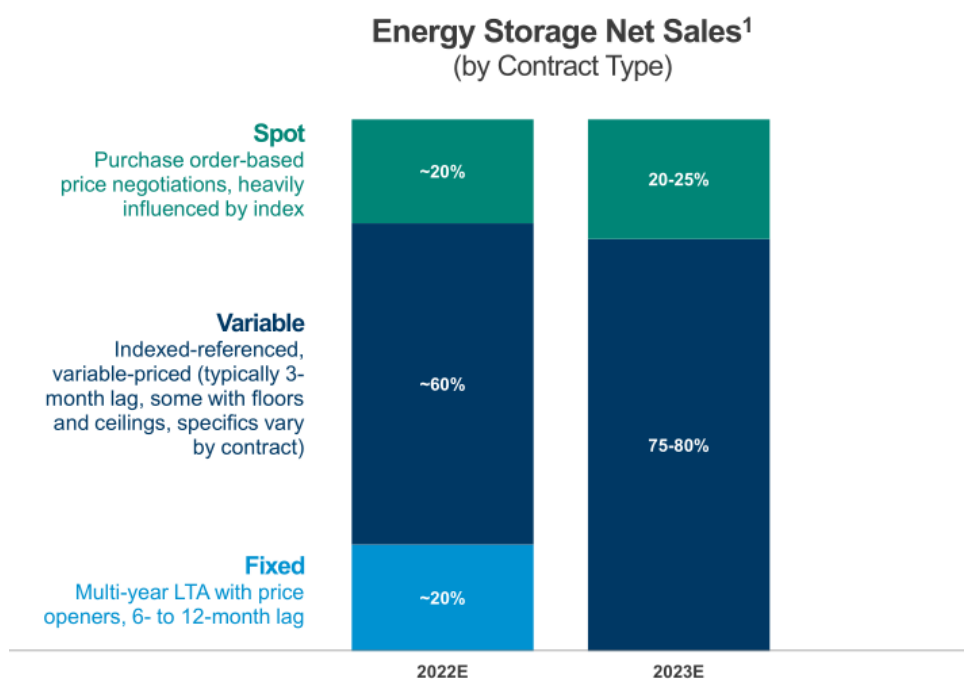
图7：公司全球产能布局计划



资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

电池级碳酸锂定价上，2023 年公司全面取消固定价格销售合同。2022 年公司合同现货价定价（采购下单时价格）占比保持 20%，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 60%，以及约 20% 合同固定价格定价（平均市场约 6-12 个月）。2023 年公司合同现货价定价占比预计保持 20-25%，可变价格定价占比预计提升至 75-80%，不再有固定价格合约。

图8：公司锂盐定价机制

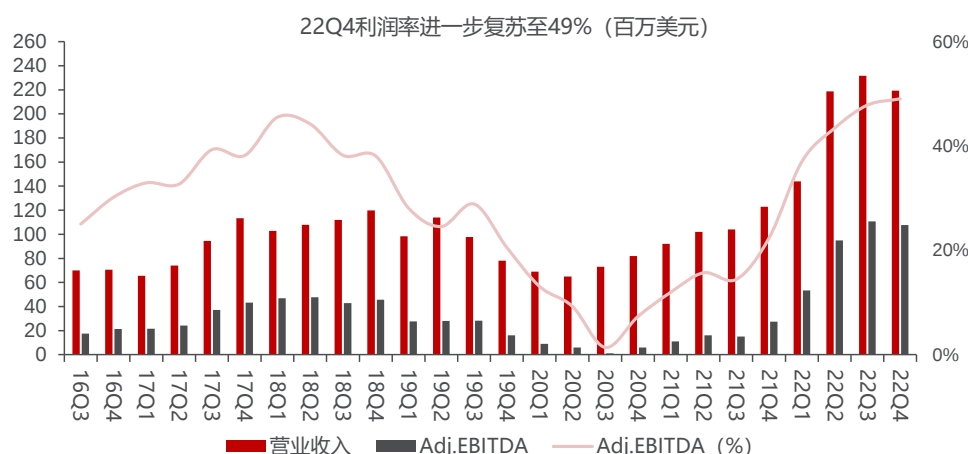


资料来源：雅保公司公告，民生证券研究院

3 Livent：量价齐跌，业绩短期承压

2022 年四季度 Livent 实现销售收入 2.19 亿美元，环比降低 5%，同比增长 79%，经调整 EBITDA 达 1.08 亿美元，环比降低 3%，同比增长 291%。报告的 GAAP 净收入为 8270 万美元，环比增长 7%。在经调整 EBITDA 中，相较 2022Q3，由于销量和价格略有下滑，导致业绩小幅回落。2022 年实现收入 8.13 亿美元，同比增长 94%，经调整 EBITDA 达 3.67 亿美元，同比增长 428%。业绩承压的主要原因为公司较大比例的订单是价格较低的固定价格合约，导致售价和收入环比下滑。

图9：2022Q4 利润率为 49%（百万美元）

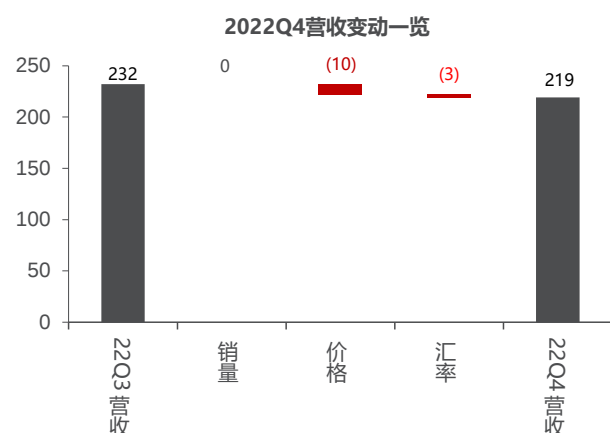


资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

公司发布 2023 年业绩指引，预计 2023 年实现销售收入 10-11 亿美元，中值相较于 2022 年增长 30%；经调整 EBITDA 预计为 5.1-5.8 亿美元，中值相较于 2022 年增长 50%。公司预计 2023 年出货量同比增加 20%，平均价格将显著提高，从而实现更强的盈利能力。成本方面，平均出口价格上涨带来版税成本和出口关税增加，产能扩张带来额外的运营成本增加，以及原材料、能源、人工和物流成本上涨等将导致 2023 年生产成本增加。

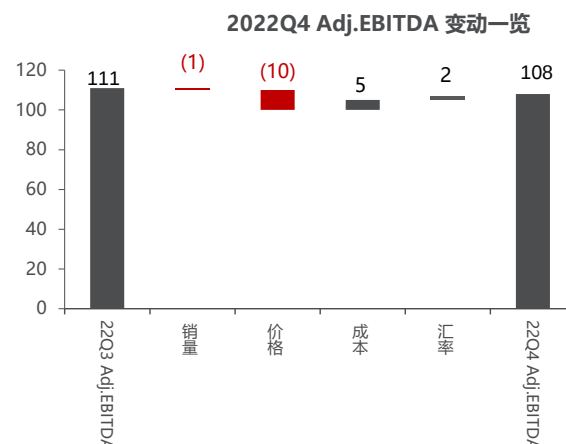
销售结构方面，公司将进一步推动定价周期缩短，最终长单价格更贴近于市场价。除了碳酸锂与氢氧化锂外，公司还将推动缩短丁基锂以及金属锂的产品定价周期，将积极从年度定价调整为更短周期的周期定价。

图10：2022Q4 公司营业收入变动（百万美元）



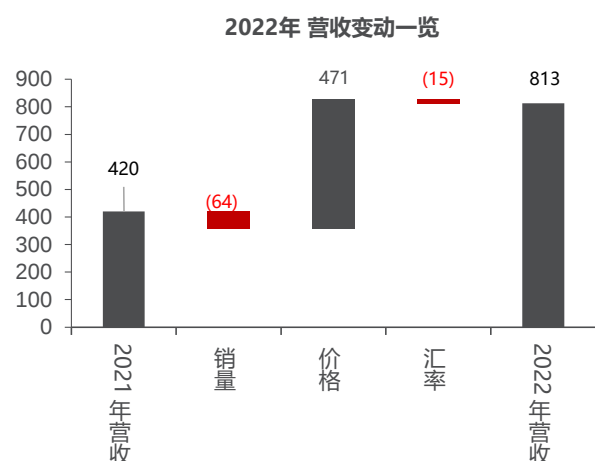
资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

图11：2022Q4 公司经调整 EBITDA 变动（百万美元）



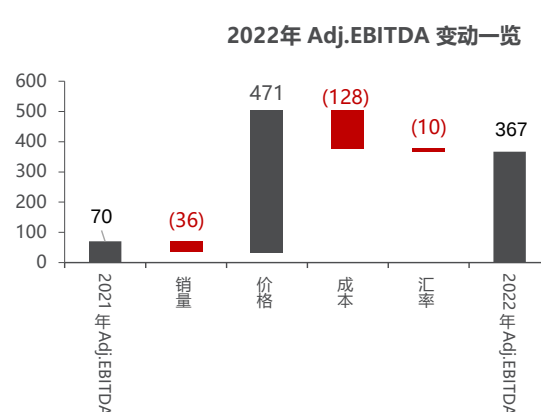
资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

图12：2022 年公司营业收入变动（百万美元）



资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

图13：2022 年公司经调整 EBITDA 变动（百万美元）



资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

阿根廷碳酸锂扩产项目进度不及预期，其余各项目进度稳定推进。

碳酸锂方面，原计划一期项目于 23Q1 及 23Q4 各投产 1 万吨碳酸锂产能，现推迟至 23H1、24Q1。目前阿根廷 1 万吨碳酸锂扩建项目已基本建设完成，预计于 23 年下半年实现商业化生产，第二阶段 1 万吨产能扩张计划于 2024 年初开始生产。届时，公司碳酸锂总产能将相对 2021 年实现翻倍。二期项目预计最早于 2025 年底投产，三期项目预计 2029 或 2030 年投产。

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，该项目预计于

2024 年实现商业化生产。(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14：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 ⁽²⁾	(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
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⁾	--	--	--	--	34	34	34	34	34
Total Hydroxide Capacity	30	45	45	55	89	89	89	89	89
3 Spodumene Concentrate									
Nemaska (Whabouchi) ⁽⁴⁾	External sales in 2025 / 2026 only before feedstock for Bécancour production								

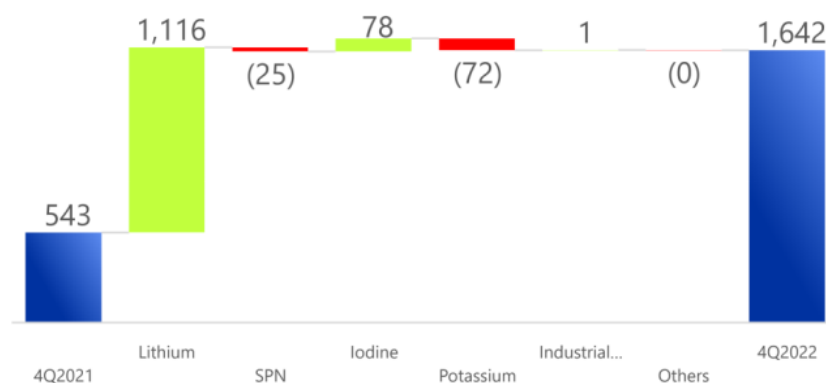
资料来源：Livent 公司公告，民生证券研究院

4 SQM：22Q4 锂业务继续向好，业绩大幅增长

受锂业务提振，公司 22Q4 业绩大幅增长。 (1) 22Q4 公司营收为 31.34 亿美元，较去年同期的 10.84 亿美元增长了 189%；毛利为 16.42 亿美元，较去年同期的 5.43 亿美元增长了 202%；净利润为 11.59 亿美元，较去年同期的 3.22 亿美元实现了 260% 的增长，单季度利润超出 2021 年全年利润。(2) 22Q4 公司锂及衍生品板块实现营收 25.25 亿美元，同比增长 457%；实现毛利 13.79 亿美元，同比增长 428%。(3) 公司业绩的增长主要来自于锂业务的量价齐升，从 22Q4 来看，毛利润同比大幅增长 10.99 亿美元，其中锂业务贡献了 11.16 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 年不包含折旧摊销在内的销售成本为 47.30 亿美元，同比增长 203.6%；管理费用为 1.43 亿美元（收入占比 1.3%），去年同期管理费用为 1.19 亿美元（收入占比 4.2%），同比增长 20.17%；2022 年净财务费用为 3960 万美元，去年同期为 8000 万美元，净财务费用大幅下降，同比下降 50.5%。(2) EBITDA 数据向好：2022 年调整后的 EBITDA 为 58.38 亿美元，远高于去年同期 11.86 亿美元，同比大增 392%。2022 年调整后的 EBITDA 利润率为 54.5%，远高于去年同期 41.4%，同比提升 13.1pct。22Q4 调整后 EBITDA 为 16.7 亿美元，远高于去年同期 5.6 亿美元，同比增加 198%。22Q4 调整后的 EBITDA 利润率为 53.2%，相较于去年同期 51.6% 同比提升 1.6pct。

图15：SQM 在 2022Q4 的毛利润变化情况，同比增量主要由锂业务贡献（百万美元）



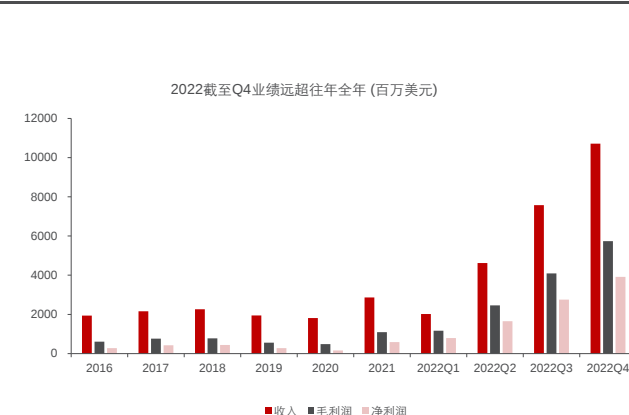
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图16：2022 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17：2022Q4 业绩远超往年全年（百万美元）

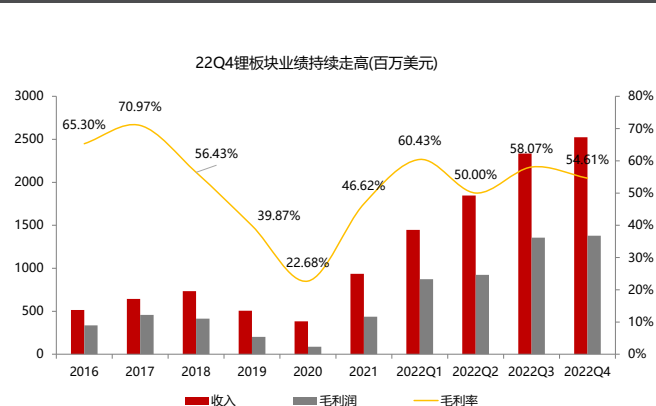


资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

22Q4 锂业务量价创新高，经营状况同比大幅提升。 (1) 22Q4 年锂业务营收为 25.25 亿美元，较去年同期的 4.53 亿美元大幅增长了 457%，环比增长 8%。锂业务毛利率 54.6%，同比下降 3pct，环比下降 3.46pct，2022 全年锂盐业务板块的毛利约占 SQM 综合毛利的 79%。(2) 22Q4 销量为 4.3 万吨，同比增长 38.3%，环比增长 3.4%，同时 22Q4 锂盐售价进一步上涨至 5.9 万美元/吨，售价环比上涨 5.36%。

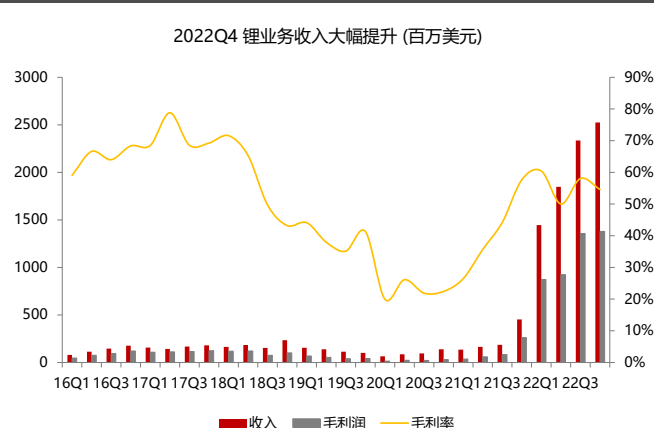
公司全年锂产品销量 15.7 万吨，同比增长 55%，超出此前 15 万吨的全年销量指引，主要原因是 2023Q1 的部分订单提前交付，而且由于中国春节较早导致 23Q1 下游排产减少，因此预计 23Q1 销量环比下滑。但公司仍然预计在美国 IRA 法案下需求有望得到极大刺激，公司预计 2023 年全球锂需求将同比增长 20%。

图18：22Q4 锂业务业绩持续走高(百万美元)



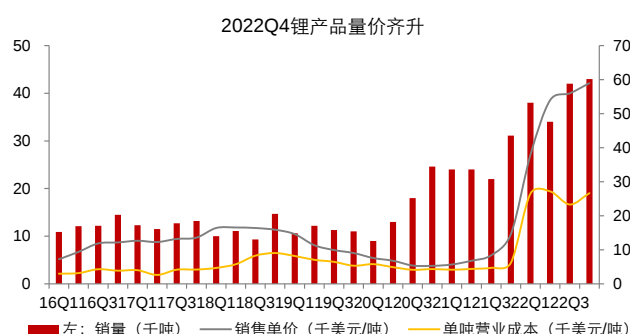
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图19：2022 年锂业务毛利润占比高达 79%(百万美元)



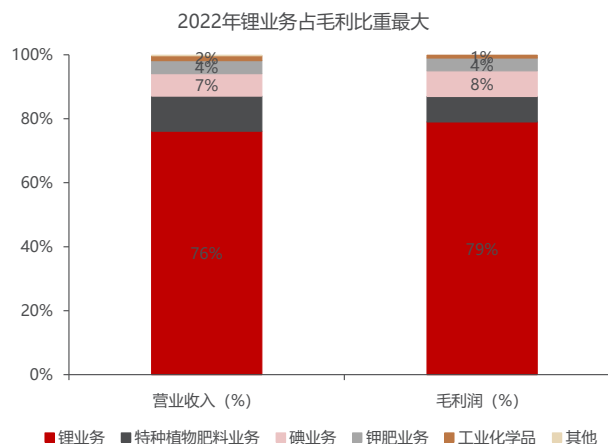
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图20：22Q4 锂盐单吨售价继续上涨



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图21：2022 年公司锂业务占营收、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，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。

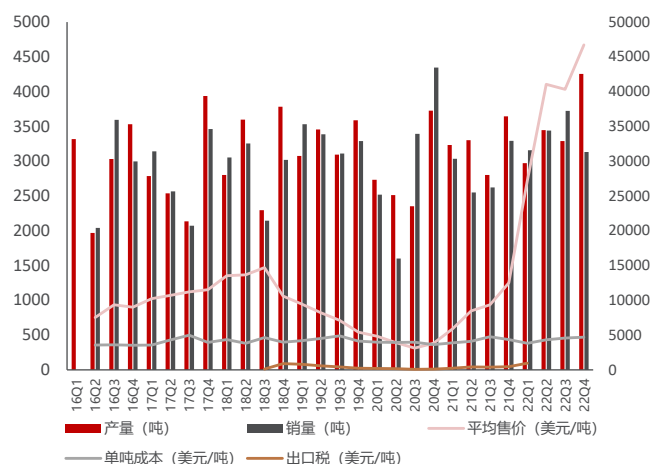
5 Allkem 旗下 Olaroz：销售价格再创新高，Naraha 工厂产出顺利

2022 年四季度 Olaroz 实现销售收入 1.51 亿美元，环比增长 0.67%，毛利润达 1.32 亿美元，环比降低 1.1%。经营数据上，Olaroz 项目 22Q4 产量环比回升，销量环比下降。**1) 量：**2022Q4 碳酸锂产量为 4253 吨，同比增长 17%，环比增长 29%；销售 3131 吨（42%为电池级），同比下降 5%，环比下降 16%。**2) 价及成本：**22Q4 销售均价 46706 美元/吨，环比上升 16%；对外销售的价格为 53013 美元/吨，环比上升 23%；现金成本 4682 美元/吨，环比上升 2.6%，成本上升主要是能源、劳动力和试剂成本上升所致，公司 22Q4 碳酸锂现金毛利率为 90%，毛利达到 42024 美元/吨。**3) 指引：**公司预计 23Q1 的对外销售的碳酸锂售价与 22Q4 持平。

22Q4 公司 Olaroz 二期项目仍在建设，盐田已完成调试，关键设备已经交付并正在现场安装，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 12 月，总体进度完成约 96%。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。

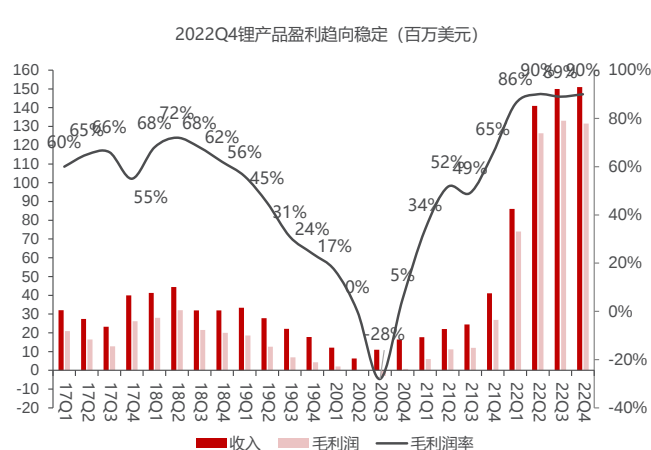
高锂价下，二期项目具备极强盈利能力。根据二期经济性分析报告显示，按 100%权益计算，基于 14000 美金/吨（FOB）的销售价格，二期项目的税后内部收益率在 137%。而目前锂价远高于项目假设，Olaroz 于年初调整了定价机制，2022 年售价指引大幅提升，公司产品原定价机制为季度调整，且约 1/3 为固定价格，1/3 为挂钩合约指数，仅 1/3 为挂钩现货价格，2022 年固定价格年度合同将调整为与指数价格挂钩且调价周期为 2 个月，未来将再无固定价格合同。

图22：22Q2 起 Olaroz 销售均价显著上涨



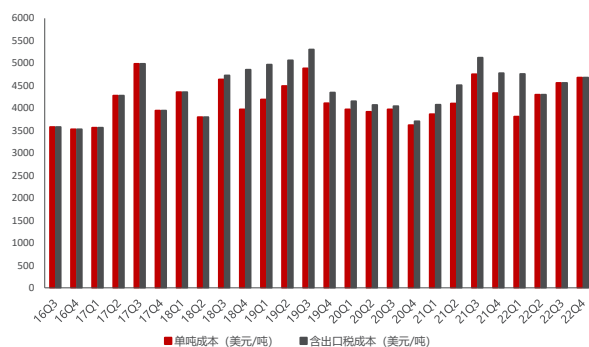
资料来源：Allkem 公司公告，民生证券研究院

图23：Olaroz 毛利润率保持高位，22Q4 为 90%



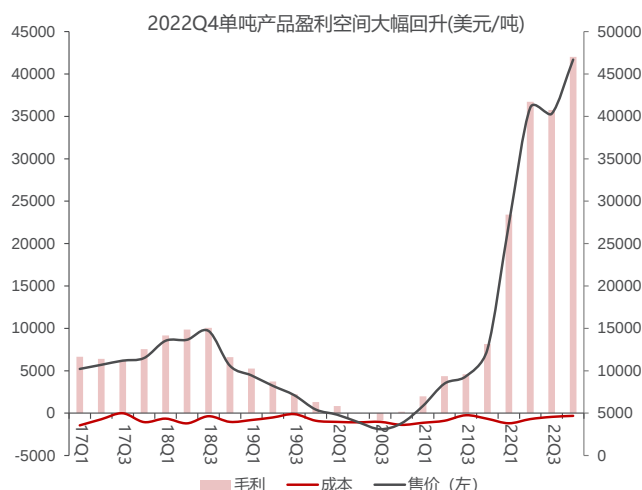
资料来源：Allkem 公司公告，民生证券研究院

图24: Olaroz 的碳酸锂现金成本一直维持较低水平



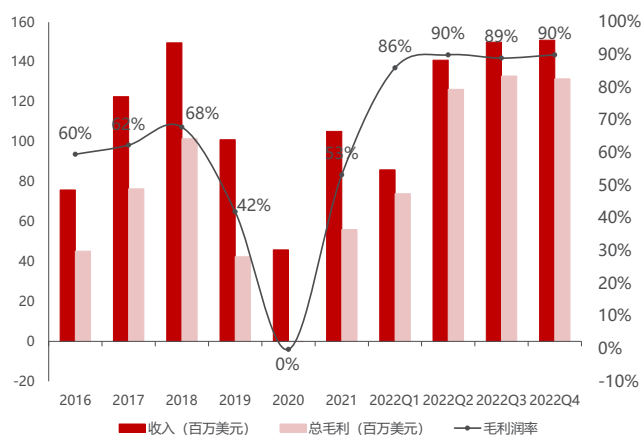
资料来源: Allkem 公司公告, 民生证券研究院

图25: 22Q4Olaroz 单吨盈利空间大幅回升



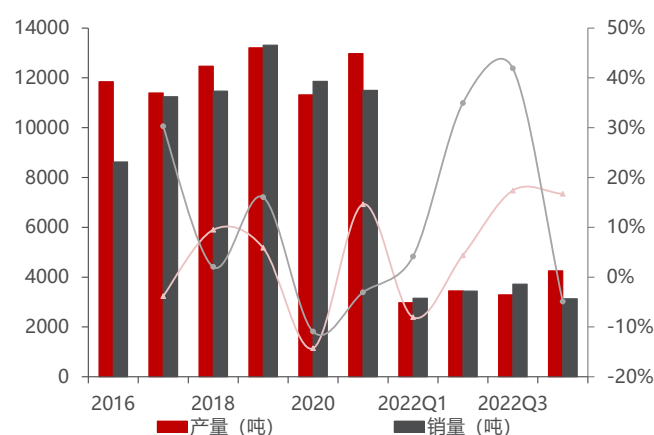
资料来源: Allkem 公司公告, 民生证券研究院

图26: 22Q4 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27: 22Q4Olaroz 项目产量同比提升



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, 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。Allkem 的电池级产品占比在 22Q4 下滑, 主要原因也为公司向 Naraha 供应碳酸锂用于生产氢氧化锂。

图28: 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

6 Allkem 旗下 Sal de Vida：建设顺利推进、计划 24 年中首次生产

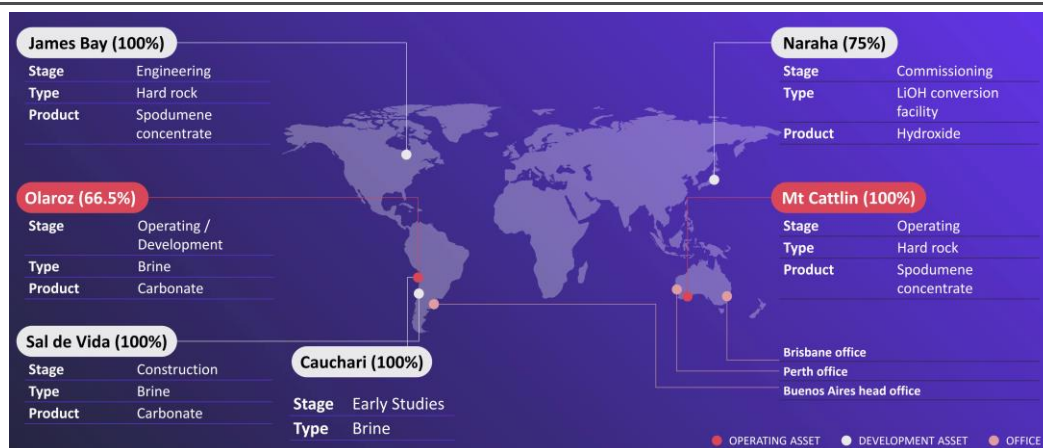
Allkem 旗下 Sal de Vida 规划了 4.5 万吨电池级碳酸锂项目，其中一期 1.5 万吨，二期 3 万吨。目前一期前两组蒸发池建设已完成 82%，建设完成的盐田已装满卤水，卤水主管道已完成，9 口生产井中有 7 口已经投入使用。工厂建设期间将持续进行盐水蒸发，为未来的生产储备原料。一期预计在 2024 年中进行首次生产，在一期进入生产调试时，将开启二期的建设计划。

图29：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30：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

7 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31: Cauchari-Olaroz 盐湖已建成盐田和工厂

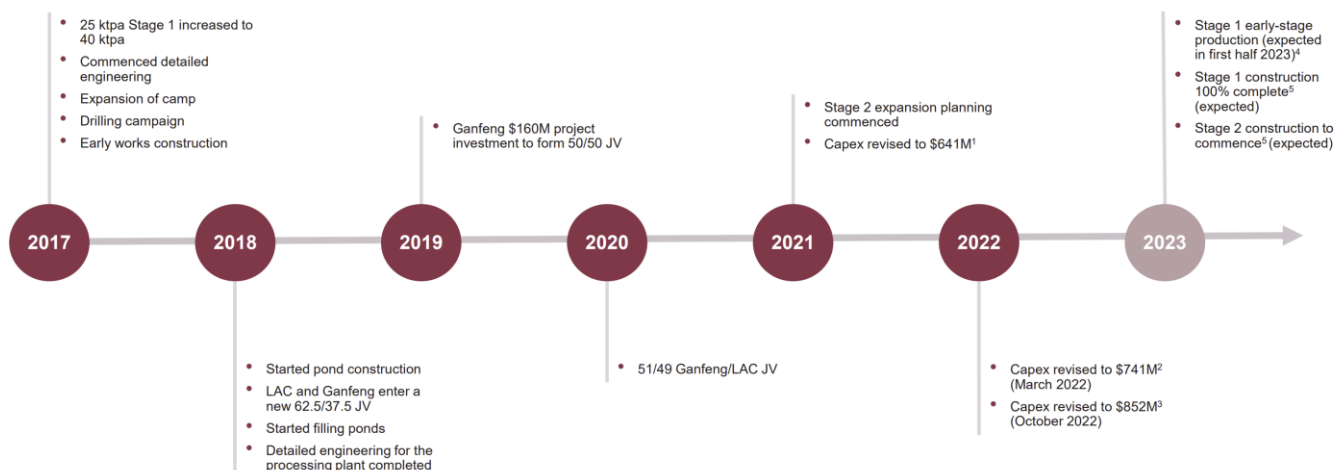


资料来源: Lithium Americas 官网, 民生证券研究院

图32: Cauchari-Olaroz 盐湖建设时间表

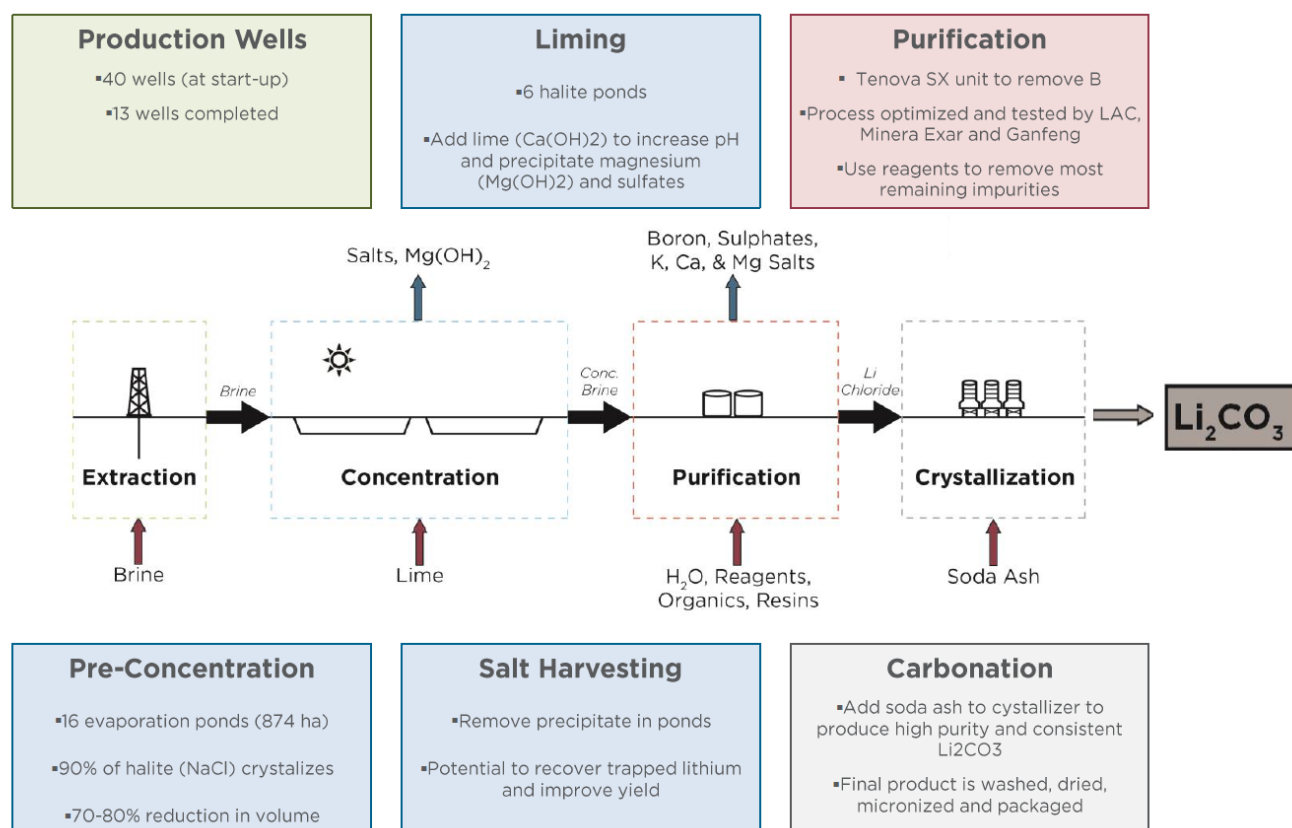
CAUCHARÍ-OLAROS CONSTRUCTION SCHEDULE

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33: 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

8 其他在建/待建盐湖项目进展

紫金矿业旗下 3Q 锂盐湖：小预浓缩池建设全面完成

3Q 锂盐湖是紫金矿业于阿根廷卡塔马卡省建设的锂盐湖项目。项目一期采用沉淀法为主线工艺，设计年产 2 万吨电池级碳酸锂，预计于 2023 年底建成投产。目前阿根廷 3Q 盐湖锂矿项目小预浓缩池建设已于 2022 年 11 月底全面完成，并注入卤水，开启正式晒卤，比计划提前 1 个月。该小预浓缩池总面积 74 万平方米，共分两系列，包含 8 个蒸发池和 2 个混合池，完全蓄卤可达 145 万立方米，一期蓄卤量 83 万立方米。3Q 项目为尽快实现晒卤目标，在阿根廷率先实施高原冬季及夜间施工，有力推进了工程进度，同时严格采用由施工方+监理方+业主方+第三方的四层品控机制，在确保项目速度的同时，保证了建设质量。

图34：3Q 盐湖小预浓缩池建设完工，注入卤水开启正式晒卤



资料来源：紫金矿业官网，民生证券研究院

西藏珠峰 SDLA 盐湖：项目进展不及预期

西藏珠峰 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。目前由于公司向当地政府提交的项目开发环评报告被退回并要求补充提交，项目总体进展有所滞后，原计划于 2022 年底完成项目年产 1 万吨产线建设的目标未能实现。项目现场各项工作进展基本正常，由蓝晓科技供货的第一批吸附段设备（1 万吨/年）已从智利港区陆续转运到项目现场；采卤井和淡水工程合同已完成签订，采卤井工程已进场施工，目前第一口井作业以及过半；淡水工程的基础准备工作正在进行中。

Argosy 旗下 Rincon 盐湖：预计 23Q2 完成产能爬坡，实现达产

Rincon 盐湖项目位于阿根廷萨尔塔省，设计年产 2000 吨碳酸锂，截至 2023 年 1 月 30 日，Rincon 盐湖项目总体建设已完成 98%，设计施工阶段已有效完成，调试工作已完成 90%，生产了约 1 吨电池质量的碳酸锂产品，并已向工厂和系统调试的完全集成迈进，进入产能爬坡阶段。公司计划于 2023 年第二季度末完成产能爬坡，实现达产。

Rincon 盐湖新增年产 1 万吨碳酸锂项目的环境影响评估审批程序正在进行中，预计在 2023 年 Q1 正式获得批准。目前公司正在进行年产 1 万吨运营的前期开发工作，进行可再生能源/电力采购安排，继续进行工业用水的钻井作业，并准备工程/调度工作。此外，公司还获得批准建设另外 20 公顷的蒸发池，目前正在建设中。最初的 10 公顷主蒸发池已经建成，并开始进行盐水泵送作业。其余的蒸发池将于本季度末完工。

图35：Rincon 盐湖项目建设现场



资料来源：Argosy 公司公告，民生证券研究院

Eramet 旗下 Centenario-Ratones 盐湖：Centenario-Ratones 盐湖项目正在按计划推进。项目一期预计于 2024 年第一季度建成投产，2025 年中期项目产能将达到 2.4 万吨碳酸锂。2023 年该项目资本支出预计为 3.1 亿欧元，将主要由青山集团提供资金。目前 Eramet 公司计划对 Centenario-Ratones 盐湖进行产能扩建，正在对二期扩建项目进行可行性研究，设计产能为年产 5 万吨碳酸锂，预计于 2023 年年底做出投资决定，最终 Centenario-Ratones 盐湖将达到 7.5 万吨碳酸锂产能。

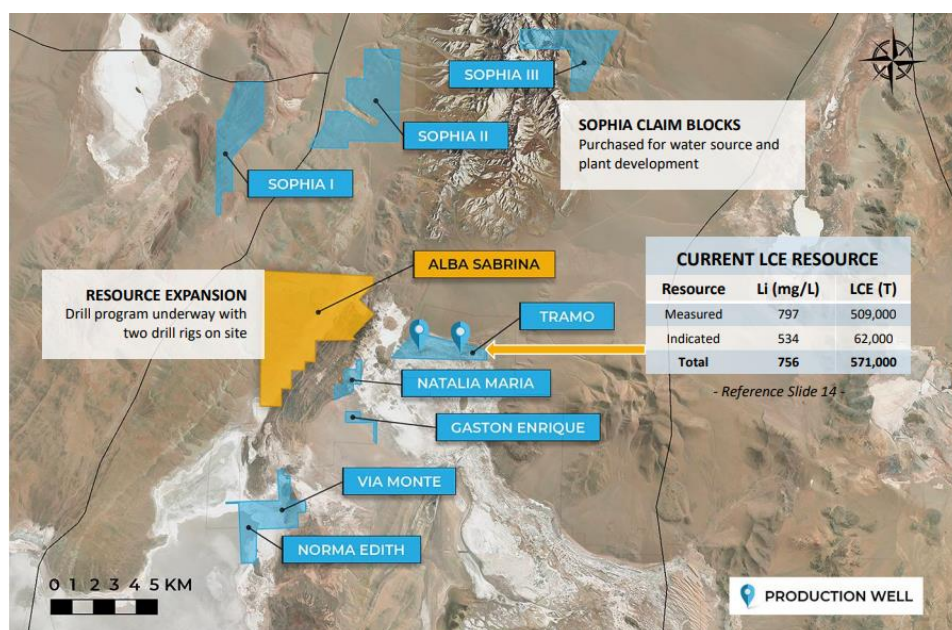
图36: Centenario-Ratones 盐湖一期项目建设规划



资料来源: Eramet 公司公告, 民生证券研究院

Hombre Muerto North 盐湖: 项目进展顺利。 Lithium South 公司于阿根廷萨尔塔省开发了 Hombre Muerto North (HMN) 盐湖项目。该项目设计年产 5000 吨碳酸锂, 项目包括 9 项采矿权, 分别为 Tramo、Alba Sabrina、Natalia Maria、Gaston Enrique、Via Monte、Norma Edith 以及 Sophia I II III。目前公司蒸发测试工作进展顺利, 用于验证该工艺的电池级碳酸锂的首次生产预计将于 2023 年第一季度完成。

图37: HMN 盐湖矿权分布



资料来源: Lithium South 公司公告, 民生证券研究院

力拓旗下 Rincon 锂盐湖项目：进展顺利，预计于 2024H1 投产

2022 年 3 月力拓公司以 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。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。目前项目第一阶段营地设施的建设工作正在进行，承包商已进入项目现场。该项目预计于 2024 年上半年实现投产。

图38：Rincon 盐湖建设现场

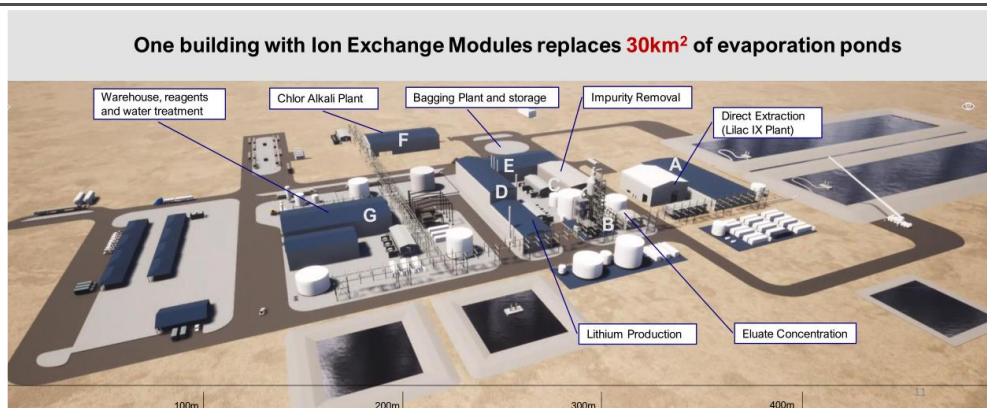


资料来源：力拓公司公告，民生证券研究院

Kachi 盐湖项目：项目有序推进，提锂工厂稳定运行

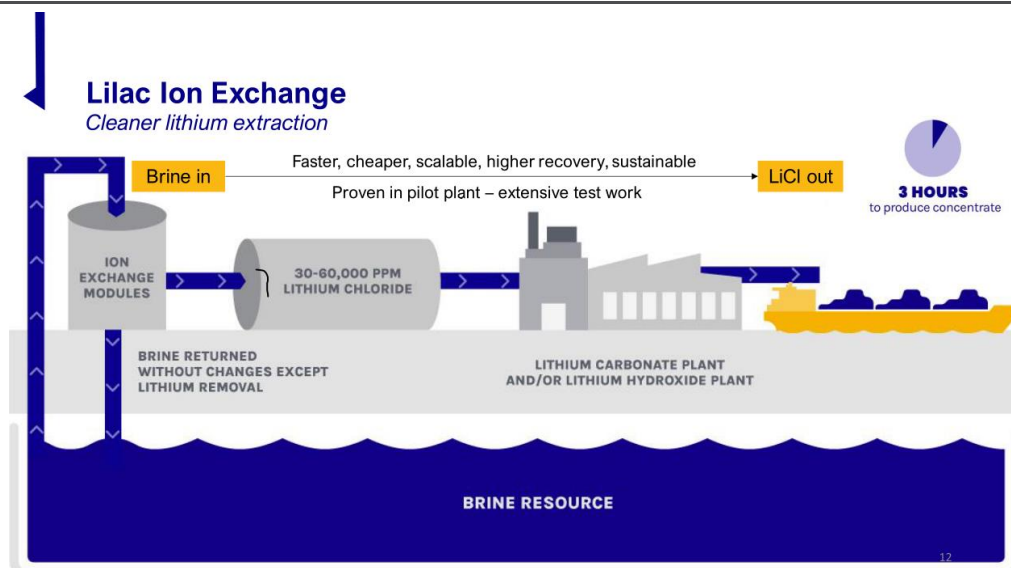
Lake resources 公司的 Kachi 盐湖项目位于阿根廷西北部的卡塔马卡省，项目设计年产 5 万吨电池级碳酸锂，计划采用技术合作伙伴 Lilac Solutions 提供的直接锂提取 (DLE) 技术。2022 年底 Lilac 的示范工厂已成功连续运行 1000 个小时，并生产了 4 万升氯化锂，预计在未来几个月内完成氯化锂到碳酸锂的转化。Lake resources 公司目前正在继续进行最终可行性研究 (DFS) 和环境社会影响评估 (ESIA)，DFS 预计将于 2023 年中期完成。目前 Kachi 盐湖最新资源储量显示，测试和指示 (M&I) 资源翻了一番，达到 220 万吨碳酸锂当量，面积超过 81 平方公里；推断资源达到 310 万吨，面积为 117 平方公里。

图39: Kachi 盐湖项目规划



资料来源: Lake resources 公司公告, 民生证券研究院

图40: Lilac Solutions 公司直接提锂工艺流程



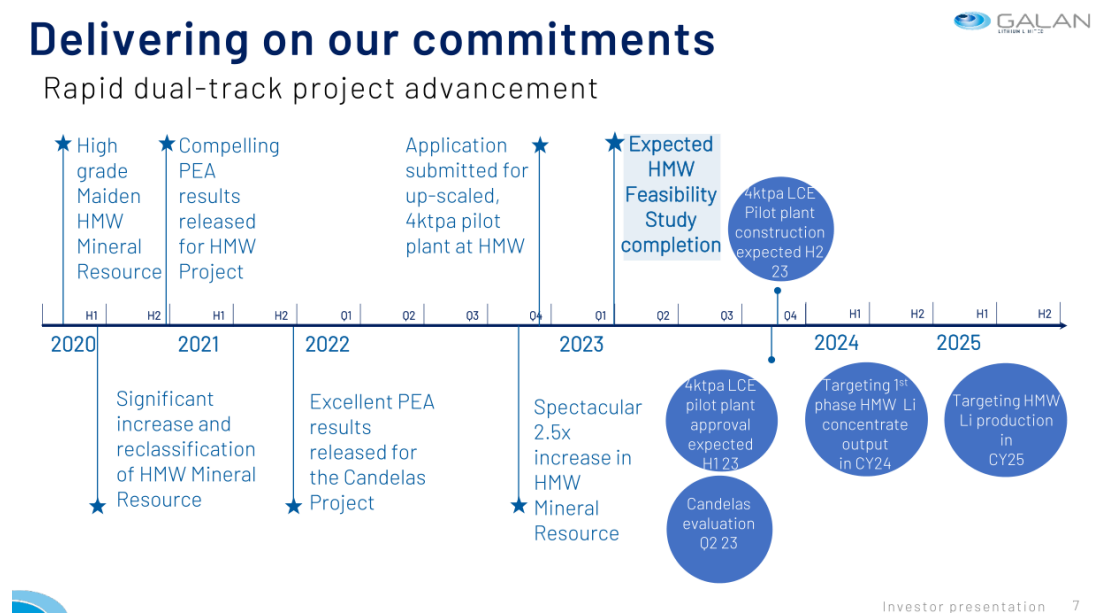
资料来源: Lake resources 公司公告, 民生证券研究院

Galan Lithium 旗下盐湖:

HMW 盐湖最新进展: Galan Lithium 公司旗下 Hombre Muerto West (HMW) 项目的最终可行性研究 (DFS) 已取得有效进展, 环境影响评估(EIA)研究正在按计划进行, 预计于 2023 年 Q1 交付。HMW 项目的卤水蒸发批量测试成功地实现了 6%的低杂质锂浓度。Galan 预计将在 2023 年 Q1 提交全面生产许可证。原有的试验工厂的蒸发工作进展顺利, 三个池塘(H1、H2 和 S1)已经装满了盐水,并达到了蒸发过程中预期的盐水质量,该工厂预计于 23 年 Q2 开始连续生产。HMW 项目年产 4000 吨碳酸锂的生产许可证预计将于 23 年 H1 获得批准, 23 年 H2 开始建设。

Candelas 盐湖：Candelas 是 Galan 于阿根廷 Catamarca 的 HWM 盐湖东南侧建设的盐湖项目。项目 2021 年 11 月初步经济性评估（PEA）报告显示，该项目年产能可为 1.4 万吨电池级碳酸锂，项目寿命为 25 年。Candelas 盐湖项目与 HMW 项目存在显著的潜在成本协同效应，在 HMW 项目 DFS 完成后将重新进行研究。目前除了正在进行的项目和环境监测外，该项目暂无重大进展。

图41：Galan Lithium 公司项目规划时间线



资料来源：Galan Lithium 公司公告，民生证券研究院

9 投资建议

海外锂价高位下，南美盐湖在产项目 22Q4 业绩同比大幅增长。产销及业绩：业绩向好，主要原因为锂产品量价提升，收入方面，雅保、SQM、Livent 和 Allkem 的 22Q4 季度营收分别同比增长 193%、189%、79%及 267%，环比分别变动 +25%、+6%、-5%和+1%。收入的变动主要来自于量和价的影响：(1) 产销量：SQM 同比上涨 38%，雅保公司同比微增，Livent 环比持平，Allkem 同比下滑 5%；(2)销售价格：受益于需求的向好，价格仍然保持高位，SQM 售价同比上涨 303%，环比上涨 5%；Allkem 售价同比上涨 274%，环比上涨 16%。

业绩指引：对 2023 展望乐观，锂业务预计保持增长。业绩指引方面，南美盐湖提锂企业均表达了较为乐观的 2023 年度指引。(1) 雅保公司：公司预计 2023 年锂产品售价上涨 55-65%，指引锂业务收入为 83-98 亿元，同比增长 66-96%，调整后 EBITDA 为 37-46 亿元，同比增长 19-48%；(2) Livent：公司指引 2023 年收入为 10-11 亿美元，同比增长 23-35%，调整后 EBITDA 为 5.1-5.8 亿元，同比增长 39-58%；(3) SQM：公司预计 2023 年下游需求会同比增长 20%。

2023 年产能扩产计划持续推进、海外高锂价保障业绩。南美盐湖锂公司 2023 年将持续扩张产能，我们预计产能的主要增量来自于 SQM、赣锋锂业和美洲锂业合资的 C-O 盐湖、紫金矿业旗下 3Q 盐湖等，考虑到实际投产情况，我们预计产量的增长将主要来自于 SQM 公司旗下阿塔卡玛盐湖、C-O 盐湖等，新增产量预计有望超过 5 万吨。同时价格方面，海外调价机制相对滞后，在国内锂盐价格大幅下滑的背景下，海外锂盐价格或将显著高于国内。

未来展望：扩产项目不断延期，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，均计划延期至 2023 年投产。原计划 2023 年投产的项目中，Livent 原计划扩产一期项目于 23Q1 及 23Q4 各投产 1 万吨碳酸锂产能，现推迟至 23H1、24Q1；西藏珠峰 SDLA 项目因环评等原因目前进度滞后。根据历史经验来看，未来供应低预期概率较大，对于锂供应端或可更加多一丝乐观。

投资建议：海外锂盐较国内拥有溢价，同时海外项目扩产的延期或一定程度上缓解供应过剩局面，同时锂资源进口依赖度较高，锂资源战略性地位凸显，锂原料自给率高及出口业务占比高的公司有望受益。我们建议重点关注中矿资源、赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料、西藏矿业、盐湖股份等。

10 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: 雅保 2030 年产量指引将达到 60 万吨	4
图 2: 雅保公司发布 2023 年业绩指引	4
图 3: 2022Q4 锂业务贡献经调整 EBITDA 主要增量 (百万美元)	5
图 4: 2022 年锂业务贡献经调整 EBITDA 主要增量 (百万美元)	5
图 5: 2022Q4 收入利润同环比继续增长 (百万美元)	5
图 6: 2022Q4 锂业务收入利润继续高增 (百万美元)	5
图 7: 公司全球产能布局计划	6
图 8: 公司锂盐定价机制	7
图 9: 2022Q4 利润率为 49% (百万美元)	8
图 10: 2022Q4 公司营业收入变动 (百万美元)	9
图 11: 2022Q4 公司经调整 EBITDA 变动 (百万美元)	9
图 12: 2022 年公司营业收入变动 (百万美元)	9
图 13: 2022 年公司经调整 EBITDA 变动 (百万美元)	9
图 14: 公司扩产规划	10
图 15: SQM 在 2022Q4 的毛利润变化情况, 同比增量主要由锂业务贡献 (百万美元)	11
图 16: 2022 年单季度收入持续上涨 (百万美元)	12
图 17: 2022Q4 业绩远超往年全年 (百万美元)	12
图 18: 22Q4 锂业务业绩持续走高(百万美元)	12
图 19: 2022 年锂业务毛利润占比高达 79%(百万美元)	12
图 20: 22Q4 锂盐单吨售价继续上涨	13
图 21: 2022 年公司锂业务占营收、毛利比重最大	13
图 22: 22Q2 起 Olaroz 销售均价显著上涨	14
图 23: Olaroz 毛利润率保持高位, 22Q4 为 90%	14
图 24: Olaroz 的碳酸锂现金成本一直维持较低水平	15
图 25: 22Q4Olaroz 单吨盈利空间大幅回升	15
图 26: 22Q4 利润水平趋于稳定	15
图 27: 22Q4Olaroz 项目产量同比提升	15
图 28: Naraha 首批氢氧化锂产品	16
图 29: Sal de Vida 已建成盐田	17
图 30: 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	17
图 31: Cauchari-Olaroz 盐湖已建成盐田和工厂	18
图 32: Cauchari-Olaroz 盐湖建设时间表	19
图 33: Cauchari-Olaroz 盐湖的工艺路线	19
图 34: 3Q 盐湖小预浓缩池建设完工, 注入卤水开启正式晒卤	20
图 35: Rincon 盐湖项目建设现场	21
图 36: Centenario-Ratones 盐湖一期项目建设规划	22
图 37: HMN 盐湖矿权分布	22
图 38: Rincon 盐湖建设现场	23
图 39: Kachi 盐湖项目规划	24
图 40: Lilac Solutions 公司直接提锂工艺流程	24
图 41: Galan Lithium 公司项目规划时间线	25

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