

市场价格 (美元) 37.72
 目标价格 (美元) 24.31

深秋已至，独善其身？

市场数据(人民币)

标普 500 指数 2818.46
 总股本 (百万股) 263.20
 总市值 (亿美元) 100.30

公司基本情况(美元)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万) | 2,157 | 2,266 | 2,082 | 2,158 | 2,230 |
| 同比增长 | 11.2% | 5.0% | -8.1% | 3.6% | 3.3% |
| 归母净利润 (百万) | 428 | 440 | 351 | 350 | 340 |
| 同比增长 | 53.7% | 2.9% | -20.1% | -0.5% | -2.9% |
| 毛利率 | 35.3% | 34.5% | 31.1% | 30.4% | 29.2% |
| 每股收益 (美元) | 1.63 | 1.67 | 1.33 | 1.33 | 1.29 |
| 市盈率 (倍) | 35.7 | 22.9 | 28.6 | 28.7 | 29.5 |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

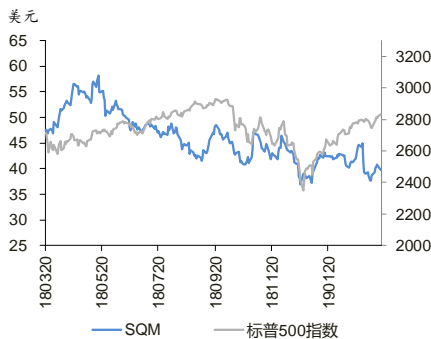
- **核心观点：**在行业供给过剩的背景下，公司净利占比 60% 的锂产品业务将面临“量价难两全”的局面，尤其是单位售价恐将面临较大幅度的下行，从而导致公司的业绩在未来出现较大幅度下滑。
- **锂行业供给过剩加剧，价格料持续下挫。**新能源汽车的爆发带来大量资本进入上游锂行业，产能扩张过快导致行业目前供给过剩。2019/2020 年全球锂原料较 2018 年新增产量达 13/27 万吨，扩产呈加速态势。我们预计未来两年需求端相较 2018 年新增数量仅有 4.5/10.2 万吨，锂行业供给过剩分别达 12/19 万吨 LCE。2019-2021 年中国碳酸锂吨单价将由 1.17 万美元下降至 0.88/0.69/0.65 万美元，中国境外碳酸锂吨单价将由 1.30 万美元下降至 1.10/0.86/0.76 万美元。
- **SQM 是全球最大的碘生产商，领先的锂产品供应商。**SQM 业务范围主要涉及特种植物肥料、碘、锂、钾和工业化学品等。公司特种植物营养素与碘的市占率分别为 54%/35%，远超同行；锂产品贡献 60% 的净利润，全球市场份额约为 23%，位列全球第二；氯化钾以 3% 的市场份额排名全球第五。
- **SQM 锂产品面临“量价难两全”。**SQM 有将近 10% 的锂产品收入来自中国境内，但 2018 年以来因其碳酸锂价格较国内均价高 25% 左右导致销量环比大幅下降，未来大概率通过降低售价以恢复部分市场份额；在中国以外的地区，SQM 因短单模式而比竞争对手 ALB 售价高近 40%，但目前下游客户倾向于签订低价长单使得公司面临售价快速下滑和销量停滞增长的风险。SQM 2018 年碳酸锂销售单价为 1.6 万美元/吨，我们预计 2019-2021 年锂产品吨单价将下跌至 1.15/0.93/0.75 万美元，销量同比-5%/+28%/+28%。
- **SQM 其他业务保持平稳增长。**公司在多个非锂业务领域处在全球龙头地位，市占率较高，下游应用领域也多为传统的工业和农业领域。我们预计，未来行业和公司市占率均保持平稳增长态势。

投资建议

- 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 351/350/340 亿美元。SQM 目前估值为 23 倍，用可比公司分部估值法得到合理估值为 18 倍，对应未来 6-12 月目标价 24.31 美元，较当前股价下跌 36%，首次覆盖给予“减持”评级。

风险提示

- 锂供给过剩不及预期风险；新能源汽车增速超预期风险；SQM 非锂业务市占率大幅上升风险；智利政治风险。



廖淦 分析师 SAC 执业编号：S1130517020001
 (8675583830558)
 liaogan@gjzq.com.cn

曾智勤 联系人
 zengzhiqin@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 锂行业：供给过剩加剧，海外锂盐价格料将加速回落..... | 4 |
| 1.1 供需：供给加速上升，短期过剩加剧..... | 4 |
| 1.2 价格：锂盐价格回落，海外价格料将加速向国内靠拢走低..... | 6 |
| 2. SQM：锂业巨头，全球最大的碘生产商..... | 9 |
| 2.1 起步于生产碘与硝酸钠，卡位优质资源成就锂业龙头..... | 9 |
| 2.2 锂产品全球市场份额 23%，多种非锂业务龙头地位稳固..... | 9 |
| 3. SQM 锂业务：能否独善其身？..... | 11 |
| 3.1 Atacama 提升锂配额代价不小，Mt Holland 产能投放或减速..... | 11 |
| 3.2 销量售价难两全..... | 15 |
| 4. SQM 其他业务：平稳增长..... | 19 |
| 4.1 资源储备充裕，原料主要来自 Atacama 盐湖..... | 19 |
| 4.2 多项业务龙头地位稳固，平稳增长..... | 20 |
| 5. 盈利预测与估值..... | 22 |
| 5.1 预计 2019-2021 年公司净利润分别为 3.51/3.50/3.40 亿美元..... | 22 |
| 5.2 公司合理估值约为 18 倍，对应市值约 64 亿美元..... | 24 |
| 6. 风险提示..... | 24 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：2015/2016 年碳酸锂价格远大于其现金成本..... | 4 |
| 图表 2：2019-2021 年锂原料供给增量加速释放..... | 4 |
| 图表 3：2019/2020 年锂盐需求增速分别为 18.2%和 19.7%..... | 5 |
| 图表 4：2019/2020 年锂行业供给过剩呈加剧态势..... | 5 |
| 图表 5：2019 年国内将有超过 30 万吨的新建锂盐产能投产..... | 6 |
| 图表 6：海外锂盐料将加速向国内靠拢..... | 7 |
| 图表 7：2019 年，碳酸锂价格或受进口矿成本支撑..... | 7 |
| 图表 8：2020 年，碳酸锂价格或考验澳洲矿山现金成本支撑..... | 8 |
| 图表 9：2019 年以后，中国国内与境外碳酸锂价格预测..... | 8 |
| 图表 10：SQM 历史沿革..... | 9 |
| 图表 11：SQM 各项业务收入占比..... | 10 |
| 图表 12：SQM 各项业务净利润占比..... | 10 |
| 图表 13：SQM 营业收入及其增速..... | 10 |
| 图表 14：SQM 归母净利润及其增速..... | 10 |
| 图表 15：SQM 锂销量占全球 23%..... | 11 |
| 图表 16：SQM 是全球最大的碘供应商..... | 11 |
| 图表 17：SQM 的全球氯化钾市场份额为 3%..... | 11 |
| 图表 18：阿塔卡玛盐湖锂卤水储量大、品位高..... | 12 |
| 图表 19：阿塔卡玛盐湖钾等资源储量丰富..... | 12 |

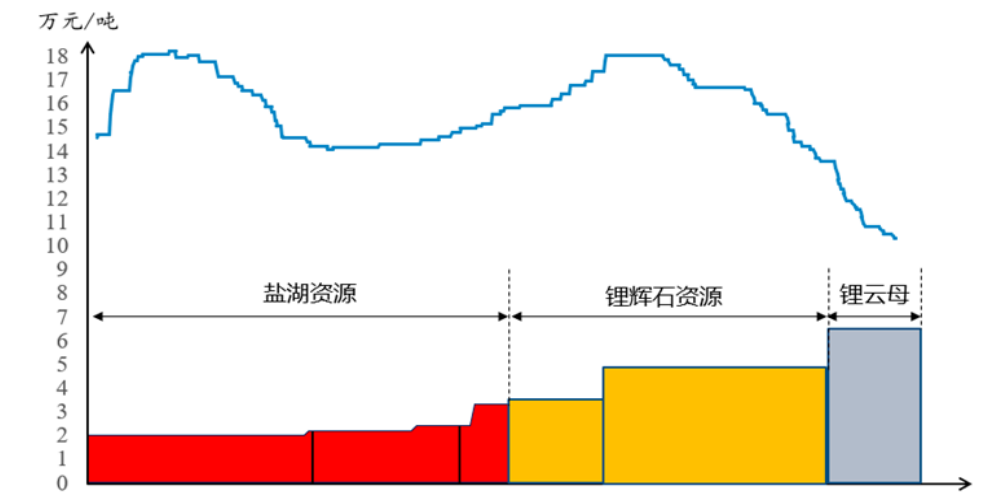
| | |
|--|----|
| 图表 20: Mt Holland 矿山资源储量..... | 12 |
| 图表 21: SQM 在阿塔卡玛盐湖碳酸锂产能扩展规划 | 13 |
| 图表 22: SQM 在阿塔卡玛盐湖氢氧化锂产能扩产规划..... | 13 |
| 图表 23: SQM 与 Corfo 《和解协议》中对累进费率的规定..... | 13 |
| 图表 24: 2018 年销售单价的上涨并未给 SQM 带来毛利润相应幅度的增长 ..14 | 14 |
| 图表 25: SQM 锂产品销量指引不断下调..... | 14 |
| 图表 26: 2018 年 SQM 锂盐销量同比减少将近 5000 吨..... | 14 |
| 图表 27: Mt Holland 矿山资源储量..... | 14 |
| 图表 28: Mt Holland 若按时投产或面临成本高于市场价格的风险 | 15 |
| 图表 29: SQM 2018 年在中国地区碳酸锂销量持续下滑..... | 16 |
| 图表 30: 预计 SQM 2019 年在中国地区的碳酸锂价格将持续走低..... | 16 |
| 图表 31: SQM 在中国境外碳酸锂售价显著高于雅宝 | 17 |
| 图表 32: 中国碳酸锂出口量因海外价格较高而逐渐上升..... | 18 |
| 图表 33: 2019 年以后, SQM 在中国境外的碳酸锂价格将持续走低..... | 18 |
| 图表 34: SQM 2018 年锂销量增速为-9.3%..... | 19 |
| 图表 35: SQM 拥有丰富的碘和硝酸盐资源 | 19 |
| 图表 36: 公司其他业务各产品生产工艺流程..... | 20 |
| 图表 37: SQM 锂以外其他各产品销量及单价 | 20 |
| 图表 38: 钾肥主要的下游消费市场..... | 21 |
| 图表 39: 世界人口未来数年将保持 1%左右的增速 | 21 |
| 图表 40: 全球农业用地占比逐渐减少 | 21 |
| 图表 41: 碘主要应用于 X 射线与医药等行业 | 22 |
| 图表 42: 预计 2019-2021 年公司营收分别为 20.8/21.6/22.3 亿美元..... | 23 |
| 图表 43: SQM 合理估值约为 18 倍, 对应市值约 64 亿美元..... | 24 |

1. 锂行业：供给过剩加剧，海外锂盐价格料将加速回落

1.1 供需：供给加速上升，短期过剩加剧

2015年在强政策的指引下中国新能源汽车产业链爆发带动了巨大的锂资源需求，叠加中国精矿与卤水自给率低、厄尔尼诺及矿权等多因素造成供给端弹性缺失，行业总体供不应求。巨大的获利空间带动了大量的产业资本进入，产业兴起了新一轮投资热潮。

图表 1：2015/2016 年碳酸锂价格远大于其现金成本



来源：锂业协会，国金证券研究所

当前时点，供给端产能加速投放，各大矿山和盐湖的扩产计划陆续落地，全球将迎来新的一波产能扩张高峰。据我们统计，2019-2021 年全球锂原料相对 2018 年新增产量将分别达到 13/27/41 万吨，扩产呈现明显加速态势。

图表 2：2019-2021 年锂原料供给增量加速释放

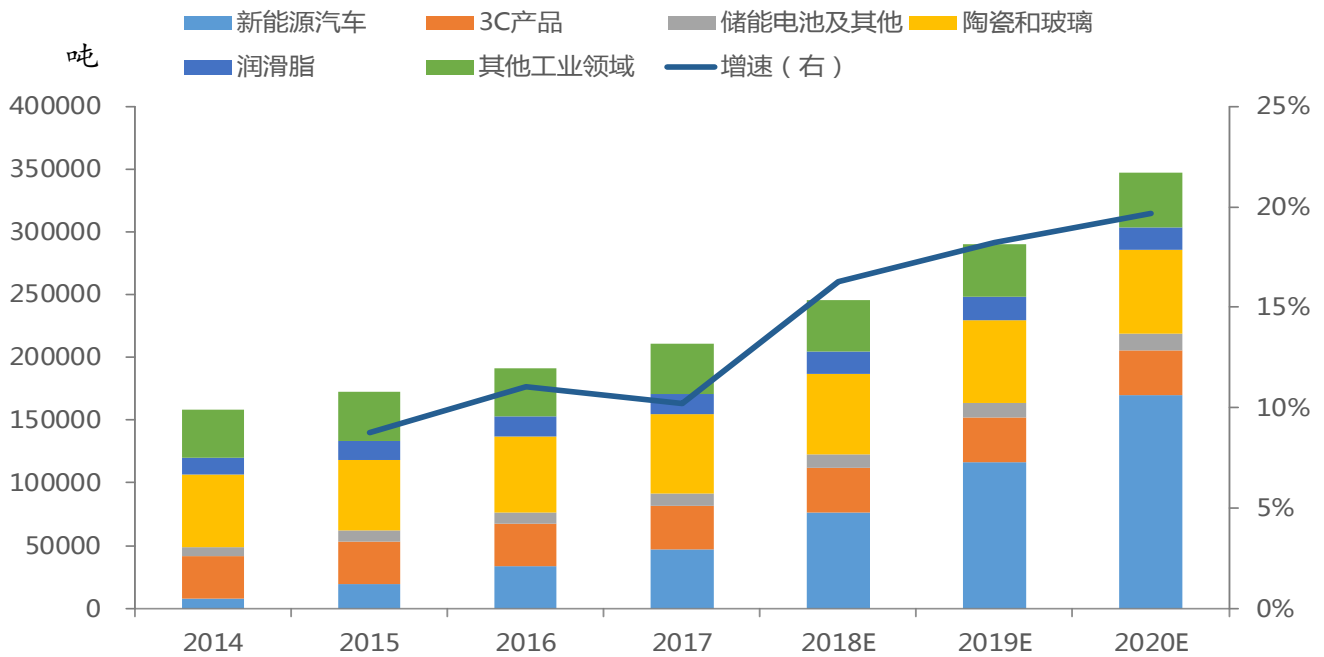
| 产量增量，以 2018 为基数。单位：LCE，吨 | | 年份 | | |
|--------------------------------|--|--------|--------|---------|
| 公司名称 | 项目 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 海外盐湖 | | | | |
| SQM | Salar de Atacama & Salar del Carmen | 19,000 | 29,000 | 39,000 |
| FMC | Salar del Hombre Muerto & Fenix Operations | 1,629 | 3,629 | 8,629 |
| Lithium Americas | Cauchari-Olarzoz | 3,000 | 13,000 | 28,000 |
| Orocobre | Olaroz Lithium | 3,000 | 13,000 | 28,000 |
| 中国盐湖 | | | | |
| 藏格控股 | 察尔汗盐湖 | 7,000 | 10,000 | 10,000 |
| 恒信融锂业科技 | 西台吉乃尔外购卤水 | 3,000 | 6,000 | 11,000 |
| 盐湖股份-蓝科锂业 | 察尔汗盐湖 | 0 | 5,000 | 10,000 |
| 海外矿山 | | | | |
| Talison Lithium | Greenbushes | 16,568 | 49,632 | 123,632 |
| Galaxy Resources | MT Cattlin | 2,914 | 5,164 | 7,639 |
| Reed Resources | MT Marion | 2,689 | 8,258 | 13,455 |
| Altura Mining&Pilbara Minerals | Pilgangoora | 39,296 | 55,546 | 55,546 |
| Tawana | Bald Hills | 9,897 | 9,569 | 9,569 |
| Mineral Resources | Wodgina | 21,000 | 58,500 | 58,500 |
| 中国矿山 | | | | |

| | | | | |
|---------------------|-----|---------|---------|---------|
| 雅化集团/四川国锂 (德鑫矿业) | 李家沟 | 1,900 | 4,400 | 4,400 |
| 合计 | | 130,893 | 270,697 | 407,370 |

来源：上海有色网，国金证券研究所

需求端增速较为平稳。锂资源最主要的下游是新能源汽车、陶瓷与玻璃、3C 产品等，主要增量来自新能源汽车电池。根据我们的测算，2019/2020 年新能源汽车对锂资源的需求占比虽有提升，但对应需求增量相较 2018 年仅有 4.5/10.2 万吨，难以消化大量的新增供给。

图表 3：2019/2020 年锂盐需求增速分别为 18.2% 和 19.7%



来源：上海有色网，国金证券研究所

考虑累计库存等因素，我们估计 2019/2020 年全球锂行业供给过剩分别达 12/19 万吨，供大于求呈现过剩加剧态势。

图表 4：2019/2020 年锂行业供给过剩呈加剧态势

| 单位：吨 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 盐湖 | 93,487 | 121,052 | 129,799 | 146,718 | 180,346 | 216,346 |
| 锂辉石 | 60,847 | 69,627 | 144,315 | 178,163 | 272,427 | 369,231 |
| 锂云母 | 400 | 1,000 | 2,000 | 7,000 | 17,000 | 15,000 |
| 锂原料供给 | 154,734 | 191,679 | 276,114 | 331,881 | 469,774 | 600,578 |
| yoy | 8.70% | 23.88% | 44.05% | 20.20% | 41.55% | 27.84% |
| 锂盐供给合计 | 154,734 | 191,679 | 246,114 | 286,881 | 409,774 | 540,578 |
| yoy | 8.70% | 23.88% | 28.40% | 16.56% | 42.84% | 31.92% |
| 需求合计 | 172,614 | 191,679 | 211,278 | 245,719 | 290,438 | 347,580 |
| yoy | 8.75% | 11.04% | 10.22% | 16.30% | 18.20% | 19.67% |
| 过剩 (+/-) 短缺 | (17,880) | 0 | 34,836 | 41,161 | 119,336 | 192,998 |
| 累计库存 | (17,880) | (17,880) | 16,956 | 58,117 | 177,453 | 370,451 |

来源：上海有色网，国金证券研究所

1.2 价格：锂盐价格回落，海外价格料将加速向国内靠拢走低

锂盐产能瓶颈，阻碍原料过剩传导至需求端。由于 2015 年锂辉石矿山只有泰利森一家，且锂辉石矿山的品质差异较大，锂精矿冶炼产能的建设一直落后于锂矿山的建设。况且，2017 和 2018 年进口锂精矿模式的获利空间较大，较多原料库存卡在国内冶炼环节，未能及时转化为锂盐。但据上海有色网统计，从目前披露的信息来看，2019 年国内将有超过 30 万吨的新建锂盐产能投产。

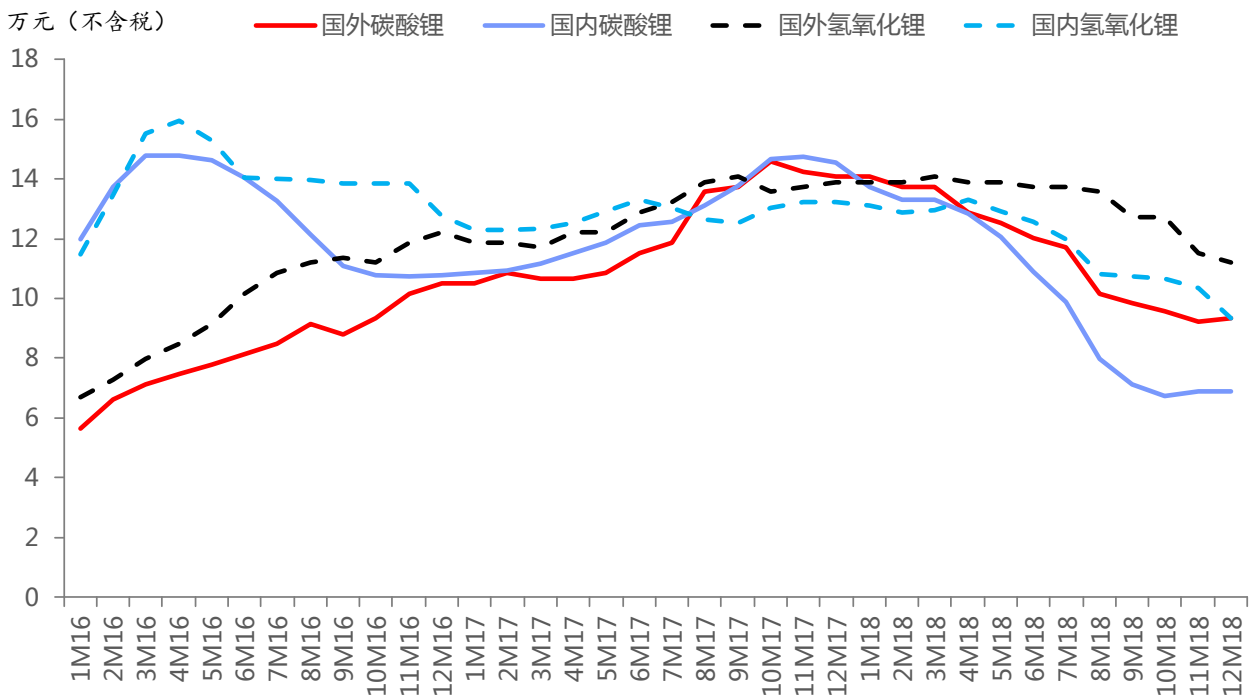
图表 5：2019 年国内将有超过 30 万吨的新建锂盐产能投产

| 公司名称 | 产品 | 2019 年新建产能 | 进度 |
|------------|----------|-------------------|--|
| 赣锋锂业 | 碳酸锂 | 1.75 万吨 | 2018 年 Q4 试车投料，2019 年 3 月份开始放量 |
| 能投鼎盛锂业 | 碳酸锂+氢氧化锂 | 合计 1 万吨 | 2019 年 1 月试车投料，预计第二季度放量 |
| 致远锂业 | 碳酸锂+氢氧化锂 | 合计 3 万吨 | 2019 年 3 月，上量 1 万吨碳酸锂（不加回转窑，目前回转窑产能满足）。2019 年下半年，上量 1 万吨氢氧化锂和 1 万吨锂盐（品种未定） |
| 江西雅保 | 氢氧化锂 | 2 万吨 | 2018 年 Q4 完成建设，2019 年 2 月量产 |
| 九江容汇通用锂业 | 碳酸锂+氢氧化锂 | 合计 1.6 万吨 | 2018 年 Q4 完成建设，2018 年 10 月先进行氢氧化锂产线投料，直至目前产量处于爬坡阶段 |
| 雅化集团 | 碳酸锂+氢氧化锂 | 合计 2 万吨 | 2019 年 4 月 1 号试车投料 |
| 蓝科锂业 | 碳酸锂 | 2 万吨 | 2019 年 9 月 30 号试车投料 |
| 五矿盐湖 | 碳酸锂 | 1 万吨 | 目前试车投料，预计 4-5 月份开始放量 |
| 藏格锂业 | 碳酸锂 | 1 万吨 | 目前试车投料，放量时间暂不确定 |
| 青海锂业 | 碳酸锂 | 1 万吨 | 时间待定 |
| 无棣金海湾 | 碳酸锂 | 2 万吨 | 预计 2019 年 5 月试车 |
| 辽宁虹京集团 | 碳酸锂 | 2 万吨 | 原预计 2019 年 3 月份开工，目前时间待定 |
| 融达股份（长和华锂） | 碳酸锂+氢氧化锂 | 合计 2 万吨 | 预计 2019 年下半年完成建设 |
| 河北天元锂电 | 碳酸锂 | 1.2 万吨 | 时间待定 |
| 南氏锂电 | 氢氧化锂 | 1 万吨 | 时间待定 |
| 广西天源 | 氢氧化锂 | 2.5 万吨 | 预计 2019 年 7 月试车投料 |
| 唐山鑫丰锂业 | 碳酸锂+氢氧化锂 | 合计 2 万吨 | 预计 2019 年 9 月试车投料 |
| 赣州源汇通锂业 | 氢氧化锂 | 1 万吨 | 预计 2019 年 7 月试车投料（无回转窑） |
| 四川思特瑞科技 | 氢氧化锂 | 合计 1 万吨，一期 5000 吨 | 预计 2019 年 3 月底试车投料 |
| 江西云威新材料 | 氢氧化锂 | 合计 5 万吨，一期 1 万吨 | 2019 年 5 月试车 5000 吨（无回转窑） |
| 内蒙古智锂 | 碳酸锂+氢氧化锂 | 一期 1.5 万吨，合计 3 万吨 | 预计 2019 年 9 月试车投料 |

来源：上海有色网，国金证券研究所

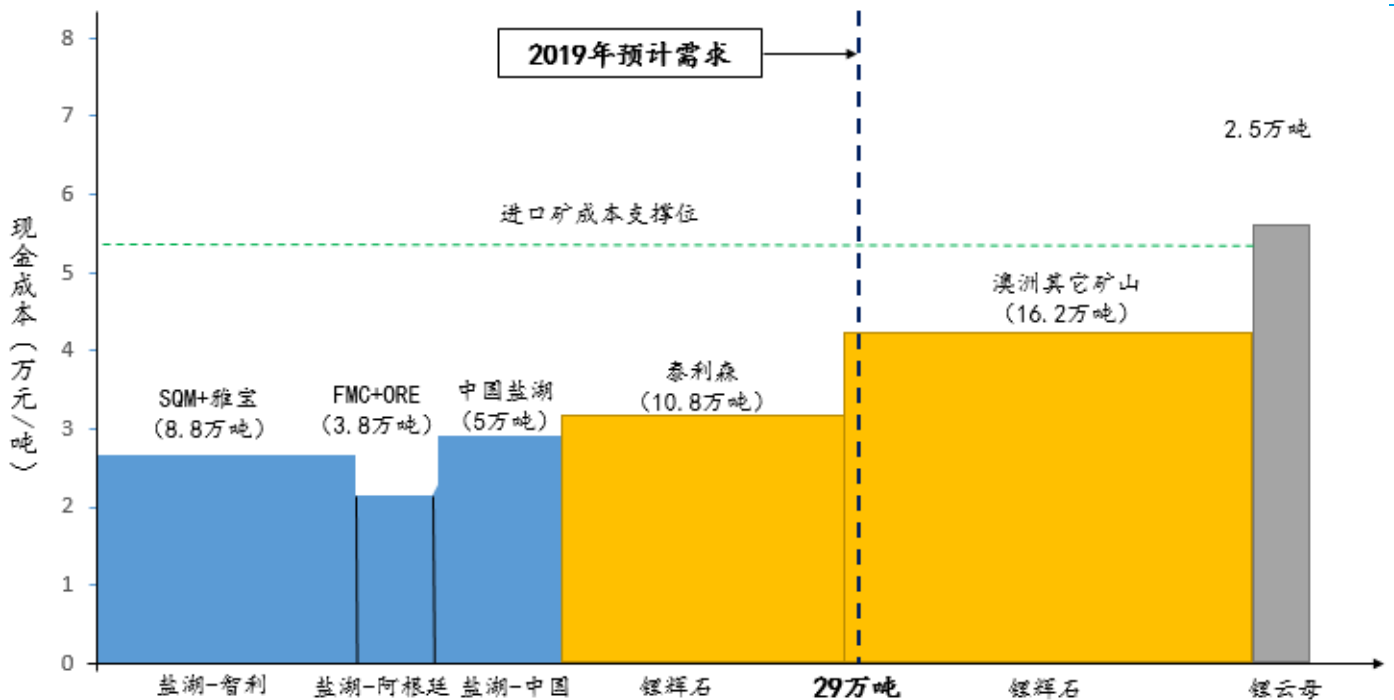
展望 2019 年海内外锂盐价格，我们认为由于 2019 年前 4 个月碳酸锂产能新增较少，国内碳酸锂价格有望获得阶段性企稳，但之后将下行压力。我们预计 2019 年澳洲锂精矿出售价格将最终跌至 600-650 美元/吨，对应制备的碳酸锂成本约 5.3-5.6 万/吨（不含税），此价位料将成为 2019 年碳酸锂的价格支撑。而国内氢氧化锂价格将由于 2019 年新增产能较多而持续承压。同时，目前海外碳酸锂价格大约比国内价格溢价超过 30%，氢氧化锂溢价约为 20%，我们认为海外锂盐价格将加速向国内靠拢。

图表 6：海外锂盐料将加速向国内靠拢



来源：上海有色网，国金证券研究所

图表 7：2019 年，碳酸锂价格或受进口矿成本支撑

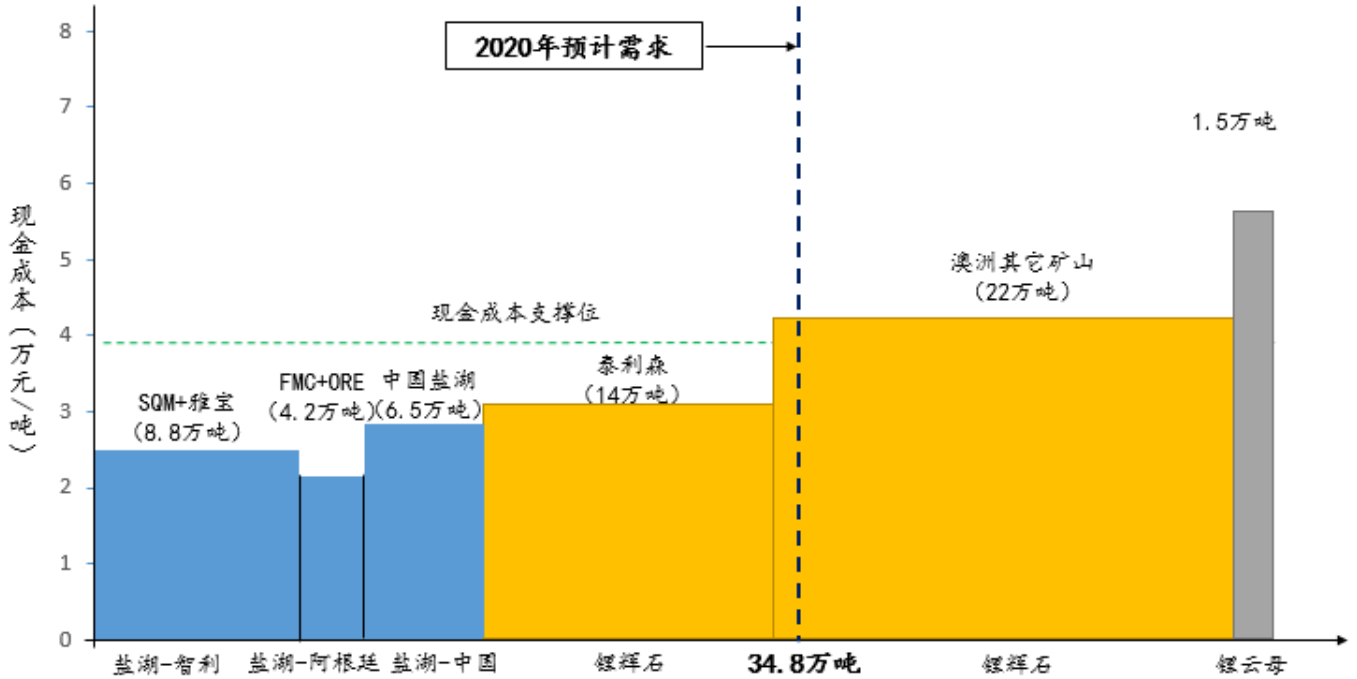


来源：公司公告，国金证券研究所

展望 2020 年及以后，由于供需过剩趋于严重，澳洲矿山的现金成本对价格的支撑力度将受到考验。除泰利森矿以外，其余矿山品位相对接近，均在 1%-1.5% 之间，量产后的 6% 锂精矿的现金成本大概率处于 400-450 美元/吨。

若这部分矿山继续保持现有的投产进度，则国内碳酸锂价格大概率会跌破44540元/吨（不含税，450美元/吨精矿对应碳酸锂生产成本）。

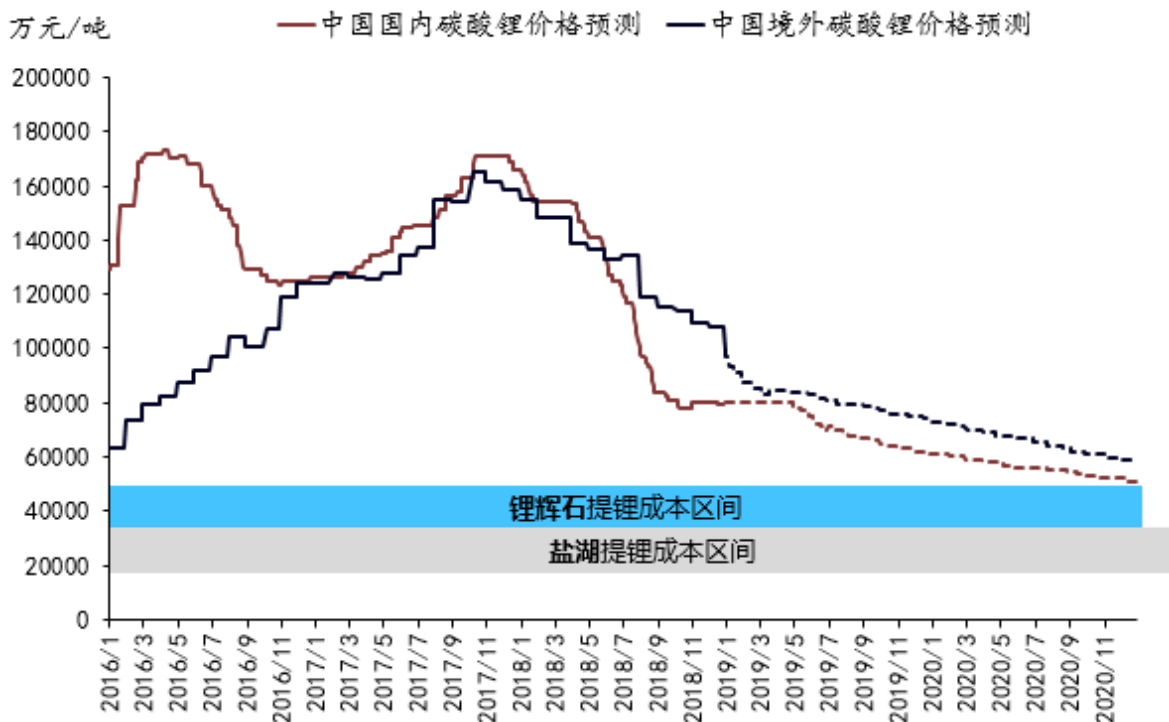
图表 8：2020 年，碳酸锂价格或考验澳洲矿山现金成本支撑



来源：公司公告，国金证券研究所

综上，我们预计，2019-2021年，中国碳酸锂吨单价将由1.17万美元下降至0.88/0.69/0.65万美元，中国境外碳酸锂吨单价将由1.30万美元下降至1.10/0.86/0.76万美元。

图表 9：2019 年以后，中国国内与境外碳酸锂价格预测



来源：上海有色网，国金证券研究所

2. SQM：锂业巨头，全球最大的碘生产商

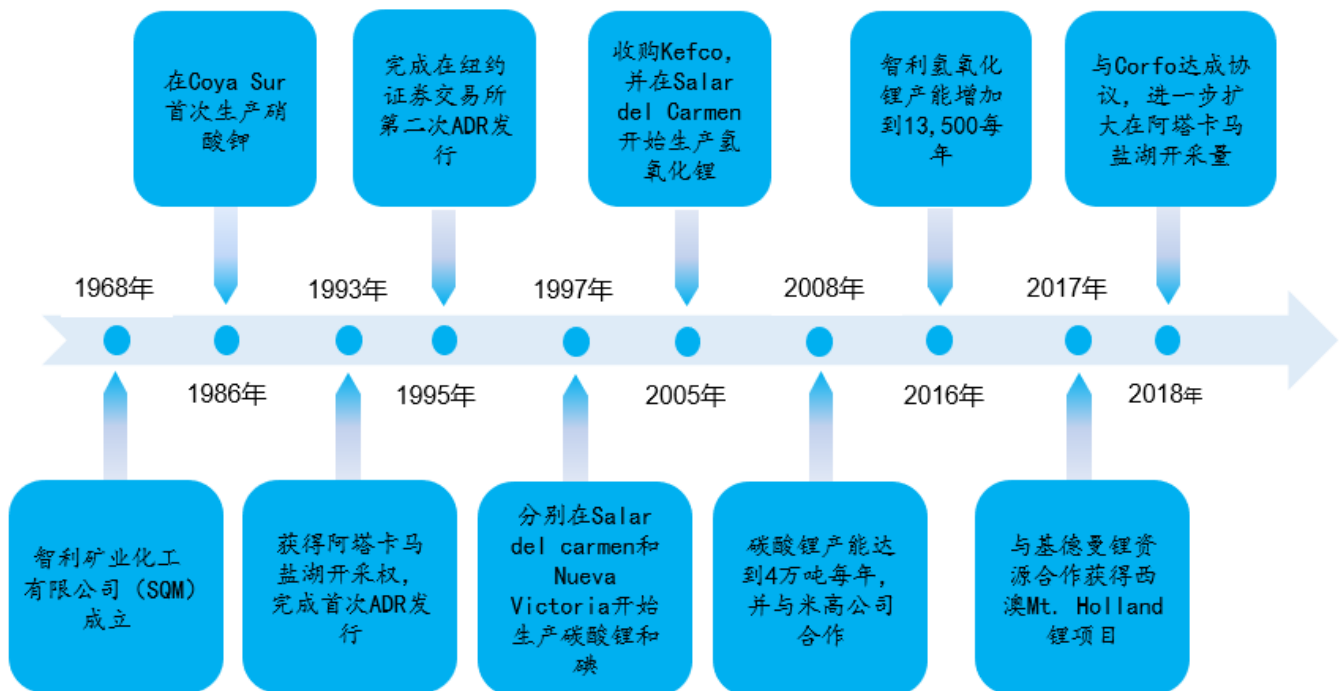
2.1 起步于生产碘与硝酸钠，卡位优质资源成就锂业龙头

智利化工矿业公司（SQM: Sociedad Quimicay Minera de Chile S.A），成立于 1968 年，总部位于智利圣地亚哥，业务范围涉及特种植物营养素（SPN）、碘及其衍生品、锂及其衍生品、工业化学品、钾及其衍生品，还有少量的商品贸易、服务、特许权使用费和股息等收入。公司最初从事碘和硝酸钠的生产，后进军锂行业，经过 50 年的耕耘，公司已经成为全球最大的碘、硝酸钾生产商及领先的碳酸锂、氢氧化锂生产商。

SQM 早期是智利国有企业，Corfo（智利经济发展组织）曾持有公司全部股权。1983 年智利养老基金购入公司股份，SQM 开始私有化，随后在 1993 年 SQM 通过 ADR 完成了美股发行。目前，公司股权结构稳定，Pampa Group 和 Kowa Group 形成一致行动人通过 A/B 股同股不同权等规则对公司有实际控制权。

SQM 最重要的发展节点是在 1993 年与 Corfo 达成协议获得阿塔卡玛盐湖的开采权，优质的锂资源不仅带来丰厚的回报，也奠定了公司在锂行业的龙头地位。进入 21 世纪，SQM 通过与重要的国际公司签订多项商业协议开始新的扩张阶段，扩大其生产能力和广泛的销售网络。先后收购 Kefco 和 DSM，并与米高公司签订合作协议。2016 年在阿根廷拓展锂业务，2017 年获得西澳 Mt Holland 项目，同时在 2018 年与 Corfo 就阿塔卡马盐湖达成进一步扩产协议。

图表 10：SQM 历史沿革

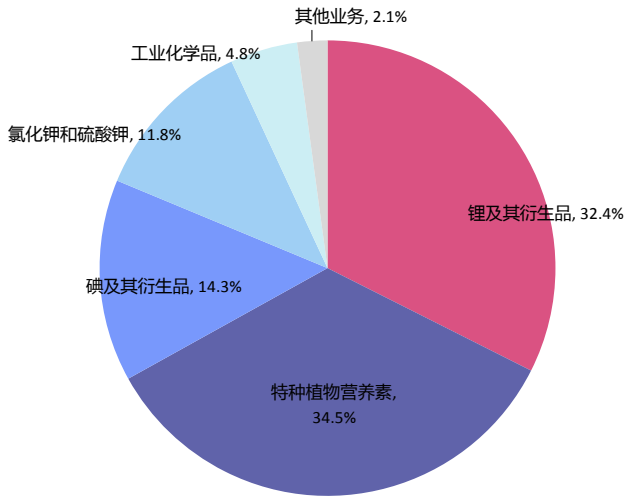


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 锂产品全球市场份额 23%，多种非锂业务龙头地位稳固

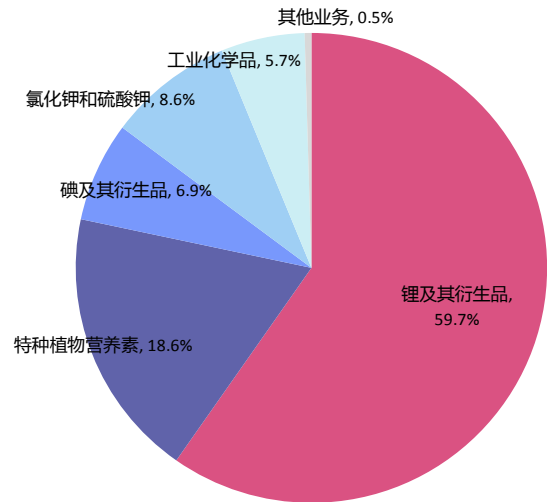
特种植物营养素是 SQM 最主要的收入来源，占比将近 35%，锂及其衍生品虽然营收占比只有 32%，但贡献了 60% 的净利润。公司其他主要利润来源是 SPN、碘、钾和工业化学品，营业收入占比分别为 35%/14%/12%/5%，净利润占比分别为 18.6%/6.9%/8.6%/5.7%。过去十年，公司的收入与利润呈现明显的周期性，宏观经济与行业本身的兴衰是影响业绩的核心因素。

图表 11: SQM 各项业务收入占比



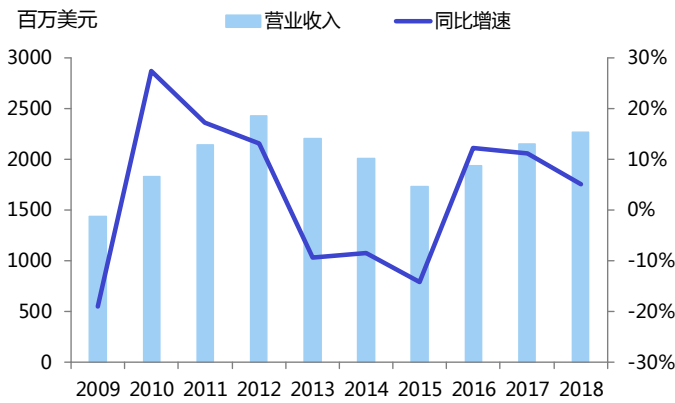
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12: SQM 各项业务净利润占比



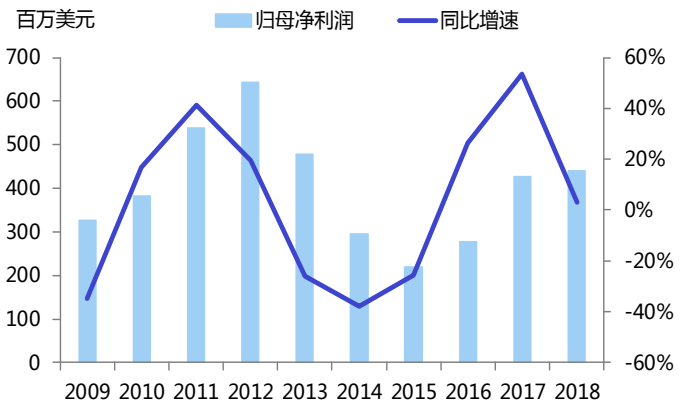
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13: SQM 营业收入及其增速



来源：公司财报，国金证券研究所

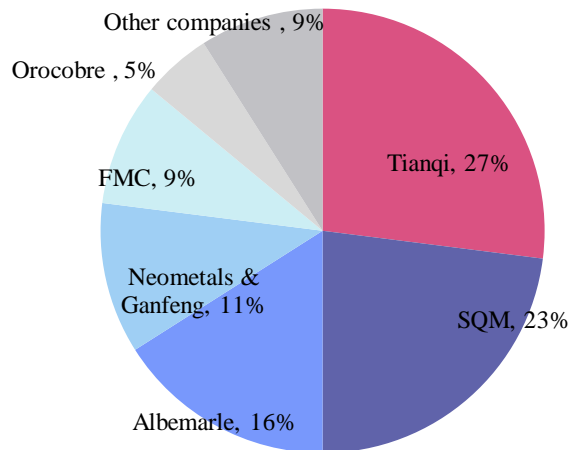
图表 14: SQM 归母净利润及其增速



来源：公司财报，国金证券研究所

SQM 拥有全球最优质盐湖锂资源的开采权，阿塔卡玛盐湖的镁锂比远低于其他盐湖，生产成本优势明显。2017/2018 年 SQM 锂及其衍生品年销量分别为 4.97/4.51 万吨，占全球市场份额约为 23%。SQM 是中国市场之外全球最大的特种植物营养素供应商，在全球的市场份额达 54%，远超排在第二位的是以色列公司 Haifa Chemicals Ltd。

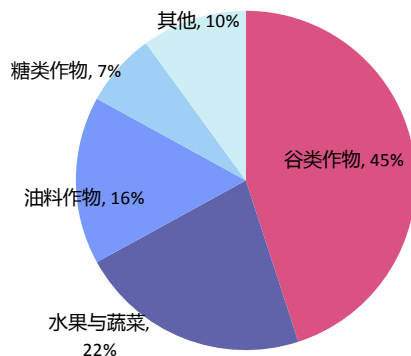
图表 15: SQM 锂销量占全球 23%



来源: 公司财报, 国金证券研究所

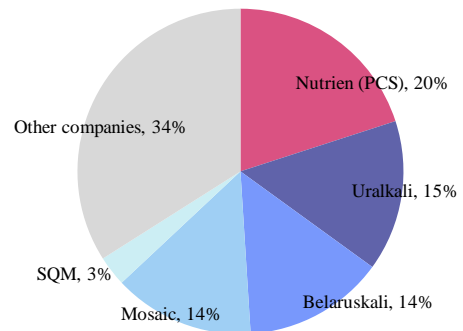
智利拥有丰富的碘资源, 是世界上碘产量最高的国家, 在全球合计市场份额将近 60%。SQM 是全球最大的碘供应商, 在全球的市场份额达 35%, 远远领先于其他竞争对手。SQM 是全球重要的钾肥生产商, 其中氯化钾市场份额为 3%, 排名第五; 硫酸钾全球市场份额约为 2%。

图表 16: SQM 是全球最大的碘供应商



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: SQM 的全球氯化钾市场份额为 3%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

SQM 是全球最主要的工业化学品生产商之一, 其工业硝酸钠在中国与印度之外的市场份额达 37%; 而工业硝酸钾全球市占率达 30%, 超过另一个龙头公司 Haifa 约 4 个百分点。

3. SQM 锂业务: 能否独善其身?

3.1 Atacama 提升锂配额代价不小, Mt Holland 产能投放或减速

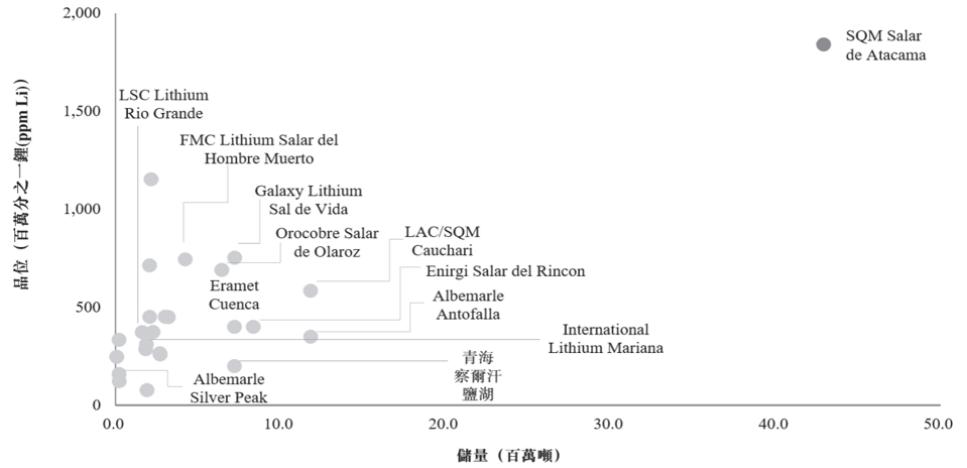
■ 锂资源: 拥有 Atacama 盐湖开采权和 Mt Holland 矿山 50% 权益

SQM 目前锂资源来源主要是智利本土的 Atacama 盐湖, 并拥有澳大利亚 Mt Holland 矿山 50% 的权益。

其中 Atacama 盐湖是全球最为优质的盐湖锂资源, 卤水储量大、品位高。其已探明的锂储量达到 480 万公吨, 总储量达到 813 万公吨。根据 SQM 公告,

如果在产能等方面满足新协议所有的要求，公司将合计拥有 Atacama 盐湖锂资源开采配额 220.6 万吨 LCE，开采期限至 2030 年，相当于 2018-2030 年年均产量 17 万吨 LCE。

图表 18：阿塔卡玛盐湖锂卤水储量大、品位高



来源：天齐锂业港股招股书，国金证券研究所

图表 19：阿塔卡玛盐湖钾等资源储量丰富

| 品种 | 探明储量 (百万吨) | 可能储量 (百万吨) | 总储量 (百万吨) | 回收率 |
|-------------|------------|------------|-----------|---------|
| 钾 (K+) | 52 | 38.47 | 90.47 | 47%~77% |
| 硫酸盐 (SO42-) | 42.71 | 39.65 | 82.35 | 27%~45% |
| 锂 (Li+) | 4.8 | 3.33 | 8.13 | 28%~40% |
| 硼 (B3+) | 1.56 | 1.27 | 2.83 | 28%~32% |

来源：公司财报，国金证券研究所

SQM 与 Kidman Resources 联合开采 Mt Holland 矿山，目前仍处于项目前期，尚无实际生产。Mt Holland 锂矿储量 9420 万吨，品位在 1.5% 左右，其中 SQM 占 50% 的权益。

图表 20：Mt Holland 矿山资源储量

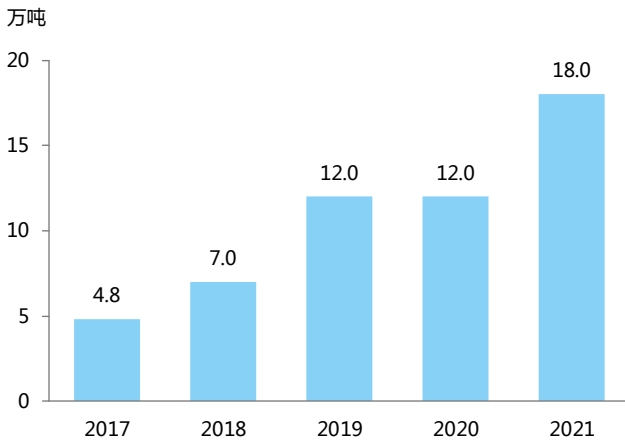
| Classification | Feed (Mt) | Grade Li2O | Grade Fe2O3 | Grade Ta2O5 (ppm) | Waste (Mt) | Total (Mt) |
|----------------|-----------|------------|-------------|-------------------|------------|------------|
| Proved | 54.4 | 1.5% | 1.3% | 45 | 199 | 253 |
| Probable | 39.8 | 1.5% | 1.4% | 54 | 222 | 261 |
| Total | 94.2 | 1.5% | 1.4% | 50 | 422 | 515 |

来源：Kidman Resources，国金证券研究所

■ Atacama 盐湖：提升锂配额代价不小

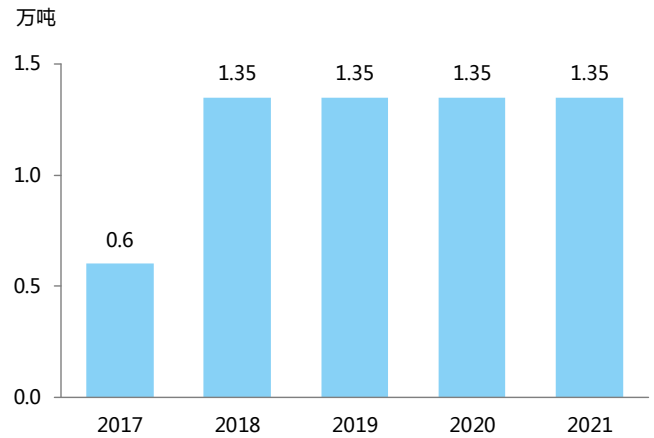
SQM 目前在 Atacama 盐湖碳酸锂产能为 7 万吨。为满足新协议的要求以获取更多开采配额，公司计划 2019 年扩展至 12 万吨，2021 年扩展至 18 万吨；SQM 目前在 Atacama 盐湖拥有氢氧化锂产能 1.35 万吨，暂无扩产计划。预计至 2021 年，SQM 在 Atacama 盐湖的锂盐总产能将达 19.35 万吨。

图表 21: SQM 在阿塔卡玛盐湖碳酸锂产能扩展规划



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: SQM 在阿塔卡玛盐湖氢氧化锂产能扩产规划



来源: 公司公告, 国金证券研究所

SQM 与 Corfo 2018 年签订和解协议使公司对 Atacama 盐湖使用费激增。根据协议, SQM 在 Atacama 盐湖的碳酸锂租赁费由原来的 6.8% 调整为以 4000 美元/吨为基础的累进制, 最高档 40% 对应碳酸锂售价 > 10000 美元; 将氯化钾的租赁费由原来的 1.8% 调整为以 300 美元/吨为基础每 100 美元一档的累进制, 最高档 20% 对应氯化钾售价 > 600 美元。

图表 23: SQM 与 Corfo 《和解协议》中对累进费率的规定

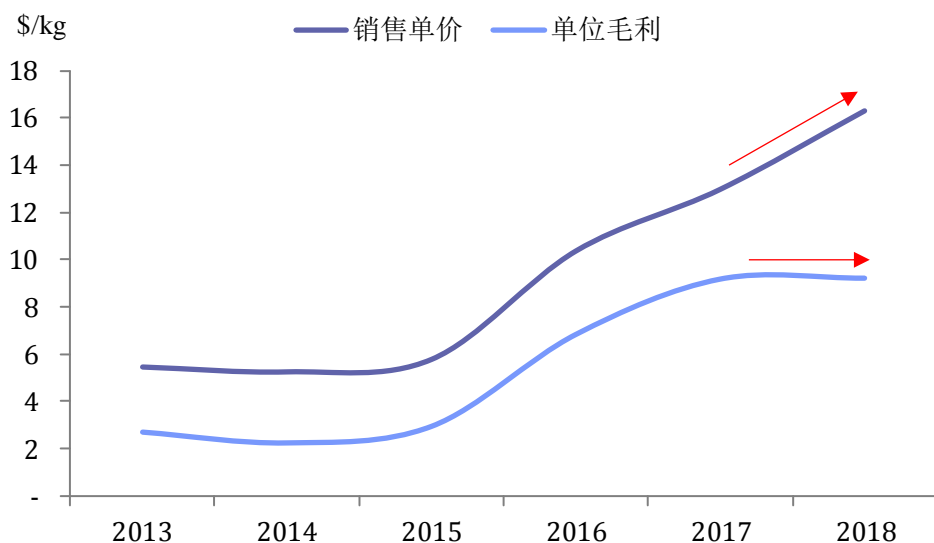
| 碳酸锂 | | 氯化钾 | |
|----------------|-------|-------------|-------|
| 销售价格 (美元/吨) | 租金费率 | 销售价格 (美元/吨) | 租金费率 |
| \$0-\$4000 | 6.8% | \$0-\$300 | 3.0% |
| \$4000-\$5000 | 8.0% | \$300-\$400 | 7.0% |
| \$5000-\$6000 | 10.0% | \$400-\$500 | 10.0% |
| \$6000-\$7000 | 17.0% | \$500-\$600 | 15.0% |
| \$7000-\$10000 | 25.0% | \$600 | 20.0% |
| \$10,000 | 40.0% | | |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

以 SQM 2018 年锂盐平均售价 16300 美元/吨测算, 按照原协议公司每吨仅需支付 1108 美元租赁费, 但按照新协议公司需支付 3892 美元租赁费, 费用负担大幅上升。

SQM 2017 年锂产品出售单价为 1.3 万美元/吨, 毛利为 9162 美元/吨; 2018 年锂产品出售单价是 1.6 万元/吨, 毛利为 9194 美元/吨, 毛利率从 71% 下降至 57%。可见和解协议大大降低了公司的业绩弹性。

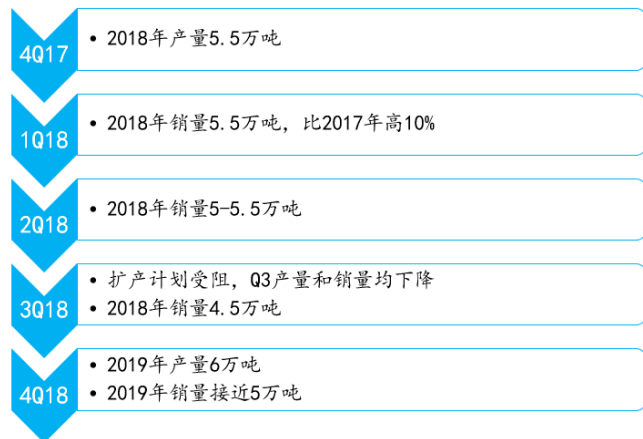
图表 24：2018 年销售单价的上涨并未给 SQM 带来毛利润相应幅度的增长



来源：公司财报，国金证券研究所

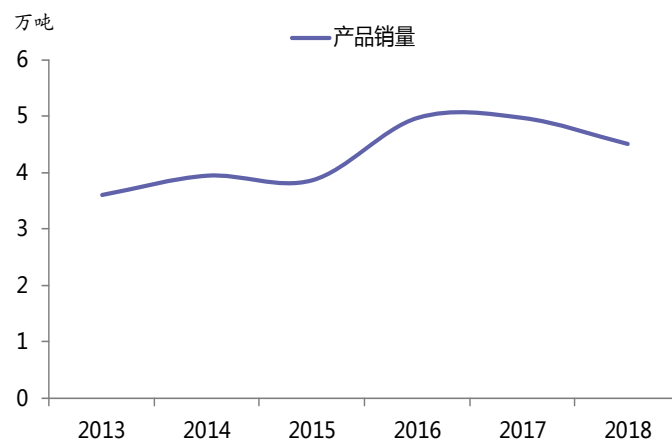
在行业总体供给过剩的大背景下，SQM 锂产品价格上涨会对公司销量造成压制。SQM 2018 年多次下调销量指引，从 2017 年年底的超过 5.5 万吨不断下降到 2018Q4 的将近 5 万吨，但最终成交实际成交仅 4.5 万吨，比 2017 年销量降低了将近 5000 吨。

图表 25：SQM 锂产品销量指引不断下调



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：2018 年 SQM 锂盐销量同比减少将近 5000 吨



来源：公司财报，国金证券研究所

■ Mt Holland 矿山：SQM 将大概率推迟产能投放

SQM 与 Kidman Resources 联合开采 Mt Holland 矿山，目前仍处于项目前期，尚无实际生产。Mt Holland 矿山氧化锂储量约为 9420 万吨，品位在 1.5% 左右，其中 SQM 占 50% 的权益。

图表 27：Mt Holland 矿山资源储量

| Classification | Feed (Mt) | Grade Li2O | Grade Fe2O3 | Grade Ta2O5 (ppm) | Waste (Mt) | Total (Mt) |
|----------------|-----------|------------|-------------|-------------------|------------|------------|
|----------------|-----------|------------|-------------|-------------------|------------|------------|

| Classification | Feed (Mt) | Grade Li ₂ O | Grade Fe ₂ O ₃ | Grade Ta ₂ O ₅ (ppm) | Waste (Mt) | Total (Mt) |
|----------------|-----------|-------------------------|--------------------------------------|--|------------|------------|
| Proved | 54.4 | 1.5% | 1.3% | 45 | 199 | 253 |
| Probable | 39.8 | 1.5% | 1.4% | 54 | 222 | 261 |
| Total | 94.2 | 1.5% | 1.4% | 50 | 422 | 515 |

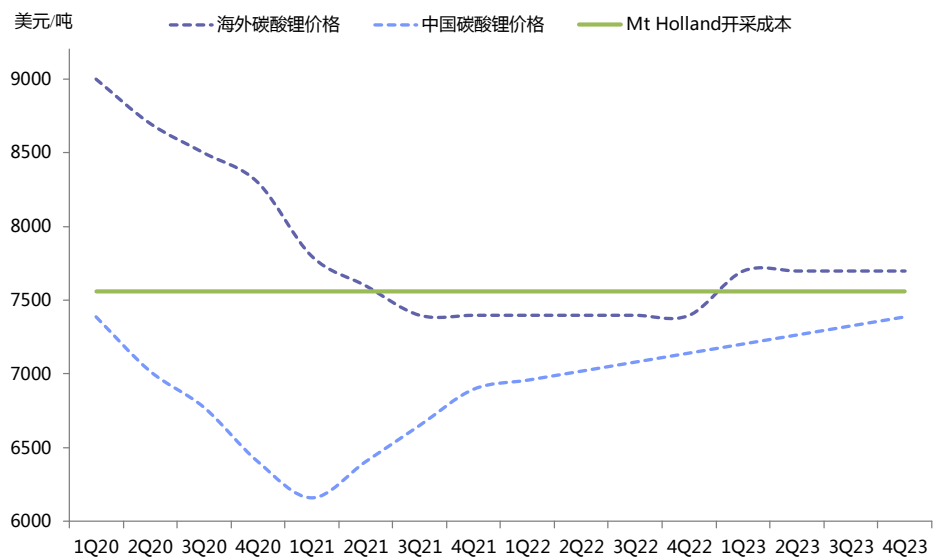
来源: Kidman Resources, 国金证券研究所

由于 Mt Holland 矿山的品位 (1.5%) 与澳洲另一座矿山 Mt Marion (1.38%) 较为接近, 我们参考 Mt Marion 的运营情况对 Mt Holland 矿山产能投放进行预判。

根据 Miniral Resources 的公告, Marion 矿山的锂精矿品位大约为 6%, 其生产成本为 576 美元/吨, 考虑 2950 美元/吨 (约 2 万元人民币) 的冶炼费, 碳酸锂成本约为 7560 美元/LCE。我们预计 Holland 矿山的成本与 Marion 相近, 即 7560 美元/吨左右。

根据 Kidman Resources 的公告, Mt Holland 矿山最快于 2020 年完成。这意味着即使不考虑运费等因素, 全球的碳酸锂售价在 2020-2021 年期间绝大多数时候都小于 Mt Holland 矿山的开采成本。按照 SQM 利润最大化的目标, 公司大概率会推迟 Mt Holland 矿山的产能投放。

图表 28: Mt Holland 若按时投产或面临成本高于市场价格的风险



来源: 公司财报, 国金证券研究所

3.2 销量售价难两全

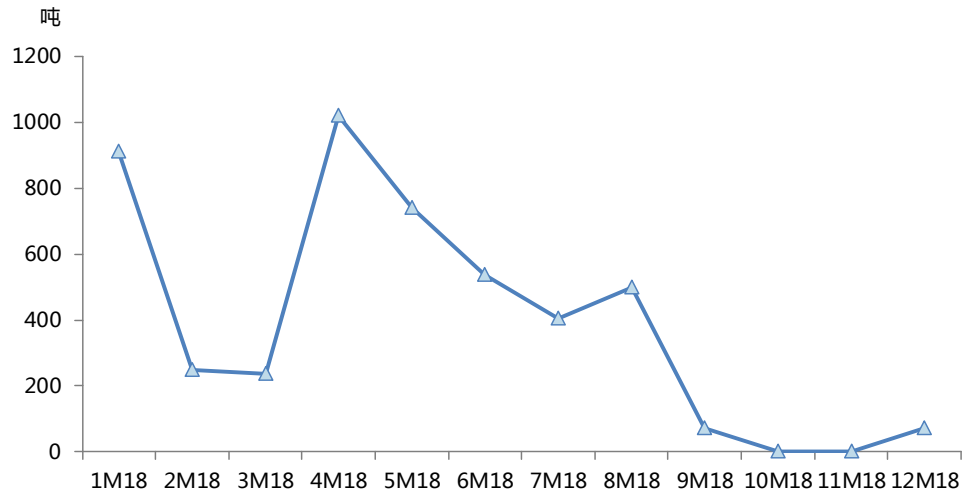
■ 中国地区: SQM 大概率会降低价格, 以恢复部分销量

中国售价市场化, SQM 售价可能跟随中国现货价格走低。由于公司售价过高, 中国区的销量在 2018 年下半年出现持续下滑, 甚至在 10/11 月出现销量为零的情况。目前公司出口至中国的碳酸锂报价仍比中国碳酸锂价格溢价 25%, 我们预计, 公司售价可能会逐渐跟随国内现货价格走低。

中国区销量有弹性, 取决于公司的销售策略。理论上来说, 由于 SQM 的碳酸锂生产成本全球最低 (SQM 在中国仅出售碳酸锂), 公司可以通过降价在中国市场销售出全部产量, 但在中国大量倾销将快速拉低公司的海外售价及整体利润。

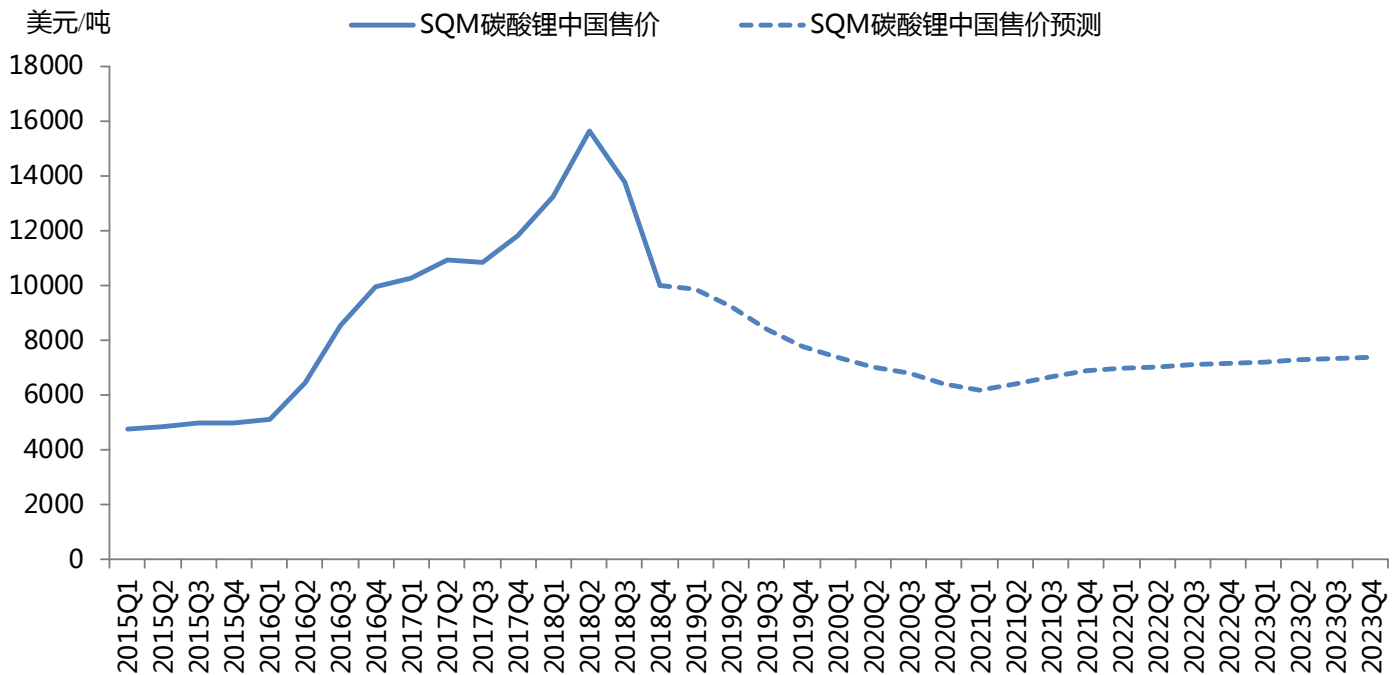
我们认为，公司在中国地区会适当降低价格以改变当前销量几乎为零的情况，所以公司大概率会将中国市场作为销量补充，根据产量及海外市场的销售完成度，来最后确定在中国的销量。我们预计，SQM 2019 年 Q1-Q4 碳酸锂在中国地区销售吨单价分别为 9852/9236/8374/7759 美元。

图表 29: SQM 2018 年在中国地区碳酸锂销量持续下滑



来源：公司财报，国金证券研究所

图表 30: 预计 SQM 2019 年在中国地区的碳酸锂价格将持续走低



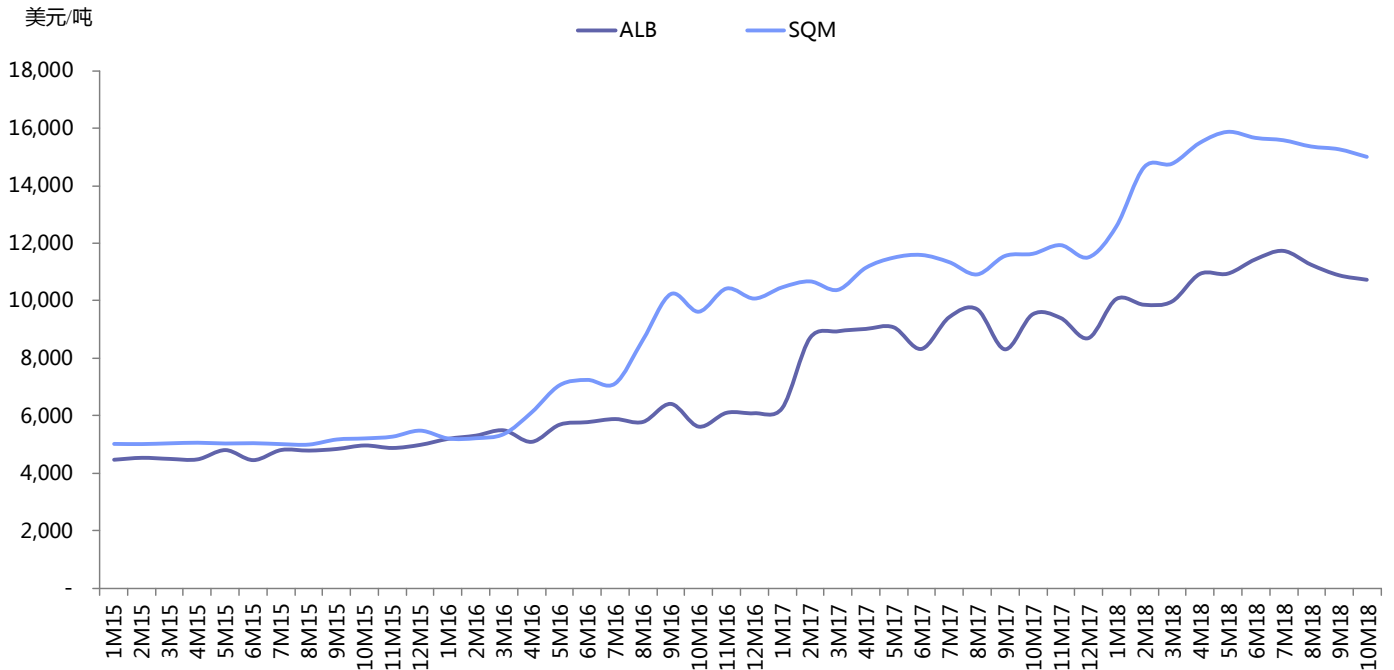
来源：公司财报，国金证券研究所

■ 中国以外地区：SQM 锂盐售价有快速下降的风险

海外碳酸锂的供应商主要有 SQM、雅宝、Orocobre (工业级)。从智利海关数据可以看到，自 2016 年 4 月起，SQM 在海外地区的碳酸锂售价开始高于竞争对手雅宝。其主要原因是：SQM 采用现价模式导致售价随着现货市场价格

签订半年到 1 年的短单，而雅宝倾向于以较低价格与客户签订周期数年的长单。因此，当价格拐点出现之后，较之雅宝，SQM 的海外锂盐短单将面临更大的调整幅度。

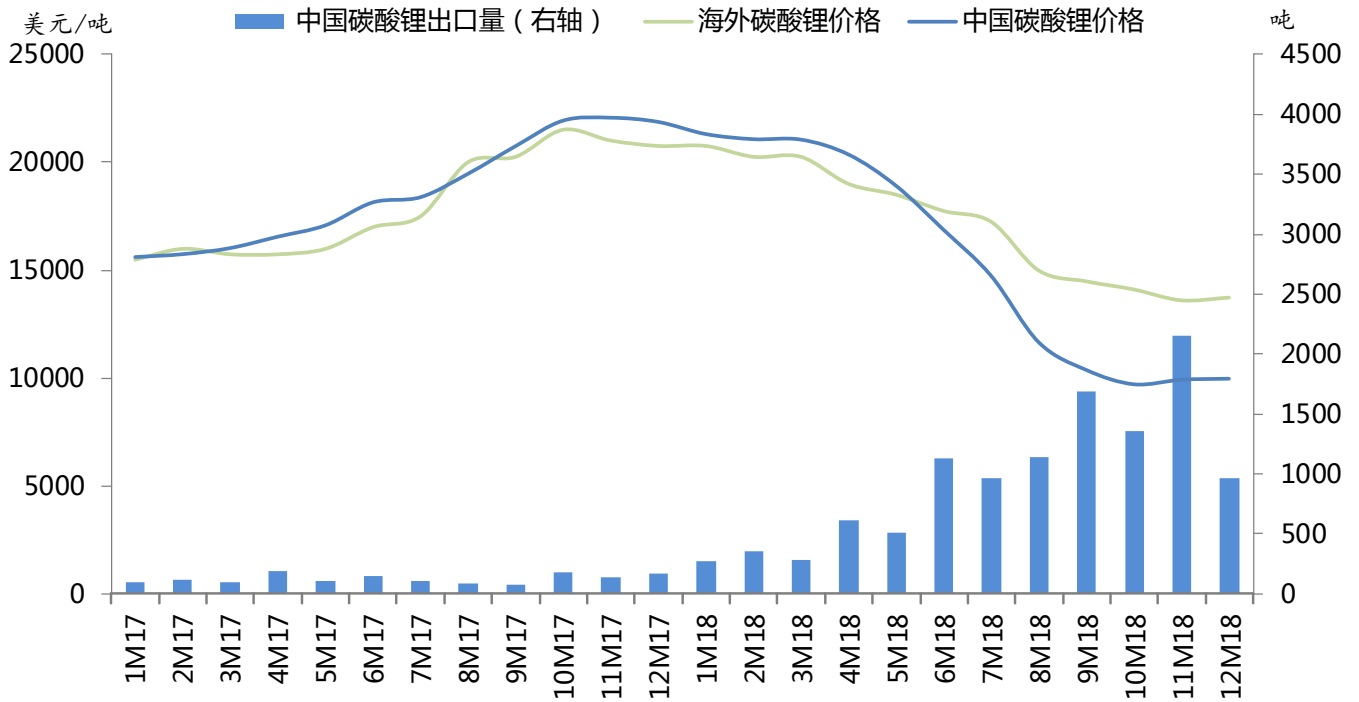
图表 31: SQM 在中国境外碳酸锂售价显著高于雅宝



来源：海关数据，国金证券研究所

中国国内与海外碳酸锂价格相差较大时，天齐锂业和赣锋锂业会通过加大出口输出。从海关数据可以看到，自 2018 年 5 月起，中国碳酸锂价格开始低于海外碳酸锂价格，中国出口量逐渐上升。从历史来看，中国境内外碳酸锂价格相差不大，随着中国碳酸锂出口量不断增大，境内外价差料将得以消除。

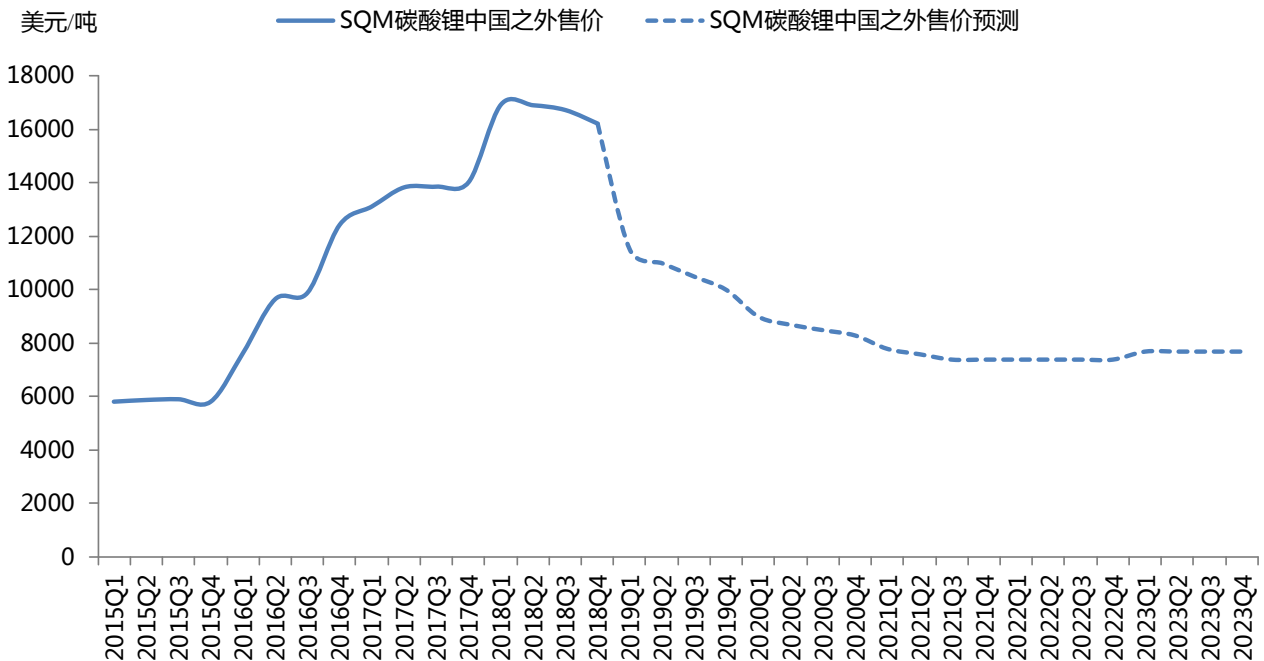
图表 32：中国碳酸锂出口量因海外价格较高而逐渐上升



来源：海关数据，国金证券研究所 注：价格皆不含税

SQM 碳酸锂售价在中国以外地区有快速下降的风险。在供需过剩、中国大量增加出口的情况下，SQM 若想保住现有市场份额，需要在 2019 年初至少降价至雅宝的销售单价。我们预计 SQM 2019 年 Q1-Q4 碳酸锂在中国以外的地区销售吨单价分别为 11500/11000/10500/10000 美元。

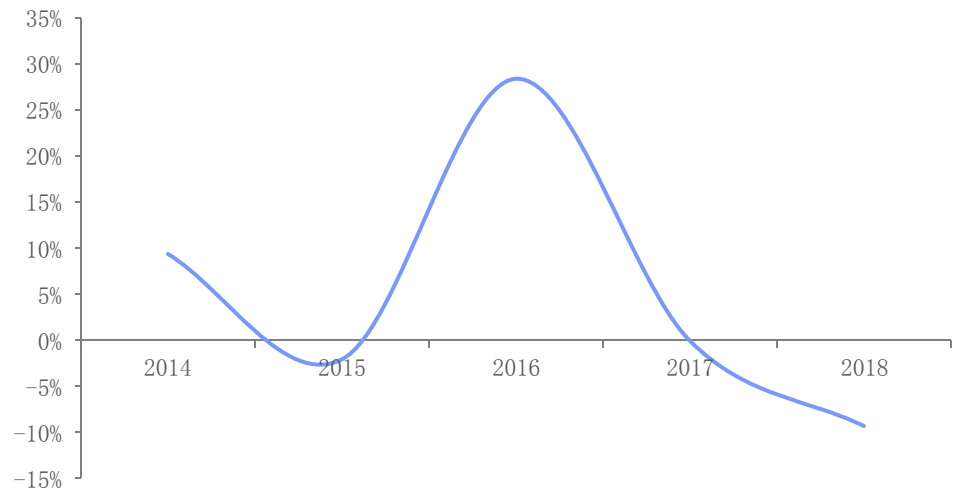
图表 33：2019 年以后，SQM 在中国境外的碳酸锂价格将持续走低



来源：公司财报，国金证券研究所

同样，SQM 在中国以外的地区销量恐怕难以高增。我们认为，2019 年全球碳酸锂需求增量约 4.5 万吨，而中国之外的地区刨去特斯拉需求，碳酸锂增量空间在 8000 吨左右，考虑中国出口净额的因素，SQM 锂盐销量或连续两年负增长。事实上，2018 年在全球锂盐销量增速超过 20% 的情况下，SQM 锂盐销量已经出现了负增长 (-9.3%)，并且公司于 4Q18 季报业绩发布会上预测 2019 年全球锂盐需求增速约为 20%，但公司的锂盐销量指引为“略高于 2018 年销量”，可见公司 2019 年锂盐销量压力较大。

图表 34: SQM 2018 年锂销量增速为-9.3%



来源：公司财报，国金证券研究所

4. SQM 其他业务：平稳增长

4.1 资源储备充裕，原料主要来自 Atacama 盐湖

公司拥有 Pedro de Valdivia/Maria Elena/Pampa Blanca/Nueva Victoria 四座优质矿山 100% 的开采权，硝酸盐矿石探明储量 1.09 亿吨，平均品位 7.1%；碘合计探明储量 4.84 亿吨，平均品位在 5.7%-7.2%。

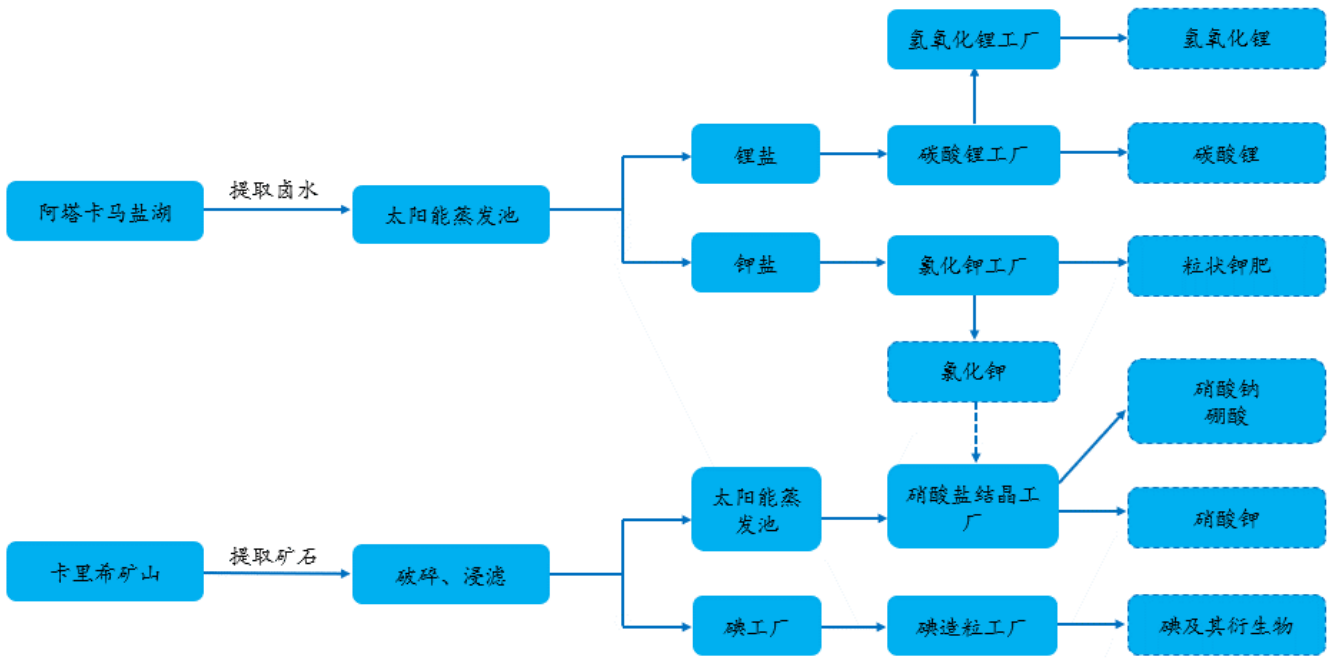
图表 35: SQM 拥有丰富的碘和硝酸盐资源

| 矿山名称 | 探明储量 (百万公吨) | 硝酸盐平均品位 | 碘平均等级 (PPM) | 可能储量 (百万公吨) | 硝酸盐平均品位 | 碘平均等级 (PPM) | 矿山的截止等级平均值 |
|-------------------|----------------|---------|----------------|----------------|---------|----------------|------------|
| Pedro de Valdivia | 109.0 | 7.1% | 377 | 334.7 | 7.3% | 421 | 硝酸盐 6% |
| Maria Elena | 83.3 | 7.2% | 436 | 148.8 | 7.2% | 381 | 碘 300PPM |
| Pampa Blanca | 54.7 | 5.7% | 538 | 464.6 | 5.7% | 540 | 碘 300PPM |
| Nueva Victoria | 346.2 | 6.3% | 426 | 1,020.7 | 5.3% | 421 | 碘 300PPM |

来源：公司财报，国金证券研究所

从工艺流程来看，公司其他业务与锂业务有一定的协同性。SPN、碘、氯化钾与硫酸钾等四种成品的原料大部分来自盐湖，其中钾肥和工业化学品是 SPN 的前驱体，主要是将氯化钾与硝酸盐混合得到硝酸钠、硝酸钾、硝酸钾钠等。

图表 36：公司其他业务各产品生产工艺流程



来源：公司公告，国金证券研究所

公司 2018 年特种植物营养素/碘及其衍生物/氯化钾与硫酸钾/工业化学品销量分别为 108/1.3/83/13.6 万吨。得益于供给的收缩，公司碘业务量价齐升，特别是 4Q18 价格超出预期达到 26 美元/公斤，对公司毛利润贡献实现翻番，使得 SQM 的净利润在多项业务下滑的情况下依旧录得 2.8% 的增速。

图表 37：SQM 锂以外其他各产品销量及单价

| 品类 | 单位 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 特种植物营养素 | 销量 (千吨) | 831.9 | 840.9 | 966.2 | 1,082.6 |
| | 单价 (美元/吨) | 784.1 | 741.9 | 721.7 | 722.2 |
| 碘及其衍生物 | 销量 (千吨) | 9.3 | 102.0 | 12.7 | 13.3 |
| | 单价 (美元/吨) | 28,236.6 | 22,656.9 | 19,850.4 | 24,436.1 |
| 氯化钾和硫酸钾 | 销量 (千吨) | 1,241.8 | 1,534.7 | 1,344.3 | 831.8 |
| | 单价 (美元/吨) | 346.4 | 262.8 | 282.8 | 324.6 |
| 工业化学品 | 销量 (千吨) | 126.1 | 128.9 | 167.6 | 135.9 |
| | 单价 (美元/吨) | 770.0 | 807.6 | 809.1 | 794.7 |

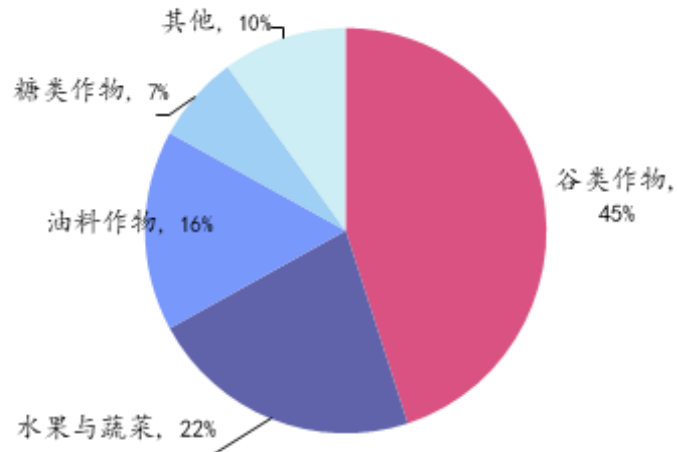
来源：公司财报，国金证券研究所

4.2 多项业务龙头地位稳固，平稳增长

■ SPN、氯化钾和硫酸钾：预计 2019-2021 年销量与价格增速为 2%

SQM 主要生产硝酸钾、硝酸钠、硝酸钾钠、特种混合物四种特种植物营养液 (SPN)，分别以固态或液态的形式应用于蔬菜、水果、花卉等作物。钾肥则是同构提取的卤水生产氯化钾和硫酸钾。其中氯化钾是一种商品肥料，用于给玉米、大米、糖、大豆和小麦等多种作物施肥；硫酸钾是一种特殊肥料，主要用于蔬菜、水果和工业作物。

图表 38：钾肥主要的下游消费市场



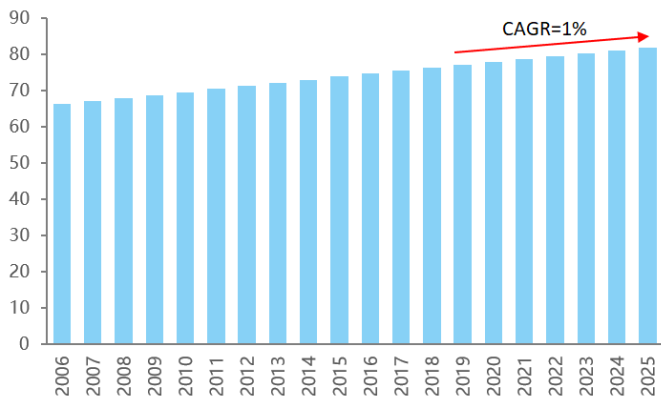
来源：公司财报，国金证券研究所

从供给端来看，SPN 和钾肥行业整体竞争格局较为稳定，目前全球市场的供需相对平衡，价格预期不会出现大幅的波动。因此，各大厂商的策略都是维持现有的竞争格局，没有理由扩大产量。SQM 的特种植物营养液历年的销量保持稳定，但 2018 年因竞争对手 HAFAI 减产公司销量实现 15% 的增长从而获得了更多的市场份额，HAFAI 将逐渐恢复产能回归市场，不过长期来看这个市场的增速依然相对稳定。

从需求端来看，全球人口增长带来的对农作物的需求、叠加水资源短缺和人均耕地的减少或将驱动 SPN 及钾肥未来数年保持较低幅度的增长。根据联合国人口司的预计，到 2025 年世界人口将达 81.9 亿，未来数年保持 1% 左右的增速。但根据世界银行的预测，全球农业用地占比逐渐减少，截止至 2016 年年末，全球农业用地占陆地面积下降至 37.43%（占比最高为 1991 年的 39.1%）。同时，全球的饲料消费和粮食消费都在稳步增长。根据 IFA 预测，2019 年全球谷物消费增长 5%，中长期来看作物价格呈现逐步上升趋势。

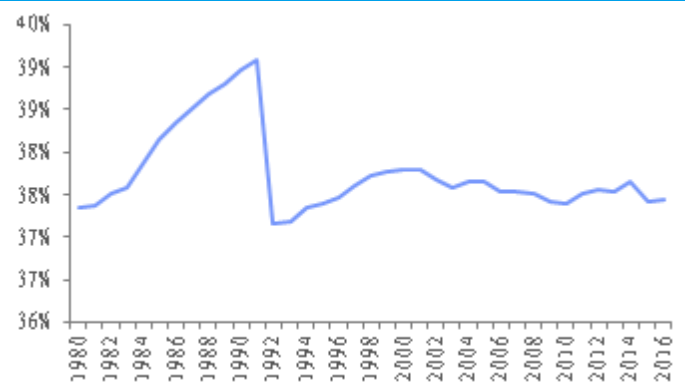
考虑全球人口稳步增长、农业用地逐渐减少以及作物消费上升和价格上涨，我们预计公司 SPN 和钾肥 2019-2021 年销量和单价均保持 2% 的增长速度。

图表 39：世界人口未来数年将保持 1% 左右的增速



来源：联合国人口司，国金证券研究所

图表 40：全球农业用地占比逐渐减少



来源：世界银行，国金证券研究所

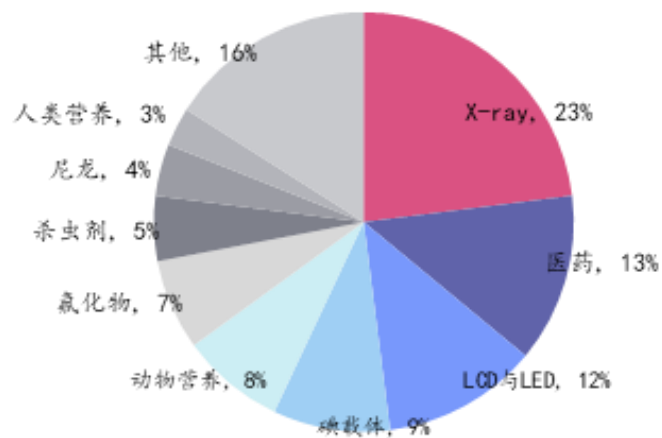
■ 碘及其衍生品：预计 2019-2021 年碘业务销量增速为 3%，价格相对稳定

碘和碘衍生物应用的领域较为广泛，包括医疗，制药，农业和工业领域，包括 X 射线造影剂，LCD / LED 偏光膜，防腐剂，生物杀灭剂和消毒剂，用于合成药物，电子，颜料和染料成分等。

根据 RnR Market Research 的预测，受益于老龄人口的增多和人们对健康的重视（体检和营养产品增加），2018-2025 年全球碘的市场规模稳健增长至 10.3 亿美元，复合增速为 3%，且单价维持在 20.07 美元/千克。

因 2018 年碘市场量价齐升，SQM 的竞争对手新增产能加速释放，价格或有一定幅度的下滑。但考虑公司作为全球最大的碘及其衍生品生产商，在技术与客户粘性上有一定壁垒，且规模效应显著，未来数年有望至少保持与行业同样增速，预计 2019-2021 年公司碘及其衍生品销量保持 3% 的增速，价格相对维持稳定。

图表 41：碘主要应用于 X 射线与医药等行业



来源：公司财报，国金证券研究所

■ 工业化学品：预计 2019-2021 年增速为 2.66%/3.99%/4.20%

SQM 主要生产三种工业化学品：硝酸钠、硝酸钾、氯化钾。硝酸钠主要用于生产玻璃、炸药、炭砖和金属处理。其中硝酸钾用于特种玻璃的生产，是陶瓷、搪瓷行业生产熔块的重要原料；太阳盐是硝酸钾和硝酸钠的结合体，是集中式太阳能电站的蓄热介质；氯化钾用作石油钻井和卡拉胶生产中的添加剂。

由于下游较为分散，公司工业化学品的营收增长总体与全球经济增速保持一致。根据国际货币基金组织的预测，2019-2021 年全球 GDP 增速分别为 2.66%/3.99%/4.20%。预计公司工业化学品业务 2019-2021 年营收增长分别为 2.66%/3.99%/4.20%。

5. 盈利预测与估值

5.1 预计 2019-2021 年公司净利润分别为 3.51/3.50/3.40 亿美元

锂行业供给加速上升，未来几年过剩加剧，全球锂盐面临降价压力。公司新产能的投放将导致量价难两全。我们预计，公司 2019-2021 年锂盐售价将逐渐下跌至 11508/9298/7491 美元/吨，销量为 4.3/5.5/7.0 万吨。

我们预计公司 SPN 和钾肥 2019-2021 年销量和单价均保持 2% 的增速；碘及其衍生品销量保持 3% 的增速，价格相对维持稳定；工业化学品与其他业务 2019-2021 年营收增长分别为 2.66%/3.99%/4.20%。

综上，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 20.8/21.6/22.3 亿美元，同比增长-8.1%/3.6%/3.3%；净利润分别为 3.51/3.50/3.40 亿美元，同比增速为-20.1%/-0.5%/-2.9%。

图表 42：预计 2019-2021 年公司营收分别为 20.8/21.6/22.3 亿美元

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 锂及其衍生品 | | | | | |
| 销量 (kt) | 50 | 45 | 43 | 55 | 70 |
| 收入 (\$M) | 645 | 735 | 493 | 507 | 523 |
| 成本 (\$M) | 189 | 320 | 210 | 229 | 262 |
| 毛利润 (\$M) | 455 | 415 | 282 | 278 | 262 |
| 毛利率 | 70.6% | 56.4% | 57.3% | 54.9% | 50.0% |
| 均价 (\$/t) | 12970 | 16293 | 11508 | 9298 | 7491 |
| 单位成本 (含 Lease Payment, \$/t) | 3808 | 7099 | 4909 | 4197 | 3747 |
| 特种植物营养素 | | | | | |
| 销量 (kt) | 966 | 1083 | 1104 | 1126 | 1149 |
| 收入 (\$M) | 697 | 782 | 813 | 846 | 880 |
| 成本 (\$M) | 555 | 614 | 648 | 674 | 701 |
| 毛利润 (\$M) | 142 | 168 | 166 | 172 | 179 |
| 毛利率 | 20.4% | 21.5% | 20.4% | 20.4% | 20.4% |
| 均价 (\$/t) | 722 | 722 | 737 | 751 | 766 |
| 单位成本 (\$/t) | 575 | 567 | 587 | 598 | 610 |
| 碘及其衍生物 | | | | | |
| 销量 (kt) | 13 | 13 | 14 | 14 | 15 |
| 收入 (\$M) | 252 | 325 | 335 | 345 | 355 |
| 成本 (\$M) | 200 | 215 | 228 | 234 | 241 |
| 毛利润 (\$M) | 52 | 110 | 107 | 110 | 114 |
| 毛利率 | 20.7% | 33.7% | 32.0% | 32.0% | 32.0% |
| 均价 (\$/t) | 19852 | 24436 | 24436 | 24436 | 24436 |
| 单位成本 (\$/t) | 15733 | 16201 | 16617 | 16617 | 16617 |
| 氯化钾和硫酸钾 | | | | | |
| 销量 (kt) | 1344 | 832 | 848 | 865 | 883 |
| 收入 (\$M) | 379 | 268 | 278 | 290 | 301 |
| 成本 (\$M) | 314 | 221 | 230 | 239 | 249 |
| 毛利润 (\$M) | 66 | 47 | 49 | 51 | 53 |
| 毛利率 | 17.3% | 17.5% | 17.5% | 17.5% | 17.5% |
| 均价 (\$/t) | 282 | 322 | 328 | 335 | 341 |
| 单位成本 (\$/t) | 233 | 265 | 271 | 276 | 282 |
| 工业化学品 | | | | | |
| 销量 (kt) | 168 | 136 | 141 | 147 | 147 |
| 收入 (\$M) | 136 | 108 | 113 | 117 | 117 |
| 成本 (\$M) | 92 | 69 | 73 | 76 | 76 |
| 毛利润 (\$M) | 44 | 39 | 39 | 41 | 41 |
| 毛利率 | 32.3% | 36.1% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 均价 (\$/t) | 809 | 797 | 797 | 797 | 797 |
| 单位成本 (\$/t) | 548 | 509 | 518 | 518 | 518 |
| 其他业务 | | | | | |
| 收入 (\$M) | 49 | 49 | 50 | 53 | 53 |
| 成本 (\$M) | 45 | 45 | 47 | 49 | 49 |
| 毛利润 (\$M) | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|------|------|--------|-------|-------|
| 毛利率 | 7% | 8% | 7% | 7% | 7% |
| 营业收入 (\$M) | 2157 | 2266 | 2082 | 2158 | 2230 |
| 增速 | | 5.0% | -8.1% | 3.6% | 3.3% |
| 营业成本 (\$M) | 1395 | 1484 | 1435 | 1502 | 1578 |
| 毛利润 (\$M) | 763 | 782 | 647 | 656 | 652 |
| 增速 | | 2.6% | -17.3% | 1.5% | -0.7% |
| 毛利率 | 35% | 35% | 31% | 30% | 29% |

来源：公司财报，国金证券研究所

5.2 公司合理估值约为 18 倍，对应市值约 64 亿美元

我们通过可比公司分部估值法对 SQM 进行估值。预计公司最主要的业务板块锂及其衍生品 2019 年贡献利润 210 亿元。选取 FMC 专注于锂业的子公司 Livent 作为 SQM 锂业务的可比公司。根据 Yahoo Finance, Livent 估值大约 13 倍，考虑 SQM 销售策略较为成熟、在细分市场议价能力较强等因素存在估值溢价，给予公司锂业务 15 倍估值。

预计公司第二及第三大业务板块 SPN 和钾肥 2019 年贡献利润 96 亿元，根据 Yahoo Finance, 行业另一龙头 Nutrien 估值约为 18 倍，同样考虑公司销售策略较为成熟、在 SPN 和钾肥领域有绝对的龙头地位等因素给予 25% 的估值溢价，即 SPN 和钾肥业务对应估值 22 倍。

其他业务板块占比较小，但 SQM 作为行业龙头及重要公司有一定的溢价，给予 25 倍估值。

SQM 合理估值约为 18.2 倍，对应市值 63.98 亿美元，目标价 24.31 美元，相较于 3 月 26 日收盘价存在 36% 的下跌空间，首次覆盖给予“减持”评级。

图表 43: SQM 合理估值约为 18 倍，对应市值约 64 亿美元

| 项目 | 可比公司 | 可比公司估值 | SQM 估值 | 净利润 | 对应市值 |
|------------|---------|--------|--------|-------|------|
| 锂及其衍生品 | Livent | 11.3 | 15.0 | 209.8 | 3147 |
| SPN 和钾 | Nutrien | 17.6 | 22.0 | 95.6 | 2104 |
| 碘、工业化学品及其他 | - | 25.0 | 25.0 | 45.9 | 1148 |
| 公司合理估值/市值 | | | 18.2 | 351.3 | 6398 |

来源：Yahoo Finance, 国金证券研究所 注：金额单位为百万美元

6. 风险提示

锂供给过剩不及预期风险：目前行业整体供过于求，且未来几年产能加速释放，但存在部分产能投放不及预期、老产能关停导致行业供给过剩不及预期的可能。

新能源汽车增速超预期风险：如果中国政府大幅上调新能源汽车补贴额度，或其他国家大力推广新能源汽车，锂下游需求增速或将大幅提升。

SQM 非锂业务市占率大幅上升风险：公司曾因竞争对手退出市场而在锂业之外的传统业务市占率大幅提升，未来不排除会有同行因所在国环保趋严等因素而大幅减产导致 SQM 市占率上升的可能。

智利政治风险：SQM 最主要的资源来源是 Atacama 盐湖，但 Atacama 盐湖所有权归智利政府。SQM 曾因智利高层换人而大幅提升使用费，如果智利政府再次换届，存在取消和解协议所规定的阶梯式收费标准的可能。

| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Revenues | 1,939.3 | 2,157.3 | 2,265.8 | 2,082.1 | 2,158.0 | 2,229.9 |
| YOY | 12.2% | 11.2% | 5.0% | -8.1% | 3.6% | 3.3% |
| COGS, D&A | -1,328.3 | -1,394.8 | -1,483.5 | -1,435.3 | -1,501.6 | -1,578.1 |
| Gross Profit | 611.0 | 762.5 | 782.3 | 646.8 | 656.4 | 651.8 |
| % Revenues | 31.5% | 35.3% | 34.5% | 31.1% | 30.4% | 29.2% |
| Administrative Expenses | -88.4 | -101.2 | -118.1 | -108.3 | -112.2 | -116.0 |
| % Revenues | 4.6% | 4.7% | 5.2% | 5.2% | 5.2% | 5.2% |
| Financial Expenses | -57.5 | -50.1 | -59.9 | -52.1 | -53.9 | -55.7 |
| % Revenues | 3.0% | 2.3% | 2.6% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| Financial Income | 10.1 | 13.5 | 22.5 | -20.8 | -21.6 | -22.3 |
| % Revenues | 0.5% | 0.6% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| Exchange Difference | 0.5 | -1.3 | -16.6 | 5.0 | 4.0 | 3.0 |
| Other | -60.8 | -28.8 | 10.9 | 12.0 | 8.0 | 6.0 |
| Income Before Taxes | 414.9 | 594.6 | 621.1 | 482.6 | 480.6 | 466.8 |
| % Revenues | 21.4% | 27.6% | 27.4% | 23.2% | 22.3% | 20.9% |
| Income Taxes | -133.0 | -166.2 | -179.0 | -130.3 | -129.8 | -126.0 |
| Net Income before Minority Interest | 281.9 | 428.4 | 442.1 | 352.3 | 350.9 | 340.8 |
| % Revenues | 14.5% | 19.9% | 19.5% | 16.9% | 16.3% | 15.3% |
| Minority Interest | -3.6 | -0.7 | -2.2 | -1.0 | -1.2 | -1.2 |
| Net Income | 278.3 | 427.7 | 439.9 | 351.3 | 349.7 | 339.6 |
| YOY | | 53.7% | 2.9% | -20.1% | -0.5% | -2.9% |
| Net Margin | 14.3% | 19.8% | 19.4% | 16.9% | 16.2% | 15.2% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

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。

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: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH