



【五矿证券研究】基于海外锂资源供给集中度的提升，本篇报告进一步强调“中国锂行业有必要打造双循环格局的上游资源保障体系”以及“中国本土的未来白色石油--锂资源将收获战略重估”的行业核心逻辑。我们继续推荐科达制造，持续关注长期稳健成长的赣锋锂业，此外可关注天齐锂业旗下国内外优质锂资源资产的重估机会。

-----  
[1]详细内容请参见我们 2021 年 5 月 7 日发布的有色金属行业深度报告《理想系列 16：崛起的海外新兴锂资源巨头，延伸的战略雄心》。

[2]如需查看研究报告全文，敬请订阅五矿证券研究所官方服务。

## 摘要

**Orocobre 拟换股收购 Galaxy Resources，组建全球前五的领军锂资源商。**（1）Orocobre（ORE）披露拟换股收购银河资源 100% 股权，这是继 2021 年初 Pilbara 完成收购 Altura 后，西澳锂资源商之间第二例兼并整合。（2）本次合并并将组建一个专业从事锂业务、兼具盐湖与矿石、资源到加工垂直一体化、资产地域多元、全球前五的领军锂原料生产商，将拥有锂资源总量 1520 万吨 LCE，在产年产能 4 万吨 LCE、在建产能 2.5 万吨 LCE、长期规划扩能至 17~19.5 万吨 LCE。（3）其中，ORE 下属核心资产包括阿根廷在产 Olaroz-Cauchari 盐湖提锂、日本长滨在建的氢氧化锂加工厂、阿根廷在产硼矿；银河资源下属核心资产包括西澳在产 Mt Cattlin 锂辉石矿，待开发的阿根廷 Sal de Vida 盐湖提锂项目（DFS）及加拿大 James Bay 锂辉石矿项目（PEA）。

**西澳锂矿正在从小型资源商时代整合步入锂资源巨头时代，定价能力将增强。**不同于常由于短期经营/财务压力而“折腰”、难以抵御价格周期性波动的小型初创资源商，我们预计兼并重组后的大型锂矿商对于锂产品的定价能力将边际增强。与此同时，海外宽松的货币环境、长期的低利率，叠加高涨的锂盐价格以及积极的长期需求预期，也将为更多的顺周期并购提供肥沃的土壤。

**海外资源商将更加具备谋求打造垂直一体化构架的能力。**经历并购扩张、加上有利的投融资环境，我们认为以西澳锂矿为代表的海外锂资源商未来将更具谋求打造“从锂矿到电池级锂化合物”垂直一体化业务构架的基础，也将更具打造更大规模产能的实力，其业务聚焦将从纯粹产销锂精矿转向更高附加值的电池级锂盐，延伸建设锂盐厂或将成为未来中大型锂矿项目的标配。

**区域供应链崛起，海外锂资源商的目标客户将更加地域多元。**截至目前，海外锂辉石矿均需通过中国锂盐厂转换处理、加工成为电池级锂盐后，方可进入全球锂电体系。但伴随欧洲、美国新能源汽车终端的上量，以及区域供应链的崛起，未来电池级锂盐的全球产能分布将走向更加多元，同时海外资源商的目标客户也将更加地域多元。作为应对，我们认为中国产业链有必要更前瞻、更主动的夯实上游，从而保障电池金属供应长期稳定、成本可控。

**日系企业对 Olaroz 盐湖提锂、对 ORE 的战略投资值得借鉴。**由日本 JOGMEC 担保、日系银行提供的长周期低息债务融资，是 Olaroz 一期优化爬坡背后的坚实后盾，更是二期扩能的关键前提。尽管 ORE 报表不尽人意，但丰田通商作为其战

略股东，依然可从股权增值中充分获利，更重要的是，作为其碳酸锂产品的独家销售代理，实现了资源保供的战略目标。未来在类似的项目中，中资企业若能更深度参与经营、注入工艺 know how，将收获更大的成功。

**落地于投资：继续推荐科达制造，关注赣锋锂业、天齐锂业。** 鉴于海外锂资源供给集中度的提升，我们进一步强调“中国锂行业有必要打造双循环格局的上游资源保障体系”以及“中国本土的未来白色石油--锂资源将收获战略重估”的行业核心逻辑。继续推荐科达制造，持续关注长期稳健成长的赣锋锂业，此外可关注天齐锂业旗下国内外优质锂资源资产的重估机会。

- 风险提示：**
- 1、 若芯片短缺等因素导致全球新能源汽车的放量进程低于预期；
  - 2、 全球宏观基本面风险、地缘政治风险等。

## 部分正文

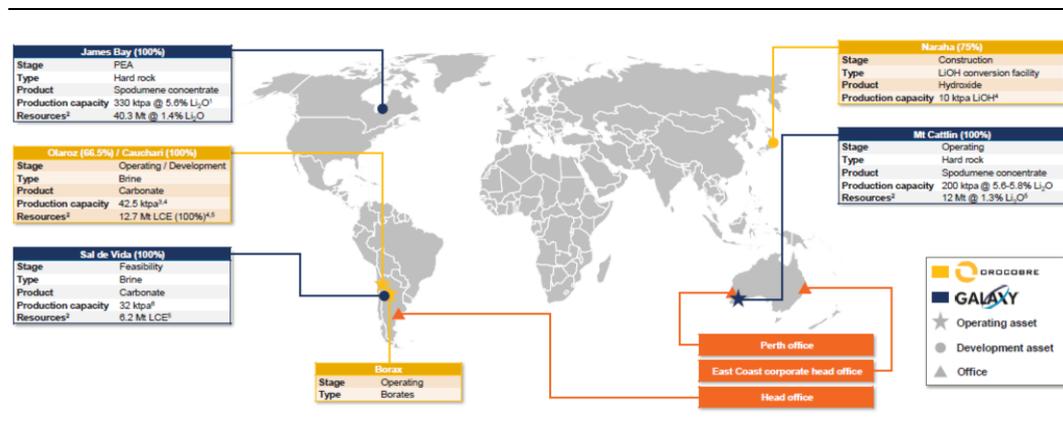
### Orocobre 换股收购银河资源，组建全球前五的新锂资源巨头

2021年4月19日，Orocobre（简称 ORE）公告将通过换股收购银河资源（Galaxy Resources，简称 GXY）100%的股权。银河资源股东所持每股将获得 0.569 股的 ORE 股票，据此推算收购作价与银河资源在交易公告前一个收盘日的市值基本持平。在未来新公司中，ORE 股东将持股 54.2%、银河资源股东将持股 45.8%。新公司将包括 9 个董事席位，其中 ORE、GXY 将各提名 4 位独立董事，ORE 目前的总经理兼 MD 将继续担任新公司的总经理兼 MD。未来新公司将在阿根廷布宜诺斯艾利斯设置总部，在澳大利亚东海岸设置行政总部，并在西澳珀斯设置办事处。若后续进展顺利，本次收购有望在 2021 年 8 月中期正式实施。

ORE 与 GXY 合并将组建一个全球前五、兼具盐湖提锂与矿石提锂、锂资源到锂加工垂直一体化、矿产地域多元的大型专业锂资源生产商，供应亚太、欧洲、美国等全球终端市场的需求。未来新公司拥有锂资源总量约 1520 万吨 LCE，具备在产产能 4 万吨/年 LCE、在建产能 2.5 万吨 LCE/年（至 6.5 万吨 LCE/年）、中期计划将再增约 8 万吨 LCE/年（至 14.5 万吨 LCE/年）、远期规划还将继续通过棕地扩能 2.5-5 万吨 LCE/年（至 17-19.5 万吨 LCE/年）。

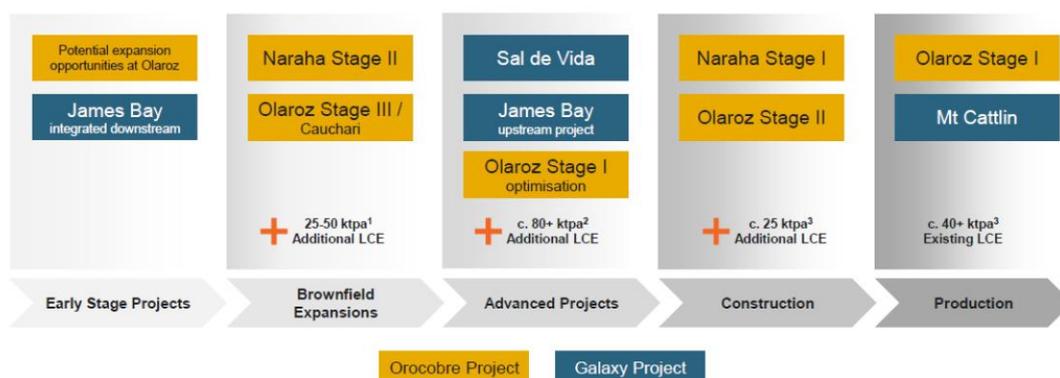
其中，ORE 方面下属的核心资产包括阿根廷胡胡伊省在产的 Olaroz-Cauchari 盐湖提锂，日本长滨在建的氢氧化锂苛化加工厂，阿根廷在产硼矿；GXY 方面下属的核心资产包括西澳在产的 Mt Cattlin 锂矿，待开发的阿根廷卡塔马卡省 Sal de Vida 盐湖提锂项目（完成 DFS）以及加拿大魁北克 James Bay 锂辉石矿项目（完成 PEA）。

图表 1：Orocobre 与 Galaxy Resources 的全球核心资产以及办事处



资料来源：Orocobre、Galaxy Resources 公司公告，五矿证券研究所

图表 2: Orocobre 与 Galaxy Resources 合并后未来新公司的锂资源 Pipeline



资料来源: Orocobre、Galaxy Resources 公司公告, 五矿证券研究所

图表 3: 本次合并将有望形成一个全球前五的新锂资源巨头企业

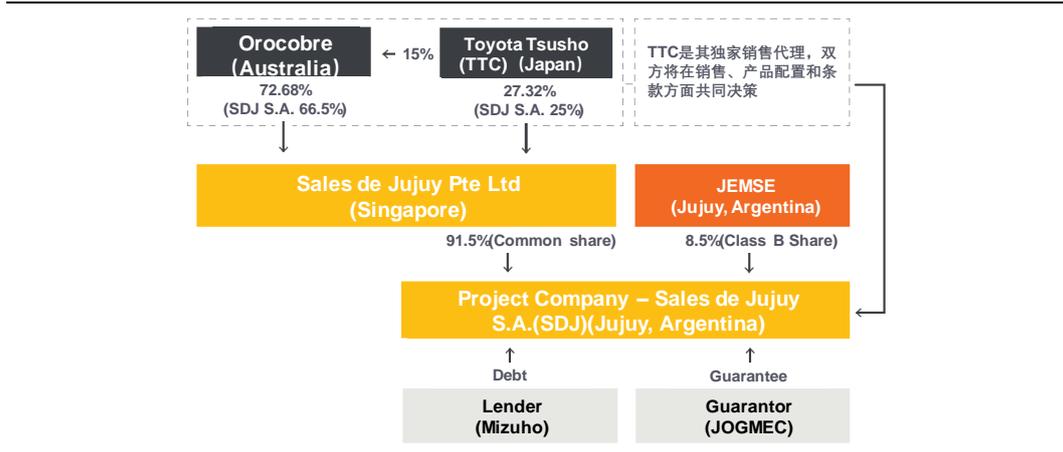
Market Capitalisation <sup>1</sup>		Resources (Mt, LCE basis) <sup>2</sup>		Product & Geographic Exposure <sup>3</sup>			
Company	Value	Company	Value	Brine	Spodumene	Downstream Integration <sup>4</sup>	Geographic Exposure
Ganfeng	~\$10.5bn	Ganfeng	~15.2	✓	✓	✓	China, Australia, Chile, Argentina
Albemarle	~\$10.0bn	Albemarle	N/A <sup>5</sup>	✓	✓	✓	Global
SQM	~\$8.5bn	SQM	N/A <sup>5</sup>	✓	✓	✓	Chile, Argentina
Tianqi	~\$4.5bn	Tianqi	~1.5	✓	✓	✓	China, Australia, Chile, Argentina
MergeCo	US\$3.1bn / A\$4.0bn	MergeCo	15.2	✓	✓	✓	China, Australia, Chile, Argentina
Pilbara	~\$1.5bn	Pilbara	~1.5	✗	✓	✗	Australia
Livent	~\$1.0bn	Livent	~1.0	✓	✗	✓	USA, Chile, Argentina
Lithium Americas	~\$0.8bn	Lithium Americas	~1.0	✓	✗	✓	USA, Chile, Argentina

资料来源: Orocobre、Galaxy Resources 公司公告, 五矿证券研究所

## Orocobre: 其崛起背后展现日系巨头对于南美锂资源的前瞻布局

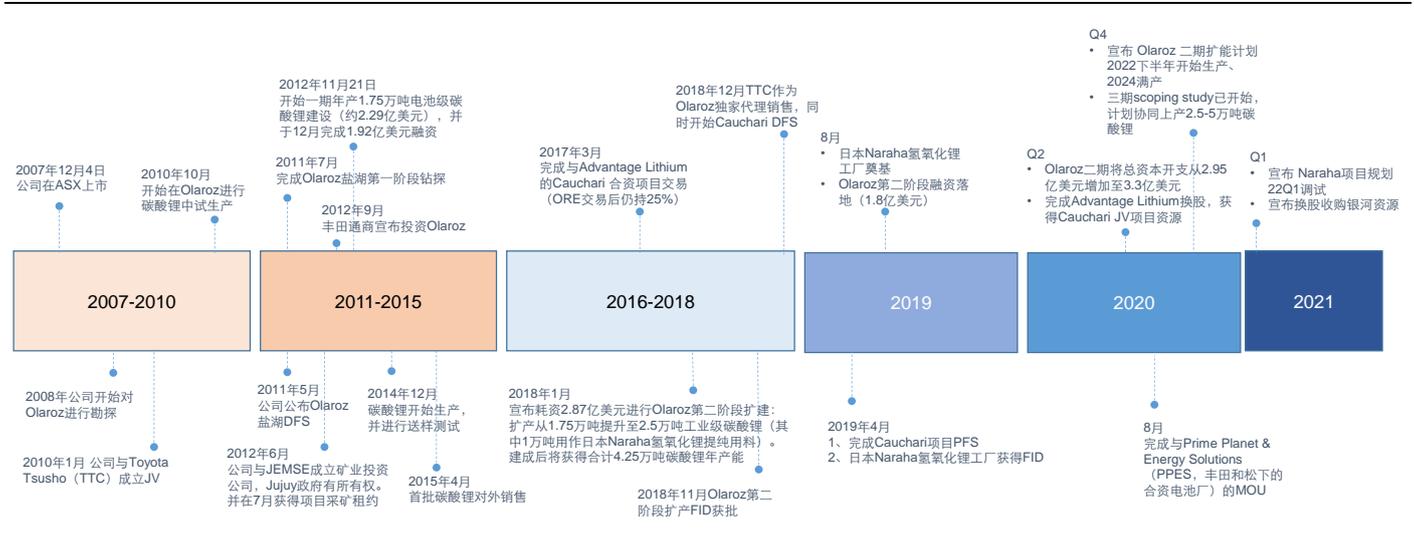
Orocobre 是一家在澳大利亚交易所上市的锂资源商 (ASX: ORE), 公司旗下核心资产为阿根廷 Olaroz 盐湖提锂, 是海外市场二十多年来首个新投产的大型盐湖提锂项目, 目前一期建成年产 1.75 万吨碳酸锂, 二期在建年产 2.5 万吨碳酸锂 (两期将扩大至年产 4.25 万吨), 同时正在日本配套建设年产 1 万吨的氢氧化锂加工厂, 未来三期盐湖提锂还将再增 2.5~5 万吨的碳酸锂年产能。Olaroz 盐湖提锂由 Orocobre、日本贸易巨头—丰田通商、阿根廷胡胡伊省的国有投资平台 JEMSE 分别持股 66.5%、25%和 8.5%。同时, 丰田通商还通过参与阿根廷盐湖二期扩能股权融资的定向增发、战略持股 Orocobre 14.18% (从 15%小幅稀释), 已成为其单一第一大股东。Olaroz 盐湖提锂的产能建设与其日系股东、日系银行的大力支持密不可分, 债务融资还获得了日本国家石油天然气和金属公司 (JOGMEC) 的担保。

图表 4：Orocobre、丰田通商、JEMSE 分别持有 Olaroz 项目 66.5%、25%、8.5%股权



资料来源：Orocobre 公司公告，五矿证券研究所

图表 5：阿根廷 Olaroz 盐湖提锂的开发历程开始于 2008 年



资料来源：Orocobre 公司公告，五矿证券研究所

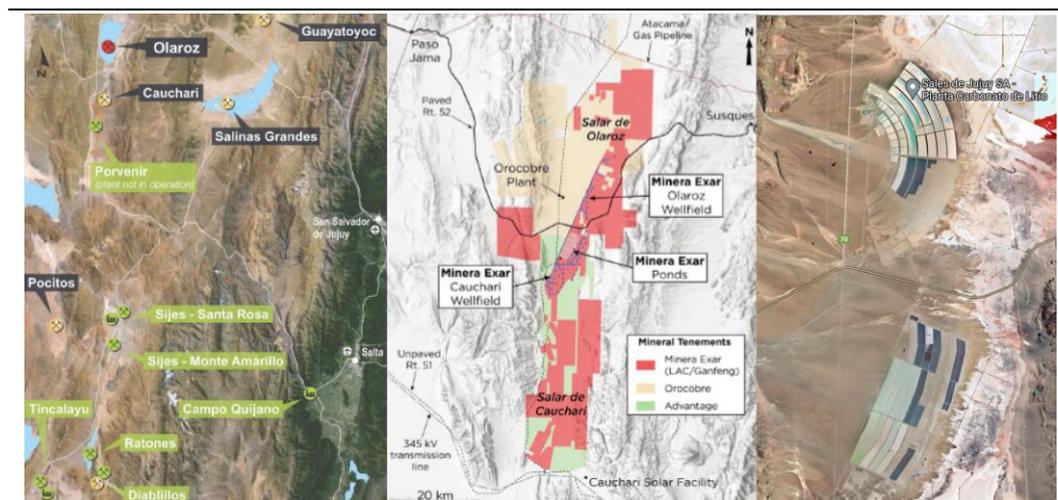
## 阿根廷 Olaroz 盐湖拥有资源量超 640 万吨 LCE，平均锂浓度 690mg/L

Olaroz 坐落于阿根廷北部胡胡伊省的普纳高原 Puna 高原地区，为硫酸镁亚型盐湖，与南部的 Cauchari 盐湖相连。Olaroz-Cauchari 的地理位置理想，位于阿根廷与智利接壤的边境线附近，可通过陆路穿越安第斯山脉，从智利港口运来辅料并运出锂盐产品。

Olaroz-Cauchari 盐湖上主要有两大资源商，其中 Orocobre 的矿权主要集中于北部的 Olaroz，并通过收购 Cauchari JV 延伸至南部 Cauchari 盐湖的周边矿权，但 Cauchari 的主体矿权以及 Olaroz 的部分矿权为赣锋/LAC 所控制。

根据 2011 年的资源评估报告，Orocobre 旗下 Olaroz 盐湖项目拥有探明资源量 27 万吨锂金属量、控制资源量 94 万吨锂金属量，M+I 口径资源总量 121 万吨锂金属量，折合约 644 万吨碳酸锂当量，同时 Olaroz 卤水的化学组分理想，平均锂浓度达到 690mg/L、镁锂比仅为 2.8。总体而言，Olaroz 盐湖的开采潜力巨大，资源禀赋可支撑大规模的盐湖提锂产能，并具备硼、钾资源的综合开发潜力。

图表 6: Orocobre 旗下的 Olaroz 盐湖提锂设施, 以及南部毗邻的赣锋/LAC 在建的 Cauchari 盐湖提锂



资料来源: Orocobre 公司公告, GoogleMaps, LAC 公司公告, 五矿证券研究所

图表 7: 根据 2011 年资源量评估, Olaroz 拥有 M+I 锂资源量 121 万吨金属量, 平均锂浓度达到 690mg/L

资源分类	浓度				金属吨		
	盐湖面积 Kms	锂	钾	硼	锂	钾	硼
		mg/L	mg/L	mg/L	百万吨	百万吨	百万吨
探明资源量	0.42	632	4930	927	0.27	2.08	0.39
控制资源量	1.33	708	6030	1100	0.94	8.02	1.46
探明+控制资源量合计	1.75	690	5730	1050	1.21	10.10	1.85

资料来源: Orocobre 公司公告, 五矿证券研究所

## Olaroz 一期年产 1.75 万吨碳酸锂, 2015 年来达产与品质优化并非坦途

Orocobre 早在 2008 年便启动了对于 Olaroz 盐湖的资源勘探, 自 2010 年陆续引入丰田通商和阿根廷胡胡伊省国有投资公司 JEMSE, 通过新加坡持股平台 Sales de Jujuy Pte 共同开发 Olaroz 盐湖项目, 后续于 2011 年 5 月发布确定性可研报告, 2012 年 11 月启动建设, 2013 年首启抽卤, 2015 年 2 月一期 1.75 万吨碳酸锂产能完成试车、同年 4 月发出首批碳酸锂产品。截至 2020 年底, Orocobre、丰田通商和 JEMSE 分别持有项目资产 66.5%、25%和 8.5%股权。值得一提的是, 在项目建设过程中, 在 JOGMEC (日本国家石油天然气和金属公司) 的担保下, 日本瑞穗银行为其提供了大规模的低息债务融资, 成为支撑 Olaroz 实施产能建设、并走出曲折爬坡期的关键前提。

Olaroz 盐湖的卤水禀赋优越, 提锂工艺采取沉淀法, 一期年产 1.75 万吨碳酸锂按照电池级标准设计, 但 2015 年初投产至今, 产量爬坡、品质优化之路并不平坦, 主要反应在: (1) 2016-2020 年产能利用率仅徘徊在 65%~75%区间; (2) 作为低成本的盐湖提锂资产, Olaroz 在 20Q2-Q3 经历了现金毛利润亏损, 主因其粗碳级碳酸锂的占比大, 导致销售折价。

自 2019 年以来, Orocobre 更换了领导层, 并在经营上得到一定程度的改进: (1) 通过改善管理和处理流程的优化 (例如调整卤水在盐田中的流向), 加上部分二期扩能的盐田建成、投入使用 (降低了天气对于晒卤的影响), 2018-2021 年 Olaroz 的老卤锂浓度逐年提升, 从而保障了后端生产的稳定性与可靠性; 与此同时, 公司优化了产品的磁性不纯物指标、提高了产品一致性; 2019Q3 至 2021Q1, 电池级碳酸锂产品的产量占比从 0%震荡走高至 55%。(2) 2020Q1 至今, Olaroz 的现金成本重新回归、保持在 4000 美元/吨之下, 2020 年整体受疫情的影响有限。(3) 基于生产和管理优化, Orocobre 也从短单策略转向长单策略, 与丰田汽车、松下合资的电池厂 PPES 签订了至 2025 年的碳酸锂供应长协。

## 文章来源

本文摘自：2021年5月7日发布的有色金属行业深度报告《锂想系列16：崛起的海外新兴锂资源巨头，延伸的战略雄心》。

分析师 葛 军 SAC 登记编码：S0950519050002 TEL:021-61097705 E-Mail: gejun@wkzq.com.cn

分析师 孙景文 SAC 登记编码：S0950519050001 TEL:021-61097715 E-Mail: sunjingwen@wkzq.com.cn

分析师 吴 霜 SAC 登记编码：S0950520070001 TEL:+86 13807330926 E-Mail: wushuang@wkzq.com.cn

联系人 张 航 TEL:+86 13378111311 E-Mail: zhanghang@wkzq.com.cn



长按识别二维码关注“五矿证券研究”

## 法律声明

- 1、本产品不是五矿证券有限公司（下称“五矿证券”）研究报告的发布平台。如需了解详细的证券研究信息，请具体参见五矿证券研究所发布的完整报告。
- 2、本产品只是转发五矿证券已发布研究报告的部分观点，投资者若使用本产品所载资料，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对资料中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义。投资者如使用本资料，须寻求专业人士的指导及解读。
- 3、在任何情况下，本产品所载信息、意见不构成所述证券或金融工具买卖的出价或征价，评级、目标价、估值、盈利预测等分析判断亦不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。投资者应当对本产品中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主作出投资决策并自行承担投资风险。
- 4、五矿证券对本产品所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。对依据或者使用本公众号所载资料所造成的任何后果，五矿证券及/或其关联人员均不承担任何形式的责任。
- 5、本产品较之五矿证券正式发布的报告存在延时转发的情况，并有可能因报告发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效。本产品所载意见、评估及预测仅为报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。
- 6、本产品所载内容版权仅为五矿证券所有，严禁任何人对发布的所有内容（包括文字、影像等）进行复制、转载，且不得对本产品所载内容进行任何有悖原意的引用、节选和修改。
- 7、五矿证券对本产品保留一切法律权利。

## 联系我们

### 上海

地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室  
邮编：200120

### 深圳

地址：深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层  
邮编：518035

### 北京

地址：北京市海淀区首体南路9号4楼603室  
邮编：100037