

有色金属

证券研究报告
2019年09月02日

全球锂资源跟踪专题：2019年Q2点评——新增供给持续释放，锂价或已接近周期底部

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com
孙亮 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110003
sunliang@tfzq.com
陈霸鑫 联系人
chenbaxin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《有色金属-行业研究周报:持续推荐贵金属板块，关注钴铝反弹行情》2019-08-26
- 《有色金属-行业研究周报:贸易战缓和黄金打开配置窗口，关注钴结构性反弹》2019-08-19
- 《有色金属-行业研究周报:降息有望持续加码金价上涨，关注钴价反弹行情》2019-08-11

2019 上半年西澳已经建成的锂矿山持续放量，资源端已经进入实质性过剩阶段，锂精矿随着锂盐价格逐季度下降。目前锂精矿价格已经接近新开矿山的现金成本线。四季度锂精矿价格大概率会跌破 600 美元/吨，如果部分西澳矿山出现停产，锂盐的价格底部就可以得到确认。

供给继续攀升，但产销出现分离

矿山已经于 18 年建成的 Altura、Pilbara 和 Alita 是上半年增量的主力。除 Greenbushes 之外的西澳五大矿山上半年生产锂精矿约 56 万吨（折合碳酸锂约 7 万吨），相比 2018 下半年增长 29%，同比增长 73%。19 年上半年，几大主力矿山销售锂精矿约 43.5 万吨，销售量为产量的 78%（未包含 Greenbushes 情况）。尽管部分的产销差额可能由发货时间差异所导致，但是产销差额扩大的趋势一定程度上反映了锂矿企面临阶段性供给过剩的困境。

在短期供给过剩的压力下，锂价继续承压

国内电池级碳酸锂价格已经跌至 6.5 万元/吨以下，而澳洲锂精矿的公告销售价格已经逼近 600 美元/吨。部分生产成本过高的矿企可能将面临亏损，而中游端部分未掌握资源的锂盐加工企业，盈利水平也将受到较大影响。2018 年前三季度，SQM 等海外巨头的锂盐销售价格相对国内价格保持有一定溢价，但是进入 19 年之后，该溢价已经逐渐减小，海外锂盐价格可能将回调至 1 万美元/吨。

锂价逐渐逼近矿企现金成本线，价格继续下行空间有限

根据各公司公告统计，除天齐锂业旗下 Greenbushes 矿山以外，其他大部分矿山的生产成本预计都将超过 400 美元/吨、部分矿山目前的现金成本仍高于 500 美元/吨。经过测算，高成本矿山折算到锂盐价格接近 5.7 万元/吨，与当前国内电池级碳酸锂锂价只剩下约 5000 元左右利润空间。若锂价进一步下跌，高成本矿山将面临较大的经营压力。

扩产可能延期，锂盐价格底部有待确认

随着行业景气度的走低，部分锂资源龙头企业开始调整远期的锂盐扩产计划。ALB 延迟了远期 12 万吨氢氧化锂的扩产，澳洲的 Alita Resources 已经因为债务违约进入重组谈判。若四季度锂精矿跌破 600 美元/吨，部分高成本西澳锂矿山有可能进行减产或停产，锂盐价格的底部区域有望得到确认。

风险提示：新能源汽车发展低于预期的风险，上游供给释放超预期的风险。

内容目录

1. 澳洲锂供给攀升但产销出现分离，供应过剩压力显现	3
2. 锂价继续承压	4
3. 价格逼近矿企现金生产成本线，继续下行空间有限	4
4. 扩产可能延期，锂盐价格底部有待确认	5
5. 风险提示	6

图表目录

图 1：锂精矿产销差额有所扩大（单位：吨）-注：未包含 Greenbushes 数据	3
图 2：国内锂盐价格大幅下跌（元/吨）	4
图 3：ALB 对锂盐生产项目作出调整	5
表 1：澳洲矿山锂辉石产销量开始出现分离（单位：吨）	3
表 2：南美盐湖锂盐销量增长有限	4
表 3：澳洲锂精矿售价逼近 600 美元/吨（美元/吨）	4
表 4：南美锂盐单位售价逐渐走低（美元/吨）	4
表 5：澳洲锂矿企成本数据（单位：美元/吨）	5
表 6：当前锂价已接近锂精现金成本对应价格	5

2019 年上半年西澳已经建成的锂矿山持续放量，资源端已经进入实质性过剩阶段，锂精矿随着锂盐价格逐季度下降。目前锂精矿价格已经接近新开矿山的现金成本线，部分项目已经推迟或取消了新的扩产；四季度锂精矿价格大概率会跌破 600 美元/吨，如果部分西澳矿山出现停产，锂盐的价格底部就可以得到确认。

1. 澳洲锂供给攀升但产销出现分离，供应过剩压力显现

2019 年上半年澳洲锂供给持续攀升。矿山已经于 18 年建成的 Altura、Pilbara 和 Alita 是上半年增量的主力。除 Greenbushes 之外的西澳五大矿山上半年生产锂精矿约 56 万吨(折合碳酸锂约 7 万吨)，相比 2018 年下半年增长 29%，同比增长 73%。

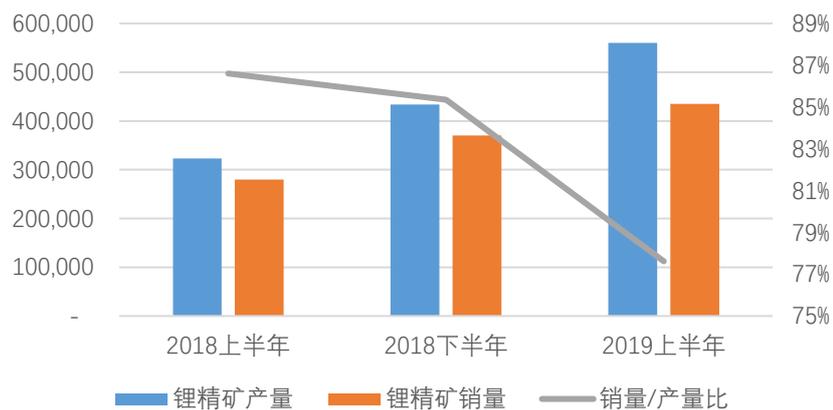
产量与销售量开始出现分离。19 年上半年，几大主力矿山销售锂精矿约 43.5 万吨，销售量为产量的 78%(未包含 Greenbushes 情况)。尽管部分的产销差额可能由发货时间差异所导致，但是产销差额扩大的趋势一定程度上反映了锂矿企面临阶段性供给过剩的困境。

表 1: 澳洲矿山锂辉石产销量开始出现分离 (单位: 吨)

公司	矿山		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	公司产销分离解释
MRL	Mt Marion	产量	105,000	109,000	111,000	115,000	107,000	90,000	
		销量	86,000	95,000	91,000	94,000	111,287	81,000	
Galaxy	Mt Cattlin	产量	43,852	47,901	31,156	33,780	41,874	56,460	18 年 Q4 发货较多，其余差额为发货时间差异导致
		销量	44,258	45,761	29,555	39,682	15,192	29,329	
Altura	Pilgangoora	产量			7,379	25,794	29,627	42,402	海上气候影响造成 Q1 发货延迟
		销量			6,510	24,419	14,770	38,491	
Pilbara	Pilgangoora	产量			11,015	47,859	52,196	63,782	下游客户加工产能爬产低于预期造成上半年发货较少
		销量			-	46,682	38,562	43,214	
Alita	Bald hill	产量		17,403	28,419	22,724	38,291	38,717	公司锂精矿仅部分包销，剩余量仍在积极寻找销售对象
		销量		8,859	18,670	20,000	44,305	18,669	

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 1: 锂精矿产销差额有所扩大 (单位: 吨) -注: 未包含 Greenbushes 数据



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

南美盐湖锂盐供应稳中有升。SQM19 年上半年锂盐销量达到 2.27 万吨，同比增长 7.58%；Orocobre 的实际产量一直未达到其项目设计产能，上半年锂盐销量为 6917 吨，同比增长 9.67%。另外两家巨头 ALB 和 Livent 未公布具体产销数据，根据公司 Presentation 内容，ALB 一季度销量同比减少 3%而二季度销量同比小幅增长 3%，Livent 锂盐销量上半年同比增长 20%。

表 2: 南美盐湖锂盐销量增长有限 (单位: 吨)

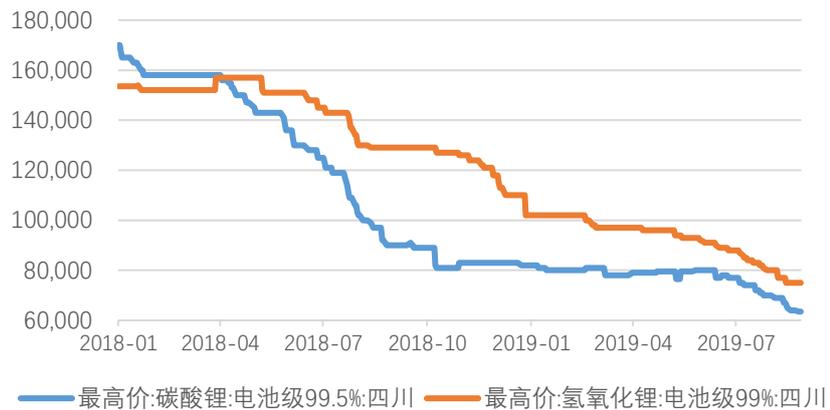
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
SQM	10,000	11,100	9,300	14,700	10,600	12,100
Orocobre	3,052	3,255	2,144	3,019	3,530	3,387

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 锂价继续承压

在短期供给过剩的压力下, 锂价继续下跌。国内电池级碳酸锂价格已经跌至 6.5 万元/吨以下, 而澳洲锂精矿的公告销售价格已经逼近 600 美元/吨。部分生产成本过高的矿企可能将面临亏损, 而中游端部分未掌握资源的锂盐加工企业, 盈利水平也将受到较大影响。

图 2: 国内锂盐价格大幅下跌 (元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 澳洲锂精矿售价逼近 600 美元/吨 (美元/吨)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
MRL (Mt Marion)	901	962	1,071	931	792	682	609
Altura	-	-	-	-	601	600	
Pilbara	-	-	-	742	675	644	
Alita (Alliance)	-	-	-	-	780	749	
Galaxy	900	975	893	928			

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

南美盐湖锂盐价格继续下跌。2018 年前三季度, SQM 等海外巨头的锂盐销售价格相对国内价格保持有一定溢价, 但是进入 19 年之后, 该溢价已经逐渐减小。SQM 在 2019 年 2 季度的锂盐销售均价已经回调至约 1.15 万美元/吨, 折合人民币价格约 8 万元/吨。Orocobre 的锂盐价格已经跌至 8220 美元/吨, 折算到人民币该价格甚至低于国内电池级碳酸锂价格。

表 4: 南美锂盐单位售价逐渐走低 (美元/吨)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3E
SQM	16,420	16,568	16,430	15,912	14,600	11,466	10,000
Orocobre	13,533	13,653	14,699	10,587	9,451	8,220	

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3. 价格逼近矿企现金生产成本线, 继续下行空间有限

锂价逐渐逼近矿企现金成本线, 价格继续下行空间有限。根据各公司公告统计, 除天齐锂业旗下 Greenbushes 矿山以外, 其他大部分矿山的生产成本预计都将超过 400 美元/吨、部分矿山目前的现金成本已高于 500 美元/吨。目前锂精矿按照前一季度碳酸锂价格定价, 以此推算四季度锂精矿价格大概率跌破 600 美元, 成本较高的企业面临较大压力。若锂精

矿价格跌破 600 美元/吨，现金成本较高的矿企将面临经营压力。

表 5：澳洲锂矿企成本数据（单位：美元/吨）

公司	矿山	成本口径	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
Galaxy Resources	Mt Cattlin	Cash Cost	358	332	391	577	453	337
Altura Resources	Pilgangoora	Cash Cost	-	-	-	-	-	392
Pilbara Minerals	Pilgangoora	Cash Cost	-	-	-	-	-	528
Alita Resources	Bald hill	Cash Cost	-	-	-	824	553	545
Mineral Resources	Mt Marion	Average Cost	2018Q3-2019Q2 年度 average cost 约为 417 美元/吨					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

以生产成本较高的 Bald hill 矿山为例，假设锂盐加工成本为 2 万元/吨、美元汇率为 7、精矿转化率为 8，那么该矿山现金成本折算到锂盐价格达到 5.71 万元/吨，与当前国内电池级碳酸锂锂价只剩下约 5000 元左右利润空间。若锂价进一步下跌，高成本矿山可能出现减产甚至停产的情况。

表 6：当前锂价已接近锂精现金成本对应价格

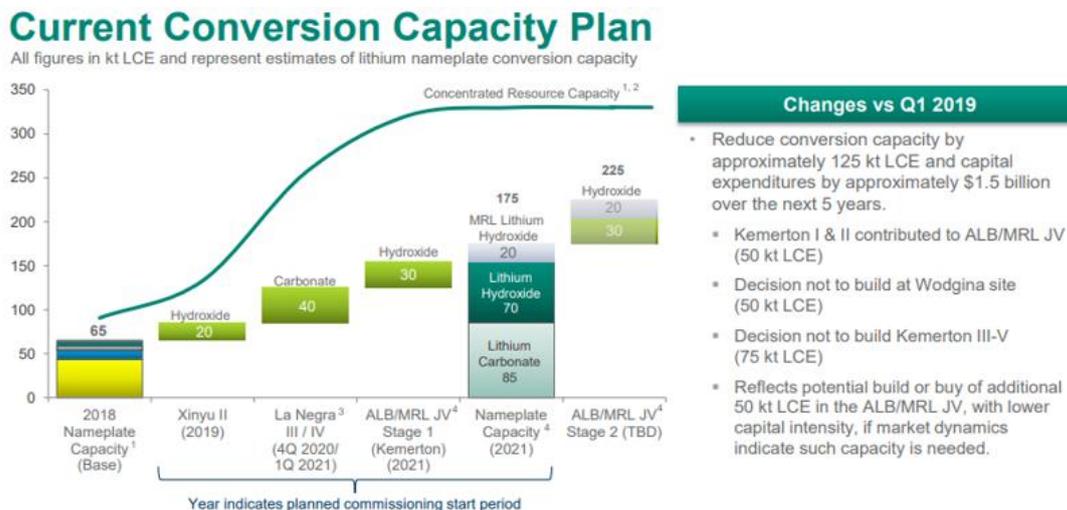
主要假设	
锂精矿现金成本（美元/吨）	545
美元兑人民币汇率	7
锂精矿转化率	8
锂盐加工成本（元/吨）	20,000
对应锂盐含税价（元/吨）	57,088

资料来源：天风证券研究所

4. 扩产可能延期，锂盐价格底部有待确认

市场逐渐回归理性，锂供给的高速增长有望放缓。随着行业景气度的走低，部分锂资源龙头企业开始调整远期的锂盐扩产计划。以全球锂盐龙头 ALB 公司为例。公司在近期公告中表示，公司将延迟远期 12 万吨氢氧化锂的扩产计划，同时公司将澳洲 Kemerton 氢氧化锂项目更改为 ALB/MRL 合作的 JV 项目以减轻资本开支压力。西澳部分高成本锂矿企也陷入经营困境，拥有 Bald Hill 矿山的 Alita Resources 已经因为债务违约节约进入重组谈判期。

图 3：ALB 对锂盐生产项目作出调整



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在 2017-2018 年锂盐价格较高的时期，各大锂盐或锂矿生产商均公布了庞大的项目扩产计

划，然而当锂价出现大幅下跌后，在产项目的盈利能力将出现下滑，规划的远期项目投资回报率将降低，锂生产企业有可能对远期的扩产计划进行调整。若四季度锂精矿跌破 600 美元/吨，部分高成本西澳锂矿山有可能进行减产或停产，锂盐价格的底部区域有望得到确认。

5. 风险提示

新能源汽车发展低于预期的风险，上游供给释放超预期的风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com