

# 有色金属

证券研究报告  
2019年11月07日

## 澳洲锂资源 Q3 综述—部分矿山开始减产/停产，锂行业有望边际改善

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

2019 年新增锂矿放量使得锂行业的阶段性过剩更为显著，锂精矿价格也逐季度下行。近期以 Alita 被托管和 Wodgina 进入维护为标志，澳洲锂精矿遍地开花的形势已经告一段落，未来高成本锂矿山的供给增量可能显著低于预期，锂行业有望得到边际改善。

**澳洲锂矿供应增长放缓。**从产量来看，澳洲锂矿 2018 年以来快速放量，Greenbushes 之外的矿山在 2019 年二季度合计产量达到阶段高点 29 万吨，三季度已经下降至 25 万吨。明年唯一的主要锂精矿增量将来自于 Greenbushes 二期项目的爬产，澳洲锂资源端的大规模扩张已经告一段落。

**锂精矿价格逼近各矿山生产成本。**电池级碳酸锂价格跌破 6 万元/吨，三季度澳洲锂精矿价格普遍已经跌破 600 美元/吨，四季度锂精矿价格预计将进一步下跌。澳洲矿山除天齐锂业旗下 Greenbushes 矿山以外，其他大部分矿山的生产成本预计都超过 400 美元/吨，部分矿山目前的现金成本已高于 500 美元/吨。在目前的锂精矿价格下，高成本矿山将面临较大经营压力。

**低迷锂价下，澳洲锂供给增长放缓。**随着锂价的回落，2017-2019 投产的高成本矿山将首先受到冲击。2019 年三季度以来，部分矿企陷入经营困境，澳洲锂资源供给的不确定性大幅增加。目前 Alita 已经进入破产托管，Wodgina 进入维护，Pilbara 开始减产，Mt Cattlin 预计减产，Altura 面临现金枯竭，20 年西澳锂精矿的产量大幅低于预期是大概率事件。

**锂精矿过剩压力骤减。**20 年澳洲矿山的唯一增量将来自于 Greenbushes 二期扩产项目的爬坡，再考虑到其他矿山的减产和停产，20 年澳洲矿山几乎没有增量。如果锂精矿价格能继续维持在 500 美元/吨以上，20 年澳洲锂精矿的供给可能维持在 190 万吨左右，折合锂盐约 24 万吨，如果锂精矿价格跌破 500 美元/吨，不排除澳洲锂精矿产量进一步收缩的可能性。

**锂盐加工利润有望边际修复。**锂精矿价格通常采用上一季度的锂盐价格作为参照。19 年锂盐价格逐季度下跌，锂盐加工企业承担了精矿与锂盐非同步定价带来的额外成本。锂精矿价格企稳后，锂盐加工的边际利润有望改善。

**风险提示：**新能源汽车发展不及预期的风险，资源端减产停产不及预期的风险

### 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:经济增长不确定性有望延续金价上涨，关注碳酸锂边际改善》2019-11-03
- 《有色金属-行业研究周报:关注碳酸锂行业的底部配置机会，继续重点推荐贵金属》2019-10-28
- 《有色金属-行业研究周报:持续关注贵金属板块和钨底部抬升》2019-10-21



## 内容目录

1. 澳洲锂矿供应增长放缓.....	3
2. 锂精矿价格逼近高成本矿山现金成本线.....	4
3. 高成本矿山陷入经营困境，澳洲过剩供给开始出清.....	5
3.1. Wodgina-从投产进度低于预期到暂停生产.....	5
3.2. Alita Resources-进入破产托管程序.....	5
3.3. Galaxy-2020 年进行减产.....	5
3.4. Aluta-现金流面临枯竭.....	5
3.5. Pilbara-三季度开始减产.....	5
4. 锂精矿过剩压力骤减，锂行业有望迎来边际改善.....	6
5. 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1：澳洲锂精矿产销量增长放缓（未包含 Greenbushes 数据）-单位：吨.....	3
图 2：国内锂盐价格大幅下跌（元/吨）.....	4
图 3：Pilbara 在 2019Q3 进行减产.....	6
表 1：澳洲矿山锂矿供应增长放缓（单位：吨）.....	3
表 2：澳洲锂精矿售价跌破 600 美元/吨（美元/吨）.....	4
表 3：澳洲锂矿企成本数据（单位：美元/吨）.....	4
表 4：Altura 现金流面临枯竭（单位：千澳币）.....	5
表 5：西澳锂精矿产量统计（吨）.....	6

澳洲锂矿开始出现减产与停产，锂行业有望边际改善。2019 年 Pilbara, Altura 和 Alita 等新锐锂矿放量使得锂行业的阶段性过剩更为显著，锂精矿价格也逐季度下行。锂精矿价格在 19 年三季度跌破 600 美元/吨之后，预计在四季度价格逐渐靠近 500 美元/吨大关。近期以 Alita 被托管和 Wodgina 进入维护为标志，澳洲锂精矿遍地开花的形势已经告一段落，未来高成本锂矿山的供给增量可能显著低于预期，锂行业有望得到边际改善。

## 1. 澳洲锂矿供应增长放缓

澳洲锂矿供应增长放缓。澳洲 Mt Marion、Wodgina、Mt Cattlin、Pilgangoora 等项目 19 年三季度生产锂精矿约 25 万吨，销售锂精矿约 20 万吨（Alita 因进入破产重组程序未披露 Q3 数据。）Greenbushes 扩产进度低于预期，预计 Greenbushes 19 年锂精矿产量略高于 18 年的 72.5 万吨。

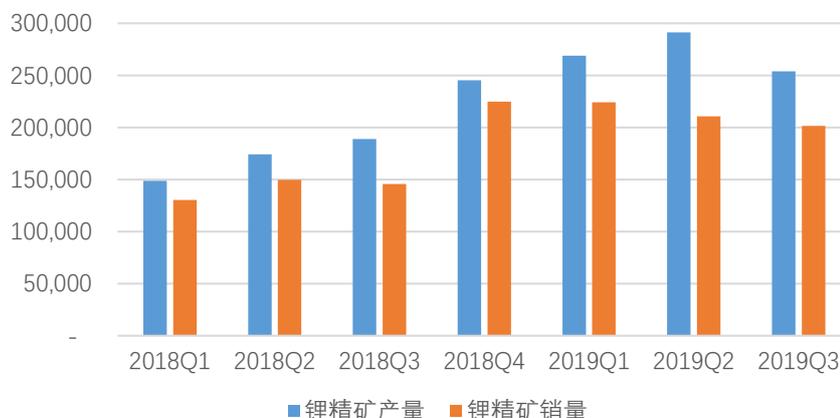
从产量来看，澳洲锂矿 2017 年以来快速放量，Greenbushes 之外的矿山在 2019 年二季度合计产量达到阶段高点 29 万吨，三季度已经下降至 25 万吨。明年唯一的主要锂精矿增量将来自于 Greenbushes 二期项目的爬产，澳洲锂资源端的大规模扩张已经告一段落。

表 1: 澳洲矿山锂矿供应增长放缓（单位：吨）

公司	矿山		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
MRL	Mt Marion	产量	105,000	109,000	111,000	115,000	107,000	90,000	115,000
		销量	86,000	95,000	91,000	94,000	111,287	81,000	95,000
MRL	Wodgina	产量							22,000
		销量							3,000
Galaxy	Mt Cattlin	产量	43,852	47,901	31,156	33,780	41,874	56,460	50,014
		销量	44,258	45,761	29,555	39,682	15,192	29,329	58,278
Altura	Pilgangoora	产量			7,379	25,794	29,627	42,402	45,484
		销量			6,510	24,419	14,770	38,491	25,061
Pilbara	Pilgangoora	产量			11,015	47,859	52,196	63,782	21,322
		销量			-	46,682	38,562	43,214	20,044
Alita	Bald hill	产量		17,403	28,419	22,724	38,291	38,717	
		销量		8,859	18,670	20,000	44,305	18,669	
		产量合计	148,852	174,304	188,969	245,157	268,988	291,361	253,820
		销量合计	130,258	149,620	145,735	224,783	224,116	210,813	201,383

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1: 澳洲锂精矿产销量增长放缓（未包含 Greenbushes 数据）-单位：吨

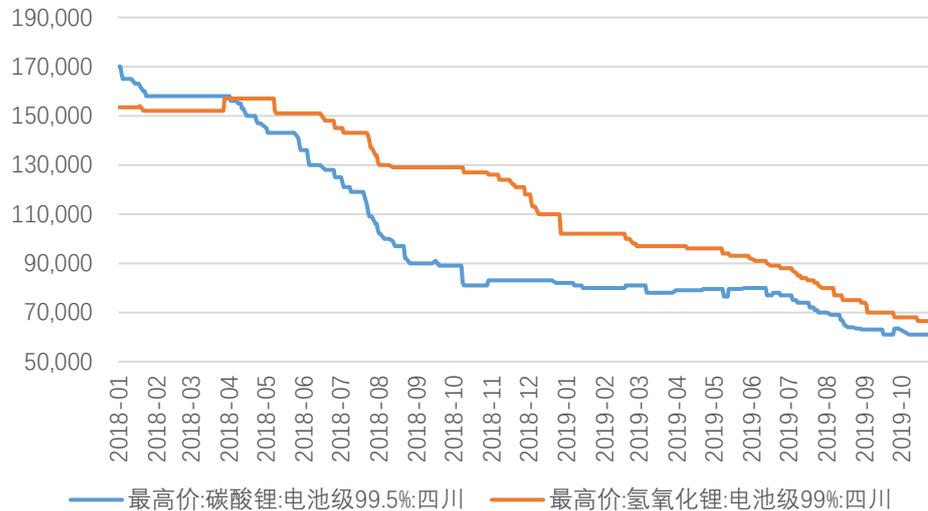


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 锂精矿价格逼近高成本矿山现金成本线

锂精矿价格继续下跌。随着澳洲锂精矿的放量，锂行业的阶段性过剩加剧，锂价继续下跌，电池级碳酸锂价格跌破 6 万元/吨，氢氧化锂对碳酸锂的溢价逐渐缩小，价格跌破 7 万元/吨。锂精矿价格通常采用前一季度的锂盐价格作为参照，三季度澳洲锂精矿价格普遍已经跌破 600 美元/吨，四季度锂精矿价格预计将进一步下跌。

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 2：澳洲锂精矿售价跌破 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	599
Pilbara	-	-	-	742	675	644	550-600
Alita (Alliance)	-	-	-	-	780	749	
Galaxy	900	975	893	928			

资料来源：公司公告，天风证券研究所

锂价逼近各矿山生产成本。当前锂价下，部分高成本矿山将面临经营压力。根据各公司公告，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超过 400 美元/吨，部分矿山目前的现金成本已高于 500 美元/吨。在目前的锂精矿价格下，高成本矿山将面临较大经营压力，未来的生产计划可能会出现进一步调整。Alita 已经进入破产托管，Wodgina 进入维护，Pilbara 开始减产，Mt Cattlin 预计减产，Altura 面临现金枯竭，20 年西澳锂精矿的产量大幅低于预期是大概率事件。

表 3：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	2019Q3
Galaxy Resources	Mt Cattlin	Cash Cost	358	332	391	577	453	337	387
Altura Resources	Pilgangoora	Cash Cost	-	-	-	-	-	392	365
Pilbara Minerals	Pilgangoora	Cash Cost	-	-	-	-	-	528	530
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

注：各公司 Cash Cost 口径也有所区别

### 3. 高成本矿山陷入经营困境，澳洲过剩供给开始出清

低迷锂价下，澳洲锂供给增长放缓。锂矿山成本普遍高于盐湖提锂成本，2015 年之间锂价长期在 3-4 万元之间徘徊，当时只有 Greenbushes 这样的低成本矿山能够盈利，然而随着锂价在 2015-2017 期间的大幅上涨，期间澳洲大量矿山投入生产，造成锂资源短期的严重过剩。随着锂价的回落，2017-2019 投产的高成本矿山将首先受到冲击。2019 年三季度以来，部分矿企陷入经营困境，过剩产能开始出清，澳洲锂资源供给的不确定性大幅增加。

#### 3.1. Wodgina-从投产进度低于预期到暂停生产

Mineral Resources 和 ALB 分别持有 Wodgina 40% 和 60% 权益。Wodgina 原本是 2019 年拟投产的最大锂矿项目，三条线全部达产后锂精矿年产能将达到 75 万吨。截止到三季度末，Wodgina 项目仅生产锂精矿 2.2 万吨。根据 Mineral Resources 最新公告，公司宣布考虑到锂行业的市场情况，Wodgina 项目将暂停生产转入到维护状态。

#### 3.2. Alita Resources-进入破产托管程序

Alita 旗下拥有 Bald Hill 矿山，该矿山第一期规划锂精矿年产能 18 万吨，在 18 年 2 季度投产。Bald Hill 锂精矿成本高于澳洲其他矿山，19 年 2 季度该项目的锂精矿现金成本仍接近 550 美元/吨。该矿山投产后经营性现金流短期内也难以大幅好转，2019 年 8 月，公司由于无法按期偿还借款而进入破产托管程序。

#### 3.3. Galaxy-2020 年进行减产

Galaxy 旗下拥有 Mt Cattlin 矿山，锂精矿年产能达到约 20 万吨，未来几年 Mt Cattlin 的产量可能将出现缩减。一方面，相比其他澳矿 Mt Cattlin 矿山储量较小，剩余可采年限较短，未来几年产量可能逐渐下滑；另一方面，Galaxy 在季度报告中明确表示对 2020 年的生产计划进行了调整。公司预计在 2020 年降低原矿开采量，锂精矿产量将维持在当前 75% 左右的水平。

#### 3.4. Alura-现金流面临枯竭

Alura 拥有 Pilgangoora 锂矿项目，该项目一期锂精矿设计产能 22 万吨，于 2018 年三季度投产。Alura 的 Pilgangoora 爬产进度较好，但是项目的经营现金流持续为负，截至 2019 年三季度末，Alura 账面现金仅剩约 100 万元澳币。若 Alura 不能及时获取新的融资，未来同样有可能面临破产危机。

表 4: Alura 现金流面临枯竭 (单位: 千澳币)

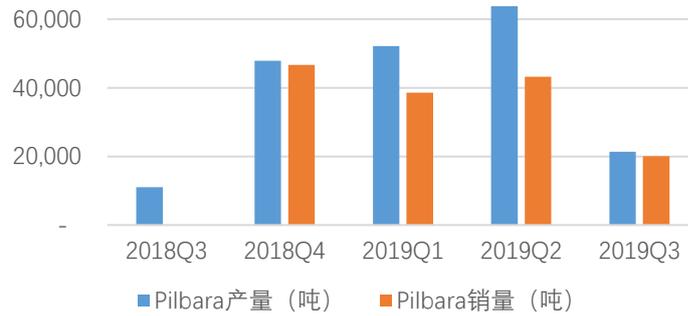
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
经营现金流	-1,712	-2,436	-1,887	13,187	-673	1,760	-29,221
投资现金流	-31,722	-32,190	-35,790	-14,640	-28,805	-9,875	-1,016
筹资现金流	-13,404	-	19,395	-	37,979	-	21,816
汇率影响	5	13	5	-10	-9	98	6
期初现金	110,225	63,392	28,779	10,502	9,039	17,531	9,513
期末现金	63,392	28,779	10,502	9,039	17,531	9,514	1,098

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

#### 3.5. Pilbara-三季度开始减产

Pilbara 旗下 Pilgangoora 一期项目拥有锂精矿产能 33 万吨, 该项目于 2018 年 3 季度投产。在 2019 年三季度 Pilbara 表示考虑到当前的市场情况, 公司将开始削减产量, 未来生产计划也将根据市场情况进行调整, 四季度公司将着力减少现有库存。Pilbara 2019Q3 生产锂精矿 2.13 万吨, 环比下降 67%。

图 3: Pilbara 在 2019Q3 进行减产



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

#### 4. 锂精矿过剩压力骤减, 锂行业有望迎来边际改善

**锂精矿过剩压力骤减。**20 年澳洲矿山的唯一增量将来自于 Greenbushes 二期扩产项目的爬坡, 再考虑到其他矿山的减产和停产, 20 年澳洲矿山几乎没有增量。如果锂精矿价格能继续维持在 500 美元/吨以上, 20 年澳洲锂精矿的供给可能维持在 190 万吨左右, 折合锂盐约 24 万吨, 如果锂精矿价格跌破 500 美元/吨, 不排除澳洲锂精矿产量进一步收缩的可能性。

表 5: 西澳锂精矿产量统计 (吨)

公司	项目	2017	2018	2019E	2020E
天齐锂业	Talison	646,470	724,043	780,000	1,000,000
MRL/ALB	Wodgina	-	-	40,000	-
MRL/赣锋	Mt Marion	197,300	435,000	450,000	450,000
Altura	Altura-Pilgonggora	-	33,173	160,000	160,000
Pilbara	Pilbara-Pilgonggora	-	58,874	165,000	160,000
Galaxy	Mt Cattlin	155,679	156,689	200,000	150,000
Alita	Bald Hill	-	68,546	90,000	-
合计		999,449	1,476,325	1,875,000	1,920,000
折合成 LCE		128,134	189,272	240,385	246,154

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**锂盐加工利润有望边际修复。**锂精矿价格通常采用上一季度的锂盐价格作为参照。19 年锂盐价格逐季度下跌, 锂盐加工企业承担了精矿与锂盐非同步定价带来的额外成本。锂精矿价格企稳后, 锂盐加工的边际利润有望改善。

#### 5. 风险提示

新能源汽车发展不及预期的风险, 资源端减产停产不及预期的风险。

## 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