

► **扩产项目爬坡，新增两个新建/复产项目，产销总量保持增长。**2023Q4 Bald Hill 复产、Mt Holland 投产，截至 2023Q4 末，澳洲在产矿山共 8 座（Finniss 2024 年 1 月宣布采矿暂停）。除 Mt Cattlin、Mt Holland 之外，2023Q4 澳洲六大矿山锂精矿产量合计 87.0 万吨，折 10.9 万吨 LCE，环比+6.2%；销量合计 80.2 万吨，折 10.0 万吨 LCE，环比+6.6%。其中，**量减项目**，2023Q4 Greenbushes 产销 35.8 万吨、27.5 万吨，环比下降 13.5%、29.8%，主要由于矿价较高，两大股东天齐、雅宝拿矿意愿下降，矿山主动减产；**量增项目**，2023Q4 Pilgangoora 产销 17.6 万吨、16.0 万吨，环比增加 22.2%、9.2%；Mt Marion 产销 16.6 万吨、17.2 万吨，环比增加 29.7%、53.8%；Wodgina 产销 11.5 万吨、14.2 万吨，环比增加 2.2%、127.2%；Finniss 产销 2.9 万吨、3.1 万吨，环比增长 39.6%、31.1%；产量增加主要由于扩产项目爬坡；Bald Hill 复产，锂精矿产销 2.6 万吨、2.0 万吨。

► **中国冶炼产能成本倒挂，倒逼澳矿价格环比继续下滑。**2023Q4 国内外锂盐价格加速下跌，中国冶炼端成本倒挂，采购意愿骤降倒逼澳矿售价环比继续下滑。其中 Greenbushes 售价（FOB）3016 美元/吨，环比下降 19.4%，降幅相对较小；Pilgangoora 售价（SC6 CIF 中国）售价 1280 美元/吨，环比下降 49.9%；Mt Marion 售价（SC6 CIF 中国）1060 美元/吨，环比下降 43.3%；Finniss 售价（FOB）售价 1418 美元/吨，环比下降 44.6%。

► **矿价机制调整，除 Greenbushes 调整为 M-1 外，其余澳矿基本调整为 M+1。**国内冶炼企业锂矿原料主要依赖澳大利亚进口，2023Q4 采购澳矿的定价机制多为 Q-1 等，而锂盐价格快速下跌，矿价调整大幅滞后于锂盐价格下跌速度，国内冶炼产能成本倒挂，大幅亏损。经过 2023Q4 的调整，2024 年除 Greenbushes 由 Q-1 调整为 M-1 外，其余澳矿企业定价基本调整为 M+1，国内冶炼端盈利有望边际改善。

► **成本有升有降，其中爬坡项目随产量增加成本优化。**2023Q4 Greenbushes C1 现金成本 357 澳元/吨，环比上升 36.3%，主要由于产量下降；Pilgangoora C1 现金成本 639 澳元/吨，环比下降 14.5%，Mt Marion 2023H2 折 SC6 的现金成本 844 澳元/吨，环比下降 19.9%，成本下降主要由于产销增加；Wodgina 2023H2 折 SC6 的现金成本 875 澳元/吨，环比增加 15.7%；Finniss 2023Q4 现金运营成本（不含权益金）1953 澳元/吨（FOB），环比增长 3.4%，成本较高。

► **投资建议：**中国锂需求增速放缓，澳矿、非矿、南美盐湖提锂等扩建、绿地项目虽有部分延期，但陆续投产，供给端持续放量，供需格局转向过剩，目前锂行业产能出清还未开始，我们预计锂价短期仍寻底为主。在锂价磨底阶段，成本对盈利的影响大幅提升，我们建议重点关注具有成本优势+产量弹性的标的。**重点推荐：藏格矿业、永兴材料、中矿资源。**

► **风险提示：**电动车销量不及预期、锂供给超预期释放、海外地缘政治风险等。**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
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000408.SZ	藏格矿业	26.48	3.58	2.24	1.96	7	12	14	推荐
002756.SZ	永兴材料	46.54	11.72	6.75	3.04	4	7	15	推荐
002738.SZ	中矿资源	31.45	7.21	3.45	2.96	4	9	11	推荐

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 2 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1. 有色金属周报 20240218：春节假期消费走弱，商品价格回落-2024/02/18
2. 有色金属行业海外研究系列深度报告：墨西哥：北美制造业“后花园”冉冉升起-2024/02/14
3. 有色金属行业海外研究系列深度报告：越南：“供应链重构”的受益者-2024/02/08
4. 有色金属周报 20240203：非农数据超预期，商品价格整体回落-2024/02/03
5. 有色金属周报 20240128：央行降准提振市场信心，工业金属价格大幅反弹-2024/01/28

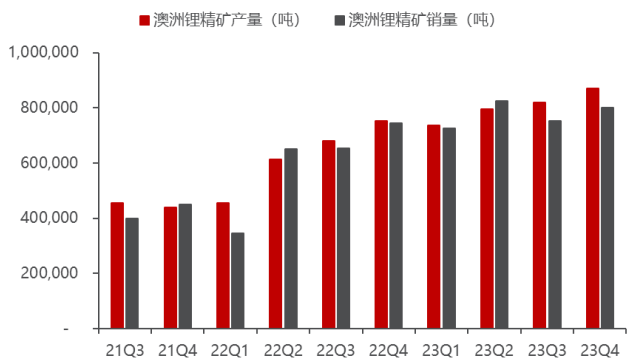
目录

1 澳矿 2023Q4 综述：产销保持增长，矿价加速下降.....	3
2 Greenbushes：量降本增，2024 财年产量指引下调	5
3 Pilgangoora：量增本降，扩产项目按计划推进.....	7
4 Mt Marion：产销增加，成本大幅改善.....	10
5 Wodgina：成本低于指引，第三条产线 2024 年 1 月复产	12
6 Bald Hill：MRL 完成收购，矿山复产	13
7 Finniss：采矿暂时停产，资本开支指引下调.....	14
8 Mt Holland：2023Q4 投产，锂精矿产能 38 万吨.....	15
9 Liontown：Kathleen Valley 一期 2024 年年中投产，二期扩产项目提前.....	16
10 投资建议	17
11 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

1 澳矿 2023Q4 综述：产销保持增长，矿价加速下降

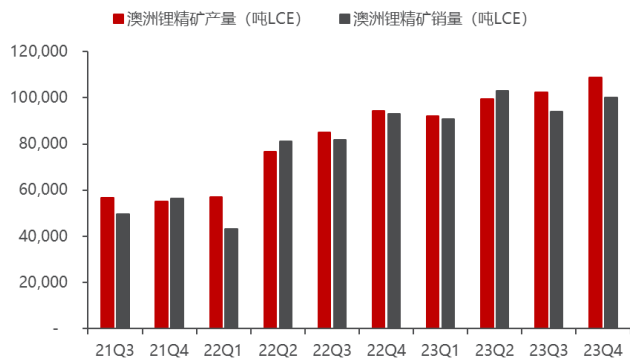
扩产项目爬坡，新增两个新建/复产项目，产销总量保持增长。2023Q4 Bald Hill 复产、Mt Holland 投产，截至 2023Q4 末，澳洲在产矿山共 8 座（Finniss 2024 年 1 月宣布采矿暂停）。除 Mt Cattlin、Mt Holland 之外（Mt Cattlin 暂未披露 2023Q4 经营数据、Mt Holland 2023Q4 刚投产爬坡中，产量较小，Q4 单季度产销量未披露），2023Q4 澳洲六大矿山锂精矿产量合计 87.0 万吨，折 10.9 万吨 LCE，环比+6.2%；销量合计 80.2 万吨，折 10.0 万吨 LCE，环比+6.6%。其中，**量减项目**，2023Q4 Greenbushes 产销 35.8 万吨、27.5 万吨，环比下降 13.5%、29.8%，主要由于矿价较高，两大股东天齐、雅宝拿矿意愿下降，矿山主动减产；**量增项目**，2023Q4 Pilgangoora 产销 17.6 万吨、16.0 万吨，环比增加 22.2%、9.2%；Mt Marion 产销 16.6 万吨、17.2 万吨，环比增加 29.7%、53.8%；Wodgina 产销 11.5 万吨、14.2 万吨，环比增加 2.2%、127.2%；Finniss 产销 2.9 万吨、3.1 万吨，环比增长 39.6%、31.1%；产量增加主要由于扩产项目爬坡；Bald Hill 复产，锂精矿产销 2.6 万吨、2.0 万吨。

图1：2023Q4 澳洲六大锂矿合计产销量环比+6.2%和 6.6%



资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：未包含 Mt Cattlin、Mt Holland 23Q4 产销量

图2：2023Q4 澳洲六大锂矿合计产销量（折 LCE）

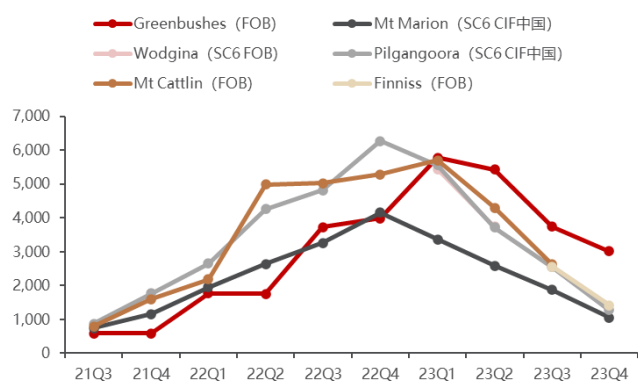


资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：未包含 Mt Cattlin、Mt Holland 23Q4 产销量

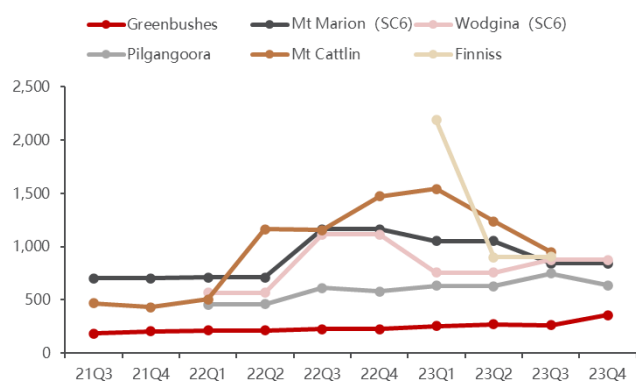
中国冶炼产能成本倒挂，倒逼澳矿价格环比继续下滑。2023Q4 中国锂需求增速下滑，供需格局逆转，国内外锂盐价格加速下跌，中国冶炼端成本倒挂，采购意愿骤降倒逼澳矿售价环比继续下滑。其中 Greenbushes 售价 (FOB) 3016 美元/吨，环比下降 19.4%，降幅相对较小；Pilgangoora 售价 (SC6 CIF 中国) 售价 1280 美元/吨，环比下降 49.9%；Mt Marion 售价 (SC6 CIF 中国) 1060 美元/吨，环比下降 43.3%；Finniss 售价 (FOB) 售价 1418 美元/吨，环比下降 44.6%。

矿价机制调整，除 Greenbushes 调整为 M-1 外，其余澳矿基本调整为 M+1。

国内冶炼企业锂矿原料主要依赖澳大利亚进口，2023Q4 采购澳矿的定价机制多为 Q-1 等，而锂盐价格快速下跌，矿价调整大幅滞后于锂盐价格下跌速度，国内冶炼产能成本倒挂，大幅亏损。经过 2023Q4 的调整，除 Greenbushes 由 Q-1 调整为 M-1 外，其余澳矿企业定价基本调整为 M+1，国内冶炼端盈利有望边际改善。

图3：2023Q4 澳矿售价环比继续下滑（美元/吨）


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图4：2023Q4 主要澳矿现金成本（澳元/吨）


资料来源：各公司公告，民生证券研究院，注：Greenbushes、Pilgangoora、Finniss 为 C1 现金成本，Mt Marion、Wodgina 为 C1 现金成本+总部管理费用

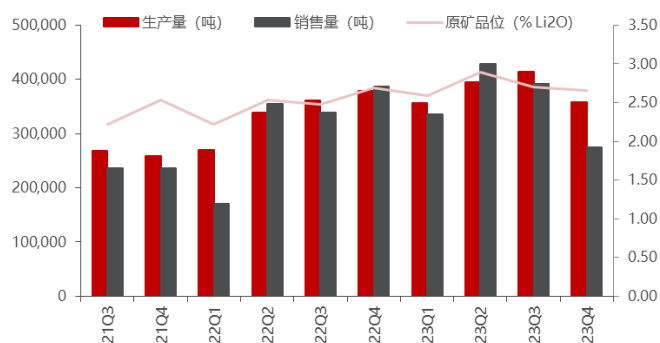
成本有升有降，其中爬坡项目随产量增加成本优化。 2023Q4 Greenbushes C1 现金成本 357 澳元/吨，环比上升 36.3%，主要由于产量下降；包含权益金的销售成本 614 澳元/吨，环比上升 18.1%，跌幅相对较小主要由于权益金与锂精矿售价挂钩，矿价下降权益金同步减少；Pilgangoora C1 现金成本 639 澳元/吨，环比下降 14.5%，主要由于产销增加，CIF 成本 805 澳元/吨，环比下降 19.8%，跌幅较大主要由于权益金与锂精矿售价挂钩，矿价下降权益金同步减少；Mt Marion 2023H2 折 SC6 的现金成本 844 澳元/吨，环比-19.9%，低于 2024 财年指引的 1150-1250 澳元/吨；Wodgina 2023H2 折 SC6 的现金成本 875 澳元/吨，环比增加 15.7%，位于 2024 财年成本指引 875-950 澳元/吨的下限；Finniss 2023Q4 现金运营成本（不含权益金）1953 澳元/吨（FOB），环比增长 3.4%，成本较高。

2 Greenbushes: 量降本增, 2024 财年产量指引 下调

业绩: 2023Q4 实现营收 13.0 亿澳元, 环比下降 43%, 主要由于量价齐跌; 截至 2023Q4 末, 现金余额 2.8 亿澳元, 环比下降 38%。

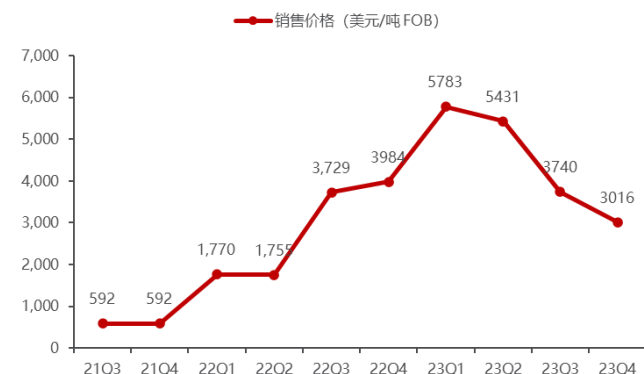
2023Q4 按计划减产, 产销环比下滑。 2023Q4 原矿入选品位 2.66%, 环比小幅下降, CGP1、CGP2 产线按计划完成两次停产。2023Q4 生产锂精矿 35.8 万吨(技术级 1.9 万吨), 环比下降 13.5%, 销售锂精矿 27.5 万吨, 环比下降 29.8%; 2023 年全年锂精矿产销 152.3 万吨、143.2 万吨, 同比增长 13.0%、14.6%。

图5: 2023Q4 锂精矿产销环比下降



资料来源: IGO 公司公告, 民生证券研究院

图6: 2023Q4 锂精矿售价降至 3016 美元/吨

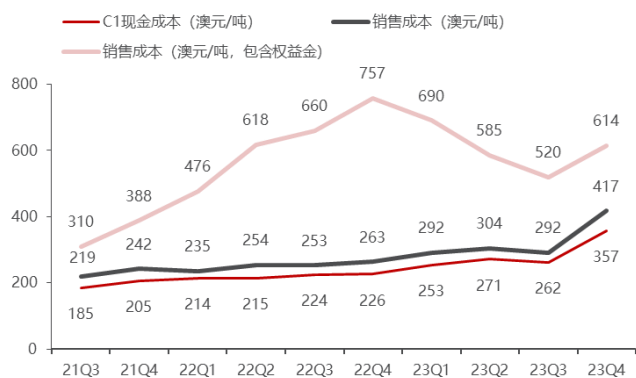


资料来源: IGO 公司公告, 民生证券研究院

锂精矿售价继续下降, 定价机制调整为 M-1。(1) 售价: 2023Q4 锂精矿(包括化学级和技术级) 售价 3016 美元/吨 (FOB), 环比下降 19.4%。**(2) 定价机制调整为 M-1:** 2024 年 1 月 1 日起, 参考 Fastmarkets、Asian Metals、Benchmark Minerals Intelligence 和 S&P Platts 四家报价机构的平均价格, 锂精矿售价由 Q-1 调整为 M-1, 再减去 5% 的销售折扣。

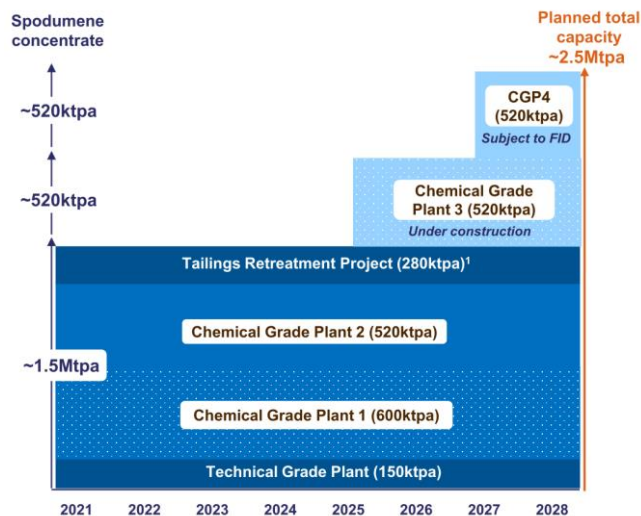
产销下降, 成本环比上升。 2023Q4 C1 现金成本 357 澳元/吨, 环比上升 36.3%, 不包含权益金的销售成本 417 澳元/吨, 环比上升 41.8%, 主要由于产量下降; 包含权益金的销售成本 614 澳元/吨, 环比上升 18.1%, 跌幅相对较小主要由于权益金与锂精矿售价挂钩, 矿价下降, 权益金同步减少。

图7：2023Q4 产销下降导致成本提升



资料来源：IGO 公司公告，民生证券研究院

图8：Greenbushes 扩产规划



资料来源：IGO 公司公告，民生证券研究院

扩产规划未变，CGP3 项目进度符合预期。 尽管锂矿价格快速下跌，但三大股东对 Greenbushes 扩产的规划暂未改变，2023Q4 CGP3 项目（扩产 52 万吨锂精矿产能）继续按计划推进，建设进度符合预期，公司预计 2025 年年中投产，CGP4 项目（扩产 52 万吨锂精矿产能）将进行投资决定。

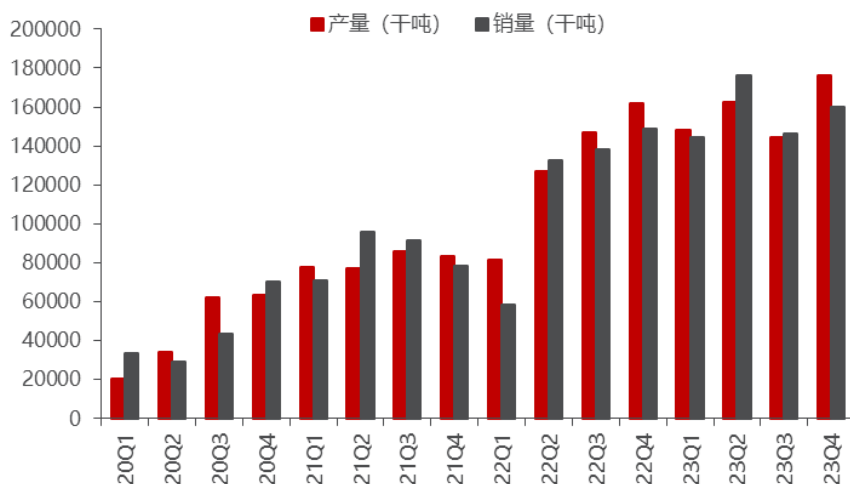
2024 财年指引更新：(1) 产量指引下调：2024H1 由于天齐、雅宝锂精矿采购意愿下降，经三方协商，Greenbushes 2024 财年锂精矿产量指引由 140-150 万吨下调至 130-140 万吨；**(2) 成本指引暂未改变：**2024 财年锂精矿 C1 现金成本指引仍为 280-330 澳元/吨；**(3) 资本开支指引暂未改变：**2024 财年 Greenbushes 资本开支指引仍为 8.5-9.5 亿澳元。

3 Pilgangoora: 量增本降, 扩产项目按计划推进

业绩: 2023Q4 公司实现营收 2.6 亿澳元, 环降 46%, 主要由于锂精矿售价大幅下降。截至 2023 年底公司现金余额 21.4 亿澳元, 相较于 2023Q3 末减少 8.0 亿澳元, 主要由于 Q4 支付 2023 财年所得税。

产销保持增长, 赣锋增加包销量。量: 2023 年全年锂精矿产量 63.1 万吨, 同增 21.8%, 平均品位 5.2%, 销量 62.7 万吨, 同增 31.2%; 单季度看, 2023Q4 锂精矿产量 17.6 万吨, 环增 22.2%, 销量 16.0 万吨, 环增 9.2%, 平均品位 5.2%, 环比持平, 锂收率 65.9%, 环比下降 0.7pct, 主要由于 P680 初级选矿设备调试及产能爬坡, 公司预计 24H2 收率将实现回升。**赣锋锂业增加包销量:** 2023 年 1 月, 公司修订与赣锋锂业的供矿协议, 2024 年公司向赣锋供应的锂精矿由 16 万吨提升至 31 万吨, 2025、2026 年向赣锋供应的锂精矿由 16 万吨提升至 26-31 万吨, 售价按市场价确定。

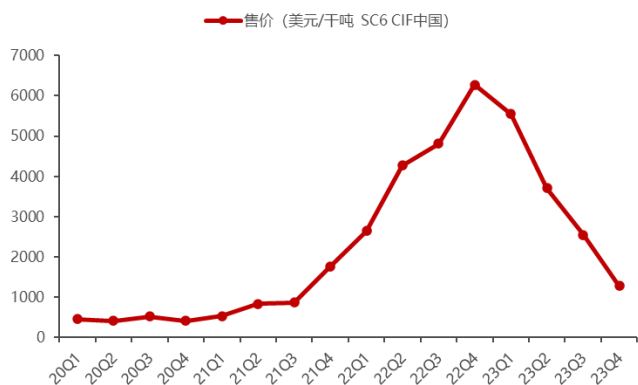
图9: 公司锂精矿产销量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

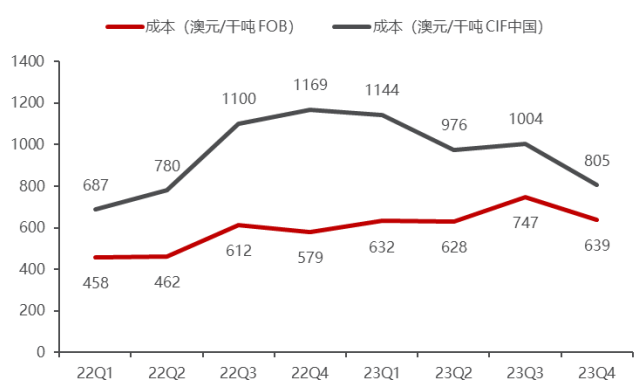
锂精矿售价大幅下滑。2023Q4 锂精矿售价 (CIF 中国) 1114 美元/吨, 折 SC6 (CIF 中国) 售价 1280 美元/吨, 环降 49.9%, 一方面由于精矿市场价格下跌, 另一方面由于运输港口黑德兰港 10、11 月拥堵, 公司锂精矿主要在 12 月实现销售, 导致售价大幅下滑。

图10: 23Q4 锂精矿售价大幅下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

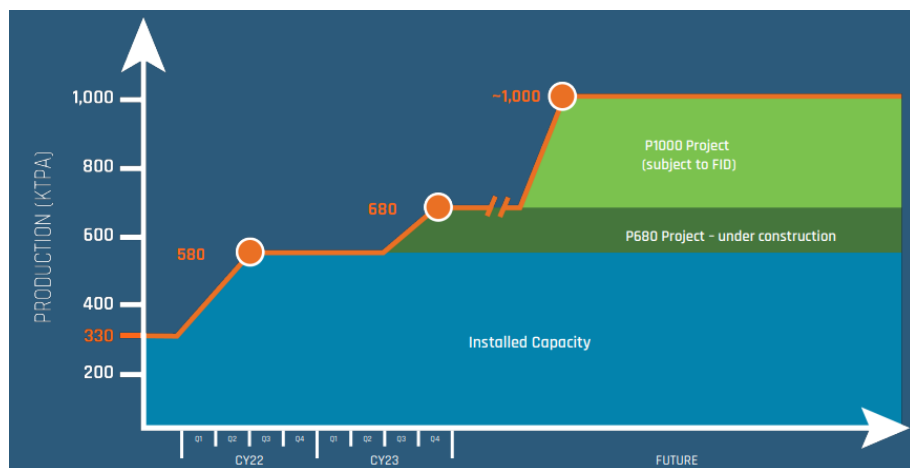
图11: 23Q4 锂精矿成本环比下降



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: FOB 成本为 C1 现金成本

产销增加+权益金减少, 2023Q4 成本环比下降。本: 2023Q4 锂精矿 FOB 成本 (C1 现金成本) 639 澳元/吨, 折 416 美元/吨, 环降 14.5%, 主要由于产销增加, CIF 成本 (FOB 成本+权益金+运输费用) 805 澳元/吨, 折 523 美元/吨, 环降 19.8%, 一是由于产销增加导致单位成本下降, 二是由于权益金与锂精矿售价挂钩, 矿价下降权益金同步减少。

图12: 公司锂精矿扩产规划



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

矿端扩产进度: 项目如期推进, 进度符合预期。P680 项目 (产能由 58 万吨扩张至 68 万吨) 土建已完成, 破碎及分选设备建设中, 仍按原计划 2024Q2 开始调试, 2024Q3 爬坡完成; P1000 项目 (产能由 68 万吨扩张至 100 万吨) 建设中, 项目进度符合预期, 计划 2025Q1 出矿。

图13: P680 项目现场



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: P1000 项目现场



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

中下游项目进度: 按计划推进, 氢氧化锂项目即将投产。 1) 与 POSCO 合资氢氧化锂项目: 2023 年 12 月, 与 POSCO 合资的 4.3 万吨氢氧化锂项目开始调试, 1 号产线 2.15 万吨产能计划 2024Q1 投产, 爬坡期 18 个月, 2 号产线 2.15 万吨产能计划 2024H2 开始调试; 2) 中游磷酸铁项目: 按计划和预算推进, 计划 2025Q2 实现首批锂盐生产。

图15: 公司与 POSCO 合资氢氧化锂项目现场



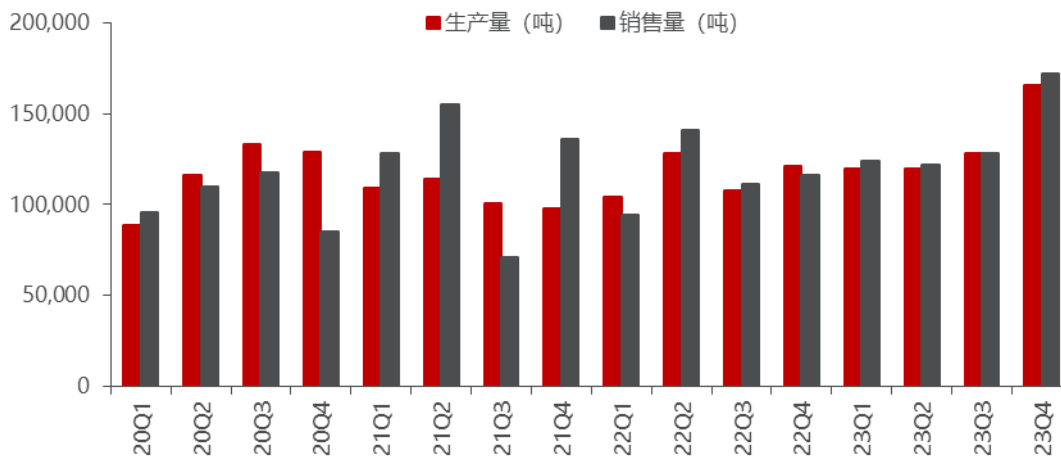
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

资本开支指引: 2024 财年资本开支下调, 不影响矿端扩产项目。 公司将 2024 财年资本开支指引由 8.75-9.75 亿澳元下调至 8.20-8.75 亿澳元, 推迟了部分非必要的新建项目和改进项目, 但 P680 项目、P1000 项目资本支出不受影响, 仍按原预算推进。

4 Mt Marion: 产销增加, 成本大幅改善

扩产项目爬坡, 产销环比增加。2023年6月, 扩产至90万吨(60万吨SC6)项目延期投产, 随着扩产项目爬坡, 2023Q4 锂精矿平均品位提升至4.2%, 产量16.6万吨, 环比+29.7%, 销量17.2万吨, 折SC6为12.0万吨, 环比+53.8%。2023年全年锂精矿产量53.4万吨, 同比+15.8%, 销量54.6万吨, 同比+18.2%。

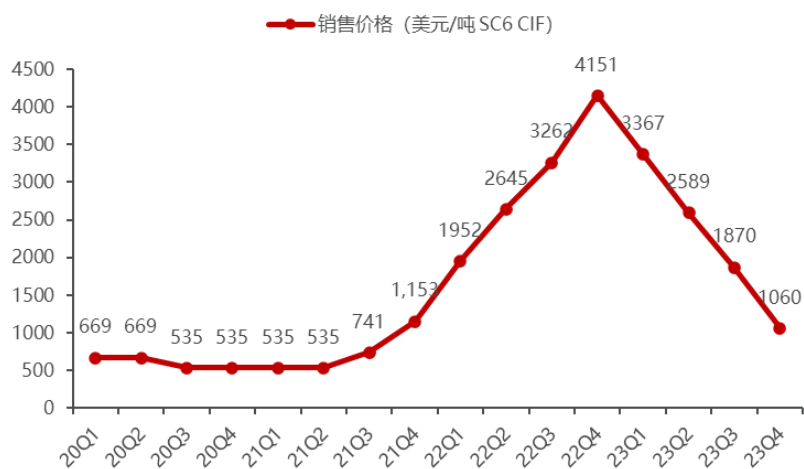
图16: 2023Q4 Mt Marion 产销量环比增加



资料来源: Mineral Resources 公司公告, 民生证券研究院

矿价大幅下滑, 成本低于指引。(1) 价: 经品位调整后, 2023Q4 公司锂精矿折SC6 售价降至1060美元/吨, 环比-43.3%; **(2) 定价机制调整:** 锂精矿售价调整为参考到港时点的市场价, 等同于M+1; **(3) 本:** 2023H2 锂精矿 FOB 成本(C1 现金成本+总部管理费用) 548 澳元/吨, 折SC6 的 FOB 成本为 844 澳元/吨, 低于公司 2024 财年指引的 1150-1250 澳元/吨, 主要由于产销增加。2024 年 7 月, 公司预计 FOB 成本有望降至 500 澳元/吨。

图17: 2023Q4 锂精矿售价降至 1060 美元/吨



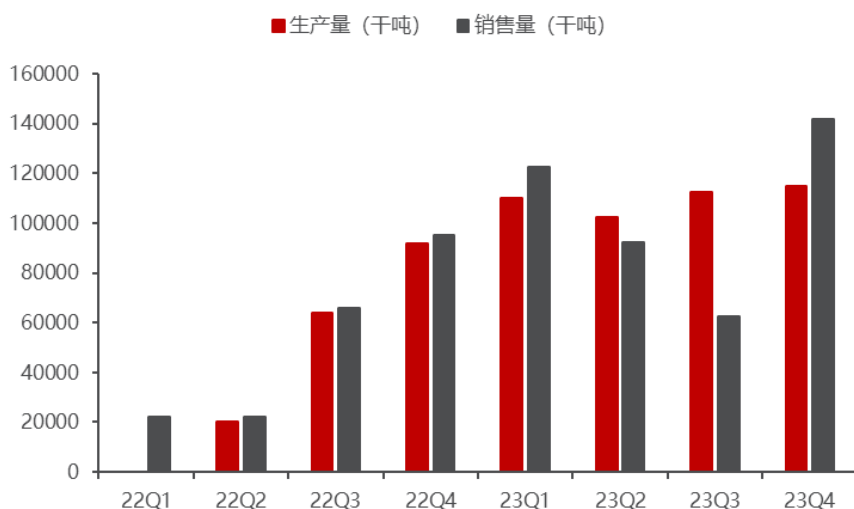
资料来源: Mineral Resources 公司公告, 民生证券研究院

2024 财年指引保持不变: 1) 销量: 随着扩产项目逐渐爬坡, 2024 财年 SC6 锂精矿销量指引为 38-44 万吨, 按中值计算, 同比增加 37.6%; **2) 成本:** 经品位调整后, 锂精矿 (SC6) FOB 成本为 1150-1250 澳元/吨, 按中值计算, 同比增长 8.6%。

5 Wodgina: 成本低于指引, 第三条产线 2024 年 1 月复产

产量环比持平, 第三条产线 25 万吨产能复产。2023Q4 锂精矿产量 11.5 万吨, 环比+2.2%, 销量 14.2 万吨, 环比+127.2%, 主要由于 Q3 港口维护和拥堵, Q3 销量基数较低。2023 年锂精矿产量合计 44.0 万吨, 同比+150.0%, 销量合计 42.0 万吨, 同比+104.6%。Wodgina 拥有三条锂辉石产线, 每条产线 SC6 锂精矿产能 25 万吨, 第一、二条产线已复产, 2024 年 1 月, 第三条产线复产。

图18: 2023Q4 Wodgina 产量环比+2.2%



资料来源: Mineral Resources 公司公告, 民生证券研究院

2023Q4 成本位于指引下限, 成本有望继续优化。2023H2 锂精矿 FOB 成本 (C1 现金成本+总部管理费用) 845 澳元/吨, 折 SC6 FOB 成本为 875 澳元/吨, 位于 2024 财年成本指引 875-950 澳元/吨的下限。随着矿石品位提升和剥离比下降, 公司预计 2024 年 9 月份 FOB 成本有望降至 550 澳元/吨。

MRL 持有 Wodgina 矿山的股权比例增至 50%。2023 年 10 月, MRL 持有 Wodgina 矿山的股权比例正式增至 50%, 并继续拥有该锂矿的运营权; 雅宝对澳大利亚 Kemerton 氢氧化锂工厂的权益将增至 100%, 同时继续运营该锂盐厂。

2024 财年指引保持不变: 1) 销量: 扩产项目顺利推进, 2024 财年 SC6 锂精矿销量指引为 42.5-45 万吨, 按中值计算, 同比增加 22.2%; **2) 成本:** 经品位调整后, 锂精矿 (SC6) FOB 成本为 875-950 澳元/吨, 按中值计算, 与 2023 财年相比变化不大。

6 Bald Hill: MRL 完成收购, 矿山复产

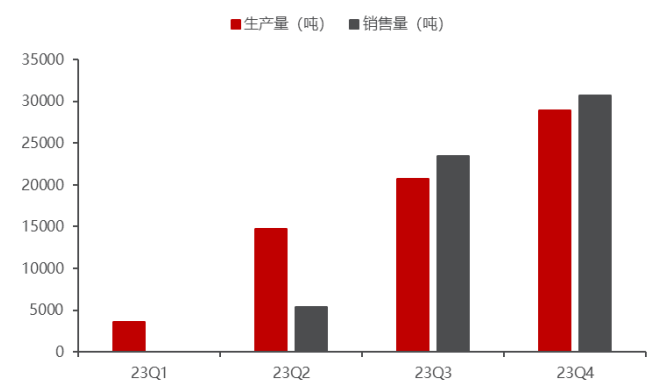
MRL 完成收购, 锂精矿年产能 15 万吨。2023 年 11 月, MRL 完成对 Bald Hill 的 100%收购并取得控制权, 矿山复产。Bald Hill 锂精矿 SC6 年产能 15 万吨, 2023Q4 生产锂精矿 2.6 万吨, 销售锂精矿 2.0 万吨, 折 SC6 销量为 1.8 万吨, 售价为 979 美元/吨。

7 Finnis: 采矿暂时停产，资本开支指引下调

产销保持增长，成本较高。(1) 产销：Finniss 一期产能 19.7 万吨，2023 年 2 月生产出首批锂精矿，2023Q4 生产锂精矿 2.89 万吨，环比增长 39.6%，销售锂精矿 3.07 万吨，环比增长 31.1%。2023 年全年锂精矿产销 6.79、5.96 万吨；

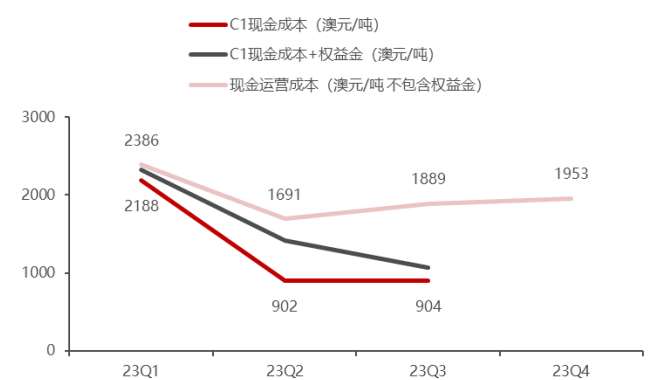
(2) 价：2023Q4 锂精矿平均售价 1418 美元/吨，环比下降 44.6%；**(3) 本：**2023Q4 锂精矿现金运营成本（不包含权益金）1953 澳元/吨（FOB），环比增长 3.4%，成本较高。

图19: 2023Q4 锂精矿产销环比增加



资料来源: Core Lithium 公司公告, 民生证券研究院

图20: Finnis 成本偏高



资料来源: Core Lithium 公司公告, 民生证券研究院

采矿暂停，资本开支指引下调。由于锂精矿价格快速下跌，公司开采成本较高，2024 年 1 月 5 日，Core 宣布暂停 Grants 矿区采矿作业，同时 BP33 项目早期工程暂停，但可研继续推进。截至 2023 年 12 月 31 日，公司矿石库存 28.9 万吨，可供锂辉石产线运行至 2024 年年中，因此采矿停产对 2024 财年产销影响不大。根据公司对 2024 财年最新的指引，**(1) 量：**产量指引由 80000-90000 吨调整至 90000-95000 吨，销量指引由 90000-100000 吨调整至 80000-90000 吨；**(2) 本：**由于采矿活动暂停，2024H1 生产成本有望下降，公司将 2024 财年现金运营成本下调至 1350-1400 澳元/吨；**(3) 资本开支：**BP33 项目早期工程、研发活动资本开支指引均下调。

表1: 公司调整 2024 财年指引

	2024 财年指引 (原指引)	2024 财年指引 (调整后)
锂精矿产量 (吨)	80000-90000	90000-95000
锂精矿销量 (吨)	90000-100000	80000-90000
现金运营成本 (澳元/吨, FOB)	1470-1570	1350-1400
BP33 早期工程资本开支 (百万澳元)	45-50	36-37
研发资本开支 (百万澳元)	35-40	27-29

资料来源: Core Lithium 公司公告, 民生证券研究院

8 Mt Holland: 2023Q4 投产, 锂精矿产能 38 万吨

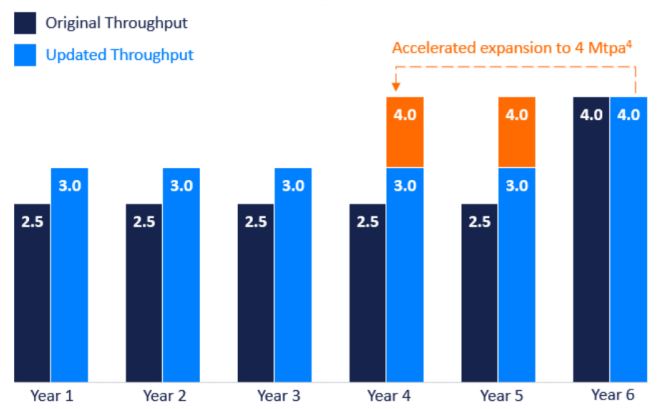
2023Q4 投产, 2024 财年锂精矿产量 10 万吨。Mt Holland 项目由 Wesfarmers 和 SQM 各持股 50%, 属于一体化项目, 锂精矿设计产能 38 万吨/年, 下游冶炼端规划了 Kwinana 的 5 万吨氢氧化锂产能。2023Q4 矿端项目投产并开始爬坡, 公司预计 2024 财年锂精矿产量 10 万吨。截至 2023 年底, Kwinana 项目已完成工程建设的 65%, 项目进度符合预期, 预计 2025H1 投产。

9 Liontown: Kathleen Valley 一期 2024 年年中投产，二期扩产项目提前

一期 300 万吨采矿产能按计划 2024 年年中投产，二期投产时间提前至 2027 年。2023 年 1 月，公司将 Kathleen Valley 项目一期采矿产能由 250 万吨提升至 300 万吨。2023 年 9 月，公司将 Kathleen Valley 项目采矿产能扩张至 400 万吨（65.8 万吨 SC6）时间节点由 2029 年提前至一期项目投产后的第四年（即 2027 年）。2023 年 11 月，Kathleen Valley 项目地下矿山开发开始，截至 2023 年底，项目已完工超 72%，一期 300 万吨采矿产能将按计划于 2024 年年中投产。

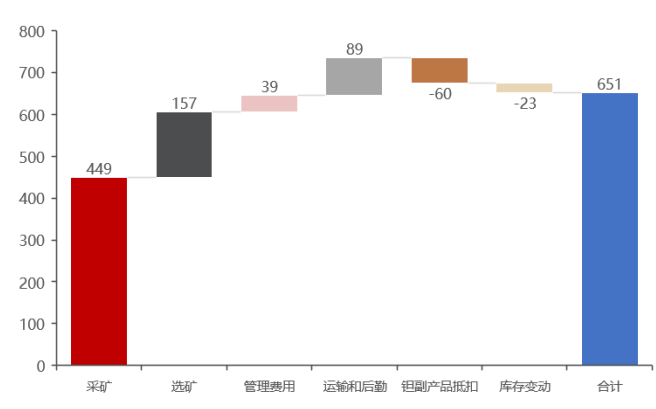
前 10 年 C1 现金成本 651 澳元/吨。根据 2023 年 9 月公司公布的 Kathleen Valley 项目更新数据，折 SC6 口径，项目前 10 年平均 C1 现金成本 651 澳元/吨，其中采矿成本 449 澳元/吨，占比最高，选矿成本 157 澳元/吨，钽作为副产品单吨抵扣成本 60 澳元。

图21: Kathleen Valley 二期扩产项目提前至 2027 年投产



资料来源: Liontown Resources 公司公告, 民生证券研究院

图22: Kathleen Valley 项目前 10 年 C1 现金成本构成 (澳元/吨, SC6)



资料来源: Liontown Resources 公司公告, 民生证券研究院

10 投资建议

中国锂需求增速放缓，澳矿、非矿、南美盐湖提锂等扩建、绿地项目虽有部分延期，但陆续投产，供给端持续放量，供需格局逆转，2024 年全球锂供给走向过剩。截至目前，仅有 Finniss 在 2024 年 1 月宣布采矿暂停，锂行业产能出清还未开始，我们预计锂价短期仍寻底为主。在锂价磨底阶段，成本对盈利的影响大幅提升，我们建议重点关注具有成本优势+产量弹性的标的。**重点推荐：藏格矿业、永兴材料、中矿资源。**

11 风险提示

1) 电动车销量不及预期。电动车销量增速不及预期可能导致锂需求不及预期，进而导致供应过剩、锂价超预期下跌，上游产业盈利将大幅下降。

2) 锂供给超预期释放。澳洲、非洲、南美在建多处扩建、绿地项目，若供给端超预期释放，将导致锂价格大幅下跌，进而影响上游企业盈利能力。

3) 海外地缘政治风险。国内锂资源稀缺，导致国内公司出海在津巴布韦、澳洲等国家布局锂项目，若海外发生地缘政治冲突影响矿山运营，将拖累公司业绩。

插图目录

图 1: 2023Q4 澳洲六大锂矿合计产销量环比+6.2%和 6.6%.....	3
图 2: 2023Q4 澳洲六大锂矿合计产销量 (折 LCE)	3
图 3: 2023Q4 澳矿售价环比继续下滑 (美元/吨)	4
图 4: 2023Q4 主要澳矿现金成本 (澳元/吨)	4
图 5: 2023Q4 锂精矿产销环比下降.....	5
图 6: 2023Q4 锂精矿售价降至 3016 美元/吨.....	5
图 7: 2023Q4 产销下降导致成本提升.....	6
图 8: Greenbushes 扩产规划	6
图 9: 公司锂精矿产销量.....	7
图 10: 23Q4 锂精矿售价大幅下滑	8
图 11: 23Q4 锂精矿成本环比下降	8
图 12: 公司锂精矿扩产规划.....	8
图 13: P680 项目现场.....	9
图 14: P1000 项目现场	9
图 15: 公司与 POSCO 合资氢氧化锂项目现场.....	9
图 16: 2023Q4 Mt Marion 产销量环比增加	10
图 17: 2023Q4 锂精矿售价降至 1060 美元/吨	11
图 18: 2023Q4 Wodgina 产量环比+2.2%	12
图 19: 2023Q4 锂精矿产销环比增加	14
图 20: Finniss 成本偏高	14
图 21: Kathleen Valley 二期扩产项目提前至 2027 年投产	16
图 22: Kathleen Valley 项目前 10 年 C1 现金成本构成 (澳元/吨, SC6)	16

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 公司调整 2024 财年指引.....	14

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。	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