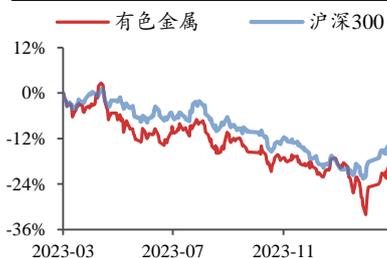


有色金属

2024年03月04日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《金、铜配置贯穿全年，高股息建议关注钼、铝板块—钢铁有色 2024 年 1 月月报》-2024.2.4

《新消费助力旧消费托底，锡矿供给侧持续紧张—行业深度报告》-2024.2.2

《智利盐湖是全球锂矿供给基石，关注抗议活动影响—行业点评报告》-2024.1.11

澳矿 2023Q4 追踪：中短期扩建项目继续，降本是 2024 财年主目标

——行业深度报告

李怡然（分析师）

温佳贝（联系人）

liyiran@kysec.cn

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790123100047

● 澳矿当下减产程度难对供给过剩格局有实质性影响

据我们统计，截至目前为止仅 Greenbushes 和 Mt Cattlin 有明确减产计划，Greenbushes 2024 财年产量指引减少约 1.25 万吨 LCE，Mt Cattlin 为优化成本进行减产，2024 自然年销量指引较 2023 年减少约 0.95 万吨 LCE；Mt Finnis 于 2024 年 1 月 5 日宣布暂停矿石开采，预计矿石库存能够维持选矿厂运营至 2024 年年中，若此后矿山仍处于暂停状态，预计近两年每年将减少约 1 万吨 LCE；上述三座矿山减产或停产对目前的供需过剩格局并没有太大影响。从成本端来看，锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

● 澳洲部分矿山下调指引，预计 2024H1 澳洲锂精矿产量较 2023H2 减少

据我们统计，2023Q4 澳洲锂精矿产量 86.7 万吨（SC6），同比+21%，环比+4%，销量 77.3 万吨（SC6），同比+10%，环比+3%；2023 年全年澳洲锂精矿产量 321.1 万吨（SC6），同比+33%，销量 299.3 万吨（SC6），同比+26%。展望 2024 财年，结合各公司指引，我们预计 2024 财年澳洲精矿产量中枢在 324 万吨（SC6），目前 2023H2 已实现约 170 万吨产量，预计 2024H1 澳洲锂精矿产量约 154 万吨（SC6），同比+2%，环比-9%。

● 成本优化将是 2024 财年澳矿企业的主要目标

根据我们统计测算，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~9.5 万元/吨，其中 Mt Finnis 和 Mt Holland 因处于爬坡期成本较高，但产量贡献不多，剔除上述两个矿山，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~6.5 万元/吨，成本最低锂矿为 Greenbushes，约 3.9 万元/吨，成本最高锂矿为 Mt Cattlin，约 6.5 万元/吨。我们预计 2024 财年澳洲矿企 CIF 碳酸锂现金成本 80%分位线约为 5.9 万元/吨，全成本 80%分位线约 6.7 万元/吨。因此我们预计锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

● 投资建议

需求端来看，2023 年全球新能源车需求增速放缓，尤其是中国新能源车市场增速放缓导致锂盐需求增速放缓；供给端来看，澳矿、非矿、南美盐湖等项目持续扩张，虽绿地项目多有延期，但预计在 2024 年个项目将陆续投产、爬坡，释放放量，供需格局转向过剩。截至目前停产、减产项目较少，锂行业产能出清尚未开始，我们预计 2024 年锂价都将处于寻底阶段。锂价底部将提高成本对盈利能力的影响，我们认为具有产量弹性且成本位居左侧或具有降本空间的企业具有一定优势，受益标的有藏格矿业、永兴材料、中矿资源。

● 风险提示：全球新能源汽车销量不及预期、全球储能装机规模增长不及预期、澳矿项目供给超预期增长、南美盐湖、非洲锂精矿等项目超预期贡献增量、海外地缘政治风险。

目录

1、中短期扩建项目继续，降本为 2024 财年主目标.....	4
1.1、产能扩建：中短期在建项目规划仍按计划建设、爬坡，部分远期规划项目暂时终止.....	5
1.2、产销：部分矿山下调指引，预计 2024H1 澳洲锂精矿产量较 2023H2 减少.....	5
1.3、成本：成本优化是 2024 财年澳矿企业的主目标.....	6
1.4、定价机制：锂盐价格跌幅快于矿端，倒逼澳矿定价机制调整.....	7
2、Greenbushes：手握优质锂矿位居成本左侧，但生产策略类似“边际生产商”.....	8
2.1、产能：CGP3 仍按计划建设，远期规划产能达 266 万吨/年.....	8
2.2、产销：下调 2024 财年产量指引，仍不进行第三方销售.....	9
2.3、定价机制：定价机制由 Q-1 调至 M-1，2024Q1 平均售价或将大幅下滑.....	10
2.4、成本：上调成本指引，预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 3.8~4.0 万元/吨.....	11
3、Pilgangoora：扩张计划仍进行，灵活应对市场变化.....	12
3.1、产能：推出成本优化措施，但暂不改扩建计划.....	13
3.2、产销：P680 项目开始贡献产量，港口拥堵影响 2023Q4 销售.....	13
3.3、成本：预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本约 5.3~5.7 万元/吨.....	14
3.4、销售机制：Pilbara 生产销售机制灵活，准确把握价格变动.....	15
4、Mt Marion：2024 财年产量指引不变，成本指引大幅下调.....	15
4.1、产能：目前锂精矿产能约 60 万吨/年（SC6）.....	16
4.2、产销：2024 财年销量指引保持不变.....	16
4.3、成本：下调成本指引，预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 5.4~5.9 万元/吨.....	17
5、Mt Wodgina：2024 财年销量指引保持不变，扩建项目能否如期上线取决于市场条件.....	18
5.1、产能：规划精矿产能 100 万吨/年，Train 3 是否上线取决于市场条件.....	19
5.2、产销：2024 财年销量指引保持不变.....	19
5.3、成本：成本指引不变，预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 5.7~6.1 万元/吨.....	20
6、Mt Cattlin：矿山剩余寿命有限，2024 年减产以优化成本.....	21
6.1、产能：矿石加工能力达 180 万吨/年，约合 24 万吨精矿产能.....	21
6.2、产销：M+1 定价模式和发货时间影响售价，2024 年产量降低以优化成本.....	21
6.3、成本：预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 6.2~6.9 万元/吨.....	22
7、Mt Finnis：减少资本开支抵御寒冬，暂停矿石开采优化成本.....	23
7.1、2023 年产销保持持续增长，但成本较高.....	24
7.2、暂停矿石开采缩减成本，下调资本开支指引.....	25
7.3、成本：预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 7.8~8.0 万元/吨.....	25
8、Bald Hill：Mineral Resources 完成收购，但现金成本较高.....	26
9、Kathleen Valley：300 万吨项目按期推进，扩建项目推迟.....	27
10、Mt Holland：选矿厂爬坡期间成本高难盈利，加工厂才是重头戏.....	29
11、投资建议.....	30
12、风险提示.....	31

图表目录

图 1：锂盐价格变动受新能源车市场影响大.....	4
图 2：2024 财年（2023H2+2024H1）澳矿现金成本 80%分位线约 5.9 万元/吨（CIF 中国，万元/吨 LCE）.....	7
图 3：2024 财年（2023H2+2024H1）澳矿全成本 80%分位线约 6.7 万元/吨（CIF 中国，万元/吨 LCE）.....	7
图 4：Greenbushes 毗邻 Greenbushes 镇，基础设施完备.....	8
图 5：2020 年 Greenbushes 产量降低.....	10
图 6：2023Q4 Greenbushes 产销双降.....	10
图 7：2020 年 Greenbushes 产能利用率达到低点.....	10
图 8：2023Q4 Greenbushes 产能利用率开始降低.....	10
图 9：Greenbushes 锂精矿销售价格通常滞后于市场报价.....	11
图 10：Greenbushes 现金生产成本较为稳定.....	12
图 11：Greenbushes 销售成本（含特许权使用费）受精矿价格影响较大.....	12
图 12：Pilgangoora 临近黑德兰港.....	12
图 13：2023Q4 受 P680 扩建，产量环增 22%.....	14
图 14：上轮周期底部采取停产、消耗库存措施度过.....	14

图 15: 2019~2020 财年 Pilbara 债务压力较大	14
图 16: 2023Q4 Pilbara 现金余额水平较高	14
图 17: Pilbara 现金运营成本 (FOB) 整体较为稳定	15
图 18: Pilbara 现金运营成本 (CIF) 受精矿价格影响较大	15
图 19: Mt Marion 邻近 Esperance 港	16
图 20: 2023Q4 产量大幅增长 (万吨)	17
图 21: 2023Q4 高品位贡献率为 40%	17
图 22: 2023Q4 销量大幅增长 (万吨, SC6)	17
图 23: 步入 2023 年锂精矿售价一路下滑	17
图 24: 出口产品 CFR Cost 受精矿价格影响较大	18
图 25: 出口产品 FOB Cost 整体较为稳定	18
图 26: 2023Q4 Marion FOB Cost 环比改善 (澳元/吨)	18
图 27: Wodgina 邻近黑德兰港	19
图 28: Wodgina 于 2017Q2 开始 DSO 生产销售	20
图 29: Wodgina 于 2022Q2 逐步恢复生产	20
图 30: 2017H2~2018H2 单吨原矿平均 CFR Cost 约 101 澳元	20
图 31: 2023H2 矿山 FOB Cost 环比略有上升	20
图 32: Mt Cattlin 邻近 Esperance 港	21
图 33: 2023Q4 产量约 7 万吨, 位居历史高位	22
图 34: 2023Q4 销量环比减少 22%	22
图 35: 2023Q4 精矿售价大幅下跌	22
图 36: 2023Q2 开始 Mt Cattlin 现金成本快速下滑	23
图 37: Mt Finnis 邻近达尔文港	24
图 38: 产销量持续增长	24
图 39: 2023Q4 单位运营成本达 1953 澳元/吨	24
图 40: Bald Hill 位于 Kalgoorlie 东南方	26
图 41: Bald Hill 于 2018Q2 开始运营	27
图 42: Bald Hill 历史平均现金生产成本 679 美元/吨	27
图 43: Kathleen Valley 锂矿项目位于西澳大利亚州东北部	28
图 44: 仍然预计在 2024 年中期实现首次投产	29
图 45: Mt Holland 邻近 Fremantle 港	30
表 1: 2025 年前的在建项目规划仍按计划建设、爬坡, 2025 年年后部分项目暂时终止	5
表 2: 2023Q4 澳矿精矿产量约 87 万吨, 环比增长 4%	5
表 3: Greenbushes 矿石最为优质, 现金成本最低	6
表 4: Greenbushes 锂精矿远期规划产能达 266 万吨/年	9
表 5: 目前规划 100 万吨精矿产能	19
表 6: Finnis 矿山 2024 财年指引	25
表 7: 受益公司估值对比表	31

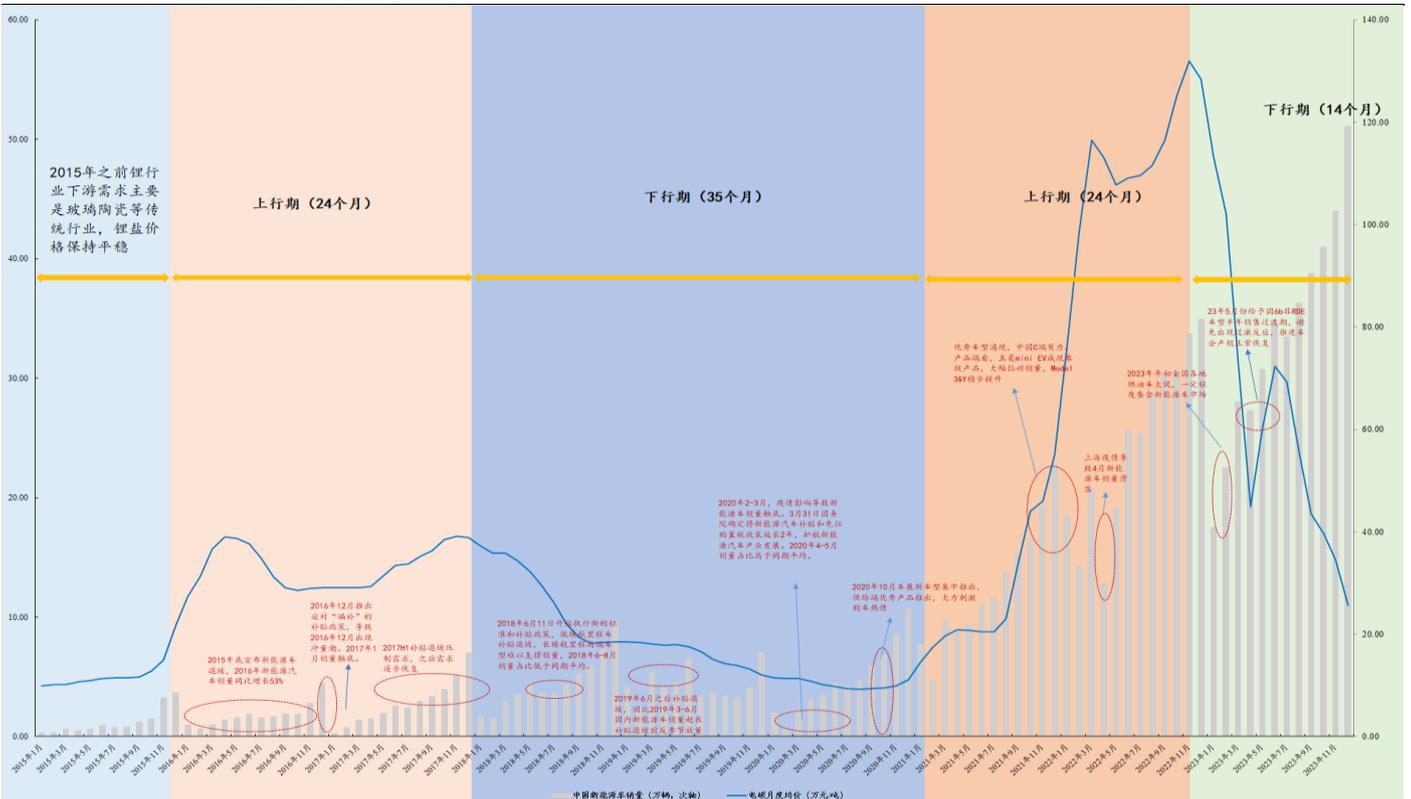
1、中短期扩建项目继续，降本为2024财年主目标

澳矿当下减产程度难对供给过剩格局有实质性影响。据我们统计，截至目前为止仅 Greenbushes 和 Mt Cattlin 有明确减产计划，Greenbushes 2024 财年产量指引下调 10 万吨至 130~140 万吨，指引减少约 1.25 万吨 LCE，Mt Cattlin 为优化成本决定进行减产，2024 自然年销量指引为 13 万吨，较 2023 年的 20.5 万吨减少 7.5 万吨精矿，折合约 0.95 万吨 LCE；Mt Finnis 于 2024 年 1 月 5 日宣布暂停矿石开采，对 2024 财年矿山产量指引影响并不大，预计矿石库存能够维持选矿厂运营至 2024 年年中，若此后矿山仍处于暂停状态，预计近两年每年将减少约 8~9 万吨精矿的供给，折合约 1 万吨 LCE；可见上述三座矿山减产或停产对目前的供需过剩格局并没有太大影响，从成本端来看，锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

目前澳洲在建项目建设进度多符合预期，但能否贡献销售多取决于市场条件，2025 年后的远期规划部分暂停。据我们统计，澳洲主要在建项目建设进度基本符合预期，但能否贡献销售视市场情况而定，Wogina Train3、Mt Holland 均在交流会中表示项目进展符合预期，但能否销售取决于锂价；远期规划的 BP33 矿山和 Kathleen Valley 扩建均因公司的成本优化措施而暂时终止。

我们复盘 2019 年下半年锂盐价格跌破成本线主要是新能源汽车补贴退坡需求大幅下滑所导致的，当时锂盐价格在 2018 年年底跌到 7.7 万元/吨，横盘半年时间到 2019 年年中补贴退坡导致 2019H2~2020H1 新能源汽车销量出现同比两位数的下滑，锂盐价格才开始崩塌到 4 万元/吨，但是目前新能源车终端需求预期依旧维持两位数的平稳增长，需要持续观察需求端的变化对价格的扰动。

图1：锂盐价格变动受新能源车市场影响大



数据来源：SMM、中汽协等、开源证券研究所

1.1、产能扩建：中短期在建项目规划仍按计划建设、爬坡，部分远期规划项目暂时终止

表1：2025年前的在建项目规划仍按计划建设、爬坡，2025年年后部分项目暂时终止

项目名称	在建项目进展
P680 (10万吨选矿厂)	(1) 初选回路：2023Q4完成爬坡；(2) 新的破碎和矿石分拣厂仍按计划于2024Q2调试，并计划于2024Q3投产
P1000 (32万吨选矿厂)	按计划和预算进行中，仍然预计2025Q1实现首次生产，2025Q3末完成爬坡；但在向P680和P1000扩张的过程中，集团更加注重单位成本效率，并对非必要支出进行了审查，Pilbara将其2024财年的资本支出指引从8.75~9.75亿美元下调至8.2~8.75亿美元
CGP3 (52万吨选厂)	按计划进行，预计将于2025年年中完工投产
CGP4 (52万吨选厂)	仍在进行FEED，仍在研究资本问题，泰利森董事会尚未就CGP4做出任何决定
Wodgina3 (25万吨选厂)	目前前三条产线交替运行，由于原料供应原因需要停运一条，1月末开始向三条产线供料，预计6月底三条线能够实现100%进料，但第三条线何时上线取决于市场条件
Wodgina4 (25万吨选厂)	现阶段该项目的资本支出没有回落，目前正在进行所有的审批程序，最终确定设计、工程、测试工作等，公司打算让第四条线在回收率方面与其他三条线有一些差异，预计在2024年年中开始建设，大概需要18到20个月的时间，预计2026年年中能够投入运营，但能否如期启动取决于市场条件
BP33 (Core Lithium 勘探中矿山)	早期工作暂时终止 ，2024财年资本支出指引由4500~5000万澳元下调至3600~3700万澳元
Mt Holland (33万吨精矿)	选矿厂于2023年年末投产，预计2024财年产量可达10万吨精矿，销售视市场情况而定，预计不会带来盈利，重头戏仍是2025年氢氧化锂的销售
Kathleen Valley (一期)	仍按计划和预算于2024年年中首次投产
Kathleen Valley (二期)	扩建至400万吨地下开采工作推迟 ，7.6亿美元银团贷款融资终止

资料来源：各公司公告、Bloomberg、开源证券研究所

1.2、产销：部分矿山下调指引，预计2024H1澳洲锂精矿产量较2023H2减少

据我们统计，2023Q4澳洲锂精矿产量86.7万吨(SC6)，同比增长21%，环比增长4%，销量77.3万吨(SC6)，同比增长10%，环比增长3%；2023年全年澳洲锂精矿产量321.1万吨(SC6)，同比增长33%，销量299.3万吨(SC6)，同比增长26%。2023Q4相比2023Q3来看，产量增长项目主要有Pilbara、Mt Marion、Mt Finnis和Bald Hill，多是因为项目扩张爬坡所致，产量减少项目主要有Greenbushes、Wodgina和Cattlin产量保持稳定；销量增长项目主要有Pilbara、Mt Marion、Wodgina和Finniss，销量减少项目主要有Greenbushes，主要系天齐锂业和雅保承购量下降。

展望2024财年，结合各公司指引，我们预计2024财年澳洲精矿产量中枢在324万吨(SC6)，目前2023H2已实现约170万吨产量，预计2024H1澳洲锂精矿产量约154万吨(SC6)，同比增长2%，环比减少9%。

表2：2023Q4澳矿精矿产量约87万吨，环比增长4%

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年合计	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年合计	2023年YOY
2023年全年澳矿产量321万吨，同比+33.2% (单位：万吨)											
Pilbara (Pilgan&Altura)	8.14	11.45	12.99	14.59	47.18	12.84	14.38	12.74	15.25	55.20	17%
Greenbushes	27.05	33.78	36.12	37.91	134.86	35.58	39.51	41.37	35.80	152.26	13%
Mt Marion	7.09	8.36	7.60	8.78	31.84	8.83	8.24	9.04	12.39	38.50	21%
Mt Wodgina		2.00	6.40	9.20	17.60	11.00	10.25	11.25	11.50	44.00	150%
Mt Cattlin	4.37	2.19	1.56	1.45	9.57	3.44	5.13	6.41	6.28	21.26	122%

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年 合计	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年 合计	2023年 YOY
Mt Finnis						0.70	1.32	2.36	3.05	7.43	--
Bald Hill									2.43	2.43	--
合计	46.65	57.79	64.67	71.94	241.05	72.39	78.82	83.16	86.70	321.07	33%
2023年全年澳矿销量 299 万吨，同比+26%（单位：万吨）											
Pilbara (Pilgan&Altura)	5.84	11.92	12.21	13.38	43.34	12.51	15.57	12.93	13.86	54.87	27%
Greenbushes	27.05	35.47	33.75	38.56	134.83	33.56	42.89	39.19	27.50	143.14	6%
Mt Marion	6.40	7.80	6.61	7.60	28.41	8.00	7.80	7.80	12.00	35.60	25%
Mt Wodgina	1.99	0.00	6.60	9.45	18.05	11.25	8.50	6.00	13.70	39.45	119%
Mt Cattlin	6.16	3.41	1.91	1.39	12.86	1.87	4.13	6.77	5.30	18.07	40%
Mt Finnis						0.34	0.48	2.36	3.16	6.34	--
Bald Hill									1.80	1.80	--
合计	47.44	58.59	61.08	70.38	237.49	67.53	79.38	75.05	77.32	299.27	26%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：（1）产销量折算 SC6，包括精粉和 DSO；（2）Bald Hill 产销量为 2023 年 11 月份开始计算；（3）假设 2022Q1 Greenbushes 产销相等。

1.3、成本：成本优化是 2024 财年澳矿企业的主目标

2023Q4，除 Greenbushes 和 Wodgina 外，其他矿山成本均下降，其中 Greenbushes 现金生产成本（FOB，不含特许权使用费）为 357 澳元/吨，环比提高 36%，主要系产量减少所致。展望 2024 财年，面对价格下行，澳矿整体都推出了各种降本措施，预计 2024 财年除 Greenbushes 外，其他矿山成本指引中枢较 2023 财年平均水平将有所下行，Greenbushes 因产量减少导致成本上行，但 Greenbushes 因为矿石品位优质，成本仍位于澳矿成本曲线最左侧。

根据我们统计测算，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~9.5 万元/吨，其中 Mt Finnis 和 Mt Holland 因处于爬坡期成本较高，但产量贡献不多，剔除上述两个矿山，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~6.5 万元/吨，成本最低锂矿为 Greenbushes，约 3.9 万元/吨，成本最高锂矿为 Mt Cattlin，约 6.5 万元/吨。我们预计 2024 财年澳洲矿企 CIF 碳酸锂现金成本 80%分位线约为 5.9 万元/吨，全成本 80%分位线约 6.7 万元/吨，因此我们预计锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

表3：Greenbushes 矿石最为优质，现金成本最低

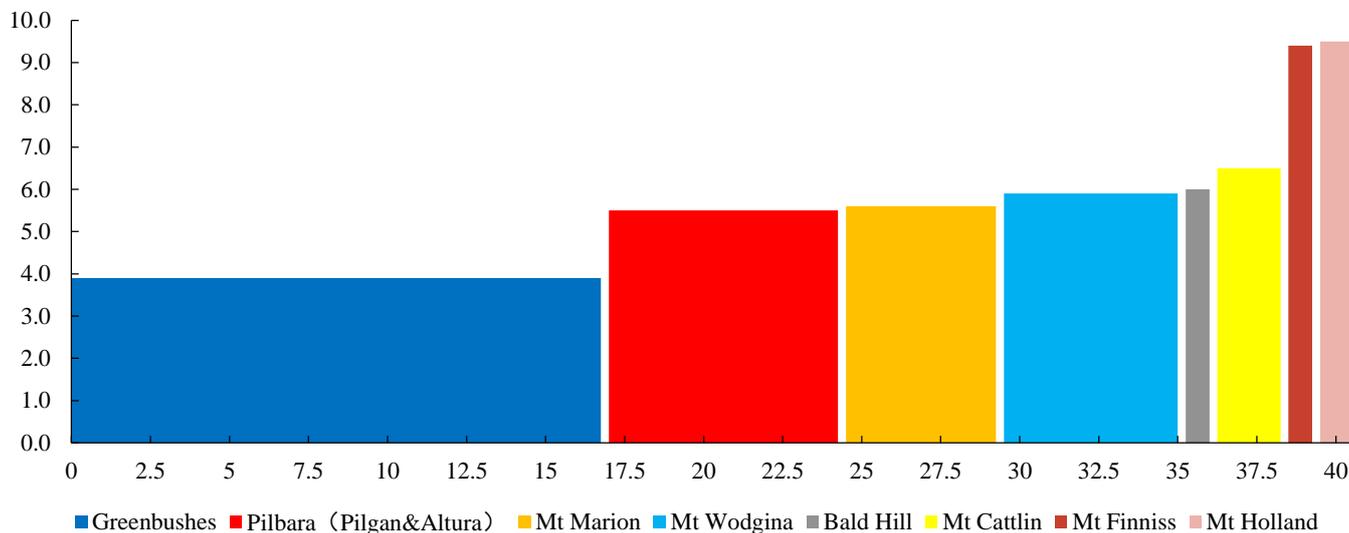
	矿石储量（万吨）	氧化锂平均品位	最近一期财报现金成本（美元/吨，FOB，不含特许权使用费）	最近一期财报单吨碳酸锂现金成本（CIF，万元/吨）
Greenbushes	17900	1.90%	271.6	4.5
Pilbara (Pilgan&Altura)	21400	1.19%	416.0	5.6
Mt Marion	3570	1.42%	551.2	6.1
Mt Wodgina	16500	1.15%	571.4	6.4
Mt Cattlin	1210	1.30%	636.0	7.6
Mt Finnis	1060	1.30%	1272.0	12.1
Bald Hill	1130	1%	553.0	5.6
Mt Holland	8390	1.57%		

	矿石储量 (万吨)	氧化锂平均品位	最近一期财报现金成本 (美元/吨, FOB, 不含特许权使用费)	最近一期财报单吨碳酸锂现金成本 (CIF, 万元/吨)
Kathleen Valley	6850	1.34%		

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：澳元：美元汇率为美联储数据；Bald Hill 为 2019Q1 数据。

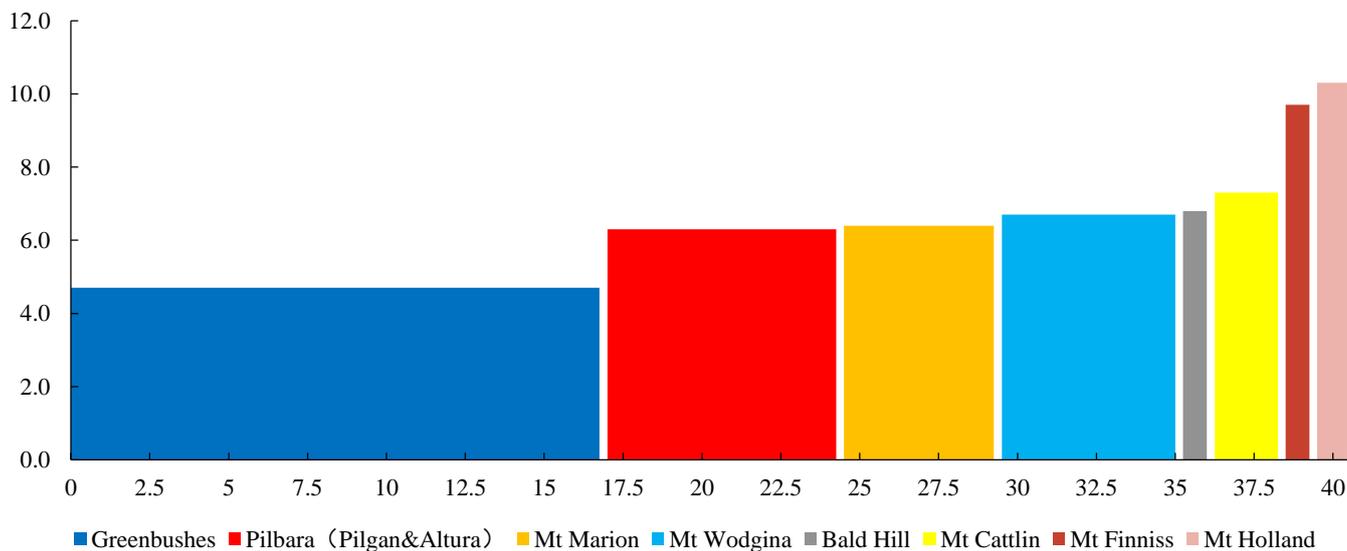
图2：2024 财年（2023H2+2024H1）澳矿现金成本 80%分位线约 5.9 万元/吨（CIF 中国，万元/吨 LCE）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：（1）Mt Holland 成本为开源证券预测数据；（2）Bald Hill 为开源证券预测数据；（3）Mt Cattlin 2024 财年产量为 2023H2 已公布产量+2024 自然年销量指引的 1/2；（4）假设产销相等；（5）现金成本包含特许权使用费，为按照精矿最低价格 600 美元/吨，最高价格 900 美元/吨的假设条件计算所得。

图3：2024 财年（2023H2+2024H1）澳矿全成本 80%分位线约 6.7 万元/吨（CIF 中国，万元/吨 LCE）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：（1）Mt Holland 成本为开源证券预测数据；（2）Bald Hill 为开源证券预测数据；（3）Mt Cattlin 2024 财年产量为 2023H2 已公布产量+2024 自然年销量指引的 1/2；（4）假设产销相等；（5）全成本包含现金成本和非现金成本，假设单吨碳酸锂选冶非现金成本合计 0.8 万元。

1.4、定价机制：锂盐价格跌幅快于矿端，倒逼澳矿定价机制调整

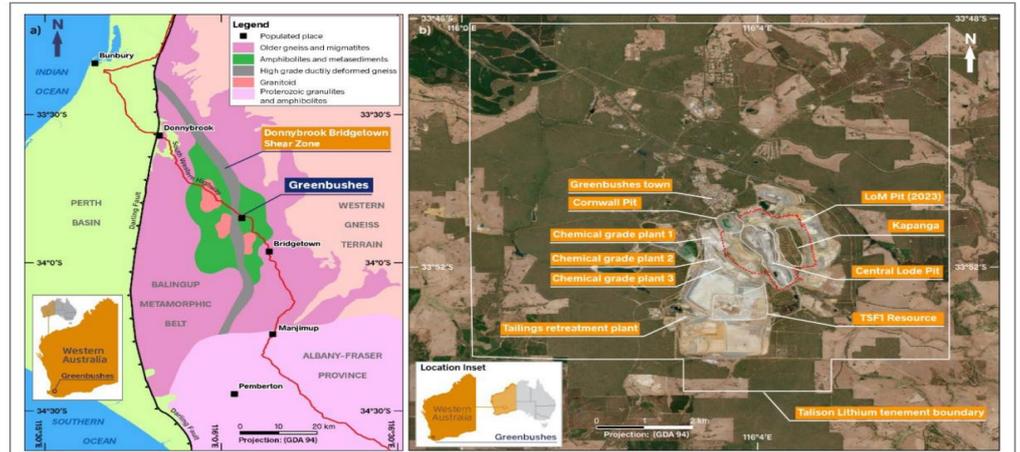
澳矿定价机制多由 Q-1 调至 M+1，精矿价格大幅下跌。澳矿多由国内锂盐厂进

口加工，此前定价机制多为 Q-1，2023Q4 锂盐价格大幅下滑，平均售价约 14.2 万元/吨，环比下滑 41%，2023Q3 精矿价格约为 3341 美元/吨（CIF），折合单吨碳酸锂现金成本约 20.9 万元/吨，国内冶炼产能成本倒挂，大幅亏损。2024 年除 Greenbushes 外，其余矿山定价多由 Q-1 逐步调至 M+1，Greenbushes 由 Q-1 调至 M-1，国内冶炼端盈利能力有望边际改善。

2、Greenbushes：手握优质锂矿位居成本左侧，但生产策略类似“边际生产商”

Greenbushes 锂矿直接毗邻西澳大利亚州的 Greenbushes 镇，该镇位于西澳大利亚州首府珀斯东南方 250 公里处，距离 Bunbury 港东南方 90 公里。截至 2023 年 12 月 31 日，Greenbushes 锂辉石矿更新后的总矿产资源量增加至 4.47 亿吨，氧化锂平均品位为 1.5%，折合碳酸锂当量约 1,600 万吨；本次更新后的 Greenbushes 锂辉石矿的证实和概略矿石储量合计增加至 1.79 亿吨，氧化锂平均品位为 1.9%，折合碳酸锂当量约 850 万吨，矿石品位优异。

图4：Greenbushes 毗邻 Greenbushes 镇，基础设施完备



Notes: a) Simplified geology of the Greenbushes region. b) Satellite image of Greenbushes on 6 January 2024.

资料来源：IGO 公司公告

2.1、产能：CGP3 仍按计划建设，远期规划产能达 266 万吨/年

现有锂精矿产能 162 万吨/年，远期规划达 266 万吨/年。Greenbushes 的采矿业始于 1888 年，当时通过露天采矿作业（包括后来的挖泥作业）提取锡矿石；锡矿开采一直是 Greenbushes 的重点，直至 20 世纪 80 年代锂和钽的开采成为新的重点，Greenbushes 第一家锂矿厂于 1983 年投产，此后经历多次扩张，2012 年 CGP1 扩张至 60 万吨/年，至此 Greenbushes 具备年产 74 万吨锂精矿产能（60 万吨化学级锂精矿+14 万吨技术级锂精矿），2019 年 CGP2 投入运营，2020 年因疫情原因关停，于 2021 年 5 月重启，2022 年年初 TRP 尾矿库投入运营，尾矿库平均氧化锂品位 1.4%，设计产能 28 万吨/年，预计寿命约 5 年。此外，CGP3 和 CGP4 两个年产 52 万吨的选矿厂仍在规划中，其中 CGP3 预计将于 2025H1 完工投产，CGP4 仍在进行 FEED 及研究资本问题，泰利森董事会尚未就 CGP4 做出任何决定，初步计划 2027 年投产。待上述产能投产后，Greenbushes 将具备 266 万吨/年锂精矿产能，折合约 33 万吨 LCE。

CGP3 项目尚未受锂价低迷影响，仍按计划和预算进行建设。CGP3 建设仍按

计划和预算进行，且工作计划未发生变化，2023Q4 结构混凝土和大体积土方工程进展顺利、完成打桩工程这一重要里程碑；CGP4 仍在进行 FEED 以及研究资本问题，Talison 董事会尚未就 CGP4 做出任何决定。

表4: Greenbushes 锂精矿远期规划产能达 266 万吨/年

项目名称	产能 (万吨/年)	首次运营时间
TGP1	14	2012 年 CGP1 完成二阶段扩建，总体产能达 74 万吨/年
CGP1	60	
CGP2	60	2019 年 10 月开始运营，2020 年因疫情原因关停，2021 年 5 月重启
CGP3	52	预计将于 2025 年年中完工投产
CGP4	52	CGP4 仍在进行 FEED，仍在研究资本问题，泰利森董事会尚未就 CGP4 做出任何决定，初步计划 2027 年投产
TRP	28	2022Q1 投运，寿命约 5 年

资料来源：IGO 公司公告、天齐锂业公司公告、Bloomberg、开源证券研究所

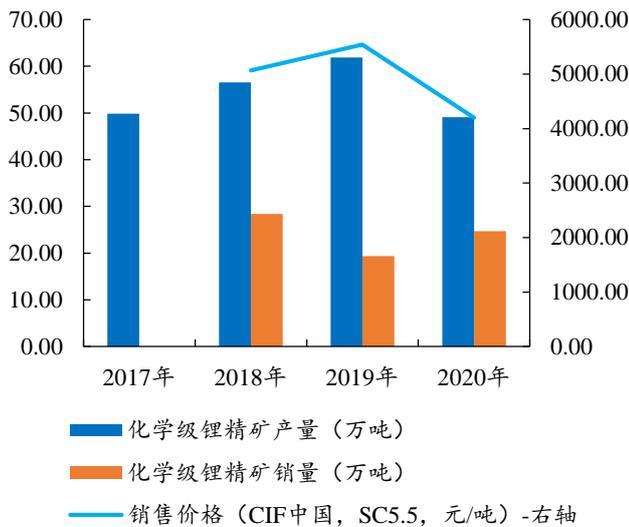
2.2、产销：下调 2024 财年产量指引，仍不进行第三方销售

2023Q4 Greenbushes 锂精矿产销双降。2023Q4，Greenbushes 实现锂精矿产量 35.8 万吨，环比减少 13.5%，同比减少 5.6%，实现销量 27.5 万吨，环比-30%，产量环比下降主要系两次大面积停产导致给矿品位和加工矿石量降低所致。

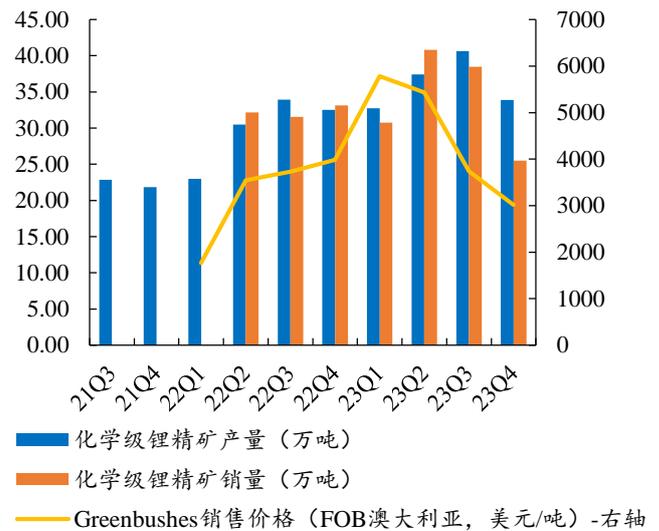
天齐锂业和雅保承购量减少，Greenbushes 下调 2024 财年产量指引。由于合资伙伴天齐锂业和雅保承购量低于预测值，IGO 预计 2024H1 销售量将比生产量少约 20%，进而导致库存增加，但 IGO 仍然决定不进行任何第三方销售，因此 IGO 将 2024 财年产量指引由之前的 140-150 万吨下调至 130-140 万吨，且 IGO 预计此次产量指引下调的影响更偏向于 2024Q1，2024Q2 的季度产量预计更符合此前预测值，Greenbushes 2023H2 锂精矿产量约 77.2 万吨，根据 2024 财年产量指引测算，2024H1 Greenbushes 锂精矿产量约 52.8~62.8 万吨。此外，由于天齐锂业和雅保 2024H1 承购量低于 Greenbushes 生产能力，IGO 计划在 Greenbushes 建立库存并进行有效管理，Greenbushes 最大的库存容量在 20~25 万吨之间，但目前还没达到该水平。

复盘历史发现锂价低点时 Greenbushes 通常不改扩张计划，但会削减产量。CGP2 项目于 2017 年 3 月开工建设，2019 年 10 月投产，但锂精矿市场价格在上一轮周期中于 2018 年年初开始下跌，直至 2020 年年底触底，我们可以发现 CGP2 项目的扩张多处于锂精矿市场价格下行阶段，但公司仍然没有放缓扩张进程，而是在 2020 年年初受疫情影响关停，削减产量。CGP3 项目目前仍在按计划 and 预算进行，仍然预计在 2025 年年中投产，但锂精矿市场价格目前处于本轮周期较低位置，公司仍然不改项目扩张计划，而是削减产量，下调 2024 财年产量指引。

手握优质锂矿位居成本左侧，但公司策略类似“边际生产商”。Greenbushes 现金成本远低于精矿价格，但在价格底部仍然采取减产策略，类似“边际生产商”：(1) 2020 年价格低迷+疫情影响，Greenbushes 关停 CGP2，直至 2021 年 5 月份重启，(2) 2024 年年初宣布下调 2024 财年产量指引，主要系公司将此视作一项资产加以保护和维护，而不是简单的“成本最低，所以必须生产”。

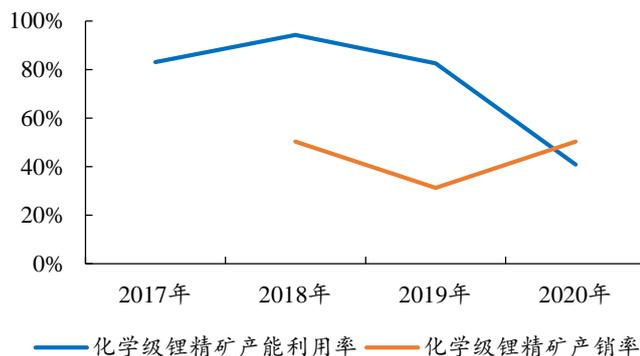
图5：2020年 Greenbushes 产量降低


数据来源：天齐锂业公司公告、开源证券研究所

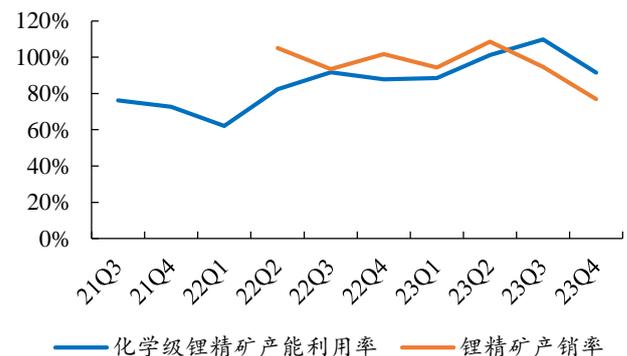
图6：2023Q4 Greenbushes 产销双降


数据来源：IGO 公司公告、开源证券研究所

注：2022Q3、2022Q4 技术级和化学及产量为根据两者矿石开采比例测算所得

图7：2020年 Greenbushes 产能利用率达到低点


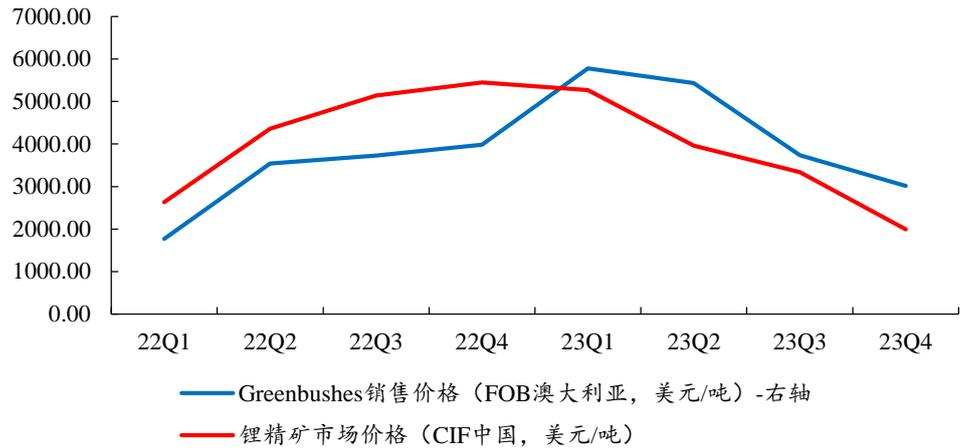
数据来源：IGO 公司公告、开源证券研究所

图8：2023Q4 Greenbushes 产能利用率开始降低


数据来源：IGO 公司公告、开源证券研究所

2.3、定价机制：定价机制由 Q-1 调至 M-1，2024Q1 平均售价或将大幅下滑

从 2023 年 1 月 1 日起，Greenbushes 锂精矿 (SC6) 销售价格将按季度重置 (Q-1)，参考四家报价机构 (包括 Fastmarkets、Asian Metals、Benchmark Minerals Intelligence 和 S&P Platts) 上一季度平均价格的 95% (FOB 澳大利亚)。2024 年 1 月 29 日 IGO 公司公告，Windfield 董事会已同意修改定价机制，该机制将从 2024 年 1 月 1 日起适用于锂精矿 (SC6) 的承购，根据新的定价机制，定价将根据上个月平均值按月重新设定 (M-1)，仍然参考上述四家价格报告机构的平均值，给予 5% 的折扣 (FOB 澳大利亚)。2023Q4，Greenbushes 锂精矿平均销售价格约为 3016 美元/吨 (FOB 澳大利亚)，但锂精矿市场价格已下滑至不足 2000 美元/吨 (CIF 中国)，我们认为在定价机制由 Q-1 向 M-1 调整的背景下，2024Q1 Greenbushes 精矿平均售价或将大幅下滑。

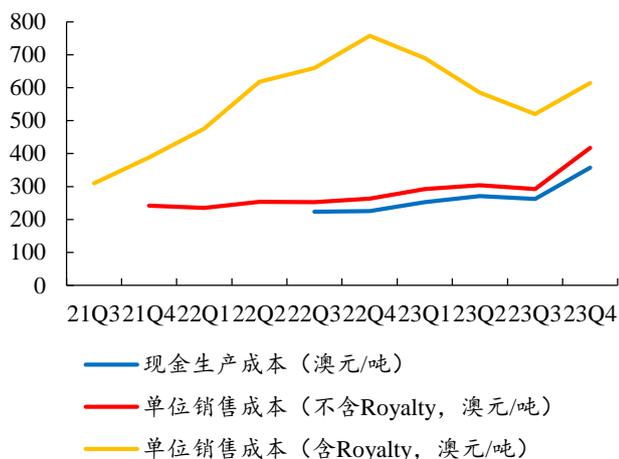
图9：Greenbushes 锂精矿销售价格通常滞后于市场报价


数据来源：IGO 公司公告、Mysteel、开源证券研究所

2.4、成本：上调成本指引，预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 3.8~4.0 万元/吨

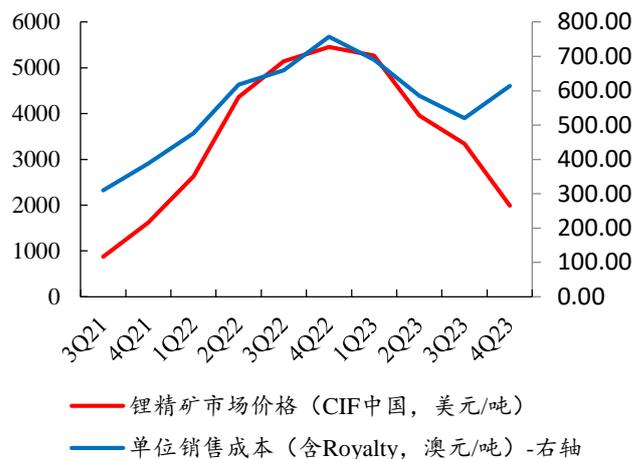
预计 2024 财年 Greenbushes 现金生产成本将维持高位，但特许权使用费将大幅下滑。从现金生产成本来看，2022Q3~2023Q3 期间 Greenbushes 矿山单位现金生产成本稳定在 220~280 澳元/吨，2023Q4 由于精矿产量骤减，单位现金生产成本上升至 357 澳元/吨，环比上升 36%；从销售成本（不含特许权使用费）来看，2021Q4~2023Q3 期间 Greenbushes 矿山单位销售成本（不含特许权使用费）稳定在 230~310 澳元/吨，2023Q4 由于精矿产量骤减，单位销售成本上升至 417 澳元/吨，环比上升 43%；从销售成本（含特许权使用费）来看，2021Q3~2023Q3 期间单位销售成本（含特许权使用费）与锂精矿市场价格走势保持一致，主要系西澳大利亚州的特许权使用费按销售收入 5%征收（酌情扣除海外运费）所致，2023Q4 单位销售成本（含特许权使用费）于锂精矿市场价格走势出现一定背离，达 614 澳元/吨，环比上涨 18%，主要系精矿产量骤减导致单位销售成本（不含特许权使用费）环比大幅上涨所致，我们测算 2023Q4 折合碳酸锂现金成本（CIF）约 4.5 万元（澳元：美元假设 0.65，美元：人民币假设 7.22，冶炼成本假设 2.2 万元/吨，下同），全成本约 5.3 万元/吨。展望 2024 财年，受精矿价格下跌以及定价机制调至 M-1 影响，我们预计特许权使用费将大幅下滑，但由于 2024 财年产量指引下滑，单位现金生产成本以及单位销售成本（不含特许权使用费）仍将维持高位，IGO 于 2024 年 2 月将 2024 财年 Greenbushes 现金生产成本由 280~330 澳元/吨上调至 330~380 澳元/吨，总体来看，我们预计折合碳酸锂现金成本（CIF）将降至约 3.8~4.0 万元/吨，全成本约 4.6~4.8 万元/吨。

图10: Greenbushes 现金生产成本较为稳定



数据来源: IGO 公司公告、开源证券研究所

图11: Greenbushes 销售成本 (含特许权使用费) 受锂矿价格影响较大



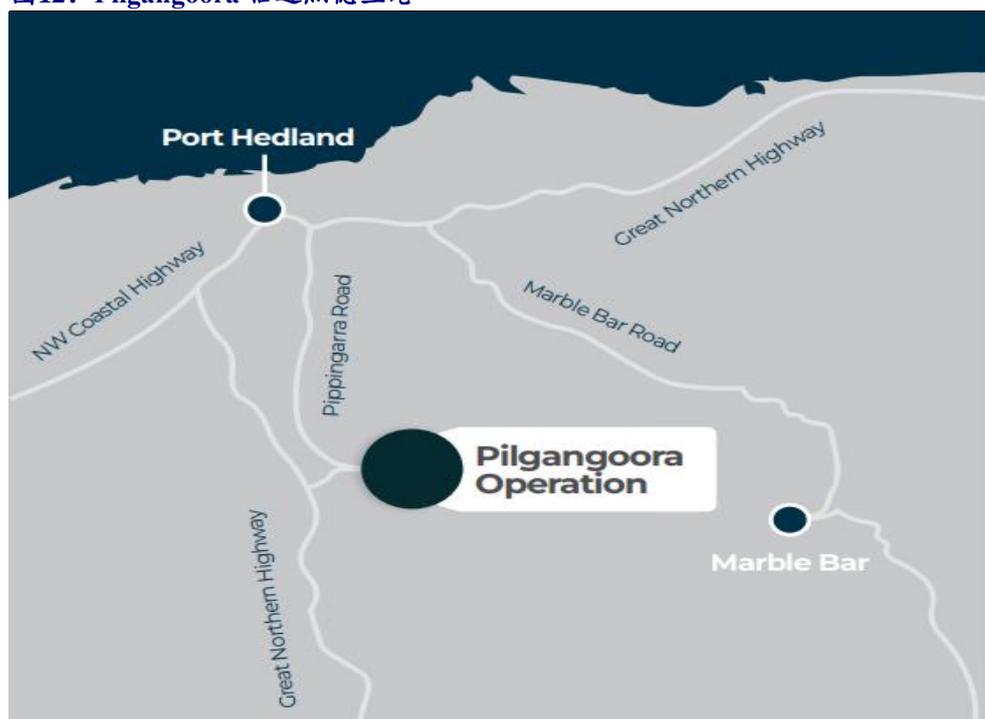
数据来源: IGO 公司公告、Mysteel、开源证券研究所

3、Pilgangoora: 扩张计划仍进行, 灵活应对市场变化

Pilgangoora 位于西澳大利亚资源丰富的 Pilbara 地区, 距离黑德兰港 120 公里, 拥有完善的交通和港口基础设施, Pilgangoora 伟晶岩矿区于 1905 年被发现, 并发现了冲积钽铁矿, 1975 年之前多家公司一直在该地区开采冲积锡矿和钽铁矿, 之后才开始了更大规模的冲积作业, 许多公司对稀有金属以及包括黄金和贱金属在内的其他商品进行了勘探, 但直到 2014 年才认识到锂的全部潜力。

截至 2023 年 6 月 30 日, Pilgangoora 项目所包含矿石资源量为 4.14 亿吨, Li₂O 品位为 1.15%, 锂资源量折合 LCE 为 1175 万吨; 总储量为 2.14 亿吨, Li₂O 品位为 1.19%, 锂资源储量折合 LCE 为 630 万吨。

图12: Pilgangoora 临近黑德兰港



资料来源: Pilbara 公司公告

3.1、产能：推出成本优化措施，但暂不改扩建计划

Pilgangoora 有 Pilgan 和 Ngungaju 两个加工厂，2025 年产能将提高至 100 万吨/年。精矿加工业务由两家加工厂组成，分别是生产锂辉石和钽精矿的 Pilgan Plant 工厂和生产锂辉石精矿的 Ngungaju 工厂，两家工厂为同一矿化系统，其中 Pilgan 工厂每年可生产约 36~38 万吨锂精矿，Ngungaju 工厂于 2021 年被收购，2022Q3 达到年产 18~20 万吨锂精矿的铭牌产能。目前正在进行产能扩建，通过 P680 扩建项目将 Pilgan 工厂的年产量提高 10 万吨，使得 Pilgangoora 业务的铭牌产能提高到 64~68 万吨/年锂精矿，预计到 2025 年产能将提高至 100 万吨/年。

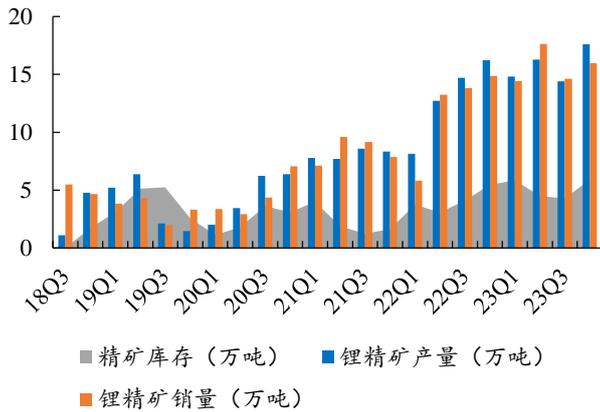
扩建项目关键时间节点并未较上季度指引发生变化。P680 项目分为初选回路、综合破碎和矿石分选厂两部分，其中初选回路用于排出低品位废料，并提供年产 10 万吨锂精矿产能，于 2023 年 10 月实现首采，全面达产计划于 2023Q4 末完成；综合破碎和矿石分选厂预计将于 2024Q2 投入运行，并计划于 2024Q3 达产，该工厂还将支持 P1000 项目锂精矿产能扩张。P1000 扩建项目利用了之前作为 P680 项目一部分交付的加工基础设施投资，扩张项目首批矿石预计在 2025Q1 产出，在 2025Q3 季度末完成调试和爬坡后全面投产。

下调 2024 财年资本支出指引+暂停 FY2024H1 股息支付，但不影响扩建项目。集团将其 2024 财年资本支出指引从 8.75~9.75 亿澳元下调至 8.2~8.75 亿澳元，主要针对不影响扩建项目的非必要支出，比如住宿村等，相当于将资本支出总额中与新项目和改进有关的可支配部分减少了 1/2~1/3。此外，为了进一步保护集团的资产负债表状况，2023H2 将不支付股息。预计减少资本支出与暂停支付股息相结合将节省约 2 亿澳元的现金总额。

3.2、产销：P680 项目开始贡献产量，港口拥堵影响 2023Q4 销售

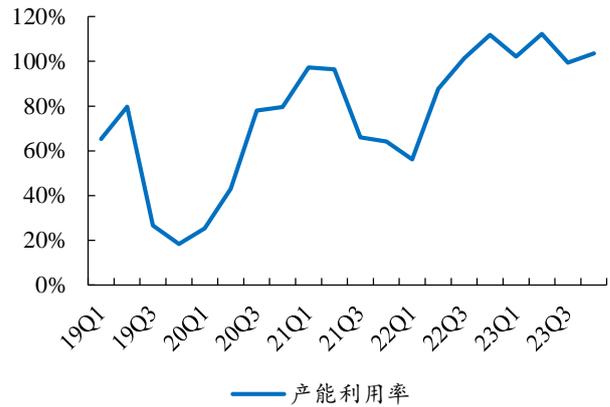
2023Q4 Pilbara 锂精矿产量环增 22%，销量受港口拥堵影响不及预期。2023Q4，实现锂精矿产量 17.6 万吨，环比增长 22%，主要系 P680 扩建项目开始贡献产量所致，实现销量 16.0 万吨，环比增长 9%，但低于产量约 1.6 万吨，主要系黑德兰港拥堵影响发运所致。

精矿价格尚未触及成本线，仍然保持正常运营。复盘上一轮周期我们发现 Pilbara 在锂价低点时采取停产、消耗现有库存方式度过，2019Q4 公司产能利用率降至最低点，2020 财年（2019H2+2020H1）Pilbara 净利润为-9930 万澳元，且现金余额水平较低，净债务/股东权益约为 23 倍，因此公司做出 2019H2 Pilbara 的生产经营由手头现有的矿石、碎矿石和最终产品库存提供支持的决策以度过周期底部。2023Q4，Pilbara 现金运营成本（CIF，含特许权使用费）约 523 美元/吨，远低于 1280 美元/吨（CIF）的销售价格，且公司在手现金充足，无债务压力，因此目前尚未有停产或减产计划。

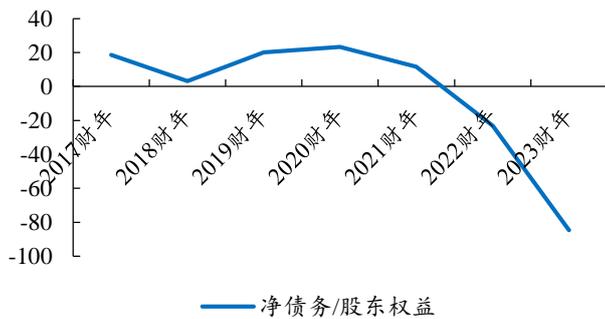
图13: 2023Q4 受 P680 扩建, 产量环增 22%


数据来源: Pilbara 公司公告、开源证券研究所

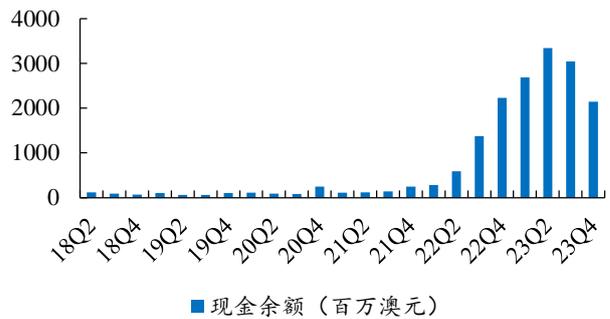
注: 2022Q4~2023Q4 库存数据为基于 22Q3 库存数据+各季度产量-各季度销量计算所得; 原矿产销按品位折算至 6%精矿

图14: 上轮周期底部采取停产、消耗库存措施度过


数据来源: Pilbara 公司公告、开源证券研究所

图15: 2019~2020 财年 Pilbara 债务压力较大


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图16: 2023Q4 Pilbara 现金余额水平较高


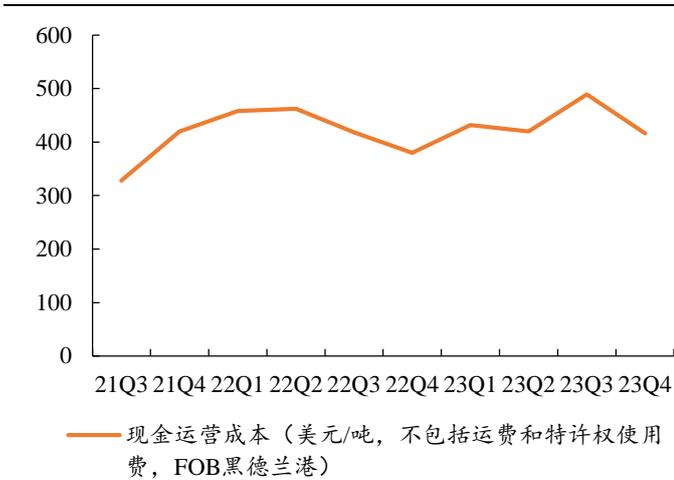
数据来源: Pilbara 公司公告、开源证券研究所

3.3、成本: 预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本约 5.3~5.7 万元/吨

从现金运营成本 (FOB, 不含特许权使用费) 来看, 2021Q3~2023Q4 期间单位现金运营成本 (FOB, 不含特许权使用费) 多落于 328~432 美元/吨区间内, 近 2022H1 和 2023Q3 期间内成本超过上述成本区间, 2022 年上半年疫情及通货膨胀导致人工、能源成本大幅上涨, 导致该阶段单位现金成本水平较高, 2023Q3 由于 P680 项目扩建及季度产量下滑, 导致当季度现金运营成本位居历史高位, 2023Q4 由于 P680 项目扩建实现产量增加带来规模效益, 成本改善; 从现金运营成本 (CIF, 含特许权使用费) 来看, 2020Q3~2023Q4 期间单位现金运营成本 (CIF, 含特许权使用费) 与锂精矿市场价格走势保持一致, 主要系西澳大利亚州政府按离岸售价收取 5% 的特许权使用费、土著产权按离岸售价收取的 1% 的特许权使用费以及私人按离岸售价收取 5% 的特许权使用费 (私人费用仅适用于收购后的 Altura Lithium, 不适用于 Pilgangoora)。考虑生产品位, 我们测算 2023Q4 折合碳酸锂现金成本 (CIF) 约 5.6 万元/吨, 全成本约 6.4 万元/吨。展望 2024 财年, Pilbara 给予 390~436 美元/吨的现金运营成本 (FOB, 不含特许权使用费) 指引, 中枢指引为 413 美元/吨, 较 2023 年有所下行, 我们认为主要系 P680 扩建项目开始贡献产量带来一定的规模效益, 此外, 我们认为伴随精矿价格下行, 2024 财年特许权使用费将大幅减少, 总体来看, 我们预计折合碳酸锂现金成本 (CIF) 将降至约 5.3~5.7 万元, 全成本约

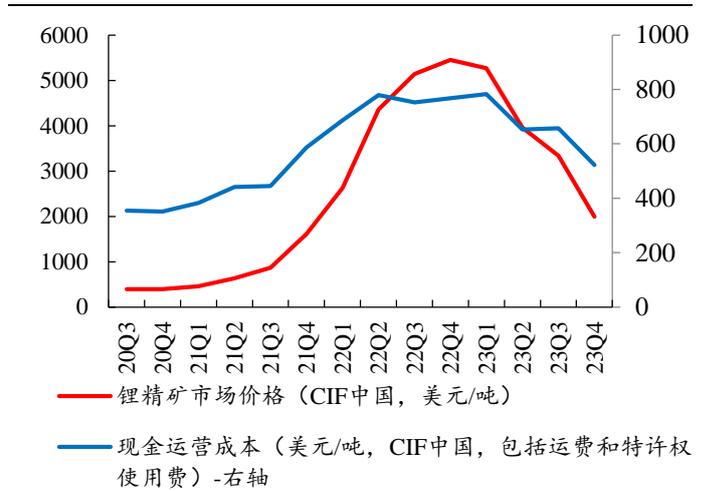
6.1~6.5 万元/吨。

图17: Pilbara 现金运营成本 (FOB) 整体较为稳定



数据来源: Pilbara 公司公告、开源证券研究所

图18: Pilbara 现金运营成本 (CIF) 受精矿价格影响较大



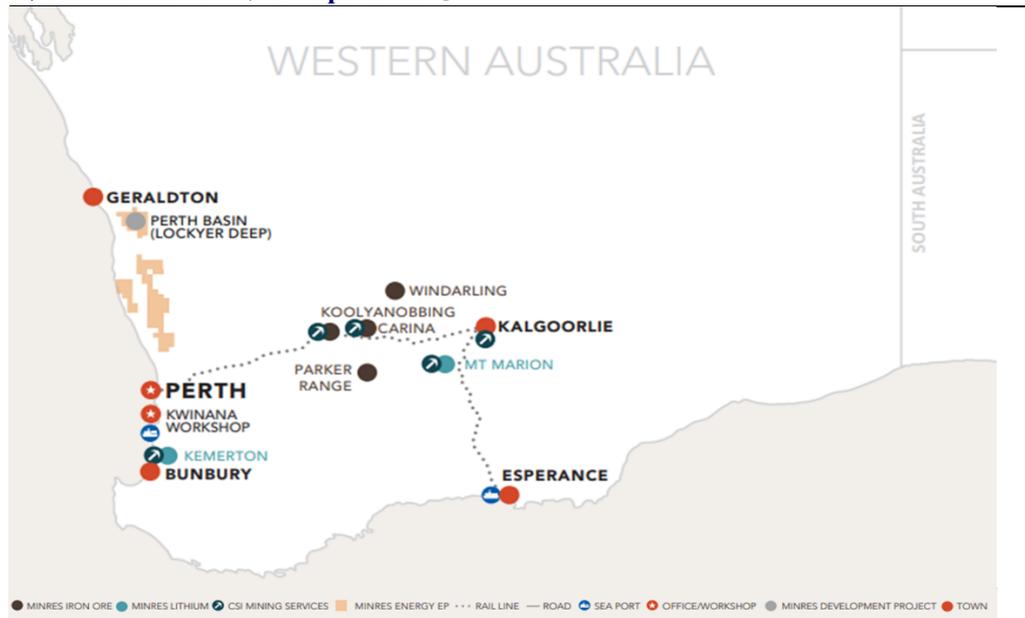
数据来源: Pilbara 公司公告、开源证券研究所

3.4、销售机制: Pilbara 生产销售机制灵活, 准确把握价格变动

Pilbara 生产销售机制灵活, 准确把握价格变动。2018Q2 精矿价格仍处于上轮周期高位, Pilgan 选矿加工厂尚未投产, 公司对外销售原矿; 2019~2020 年价格下行阶段公司削减产量, 依靠现有矿石库存支持生产运营, 2021Q3 精矿价格上涨周期启动, 公司创新性的采取 BMX 拍卖销售部分精矿, 在供需紧缺的大背景下, 公司采取拍卖这种卖方市场的销售手段为当时锂精矿价格上行添了一把火, 公司于 2022 年 12 月完成最后一次 BMX 拍卖, 2023 年锂精矿价格下行。

4、Mt Marion: 2024 财年产量指引不变, 成本指引大幅下调

Mt Marion 位于西澳大利亚金矿区 Kalgoorlie 西南约 40 公里处, 该项目由 MinRes (50%) 和全球最大的氢氧化锂生产商之一赣锋锂业(50%)共同拥有。该项目所包含的矿产资源量估计为 6480 万吨, 氧化锂平均品位为 1.42%, 折合约 227 万吨 LCE, 所包含的矿石储量约为 3570 万吨, 氧化锂平均品位为 1.42%, 折合约 125 万吨 LCE。MinRes 负责管理 Mt Marion 的所有采矿业务, 锂精矿加工厂扩张后的年产能能为 60 万吨 (SC6), 通过公路运输到 Esperance 港, 出口到全球市场。

图19: Mt Marion 邻近 Esperance 港


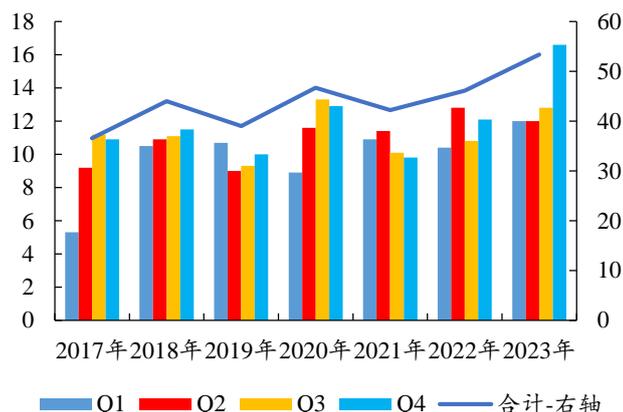
资料来源: Mineral Resources 公司公告

4.1、产能: 目前锂精矿产能约 60 万吨/年 (SC6)

Mt Marion 锂精矿加工厂于 2015 年 12 月开始建设, 2017 年 2 月投产, 2022 年 4 月 Mt Marion 的锂辉石精矿产能从每年 45 万吨增加到每年 60 万吨 (混合品位精矿)。第二阶段的扩建工厂产能将提高到 90 万吨/年 (混合品位精矿), 折 6% 品位后每年的产能约 60 万吨, 2023 年 6 月竣工。

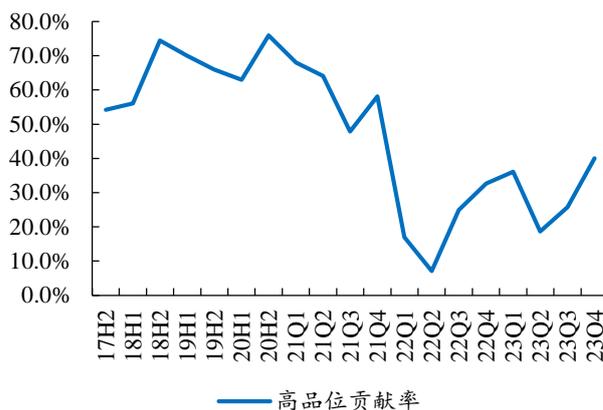
4.2、产销: 2024 财年销量指引保持不变

2023Q4, Mt Marion 锂精矿产量约 16.6 万吨, 同比增长 37%, 环比增长 30%, 主要系扩建项目贡献增量所致, 高品位精矿贡献率达 40%, 环比增加 14.2pct, 主要系回收率提高所致; 实现销量约 17.2 万吨, 折合 12 万吨 (SC6), 同比增长 58%, 环比增长 54%。2024 年 2 月, 公司更新 2024 财年指引, Mt Marion 锂精矿销售量指引为 38~44 万吨 (SC6), 同比增长 27~47%, 平均生产品位约为 3.8%, 与 2023 年 8 月更新的 2024 财年销售指引相比销量保持不变, 但平均生产品位由 4% 下调至 3.8%。

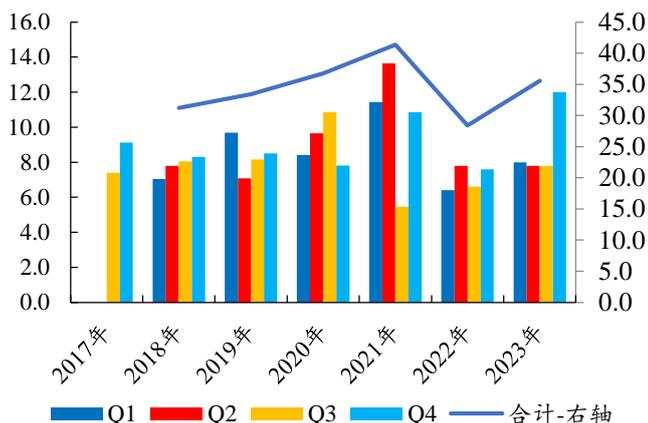
图20: 2023Q4 产量大幅增长 (万吨)


数据来源: Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

注: 2017Q1~2019Q2 为湿吨数据, 2019Q3~2023Q4 为干吨数据, 均为原始重量, 未折算为 SC6

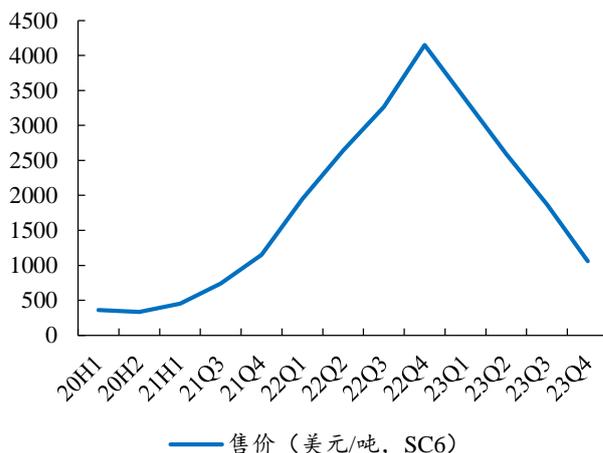
图21: 2023Q4 高品位贡献率为 40%


数据来源: Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

图22: 2023Q4 销量大幅增长 (万吨, SC6)


数据来源: Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

注: 2017Q3~2019Q2 销量干吨数据为根据销量湿吨数据以及出口量平均湿度计算所得; 2017Q3~2020Q4 销量 SC6 数据为根据出口数据高品位贡献率计算所得, 2021Q1~2021Q4 为根据高品位贡献率计算所得

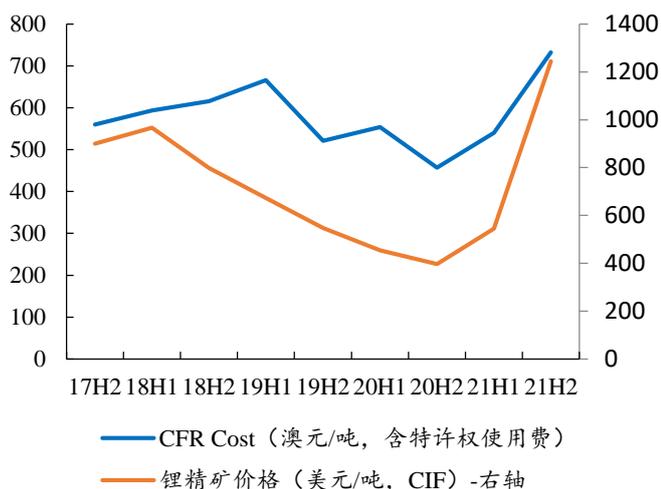
图23: 步入 2023 年锂精矿售价一路下滑


数据来源: Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

4.3、成本: 下调成本指引, 预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 5.4~5.9 万元/吨

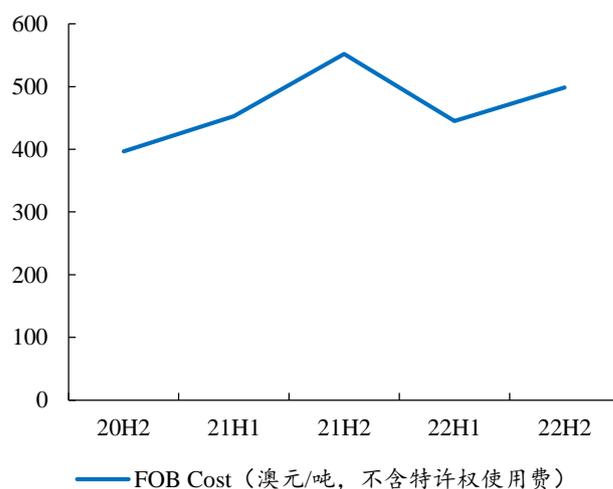
从现金成本 (FOB, 不含特许权使用费) 来看, 根据已披露数据, Mt Marion 现金成本整体变化区间较大, FOB Cost 最高为 2023H1 达到的 666 澳元/吨, 6% 锂精矿 FOB Cost 最高点为 2022H2 达到的 1162 澳元/吨, 高成本阶段主要集中在 2023 财年, 主要系 Mt Marion 锂精矿加工厂扩建和矿山排序延迟导致接触矿石库存减少, 成本上升, 除了 2023 财年以外的其他阶段, Mt Marion 现金成本 (FOB, 不含特许权使用费) 落于 440~555 澳元/吨, 6% 锂精矿 FOB Cost 落于 700~850 澳元/吨; 从现金成本 (CFR, 含特许权使用费) 来看, 根据已披露数据, 该成本受精矿价格影响较大, 主要系西澳大利亚州政府按离岸售价收取 5% 的特许权使用费所致。我们

测算 2023H2 折合碳酸锂现金成本 (CIF) 约 6.1 万元/吨, 全成本约 6.9 万元/吨。展望 2024 财年, Mineral Resources 给予 800~900 澳元/吨的 FOB Cost (SC6) 指引, 中枢指引为 850 澳元/吨 (此前指引中枢为 1200 澳元/吨), 较 2023 财年平均成本有所下行, 我们认为主要系扩建项目逐步稳定运营, 此外, 我们认为伴随精矿价格下行, 2024 财年特许权使用费将大幅减少, 总体来看, 我们预计折合碳酸锂现金成本 (CIF) 将降至约 5.4~5.9 万元, 全成本约 6.2~6.7 万元/吨。

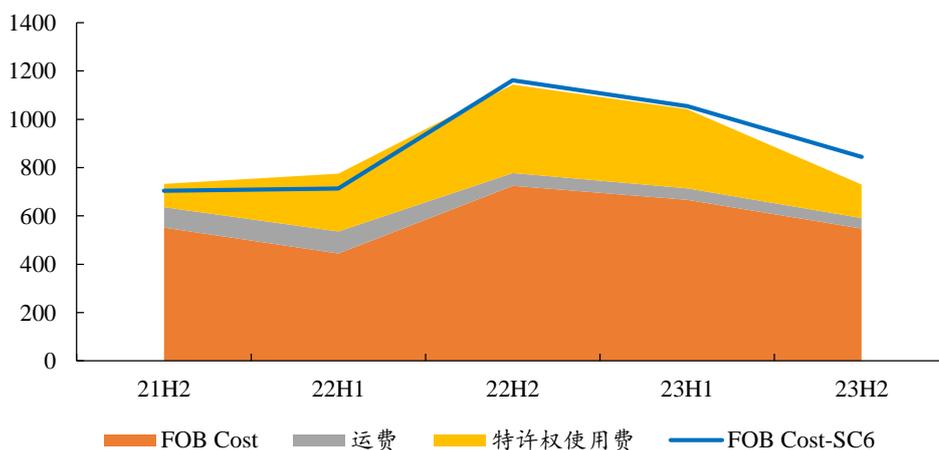
图24: 出口产品 CFR Cost 受精矿价格影响较大


数据来源: Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

注: 2017H2~2018H1 CFR Cost 为湿吨数据, 2018H2~为干吨数据

图25: 出口产品 FOB Cost 整体较为稳定


数据来源: Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

图26: 2023Q4 Marion FOB Cost 环比改善 (澳元/吨)


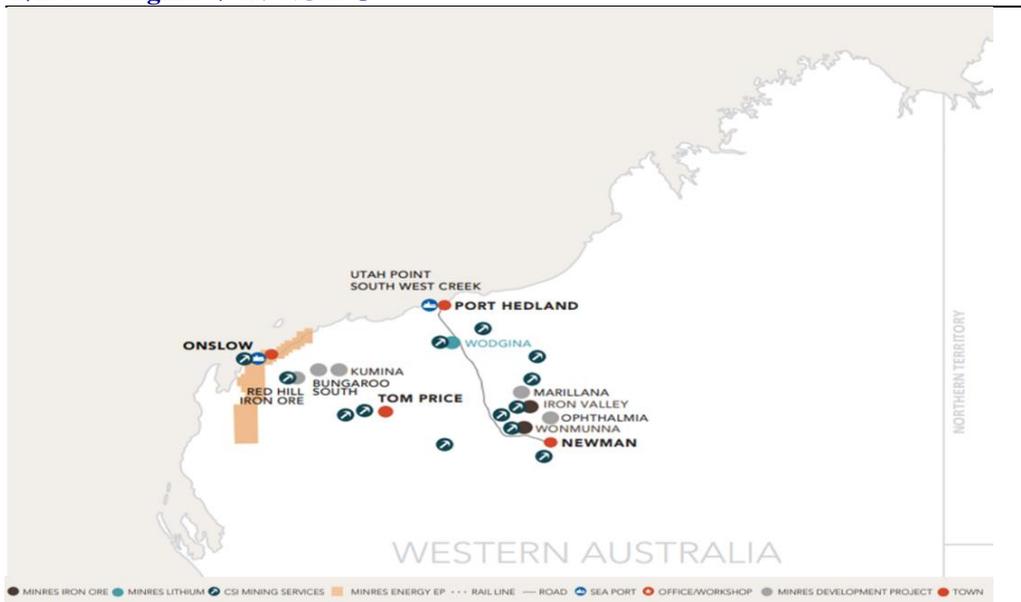
数据来源: Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

注: FOB Cost 不含海运费和特许权使用费

5、Mt Wodgina: 2024 财年销量指引保持不变, 扩建项目能否如期上线取决于市场条件

Wodgina 位于西澳大利亚 Pilbara 地区黑德兰港以南约 90 公里处。该项目是 MinRes (50%) 和 Albemarle Corporation (50%) 共同组建的非法人合资企业的一部分。该项目所包含的矿产资源量估计为 2.17 亿吨，氧化锂平均品位为 1.15%，折合约 617.5 万吨 LCE，所包含的矿石储量约为 1.65 亿吨，氧化锂平均品位为 1.15%，折合约 467.5 万吨 LCE。MinRes 管理 Wodgina 的所有采矿业务，目前锂精矿加工厂拥有三条生产线每条生产线可生产 25 万吨 6% 的锂精矿，通过公路运往黑德兰港，出口到全球市场。

图27: Wodgina 邻近黑德兰港



资料来源: Mineral Resources 公司公告

5.1、产能: 规划精矿产能 100 万吨/年, Train 3 是否上线取决于市场条件

Wodgina 规划四期产能共 100 万吨精矿, 目前前三条产线交替运行, 由于原料供应原因需要停运一条, 2024 年 1 月末开始向三条产线供料, 预计 2024 年 6 月底三条线能够实现 100% 进料, 但第三条线何时上线取决于市场条件, 第四条产线仍在可研中, 预计在 2024 年年中开始建设, 大概需要 18 到 20 个月的建设时间, 预计 2026 年年中能够投入运营, 但能否如期启动取决于市场条件。

表5: 目前规划 100 万吨精矿产能

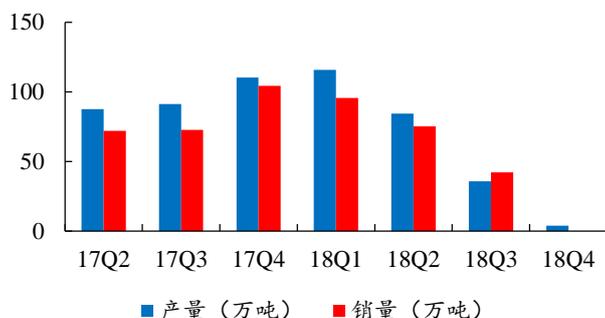
产能规划	产能 (万吨/年)	目前状态
Train 1	25	2019 年 11 月停产维护, 2022 年 5 月恢复生产
Train 2	25	2019 年 11 月停产维护, 2022 年 7 月恢复生产
Train 3	25	目前前三条产线交替运行, 由于原料供应原因需要停运一条, 2024 年 1 月末开始向三条产线供料, 预计 2024 年 6 月底三条线能够实现 100% 进料, 但第三条线何时上线取决于市场条件
Train 4	25	可研中, 预计在 2024 年年中开始建设, 大概需要 18 到 20 个月的时间, 预计 2026 年年中能够投入运营, 但能否如期启动取决于市场条件

资料来源: Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

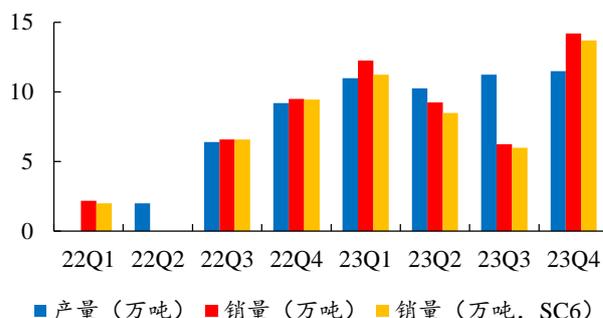
5.2、产销: 2024 财年销量指引保持不变

2023Q4, Wodgina 锂精矿产量约 11.5 万吨, 同比增长 25%, 环比增长 2%, 主

要系工厂回收率所致；实现销量约 14.2 万吨，折合 13.7 万吨（SC6），同比增长 45%，环比增长 128%，主要系上一季度港口拥堵导致发货量大幅减少。2024 年 2 月，公司更新 2024 财年生产指引，Wodgina 锂精矿销量指引为 42~48 万吨（SC6），同比增长 17~34%，平均生产品位约为 5.5%，与 2023 年 8 月更新的 2024 财年指引相比保持不变，但进行了股权比例变动的调整。

图28: Wodgina 于 2017Q2 开始 DSO 生产销售


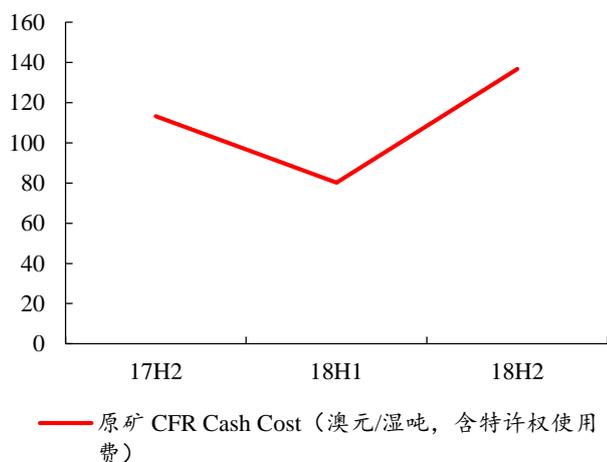
数据来源：Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

图29: Wodgina 于 2022Q2 逐步恢复生产


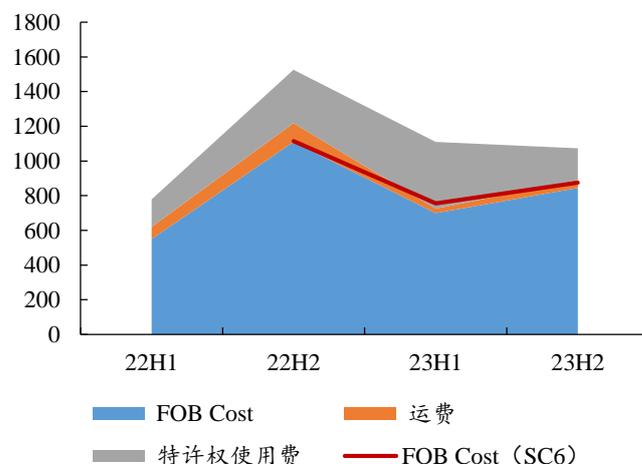
数据来源：Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

5.3、成本：成本指引不变，预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 5.7~6.1 万元/吨

从现金成本（FOB，不含特许权使用费）来看，2022H2 由于尚处于爬坡过程中成本水平较高，FOB Cost（SC6）达 1115 澳元/吨，2023 年有所回落，我们测算 2023H2 折合碳酸锂现金成本（CIF）约 6.4 万元/吨，全成本约 7.2 万元/吨。展望 2024 财年，Mineral Resources 给予 875~950 澳元/吨的 FOB Cost（SC6）指引，中枢指引为 912.5 澳元/吨，我们预计折合碳酸锂现金成本（CIF）约为 5.7~6.1 万元，全成本约 6.5~6.9 万元/吨。

图30: 2017H2~2018H2 单吨原矿平均 CFR Cost 约 101 澳元


数据来源：Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

图31: 2023H2 矿山 FOB Cost 环比略有上升


数据来源：Mineral Resources 公司公告、开源证券研究所

6、Mt Cattlin：矿山剩余寿命有限，2024 年减产以优化成本

Mt Cattlin 作业区位于西澳大利亚州珀斯西南 450 公里处的 Ravensthorpe 以北 2 公里处。通过主要的公路可以到达该矿区。Mt Cattlin 于 2010 年投入运营，除 2012 年至 2016 年约三年时间因市场状况而进行维护和保养外，一直运营至今。生产出的锂精矿用卡车运到 Esperance 港装船，然后装运给主要位于中国的客户。截至 2023 年 6 月 30 日，该项目所包含矿石资源量约 1210 万吨，氧化锂平均品位 1.3%，折合 38.85 万吨 LCE，所包含矿石储量约 710 万吨，氧化锂平均品位 1.2%，折合 21 万吨 LCE。

图32：Mt Cattlin 邻近 Esperance 港



Figure 1-1 Location Map of Mt Cattlin

资料来源：《Cattlin 技术报告》、开源证券研究所

6.1、产能：矿石加工能力达 180 万吨/年，约合 24 万吨精矿产能

自最初的 100 万吨原矿处理能力于 2010 年投入使用以来，经过一系列升级，该工厂的矿石加工能力已达到 180 万吨，选矿厂自 2013 年至 2016 年的维护和保养期后重新启动以来一直持续运营，由多级破碎、筛分、矿石光学分选、浓密介质分选和重力选矿组成。

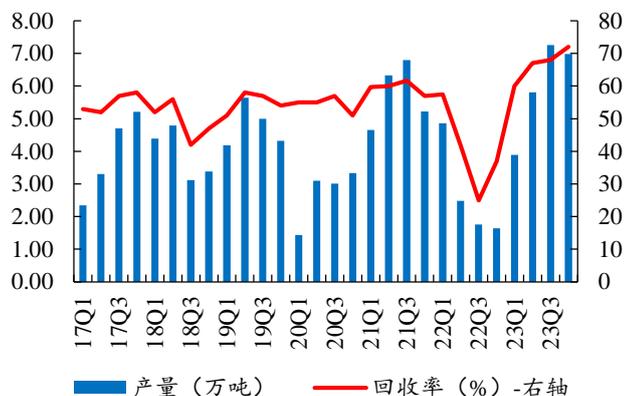
6.2、产销：M+1 定价模式和发货时间影响售价，2024 年产量降低以优化成本

2023Q4，Mt Cattlin 实现锂精矿产量 6.98 万吨（SC5.4），环比减少 4%，实现锂精矿销量约 6 万吨，环比减少 22%，实现平均销售价格 763 美元/吨（CIF），环比减少 71%，折合约 850 美元/吨（SC6，CIF），低于同行，售价大幅下滑且低于同行主要系公司采取 M+1 定价模式且发货集中在下半季度所致。

Cattlin 寿命已经接近枯竭，正常生产还剩下 1 年、如果进行投资再剥离可延长至 3 年、转地采能够进一步延长寿命。2024 年公司对于 Mt Cattlin 的销售指引为 13

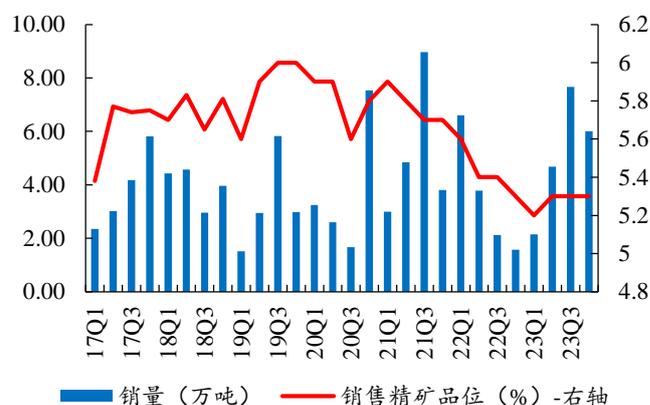
万吨，较 2023 年的 20.5 万吨下调 37%，其中包括 2023 年累积的 3.4 万吨库存，可见 2024 年 Mt Cattlin 的计划产量将更低，主要系在该产量下公司生产效率最高，进而优化成本，使该项目在 2024 年的价格环境中不会以负营业利润率运营，但如果产量继续减少则公司生产效率会降低。此外，公司表明如果在矿山寿命结束前停产，则再次重启可能性不大，因此公司对于停产非常慎重。

图33: 2023Q4 产量约 7 万吨，位居历史高位



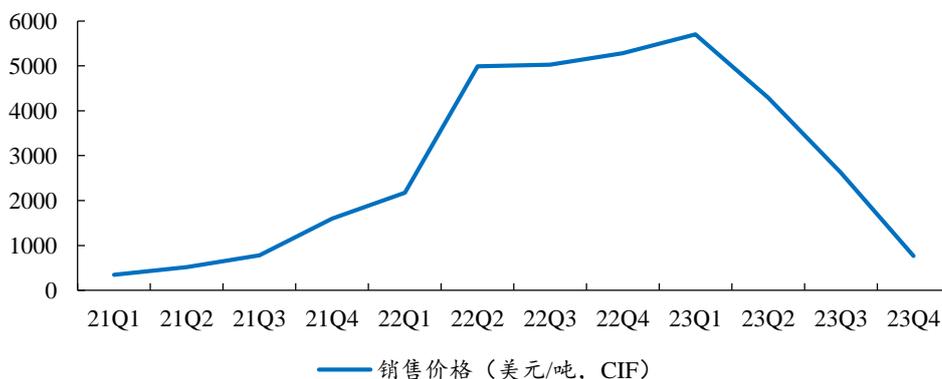
数据来源: Allkem 公司公告、开源证券研究所

图34: 2023Q4 销量环比减少 22%



数据来源: Allkem 公司公告、开源证券研究所

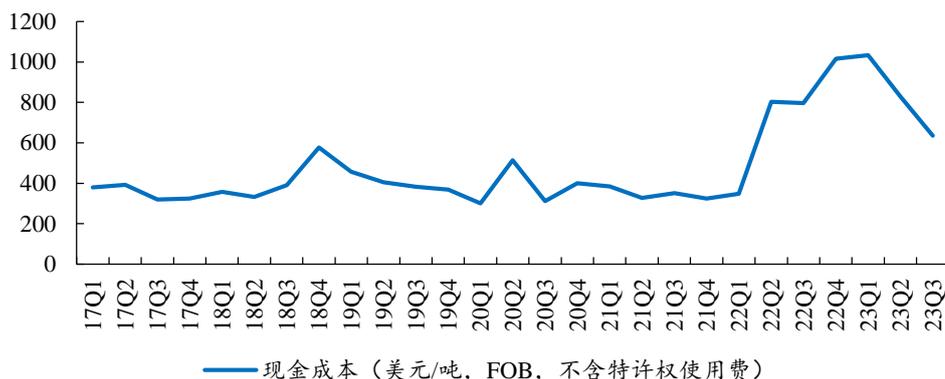
图35: 2023Q4 精矿售价大幅下跌



数据来源: Allkem 公司公告、开源证券研究所

6.3、成本: 预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 6.2~6.9 万元/吨

从现金成本 (FOB, 不含特许权使用费) 来看, 2022Q2 开始单位现金成本出现较大幅度上调, 主要系产量下降、回收率降低以及剥采率增加所致, 最高达到 2023Q1 的 1033 美元/吨, 直至 2023Q2 成本开始下滑, 主要系产量和回收率提高所致, 2023Q3 现金成本下调至 636 美元/吨, 考虑品位因素, 我们测算 2023Q3 折合碳酸锂现金成本 (CIF) 约 7.6 万元/吨, 全成本约 8.4 万元/吨。展望 2024 年, 公司采取措施优化成本, 预计不会以负营业利润率运营, 我们预计 2024 财年 Mt Cattlin 单吨精矿现金成本在 550~650 美元/吨之间, 平均品位为 5.3%, 折合碳酸锂现金成本 (CIF) 约为 6.2~6.9 万元, 全成本约 7.0~7.7 万元/吨。

图36：2023Q2 开始 Mt Cattlin 现金成本快速下滑


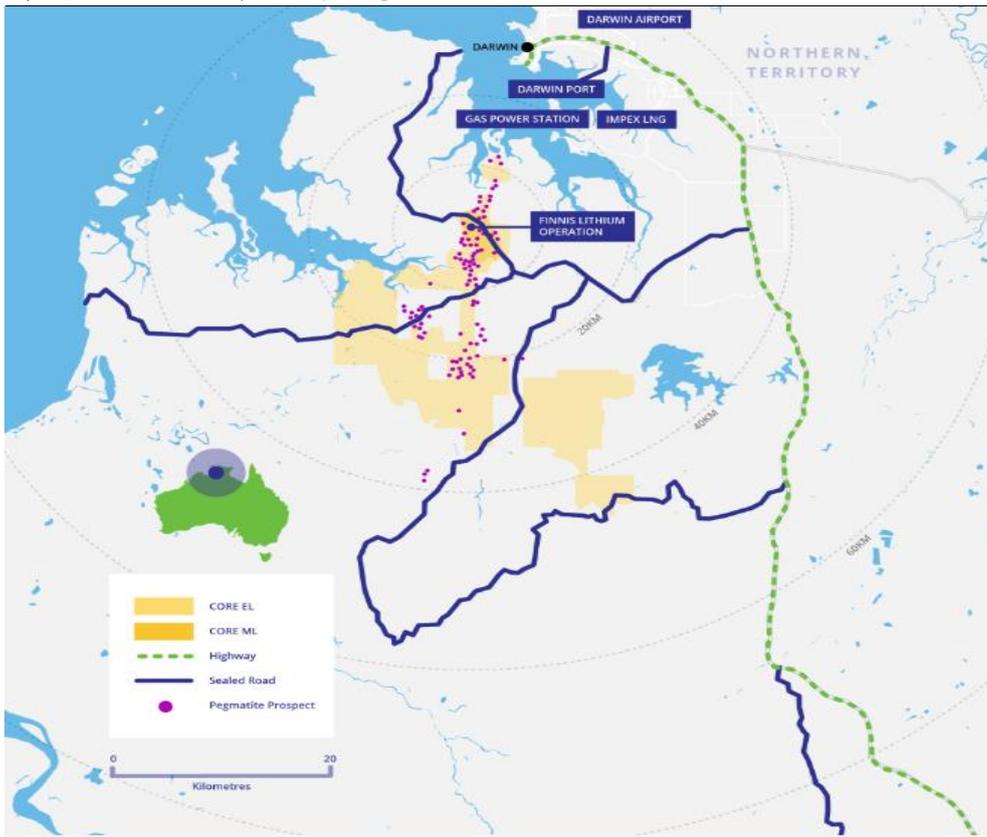
数据来源：Allkem 公司公告、开源证券研究所

注：2020Q1~2020Q4 为根据含销售和特许权使用费的现金成本测算所得，有一定误差

7、Mt Finnis：减少资本开支抵御寒冬，暂停矿石开采优化成本

Finniss 是北领地第一个也是唯一一个锂矿，也是澳大利亚在西澳大利亚州之外的唯一一个锂矿，距达尔文港西南 88 公里；该矿山是一个多矿区运营项目，目前其主要活动集中在 Grants 露天矿（第一个运营项目）的爬坡上，Core Lithium 于 2021 年 9 月做出最终投资决定，2021 年 10 月开始进行建设，2022 年 10 月破碎车间投入使用，2022 年 12 月发运首批 DSO，2023 年 2 月完成了 DMS 工厂建设。截至 2023H1，Mt Finnis 项目所包含矿石资源量为 3054 万吨，氧化锂平均品位 1.31%，折合约 99.1 万吨 LCE，总储量为 1060 万吨，氧化锂平均品位 1.3%，折合约 14.18 万吨 LCE，其中 Grants 矿坑矿石资源量为 278 万吨，氧化锂平均品位 1.47%，折合约 10.1 万吨 LCE，储量为 230 万吨（地上+地下），氧化锂平均品位 1.4%，折合约 7.95 万吨 LCE。

图37: Mt Finnis 邻近达尔文港

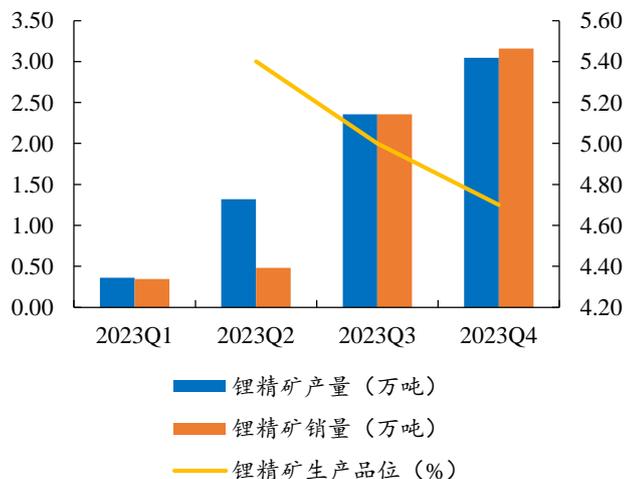


资料来源: Core Lithium 公司公告

7.1、2023 年产销保持持续增长，但成本较高

Finniss 一期产能约 19.7 万吨/年，2022 年 12 月开始进行 DSO 销售，2023 年 2 月产出首批精矿，2023 年各季度锂精矿产量呈逐步增长趋势，2023Q4，实现锂精矿产量 3.05 万吨（包括精粉），环比增长 29%，销量 3.16 万吨（包括精粉），环比增长 34%；但成本一直位居高位，2023Q4 单位运营成本高达 1953 澳元/吨，环比增长 3%，主要系递延的剥离费用以及副产品精粉的销售的减少。

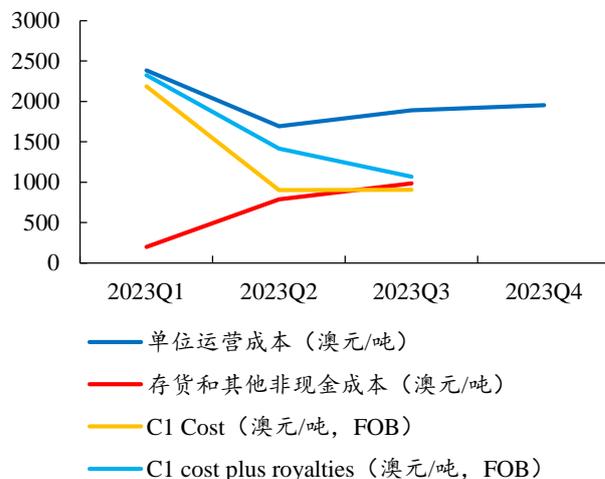
图38: 产销量持续增长



数据来源: Core Lithium 公司公告、开源证券研究所

注: DSO、精粉、精矿产销均折算为 6%精矿计算

图39: 2023Q4 单位运营成本达 1953 澳元/吨



数据来源: Core Lithium 公司公告、开源证券研究所

7.2、暂停矿石开采缩减成本，下调资本开支指引

受雨季和目前锂市场疲软的影响，Core Lithium 实施多种措施降本。(1) 暂时暂停 Grant 露天矿的开采，加工业务继续利用现有库存，截至 2023 年 12 月 31 日，约有 28 万吨矿石库存可供加工，在不进行任何进一步开采的情况下，这些库存足以选矿厂提供到 2024 年年中的矿石；(2) 暂停精粉的销售，直至市场条件改善；(3) 暂停 BP33 矿山早期工程，但研究将继续进行，直至市场条件改善。

矿山开采暂停，2024 财年产量指引变化不大但成本指引下行。考虑到矿山开采暂停，Core Lithium 对其 2024 财年的生产指引由此前的 8~9 万吨 (SC5.5) 调至 9~9.5 万吨 (SC4.77)，考虑到品位及产量的变化，两者折 6 后指引相差不大；由于矿石开采暂停，预计 2024 财年现金运营成本 (FOB，不含特许权使用费) 将降至 1350~1400 澳元/吨，若恢复采矿将重新进行调整，此外由于采矿作业暂停，预计作为递延剥离费用计算的废物运输费用将大大低于此前指引，BP33 的早期工程成本随着活动的暂停而降低，公司支出大大降低。

表6: Finniss 矿山 2024 财年指引

	FY2024 (Original)	FY2024 (Revised)
生产 (考虑天气情况)		
产量 (万吨)	8~9	9~9.5
品位	5.50%	4.77%
销量 (万吨)	9~10	8~9
精粉销售 (万吨)	8.5~9.5	已销售 4.63 万吨，未来是否销售取决于市场状况
成本和资本支出		
现金运营成本 (澳元/吨, FOB, 不含特许权使用费)	1470~1570	1350~1400
现场维持性资本 (万澳元)	2000~2500	2200~2300
递延剥离 (万澳元)	4500~5000	300
增长支出		
BP33 早期工程 (万澳元)	4500~5000	3600~3700
勘探和可研支出 (万澳元)	3500~4000	2700~2900
特许权使用费		
北领地	8%~10%	2%
Lithium Royalty Corp	2.50%	2.50%

数据来源: Core Lithium 公司公告、开源证券研究所

注: (1) 截至 2024 年 6 月 30 日的 6 个月内的现金运营单位成本中不包括用于维护 Grants 露天矿的维护和保养成本以及复员成本，估计为 300 万至 350 万澳元；(2) 特许权使用费为占总收入比例。

7.3、成本: 预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 7.8~8.0 万元/吨

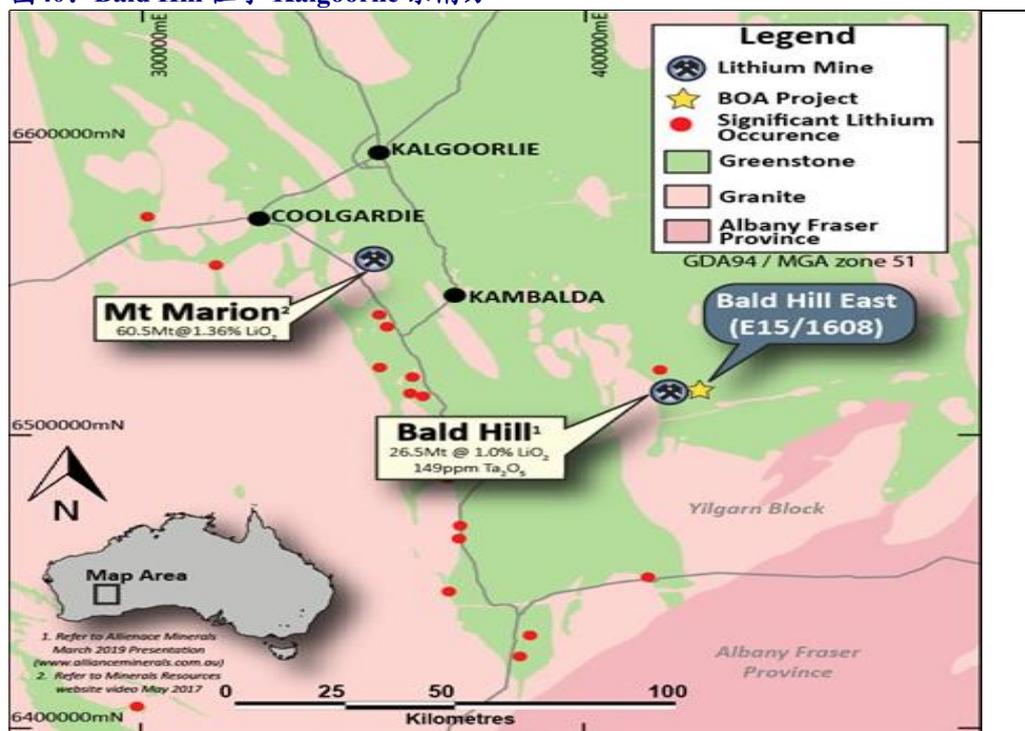
2023Q3, Mt Finniss 现金成本 (FOB, 不含特许权使用费) 为 904 澳元/吨, 考虑库存变动的单位运营成本为 1889 澳元/吨, 环比提高 12%, 主要系剥采比降低, 导致更高比例的采矿成本被计为费用 (而不是资本化); 2023Q3, Mt Finniss 现金成本 (FOB, 含特许权使用费) 为 1067 澳元/吨, 测算得出 2023Q3 特许权使用费为 163 澳元/吨, 约为当期销售价格的 4%, Mt Finniss 特许权使用费由两部分构成: (1) 向北领地缴纳当年生产净值的 20%; (2) 向 Lithium Royalty Corp 支付总收入 2.5% 的特许权使用费。此前预计 2024 财年支付给北领地的有效特许权使用费将在总收入的 8-10% 之间, 伴随锂精矿价格下行, Core Lithium 预计该比例将在 2024 财年下调至 2%。我们以单位运营成本+特许权使用费测算 2023Q3Mt Finniss 的运营成本,

得出单吨碳酸锂成本约为 10.3 万元/吨，2023Q4 约为 12.1 万元/吨，主要系精矿品位下降导致单吨碳酸锂所需精矿实物量更多。根据 Core Lithium 给予的 2024 财年指引，我们测算 Mt Finnis 2024 财年单吨碳酸锂成本约为 9.2~9.5 万元/吨，全成本约为 9.5~9.8 万元/吨。

8、Bald Hill: Mineral Resources 完成收购，但现金成本较高

Bald Hill 锂和钽矿位于 Goldfields-Esperance 地区，距离 Kalgoorlie 东南约 105 公里，起初 Tawana Resources 与 Alliance Mineral Assets Limited 成立了一家各占 50% 股份的合资企业，共同开发该项目，后来两家公司合并，Alliance Mineral Assets 成为该矿的 100% 所有者，2019 年 7 月，Alliance 正式更名为 Alita Resources，Mineral Resources 于 2023 年 11 月收购了该矿。该项目预计年产 15.5 万吨锂精矿 (SC5.5)，生产的锂辉石通过公路运往 Esperance 港出口到全球市场。截至 2018 年 6 月 6 日，Bald Hill 所包含矿石资源量为 2650 万吨，平均氧化锂品位 1%，折合约 65.5 万吨 LCE，包含矿石资源储量为 1130 万吨，平均氧化锂品位 1%，折合约 27.9 万吨 LCE。

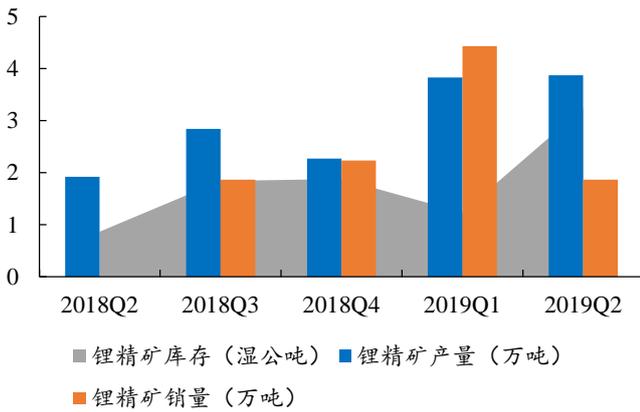
图40: Bald Hill 位于 Kalgoorlie 东南方



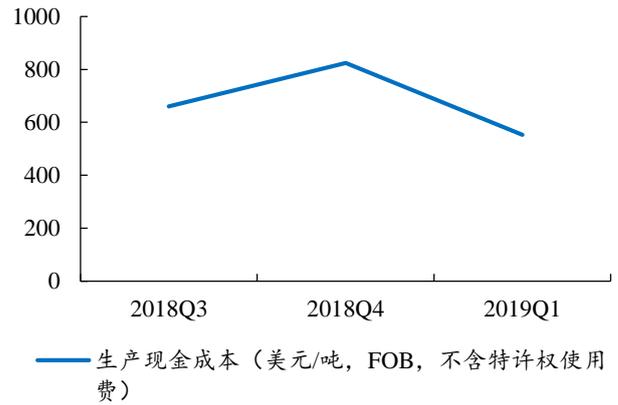
资料来源: Boadicea Resources 公司公告

Bald Hill 设计产能为 15 万吨/年 (SC6)，2018 年 3 月试生产，2018 年 7 月正式运营，2019 年 8 月宣布破产即停产，2023 年 11 月 Mineral resources 完成收购后，截至 2023 年年底为 Mineral Resources 贡献 2.6 万吨锂精矿产量。

复盘 Bald Hill 2018~2019 年生产情况，Bald Hill 在 2018Q2 投产，经历大约四个季度的爬坡，2019Q1 产能利用率基本达满，2023 年 11~12 月产量达 2.6 万吨，满产运行；从现金生产成本角度来看，2018Q2~Q4 矿山处于爬坡阶段，整体成本水平较高，2019Q1 进入正常运行阶段，该季度现金生产成本 553 美元/吨 (FOB，不含特许权使用费)，据此测算单吨碳酸锂 CIF 现金成本约 5.6 万元，全成本约 6.4 万元。

图41: Bald Hill 于 2018Q2 开始运营


数据来源: Alita 公司公告、开源证券研究所

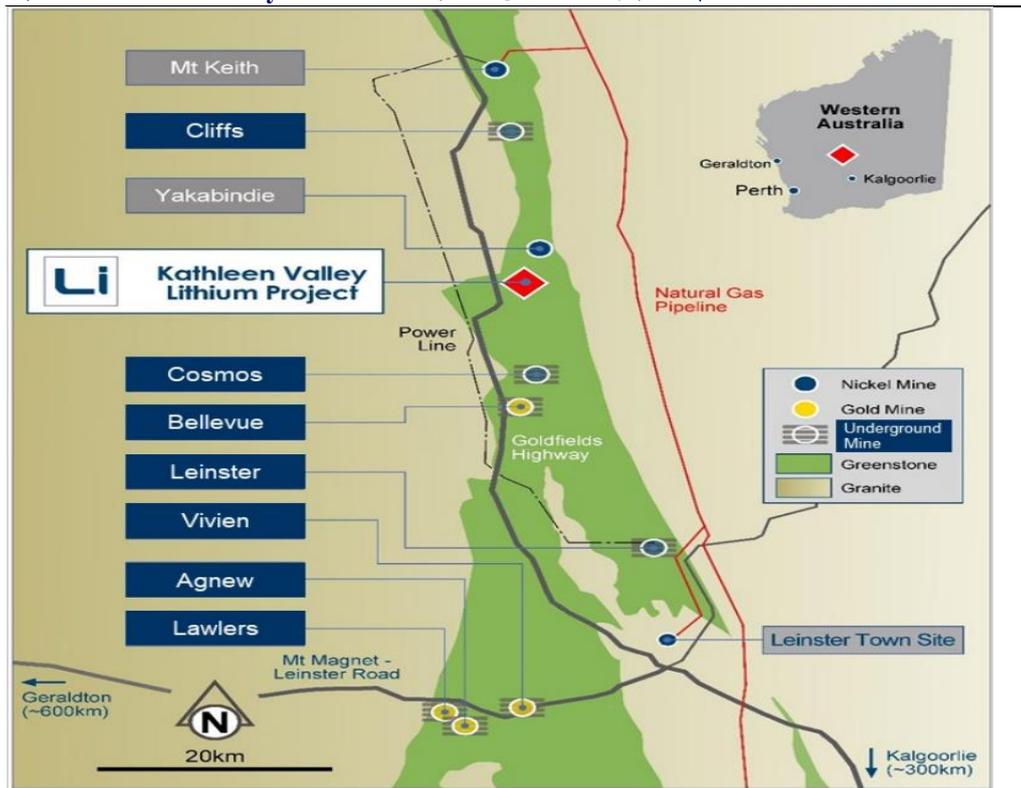
图42: Bald Hill 历史平均现金生产成本 679 美元/吨


数据来源: Alita 公司公告、开源证券研究所

9、Kathleen Valley: 300 万吨项目按期推进, 扩建项目推迟

Kathleen Valley 锂矿项目位于西澳大利亚州东北部金矿区, 距珀斯东北部约 680 公里, 距 Kalgoorlie 北部约 400 公里。该项目交通便利, 有密封的高速公路与 Geraldton 和 Esperance 的矿石出口港相连。截至 2021 年 4 月, 该项目所包含的矿产资源量估计为 1.56 亿吨, 氧化锂平均品位为 1.4%, 折合约 539 万吨 LCE, 所包含的矿石储量约为 6850 万吨, 氧化锂平均品位为 1.34%, 折合约 227 万吨 LCE。Kathleen Valley 锂矿项目一期产能已优化为 300 万吨/年原矿, 约 50 万吨/年锂精矿产能, 原计划在投产后第 6 年扩产至 400 万吨原矿, 年产约 70 万吨精矿, 但目前受锂价下行影响扩建项目进展已推迟。

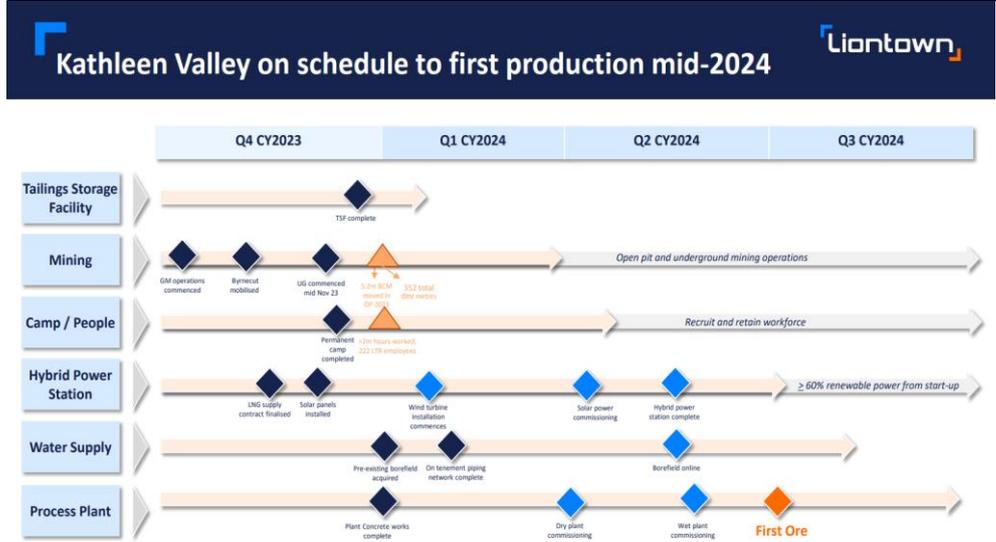
Kathleen Valley 现金成本 (不含特许权使用费, FOB) 651 澳元/吨, 我们测算折单吨碳酸锂现金生产成本约 5.2 万元/吨。据 Kathleen Valley 可研报告, 该项目矿山寿命内现金运营成本 (不含特许权使用费, FOB) 为 327 美元/吨, 该矿山需按照精矿售价的 5% 向西澳大利亚州缴纳特许权使用费、2% 向第三方私人缴纳特许权使用费以及 Tjiwarl 土著产权使用费, 根据可研报告, 按照 1392 美元/吨 (FOB) 的精矿价格测算, 需缴纳 98 美元/吨特许权使用费, 则现金运营成本 (FOB, 含特许权使用费) 为 425 美元/吨。Liontown 在 2023Q3 季度报告中调整了成本指引, 预计从 2025 年 1 月开始的 10 年内平均现金成本 (不含特许权使用费, FOB) 为 651 澳元/吨, 我们测算得出该矿山在矿山寿命内的单吨碳酸锂现金成本约为 5.2 万元/吨, 全成本约为 6.0 万元/吨, 但该矿山无论是矿石储量规模、还是矿石品位都不及 Mt Holland, 我们认为在当下锂价市场环境下, 该矿山运营初期也难以实现盈利。

图43: Kathleen Valley 锂矿项目位于西澳大利亚州东北部


资料来源: Liontown 公司公告

300 万吨选矿项目投产指引不变，扩建至 400 万吨项目进展推迟。Kathleen Valley 项目已于 2023 年底完成了 72% 以上的工作，该项目仍按预算和计划于 2024 年年中首次投产。由于锂辉石价格大幅下跌，公司已开始对 Kathleen Valley 的计划扩建和相关提升进行审查，以保护资本并减少项目的近期资金需求。项目审查包括研究推迟之前宣布的年产 400 万吨地下开发工作的时间、调整采矿计划的顺序以及额外成本优化的范围。公司目前正在建设的年产 300 万吨的选矿厂产能设计不变。2023 年 10 月 19 日，公司宣布已与银团贷款人就 7.6 亿澳元的一揽子债务融资签署了承诺函和信贷批准条款书，但尚需双方就正式文件和其他常规先决条件达成一致。因此 2023 年 10 月 19 日宣布的承诺函将终止，银团内的贷款人已告知公司，他们将制定更小、更灵活的融资方案以支持项目继续前进。

图44：仍然预计在 2024 年中期实现首次投产

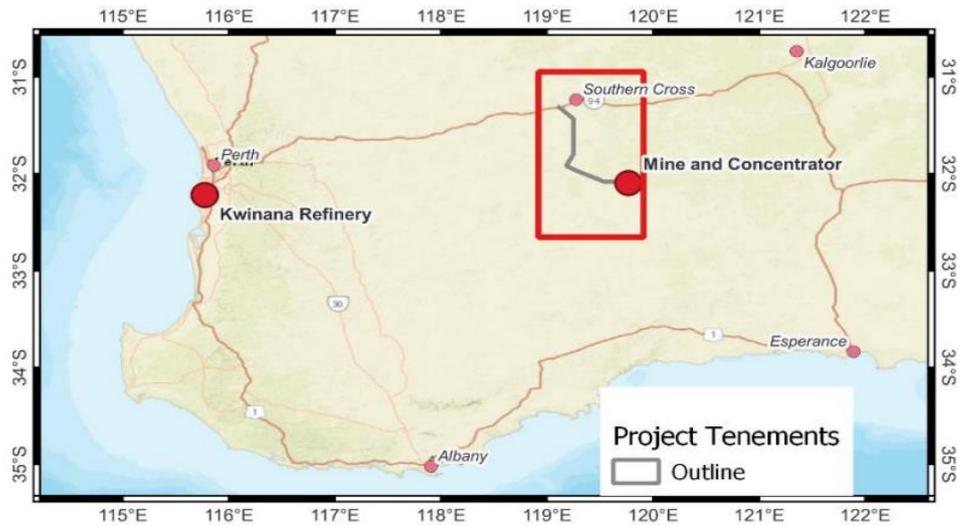


资料来源：Liontown 公司公告

10、Mt Holland：选矿厂爬坡期间成本高难盈利，加工厂才是重头戏

Mt Holland 锂项目是西澳大利亚的一个综合锂项目，包括位于南十字星居住区东南 120 公里处 Mt Holland 的露天矿和锂选矿厂，以及位于距离 Fremantle 港 26.5 公里处奎纳纳镇的氢氧化锂加工厂。据 Mt Holland 技术报告，Mt Holland 项目所包含矿石资源量约 1.86 亿吨，氧化锂平均品位 1.53%，折合约 703 万吨 LCE，总储量约 8390 万吨，氧化锂平均品位 1.57%，折合约 325 万吨 LCE。Mt Holland 锂精矿设计产能 38.3 万吨/年 (SC5.5)，锂盐加工厂设计产能约 5 万吨氢氧化锂。

Mt Holland 技术报告中氢氧化锂运营成本仅 4989 美元/吨。据 Mt Holland 技术报告，该项目单位氢氧化锂运营成本预计为 4989 美元/吨，折合约 3.5 万元/吨，其中采选成本占 50%，冶炼成本占 39%，公司费用占 7%，特许权使用费占 4%，根据《采矿法》及相关法规，锂精矿销售额或在未销售但用作氢氧化锂或碳酸锂生产原料的情况下，应支付该原料价值的 5% 为特许权使用费。其中氢氧化锂的采选成本约为 2495 美元/吨，假设按照 8 吨锂精矿生产 1 吨氢氧化锂测算，单吨锂精矿采选成本约为 312 美元/吨。

图45: Mt Holland 邻近 Fremantle 港


资料来源:《Mt Holland 技术报告》_SQM

选厂爬坡期间成本高难盈利，加工厂才是重头戏。 Mt Holland 锂精矿选厂于 2023Q4 投产，目前处于爬坡阶段，预计爬坡时间将持续至 2024 年年底，甚至会略微超过该时间点，预计 2024 财年（2023H2+2024H1）Wesfarmers 将获得其 5 万吨锂精矿产量，据此测算 Mt Holland 2024 财年锂精矿产量约 10 万吨，但销售将取决于包括现货价格在内的商业因素，目前已与一级主机厂和电池客户就临时锂精矿的销售达成承购安排，但按照目前的锂精矿价格，由于爬坡期间生产成本较高，锂精矿的销售将不会贡献正收益。截至 2023 年年底，Kwinana 加工厂的建设已完成 65%，仍计划在 2025H1 实现首次投产。

11、投资建议

澳矿当下减产程度难对供给过剩格局有实质性影响。据我们统计，截至目前为止仅 Greenbushes 和 Mt Cattlin 有明确减产计划，Greenbushes 2024 财年产量指引下调 10 万吨至 130~140 万吨，指引减少约 1.25 万吨 LCE，Mt Cattlin 为优化成本决定进行减产，2024 自然年销量指引为 13 万吨，较 2023 年的 20.5 万吨减少 7.5 万吨精矿，折合约 0.95 万吨 LCE；Mt Finnis 于 2024 年 1 月 5 日宣布暂停矿石开采，对 2024 财年矿山产量指引影响并不大，预计矿石库存能够维持选厂运营至 2024 年年中，若此后矿山仍处于暂停状态，预计近两年每年将减少约 8~9 万吨精矿的供给，折合约 1 万吨 LCE；可见上述三座矿山减产或停产对目前的供需过剩格局并没有太大影响。从成本端来看，锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动，此外，目前澳洲在建项目建设进度多符合预期，但能否贡献销售多取决于市场条件，2025 年后的远期规划部分暂停。

澳洲部分矿山下调指引，预计 2024H1 澳洲锂精矿产量较 2023H2 减少。据我们统计，2023Q4 澳洲锂精矿产量 86.7 万吨（SC6），同比+21%，环比+4%，销量 77.3 万吨（SC6），同比+10%，环比+3%；2023 年全年澳洲锂精矿产量 321.1 万吨（SC6），同比+33%，销量 299.3 万吨（SC6），同比+26%。展望 2024 财年，结合各公司指引，我们预计 2024 财年澳洲精矿产量中枢在 324 万吨（SC6），目前 2023H2 已实现约 170 万吨产量，预计 2024H1 澳洲锂精矿产量约 154 万吨（SC6），同比+2%，环比-9%。

成本优化将是 2024 财年澳矿企业的主要目标。根据我们统计测算，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~9.5 万元/吨，其中 Mt Finnis 和 Mt Holland 因处于爬坡期成本较高，但产量贡献不多，剔除上述两个矿山，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~6.5 万元/吨，成本最低锂矿为 Greenbushes，约 3.9 万元/吨，成本最高锂矿为 Mt Cattlin，约 6.5 万元/吨。我们预计 2024 财年澳洲矿企 CIF 碳酸锂现金成本 80%分位线约为 5.9 万元/吨，全成本 80%分位线约 6.7 万元/吨。因此我们预计锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

需求端来看，2023 年全球新能源车需求增速放缓，尤其是中国新能源车市场增速放缓导致锂盐需求增速放缓；供给端来看，澳矿、非矿、南美盐湖等项目持续扩张，虽绿地项目多有延期，但预计在 2024 年个项目将陆续投产、爬坡，释放放量，供需格局转向过剩。截至目前停产、减产项目较少，锂行业产能出清尚未开始，我们预计 2024 年锂价都将处于寻底阶段。锂价底部将提高成本对盈利能力的影响，我们认为具有产量弹性且成本位居左侧或具有降本空间的企业具有一定优势，受益标的有藏格矿业、永兴材料、中矿资源。

表7：受益公司估值对比表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
000408.SZ	藏格矿业	29.43	3.58	2.46	2.47	3.33	7.26	11.95	11.89	8.85	未评级
002756.SZ	永兴材料	54.41	15.24	6.99	5.49	5.78	6.05	7.78	9.92	9.42	未评级
002738.SZ	中矿资源	37.41	7.14	4.00	4.73	5.57	9.34	9.36	7.91	6.72	未评级

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：盈利预测均来自于 Wind 一致预期（数据截至 2024 年 3 月 3 日）

12、风险提示

- (1) 全球新能源汽车销量不及预期，欧洲、美国增长不及预期，加剧供需矛盾；
- (2) 全球储能装机规模增长不及预期，需求端恶化，加剧供需矛盾；
- (3) 澳矿项目供给释放超预期，在运营项目产销超预期增长，在建项目 Kathleen Valley 投产、爬坡进度超预期，目前采矿端停产的 Finnis 以及产量减少的 Cattlin 若改变计划停产/减产计划都将导致供给端超预期释放；
- (4) 南美盐湖、非洲锂精矿等项目超预期贡献增量，加剧供需过剩；
- (5) 海外地缘政治风险。地缘政治风险对锂盐需求端造成不利影响，可能会影响锂盐价格波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn