

2024年03月14日

有色金属

SDIC


行业深度分析

证券研究报告

资源为王：全球锂矿 23 年四季报更新

目 2023 年 Q4 锂资源生产情况汇总：产销持续增长，价格下行拖累营收

2023 年 Q4 西澳地区锂精矿产销量同/环比稳定上升。2023 年 Q4 西澳地区主要锂矿山生产锂精矿合计约 52.7 万吨(不含 Greenbushes)，同比+34.54%，环比+15.09%；销售锂精矿合计 53.4 万吨(不含 Greenbushes)，同比+42.25%，环比+28.97%。产销率方面，Mt Marion、Wodgina 产销率为 103.6%、123.48%，环比增加 3.6pct、67.7pct，而 Mt Cattlin、Pilbara 产销率为 85.98%、90.85%，环比减少 19.6pct、10.7pct。

2023 年 Q4 澳洲锂精矿平均销售价格环比持续下滑。2023 年 Q4 主要企业精矿价格如下：

- ✓ 格林布什精矿（化学和技术级）平均售价达到 3016 美元/吨，环比 -19.4%。
- ✓ Mt Marion 锂精矿平均售价 1071 美元/吨，环比 -42.7%。
- ✓ Pilbara 锂精矿（SC 5.3）售价 1113 美元/吨，环比 -50.3%
- ✓ Mt Cattlin 锂精矿平均售价 763 美元/吨，环比 -70.9%。
- ✓ SYA 锂精矿平均售价 946 澳元/吨，环比 -52.3%。
- ✓ Core 锂精矿以平均暂定价格 1418 美元/吨售出，环比 -52%。

目 2023 年 Q4 南美盐湖生产情况汇总：量增价减，矿企扩产积极性受挫

量：2023 年 Q4 Olaroz 项目碳酸锂产量为 4144 吨，同比-3%、环比-7%，碳酸锂销量为 6991 吨，同比+123%、环比+54%，2023 年 Q4 SQM 锂盐出货 51000 吨，同比+19%、环比+19%。

价：2023 年 Q4 SQM 锂产品均价 1.60 万美元/吨，同比-73%、环比-47%。2023 年 Q4 Olaroz 项目碳酸锂销售均价 1.36 万美元/吨，同比-71%、环比-48%，碳酸锂整体价格下滑明显。

业绩及指引：(1) Livent 公布 24 年业绩指引：2024 年公司计划销售氢氧化锂 2.4 万-2.6 万吨 LCE，销售碳酸锂 2.5 万-2.8 万吨 LCE，其他种类锂盐 0.25 万吨 LCE，合计 5.2 万-5.7 万吨 LCE，同比+40%。2024 年公司计划销售锂精矿小于 13 万吨，同比-36.59%。追求协同作用及成本降低，2024 年公司将节约成本 0.6 亿-0.8 亿美元，2024 年全年资本开支预计为 5.5 亿-7.5 亿元。(2) 雅保下调 24 财年资本支出指引：雅保宣布将重新规划投资项目，优化成本结构，以维持长期财务灵活性，在短期内释放超过 7.5 亿美元的现金流。预计其 2024

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价 (元)	评级

行业表现


资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.5	3.0	1.6
绝对收益	13.3	9.2	-9.0

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinj1@essence.com.cn

洪璐 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524010005

honglu1@essence.com.cn

相关报告

美元指数下行利好金属价格，金价创新高配置价值凸显	2024-03-10
复工缓慢工业金属偏弱震荡，供应扰动能源金属价格反弹	2024-03-03
铜精矿供给扰动增加，关注节后下游需求复苏	2024-02-25
2024 年春节假期有色金属市场回顾	2024-02-17
铜精矿紧张格局持续，非农偏强市场降息预期调整	2024-02-04

年的资本支出为 16 亿-18 亿美元，低于 2023 全年（约 21 亿美元）。

（3）SQM 公布资本开支规划：预计 2024-2025 年公司资本支出总额为 17 亿元，含 0.7 亿美元的维护费用。

投资建议：随着全球锂矿山探采项目逐步建成达产，资源端持续放量，矿企产销量稳定增长；然而销售价格的不不断下探，进一步推升了销量的同时也拖累了公司业绩。从长期来看，需求端，新能源行业发展确定性较高，需求稳定增长；供给端，不断下探的锂价已触及部分矿企成本线，矿企生产积极性受挫，或选择暂停或延缓项目建设进程以降本增效。因此认为锂价后续继续下探空间不大，上涨弹性较高，具备高锂精矿自给率企业仍具备较高利润弹性。建议关注赣锋锂业、中矿资源、天齐锂业、永兴材料、盛新锂能、藏格矿业、盐湖股份、雅化集团、西藏矿业、川能动力、蓝晓科技等。

■ **风险提示：**需求不及预期，锂价大幅波动，供给释放超预期。

目 录

1. 2023 年 Q4 锂资源生产情况汇总：产销持续增长，价格下行拖累营收	5
1.1. 锂精矿生产情况汇总：产能逐步释放，矿山端持续放量	5
1.2. 南美盐湖生产情况汇总：量增价减，矿企生产积极性受挫	7
2. 2023 年 Q4 全球锂企生产情况梳理：产销稳步提升，价格下滑拖累营收	8
2.1. IGO：Q4 量减价滑成本升，奎纳纳进展不及预期	8
2.2. Arcadium：Allkem 和 Livent 合并完成，Q4 业绩均环比下滑	9
2.3. Pilbara：Q4 产销量持续提升，价格下滑拖累营收	11
2.4. MinRes：产销大幅提升，成本稳步降低	12
2.5. CXO：Q4 暂停原矿开采以降低成本，调整 24 财年指引以适应生产	14
2.6. 雅保：Q4 业绩环比下滑，公司积极降本以求增效	15
2.7. Atlas：DMS 工厂建设进展顺利，预计于 2024Q4 实现首次生产	15
2.8. SQM：销量增长状态持续，价格疲软拖累营收	16
2.9. Sayona：Q4 产量提升销量减，成本增加库存累	17
2.10. Liontown：Kathleen Valley 预期 24 年中投产，因价格下跌扩产计划暂缓 ...	18
2.11. LEO：股票仍为停牌状态，赣锋增购 Goulamina 项目股份	19
3. 投资建议	21

目 录

图 1. 西澳锂精矿产量情况（吨）	5
图 2. 西澳锂精矿销售情况（吨）	5
图 3. 西澳锂精矿产销率情况	5
图 4. 我国锂精矿进口量（吨）	6
图 5. 我国锂精矿进口均价（美元/吨）	6
图 6. 我国锂盐进口量（吨）	8
图 7. 我国锂盐进口均价（美元/吨）	8
图 8. Livent 营收及环比增速	10
图 9. Livent 净利润变化	10
图 10. 钻探场景	12
图 11. 截至 2024 年 1 月 17 日破碎和矿石分拣设施基础	12
图 12. POSCO 合资项目图	12
图 13. 截至 2024 年 1 月 21 日 P1000 项目建设情况	12
图 14. Mt Marion 精矿产销情况	13
图 15. Mt Marion 精矿价格（美元/吨）	13
图 16. 实现未来生产的明确途径	16
图 17. 模块化 DMS 锂加工厂的三维模型-1	16
图 18. 模块化 DMS 锂加工厂的三维模型-2	16
图 19. 2023 年 Q4 SQM 锂业务量价情况	17
图 20. 2023 年 Q4 SQM 锂业务营收（百万美元）	17
图 21. 2023 年回收率及产能利用率情况	18
图 22. 2023 年月度锂精矿产量情况	18
图 23. Kathleen Valley 项目位置和地质图	19
图 24. Goulamina 项目钻探示意图	20

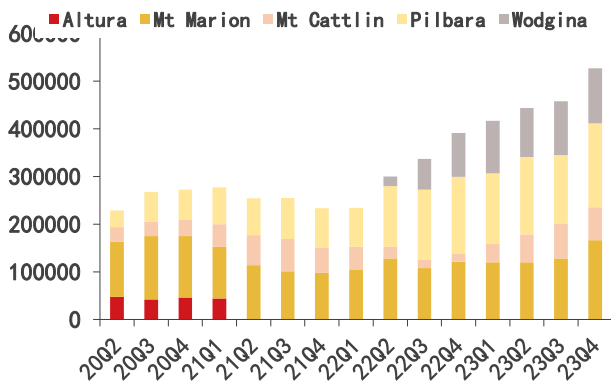
表 1: 2023 年 Q4 全球锂精矿企业产销情况更新.....	6
表 2: 全球盐湖企业 2023 年 Q4 生产经营情况跟踪.....	8
表 3: 格林布什生产情况.....	9
表 4: 奎纳纳氢氧化锂精炼厂 (100%权益).....	9
表 5: Olaroz 生产经营情况.....	10
表 6: Mt Cattlin 生产经营情况.....	10
表 7: 24 年全年生产指引.....	11
表 8: Pilbara 生产经营情况.....	11
表 9: Mt Marion 生产经营情况.....	13
表 10: Wodgina 生产经营情况.....	13
表 11: Wodgina 锂电池化学品生产经营情况.....	14
表 12: CXO 四季度生产经营情况.....	14
表 13: 24 财年生产指引修改情况.....	15
表 14: 雅保业绩情况.....	15
表 15: 雅保业绩指引.....	15
表 16: 累进资源费率情况.....	17
表 17: 2023 年 Q4NAL 运营情况表.....	18
表 18: Kathleen Valley 项目资源估计量 (2021 年 4 月).....	19

1. 2023 年 Q4 锂资源生产情况汇总：产销持续增长，价格下行拖累营收

1.1. 锂精矿生产情况汇总：产能逐步释放，矿山端持续放量

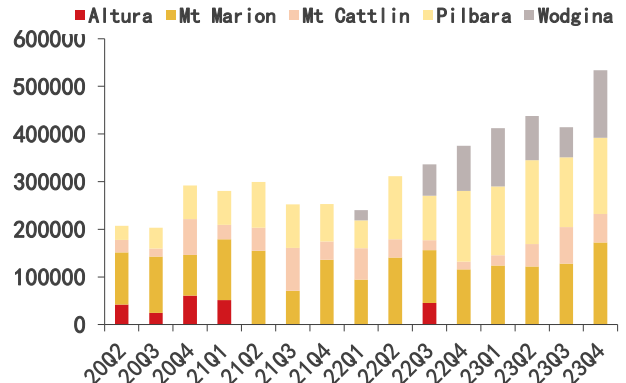
2023 年 Q4 西澳地区锂精矿产销量同/环比稳定上升。2023 年 Q4 西澳地区主要锂矿山生产锂精矿合计约 52.7 万吨（不含 Greenbushes），同比+34.54%，环比+15.09%；销售锂精矿合计 53.4 万吨（不含 Greenbushes），同比+42.25%，环比+28.97%。产销率方面，Mt Marion、Wodgina 产销率为 103.6%、123.48%，环比增加 3.6pct、67.7pct，而 Mt Cattlin、Pilbara 产销率为 85.98%、90.85%，环比减少 19.6pct、10.7pct。

图1. 西澳锂精矿产量情况（吨）



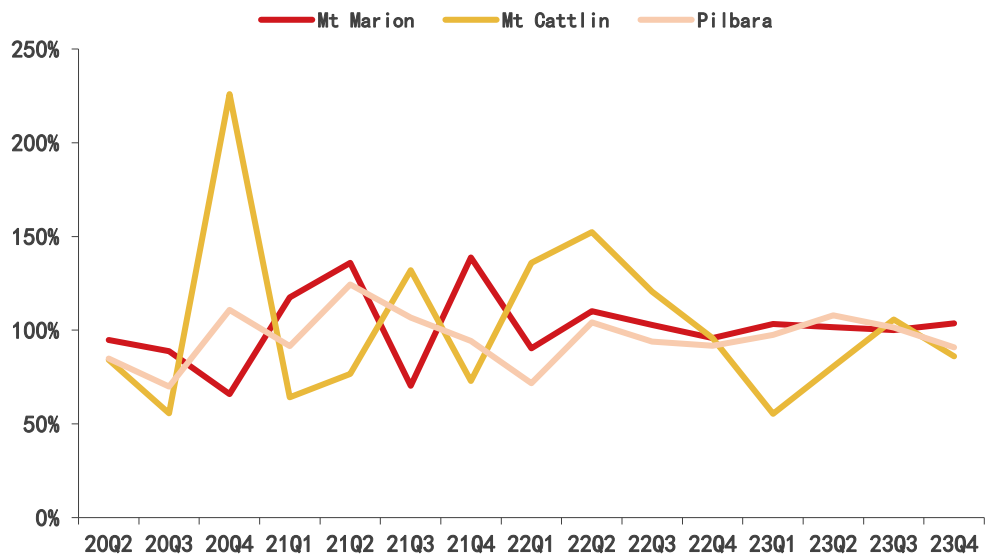
资料来源：各公司公告，国投证券研究中心
备注：不含 Greenbushes

图2. 西澳锂精矿销售情况（吨）



资料来源：各公司公告，国投证券研究中心
备注：不含 Greenbushes

图3. 西澳锂精矿产销率情况



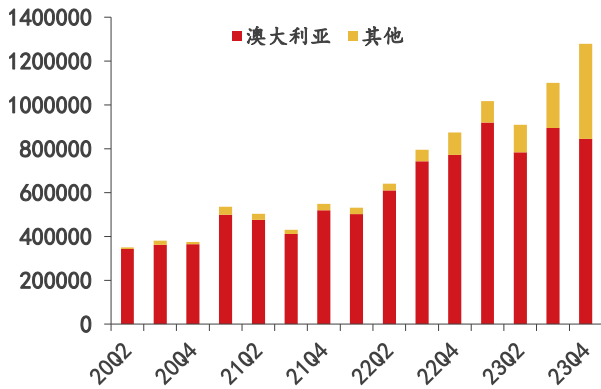
资料来源：各公司公告，国投证券研究中心

2023 年 Q4 澳洲锂精矿平均销售价格环比持续下滑，2023 年 Q4 主要企业精矿价格如下：

- ✓ 格林布什精矿（化学和技术级）平均售价达到 3016 美元/吨，环比 -19.4%。
- ✓ Mt Marion 锂精矿平均售价 1071 美元/吨，环比 -42.7%。
- ✓ Pilbara 锂精矿（SC 5.3）售价 1113 美元/吨，环比 -50.3%
- ✓ Mt Cattlin 锂精矿平均售价 763 美元/吨，环比 -70.9%。
- ✓ SYA 锂精矿平均售价 946 澳元/吨，环比 -52.3%。
- ✓ Core 锂精矿以平均暂定价格 1418 美元/吨售出，环比 -52%。

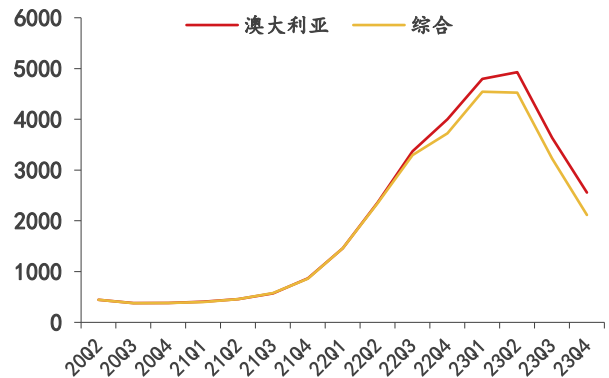
从进出口数据来看，2023年Q4我国海关进口锂精矿127.82万吨，同比+46.29%、环比+16.20%，其中澳矿占比有所下滑，占比66.10%，环比减少15.16pct。另外2023年Q4我国进口锂精矿均价为2118美元/吨，环比-34.40%，其中澳洲进口锂精矿均价为2556美元/吨，环比-29.91%。

图4. 我国锂精矿进口量 (吨)



资料来源：海关官网，国投证券研究中心

图5. 我国锂精矿进口均价 (美元/吨)



资料来源：海关官网，国投证券研究中心

表1: 2023年Q4全球锂精矿企业产销情况更新

矿山	产量 (万吨)	销量 (万吨)	价格 (美元/吨)	最新动态
Greenbushes	35.8 (-14%)	27.5 (-30%)	3016	(1) 产销情况: 2023年Q4产销量依次为35.8、27.5万吨，同比变动-6%、-29%，环比变动-14%、-30%；2024财年产量累计77.1万吨，高于业绩指引65万-70万吨。 (2) 价格及成本: Q4精矿平均实际售价3016美元/吨(F0B澳大利亚)，环比变动-19%。Q4精矿现金成本为357澳元/吨，环比变动+36%，高于280-330澳元/吨的指导区间；主要受矿石品位下降(Q3品位2.4%，Q4品位2.2%)，以及本季度较低的产量影响。
Mt Marion	16.6 (+30%)	17.2 (+34%)	1071	(1) 产销情况: 2023年Q4产销量依次为16.6、17.2万吨，同比变动+38%、+48%，环比变动+30%、+34%，销量折12.0万吨SC6，同比变动+59%、环比变动+52%。 (2) 价格情况: 价格持续下滑，Q4收到的锂精矿平均售价为1071美元/吨(SC6价格为1060美元/吨)，环比变动-42.73%。 (3) 成本情况: 2023年H2，平均F0B成本为548澳元/吨(SC6的F0B成本为844澳元/吨，低于1150-1250澳元/吨的指导成本)，预计到2024年7月，成本将进一步降至500澳元/吨。
Mt Cattlin	6.98 (-3.8%)	6.00 (-21.7%)	763	(1) 产销方面: 2023年Q4精矿产量为69789吨，同比变动+325.4%、环比变动-3.8%；精矿销量为60008吨，同比变动+282.2%、环比变动-21.7%。2023年全年锂精矿产销量分别为239312吨、204979吨，同比变动+123%、+46%。 (2) 价格及收入: Q4锂精矿CIF平均售价763美元/吨，同比变动-85.6%，环比变动-70.9%；销售收入为0.46亿美元，同比变动-44.6%，环比变动-77.1%。2023年全年年均售价2785美元/吨，同比变动-36%，全年销售收入为5.71亿美元。
Wodgina	11.5 (+2%)	14.2 (+129%)	-	(1) 产销情况: 2023年Q4产销量依次为11.5、14.2万吨，同比变动+26%、+49%，环比变动+2%、+129%。 (2) 成本情况: 2023年H2，平均F0B成本为845澳元/吨(SC6的F0B成本为875澳元/吨，位于875-950澳元/吨的指导成本区间底部)，随着矿石品位的逐步提升，预计到2024年9月，F0B成本将进一步降至550澳元/吨。 (3) 锂电池化学品产销情况: 2023年Q4锂电池化学品产、销量依次为6798、6474吨，环比变动+42%、+52%，Q4实现平均价格为18712美元/吨，环比变动-45.02%。
Pilbara	17.6 (+22.0%)	15.99 (+9.3%)	1113	(1) 产销情况: Q4矿石开采量为161.87万吨，同比变动+47.7%，环比变动+14.7%；产销量依次为17.60、15.99万吨，同比变动+8.5%、+7.6%，环比变动+22.0%、+9.3%。 (2) 价格及成本: Q4精矿售价(SC5.2%，CIF中国)为1113美元/吨，SC6.0%，CIF中国)为1280美元/吨，环比变动-50.3%。受价格大幅下滑影响，公司Q4营收下滑为2.64亿美元，环比变动-46%。Q4单位运营成本(F0B)为416美元/吨，环比变动-15%，主要是受益于产量增加推动的销量上

升带来的成本下降；单位运营成本（CIF）为 523 美元/吨，环比变动-20%，原因在于收入下降导致权益金降低。

Core	2.89 (+39.4%)	3.1 (+31.1%)	1418	(1) 公司公告现已暂停 BP33 项目建设和 Grants 矿场的露天开采作业，并表示会继续处理销售已有的矿石库存。 (2) 产销情况：2023 年 Q4 锂精矿产销量依次为 2.89、3.1 万吨，环比变动 +39.36%、+31.14%。锂辉石精矿以平均暂定价格 1,418 美元/吨售出，由于锂辉石精矿市场价格大幅下跌，价格比 2023Q3 低 52%。 (3) 成本及库存：Q4 单位现金运营成本为 1953 澳元/吨，环比变动+3%。Q4 末原矿库存为 28.9 万吨，环比变动+56.22%，公司称目前矿石库存应足以继续生产销售锂精矿至 24 年 Q2。
NAL	3.4 (+9%)	2.4 (-50%)	946 (澳元)	(1) 产销情况：2023 年 Q4 矿石开采量为 32.24 万吨，环比变动+44%，锂精矿产量为 3.4 万吨，环比变动+9%；销量为 2.4 万吨，环比变动-50%；23 年 H2 合计锂精矿产销量为 6.57、7.22 万吨。 (2) 价格及成本：Q4 实现精矿平均售价 946 澳元/吨 (FOB)，环比变动-52%，单位运营成本 FOB 为 1397 澳元/吨，环比变动+14%。成本增加的原因为 Q4 按计划大面积停产产生了额外的劳动力成本和备件成本，以及租用了额外的安全设备。
Kathleen Valley	-	-	-	(1) 资源情况：资源量确定+指示+推测约 1.56 亿吨 (Li2O 平均品位 1.4%)。 (2) 近期受锂精矿价格显著下降影响，Kathleen Valley 项目从 300 万吨/年扩大到 400 万吨/年的产能提升计划暂缓推进，后期扩产计划依市场价格表现确定。
Goulamina	-	-	-	(1) 资源情况：Goulamina 锂辉石项目的确定、指示、推断锂矿石资源总量约 2.11 亿吨，平均 Li2O 品位为 1.37%，其中 Li2O 确定、指示、推断资源总量为 289 万吨，预测 Li2O 回收率为 80%，可开采年限超过 21 年。
Atlas	-	-	-	(1) 公司拥有巴西最大的硬质锂矿-Gerais。Gerais 锂矿位于巴西东南部地区，矿区面积超过 240 平方千米，精矿品位 5.23%。公司计划 2024 年 Q2 完成一、二期项目的可行性研究，2024 年 Q3 完成最新资源量测算。其中，一期规划产能为 15 万吨/年，预计于 2024Q4 投产，二期规划产能为 30 万吨/年，预计于 2025 年中期投产。

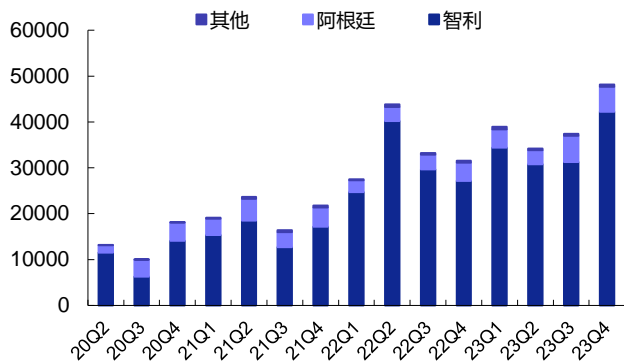
资料来源：各公司公告，国投证券研究中心

备注：括号中为当季环比变动

1.2. 南美盐湖生产情况汇总：量增价减，矿企生产积极性受挫

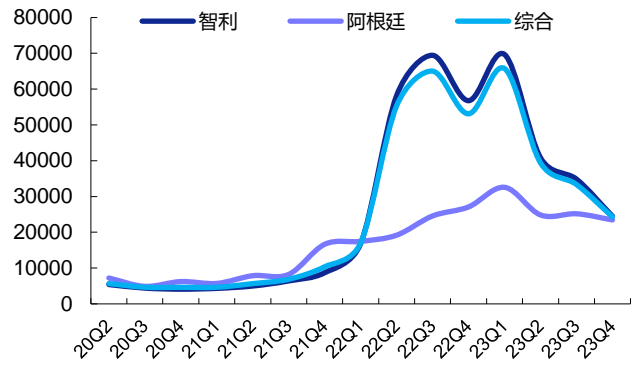
- **量**：2023 年第四季度 Olaroz 项目碳酸锂产量为 4144 吨，同比-3%、环比-7%，碳酸锂销量为 6991 吨，同比+123%、环比+54%，2023 年第四季度 SQM 锂盐出货 51000 吨，同比+19%、环比+19%。
- **价**：2023 年第四季度 SQM 锂产品均价 1.60 万美元/吨，同比-73%、环比-47%。2023 年第四季度 Olaroz 项目碳酸锂销售均价 1.36 万美元/吨，同比-71%、环比-48%，碳酸锂整体价格下滑明显。
- **业绩及指引**：
 - (1) Livent 公布 24 年业绩指引：2024 年公司计划销售氢氧化锂 2.4 万-2.6 万吨 LCE，销售碳酸锂 2.5 万-2.8 万吨 LCE，其他种类锂盐 0.25 万吨 LCE，合计 5.2 万-5.7 万吨 LCE，同比+40%。2024 年公司计划销售锂精矿小于 13 万吨，同比-36.59%。追求协同作用及成本降低，2024 年公司计划节约成本 0.6 亿-0.8 亿美元，2024 年全年资本开支预计为 5.5 亿-7.5 亿元。
 - (2) 雅保下调 24 财年资本支出指引：雅保宣布将重新规划投资项目，优化成本结构，以维持长期财务灵活性，在短期内释放超过 7.5 亿美元的现金流。预计其 2024 年的资本支出为 16 亿-18 亿美元，低于 2023 全年（约 21 亿美元）。
 - (3) SQM 公布资本开支规划：预计 2024-2025 年公司资本支出总额为 17 亿元，含 0.7 亿美元的维护费用。
- 从进出口数据来看，2023 年 Q4 我国海关进口锂盐 48139 吨，同比+52.46%、环比+28.61%，其中智利占比达 87.68%。另外 2023 年 Q4 我国进口碳酸锂均价为 2.43 万美元/吨，环比-27.08%，其中智利进口锂盐均价 2.45 美元/吨，环比-29.70%。

图6. 我国锂盐进口量 (吨)



资料来源: 海关官网, 国投证券研究中心

图7. 我国锂盐进口均价 (美元/吨)



资料来源: 海关官网, 国投证券研究中心

表2: 全球盐湖企业 2023 年 Q4 生产经营情况跟踪

全球盐湖企业	产销量 (万吨)	价格 (美元/吨)	最新动态
ALB			<p>(1) 业绩情况: 2023 年销售净额为 96.17 亿美元, 同比变动+31%, 归属雅保的净收入为 15.73 亿美元, 同比变动-42%。其中 Q4 期间, 销售净额为 23.56 亿美元, 同比变动-10.1%、环比变动+1.9%; 归属雅保的净收入为 -6.18 亿美元, 同比变动-154.6%、环比变动-304%; adj. EBITDA 为 -3.15 亿美元, 同比变动-126.5%、环比变动-169.5%。</p> <p>(2) 合同结构调整: 预期 2024 年 2/3 的成交量是以指数为参考的可变价格合约, 平均期限 2-5 年, 滞后 3 个月; 剩余约 1/3 的成交量为短期合约。</p>
Olaroz	产量: 0.44 (-7%) 销量: 0.70 (+54%)	13564 (-48%)	<p>(1) 产销情况: 2023 年 Q4 Olaroz 项目碳酸锂产量为 4144 吨, 同比变动-3%、环比变动-7%, 碳酸锂销量为 6991 吨, 同比变动+123%、环比变动+54%。2023 年全年碳酸锂产销量分别为 17758 吨、17879 吨, 同比变动+27%、+33%。</p> <p>(2) 价格及收入: Q4 碳酸锂销售均价为 13564 美元/吨, 同比变动-71%、环比变动-48%, 销售收入为 0.96 亿美元, 同比变动-36%、环比变动-22%。2023 年全年碳酸锂销售均价为 27788 美元/吨, 同比变动-28%, 全年销售收入为 5.11 亿美元。</p>
SQM	销量: 16.9 (+85%)	16000 (-73%)	<p>(1) 业绩情况: 公司锂板块 2023 年度合计销量 16.9 万吨, 同比变动+85%; 其中 Q4 实现销量 5.1 万吨, 同比变动+19%, 环比变动+19%。</p> <p>(2) 价格及收入: 2023 年全年实现平均售价为 3.28 万美元/吨, 同比变动-37%; 其中 Q4 平均售价 1.6 万美元/吨, 同比变动-73%, 环比变动-47%。受售价大幅下滑影响, 2023 年全年锂板块收入为 51.8 亿美元, 同比变动-35%; Q4 锂板块收入为 7.91 亿美元, 同比变动-69%, 环比变动-38%。</p> <p>(3) 产能变化: 位于智利的碳酸锂项目产能扩产至 21 万吨/年, 加上澳洲荷兰山项目 50% 的权益对应 2.5 万吨/年的氢氧化锂产能、中国四川 3 万吨/年的氢氧化锂+硫酸锂产能, 预计在 25 年前, 公司合计产能将达到 26.5 万吨 LCE/年。</p> <p>(4) 资本开支规划: 2024-2025 年, 公司资本支出总额为 17 亿元, 含 0.7 亿美元的维护费用。</p>
Livent	-	-	<p>(1) Arcadium 由 Allkem 和 Livent 两公司合并而成, 并于 2024 年 1 月 4 日合并完毕, 将从 2024 年 Q1 开始公布新公司的综合业绩。</p> <p>(2) 业绩情况: 2023 年 Q4 收入 1.82 亿美元, 同比变动-17%、环比变动-14%, adj. EBITDA 为 0.91 亿美元, 同比变动-16%、环比变动-24%。2023 年全年收入 8.83 亿美元, 同比变动+9%, 略低于 2023 年业绩指引; adj. EBITDA 为 5.03 亿美元, 同比变动+37%, 靠近 5 亿美元的业绩指引区间底部。</p>

资料来源: 各公司公告, 国投证券研究中心

备注: 括号中为当季环比变动

2. 2023 年 Q4 全球锂企生产情况梳理: 产销稳步提升, 价格下滑拖累营收

2.1. IGO: Q4 量减价滑成本升, 奎纳纳进展不及预期

● Greenbush:

产销情况: 2023 年 Q4 产销量依次为 35.8、27.5 万吨, 同比变动-6%、-29%, 环比变动-14%、-30%; 2024 财年产量累计 77.1 万吨, 高于业绩指引 65 万-70 万吨。

价格及成本: Q4 精矿平均实际售价 3016 美元/吨 (FOB 澳大利亚), 环比变动-19%。Q4 精矿现金成本为 357 澳元/吨, 环比变动+36%, 高于 280-330 澳元/吨的指导区间; 主要受矿石品位下降 (Q3 品位 2.4%, Q4 品位 2.2%), 以及本季度较低的产量影响。

表3: 格林布什生产情况

项目	2023年Q4	2022年Q4	2023年Q3	同比	环比
精矿产量(千吨)	358	379	414	-6%	-14%
精矿销量(千吨)	275	386	392	-29%	-30%
销售单价(澳元/吨)	3016	3984	3740	-24%	-19%
销售收入(百万澳元)	1286	2322	2244	-45%	-43%
EBITDA(百万澳元)	1144	2032	2039	-44%	-44%
现金成本(澳元/吨)	357	263	262	36%	36%

资料来源: IGO 公告, 国投证券研究中心

其他事项:

- 更新定价机制为每月定价, 参考四家价格报告机构(BMI、标准普尔、Fastmarkets、Asian Metals)的上月平均价格, 减去5%的折扣来确定(FOB 澳大利亚)价格, 新的定价机制将从2024年1月1日起开始实施。
- 预期24年H1的销量减少将导致24年H1的产量下滑10%左右。公司下调24财年(23Q3-24Q2)的产量指引为130万-140万吨, 前值为140万-150万吨。

● 奎纳纳:

产销情况:2023年Q4产出617吨氢氧化锂, 环比变动+2%, 其中电池级氢氧化锂产量286吨。Q4的EBITDA为-1.69亿澳元(IGO占50%), 环比变动-59%。而由于市场情况波动, 本季度Kwinana未进行氢氧化锂的销售, 季度末库存为3076吨, 同比变动+25.14%。

表4: 奎纳纳氢氧化锂精炼厂(100%权益)

项目	单位	23Q4	23Q3	环比变化
氢氧化锂生产	吨	617	607	2%
EBITDA	百万澳元	-169.2	-106.6	-59%

资料来源: IGO 公告, 国投证券研究中心

项目进展:一期2.4万吨项目在本季度连续多天维持在铭牌产能的40%生产, IGO称将努力在24年H2对其业绩做出改善。二期扩建项目的前端工程和设计(FEED)在本季度继续进行, 计划在2024年内完成。

2.2. Arcadium: Allkem 和 Livent 合并完成, Q4 业绩均环比下滑

Arcadium由Allkem和Livent两公司合并而成, 并于2024年1月4日合并完毕, 将从2024年Q1开始公布新公司的综合业绩。

● Allkem 公司-Olaroz

产销情况:2023年Q4Olaroz项目碳酸锂产量为4144吨, 同比变动-3%、环比变动-7%, 碳酸锂销量为6991吨, 同比变动+123%、环比变动+54%。2023年全年碳酸锂产销量分别为17758吨、17879吨, 同比变动+27%、+33%。

价格及收入:Q4碳酸锂销售均价为13564美元/吨, 同比变动-71%、环比变动-48%, 销售收入为0.96亿美元, 同比变动-36%、环比变动-22%。2023年全年碳酸锂销售均价为27788美元/吨, 同比变动-28%, 全年销售收入为5.11亿美元。

表5: Olaroz 生产经营情况

项目	2023 年 Q4	2022 年 Q4	2023 年 Q3	同比	环比
产量 (吨)	4144	4253	4453	-3%	-7%
销售量 (吨)	6991	3131	4554	123%	54%
均价 (美元/吨)	13564	46706	25981	-71%	-48%
收入 (百万美元)	96	151	123	-36%	-22%

资料来源: Arcadium 公告, 国投证券研究中心

● Allkem 公司-Mt Cattlin

产销方面: 2023 年 Q4 精矿产量为 69789 吨, 同比变动+325.4%、环比变动-3.8%; 精矿销量为 60008 吨, 同比变动+282.2%、环比变动-21.7%。2023 年全年锂精矿产销量分别为 239312 吨、204979 吨, 同比变动+123%、+46%。

价格及收入: Q4 锂精矿 CIF 平均售价 763 美元/吨, 同比变动-85.6%, 环比变动-70.9%; 销售收入为 0.46 亿美元, 同比变动-44.6%, 环比变动-77.1%。2023 年全年年均售价 2785 美元/吨, 同比变动-36%, 全年销售收入为 5.71 亿美元。

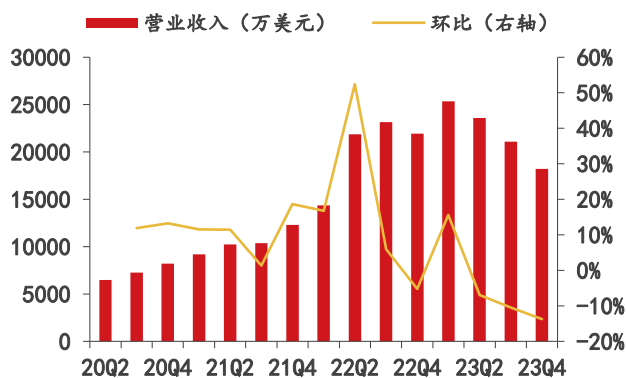
表6: Mt Cattlin 生产经营情况

项目	2023 年 Q4	2022 年 Q4	2023 年 Q3	同比	环比
选矿回收率	72%	37%	68%	-	-
精矿产量 (千吨)	69789	16404	72549	325.4%	-3.8%
产量口径 Li ₂ O 品位	5.4%	5.3%	5.3%	-	-
精矿销量 (千吨)	60008	15702	76631	282.2%	-21.7%
销量口径 Li ₂ O 品位	5.3%	5.3%	5.3%	-	-
销售价格 (美元/吨、CIF)	763	5284	2625	-85.6%	-70.9%
收入 (百万美元)	46	83	201.1	-44.6%	-77.1%

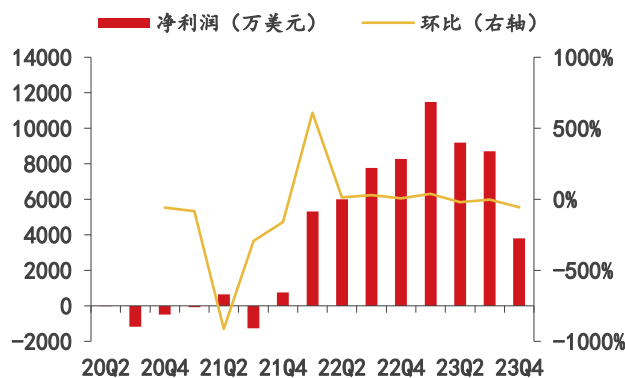
资料来源: Arcadium 公告, 国投证券研究中心

● Livent

业绩情况: 2023 年 Q4 收入 1.82 亿美元, 同比变动-17%、环比变动-14%, adj. EBITDA 为 0.91 亿美元, 同比变动-16%、环比变动-24%。2023 年全年收入 8.83 亿美元, 同比变动+9%, 略低于 2023 年业绩指引; adj. EBITDA 为 5.03 亿美元, 同比变动+37%, 靠近 5 亿美元的业绩指引区间底部。

图8. Livent 营收及环比增速


资料来源: Arcadium 公告, 国投证券研究中心

图9. Livent 净利润变化


资料来源: Arcadium 公告, 国投证券研究中心

Arcadium 公司 2024 年增量展望:

1) 碳酸锂项目: Fenix 项目首次生产的 10000 吨前期扩产计划完成, 预期 2024 年产能爬产到 75%。Olaroz 项目二期扩产 25000 吨, 预期 2024 年产能爬产到 40%。

- 2) 氢氧化锂项目：美国 Bessemer 城的 5000 吨扩产项目将在 2024 年实现首次商业化生产，中国浙江 15000 吨氢氧化锂工厂已于 2023 年底完成建设，将于 2024 年实现升级扩产。
- 3) 锂精矿项目：Mt. Cattlin 项目将根据市场情况，减少开采及生产计划以进行成本优化。

销售指引：2024 年公司计划销售氢氧化锂 2.4 万-2.6 万吨 LCE，销售碳酸锂 2.5 万-2.8 万吨 LCE，其他种类锂盐 0.25 万吨 LCE，合计 5.2 万-5.7 万吨 LCE，同比变动+40%。2024 年公司计划销售锂精矿小于 13 万吨，同比变动-36.59%。

资本开支：追求协同作用及成本降低，2024 年公司将节约成本 0.6 亿-0.8 亿美元，2024 年全年资本开支预计为 5.5 亿-7.5 亿元。

表7：24 年全年生产指引

项目	单位	2023A	2024E
氢氧化锂	万吨 LCE	1.75	2.4-2.6
碳酸锂	万吨 LCE	1.95	2.5-2.8
其他锂盐	万吨 LCE	0.25	0.25
锂精矿	万吨 LCE	2.65	~1.7
合计	万吨 LCE	6.6	6.9-7.3

资料来源：Arcadium 公告，国投证券研究中心

2.3. Pilbara: Q4 产销量持续提升，价格下滑拖累营收

产销情况：Q4 矿石开采量为 161.87 万吨，同比变动+47.7%，环比变动+14.7%；产销量依次为 17.60、15.99 万吨，同比变动+8.5%、+7.6%，环比变动+22.0%、+9.3%。

价格及成本：

- 1) Q4 精矿售价 (SC5.2%, CIF 中国) 为 1113 美元/吨，SC6.0%, CIF 中国) 为 1280 美元/吨，环比变动-50.3%。受价格大幅下滑影响，公司 Q4 营收下滑为 2.64 亿美元，环比变动-46%。
- 2) Q4 单位运营成本 (FOB) 为 416 美元/吨，环比变动-15%，主要是受益于产量增加推动的销量上升带来的成本下降；单位运营成本 (CIF) 为 523 美元/吨，环比变动-20%，原因在于收入下降导致权益金降低。

表8：Pilbara 生产经营情况

项目	2023 年 Q4	2022 年 Q4	2023 年 Q3	同比	环比
矿石产量 (吨)	1618748	1095739	1411017	47.7%	14.7%
锂精矿产量 (吨)	175969	162151	144184	8.5%	22.0%
锂精矿销量 (吨)	159897	148627	146354	7.6%	9.3%
销售均价 (美元/吨 SC6)	1113	5668	2240	-80.4%	-50.3%
单吨运营成本 (美元/吨, CIF 中国)	805	579	1004	39.0%	-19.8%

资料来源：PLS 公告，国投证券研究中心

重要事项：2024 年 1 月 15 日，Pilbara 矿业宣布与赣锋锂业完成协议修订：扩大原有的采购协议以增加中短期对赣锋锂业锂辉石精矿的供应。新修订的协议内容为：

- 2024 年，Pilbara 矿业将在 2017 年协议的基础上，增加供应 15 万吨锂辉石精矿，使 2024 年锂精矿的总供应量达到 31 万吨。
- 2025 及 2026 年，Pilbara 矿业将在 2017 年协议的基础上，增加供应 10 万-15 万吨锂辉石精矿，使 2025 及 2026 年的锂精矿的总供应量达到 26 万吨至 31 万吨。
- 所有锂辉石精矿的售价将与协议中现有的定价方式一致，按当时市场价格计算；该流程仍在按计划进行，目标是在 2024 年 3 月完成。

扩建项目更新：

- 1) P680 项目破碎和矿石分选设施建设正在有序进行，土建及混凝土工程已经完工，预计于 2024 年 Q2 进行调试，并在 2025 年 Q3 进行产量扩张。公司现有产能 58 万吨/年，P680 项目建成后将新增 10 万吨锂精矿产能至 68 万吨/年。
- 2) P1000 正在有序进行，预计将在 2025Q1 产出首批矿石，P1000 项目建成后公司将进一步新增 32 万吨锂精矿产能至 100 万吨。
- 3) Pilgangoora 钻探项目仍在进行，在中央矿坑的北部和东南部发现了大量伟晶岩矿化物。
- 4) POSCO 合资项目中，公司股权占比从 18% 增加到了 30%。第一条年产 2.15 万吨氢氧化锂生产线开始生产调试，预计于 2024 年 3 月完成；第二条年产 2.15 万吨氢氧化锂产线将于 2024H2 投产。

图10. 钻探场景



资料来源：PLS 公告，国投证券研究中心

图11. 截至 2024 年 1 月 17 日破碎和矿石分拣设施基础



资料来源：PLS 公告，国投证券研究中心

图12. POSCO 合资项目图



资料来源：PLS 公告，国投证券研究中心

图13. 截至 2024 年 1 月 21 日 P1000 项目建设情况



资料来源：PLS 公告，国投证券研究中心

2.4. MinRes：产销大幅提升，成本稳步降低

2023 年 10 月 18 日 MinRes 与 ALB 的合资企业 MARBL 重组完成，MinRes 在 wodgina 矿山的权益从 40% 增加到 50%，ALB 拥有 Kemerton 氢氧化锂加工厂的 100% 权益。MinRes 于 2023 年 Q4 从 ALB 收到 3.83 亿美元，作为 MinRes 在 Kemerton 氢氧化锂加工厂的股份以及 Wodgina 和 Kemerton 完工调整的净对价。

● Mt Marion

产销情况：2023 年 Q4 产销量依次为 16.6、17.2 万吨，同比变动+38%、+48%，环比变动+30%、+34%，销量折 12.0 万吨 SC6，同比变动+59%、环比变动+52%。

价格情况: 价格持续下滑, Q4 收到的锂精矿平均售价为 1071 美元/吨 (SC6 价格为 1060 美元/吨), 环比变动-42.73%。

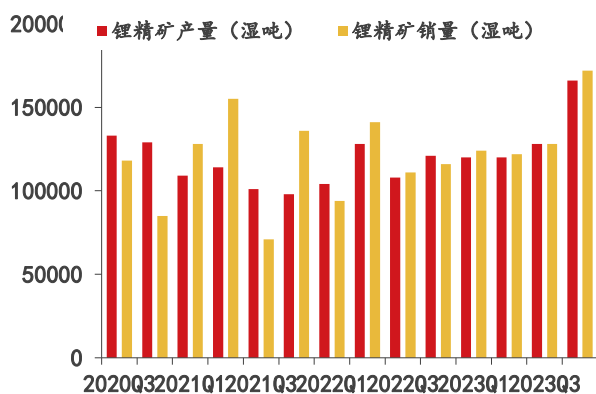
成本情况: 2023 年 H2, 平均 FOB 成本为 548 澳元/吨 (SC6 的 FOB 成本为 844 澳元/吨, 低于 1150-1250 澳元/吨的指导成本), 预计到 2024 年 7 月, 成本将进一步降至 500 澳元/吨。

表9: Mt Marion 生产经营情况

项目	2023 年 Q4	2022 年 Q4	2023 年 Q3	同比	环比
矿石开采量 (千吨)	1242	529	807	135%	54%
精矿产量 (千吨)	166	121	128	38%	30%
精矿销量 (千吨)	172	116	128	48%	34%
精矿销量 (千吨 SC6)	120	/	78	59%	52%

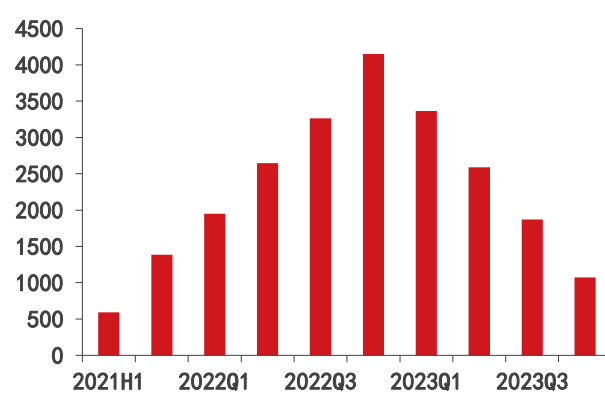
资料来源: MinRes 公告, 国投证券研究中心

图14. Mt Marion 精矿产销情况



资料来源: MinRes 公告, 国投证券研究中心

图15. Mt Marion 精矿价格 (美元/吨)



资料来源: MinRes 公告, 国投证券研究中心

● Wodgina

产销情况: 2023 年 Q4 产销量依次为 11.5、14.2 万吨, 同比变动+26%、+49%, 环比变动+2%、+129%。

成本情况: 2023 年 H2, 平均 FOB 成本为 845 澳元/吨 (SC6 的 FOB 成本为 875 澳元/吨, 位于 875-950 澳元/吨的指导成本区间底部), 随着矿石品位的逐步提升, 预计到 2024 年 9 月, FOB 成本将进一步降至 550 澳元/吨。

锂电池化学品产销情况: 2023 年 Q4 锂电池化学品产、销量依次为 6798、6474 吨, 环比变动+42%、+52%, Q4 实现平均价格为 18712 美元/吨, 环比变动-45.02%。

表10: Wodgina 生产经营情况

项目	2023 年 Q4	2022 年 Q4	2023 年 Q3	同比	环比
矿石开采量 (千吨)	866	973	1044	-11%	-17%
精矿产量 (千吨)	115	92	113	26%	2%
精矿销量 (千吨)	142	95	63	49%	129%
精矿销量 (千吨 SC6)	158	/	60	66%	167%

资料来源: MinRes 公告, 国投证券研究中心

锂电池化学品产销情况: 2023 年 Q4 锂电池化学品产、销量依次为 6798、6474 吨, 环比变动+42%、+52%, Q4 实现平均价格为 18712 美元/吨, 环比变动-45.02%。2023H2 实现单吨收入为 37396 澳元/吨, 同比变动-52%, 环比变动-51%; 单吨合计成本为 24917 澳元/吨, 同比变动-2%, 环比变动-5%。

表11: Wodgina 锂电池化学品生产经营情况

项目	2023 年 H2	2022 年 H2	2023 年 H1	同比	环比
锂电池化学品产量 (千吨)	11592	4027	7470	188%	55%
锂电池化学品销量 (千吨)	10747	2290	4996	369%	115%
单吨收入 (澳元/吨)	37396	77358	75989	-52%	-51%
精矿成本 (澳元/吨)	10917	11192	10033	-2%	9%
合计成本 (澳元/吨)	24917	25494	26295	-2%	-5%
收入 (百万澳元)	402	177	382	127%	5%

资料来源: MinRes 公告, 国投证券研究中心

● Bald Hill

产销情况: Q4 公司完成对于 Bald 矿山 100% 权益的收购, 并从 2023 年 11 月 1 日获得该项目控制权。Q4 Bald 矿山锂精矿产销量分别为 2.6、2.0 万吨, 销量折 1.8 万吨 SC6。

● 24 财年 (2023H2-2024H1) 产量指引:

2024 财年 Mt Marion 预计生产锂精矿品位为 3.8%, 产量折 19 万-20 万吨 SC6, FOB 成本为 800-900 澳元/吨 (SC6); Wodgina 矿山预计生产锂精矿品位为 5.5%, 产量折 21 万-24 万吨 SC6, FOB 成本为 875-950 澳元/吨 (SC6); Wodgina 预计生产锂电池化学品 1.8 万-2.3 万吨。

2.5. CXO: Q4 暂停原矿开采以降低成本, 调整 24 财年指引以适应生产

公司公告现已暂停 BP33 项目建设和 Grants 矿场的露天开采作业, 并表示会继续处理销售已有的矿石库存。

产销情况: 2023 年 Q4 锂精矿产销量依次为 2.89、3.1 万吨, 环比变动+39.36%、+31.14%。锂辉石精矿以平均暂定价格 1,418 美元/吨售出, 由于锂辉石精矿市场价格大幅下跌, 价格比 2023Q3 低 52%。

成本及库存: Q4 单位现金运营成本为 1953 澳元/吨, 环比变动+3%。Q4 末原矿库存为 28.9 万吨, 环比变动+56.22%, 公司称目前矿石库存应足以继续生产销售锂精矿至 24 年 Q2。

回收率情况: 锂精矿回收率稳步提升, 已从 2023 年 Q1 的约 50% 提高到 Q4 的 60%; 其中, 2023 年 10 月、11 月和 12 月的回收率分别为 56%、60% 和 63%, 最终精矿品位平均达到 4.7%。

表12: CXO 四季度生产经营情况

项目	单位	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
锂精矿产量	吨	3589	14685	20692	28837
回收率	%	47.4	48.6	50	60
DSO 销量	吨	14774	-	-	-
锂精矿销量	吨	-	5423	23424	30718
精矿品味	%	-	5.35%	5.20%	4.8%
C1 成本	澳元/吨 FOB	2188	902	904	-
C1 成本加特许权使用费	澳元/吨 FOB	2323	1416	1067	-
现金运营成本	澳元/吨	2386	1691	1889	1953

资料来源: CXO 公告, 国投证券研究中心

修改 24 财年生产指引: 修订后的 2024 财年 (2023Q3-2024Q2) 锂精矿产量指引为 9 万-9.5 万吨 (前值 8 万-9 万吨); 锂精矿品位 4.77% (前值为 5.5%); 锂精矿销量为 8 万-9 万吨 (前值 9 万-10 万吨); 现金运营成本 (FOB 达尔文港不含特许使用费) 为 1350-1400 澳元/吨 (前值为 1470-1570 澳元/吨), 由于取消了采矿成本, 预计 2024H1 的现金运营单位成本将降低, 在 800 -900 澳元/吨之间; 特许使用费中 NT 特许费为 2% (前值 8%-10%), LRC 特许费为 2.5%, 维持不变。

表13: 24 财年生产指引修改情况

	2024 财年 (原)	2024 财年 (修改后)
锂精矿产量 (吨)	80000-90000	90000-95000
品位	5.50%	4.77%
锂精矿销量 (吨)	90000-100000	80000-90000
锂粉销量 (吨)	85000-95000	46298—视市场情况而定
现金运营成本 (澳元/吨)	1470-1570	1350-1400
NT 特权费	8%-10%	2%
LRC 特权费	2.50%	2.50%

资料来源: CXO 公告, 国投证券研究中心

BP33 项目储量更新: BP33 矿产资源量得到提升, 比之前预估增加了 35%, 并在 2023 年完成了 3 个钻探计划。BP33 更新的可行性研究和 Carlton 范围研究工作仍在继续, 而 BP33 FID 将推迟到市场状况改善为止。

2.6. 雅保: Q4 业绩环比下滑, 公司积极降本以求增效

业绩情况: 2023 年销售净额为 96.17 亿美元, 同比变动+31%, 归属雅保的净收入为 15.73 亿美元, 同比变动-42%。其中 Q4 期间, 销售净额为 23.56 亿美元, 同比变动-10.1%、环比变动+1.9%; 归属雅保的净收入为-6.18 亿美元, 同比变动-154.6%、环比变动-304%; adj. EBITDA 为-3.15 亿美元, 同比变动-126.5%、环比变动-169.5%。

表14: 雅保业绩情况

项目	2023 年 Q4	2022 年 Q4	2023 年 Q3	同比	环比
销售收入 (亿美元)	23.56	26.21	23.11	-10.1%	1.9%
归母净利润 (亿美元)	-6.18	11.32	3.03	-154.6%	-304.0%
调整后 EBITDA (亿美元)	-3.15	11.9	4.53	-126.5%	-169.5%
调整后 EBITDA 利润率	-13.4%	47.5%	20.0%	-60.9pct	-33.4pct

资料来源: 雅保公告, 国投证券研究中心

合同结构调整: 预期 2024 年 2/3 的成交量是以指数为参考的可变价格合约, 平均期限 2-5 年, 滞后 3 个月; 剩余约 1/3 的成交量为短期合约。

下调 24 财年资本支出: 2024 年 1 月 17 日, 雅保宣布将采取积极措施, 重新规划投资项目, 优化成本结构, 以维持长期财务灵活性, 并可在短期内释放超过 7.5 亿美元的现金流。预计其 2024 年的资本支出为 16 亿-18 亿美元, 低于 2023 全年 (约 21 亿美元); 并决定:

- 1) 完成四川眉山市的锂转换项目交付, 该项目已于 2023 年底完成设备安装;
- 2) 完成 Kemerton 锂项目 1 期和 2 期的调试工作, 并重点建设 3 期工程;
- 3) 优先推进 Kings 矿山锂辉石资源的许可进程, 并推迟 Richburg mega-flex 锂转换项目的支出;
- 4) 推迟对北卡罗来纳州一雅保科技园的投资;
- 5) 在涉及健康、安全、环境和场地维护的项目上持续进行资本投入。

表15: 雅保业绩指引

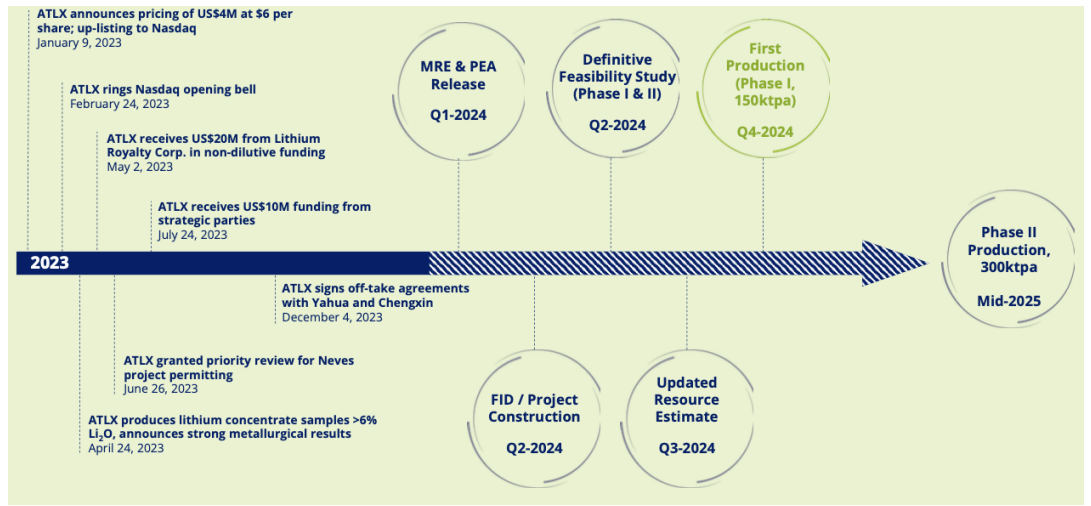
	2023 财年	2024 财年
销售收入 (单位: 亿美元)	15	13-15
经调整的 EBITDA (单位: 亿美元)	3	2.7-3.3
资本支出 (单位: 亿美元)	21	16-18

资料来源: 雅保公告, 国投证券研究中心

2.7. Atlas: DMS 工厂建设进展顺利, 预计于 2024Q4 实现首次生产

Atlas 公司重介质选矿 (DMS) 工厂的建设稳步进行, 计划于 2024 年 Q2 完成组装测试, 2024 年 Q4 进行首次调试和锂精矿生产。

图16. 实现未来生产的明确途径



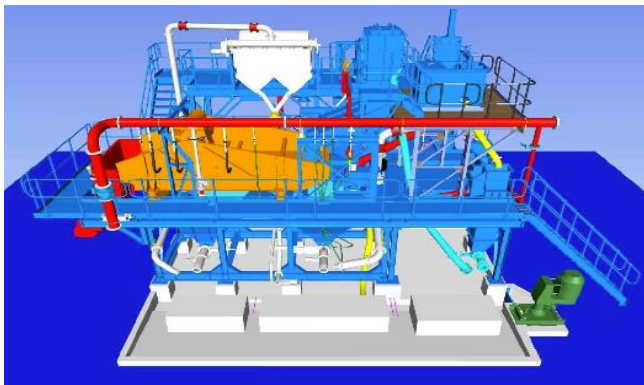
资料来源: Atlas 公告, 国投证券研究中心

● **Gerais**

公司拥有巴西最大的硬质锂矿-Gerais。Gerais 锂矿位于巴西东南部地区, 矿区面积超过 240 平方千米, 精矿品位 5.23%。公司计划 2024 年 Q2 完成一、二期项目的可行性研究, 2024 年 Q3 完成最新资源量测算。其中, 一期规划产能为 15 万吨/年, 预计于 2024Q4 投产, 二期规划产能为 30 万吨/年, 预计于 2025 年中期投产。

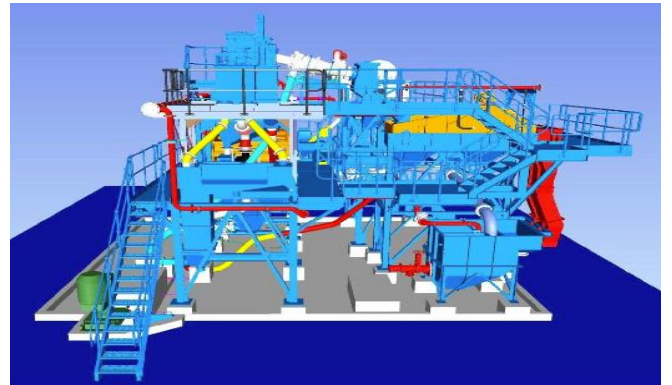
公司 DMS 模块采用紧凑化设计, 加快了工厂的建设速度, 减少了占地面积和设备重量, 完全组装的 DMS 设备通常重达 250—300 吨, 而公司 DMS 设备预计仅重 41 吨。

图17. 模块化 DMS 锂工厂的三维模型-1



资料来源: Atlas 公告, 国投证券研究中心

图18. 模块化 DMS 锂工厂的三维模型-2



资料来源: Atlas 公告, 国投证券研究中心

重要事项: Atlas Lithium 与“盛新锂能和雅化锂业”于 2023 年 12 月签订了第一阶段电池级锂辉石精矿生产的购销协议。协议包括共计 5000 万美元的投资, 其中 1000 万美元以每股 29.77 美元的价格作为股权投资 (较当时 VWAP 溢价 10%), 4000 万美元作为非稀释性预付款, 用于购买 Atlas Lithium 第一阶段锂精矿生产的 80% (12 万吨), 每方分别接收 6 万吨。

2.8. SQM: 销量增长状态持续, 价格疲软拖累营收

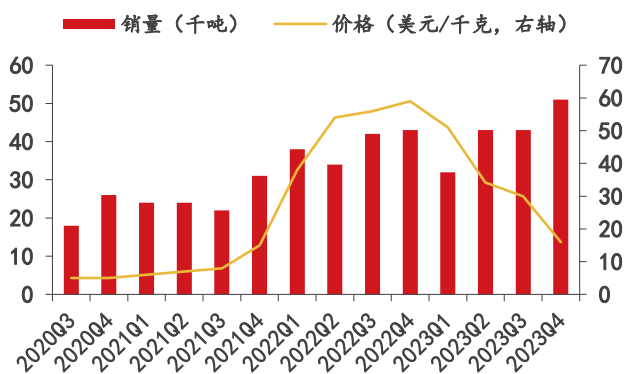
业绩情况: 公司锂板块 2023 年度合计销量 16.9 万吨, 同比变动+85%; 其中 Q4 实现销量 5.1 万吨, 同比变动+19%, 环比变动+19%。

价格及收入：2023 年全年实现平均售价为 3.28 万美元/吨，同比变动-37%；其中 Q4 平均售价 1.6 万美元/吨，同比变动-73%，环比变动-47%。受售价大幅下滑影响，2023 年全年锂板块收入为 51.8 亿美元，同比变动-35%；Q4 锂板块收入为 7.91 亿美元，同比变动-69%，环比变动-38%。

产能变化：位于智利的碳酸锂项目产能扩产至 21 万吨/年，加上澳洲荷兰山项目 50%的权益对应 2.5 万吨/年的氢氧化锂产能、中国四川 3 万吨/年的氢氧化锂+硫酸锂产能，预计在 25 年前，公司合计产能将达到 26.5 万吨 LCE/年。

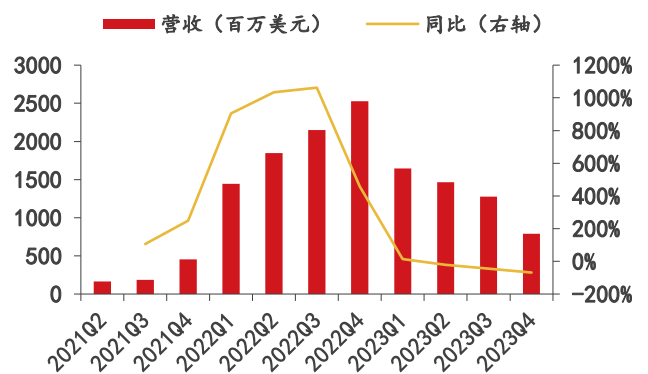
资本开支规划：2024-2025 年，公司资本支出总额为 17 亿元，含 0.7 亿美元的维护费用。

图19. 2023 年 Q4 SQM 锂业务量价情况



资料来源：SQM 公告，国投证券研究中心

图20. 2023 年 Q4 SQM 锂业务营收（百万美元）



资料来源：SQM 公告，国投证券研究中心

其他重要事项：Codelco 和 SQM 达签订协议，未来合作开发 Atacama 盐湖项目

- ✓ SQM 和智利国有企业—智利国家铜业公司（Codelco）将于 2025 年至 2060 年签订协议，新协议可帮助 SQM 延长其 Atacama 盐湖业务 30 年至 2060 年。
- ✓ 智利 Atacama 盐湖位于智利北部的安托法加斯塔省，是全球产能最大的在产盐湖项目，其储量约 4,551 万吨 LCE，浓度超 1,500mg/L，镁锂比仅为 6:1，资源量和品位居全球前列。
- ✓ 从 2025 年到 2030 年（第一期），Codelco 每年将获得相当于 33500 公吨 LCE 的收益（六年内总计 201000 公吨）。从 2031 年到 2060 年（第二期），双方按其持股比例获取相应收益。
- ✓ 在第一期内，Codelco 将提供 135000 公吨 LCE 的额外配额供新公司使用。此额外配额产生销售获得的收益将在 Codelco 和 SQM 之间，根据各自的所有权进行分配。
- ✓ 累进资源费率根据碳酸锂价格确定：0-4000 美元/吨（税率 6.8%）；4000-5000 美元/公吨（税率 8.0%）；5000-6000 美元/公吨（税率 10.0%）；6000-7000 美元/公吨（税率 17.0%）；7000-10000 美元/公吨（税率 25.0%）；10000 美元/公吨（税率 40.0%）。

表16: 累进资源费率情况

Li ₂ CO ₃		LiOH	
美元/吨	% ²	美元/吨	% ²
<4000	6.8	<5000	6.8
4000-5000	8.0	5000-6000	8.0
5000-6000	10.0	6000-7000	10.0
6000-7000	17.0	7000-10000	17.0
7000-10000	25.0	10000-12000	25.0
>10000	40.0	>12000	40.0

资料来源：SQM 公告，国投证券研究中心

2.9. Sayona: Q4 产量提升销量减，成本增加库存累

● NAL

产销情况： 2023年Q4矿石开采量为32.24万吨，环比变动+44%，锂精矿产量为3.4万吨，环比变动+9%；销量为2.4万吨，环比变动-50%；23年H2合计锂精矿量产销量为6.57、7.22万吨。

价格及成本： Q4实现精矿平均售价946澳元/吨（FOB），环比-52%，单位运营成本FOB为1397澳元/吨，环比变动+14%。成本增加的原因为Q4按计划大面积停产产生了额外的劳动力成本和备件成本，以及租用了额外的安全设备。

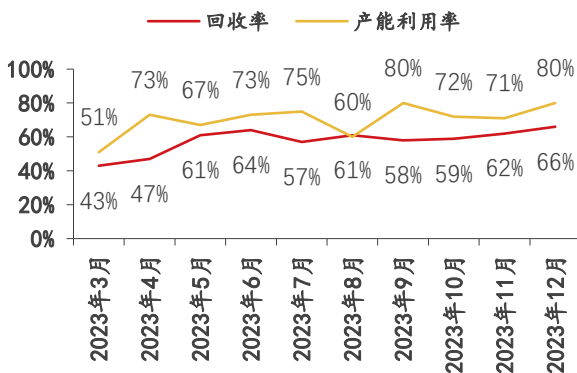
库存情况： 截至2023年12月31日，港口共有20565吨锂辉石精矿库存；原矿（ROM）库存总计164637吨，环比Q3末变动+33%。

表17: 2023年Q4NAL运营情况表

	权益	单位	23年Q4	23年Q3	环比增长	24财年累计总量(YTD)	23财年总量(YTD)	变化量
矿石开采量	100%	wmt	322448	224420	44%	546868	68662	-
锂精矿产量	100%	吨	34237	31486	9%	65723	-	-
锂精矿销量	100%	吨	23942	48211	-50%	72152	-	-
平均销售价格(FOB)	100%	澳元/吨	946	1985	-52%	1640	-	-
单位运营成本FOB	100%	澳元/吨	1397	1231	14%	1286	-	-

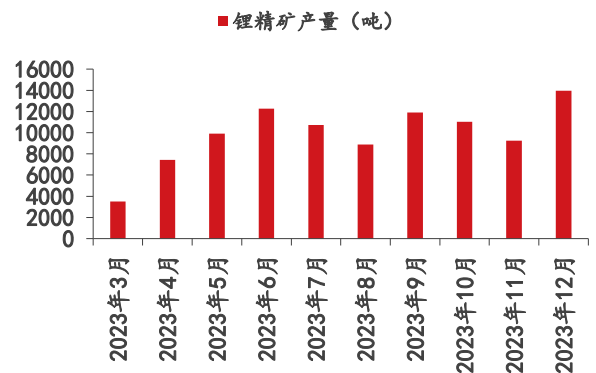
资料来源: SYA公告, 国投证券研究中心

图21. 2023年回收率及产能利用率情况



资料来源: SYA公告, 国投证券研究中心

图22. 2023年月度锂精矿产量情况



资料来源: SYA公告, 国投证券研究中心

项目进展：

1) NAL的主要资本项目取得新进展，包括碎矿石穹顶，以及尾矿厂基本完工。另外在NAL发现了新的高品位锂伟晶岩矿化带，位于矿山西北部延伸段和当前DFS矿坑外壳之外，显示了在DFS矿坑外壳之下进行资源转换和资源界定的潜力。

2) Q4 Moblan开发锂矿和选矿厂的最终可行性研究取得了进展，预计将于2024年Q1发布最终可行性研究报告。

2.10. Liontown: Kathleen Valley 预期24年中投产，因价格下跌扩产计划暂缓

公司暂缓扩产计划： 锂辉石精矿（CIF中国）2023年Q4均价为1908.65美元/吨，同比变动-64.84%，环比变动-43.19%。近期受锂精矿价格显著下降影响，Kathleen Valley项目从300万吨/年扩大到400万吨/年的产能提升计划暂缓推进，后期扩产计划依市场价格表现确定。

● **主力矿山——Kathleen Valley 项目**

资源情况：资源量确定+指示+推测约 1.56 亿吨（Li₂O 平均品位 1.4%）。

表18: Kathleen Valley 项目资源估计量（2021 年 4 月）

资源类别	百万吨	氧化锂品味	氧化锂 (ppm)
确定资源量	20	1.3%	145
指示资源量	109	1.4%	130
推断资源量	27	1.3%	113
合计	156	1.4%	130

注：公司确认 2023 年 Q4 和上述公告时间相比资源量无重大变化。

资料来源：Liontown 公告，国投证券研究中心

项目进展：

- 截至 Q4 末，Kathleen Valley 项目建设进度超过 72%，该项目预计于 2024 年中进行首次生产，与 Q3 预期一致。
- 地下采矿于 2023 年 11 月开始，截至 12 月底，累计开发了 352 米；露天采矿按计划进行，Q4 挖掘了 140 万立方米的散装岩屑。
- 干法工厂的破碎、筛分和储存基础设施的建设稳步推进，预计将于 2024Q2 初开始调试。湿法工厂大部分结构钢已按计划交付现场，开关室、机械设备和管道安装也已完成。
- Liontown 与 Mid West Ports Authority (MWPA) 签署了一份长期港口进出口协议。该协议将促进 Kathleen Valley 通过 Geraldton 港口出口锂辉石精矿；协议初步约定期限为 10 年，并可根据 Kathleen Valley 项目的预期矿山寿命选择延长期限，最长延期时间可达 10 年。
- 截至 2023 年 12 月 31 日，公司的现金余额为 5.17 亿澳元，将支持实现 Kathleen Valley 的首次投产。

图23. Kathleen Valley 项目位置和地质图



资料来源：Liontown 公告，国投证券研究中心

2.11. LE0：股票仍为停牌状态，赣锋增购 Goulamina 项目股份

2023 年 10 月 3 日公司发布公告称，由于未充分回应澳交所关于公司股价波动的质询，公司股票被停止交易。截至 2024 年 3 月 5 日，公司股票仍处于停牌状态。

● **Goulamina 锂项目**

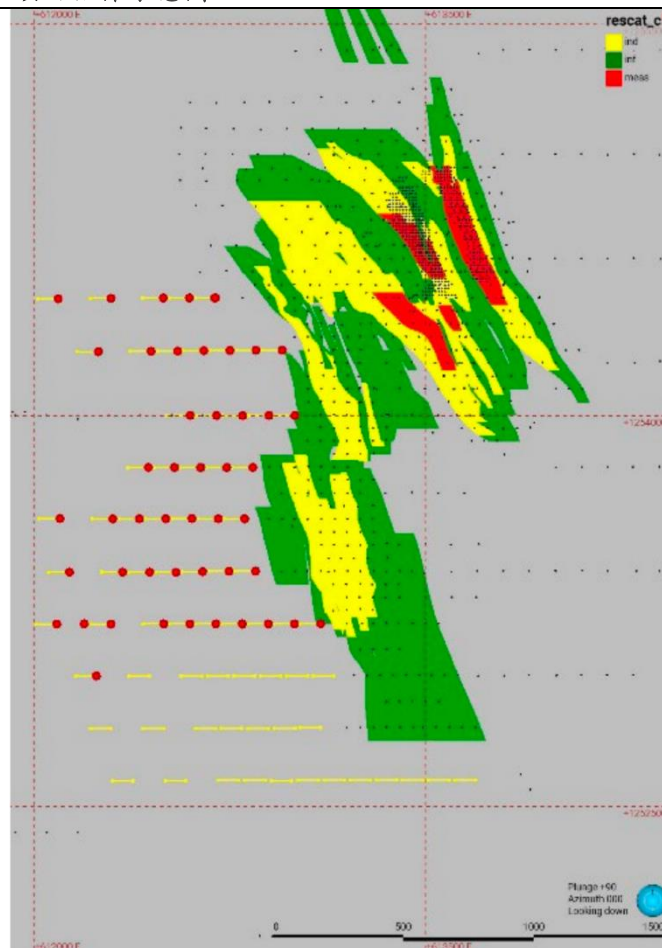
资源情况：Goulamina 锂辉石项目的确定、指示、推断锂矿石资源总量约 2.11 亿吨，平均 Li₂O 品位为 1.37%，其中 Li₂O 确定、指示、推断资源总量为 289 万吨，预测 Li₂O 回收率为 80%，可开采年限超过 21 年。

股权情况更新：2023年9月，赣锋全资子公司赣锋国际以认购新股的方式对马里锂业增资，完成后赣锋国际将持有马里锂业55%股权（LEO拥有剩余45%），从而间接持有Goulamina项目55%权益。2024年1月19日，赣锋国际以6500万美元增购马里锂业5%股权，收购完成后，LEO将持有Goulamina项目40%权益，赣锋将持有Goulamina项目60%权益，而马里政府暂未持有任何股份。

项目进展：

- 1) Goulamina项目的建设和采矿活动继续按照计划进度进行。截至Q4末，项目进度已完成约60%，Q4期间增加约15%。
- 2) 与赣锋锂业继续合作，签署了1.372亿美元的股票投资协议（EID），并获得了来自赣锋的首笔1240万美元的资金。
- 3) 截至2023年12月31日，LEO公司持有现金为3360万澳元，Goulamina项目合资公司持有920万美元现金。

图24. Goulamina 项目钻探示意图



注：红点标示完成了受控钻探，位于Goulamina矿区西部
 资料来源：LEO公告，国投证券研究中心

3. 投资建议

随着全球锂矿山探采项目逐步建成达产，资源端持续放量，矿企产销量稳定增长；然而销售价格的不不断下探，进一步推升了销量的同时也拖累了公司业绩。从长期来看，需求端，新能源行业发展确定性较高，需求稳定增长；供给端，不断下探的锂价已触及部分矿企成本线，矿企生产积极性受挫，或选择暂停或延缓项目建设进程以降本增效。因此认为锂价后续继续下探空间不大，上涨弹性较高，具备高锂精矿自给率企业仍具备较高利润弹性。建议关注赣锋锂业、中矿资源、天齐锂业、永兴材料、盛新锂能、藏格矿业、盐湖股份、雅化集团、西藏矿业、川能动力、蓝晓科技等。

风险提示：需求不及预期，锂价大幅波动，供给释放超预期

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034