

# 危中寻机—我们对锂价是否过于悲观？

证券研究报告|行业点评2024/4/8

新能源行业

投资评级

看好



五矿证券研究所

分析师：张斯恺

登记编码：S0950523110002

邮箱：zhangsikai@wkzq.com.cn



中国五矿

五矿证券  
MINMETALS SECURITIES

# Contents 目录



01 锂价底在何方？

02 锂价格会超跌么？

03 锂价会在底部持续多久？

04 风险提示

01

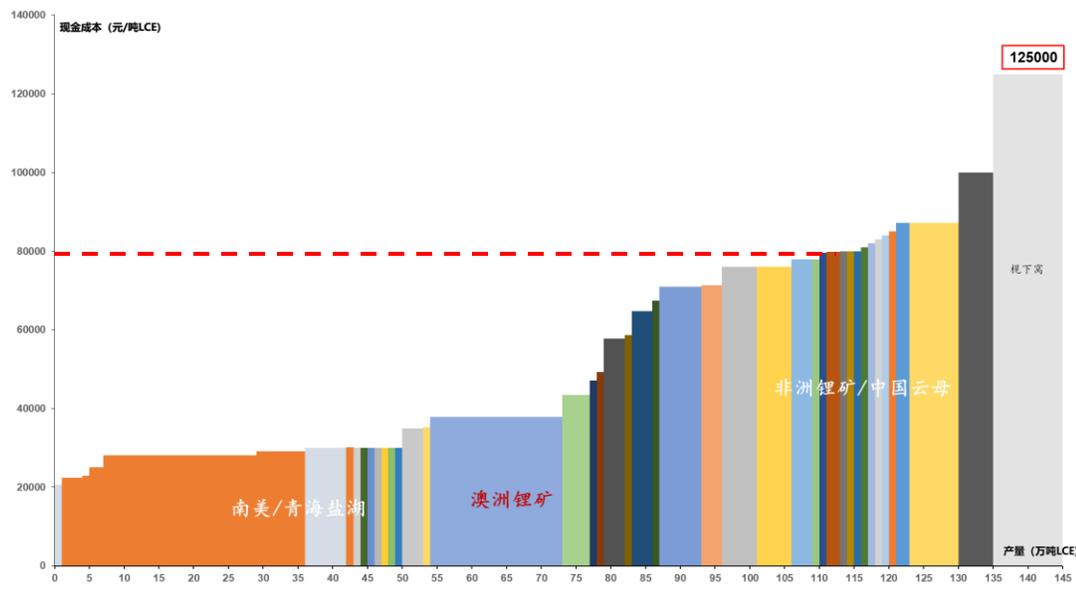
锂价底在何方？

## 1.1 锂价底在何方？— 碳酸锂的成本支撑在23Q4下移

□ 市场过去将8万作为碳酸锂成本支撑位，其本质是认可宜春&非洲矿部分成本支撑均在8万元附近。而目前看来，非洲与江西锂矿的成本相对刚性，澳洲矿山可能是我们可追踪的，成本变动最大的供给侧。

□ 澳矿成本仍有水分可挤，其现金成本在23Q4继续下行。以澳洲矿企Q4公告来看，各家过往成本上行的主因矿石预剥离，锂价下行期企业更偏好开发富矿，我们预计后续澳矿成本仍有进一步下行空间。

图表1：市场过去将8万元作为碳酸锂成本支撑位



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表2：澳矿成本端仍有水分可挤，23Q4成本持续下行

企业名称	2023Q3 AISC成本 (单位：美元/吨SC6精矿)	2023Q4 AISC成本 (单位：美元/吨SC6精矿)	环比下降
Core	1534.6	1584.9	3%
Pilabra	905.3	783.1	-14%
Mt Marion	816.4	755.1	-8%
Wodigna	771.2	535.8	-31%
Greenbushes	211.8	274.1	29%

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

## 1.1 锂价底在何方？—久期放长，锂矿成本上行仍是大势所趋

□看近：在产矿山资源禀赋持续下行，大部分在产锂矿计划由露天开采转型洞采。

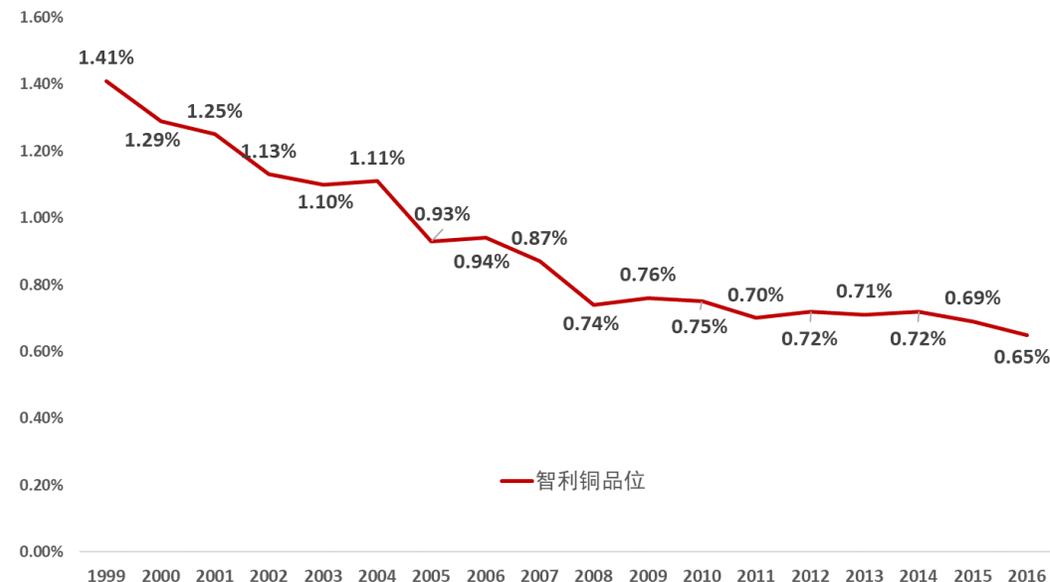
□看远：碳酸锂的本源仍是矿业金属，品位下行、成本上升是大势所趋。矿业开发的底层逻辑是资本将优先开发最优质最好开发的资源，远期开采矿山边际品位将持续下降（如下图4智利平均铜矿品位所示），对应金属开采平均成本的上升。

图表3：在产锂矿已计划陆续转型地下开采

矿山名称	目前情况	未来变化
Mt Marion	露天开采	2025年开始地下开采工作
Wodgina	露天开采	第四条产线预将进行地下开采（2026年投产）
Mt Finiss	露天开采	第二采矿点BP33将进行地下开采
Cattlin	露天开采	正在做地下开采研究方案
Greenbush	露天开采	正在做地下开采研究方案

资料来源：公司公告，五矿证券研究所

图表4：智利铜矿平均品位过去20年从1.41%下降至0.65%



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

# 02 锂价会不会超跌？

## 1.2 锂价会不会超跌？——之所以担忧，是来自于对上轮周期的刻板认知

□ 市场担忧锂价超跌的本源，是来自于对上一轮周期澳洲矿山的复盘。市场担忧锂价超跌，主要来自于对19-20年锂产业复盘发现中国碳酸锂价格自19年底跌破4.8万元，后续价格在20年间继续走低，而四家澳洲主力矿山均未停产，

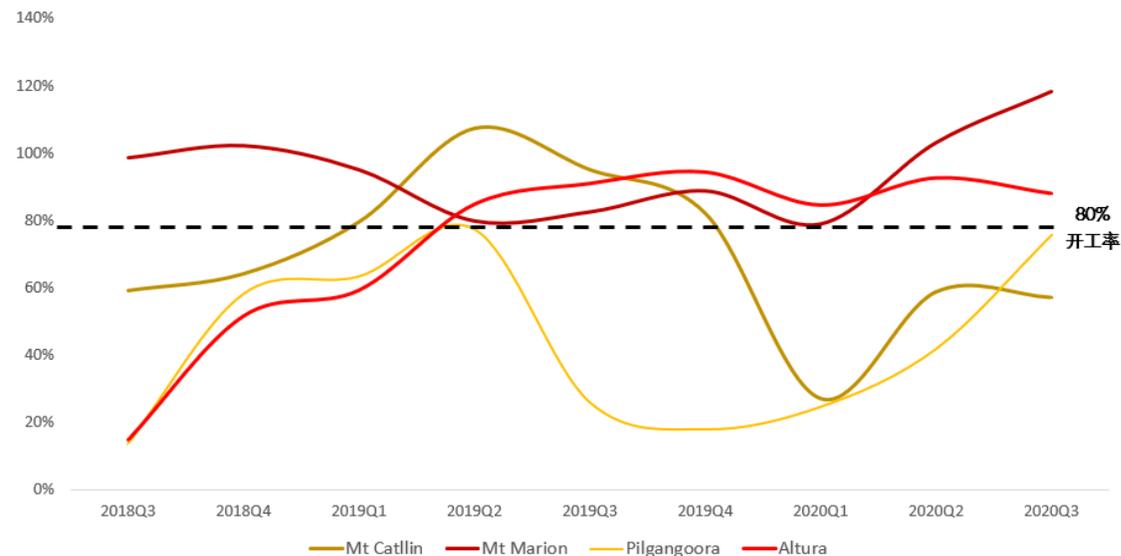
□ 将上轮澳矿决策细拆来看，实际分为两类企业。以80%开工率为分界线，会发现上轮周期澳矿企业分为两类：1) 维持开工率在80%以上的Mt Marion和Altura (MA)。2) 大部分时间开工率在80%以下的Mt Cattlin与Pilbara (CP)。

图表5：上轮周期碳酸锂价格跌破四大澳矿成本线（不含Greenbushes）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表6：为何亏本还生产？分为MA/CP 两类企业进行分析



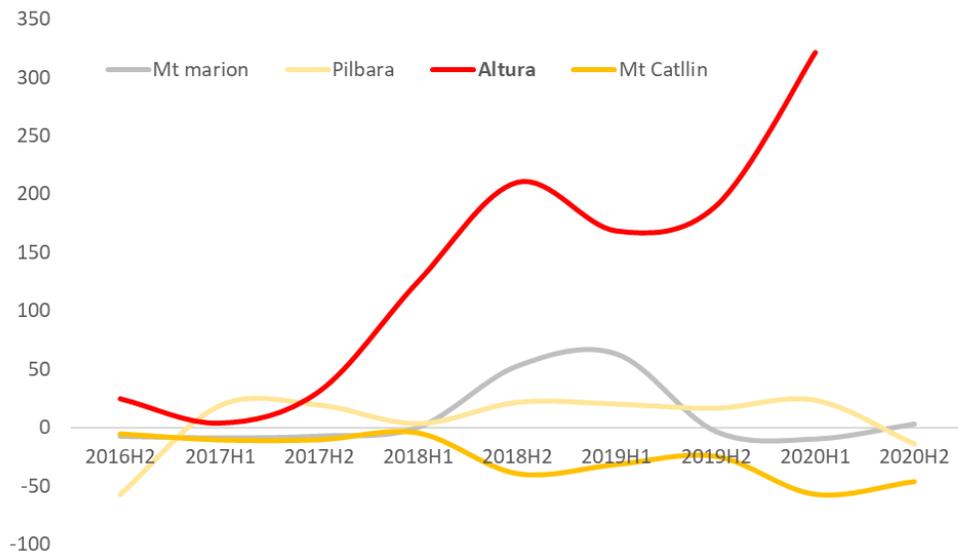
资料来源：公司公告，五矿证券研究所

## 1.2 锂价会不会超跌？— 上轮周期澳洲矿企面临“不得不做”的困境

□ 维持高开率的MA矿 — 外部杠杆过高，企业不得不维持高开工率/维持低开工率的CP矿 — 在手现金宽裕，可选择性做。

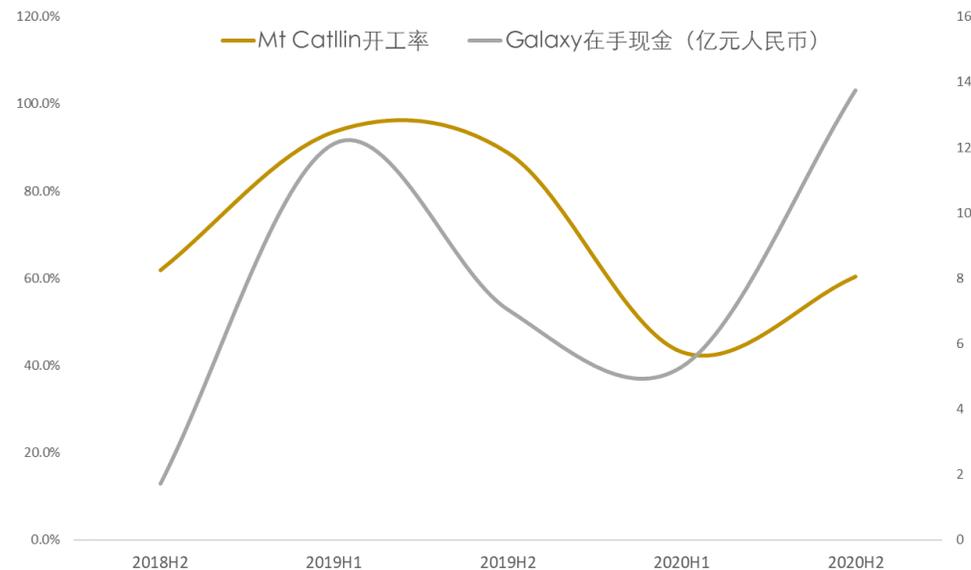
□ 企业必须维持正常运营现金流，以应对每季度利息负债。同时，由于各企业在手现金相对紧张，各家都希望通过“烧钱”（亏本运营）而迫使竞争对手出清以寻求周期反转。对于新兴矿企，生存是企业短期维度最关心的问题，这也充分解释了为何上轮周期澳洲矿企亏本后，仍选择继续生产。

图表7：Altura周期下行期大举借债（净负债/股东权益，单位百万元）



资料来源：Bloomberg, 五矿证券研究所

图表8：Mt Cattlin在手现金增多后，会选择降低开工率



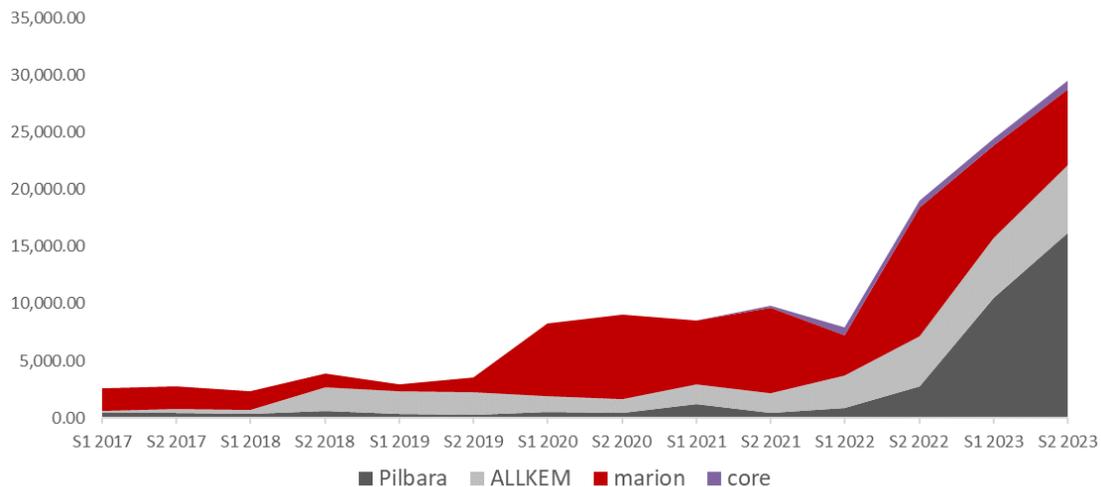
资料来源：Bloomberg, 五矿证券研究所

## 1.2 锂价会不会超跌？— 澳矿企业此轮在手现金充足，企业家决策已发生改变

□澳矿在手现金依然优秀，四大澳矿在手现金超300亿人民币。

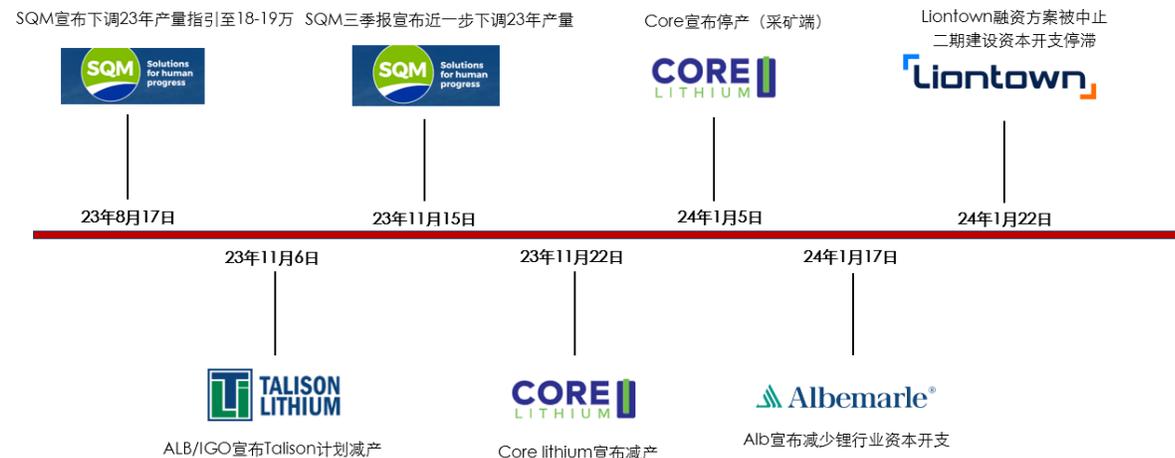
□企业家决策已有改变，头部矿企已开启陆续减产。去理解矿山停产，无非是去思考矿企三大核心诉求：— 短期生存、中期成长、长期格局。在澳矿企业短期现金充沛（相对）、中期无重大资本开支、长期市场格局相对稳定的背景下（头部矿企已率先减产），我们认为企业无意愿长期亏本运行，碳酸锂价格难以显著超跌。

图表9：截止23Q3，四大家澳矿在手现金超300亿元



资料来源：Bloomberg，五矿证券研究所

图表10：头部锂矿企业已开始陆续减产



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

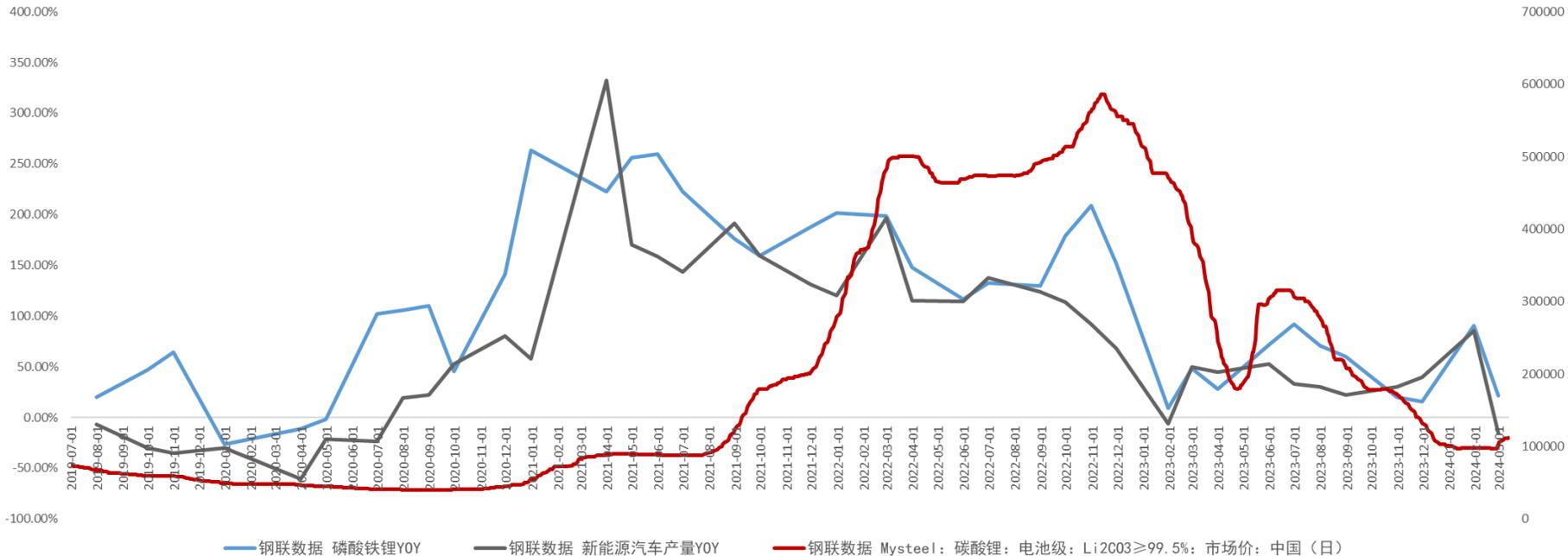
# 03 锂价会长期处于底部么？

### 1.3 锂价会长期处于底部么？— 看透供需本源，错配一直会存在

□ **供需错配本质是产能释放的时长不同。**以我国新能源车销量、正极材料产量的同比增速，与碳酸锂价格相结合可以发现，20年底碳酸锂价格上涨主要来源于需求驱动（整车—正极—碳酸锂）。而碳酸锂价格在22年下旬触底，也是由于产业链不同环节产能周期的不同。

□ **供需错配会一直存在。**在锂需求/供给环比均有增长的背景下，供需错配会一直存在，当下更需关注供给侧的变动。

图表11：供需错配本质是产能释放的时长不同，20-23年是明显以需求侧驱动的锂金属周期



资料来源：钢联数据，五矿证券研究所

### 1.3 锂价会长期处于底部么？— 全球锂矿企业已陆续下调资本开支

□随着碳酸锂价格的下行，全球各锂矿企业已开始下调其资本开支指引。而目前来看，随着碳酸锂价格的逐步下行，全球头部锂矿企业已于23Q4陆续减少资本开支。

□以当期市场对24年锂价预测而言，上游锂资源高额的资本开支是无法持续的。而根据我们对各家锂矿企业现金/资本开支进行分析，若24年碳酸锂价格仍处于低位震荡，其资本开支强度无法持续。

图表12：全球供给侧30.57%的企业已经开始下修资本开支（不完全统计）

自然年（单位：m U\$）				
	2023	2024E	全球产量占比	
↑	SQM	500	921	17%
↓	ALB	2100	1600~1800	16%
↓	ALTM	329	550~750	4%
↓	AMG	169	24年降低运营成本和资本开支	1%

财年（单位：m A\$）				
	FY2024初始预算	FY2024修正后预算		
↑	MRL	375	544	5%
↓	Core	145~165	115~139	1%
↓	Pilbara	875~975	820~875	8%
↓	Liontown	放缓Capex节奏，重申K V的扩张计划		—
—	IGO	885~995	885~995	5%
—	Wesfarmer	350	350	—

资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表13：24年部分企业手现金并不支持其资本开支

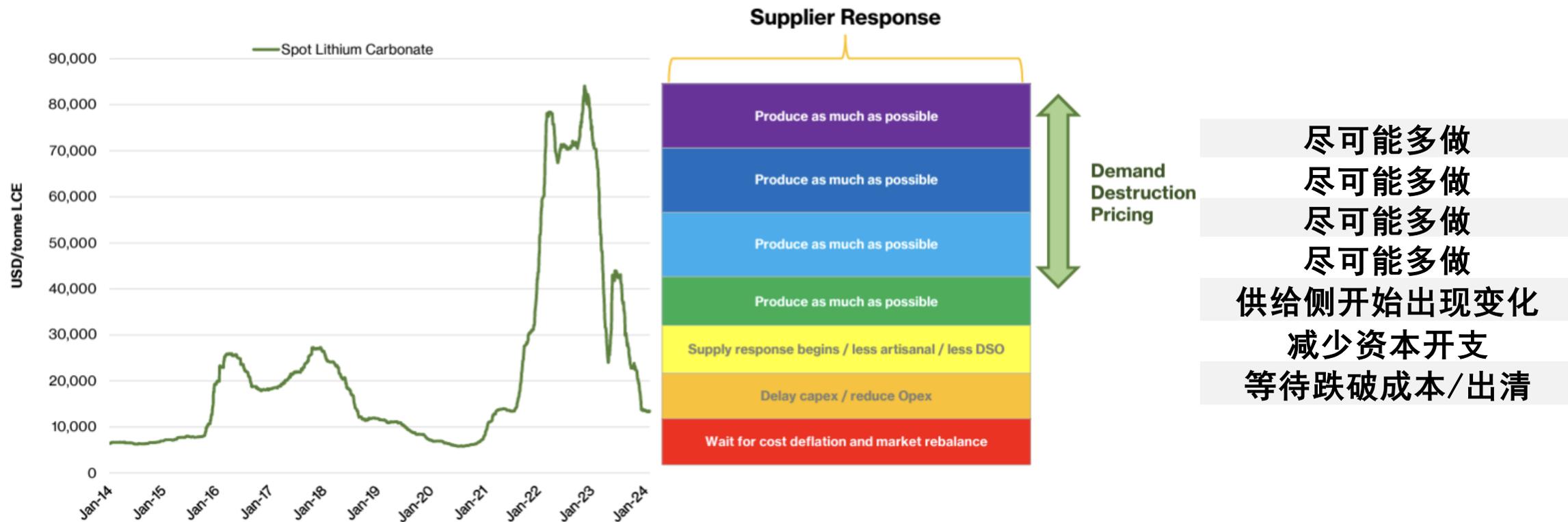
公司名称	全球产量占比	2024在手现金	2023在手现金/资本开支	2024在手现金/资本开支
SQM	17%	1041	5.31	1.13
ALB	16%	890	0.71	0.52
ALTM	4%	238	0.57	0.37
MRL	5%	1383	3.68	2.54
Core	1%	125	0.81	0.98
Pilbara	8%	2144	3.61	2.53
IGO	5%	340	0.89	0.36
Wesfarmer	—	804	1.92	2.30

资料来源：各公司公告，五矿证券研究所  
（注：SQM、ALB和ALTM单位为百万美元，其余为百万澳元）

### 1.3 锂价会长期处于底部么？—企业决策是滞后的，我们预计未来两年锂矿企业会大幅放缓投资节奏

□企业决策的频率、矿山投/停产的频率，与碳酸锂价格公布的频率是截然不同的。锂矿企业更多是产业中长期视角运营矿山，23年锂价过快的下跌速率某种程度上会极大的影响上游矿企的决策。滞后的决策会给予供给仍能高增的假象，我们认为随着24Q1-Q2各矿企季报的发布，锂矿企业会进一步下修其资本开支。

图表14：企业决策的频率、矿山投/停产的频率，与碳酸锂价格公布的频率是截然不同的

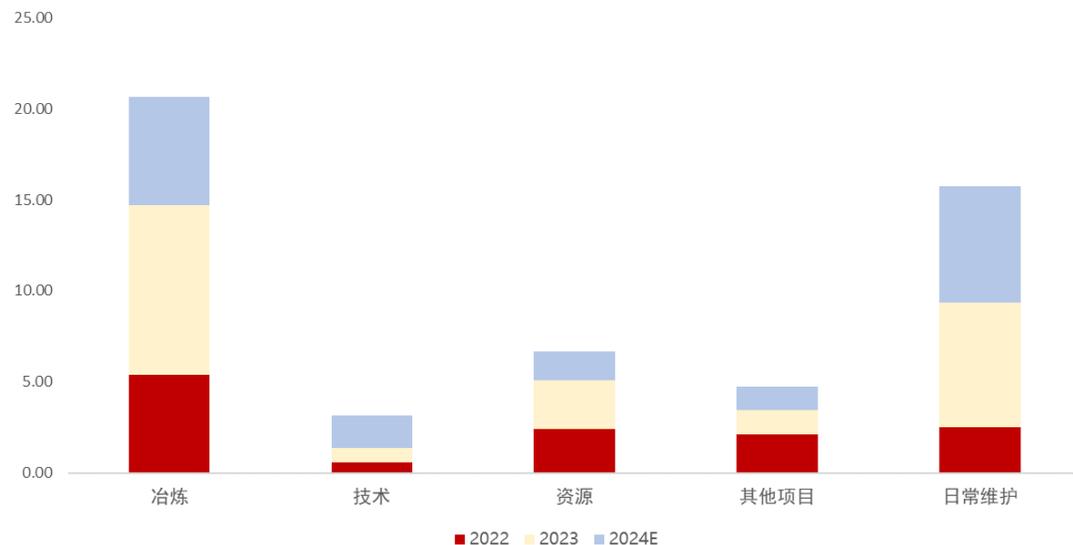


### 1.3 锂价会长期处于底部么？— 看的更进一步，海外资本开支质量并不高

□雅宝是目前全球第二大锂矿企业，却是周期下行期第一个融资的头部企业。手拥全球最优资源一湖一矿（Atacama、Talisson）的ALB已率先开启20亿美元融资，这与市场普遍认知此轮周期锂矿企业盈利颇丰的形象有所背离。

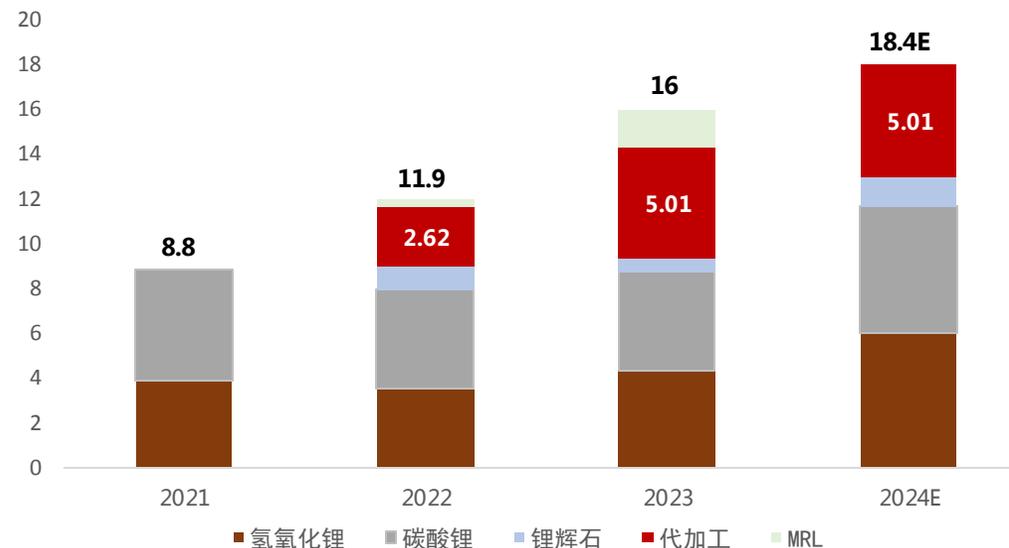
□对资本开支的质量跟踪同样重要，海外企业资本开支质量并不高。虽然雅宝在过往三年投入超百亿人民币用于锂盐厂建设，但实际产出效果甚微。其在21-23年间碳酸锂出货量提升7.2万吨，但其中约70%新增产量是依赖代工而实现。

图表15：雅宝近年来资本开支主要投向冶炼端（百万美元）



资料来源：ALB公告，五矿证券研究所

图表16：2021~2023年实际产量提升主要依赖代加工（万吨LCE）



资料来源：ALB公告，五矿证券研究所

# 04 风险提示

## 风险提示

- 国际矿业及新能源政策变化风险
- 新能源汽车产销量不及预期
- 碳酸锂期货价格波动放大风险

# Thankyou



五矿证券研究所

上海

上海市浦东新区富城路99号震旦国际大厦30楼  
邮编：200120

深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层  
邮编：518035

北京

海淀区首体南路9号，4号楼603  
邮编：100037

## 免责声明

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

### 投资建议的评级标准

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月的市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

### 特别申明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。