

# Pilbara并购Latin Resources速评—— 锂矿产业已进入第二阶段

证券研究报告|行业点评2024/8/22

有色金属行业

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

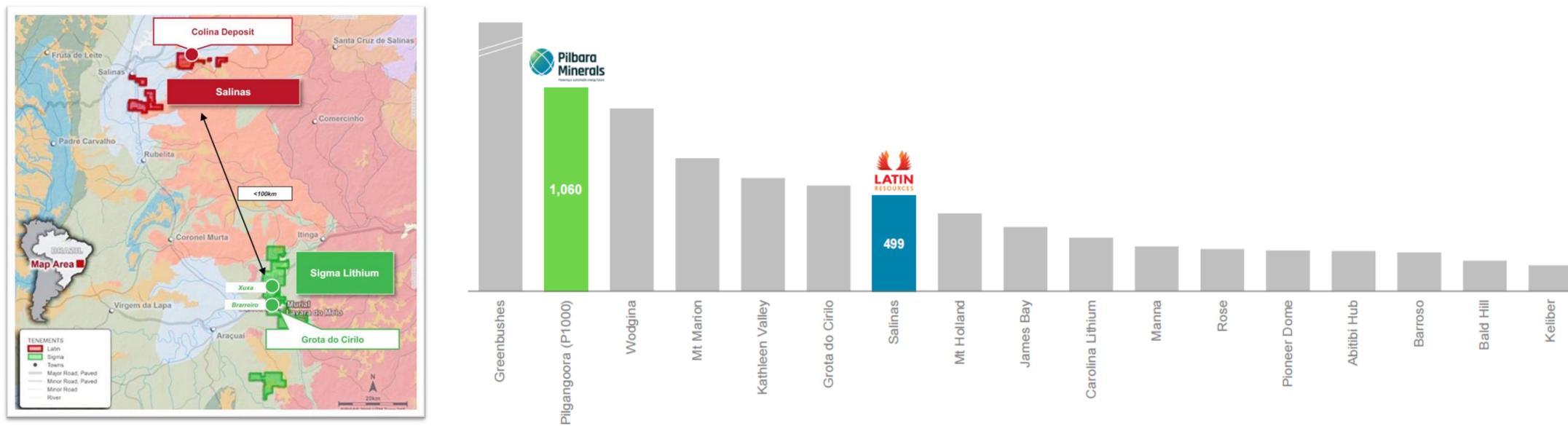
五矿证券  
MINMETALS SECURITIES

## 1、发生了什么？— Pilbara换股收购Latin Resources，并购总估值约为5.7亿澳元

□8月15日，Pilbara拟通过换股收购Latin Resources 100%股权，预计总估值约为5.7亿澳元。Latin resources股东持有的每一股Latin股票可换作0.07股Pilbara股票，以当期Pilbara股价2.88澳元/股计算，Latin Resources总交易对价5.7亿澳元。交易完成后，Latin股东将持有6.4% Pilbara股份。

□Latin旗下Salinas矿山建设完成后，有望成为全球前十大锂矿生产商。Latin Resources拥有位于巴西锂谷的Salinas项目，原矿资源量7770万吨，品位1.24%，折LCE230万吨。据其PEA报告，项目计划建设产能为40.5万吨SC5.5锂精矿和12.3万吨SC3.0锂精矿，合计49.9万吨SC5.2万吨精矿，资本支出合计3.08亿美元，总现金成本（包含特许权使用费）567美元/吨。

图表1： Salinas矿山有望成为全球前十大锂矿



资料来源：Pilbara公告，五矿证券研究所

## 2、为何是Pilbara与Latin Resources的合并？

□ **Pilbara本地进一步扩张较难，底部选择出海拿矿为合理之选。** Pilbara Lithium在此次并购前仅有澳洲Pilbara锂矿一处资源，考虑澳洲Pilbara地区包含多种金属资源，布局企业较多，其后续进一步扩展难度较大。Pilbara凭借自身在锂辉石矿开采经验，出海巴西底部拿矿为合理之选。

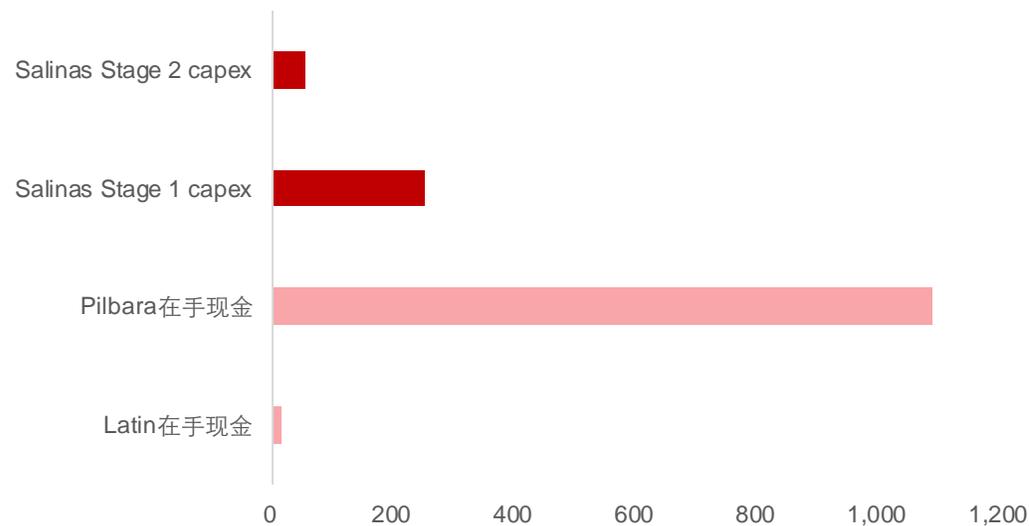
□ **Latin Resources在手现金紧张，被并购是唯一之选。** Latin Resources在被并购前最后一个季度在手现金仅为2100万澳元，而其锂辉石一期计划资本开支为2.53亿美元。虽公司已从24年1月起开始积极寻求融资获取资金，但在Pilbara入股前并能获得任何企业投资，公司自有现金流难以支撑资本开支，在碳酸锂市场持续低迷的背景下，被并购恐是Latin Resources唯一之选。

图表2：Pilbara地区包含多种金属资源，Pilbara想进一步扩张难度较大



资料来源：Global Lithium，五矿证券研究所

图表3：Latin Resources在手现金难以支撑其项目资本开支



资料来源：Pilbara公告，五矿证券研究所测算

### 3、对产业有何启发？—初级锂矿企业融资举步维艰

□ Latin Resources被收购背后所映射，是碳酸锂价格低迷下，初级锂矿企业融资的举步为艰。碳酸锂价格低迷下，未能获得融资的初级锂矿业公司生存困难，裁员、减少资本开支、放缓矿山建设是无奈之举。头部矿企、电池企业已加速下场并购优质资源，能否被头部企业垂涎或将决定初级矿业公司的生死。

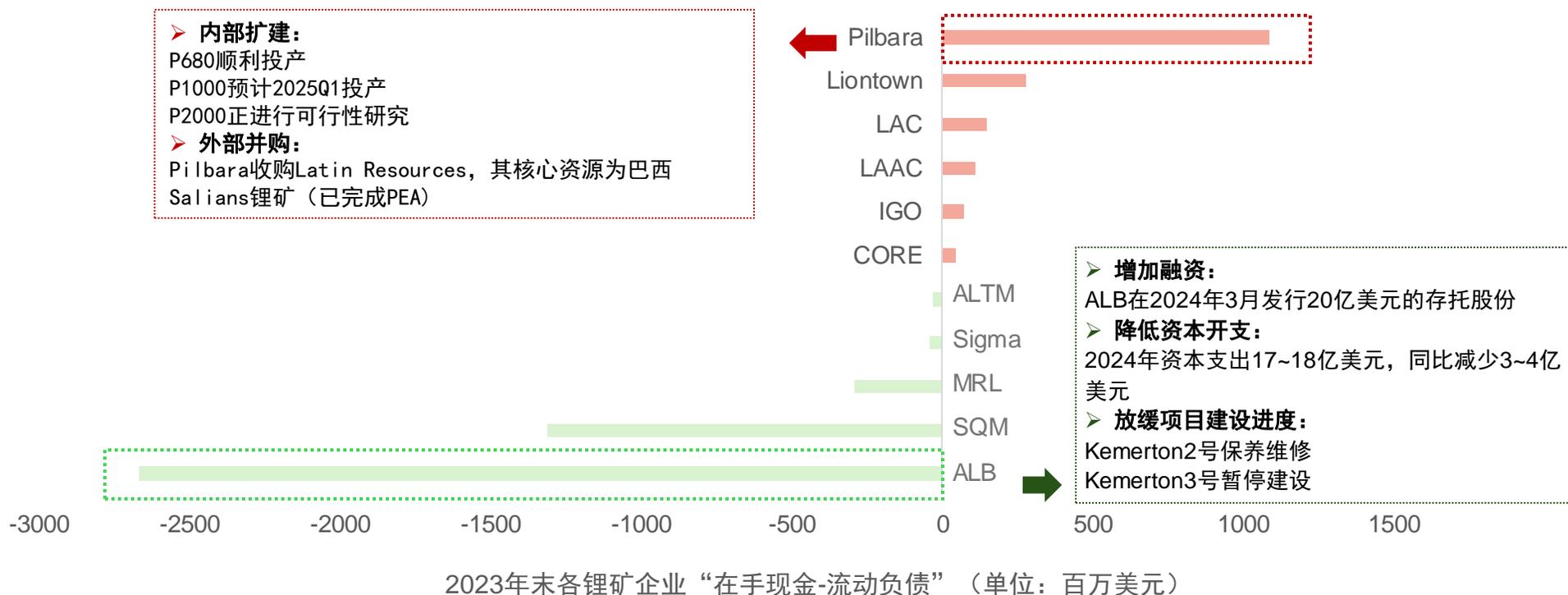
图表4：锂矿一级并购市场正在迅速降温，能否被头部矿企、电池企业并购将决定初级锂矿公司的生死



### 3、对产业有何启发？—头部矿企的行为今年以来同样有显著差距

□周期底部，现金为王。在手现金直接决定了企业家决策。我们以“在手现金-流动负债”作为跟踪指标来看，Pilbara是全球范围内在手现金最多的锂矿开采企业之一，公司良好的现金储备不仅支撑其P680和P1000项目的顺利建设，同时也助力公司成功收购Latin Resources等海外资产。而对于指标另一极值企业雅宝而言，23年底ALB在手现金8.9亿美元，流动负债高达35.6亿美元。ALB在24年3月发布了20亿美元的存托股份，并且在二季报中宣布放缓Kemerton建设进度，降低资本开支。

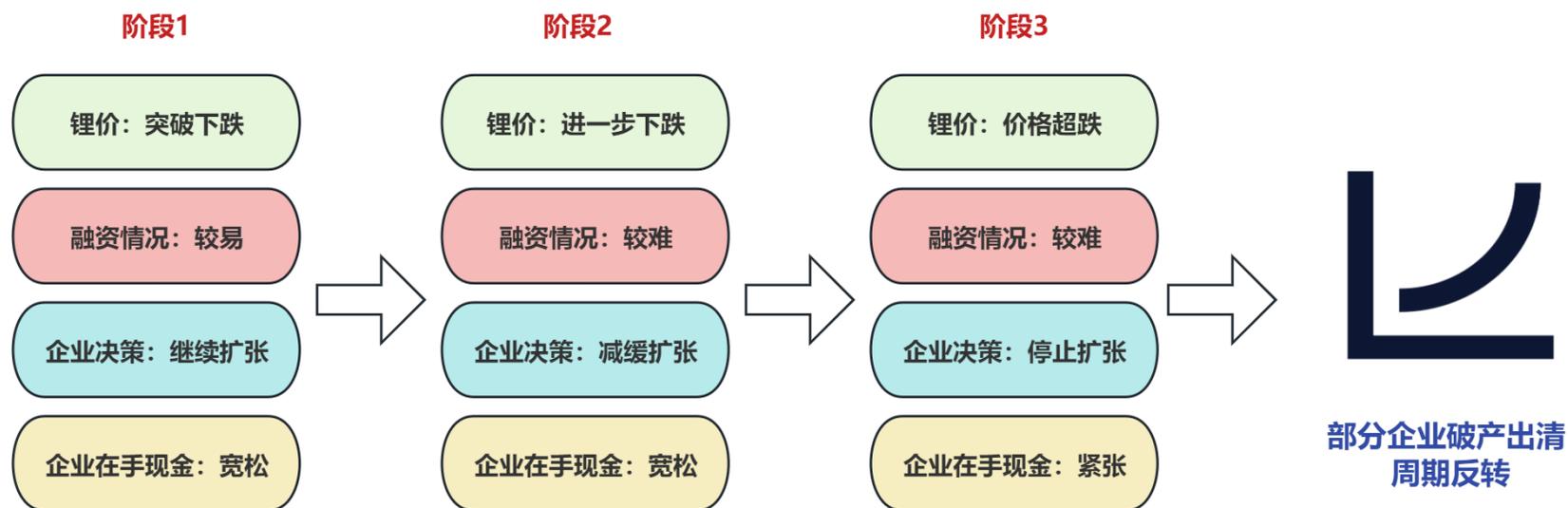
图表5：在手现金直接决定了企业家决策与行为，头部锂矿企业在周期底部动作差距显著



## 4、我们怎么看？— 锂矿产业已进入下行周期第二阶段，周期拐点逐步接近

□我们以碳酸锂价格及企业投融资决策为引，可描绘出周期反转的清晰路径。**阶段1**：在碳酸锂价格下行的初期，产业对远期价格仍为乐观，融资难度相对简单，且企业主观愿意继续资本开支，供给侧持续释放。**阶段2**：随着碳酸锂价格持续下行，产业投资者转为悲观，风险偏好急剧下降。除少数头部企业外，大部分锂矿企业难以融资，初创企业大面积倒闭。而头部企业凭借其上轮周期获取的大量现金，仍能维持生存。**阶段3**：碳酸锂价格底部震荡/超跌，产业对长中枢价格预期极度悲观，部分锂矿企业开始长期亏损现金成本，部分企业在手现金消耗殆尽，供给侧开始逐步出清，最终迎来反转。我们认为当前碳酸锂产业已进入周期下行期第二阶段，周期拐点逐步接近。

图表6：当前锂矿企业已进入周期拐点第二阶段



## 5、风险提示

- 1.Latin Resources 旗下的Salinas锂矿目前仅完成PEA，正在进行最终可行性研究，项目资源禀赋及产能建设规划和产品成本数据存在调整风险。
- 2.本次签订的仅为初步收购意向，并非最终协议，未来在正式实施过程中，相关条款有可能根据实际情况进行调整和变更。

# 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。