

锂矿行业拐点将至？——A股锂矿行业2024年中报梳理分析

证券研究报告|行业点评2024/9/11

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

报告摘要

□ 通过我们对A股13家锂矿企业半年报、六大维度的梳理，我们发现：

- **1)营收/净利润**：随着碳酸锂价格Q2的小幅反弹，**锂矿上市公司盈利近一年来首次转正**。其中，盐湖股份、藏格矿业与天华新能是24Q2盈利较优的三家锂矿企业。
- **2)毛利率&净利率**：**锂矿上市公司毛利率自22Q2以来首次反弹**。西藏矿业、盐湖股份与天齐锂业是24Q2毛利率较高的三家锂矿企业。
- **3)库存**：锂矿上市公司24Q2库存环比略上升3.82%，24Q2锂矿企业累库8.28万吨LCE，**中国锂盐累库主要集中在非上市锂矿企业**。
- **4)四费控制**：**锂矿上市公司在管理层面进一步降本较难**。从四费占总营收比角度分析，企业在锂价下行期有意愿主动降本增效。但实际降本情况并不理想，24Q2管理成本控制较优企业为永兴材料、天齐锂业与天华新能。
- **5)资本开支**：**锂矿上市公司资本开支同比近三年来首次转负**。我们以购买固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金作为中国锂矿上市公司资本开支指标，锂矿上市公司24Q2资本开支合计69.8亿元，为三年来首次转负。
- **6)在手现金**：“**在手现金-流动负债**”**两年来首次转负**。“在手现金-流动负债”24Q2同比下降133%至-77.3亿元，我们将其作为衡量企业可灵活支配投资指标，对应**中资锂矿企业可投资能力显著转弱**。

报告摘要

□ 总结24Q2六大项数据，我们观察到产业三大变化：

- **1) 锂矿企业盈利已脱离负循环区间。** 锂矿企业尤其以矿石提锂企业为主，由于船期、定价机制等问题，其外购矿石定价通常滞后于锂盐定价，导致在周期下行期，企业将面临持续亏损。而随着23Q4矿石定价机制的转变，以及24H1矿石提锂企业入手高价精矿的持续消化，锂矿企业盈利在24Q2已经脱离负循环区间，近三个季度首次转正。
- **2) 企业进一步降本空间较小，以减产的方式消化社会库存，恐是锂矿企业短期较优选择。** 在周期下行期，矿企自身有意愿内部进行持续降本增效。我们以四费金额作为降本考核指标来看，24Q2锂矿上市公司四费金额仍高达28.2亿元，锂矿企业进一步在管理层面降本难度较大。而考虑碳酸锂社会库存仍有超10万吨LCE，在管理层面降本较难的情况下，短期跌破成本曲线的锂矿企业适时减产以消化社会库存，或许是锂矿企业的较优选择。
- **3) 资本开支与再投资能力指标两年来首次转负，供给侧拐点逐步接近。** 我们从两个角度出发，资本开支数据（购买固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金）意味着现有项目的进度情况、在手现金-流动负债意味着对未来新增项目的投资能力。锂矿企业资本开支24Q2同比下降17.3%，为近两年来首次转负，意味**中国锂矿企业此轮周期仍将释放的新增供给在持续减少**（24Q2企业在建项目资本开支主要为赣锋Mariana与天齐锂业CGP3等少量项目）。“在手现金-流动负债”24Q2同比下降-133%至-77.3亿元，为近两年来首次转负，意味着企业实际在手现金持续减少，**中国锂矿企业对未来新增锂矿投资能力显著减弱**，锂矿周期拐点逐步接近。

1、营收/利润：A股锂矿企业归母净利润近三个季度来首次转正

2024Q2锂价企稳，锂矿企业业绩环比转正。

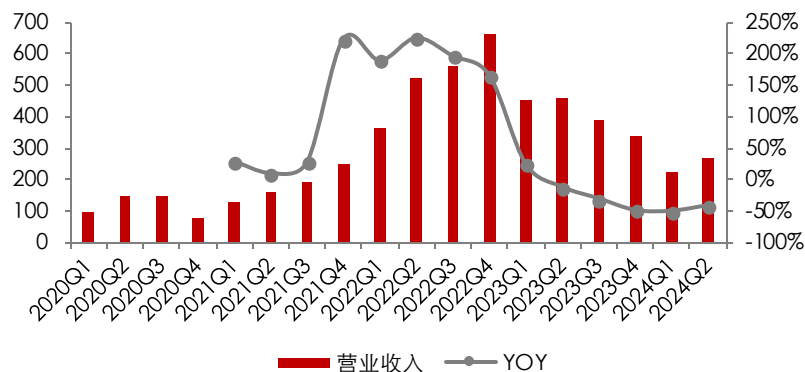
2024Q2电碳平均价10.59万元/吨，同比下跌58.4%，环比上涨4.29%，锂矿企业板块录得营业收入267亿元，归母净利润16.44亿元，实现自2023Q3以来的首次盈利转正。

盐湖股份、藏格矿业与天华新能为24Q2锂矿行业盈利前三位。

从盈利情况来看，在周期底部阶段，盐湖类企业盈利相对稳定，而矿石提锂企业由于外购高价矿扰动盈利仍然较差。A股24Q2盈利较为靠后企业为赣锋锂业与天齐锂业。

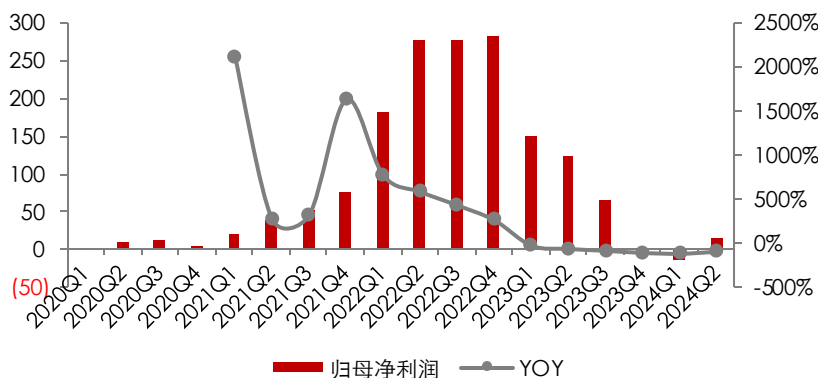
赣锋锂业、盐湖股份与天齐锂业为24Q2锂矿行业营收前三位。

图表1：24Q2锂矿企业营业收入（亿元）



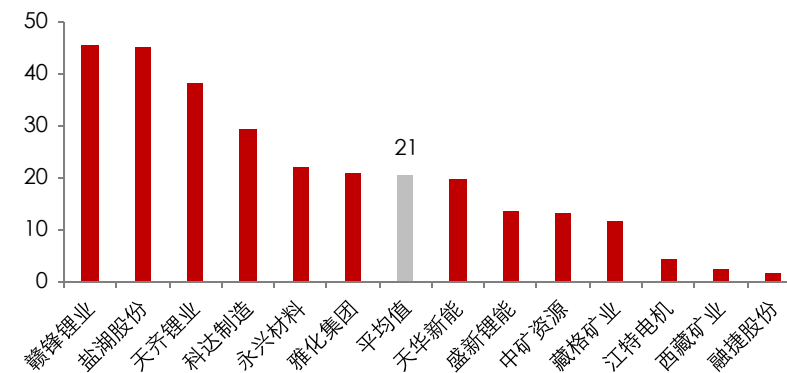
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表3：24Q2锂矿企业归母净利润（亿元）



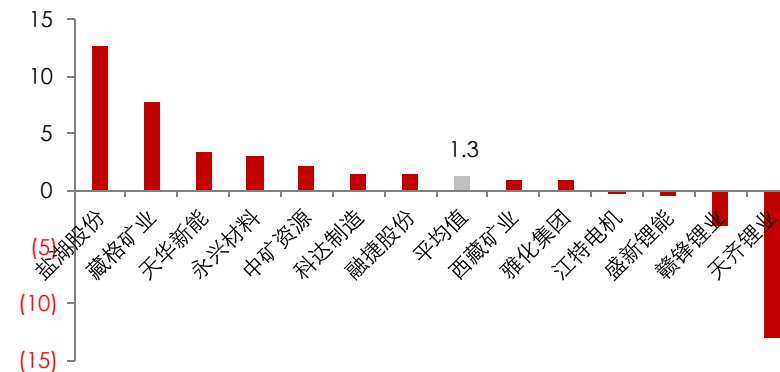
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表2：24Q2锂矿企业营业收入——分企业（亿元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表4：24Q2锂矿企业归母净利润——分企业（亿元）

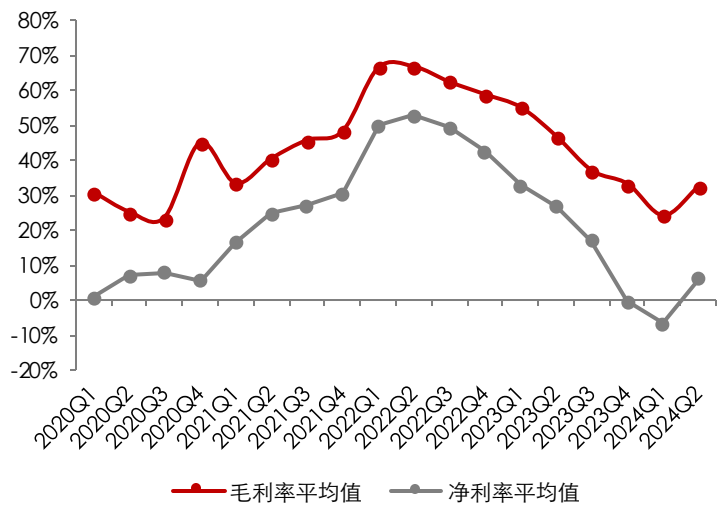


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

2、毛利率/净利率：Q2锂矿企业毛利率与净利率实现两年来首次回升

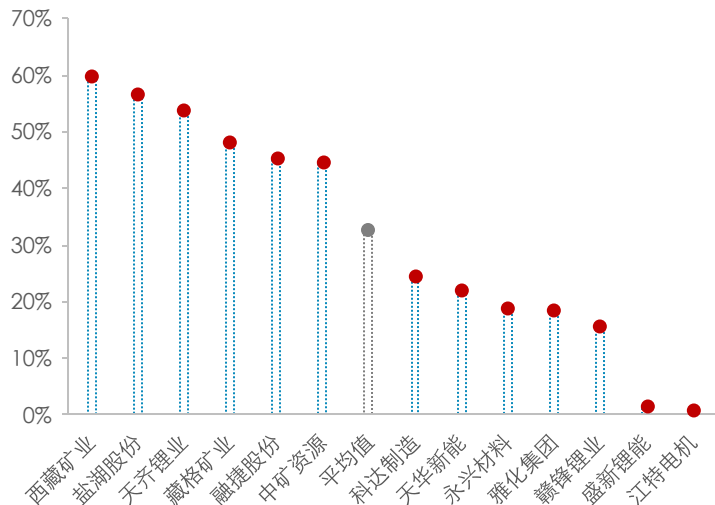
- 24Q2锂矿企业整体毛利率与净利率实现自22Q2以来首次回升。2024Q2锂矿企业毛利率32.63%，同比降14.31pct，环比增8.42pct；净利率6.16%，同比降20.88pct，环比增12.62pct。自锂价22年11月下跌以来，锂企业盈利水平同比下调，本季度盈利反转标志着企业在周期下行期完成了高价库存出清及推进降本措施等管理决策调整，从亏损阶段迈入相对稳健的低盈利阶段。
- 代工占比高的企业、外购矿加工企业盈利水平较差。盛新锂能、天齐锂业与赣锋锂业在锂盐产能产量上遥遥领先，但受制于高价库存问题、自有矿成本偏高问题以及代加工利润微薄的现状，业绩表现与第一梯队的盐湖、永兴和中矿相比有一定差距。

图表5：24Q2锂矿企业毛利率&净利率环比提升



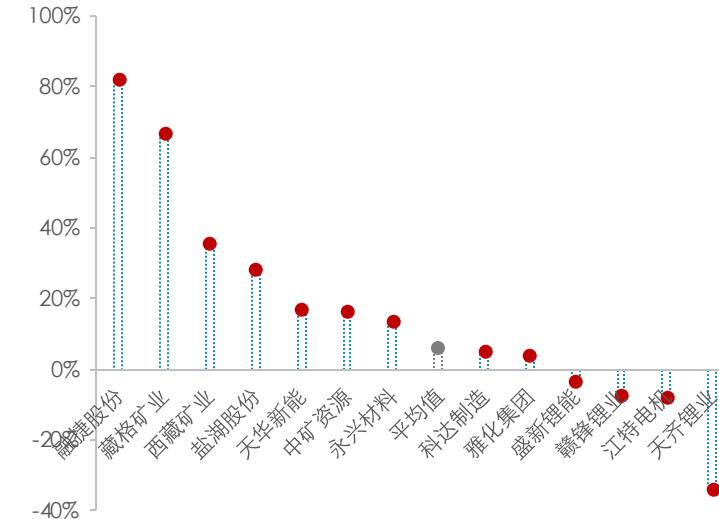
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表6：24Q2锂矿企业毛利率



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表7：24Q2锂矿企业净利率

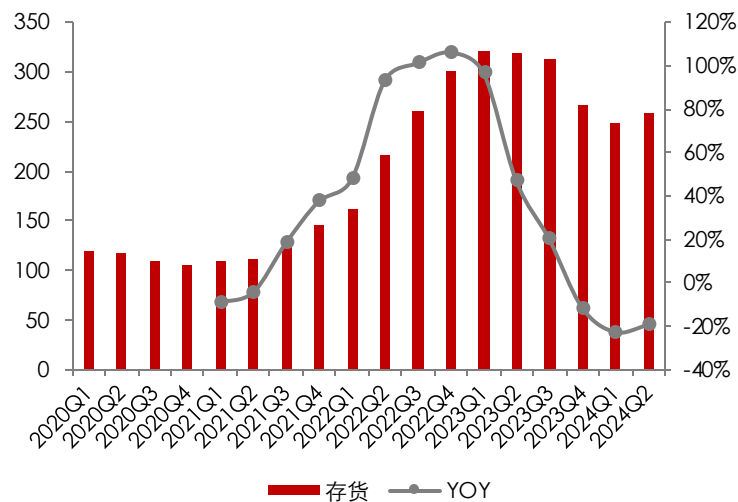


资料来源：SMM，五矿证券研究所

3、库存：Q2非上市锂盐企业大幅累库

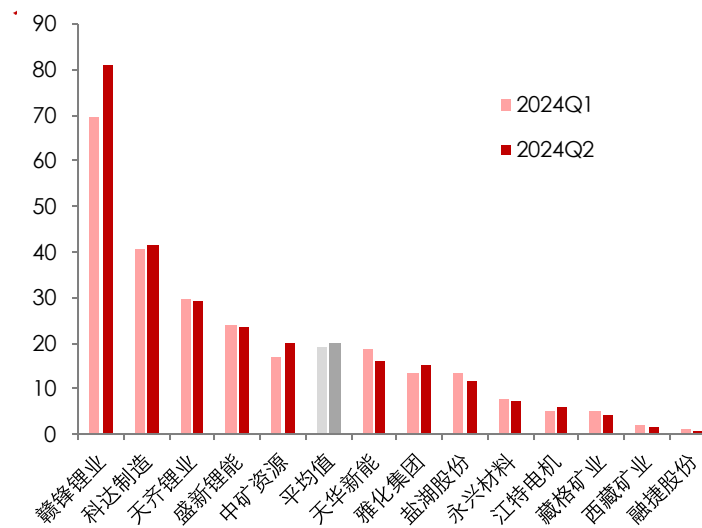
- 锂盐厂表内库存数据与SMM统计社会库存数据出现分歧，意味着24Q2非上市锂盐企业大幅累库。24Q2锂盐上市公司表内库存小幅反弹3.82%至258亿元（考虑24Q2碳酸锂平均价格环比上涨4.29%，数据较为合理）。而根据SMM统计，锂矿企业手中碳酸锂库存24Q2高达8.28万吨，较24Q1大幅环比上涨52.99%。若SMM统计数据较为合理，则意味着24Q2我国碳酸锂冶炼厂端大幅累库来自于非上市企业。
- 赣锋锂业、科达制造与天齐锂业是A股当前存货较高三家锂矿企业。赣锋锂业存货水平高主要系公司Cauchari-Olaroz盐湖的卤水半成品运至国内深加工且需要一定的生产周期、科达制造库存能包含部分其主业陶瓷库存、天齐锂业库存中包含大量Greenbushes未使用精矿。

图表8：24Q2锂矿企业存货及同比变化（亿元）



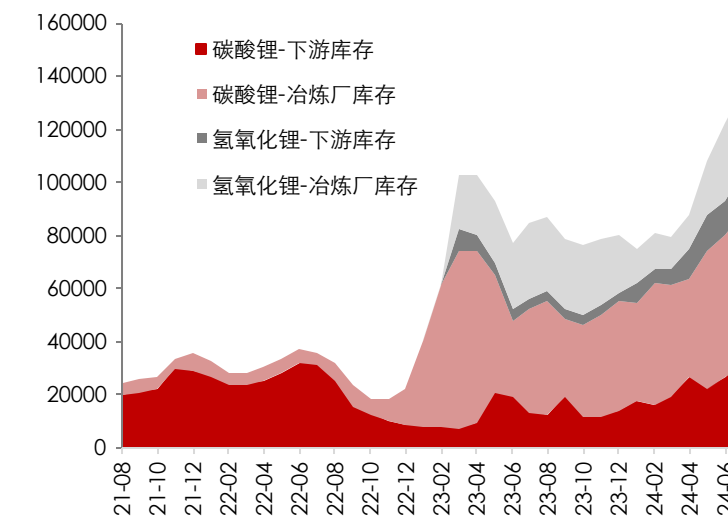
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表9：24Q2锂矿企业存货统计——分企业（亿）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表10：锂盐社会库存（吨）

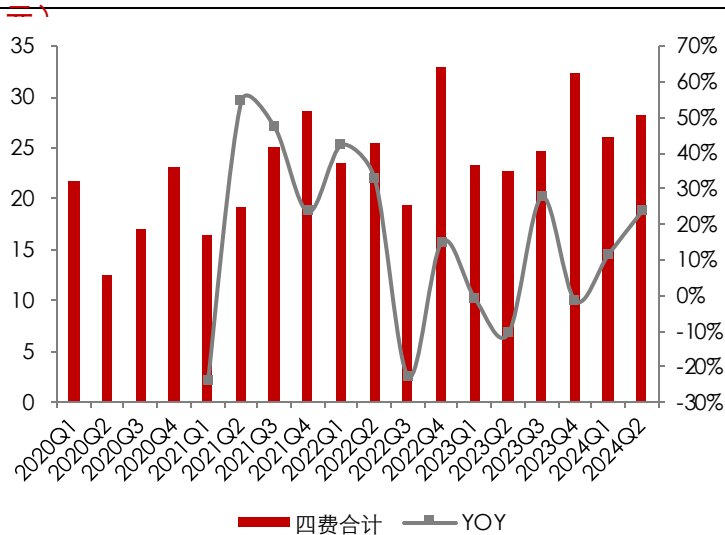


资料来源：SMM，五矿证券研究所

4、四费控制：锂矿企业进一步在管理层面降本难度较大

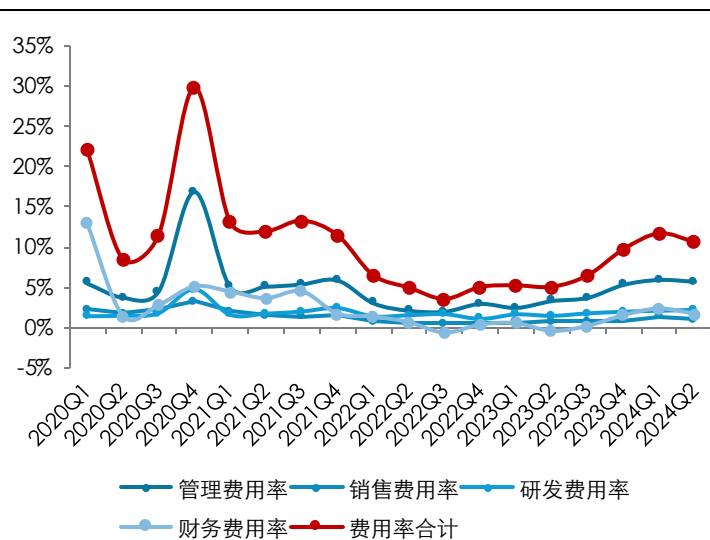
- 锂矿企业在管理层面进一步降本难度较大，A股13家锂矿上市公司四费近年来基本稳定在20-30亿元。24Q2锂矿企业费用支出合计28.2亿元，同比增长24%，环比增加8%；费用率10.56%，同比增5.59pct，环比减1.08pct。随着碳酸锂价格持续下行，企业持续降本增效意愿较强。但目前来看，锂矿上市公司近六个季度四费基本稳定于20-30亿元区间内，进一步降本难度较大。
- 永兴材料、天齐锂业与天华新能是锂矿上市公司管理层面，控制成本较好的公司。从四费率占企业总营收角度分析，永兴材料、天齐锂业与天华新能是锂矿上市公司管理层面，成本控制较好的企业。

图表11：24Q2锂矿企业四费费用及同比变化（亿）



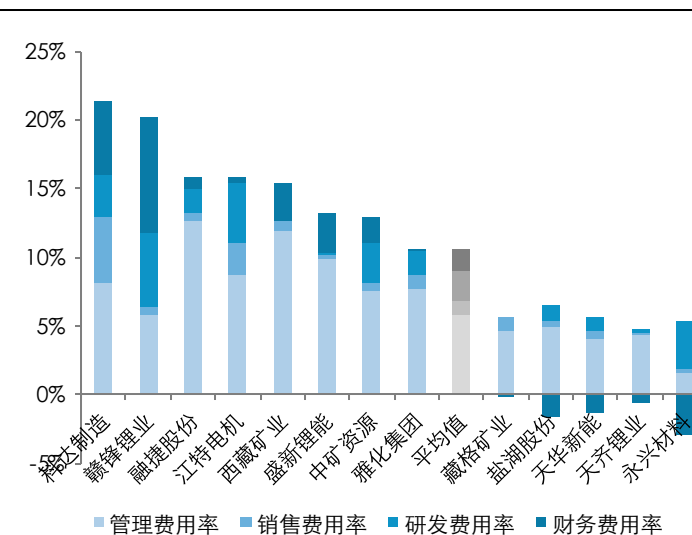
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表12：24Q2锂矿企业费用率下降



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表13：24Q2锂矿企业费用率——分企业

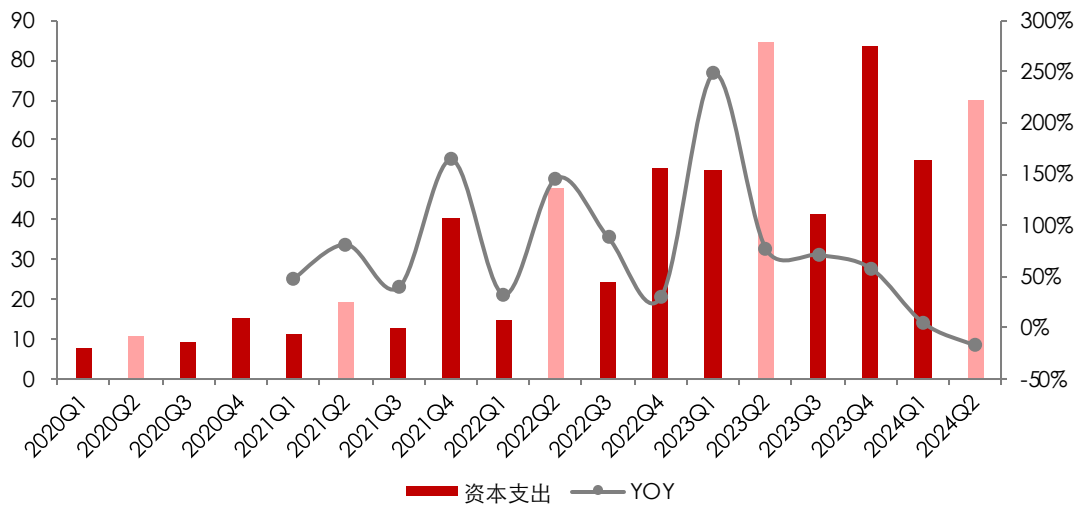


资料来源：SMM，五矿证券研究所

5、资本开支：Q2锂矿企业资本开支同比转负

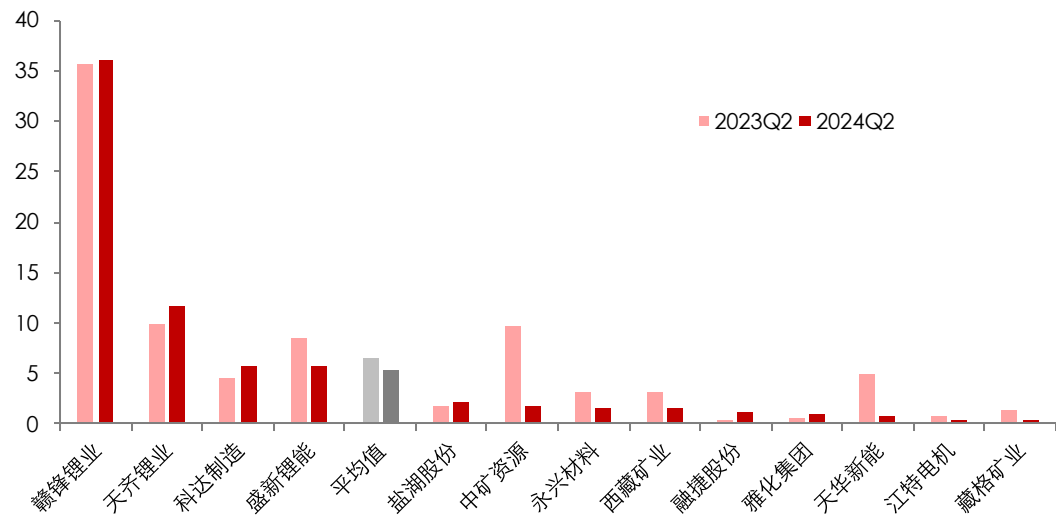
- **锂矿企业Q2资本开支增速转负。** 锂矿企业24Q2购买固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金共计69.8亿元，同比下降17.3%。
- **企业资本开支出现分化，赣锋、天齐等龙头企业仍维持较高资本开支水平。** 24Q2赣锋锂业和天齐锂业等龙头企业均维持强劲的资本支出情况，赣锋上半年仅Mariana项目在建工程投入15.3亿元，天齐Greenbushes CGP3在建工程投入8.48亿元。藏格矿业、江特电机、天华新能等资本开支绝对值相对较小且同比下降较多。

图表14：24Q2锂矿企业资本开支同比转负（亿元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表15：24Q2锂矿企业资本开支统计——分企业（亿元）

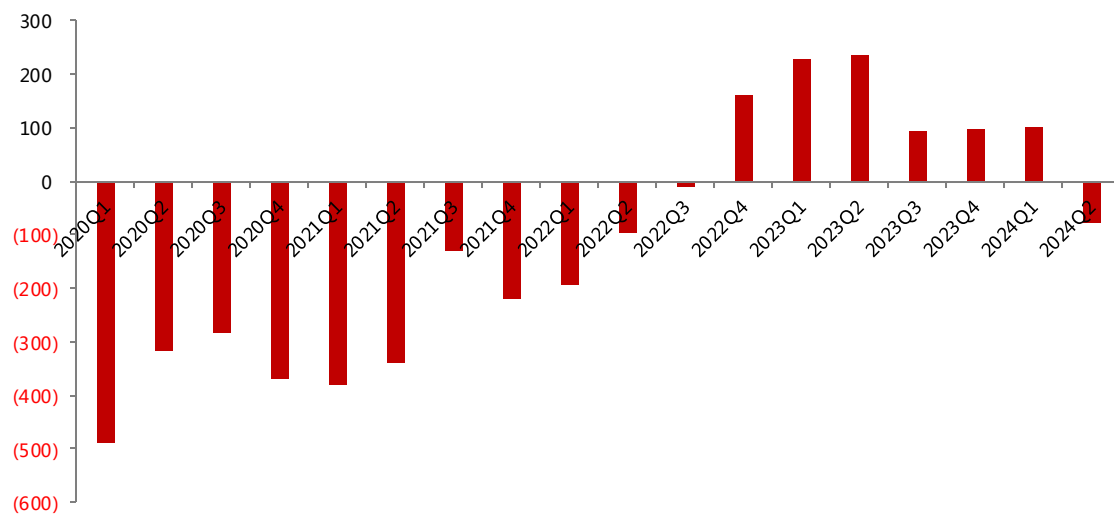


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

6、在手现金：锂矿企业在手现金持续减少，“在手现金-流动负债”指标两年来首次转负

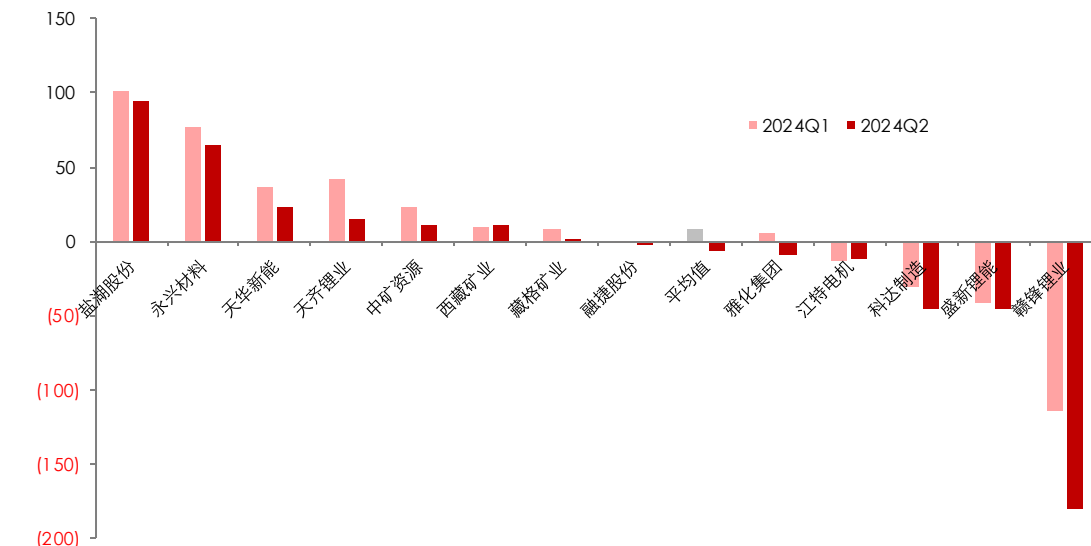
- ▣ **2024Q2 “在手现金-流动负债”指标同比下降133%至-77.3亿元，在手现金及流动负债均下降。** 碳酸锂近一年的价格低迷使锂矿企业短期现金流承压，Q2 “在手现金-流动负债”指标两年来首次转负。
- ▣ **盐湖股份、永兴材料在手现金较多。** 盐湖股份与永兴材料的在手现金与流动负债的差值遥遥领先，在资本开支投放与项目并购等事件上灵活性或更高。

图表16：24Q2锂矿企业“在手现金-流动负债”（亿元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表17：24Q2锂矿企业“在手现金-流动负债”统计——分企业（亿元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

风险提示

- 全球流动性危机
- 贸易保护主义带来的供应链风险
- 新能源汽车及储能需求不及预期

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		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。