

行业研究 | 行业深度研究 | 有色金属

# 锂资源系列报告一：2024Q2 澳洲锂矿 产量回升，后续新矿山有望贡献增量



## | 报告要点

本报告详细分析澳洲各大矿山 2024Q2 生产经营情况，结合当前碳酸锂供需形势，及各大公司最新生产经营指引，对新一轮锂资源投资作出投资建议。上一轮锂周期中，锂资源股票先于锂价见底。我们认为当前锂价已经跌破部分高成本供应商现金成本，即使锂价尚未触底，整体向下空间也十分有限。低价格背景下，会逐步淘汰高成本产能。在上游产能出清以后，锂价有望获得反弹。在新一轮周期中，自身资源有保障，且产量逐年有增量的标的更具弹性。

## | 分析师及联系人



王琪

SAC: S0590524080003



周志璐

SAC: S0590524060001

## 有色金属

# 锂资源系列报告一：2024Q2 澳洲锂矿产量回升，后续新矿山有望贡献增量

投资建议： 强于大市（维持）  
 上次建议： 强于大市

### 相对大盘走势



### 相关报告

- 《有色金属：有色金属 2024H1 业绩总结：Q2 业绩环比改善，经营质量显著优化》2024.09.05
- 《有色金属：供给端偏紧格局或难改，钨价中枢有望继续上移》2024.08.25



扫码查看更多

### 投资要点

#### ➤ 2024Q2 澳矿总产销量环比增长，低成本矿山持续贡献增量

根据我们统计，2024Q2，澳洲各大矿山合计锂精矿产量 102.40 万吨（由于部分公司未披露品位，仅将绝对数相加，未折相同品位），环比+20.31%，同比+20.04%。销量 118.87 万吨，环比+71.01%，同比+36.34%。产量增量主要来自于低成本的矿山产能爬坡，包括 Pilgangoora 项目、Greenbushes 矿山的产能爬坡，以及 2024 年新投产的 Holland 矿山同样贡献较多增量。销量大幅增长，除了产量增加以外，还包括 Greenbushes 股东二季度需求提升，其消化大量库存有关。

#### ➤ 2024 年新投产 2 个矿山，预计下半年仍会释放增量

截至 2024 年 8 月底，2024 年澳洲共投产两个项目，分别是 Mt Holland 和 Kathleen Valley 项目，其锂精矿产能分别为 38 万吨/年和 50 万吨/年。Mt Holland 在 2024H1 已生成锂精矿约 11 万吨，且已发运 2 批共约 2 万吨锂精矿，2025 财年计划生产 30-34 万吨。Kathleen Valley 项目于 2024 年 7 月产出第一批锂精矿，将于 2024Q3 发运第一批锂精矿。我们判断，新投产项目产能不断爬坡，叠加老项目按计划爬产，即使个别小矿山产量下滑或停产，澳洲精矿产量在未来几个季度仍将维持环比上升趋势。

#### ➤ 主流矿山现金成本仍然可控，新投产矿山成本仍有待观察

根据各公司披露数据来看，生产现金成本最低的还是 Greenbushes 矿山，仅 223 美元/吨（折 6%品位），主流矿山 Pilgangoora、Marion、Wodgina 生产现金成本均低于 700 美元/吨。Finniss 矿山成本较低主要系该矿山主要处理原矿库存，Mt Cattlin 成本高主要系矿山品位低，且资源即将枯竭。2024 年新投产的 Mt Holland 和 Kathleen Valley 在产能爬坡初期预计成本较高，具体现金成本仍有待观察。

#### ➤ 投资建议：关注资源有保障的企业

上一轮锂周期中，锂资源股票先于锂价见底。我们认为当前锂价已经跌破部分高成本供应商现金成本，即使锂价尚未触底，整体向下空间也十分有限。低价格背景下，会逐步淘汰高成本产能。在上游产能出清以后，锂价有望获得反弹。在新一轮周期中，自身资源有保障，且产量逐年有增量的标的更具弹性。建议关注：盐湖股份、中矿资源、天齐锂业、永兴材料等。

**风险提示：**1) 碳酸锂价格波动风险；2) 地缘政治风险；3) 在建项目即产量不及预期风险。

### 重点推荐标的

| 简称   | EPS   |       |       | PE    |       |       | CAGR-3 | 评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|----|
|      | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |        |    |
| 盐湖股份 | 1.06  | 1.23  | 1.50  | 14.3  | 12.3  | 10.1  | -2.5%  | 买入 |

数据来源：公司公告，iFind，国联证券研究所预测，股价取 2024 年 09 月 09 日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

上一轮锂周期中，锂资源股票先于锂价见底。当前锂价已经触及高成本供应商现金成本，即使锂价尚未触底，其整体向下空间也十分有限。根据周度产量数据来看，锂价走低导致部分外购矿石的供应商亏损而被迫减产，导致国内碳酸锂产量已经连续5周环比下滑。库存方面，整体社会库存累库速度也在明显减缓。现阶段澳洲锂矿供应商仍在扩产，新增量或将维持全球锂供需宽松格局，导致锂价有进一步下探可能，届时有望加速产能出清。

### 投资看点

- 在新一轮周期中，自身资源有保障，且产量逐年有增量的标的更具弹性。建议关注：盐湖股份、中矿资源、天齐锂业、永兴材料等。
- 盐湖股份是国内钾肥龙头，产能500万吨全国领先。同时，公司也是国内盐湖提锂产能最大的企业，目前碳酸锂产能3万吨/年，但通过技改，提升产线效率，预计2024年产量4万吨。根据公司半年报披露，公司在建4万吨锂盐项目进展顺利，项目主工艺装置—吸附提锂厂房的基础与设备基础工程已圆满完成，主体结构的安装工作已推进至56%的里程碑节点。新建项目仍有望在2024年底投产，在2025/2026年实现产能爬坡，持续释放增量。
- 我们预计2024-2026年公司营业收入分别为156.05/173.76/199.99亿元，同比变动-27.68%/11.35%/15.10%；归母净利润分别为57.54亿元/66.70亿元/81.30亿元，同比变动-27.30%/15.92%/21.90%；EPS分别为1.06元/1.23元/1.50元，维持“买入”评级。

## 正文目录

|     |  |    |
|-----|--|----|
| 1.  | 2024年1-7月，锂产业链供需双增                                   | 6  |
| 1.1 | 国内产量：1-7月国内锂盐产量同比增幅明显，周度产量拐点已现                       | 6  |
| 1.2 | 进口端：1-7月进口维持高增长                                      | 7  |
| 1.3 | 需求端：7月正极材料产量环比提升                                     | 8  |
| 2.  | 2024Q2澳洲锂辉石矿山生产经营情况                                  | 9  |
| 2.1 | Pilbara Minerals: Pilgangoora 降本增效，持续扩张的澳矿供应商        | 9  |
| 2.2 | IGO:Greenbushes 成本行业领先的优质矿山                          | 12 |
| 2.3 | Mineral Resources: 坐拥Mt Marion、Wodgina、Bald Hill3座矿山 | 14 |
| 2.4 | Arcadium: Mt Cattlin 即将枯竭小矿山，销量环比进一步缩减               | 18 |
| 2.5 | Core: Finniss 已经停止运营的高成本锂矿供应商                        | 20 |
| 2.6 | Covalent: Mt Holland 新投产大型锂矿，2024H1产量超预期             | 21 |
| 2.7 | Liontown: Kathleen Valley 新投产优质锂矿，7月产出第一批锂矿          | 22 |
| 3.  | 2024Q2澳矿产量环比提升，成本持续优化                                | 23 |
| 3.1 | 2024Q2澳矿产量环比+20%，销量环比+71%                            | 23 |
| 3.2 | 2024年新投产矿山已经释放增量，产能爬坡将持续贡献增量                         | 24 |
| 3.3 | 澳矿成本相对可控，新投产矿山成本仍有待观察                                | 24 |
| 4.  | 投资建议：关注优质锂资源企业                                       | 25 |
| 5.  | 风险提示   | 26 |

## 图表目录

|        |                                   |    |
|--------|-----------------------------------|----|
| 图表 1:  | 1-7月国内碳酸锂产量累计同比+47.83%            | 6  |
| 图表 2:  | 1-7月国内氢氧化锂产量累计同比+21.37%           | 6  |
| 图表 3:  | 国内碳酸锂周度产量连续五周下滑(吨)                | 7  |
| 图表 4:  | 国内碳酸锂周度库存累库幅度缩窄(吨)                | 7  |
| 图表 5:  | 1-7月国内碳酸锂进口量累计同比+51.6%            | 7  |
| 图表 6:  | 1-7月国内氢氧化锂出口量累计同比+10.79%          | 7  |
| 图表 7:  | 1-7月国内磷酸铁锂产量同比+55.62%(万吨)         | 8  |
| 图表 8:  | 1-7月国内三元材料产量同比+12.71%(万吨)         | 8  |
| 图表 9:  | 截至8月22日国内磷酸铁锂库存5.28万吨(吨)          | 9  |
| 图表 10: | 截至8月22日国内三元材料库存1.47万吨(吨)          | 9  |
| 图表 11: | 2024Q2 Pilbara 季度锂精矿产量环比提升        | 11 |
| 图表 12: | 2024Q2 Pilbara 季度锂精矿销量环比大增        | 11 |
| 图表 13: | Pilbara 锂精矿生产单位运营成本环比下滑           | 11 |
| 图表 14: | 2024Q2 Pilbara 季度锂精矿销售单价840美元/吨   | 11 |
| 图表 15: | Pilbara 原矿品位及精矿品位                 | 12 |
| 图表 16: | 2024Q2 Pilbara 锂回收率环比提升           | 12 |
| 图表 17: | Greenbushes 季度锂精矿产量环比提升           | 13 |
| 图表 18: | Greenbushes 季度锂精矿销量环比提升           | 13 |
| 图表 19: | 2024Q2, Greenbushes 单位生产成本338澳元/吨 | 14 |
| 图表 20: | Greenbushes 季度锂精矿销售单价1020美元/吨     | 14 |

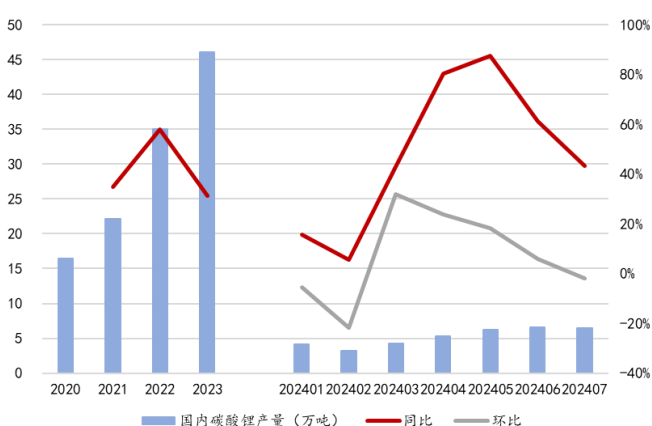
|        |                                      |    |
|--------|--------------------------------------|----|
| 图表 21: | Greenbushes 季度锂精矿进料品位环比提升 .....      | 14 |
| 图表 22: | Greenbushes 季度锂辉石原矿品位环比下滑 .....      | 14 |
| 图表 23: | Mt Marion 季度锂精矿产量环比下滑 .....          | 16 |
| 图表 24: | Mt Marion 季度锂精矿销量环比提升 .....          | 16 |
| 图表 25: | Wodgina 季度锂精矿产量环比提升 .....            | 16 |
| 图表 26: | Wodgina 季度锂精矿销量环比下滑 .....            | 16 |
| 图表 27: | Bald Hill 季度锂精矿产量环比提升 .....          | 17 |
| 图表 28: | Bald Hill 季度锂精矿销量环比提升 .....          | 17 |
| 图表 29: | Mt Marion 锂精矿销售单价 1178 美元/吨 .....    | 17 |
| 图表 30: | Marion 矿山精矿平均品位及高品位精矿占比情况 .....      | 17 |
| 图表 31: | Wodgina 和 Bald Hill 矿山锂精矿销售单价 .....  | 18 |
| 图表 32: | Wodgina 和 Bald Hill 精矿品位 .....       | 18 |
| 图表 33: | Mt Cattlin 季度锂精矿产量环比下滑 .....         | 19 |
| 图表 34: | Mt Cattlin 季度锂精矿销量环比下滑 .....         | 19 |
| 图表 35: | Mt Cattlin 季度锂精矿销售价格 1013 美元/吨 ..... | 19 |
| 图表 36: | Mt Cattlin 单位现金成本 700 美元/吨 .....     | 19 |
| 图表 37: | Mt Cattlin 季度锂精矿平均品位环比下滑 (%) .....   | 20 |
| 图表 38: | Mt Cattlin 季度选矿回收率环比提升 (%) .....     | 20 |
| 图表 39: | Mt Finniss 季度锂精矿产量环比下滑 .....         | 21 |
| 图表 40: | Mt Finniss 季度锂精矿销量环比提升 .....         | 21 |
| 图表 41: | Mt Finniss 锂精矿生产单位现金成本环比大幅下降 .....   | 21 |
| 图表 42: | Mt Finniss 锂精矿品位 (%) .....           | 21 |
| 图表 43: | Mt Holland 基本情况 .....                | 22 |
| 图表 44: | Mt Holland 一体化产业链 .....              | 22 |
| 图表 45: | Mt Kathleen Valley 基本情况 .....        | 23 |
| 图表 46: | 澳洲各大矿山合计产量环比+20% (万吨) .....          | 23 |
| 图表 47: | 澳洲各大矿山合计销量环比+71% (万吨) .....          | 23 |
| 图表 48: | 澳洲各大矿山生产现金成本 (美元/吨) .....            | 24 |

## 1. 2024 年 1-7 月，锂产业链供需双增

### 1.1 国内产量：1-7 月国内锂盐产量同比增幅明显，周度产量拐点已现

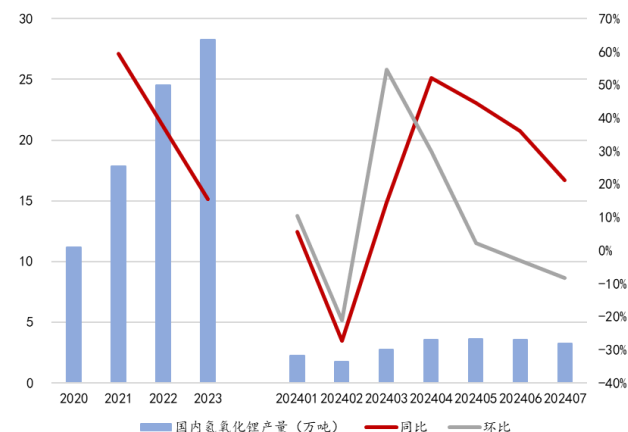
1-7 月碳酸锂产量同比+47.83%，氢氧化锂产量同比+21.37%。根据 SMM 数据，2024 年 1-7 月，国内碳酸锂产量 36.34 万吨，同比增长 47.83%，实现快速放量。1-7 月氢氧化锂产量 20.69 万吨，同比+21.37%，维持增长趋势。

图表1：1-7 月国内碳酸锂产量累计同比+47.83%



资料来源：SMM，国联证券研究所

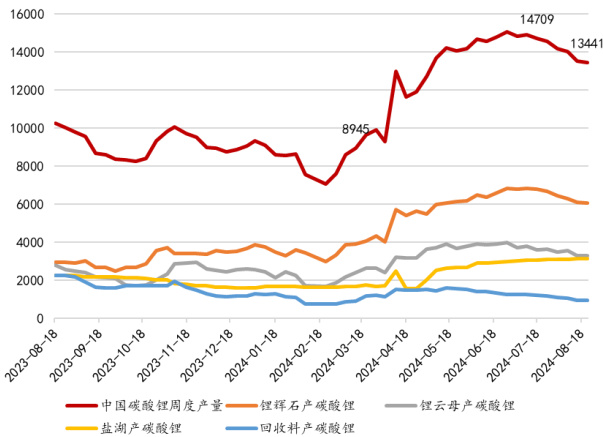
图表2：1-7 月国内氢氧化锂产量累计同比+21.37%



资料来源：SMM，国联证券研究所

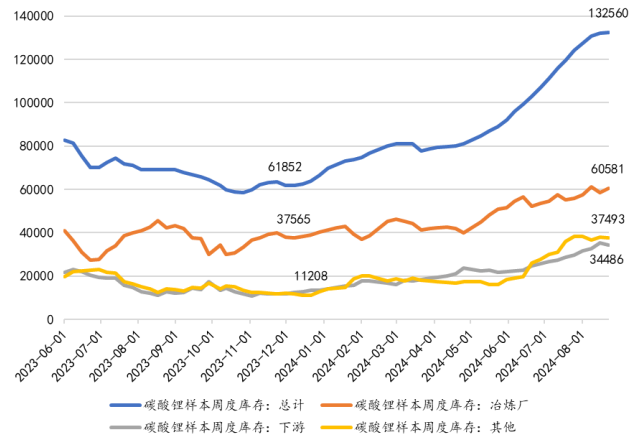
周度产量拐点已现，累库幅度进一步减缓。根据 SMM 数据，截至 8 月 22 日，国内碳酸锂周度产量连续 6 周下滑，已经从高点 1.50 万吨/周下滑至 1.34 万吨/周，在当前背景下，部分高成本企业处于亏损状态，被动减产或停产以减少亏损。当前社会总库存仍有 13.26 万吨，处于高位，但近几周累库幅度明显减缓，截至 8 月 22 日当周，单周累库约 524 吨，较前期高点 3000-4000 吨大幅缩减。

图表3: 国内碳酸锂周度产量连续五周下滑(吨)



资料来源: SMM, 国联证券研究所

图表4: 国内碳酸锂周度库存累库幅度收窄(吨)

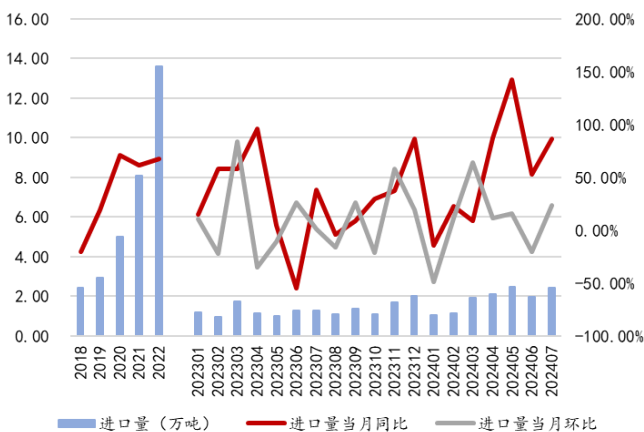


资料来源: SMM, 国联证券研究所

## 1.2 进口端: 1-7 月进口维持高增长

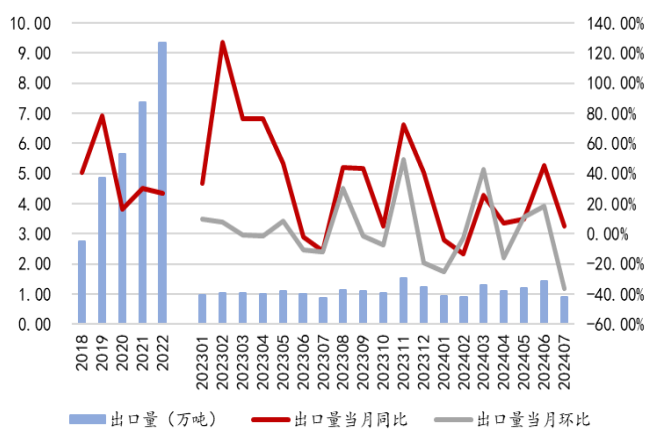
1-7 月碳酸锂进口量同比+51.6%，氢氧化锂出口量同比+10.79%。根据中国海关总署数据，7 月我国碳酸锂进口量 2.42 万吨，环比+23.33%，同比+86.78%。1-7 月，中国碳酸锂合计进口量 13.05 万吨，同比增长 51.6%。7 月份，中国氢氧化锂出口量为 0.91 万吨，环比减少 36.16%，同比增加 5.3%。1-7 月，国内氢氧化锂出口总量为 7.72 万吨，同比+10.79%。

图表5: 1-7 月国内碳酸锂进口量累计同比+51.6%



资料来源: 海关总署, 国联证券研究所

图表6: 1-7 月国内氢氧化锂出口量累计同比+10.79%



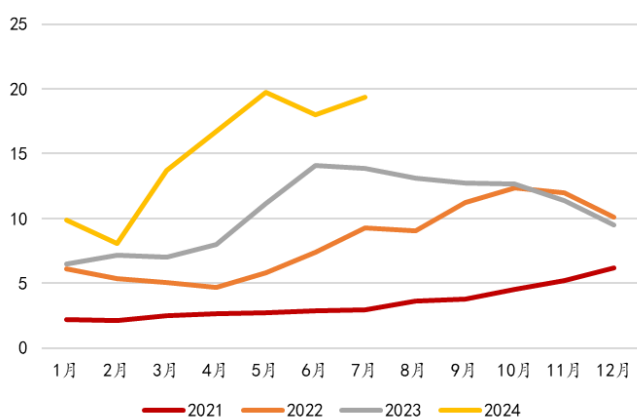
资料来源: 海关总署, 国联证券研究所



### 1.3 需求端：7月正极材料产量环比提升

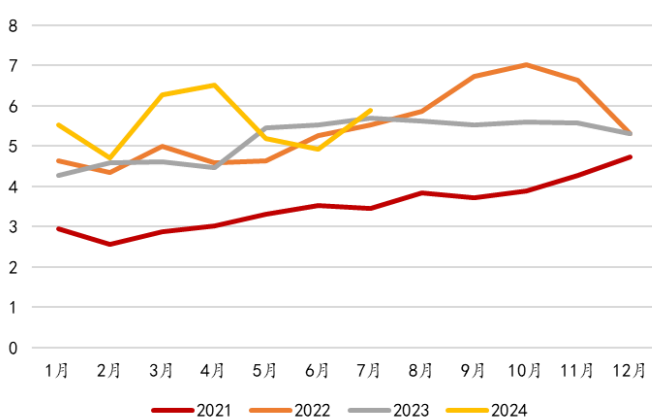
1-7月磷酸铁锂产量同比+55.62%，三元材料产量同比+12.71%。根据SMM数据，7月磷酸铁锂产量19.37万吨，环比+7.60%，同比+39.47%；三元材料产量5.88万吨，环比+19.25%，同比+3.30%，正极材料产量环比回暖。1-7月，磷酸铁锂合计产量105.52万吨，同比+55.62%；三元材料合计产量39.05万吨，同比+12.71%。2024年至今，正极需求同样维持高增长。

图表7：1-7月国内磷酸铁锂产量同比+55.62%（万吨）



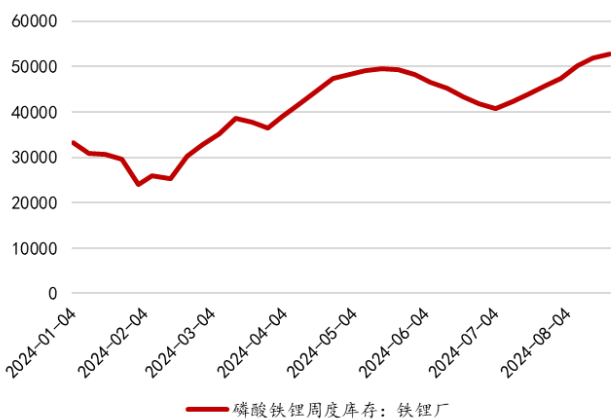
资料来源：SMM，国联证券研究所

图表8：1-7月国内三元材料产量同比+12.71%（万吨）

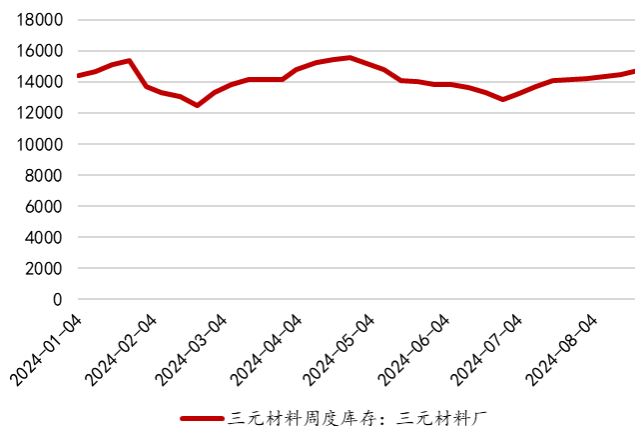


资料来源：SMM，国联证券研究所

**正极厂仅维持一周库存。**根据SMM数据，截至8月22日，铁锂厂库存5.28万吨，约一周库存水平。三元材料厂库存1.47万吨，约一周库存水平。目前正极厂可供和长协量基本能维持正常生产需求，但随着旺季到来，预计低库存的正极厂将陆续释放补库需求。

**图表9：截至8月22日国内磷酸铁锂库存5.28万吨（吨）**


资料来源：SMM，国联证券研究所

**图表10：截至8月22日国内三元材料库存1.47万吨（吨）**


资料来源：SMM，国联证券研究所

## 2. 2024Q2 澳洲锂辉石矿山生产经营情况

### 2.1 Pilbara Minerals: Pilgangoora 降本增效，持续扩张的澳矿供应商

**量：产量创季度新高，环比+26.35%。**根据 Pilbara 二季度报告，2024Q2 公司锂精矿产量 22.62 万吨(平均品位 5.2%)，创下单季度产量新高，同比+38.96%，环比+26.35%。2024Q2 销量 23.58 万吨(平均品位 5.3%)，同比+33.72%，环比+42.78%。产量提升主要系生产设施优化，公司回收率大幅提升至 72.2% (2024Q1:65.3%)，以及 P680 初级选矿设施的充分利用。

**价：平均价格 840 美元/吨，环比+4.48%。**2024Q2，公司锂精矿平均售价 840 美元/吨 (CIF 中国)，基于锂精矿平均品位 5.3%。折 6%品位，平均售价约 960 美元/吨 (CIF 中国)。2024Q2 公司与两个主要承购客户完成了价格审查，相对于当前的定价公式，定价结果有所改善，预计将在 2024Q3 实现。

**成本：降本增效明显，运营成本环比-6.94%。**2024Q2，公司不含运费、特许经营费的单位运营成本 (FOB) 为 390 美元/吨，环比-12.16%，同比-7.14%。主要系由于本季度产销量的增长。包含运费、特许经营费的单位运营成本 (CIF) 为 483 美元/吨，环

比-6.94%，同比-26.03%。单位运营成本（CIF）下降的部分被价格和销售量的增加而增长的特许经营费所抵消。

**在建项目：P680 产出第一批矿石，2025Q1 完成产能爬坡。**2024Q2，P680 项目施工继续按计划和预算进行，其破碎装置和选矿厂投入使用。选矿厂的第一批矿石于 2024 年 7 月第一周产出，目前已开始提升产能，预计全面提升产能将于 2025Q1 完成。

**P1000 建设进度完成 60%，预计 2024Q3 产出第一批矿石。**2024Q2，P1000 项目继续按计划和预算推进，多项建设货物到港，现场主要设备准备完毕，截至二季度末建设进度已完成 60%。公司预计 2024Q3 产出第一批矿石。

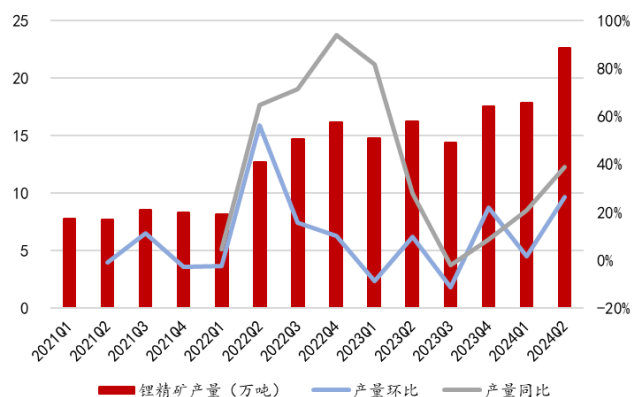
**中游示范工厂按计划推进，计划 2025Q2 首次生产锂盐。**2024Q2，中游示范项目按计划推进，项目施工已经开始，详细设计和长周期项目已取得进展，公司预计 2025Q2 实现首次锂盐生产。

**合资氢氧化锂工厂第一条产线预计 2025Q1 达产，第二条产线基本完工。**2024Q2，公司与 POSCO 合资氢氧化锂加工工厂的第一条产线取得重大进展，在 6 月份已经达到额定产能的 45%，公司预计 2025Q1 达产。第二条产线基本完工，调试活动预计在 2024H2 按计划开始。第二条产线的产能提升计划于 2025 年开始，预计在调试完成后 12-18 个月内实现满负荷生产。

**P2000 完成预可行性研究，可行性研究预计 2025Q4 完成。**2024Q2，公司发布 P2000 项目预可行性研究，Pilgangoora 矿山的产能扩张至 200 万吨/年以上。项目总投资约 12 亿澳元，IRR 约 55%。公司已经开始可行性研究，预计 2025Q4 取得成果。

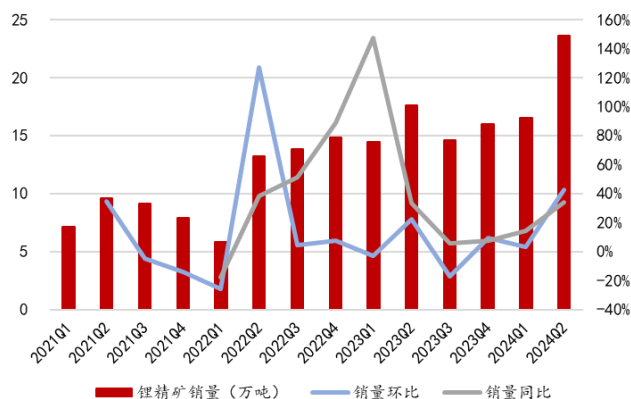
**总结：行业下行周期，降本增效明显。**公司在行业下行周期，采取诸多措施降低成本，提高生产效率。2024Q2，公司原矿品位达到 1.5%，历史最高水平；回收率 72.2%，2022Q3 以来最高水平；单季度产量 22.62 万吨，历史最高水平。上述多重因素影响下，公司单位运营成本（CIF）483 美元/吨，2021Q4 以来最低。此外，公司仍在按计划进行项目开发，P680 项目 2025Q1 完成产能爬坡，P1000 项目预计 2024Q3 实现首批矿石生产。公司采取抢占更多市场份额策略，稳步完成扩产。

图表11: 2024Q2 Pilbara 季度锂精矿产量环比提升



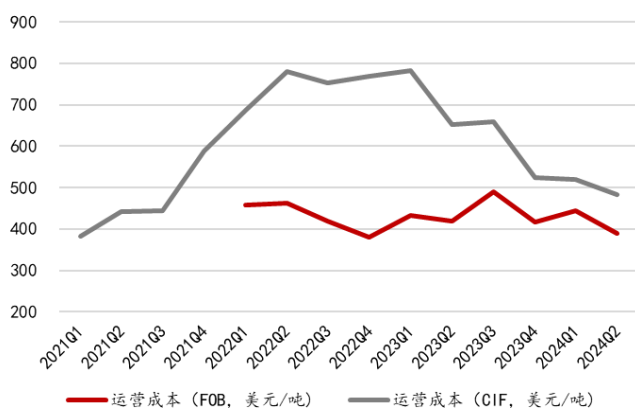
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表12: 2024Q2 Pilbara 季度锂精矿销量环比大增



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表13: Pilbara 锂精矿生产单位运营成本环比下滑



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

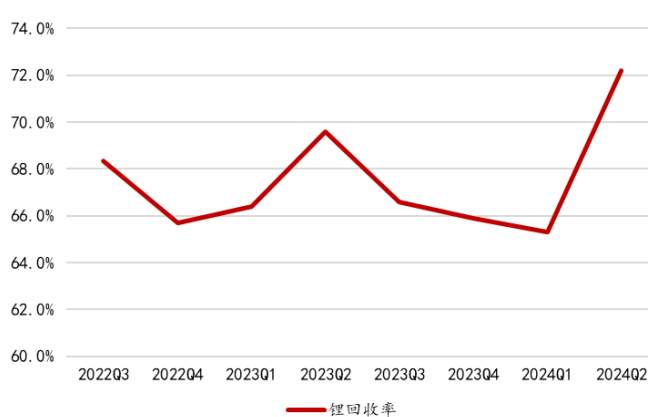
图表14: 2024Q2 Pilbara 季度锂精矿销售单价 840 美元/吨



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表15: Pilbara 原矿品位及精矿品位**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表16: 2024Q2 Pilbara 锂回收率环比提升**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 2.2 IGO: Greenbushes 成本行业领先的优质矿山

**量：2024Q2 产量环比提升，后续产能持续爬坡。**2024Q2，根据公司公告 Greenbushes 矿石产量 33.23 万吨，环比+18.79%，同比-15.89%。产量提升主要系原矿加工量增加，从 2024Q1 的 117 万吨增至 2024Q2 的 135 万吨，同时进料品位小幅提升至 2.2%（2024Q1:2.1%）。根据公司 2025 财年指引的产量 135 万吨-155 万吨，预计接下来四个季度平均产量约 33.75 万吨-38.75 万吨，产能逐步提升。销量 53.05 万吨，环比+190.19%，同比+23.69%。销量大幅增长主要系股东需求增加。

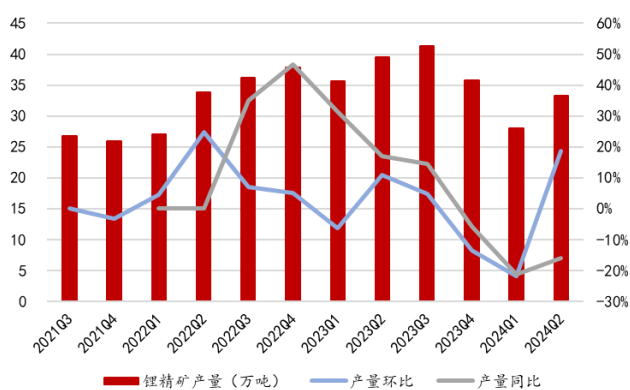
**价：平均价格 1020 美元/吨，环比-1.35%。**2024Q2，公司锂精矿平均售价 1020 美元/吨（FOB 澳大利亚），环比-1.35%，同比-81.22%。由于公司锂精矿销售定价机制采取的是 M-1 模式，所以锂盐下跌趋势下，精矿价格跌势较缓，呈现出价格比较坚挺的特征。

**成本：单位生产成本 338 澳元/吨，环比-12.44%。**2024Q2，公司锂精矿单位生产成本（FOB）338 澳元/吨，环比-12.44%，同比+24.72%，主要系锂精矿产量增加。公司完全成本（FOB，含特许经营费、三项费用等）499 澳元/吨，环比+9.91%，同比-14.70%。成本小幅增长，但仍处于行业成本曲线最左侧。

**项目进展:** Greenbushes 的主要项目在本季度取得了进展, 包括 CGP3、新的永久性住宿村和矿山服务区。住宿村一期工程现已投入使用, 二期工程预计将于 2024Q3 完工。2024Q2, 公司在 Greenbushes 的维持、增长和递延尾矿支出总额为 1.93 亿澳元 (2024Q1: 2.19 亿澳元), 其中约 84% 的支出与 CGP3、永久住宿村、TSFs 和递延剥离有关。

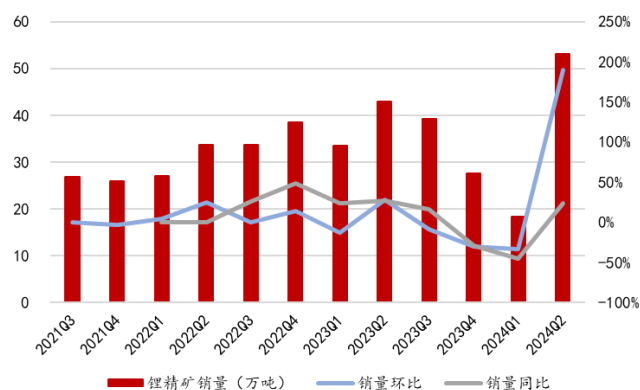
**总结: 产能逐步恢复, 成本行业领先的优质锂矿。**从 Greenbushes 2024Q2 经营情况和披露的指引来看, Greenbushes 在行业磨底阶段, 产能正在逐步恢复, 且有望恢复至满产水平。从公司披露数据来看, 公司开采原矿品位已经连续四个季度呈下滑趋势, 2024Q2 原矿品位 2.23%, 较 2023Q2 (2.89%) 大幅下滑。公司为了降低生产成本, 采取提高进料品位的措施, 保持该矿山成本在所有硬岩锂辉石矿中的领先地位, 增强行业下行周期的抗风险能力。

图表17: Greenbushes 季度锂精矿产量环比提升

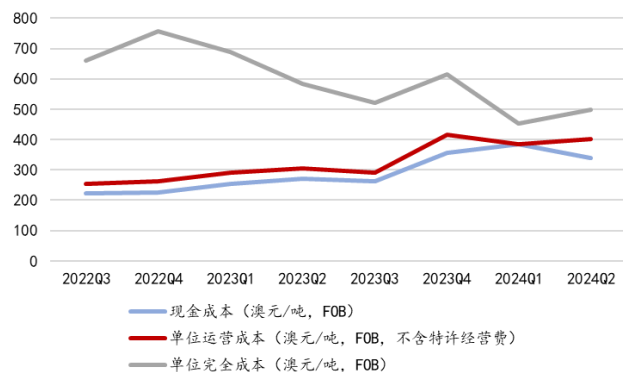


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

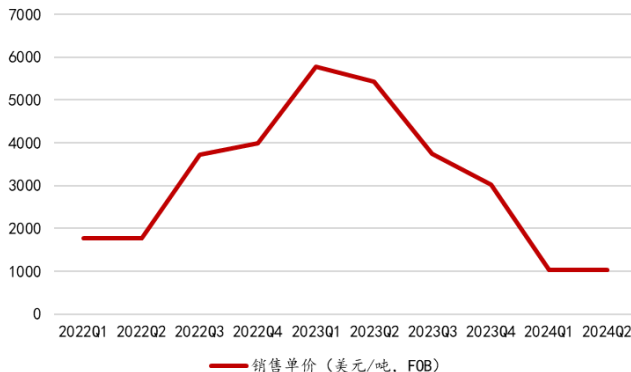
图表18: Greenbushes 季度锂精矿销量环比提升



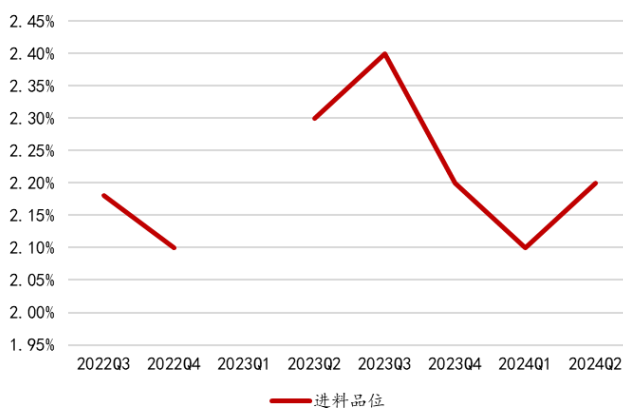
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表19: 2024Q2, Greenbushes 单位生产成本 338 澳元/吨**


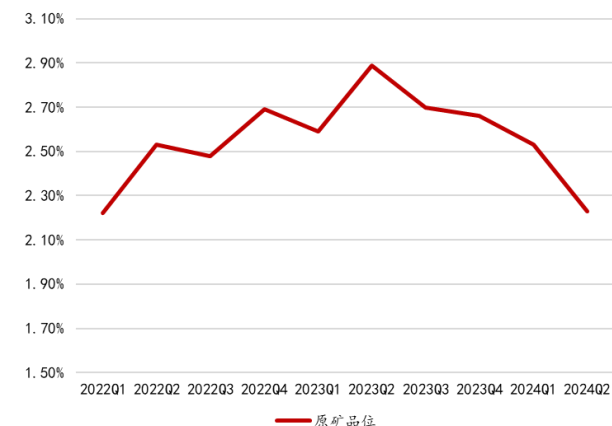
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表20: Greenbushes 季度锂精矿销售单价 1020 美元/吨**


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表21: Greenbushes 季度锂精矿进料品位环比提升**


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表22: Greenbushes 季度锂辉石原矿品位环比下滑**


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 2.3 Mineral Resources: 坐拥 Mt Marion、Wodgina、Bald Hill 3 座矿山

**量: Mt Marion:** 2024Q2 产量 17.8 万吨, 环比-2.2%, 同比+48.33%; 销量 19 万吨, 环比+25%, 同比+55.74%。出货量环比提升, 主要系工厂性能的提高和矿石进料质量的提高。

**Wodgina:** 2024Q2 产量 12.6 万吨, 环比+28.57%, 同比+22.93%; 销量 12.40 万吨, 环比-3.88%, 同比+34.05%。尽管 6 月初破碎机皮带故障导致工厂非计划停工六天,

但工厂从更高质量的原料中提高了回收率。

**Bald Hill:** 2024Q2 产量 3.5 万吨, 环比+16.67%; 销量 3.2 万吨, 环比+23.08%。产量环比增长得益于回收率和工厂性能的提高。

**价: Mt Marion:** 2024Q2, 锂精矿实现的价格为 797 美元/吨 (SC: 4.2%) (折 SC: 6% 为 1178 美元/吨), 环比+12.40%, 同比-54.50%。

**Wodgina:** 2024Q2, 剔除氢氧化锂工厂自用外, 共外销 7.7 万吨锂精矿, 实现的锂精矿价格为 1124 美元/吨 (SC: 5.5%) (折 SC: 6% 为 1243 美元/吨), 环比+20.91%。

**Bald Hill:** 2024Q2, 锂精矿实现的价格为 1015 美元/吨 (SC: 5.1%) (折 SC: 6% 为 1198 美元/吨), 环比+17.91%。

**成本: Mt Marion:** 2024 财年 (2023Q3-2024Q2) FOB 成本为 512 澳元/吨 (SC: 4.1%) (折 SC: 6% 为 750 澳元/吨), 低于 2024 财年上半年业绩报告中更新的指导值 (按折 SC: 6% 800-900 澳元/吨)。

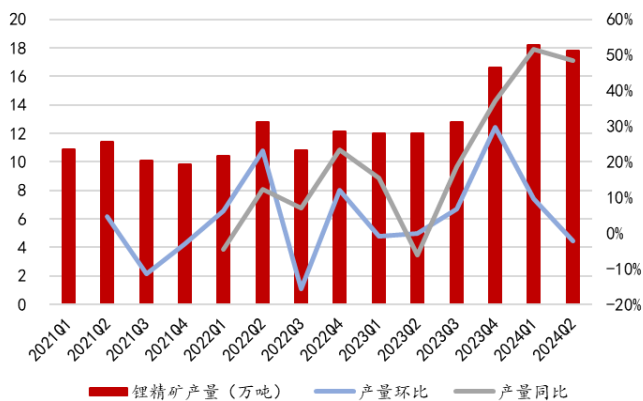
**Wodgina:** 2024 财年 (2023Q3-2024Q2) FOB 成本为 907 澳元/吨 (SC: 5.6%) (折 SC: 6% 为 974 澳元/吨), 略高于指导范围 (折 SC: 6% 875-950 澳元/吨)。

**Bald Hill:** 2024 财年末披露成本。

**总结: 提高产能销量, 降低生产成本。**公司所持有的 Mt Marion、Wodgina、Bald Hill 矿山采取多种措施进行降本增效, 包括提高产线效率、提升进料品位、提高回收率等。但在行业周期底部, 公司为了降低成本提高产出, 均降低了锂精矿产出品位。其中 Mt Marion 矿山锂精矿品位 4.2%, 其中高品位精矿占比 42%, 环比 2024Q1 下滑 3 个百分点。Wodgina 精矿品位 5.4%, 连续 2 个季度品位下滑 (2023Q4:5.8%、2024Q1:5.6%)。Bald Hill 精矿品位也有所下滑, 2024Q2 品位为 5.1%, 较 2023Q4 (5.6%) 下滑 0.5 个百分点。

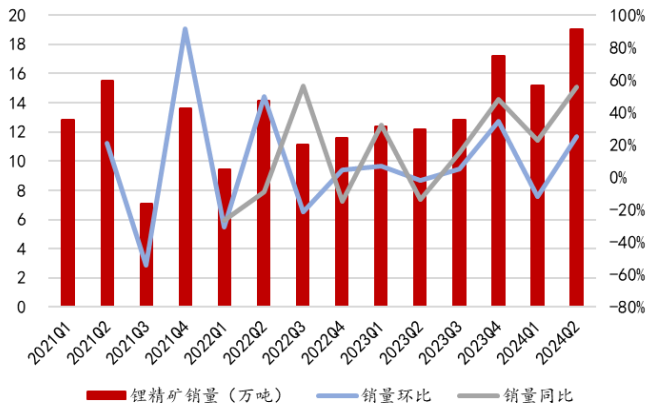


图表23: Mt Marion 季度锂精矿产量环比下滑



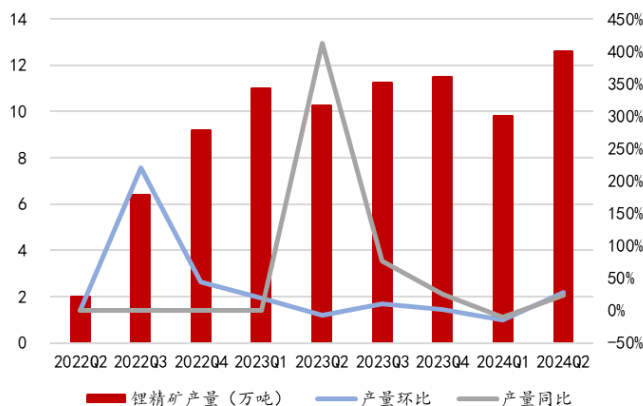
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表24: Mt Marion 季度锂精矿销量环比提升



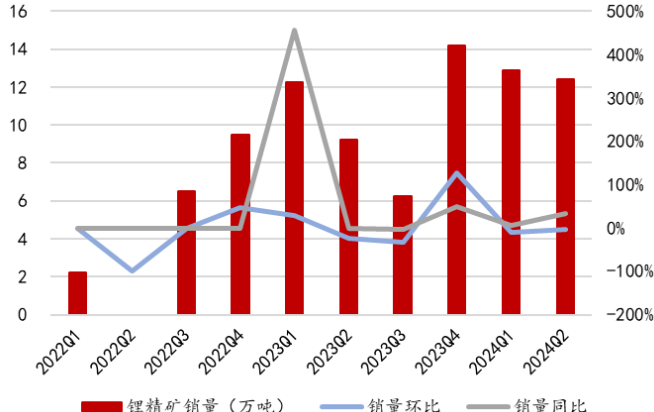
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表25: Wodgina 季度锂精矿产量环比提升



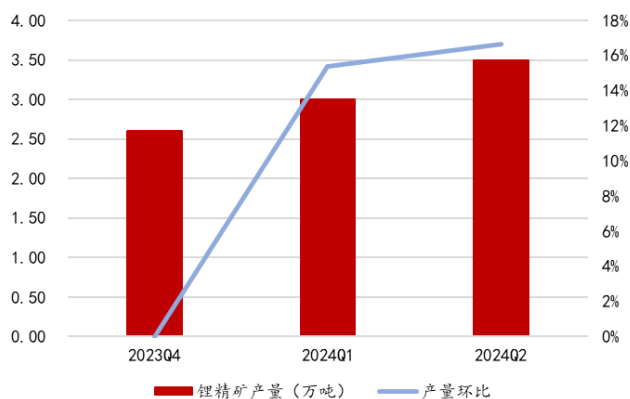
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表26: Wodgina 季度锂精矿销量环比下滑



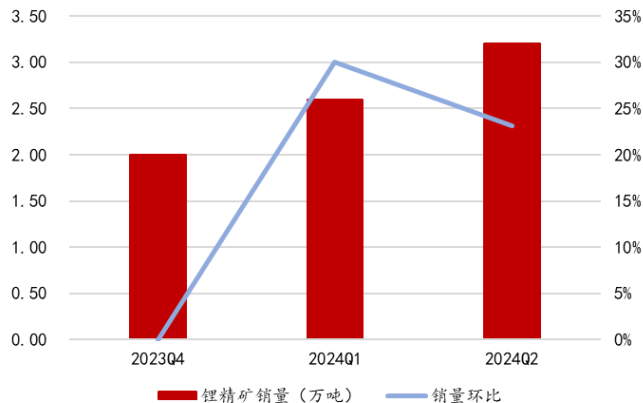
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表27: Bald Hill 季度锂精矿产量环比提升



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表28: Bald Hill 季度锂精矿销量环比提升



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表29: Mt Marion 锂精矿销售单价 1178 美元/吨



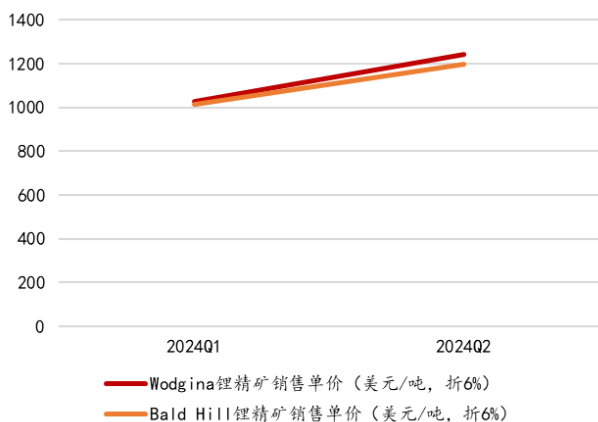
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表30: Marion 矿山精矿平均品位及高品位精矿占比情况



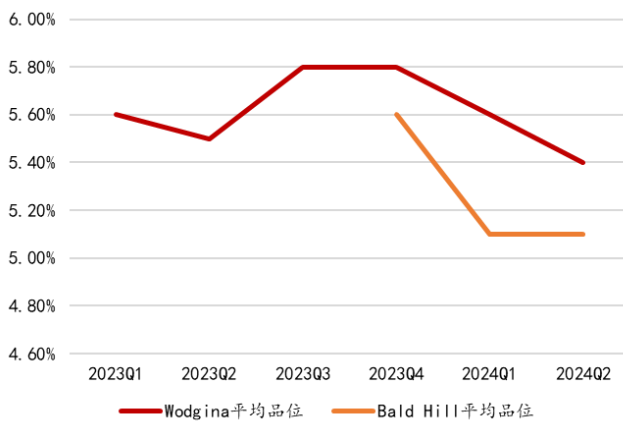
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表31: Wodgina 和 Bald Hill 矿山锂精矿销售单价



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表32: Wodgina 和 Bald Hill 精矿品位



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 2.4 Arcadium: Mt Cattlin 即将枯竭小矿山, 销量环比进一步缩减

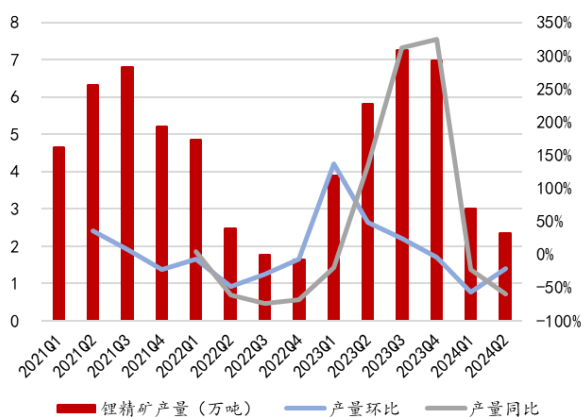
**量:** 2024Q2, Mt Cattlin 销量为 2.35 万吨, 环比-21.67%。销量的下滑主要系在当前市场环节下, 为了进行成本优化, 有计划的减少采矿量。其次, 该矿山储量较小, 可开采寿命较短, 已经确定的矿石储量表明该矿山只能运行到 2028 年。

**价:** 2024Q2, Mt Cattlin 锂精矿销售价格 1013 美元/吨 (5.3%, FOB), 环比+22.49%, 同比-76.43%; 折 6%后的价格为 1140 美元/吨。

**成本:** 2024Q2, Mt Cattin 矿山单吨现金生产成本仍维持 700 美元/吨, 环比不变。主要系公司有计划减少了矿石开采。

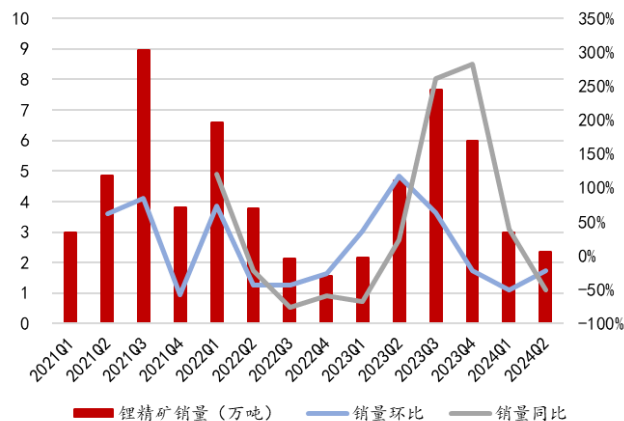
**总结:** 削减成本减少产量, 小矿山后续难有增量。从 2023Q4 开始, 该矿山在锂价持续下跌背景下, 就有计划的减少矿石开采量, 提高回收率, 控制精矿生产成本。但由于该矿山储量较小, 可开采寿命较短, 预计后续难有增量。

图表33: Mt Cattlin 季度锂精矿产量环比下滑



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所  
备注: 2024Q1-2024Q2 未披露产量, 假设产销平衡, 即产量等于销量

图表34: Mt Cattlin 季度锂精矿销量环比下滑



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表35: Mt Cattlin 季度锂精矿销售价格 1013 美元/吨



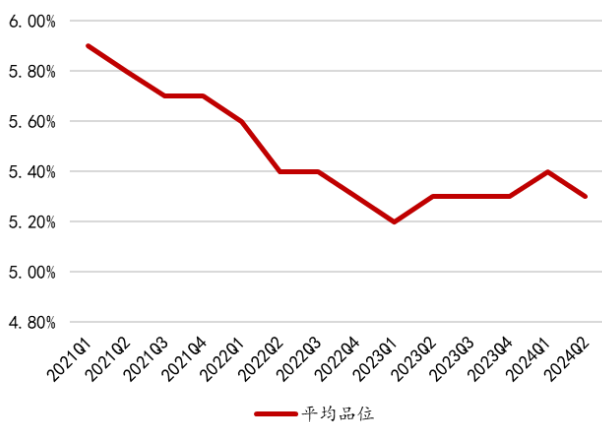
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表36: Mt Cattlin 单位现金成本 700 美元/吨



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所  
备注: 2023Q4 未披露单位现金生产成本

图表37: Mt Cattlin 季度锂精矿平均品位环比下滑 (%)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表38: Mt Cattlin 季度选矿回收率环比提升 (%)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 2.5Core: Finnis 已经停止运营的高成本锂矿供应商

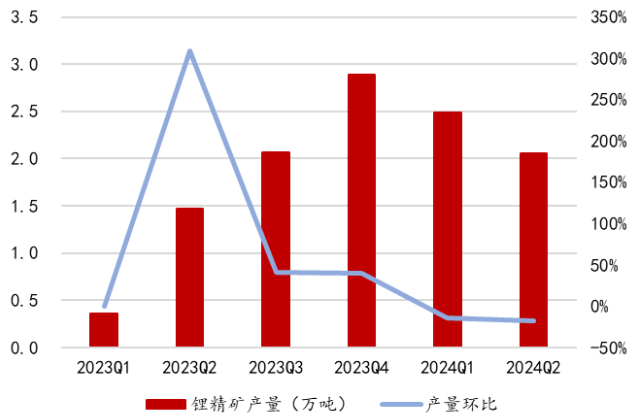
**量:** 2024Q2, Finnis 矿山锂精矿产量 2.06 万吨, 环比-17.51%。销量 3.30 万吨, 环比+223.83%。2024Q2, 整体回收率保持稳定, 平均回收率为 63%。

**价:** 2024Q2, Finnis 精矿销售均价 (折 6%品位) 为 1078 美元/吨, 环比+16.5%。主要系锂精矿价格在本季度小幅上涨。

**成本:** 2024Q2, 单位运营成本 644 澳元/吨, 环比-33.20%。下降原因主要是对原矿库存进行了最终处理。

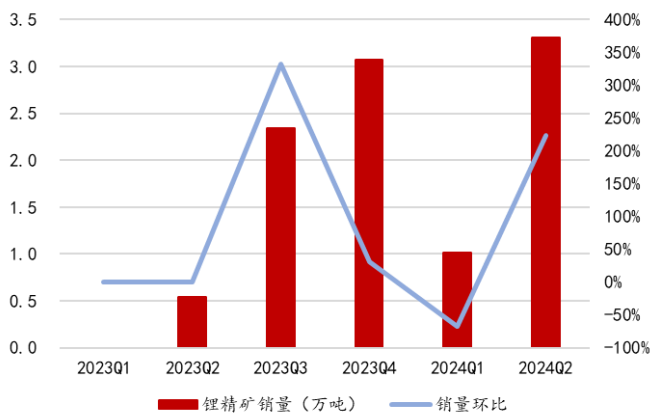
**总结:** 矿山已经关停, 短期重启可能性较小。该矿山总投资达到 2.5 亿美元, 2022 年 6 月开始建设, 2023 年 2 月首次生产锂精矿, 并于 2023 年 5 月首次发运锂精矿。由于 2023 年开始锂价大幅下跌, 且该矿山运营初期成本过高, CORE 于 2024 年 1 月做出暂停运营的决定, 在 2024 年 6 月处理完最后一批矿石, 整个矿山建成运营周期不到 1 年半时间。从当前锂价来看, 该矿山短期重启可能性较小。

图表39: Mt Finnis 季度锂精矿产量环比下滑



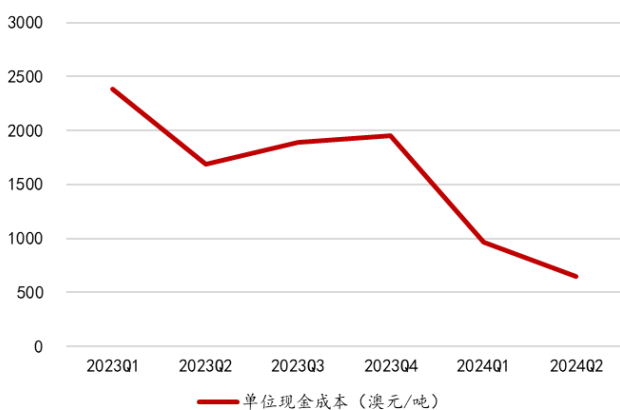
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表40: Mt Finnis 季度锂精矿销量环比提升



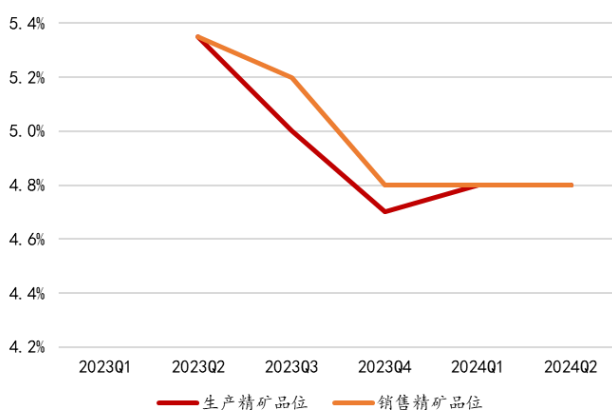
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表41: Mt Finnis 锂精矿生产单位现金成本环比大幅下降



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表42: Mt Finnis 锂精矿品位 (%)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 2.6 Covalent: Mt Holland 新投产大型锂矿, 2024H1 产量超预期

**量:** 2024H1, Mt Holland 产量约 11 万吨, 超出此前指引的 10 万吨, 共发运两批锂精矿, 合计约 2 万吨。该矿山投产于 2024 年 3 月, 目前正在产能爬坡, 公司预计 2025 财年 (2024Q3-2025Q2) 该矿山产量 30-34 万吨。

**总结:** 该矿山投产于 2024 年 3 月, 规划锂精矿产能 38 万吨/年, 目前处于产能爬坡状态, 由于该项目处于投产初期, 在锂价走低和初始运营成本较高的背景下, 公司预

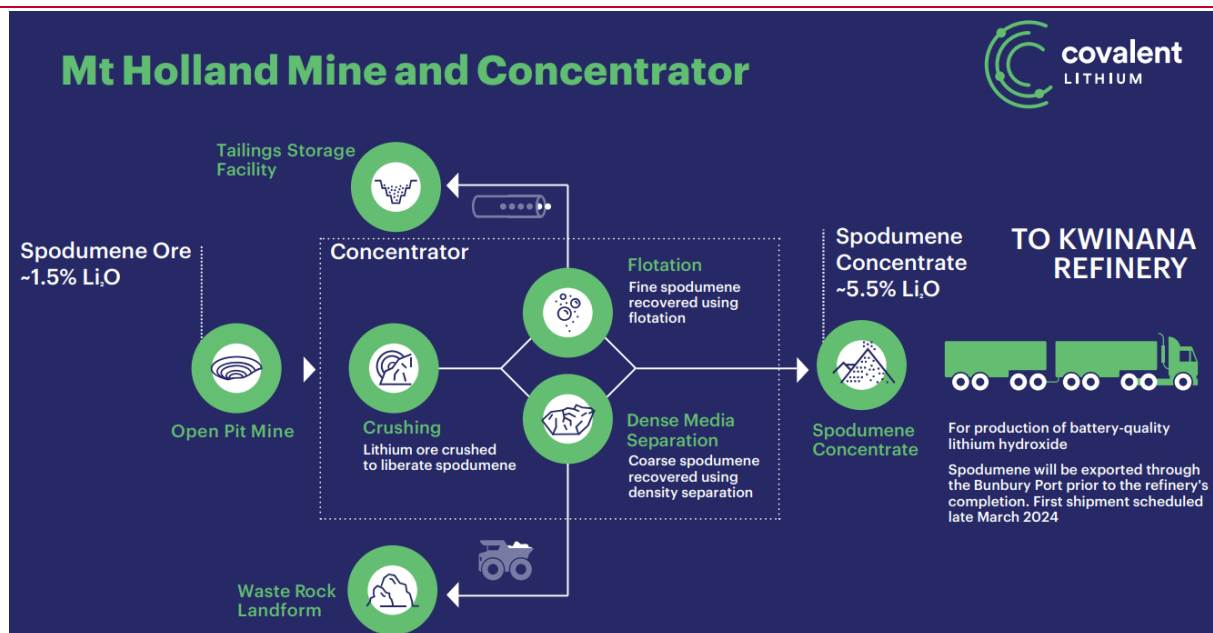
计该矿山在 2024H2 不会有正收益。该矿山主要供应公司下游 Kwinanan 氢氧化锂加工厂，该工厂规划氢氧化锂产能 5 万吨/年，预计在 2025 年年中建成投产，结合客户认证和产能爬坡，预计首次销售在 2026 财年。

图表43: Mt Holland 基本情况

| 资源量 (百万吨) | 品位    | 折碳酸锂当量 (万吨, LCE) | 投产时间       | 2024H1 产量 (万吨)   |
|-----------|-------|------------------|------------|------------------|
| 186       | 1.53% | 700              | 2024 年 3 月 | 11               |
| 储量 (百万吨)  | 品位    | 矿山寿命 (年)         | 锂精矿产能 (万吨) | 2025 财年产量指引 (万吨) |
| 84        | 1.57% | 50               | 38         | 30-34            |

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表44: Mt Holland 一体化产业链



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 2.7 Liontown: Kathleen Valley 新投产优质锂矿, 7 月产出第一批锂矿

根据 Liontown 公告, Kathleen Valley 已经于 2024 年 7 月产出第一批精矿, 预计将在 2024Q3 发运第一批精矿。该矿山矿产资源量 1.56 亿吨, 平均 Li<sub>2</sub>O 含量 1.4%; 矿石储量 6850 万吨, 平均 Li<sub>2</sub>O 含量 1.34%。该项目已针对初始 300 万吨/年选矿进行了优化, 可生产约 50 万吨锂辉石精矿, 并计划在第 6 年将产量扩大至年产量 400 万吨, 以提供约 70 万吨锂辉石精矿。采矿将主要在地下进行, 这样可以直接获得更高品位的矿石, 同时最大限度地减少浪费和项目对环境的影响。开采的矿石将通过全

矿浮选回路进行处理，这将在整个矿山寿命期间提供 78% 的回收率。

图表45: Mt Kathleen Valley 基本情况

| 资源量 (百万吨) | 品位    | 投产时间       | 首期锂精矿产能 (万吨/年)  |
|-----------|-------|------------|-----------------|
| 156       | 1.40% | 2024 年 7 月 | 50              |
| 储量 (百万吨)  | 品位    | 矿山寿命 (年)   | 总规划锂精矿产能 (万吨/年) |
| 68.5      | 1.34% | 20+        | 70              |

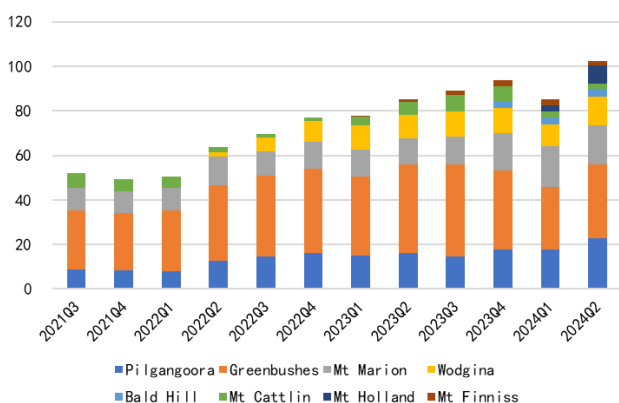
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 3. 2024Q2 澳矿产量环比提升, 成本持续优化

### 3.1 2024Q2 澳矿产量环比+20%, 销量环比+71%

总产销量环比增长, 低成本矿山持续贡献增量。根据我们统计, 2024Q2, 澳洲各大矿山合计锂精矿产量 102.40 万吨 (由于部分公司未披露品位, 仅将绝对数相加, 未折相同品位), 环比+20.31%, 同比+20.04%。销量 118.87 万吨, 环比+71.01%, 同比+36.34%。产量增量主要来自于低成本的矿山产能爬坡, 包括 Pilgangoora 项目、Greenbushes 矿山的产能爬坡, 以及 2024 年新投产的 Holland 矿山同样贡献较多增量。销量大幅增长, 除了产量增加以外, 还包括 Greenbushes 股东二季度需求提升, 其消化大量库存有关。

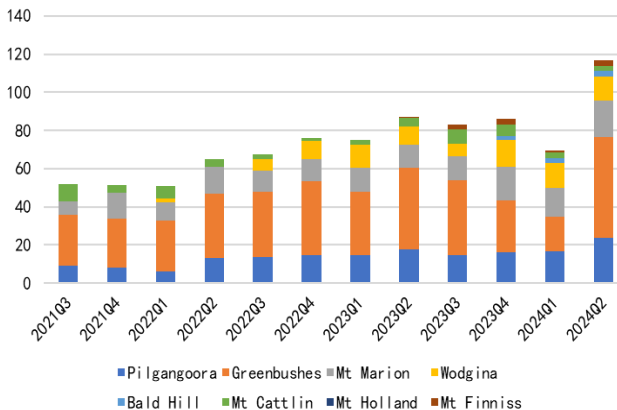
图表46: 澳洲各大矿山合计产量环比+20% (万吨)



资料来源: 各公司公告, 国联证券研究所

注: Mt Holland 只披露 2024H1 产量, 该矿山 3 月投产, 季度产量按生产月份数量平均划分。

图表47: 澳洲各大矿山合计销量环比+71% (万吨)



资料来源: 各公司公告, 国联证券研究所

注: 假设 Mt Holland 销量 2 万吨全部发生在 2024Q2



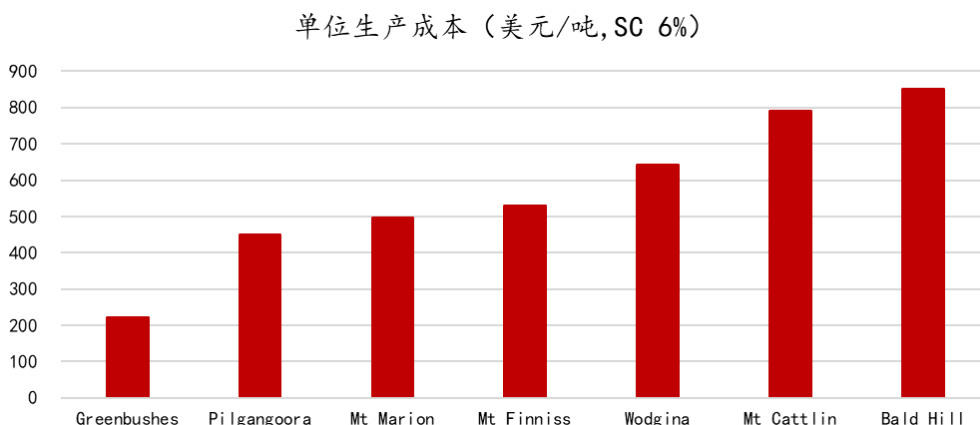
### 3.2 2024年新投产矿山已经释放增量，产能爬坡将持续贡献增量

2024年新投产2个矿山，预计下半年仍会释放增量。截至2024年8月底，2024年澳洲共投产两个项目，分别是Mt Holland和Kathleen Valley项目，其锂精矿产能分别为38万吨/年和50万吨/年。Mt Holland在2024H1已生成锂精矿约11万吨，且已发运2批共约2万吨锂精矿，2025财年计划生产30-34万吨。Kathleen Valley项目于2024年7月产出第一批锂精矿，预计将于2024Q3发运第一批锂精矿。我们判断，新投产项目产能不断爬坡，叠加老项目按计划爬产，即使个别小矿山产量下滑或停产，澳洲精矿产量在未来几个季度仍将维持环比上升趋势。

### 3.3 澳矿成本相对可控，新投产矿山成本仍有待观察

主流矿山现金成本仍然可控，新投产矿山成本仍有待观察。根据各公司披露数据来看，生产现金成本最低的还是Greenbushes矿山，仅223美元/吨（折6%品位），主流矿山Pilgangoora、Marion、Wodgina生产现金成本均低于700美元/吨。Finniss矿山成本较低主要系该矿山主要处理原矿库存，Mt Cattlin成本高主要系矿山品位低，且资源即将枯竭。2024年新投产的Mt Holland和Kathleen Valley在产能爬坡初期预计成本较高，具体现金成本仍有待观察。

图表48：澳洲各大矿山生产现金成本（美元/吨）



资料来源：各公司公告，国联证券研究所

注：Mt Marion、Wodgina、Bald Hill成本为2024财年数据，其余为2024Q2数据，均折6%，澳币兑美元：0.66。

## 4. 投资建议：关注优质锂资源企业

上一轮锂周期中，锂资源股票先于锂价见底。当前锂价已经触及高成本供应商现金成本，但上游澳洲锂矿供应商即使缩减开支，却保持扩产节奏。如果全球锂供需持续宽松，不排除锂价下探可能，届时有望加速产能出清。在新一轮周期中，自身资源有保障，且产量逐年有增量的标的更具弹性。建议关注：盐湖股份、中矿资源、天齐锂业、永兴材料等。

盐湖股份是国内钾肥龙头，产能 500 万吨全国领先。同时，公司也是国内盐湖提锂产能最大的企业，目前碳酸锂产能 3 万吨/年，但通过技改，提升产线效率，预计 2024 年产量 4 万吨。根据公司半年报披露，公司在建 4 万吨锂盐项目进展顺利，项目主工艺装置—吸附提锂厂房的基础与设备基础工程已圆满完成，主体结构的安装工作已推进至 56% 的里程碑节点。新建项目仍有望在 2024 年底投产，在 2025/2026 年实现产能爬坡，持续释放增量。

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 156.05/173.76/199.99 亿元，同比变动 -27.68%/11.35%/15.10%；归母净利润分别为 57.54 亿元/66.70 亿元/81.30 亿元，同比变动 -27.30%/15.92%/21.90%；EPS 分别为 1.06 元/1.23 元/1.50 元，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**碳酸锂价格波动风险：**碳酸锂如果需求不及预期，供给又如期释放，可能导致价格大幅波动，影响锂资源公司业绩。

**地缘政治风险：**锂资源企业有较多项目位于非洲、南美、澳洲等地区及国家，假如地缘政治升级，中企海外投资或将受阻。

**在建项目和产量不及预期：**锂资源企业存在项目建设进展不及预期，增量无法如期兑现风险。

重点公司盈利预测与估值表

| 股票<br>代码 | 证券<br>简称 | 股价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE (X) |       |       | CAGR-<br>3 (%) | PEG | 评级 | 变动 |
|----------|----------|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|----------------|-----|----|----|
|          |          |           | 2024E   | 2025E | 2026E | 2024E  | 2025E | 2026E |                |     |    |    |
| 000792   | 盐湖<br>股份 |           | 1.06    | 1.23  | 1.50  | 14.3   | 12.3  | 10.1  | -2.5%          |     | 买入 |    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

| 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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%     |
|  |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间 |
|  |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
|  |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%     |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数        |
|  |      | 中性   | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平       |
|  |      | 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数        |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/或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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼