

澳矿停产，行业出清信号明显

2024年11月20日

➤ **澳矿开始出清，锂价底部信号明显。**我们曾在2024年9月24日发布的报告《真“锂”探寻系列13：澳矿24Q2跟踪：成本考验开启，静待资源端出清信号》中指出，随着锂价快速下跌，澳矿面临较大成本压力，除greenbushes外，全成本口径澳矿普遍亏损，成本考验已经开始，静待矿山端的减停产信号。经过将近2个月的成本压力测试，澳矿减停产现象陆续出现，目前已有4座澳矿宣布将要停产，我们认为锂行业出清已经开始，行业成本支撑较强，锂价基本触底。

➤ **澳矿亏损时的应对策略值得关注，现金成本或许并不是决定矿山停产的唯一标准。**在这一轮的周期底部，澳矿再次率先决定减停产，并且从开始亏钱到决定减停产仅用时约1个季度（24H1 10万元/吨左右的锂价下澳矿基本均盈利），出清之快反映出澳矿在面临亏损时应对策略的不同，并不像市场预期的只有亏到现金成本才可能决定减停产，澳矿更加重视矿山资源的长期价值，在价格较低的情况下，或许并不愿意将资源开发出来。目前降成本、降资本开支是所有在产澳矿的重点工作，在亏损压力下，未来大概率减停产现象将继续出现。

➤ **目前4座澳矿出清产能合计75万吨锂精矿，约10万吨LCE。**从23Q4开始至今，将要停产的澳矿已有4座，其中Cattlin矿山锂精矿产能20万吨，Finniss锂精矿产能20万吨、Pilbara的Ngungaju选厂锂矿产能20万吨、Bald hill锂精矿产能15万吨，不包括Kathleen Valley 27财年未采选产能由原计划的400万吨下调至280万吨，4座澳矿将要出清产能75万吨锂精矿，合计约10万吨LCE。

➤ **澳矿普遍亏损，减停产现象预计将继续出现。**从目前宣布将要停产的矿山成本来看，Cattlin减产前的23Q3现金成本636美元/吨，Finniss宣布停产前的23Q3现金成本603美元/吨，现金运营成本1259美元/吨，Bald hill 2025财年现金成本指引中值为563美元/吨。目前价格下，澳矿普遍亏损，MRL旗下的Marion、Wodgina为降低成本进行裁员，2025财年现金成本指引分别为613、563美元/吨，与已经停产的Bald hill成本水平相近，未来存在减停产可能。

➤ **25年供给增量下修13.4万吨，后续关注非矿、南美盐湖出清信号。**考虑到目前澳矿、国内高成本云母矿的停产，我们下修25年全球供给增量13.4万吨LCE，下修26年供给增量5.1万吨。非洲矿目前成本压力较大，海外盐湖实际成本超预期、投资回报率大幅下降，我们预计扩产进度将放缓，后续需关注两区域行业出清信号。我们预计24-26年全球锂行业供给128.0/157.8/193.0万吨，过剩量3.6/6.0/10.6万吨，过剩比例2.9%/3.9%/5.8%，行业格局明显改善。

➤ **投资建议：**澳矿出清已经开始，亏损压力下未来或将有进一步减停产现象，行业见底信号明显，锂价快速回落后，锂项目投资回报率大幅下降，未来扩产项目推进意愿预计放缓，锂行业供需格局明显改善，建议重点关注具有产量弹性及成本优势的**藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份**。部分冶炼厂从0到1的转变也值得关注，比如盛新锂能和雅化集团。

➤ **风险提示：**新能源产业关税风险，行业需求不及预期，项目进度不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
000408.SZ	藏格矿业	29.35	2.18	1.54	1.57	13	19	19	推荐
002738.SZ	中矿资源	39.24	3.15	1.07	1.44	12	37	27	推荐
002756.SZ	永兴材料	46.68	6.32	2.2	2.25	7	21	21	推荐
000792.SZ	盐湖股份	19.21	1.46	0.81	0.85	13	24	23	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为2024年11月20日收盘价

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 海外黄金股观察系列之九：科尔黛伦：历史悠久，步履蹒跚-2024/11/19
- 海外黄金股观察系列之八：B2Gold：低成本黄金矿企的扩张之路-2024/11/17
- 有色金属周报 20241117：强美元致商品承压，期待金属价格反弹-2024/11/17
- 有色金属周报 20241110：化债新政托底国内经济，看好工业金属价格-2024/11/10
- 海外黄金股观察系列之七：沙尘暴黄金：优秀的矿业投资者-2024/11/09

目录

1 澳矿普遍亏损，行业出清开始	3
1.1 Cattlin: 逐步减产 26 年完全停产，锂精矿产能 20 万吨.....	4
1.2 Finniss: 24Q2 未完全停产，锂精矿产能 20 万吨.....	4
1.3 Pilbara: 高成本选厂停产，锂精矿产能 18-20 万吨.....	5
1.4 Bald hill: 矿山停产，锂精矿产能 15 万吨.....	6
1.5 Marion& Wodgina: 裁员、降资本开支，成本压力较大.....	7
1.6 Kathleen Valley: 减少地下开采，远期产能下调.....	8
2 供给影响：25 年供给增量下修 13.4 万吨，行业格局明显改善	10
3 投资建议	14
4 风险提示	15
插图目录	16
表格目录	16

1 澳矿普遍亏损，行业出清开始

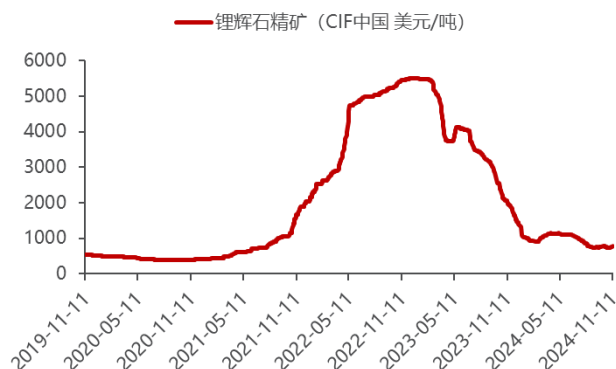
澳矿出清开始，锂价基本触底。我们曾在 2024 年 9 月 24 日发布的报告《真“锂”探寻系列 13：澳矿 24Q2 跟踪：成本考验开启，静待资源端出清信号》中指出，随着锂价快速下跌，澳矿面临较大的成本压力，除 greenbushes 外，全成本口径澳矿普遍亏损，成本考验已经开始，静待矿山端的减停产信号。经过将近 2 个月的成本压力测试，澳矿减停产现象陆续出现，目前已有 4 座澳矿宣布将要停产，我们认为锂行业出清已经开始，行业成本支撑较强，锂价基本触底。

图1：电池级碳酸锂价格



资料来源：SMM，民生证券研究院

图2：锂辉石精矿价格



资料来源：SMM，民生证券研究院

澳矿面临亏损时的应对策略值得关注，现金成本或许并不是决定矿山停产的参考线。在这一轮的周期底部，澳矿再次率先决定减停产，并且从开始亏钱到决定减停产仅用时约 1 个季度（24H1 10 万左右的锂价下澳矿基本均盈利），出清之快反映出澳矿在面临亏损时应对策略的不同，并不像市场预期的只有亏到现金成本才可能决定减停产，澳矿更加重视矿山资源的长期价值，在价格较低的情况下，或许并不愿意将资源开发出来。目前降成本、降资本开支是所有在产澳矿的重点工作，在亏损压力下，未来大概率减停产现象将继续出现。

图3：澳矿产能产量预测及目前状态

公司	矿山	状态	产能 (万吨LCE)				产量 (万吨LCE)				
			2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
天齐/雅宝/IGO	Greenbushes	正常，唯一盈利	20.4	20.4	26.9	26.9	16.9	19.0	17.3	18.8	22.2
Pilbara Minerals	Pilgangoora	高成本N选厂24年12月停产	7.3	6.3	10.6	10.6	6.5	8.0	9.6	8.8	9.5
Arcadium(原Allkem)	MT Cattlin	24年1月减产，26年完全停产	2.8	2.8	2.8	-	1.3	3.0	1.5	1.4	-
Mineral Resources	MT Marion	裁员降本，地采放缓	7.5	7.5	7.5	7.5	3.8	4.5	4.5	4.3	4.9
	Bald Hill	24年11月停产	1.9	1.9	-	-	-	0.3	0.7	-	-
	Wodgina	裁员降本	6.3	6.3	6.3	6.3	2.1	5.3	5.1	4.2	4.2
Kidman Resources/SQM	Mt Holland	23Q4投产，爬坡中	4.8	4.8	4.8	4.8	-	0.2	2.9	4.3	4.3
Core Lithium	Finniss	24年1月停产	2.5	-	-	-	-	0.8	0.6	-	-
Liontown	Kathleen Valley	24Q3刚投产，爬坡中	-	6.4	6.4	6.4	-	-	1.3	4.5	5.4
合计			53.3	56.2	65.2	62.4	30.7	41.1	43.4	46.3	50.5
同比			31.9%	5.5%	16.0%	-4.2%		34.0%	5.6%	6.6%	9.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图4：澳矿成本预测

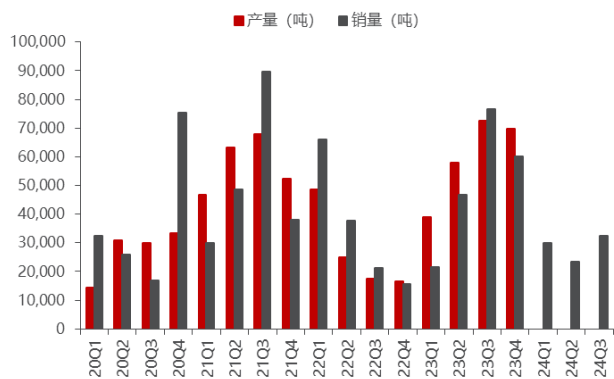
公司	矿山	状态	锂精矿成本 (美元/吨)		折碳酸锂成本 (万元/吨)	
			现金成本	完全成本	现金成本	完全成本
天齐/雅宝/IGO	Greenbushes	正常, 唯一盈利	233	533	3.3	5.1
Pilbara Minerals	Pilgangoora	高成本N选厂24年12月停产	450	750	4.6	6.3
Arcadium(原Allkem)	MT Cattlin	24年1月减产, 26年完全停产	636	936	5.7	7.4
Mineral Resources	MT Marion	裁员降本、地采放缓	613	913	5.5	7.3
	Bald Hill	24年11月停产	563	863	5.2	7.0
	Wodgina	裁员降本	563	863	5.2	7.0
Kidman Resources/SQM	Mt Holland	23Q4投产, 爬坡中	23Q4投产, 成本高			
Core Lithium	Finniss	24年1月停产	603	1300	5.5	9.5
Liontown	Kathleen Valley	24Q3刚投产, 爬坡中	543	820	5.1	6.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

1.1 Cattlin: 逐步减产 26 年完全停产, 锂精矿产能 20 万吨

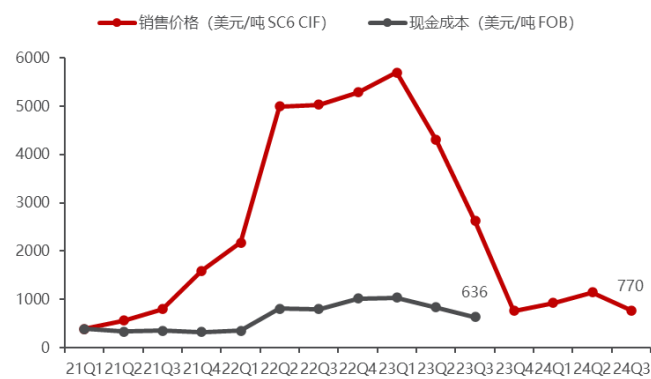
澳矿第一个减产项目，锂精矿产能 20 万吨。由于锂价快速回落，23Q4 矿山开始减产，锂精矿销量明显下滑，24Q3 锂精矿销量 3.2 万吨，售价降至 770 美元/吨 (SC6)。成本方面，矿山减产前的 23Q3 现金成本 636 美元/吨，成本偏高。根据矿山规划，2026 年矿山将完全停产，减少行业产能 20 万吨锂精矿。

图5：矿山逐步减产，销量下滑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：锂精矿售价和现金成本



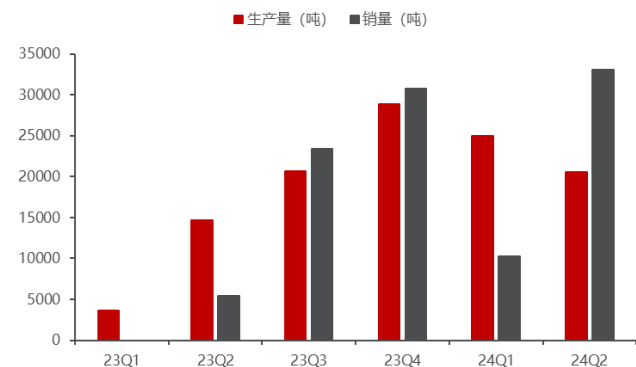
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 Finniss: 24Q2 未完全停产, 锂精矿产能 20 万吨

成本较高，24Q2 未完全停产。2024 年 1 月 5 日，矿山宣布由于成本压力采矿暂停，截至 24Q2 末矿石库存消耗完毕，选矿产线停产，矿山 20 万吨精矿产能进入完全停产状态。成本方面，矿山宣布停产前的 23Q3 现金成本 904 澳元/吨

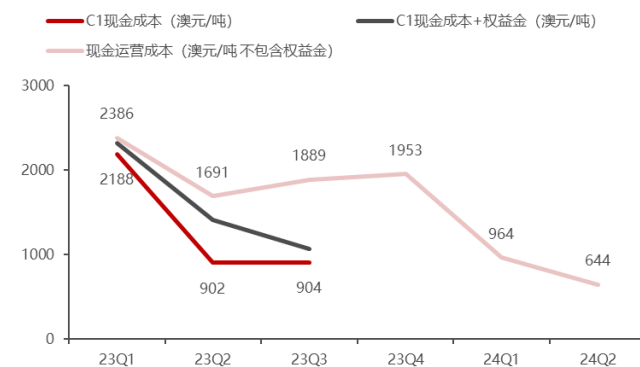
(603 美元/吨)，现金运营成本 1889 澳元/吨 (1259 美元/吨)，成本较高。

图7：24Q2 未矿山完全停产



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：矿山采矿暂停前的 23Q3 现金运营成本 1889 澳元/吨

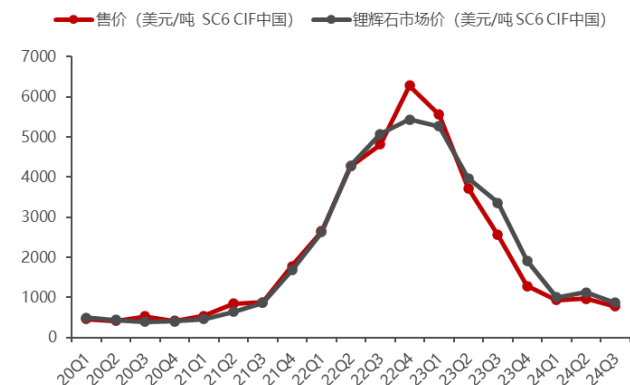


资料来源：公司公告，民生证券研究院

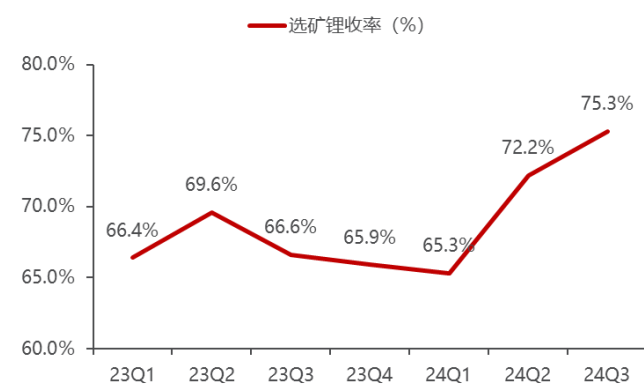
1.3 Pilbara：高成本选厂停产，锂精矿产能 18-20 万吨

Q3 锂精矿价格继续下跌，全成本口径矿山亏损。 1) 价：24Q3 公司锂精矿售价降至 771 美元/吨 (SC6 CIF 中国)，环比下跌 20%； 2) 本：24Q3 锂精矿现金成本约 404 美元/吨，环比增加 3%，参考公司披露的 2024 财年矿山全成本结构，2024 财年单吨锂精矿现金成本 436 美元，加上资源税、运费、海外矿山较高的折旧、四费，全成本 803 美元，因此 24Q3 矿山虽然未亏现金成本，但从全成本口径，矿山基本小幅亏损。

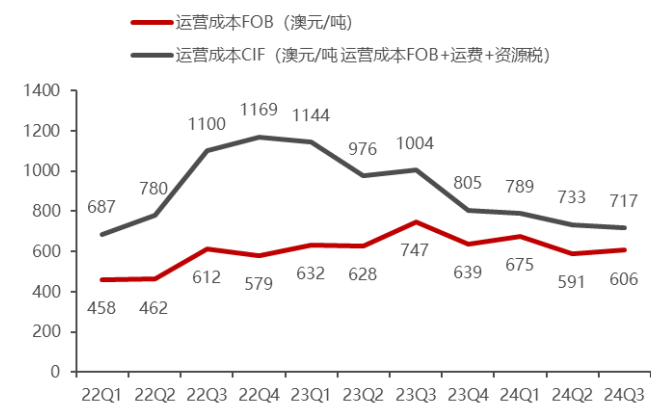
高成本选厂 12 月开始停产，影响约 2.5 万吨 LCE 产能。 1) 停产：公司正通过提高收率等多种措施降成本，为应对锂价下跌压力，公司宣布规模偏小、成本偏高的 Ngungaju 选厂 24 年 12 月开始停产，Ngungaju 锂精矿产能 18-20 万吨，行业出清约 2.5 万吨 LCE； 2) 指引更新：由于 Ngungaju 停产，2025 财年公司锂精矿产量指引由 80-84 万吨下调至 70-74 万吨，FOB 运营成本由 650-700 澳元/吨下调至 620-640 澳元/吨 (中值约 420 美元/吨)。

图9：24Q3 公司锂精矿售价降至 771 美元/吨


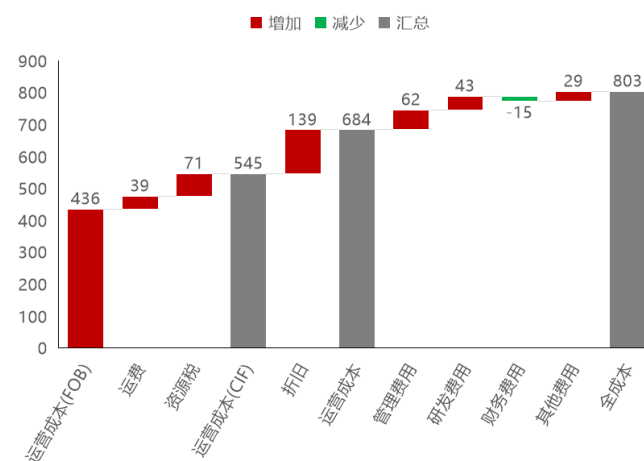
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：24Q3 锂收率提升至 75.3%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：24Q3 现金成本提升至 606 澳元/吨 (404 美元/吨)


资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：运营成本 FOB 基本等同于 C1 现金成本

图12：2024 财年锂精矿全成本构成：全成本-现金成本为 367 美元 (美元/吨)


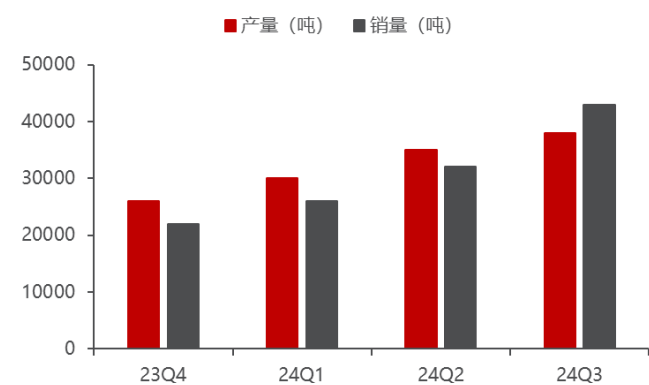
资料来源：公司公告，民生证券研究院计算，注：美元兑澳元汇率为 1.5

1.4 Bald hill：矿山停产，锂精矿产能 15 万吨

采矿立即暂停，选矿 12 月停产。2024 年 11 月 13 日，矿山宣布由于预期锂价将长期处于低位，采矿立即停产，选矿 24 年 12 月初停产，最后一批锂精矿将在 12 月销售，因此 2025 财年产量指引由 12.0-14.5 万吨下调至 6 万吨。

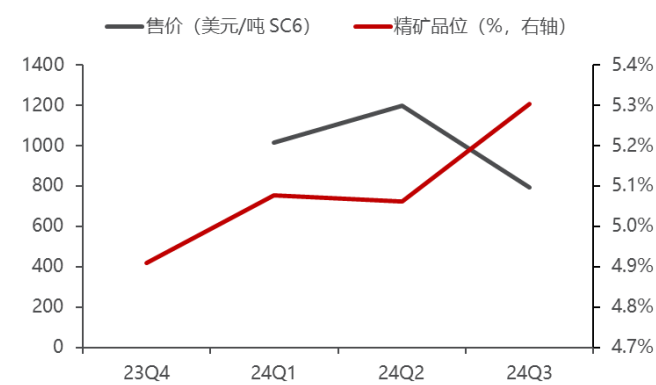
锂精矿产能 15 万吨，前期计划 2025 财年现金成本 563 美元/吨。Bald hill 2023 年 11 月被 MRL 100%收购，矿山复产，锂精矿产能 15 万吨 (SC6)，2024 财年由于矿山处于爬坡期，成本偏高，现金成本 851 美元/吨。根据矿山前期规划，随着产能利用率提升，2025 财年现金成本指引 800-890 澳元/吨 (中值 563 美元/吨)。矿山仅运营 1 年再度停产，反映出 MRL 目前面临较大的成本压力。

图13: Bald hill 锂精矿产销量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 24Q3 锂精矿售价降至 791 美元/吨

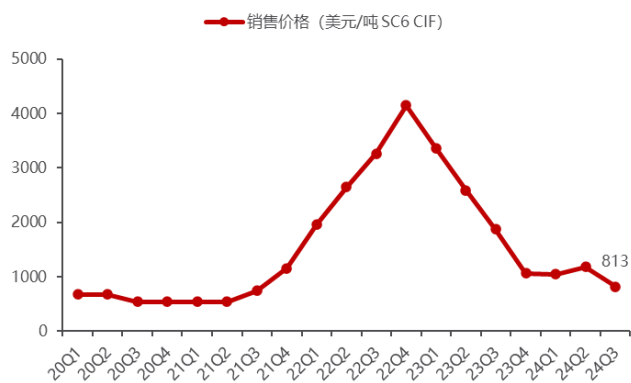


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.5 Marion & Wodgina: 裁员、降资本开支, 成本压力较大

裁员、降低资本开支, MRL 旗下的另两座矿山成本压力较大, 后续存在减停产可能。 MRL 旗下的 Bald hill 已停产, 旗下另两座矿山正采取各种措施应对锂价下跌压力, 24Q3 之后, Marion 矿山已裁员 190 人并处置 110 处流动资产, 同时地下开发进度放缓、地下勘探工作暂停, 以降低资本开支; Wodgina 矿山裁员 120 人并处置 120 处流动资产。

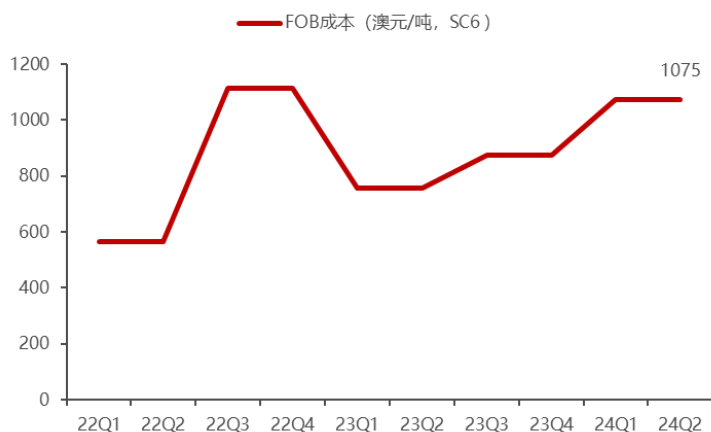
Marion、Wodgina 2025 财年现金成本指引为 613、563 美元/吨。 24Q3 公司虽未披露两矿山成本水平, 但我们预计季度间变化不大。1) **Marion:** 24Q2 现金成本 723 澳元/吨, 约 482 美元/吨, 根据公司前期规划, 2025 财年现金成本指引为 870-970 澳元/吨 (中值 613 美元/吨), 按中值计算同比+22.7%, 主要由于矿山正在转地下开采, 目前地下开采进度放缓, 我们预计实际成本将有所优化; 2) **Wodgina:** 24Q2 现金成本 1075 澳元/吨, 约 717 美元/吨, 根据公司前期规划, 2025 财年现金成本指引为 800-890 澳元/吨 (中值 563 美元/吨), 尽管相对 24Q2 有所优化, 但目前成本压力仍然较大。

图15: 24Q3 Marion 锂精矿售价降至 813 美元/吨


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 24Q2 Marion 锂精矿现金成本约 482 美元/吨


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 24Q2 Wodgina 锂精矿现金成本约 717 美元/吨


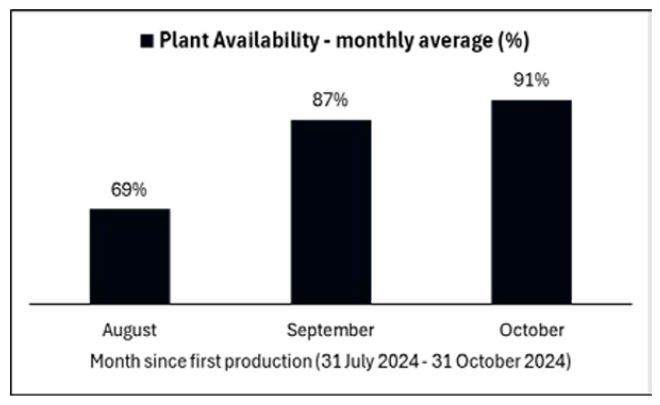
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.6 Kathleen Valley: 减少地下开采, 远期产能下调

24 年 7 月底实现首次生产, 27 财年末采选产能由原规划的 400 万吨下调至 280 万吨。矿山 24 年 7 月如期实现投产, 24Q3 锂精矿产销量 2.8、1.1 万吨, 产线爬坡较快, 24 年 10 月, 产能利用率已提升至 91%, 但收率偏低, 10 月份平均收率为 52%。根据公司前期规划, 矿山投产后的第四年 (2027 年) 矿山产能将由目前的 300 万吨提升至 400 万吨, 但由于锂价快速回落, 为降低资本开支和优化成本, 公司计划减少地下开采, FY27-FY30 年计划减少地下开发 3.8 万米, 2027 财年末采选产能将降至 280 万吨。

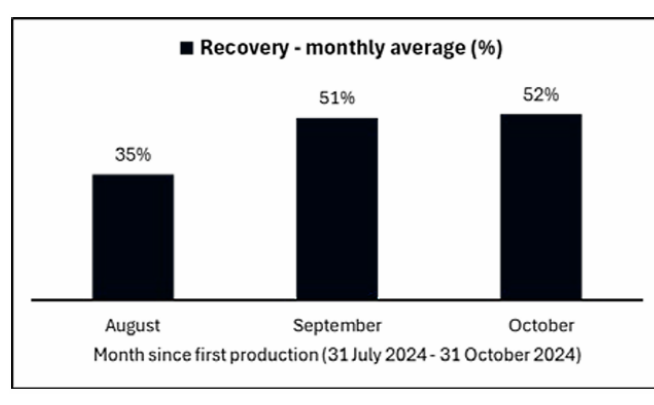
成本指引: 25H1 现金成本指引为 775-855 澳元/吨 (中值 543 美元/吨), AISC (全维持成本) 为 1170-1290 澳元/吨 (中值 820 美元/吨), 我们预计矿山 25H1 仍然亏损, 但由于矿山收率提升中, 26 财年成本或有优化空间。

图18: 24年10月产能利用率爬坡至91%



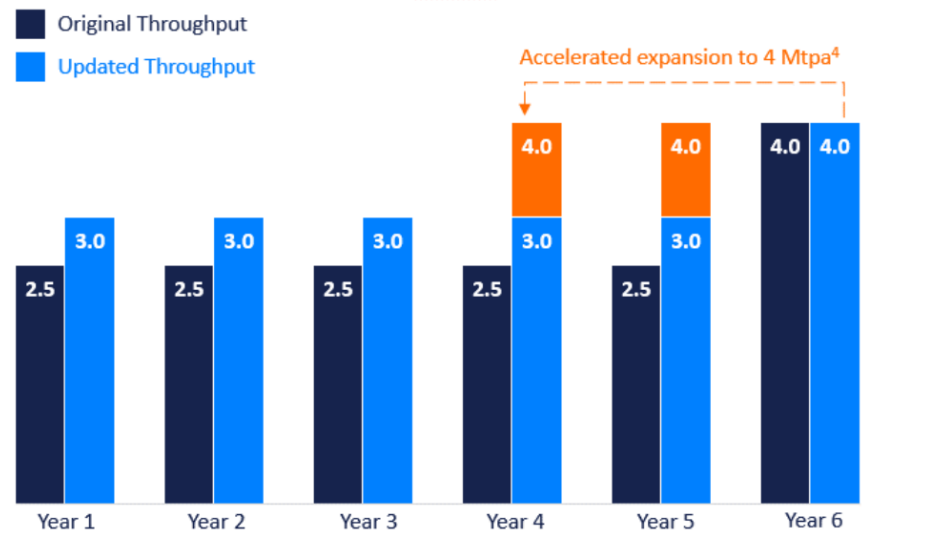
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 24年10月锂收率提升至52%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 公司原计划 2027 财年锂精矿采选产能扩张至 400 万吨



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 供给影响：25 年供给增量下修 13.4 万吨，行业格局明显改善

目前 4 座澳矿出清产能合计 75 万吨锂精矿，约 10 万吨 LCE。从 23Q4 开始至今，将要停产的澳矿已有 4 座，其中 Cattlin 矿山锂精矿产能 20 万吨，Finniss 锂精矿产能 20 万吨、Pilbara 的 Ngungaju 选厂锂矿产能 20 万吨、Bald hill 锂精矿产能 15 万吨，不包括 Kathleen Valley 27 财年未采选产能由原计划的 400 万吨下调至 280 万吨，4 座澳矿将要出清产能 75 万吨锂精矿，合计约 10 万吨 LCE。

澳矿普遍亏损，减停产现象预计将继续出现。从目前宣布将要停产的矿山成本来看，Cattlin 减产前的 23Q3 现金成本 636 美元/吨，Finniss 宣布停产前的 23Q3 现金成本 603 美元/吨，现金运营成本 1259 美元/吨，Bald hill 2025 财年现金成本指引中值为 563 美元/吨。目前价格下，澳矿普遍亏损，MRL 旗下的 Marion、Wodgina 为降低成本进行裁员，2025 财年现金成本指引分别为 613、563 美元/吨，与已经停产的 Bald hill 成本水平相近，未来存在减停产可能。

2025 年供给增量下修 13.4 万吨，后续关注非洲、南美盐湖项目减停产情况。

考虑到目前澳矿、国内高成本云母矿的停产，我们下调行业供给，2025 年供给增量下修 13.4 万吨 LCE，其中澳矿下修 6.5 万吨，国内云母下修 3.3 万吨，国内辉石下修 1.7 万吨，国内盐湖下修 1.3 万吨，海外盐湖下修 0.7 万吨；2026 年供给增量下修 5.1 万吨，其中国内盐湖下修 1.3 万吨，国内辉石下修 1.3 万吨，国内云母下修 1.1 万吨，海外盐湖下修 0.9 万吨，澳矿下修 0.6 万吨。非洲矿目前成本压力较大，海外盐湖实际成本超预期、投资回报率大幅下降，我们预计扩产进度将放缓，后续需关注两区域项目减停产情况。

图21: 南美盐湖产能产量预测

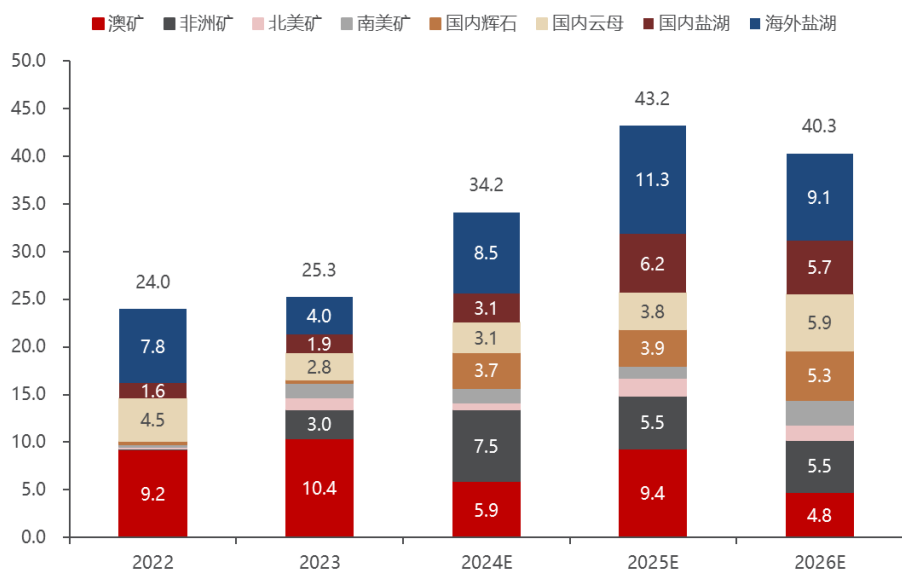
国家	公司	盐湖	产能 (万吨LCE)				产量 (万吨LCE)			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
智利	SQM	Atacama	21.0	24.0	28.0	28.0	18.2	21.0	24.7	27.0
	ALB	Atacama	8.4	8.4	8.4	8.4	4.7	7.0	7.6	7.8
		智利合计	29.4	32.4	36.4	36.4	22.9	28.0	32.3	34.8
阿根廷	Arcadium	Hombre Muerto	3.2	3.2	3.2	4.2	2.1	2.9	3.0	3.3
		Olaroz	4.3	4.3	4.3	4.3	1.8	2.5	3.3	3.6
		Sal de Vida	-	-	-	1.5	-	-	-	0.5
	盛新锂能	Cauchari	-	-	-	-	-	-	-	-
		SDLA	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	-	-
	紫金矿业	Pocitos	-	-	-	-	-	-	-	-
		3Q盐湖	-	-	2.0	2.0	-	-	0.8	1.6
	赣锋锂业/LAAC	Cauchari-Olaroz	4.0	4.0	4.0	4.0	0.6	2.2	3.2	3.2
		赣锋锂业	Mariana	-	1.7	1.7	1.7	-	-	0.7
			PPG项目	-	-	-	-	-	-	-
	Posco	Hombre Muerto	-	2.5	5.0	5.0	-	0.3	1.8	3.5
	Argosy	Rincon	0.2	0.2	0.2	1.2	0.0	0.1	0.2	0.2
	西藏珠峰	SDLA	-	-	-	-	-	-	-	-
		Arizaro	-	-	-	-	-	-	-	-
Eramet	Centenario-Ratones	-	2.4	2.4	2.4	-	0.1	1.1	2.0	
力拓	Rincon	-	0.3	0.3	0.3	-	-	0.2	0.2	
Galan Lithium	Hombre Muerto West	-	-	0.5	2.1	-	-	0.1	0.3	
		阿根廷合计	11.9	18.9	23.9	29.0	4.7	8.2	14.2	19.8
		南美合计	41.3	51.3	60.3	65.4	27.5	36.2	46.5	54.6
		yoy	33%	24%	18%	8%	17%	32%	28%	17%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

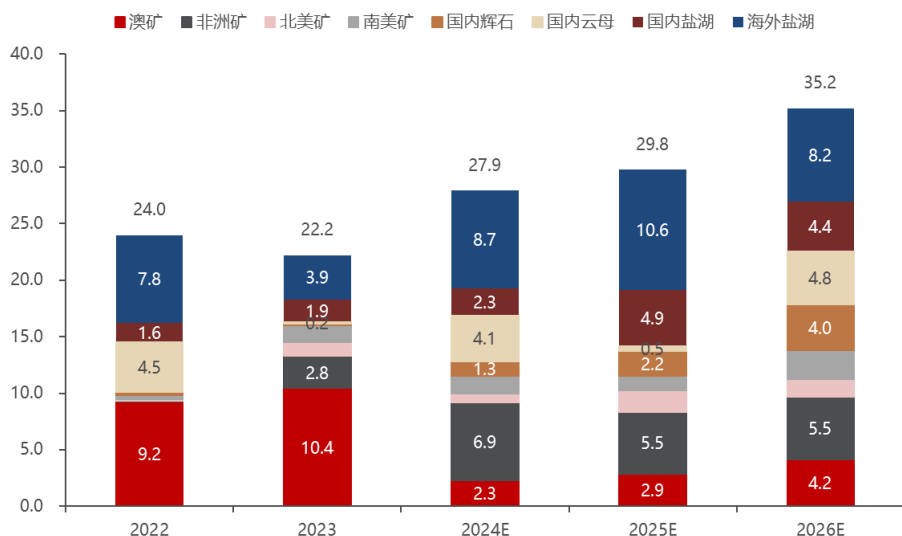
图22: 非洲矿产产能产量预测

国家	公司	矿山	产能 (万吨LCE)				产量 (万吨LCE)			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
津巴布韦	中矿资源	Bikita	6.3	6.3	6.3	6.3	1.2	4.2	5.0	5.0
	华友钴业	Arcadia	4.4	4.4	4.4	4.4	1.0	2.8	1.3	2.6
	盛新锂能	萨比星	2.5	3.8	3.8	3.8	1.3	2.8	3.4	3.4
	雅化集团	Kamativi	0.5	4.4	5.6	5.6	-	0.4	3.1	4.5
	Premier	Zulu	0.6	0.6	0.6	0.6	0.0	0.1	0.1	0.3
马里	赣锋锂业	Goulamina	-	6.3	6.3	6.3	-	-	2.5	4.4
	海南矿业	Bougouni	-	1.4	1.4	1.4	-	-	0.4	1.1
		津巴布韦合计	14.3	19.4	20.6	20.6	3.4	10.3	12.8	15.8
		马里合计	-	7.7	7.7	7.7	-	-	2.9	5.5
		非洲矿合计	14.3	27.1	28.3	28.3	3.4	10.3	15.8	21.3
		yoy	756.0%	89.9%	4.6%	0.0%	473.3%	199.8%	53.2%	34.8%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

图23：下修前全球锂供给增量预测（万吨 LCE）


资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图24：下修后全球锂供给增量预测（万吨 LCE）


资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

行业出清开始，锂价底部信号明显。矿山的减停产动作是行业见底的重要信号，随着澳矿的陆续减停产，行业出清已经开始，我们认为锂价周期底部信号明显，需求端国内新能源车、储能有望继续保持快速增长，供给下调后，我们预计 2024-2026 年全球锂行业供给 128.0/157.8/193.0 万吨，过剩量为 3.6/6.0/10.6 万吨，过剩比例为 2.9%/3.9%/5.8%，行业格局明显改善。

表1：全球锂行业供需平衡表预测

指标	单位	2023	2024E	2025E	2026E
全球总供给（调整前）	万吨 LCE	103.1	137.2	180.5	220.8
全球总供给	万吨 LCE	100.0	128.0	157.8	193.0
YoY	%		27.9%	23.3%	22.3%
全球总需求（调整前）	万吨 LCE	100.6	126.2	153.2	185.6
全球总需求	万吨 LCE	100.6	124.3	151.8	182.4
YoY	%		23.6%	22.1%	20.1%
供需平衡	万吨 LCE	-0.6	3.6	6.0	10.6
过剩或短缺/总需求	%	-0.6%	2.9%	3.9%	5.8%

资料来源：各公司公告，SMM，民生证券研究院预测

3 投资建议

澳矿出清已经开始，亏损压力下未来或将有进一步减停产现象，行业见底信号明显，锂价快速回落后，锂项目投资回报率大幅下降，我们预计未来扩产项目推进意愿将放缓，锂行业供需格局明显改善，建议重点关注具有产量弹性及成本优势的**藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份**。部分冶炼厂从0到1的转变也值得关注，比如盛新锂能和雅化集团。

4 风险提示

1) 新能源产业关税政策风险。美国特朗普政府即将上台，特朗普重视传统能源，竞选中宣称对国内新能源车征收关税，若政策落地，可能影响锂行业需求，进而影响锂价，拖累公司业绩。

2) 行业需求不及预期。锂需求增量集中在新能源车和储能，若国内新能源产业需求不及预期，将影响锂价，从而拖累公司业绩。

3) 项目进度不及预期。若公司规划的扩产项目因证照办理等原因进度不及预期，将影响公司产能释放，从而影响业绩贡献。

插图目录

图 1: 电池级碳酸锂价格.....	3
图 2: 锂辉石精矿价格.....	3
图 3: 澳矿产能产量预测及目前状态.....	3
图 4: 澳矿成本预测.....	4
图 5: 矿山逐步减产, 销量下滑.....	4
图 6: 锂精矿售价和现金成本.....	4
图 7: 24Q2 末矿山完全停产.....	5
图 8: 矿山采矿暂停前的 23Q3 现金运营成本 1889 澳元/吨.....	5
图 9: 24Q3 公司锂精矿售价降至 771 美元/吨.....	6
图 10: 24Q3 锂收率提升至 75.3%.....	6
图 11: 24Q3 现金成本提升至 606 澳元/吨 (404 美元/吨).....	6
图 12: 2024 财年锂精矿全成本构成: 全成本-现金成本为 367 美元 (美元/吨).....	6
图 13: Bald hill 锂精矿产销量.....	7
图 14: 24Q3 锂精矿售价降至 791 美元/吨.....	7
图 15: 24Q3 Marion 锂精矿售价降至 813 美元/吨.....	8
图 16: 24Q2 Marion 锂精矿现金成本约 482 美元/吨.....	8
图 17: 24Q2 Wodgina 锂精矿现金成本约 717 美元/吨.....	8
图 18: 24 年 10 月产能利用率爬坡至 91%.....	9
图 19: 24 年 10 月锂收率提升至 52%.....	9
图 20: 公司原计划 2027 财年锂精矿采选产能扩张至 400 万吨.....	9
图 21: 南美盐湖产能产量预测.....	11
图 22: 非洲矿产能产量预测.....	11
图 23: 下修前全球锂供给增量预测 (万吨 LCE).....	12
图 24: 下修后全球锂供给增量预测 (万吨 LCE).....	12

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: 全球锂行业供需平衡表预测.....	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026