

电力设备行业点评报告

澳矿产能释放略有提速, 26-27 年全球锂资源供给偏紧

增持（维持）

2026 年 08 月 21 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002

ruanqy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **量:** 26Q2 澳矿产销两旺, 销量环比高增主因延迟发运集中出库, FY26 多数矿山超指引完成。26Q2 澳洲 7 矿 SC6 锂精矿产量合计约 104 万吨, 同环比+12.3%/+5.9%, Greenbushes 贡献最大环比增量。26Q2 澳洲 7 矿 SC6 锂精矿销量合计约 105 万吨, 同环比+8.8%/+23.4%, 环比增幅显著大于产量, 主因前期延迟发运货物于本季度集中出库, Greenbushes、Wodgina、Pilgangoora 出货节奏均大幅前置。FY26 全年多数矿山超指引完成, Pilgangoora、Wodgina、Mt Marion 均超指引完成, Greenbushes 产量 141 万吨落在指引上半区。

■ **价格&成本:** 价格同比涨幅均超 1.5 倍, 成本分化, 低成本矿山盈利弹性突出。26Q2 澳矿售价区间 1880-2450 美元/吨, 同比涨幅均超 1.5 倍, 行业价格中枢全面上移; FOB 现金成本区间 314-836 美元/吨, Greenbushes 最低、Kathleen Valley 最高, 矿山间成本差距近 2 倍, 我们测算 Greenbushes、Pilgangoora、Wodgina、Marion 4 矿单吨毛利约 1800-2000 美元/吨、Kathleen Valley 约 1000 美元/吨仅为其他矿山的 60%, 各矿山盈利同比提升 4-10 倍, Greenbushes、Pilgangoora、Wodgina 等低成本矿山盈利弹性突出。

■ **扩产:** 澳矿 26-27 年产能稳步增加, 扩产主要来自 Pilgangoora、Wodgina 与 Greenbushes 等。Pilgangoora Ngungaju 选厂 7 月复产、预计 11 月达产 17 万吨 SC6/年, Wodgina Train3 23 万吨 SC6/年 26Q3 全面投产, Greenbushes CGP3 火灾后重启爬坡, Mt Marion 浮选扩建与 Kathleen Valley 二期扩建均已 FID、预计 27 年贡献增量, 澳矿 26-27 年产能稳步增加, 我们预计 27 年澳矿有效增量合计约 70-80 万吨 SC6/年, 几乎全部来自存量产能爬坡与复产。储备项目方面, Pilgangoora P2000 扩产规划 87 万吨 SC6/年可研结果预计 26Q4 发布; Mt Holland 二号选厂 35 万吨 SC6/年已 FID、预计 2030 年投产; Greenbushes CGP4 产能 52 万吨 SC6/年仍处于规划阶段、尚未 FID。

■ **供给预测:** 我们预测 26-27 年澳矿锂供给 53.5/61.1 万吨, 对应增量 6/7.5 万吨。结合 26Q2 各矿山实际产量与最新 FY27 指引, 26-27 年澳矿 SC6 锂精矿供给增量主要来自 Greenbushes、Pilgangoora、Wodgina、Kathleen Valley 等矿山, 我们预测 26-27 年澳矿锂供给 53.5/61.1 万吨, 对应增量 6/7.5 万吨, 澳矿端供给释放节奏有所加快。

■ **碳酸锂:** 我们预测中性情况下 26-27 年全球锂矿供给 211/263 万吨, 维持紧平衡, 价格中枢预计为 12-15 万元/吨。中性情况下我们预测 26-27 年全球锂矿供给 211/263 万吨, 新增 40/52 万吨。我们预计碳酸锂 26-27 年紧平衡, 26 年预计过剩 1 万吨; 27 年若江西、津巴供给正常, 我们预计过剩 3 万吨, 过剩比例为 1%, 总体供给偏紧。且海外矿山、盐湖存在政策不确定性风险, 或导致实际产量低于预期, 加剧供给紧张。26-27 年确定性供给紧缺, 我们预计价格中枢为 12-15 万元/吨。

■ **风险提示:** 行业竞争加剧、下游需求不及预期、价格大幅波动、新增矿山超预期投放等。

行业走势



相关研究

《AIDC 开启高景气周期, 全球龙头共迎产业机遇》

2026-08-17

《AIDC 及材料潜力可期, 锂电储能增长确定》

2026-08-17

内容目录

1. 澳矿端供给释放节奏加快， 预测 26-27 年澳矿锂供给 53.5/61.1 万吨	4
1.1. Greenbushes: CGP3 火灾短期扰动生产，FY27 Greenbushes 锂精矿指引中值 165 万吨	8
1.2. Pilgangoora: 26Q2 Ngungaju 选厂重启爬坡，各项目稳步推进	9
1.3. Wodgina: Train3 预计 26H2 全面投产，年产量有望达到 70+万吨	10
1.4. Mt Marion: 预计 26H2-27H1 平稳运行，27H2 起地下矿或将贡献增量	12
1.5. Bald Hill: 复产爬坡，我们预计 26 年 SC6 碳酸锂产量 0.3 万吨	13
1.6. Kathleen Valley: 地下矿持续扩产，供给增量以存量产能挖潜为主	14
1.7. Mt Holland: 预计维持 38 万吨/年满产运行，未来三年增量供给有限	15
2. 26-27 年我们预计碳酸锂紧平衡，价格中枢预计 12-15 万元/吨	16
3. 风险提示	17

图表目录

图 1:	22Q3-26Q2 矿山 SC6 锂精矿售价 (美元/吨)	6
图 2:	22Q3-26Q2 矿山锂精矿运营成本 (美元/吨)	6
图 3:	22Q3-26Q2 分季度 Greenbushes 锂精矿产销量	8
图 4:	22Q3-26Q2 分季度 Greenbushes 锂精矿售价及成本	8
图 5:	22Q3-26Q2 分季度 Pilgangoora 锂精矿产销量	9
图 6:	22Q3-26Q2 分季度 Pilgangoora 锂精矿售价及成本	9
图 7:	23Q1-26Q2 分季度 Wodgina 锂精矿产销量	11
图 8:	23Q4-26Q2 分季度 Wodgina 锂精矿售价及成本	11
图 9:	23Q1-26Q2 分季度 Mt Marion 锂精矿产销量	12
图 10:	23Q4-26Q2 分季度 Mt Marion 锂精矿售价及成本	12
图 11:	23Q1-26Q2 分季度 Bald Hill 锂精矿产销量	13
图 12:	24Q3-26Q2 分季度 Kathleen Valley 锂精矿产销量	14
图 13:	24Q3-26Q2 分季度 Kathleen Valley 锂精矿售价及成本	14
图 14:	2025 年锂资源现金成本曲线	17
图 15:	2026 年锂资源现金成本曲线	17
表 1:	各矿山 26Q2 产销量情况	4
表 2:	各矿山 FY26 产量及 FY27 指引	5
表 3:	各矿山 FY26 产量及 FY27 指引	7
表 4:	澳矿 26-27 年供给测算	7
表 5:	Greenbushes 各产线产能规划与运营情况	9
表 6:	Pilgangoora 各产线产能规划与运营情况	10
表 7:	Wodgina 各产线产能规划与运营情况	11
表 8:	Mt Marion 各产线产能规划与运营情况	13
表 9:	Kathleen Valley 各产线产能规划与运营情况	15
表 10:	Mt Holland 各产线产能规划与运营情况	15
表 11:	全球锂资源供给测算	16
表 12:	全球碳酸锂供需平衡表测算	16

1. 澳矿端供给释放节奏加快，预测 26-27 年澳矿锂供给 53.5/61.1 万吨

26Q2 澳洲 7 座主流锂矿 SC6 锂精矿产量合计约 104 万吨，同环比+12.3%/+5.9%。

分矿山看，Greenbushes 产量 38.7 万吨，同环比+13.8%/+10.3%，其中 CGP3 爬坡贡献 7.1 万吨带动环比增长；Pilgangoora 产量 18.9 万吨，同环比+0.6%/-7.8%，环比下降主因 25Q4 高基数以及选厂例行检修；Wodgina 产量 16.6 万吨，同环比+11%/+17%，Train1/2 持续超产运行；Mt Marion 产量 11.8 万吨，同环比+24%/+4%；Kathleen Valley 产量 8.6 万吨，同环比+15.4%/+4.9%，地下矿开采切换后产量稳步爬升；Bald Hill 5 月复产、6 月产出首批精矿，26Q2 折 SC6 产量 0.1 万吨；Mt Holland 维持满产，我们估算 SC6 产量约 9.5 万吨。

销量方面，26Q2 锂精矿 SC6 销量合计约 105 万吨，同环比+8.8%/+23.4%，FY26 全年多数矿山超指引完成。26Q2 销量环比高增主因前期延迟发运货物于本季度集中出库，Greenbushes、Wodgina 销量环比+12%/+47%，均明显高于其产量环比+10.3%/+17%，Pilgangoora 销量环比+28%，出货节奏大幅前置；Mt Holland 按 SQM 权益外销口径估算约 3.8 万吨、环比基本持平；其余矿山维持正常出货节奏。FY26 全年（25Q3-26Q2）多数矿山超指引完成，Greenbushes 产量 141 万吨（同比-4.7%）落在指引上半区，Pilgangoora 产量 77.7 万吨 SC6（同比+18.8%）超指引，Wodgina 销量 63.4 万吨（同比+48%）显著超 54-58 万吨指引，Mt Marion 销量 48.4 万吨（同比+8.5%）超 42-46 万吨指引，Kathleen Valley 产量 39.2 万吨（同比+54%）位于指引下半区。

表1：各矿山 26Q2 产销量情况

矿山	产量（万吨，SC6）			销量（万吨，SC6）		
	26Q2	同比	环比	26Q2	同比	环比
Greenbushes	38.7	14%	10%	39.1	-5%	12%
Pilgangoora	18.9	1%	-8%	21.7	18%	28%
Wodgina	16.6	11%	17%	18.2	49%	47%
Mt Marion	11.8	24%	4%	13.1	26%	26%
Kathleen Valley	8.6	15%	5%	9	7%	27%
Bald Hill	0.1	-	-	-	-	-
Mt Holland	9.5	16%	8%	3.6	-	13%
合计	104	12%	6%	105	9%	23%

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

表2: 各矿山 FY26 产量及 FY27 指引

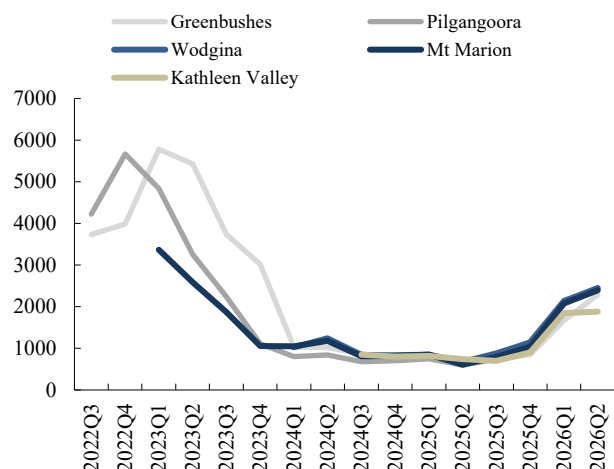
矿山	FY26				FY27	
	FY26产量指引	FY26实际产量	FY26实际产量同比	完成情况	FY27产量指引	FY27指引中值同比
Greenbushes	137.5-142.5	141	-5%	上半区	155-175 (中值165)	17%
Pilgangoora	75-79.5	77.7	19%	符合	91-97 (中值94)	21%
Wodgina	54-58	63.4	48%	显著超指引	70-75 (预计)	14%
Mt Marion	42-46	48.4	8.5%	超指引	45-50 (预计)	0%
Kathleen Valley	36.5-45	39.2	54%	下半区	39-44 (中值42)	7%
Bald Hill	-	-	-	26年5月复产	14 (满产)	-
Mt Holland	34.8	34.8	-	满产	34.8	0%

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

26Q2 澳矿折 SC6 售价在 1880-2450 美元/吨, 同比高增、环比延续增长。分矿山看, 26Q2 Wodgina SC6 的 CIF 售价 2450 美元/吨为 7 矿最高, 同环比+264%/+15%; Pilgangoora 折 SC6 售价 2415 美元/吨, 同环比+244%/+12%; Mt Marion 折 SC6 售价 2392 美元/吨, 同环比+294%/+15%, 同比弹性最大; Greenbushes SC6 FOB 实现价格 2286 美元/吨, 同环比+215%/+37%, 环比涨幅显著领先; Kathleen Valley SC6 CIF 售价 1880 美元/吨为 7 矿最低, 同环比+154%/+2%。26Q2 各矿山价格同比涨幅均超 1.5 倍, 行业价格中枢全面上移。

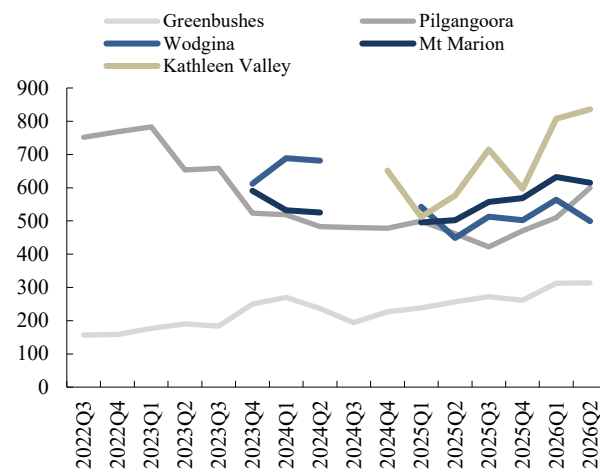
成本端, 26Q2 各矿山 FOB 现金成本区间 314-836 美元/吨, 矿山间成本分化; 各矿山盈利全面修复至历史高位, Greenbushes、Pilgangoora、Wodgina 等低成本矿山盈利弹性突出。26Q2 Greenbushes 314 美元/吨为 7 矿最低, 同环比+22%/+0.4%; Pilgangoora 437 美元/吨, 同环比+10%/+21%, 主因柴油价格上涨及 Ngungaju 选厂重启成本抬升; Wodgina 500 美元/吨, 同环比+11%/-11%; Mt Marion 615 美元/吨, 同环比+22%/-3%; Kathleen Valley 836 美元/吨为 7 矿最高, 同环比+45%/+3.5%。盈利方面, 以售价减 FOB 成本测算, Greenbushes、Pilgangoora、Wodgina 及 Mt Marion 4 矿 26Q2 单吨毛利约在 1800-2000 美元/吨, Kathleen Valley 约 1000 美元/吨, 为其他矿山的 60%左右。26Q2 各矿山盈利水平平均同比提升 4-10 倍, Greenbushes、Pilgangoora、Wodgina 等低成本矿山盈利弹性突出。

图1: 22Q3-26Q2 矿山 SC6 锂精矿售价 (美元/吨)



数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

图2: 22Q3-26Q2 矿山锂精矿运营成本 (美元/吨)



数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

26-27 年澳矿产能稳步增加、核心增量来自 Pilgangoora、Wodgina 与 Greenbushes。

按 SC6 锂精矿口径梳理: 1) Pilgangoora: Ngungaju 选厂设计产能 SC6 17.3 万吨/年, 7 月复产爬坡, 预计 11 月达产。2) Wodgina: Train3 设计产能 SC6 23 万吨/年, 26Q3 全面投产, 三线合计名义产能 SC6 69 万吨/年; 采矿端 Stage4 剥离已启动, Q4 起高品位矿石供应增加。3) Greenbushes: CGP3 设计产能 SC6 52 万吨/年, 火灾后即将重启爬坡; CGP1/2 合计 SC6 120 万吨/年持续超产。4) Mt Marion: 现有 DMS 厂 SC6 42-46 万吨/年稳态运行; 浮选扩建至约 SC6 50 万吨/年已 FID, 预计 28H1 投产, 回收率 60% 提升至 70%。5) Kathleen Valley: 一期选厂 SC6 42 万吨/年稳态运行; 二期扩建 SC6 17-21 万吨/年预计 26Q3 FID、27Q2 达产。6) Bald Hill: SC6 14 万吨/年复产爬坡中, 预计 Q4 满产。7) Mt Holland: 一号选厂 SC6 35 万吨/年满产运行; 二号选厂 SC6 35 万吨/年已 FID, 2030 年产出首批精矿。我们预计 26-27 年澳矿有效增量合计约 70-80 万吨 SC6/年, 核心增量逐步兑现。

表3: 各矿山 FY26 产量及 FY27 指引

矿山	项目名称	类型	新增产能 (折SC6)	预计投产时间
Greenbushes	CGP3爬坡	爬坡中	52	26H2重启爬坡
	CGP4新建	新建	52	未FID, 2030年出精矿
Pilgangoora	Ngungaju复产	复产爬坡	17	26年7月投料、11月达产
	P2000扩建	新建	87	未FID, 26Q4可研结果
Wodgina	Train3投产	爬坡中	23	26Q3全面运行
Mt Marion	地下矿+浮选扩建	扩建	4-8	28H1投产
Kathleen Valley	二期选厂扩建	扩建	17-21	预计26Q3 FID, 目标27Q2达产
Bald Hill	复产爬坡	复产	14	26Q4满产
Mt Holland	二号选厂新建	新建	38 (SC5.5)	2030年出精矿

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

澳矿端供给释放节奏加快, 我们预测 26-27 年澳矿锂供给量约 53.5/61.1 万吨。26-27 年澳洲锂精矿供给增量主要来自 Greenbushes、Pilgangoora、Wodgina、Kathleen Valley 等矿山, Mt Marion、Mt Holland 贡献有限增量, Bald Hill 复产带来少量新增供给。结合 26Q2 各矿山实际产量与最新 FY27 指引, 我们预测 26-27 年澳矿锂供给量约 53.5/61.1 万吨, 对应增量 6/7.5 万吨, 澳矿端供给释放节奏有所加快。

表4: 澳矿 26-27 年供给测算

公司	矿山	产量 (万吨)					
		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
天齐	Mt Greenbushes	16.9	18.8	21.3	25.6	26.9	29.6
皮尔巴拉PLS	Mt Pilgangoora	8.5	10.3	11.9	11.9	11.9	11.9
Mineral Resources	Mt Marion	5.5	6.3	6.5	6.9	7.5	7.5
	Mt Wodgina	7.3	8.1	8.8	9.4	9.4	9.4
	Mt Bald		0.3	1.3	1.8	1.8	1.8
Liontown Resources	Mt Kathleen Valley	4.0	4.8	5.5	5.6	5.6	5.6
SQM	Mt Holland	4.2	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
Rio Tinto (力拓)	Mt Cattlin	1.3					
Core Lithium	Mt Finnis			0.8	1.4	1.4	1.4
合计		47.6	53.5	61.1	67.7	69.6	72.3
增量		5.6	6.0	7.5	6.6	1.9	2.7

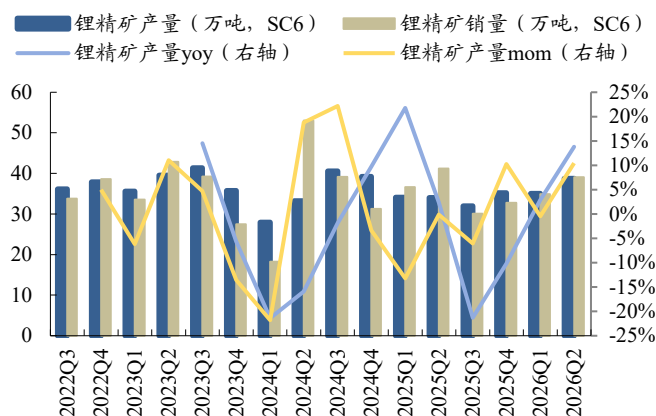
数据来源: 东吴证券研究所测算

1.1. Greenbushes: CGP3 火灾短期扰动生产，FY27 Greenbushes 锂精矿指引中值 165 万吨

26Q2 Greenbushes 锂精矿产量环比+10.3%。产销量方面，26Q2 锂精矿产量 38.7 万吨，同环比+13.8%/+10.4%，其中 CGP3 贡献 7.1 万吨，环比+115%；锂精矿销量 39.1 万吨，同环比-5.1%/+12%，主要系上季度延误发运货物在本季度集中出库。26Q2 入选锂矿品位环比改善，但选厂回收率下滑、停机检修对冲部分增量；CGP3 爬坡进度原本超预期，6 月火灾导致产线停产约 7 周，预计近期恢复生产。**价格&成本方面**，26Q2 锂精矿 SC6 平均实现价格 2286 美元/吨，同环比+215%/+37%；单位现金生产成本 448 澳元/吨（约 314 美元/吨），同比+22%，环比基本持平。

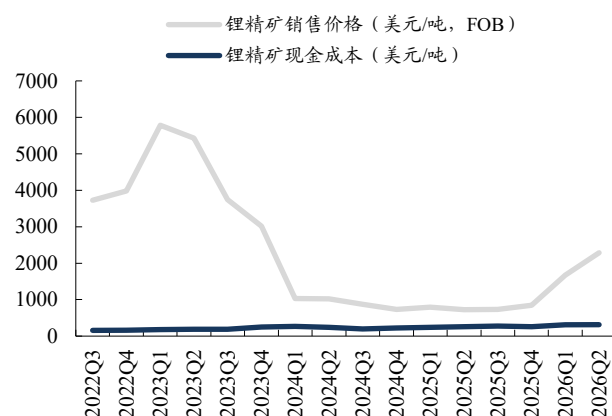
FY27 Greenbushes 锂精矿指引中值 165 万吨，同比+17%。FY26 Greenbushes 锂精矿 SC6 总产量 141 万吨，同比-4.7%，落在下调后全年指引（137.5-142.5 万吨）上半区。FY27（26Q3-27Q2）Greenbushes 锂精矿 SC6 产量指引 155-175 万吨，同增 10%-24%，中值 165 万吨，同比+17%。

图3：22Q3-26Q2 分季度 Greenbushes 锂精矿产销量



数据来源：IGO 公司官网，东吴证券研究所

图4：22Q3-26Q2 分季度 Greenbushes 锂精矿售价及成本



数据来源：IGO 公司官网，东吴证券研究所

Greenbushes 目前主要有 CGP1/2/3 化学级选矿厂，合计 SC6 锂精矿设计产能 172 万吨 SC6/年。其中，CGP1、CGP2 设计 SC6 锂精矿产能分别 60 万吨 SC6/年，26Q2 产能利用率均达 105%，超产运行，2026 年重心转向优化设备稳定性、提升选矿运转率与回收率；CGP3 设计 SC6 锂精矿产能 52 万吨 SC6/年，25 年 12 月投料试车，26 年 6 月受火灾扰动停产 7 周，预计于近日重启，26Q2 产能利用率 55%，26Q3 检修完成重启后将进入爬坡阶段。此外，TRP 尾矿再处理厂尾矿资源已基本耗尽，2026 年不再形成有效产出；TGP 技术级选厂产出多品位技术级精矿，专供陶瓷玻璃行业，设计产能 14-15 万吨/年。

我们预计 2026-2027 年 Greenbushes 整体供给释放节奏相对温和。展望 2026H2-2027 年,Greenbushes 矿山无新建产线,供给增量主要来自 CGP3 重启后产能爬坡,CGP1、CGP2 将通过设备与工艺优化维持高位产出,CGP4 仍处于规划阶段、尚未完成 FID,短期无法贡献增量,我们预计 2026-2027 年 Greenbushes 整体供给释放节奏相对温和。

表5: Greenbushes 各产线产能规划与运营情况

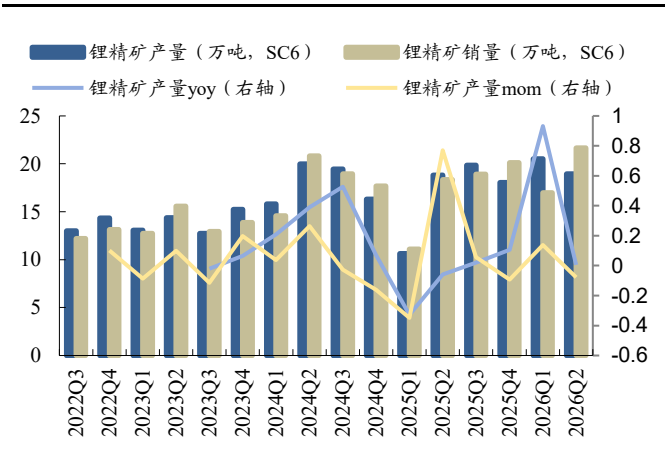
产线	设计产能 (万吨/年)	生产品位	建设与投产规划	26Q2实际 产量(万吨)	26Q2产能 利用率	当前运营状态
CGP1	60	SC6 (6.0% Li ₂ O)	2012年投产, 2026年重心转向 优化设备稳定性、停机检修管 理与选矿回收率	15.8	105%	稳定满产超产
CGP2	60	SC6 (6.0% Li ₂ O)	2019年10月正式满产; 2026年 重点提升运转率与回收率	15.8	105%	稳定满产超产
CGP3	52	SC6 (6.0% Li ₂ O)	2025年12月投料试车; 2026年6 月火灾停产约7周, 预计近日重 启; FY27持续爬坡	7.1	55%	爬坡中, 火灾后即将重启
CGP4 (规划)	52	SC6 (6.0% Li ₂ O)	预计2027年开工建设, 2030年 上半年产出首批精矿; 尚未 FID, 视市场情况启动	-	-	规划中, 未最终决策
TRP尾矿再处理厂	28	SC6 (6.0% Li ₂ O)	2022Q1投产, 设计服务5年; 历 史尾矿资源已基本处理完毕, 2026年起无显著产量贡献	-	-	2026年基本耗尽停产
TGP技术级选厂	14-15	多品位技术级 SC5.0~SC7.2	随矿山早期建设投产(2012年 前); 产品不进入锂盐冶炼供 应链, 单独对外销售	3.0-3.5	85%	稳定运行

数据来源: IGO 公司官网, 东吴证券研究所

1.2. Pilgangoora: 26Q2 Ngungaju 选厂重启爬坡, 各项目稳步推进

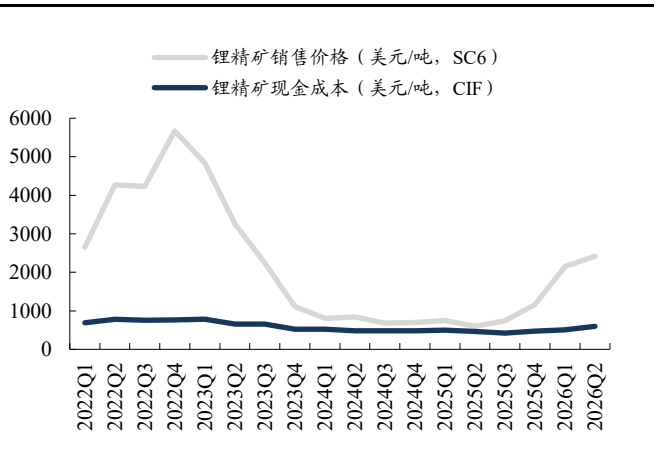
Pilgangoora 26Q2 锂精矿产量维持稳定, 26Q2 Ngungaju 选厂重启爬坡。产销量方面, 26Q2 锂精矿产 21.7 万吨, 折 SC6 约 18.9 万吨, 同环比+0.6%/-7.8%; 锂回收率 76.8%, 同环比+7.3pct/+1.9pct; 26Q2 锂精矿销量 25 万吨, 折 SC6 约 21.7 万吨, 同环比+18%/+28%。价格&成本方面, 26Q2 实现均价 2107 美元/吨 (CIF 中国, SC5.2), 环比+13%; 折算 SC6 均价 2415 美元/吨, 同环比+244%/+12%; 26Q2 运营成本 FOB 为 437 美金/吨, 同环比+10%/+21%, 主因柴油价格上涨及 Ngungaju 选厂重启成本。FY26 全年锂精矿产 87.95 万吨, 折 SC6 约 77.7 万吨, 同比+18.8%。

图5: 22Q3-26Q2 分季度 Pilgangoora 锂精矿产销量



数据来源: Pilbara Minerals 公司官网, 东吴证券研究所

图6: 22Q3-26Q2 分季度 Pilgangoora 锂精矿售价及成本



数据来源: Pilbara Minerals 公司官网, 东吴证券研究所

Pilgangoora 目前主要有 Pilgan、Ngungaju 两个化学级选矿厂，合计 SC5.2 锂精矿设计产能 120 万吨/年，折算 SC6 产能约 104 万吨/年。其中，Pilgan 主选厂经 P680、P1000 两轮扩建后设计 SC5.2 锂精矿产能 100 万吨/年，折 SC6 约 87 万吨/年，26Q2 产能利用率 86%，稳定运行，FY26 完成产量指引并实现超产；Ngungaju 选厂设计 SC5.2 锂精矿产能 20 万吨/年，折 SC6 约 17 万吨/年，2024 年底停产维护，2026 年 7 月投料复产，正处于爬坡阶段，26Q2 无实际产出。此外，P2000 扩建项目设计产能 SC5.2 锂精矿 100 万吨/年，折 SC6 约 87 万吨/年，2026 年 6 月已批准 1.75 亿澳元 Pre-FID 前期资本开支，可行性研究结果预计 26Q4 发布，尚未完成最终 FID。

我们预计 2026-2027 年 Pilgangoora 供给释放节奏逐步加快，核心供给增量来自 Ngungaju 选厂复产爬坡。看 2026-2027 年，矿山核心供给增量来自 Ngungaju 选厂复产爬坡，Pilgan 主选厂将维持产能利用率高位运行，P2000 扩建项目仍处于 Pre-FID 阶段，尚未完成投资决策，短期无法贡献增量。FY27 全年产量指引为 103-110 万吨锂精矿，折 SC6 约 91-97 万吨，同比+17~25%，对应中值 94 万吨 SC6，同比+21.1%。我们预计 26 年 Pilgangoora 碳酸锂 SC6 产量 10.3 万吨，对应增量 1.8 万吨；27 年碳酸锂 SC6 产量 11.9 万吨，对应增量 1.6 万吨。

表6: Pilgangoora 各产线产能规划与运营情况

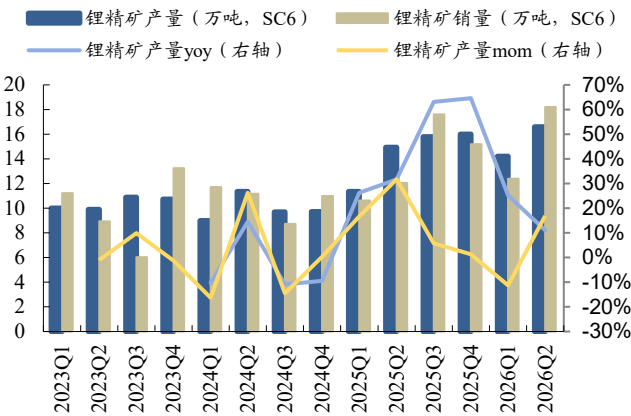
产线	设计产能 (万吨/年)	生产品位	建设与投产规划	26Q2实际 产量 (万吨)	26Q2产能 利用率	当前运营状态
Pilgan主选厂	100 (87万吨SC6)	5.2% Li ₂ O	经P680、P1000两轮扩建至100万吨/年名义产能；P1000项目2024年完成FID，通过扩建选矿厂及配套设施实现产能提升	21.43	86%	稳定运行，FY26超产完成指引
Ngungaju选厂	20 (17万吨SC6)	5.2% Li ₂ O	原Altura选厂，2021年收购并入；2024年底停产维护；2026年2月批准复产，26年7月正式启动，预计26年11月达产20万吨/年	-	-	复产爬坡中，26年7月已投料
P2000扩建项目	100 (87万吨SC6)	5.2% Li ₂ O	目标将Pilgangoora总产能提升至200万吨/年；2026年6月批准约1.75 亿澳元pre-FID前期资本开支；可行性研究结果预计26Q4发布；尚未最终FID	-	-	规划中，待FID审批

数据来源：Pilbara Minerals 公司官网，东吴证券研究所

1.3. Wodgina: Train3 预计 26H2 全面投产，年产量有望达到 70+万吨

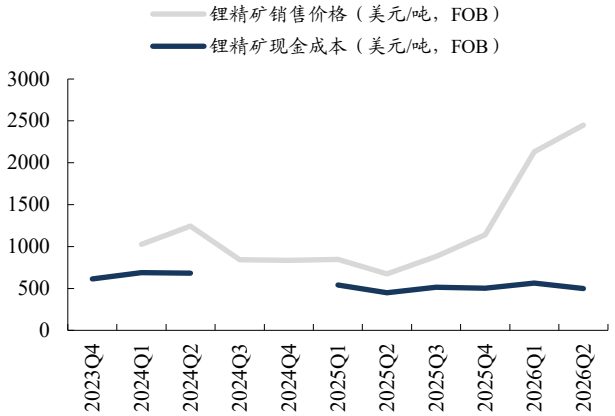
产销量方面，26Q2 锂精矿产量 18.8 万吨，折 SC6 为 16.6 万吨，同环比+11%/+17%；26Q2 锂精矿销量 20 万吨，折 SC6 为 18.2 万吨，同环比+49%/+47%；价格&成本方面，26Q2 锂精矿 SC6 平均 CIF 售价为 2450 美元/吨，同环比+264%/+15%；SC6 单位 FOB 成本为 714 澳元/吨，同环比+11%/-11%。FY26 全年 SC6 销量 63.4 万吨，同比+48%，显著超过此前 54-58 万吨指引。

图7：23Q1-26Q2 分季度 Wodgina 锂精矿产销量



数据来源：Mineral Resources 公司官网，东吴证券研究所

图8：23Q4-26Q2 分季度 Wodgina 锂精矿售价及成本



数据来源：Mineral Resources 公司官网，东吴证券研究所

26年下半年随 Train3 正式全面投产，27 年产量有望达到 70+万吨，贡献 SC6 增量约 0.6 万吨。选矿端，截至 26Q2 末 Wodgina 合计拥有三条选矿产线，单条设计产能 25 万吨/年（23 万吨 SC6/年），合计名义产能 75 万吨/年 SC5.5 锂精矿（69 万吨 SC6/年）。26Q2 Train1、Train2 持续超产运行，Train3 于季度末投料试车，全季度合计产出锂精矿 18.8 万吨，FY26 全年销量 63.4 万吨，显著超出 54-58 万吨的年度指引。采矿端，Stage2 矿体接近回采尾声，Stage3 矿坑持续下挖，Stage4 覆盖层剥离已于 26Q3 启动，预计 26Q4 高品位原矿占比提升，带动入选条件改善。26 年下半年随 Train3 正式全面投产，三条产线全部打通，矿山将迈入 75 万吨/年的满产区间，我们预计 26 年 SC6 碳酸锂产量 8.1 万吨，对应增量 0.9 万吨；27 年若采矿端 Stage3、Stage4 供矿顺畅，原矿品位维持向好，矿山全年精矿出货量有望达到 70-75 万吨区间，我们预计 27 年 SC6 碳酸锂产量 8.8 万吨，对应增量约 0.6 万吨。

表7：Wodgina 各产线产能规划与运营情况

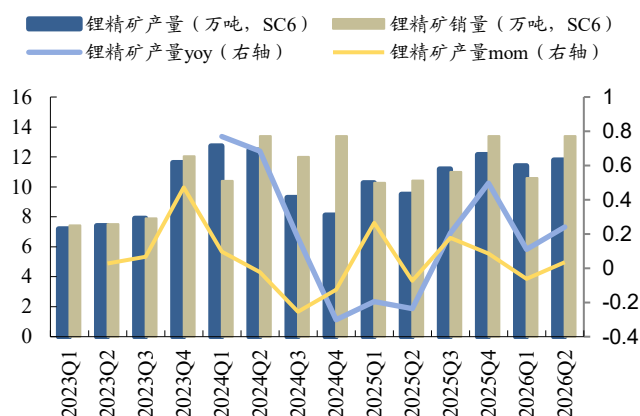
产线	设计产能 (万吨/年)	生产品位	建设与投产规划	26Q2实际 产量 (万吨)	26Q2产能 利用率	当前运营状态
采矿分期工程	-	原矿约1.1%-1.3% Li ₂ O	二期 (Stage 2) 矿体即将采完；三期 (Stage 3) 矿坑持续加深；四期 (Stage 4) 覆盖层剥离26Q3启动；26Q4起高品位矿石供应增加，入选品位有望改善	-	-	二期转三期、四期剥离并行
Train 1选厂	25万吨/年 (23万吨SC6/年)	SC5.5 (5.5% Li ₂ O)	早期投产，持续稳定运行	8.5	136%	满产超产
Train 2选厂	25万吨/年 (23万吨SC6/年)	SC5.5 (5.5% Li ₂ O)	早期投产，持续稳定运行	8.5	136%	满产超产
Train 3选厂	25万吨/年 (23万吨SC6/年)	SC5.5 (5.5% Li ₂ O)	前期停产维护；26Q2末启动试车投料，26Q3起全面运行，三条线合计达75万吨/年名义产能	1.8	29%	重启试车中，26Q3全面运行

数据来源：Mineral Resources 公司官网，东吴证券研究所

1.4. Mt Marion: 预计 26H2-27H1 平稳运行, 27H2 起地下矿或将贡献增量

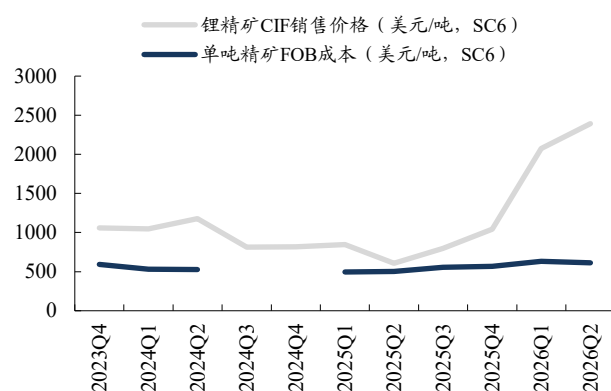
产销量方面, 26Q2 锂精矿产量 16.4 万吨, 折 SC6 为 11.8 万吨, 同环比+24%/+4%; 26Q2 锂精矿销量 18.4 万吨, 折 SC6 为 13.1 万吨, 同环比+26%/+26%; **价格&成本方面**, 26Q2 锂精矿 SC6 平均 CIF 售价为 2392 美元/吨, 同环比+294%/+15%; SC6 单位 FOB 成本为 878 澳元/吨, 同环比+22%/-3%。FY26 全年 SC6 销量为 48.4 万吨, 同比+8.5%, 超过 42-46 万吨指引。

图9: 23Q1-26Q2 分季度 Mt Marion 锂精矿产销量



数据来源: Mineral Resources 公司官网, 东吴证券研究所

图10: 23Q4-26Q2 分季度 Mt Marion 锂精矿售价及成本



数据来源: Mineral Resources 公司官网, 东吴证券研究所

Mt Marion 预计 26H2-27H1 平稳运行, 27H2 起或将贡献增量。选矿端, 截至 26Q2 末, 现有 DMS 重介质选厂设计精矿产能 50 万吨/年, 产出锂精矿品位 4.5-5.0%, 对应 SC6 当量 42-46 万吨/年, 26Q2 选厂稳态运行。**采矿端**, 当前主要依托 N4 露天采场供矿; 矿山已于 26 年 5 月对地下采矿、浮选扩建做出 FID, 地下采矿承包商招标推进中, 26Q3 将启动地下开拓工程, 预计 27H2 起地下矿可提供约 40% 的选厂进料; 新增浮选回路将回收尾矿细粒锂辉石, 投产后选矿回收率由约 60% 提升至 70%, 产能提升至实物精矿 60 万吨/年 (50 万吨 SC6/年)。看 2026H2-2027H1, 矿山无新增选厂产能, 产量基本受限于现有 50 万吨产能, 我们预计 FY27 全年 SC6 产量中枢约 45-50 万吨。

表8: Mt Marion 各产线产能规划与运营情况

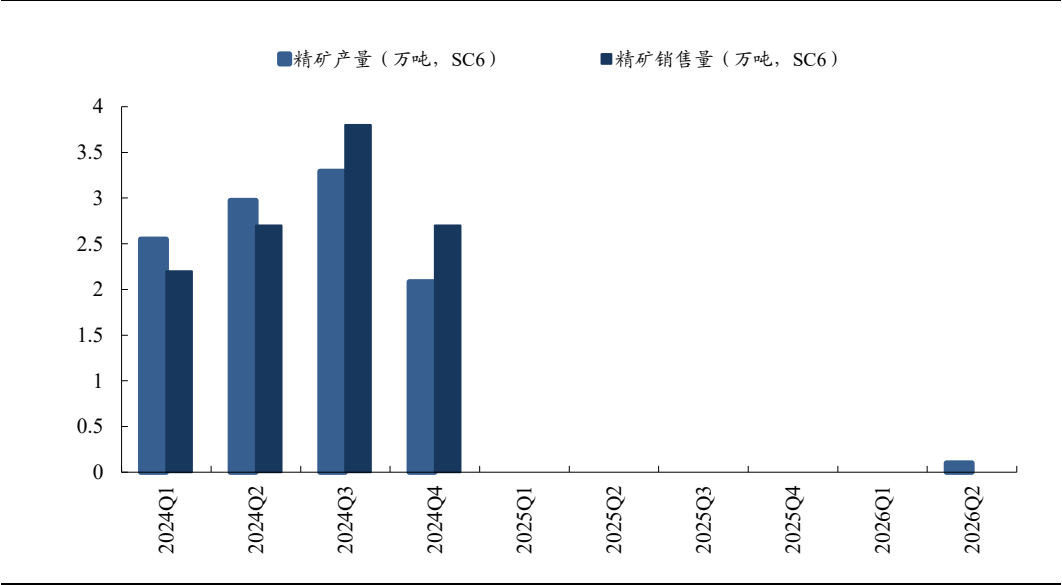
产线	设计产能 (万吨/年)	生产品位	建设与投产规划	26Q2实际 产量 (万吨)	26Q2产能 利用率	当前运营状态
采矿场 (N4采场为主)	匹配现有选厂原矿 处理	原矿约 1.3-1.5%Li ₂ O	当前主力为 N4 露天采场供 矿；地下开采已于26年5月 FID，地下开拓招标启动，预计 26Q3启动地下工程；27H2起地 下矿可供供给约40%原矿进料	-	-	露天正常开采，地下工 程筹备开工
DMS厂 (主选厂)	实物精矿50万吨/ 年，折SC6当量 42-46万吨/年	4.5-5.0%	现有 DMS 重介质选厂长期稳定 运行；产出混合品位精矿	8.2	66%	稳态连续运行
浮选扩建项目 (新增回路)	扩建后实物精矿60 万吨/年（50万吨 SC6/年）	5.0%	26年5月正式 FID；建设浮选回 路，回收尾矿中细粒锂辉石； 配套地下开采，预计28H1投 产；投后选矿回收率自60%提升 至70%	-	-	已FID，待开工建设

数据来源：Mineral Resources 公司官网，东吴证券研究所

1.5. Bald Hill: 复产爬坡，我们预计 26 年 SC6 碳酸锂产量 0.3 万吨

Bald Hill 于 26 年 5 月复产，预计 26Q4 爬坡至 14 万吨/年 SC6 锂精矿满产水平。受此前锂价下行影响，Bald Hill 于 2024 年 11 月进入保养维护状态；2026 年 5 月正式复产，26Q2 折 SC6 产量 0.1 万吨，预计 26Q4 爬升至 14 万吨/年 SC6 锂精矿满产水平。矿山目前暂无不确定性扩建落地计划，短期供给增量来自复产爬坡，我们预计 26 年 SC6 碳酸锂产量 0.3 万吨。

图11: 23Q1-26Q2 分季度 Bald Hill 锂精矿产销量

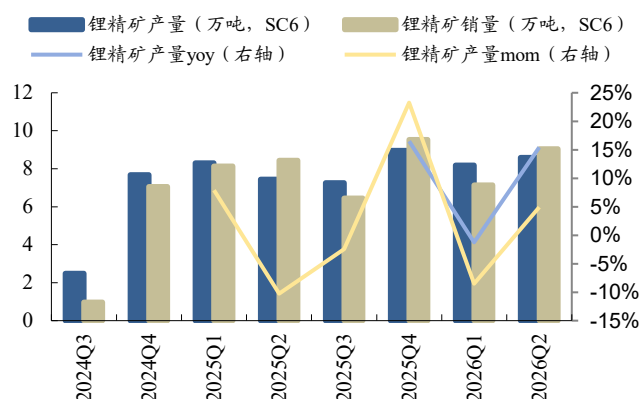


数据来源：Mineral Resources 公司官网，东吴证券研究所

1.6. Kathleen Valley: 地下矿持续扩产，供给增量以存量产能挖潜为主

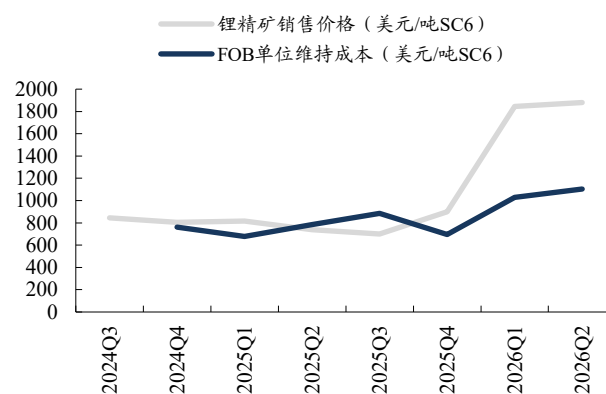
产销量方面，26Q2 锂精矿产量 10.3 万吨（SC5.0），折 SC6 约 8.6 万吨，同环比 15.4%/4.9%；26Q2 回收率 63%，同环比+6pct/+2pct；26Q2 锂精矿出货 10.8 万吨（SC5.0），折 SC6 约 9 万吨，同环比 7.2%/26.8%。FY26 全年（25Q3-26Q2）锂精矿产量 SC6 为 39.2 万吨，同比+54%，位于此前指引（36.5-45 万吨）下半区。**价格&成本方面**，26Q2 锂精矿平均实际售价 1880 美元/吨（SC6，CIF），同环比+154%/+2%。26Q2 单位运营 FOB 成本 995 澳元/吨，同环比+10.8%/+1.4%；全维持 AISC 成本 1314 澳元/吨，同环比+7%/+5%。

图12：24Q3-26Q2 分季度 Kathleen Valley 锂精矿产销量



数据来源：Liontown 公司官网，东吴证券研究所

图13：24Q3-26Q2 分季度 Kathleen Valley 锂精矿售价及成本



数据来源：Liontown 公司官网，东吴证券研究所

Kathleen Valley 采矿端完成由露天向地下开采切换，选矿端依托现有选厂稳态运行。截至 26Q2 末，矿山已经结束 Kathleen's Corner 露天矿段开采，全部矿石供给切换至 Mt Mann 地下采矿工程，26Q2 地下巷道开拓进尺创阶段性新高，持续为产能释放储备采矿工作面。二期扩建完成后，原矿处理能力将从 150 万吨/年提升至 280 万吨/年，对应锂精矿产能约 70-75 万吨/年，预计 27Q2 达产。此外，通过地下矿可供矿量提升、选矿回收率从当前 63%进一步改善，选矿厂产能预计进一步爬坡。

展望 2026-2027 年，供给增量以存量产能挖潜为主，大规模增量要等到扩建落地之后。假设二期扩建项目未 FID，FY27 全年（26Q3-27Q2）锂精矿产量 SC6 为 39-44 万吨，同比-0.5%至+12.2%。若如期做出扩建 FID，我们预计 27Q2 起才会看到矿山明显的供给增量，预计 27 年新增原矿产出约 5-6 万吨，对应 SC6 碳酸锂约 0.8 万吨。

表9: Kathleen Valley 各产线产能规划与运营情况

产线	设计产能 (万吨/年)	生产品位	建设与投产规划	26Q2实际 产量 (万吨)	26Q2产能 利用率	当前运营状态
Kathleen's Corner露天矿段	服务一期150万吨/年原 矿产能	原矿约1.3%-1.4% Li ₂ O	24年中投产时的首期采矿区； 25年基本回采完毕，全面转入 地下开采；露天残矿已基本处 理完成	-	-	-
Mt Mann地下采 矿工程	280万吨原矿/年	原矿约1.5% Li ₂ O	25年4月首次地下爆破出矿； 26Q2巷道进尺3316米（环比 +35%）；26Q3维持150万吨/年 原矿稳态开采，Q4启动新一轮 爬产	-	-	巷道开拓加速， 为扩产储备条件
一期选厂	原矿150万吨/年，对应 精矿约50万吨/年（42万 吨SC6/年）	SC5.0（5.0% Li ₂ O）	24年中投产，项目唯一选矿设 施；初期处理露天矿，25年起 全部处理地下矿	10.3	82%	稳态运行，Q4 启动爬产
二期扩建项目	原矿130万吨/年，对应 精矿约17-21万吨/年	SC5.0（5.0% Li ₂ O）	FID预计26Q3，已提前启动前期 工程及长周期设备采购；目标 27Q2达产	-	-	规划中，前期工 程已启动

数据来源：Liontown 公司官网，东吴证券研究所

1.7. Mt Holland: 预计维持 38 万吨/年满产运行，未来三年增量供给有限

Mt Holland 配套 Earl Grey 露天采矿工程，现有一号选厂设计产能 38 万吨/年 SC5.5 锂精矿，2023 年 12 月产出首批合格精矿，经过爬坡后于 2025 年下半年达到铭牌产能。矿山产出的 SC5.5 锂精矿优先供给合资配套的 Kwinana 氢氧化锂炼厂作为冶炼原料，超出炼厂消耗的过剩精矿按照 50:50 的权益比例分配给 SQM 与 Wesfarmers 自主销售。2026 年 7 月完成二号选厂扩建 FID，新增 38 万吨/年 SC5.5 精矿规划产能，扩建选厂预计 2027H2 开工建设，2030 年产出首批精矿，投产后矿山整体精矿产能将翻倍至 76 万吨/年。我们预计 2026-2029 年矿山供给基本受限于现有 38 万吨/年的选厂产能区间，增量空间有限。

我们预计 Mt Holland 矿山端维持接近 38 万吨/年（35 万吨 SC6/年）满产运行。SQM 权益 50%口径下 26Q1 对外销售 SC6 锂精矿 3.8 万吨，该销量仅统计对外市场化销售部分，不包含内部转运供给 Kwinana 氢氧化锂炼厂的精矿投料量，我们预计 Mt Holland 矿山端维持接近 38 万吨/年满产运行。

表10: Mt Holland 各产线产能规划与运营情况

产线	设计产能 (万吨/年)	生产品位	建设与投产规划
Earl Grey 露天采矿工程	匹配选厂38万吨/年 精矿产能	原矿约1.5% Li ₂ O	2023年底投产，2025年下半年达到铭牌产能；为单一露天伟晶岩矿床，采矿工程持续推进；扩建后采矿规模同步扩大
一号选厂 (现有选厂)	38万吨/年 (35万吨SC6/年)	SC5.5	2023年12月产出首批精矿；2025年下半年达到铭牌产能运行；产出精矿优先供给Kwinana氢氧化锂厂，过剩部分按50:50权益对外销售
二号选厂 (扩建项目)	38万吨/年 (35万吨SC6/年)	SC5.5	2026年7月完成FID，预计2027年下半年开工建设，2030年产出首批精矿

数据来源：SQM 公司官网，东吴证券研究所

2. 26-27 年我们预计碳酸锂紧平衡，价格中枢预计 12-15 万元/吨

中性情况下，26 年全球锂矿供给 211 万吨，新增 40 万吨；27 年若江西矿正常生产、津巴矿出口正常，我们预计供给 263 万吨，新增 52 万吨；28 年 319 万吨，新增 56 万吨。但由于海外矿山政策不确定因素影响，实际供给或低于预期。

碳酸锂 26-27 年我们预计紧平衡。26 年碳酸锂我们预计过剩 1 万吨；27 年若江西、津巴供给正常，我们预计过剩 3 万吨，过剩比例为 1%，总体供给偏紧。且海外矿山、盐湖存在政策不确定性风险，或导致实际产量低于预期，加剧供给紧张。26-27 年确定性供给紧缺，我们预计价格中枢为 12-15 万元/吨。

表11：全球锂资源供给测算

产量 (万吨LCE)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内盐湖	17.6	26.0	30.8	32.7	36.8	38.6
国内辉石矿	6.9	11.2	14.9	25.2	36.7	39.3
国内云母矿	16.8	15.1	27.0	39.7	48.6	50.6
国内供给合计	41.3	52.4	72.8	97.6	122.1	128.5
海外盐湖	43.5	53.1	56.4	64.2	71.2	75.2
澳洲辉石矿	47.6	53.5	61.1	67.7	69.6	72.3
非洲辉石矿	23.7	34.2	51.3	64.9	72.8	75.3
美洲辉石矿	5.8	6.2	7.6	7.7	9.5	12.2
海外供给合计	120.6	147.0	176.4	204.5	223.1	235.0
锂回收	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2	24.3
合计	170.9	211.1	263.2	319.0	365.4	387.8
-新增	36.0	40.2	52.1	55.8	46.4	22.4

数据来源：东吴证券研究所测算

表12：全球碳酸锂供需平衡表测算

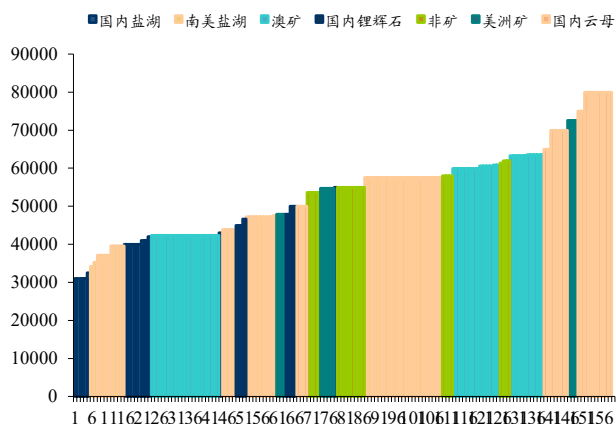
	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球锂有效供给 (万吨LCE)	170.9	211.1	263.2	319.0	365.4	387.8
有效供给-新增	36.0	40.2	52.1	55.8	46.4	22.4
全球锂需求 (万吨LCE)	160.2	209.8	259.8	304.7	350.5	404.9
需求-新增	43.9	49.6	49.9	44.9	45.9	54.4
过剩 (万吨LCE)	10.7	1.3	3.4	14.3	14.9	-17.2

数据来源：东吴证券研究所测算

从 2025-2026 年锂资源现金成本曲线变化来看，伴随澳矿、南美盐湖新增产能持续释放，全球锂资源供给规模扩张，整体成本曲线向右平移。澳矿作为中低成本供给主力，2026 年 Pilgangoora、Wodgina 等矿山产能爬坡兑现，中低成本锂精矿供给体量提升，拉低全球锂资源中枢成本。分资源类型看，国内盐湖、南美盐湖依旧处于成本曲线最左侧，具备显著的成本优势；澳矿锂辉石处于成本曲线中部区间，增量持续挤压高成本国内云母、部分美洲矿的生存空间。在澳矿供给逐步释放背景下，全球锂资源成本曲线进一步

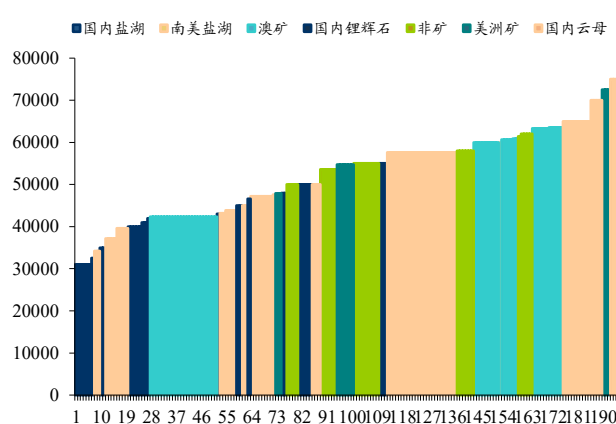
扁平化，行业竞争加剧，锂价的波动中枢将更多由澳矿、盐湖这类主流低成本资源的现金成本决定。

图14：2025年锂资源现金成本曲线



数据来源：东吴证券研究所测算

图15：2026年锂资源现金成本曲线



数据来源：东吴证券研究所测算

3. 风险提示

行业竞争加剧：随着澳矿端供给释放节奏有所加快，核心增量逐步兑现，同时，国内云母提锂、非洲锂矿及南美盐湖项目亦在推进产能释放，资源端多区域、多技术路线的供给放量或使行业竞争格局趋于激烈。若低成本澳矿及南美盐湖产能超预期释放，将进一步挤压高成本产能的生存空间，部分高成本矿山或面临减产、停产风险。

下游需求不及预期：若出现宏观经济下行、新能源车补贴退坡超预期、海外主要市场电动化进程放缓、储能项目招标或并网进度延迟等不利因素，将削弱正极材料及电池企业的采购意愿，导致锂盐需求增速低于供给释放速度，当前锂行业紧平衡格局可能转为宽松。

价格大幅波动：锂产品价格受供需边际变化、市场情绪、库存周期及政策事件等多重因素影响，历史上呈现显著的周期性波动特征。若价格剧烈震荡，将影响矿山盈利稳定性及下游成本管控。

新增矿山超预期投放：若实际生产中新增矿山项目提前达产，可能导致26-27年全球锂资源实际供给量显著高于当前测算值。超预期的供给释放将进一步加剧市场过剩担忧，对锂价形成压制，并可能改变行业供需平衡的边际拐点。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>