盈利承压，扩产不止
——澳洲锂矿 2026Q3 财报梳理分析

电气设备

评级： 看好

日期： 2026.11.12

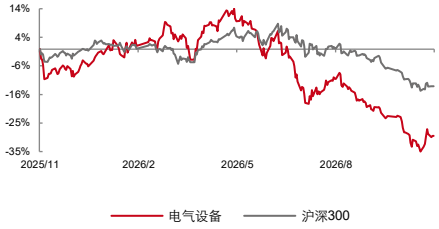
分析师 白紫薇

登记编码：S0950525040001

：15764324101

：baizw@wkzq.com.cn

行业表现 2026/11/11



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《锂价下跌，企业盈利承压——A 股锂矿行业 2026 年 Q3 财报梳理分析》(2026/11/9)
- 《短期业绩承压，不改长期成长逻辑——储能行业 2026 年 Q3 财报梳理分析》(2026/11/9)
- 《全球储能经济性跟踪——2026 年 10 月》(2026/11/9)
- 《电网投资节奏跟踪——2026 年 9 月》(2026/11/9)
- 《2026Q3 锂电财报点评：资本开支提速，关注需求节奏的变化》(2026/11/4)
- 《风电 26Q3 业绩总结：经营承压，关注深远海及欧洲风电机遇》(2026/11/4)
- 《光伏 26Q3 业绩总结：产业低谷持续亏损》(2026/11/4)
- 《电网投资节奏跟踪——2026 年 8 月》(2026/10/29)
- 《全球储能经济性跟踪——2026 年 9 月》(2026/10/23)
- 《车企自研电池影响如何？》(2026/10/19)

事件点评

量：产能爬坡与停产矿山复产顺利，三大主力矿山同创纪录，26Q3 澳洲锂精矿产量环比+8%、同比+21%至 114.0 万吨（折 SC6），预计 26Q4 产量继续爬升、全年产量创新高。产量方面：Greenbushes CGP3 于 9 月达到名义产能、Pilgangoora 与 Ngungaju 双选厂满负荷、Wodgina 三线连续运行，3 座矿山季度产量均创历史新高。另外 Bald hill 顺利复产，预计下季度满产运行；Finniss 预计 Q4 开始生产锂精矿。澳矿整体生产超预期。销量方面：港口约束使 PLS 约 1.5 万吨船货递延、Liontown 一批船货推迟至 Q4，销量环比-5%至 105.6 万吨，积压库存抬高 26Q4 锂精矿销量弹性。考虑到 Bald Hill、Finniss Q4 放量，我们预计 2026 年澳洲锂精矿产量 437 万吨（折 SC6），同比增长 17%。

成本：成本曲线分层加剧。26Q3 澳矿成本区间为 300~1100 美元/吨，折 3.4~7.2 万元/吨 LCE。矿山成本走势显著分化——规模效应推动 Greenbushes FOB 成本环比-7%至 295 美元/吨 SC6 锂精矿、Pilbara FOB 成本环比-13%至 437 美元/吨 SC6 锂精矿；而处于采矿过渡或爬坡期的 Mt Marion 、Bald Hill 和 Kathleen Valley 成本则明显抬升。展望 2026Q4，若柴油涨价叠加雨季生产，澳矿成本存在上行风险。

财务数据：盈利见顶回落，资本开支扩张。价格下行叠加发运递延，企业毛利率回落，经营现金流收窄，在手现金小幅减少，但企业并未因价格回落收缩投资，反而 Pilbara 和 Liontown 纷纷上调 FY27 资本开支指引，旨在产能远期扩张。

综合来看，澳矿企业以长期需求为锚开始逆周期扩产。澳矿企业对未来长期需求表示中性偏乐观，并将近期价格下跌归因于情绪和库存周期。企业复产进度并未停滞，且 Pilbara 宣布投资 19 亿澳元进行 P2000 项目建设，Liontown 宣布投资 3.89 亿澳元实现矿山产能翻倍，SQM 与 WES 宣布共同投资 9~10 亿美元实现 Holland 矿山产能翻倍。以上矿山虽首产普遍在 2029 年之后，对短期供给无影响，但矿山的持续放量或将对远期价格弹性形成压制。

风险提示： **1.企业家生产经营决策往往受多方面影响，需关注企业决策变化对澳洲锂矿供应和成本带来的影响。**

2.建议关注新能源汽车及储能需求变化对锂价及企业生产决策的影响。

内容目录

从量、价、成本三大维度解析澳矿 26Q3 生产情况 3
量：三大主力矿山同创纪录，但港口约束压制出货 3
价：现货回落传导至结算，矿山实现价环比普降 3
成本：矿山成本分化，Q4 成本或受柴油价格影响环比上升 4
澳矿成本变化分析：规模效应主导降本，成本曲线分层加剧 5
1.剥采比：26Q3 剥离活动整体回升 5
2.回收率：26Q3 澳矿回收率表现分化 6
3.人员及设备：扩产投资落地，设备与产能同步扩张 8
4.资本开支：FY27 资本开支确认转为扩张 8
澳矿未来经营决策有无拐点 10
从财务数据来看，澳矿企业盈利见顶回落 10
从企业家观点来看，澳矿企业以长期需求为锚逆周期扩产 12
风险提示 12

图表目录

图表 1：澳洲锂精矿产量（折 SC6，万吨） 3
图表 2：澳洲锂精矿销量（折 SC6，万吨） 3
图表 3：澳洲锂矿销售价格（CIF 价格，折 SC6，美元/吨） 4
图表 4：锂精矿市场价格（澳洲为 CIF 中国价格，折 SC6） 4
图表 5：澳洲锂矿现金成本（折 SC6，美元吨） 5
图表 6：澳洲锂矿现金成本（元/吨 LCE） 5
图表 7：澳洲主要在产锂矿剥采比 6
图表 8：Greenbushes 矿山进矿品位与成本对比（%，澳元/吨） 6
图表 9：Pilbara 回收率与 FOB 成本关系 7
图表 10：Kathleen Valley 回收率下降 7
图表 11：澳洲锂矿“设备升级”与“产能扩张”具体情况（不完全统计） 8
图表 12：Greenbushes 资本开支（百万澳元） 9
图表 13：Pilbara 资本开支（百万澳元） 9
图表 14：Kathleen Valley 资本开支（百万澳元） 9
图表 15：Mt Marion FY27 资本开支（百万澳元） 9
图表 16：Wodgina FY27 资本开支（百万澳元） 10
图表 17：Bald Hill FY27 资本开支（百万澳元） 10
图表 18：26Q3 主要澳矿经营分析一览图 10
图表 19：澳洲主要在产锂矿毛利率情况 11
图表 20：澳洲主要锂矿企业经营性现金流情况（单位：百万澳元） 11
图表 21：澳洲主要锂矿企业在手现金情况（单位：百万澳元） 12

从量、价、成本三大维度解析澳矿 26Q3 生产情况

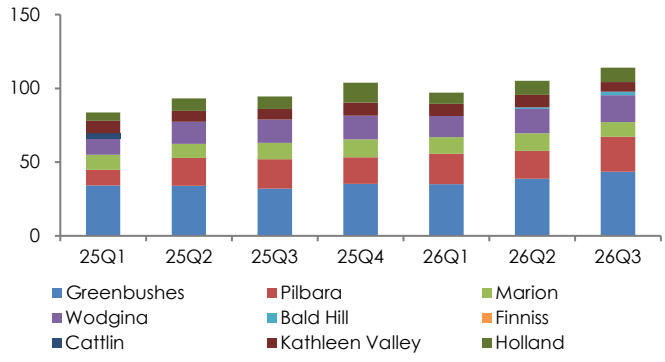
量：三大主力矿山同创纪录，但港口约束压制出货

Greenbushes CGP3 满产叠加 Ngungaju 复产，澳矿 26Q3 产量环比增长 8%。2026Q3 澳洲锂精矿产量 114.0 万吨（折 SC6），同比+21%，环比+8%。本季度环比回升主要系：①Greenbushes CGP3 于 9 月达到名义产能，在 6 月火灾中断爬坡后快速恢复，叠加入选品位与回收率改善，产量环比+12%至 43.5 万吨，创单季新高；②Pilbara Ngungaju 于 7 月重启、Pilgan 选厂表现强劲，双厂合计产量环比+25%至 23.64 万吨（SC6）；③Wodgina 三条选矿线连续运行、Stage 3 矿石释放使产量环比+9%至 18 万吨（SC6）。

港口约束导致产量并未转化为出货放量。2026Q3 澳洲锂精矿销量 105.6 万吨（折 SC6），同比+14%，环比-5%。港口约束是本季最直接的扰动：Greenbushes 因港口限制改用小批量船货发运，销量环比-4%至 37.62 万吨；PLS 约 1.5 万吨船货因黑德兰港延误由 9 月递延至 10 月，销量环比-11%至 19.75 万吨（SC6）；Liontown 受 Geraldton 港计划检修与涌浪影响，一批船货推迟至 Q4，销量环比-23.9%至 6.9 万吨（SC6）。产量与销量之间的缺口重新转正，Greenbushes 与 PLS 精矿库存同步回升，26Q4 存在补发运带来的销量弹性。

我们预计 2026 年澳洲锂精矿产量 437 万吨（折 SC6）、同比增长 17%。Greenbushes CGP3 已达名义产能， Pilgangoora Ngungaju 已于 10 月底达满产， Wodgina Stage 4 采矿启动，Bald Hill 复产，重介质选厂向 14 万吨/年 SC6 设计产能爬坡，目标 2026Q4 达产；Finniss 已于 9 月 8 日产出复产首批精矿，首船发运维持 12 月季度目标。因此我们预计 26Q4 澳矿出产量将继续爬升，全年锂精矿产量创新高。

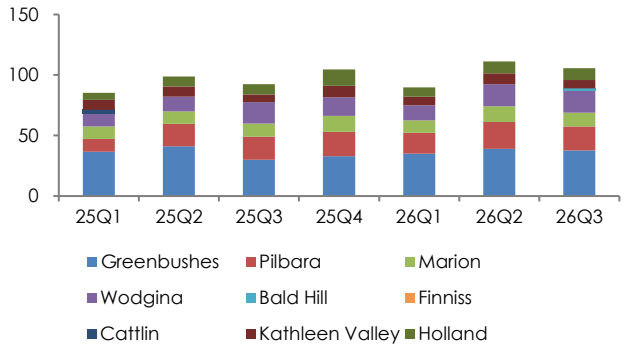
图表 1：澳洲锂精矿产量（折 SC6，万吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

注：以上数据包含预测值

图表 2：澳洲锂精矿销量（折 SC6，万吨）



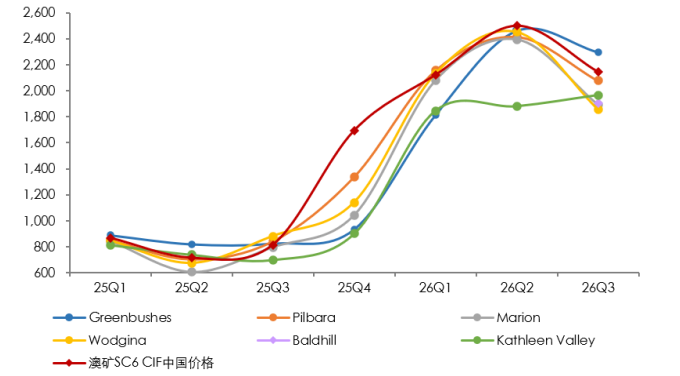
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

注：以上数据包含预测值

价：现货回落传导至结算，矿山实现价环比普降

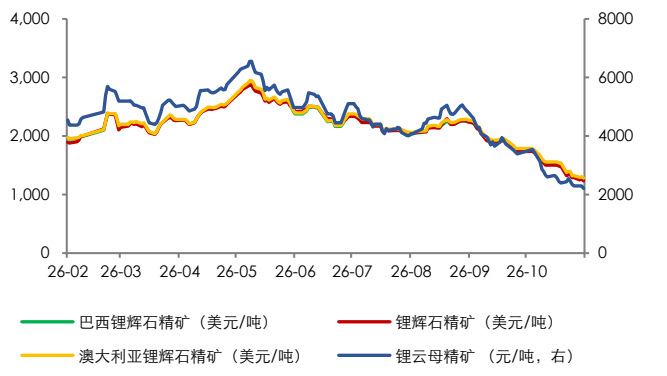
Q3 碳酸锂价格回落带动澳矿价格下跌。26Q3 澳矿 CIF 中国价格均价为 2144 美元/吨，环比下跌 14%。澳洲主力矿山售价均出现不同程度下跌，其中 Greenbushes 采用 M-1 定价，在 Q2 涨价周期中结算价滞后于现货上涨，进入 Q3 跌价周期后反而获得滞后红利，Q3 销售均价仅环比-7%；Pilbara 自 2024Q4 起将定价机制调整为贴近现货，Q2 充分兑现涨价、Q3 亦充分承受跌价，Q3 售价环比-14%； Wodgina、Mt Marion 分别环比-24%、-21%，降幅略多。Kathleen Valley 售价逆势上涨，价格滞后效应更为显著。

图表 3：澳洲锂矿销售价格（CIF 价格，折 SC6，美元/吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 4：锂精矿市场价格（澳洲为 CIF 中国价格，折 SC6）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

成本：矿山成本分化，Q4 成本或受柴油价格影响环比上升

从现金成本来看，2026Q3 澳洲各大矿山经营成本分化显著扩大。Greenbushes、Pilbara 和 Wodgina 依靠规模效应与剥离资本化成本继续下移，而处于矿带切换、地下接续与复产爬坡期的三座矿山单位成本明显抬升。整体看，26Q3 澳矿成本区间为 300~1100 美元/吨，折 3.4~7.2 万元/吨 LCE。

1） Greenbushes 2026Q3 锂精矿 FOB 成本 418 澳元/吨（295 美元/吨），环比-7%。主要系入选原矿品位由 1.68%升至 1.77%、回收率同步改善，CGP3 于 9 月达到名义产能后单位固定成本被摊薄，规模效应首次完整释放。 IGO 维持 FY27 现金成本指引 380－440 澳元/吨，当前值已落入区间上沿，后续降本将更多依赖 SOR 识别的资源储量优化、边坡角设计与采矿排程改进。

2） Pilbara 2026Q3 锂精矿 FOB 成本 539 澳元/吨（SC5.2 实际产品口径），环比-12%。降本来自双厂满负荷后的运营效率，以及更高比例的废石剥离资本化。FY27 单位成本指引维持 575–625 澳元/吨。

3） Marion 2026Q3 锂精矿 FOB 成本 1029 澳元/吨 SC6，环比+17%，略超全年指引上限 960－1020 澳元/吨，为本期成本抬升最显著的在产矿山。北部采坑 N10 剥离启动使剥采成本、回收成本以及固定成本多因素抬升，成本改善需待 2027 年后兑现。

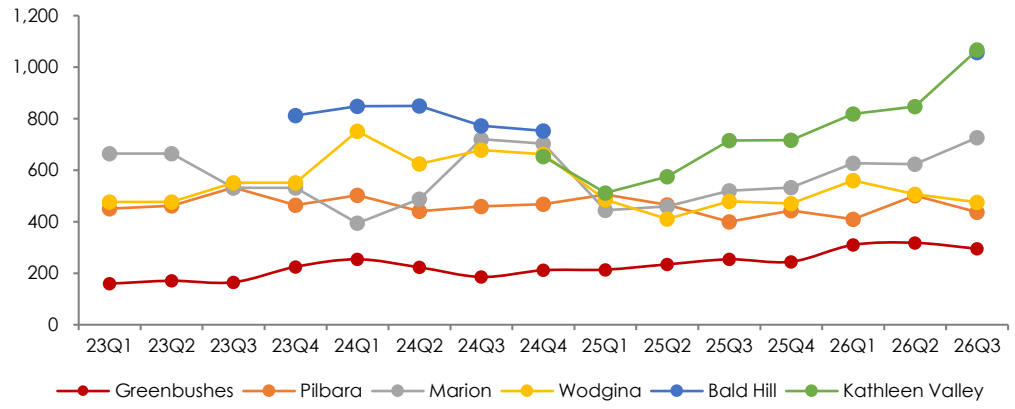
4） Wodgina 2026Q3 锂精矿 FOB 成本 674 澳元/吨 SC6，环比-6%，为本季度降本幅度第二的矿山。三条选矿线连续运行、回收率由 68%升至 70%，Stage 3 较洁净矿石进入选厂后单位消耗下降。9 月柴油价格升至约 1.60 澳元/升、按一个月滞后将于 10 月起进入 FOB 成本，Q4 存在成本反弹压力。

5） Kathleen Valley 2026Q3 锂精矿 FOB 成本 1259 澳元/干吨，环比+26.5%，略超 FY27 成本指引上沿。成本上升几乎全部来自销量与产量下滑后的固定成本分摊。

展望 26Q4，柴油价格上升或将带来澳矿短期成本普遍上抬，矿山由于规模效应成本分化继续。Greenbushes、Wodgina、Pilgangoora 依托已达产产能与回收率改善仍有下行空间，但剥离资本化收益消退、柴油涨价与雨季构成上行风险——MinRes 已把柴油每升+0.35 澳元折算为锂矿约+20 澳元/吨 SC6，PLS 则预计 12 月季度成本处于指引上沿；Mt Marion、Kathleen Valley、Bald Hill 分别受新矿带高剥离、地下供矿接续与复产爬坡约束，成本下降存在难度。在锂价中枢下移的背景下，尾部矿山的经营压力将率先从毛

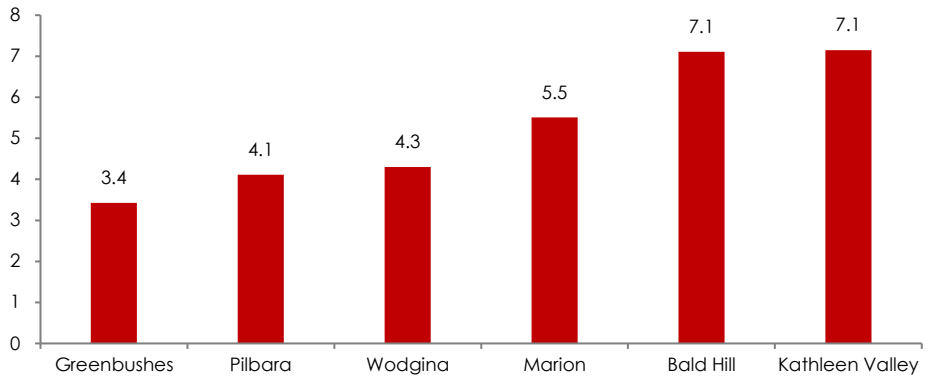
利率传导至现金流与资本开支决策。

图表 5：澳洲锂矿现金成本（折 SC6，美元吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

图表 6：澳洲锂矿现金成本（元/吨 LCE）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

澳矿成本变化分析：规模效应主导降本，成本曲线分层加剧

26Q3 企业在剥采比、回收率与成本间的权衡进一步让位于产能利用率。本季度矿山成本控制分化为两条路径：已达产矿山靠规模摊薄固定成本，过渡期矿山则因产量不足被动抬升单位成本。**但综合看，降低成本本身已不再是主变量。**

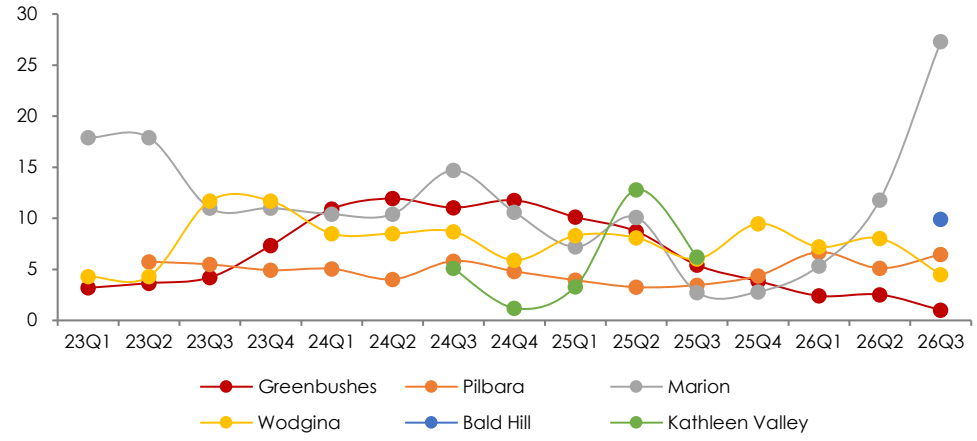
1.剥采比：26Q3 剥离活动整体回升

露天采矿中的剥采比直接影响矿山的剥离成本。露天矿山在采矿活动中，需要剥离一定的废石量才能采出有价矿石，剥采比即“剥离废石量与有价矿物量的比值”，剥采比直接影响矿山剥离成本。

Mt Marion FY27 为过渡年，伴随着北部矿坑开放以及高剥采率的战略，总采剥量环比+23%、但矿石开采量环比-45%，剥采比大幅抬升至 27.3，未来随着 N11 矿坑的投入，剥采比或将下降；Wodgina Stage 4 采矿启动使总采剥量环比+4%，但 Stage 3 矿石释放令矿石开采量

环比+72%，剥采比反而下降。Bald Hill 矿山本季度投入生产，剥采率较高。

图表 7：澳洲主要在产锂矿剥采比



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

注：Greenbushes 剥采比为五矿证券测算

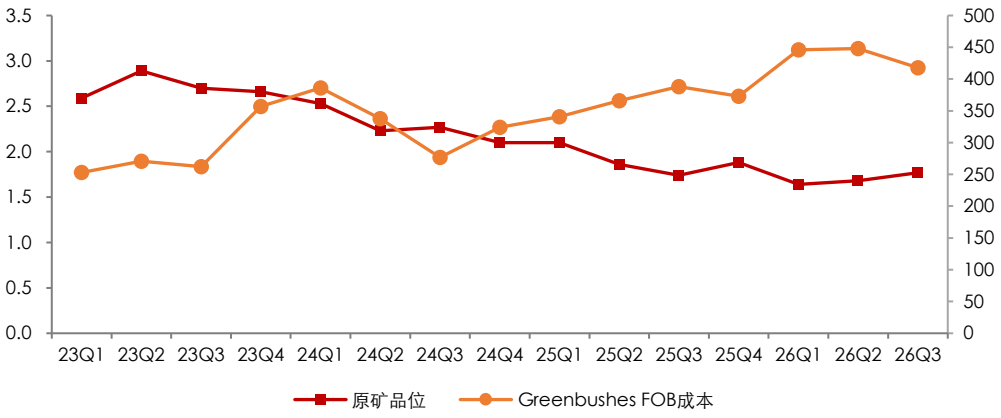
Kathleen Valley 矿山 2026 年转向地下开采，无剥采比

2.回收率：26Q3 澳矿回收率表现分化

在控制成本投入的情况下，回收率提高将有效增加同等原矿处理量下的精矿产量，进而降低单吨精矿的现金成本。

1）Greenbushes：本季度入选原矿品位由 1.68%升至 1.77%，回收率同步改善，二者与 CGP3 达产并列为产量创新高的主因；现金成本降至 418 澳元/吨，已落入 FY27 指引 380－440 澳元/吨区间。战略选项评估的技术部分基本完成，明确将“回收率与产品品位优化”列为后续价值创造方向。

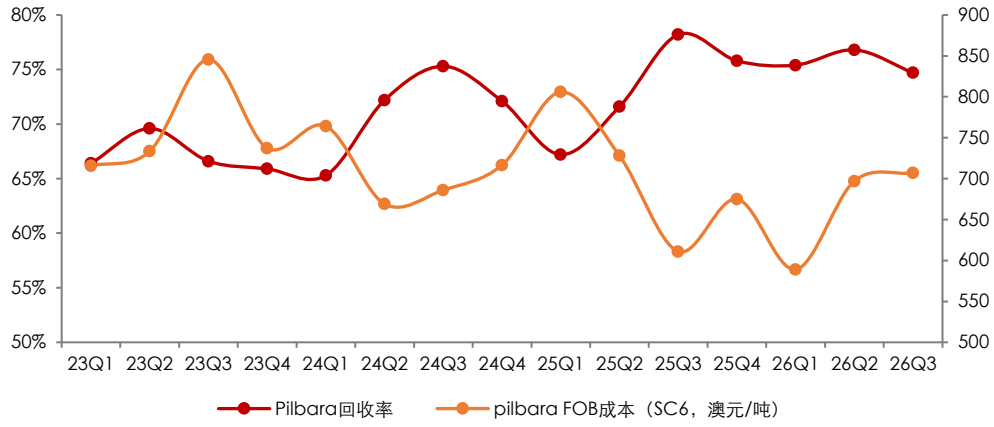
图表 8：Greenbushes 矿山进矿品位与成本对比（%，澳元/吨）



资料来源：Greenbushes 公司公告，五矿证券研究所

2）**Pilbara**：Pilbara 2026Q3 综合回收率 74.7%，环比下降 2.1pct，略有降低，但高于 2023~2025 年的平均水平。回收率回落主要来自 Ngungaju 复产——该厂历史回收率低于 Pilgan，双厂并行后综合回收率被摊薄。

图表 9：Pilbara 回收率与 FOB 成本关系



资料来源：Pilbara 公司公告，五矿证券研究所

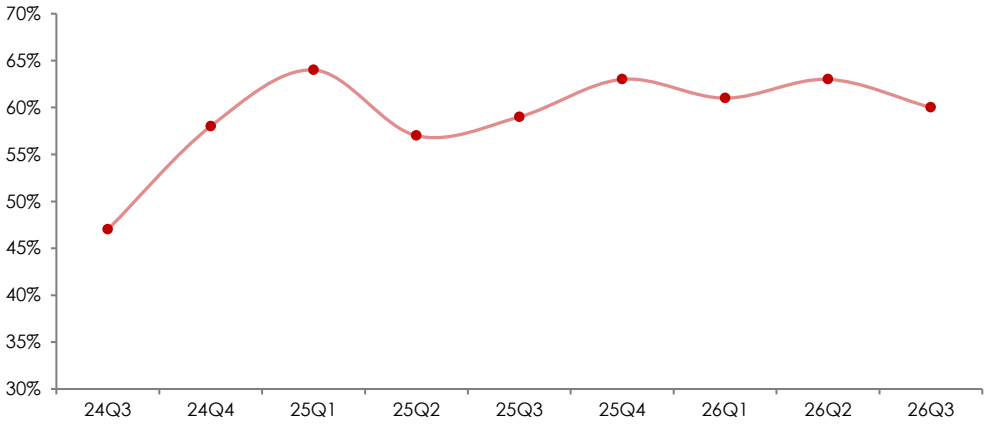
3）**Marion**：N9/N11 新矿带过渡叠加 N10 高剥离，低品位接触矿占比上升使回收率由 59%降至 52%，为本期降幅最大矿山。公司预计 FY27 回收率仅小幅改善，浮选厂建成前难以回到 60%以上。

4）**Wodgina**：三条选矿线全面处理 Stage 3 较洁净矿石，回收率由 68%升至 70%，创项目新高。管理层在电话会中强调，较洁净矿石进入三座选厂的效果仍将延续，后续改善不完全依赖新建生产线，因此 70%或成为新的阶段性中枢。

5）**Bald Hill**：2026Q3 回收率为 63%。

6）**Kathleen Valley**：2026Q3 回收率 60%，环比下降 3pct，主因露天库存矿杂质较多、品质波动及可供混配矿量有限。公司维持“稳定处理清洁地下矿时回收率可达 70%”的判断，因此随着地下供矿占比提高与露天库存耗尽，改善或将逐季兑现。

图表 10：Kathleen Valley 回收率下降



资料来源：Kathleen Valley 公司公告，五矿证券研究所

总体来看，澳矿 26Q3 回收率由上一季度的整体稳定转为明显分化：已达产的 Wodgina 升至 70%、Greenbushes 随原矿品位回升而改善，而 Ngungaju 并表、Marion 矿带切换、Kathleen Valley 露天库存消化分别拖累各自矿山回收率。**管理层在电话会中普遍把回收率改善寄托于给料一致性而非新增设备：**Liontown 预计剩余露天库存耗尽、地下矿供料占比提高后回收率向 70%靠拢，PLS 则提示 Ngungaju 稳定满产后综合回收率有望在 75%附近企稳。我们预计 FY27 澳矿综合回收率小幅波动、存在下行压力。

3.人员及设备：扩产投资落地，设备与产能同步扩张

进入 26Q3，上一季度尚处评估阶段的扩产项目集中落地，企业经营行为由“技改升级”进一步转向“资本投放”。PLS 批准 19 亿澳元 P2000 项目，Liontown 批准 3.89 亿澳元 Kathleen Valley 扩建，SQM 批准 Holland 二期扩建，MinRes 浮选厂与地下矿正式开工，Core Lithium 完成选厂改造并产出首批精矿；与之配套的是地下作业车队、选厂设备与长周期部件的同步扩张。

图表 11：澳洲锂矿“设备升级”与“产能扩张”具体情况（不完全统计）

矿山名称	26Q3 具体举措
Pilbara	Ngungaju 于 7 月重启、10 月底达满产； P2000 项目 FID 获批（约 19 亿澳元），新建 Jimmagunya 选厂，预计 2029Q3 投产； 与 Fortescue 签订 20 年购电协议，FY27~FY29 进行投入 1.5 亿澳元进行相关资本建设
Marion	浮选厂正式开工、土方工程按计划、长周期设备采购推进； 地下采矿承包商 Macmahon 7 月进场、8 月启动北 box cut 修复、9 月初开始斜坡道爆破，Central/North 坑内硐口边坡支护同步推进；
Wodgina	季内完成 2,663 米金刚石钻探，用于拟建地下矿初期资源界定，FY27 Q2 决定是否进入详细工程设计
Bald Hill	重介质选厂完成调试并对 14 万吨/年 SC6 设计产能爬坡，给料由库存矿切换为新采矿石，回收率升至 63%； 维持 2026Q4 达产目标
Kathleen Valley	设备：季内新增 2 台掘进台车、2 台装载机、3 辆矿卡，作业面由 4 个增至 14 个、设备由 21 台增至 28 台（FY27 末目标 41 台）； 工厂：9 月完成井下供电馈线升级，第三台充填泵已制造、11 月末安装、FY27 Q3 调试。 人员：扩建专职业主团队基本到位并启用现场新项目办公室， contractors 按计划进场； 60 间营地扩建设计获批并开始订料。
Finniss Grants	BP33 地下开发推进：通风井桩基、供水管网与运营供水、办公室与盥洗室、承包商移动维修设施、道路与 ROM 平台土建。 人员：运营队伍组建完成，约 90% 现场员工本地招聘或迁至达尔文，并强化承包商进场与安全保障流程。

资料来源：IGO 公司公告，MRL 公司公告，PLS 公司公告，CORE LITHIUM 公司公告，L 公司公告，五矿证券研究所

4.资本开支：FY27 资本开支确认转为扩张

按可统计口径，六座澳矿（不含 Holland）FY27 资本开支预计约 33.48 亿澳元、同比+163%，资本开支处于扩张状态，主要来自停产矿山复产配套与棕地才能再扩扩张。

Greenbushes：维持 2.75 亿澳元资本开支不变。

Pilbara：提高 FY27 资本开支指引至 11 亿澳元。PLS 在季末后批准 P2000 FID，并将 FY27 资本开支指引修订为 11.30–11.95 亿澳元，其中建增强支出增加 1.85 亿澳元，P2000FID 需要 5 亿澳元；Q3 PLS 季度资本开支 1.85 亿澳元，环比+50%，主要由 P2000 的 FID 前支出驱动。

Marion：维持 6.8 亿澳元资本开支不变。

Wodgina：维持 2.7 亿澳元资本开支不变。

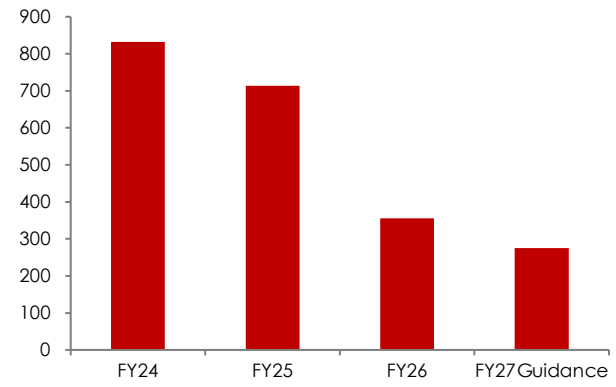
Bald Hill：维持 1.5 亿澳元资本开支不变。

Kathleen Valley：提高资本开支指引至 4.65 亿澳元。Liontown 9 月批准 Kathleen valley 扩建项目，计划投入 3.89 亿澳元将矿山产能提高至 78 万吨锂精矿，较 2026 年实现产量翻倍。

Holland： SQM 与 WES 2026 年 7 月共同决定，投入共计 9~10 亿美元将锂精矿产能从 38 万吨提高至 76 万吨。

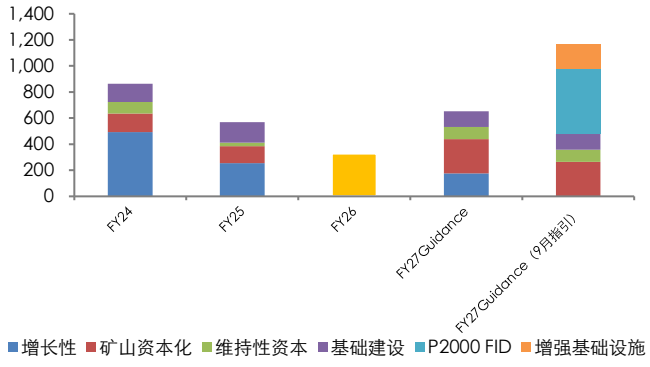
从资本投向可以看出，企业并未因 Q3 锂价回落而收缩投资，反而将价格低位视为建设窗口。PLS 管理层以“到 2030 年末需新增约 5 个 P2000 规模产能”论证逆周期扩产时点，Liontown 明确表示不会因短期价格下跌调转整个组织。新增项目首产普遍在 2029 年之后，对 FY27－FY28 供给无影响。

图表 12：Greenbushes 资本开支（百万澳元）



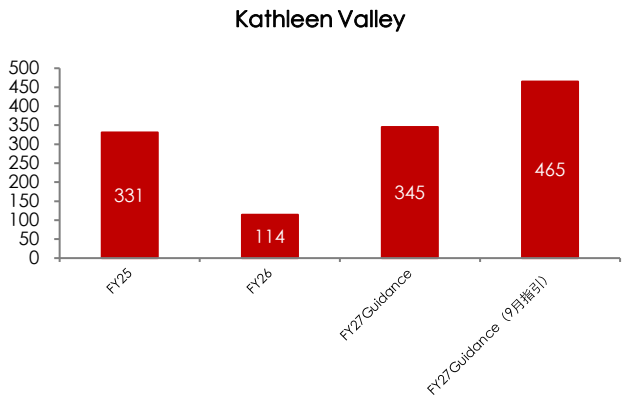
资料来源：IGO 公司公告，五矿证券研究所

图表 13：Pilbara 资本开支（百万澳元）



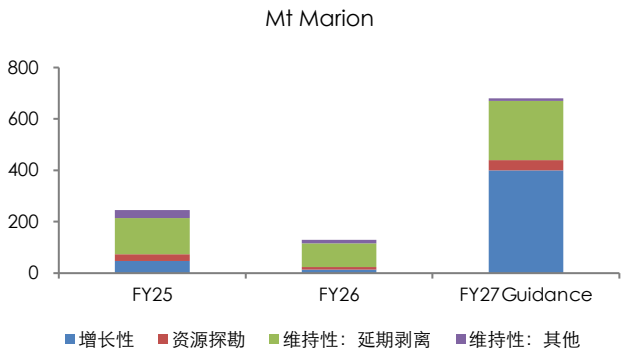
资料来源：Pilbara 公司公告，五矿证券研究所

图表 14：Kathleen Valley 资本开支（百万澳元）



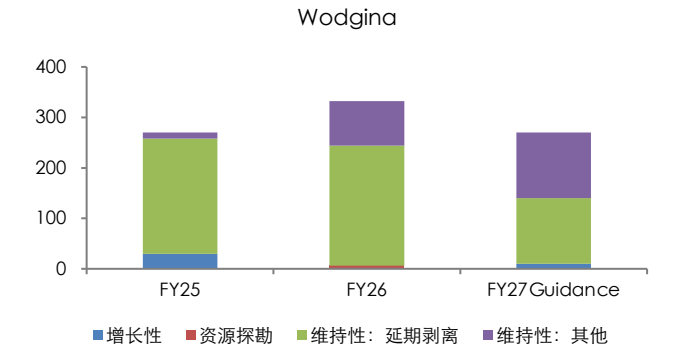
资料来源：Kathleen Valley 公司公告，五矿证券研究所

图表 15：Mt Marion FY27 资本开支（百万澳元）



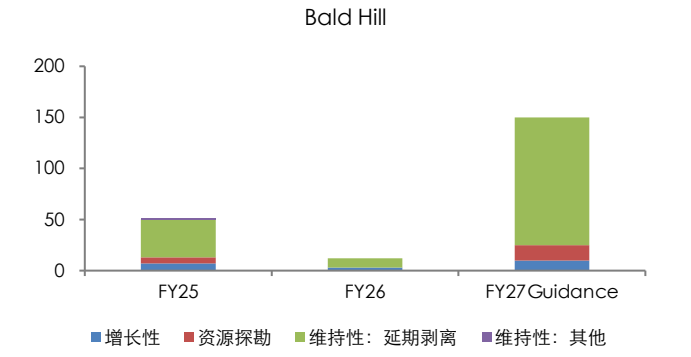
资料来源：MRL 公司公告，五矿证券研究所

图表 16：Wodgina FY27 资本开支（百万澳元）



资料来源：MRL 公司公告，五矿证券研究所

图表 17：Bald Hill FY27 资本开支（百万澳元）



资料来源：MRL 公司公告，五矿证券研究所

综合来看，26Q3 澳矿成本已经不是企业关注的第一要素，企业更多关注现有产能利用率的提升以及未来项目建设。成本改善的第一驱动力是产能利用率，剥采比与回收率的边际贡献退居其次，且剥离资本化使部分成本被递延至未来期间。低成本矿山仍有可观利润空间与放量动机，若锂价继续下跌，则高成本矿山或将面临“继续爬坡摊薄成本”与“减产保现金”的选择。降本与扩产不再是取舍关系，而是同一笔资本开支的两面：短期靠满产摊薄成本，中期靠新增产能重置成本曲线。

图表 18：26Q3 主要澳矿经营分析一览图

企业经营措施	Greenbushes	Pilbara	Marion	Wodgina	Kathleen Valley
提高产能利用率	√	√	√	√	√
降低剥采比	√			√	
提高原矿品位	√				
提高回收率	√			√	
减少人员及设备					
增加人员及设备		√	√	√	√
降低资本开支					
增加资本开支		√			√

资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

澳矿未来经营决策有无拐点

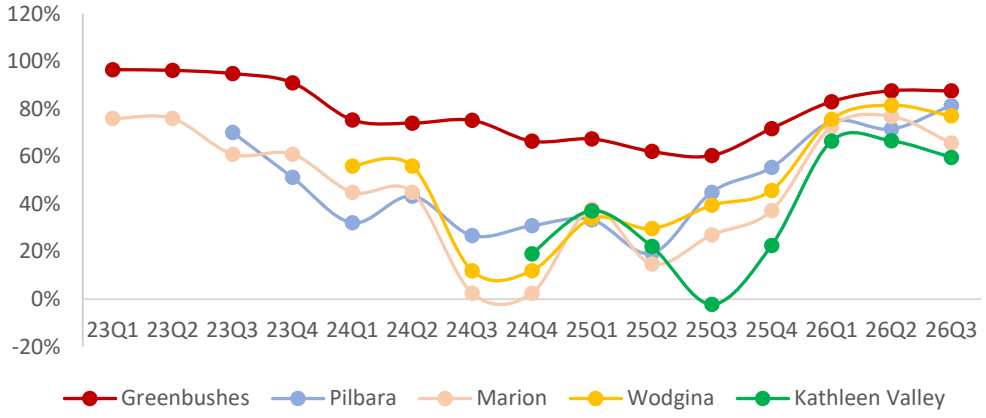
从财务数据来看，澳矿企业盈利见顶回落

从财务数据来看，2026Q3 澳矿呈现“量增、价跌、盈利回落”，企业现金流仍为正但环比普遍收窄，资本开支却因扩张项目落地而继续抬升。

1.毛利率：2026Q3 锂精矿价格回落快于成本改善，主要在产矿山毛利率见顶。其中 Greenbushes 仍稳居第一梯队，毛利率高达 88%。

展望 2026Q4，锂价承压下行，成本端又面临柴油价格的滞后传导与雨季扰动，我们预计澳矿毛利率环比仍将有一定程度承压。

图表 19：澳洲主要在产锂矿毛利率情况



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

2.经营性现金流：26Q3 主流澳矿企业经营性现金流仍为正，但环比普遍收窄。

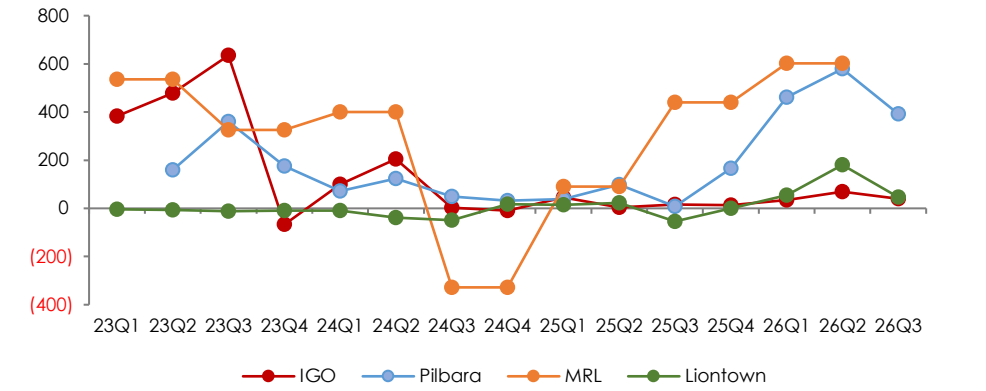
1）IGO 26Q3 经营性净现金流 3980 万澳元，环比-42%，主要系债务人收款时间调整。

2）Pilbara 26Q3 经营现金毛利 3.92 亿澳元，环比-32%。

3） Liontown 2026Q3 法定经营性现金流 4660 万澳元，环比-74%，受大客户付款节奏牵制。

总体来看，单一化澳矿经营企业如 Pilbara、Liontown 本季度经营性现金流虽仍为正，但已自 Q2 历史高位回落，锂价下行与发运递延是共同原因；IGO 的现金流则因 Nova 即将停产而面临结构性缺口，Q4 需重点观察递延船货补发运能否带来现金回补。

图表 20：澳洲主要锂矿企业经营性现金流情况（单位：百万澳元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

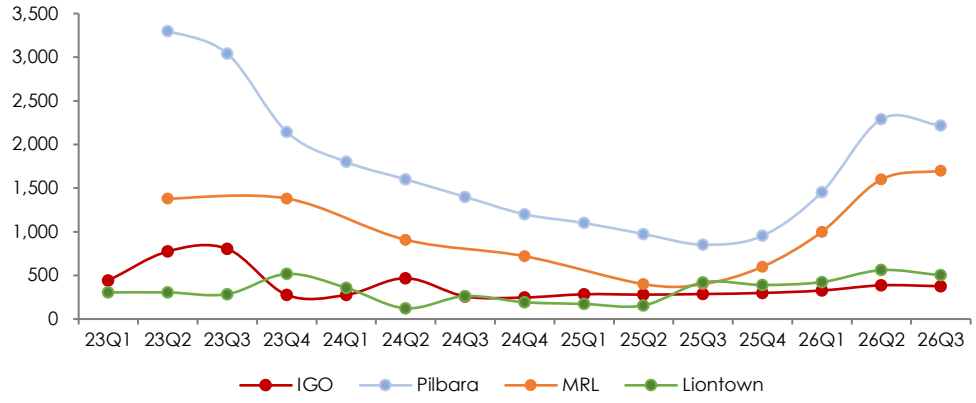
注：MRL 季度数据为半年报数据平均得来

3.在手现金：澳洲主流锂矿企业在手现金由普遍增长转为分化。

PLS 在支付 1.61 亿澳元 FY26 末期股息、1.85 亿澳元资本开支及 Colina 邻区矿权款后，现金由 22.90 亿降至 22.17 亿澳元；IGO 净现金由 3.86 亿降至 3.76 亿澳元；Liontown 现金由 5.61 亿降至 5.02 亿澳元；仅 MinRes 现金增加约 1.7 亿至 17 亿澳元；Core Lithium 因净额

9800 万澳元融资到账由 1.82 亿升至 2.00 亿澳元。现金的增减已不再由锂价单独决定，而更多取决于资本开支节奏与融资安排。PLS 在电话会中把约 10 亿澳元设为最低流动性门槛，反映扩产周期下企业对现金缓冲的要求明显抬高。

图表 21：澳洲主要锂矿企业在手现金情况（单位：百万澳元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

从企业家观点来看，澳矿企业以长期需求为锚逆周期扩产

我们对澳矿企业季度电话会议决策进行跟踪，以探求企业家对锂矿目前供需格局的判断以及对应的企业战略决策。从企业家 26Q3 观点来看，**企业几乎一致回避短期价格指引，把 9 月以来的下跌归因于情绪与库存周期而非需求转弱，并同步观察到下游库存去化、需求结构向储能与中国以外市场扩散、以及成本曲线对低价供给的约束。分歧集中在项目投放选择上：**PLS 与 Liontown 以长周期新建项目主动逆周期扩产，IGO 与 MinRes 强调资本纪律与存量资产挖潜，Core Lithium 则以融资闭环锁定重启计划不变。

1）IGO：管理层明确“到 2027 年风险在供给而不在需求”，认为棕地项目与停产资产复产可能使市场转松、但项目延期与成本压力同样存在，供需平衡难以预测，因此坚持资本纪律与保守价格假设。公司提高入选品位、提高回收率的策略在 26Q3 得到有效落实，未来将致力于提高现有产能生产效率，因为即便价格下降至 1200~1300 澳元/吨，公司依旧能实现 70%的 EBITDA 利润率。

2）Pilbara：管理层把本轮价格波动定性为“主要由情绪而非基本面驱动”，认为当下价格已经击穿部分行业的 C2 成本。

3）MRL：管理层聚焦长期基本面，未明确回答停产触发线，维持 FY27 各板块指引不变。

4）Liontown：管理层针对 2027 年供需平衡，买方因预期供给充足而几乎不留库存缓冲，一旦回补可能重演 2022 年的价格上行。

风险提示

1.企业家生产经营决策往往受多方面影响，需关注企业决策变化对澳洲锂矿供应和成本带来的影响。

2.建议关注新能源汽车及储能需求变化对锂价及企业生产决策的影响。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，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；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	预期对于个股未来 6 个月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。

特别声明

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/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。

联系我们

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼
邮编：200120

深圳

地址：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

地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F
邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.

	Ratings	Definitions
Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
	ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
	HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
	SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
	NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
	NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
	CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.
Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F,Tower C, Minmetals Plaza, No.3 ChaoyangmenNorth Street,Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010