

➤ **两个减停产项目不改总供给增长态势。** 24Q2 澳洲在产矿山共 8 座，除 Mt Holland 之外，七大澳矿锂精矿产量合计 94.1 万吨，环比+14%；分项目来看，24Q2，**量增项目**，Greenbushes 产量 33.2 万吨，环比+19%，恢复增长，主要由于矿冶价格同步后，两大股东采购意愿增强，Wodgina 产量 12.6 万吨，环比+29%，主要由于收率提升，Pilgangoora、Bald Hill 产量 22.6 万吨、3.5 万吨，环比+26%、+17%，主要由于产能爬坡；**量减项目**，Mt Marion 产量 17.8 万吨，环比-2%，Mt Cattlin 产量 2.4 万吨，环比-22%，Finniss 产量 2.1 万吨，环比-18%，主要由于锂价持续下跌后，两矿山因成本压力 24Q1 开始减停产。

➤ **精矿售价接近市场价，当下时点全成本口径矿山普遍亏损。** 随着矿价机制调整，澳矿精矿售价已与市场价高度同步。成本方面，Finniss、Cattlin 因成本压力 24Q1 已经开始减停产，24Q2 主要棕地矿山项目锂精矿 C1 现金成本 greenbushes (338 澳元/吨) < pilgangoora (591 澳元/吨) < marion (723 澳元/吨) < wodgina (1075 澳元/吨)，新投产项目因产能利用率较低，成本普遍较高，bald hill 2024 财年 C1 现金成本 851 美元/吨，Mt Holland 2024 财年收益为负。截至 9 月 20 日，国内锂辉石 CIF 价格已跌至 747 美元/吨，尽管大多棕地矿山还未亏现金成本，但加上折旧、资源税、运费、各种费用，我们预计除 greenbushes 外，澳矿已普遍出现亏损。

➤ **成本有优化空间，但幅度并不明显。** 在锂价快速下跌背景下，各矿山必然采取各种举措降低成本，但从 2025 财年成本指引看，C1 现金成本 greenbushes (350 澳元/吨，+6%) < pilgangoora (675 澳元/吨，+3%) < wodgina (845 澳元/吨，-13%) = Bald hill (845 澳元/吨，同比-34%) < marion (920 澳元/吨，+23%)，仅个别高成本项目成本优化空间明显，从全成本口径，除 greenbushes 外，澳矿成本压力仍然严峻。

➤ **成本考验开启，静待资源端出清信号。** 从目前看，澳矿中 Finniss、Cattlin 已出现减停产动作，但两座矿石产能规模较小，对行业供给影响不大，澳矿中行业出清基本尚未开始。但对大多澳矿企业特别是绿地项目来讲，从 24Q3 开始，成本压力正逐渐加剧，若成本优化空间不明显，将不得不考虑减停产，资源端代表性项目的减停产是行业见底的重要信号。

➤ **投资建议：**国内新能源需求增速放缓，澳矿、非矿、南美盐湖提锂等扩建、绿地项目虽有部分延期，但陆续投产，供给端持续放量，过剩压力凸显，目前锂行业产能出清尚未开始，但锂价中枢已大幅回落，矿山端成本压力正在加剧，锂价下跌空间有限，我们建议重点关注具有成本优势+产量弹性的标的。**重点推荐：中矿资源、藏格矿业、永兴材料。**

➤ **风险提示：**电动车销量不及预期、锂供给超预期释放、海外地缘政治风险等。

#### 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	23.91	2.18	1.54	1.59	11	16	15	推荐
002756.SZ	永兴材料	30.56	6.33	2.17	2.22	5	14	14	推荐
002738.SZ	中矿资源	28.29	3.15	1.21	1.37	9	23	21	推荐

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 9 月 23 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

1. 有色金属周报 20240922：降息落地，金属价格普涨-2024/09/22
2. 有色金属周报 20240915：降息在即+国内需求旺季，看好金属价格上行-2024/09/15
3. 有色金属周报 20240908：降息将至叠加旺季来临，期待金属价格上行-2024/09/08
4. 有色金属行业 2024H1 总结：2024H1 盈利亮眼，咬定青山不放松-2024/09/05
5. 有色金属周报 20240901：旺季将至，看好工业金属价格走势-2024/09/01

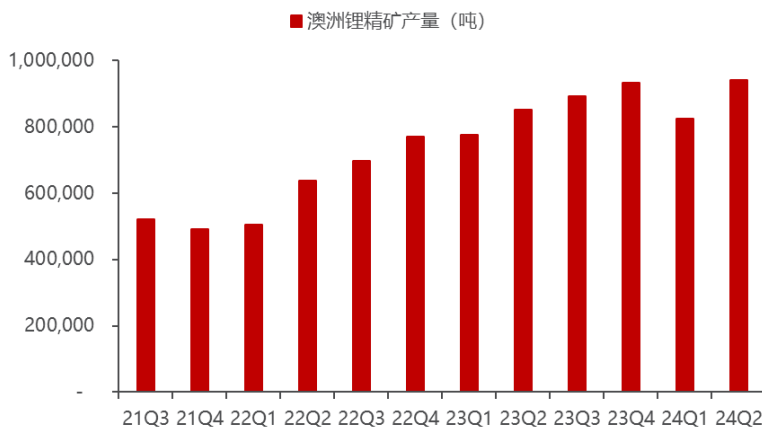
## 目录

1 澳矿 24Q2 综述：供给环比增长，成本压力凸显.....	3
2 Greenbushes：产销恢复增长，产能扩张按原计划推进.....	5
3 Pilgangoora：产销再创新高，考验扩产后成本优化能力.....	7
4 Mt Marion：矿山向地下开采过渡，2025 财年产量下降.....	11
5 Wodgina：供给小幅不及预期，成本压力凸显.....	13
6 Bald Hill：产能持续爬坡，2025 财年成本有望明显优化.....	14
7 Mt Cattlin：逐步减产，2026 年完全停产.....	15
8 Finniss：原矿库存消耗殆尽，矿山停产.....	16
9 Mt Holland：2024 财年产量略超指引，投产初期成本压力较大.....	17
10 Kathleen Valley：项目如期建成投产，露采加地采同步推进.....	18
11 投资建议.....	20
12 风险提示.....	21
插图目录.....	22
表格目录.....	22

## 1 澳矿 24Q2 综述：供给环比增长，成本压力凸显

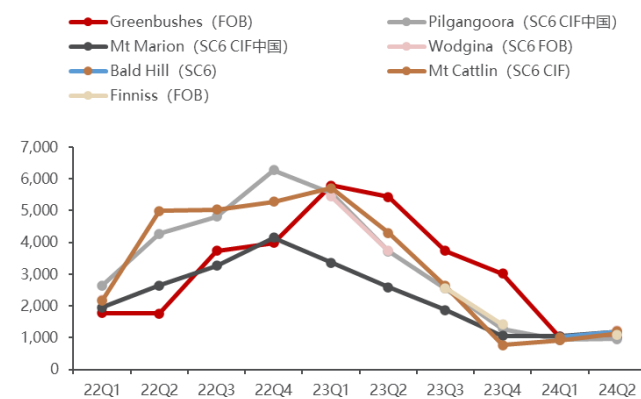
**两个减停产项目不改总供给增长态势。**24Q2 澳洲在产矿山共 8 座，除 Mt Holland 之外，七大澳矿锂精矿产量合计 94.1 万吨，环比+14%；分项目来看，24Q2，**量增项目**，Greenbushes 产量 33.2 万吨，环比+19%，恢复增长，主要由于矿冶价格同步后，两大股东采购意愿增强，Wodgina 产量 12.6 万吨，环比+29%，主要由于收率提升，Pilgangoora、Bald Hill 产量 22.6 万吨、3.5 万吨，环比+26%、+17%，主要由于产能爬坡；**量减项目**，Mt Marion 产量 17.8 万吨，环比-2%，Mt Cattlin 产量 2.4 万吨，环比-22%，Finniss 产量 2.1 万吨，环比-18%，主要由于锂价持续下跌，两矿山因成本压力选择减停产。

图1：24Q2 七大在产澳矿合计产量环比+14%

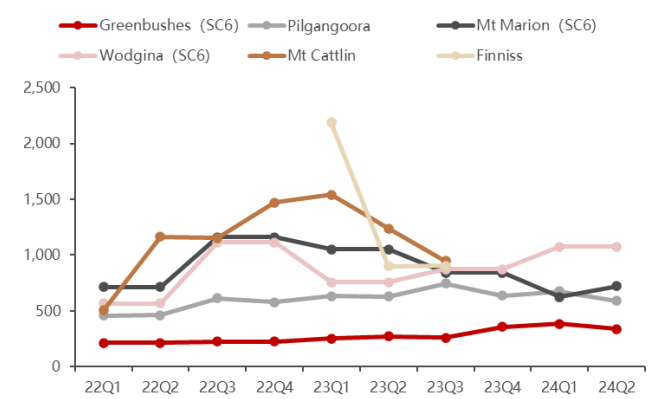


资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：Mt Holland 未披露季度产量数据，因此上图未包含 Mt Holland

**精矿售价接近市场价，当下时点全成本口径矿山普遍亏损。**随着矿价机制调整，澳矿精矿售价已与市场价高度同步。成本方面，Finniss、Cattlin 因成本压力 24Q1 已经开始减停产，24Q2 主要棕地矿山项目锂精矿 C1 现金成本 greenbushes (338 澳元/吨) < pilgangoora (591 澳元/吨) < marion (723 澳元/吨) < wodgina (1075 澳元/吨)，新投产项目因产能利用率较低，成本普遍较高，bald hill 2024 财年 C1 现金成本 851 美元/吨，Mt Holland 2024 财年收益为负。截至 9 月 20 日，国内锂辉石 CIF 价格已跌至 747 美元/吨，尽管大多棕地矿山还未亏现金成本，但加上折旧、资源税、运费、各种费用，我们预计除 greenbushes 外，澳矿已普遍出现亏损。

**图2：七大在产澳矿锂精矿售价（美元/吨）**


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

**图3：主要澳矿企业现金成本（澳元/吨）**


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

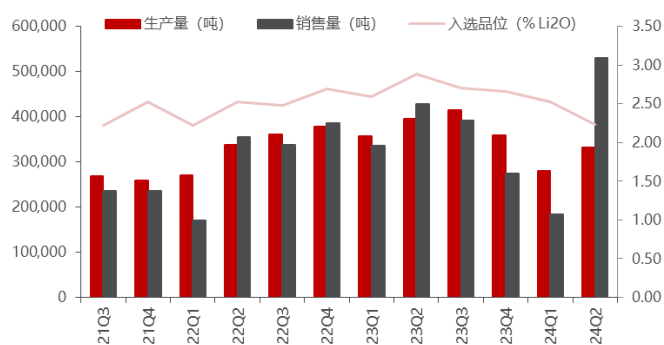
**成本虽有优化空间，但幅度并不明显。**在锂价快速下跌背景下，各矿山必然采取各种举措降低成本，但从 2025 财年成本指引看，C1 现金成本 greenbushes (350 澳元/吨，+6%) < pilgangoora (675 澳元/吨，+3%) < wodgina (845 澳元/吨，-13%) = Bald hill (845 澳元/吨，同比-34%) < marion (920 澳元/吨，+23%)，仅个别高成本项目成本优化空间明显，从全成本口径，除 greenbushes 外，澳矿成本压力仍然严峻。

**成本考验开启，静待资源端出清信号。**从目前看，澳矿中 Finnis、Cattlin 已出现减停产动作，但两座矿石产能规模较小，对行业供给影响不大，澳矿中行业出清基本尚未开始。但对大多澳矿企业来讲，从 24Q3 开始，成本压力正逐渐加剧，若成本优化空间不明显，将不得不考虑减停产，资源端的减停产是行业见底的重要信号。

## 2 Greenbushes: 产销恢复增长, 产能扩张按原计划推进

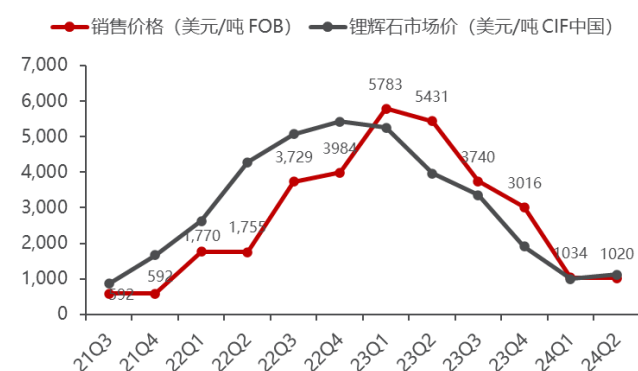
**产销恢复增长, 24 财年产量符合指引。1) 量:** 随着锂精矿与锂盐市场价走势高度同步, 以及 2024 年开始锂精矿定价机制由 Q-1 调整为 M-1, 两大股东天齐、雅宝精矿采购意愿提升, 24Q2 greenbushes 产销恢复增长, 锂精矿产量 33.2 万吨 (其中技术级 0.2 万吨), 环比+19%, 销量 53.0 万吨, 环比+190%, 主要由于额外多销售给天齐 20 万吨; **全年来看**, 2024 财年锂精矿产量合计 138.4 万吨, 同比-7%, 符合指引的 130-140 万吨, 销量合计 138.0 万吨, 同比-7%; **2) 价:** 24Q2 锂精矿售价 (化学级+技术级) 1020 美元/吨 (FOB), 环比-1%, 与市场价基本接近。

图4: 24Q2 锂精矿产销开始恢复增长



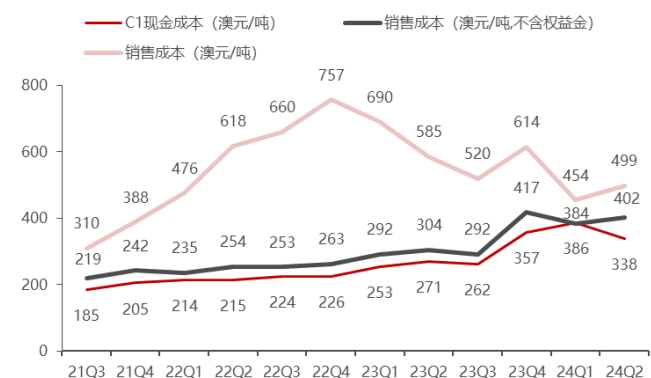
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 24 年开始锂精矿售价接近市场价

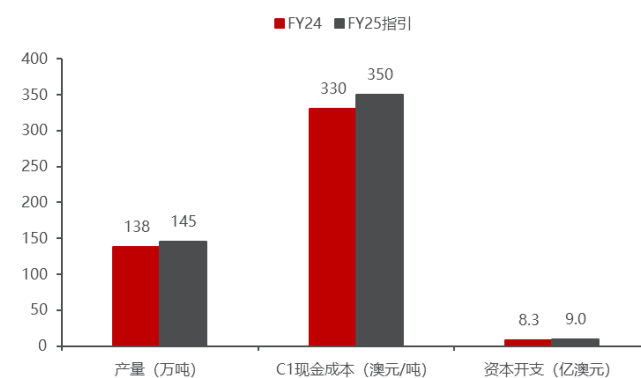


资料来源: 公司公告, SMM, 民生证券研究院

**2024 财年 C1 现金成本同比增长 35%, 位于成本指引下限。** 由于产量提升, 24Q2 C1 现金成本 338 澳元/吨 (225 美元/吨), 环比-12%, 包含权益金的销售成本 499 澳元/吨 (299 美元/吨), 环比+10%; **全年来看**, 24 财年 C1 现金成本 330 澳元/吨 (220 美元/吨), 同比+35%, 位于成本指引 330-380 澳元/吨的下限。

**图6: 24Q2 产量增长 C1 现金成本环比下降**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图7: 25 财年 Greenbushes 生产指引**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: FY25 数据为公司指引数据中值

**扩产规划按原计划推进, CGP3 项目 25Q3 投产出矿。**尽管锂精矿价格快速下跌, Greenbushes 扩产规划暂未改变, CGP3 扩产项目 (52 万吨锂精矿产能) 继续按原计划推进, 截至 24Q2 末已完成地基和土木工程, 公司预计 25Q3 投产出矿, CGP4 扩产项目 (52 万吨锂精矿产能) 正在进行前期可研工作。

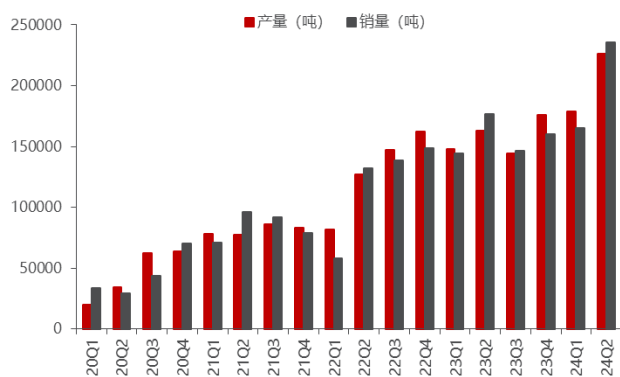
**2025 财年指引: (1) 产量指引:** 2025 财年 greenbushes 将恢复满负荷生产, 产量指引为 135-155 万吨, 按中值计算, 同比+5%; **(2) 成本指引:** 2025 财年锂精矿 C1 现金成本指引 320-380 澳元/吨, 按中值计算, 同比+6%; **(3) 资本开支指引:** 2025 财年资本开支指引 8.5-9.5 亿澳元, 按中值计算, 同比+8%, 主要为 CGP3 项目投入。



## 3 Pilgangoora: 产销再创新高, 考验扩产后成本优化能力

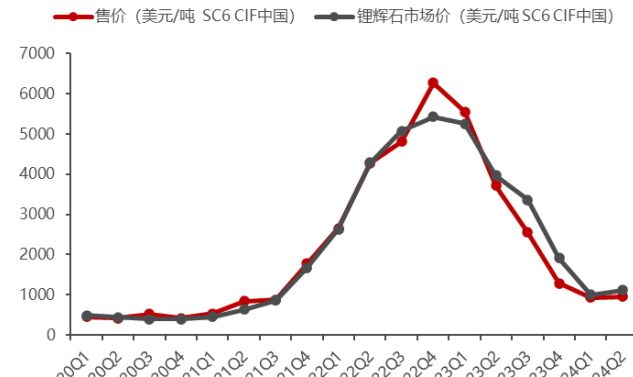
**产销再创新高, 全年产量超指引上限。** 1) 量: 24Q2 锂精矿产量 22.6 万吨, 环比+26%, 主要由于 P680 扩产项目 24Q2 投产, 锂精矿平均品位 5.3%, 环比持平, 销量 23.6 万吨, 环比+43%。全年来看, 2024 财年锂精矿产量合计 72.5 万吨, 同比+17%, 超出产量指引 66-69 万吨的上限, 销量合计 70.7 万吨, 同比+16%; 2) 价: 24Q2 锂精矿销售均价 840 美元/吨, 折 SC6 售价为 960 美元/吨 (CIF 中国), 环比+4%。

图8: P680 项目投产, 24Q2 锂精矿产销再创新高



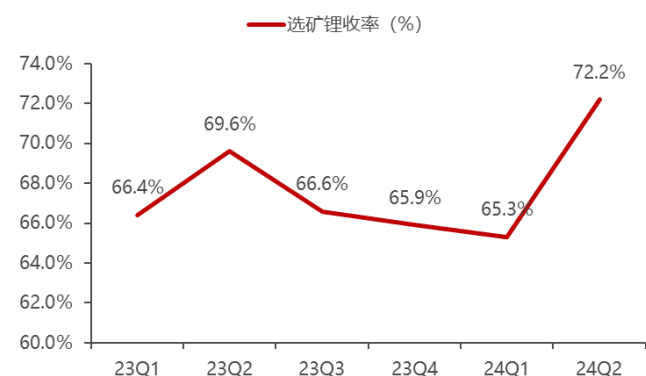
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 24Q2 锂精矿售价 960 美元/吨 (SC6 CIF 中国)



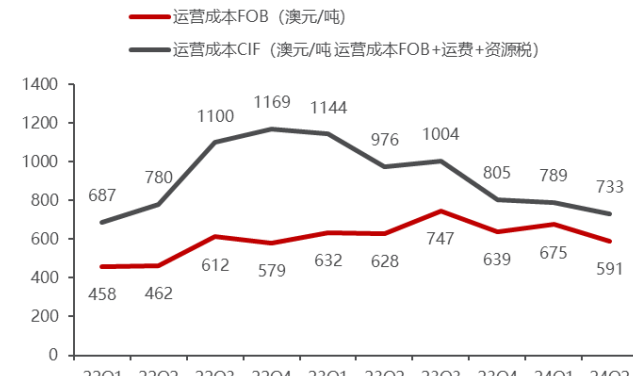
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图10: 24Q2 选矿收率提升 6.9pct



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图11: 24Q2 锂精矿成本环比下降



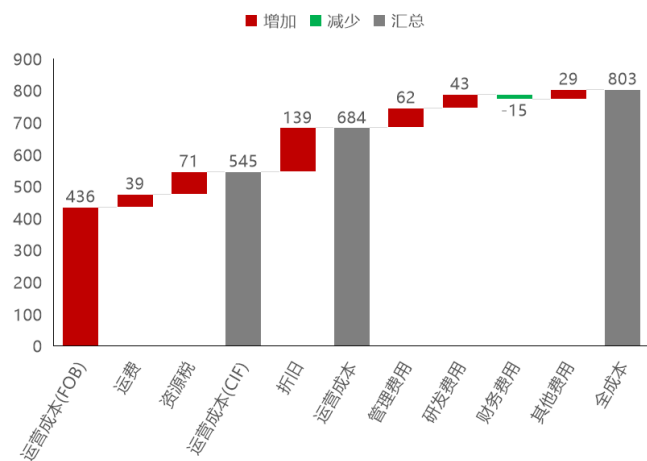
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 公司口径的运营成本 FOB 基本等同于 C1 现金成本, 包含钽矿副产品的成本抵扣

**产销增加+收率提升, 24Q2 成本环比下降。** 24Q2 锂精矿 FOB 运营成本 591 澳元/吨, 环比-12%, 主要由于产销增加及收率提升, 24Q2 收率由 65.3% 提升至 72.2%, CIF 运营成本 733 澳元/吨, 环比-7%。全年来看, 2024 财年 FOB 运营

成本 654 澳元/吨，同比+7%，符合指引的 600-670 澳元/吨，CIF 运营成本 818 澳元/吨，同比-25%，我们预计主要由于资源税下降。

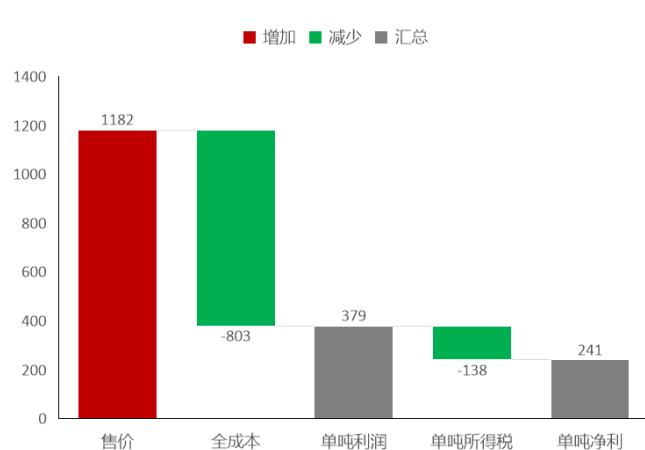
**盈利水平大幅下降，全成本口径目前成本压力较大。** 2024 财年单吨 FOB 运营成本 436 美元，加上运费和资源税后的单吨 CIF 运营成本 545 美元，加上折旧后的单吨运营成本 684 美元，加上各种费用后单吨全成本 803 美元，2024 财年锂精矿销售均价 1182 美元，扣除所得税后单吨净利为 241 美元。考虑到 24Q2 单吨 FOB 运营成本降至 394 美元，同时资源税、各种费用或有下降空间，但矿价的跌幅更大，目前矿山虽未开始亏现金，但从全成本口径，我们预计矿山当下时点盈利能力进一步缩小，考验 P680 投产后的成本优化能力。

图12：2024 财年锂精矿单吨成本构成 (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

图13：2024 财年锂精矿单吨净利 241 美元 (美元/吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院计算

**扩产项目按原计划推进，规划 P2000 项目继续扩产能。** P680 项目（精矿产能由 58 万吨扩张至 68 万吨）按原计划于 24Q2 建成，规划 24Q3 爬坡完成；P1000 项目（精矿产能由 68 万吨扩张至 100 万吨）建设中，项目进度符合预期，仍按原计划 2025Q1 投产；24Q2 矿山推出新一轮扩张规划（P2000 项目），计划将产能扩张至 200 万吨，预计 25Q4 完成可研，2028 财年投产。

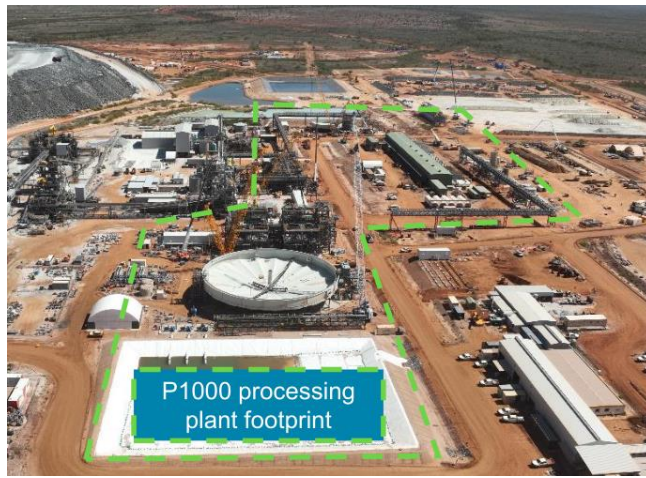


图14: P680 分选产线爬坡中



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: P1000 项目如期推进



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**拟收购巴西拉丁资源锂矿项目, 周期底部逆势扩张。**2024年8月15日, 公司规划以5.6亿澳元收购拉丁资源100%股权, 资源布局首次走向海外。拉丁资源旗下主要资产是位于巴西的Salinas锂矿项目。根据最新的资源报告, Salinas锂矿项目下属两个矿区矿石量合计0.77亿吨, 氧化锂平均品位1.24%, 氧化锂资源量合计94.9万吨, 对应234.7万吨LCE。

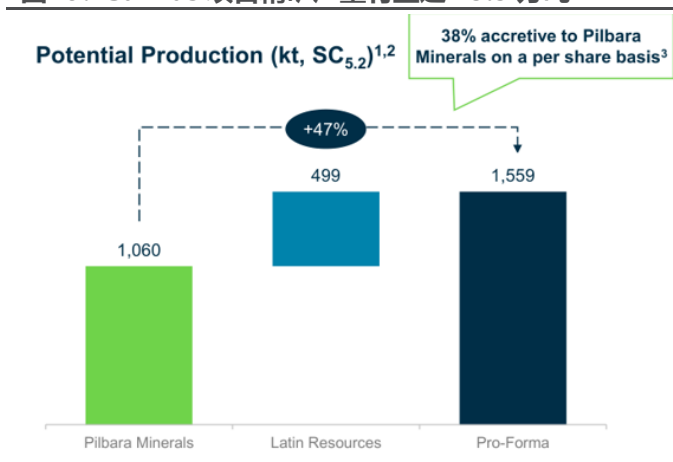
表1: Salinas 锂矿项目资源量

矿区	资源类别	矿石量 (百万吨)	氧化锂品位 (%)	氧化锂资源量 (万吨)	资源量 (万吨 LCE)
Colina	探明的	28.64	1.31	37.52	92.78
	控制的	38.63	1.23	47.51	117.50
	推断的	3.59	1.10	3.95	9.77
	合计	70.89	1.25	88.98	220.05
Fog's Block	推断的	6.79	0.87	5.91	14.61
	合计	6.79	0.87	5.91	14.61
<b>合计</b>		<b>77.7</b>	<b>1.24</b>	<b>94.89</b>	<b>234.66</b>

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**Salinas 项目锂精矿产量有望达49.9万吨, PEA中现金成本约567美元/吨。**

拉丁资源公司23年9月完成了Salinas锂矿项目的初步经济评估(PEA), 矿山寿命11年, 预计分两期进行, 总资本开支3.1亿美元, 达产后锂精矿产量有望达49.9万吨(SC5.2), 包含资源税的现金成本567美元/吨(SC5.2), PLS正在根据已有经验对项目进行优化, 投产后将进一步巩固公司行业地位。

**图16: Salinas 项目精矿产量有望达 49.9 万吨**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图17: Salinas 项目 PEA 参数**

Parameter	PEA Result <sup>1</sup>
<b>Operating metrics</b>	
Mining inventory	31.4 Mt
Mine life	11 years
Processing capacity	Stage 1: 1.5 Mtpa Stage 2: 3.6 Mtpa
LOM average head grade	1.24% Li <sub>2</sub> O
SC <sub>5.5</sub> recovery	67.2%
SC <sub>3.0</sub> recovery	11.1%
Global recovery	78.3%
LOM average SC <sub>5.5</sub> production	405 ktpa
LOM average SC <sub>3.0</sub> production	123 ktpa
LOM average SC <sub>5.2</sub> eq. production	499 ktpa
<b>Costs</b>	
Total cash costs (incl. royalties)	US\$567/t SC <sub>5.2</sub> eq.
Stage 1 development capex	US\$253m
Stage 2 development capex	US\$55m
Total development capex	US\$308m

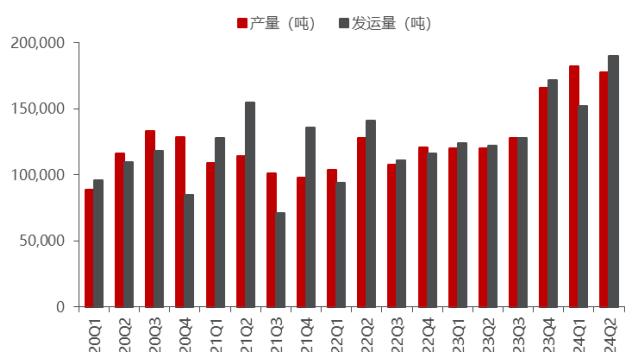
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**2025 财年指引: (1) 产量指引:** 随着 P680、P1000 项目投产, 2025 财年产量指引为 80-84 万吨, 按中值计算, 同比+13%; **(2) 成本指引:** 2025 财年锂精矿 FOB 成本指引 650-700 澳元/吨, 按中值计算, 同比+3%; **(3) 资本开支指引:** 2025 财年资本开支指引 6.2-6.9 亿澳元, 同比-25%。

## 4 Mt Marion: 矿山向地下开采过渡, 2025 财年产量下降

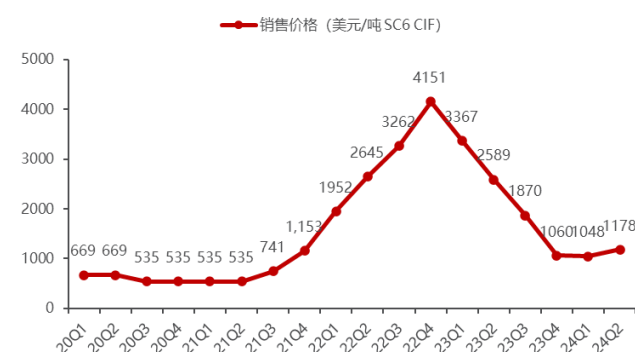
扩产项目爬坡, 2024 财年供给接近指引上限。24Q2 锂精矿产量 17.8 万吨, 环比-2%, 平均品位 4.2%, 环比基本持平, 发运量 19.0 万吨, 折 SC6 为 13.4 万吨, 环比+29%。全年来看, 2024 财年锂精矿产量合计 65.4 万吨, 同比+39%, 主要由于扩产至 90 万吨项目 23 年 6 月投产, 发运量 64.2 万吨, 同比+36%, 折 SC6 为 43.6 万吨, 接近指引上限 (38-44 万吨)。

图18: 24Q2 锂精矿产量环比-2%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 24Q2 锂精矿售价提升至 1178 美元/吨



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

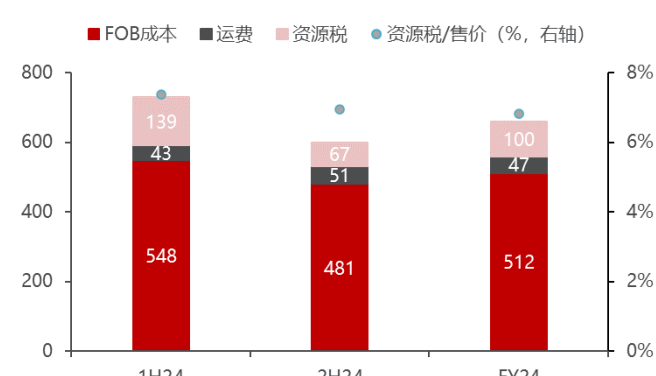
矿价环比提升, 全年成本低于指引。1) 价: 经品位调整后, 24Q2 锂精矿折 SC6 售价 1178 美元/吨, 环比+12%, 我们预计主要由于 Q2 中国新能源需求较好带动精矿市场价格提升; 2) 本: 24Q2 锂精矿折 SC6 的 FOB 成本为 723 澳元/吨, 环比+16%, 全年来看, 2024 财年折 SC6 的 FOB 成本为 750 澳元/吨, 低于指引的 800-900 澳元/吨。

图20: 24Q2 锂精矿 FOB 成本提升至 723 澳元/吨



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

图21: 2024 财年锂精矿成本构成 (澳元/吨)



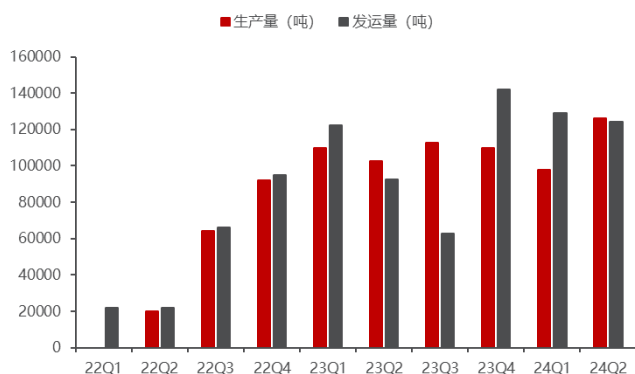
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 此处成本数据未折 SC6

**2025 财年指引：向地下开采过渡，成本提升产量下降。**由于矿山正逐步向地下开采过渡，2025 财年锂精矿折 SC6 发运量指引为 30-34 万吨，按中值计算，同比-26.6%；与此同时，转地下开采也导致矿山预期的成本有所提升，2025 财年矿山 FOB 成本（SC6）指引为 870-970 澳元/吨，按中值计算，同比+22.7%。

## 5 Wodgina: 供给小幅不及预期, 成本压力凸显

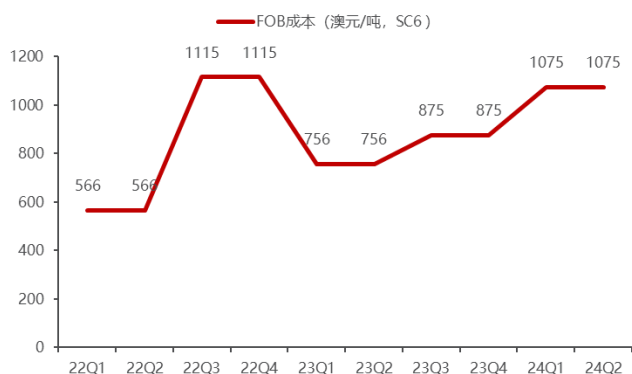
Q2 产量保持增长, 2024 财年供给略低于指引下限。24Q2 锂精矿产量 12.6 万吨, 环比+29%, 主要由于收率提升, 锂精矿平均品位 5.5%, 环比基本持平, 发运量 12.4 万吨, 环比-4%; 全年来看, 2024 财年锂精矿产量合计 44.7 万吨, 同比+21%, 发运量合计 44.6 万吨, 同比+18%, 折 SC6 的发运量 41.4 万吨, 低于指引下限 (42-48 万吨)。

图22: 24Q2 Wodgina 产量环比+29%



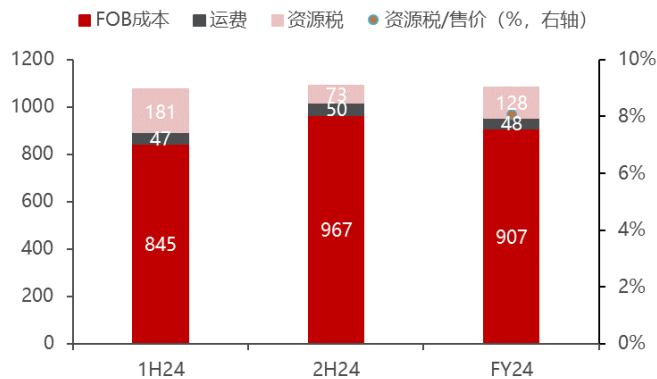
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图23: 24H1 锂精矿 FOB 成本提升至 1075 澳元/吨



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 矿山成本数据每半年披露一次

图24: 2024 财年锂精矿成本构成 (澳元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 此处成本数据未折 SC6

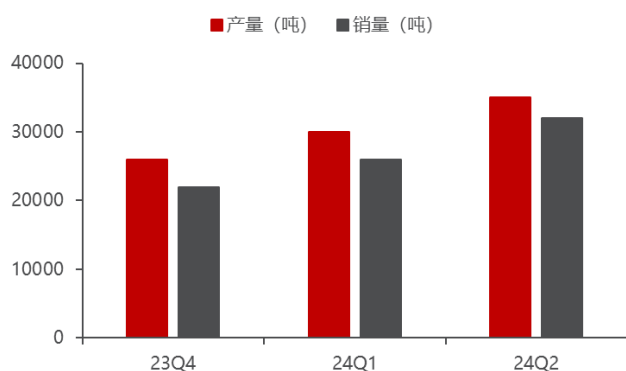
全年成本高于指引。24Q2 锂精矿折 SC6 售价 1243 美元/吨, 24H1 折 SC6 的 FOB 成本为 1075 澳元/吨, 环比有所提升; 全年来看, 2024 财年折 SC6 的 FOB 成本为 974 澳元/吨, 高于指引的 875-950 澳元/吨。

2025 财年指引: 1) 销量: 第三条产线是否复产、第四条产线最终投资决定根据市场行情决定, 2025 财年 SC6 锂精矿发运量指引为 42-46 万吨, 按中值计算, 同比增加 6%; 2) 成本: 2025 财年折 SC6 的锂精矿 FOB 成本指引为 800-890 澳元/吨, 按中值计算, 同比-13%。

## 6 Bald Hill：产能持续爬坡，2025 财年成本有望明显优化

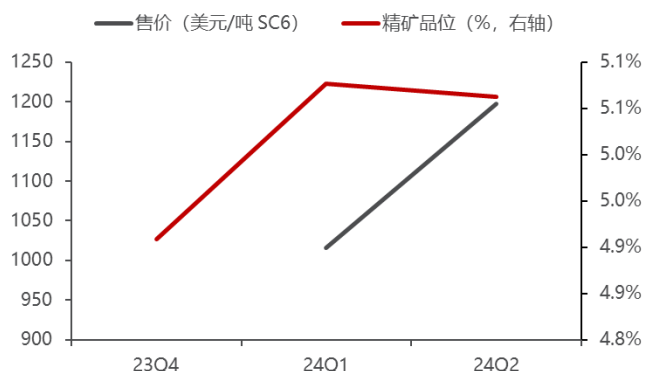
**产能爬坡，投产第一年成本偏高。** 1) **量**：2023 年 11 月，MRL 完成对 Bald Hill 的 100% 收购，矿山复产。24Q2 产能继续爬坡，同时收率提升，锂精矿产量 3.5 万吨，环比+17%，平均品位 5.1%，环比持平，销量 3.2 万吨，折 SC6 销量 2.7 万吨，环比+23%。**全年来看**，2024 财年锂精矿产量合计 9.1 万吨，销量合计 8.0 万吨，折 SC6 销量合计 6.7 万吨； 2) **价**：24Q2 折 SC6 售价 1198 美元/吨，环比+18%； 3) **本**：2024 财年折 SC6 的 FOB 成本 851 美元/吨，成本压力较大。

图25：24Q2 锂精矿产量环比+17%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：24Q2 折 SC6 锂精矿售价 1198 美元/吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 2025 财年指引：销量翻倍增长，产能继续爬坡成本有望明显优化。1) 销量：

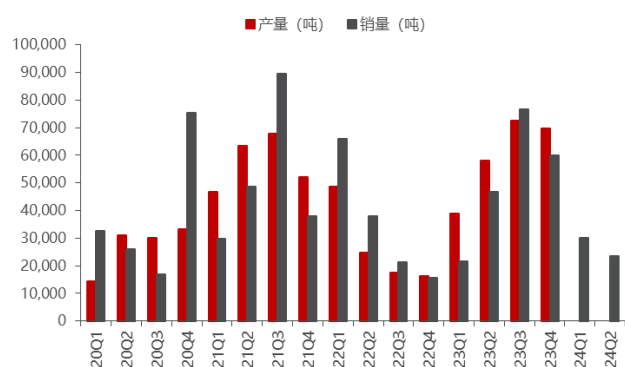
2025 财年锂精矿平均品位 5.0%，折 SC6 锂精矿销量指引为 12.0-14.5 万吨，按中值计算，同比+98%； 2) **成本**：2025 财年折 SC6 的锂精矿 FOB 成本指引为 800-890 澳元/吨，与 Wodgina 矿山指引相同，按中值计算，同比-34%，随着产能爬坡，公司预计成本有望明显下降。



## 7 Mt Cattlin: 逐步减产, 2026 年完全停产

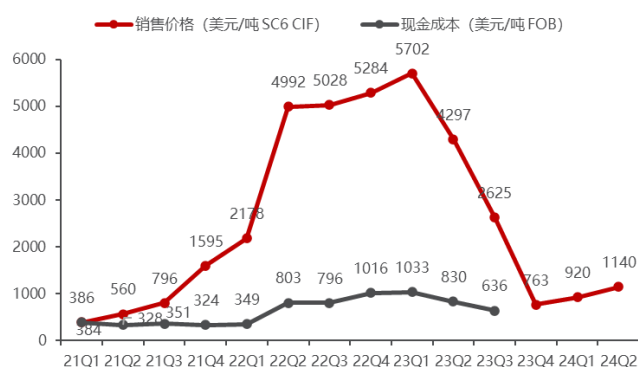
矿山逐步减产, 2026 年出清 20 万吨精矿产能。1) 价: 24Q2 锂精矿折 SC6 售价 1140 美元/吨, 环比+22%; 2) 量: 矿山锂精矿产能 20 万吨, 为应对锂价下行压力, 23Q4 矿山开始逐步减产, 24Q2 锂精矿销量 2.4 万吨, 环比-22%, 2024 年全年销量指引由 13.0 万吨下调至 12.0 万吨, 2025 年销量指引 11.4 万吨, 2026 年矿山将完全停产, 停止锂精矿销售。

图27: 23Q4 开始锂精矿销量逐步下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图28: 24Q2 锂精矿售价 1140 美元/吨

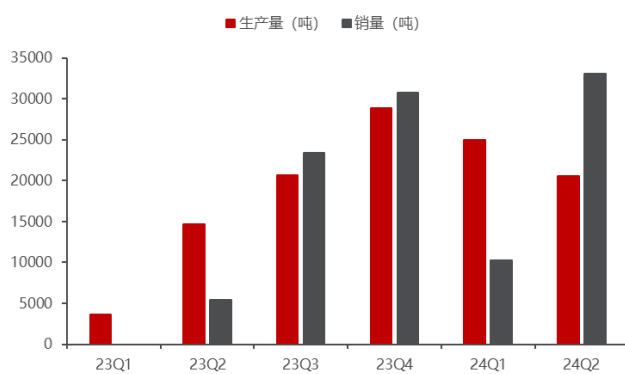


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 8 Finnis: 原矿库存消耗殆尽, 矿山停产

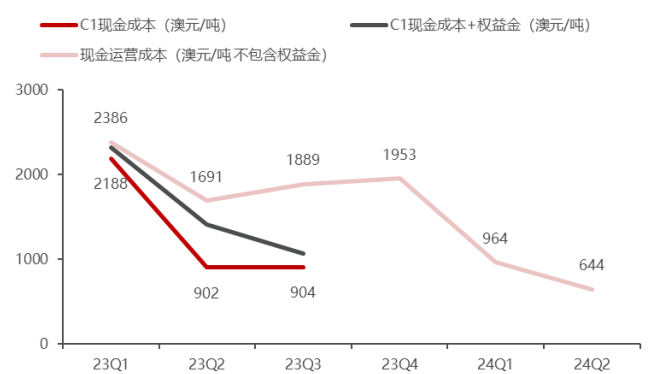
**原矿库存消耗完毕, 矿山停产。** 1) **产销:** 由于锂价快速下跌, 24年1月矿山因成本压力决定采矿暂停, 但选矿产线继续处理库存中的锂矿石, 24Q2 锂精矿产量 2.1 万吨, 环比-18%, 销量 3.3 万吨, 环比+224%。2024 财年锂精矿合计产销 9.5 万吨、9.7 万吨, 略超公司指引。截至 24Q2 末, 矿石库存消耗殆尽, 选矿产线暂停, 矿山进入停产状态。2) **本:** 矿山成本偏高, 24H1 成本持续下行主要由于采矿暂停, 选矿产线处理矿石库存, 同时处理量逐步减少。

图29: 24Q2 锂精矿产量继续下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: 24H1 矿山成本下降主要由于在处理原矿库存



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 9 Mt Holland: 2024 财年产量略超指引, 投产初期成本压力较大

**2024 财年产量略超指引, 投产初期成本偏高。** Mt Holland 项目由 Wesfarmers 和 SQM 各持股 50%, 锂精矿产能 38 万吨, 冶炼端规划了 Kwinana 5 万吨氢氧化锂项目。**1) 量:** 23Q4 Holland 矿山投产, 2024 财年锂精矿产量 11 万吨, 略超产量指引 (10 万吨); **2) 本:** 由于投产初期成本偏高, 2024 财年精矿合计亏损 5200 万澳元; **3) 冶炼端进展:** 截至 2024 财年底, 冶炼端配套的 Kwinana 5 万吨氢氧化锂项目已完成建设的 80%, 公司预计 2025 年年中投产。

**2025 财年指引: 1) 量:** 随着项目爬坡, 2025 财年锂精矿产量目标 30-34 万吨, 按中值计算, 同比+191%; **2) 本:** 由于爬坡期成本偏高, 公司预计 2025 财年上半年矿山无法获得正收益。

## 10 Kathleen Valley: 项目如期建成投产, 露采加地采同步推进

一期 300 万吨采选产能基本建成, 采用露采和地下开采两种方式。截至 24Q2 末, 矿山 300 万吨采选项目建设进度超过 95%, 24Q3 将如期出矿。矿山采用露采和地下开采两种方式, 进度符合预期, 23 年 11 月地下开采工作建设工作启动, 24 年底地下开采将实现出矿。项目采用浮选工艺, 同时伴生钽矿副产品。

图31: 矿山露采现场



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图32: 矿山地下开采现场



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图33: 项目浮选厂



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

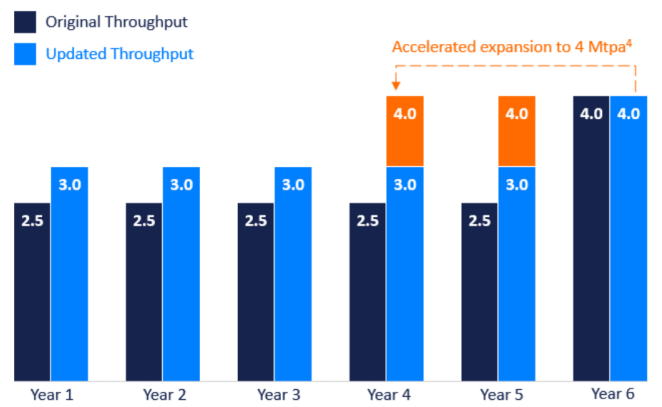
图34: 矿山配套的尾矿库



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

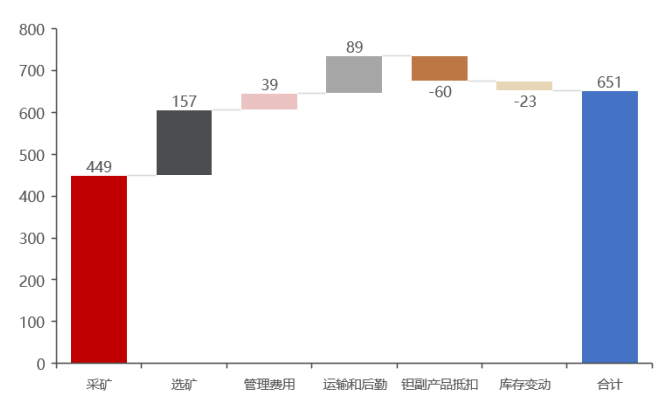
**扩产同步推进, 前 10 年 C1 现金成本 651 澳元/吨。** 矿山目前采选产能 300 万吨, 公司规划 27 年采选产能扩张至 400 万吨 (65.8 万吨 SC6)。成本方面, 根据公司可研数据, 矿山前 10 年折 SC6 的平均 C1 现金成本 651 澳元/吨, 其中采矿成本 449 澳元/吨, 占比最高, 选矿成本 157 澳元/吨, 钽作为副产品单吨抵扣成本 60 澳元。尽管采矿环节部分选择地下开采方式, 但矿山成本仍具备优势。

图35: 矿山产能规划



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图36: 矿山前 10 年 C1 现金成本构成 (澳元/吨, SC6)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 11 投资建议

国内新能源需求增速放缓，澳矿、非矿、南美盐湖提锂等扩建、绿地项目虽有部分延期，但陆续投产，供给端持续放量，过剩压力凸显，目前锂行业产能出尚未开始，但锂价中枢已大幅回落，矿山端成本压力正在加剧，锂价下跌空间有限，我们建议重点关注具有成本优势+产量弹性的标的。**重点推荐：中矿资源、藏格矿业、永兴材料。**



## 12 风险提示

**1) 电动车销量不及预期。**电动车销量增速不及预期可能导致锂需求不及预期，进而导致供应过剩、锂价超预期下跌，上游产业盈利将大幅下降。

**2) 锂供给超预期释放。**澳洲、非洲、南美在建多处扩建、绿地项目，若供给端超预期释放，将导致锂价格大幅下跌，进而影响上游企业盈利能力。

**3) 海外地缘政治风险。**国内锂资源稀缺，导致国内公司出海在津巴布韦、澳洲等国家布局锂项目，若海外发生地缘政治冲突影响矿山运营，将拖累公司业绩。

## 插图目录

图 1: 24Q2 七大在产澳矿合计产量环比+14%	3
图 2: 七大在产澳矿锂精矿售价 (美元/吨)	4
图 3: 主要澳矿企业现金成本 (澳元/吨)	4
图 4: 24Q2 锂精矿产销开始恢复增长	5
图 5: 24 年开始锂精矿售价接近市场价	5
图 6: 24Q2 产量增长 C1 现金成本环比下降	6
图 7: 25 财年 Greenbushes 生产指引	6
图 8: P680 项目投产, 24Q2 锂精矿产销再创新高	7
图 9: 24Q2 锂精矿售价 960 美元/吨 (SC6 CIF 中国)	7
图 10: 24Q2 选矿收率提升 6.9pct	7
图 11: 24Q2 锂精矿成本环比下降	7
图 12: 2024 财年锂精矿单吨成本构成 (美元/吨)	8
图 13: 2024 财年锂精矿单吨净利 241 美元 (美元/吨)	8
图 14: P680 分选产线爬坡中	9
图 15: P1000 项目如期推进	9
图 16: Salinas 项目精矿产量有望达 49.9 万吨	10
图 17: Salinas 项目 PEA 参数	10
图 18: 24Q2 锂精矿产量环比-2%	11
图 19: 24Q2 锂精矿售价提升至 1178 美元/吨	11
图 20: 24Q2 锂精矿 FOB 成本提升至 723 澳元/吨	11
图 21: 2024 财年锂精矿成本构成 (澳元/吨)	11
图 22: 24Q2 Wodgina 产量环比+29%	13
图 23: 24H1 锂精矿 FOB 成本提升至 1075 澳元/吨	13
图 24: 2024 财年锂精矿成本构成 (澳元/吨)	13
图 25: 24Q2 锂精矿产量环比+17%	14
图 26: 24Q2 折 SC6 锂精矿售价 1198 美元/吨	14
图 27: 23Q4 开始锂精矿销量逐步下滑	15
图 28: 24Q2 锂精矿售价 1140 美元/吨	15
图 29: 24Q2 锂精矿产量继续下滑	16
图 30: 24H1 矿山成本下降主要由于在处理原矿库存	16
图 31: 矿山露采现场	18
图 32: 矿山地下开采现场	18
图 33: 项目浮选厂	18
图 34: 矿山配套的尾矿库	18
图 35: 矿山产能规划	19
图 36: 矿山前 10 年 C1 现金成本构成 (澳元/吨, SC6)	19

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: Salinas 锂矿项目资源量	9

## 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。	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