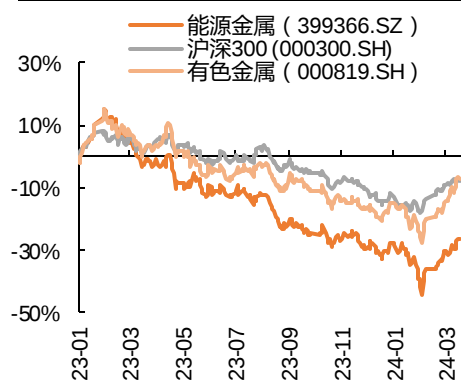


新能源材料锂系列（四）

锂资源基本面的重新审视：无近忧而有远虑

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

研究助理

马书蕾 一般证券业务资格编号
S1060122070024
mashulei362@pingan.com.cn



核心观点：

- **量的角度：短期供应尚增，中期指引下调。**2023 年澳洲锂矿和南美成熟盐湖锂供应量增势较高、基本符合预期，2023Q4 在产七大澳洲锂矿合计产量约 94 万吨，环增 5.4%，同增 21.9%；2023 全年澳洲锂精矿总产量约为 346 万吨，同比增长 32.6%，折约 47 万吨 LCE；最大盐湖 Atacama 销量约 17 万吨 LCE，yoy+8.2%。2024 年已有部分项目下调产销指引，其中 Finniss 宣布暂停开采作业，Greenbushes 2024 财年（23Q3-24Q2）锂精矿产量指引调减 10 万吨。Mt Cattlin 矿山宣布 2024 自然年（24Q1-24Q4）锂销量预期下降至 13 万吨，较 2023 年减少 7.5 万吨，澳洲锂精矿产销指引合计减少约 18 万吨，折合约 2.3 万吨 LCE。根据我们的测算，2024 年锂资源季度供应增量较此前预测版本（2023.10.19）合计调减 6 万吨 LCE 左右，我们认为短期锂资源供应仍持稳为主，暂无供应的较大担忧，但中长期项目不确定性在加剧，远期供应增量或难兑现。
- **价的角度：价格大幅下跌、成本边际收窄，新增项目浮亏。**23Q4 主要锂精矿和盐湖锂产品售价均大幅下调，Greenbushes 售价环降 19.4%、Pilgangoora 环降 50.3%、Mt Cattlin 环降 70.9%、Atacama 环降 46.7%。虽有部分项目生产成本下滑，但成本的边际降幅远低于售价降幅，其中 Pilgangoora 运营成本环降 14.9%、Atacama 盐湖单位 LCE 成本环降 35.2%，而最大在产锂矿格林布什因产销下滑、现金成本环增 36.3%。头部锂企业和代表性锂项目 23Q4 盈利水平均下滑，且有新重启项目已出现亏损，例如 22Q4 复产的澳矿 Finniss 和 2023 年重启的加拿大矿 NAL 在 23Q4 已出现成本利润倒挂。
- **多家矿企将定价期由 Q-1 调为 M+1，矿冶两端价格将呈高联动性。**2023Q4 多家澳洲锂矿厂调整精矿定价机制，除 Greenbushes 由季度定价“Q-1”调为月度定价“M-1”外，其余澳矿基本调为“M+1”（即当期锂矿售价与下个月的锂盐市场均价挂钩），按最新锂精矿进口价计算，M 模式较 Q-1 模式协定锂精矿进口价下降 35%-40%左右。该机制于 2024 年开始实施，主要系锂盐价格大幅下跌、外购矿冶炼厂已难抵成本压力而减停产，调整定价机制意味着矿企在议价权和利润上已做出部分退让，以此来缓解冶炼企业压力。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **现金压力之下，多家矿企拟收缩资本开支。**Pilbara、Core、ALB、Arcadium 等多家锂企业因锂价高速下滑、现金压力加大而下调资本开支指引，短期对项目的影响不明显，长期或导致锂增量供应的整体推迟，产出的滞后性或使锂资源再出现阶段性供需错配。通过梳理 2024 年拟投产盐湖项目开支，代表性项目 Centenario、Sal De Vida、Cauchari 等经营支出 OPEX+ 资本支出 CAPEX(5 年摊销)约在 0.85-1.1 万美元/吨，结合碳酸锂现价，其下方空间或有限。
- **动力需求预期逐季改善，储能电池增量不容忽视。****动力端：**据 CRBIR，2023 年我国动力电池产量为 778.1GWh，同比增加 42.5%，整体市场仍呈较好的需求增势，其中磷酸铁锂电池仍贡献主要增长；2024 年 2 月产销受淡季和农历春节影响阶段性回落，现阶段我国动力电池和锂盐库存尚处高位，电池端库存去化仍需一定时间，但 3 月主要锂电池企业和正极企业排产环比已明显好转，因此我们看好下一季度需求启动下的旺季供需错配行情。**储能端：**据 CIES，2023 年中国储能新增装机量约 26.6GW，其中新型储能新增装机量约 21.3GW（各技术路径中锂电池占比高达 97.5%，约占储能新增总装机的 80.3%），锂电池储能新增装机同比高增超 300%，为我国储能市场提供了主要增长动力；2024 年 1-2 月我国新型储能装机功率仍保持高速增长，合计功率同比增长 131%，新型储能市场高速发展带来的增量空间已成为锂电材料需求增长不容忽视的动力。

投资建议：

- **主要投资逻辑：**部分锂资源项目减停产和头部锂企业削减资本开支，供应或无近忧却有远虑；需求逐季改善在即，旺季行情之下，供需错配情景或阶段性演绎。推荐投资标的：建议关注高资源自给率及资源位于安全边际较高区域的企业。**中矿资源：**控股的津巴布韦 Bikita 矿山持续放量，国内 3.5 万吨锂盐项目于 2023 年底前投产，公司矿盐两端增量持续释放，在锁定自有锂资源的同时实现锂产业价值链延伸，从而提升业绩弹性。**天齐锂业：**控股全球最大在产澳矿格林布什，上游资源完全自给；现已建成锂化合物产能 8.88 万吨/年，澳洲奎纳纳一期 2.4 万吨/年氢氧化锂和遂宁安居 2 万吨/年碳酸锂项目均正处于产能爬坡阶段，未来公司锂盐产能将持续释放。

风险提示：

- 1、终端需求增速不及预期。当前锂终端主要消费引擎在新能源汽车及电化学储能，若两种应用场景锂电增长出现超预期下滑，锂价有承压可能。
- 2、供应释放节奏大幅加快。海外绿地项目如出现较大程度超预期投产，资源供应增量加快释放，或将带来资源过剩格局。
- 3、海外相关政策风险。海外国家加速推进锂资源国有化，或将使持有海外矿产的企业面临一定政策风险。

正文目录

一、 量的角度：短期供应尚增，中期指引已下调.....6

1.1 2023 年澳洲锂矿和南美盐湖供应增幅仍较高6

1.2 2024 年已有部分澳洲成熟大矿调减产销量指引9

1.3 2024 年季度供应增量调减，短期暂无供应担忧10

1.4 其他供应担忧：宜春环保政策趋严对我国锂资源供应的影响有多大？10

二、 价的角度：价格超跌、成本边际收窄，新增项目浮亏.....11

2.1 23Q4 主要锂精矿和盐湖锂项目产品售价均大幅下调11

2.2 成本边际降幅远低于售价跌幅，新投产项目已浮亏12

2.3 定价模式改变：多家矿企将定价期由 Q-1 调为 M+1，矿冶两端价格将呈高联动性13

三、 现金压力之下，多家矿企收缩资本开支.....14

3.1 多家锂矿企业已下调 2024 财年资本开支指引14

3.2 考虑资本开支的拟新投产项目利润空间进一步压缩16

四、 动力需求预期逐季改善，储能电池增量不容忽视.....18

4.1 终端旺季将迎，锂电产业链库存有望渐去化18

4.2 新型储能市场带来的锂电增量需求不容忽视19

五、 投资建议20

六、 风险提示20

图表目录

图表 1	22Q1-23Q4 澳洲锂矿季度产销量	6
图表 2	22Q1-23Q4 澳洲各锂矿产量（折 LCE 万吨）	6
图表 3	22Q1-23Q4 Greenbushes 季度产销量	6
图表 4	22Q1-23Q4 Pilgangoora 季度产销量	6
图表 5	22Q1-23Q4 Mt Cattlin 季度产销量	7
图表 6	22Q1-23Q4 Mt Marion 季度产销量	7
图表 7	22Q1-23Q4 Wodgina 季度产销量	7
图表 8	22Q1-23Q4 Finniss 季度产销量	7
图表 9	澳洲各大项目产销量和最新进展全梳理	8
图表 10	Atacama-SQM 季度销量变化	9
图表 11	Olaroz（Alkem）季度产销和电池级占比变化	9
图表 12	2024 财年澳洲锂矿产销量指引变化	9
图表 13	2024 财年 Finniss 产销量和品位指引	9
图表 14	2024 年全球锂资源供应预期（万吨 LCE）	10
图表 15	全球锂资源年供应量预测（万吨 LCE）	10
图表 16	宜春锂云母矿和锂盐产能产量规划及对应的长石粉和锂渣量	11
图表 17	澳洲主要锂矿销售价格走势（美元/吨）	12
图表 18	主要参考网站月均锂精矿价格(CIF 中国, \$/吨)	12
图表 19	澳洲主要锂矿单位现金成本变化（美元/吨）	13
图表 20	南美两大在产盐湖锂项目售价和成本走势	13
图表 21	海外头部锂企业锂业务 EBITDA Margin	13
图表 22	2023Q4 全球主要锂资源项目毛利率	13
图表 23	海外锂精矿定价机制改变后的进口参考价	14
图表 24	锂矿冶两端利润分配结构的再调整	14
图表 25	Pilbara 下调 2024 财年资本开支指引	15
图表 26	Finniss-下调 BP33 早期作业和开发支出	15
图表 27	ALB 缩减资本开支	15
图表 28	ALB 公司近五年来首次下调资本开支	15
图表 29	ALB 锂化合物产能规划（万吨）	16
图表 30	ALB 2023Q1-2023Q4 EBITDA Margin 变动	16
图表 31	Arcadium 锂项目 2024 年资本开支规划	16
图表 32	Arcadium Lithium 合并后现金余额	16
图表 33	2024 年拟投产的南美代表性盐湖锂项目支出	17
图表 34	加拿大锂矿 James Bay 项目开支	17
图表 35	全球代表性项目单位 LCE 生产总成本情况	17
图表 36	我国新能源汽车月度销量（万辆）	18
图表 37	动力电池产量淡季阶段性回落	18
图表 38	动力锂电池仍处于去库阶段	18
图表 39	锂盐库存尚处较高位置	18
图表 40	新型储能月度装机功率（MW）	19
图表 41	我国锂电池化学储能新增装机同比高增	19

图表 42 储能锂电池销量及其在锂电池总销量中的占比19

图表 43 储能锂电池出口量和环比增速19

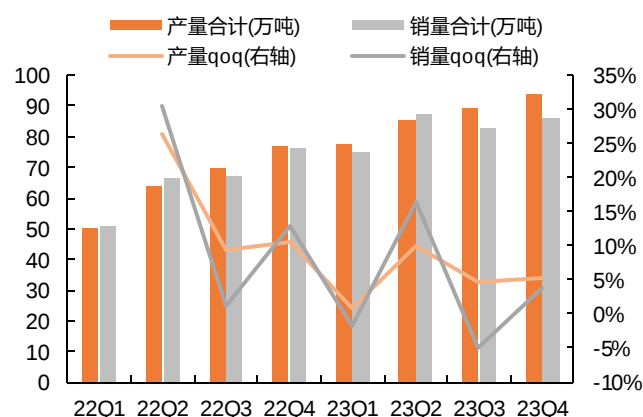
一、量的角度：短期供应尚增，中期指引已下调

1.1 2023 年澳洲锂矿和南美盐湖供应增幅仍较高

2023 年澳洲锂资源供应量基本符合预期，Finniss 产出锂精矿和 Bald Hill 复产以及 Mt Holland 新投产带来部分增量，原在产的成熟矿 greenbushes、Pilgangoora、cattlin、Marion、Wodgina（22Q2 复产）产销量的增加仍提供了主要供应增量。

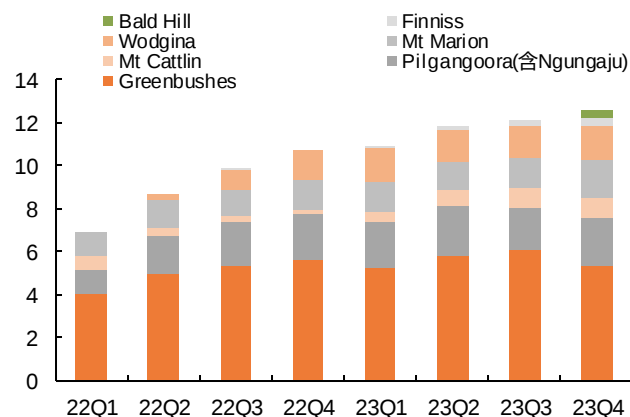
2023 年第四季度在产七大澳洲锂矿合计总产量约为 94 万吨锂精矿，环比增加 5.4%，同比增加 21.9%；根据各大锂矿生产的精矿品位折合 LCE 合约 12.2 万吨，环比小幅增加 0.6%，同比增加 14.1%；23Q4 七大澳矿总销量约为 86 万吨锂精矿，环比增加 3.7%，同比增加 12.9%。2023 年全年澳洲锂矿总产量约为 346 万吨锂精矿，同比增长 32.6%，折合约 47 万吨 LCE；总销量约为 331 万吨锂精矿，同比增长 26.7%。

图表1 22Q1-23Q4 澳洲锂矿季度产销量



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

图表2 22Q1-23Q4 澳洲各锂矿产量（折 LCE 万吨）

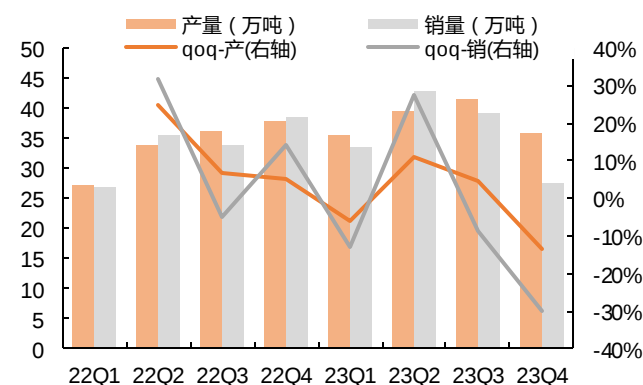


资料来源：各公司公告，平安证券研究所

澳洲最大在产矿 Greenbushes 产销下滑，项目按计划推进：2023Q4 锂精矿产量 35.8 万吨（含技术级 1.9 万吨），同比下降 5.6%，环比下降 13.5%；销量 27.5 万吨，同比下降 28.8%，环比下降 29.8%，CGP1 和 CGP2 完成了两次重大计划停产；新项目方面，CGP3（52 万吨/年锂精矿，2025 年中投产）和 CGP4（52 万吨/年锂精矿，计划 2027 年投产）按计划推进。

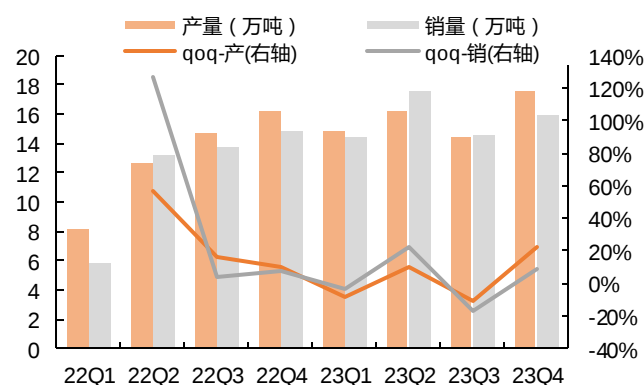
成熟澳矿 Pilgangoora 产销增加，赣锋增加包销量：2023Q4 锂精矿产量 17.6 万吨，同比增加 8.5%，环比增加 22%；销量 16 万吨，同比增加 7.6%，环比增加 9.3%。P680（增产 10 万吨/年锂精矿）和 P1000（增加 32 万吨至 100 万吨/年锂精矿产能）按计划推进，P680 计划 24Q3 产能爬坡，P1000 计划 25Q1 第一批出矿。2023 年 1 月，赣锋锂业和 Pilbara 修订现有承购协议，包销量从 16 万吨锂精矿提高至 31 万吨，2025 年和 2026 年供应量 26-31 万吨。另外，Ngungaju 工厂 23Q3 因维修而停工，现有 170 万吨 1.27% Li₂O 品位的锂辉石矿库存。

图表3 22Q1-23Q4 Greenbushes 季度产销量



资料来源：IGO 公司公告，平安证券研究所

图表4 22Q1-23Q4 Pilgangoora 季度产销量

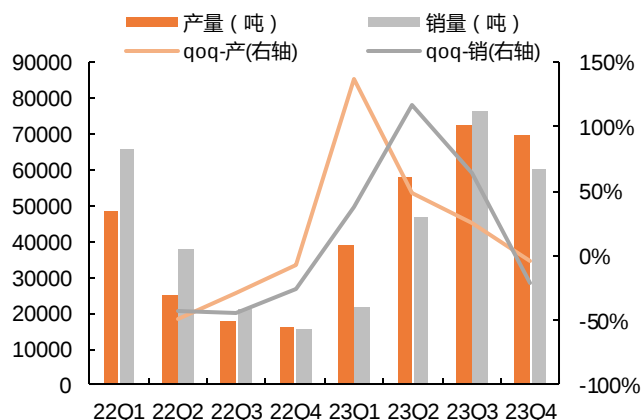


资料来源：Pilbara 公司公告，平安证券研究所

Mt Marion 扩产项目投产，产销增加：2023 年 6 月，扩产至 90 万吨精矿产能（SC4，折合 SC6 为 60 万吨）的项目投产（该项目原计划于 2022 年底投产），2023Q4 Marion 扩产项目产能爬坡，实现锂精矿产量 16.6 万吨，yoy+37.2%，qoq+29.7%；23Q4 销量为 17.2 万吨，yoy+48.3%，qoq+34.4%。

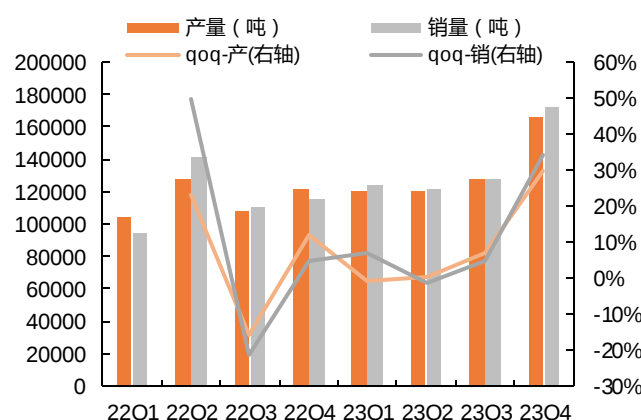
Mt Cattlin 产销量环比下滑，开采进入中心矿区：2023Q4 锂精矿产量为 7 万吨，yoy+325.4%，qoq-3.8%；销量 6 万吨，yoy+282.2%，qoq-21.7%。据 MRL 发布的 2023 年第四季度业绩报告，由于采矿已进入主矿体的中心地带，回收率为 68%，表明品位良好，矿化有利。

图表5 22Q1-23Q4 Mt Cattlin 季度产销量



资料来源：MRL 公司公告，平安证券研究所

图表6 22Q1-23Q4 Mt Marion 季度产销量

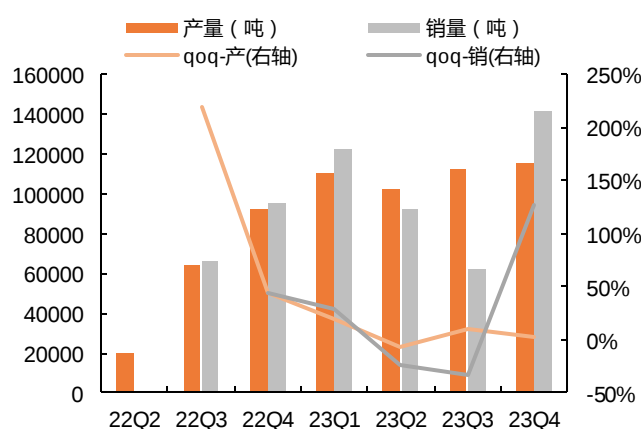


资料来源：Arcadium 公司公告，平安证券研究所

Wodgina 新产线复产，产销高增：根据 MRL 发布的 2023 年第四季度业绩报告，Wodgina 第三条产线于 2024 年 1 月复产，产能为 25 万吨锂精矿/年，季度报告中披露数据：23Q4Wodgina 的锂精矿产量 11.5 万吨，环比增加 2.2%，同比增加 25%，锂电池化学品产量为 6798 吨，环比+42%；锂精矿销量为 14.2 万吨，同比增加 49.5%，环比增加 127.2%（23Q3 港口维护和拥挤导致发货延期），锂电池化学品销量为 6474 吨，环比+52%。

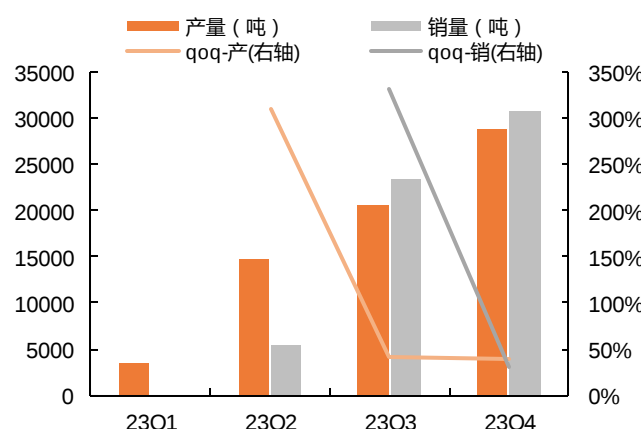
Finniss 停止采矿作业，拟影响其 2024 年下半年产出。2024 年 1 月 5 日，Core 宣布暂时暂停 Finniss 项目 Grants 露天矿场采矿作业，继续处理已建矿石库存，同时 BP33 项目早期工程暂停，但可研继续推进。截至 2023 年底，Finniss 约有 28 万吨锂辉石库存，可供加工至 2024 年年中。

图表7 22Q1-23Q4 Wodgina 季度产销量



资料来源：MRL 公司公告，平安证券研究所

图表8 22Q1-23Q4 Finniss 季度产销量



资料来源：core lithium 公司公告，平安证券研究所

Bald Hill 于 23Q4 复产，原股东破产清算完成：2023Q4，MRL 与 Alita 就其资产(含 Bald Hill 锂矿权益)达成股份出售协议，Alita 正式清算，MRL 获 Bald Hill100%股权，Bald Hill 复产，23Q4 其锂精矿产量 2.6 万吨，销量 2 万吨，售价 979 美元/吨，生产品位 5.6%，精矿产能 15.5 万吨(SC6)。

新项目 Mt Holland 正式投产：2023Q4，Mt Holland 开始锂精矿的首次生产，SQM 预计其 2024 财年（23Q3-24Q2）锂精矿产量为 10 万吨，该矿规划产能 38 万吨/年，下游配套 Kwinana 工厂 5 万吨氢氧化锂产能，预计 2025H1 投产。

Kathleen Valley 产能扩大、计划提前。2023 年初，一期年采矿产能由原来的 250 万吨提升至 300 万吨，预计 2024 年中投产，2023 年 9 月公告称，计划到 2027 年进一步扩大至 400 万吨/年（原计划 2029 年）。

图表9 澳洲各大项目产销量和最新进展全梳理

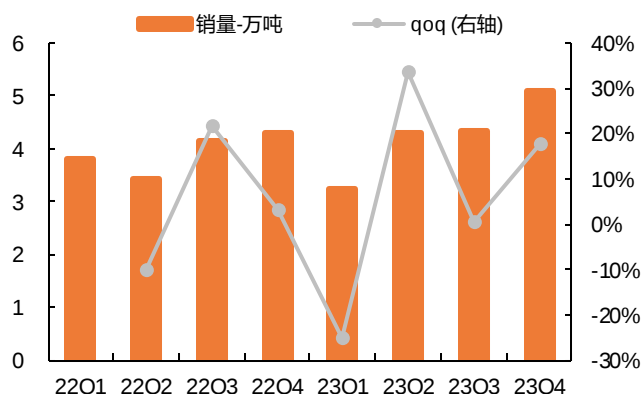
项目（万吨）	23Q4 产量	qoq	2023 年产量	yoy	23Q4 销量	2023 销量	新项目最新进展
greenbushes	35.8	-13.5%	152.3	13.0%	27.5	143.2	CGP3(2025 年中投产)和 CGP4 (2027 年投产)各 52 万吨精矿年产能,按计划推进
Pilgangoora	17.6	22.0%	63.1	21.8%	16.0	62.7	P680（+10 万吨锂精矿）和 P1000（+32 万吨精矿）按计划推进，P680 计划 24Q3 产能爬坡，P1000 计划 25Q1 第一批出矿
Mt Cattlin	7.0	-3.8%	23.9	122.8%	6.0	20.5	采矿进入主矿体中心地带，回率提升
Mt Marion	16.6	29.7%	53.4	15.8%	17.2	54.6	2023.6 扩产至 90 万吨精矿(SC4)项目投产
Wodgina	11.5	2.2%	44.0	150.0%	14.2	42.0	2024.1,Wodgina 第三条产线复产(25wt/n)
Finniss	2.9	39.6%	6.8		3.1	6.0	2024.1 宣布暂停 Grants 露天矿场采矿业，现有锂辉石库存可供加工至 2024 年中
Bald Hill	2.6		2.6		2.0	2.0	23Q4，Bald Hill 复产，MRL 获其 100%股权，锂精矿产能 15.5 万吨/年(SC6)
Mt Holland	√投产			未披露			23Q4 投产，24 财年规划产量 10 万吨
Kathleen Valley				未投产			2023 年初，一期年采矿产能由原来的 250 万吨提升至 300 万吨，预计 2024 年中投产

资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：2024 财年指 23Q3-24Q2

盐湖锂项目方面，南美两大在产盐湖 Atacama 和 Olaroz 产销量基本符合预期。其中，Atacama-2023Q4 碳酸锂销量为 5.1 万吨，环比增加 17.8%，同比增加 18.6%，2023 年销量合计约达 17 万吨，相较 2022 年同比增加 8.2%。产能规划上，仍然保持原指引，2023-2025 年锂盐（包含碳酸锂和氢氧化锂）产能达 21 万吨、24 万吨、26.5 万吨。

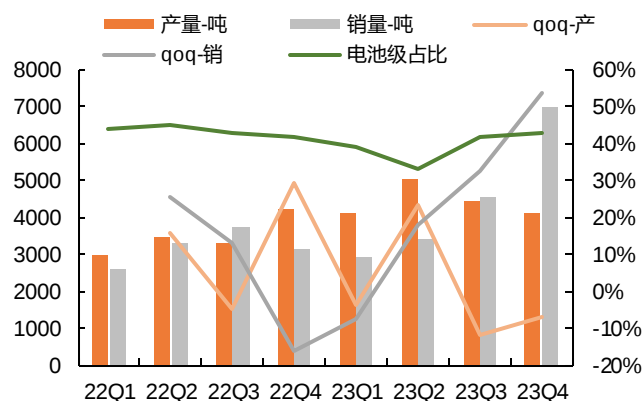
Olaroz 延期的二阶段扩产项目投产，在原产能 1.75 万吨的基础上增加产能 2.5 万吨 LCE，2023Q4 Olaroz 产销量分别达 4144 吨和 6991 吨，环比减少 6.9%和环比增加 53.5%，产量减少销量大幅增加说明库存消耗量较大；2023 年全年 Olaroz 产销量分别达 1.78 万吨和 1.79 万吨，同比增加 27.2%和 40%，整体符合预期。

图表10 Atacama-SQM 季度销量变化



资料来源: SQM 公司公告, 平安证券研究所

图表11 Olaroz (Allkem) 季度产销和电池级占比变化



资料来源: Allkem 公司公告, 平安证券研究所

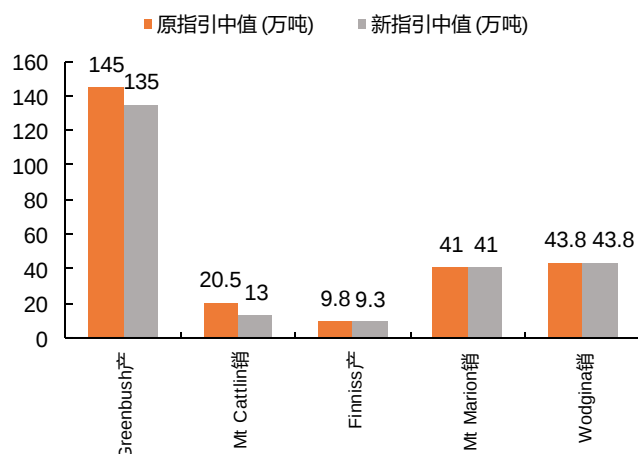
1.2 2024 年已有部分澳洲成熟大矿调减产销量指引

2024 年澳洲锂精矿产销指引合计减少约 18 万吨, 折合约 2.3 万吨 LCE。目前, 明确下调产销量指引的锂矿项目:

1. 据 IGO 公司公告, Greenbushes 2024 财年 (23Q3-24Q2) 锂精矿产量指引调减 10 万吨, 由 140-150 万吨下调至 130-140 万吨, 10 万吨锂精矿对应约 1.3 万吨 LCE, 生产成本和资本开支指引暂不变。
2. Mt Cattlin 矿山宣布 2024 自然年 (24Q1-24Q4) 锂销量预期下降至 13 万吨, 较 2023 年减少 7.5 万吨, 折约 1 万吨 LCE。
3. Finniss 宣布暂停开采作业, 现有 28 万吨锂辉石库存可供加工至 2024 年年中, 但后续如不重启开采作业, 假设参考 2024 财年指引 (2024 财年产量指引已由 8-9 万吨调至 9-9.5 万吨, 生产品位由 5.5% 下调至 4.77%, 将原有产量指引换算成 4.77% 品位为 9.2-10.4 万吨, 因此实际产量仍为调减, 销量指引由 9-10 万吨下调至 8-9 万吨), 未来将减少 9-10 万吨的锂精矿供应量, 折合约 1.1 万吨 LCE; 假设按照项目原规划的年产能, 则将减少 19.3 万吨/年的锂精矿供应, 折合约 2.3 万吨 LCE。
4. 据 Arcadium 公司公告, Mt Marion 2024 财年 SC6 锂精矿销量指引为 38-44 万吨, 指引较 2023 年中期确定的目标值不变, 但是按中值计算, 相较 2023 财年 (22Q3-23Q2) 实际销量值减少了 13.3%。

另外, 也有澳洲锂矿商表示暂不调整 2024 财年产销指引。2022 年第二季度新复产矿 Wodgina 披露的最新业绩报告显示, SC6 锂精矿 2024 财年的销量指引保持不变, 仍为 42.5-45 万吨, 按中值计算, 同比增加 16.4%。

图表12 2024 财年澳洲锂矿产销量指引变化



资料来源: 各公司公告, 平安证券研究所

图表13 2024 财年 Finniss 产销量和品位指引

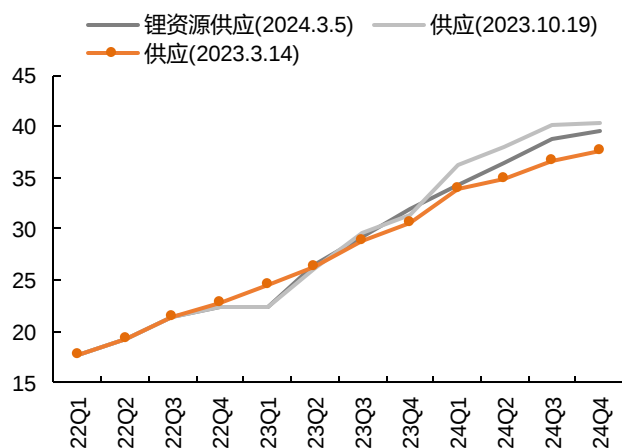
Revised FY24 Guidance		
	FY2024 Original	FY2024 Revised
Production (subject to weather conditions)		
Concentrate Production (t)	80,000-90,000	90,000-95,000
Production Grade	5.50%	4.77%
Concentrate Sales (t)	90,000-100,000	80,000-90,000
Sale of fines (t) ¹	85,000-95,000	46,298 – Future sales subject to market conditions
Costs and Capital expenditure		
Cash operating unit costs (\$/t) ²	\$1,470-\$1,570	\$1,350-\$1,400
Site sustaining capital	\$20-\$25m	\$22-\$23m
Deferred Stripping	\$45-\$50m	\$3m
Growth expenditure		
BP33 Early Works	\$45-\$50m	\$36-\$37m
Exploration and study expenditure ³	\$35-\$40m	\$27-\$29m
Royalties		
NT Royalty	8%-10%	2%
LRC Royalty	2.5%	2.5%

资料来源: corelithium 公司公告, 平安证券研究所

1.3 2024 年季度供应增量调减，短期暂无供应担忧

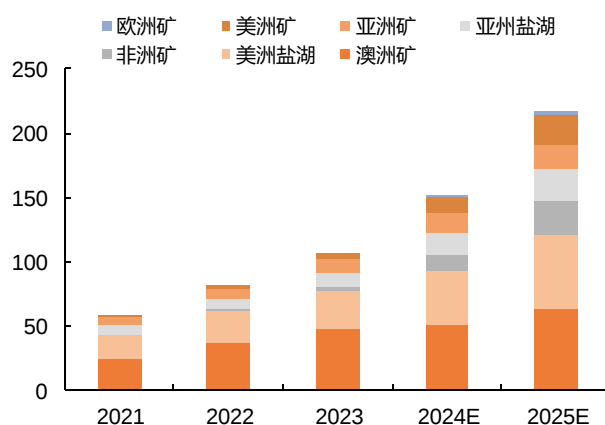
根据我们的测算，2024 年锂资源季度供应增量或较此前预测版本（2023.10.19）合计调减 6 万吨 LCE 左右，但大部分项目未更新最新进展、未明确表示项目延期或继续按计划进行，因此调减幅度有限，对锂基本面影响较小，我们认为短期锂资源供应仍持稳为主，暂无供应扰动的较大担忧。此外，据百川盈孚消息，部分非洲中小型锂矿停止开发，且已有锂资源项目暂停开采作业，但由于边际项目对供应增量的贡献较小，且远期项目本身具有较大不确定性，因此对全球锂供应格局无明显影响，后续仍需重点关注需求面的变化和旺季之下实际供需阶段性错配的情景演绎。

图表14 2024 年全球锂资源供应预期（万吨 LCE）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所预测

图表15 全球锂资源年供应量预测（万吨 LCE）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所整理

1.4 其他供应担忧：宜春环保政策趋严对我国锂资源供应的影响有多大？

中国有色金属工业协会锂盐分会最新统计显示，2023 年我国碳酸锂产能为 110 万吨，产量为 51.79 万吨，产量同比增长 31.1%，氢氧化锂产能 70 万吨，产量 31.96 万吨，产量同比增长 30.1%，其中，宜春碳酸锂整体产量在 20 万吨左右，约占 2023 年全国锂盐总产量的 24%。据宜春市政府公告，2022 年宜春市共生产碳酸锂 14.65 万吨（志存锂业、永兴材料、飞宇新能、江特电机产量合计占比可达 85%，呈现集中度高），其中，本地锂资源生产约 6 万吨，相应产生长石粉 840 万吨、锂渣 180 万吨；外购锂云母生产约 8.6 万吨，产生锂渣约 260 万吨。

据宜春市政府公告，2023-2025 年当地碳酸锂产量预计 20 万吨、35 万吨、50 万吨，假设 2023-2025 年随着宜春自有锂云母矿的放量，原料结构调整 70% 利用本地含锂瓷土生产，30% 外购锂云母矿生产；每生产 1 吨碳酸锂消耗锂云母原矿 200 吨，产生锂渣 30 吨，推算得 2023 年-2025 年将产生长石粉和锂渣分别 1960 万吨、3430 万吨、4900 万吨和 600 万吨、1050 万吨、1500 万吨（锂渣不受原料结构调整影响）。目前，长石粉主要用于建筑陶瓷、玻璃领域，全市、全省月消纳能力为 400 万吨、550 万吨，年耗能力为 4800 万吨和 6600 万吨，有较为充足的消纳能力；而锂渣主要用于水泥、混凝土和烧结砖等建材行业，还处在应用试验和应用标准制定阶段，消纳能力有限，目前锂渣仍主要采取堆放方式，如何妥善处置锂渣是后续宜春锂云母矿能否持续保障供应的关键。

图表16 宜春锂云母矿和锂盐产能产量规划及对应的长石粉和锂渣量

	已建成	2022	2023E	2024E	2025E	2030E
锂云母采选量（原矿，万吨）	1790	3652	6462	10722	12282	12290
合计/折合 LCE（万吨）	13	26	44	70	80	80
锂盐企业产量（万吨,LCE）	18	15	20	35	50	70
本地含锂瓷土生产锂盐量 假设占比 70%, 万吨 LCE	7	6	14	25	35	49
自有锂云母原矿消耗量（万吨）	1456	1200	2800	4900	7000	9800
副产长石粉（万吨）	1019	840	1960	3430	4900	6860
副产锂渣（万吨）	546	440	600	1050	1500	2100

资料来源：宜春市政府公告，平安证券研究所

据 SMM 数据，2 月国内锂云母制碳酸锂产量预期为 7750 吨，较 1 月环比减少 33%，主要受春节假期及年度检修影响所致；3 月后，锂云母制碳酸锂产量预期为 1.27 万吨，环比增加 64%，中国碳酸锂总产量预期为 4.4 万吨，环比增加 30%。但是近日关于宜春锂渣处置问题引发的环保严监察的消息再次发酵，据 Mysteel 预测，受江西环保检查影响，3 月宜春的碳酸锂供应将减少约 4000 吨，占我国碳酸锂月度供应量的 10%左右。目前，永兴材料、江特电机在公开互动平台表示未收到相关通知减停产，另外，永兴材料在公开互动平台表示公司引进了源喆新材，利用锂渣、粉煤灰等制备水泥掺合料可完全消纳其 60 万吨/年的锂渣量。2022 年以来类似事件已多次发生，宜春环保政策趋严背景下，锂渣处理问题难以解决，则锂云母制碳酸锂产量的不稳定性将持续存在，并阶段性扰动我国锂盐供应。另外，锂渣目前被认定为固体废物，是否属于危险废物尚未得到定论，根据 Mysteel 调研披露数据，尾渣固废储存处理价格为 35 元/吨/年，而危废则需超过 2000 元/吨/年，新一轮中央环保督察工作或在 3 月底启动，具体影响情况需持续关注督察结果。

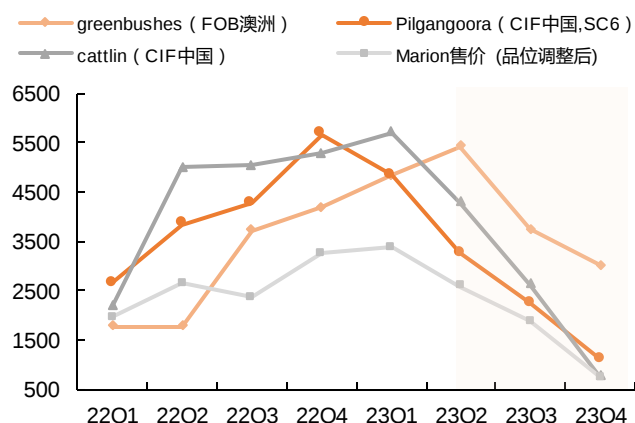
二、 价的角度：价格超跌、成本边际收窄，新增项目浮亏

2.1 23Q4 主要锂精矿和盐湖锂项目产品售价均大幅下调

2023 年以来受中国新能源汽车需求同比增速回落，动力电池库存积压、产量同比大幅下滑影响，市场预期锂资源供需格局扭转为供过于求，同时电动汽车打价格战传导至锂材料，导致锂价大幅走跌。据 ifind 数据，进口锂精矿（Li₂O:5.5%-6%）现价（2024.3.12，1050 美元/吨）较 2023 年初（2023.1.3，6025 美元/吨）下降了约 82.6%，仅 2024 年 3 月在供应端消息面扰动及终端旺季将至的博弈之下环比小幅涨价。

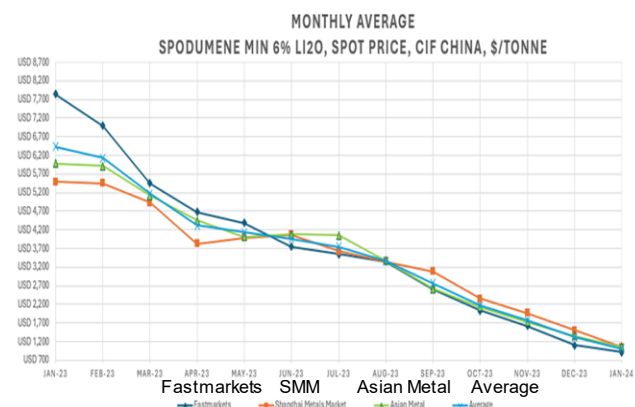
全球主要项目的锂精矿报价也在 23Q4 出现明显下调：2023Q4，澳洲主要锂矿 Greenbushes 均价（FOB）为 3016 美元/吨，环比下降 19.4%，得益于高品位资源禀赋，其价格具备一定韧性，相对降幅较小；Pilgangoora 售价（CIF 中国）1113 美元/吨，环比下降 50.3%；Mt Cattlin 售价（CIF 中国）763 美元/吨，环比下降 70.9%。南美盐湖方面，据 SQM 公司公告，最大在产盐湖 Atacama 23Q4 单位碳酸锂售价 1.6 万美元/吨，环比下降 46.7%，同比下降 72.9%。

图表17 澳洲主要锂矿销售价格走势（美元/吨）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

图表18 主要参考网站月均锂精矿价格(CIF 中国, \$/吨)



资料来源：Core lithium 公司公告，平安证券研究所

2.2 成本边际降幅远低于售价跌幅，新投产项目已浮亏

成本方面，澳洲最大在产矿格林布什因产销下滑，单位成本出现较高的环比增加，另外虽有部分澳洲锂矿商和盐湖锂企业生产成本环比下滑，但成本的边际降幅远低于售价降幅，且部分矿企通过裁员、减少经营性费用等方式降本，并非因项目成熟化或开发资源品位升级带来的趋势性降本。

澳洲锂矿端：1、据 IGO 公司公告，2023Q4，最大澳矿 Greenbushes 单位现金成本 C1 为 357 澳元/吨，环比增加 36.3%，现金成本 COGS（不含权益金）为 417 美元/吨，环比增加 42.8%，同比增加 58.6%，包含权益金的 COGS 为 614 澳元/吨，环比增加 18.1%，虽然和锂精矿市场价直接挂钩的权益金成本下降，但是产销量下降使摊销的采矿/加工/破碎等生产成本增加；

2、据 Pilbara 公司公告，23Q4 Pilgangoora 运营成本(FOB)为 416 美元/吨，环比下降 14.9%，同比增加 9.5%，CIF 中国（含 11%的特许权使用费）为 523 美元/吨，环比下降 20.5%，同比下降 31.9%，主要系和锂价挂钩的权益金的下降；

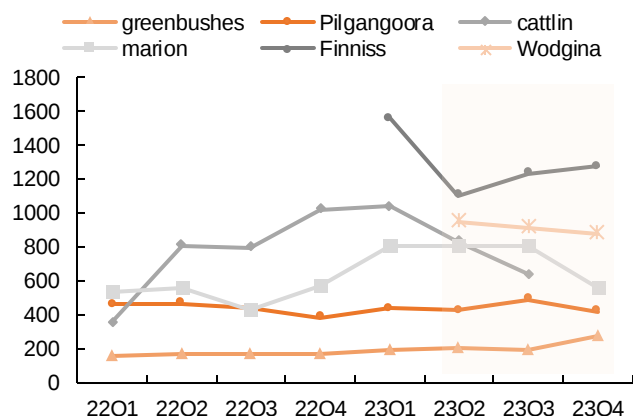
3、据 Arcadium（由 Allkem 和 Livent 合并而成）公司公告，2023H2 Mt Marion 的 FOB 成本为 548 澳元/吨锂精矿，折 SC6 的 FOB 成本为 844 澳元/吨，低于 2024 财年指引 1150-1250 澳元/吨，原因是 2023 年 Marion 锂精矿产销量的增加，公司计划 24H2 FOB 成本降至 500 澳元/吨。

4、据 Core Lithium 公司公告，23Q4 Finniss 运营成本（FOB,不含权益金）为 1953 澳元/吨，环比增加 3.4%，控股股东 Core lithium 计划减少现金支出，包括研究、勘探和经营成本。

5、据 MRL 公司公告，2023H2 Wodgina 的 FOB 成本（C1 现金成本+管理费）为 845 澳元/吨，折 SC6 FOB 成本为 875 澳元/吨，位于 2024 财年成本指引 875-950 澳元/吨的下限。随着矿石品位提升和剥离比下降，预计 22024.9 FOB 成本将降至 550 澳元/吨。Wodgina 精矿对应产出电池级锂的售价为 18712 美元/吨，同比下降 63.5%，环比下降 45.0%。

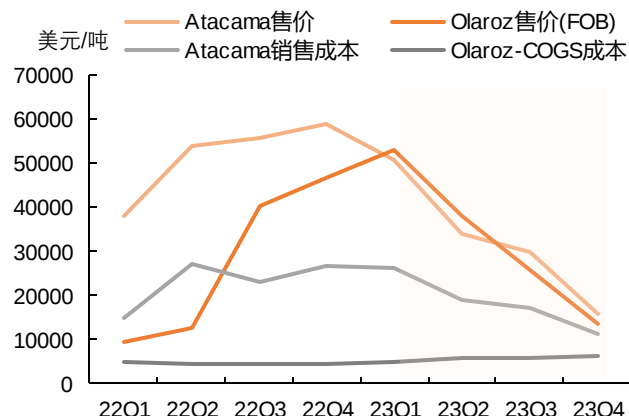
南美盐湖端：1、据 SQM 公司公告，23Q4 Atacama 盐湖碳酸锂单位成本约为 1.1 万美元/吨，同比下降 57.8%，环比下降 35.2%；2、据 Arcadium 公司公告，23Q4 Olaroz 单位 COGS 成本为 6150 美元/吨，环比增加 1.0%，同比增加 31.4%。

图表19 澳洲主要锂矿单位现金成本变化（美元/吨）



资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：以澳元计的均已折算为美元

图表20 南美两大在产盐湖锂项目售价和成本走势

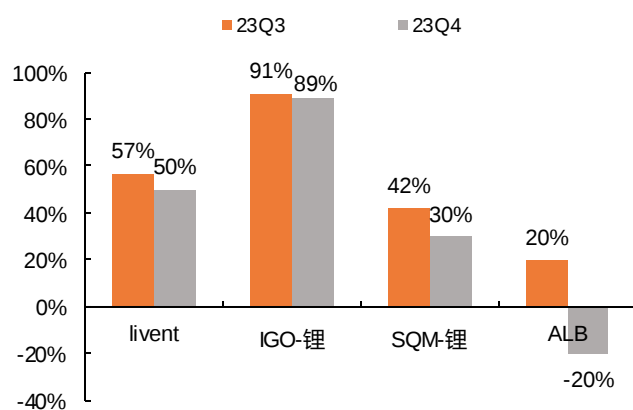


资料来源：SQM 和 Arcadium 公司公告，平安证券研究所

从头部锂企业相关业务 EBITDA Margin 和全球主要在产锂资源项目 2023Q4 毛利率（单位 COGS/单位售价）来看，23Q4 盈利水平平均下滑，资源禀赋优越的锂矿（例如全球最大在产锂矿格林布什）降幅相对小，部分锂企业和锂资源项目已出现亏损，例如 2022Q4 复产、2023Q1 产出首批锂精矿的 Finniss 项目在 23Q4 已出现成本和售价的倒挂，迫使控股股东 IGO 采取暂停采矿作业的措施来控制亏损和资本开支额，此外 2023 年重启的加拿大复产矿 NAL 也呈亏损状态。

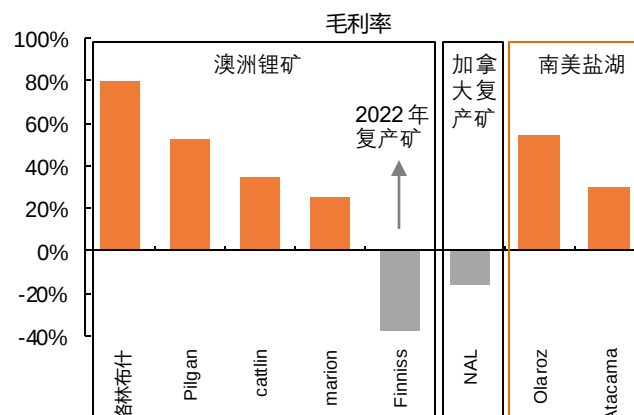
上述锂企业和锂矿&盐湖是全球规模排名前列、相对成熟在产的项目，这些企业和项目中也出现了一定亏损现象，另有更多待投产和待重启的项目营利性将更为堪忧，例如非洲绿地矿、南美中小型盐湖等或面临更大的资金压力，我们认为中期和远期项目进程的不确定将加剧，原计划投产时间或难以兑现。

图表21 海外头部锂企业锂业务 EBITDA Margin



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

图表22 2023Q4 全球主要锂资源项目毛利率



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

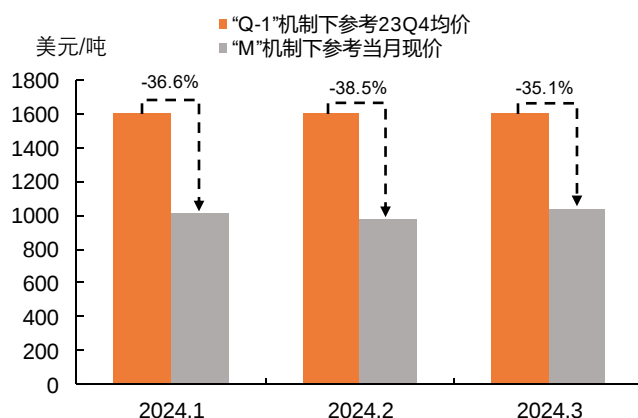
2.3 定价模式改变：多家矿企将定价期由 Q-1 调为 M+1，矿冶两端价格将呈高联动性

中国锂盐价格大幅下跌，而澳洲锂精矿原主要以“Q-1”季度定价形式、存在价格调整的滞后性，导致依赖澳矿进口、外购原料的冶炼厂成本倒挂、大幅亏损而停产，2023Q4 多家澳洲锂矿厂调整精矿定价机制，除 Greenbushes 由季度定价“Q-1”调整为月

度定价“M-1”外，其余澳矿基本调整为“M+1”（即当期锂矿售价与下个月的锂盐市场均价挂钩），该机制于 2024 年开始实施，按照最近锂精矿进口价计算，M 模式相较 Q-1 模式协定的锂精矿进口价下降 35%-40% 左右。定价形式的调整意味着产业利润分配结构或面临调整，矿企在议价权和利润上做出部分退让以此来缓解冶炼企业压力，但这对矿冶一体化企业无实质影响。

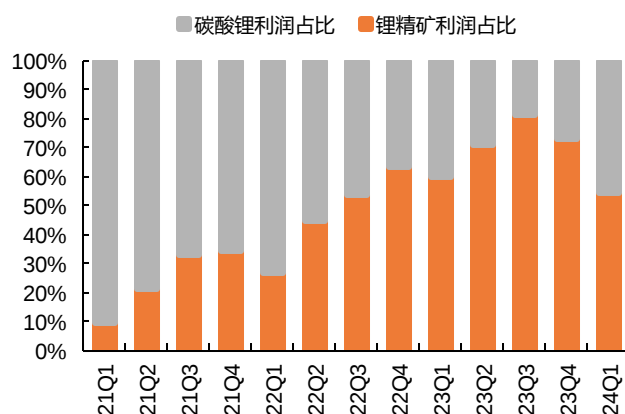
我们以 Pilbara 锂精矿 CIF 中国单位成本和锂精矿(5.5%-6%品位,CIF 中国)进口均价、国产电池级碳酸锂均价测算锂矿冶两端的利润分配结构，24Q1 假设以“M”模式定价（即以当月进口锂精矿市场价签订报销协议），矿冶两端价格将呈高联动性，利润分配结构将重新调整为各 50% 左右，不再向资源端过分倾斜。

图表23 海外锂精矿定价机制改变后的进口参考价



资料来源: ifind, 平安证券研究所

图表24 锂矿冶两端利润分配结构的再调整



资料来源: ifind, 百川盈孚, 平安证券研究所

三、 现金压力之下，多家矿企收缩资本开支

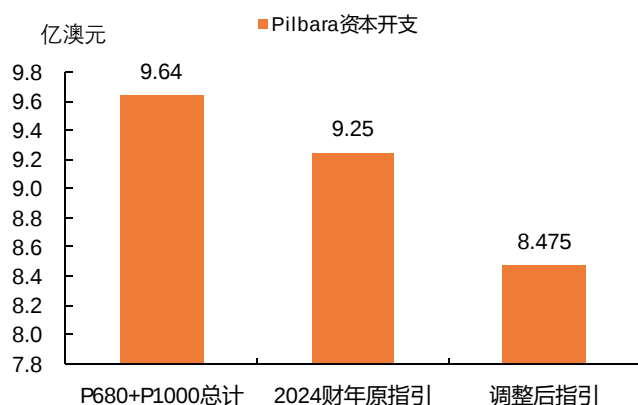
3.1 多家锂矿企业已下调 2024 财年资本开支指引

多家锂矿企业在锂价高速下滑的态势下，因面临现金压力而下调资本开支，短期对项目的影响不明显，长期或将导致锂资源供应的整体推迟，产出的滞后性或使锂资源再出现阶段性供需错配。其中，代表性条件资本开支的项目如下：

Pilbara-Pilgangoora 下调 2024 财年资本开支指引：2024 财年(23Q3-24Q2)资本开支下调 5500-10000 万澳元，P680 和 P1000 暂不受影响。公司将 2024 财年资本开支指引由 8.75-9.75 亿澳元下调至 8.20-8.75 亿澳元，延期非必要项目，但核心的 P680、P1000 项目仍按原计划推进，公司预计 P680 和 P1000 资本开支分别为 4.04 亿澳元和 5.60 亿澳元。根据 Pilbara 公司业绩公告，23Q3 和 23Q4 其资本开支分别为 3.98 亿澳元和 2.22 亿澳元，根据指引中值，24H1 公司资本开支约为 2.275 亿澳元，较 23H2 降幅高达 63.3%。

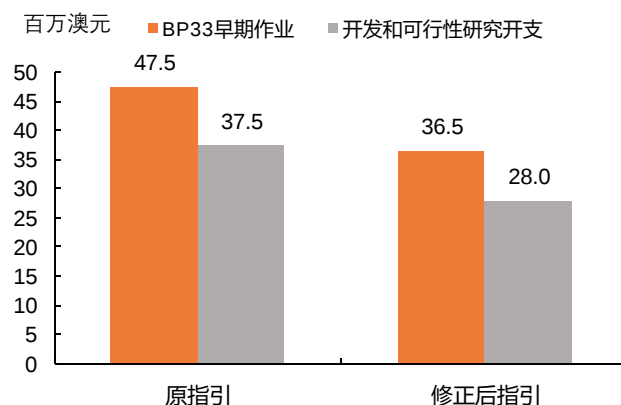
Core Lithium-Finniss 下调新开发项目资本开支：2024 财年 BP33 项目早期作业拟支出从 45-50 百万澳元降至 36-37 百万澳元，绿地区开发和可行性研究支出从 35-40 百万澳元降至 27-29 百万澳元，按照指引中值，BP33 项目合计减少资本开支 18.5 百万澳元/吨，Finniss 绿地矿区的开发或延后。

图表25 Pilbara 下调 2024 财年资本开支指引



资料来源: Pilbara 公司公告, 平安证券研究所

图表26 Finnis-下调 BP33 早期作业和开发支出

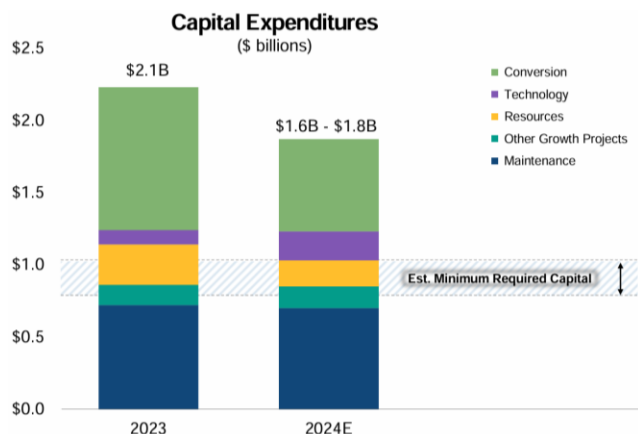


资料来源: Core Lithium 公司公告, 平安证券研究所

全球最大锂盐供应商 ALB 首次缩减资本开支。根据公司发布的最新财报披露, 2024 年资本开支指引为 16-18 亿美元, 较 2023 年同比下降 20.9%, 是近 3 年来首次同比减少资本开支, 具体是调减资源开发和锂化合物转化开支。

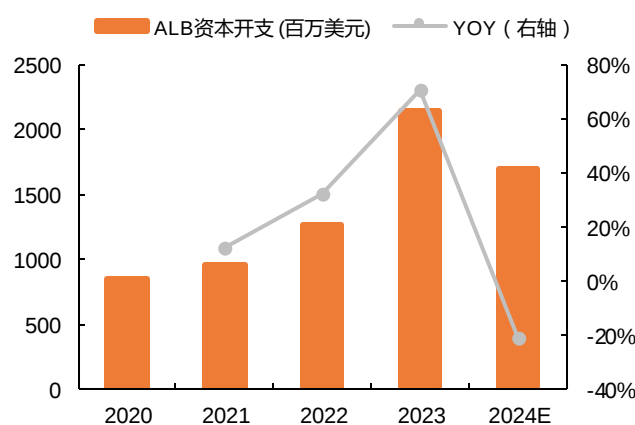
ALB 作为全球最大的锂开采和冶炼厂商, 在资源端通过持股澳矿 Greenbushes 49%股权+澳矿 Wodgina 50%股权+南美盐湖 Atacama 247 万吨 LCE 开采权+美国盐湖 Silver Peak 100%股权, Atacama 盐湖配套 La Negra 锂盐厂, Wodgina 配套 Kemerton 工厂 (公司持股 60%, 年产 5 万吨氢氧化锂); 2022 年 10 月 ALB 收购广西天源, 旗下钦州工厂 2.5 万吨/年 LCE (电池级) 已投产, 另外公司在中国眉山工厂建设的 5 万吨/年 LCE, 预期 2024 年底投产, 2021-2023 年 ALB 经转化的锂化合物产能分别为 8.5 万吨、11.9 万吨、16 万吨, 现计划 2024 年同比增加 10%-20% (原规划 2024-2027 年复合增速达 20%-30%), 在锂市场价低迷的情况下, 公司或放缓产能释放进度和增加幅度。

图表27 ALB 缩减资本开支



资料来源: ALB 公司公告, 平安证券研究所

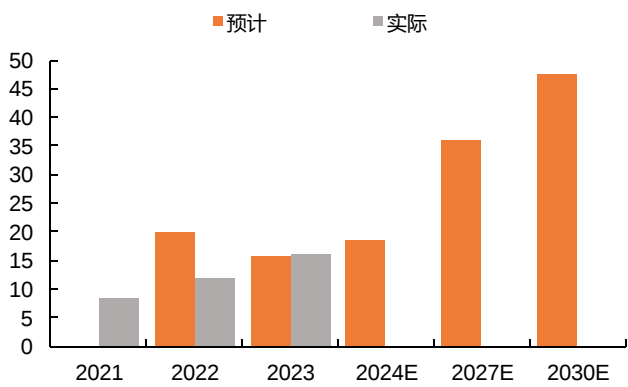
图表28 ALB 公司近五年以来首次下调资本开支



资料来源: ALB 公司公告, 平安证券研究所, 注: 2024 年为公司指引数

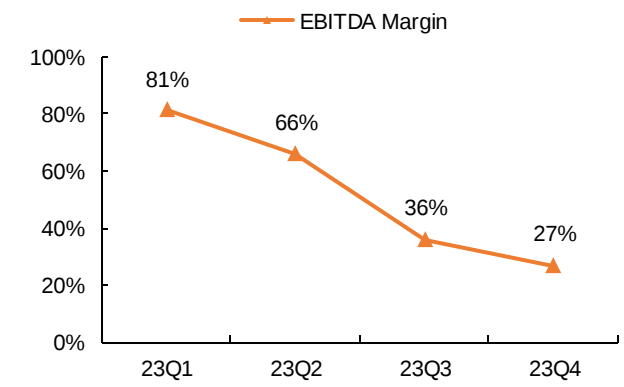
23Q1-23Q4 在锂价快速下跌的过程中, ALB 的盈利水平 EBITDA Margin 已从 81% 快速下滑至 27%, 由于包销协议锂盐定价此前一般按 M-1 略滞后于现货价, 根据 2023 年 12 月以来的锂价走势 (据百川盈孚数据, 2023 年 12 月初至今电碳价格下降约 11%), 24Q1 公司 EBITDA Margin 或将进一步承压, 由此可见, 目前的锂价水平之下, 高原料自给率的龙头供应商都面临了较大的盈利压力。

图表29 ALB 锂化合物产能规划（万吨）



资料来源：ALB 公司公告，平安证券研究所

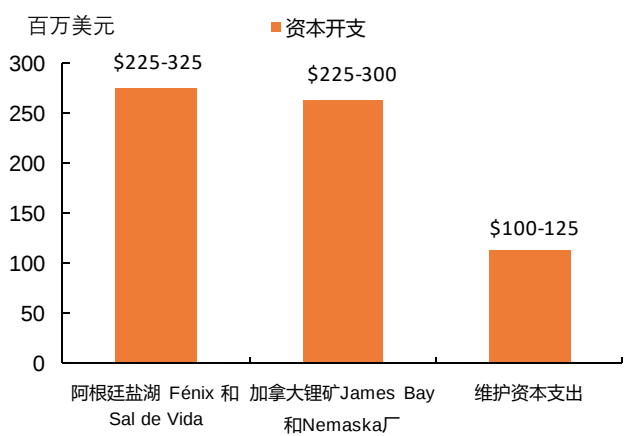
图表30 ALB 2023Q1-2023Q4 EBITDA Margin 变动



资料来源：ALB 公司公告，平安证券研究所

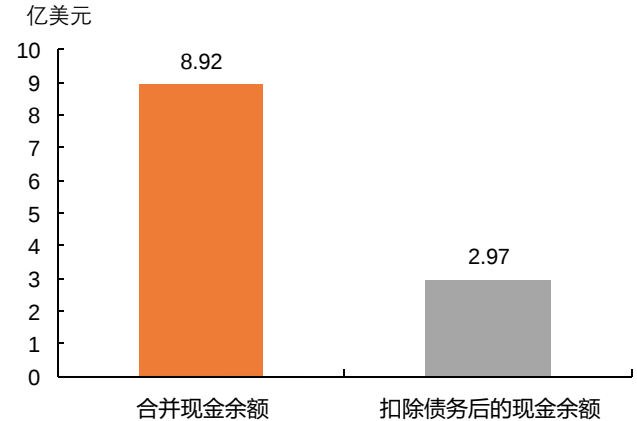
Arcadium Lithium（由 Allkem 和 Livent 于 2024 年 1 月 4 日完成合并）鉴于当前的市场状况，公司预计会降低近期资本支出承诺，将降低 2024 年 F é nix 和 Sal de Vida 项目以及 James Bay 和 Nemaska 锂矿项目的总体资本支出，公司预计 2024 年的增长资本支出为 4.5 亿至 6.25 亿美元，另有 1 亿至 1.25 亿美元的维护资本支出，截至 2023 年 12 月 31 日，Arcadium Lithium 的合并现金余额为 8.92 亿美元，扣除债务后的现金余额为 2.97 亿美元。公司预算的 2024 年开发中锂资源项目资本开支和维护支出达 5.5-7.5 亿美元，远超公司净现金余额，存在一定现金流压力。

图表31 Arcadium 锂项目 2024 年资本开支规划



资料来源：Arcadium 公司公告，平安证券研究所

图表32 Arcadium Lithium 合并后现金余额



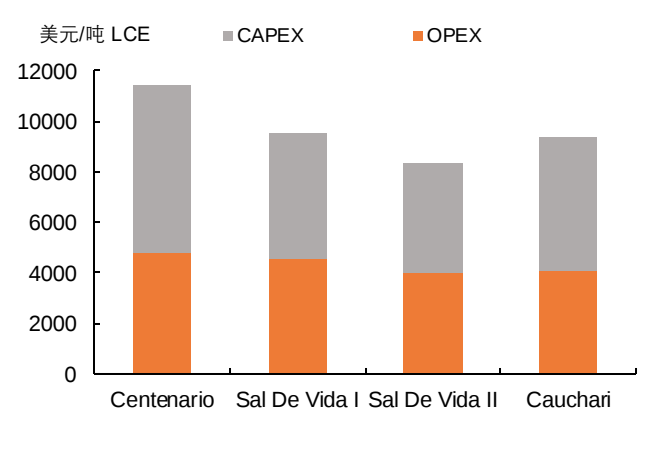
资料来源：Arcadium 公司公告，平安证券研究所

3.2 考虑资本开支的拟新投产项目利润空间进一步压缩

通过梳理 2024 年拟投产盐湖项目的资本开支和预期经营性开支情况，资源禀赋相对较好的代表性项目 Centenario（产能 2.4 万吨 LCE）、Sal De Vida 两期（一期 1.5 万吨 LCE+二期 3 万吨 LCE）、Cauchari（2.5 万吨 LCE）的经营性支出 OPEX 大约在 4000-5000 美元/吨，以 5 年摊销期计算单位资本开支 CAPEX 在 4300-6700 美元/吨，测算得到的 Centenario、Sal De Vida I 期和 II 期、Cauchari 单位经营性和资本性支出合计分别约为 1.1 万美元/吨 LCE、0.95 万美元/吨 LCE、0.84 万美元/吨 LCE、0.94 万美元/吨 LCE，在不考虑其他项目维护费用等的情况下，相较于目前 1.5 万美元/吨的电池级碳酸锂市场价尚有一定利润，如果按照 3 年摊销期计算则利润空间基本较小（即 3 年内较难回本），盐湖碳酸锂的下方空间或有限。

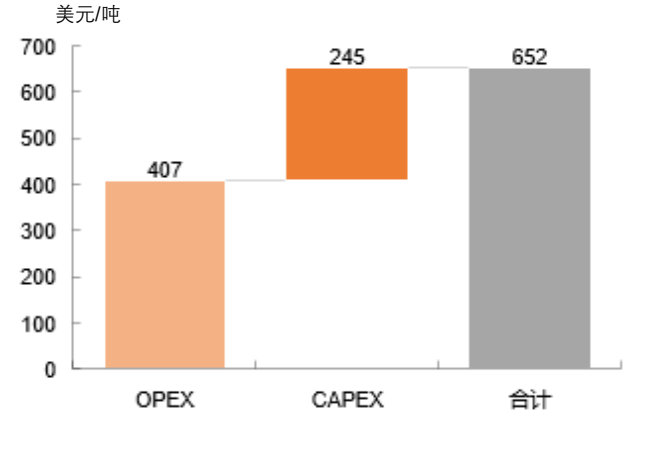
另外，根据 Allkem 披露的拟于 2024 年投产的加拿大锂矿 James Bay 项目开支情况（规划产能 31.1 万吨锂精矿，氧化锂品位 5.6%），单位 OPEX 为 407 美元/吨，经测算的单位 CAPEX（假设 5 年期摊销）约为 245 美元/吨，则测算得的单位成本约为 652 美元/吨，在不考虑拿矿成本、不含特许权使用费和项目维持开支等的情况下，相较于目前 1000 美元/吨左右的锂精矿价格（5.5%-6%氧化锂品位）尚有一定利润空间，但在 2-3 年内回本的潜力较小。

图表33 2024 年拟投产的南美代表性盐湖锂项目支出



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

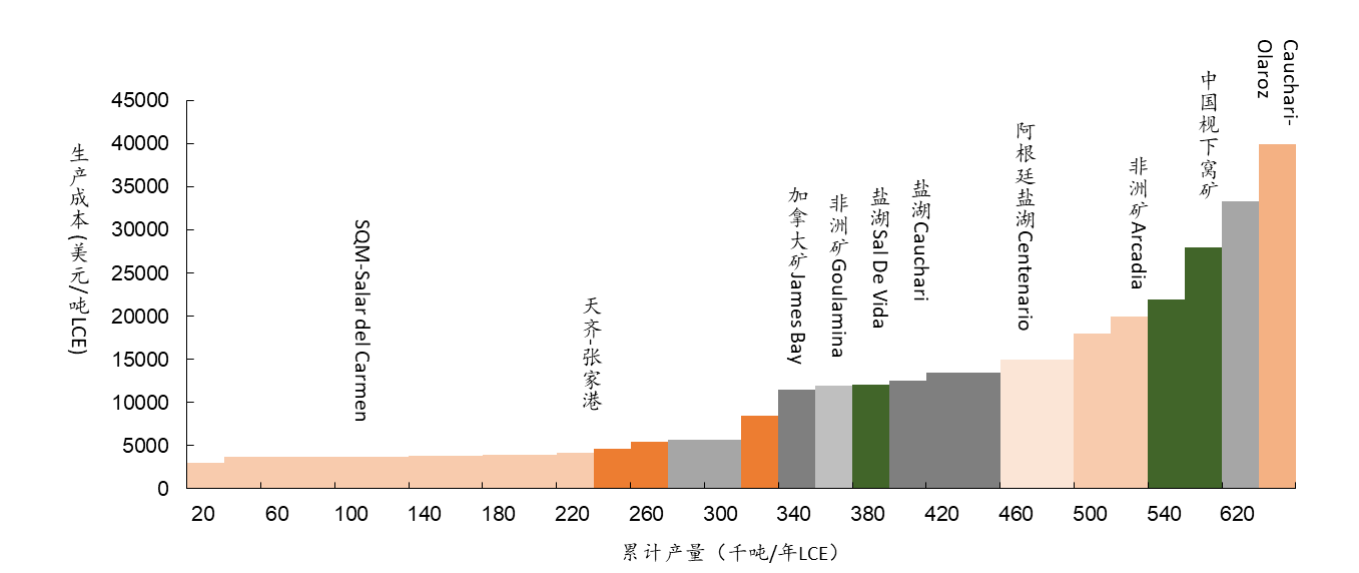
图表34 加拿大锂矿 James Bay 项目开支



资料来源：Allkem 公司公告，平安证券研究所

随着优质资源充分开发，更多边际新项目拟投产，2023-2025 年拟投产的具代表性的非洲绿地矿、新开发南美盐湖、国内锂云母矿等项目单位碳酸锂矿端生产成本明显高于成熟在产项目，相对中低品位锂矿和中低锂浓度盐湖的资本开支、营运成本等也有明显抬升趋势。在美洲锂矿和成熟澳矿利润空间持续压缩的情况下，非洲绿地矿因设备和能源供应问题更为突出、面临的资金压力也会更大，因此原计划于 2024-2025 年陆续投产带来较多供应增量的非洲绿地矿项目开发不确定性或进一步加大，如果锂价继续下行，逐步击穿海外新投资矿业的现金成本支撑线，锂资源产能或将加速出清。

图表35 全球代表性项目单位 LCE 生产总成本情况



资料来源：各公司公告，天齐锂业港股招股书，平安证券研究所

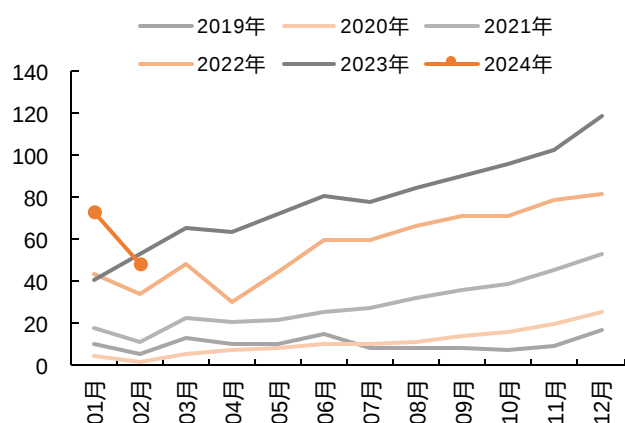
四、动力需求预期逐季改善，储能电池增量不容忽视

4.1 终端旺季将迎，锂电产业链库存有望渐去化

据中国汽车工业协会数据，2023 年我国新能源汽车产销量实现预期内的增长，分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比增长 35.8% 和 37.9%，渗透率达到 31.6%，高于上年同期 5.9 个百分点；其中，国内销量达 829.2 万辆，同增 33.5%，出口达 120.3 万辆，同增 77.6%。据平安证券汽车组预测，2024 年新能源车销量将逐季爬坡，季度波幅小于 2023 年，2024 年销量有望达 1150 万台，同增约 25%，其中中低价格带插混车渗透率有望快速上升，中高价格带纯电市场将迎来扩容。

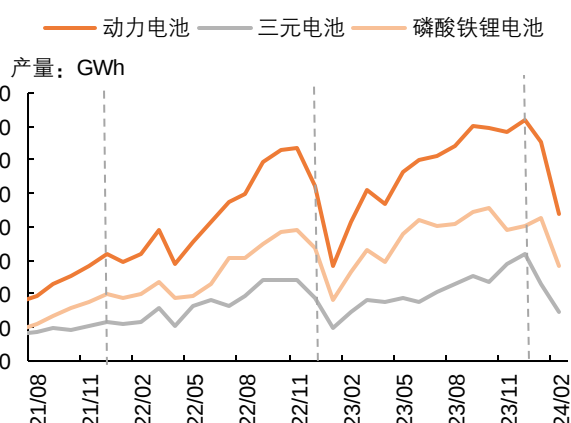
中国汽车动力电池产业创新联盟数据显示，2023 年我国动力电池产量为 778.1GWh，同比增加 42.5%；销量达 616.3GWh，同比增加 32.4%，其中，磷酸铁锂电池仍贡献主要增长，1-12 月磷酸铁锂电池累计产量达 531.4GWh，占比达 68.3%，同比增长 59.9%，三元电池产量达 245.1GWh，同比增加 15.3%；除 2 月受需求淡季和疫情管控影响产销同比下滑外，2023 年我国动力电池市场整体仍呈较好的需求增势；2024 年 1 月终端新能源汽车补贴政策延期叠加春节前夕促销活动带来市场开门红，淡季之下动力电池产销仍呈较高同比增势，实现销量 50.4GWh，同比增长 82.3%，2 月产销受淡季和春节影响阶段性回落。据 SMM 统计，3 月主要锂电池企业和正极企业排产环比已明显好转，看好需求启动下的旺季供需错配行情。

图表36 我国新能源汽车月度销量（万辆）



资料来源：ifind，平安证券研究所

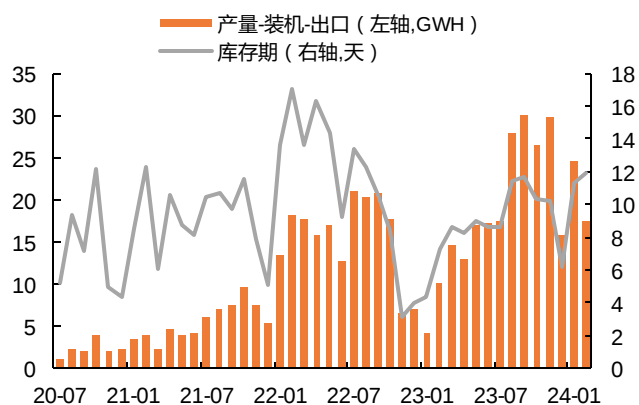
图表37 动力电池产量淡季阶段性回落



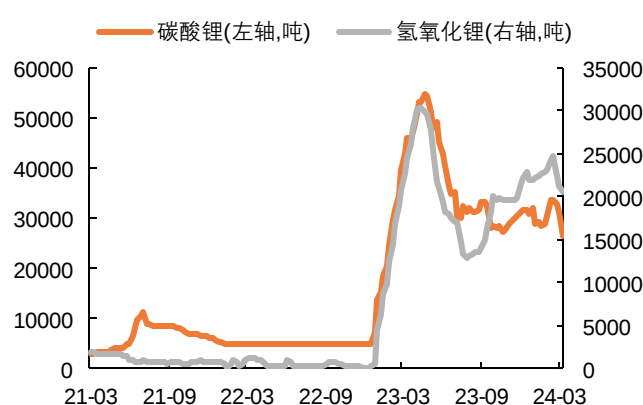
资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，平安证券研究所

现阶段我国动力电池和锂盐库存尚处高位，电池端库存去化仍需一定时间，由于一季度为传统消费淡季叠加 2 月春节假期影响，目前下游需求尚难显现较为明显的回暖态势，因此短期锂电池市场或仍以去库存为主；锂盐端，目前碳酸锂总库存仍小幅增加，主要是冶炼厂和中游部分环节库存仍在增加，下游正极厂的碳酸锂库存有所下降。

图表38 动力锂电池仍处于去库阶段



图表39 锂盐库存尚处较高位置



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，平安证券研究所

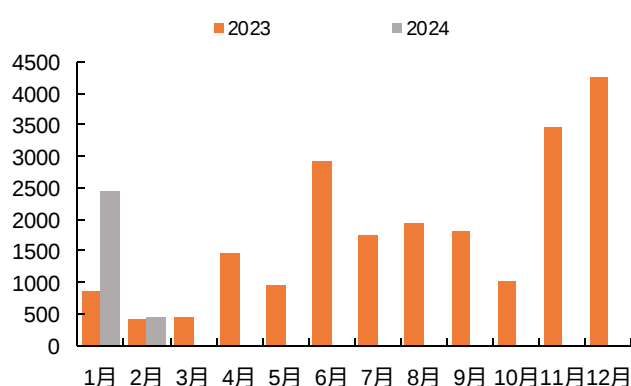
资料来源：百川盈孚，平安证券研究所

4.2 新型储能市场带来的锂电增量需求不容忽视

据 CIES 发布数据显示，2023 年全球储能新增装机量约 48.6GW，其中新型储能新增装机量约 42.0GW，新型储能各技术路径中锂电池占比仍高达 92.7%；2023 年锂电化学储能新增装机同比增加 93%至 38.9GW，与 2022 年增速相近，保持近翻倍增长的态势。同时，据 CIES 发布《2024 年中国新型储能产业发展白皮书》显示，2023 年中国储能新增装机量约 26.6GW，其中新型储能新增装机量约 21.3GW（各技术路径中锂电池占比高达 97.5%，是 2022 年锂电池储能新增装机量的近 4 倍），约占 2023 年储能新增装机的 80.1%，为我国储能市场提供了主要增长动力。

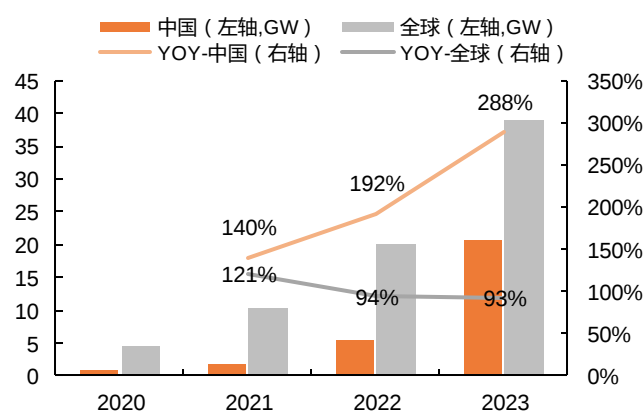
据 CESA 统计数据，2024 年 1-2 月我国新型储能装机功率仍保持高增速，合计功率达 2912MW，同比增长 131%。

图表40 新型储能月度装机功率（MW）



资料来源：CESA，平安证券研究所

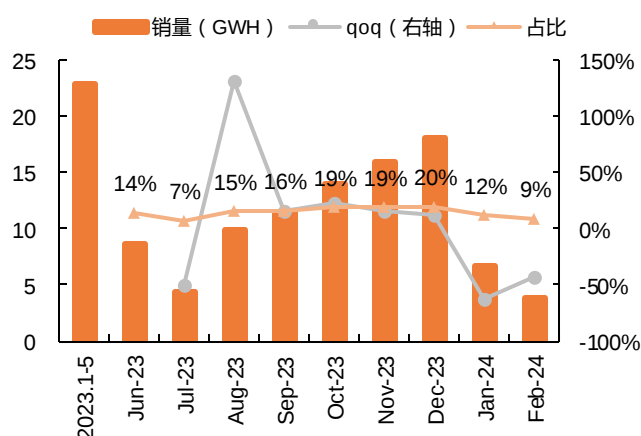
图表41 我国锂电池化学储能新增装机同比高增



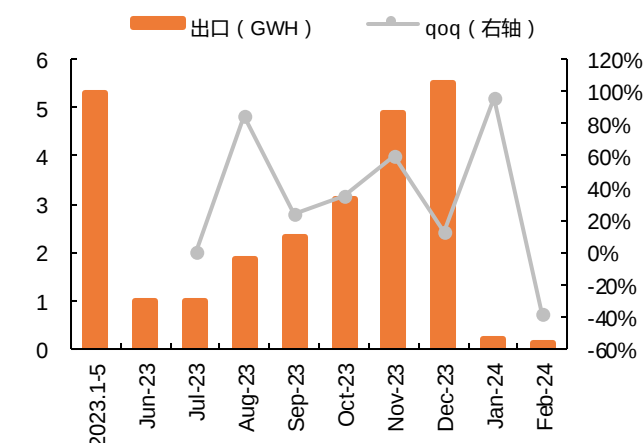
资料来源：CIES，CESA，平安证券研究所

新型储能市场高速发展带来的增量空间或将成为锂电材料需求增长不容忽视的动力。据 GGII 统计，2023 年中国电力储能锂电池出货量达 167GWh，同比增长 81.5%，占我国锂电池总出货量的比例约 23%，较 2022 年的近 20%进一步提升；根据中国汽车动力电池产业创新联盟统计数据，2023 年我国储能锂电池出货量达 25.2GWh，下半年环比增势向好。2024 年“新型储能”首次被写入政府工作报告，我国新型储能市场有望向规模化、精益化、体系化高速发展，据 GGII 预计，2024 年中国锂电池市场出货量将超 1100GWh，同比增长超 27%，正式进入 TWh 时代，其中储能电池出货量将超 200GWh，同比增长超 25%，未来电化学储能对锂电材料的较大规模需求将成为驱动锂电产业链增长的第二大空间。

图表42 储能锂电池销量及其在锂电池总销量中的占比



图表43 储能锂电池出口量和环比增速



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，平安证券研究所

资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，平安证券研究所

五、投资建议

主要投资逻辑：部分锂资源项目减停产和头部锂企业削减资本开支，供应或无近忧却有远虑；需求逐季改善在即，旺季行情之下，供需错配情景或阶段性演绎。

供给端，已有大型锂资源项目下调 2024 财年产销指引，部分边际项目因成本倒挂面临出清，短期供应仍由成熟在产项目支撑，但中长期项目的不确定在加剧。需求端，二季度将迎来终端传统旺季，2024 年 3 月下游正极厂排产情况已明显好转、下游的锂盐库存也已处相对低位，有望在后续开启备货，进而降低冶炼厂库存压力。利润端，矿冶两端市场价均大幅下跌，而成熟项目的成本边际收窄幅度尚且远不及价格跌幅，2023-2024 年新启动项目面临亏损，现阶段锂价的下方空间或有限。

投资标的：建议关注高资源自给率及资源位于安全边际较高区域的企业。

中矿资源：控股的津巴布韦 Bikita 矿山持续放量，国内 3.5 万吨锂盐项目于 2023 年底前投产，公司矿盐两端增量持续释放，在锁定自有锂资源的同时实现锂产业价值链延伸，从而提升业绩弹性。

天齐锂业：控股全球最大在产澳矿格林布什，上游资源完全自给；现已建成锂化合物产能 8.88 万吨/年，澳洲奎纳纳一期 2.4 万吨/年氢氧化锂和遂宁安居 2 万吨/年碳酸锂项目均正处于产能爬坡阶段，未来公司锂盐产能将持续释放。

六、风险提示

- 1、终端需求增速不及预期。**当前锂终端主要消费引擎在新能源汽车及电化学储能，若两种应用场景锂电增长出现超预期下滑，锂价有承压可能。
- 2、供应释放节奏大幅加快。**海外绿地项目如出现较大程度超预期投产，资源供应增量加快释放，或将带来资源过剩格局。
- 3、海外相关政策风险。**海外国家加速推进锂资源国有化，或将使持有海外矿产的企业面临一定政策风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	