

锂重置成本与刺激价格

——破冰寻锂系列2

行业评级：看好

2025年6月3日

分析师

沈皓俊

分析师

王南清

邮箱

shenhaojun@stocke.com.cn

邮箱

wangnanqing@stocke.com.cn

证书编号

S1230523080011

证书编号

S1230523100001

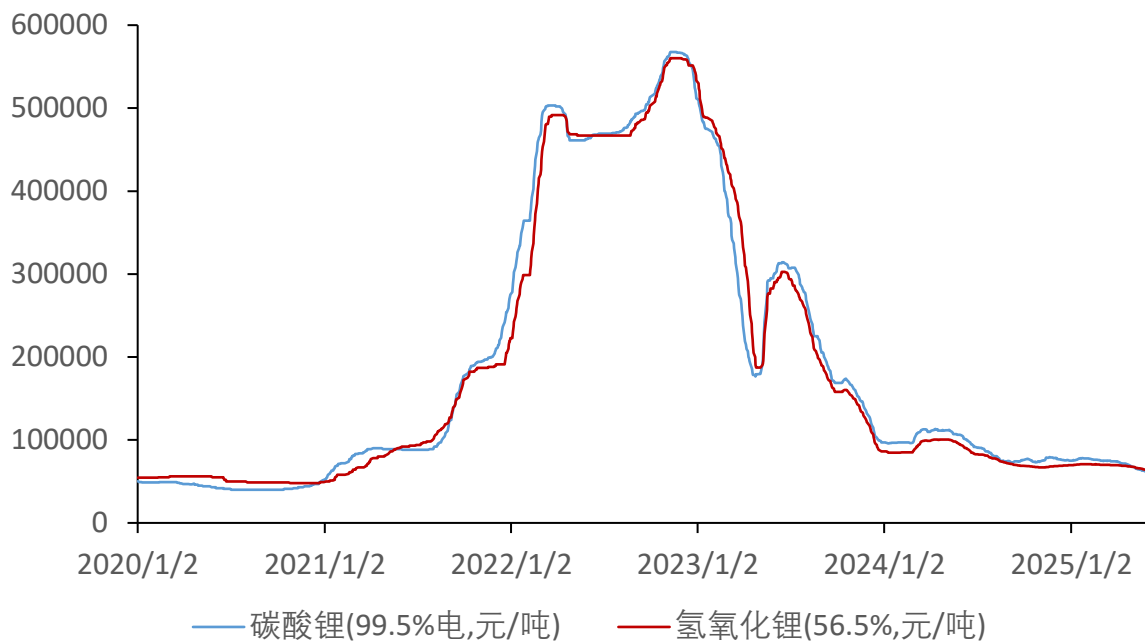
并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- 锂行业经过三年多调整，已进入“底部”区间，锂行业上市公司PB值均已到近几年最低区间，投资价值凸显。
- 随着锂价持续下行，锂收购的单吨资源量的均价已降至1000元/吨附近。
- 我们通过各家企业的资源和冶炼产能，通过1000元的单吨收购对价，以及冶炼厂的价值，可以计算出各家企业的重置成本。赣锋锂业资源量和冶炼端重置成本651亿，天齐锂业重置成本合计约398亿。
- 未来若碳酸锂出现短缺，锂价在11-14万元/吨，才能够吸引企业去进行新的投资硬岩矿项目。锂价在11.6-16万元/吨，才能够吸引企业去进行新的投资盐湖项目。
- 未来若碳酸锂出现短缺，在现有的项目上进行扩产，锂价在9.1-10.6万元/吨，才能够吸引企业在原有的硬岩矿项目上进一步的扩产。锂价在9.6-12.3万元/吨，才能够吸引企业在原有的盐湖项目上进一步的扩产。
- 根据我们测算，2025年锂行业整体依然处于过剩状态，2026年过剩幅度收窄至5.2万吨，此外在目前较为低迷的锂价下，未来或将出现部分项目停产及新项目延迟投产，供需格局在2026年或将显著改善。

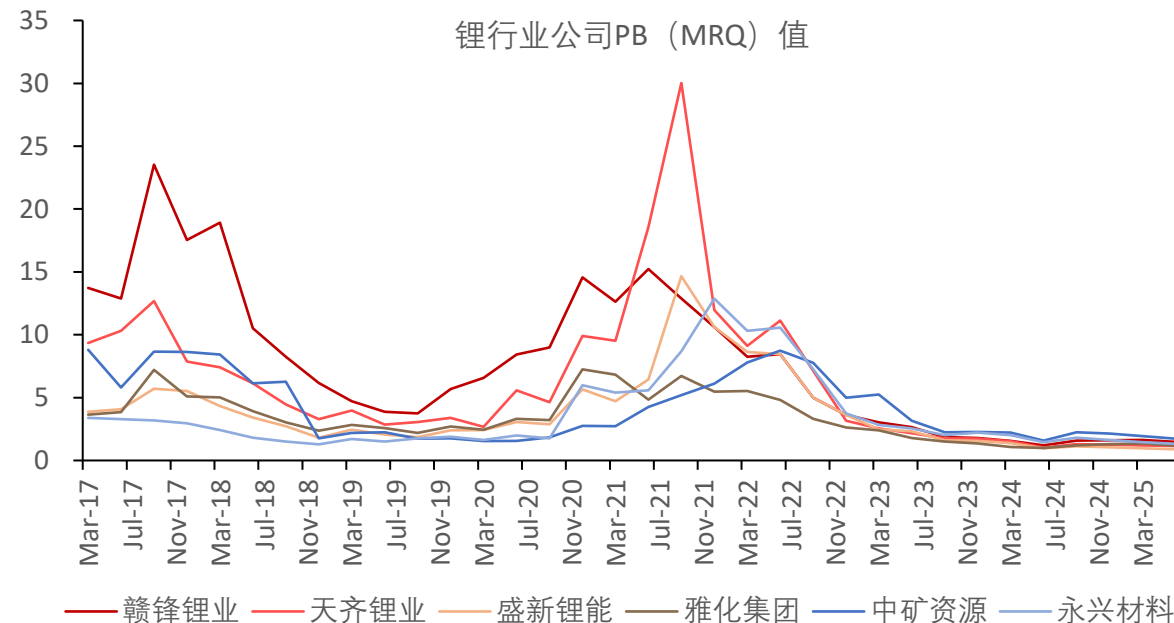
- 锂价自2022年高点以来逐步回归理性，在供给逐步释放和需求增速放缓的背景下，锂价逐步寻底，目前已接近上一轮低点。
- 权益端来看，我们选取几家锂业务占比较高的行业龙头，各家PB值均已到近几年最低区间，平均PB为1.29倍，其中盛新锂能PB已小于1，处于“破净”状态，行业“底部”明显。

图：碳酸锂和氢氧化锂价格（元/吨）



数据来源：，浙商证券研究所

图：锂行业公司PB（MRQ）值



- 从行业的锂项目收购的对价往往能看到行业的兴衰，往往在商品价格在历史的高分位时，行情火热，项目谈判成交会增多，收购的对价也会相对偏高，在商品价格处于历史低位时，项目成交较少，收购对价也会相对偏低。
- 此外项目收购单吨资源量的对价还与项目的地理位置，当地的矿业政策，周边基建情况，项目成熟度，矿山和盐湖本身的资源禀赋等关系较大。
- 根据亚洲金属网，2024年锂均价9万/吨，同比-65%，锂价经历了2022年57万/吨的历史高位，已逐步回归理性。我们选取2022-2024年部分项目来看，随着锂价持续下行，锂收购的单吨资源量的均价已降至1000元/吨附近。

表：不同锂项目收购对价

收购方	收购标的	盐湖/矿山	所在地	收购对价 (亿元)	资源量 (万吨 LCE)	收购股份	又益资源量 (万吨LCE)	单吨资源价 格 (元/吨 LCE)	公告时间
西部矿业	东台吉乃尔锂资源公司	东台吉乃尔	青海	33	183	27%	49	6766	2022年3月
紫金矿业	盾安集团旗下四项资产包	拉果错	西藏	49	214	70%	150	3269	2022年4月
中矿资源	Afmin、 Amzim	Bikita	津巴布韦	11	85	100%	85	1349	2022年1月
天华超净	Premier	Zulu	津巴布韦	1	53	13%	7	1421	2022年3月
国轩矿业	-	割石里瓷土矿	江西	5	45	100%	45	1025	2022年5月
盛新锂能	智利锂业	Arizaro盐湖	阿根廷	2	142	20%	28	624	2022年4月
赣锋锂业	Lithea	PPG	阿根廷	65	1106	100%	1106	585	2022年7月
海南矿业	Kodal Mining UK	Bougouni 锂矿	非洲马里	8	58	57%	33	2280	2023年1月
藏青基金(藏格矿业)	国能矿业	结则茶卡盐湖和龙木错盐湖	西藏	47	390	39%	152	3077	2023年3月
大中矿业	加达锂矿勘查矿权	加达锂矿	四川省	42	92-148	100%	92-148	2842-4572	2023年8月
SQM	Azure Minerals	Andover 锂项目	西澳大利亚	65	250-890	60%	150-534	1206-4309	2023年10月
MinRes	Bald Hills	Bald Hills	西澳大利亚	12	135	100%	135	904	2023年11月
赣锋锂业	Mali Lithium	Goulamina	非洲马里	24	714	40%	286	852	2024年5月
法国Eramet公司	青山集团	Centenario和Arizaro盐湖	阿根廷	50	1500	50%	749	665	2024年10月
四川资源集团	麦基坦锂矿勘查探矿权	麦基坦锂矿	四川省	25	219	100%	219	1124	2024年12月

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所，

注：收购价格按当时汇率折算

- 从矿山建设投资额来看，单吨LCE投资额与建设规划的产能大小，以及地理位置，当地基建等关系较大。
- 澳洲基础设施相对完善，但整体物价水平及用工成本较高，项目ESG要求较高，非洲地区基建相对落后，但用工成本相对较低，整体来看澳洲建设单吨投资额高于非洲。非洲单吨投资普遍在3-4亿元，澳洲Greenbushes达6.3亿。

表：不同矿山采选端投资情况

公司	矿山	处理量规划	投资额（亿元）	折LCE（万吨）	单吨LCE投资额（亿元）
天齐锂业	澳洲Greenbushes	52万吨锂精矿	41.3	6.5	6.3
中矿资源	津巴Bikita	200万吨处理量，30万吨锂精矿	12.7	3.5	3.6
华友钴业	津巴Arcadia	年处理矿石量450万吨	17.3	5.0	3.5
赣锋锂业	马里goulamina	50.6万吨/年锂精矿	24.6	6.1	4.0
海南矿业	马里Bougouni	140万吨处理量、10-12吨5.5%锂精矿	4.2	1.4	3.0
川能动力	四川李家沟	105万吨采选，18万吨锂精矿	25.7	2.3	11.4

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所

- 从国内冶炼厂来看，单吨投资在3-8亿之间，不同冶炼厂也会因其自动化程度，地理位置，冶炼技术，不同产品投资额会有差异。

表：不同项目冶炼端投资情况

公司	项目名称	规划产能	投资额（亿元）	单吨LCE投资额（亿元）
天齐锂业	安居2万吨碳酸锂	2万吨碳酸锂	14.8	7.4
天齐锂业	苏州3万吨氢氧化锂	3万吨碳酸锂	17.1	5.7
川能动力	德阿产业园年产3万吨锂盐项目	3万吨碳酸锂	14.9	4.9
九岭锂业	丰城九岭新能源生产项目	5万吨碳酸锂	25.0	5.0
中矿资源	春鹏3.5万吨锂盐	3.5万吨碳酸锂	10.0	2.9
华友钴业	广西年产5万吨锂盐	5万吨碳酸锂	19.2	3.8

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所

- 盐湖的整体投资额要大于硬岩矿的矿山建设，主因设备的资本开支较大，此外盐湖多处于偏远地区，周边基础设施建设不够完善，多数需要建设电力，修缮公路，解决水源。
- 盐湖的开采目前处于百花齐放，不同的盐湖根据自身禀赋特点往往采用不同的工艺，故投资额也有差异。

表：不同项目冶炼端投资情况

公司	盐湖	规划产能	投资额（亿元）	单吨LCE投资额（亿元）
紫金矿业	阿根廷3Q盐湖	2万吨碳酸锂	40.8	20.4
紫金矿业	西藏拉果错	2万吨碳酸锂	28.1	14.1
西藏矿业	西藏扎布耶	1.2万吨碳酸锂	20.6	17.2
赣锋锂业	阿根廷CO盐湖	4万吨碳酸锂	61.2	15.3
赣锋锂业	阿根廷Mariana盐湖	2万吨氯化锂	80.0	40.0
赣锋锂业	阿根廷PPG盐湖	2-3万吨碳酸锂	84.9	28.3-42.5
盐湖股份	青海察尔汗盐湖	4万吨碳酸锂	60.8	15.2

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所

- 赣锋锂业拥有权益资源量合计达4907万吨LCE，若以单吨1000元价值量计算，资源端赣锋锂业重置成本达491亿。

表：赣锋旗下主要锂资源

资源类型	项目名称	持股比例	资源量（万吨 LCE） (探明+控制+推断)
锂辉石	澳大利亚 Mount Marion 锂辉石项目	50%	219
	澳大利亚 Pilgangoora 锂辉石项目	5.7%	1159
	马里 Goulamina 锂辉石项目	65%	714.0
	爱尔兰 Avalonia 锂辉石项目	55%	勘探中
	宁都河源锂辉石项目	100%	10
盐湖	Co 盐湖	46.67%	2458
	阿根廷 Mariana 锂盐湖项目	100%	812.1
	青海茫崖凤凰台深层卤水项目	100%	勘探中
	青海一里坪盐湖项目	49%	165
	青海锦泰巴伦马海项目	29.15%	勘探中
锂黏土	PPG 盐湖	100%	1106
	墨西哥 Sonora 锂黏土项目	100%	882
锂云母	上饶松树岗钽铌矿项目	90%	149
	内蒙古维拉斯托锂矿项目	13%	142
	湖南郴州香花铺锂云母矿项目	20%	勘探中
	镶黄旗加不斯钽铌矿	70%	111.0
权益资源量合计			4907

数据来源：公司公告，浙商证券研

- 我们以精矿冶炼厂万吨LCE价值量4个亿，盐湖17亿计算，赣锋权益产能约27万吨，其中精矿冶炼厂合计23.6万吨，盐湖产能3.7万吨，合计价值160亿。
- 赣锋锂业矿山价值和冶炼价值总和达651亿。

表：赣锋旗下主要冶炼产能

生产基地	位置	主要产品	设计产能	股权
万吨锂盐	江西新余	氢氧化锂	81,000吨/年	100%
		碳酸锂	15,000吨/年	100%
		氯化锂	12,000吨/年	100%
		丁基锂	2,000吨/年	100%
新余赣锋	江西新余	氯化锂	12,000吨/年	100%
		氟化锂	10,000吨/年	100%
宁都赣锋	江西宁都	碳酸锂	20,000吨/年	100%
河北赣锋	河北沧州	碳酸锂	6,000吨/年	90%
宜春赣锋	江西宜春	金属锂	1,500吨/年	100%
奉新赣锋	江西奉新	金属锂	650吨/年	100%
青海赣锋(一期)	青海海西州	金属锂	1,000吨/年	100%
丰城赣锋(一期)	江西丰城	氢氧化锂	25,000吨/年	100%
阿根廷 Cauchari-Olaroz	阿根廷胡胡伊	碳酸锂	40,000吨/年	47%
阿根廷 Mariana	阿根廷萨尔塔	氯化锂	20,000吨/年	100%
四川赣锋	四川达州	碳酸锂	25,000吨/年	100%
		氢氧化锂	25,000吨/年	100%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

- 天齐锂业拥有权益资源量合计达1790万吨LCE，由于天齐锂业旗下格林布什是全球锂精矿产量最大的项目，阿塔卡马盐湖锂浓度高、储量大、开采条件成熟、经营成本低，是全球范围内禀赋十分优越的盐湖资源，给予天齐锂业资源一定的估值溢价，若以单吨2000元价值量计算，资源端天齐锂业重置成本达358亿。
- 天齐冶炼端产能合计约8万吨，按照单吨5个亿价值量，重置成本约40亿。
- 天齐锂业资源量和冶炼端重置成本合计约398亿。

表：天齐锂业旗下主要锂资源

项目名称	资源类型	股权比例	资源量 (万吨LCE)	权益资源 量(万吨 LCE)
澳大利亚 Greenbush	锂辉石	26%	1600	416
四川雅江措拉	锂辉石	100%	63.2	63
西藏扎布耶	盐湖	20%	184	37
智利Atacama	盐湖	22%	5749	1259
合计				1775

表：天齐锂业旗下主要冶炼产能

生产基地	权益比例	产品	建成产能	在建/规划 产能
四川射洪生产基地	100%	碳酸锂，氢氧化锂，无水氯化锂	2.4万吨/年	
江苏张家港生产基地	100%	电池级碳酸锂， 电池级氢氧化锂	2.0万吨/年	3.0万吨/年
重庆铜梁生产基地	86%	金属锂	600吨/年	1000吨/年
澳大利亚奎纳纳工厂	51%	电池级氢氧化锂	2.4万吨/年	
四川遂宁安居工厂	100%	电池级碳酸锂	2.3万吨/年	
合计			8.0万吨/年	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

- 我们统计各家公司锂业务板块的重置成本，赣锋锂业市值低于重置成本，盛新锂能市值较为接近，因各家公司均有其他业务，本次测试仅计算按市场平均价值估算锂业务板块的重置成本。

表：锂公司锂业务重置成本，最新市值日期2025年6月3日收盘价

企业	代码	锂资源权益量 (万吨LCE)	资源端重置成本 (亿元)	冶炼端权益产能 (万吨 LCE)	冶炼端重置 成本 (亿元)	重置成本合 计 (亿元)	最新市值 (亿元)
赣锋锂业	002460	4,907	491	27	160	651	556
天齐锂业	002466	1,790	358	8	40	398	471
中矿资源	002738	210	21	7	33	54	214
永兴材料	002756	111	11	3	15	26	164
盐湖股份	000792	1,049	105	4	68	173	834
雅化集团	002497	86	9	10	50	58	125
华友钴业	603799	268	27	5	25	52	570
紫金矿业	601899	1,066	107	4	68	175	4,715
盛新锂能	002240	255	26	14	69	94	103
藏格矿业	000408	232	23	1	17	40	570
川能动力	000155	58	6	2	8	13	185
融捷股份	002192	89	9	1	5	14	73
西藏矿业	000762	91	9	2	31	40	94
海南矿业	601969	43	4	2	10	14	136

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所

- 以生产2万吨碳酸锂为例，假设收购200万吨LCE的硬岩矿，收购对价1千/吨LCE，则矿山收购总价20亿。矿山端建设2万吨需9亿元，冶炼端建设2万吨需9亿元，总体投资额38亿元。假设矿山生产完全成本为6.5万元/吨，所得税率25%，项目周期以10年和15年两种情况，目标收益率以10%和20%两种情况，分别可以得出在11.1-14万元/吨的锂价才能实现目标收益率。
- 我们可以认为，未来若碳酸锂出现短缺，锂价在11-14万元/吨，才能够吸引企业去进行新的投资硬岩矿项目。

表：硬岩矿项目刺激价格计算

生产单吨LCE单位完全成本（万元/吨LCE）	6.5	6.5	6.5	6.5
单位投资额（包含收购和建设）	38	38	38	38
所得税率	25%	25%	25%	25%
项目周期(年)	15	10	15	10
目标IRR	10%	10%	20%	20%
假设锂价（万元/吨）	11.1	12	13.5	14
初始投入（亿元）	-38	-38	-38	-38
投产后每年税后净利润（亿元）	5	6	8	9

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

- 以生产2万吨碳酸锂为例，假设收购200万吨LCE的盐湖，收购对价1千/吨LCE，则盐湖收购总价20亿。盐湖建设2万吨需34亿元，总体投资额54亿元。假设盐湖生产完全成本为5.5万元/吨，所得税率25%，项目周期以10年和15年两种情况，目标收益率以10%和20%两种情况，分别可以得出在11.6-16万元/吨的锂价才能实现目标收益率。
- 我们可以认为，未来若碳酸锂出现短缺，锂价在11.6-16万元/吨，才能够吸引企业去进行新的投资盐湖项目。

表：盐湖项目刺激价格计算

生产单吨LCE单位完全成本（万元/吨LCE）	5.5	5.5	5.5	5.5
单位投资额（包含收购和建设）	54	54	54	54
所得税率	25%	25%	25%	25%
项目周期(年)	15	10	15	10
目标IRR	10%	10%	20%	20%
假设锂价（万元/吨）	11.6	13	14.9	16
初始投入（亿元）	-54	-54	-54	-54
投产后每年税后净利润（亿元）	7	9	12	13

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所

- 以生产2万吨碳酸锂为例，在现有项目上扩建，矿山端建设2万吨需9亿元，冶炼端建设2万吨需9亿元，总体投资额18亿元。假设矿山生产完全成本为6.5万元/吨，所得税率25%，项目周期以10年和15年两种情况，目标收益率以10%和20%两种情况，分别可以得出在9.1-9.6和10.2-10.6万元/吨的锂价才能实现目标收益率。
- 我们可以认为，未来若碳酸锂出现短缺，锂价在9.1-10.6万元/吨，才能够吸引企业在原有的硬岩矿项目上进一步的扩产。

表：硬岩矿项目刺激价格计算

生产单吨LCE单位完全成本（万元/吨LCE）	6.5	6.5	6.5	6.5
单位投资额（仅包含建设）	20	20	20	20
所得税率	25%	25%	25%	25%
项目周期(年)	15	10	15	10
目标IRR	10.0%	10.0%	20.0%	20.0%
假设锂价（万元/吨）	9.1	9.6	10.2	10.6
初始投入（亿元）	-18	-18	-18	-18
投产后每年税后净利润（亿元）	2	3	4	4

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所

- 以生产2万吨碳酸锂为例，在现有项目上扩建，盐湖建设2万吨需34亿元。假设盐湖生产完全成本为5.5万元/吨，所得税率25%，项目周期以10年和15年两种情况，目标收益率以10%和20%两种情况，分别可以得出在9.6-10.4和11.7-12.3万元/吨的锂价才能实现目标收益率。
- 我们可以认为，未来若碳酸锂出现短缺，锂价在9.6-12.3万元/吨，才能够吸引企业在原有的盐湖项目上进一步的扩产。

表：盐湖项目刺激价格计算

生产单吨LCE单位完全成本（万元/吨LCE）	5.5	5.5	5.5	5.5
单位投资额（包含收购和建设）	20	20	20	20
所得税率	25%	25%	25%	25%
项目周期(年)	15	10	15	10
目标IRR	10.0%	10.0%	20.0%	20.0%
假设锂价（万元/吨）	9.6	10.4	11.7	12.3
初始投入（亿元）	-34	-34	-34	-34
投产后每年税后净利润（亿元）	5.5	5.5	5.5	5.5

数据来源：各公司公告，浙商证券研究所

- 根据我们测算，2025年锂行业整体依然处于过剩状态，2026年过剩幅度收窄至5.2万吨，此外在目前较为低迷的锂价下，未来或将出现部分项目停产及新项目延迟投产，供需格局在2026年或将显著改善。

表：锂行业供需平衡

消费结构	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球新能源汽车销量合计（万辆）	669	1,087	1,467	1,831	2,197	2,416
纯电车合计（万辆）	473	795	1,116	1,419	1,731	1,917
插混车合计（万辆）	196	292	351	412	466	499
电池需求量（GWh）	371	684	704	1,051	1,314	1,642
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	29.8	55.0	47.2	68.3	85.4	106.7
储能需求（GWh）	71	159	224	303	424.2	594
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	5.1	11.4	14.8	18.2	25.5	35.6
3C消费电子（GWh）	125	114	127	142	158	160
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）		9.6	8.8	9.8	9.9	11.1
其他（万吨LCE）	17.1	18.0	18.9	19.8	20.8	21.9
合计（万吨LCE）	61.7	93.2	90.6	116.3	142.7	175.5
全球锂供给量（万吨LCE）	60.4	83.7	99.4	129.1	159.6	180.6
供需平衡	-1.3	-9.5	8.8	12.8	16.8	5.2

数据来源：各公司公告，浙商证券

- 1) 项目投产节奏不及预期。若公司项目不及预期，则影响公司产量与利润。
- 2) 新能源汽车销量不及预期。目前锂需求大部分在新能源汽车，若销量不及预期，则需求或不及预期，供需矛盾持续。
- 3) 样本偏差风险。我们选取行业内收购项目存在一定的样本偏差风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>