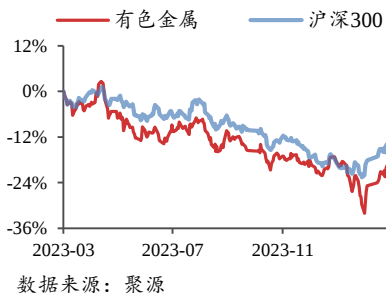


有色金属

2024 年 03 月 04 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《金、铜配置贯穿全年，高股息建议关注钨、铝板块——钢铁有色 2024 年 1 月月报》-2024.2.4

《新消费助力旧消费托底，锡矿供给侧持续紧张——行业深度报告》-2024.2.2

《智利盐湖是全球锂矿供给基石，关注抗议活动影响——行业点评报告》-2024.1.11

澳矿 2023Q4 追踪：中短期扩建项目继续，降本是其 2024 财年主目标

——行业深度报告

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

温佳贝（联系人）

wenjiabei@kysec.cn

证书编号：S0790123100047

● 澳矿当下减产程度难对供给过剩格局有实质性影响

据我们统计，截至目前为止仅 Greenbushes 和 Mt Cattlin 有明确减产计划，Greenbushes 2024 财年产量指引减少约 1.25 万吨 LCE，Mt Cattlin 为优化成本进行减产，2024 自然年销量指引较 2023 年减少约 0.95 万吨 LCE；Mt Finnis 于 2024 年 1 月 5 日宣布暂停矿石开采，预计矿石库存能够维持选矿厂运营至 2024 年年中，若此后矿山仍处于暂停状态，预计近两年每年将减少约 1 万吨 LCE；上述三座矿山减产或停产对目前的供需过剩格局并没有太大影响。从成本端来看，锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

● 澳洲部分矿山下调指引，预计 2024H1 澳洲锂精矿产量较 2023H2 减少

据我们统计，2023Q4 澳洲锂精矿产量 86.7 万吨（SC6），同比+21%，环比+4%，销量 77.3 万吨（SC6），同比+10%，环比+3%；2023 年全年澳洲锂精矿产量 321.1 万吨（SC6），同比+33%，销量 299.3 万吨（SC6），同比+26%。展望 2024 财年，结合各公司指引，我们预计 2024 财年澳洲精矿产量中枢在 324 万吨（SC6），目前 2023H2 已实现约 170 万吨产量，预计 2024H1 澳洲锂精矿产量约 154 万吨（SC6），同比+2%，环比-9%。

● 成本优化将是 2024 财年澳矿企业的主要目标

根据我们统计测算，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~9.5 万元/吨，其中 Mt Finnis 和 Mt Holland 因处于爬坡期成本较高，但产量贡献不多，剔除上述两个矿山，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~6.5 万元/吨，成本最低锂矿为 Greenbushes，约 3.9 万元/吨，成本最高锂矿为 Mt Cattlin，约 6.5 万元/吨。我们预计 2024 财年澳洲矿企 CIF 碳酸锂现金成本 80%分位线约为 5.9 万元/吨，全成本 80%分位线约 6.7 万元/吨。因此我们预计锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

● 投资建议

需求端来看，2023 年全球新能源车需求增速放缓，尤其是中国新能源车市场增速放缓导致锂盐需求增速放缓；供给端来看，澳矿、非矿、南美盐湖等项目持续扩张，虽绿地项目多有延期，但预计在 2024 年个项目将陆续投产、爬坡，释放放量，供需格局转向过剩。截至目前停产、减产项目较少，锂行业产能出清尚未开始，我们预计 2024 年锂价都将处于寻底阶段。锂价底部将提高成本对盈利能力的影 响，我们认为具有产量弹性且成本位居左侧或具有降本空间的企业具有一定优势，受益标的有藏格矿业、永兴材料、中矿资源。

● 风险提示：全球新能源汽车销量不及预期、全球储能装机规模增长不及预期、澳矿项目供给超预期增长、南美盐湖、非洲锂精矿等项目超预期贡献增量、海外地缘政治风险。

目 录

1、中短期扩建项目继续，降本为 2024 财年主目标	4
1.1、产能扩建：中短期在建项目规划仍按计划建设、爬坡，部分远期规划项目暂时终止	5
1.2、产销：部分矿山下调指引，预计 2024H1 澳洲锂精矿产量较 2023H2 减少	5
1.3、成本：成本优化是 2024 财年澳矿企业的主目标	6
1.4、定价机制：锂盐价格跌幅快于矿端，倒逼澳矿定价机制调整	7
2、Greenbushes：手握优质锂矿位居成本左侧，但生产策略类似“边际生产商”	8
2.1、产能：CGP3 仍按计划建设，远期规划产能达 266 万吨/年	8
2.2、产销：下调 2024 财年产量指引，仍不进行第三方销售	9
2.3、定价机制：定价机制由 Q-1 调至 M-1，2024Q1 平均售价或将大幅下滑	10
2.4、成本：上调成本指引，预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 3.8~4.0 万元/吨	11
3、Pilgangoora：扩张计划仍进行，灵活应对市场变化	12
3.1、产能：推出成本优化措施，但暂不改扩建计划	13
3.2、产销：P680 项目开始贡献产量，港口拥堵影响 2023Q4 销售	13
3.3、成本：预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本约 5.3~5.7 万元/吨	14
3.4、销售机制：Pilbara 生产销售机制灵活，准确把握价格变动	15
4、Mt Marion：2024 财年产量指引不变，成本指引大幅下调	15
4.1、产能：目前锂精矿产能约 60 万吨/年（SC6）	16
4.2、产销：2024 财年销量指引保持不变	16
4.3、成本：下调成本指引，预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 5.4~5.9 万元/吨	17
5、Mt Wodgina：2024 财年销量指引保持不变，扩建项目能否如期上线取决于市场条件	18
5.1、产能：规划精矿产能 100 万吨/年，Train 3 是否上线取决于市场条件	19
5.2、产销：2024 财年销量指引保持不变	19
5.3、成本：成本指引不变，预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 5.7~6.1 万元/吨	20
6、Mt Cattlin：矿山剩余寿命有限，2024 年减产以优化成本	21
6.1、产能：矿石加工能力达 180 万吨/年，约合 24 万吨精矿产能	21
6.2、产销：M+1 定价模式和发货时间影响售价，2024 年产量降低以优化成本	21
6.3、成本：预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 6.2~6.9 万元/吨	22
7、Mt Finnis：减少资本开支抵御寒冬，暂停矿石开采优化成本	23
7.1、2023 年产销保持持续增长，但成本较高	24
7.2、暂停矿石开采缩减成本，下调资本开支指引	25
7.3、成本：预计 2024 财年单吨碳酸锂现金成本 7.8~8.0 万元/吨	25
8、Bald Hill：Mineral Resources 完成收购，但现金成本较高	26
9、Kathleen Valley：300 万吨项目按期推进，扩建项目推迟	27
10、Mt Holland：选矿厂爬坡期间成本高难盈利，加工厂才是重头戏	29
11、投资建议	30
12、风险提示	31

图表目录

图 1：锂盐价格变动受新能源车市场影响大	4
图 2：2024 财年（2023H2+2024H1）澳矿现金成本 80%分位线约 5.9 万元/吨（CIF 中国，万元/吨 LCE）	7
图 3：2024 财年（2023H2+2024H1）澳矿全成本 80%分位线约 6.7 万元/吨（CIF 中国，万元/吨 LCE）	7
图 4：Greenbushes 毗邻 Greenbushes 镇，基础设施完备	8
图 5：2020 年 Greenbushes 产量降低	10
图 6：2023Q4 Greenbushes 产销双降	10
图 7：2020 年 Greenbushes 产能利用率达到低点	10
图 8：2023Q4 Greenbushes 产能利用率开始降低	10
图 9：Greenbushes 锂精矿销售价格通常滞后于市场报价	11
图 10：Greenbushes 现金生产成本较为稳定	12
图 11：Greenbushes 销售成本（含特许权使用费）受精矿价格影响较大	12
图 12：Pilgangoora 临近黑德兰港	12
图 13：2023Q4 受 P680 扩建，产量环增 22%	14
图 14：上轮周期底部采取停产、消耗库存措施度过	14

图 15: 2019~2020 财年 Pilbara 债务压力较大	14
图 16: 2023Q4 Pilbara 现金余额水平较高	14
图 17: Pilbara 现金运营成本 (FOB) 整体较为稳定	15
图 18: Pilbara 现金运营成本 (CIF) 受精矿价格影响较大	15
图 19: Mt Marion 邻近 Esperance 港	16
图 20: 2023Q4 产量大幅增长 (万吨)	17
图 21: 2023Q4 高品位贡献率为 40%	17
图 22: 2023Q4 销量大幅增长 (万吨, SC6)	17
图 23: 步入 2023 年锂精矿售价一路下滑	17
图 24: 出口产品 CFR Cost 受精矿价格影响较大	18
图 25: 出口产品 FOB Cost 整体较为稳定	18
图 26: 2023Q4 Marion FOB Cost 环比改善 (澳元/吨)	18
图 27: Wodgina 邻近黑德兰港	19
图 28: Wodgina 于 2017Q2 开始 DSO 生产销售	20
图 29: Wodgina 于 2022Q2 逐步恢复生产	20
图 30: 2017H2~2018H2 单吨原矿平均 CFR Cost 约 101 澳元	20
图 31: 2023H2 矿山 FOB Cost 环比略有上升	20
图 32: Mt Cattlin 邻近 Esperance 港	21
图 33: 2023Q4 产量约 7 万吨, 位居历史高位	22
图 34: 2023Q4 销量环比减少 22%	22
图 35: 2023Q4 精矿售价大幅下跌	22
图 36: 2023Q2 开始 Mt Cattlin 现金成本快速下滑	23
图 37: Mt Finnis 邻近达尔文港	24
图 38: 产销量持续增长	24
图 39: 2023Q4 单位运营成本达 1953 澳元/吨	24
图 40: Bald Hill 位于 Kalgoorlie 东南方	26
图 41: Bald Hill 于 2018Q2 开始运营	27
图 42: Bald Hill 历史平均现金生产成本 679 美元/吨	27
图 43: Kathleen Valley 锂矿项目位于西澳大利亚州东北部	28
图 44: 仍然预计在 2024 年中期实现首次投产	29
图 45: Mt Holland 邻近 Fremantle 港	30
表 1: 2025 年前的在建项目规划仍按计划建设、爬坡, 2025 年年后部分项目暂时终止	5
表 2: 2023Q4 澳矿精矿产量约 87 万吨, 环比增长 4%	5
表 3: Greenbushes 矿石最为优质, 现金成本最低	6
表 4: Greenbushes 锂精矿远期规划产能达 266 万吨/年	9
表 5: 目前规划 100 万吨精矿产能	19
表 6: Finnis 矿山 2024 财年指引	25
表 7: 受益公司估值对比表	31

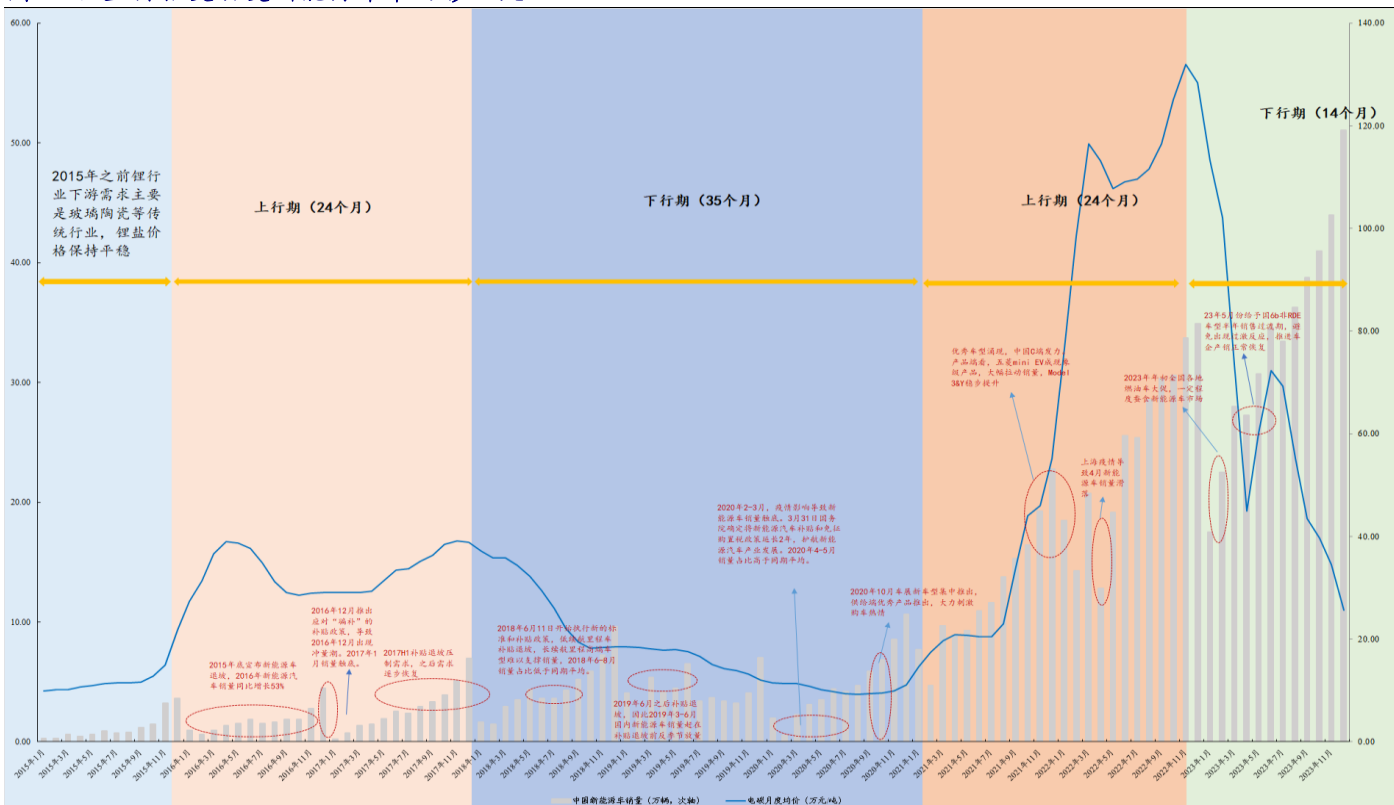
1、中短期扩建项目继续，降本为 2024 财年主目标

澳矿当下减产程度难对供给过剩格局有实质性影响。据我们统计，截至目前为止仅 Greenbushes 和 Mt Cattlin 有明确减产计划，Greenbushes 2024 财年产量指引下调 10 万吨至 130~140 万吨，指引减少约 1.25 万吨 LCE，Mt Cattlin 为优化成本决定进行减产，2024 自然年销量指引为 13 万吨，较 2023 年的 20.5 万吨减少 7.5 万吨精矿，折合约 0.95 万吨 LCE；Mt Finnis 于 2024 年 1 月 5 日宣布暂停矿石开采，对 2024 财年矿山产量指引影响并不大，预计矿石库存能够维持选矿厂运营至 2024 年年中，若此后矿山仍处于暂停状态，预计近两年每年将减少约 8~9 万吨精矿的供给，折合约 1 万吨 LCE；可见上述三座矿山减产或停产对目前的供需过剩格局并没有太大影响，从成本端来看，锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

目前澳洲在建项目建设进度多符合预期，但能否贡献销售多取决于市场条件，2025 年后的远期规划部分暂停。据我们统计，澳洲主要在建项目建设进度基本符合预期，但能否贡献销售视市场情况而定，Wogina Train3、Mt Holland 均在交流会上表示项目进展符合预期，但能否销售取决于锂价；远期规划的 BP33 矿山和 Kathleen Valley 扩建均因公司的成本优化措施而暂时终止。

我们复盘 2019 年下半年锂盐价格跌破成本线主要是新能源汽车补贴退坡需求大幅下滑所导致的，当时锂盐价格在 2018 年年底跌到 7.7 万元/吨，横盘半年时间到 2019 年年中补贴退坡导致 2019H2~2020H1 新能源汽车销量出现同比两位数的下滑，锂盐价格才开始崩塌到 4 万元/吨，但是目前新能源车终端需求预期依旧维持两位数的平稳增长，需要持续观察需求端的变化对价格的扰动。

图1：锂盐价格变动受新能源车市场影响大



数据来源：SMM、中汽协等、开源证券研究所

1.1、产能扩建：中短期在建项目规划仍按计划建设、爬坡，部分远期规划项目暂时终止

表1：2025年前的在建项目规划仍按计划建设、爬坡，2025年年后部分项目暂时终止

项目名称	在建项目进展
P680（10万吨选厂）	（1）初选回路：2023Q4完成爬坡；（2）新的破碎和矿石分拣厂仍按计划于2024Q2调试，并计划于2024Q3投产
P1000（32万吨选厂）	按计划和预算进行中，仍然预计2025Q1实现首次生产，2025Q3末完成爬坡；但在向P680和P1000扩张的过程中，集团更加注重单位成本效率，并对非必要支出进行了审查，Pilbara将其2024财年的资本支出指引从8.75~9.75亿美元下调至8.2~8.75亿美元
CGP3（52万吨选厂）	按计划进行，预计将于2025年年中完工投产
CGP4（52万吨选厂）	仍在进行FEED，仍在研究资本问题，泰利森董事会尚未就CGP4做出任何决定
Wodgina3（25万吨选厂）	目前前三条产线交替运行，由于原料供应原因需要停运一条，1月末开始向三条产线供料，预计6月底三条线能够实现100%进料，但第三条线何时上线取决于市场条件
Wodgina4（25万吨选厂）	现阶段该项目的资本支出没有回落，目前正在进行所有的审批程序，最终确定设计、工程、测试工作等，公司打算让第四条线在回收率方面与其他三条线有一些差异，预计在2024年年中开始建设，大概需要18到20个月的时间，预计2026年年中能够投入运营，但能否如期启动取决于市场条件
BP33（Core Lithium 勘探中矿山）	早期工作暂时终止，2024财年资本支出指引由4500~5000万澳元下调至3600~3700万澳元
Mt Holland（33万吨精矿）	选厂于2023年年末投产，预计2024财年产量可达10万吨精矿，销售视市场情况而定，预计不会带来盈利，重头戏仍是2025年氢氧化锂的销售
Kathleen Valley（一期）	仍按计划和预算于2024年年中首次投产
Kathleen Valley（二期）	扩建至400万吨地下开采工作推迟，7.6亿美元银团贷款融资终止

资料来源：各公司公告、Bloomberg、开源证券研究所

1.2、产销：部分矿山下调指引，预计2024H1澳洲锂精矿产量较2023H2减少

据我们统计，2023Q4澳洲锂精矿产量86.7万吨（SC6），同比增长21%，环比增长4%，销量77.3万吨（SC6），同比增长10%，环比增长3%；2023年全年澳洲锂精矿产量321.1万吨（SC6），同比增长33%，销量299.3万吨（SC6），同比增长26%。2023Q4相比2023Q3来看，产量增长项目主要有Pilbara、Mt Marion、Mt Finnis和Bald Hill，多是因为项目扩张爬坡所致，产量减少项目主要有Greenbushes、Wodgina和Cattlin产量保持稳定；销量增长项目主要有Pilbara、Mt Marion、Wodgina和Finniss，销量减少项目主要有Greenbushes，主要系天齐锂业和雅保承购量下降。

展望2024财年，结合各公司指引，我们预计2024财年澳洲精矿产量中枢在324万吨（SC6），目前2023H2已实现约170万吨产量，预计2024H1澳洲锂精矿产量约154万吨（SC6），同比增长2%，环比减少9%。

表2：2023Q4澳矿精矿产量约87万吨，环比增长4%

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022年合计	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年合计	2023年YOY
2023年全年澳矿产量321万吨，同比+33.2%（单位：万吨）											
Pilbara (Pilgan&Altura)	8.14	11.45	12.99	14.59	47.18	12.84	14.38	12.74	15.25	55.20	17%
Greenbushes	27.05	33.78	36.12	37.91	134.86	35.58	39.51	41.37	35.80	152.26	13%
Mt Marion	7.09	8.36	7.60	8.78	31.84	8.83	8.24	9.04	12.39	38.50	21%
Mt Wodgina		2.00	6.40	9.20	17.60	11.00	10.25	11.25	11.50	44.00	150%
Mt Cattlin	4.37	2.19	1.56	1.45	9.57	3.44	5.13	6.41	6.28	21.26	122%

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022 年 合计	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023 年 合计	2023 年 YOY
Mt Finnis						0.70	1.32	2.36	3.05	7.43	--
Bald Hill									2.43	2.43	--
合计	46.65	57.79	64.67	71.94	241.05	72.39	78.82	83.16	86.70	321.07	33%
2023 年全年澳矿销量 299 万吨，同比+26%（单位：万吨）											
Pilbara (Pilgan&Altura)	5.84	11.92	12.21	13.38	43.34	12.51	15.57	12.93	13.86	54.87	27%
Greenbushes	27.05	35.47	33.75	38.56	134.83	33.56	42.89	39.19	27.50	143.14	6%
Mt Marion	6.40	7.80	6.61	7.60	28.41	8.00	7.80	7.80	12.00	35.60	25%
Mt Wodgina	1.99	0.00	6.60	9.45	18.05	11.25	8.50	6.00	13.70	39.45	119%
Mt Cattlin	6.16	3.41	1.91	1.39	12.86	1.87	4.13	6.77	5.30	18.07	40%
Mt Finnis						0.34	0.48	2.36	3.16	6.34	--
Bald Hill									1.80	1.80	--
合计	47.44	58.59	61.08	70.38	237.49	67.53	79.38	75.05	77.32	299.27	26%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：（1）产销量折算 SC6，包括精粉和 DSO；（2）Bald Hill 产销量为 2023 年 11 月份开始计算；（3）假设 2022Q1 Greenbushes 产销相等。

1.3、成本：成本优化是 2024 财年澳矿企业的主目标

2023Q4，除 Greenbushes 和 Wodgina 外，其他矿山成本均下降，其中 Greenbushes 现金生产成本（FOB，不含特许权使用费）为 357 澳元/吨，环比提高 36%，主要系产量减少所致。展望 2024 财年，面对价格下行，澳矿整体都推出了各种降本措施，预计 2024 财年除 Greenbushes 外，其他矿山成本指引中枢较 2023 财年平均水平均将有所下行，Greenbushes 因产量减少导致成本上行，但 Greenbushes 因为矿石品位优质，成本仍位于澳矿成本曲线最左侧。

根据我们统计测算，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~9.5 万元/吨，其中 Mt Finnis 和 Mt Holland 因处于爬坡期成本较高，但产量贡献不多，剔除上述两个矿山，澳矿洲 2024 财年在产矿山现金成本区间约为 3.9~6.5 万元/吨，成本最低锂矿为 Greenbushes，约 3.9 万元/吨，成本最高锂矿为 Mt Cattlin，约 6.5 万元/吨。我们预计 2024 财年澳洲矿企 CIF 碳酸锂现金成本 80%分位线约为 5.9 万元/吨，全成本 80%分位线约 6.7 万元/吨，因此我们预计锂盐价格需要继续下跌至 6~7 万/吨才能引起澳矿矿山较大规模产能在全成本线以下运营，供给端出现实质性扰动。

表3：Greenbushes 矿石最为优质，现金成本最低

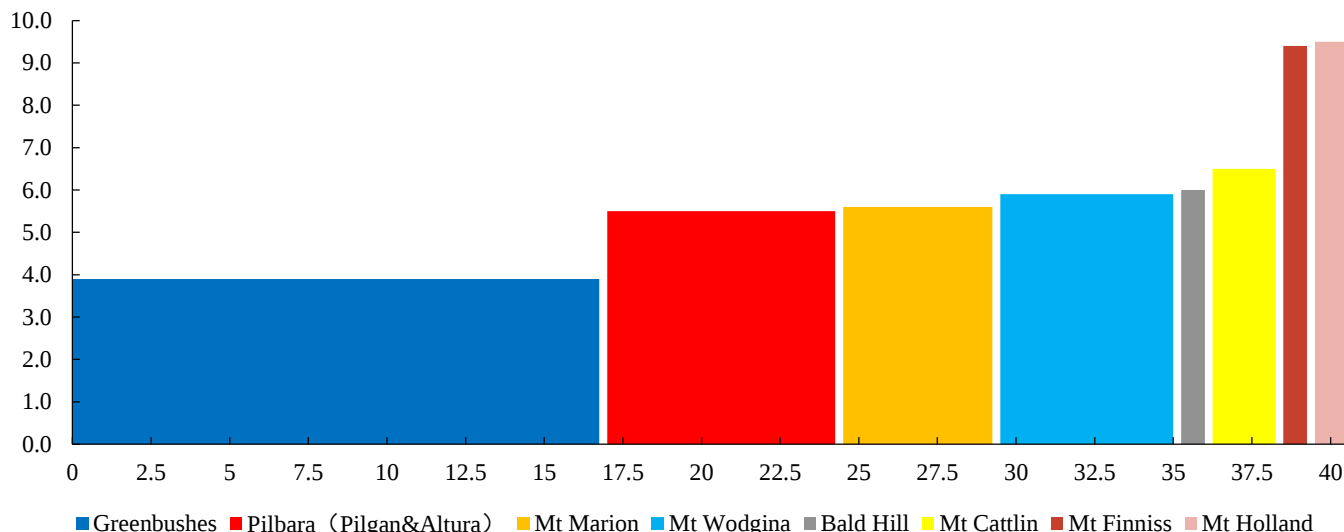
	矿石储量（万吨）	氧化锂平均品位	最近一期财报现金成本（美元/吨，FOB，不含特许权使用费）	最近一期财报单吨碳酸锂现金成本（CIF，万元/吨）
Greenbushes	17900	1.90%	271.6	4.5
Pilbara (Pilgan&Altura)	21400	1.19%	416.0	5.6
Mt Marion	3570	1.42%	551.2	6.1
Mt Wodgina	16500	1.15%	571.4	6.4
Mt Cattlin	1210	1.30%	636.0	7.6
Mt Finnis	1060	1.30%	1272.0	12.1
Bald Hill	1130	1%	553.0	5.6
Mt Holland	8390	1.57%		

	矿石储量（万吨）	氧化锂平均品位	最近一期财报现金成本（美元/吨，FOB，不含特许权使用费）	最近一期财报单吨碳酸锂现金成本（CIF，万元/吨）
Kathleen Valley	6850	1.34%		

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：澳元：美元汇率为美联储数据；Bald Hill 为 2019Q1 数据。

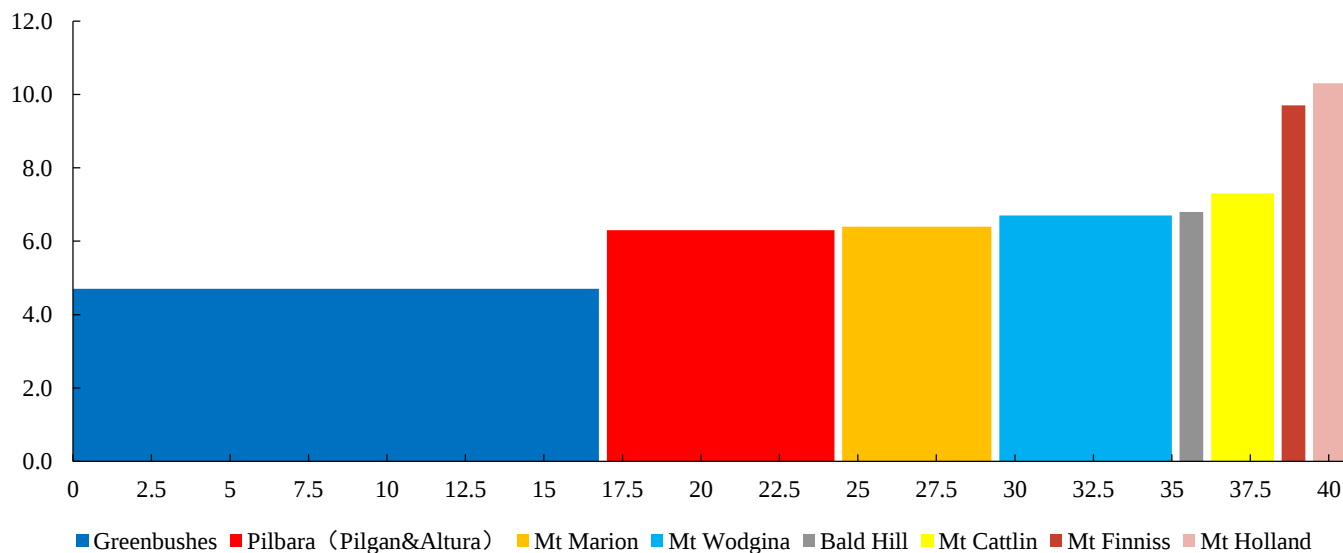
图2：2024 财年（2023H2+2024H1）澳矿现金成本 80%分位线约 5.9 万元/吨（CIF 中国，万元/吨 LCE）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：（1）Mt Holland 成本为开源证券预测数据；（2）Bald Hill 为开源证券预测数据；（3）Mt Cattlin 2024 财年产量为 2023H2 已公布产量+2024 自然年销量指引的 1/2；（4）假设产销相等；（5）现金成本包含特许权使用费，为按照精矿最低价格 600 美元/吨，最高价格 900 美元/吨的假设条件计算所得。

图3：2024 财年（2023H2+2024H1）澳矿全成本 80%分位线约 6.7 万元/吨（CIF 中国，万元/吨 LCE）



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：（1）Mt Holland 成本为开源证券预测数据；（2）Bald Hill 为开源证券预测数据；（3）Mt Cattlin 2024 财年产量为 2023H2 已公布产量+2024 自然年销量指引的 1/2；（4）假设产销相等；（5）全成本包含现金成本和非现金成本，假设单吨碳酸锂选冶非现金成本合计 0.8 万元。

1.4、定价机制：锂盐价格跌幅快于矿端，倒逼澳矿定价机制调整

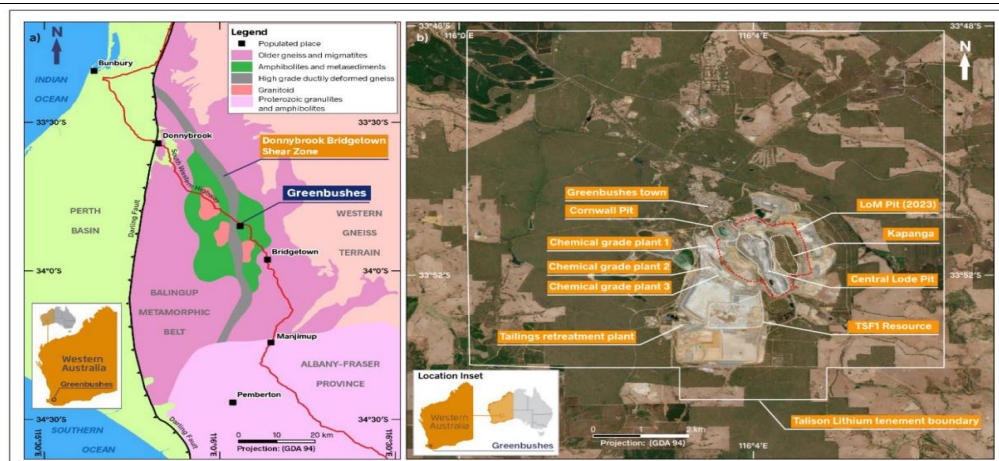
澳矿定价机制多由 Q-1 调至 M+1，精矿价格大幅下跌。澳矿多由国内锂盐厂进

口加工，此前定价机制多为 Q-1，2023Q4 锂盐价格大幅下滑，平均售价约 14.2 万元/吨，环比下滑 41%，2023Q3 精矿价格约为 3341 美元/吨（CIF），折合单吨碳酸锂现金成本约 20.9 万元/吨，国内冶炼产能成本倒挂，大幅亏损。2024 年除 Greenbushes 外，其余矿山定价多由 Q-1 逐步调至 M+1，Greenbushes 由 Q-1 调至 M-1，国内冶炼端盈利能力有望边际改善。

2、Greenbushes：手握优质锂矿位居成本左侧，但生产策略类似“边际生产商”

Greenbushes 锂矿直接毗邻西澳大利亚州的 Greenbushes 镇，该镇位于西澳大利亚州首府珀斯东南方 250 公里处，距离 Bunbury 港东南方 90 公里。截至 2023 年 12 月 31 日，Greenbushes 锂辉石矿更新后的总矿产资源量增加至 4.47 亿吨，氧化锂平均品位为 1.5%，折合碳酸锂当量约 1,600 万吨；本次更新后的 Greenbushes 锂辉石矿的证实和概略矿石储量合计增加至 1.79 亿吨，氧化锂平均品位为 1.9%，折合碳酸锂当量约 850 万吨，矿石品位优异。

图4：Greenbushes 毗邻 Greenbushes 镇，基础设施完备



Notes: a) Simplified geology of the Greenbushes region. b) Satellite image of Greenbushes on 6 January 2024.

资料来源：IGO 公司公告

2.1、产能：CGP3 仍按计划建设，远期规划产能达 266 万吨/年

现有锂精矿产能 162 万吨/年，远期规划达 266 万吨/年。Greenbushes 的采矿业始于 1888 年，当时通过露天采矿作业（包括后来的挖泥作业）提取锡矿石；锡矿开采一直是 Greenbushes 的重点，直至 20 世纪 80 年代锂和钽的开采成为新的重点，Greenbushes 第一家锂矿厂于 1983 年投产，此后经历多次扩张，2012 年 CGP1 扩张至 60 万吨/年，至此 Greenbushes 具备年产 74 万吨锂精矿产能（60 万吨化学级锂精矿+14 万吨技术级锂精矿），2019 年 CGP2 投入运营，2020 年因疫情原因关停，于 2021 年 5 月重启，2022 年年初 TRP 尾矿库投入运营，尾矿库平均氧化锂品位 1.4%，设计产能 28 万吨/年，预计寿命约 5 年。此外，CGP3 和 CGP4 两个年产 52 万吨的选矿厂仍在规划中，其中 CGP3 预计将于 2025H1 完工投产，CGP4 仍在进行 FEED 及研究资本问题，泰利森董事会尚未就 CGP4 做出任何决定，初步计划 2027 年投产。待上述产能投产后，Greenbushes 将具备 266 万吨/年锂精矿产能，折合约 33 万吨 LCE。

CGP3 项目尚未受锂价低迷影响，仍按计划和预算进行建设。CGP3 建设仍按

计划和预算进行，且工作计划未发生变化，2023Q4 结构混凝土和大体积土方工程进展顺利、完成打桩工程这一重要里程碑；CGP4 仍在进行 FEED 以及研究资本问题，Talison 董事会尚未就 CGP4 做出任何决定。

表4：Greenbushes 锂精矿远期规划产能达 266 万吨/年

项目名称	产能（万吨/年）	首次运营时间
TGP1	14	2012 年 CGP1 完成二阶段扩建，总体产能达 74 万吨/年
CGP1	60	
CGP2	60	2019 年 10 月开始运营，2020 年因疫情原因关停，2021 年 5 月重启
CGP3	52	预计将于 2025 年年中完工投产
CGP4	52	CGP4 仍在进行 FEED，仍在研究资本问题，泰利森董事会尚未就 CGP4 做出任何决定，初步计划 2027 年投产
TRP	28	2022Q1 投运，寿命约 5 年

资料来源：IGO 公司公告、天齐锂业公司公告、Bloomberg、开源证券研究所

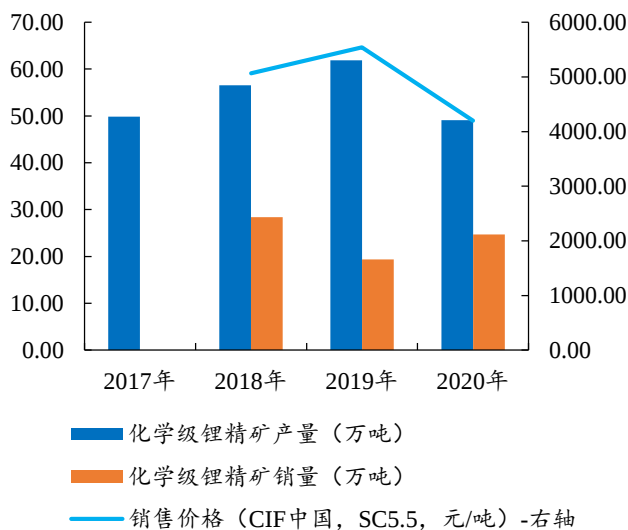
2.2、产销：下调 2024 财年产量指引，仍不进行第三方销售

2023Q4 Greenbushes 锂精矿产销双降。2023Q4，Greenbushes 实现锂精矿产量 35.8 万吨，环比减少 13.5%，同比减少 5.6%，实现销量 27.5 万吨，环比-30%，产量环比下降主要系两次大面积停产导致给矿品位和加工矿石量降低所致。

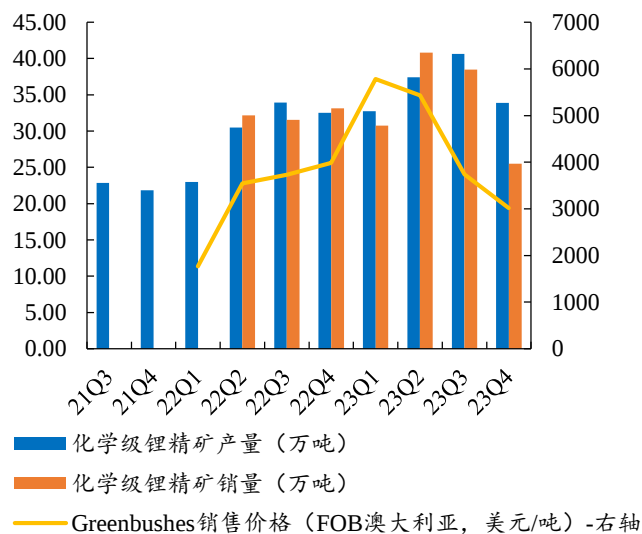
天齐锂业和雅保承购量减少，Greenbushes 下调 2024 财年产量指引。由于合资伙伴天齐锂业和雅保承购量低于预测值，IGO 预计 2024H1 销售量将比生产量少约 20%，进而导致库存增加，但 IGO 仍然决定不进行任何第三方销售，因此 IGO 将 2024 财年产量指引由之前的 140-150 万吨下调至 130-140 万吨，且 IGO 预计此次产量指引下调的影响更偏向于 2024Q1，2024Q2 的季度产量预计更符合此前预测值，Greenbushes 2023H2 锂精矿产量约 77.2 万吨，根据 2024 财年产量指引测算，2024H1 Greenbushes 锂精矿产量约 52.8~62.8 万吨。此外，由于天齐锂业和雅保 2024H1 承购量低于 Greenbushes 生产能力，IGO 计划在 Greenbushes 建立库存并进行有效管理，Greenbushes 最大的库存容量在 20~25 万吨之间，但目前还没达到该水平。

复盘历史发现锂价低点时 Greenbushes 通常不改扩张计划，但会削减产量。CGP2 项目于 2017 年 3 月开工建设，2019 年 10 月投产，但锂精矿市场价格在上一轮周期中于 2018 年年初开始下跌，直至 2020 年年底触底，我们可以发现 CGP2 项目的扩张多处于锂精矿市场价格下行阶段，但公司仍然没有放缓扩张进程，而是在 2020 年年初受疫情影响关停，削减产量。CGP3 项目目前仍在按计划 and 预算进行，仍然预计在 2025 年年中投产，但锂精矿市场价格目前处于本轮周期较低位置，公司仍然不改项目扩张计划，而是削减产量，下调 2024 财年产量指引。

手握优质锂矿位居成本左侧，但公司策略类似“边际生产商”。Greenbushes 现金成本远低于精矿价格，但在价格底部仍然采取减产策略，类似“边际生产商”：（1）2020 年价格低迷+疫情影响，Greenbushes 关停 CGP2，直至 2021 年 5 月份重启，（2）2024 年年初宣布下调 2024 财年产量指引，主要系公司将此视作一项资产加以保护和维护，而不是简单的“成本最低，所以必须生产”。

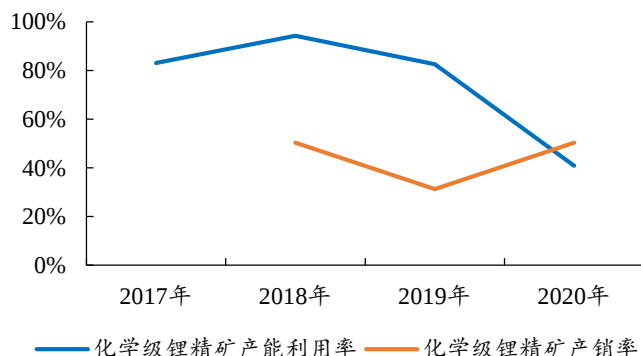
图5：2020 年 Greenbushes 产量降低


数据来源：天齐锂业公司公告、开源证券研究所

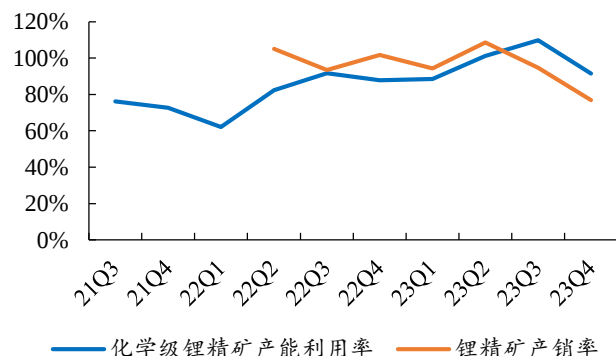
图6：2023Q4 Greenbushes 产销双降


数据来源：IGO 公司公告、开源证券研究所

注：2022Q3、2022Q4 技术级和化学及产量为根据两者矿石开采比例测算所得

图7：2020 年 Greenbushes 产能利用率达到低点


数据来源：IGO 公司公告、开源证券研究所

图8：2023Q4 Greenbushes 产能利用率开始降低


数据来源：IGO 公司公告、开源证券研究所

2.3、定价机制：定价机制由 Q-1 调至 M-1，2024Q1 平均售价或将大幅下滑

从 2023 年 1 月 1 日起，Greenbushes 锂精矿（SC6）销售价格将按季度重置（Q-1），参考四家报价机构（包括 Fastmarkets、Asian Metals、Benchmark Minerals Intelligence 和 S&P Platts）上一季度平均价格的 95%（FOB 澳大利亚）。2024 年 1 月 29 日 IGO 公司公告，Windfield 董事会已同意修改定价机制，该机制将从 2024 年 1 月 1 日起适用于锂精矿（SC6）的承购，根据新的定价机制，定价将根据上个月的平均值按月重新设定（M-1），仍然参考上述四家价格报告机构的平均值，给予 5% 的折扣（FOB 澳大利亚）。2023Q4，Greenbushes 锂精矿平均销售价格约为 3016 美元/吨（FOB 澳大利亚），但锂精矿市场价格已下滑至不足 2000 美元/吨（CIF 中国），我们认为在定价机制由 Q-1 向 M-1 调整的背景下，2024Q1 Greenbushes 精矿平均售价或将大幅下滑。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/707114160056006046>