



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

证券研究报告

2020年05月05日

锂·疫情打击，至暗时刻

锂·西澳锂精矿行业专题报告——2020Q1经营汇总

行业评级：增持

姓名：刘华峰（分析师）

邮箱：liuhuafeng@gtjas.com

电话：0755-23976751

证书编号：S0880515060003

姓名：邬华宇（分析师）

邮箱：wuhuayu@gtjas.com

电话：021-38674938

证书编号：S0880518100005

姓名：汤龔（分析师）

邮箱：tangyan@gtjas.com

电话：0755-23976656

证书编号：S0880519010001

姓名：朱敏（研究助理）

邮箱：zhumin020830@gtjas.com

电话：021-38031657

证书编号：S0880118080078

疫情打击，至暗时刻

- 1. 2020Q1锂精矿经营数据：****①锂精矿价格继续下跌。**2020Q1锂精矿价格降至450美元/吨（CIF China），较2019Q4锂精矿价格500美元/吨继续下滑，根据草根调研预测2020Q2锂精矿价格在420美元/吨左右。**②锂精矿产量连续第三个季度出现下滑，供需双弱，产能利用率低下。**2020Q1西澳锂精矿产量34万吨（环比大幅下滑-17%，同比-27%），折LCE达4.4万吨，连续三个季度出现下滑，主要系Greenbushes产量下滑，以及Galaxy的主动减产。销量34万吨（环比-11%）。2020Q1西澳锂精矿整体产能利用率为41%，环比下滑6个百分点；锂行业供需双弱，锂矿山根据订单，灵活的降低生产负荷，降低库存，维持现金流。
- 2. 锂矿产能短期见顶，锂矿产量是需求的应变变量，未来需求逐步修复行业产能利用率。**锂矿上一轮产能扩产周期（2017-2019）基本到了尾声，2017-2019也从“一矿到七矿”，同时Greenbushes自身也扩大产能。预计其他锂矿扩产项目将搁置，主要系融资困难，即使扩产下游需求无法跟上供给。现在来看，锂矿产能在未来2-3年可以预期没有增量，甚至可能有出现减量（高成本矿山的出清）。2019-2020年锂矿产能充足，市场需求成为锂矿放量瓶颈，同时行业需要去库存。**2020年产量或有所下降，我们预测2020年锂精矿产量为21万吨LCE（较前值23万吨LCE进一步下调）；**
- 3. 生存还是毁灭？至暗时刻，价格跌破现金成本：**疫情影响使得整体锂行业下游需求迅速收缩，锂精矿销售难度增加，价格已降再降至420美元/吨（CIF China），这个价格水平基本已经跌破了所有二线锂精矿生产矿山的现金成本，锂精矿矿山企业的首要任务转化成了保持安全现金流以求生存，现金为王，剩者为王。叠加产能周期和库存周期，以及成本曲线的判断，我们预计未来锂精矿价格或下跌至400美元/吨，之后在底部磨底反复震荡。
- 4. 维持锂行业增持评级。**我们认为，新能源汽车快速发展，拉动锂行业快速增长，我们预测未来5年锂行业维持18%-20%增速，且逐年加速增长。供给方面，锂行业集中度逐步抬升，更有利于锂行业长期的健康发展。锂价和锂精矿价格逐步寻底，国内锂盐龙头长期内在价值逐步凸显，**增持：赣峰锂业，受益：赣锋锂业（HK），雅化集团，威华股份，中矿资源。**
- 5. 风险提示：**新能源汽车增速不及预期。

注：全文“锂精矿”没有特殊说明的地方，均特指6%品位的锂精矿



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

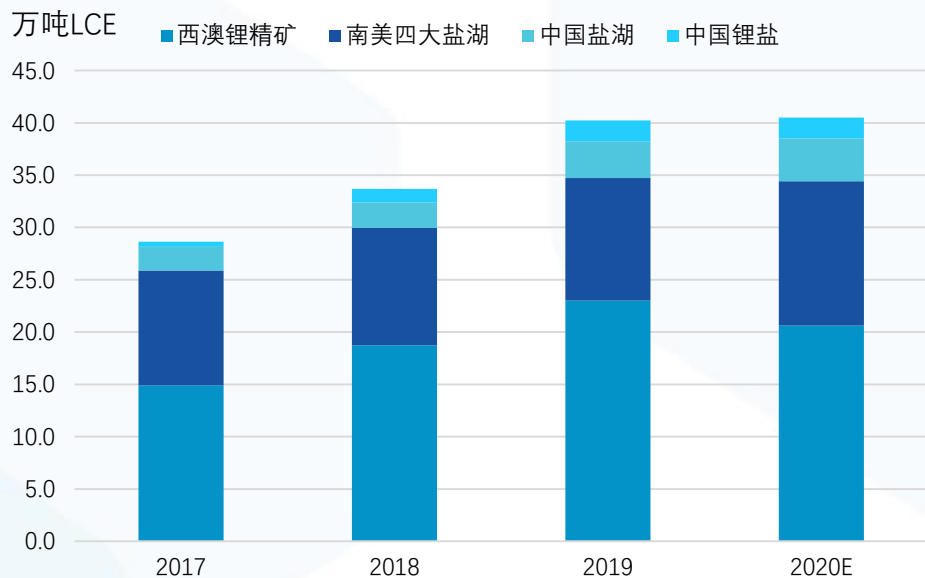
诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

一、西澳锂精矿行业综述

全球锂资源供给格局：

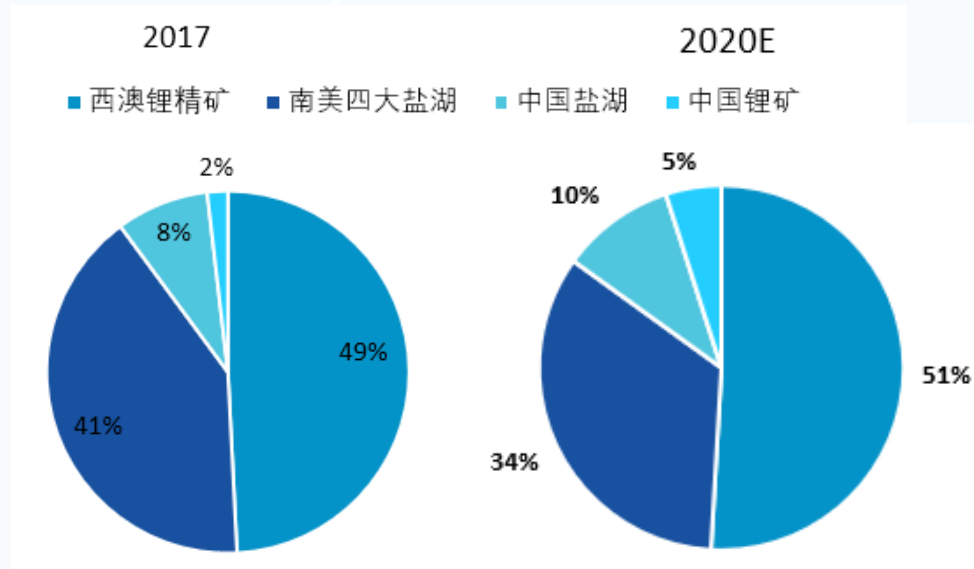
- 南美盐湖和西澳锂矿是全球最大的锂资源供给。2017年西澳锂精矿供给占全球的49%，南美盐湖供给占比41%，两者合计供给了全球90%的锂盐资源供给。
- 未来3年锂资源增量主要来自西澳锂矿。根据全球锂资源公司的情况，我们推测未来3年主要的锂资源增量来自西澳锂精矿，盐湖扩产周期较长，短期供给增量贡献2020预计西澳锂精矿占全球锂供给将达到51%。
- 西澳锂精矿的成本或是未来2年其最大的考验。在整体锂的成本曲线上来看，西澳锂矿对应的锂盐产品成本是偏高的，在未来1-2年锂行业过程的情况中，西澳部分高成本锂矿恐面对出清。西澳锂矿对应的锂盐供给将落在锂行业成本曲线的边际需求上，西澳锂精矿行业将对全球锂价起到决定作用（成本支撑），所以研究西澳锂行业是研究全球锂行业非常重要的一环。

图：全球锂资源供给量（万吨LCE）



数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究，暂未完全考虑高成本供给出清

图：西澳锂矿贡献全球最大的锂资源供给，且未来供给增量仍将逐步增加

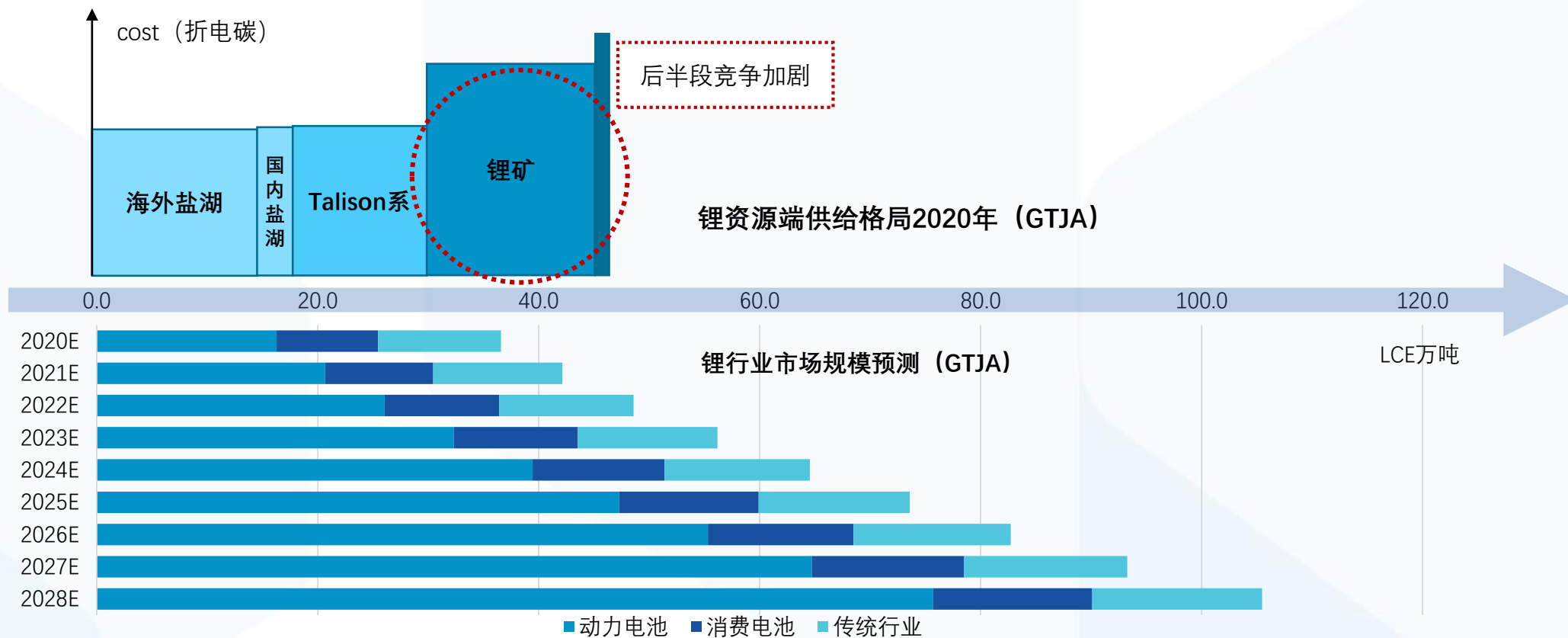


数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究，行业过剩暂未完全考虑高成本供给出清

全球锂供需格局（以2020年为节点分析）：

- 西澳锂精矿行业竞争加剧

图：全球锂资源供需格局（2020年）

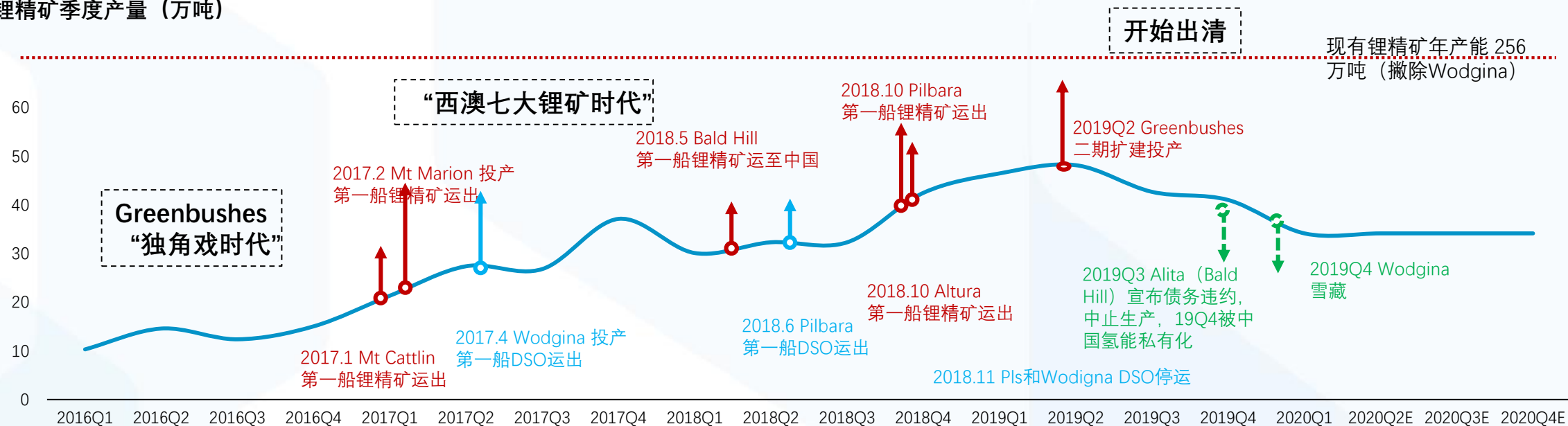


数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究，暂未完全考虑高成本供给出清

西澳锂矿：“七大锂矿时代”至逐步出清

- 2016年前在产成熟的西澳锂矿仅Talison的Greenbushes；
- 2017年Mt Cattlin和Mt Marion相继投产，成熟锂矿增加至3座；
- 2018年Bald Hill、Pilbara、Altura锂精矿逐步投产，成熟锂精矿矿山增至6家；
- 2019年大型锂矿Wodgina有望逐步投产，西澳锂精矿行业形成了“七大锂矿”的供给格局。
- 出清开始，供给收缩：2019下半年，Alita宣布债务违约，中止生产，作为第一个西澳锂矿山退出竞争，19Q4 ALB宣布雪藏Wodgina。目前整体活跃生产销售的锂矿山为5家。

锂精矿季度产量（万吨）



数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究，注：①锂精矿季度产量统计不包括DSO产量；②箭头长短对应投产锂精矿产能大小

西澳“七大锂矿时代”

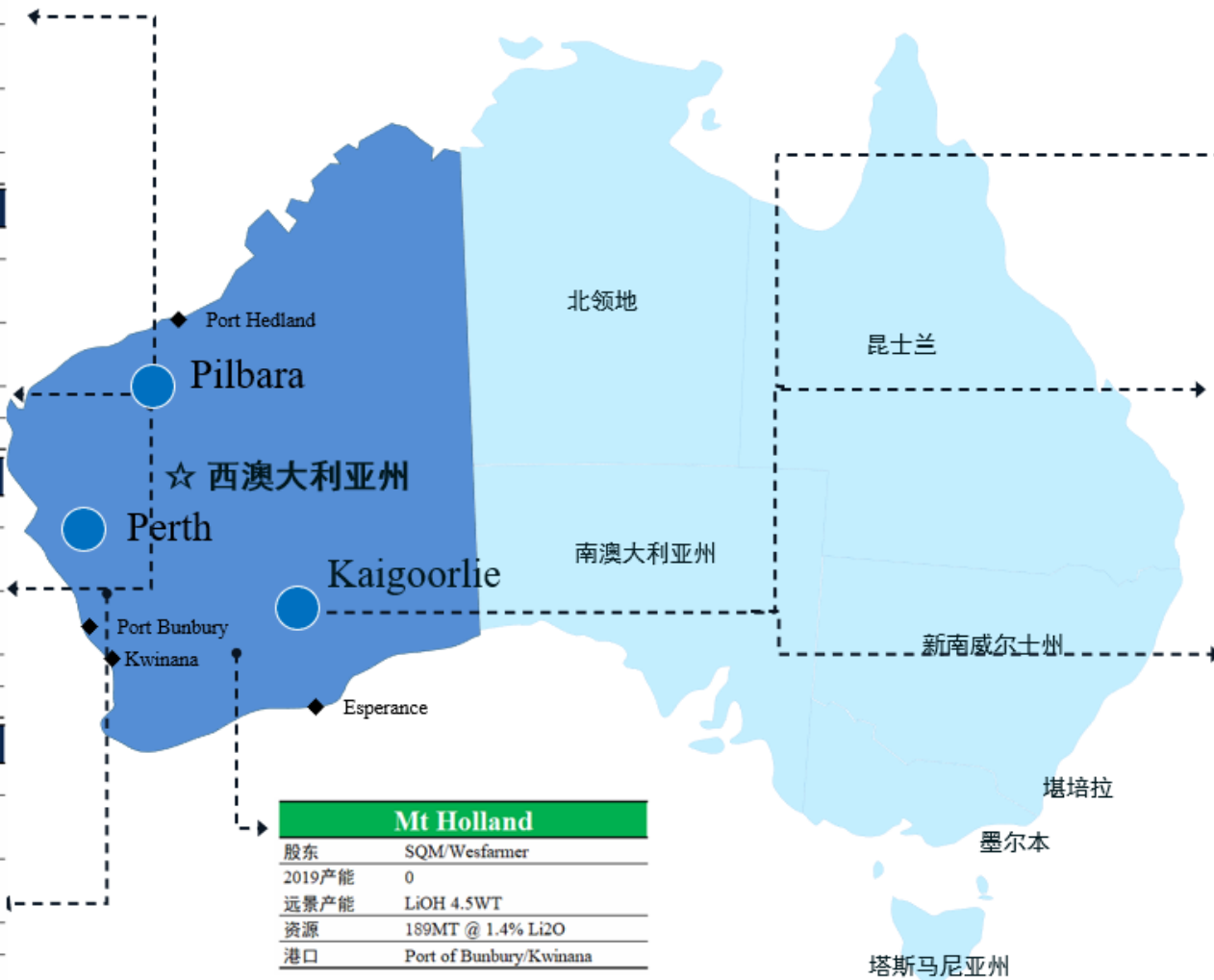
2019年西澳锂资源地图（国君有色刘华峰团队）

Wodgina	
股东	ALB/Mineral Resources
2019产能	锂精矿75WT 折LCE9.5WT
远景产能	锂精矿75WT 折LCE9.5WT
资源	233.89Mt @ 1.21% Li ₂ O
储量	142.4MT @ 1.19% Li ₂ O
港口	Port of Hedland

Pilgangoora1	
股东	Pilbara Minerals
2019产能	锂精矿32WT 折LCE4.5WT
远景产能	锂精矿80WT 折LCE11WT
资源	213MT @ 1.32% Li ₂ O
储量	80.3MT @ 1.27% Li ₂ O
承销公司	赣锋/容汇/Sinostell
港口	Port of Hedland

Pilgangoora2	
股东	Altura Mining
2019产能	锂精矿22WT 折LCE3WT
远景产能	锂精矿44WT 折LCE6WT
资源	50.5MT @ 1.01% Li ₂ O
储量	41.1MT @ 1.05% Li ₂ O
承销公司	赣锋/Lionergy/瑞福/威华
港口	Port of Hedland

Greenbush	
股东	天齐锂业/ALB
2019产能	锂精矿135WT 折LCE17WT
远景产能	锂精矿195WT 折LCE24WT
资源	165.1Mt @ 2.05% Li ₂ O
储量	84.4Mt @ 2.4% Li ₂ O
承销公司	天齐锂业/ALB
港口	Port of Bunbury



Mt Cattlin	
股东	Galaxy Resources
2019产能	锂精矿23WT 折LCE2.9WT
远景产能	锂精矿23WT 折LCE2.9WT
资源	16.7MT @ 1.28% Li ₂ O
储量	10.7MT @ 1.15% Li ₂ O
承销公司	雅化集团
港口	Port of Esperance

Mt Marion	
股东	赣锋/Mineral/Neometals
2019产能	锂精矿45WT 折LCE5.6WT
远景产能	锂精矿45WT 折LCE5.6WT
资源	77.8MT @ 1.37% Li ₂ O
承销公司	赣锋锂业
港口	Port of Kwinana

Bald Hill	
股东	Tawana&AMAL
2019产能	锂精矿15WT 折LCE1.9WT
远景产能	锂精矿18WT 折LCE2.2WT
资源	26.5MT @ 0.96% Li ₂ O
储量	11.3MT @ 1.01% Li ₂ O
承销公司	宝威控股/宝江锂业
港口	Port of Esperance

Mt Holland	
股东	SQM/Wesfarmer
2019产能	0
远景产能	LiOH 4.5WT
资源	189MT @ 1.4% Li ₂ O
港口	Port of Bunbury/Kwinana

■ 绿地项目
■ 将投产项目
■ 成熟项目
 注：各矿山发展阶段

西澳锂精矿直接影响中国锂盐市场

Global Lithium Production and Consumption 2019

The United States
Nevada Silver Peak Brine
Carbonate Lithium
Capacity in 2019

ALB 0.6万吨

South America
Lithium Triangle Brine
LCE Capacity in 2019

Chile
-ALB 4.5万吨
-SQM 7万吨
Argentina
-Livent 2.2万吨
-ORC 1.8万吨
Total 15.5万吨

Belgium & Germany

South America
Lithium Triangle Brine
LCE export in 2019

Chile 8万吨
Argentina 3.4万吨
Total 11.4万吨

Korea LCE import in 2019

Lithium Carbonate
3.9万吨 (YoY +16%)

Lithium Hydroxide
2.3万吨 (YoY +90%)

Japan LCE import in 2019

Lithium Carbonate
2.4万吨 (YoY +14%)

Lithium Hydroxide
3.7万吨 (YoY +67%)

China LCE Trade in 2019

Lithium Carbonate
净进口1.6万吨

Lithium Hydroxide
净出口4.8万吨 (YoY +84%)

China Conversion Plant
& Brine LCE Production
in 2019

Li₂CO₃ 产量18万吨
LiOH 产量9万吨
Total 26万吨LCE

West Australia
Spodumene Capacity
in 2019 万吨锂精矿

-Greenbush 135
-Mt Marion 45
-Mt Cattlin 18
-Pilbara 32
-Altura 22
-Bald Hill (重组) 252
Total 252
(32万吨LCE)

Global Lithium Flow



国泰君安有色金属与新材料刘华峰团队

刘华峰 (分析师)
185-6623-1524
liuhuafeng@gtjas.com
邬华宇 (分析师)
188-0192-7438
wuhuayu@gtjas.com

汤隽 (分析师)
150-0180-2656
tangyan@gtjas.com
朱敏 (研究助理)
131-6271-3317
zhumin@gtjas.com



Spodumene Production



Conversion Plant



Brine Operation

Exporting Country

Importing Country

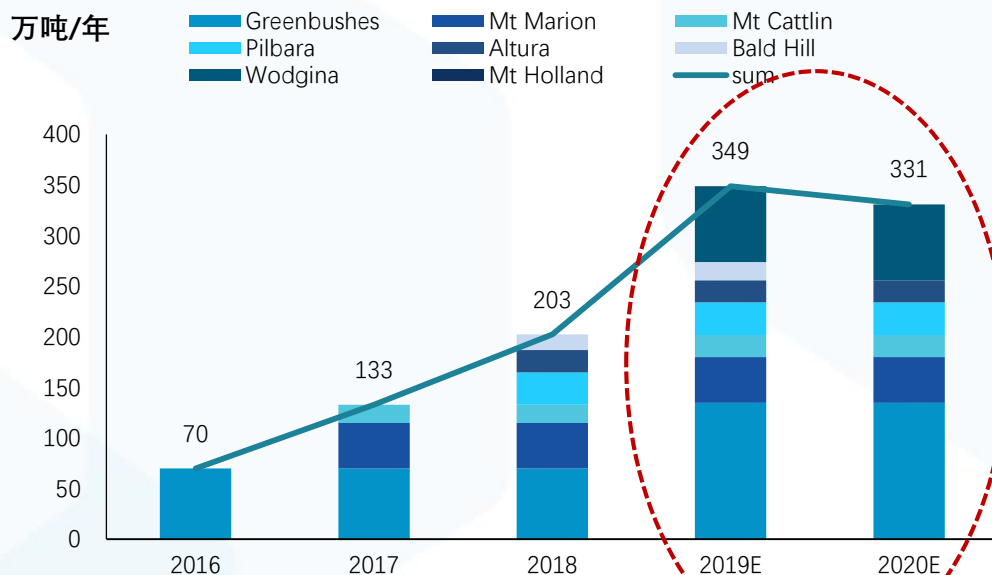
China

锂精矿产能周期见顶，2020年产能缩量

2020年锂精矿产能出现减量：

- 随着西澳锂矿玩家的增加，锂精矿产能在近5年（2016-2020年）快速增加，我们预计2018/2019/2020锂精矿产能203/349/331万吨，产能折LCE 26/45/43万吨。
- 2016-2019年是锂精矿产能周期快速上量时期，2019-2020年进入到产能周期见顶，随着锂精矿价格下滑，扩建项目回报率大幅缩水，融资困难将导致产能扩建大概率延期，高成本矿山破产，2020年锂精矿产能出现缩量。

图：西澳锂精矿产能（万吨）



数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究，注：①锂精矿产能口径以年底产能为基准。

表：西澳锂精矿产能（万吨）

	2016	2017	2018	2019E	2020E
锂精矿产能（万吨）	70	133	203	349	331
yoy		90%	52%	72%	-5%
折LCE（万吨）	9.3	17	26	45	43
yoy		84%	50%	73%	-5%

表：西澳锂矿山扩产时间表（万吨）

矿山	开发时间	投产时间	锂精矿（万吨）
Talison 现有		在产	70
Talison 二期	2017 年 3 月	2019Q2 投产	65
Talison 三期	2018 年 7 月	2020Q4 投产	60
Talison 四期		2023 年投产	35
Mt Marion		在产	45
Mt Cattlin		在产	18
Pilbara 一期		2018Q3 年投产	32
Pilbara 二期	2018Q1 准备	2020Q1 投产	48
Altura 一期		2018Q3 年投产	22
Altura 二期	2018Q1 准备	2020Q1 投产	22
Bald Hill		在产	15.5
Wodgina 一期		2019Q1	25
Wodgina 二三期			50
远景产能合计			517
			折 LCE 60 万吨

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

扩建项目大概率延期

二、现金为王，生存为王



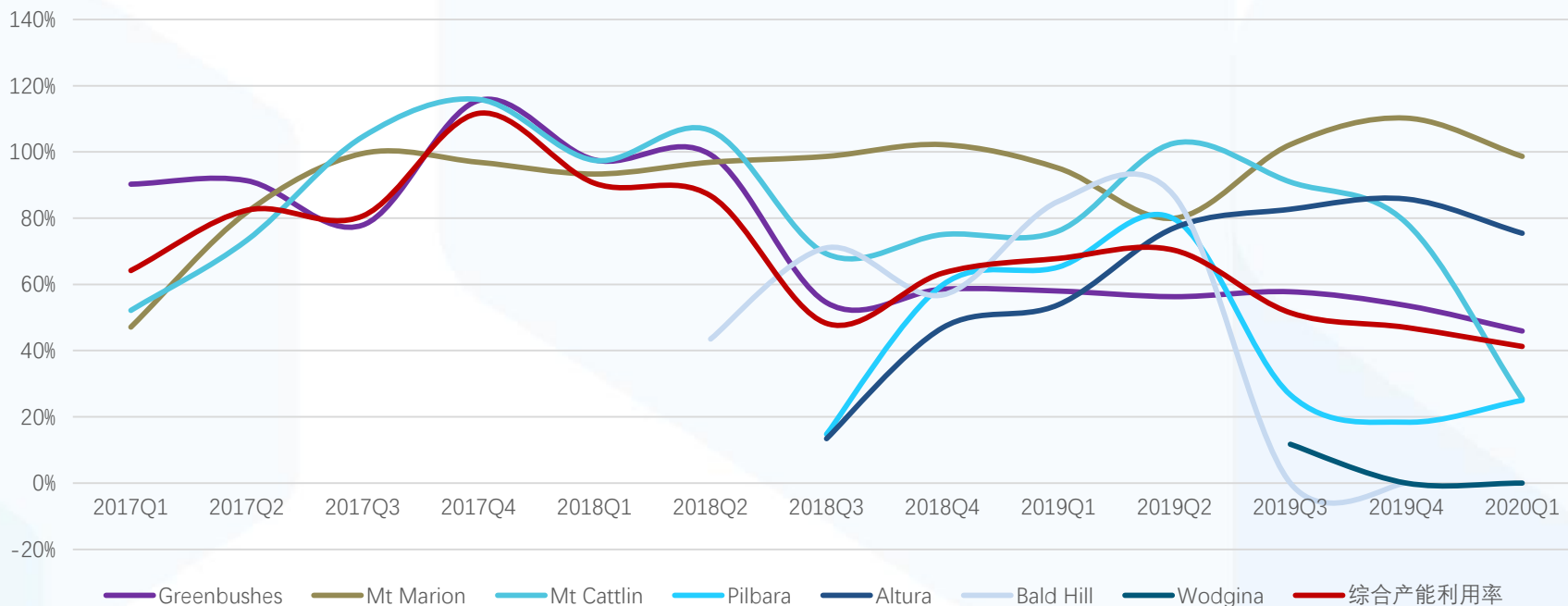
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

需求孱弱，产能利用率进一步下滑

- **锂矿扩产周期告一段落。**锂矿上一轮产能扩产周期（2017-2019）基本到了尾声，2017-2019也从“一矿到七矿”，同时Greenbushes自身也扩大产能。但其他的大量锂矿扩产项目将搁置，主要是因为锂行业走弱融不到钱，或者即使扩产下游需求无法跟上供给。现在来看，锂矿产能在未来2-3年可以预期没有增量，甚至可能有出现减量（高成本矿山的出清），这是好的一方面，也符合预期的。
- **锂矿需求是自变量，供给是需求的应变变量。**2019-2020年锂矿产能充足，市场需求成为锂矿放量瓶颈，同时行业需要去库存。一轮扩产后，锂矿的产能利用率从80%以上下跌至50%左右，锂矿产能利用率需要需求去修复。
- **疫情影响，西澳锂矿产能利用率进一步下滑。**受疫情影响，锂行业供需双弱，锂矿企业订单减少，20Q1整体产能利用率为41%，环比减少6个百分点。

图：锂矿产能利用率



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究，19Q4后撤除Bald Hill产能。



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

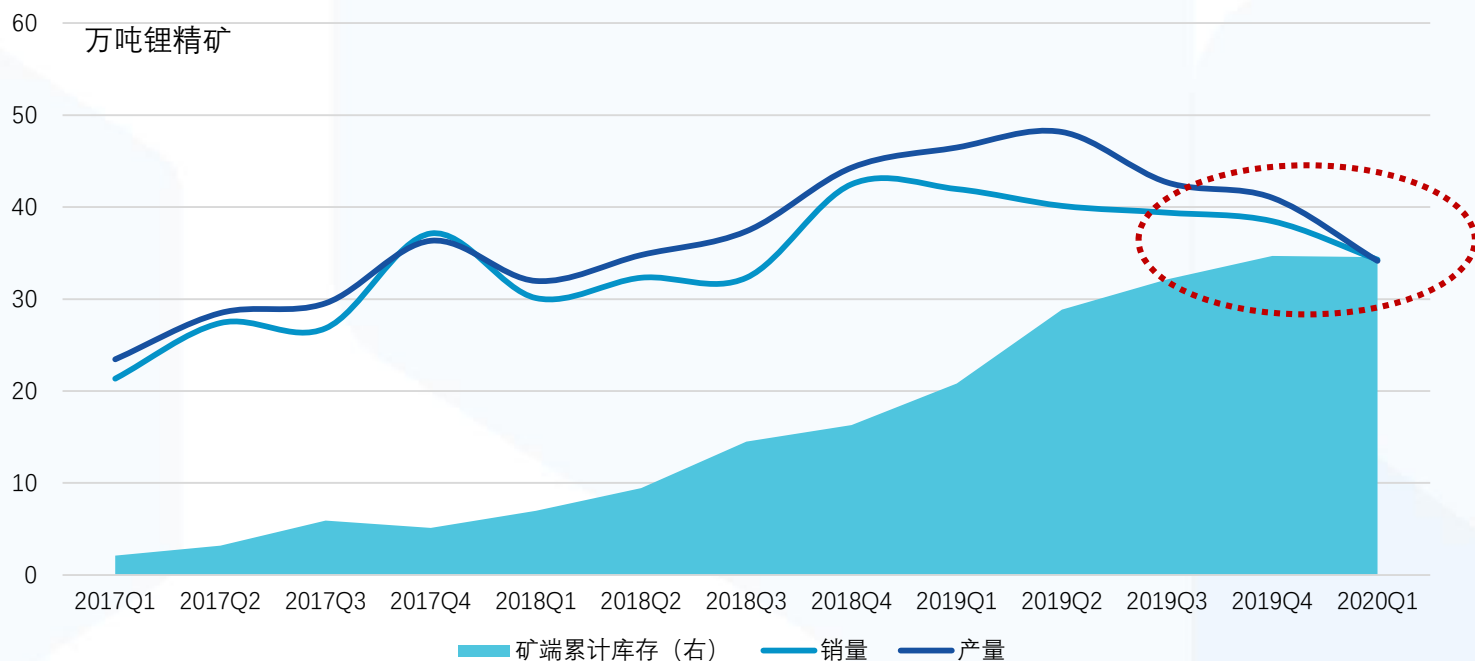
诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

西澳锂精矿库存周期进入“主动去库存”阶段

2017的“抢矿大战”落下帷幕，2019年锂矿全行业被动加库存，2020年锂矿主动去库存：

- 2017年锂精矿“一矿难求”，拥有上游锂精矿稳定保证的冶炼企业，就意味着拥有丰厚的利润回报
- 2019年初开始，锂精矿矿山企业产销率严重下滑，矿山企业和冶炼企业锂精矿被动加库存。
- **西澳锂精矿库存为1个季度。**据我们2017年至今的统计，截止2020Q1，锂精矿在矿山端的库存就有35万吨锂精矿，持平19Q4，锂矿企业通过主动去库存，回流现金流，降低运营风险。（未包含Greenbushes的库存）

图：西澳锂精矿端累库

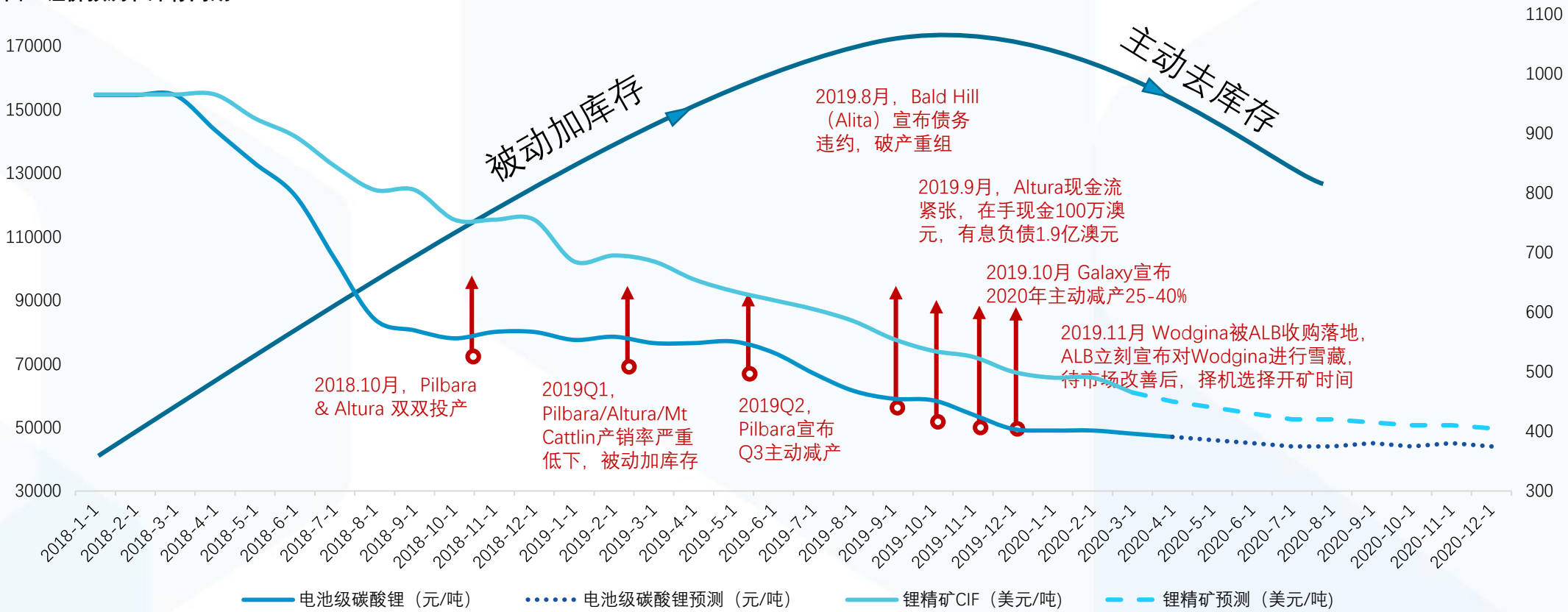


数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究，注：库存未包括Greenbushes的矿端库存

锂矿库存周期：被动加库存逐步切入主动去库存

- 2018-2019是锂行业被动加库存的阶段，这段时间锂精矿产能快速上量（Bald Hill、Pilbara、Altura），供给增速远大于需求增速，导致半数矿山产销率低下，被动加库存。
- 2020开始锂行业的库存周期切入“主动去库存”阶段。

图：锂价预测和库存周期



锂矿的主动减产和被动破产

- 2019全年，锂矿供给过剩，同时下游EV市场需求不及预期，锂精矿产销率大幅低于预期，矿山企业经营性现金流回流不足。
- **被动破产**：部分企业负债和现金流压力增加，出现破产的情况（Bald Hill）。
- **主动减产**：部分企业锂精矿库存累计，叠加未来销售预期下调，主动降低产能利用率应对供需双弱的市场。（Galaxy, Pilbara）

图：澳洲锂矿山最新情况跟踪

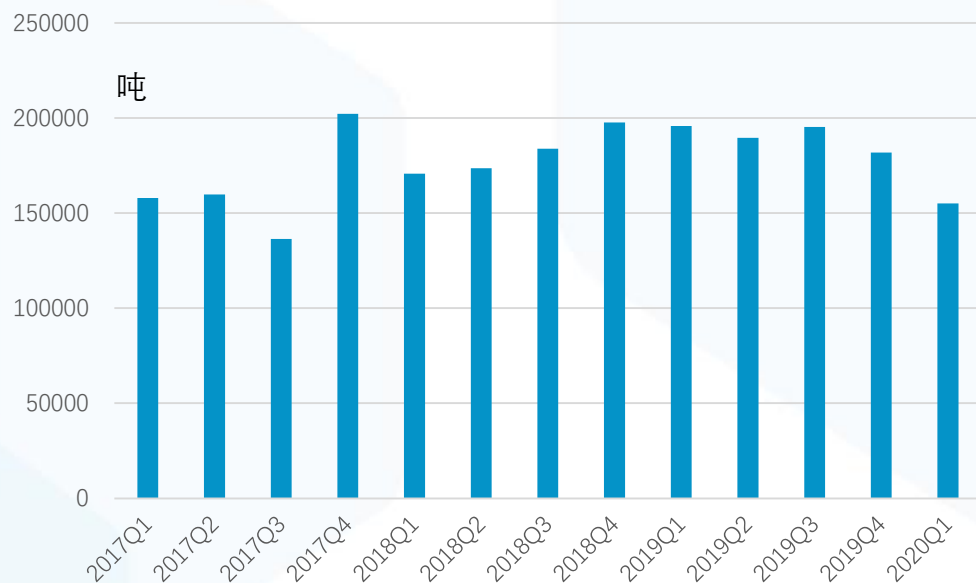
矿山	股东	目前状态	目前产能	2019产量	2020E产量	包销	投产历史
西澳矿山			锂精矿 (万吨)	锂精矿 (万吨)	锂精矿 (万吨)		
Greenbushes	天齐锂业51%/ALB 49%	二期产能爬坡	135	76	80	天齐/雅宝 50%/50%	2019Q2产能从70万吨扩建至135万吨
Mt Marion	MRL 50%/赣锋50%	正常生产	45	44	40	赣锋100%	2017Q2投产
Mt Cattlin	Galaxy	减产	23	19	10	雅化50%+其他	2017Q2投产
Pilbara	Pilbara Minerals	减产	32	15	15	赣锋/容汇/天宜	2018Q3投产
Altura	Altura Mining	现金流紧张	22	16	15	赣锋/瑞福/威华/Lionergy	2018Q3投产
Bald Hill	Alita	破产	18	9	0	-	2018Q1投产，2019Q3重组
Wodgina	ALB 60%/MRL 40%	雪藏	75	3	0	雅宝100%	2019Q3投产，同时立刻雪藏
Kidman	SQM 50%/Wesfarmer 50%	未投产	0	0	0	SQM	暂未
合计			350	183	160		
折LCE (万吨)			44	23	21		

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究，Greenbushes产销数据为推测数据（根据海关港口数据估算），未考虑其库存情况，同时考虑天齐澳洲建冶炼厂，上表Greenbushes数据有所低估。

Greenbushes&Marion 下游包销结构稳固，产销稳定

- Greenbushes 20Q1整体装船量15.5万吨锂精矿（环比-15%）
- Greenbushes在2019年中将其产能从70万吨扩产至135万吨。推测Greenbushes未将其扩产后的产能开满，仍保持灵活生产。

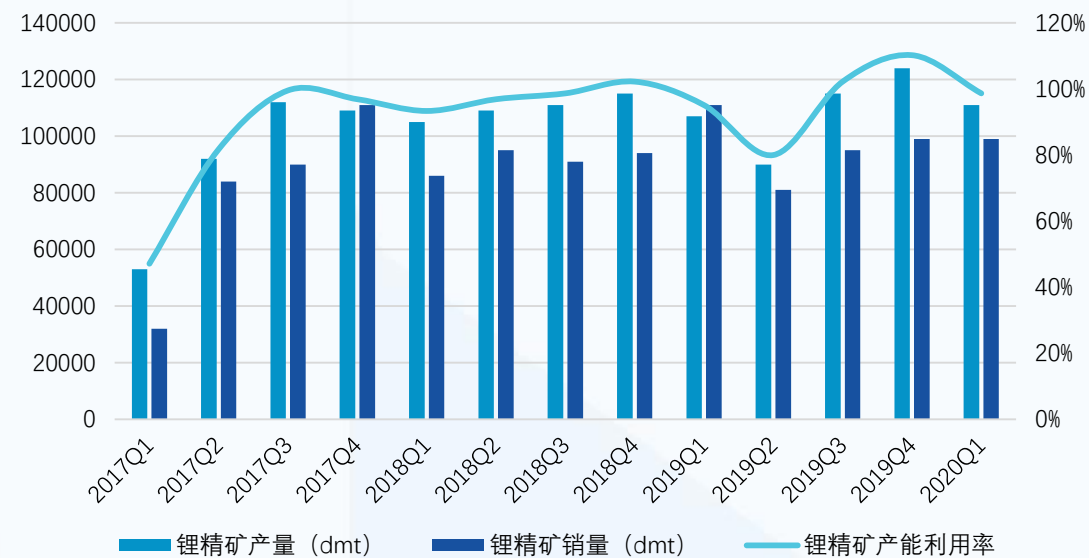
图：Greenbushes锂精矿装船量



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

- **Mt Marion产销符合预期（100%包销至赣锋锂业）。**2020Q1，锂精矿生产11.1万湿吨（环比-10%），销售9.9万湿吨（环比持平），其中6%高品位的锂精矿占比55%（19Q4为62%），其余为4%品位的。

图：Mt Marion锂精矿产销



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。



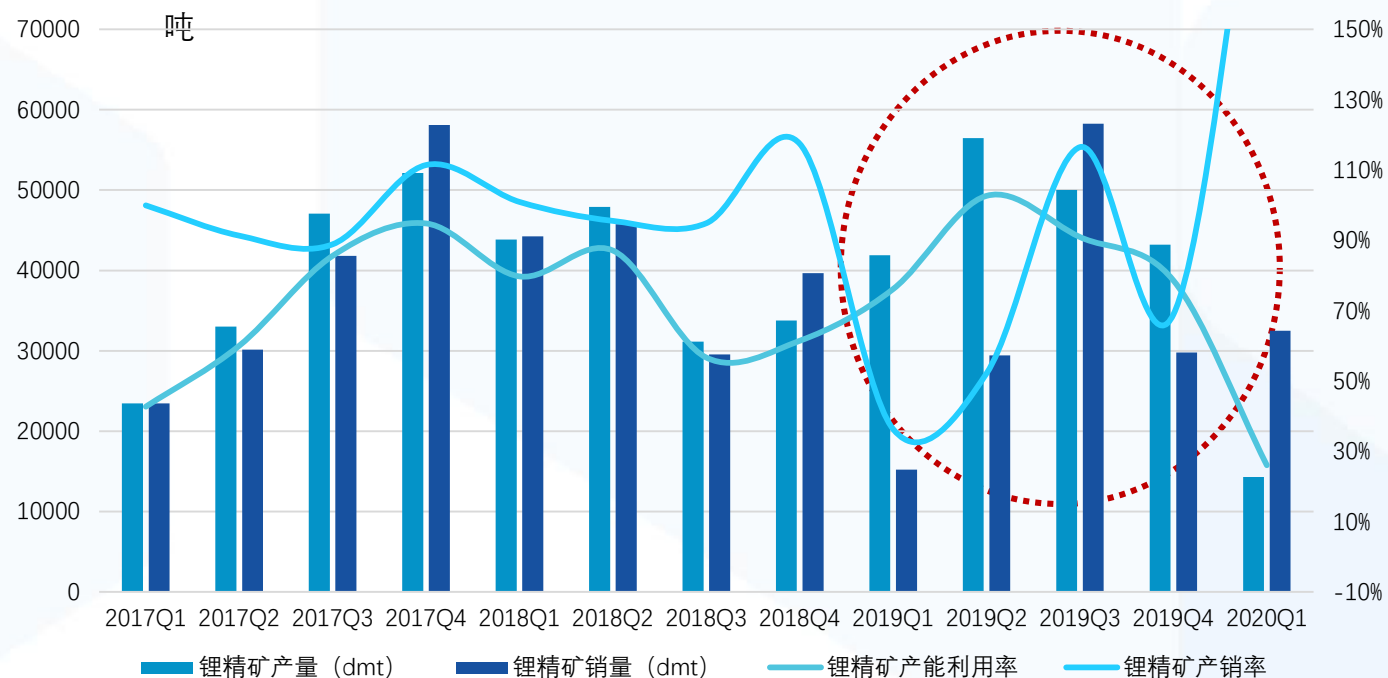
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

GXY：减产去库存

- **产销**：20Q1锂精矿产量为1.4万吨（环比-67%）；销售3.2万吨（环比+9%），银河资源进入“销售驱动策略”，保持低负荷生产来去库存，符合预期。**20Q2**产量指引2.5-3万吨，2020全年产量指引为9-10.5万吨，和上季度披露一致。
- **库存**：截至20Q1，公司有4.6万吨锂精矿库存（较19Q4的6.5万吨逐步下降），GXY主动减产去库存阶段
- **成本**：20Q1现金成本FOB 592美元/吨（19Q4为406美元/吨）。成本略抬升主要是Q1正常生产从2月开始，低产量使得单吨摊销成本变大。
- **2020年减产一半，主动去库存**：2020全年生产指引9-10.5万吨，减产一半，叠加目前库存水平来满足客户需求，若市场改善，GXY仍保持生产灵活性，随时提升生产。

图：GXY锂精矿产销情况



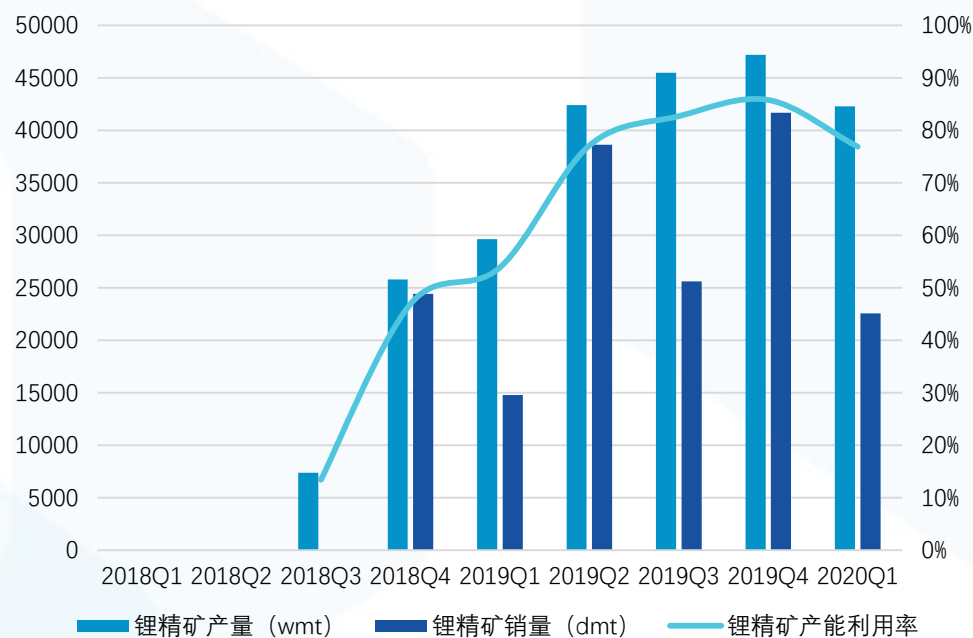
生产销售不稳定

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

Altura产销良好，现金流亮红灯

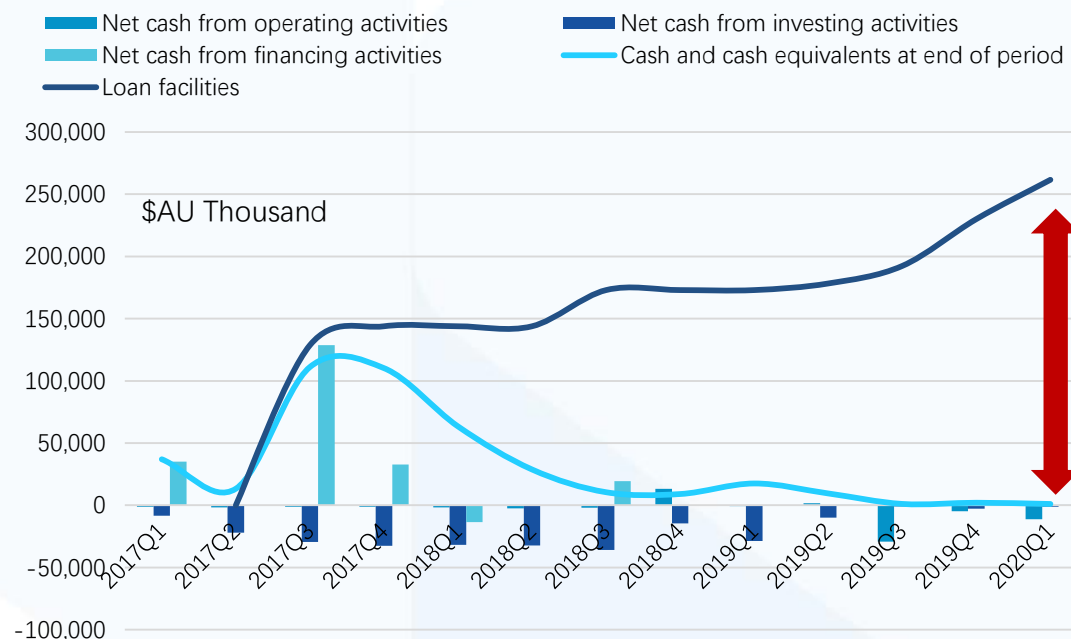
- **Altura产销**：20Q1锂精矿产量为4.2万湿吨（环比-10%），销售2.25万干吨（环比-46%），产销良好，另外4月份销售量为2.2万干吨锂精矿，整体产销良好。
- **成本**：现金成本降至345美元/湿吨 FOB（19Q4为354美元/吨）。我们发现近半年，AJM采矿的入选品位为1.27%，高于矿山平均品位1.05%，推测公司优先入选较高品位锂矿，以降低成本，行业至暗时刻以求生存。
- **现金流紧张**：截至20Q1，在手现金106万澳元，有息负债2.6亿美元，年息15%。现金流压力大。
- **库存**：截至20Q1，公司有4.3万吨锂精矿库存（19Q4为3万吨）

图：AJM产销稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

图：AJM现金流情况——现金基本烧完

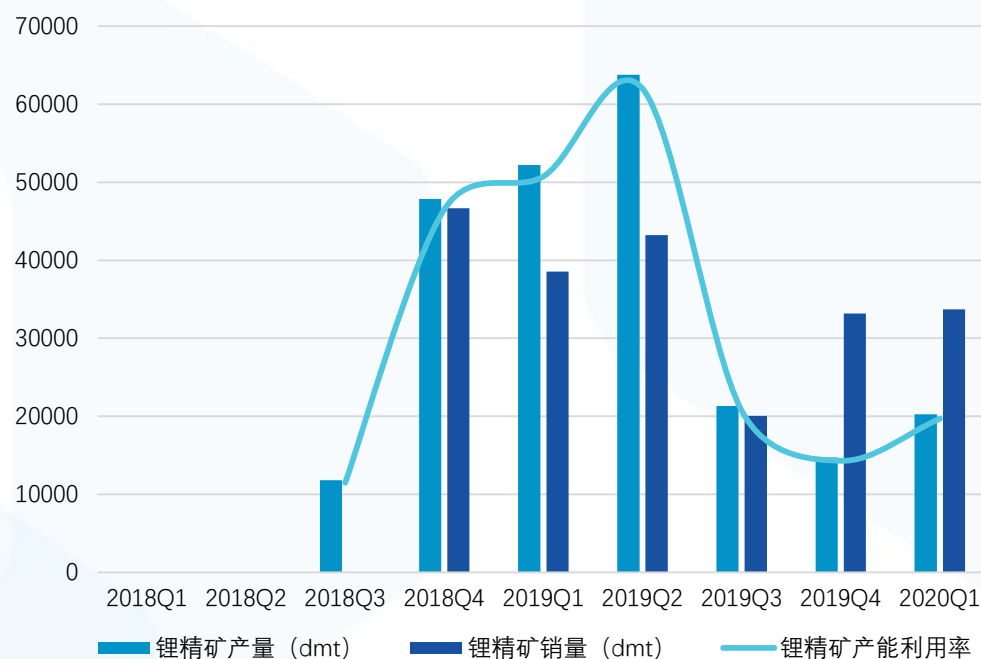


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

Pilbara产销双弱，不断融资补充现金流

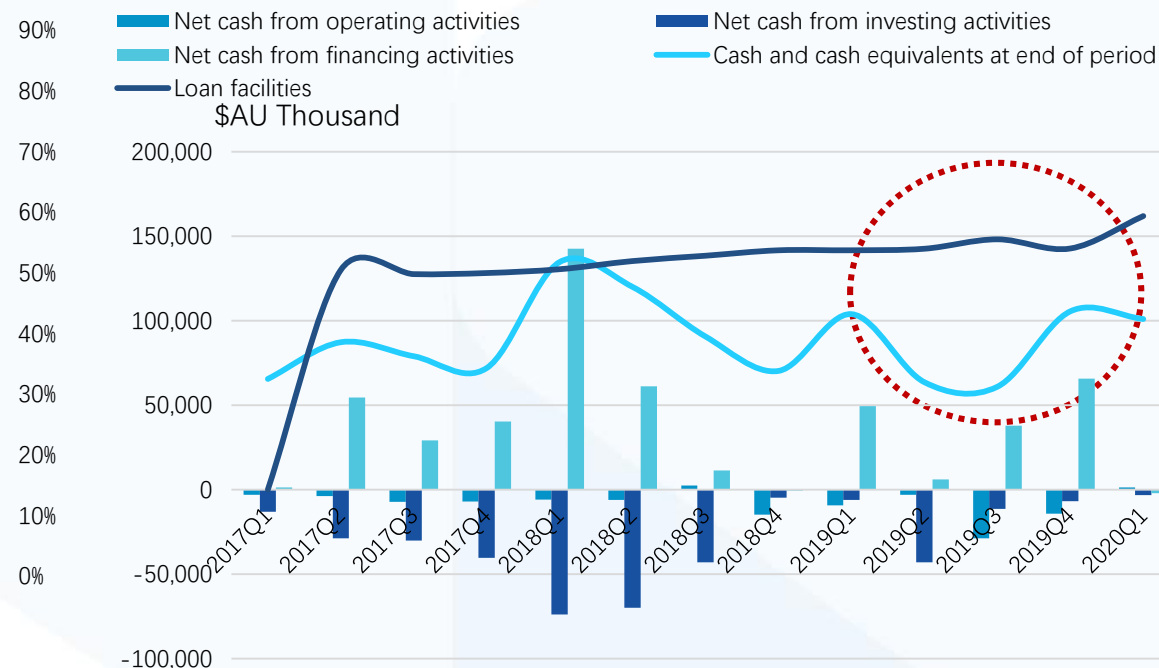
- **产销**：2020Q1锂精矿产量为2万吨（环比+38%）；销售3.4万吨锂精矿（环比+2%），低于公司之前指引。2020Q2指引：销售2.5-3.5万吨锂精矿。
- **库存**：截至20Q1，公司有1.1万吨锂精矿库存（19Q4为2.6万吨），持续减产去库存。
- **PLS未来致力于提升回收率来将锂精矿成本降至320-350美元/吨CFR价格——（折电碳3.7万rmb/吨）**；在行业至暗时刻，每个环节都会想尽各种办法去降成本以求生存。
- **在手现金**：截至20Q1公司在手现金1.1亿澳元，相对较安全，整体在手现金较为充裕。

图：PLS现金流情况——资金压力巨大



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

图：PLS现金流情况——暂时充沛

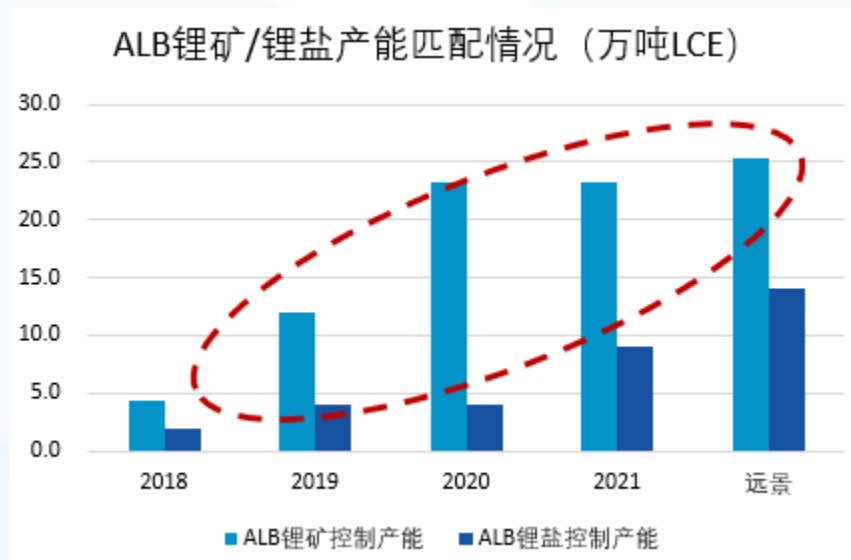


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

Wodgina：还未投产，就被雪藏

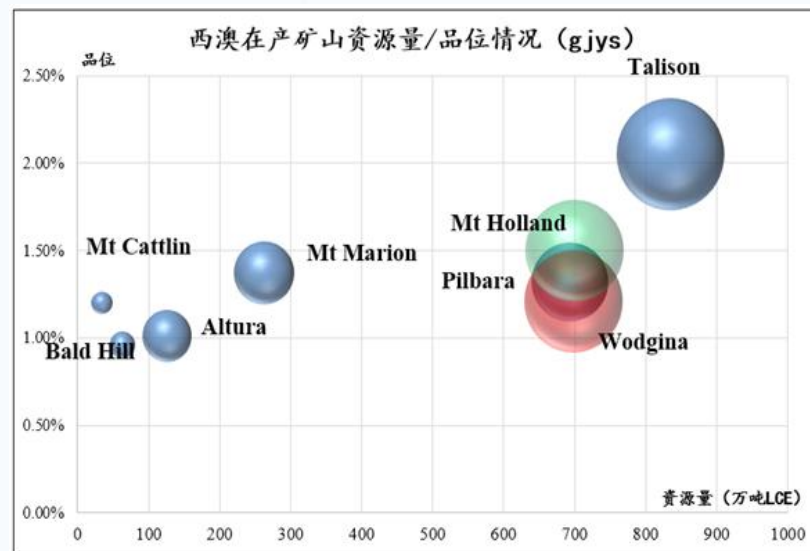
- **Wodgina 75万吨产能建设完成。**17-18年生产DSO（锂原矿）运至中国销售著称的Wodgina，Wodgina也在18年中止DSO销售，转而建设75万吨锂精矿选厂（分三期，每期25万吨）。截止19Q3，Wodgina 75万吨锂精矿选厂建设进度达到99%，一期25万吨产能投产正逐步爬坡，三季度生产2.2万吨锂精矿，并有3300吨送样至雅宝。二期25万吨产能已经完成待投料，三期25万吨干通车将在11月开始。
- **收购落地，立马雪藏。**2019年雅宝ALB拟以13亿美元的高额对价（其中8.2亿美元现金支付）收购Wodgina 60%股份，2019年11月1日，Wodgina的冷藏。雅宝对Wodgina收购完全落地，考虑市场不佳，雅宝立刻宣布Wodgina关停维护。
- **我们认为：Wodgina的雪藏符合预期，利好行业。**整体ALB锂矿产能的布局在2019-2021年都远远大于锂盐冶炼产能的建设布局，Wodgina的建设完成遇上了锂精矿弱市，放量对外销售的意义不大，雪藏为上策，利好公司与行业。

图：ALB近几年锂矿产能布局远远领先于锂盐冶炼产能匹配



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

图：Wodgina资源量丰富



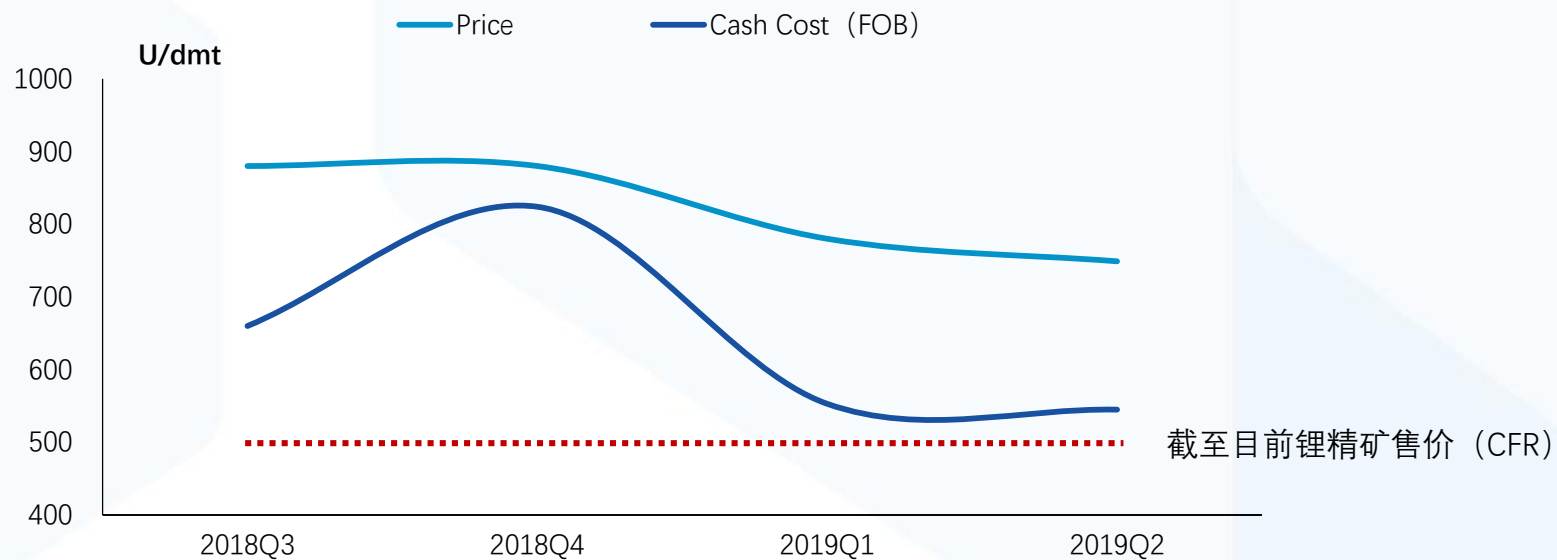
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

第一个破产的西澳锂矿Alita——中国氢能公司最后入主Alita，七国争霸变六国角逐

Alita破产重组时间轴：

- 2019年5月，GXY战略性投资Alita 2250万澳元，获得12.22%股份
- **2019年8月19日，Alita宣布其4000万澳元债务违约。**
- 2019年8月27日，GXY购入Alita的4000万澳元债务，获得其债务本金及利息的偿还权。GXY成为Alita最大的债主。
- 2019年8月28日，志愿管理人入驻Alita；8月29日，GXY派遣KPMG入驻Alita
- 2019年11月，China Hydrogen Energy（中国氢能公司）提供Alita7000万澳元借款，Alita此后进入私有化阶段，原有股东基本退出。自此，第一家锂矿企业短期退出舞台。（整体生产设施还在，但目前锂精矿价格完全不能覆盖Alita的成本，Alita没有竞争力）

图：Alita成本售价情况



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

三、2020Q1西澳锂矿经营情况汇总



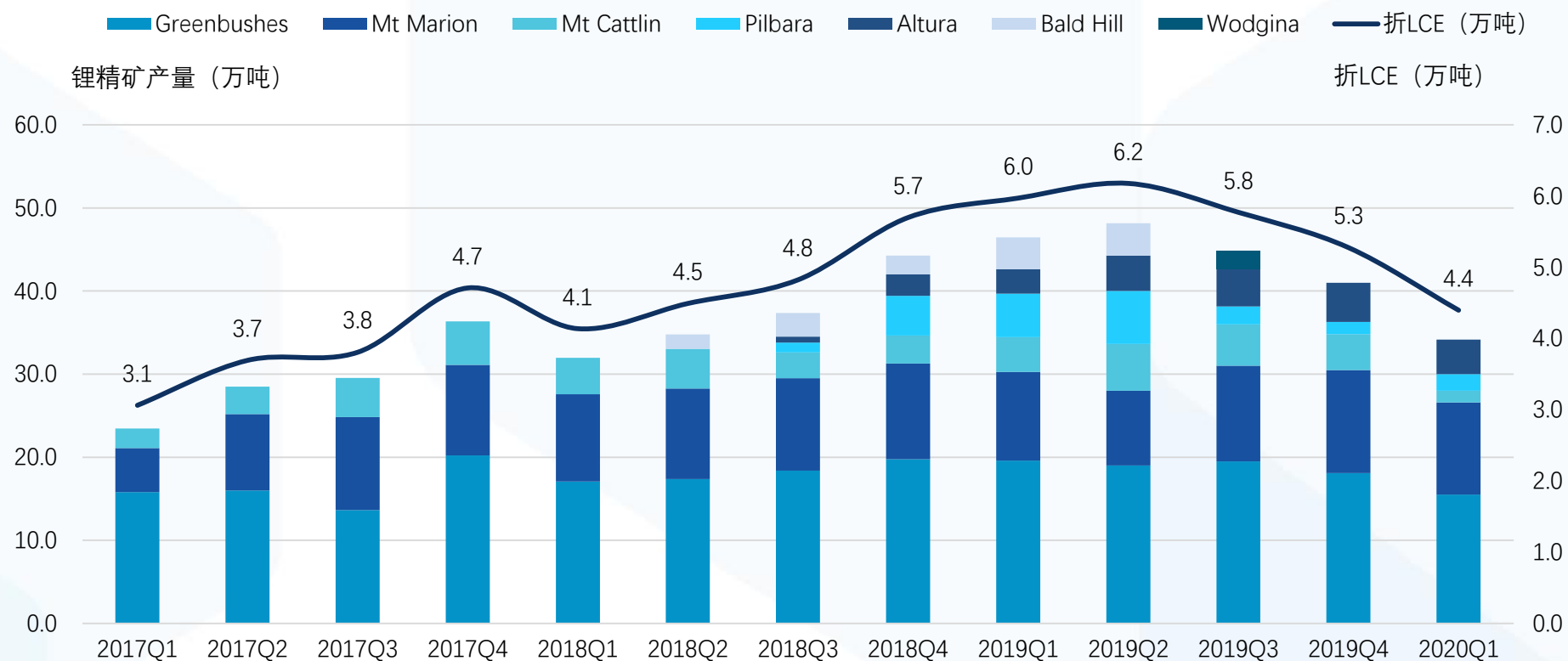
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

2020Q1：供需双弱，产量进一步下滑

- 2020Q1西澳锂精矿产量34万吨（环比大幅下滑-17%，同比-27%），折LCE达4.4万吨，连续三个季度出现下滑。
- 市场需求成为锂矿放量瓶颈，而非产能瓶颈，全行业锂精矿库存高居，主动减产来降低库存；
- 锂精矿产量环比下滑，主要系Greenbushes产量下滑，以及Galaxy的主动减产。

图：西澳锂精矿产量汇总2020Q1

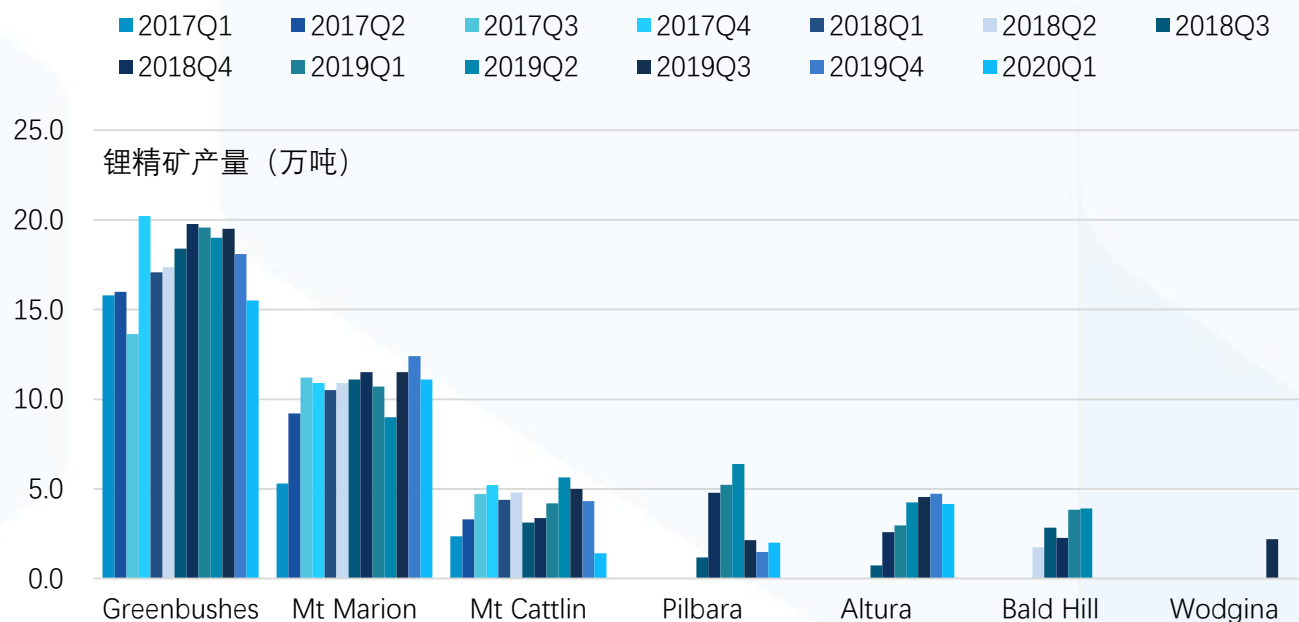


数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究，注：①锂精矿季度产量统计不包括DSO产量；②Greenbushes产销数据为推测数据（根据海关港口数据估算），未考虑其库存情况

Greenbushes装船量下滑

- 根据锂矿不同的投产时间，我们把西澳锂矿分成三个梯队：①Greenbushes全球规模最大、品位最高的锂矿山；②2017年投产的Mt Marion和Mt Cattlin；③2018年投产的Bald Hill、Pilbara、Altura。
- 第一梯队：Greenbushes稳坐老大之位，扩产落地，随市放量。20Q1 Greenbushes船运量约15.5万吨锂精矿，环比-14%。2019Q3 Greenbushes产能从70万吨扩至135万吨，未来持续跟踪扩产爬坡情况。目前全球锂行业供需双弱，我们预计Greenbushes二期扩产产能短期无法上量。
- 第二梯队：Mt Marion稳定满产、Mt Cattlin调低生产负荷。20Q1 Mt Marion 生产11.1万吨锂精矿，环比-10%，Mt Cattlin生产1.4万吨，环比-68%，减产来消耗库存。
- 第三梯队：Pilbara减产、Altura生产正常、Bald Hill破产。20Q1 Pilbara继续保持低负荷生产去库存，主动减产仅生产2万吨；Altura生产4.2万吨，维持正常，但现金流紧迫，随时有破产危机；Bald Hill破产生产搁置；
- 2019新投矿山：19Q3 Wodgina 75万吨锂精矿选矿建设基本达产，立马雪藏，未来视市场好坏。

图：西澳各锂矿山锂精矿产量



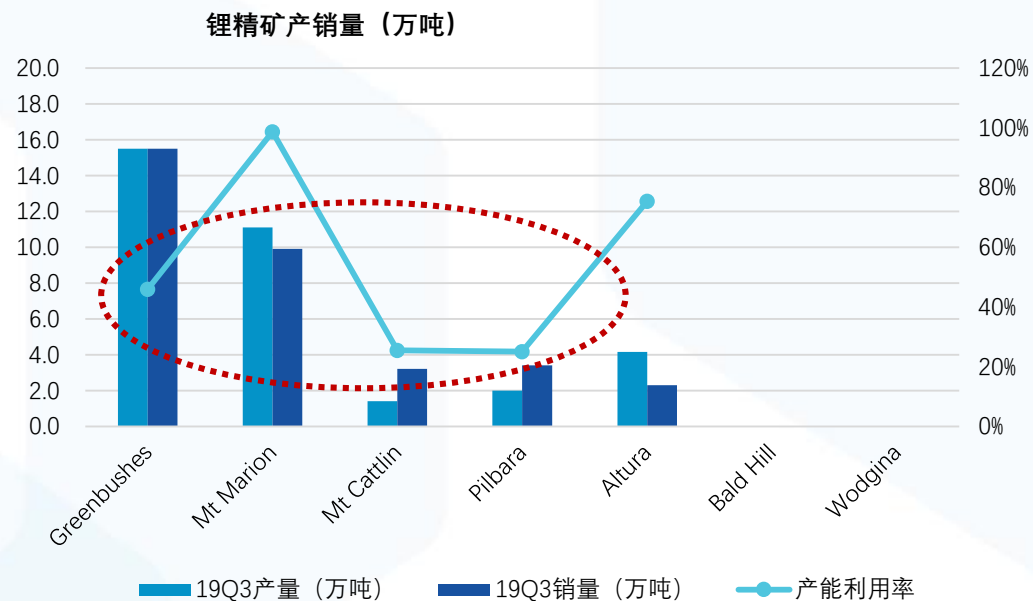
数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究；Greenbushes产销数据为推测数据（根据海关港口数据估算），未考虑其库存情况，同时考虑天齐澳洲建冶炼厂，上表19Q4 Greenbushes数据有所低估。



锂精矿主动减产，产能利用率和产销率不能兼得

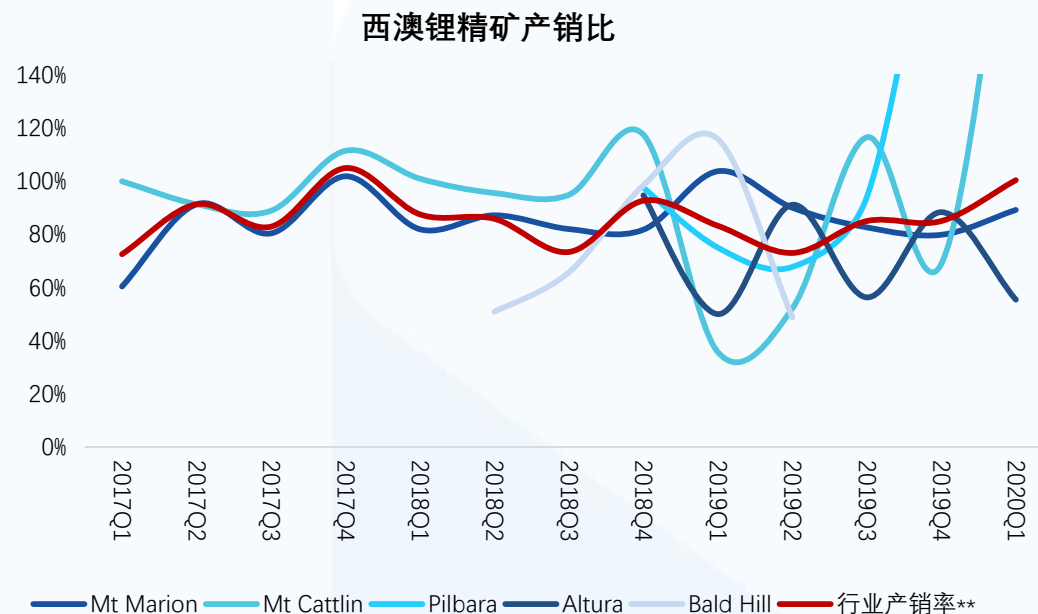
- **产能利用率和产销率不能兼得**：2020Q1西澳锂精矿整体产能利用率为41%，环比下滑6个百分点；产销率达到100%，环比提升。锂行业供需双弱，锂矿山根据订单，灵活的降低生产负荷，降低库存，维持现金流。
- Greenbushes, Mt Cattlin、Pilbara等产能利用率均低于50%。

图：2019Q3西澳各锂矿山锂精矿产销量



数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

图：西澳各锂矿山锂精矿产销率

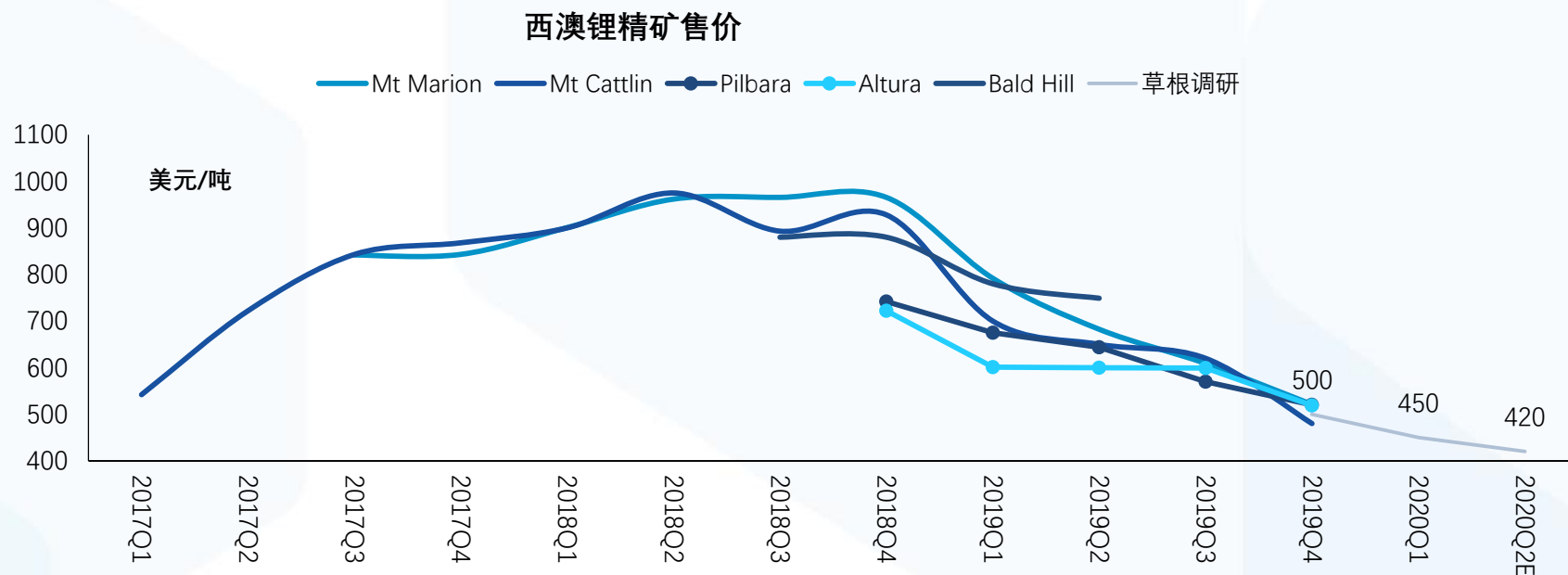


数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究，**行业产销率的计算撇除Greenbushes, Bald Hill, Wodgina

锂精矿价格继续下行——2020年将筑底震荡

- **2020Q1锂精矿价格减速下跌。**2019-2020锂精矿持续过剩，2020Q1锂精矿价格降至450美元/吨（CIF China），2019Q4锂精矿价格区间在480-520美元/吨。
- **2020Q2锂精矿价格预计仍进一步下跌。**草根调研反馈，市场目前出现了420美元左右的锂精矿售价，这个价格水平基本已经跌破了所有二线锂精矿生产矿山的现金成本曲线了，预计未来下跌空间不大。
- **2020年锂精矿展望：价格筑底后窄幅震荡。**叠加产能周期和库存周期，以及成本曲线的判断，我们预计未来锂精矿价格或下跌至400美元/吨，之后在底部磨底反复震荡。且特别关注因部分库存甩货存在超跌的可能。

图：西澳各锂矿山锂精矿售价（CIF China）



数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究；上表数据未详细统一锂精矿实物吨品位的差异、以及干吨湿吨差异，整体结果还是能反应事实。

2020锂精矿产销量预测——市场需求成为放量的瓶颈

- 预计2019-2020是西澳锂精矿产能见顶。我们测算2017-2020年锂精矿产能为17/26/45/43万吨LCE，2019-2020年因为锂精矿价格下滑，新建产能大概率延期，锂精矿产能见顶。
- 2020年产量或有所下降。由于Bald Hill破产，Altura现金流紧张，Wodgina被雪藏，市场弱势震荡，Pilbara以及Mt Cattlin主动减产以应对，我们预测2020年锂精矿产量为21万吨LCE（较前值23万吨LCE进一步下调）；矿山低负荷生产以求库存去化。
- 产能利用率成为未来市场的压制。

表：2019-2020年西澳锂精矿产量预测

矿山	锂精矿产能（万吨）				锂精矿产量（万吨）				产能利用率			
	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E
Greenbushes	70	70	135	135	66	73	76	80	94%	104%	56%	59%
Mt Marion	45	45	45	45	37	44	44	40	81%	98%	98%	89%
Mt Cattlin	18	18	22	22	16	16	19	10	86%	87%	86%	45%
Pilbara		32	32	32	0	6	15	15		19%	47%	47%
Altura		22	22	22	0	3	16	15		15%	73%	68%
Bald Hill		15.5	18	0	0	7	9	0		44%	50%	
Wodgina		0	75	75	0	0	3	0			4%	0%
Mt Holland				0								
销量总计	133	203	349	331	118	148	182	160	89%	73%	52%	48%
yoy		52%	72%	-5%		26%	23%	-12%				
折LCE（万吨）	17	26	45	43	15.3	19.2	23.4	20.7	89%	74%	52%	49%
yoy		50%	73%	-5%		25%	22%	-12%				

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

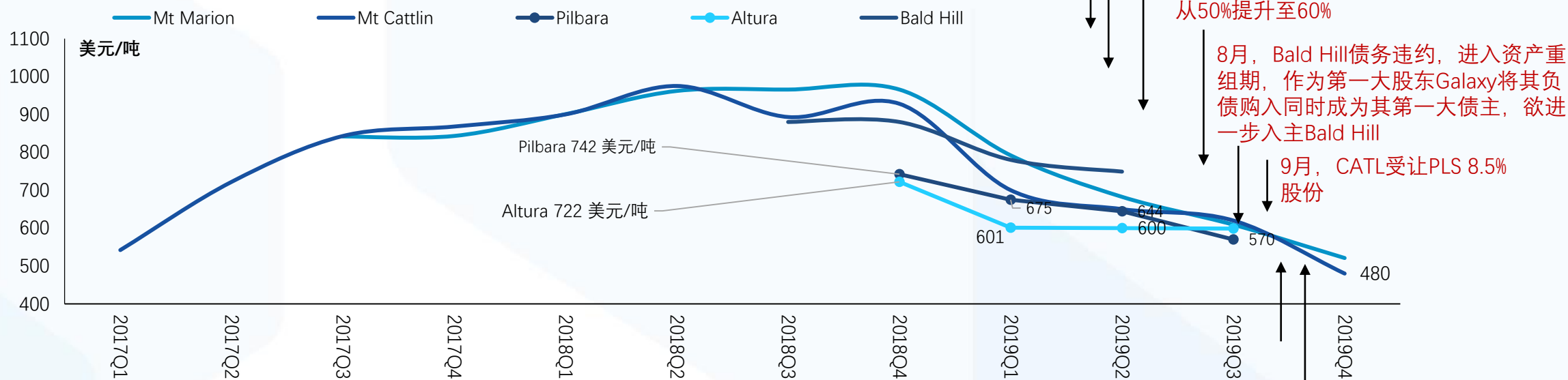
诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

锂矿合纵连横——产业资本入场抄底

2014年开始，西澳锂矿行业就离不开中国资本的帮助

- 2019年5月，Wesfarmer收购Kidman所有股份，对价7.76亿澳元。
- 2019年5月，银河资源宣布参股Bald Hill，成为其最大的股东方，未来拟进一步增资，且计划计入Bald Hill的公司经营占战略
- 2019年6月，杉杉股份拟受让Altura12%股份，进入锂矿领域
- 2019年8月，ALB将Wodgina股权收购比例从50%提升至60%，对价13亿美元（8.2亿美元Cash，剩余以KM氢氧化锂冶炼厂40%股权作价）
- 2019年9月，CATL以5500澳元认购PLS 8.5%股份
- 2019年11月，中国氢能提供7000万澳元帮助Alita解决债务危机，Alita原股东全部出局
- 2019年12月，PSC（非洲锂矿项目）获得1.43亿融资，逐步推荐项目建设

图：锂精矿价格



数据来源：国泰君安证券研究























11月，中国氢能提供7000万澳元帮助Alita解决债务危机，Alita原股东全部出局

12月，PSC（非洲锂矿项目）获得1.43亿融资，逐步推荐项目建设

包销：锂行业特别的商业关系——合纵连横

- 锂矿山和中国冶炼厂的包销/绑定的必要性：①保证冶炼厂原材料的稳定性，如2016-2017年锂矿极度紧缺。②由于锂盐生产线技术因素，中国冶炼厂若需要生产稳定的高品质锂盐产品（尤其是进入电动车产业链），特定的生产线需要绑定特定的锂矿山来供应。
- 锂矿山也需要下游企业的帮助：①下游企业资金（股权/债券）帮助锂矿山更快的开发；②稳定的下游包销帮助锂矿山实现确定性销售。

图：西澳各锂矿山锂精矿的包销/绑定情况

股东	锂矿山	包销情况
 天齐锂业  ALBEMARLE CORPORATION 天齐51% ALB 49%	 TALISSON LITHIUM 产能165万吨	 天齐锂业  ALBEMARLE CORPORATION
 MINERAL RESOURCES  GanfengLithium 赣锋锂业 MRL 50% 赣锋 50%	Mt Marion 产能45万吨	 赣锋锂业 GanfengLithium
 GALAXY	Mt Cattlin 产能22万吨	 Yahua 四川雅化  瑞福锂业
 杉杉股份 杉杉 17.4%	 LTURA Mining Limited 产能22万吨	 致远锂业 ZHIYUAN LITHIUM
 CATL 宁德时代  赣锋锂业 GanfengLithium CATL 8.24% MRL 6.2% 赣锋 6.86%	 Pilbara Minerals 产能32万吨	 General Lithium Corporation 容汇锂业 宜宾天宜
 ALBEMARLE CORPORATION  MINERAL RESOURCES ALB 60% MRL 40%	Wodgina 产能75万吨	 ALBEMARLE CORPORATION
中国氢能公司 100%	 Bald Hill TAWANA ALLIANCE MINERAL ASSETS LIMITED 产能15.5万吨	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

西澳锂矿的销售基础

- 我们认为**股权结构、包销情况以及现金流情况**是目前西澳锂精矿在制定销售策略中最大的几点影响因素。
- 股权结构方面，Greenbushes、Mt Marion、Wodgina优势最明显，有全球最大的锂业龙头雅宝ALB、天齐、赣锋控股或参股。被锂产业链上最优质的企业持股越多，表明锂矿销售、经营、融资的合作将会更深刻。
- 包销情况多数建立在股权结构的基础上，反映了锂矿的客户结构的合理性，撇去Greenbushes不谈，Mt Marion、Mt Cattlin、Pilbara的包销情况较佳，Bald Hill和Altura的包销结构相对较弱
- 现金流越紧张，锂矿的销售压力越大，甚至影响锂矿价格制定。**目前来看Altura现金流较紧迫。**

图：西澳各锂矿山销售基础

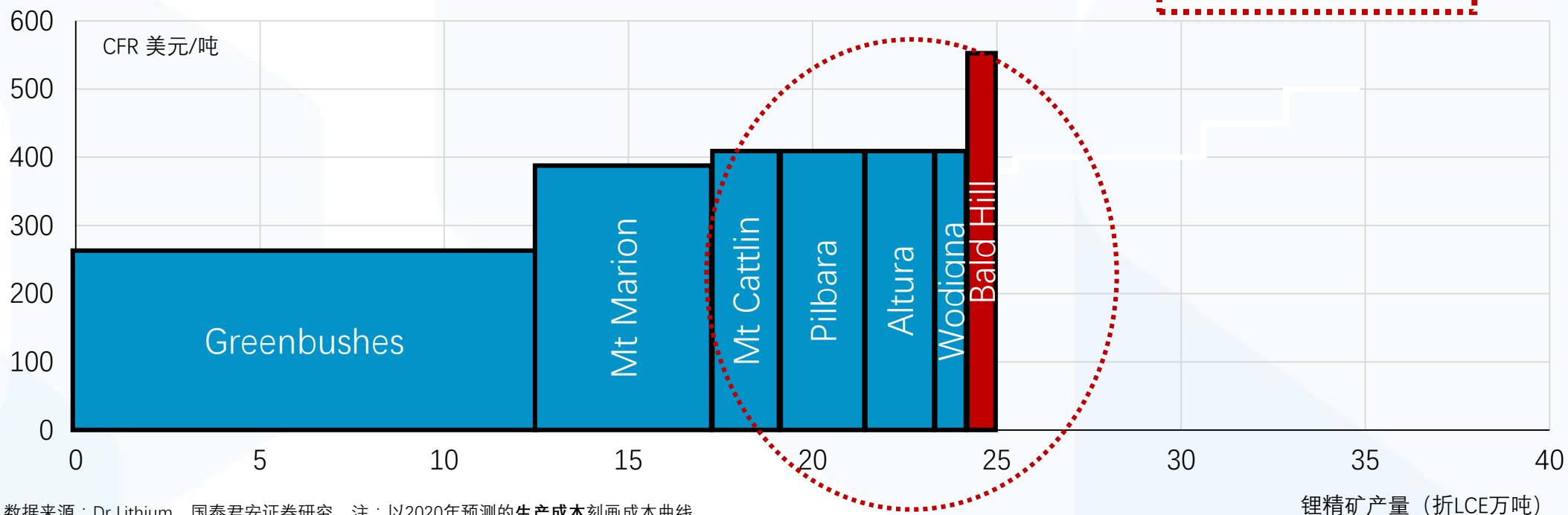
	Greenbushes	Mt Marion	Mt Cattlin	Pilbara	Altura	Bald Hill	Wodgina
股权结构	天齐51%/ALB 49%	Mineral Resources 50%/赣锋50%	独立矿山	CATL 8.5%/Mineral Resources 6%/赣锋 7%	杉杉股份12%	银河资源/宝威/江特	Mineral Resources 40%/ALB 60%
包销/客户结构	技术级对外销售，化学级均由两大股东50/50各自使用，均不对外销售	赣锋100%包销	多家中国锂盐冶炼厂100%包销（雅化、瑞福）	100%包销，赣锋/容汇 16/14万吨	名义100%包销，Lionergy/赣锋/坚瑞 10/7/5万吨	宝江锂业50%包销	未投产未谈判
现金流情况	宽裕	宽裕	宽裕	相对宽裕	非常紧张	已经破产，私有化	宽裕
对锂精矿市场冲击（目前）	很小	小	大	大	大	NA	NA

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

锂精矿的成本曲线——竞争加剧

- 我们预计2020年，锂精矿成本曲线前半部分被Greenbushes牢牢占据，锂精矿成本曲线后半部分趋于平坦，基本落于400-500美元/吨区间。
- 叠加我们对西澳锂精矿行业的判断，我们认为2020年是锂精矿行业低点，锂精矿价格向400美元/吨逼近。

图：西澳锂精矿成本曲线（2020E）



数据来源：Dr Lithium，国泰君安证券研究，注：以2020年预测的生产成本刻画成本曲线

四、看好锂行业长期发展

长期看好锂行业健康发展

- **维持锂行业增持评级。**我们认为，新能源汽车快速发展，拉动锂行业快速增长，我们预测未来5年锂行业维持18%-20%增速，且逐年加速增长。供给方面，锂行业集中度逐步抬升，更有利于锂行业长期的健康发展。锂价和锂精矿价格逐步寻底，国内锂盐龙头长期内在价值逐步凸显，**增持：赣锋锂业，受益：赣锋锂业（HK），雅化集团，威华股份，中矿资源。**

表：维持锂行业增持评级

板块	证券代码	证券名称	收盘价 (元)	PE/TTM	EPS/元		PE		评级
					2020E	2021E	2020E	2021E	
锂	002460	赣锋锂业	46.3	529.4	0.56	0.92	82.7	50.3	增持
锂	1772.HK	赣锋锂业	24.4	249.0					-
锂	002497	雅化集团	7.7	157.6	0.19	0.29	40.3	26.4	-
锂	002240	威华股份	8.2	-44.0	0.25	0.39	32.7	20.9	-
锂	002738	中矿资源	14.4	29.8	0.99	1.20	14.6	12.0	-

数据来源：Wind，国泰君安证券研究，截至2020.4.30，赣锋锂业（HK）价格单位为港币，未评级公司盈利预测来自于Wind

风险提示

风险提示：新能源汽车增速不及预期。

新能源汽车用锂占比锂行业需求超过1/3，且贡献未来锂行业大部分需求增量，若新能源汽车增长不及预期，锂行业发展将大受影响。

附录、2020Q1西澳锂矿股价情况汇总

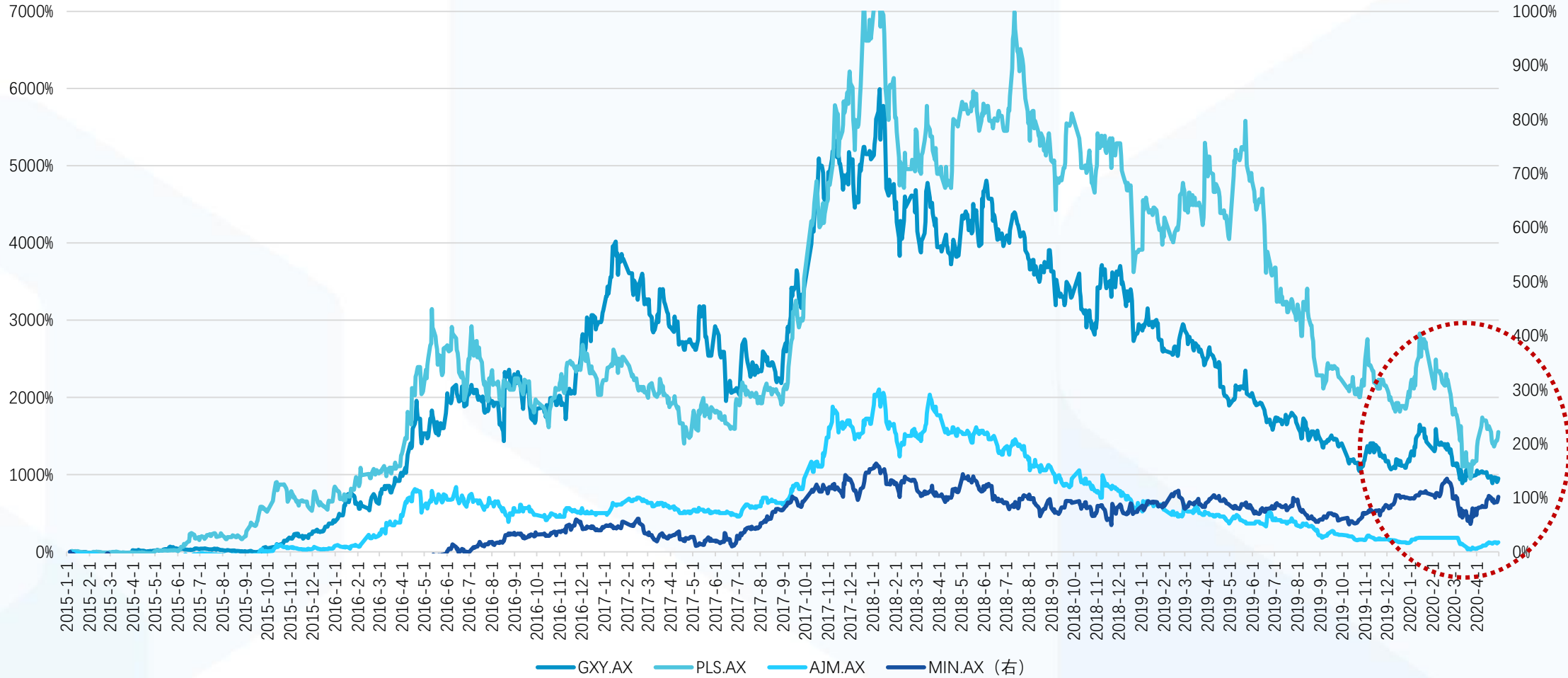


国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信 | 责任 | 亲和 | 专业 | 创新

西澳锂矿股价

图：西澳锂矿股价涨跌幅



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究所

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES