

澳矿 25Q2 跟踪：降本空间不足，产能释放边际放缓

2025 年 09 月 09 日

➤ **产能继续出清，四大矿山停产。**25Q2 澳矿出清加速，Bald hill、Pilbara 的 Ngungaju 工厂尚未复产，Mt Cattlin 停产检修，截至 25Q2 末澳矿停产矿山为 4 座。从供应来看，我们预计 25Q2 澳矿锂精矿产量合计约 113 万吨，环比上升 23%，供给增速不及预期；分项目来看，供给增量主要来自 Pilgangoora P1000 项目爬坡顺利和 Wodgina 产量提升，Greenbushes 产量 33.4 万吨，环比微增，Pilgangoora 产量 22.1 万吨，环比+77%，主要由于 P1000 项目扩建后，Pilgan 工厂产量优化，Marion 产量 12.4 万吨，环比-11%，Wodgina 产量 16.6 万吨，环比+32%，Bald Hill 尚未复产，Cattlin 停产检修，Holland 爬坡顺利，Kathleen Valley 产量 8.6 万吨，环比-10%。

➤ **除 greenbushes 和 Pilgangoora 外普遍亏损。**25Q2 矿价下跌速度放缓，但除 greenbushes 和 Pilgangoora 外，我们预计澳矿普遍面对较大运营压力。1) greenbushes: 25Q2 锂精矿现金成本 366 澳元/吨，环比+7%，主要由于品位下滑，但仍然具有绝对的成本优势；2) pilgangoora: 25Q2 现金成本 619 澳元/吨，环比-10%，主要由于 P1000 项目产能爬坡，25Q2 经营性现金流 1 亿澳元，主要得益于产量提升；3) Marion: 25Q2 锂精矿折 SC6 的现金成本为 717 澳元/吨，环比+28%，但仍位于全年成本指引内；4) Wodgina: 25Q2 锂精矿折 SC6 的现金成本为 641 澳元/吨，环比-17%，主要由于工厂情况恢复和产量提升，成本位于全年指引内；5) Kathleen Valley: 25Q2 单位运营成本 (FOB) 为 898 澳元/吨 (576 美元/吨)，环比+27.9%，主要由于矿脉转移和回收率降低。

➤ **小矿山已停产完毕，新的出清将对供需格局产生较大边际影响。**目前澳矿中已停产的项目共四个，分别为 Finnis、Cattlin、Bald hill 以及 Pilbara 的 Ngungaju 工厂，除 Bald hill 精矿产能为 15 万吨外，其他三个项目精矿产能均为 20 万吨 (2.5 万吨 LCE)。截至目前，停产精矿产能合计约为 75 万吨 (9.4 万吨 LCE)，占现有澳洲锂矿总产能的 14%。在目前锂价下，我们认为在产的澳矿运营压力较大、降本空间有限，存在进一步出清的可能。澳矿新的出清对供需格局的边际影响更大，有望带来锂行业格局明显改善，刺激锂价向上的弹性。

➤ **投资建议：**澳矿继续，亏损压力下或将有进一步减停产现象，且江西和青海矿证问题对于供应端影响较大，行业格局明显改善，锂价触底，建议重点关注具有产量弹性及成本优势的标的，**重点推荐：藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份、雅化集团。**

➤ **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、汇率波动风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS (元)			PE (倍)			评级
		(元)	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
000408.SZ	藏格矿业	55.68	1.64	2.27	3.87	34	25	14	推荐
002738.SZ	中矿资源	44.39	1.05	0.47	2.19	42	94	20	推荐
002497.SZ	雅化集团	14.28	0.22	0.53	0.82	65	27	17	推荐
002756.SZ	永兴材料	36.84	1.97	1.74	2.53	19	21	15	推荐
000792.SZ	盐湖股份	20.79	0.88	1.05	1.26	24	20	17	推荐

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 9 月 8 日收盘价)

推荐

维持评级



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

相关研究

1. 有色金属周报 20250907：降息+旺季助推金属价格上行，黄金右侧布局时机来临-2025/09/07
2. 有色金属周报 20250830：降息+旺季来协助工业金属上行，黄金迎右侧布局时机-2025/08/30
3. 有色金属周报 20250824：降息预期提振+旺季需求回暖，看好商品价格表现-2025/08/24
4. 有色金属周报 20250817：供给扰动+降息预期，看好商品价格表现-2025/08/17
5. 紫金黄金国际招股说明书拆解：紫气东来，金藏锋芒-2025/08/13

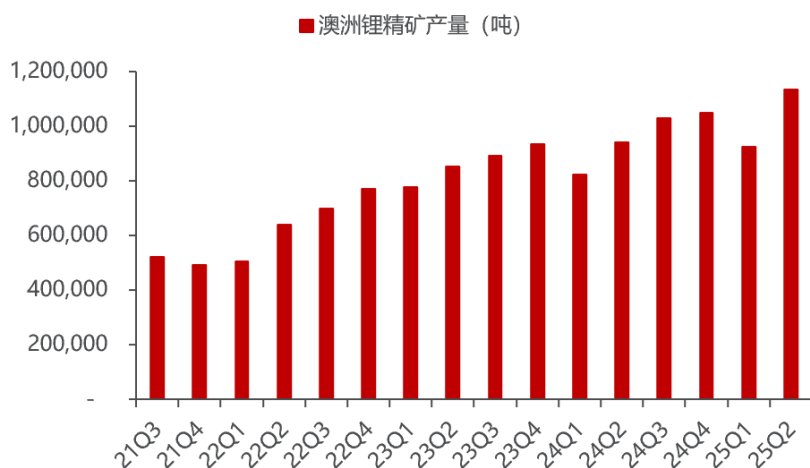
目录

1 澳矿 25Q2 综述：成本压力较大，有望继续出清.....	3
2 Greenbushes：产能逐渐爬坡，降本压力较大.....	5
3 Pilgangoora：P1000 项目扩建完成，经营性现金流充裕.....	7
4 Mt Marion：出货量略超预期，降本空间有限.....	10
5 Wodgina：销量符合指引，降本效果显著.....	12
6 Bald Hill：24Q4 矿山停产，目前尚未复产.....	13
7 Mt Cattlin：成本高位，2025Q2 停产检修.....	14
8 Mt Holland：冶炼端配套项目建成投产.....	15
9 Kathleen Valley：产能快速爬坡，成本压力较大.....	16
10 投资建议.....	17
11 风险提示.....	18
插图目录.....	19
表格目录.....	19

1 澳矿 25Q2 综述：成本压力较大，有望继续出清

产能继续出清，四大矿山停产。由于锂价持续下跌，25Q2 澳矿出清加速，Bald hill、Pilbara 的 Ngungaju 工厂尚未复产，Mt Cattlin 停产检修，截至 25Q2 末澳矿停产矿山为 4 座。从供应来看，我们预计 25Q2 澳矿锂精矿产量合计约 113 万吨，环比上升 23%，供给增速不及预期；分项目来看，**供给增量主要来自 Pilgangoora P1000 项目爬坡顺利和 Wodgina 产量提升**，Greenbushes 产量 33.4 万吨，环比微增，Pilgangoora 产量 22.1 万吨，环比+77%，主要由于 P1000 项目扩建后，Pilgan 工厂产量优化，Marion 产量 12.4 万吨，环比-11%，Wodgina 产量 16.6 万吨，环比+32%，Bald Hill 尚未复产，Cattlin 停产检修，Holland 爬坡顺利，Kathleen Valley 产量 8.6 万吨，环比-10%。

图1：产能开始出清，25Q2 澳矿供给增速明显放缓

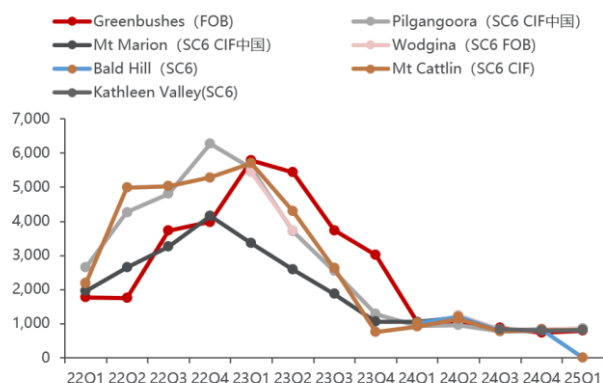


资料来源：公司公告，民生证券研究院测算，注：假设 Cattlin 产量等于销量，Mt Holland 每半年披露一次产量数据，季度产量为预测值

除 greenbushes 和 Pilgangoora 外普遍亏损。25Q2 矿价下跌速度放缓，但除 greenbushes 和 Pilgangoora 外，我们预计澳矿普遍面对较大运营压力。

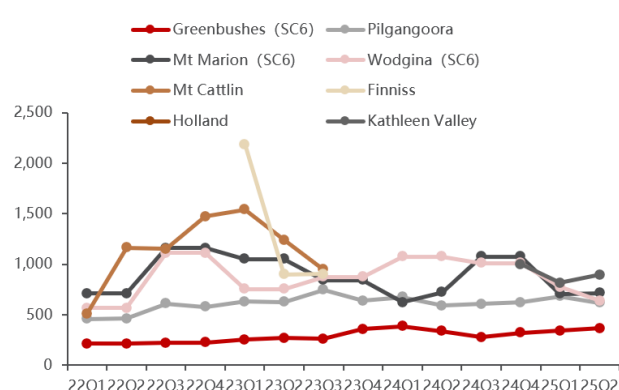
1) greenbushes: 25Q2 锂精矿现金成本 366 澳元/吨，环比+7%，主要由于品位下滑，但仍然具有绝对的成本优势；**2) pilgangoora:** 25Q2 现金成本 619 澳元/吨，环比-10%，主要由于 P1000 项目产能爬坡，25Q2 经营性现金流 1 亿澳元，主要得益于产量提升；**3) Marion:** 25Q2 锂精矿折 SC6 的现金成本为 717 澳元/吨，环比+28%，但仍位于全年成本指引内；**4) Wodgina:** 25Q2 锂精矿折 SC6 的现金成本为 641 澳元/吨，环比-17%，主要由于工厂情况恢复和产量提升，成本位于全年指引内；**5) Kathleen Valley:** 25Q2 单位运营成本 (FOB) 为 898 澳元/吨 (576 美元/吨)，环比+27.9%，主要由于矿脉转移和回收率降低。

图2：主要澳矿锂精矿售价（美元/吨）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图3：主要澳矿现金成本（澳元/吨）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

小矿山已停产完毕，低成本项目产能爬坡，新的出清将对供需格局产生较大影响。目前澳矿中已停产的项目共四个，分别为 Finnis、Cattlin、Bald hill 以及 Pilbara 的 Ngungaju 工厂，除 Bald hill 精矿产能为 15 万吨外，其他三个项目精矿产能均为 20 万吨（2.5 万吨 LCE）。截至目前，停产精矿产能合计约为 75 万吨（9.4 万吨 LCE），占现有澳洲锂矿总产能的 14%。同时我们预计 Marion、Wodgina 成本压力较大，中性假设下 2025 年存在减产可能，综合来看，2025 年澳矿产量预计仅为 44.8 万吨 LCE，环比减少 4.0%。站在当下静态时间点，伴随泰利森旗下 Greenbushes 矿山扩产、Liontown 旗下 Kathleen Valley 新建项目继续爬产，Mt Holland 产能爬坡，澳矿供给将继续保持增长，我们预计 2026/2027 年澳矿产量将达 49.6/57.1 万吨 LCE，增幅为 9.0%/15.1%，仍在全球锂供给中扮演主角。但是在目前锂价下，我们认为在产的澳矿运营压力较大、降本空间有限，存在进一步出清的可能。尽管大矿山做出停产决策更为谨慎，但一旦停产，行业供给将明显下修。澳矿新的出清对供需格局的边际影响更大，有望带来 2025 年开始锂行业格局明显改善，刺激锂价向上的弹性。

表1：澳矿产能产量预测

公司	矿山	产能 (万吨LCE)					产量 (万吨LCE)				
		2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
天齐/雅宝/IGO	Greenbushes	20.4	20.4	26.9	26.9	33.4	19.0	17.7	18.0	22.2	28.2
Pilbara Minerals	Pilgangoora	7.3	6.3	10.6	10.6	10.6	8.0	10.3	8.8	9.5	10.1
Arcadium(原Allkem)	MT Cattlin	2.8	2.8	2.8	-	-	3.0	1.8	0.7	-	-
Mineral Resources	MT Marion	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	4.5	5.3	4.0	4.0	4.0
	Bald Hill	1.9	1.9	-	-	-	0.3	1.5	-	-	-
	Wodgina	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	5.3	5.2	4.2	4.2	4.2
Kidman Resources/SQM	Mt Holland	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	0.2	2.9	4.3	4.3	4.5
Core Lithium	Finniss	2.5	-	-	-	-	0.8	0.6	-	-	-
Liontown	Kathleen Valley	-	6.4	6.4	6.4	6.4	-	1.5	4.8	5.4	6.1
合计		53.3	56.2	65.2	62.4	68.9	41.1	46.7	44.8	49.6	57.1
同比		31.9%	5.5%	16.0%	-4.2%	10.4%	34.0%	13.5%	-4.0%	10.7%	15.1%

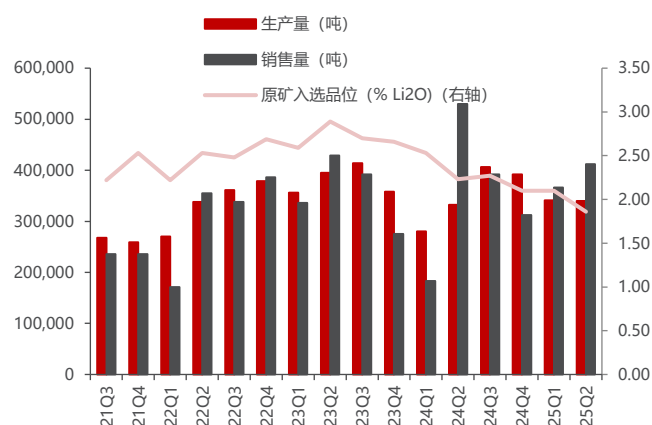
资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

2 Greenbushes: 产能逐渐爬坡, 降本压力较大

25Q2 营收同比增长 15%。25Q2 Greenbushes 矿山实现营收 1.27 亿澳元, 同比上升 15%, EBITDA 为 0.62 亿澳元, 同比上升 83%, 主要由于 Nova 公司的 EBITDA 增长和 IGO 投资组合的公允价值收益。

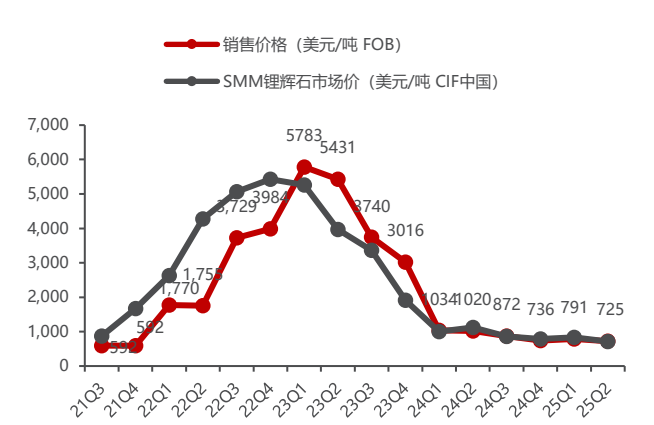
25Q2 销量环增 12%, 售价接近市场价。1) 量: 25Q2 锂精矿产量 34.0 万吨, 环比微增, 主要以此弥补回收率和品位的下降, 销量 41.2 万吨, 环比上升 12%, 主要由于上一季度受港口拥堵影响发货延迟, 导致上季度销售量少。**上半年来看,** 25 H1 锂精矿产量 68.1 万吨, 同比上升 11.3%; 2) 价: 25Q2 锂精矿售价 (化学级+技术级) 725 美元/吨 (FOB), 环比下降 8%, 接近市场价。

图4: 25Q2 锂精矿产量基本持平, 销量环增 12%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

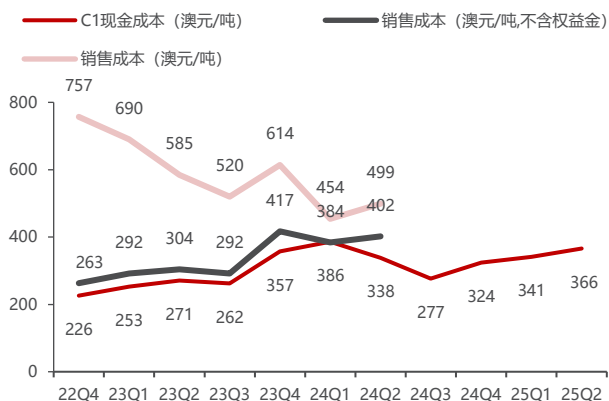
图5: 24 年开始锂精矿售价接近市场价



资料来源: 公司公告, SMM, 民生证券研究院

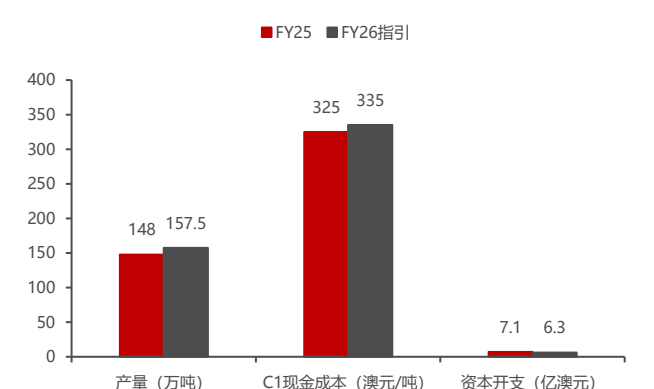
25Q2 的 C1 现金成本环比增长 7%, 位于成本指引中位数附近。25Q2 锂精矿 C1 现金成本为 366 澳元/吨, 折合约 233 美元/吨, 位于成本指引 320-380 澳元/吨的中位数附近, 环比+7%, 主要由于矿石品位下降导致 25Q2 成本的增长。

图6: 25Q2 产量基本持平, C1 现金成本环增 7%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 25 财年和 26 财年矿山指引



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: FY26 数据为公司指引中值

2025 财年产量指引上调，26 财年量增本降：25Q1 下调了 25 财年资本开支的指引，25Q2 继续下调，同时下调 26 财年成本指引和上调 26 财年产量指引。

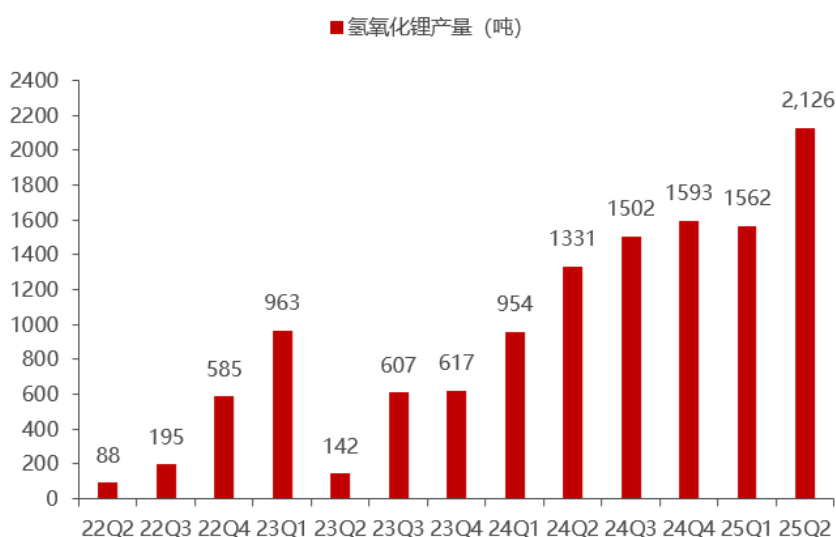
(1) 产量指引：2025 财年矿山恢复满负荷生产，实际产量为 147.9 万吨，同比+6.9%；CGP3 扩产项目预计 25 年底首次出矿，2026 财年矿山总产量指引为 150-165 万吨，按中值计算，同比+6.5%。**(2) 成本指引：**2025 财年锂精矿 C1 现金成本为 325 澳元/吨，同比-1.5%；2026 财年锂精矿 C1 现金成本指引为 310-360 澳元/吨，按中值计算，同比+3.1%，反映出较大的降本压力**(3) 资本开支指引：**2025 财年资本开支为 7.1 亿澳元，同比-14.2%；2026 财年资本开支指引为 5.75-6.75 亿澳元，按中值计算，同比-12.5%。

冶炼端 Kwinana 项目：

业绩：亏损增加，继续计提资产减值。25Q2 实现营收 0.21 亿澳元，环比下降 20.8%，EBITDA 为-0.29 亿澳元，环比增亏 0.09 亿澳元，主要由于锂产业支持计划 (LISP) 的退税；同时 IGO 针对自身权益预计对 Kwinana 进行 0.7-0.9 亿澳元的资产减值。

冶炼成本明显下降，但仍然偏高。1) 量：25Q2 氢氧化锂产量 0.21 万吨，环比增长 36%；**2) 成本：**随着产线优化，25Q2 单吨冶炼现金成本 1.7 万澳元 (约 8.1 万元)，环比下降 20%，但相对国内仍然较高；**3) 指引：**2026 财年产量指引 0.9-1.1 万吨，单吨冶炼现金成本规划降至 1.6-2.0 万澳元，按中值计算，折合约 8.4 万元。

图8: Kwinana 项目氢氧化锂产量



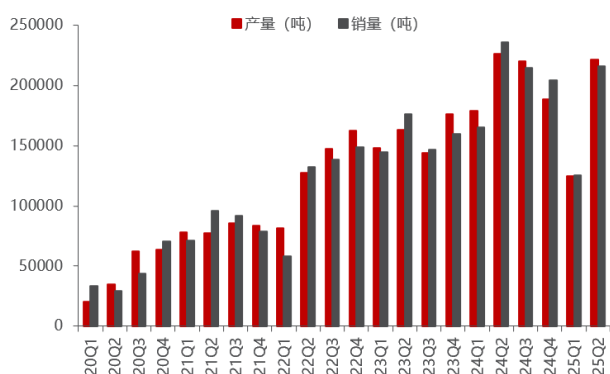
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 Pilgangoora: P1000 项目扩建完成, 经营性现金流充裕

业绩: 营收同比增长, 经营性现金流充裕。1) 盈利: 2025Q2 实现营收 1.93 亿澳元, 同比上升 28%, 得益于销量提升。**2) 现金流:** 截至 2025Q2 公司现金余额 10 亿澳元, Q2 现金流出量为 0.9 亿澳元, 系基础设施建设和 P1000 项目扩建产生。从经营层面来看, 25Q2 经营性现金流 1.0 亿澳元, 得益于产量提升和优秀的现金周转效率。

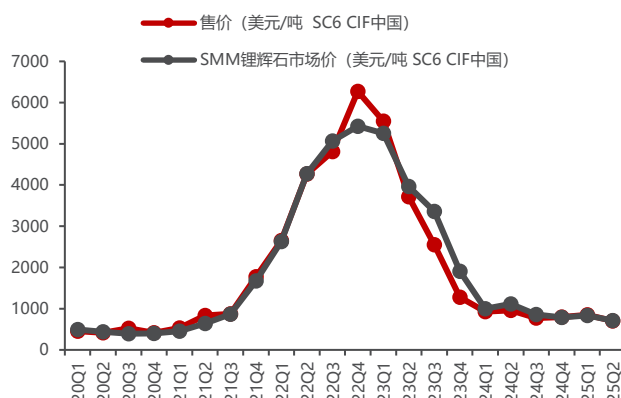
P1000 项目扩建完成, 25Q2 产销量环比上升。1) 量: 25Q2 锂精矿产量 22.1 万吨, 环比+77.0%, 主要由于 P1000 项目扩建后, Pilgan 工厂产能爬坡, 锂精矿平均品位 5.1%, 销量 21.6 万吨, 环比+72%。**上半年来看,** 2025 年 H1 锂精矿产量合计 34.6 万吨, 同比-14.5%; **2) 价:** 25Q2 锂精矿销售均价 599 美元/吨, 折 SC6 售价为 703 美元/吨 (CIF 中国), 环比-20%。

图9: 25Q2 锂精矿产销量上升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

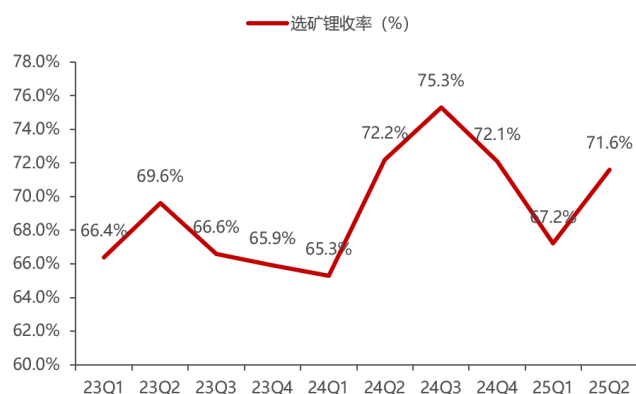
图10: 25Q2 锂精矿售价 703 美元/吨 (SC6 CIF 中国)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

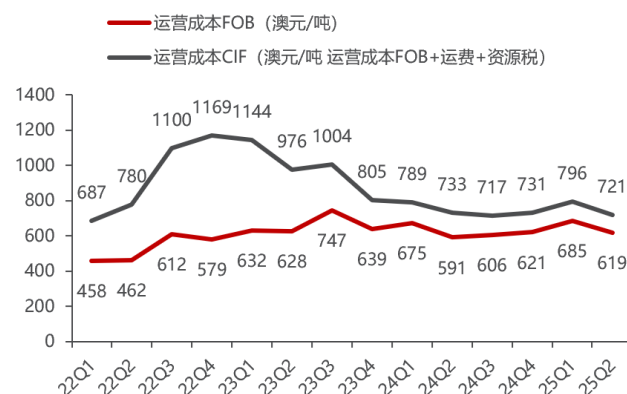
销量上升, 25Q2 锂精矿成本环比下降。 25Q2 P1000 项目产能爬坡, 运营成本下降, 锂精矿 FOB 运营成本 619 澳元/吨, 环比-10%, CIF 运营成本 721 澳元/吨, 环比-9%。**回收率方面,** 未受到设备调试和天气干扰, 25Q2 锂收率升至 71.6%。

图11: 25Q2 选矿收率上升 4.4pct



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图12: 25Q2 锂精矿成本环比上升



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

扩产项目按计划推进, P1000 项目扩建完成。在 P850 运营模式下, Ngungaju 工厂预计将在 2026 财年一直处于维护状态; P1000 项目已于 25Q2 完成扩建工程并进行产能爬坡; P2000 项目将于 2027 财年得出可行性研究结果。

图13: Pilgan 工厂 P1000 项目扩建完成



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

26 财年指引量增本降: 发布 2026 财年指引, 计划提高产量, 同时降低单位运营成本和资本支出。(1) **产量指引:** 2025 财年产量为 754.6 万吨, 同比+4.0%;

2026 财年产量指引为 820-870 万吨, 按中值计算, 同比+12.0%。**(2) 成本指引:** 2025 财年锂精矿单位运营成本为 627 澳元/吨, 同比-4.1%; 2026 财年锂精矿单位运营成本指引为 560-600 澳元/吨, 按中值计算, 同比-7.5%。**(3) 资本开支指引:** 2025 财年资本开支为 5.7 亿澳元, 同比-34.2%; 2026 财年资本开支指引为 3.0-3.3 亿澳元, 按中值计算, 同比-44.6%。

完成对巴西拉丁资源的收购, 资源布局走向海外。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。2025 年 2 月 4 日, 收购完成, Salinas 锂矿更名为 Colina 项目。25Q2 Colina 项目目标勘探项目持续推进, 旨在对现有的矿产资源进行补充扩展并对新的目标进行测试, 成果将于 26Q2 公布。

表2: Salinas 锂矿项目资源量

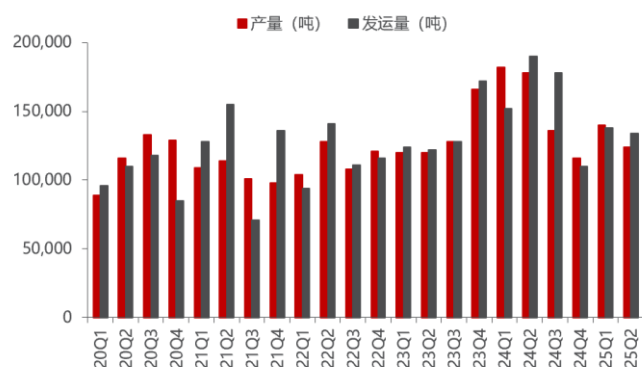
矿区	资源类别	矿石量 (百万吨)	氧化锂品位 (%)	氧化锂资源量 (万吨)	资源量 (万吨 LCE)
Colina	探明的	28.64	1.31	37.52	92.78
	控制的	38.63	1.23	47.51	117.50
	推断的	3.59	1.10	3.95	9.77
	合计	70.89	1.25	88.98	220.05
Fog's Block	推断的	6.79	0.87	5.91	14.61
	合计	6.79	0.87	5.91	14.61
合计		77.7	1.24	94.89	234.66

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 Mt Marion：出货量略超预期，降本空间有限

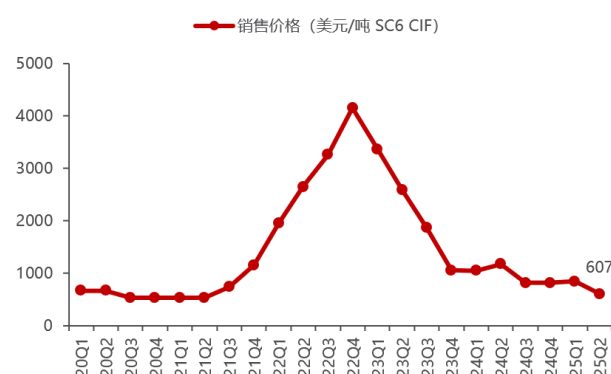
因成本压力，25Q2 矿山产量下滑。25Q2 锂精矿产量 12.4 万吨，环比下降 11%，发运量 13.4 万吨，折 SC6 为 10.4 万吨，环比-3%，主要由于矿价下跌，矿山减少生产，同时矿山提高精矿品位，应对成本压力，25Q2 锂精矿平均品位 4.6%，环比增加 0.2pct。上半年来看，25H1 锂精矿产量合计 26.4 万吨，同比-26.67%，发运量 27.2 万吨，同比-20.5%，折 SC6 为 20.6 万吨。

图14：25Q2 锂精矿产量环比-11%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

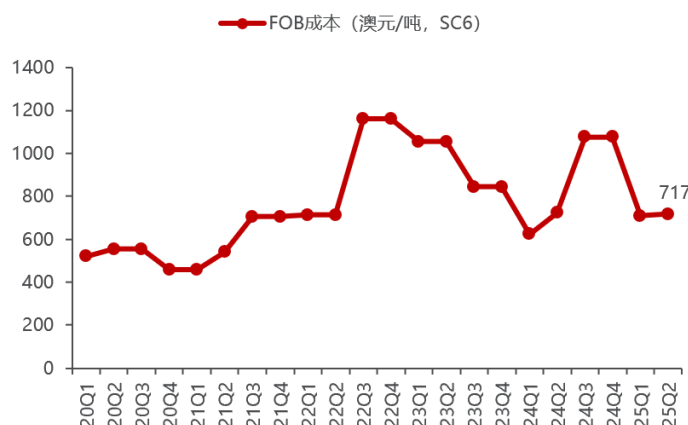
图15：25Q2 锂精矿售价 607 美元/吨 (SC6 CIF)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

25Q2 售价上调，降本空间有限。1) 价：品位调整后，25Q2 锂精矿折 SC6 售价 607 美元/吨，环比上升 28%；2) 本：25Q2 锂精矿折 SC6 的 FOB 成本为 717 澳元/吨，环比+1.27%，25 财年全年锂精矿折 SC6 的 FOB 成本为 902 澳元/吨，位于 2025 财年成本指引的 870-970 澳元/吨范围内。

图16：25Q2 锂精矿 FOB 成本 717 澳元/吨，位于全年指引范围内



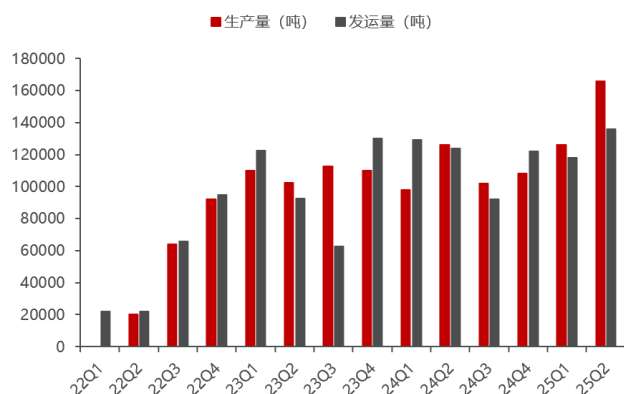
资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：公司口径的 FOB 成本基本等同于 C1 现金成本

25 财年发运量略超预期，成本符合指引：矿山最新指引与 2025 财年初保持一致。**1) 量：**2025 财年锂精矿折 SC6 发运量为 40.6 万吨，超出上调后的发运量指引 37-40 万吨；**2) 本：**2025 财年矿山 FOB 成本（SC6）指引仍为 870-970 澳元/吨。

5 Wodgina：销量符合指引，降本效果显著

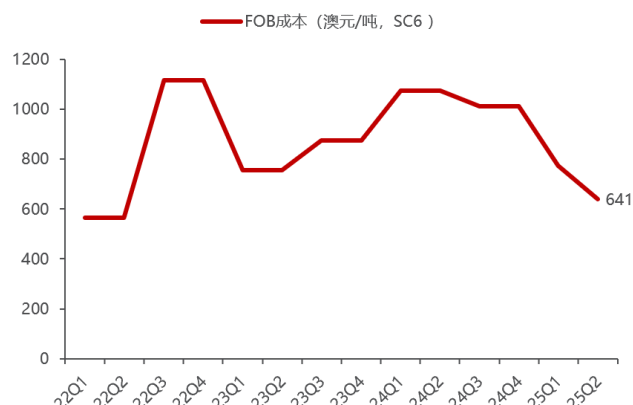
矿石处理量增加，Q2 产量提升。25Q2 锂精矿产量 16.6 万吨，环比+32%，主要由于工厂效率的提升和原材料质量的改善，锂精矿平均品位 5.4%，环比增长 0.1pct，发运量 13.6 万吨，折 SC6 为 12.2 万吨，环比+15%；**上半年来看**，2025 年 H1 锂精矿产量合计 29.2 万吨，同比+30.4%，发运量合计 25.4 万吨，同比+0.4%。

图17：25Q2 Wodgina 产量环比+32%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：25Q2 锂精矿 FOB 成本下降至 674 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

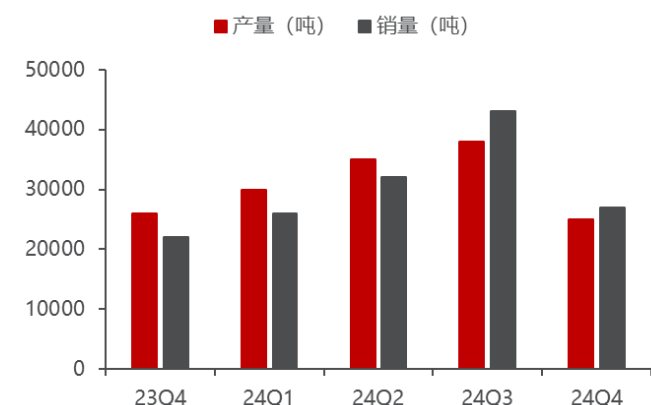
成本位于全年指引内，25Q2 降本效果明显。1) 价：25Q2 锂精矿折 SC6 售价 674 美元/吨，环比下降 20%；2) 本：得益于工厂情况恢复和产量的提升，降本措施效果显现，25Q2 折 SC6 的 FOB 成本为 641 澳元/吨，25 年全年锂精矿折 SC6 的 FOB 成本为 849 澳元/吨，位于 2025 财年成本指引的 800-890 澳元/吨范围内。

2025 财年指引不变：矿山最新指引与 2025 财年初保持一致，1) 销量：2025 财年 SC6 锂精矿发运量为 42.8 万吨，在指引 42-46 万吨范围内；2) 成本：2025 财年折 SC6 的锂精矿 FOB 成本指引为 800-890 澳元/吨。

6 Bald Hill: 24Q4 矿山停产，目前尚未复产

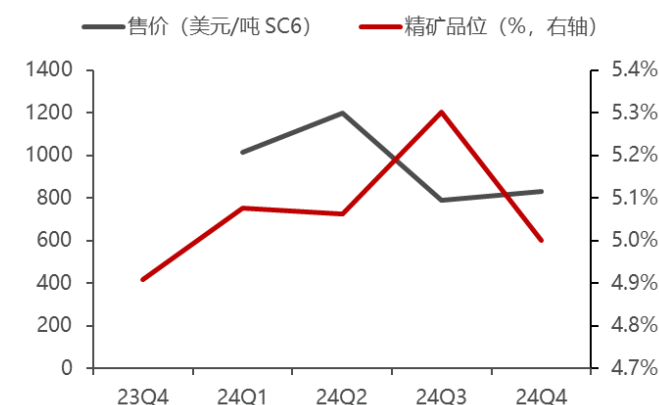
24Q4 矿山停产，出清 15 万吨锂精矿产能，尚未复产。1) 量：由于锂价下跌，矿山自 2024 年 11 月起停产，12 月实现最后一批矿石销售，矿山精矿产能 15 万吨，24Q4 锂精矿产量 2.5 万吨，环比-34%，平均品位 5%，环比-0.3pct，销量 2.7 万吨，折 SC6 销量 2.2 万吨，环比-42%。目前矿山尚未复产。2) 价：24Q4 折 SC6 售价 829 美元/吨，环比+5%；3) 本：24Q4 折 SC6 的 FOB 成本 1153 美元/吨，高于 2025 财年 800-890 美元/吨的指引，主要矿山停产导致产量下降。4) 2025 财年销量指引下调：由于矿山停产，2025 财年锂精矿折 SC6 销量指引由 12.0-14.5 万吨下调至 6 万吨。

图19：24Q4 锂精矿产量环比-34%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：24Q4 折 SC6 锂精矿售价 829 美元/吨

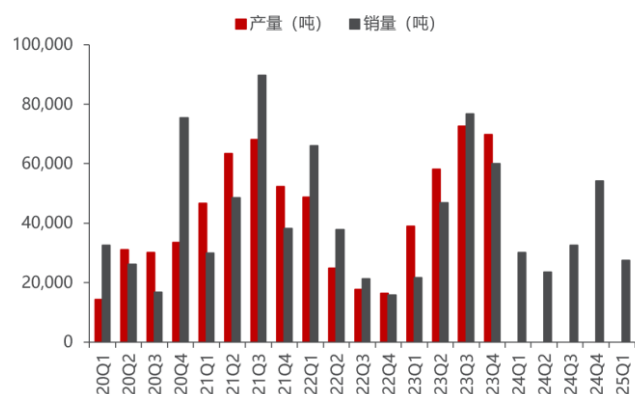


资料来源：公司公告，民生证券研究院

7 Mt Cattlin: 成本高位, 2025Q2 停产检修

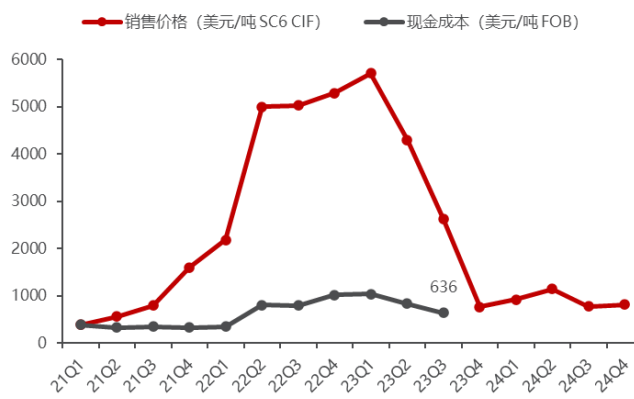
矿山逐步减产, 25Q2 正式停产检修。 1) 价: 25Q1 锂精矿折 SC6 售价预计为 825 美元/吨, 环比+1.8%; 2) 量: 矿山锂精矿产能 20 万吨, 为应对锂价下行压力, 23Q4 矿山开始逐步减产, 25Q1 锂精矿销量 2.8 万吨, 环比下降 49.2%, 2025 年 3 月后矿山正式进入停产检修; 3) 本: 矿山减产前的 23Q3 现金成本 636 美元/吨, 成本偏高。

图21: 矿山 23Q4 开始减产, 销量整体下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 矿山停产前的 23Q3 现金成本为 636 美元/吨



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

8 Mt Holland：冶炼端配套项目建成投产

配套冶炼产能现已投产，2026 财年指引更新。Mt Holland 项目由 Wesfarmers 和 SQM 各持股 50%，冶炼端规划 Kwinana 5 万吨氢氧化锂项目。

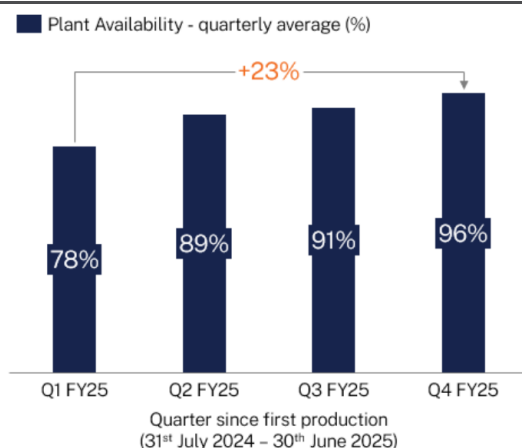
1) 量：25Q2 锂精矿产量约 8.2 万吨，环比增长 20.6%。**2) 冶炼端进展：**截至 2024 年底，冶炼端配套的 Kwinana 5 万吨氢氧化锂项目已完成建设，首批产品已于 7 月产出，质量和成本均达到预期，爬坡期 1.5 年。**3) 产量指引：**2026 财年锂精矿产量指引为 32-36 万吨，按中值计算，同比+15.3%。

9 Kathleen Valley: 产能快速爬坡, 成本压力较大

产能利用率快速提升, 成本压力仍较大。1) 量: 矿山 24 年 7 月投产, 25Q2 平均产能利用率提升至 96%, 爬坡较快, 25Q2 锂精矿产量 8.6 万吨, 环比-10%, 销量 9.7 万吨, 环比+4%; 2) 价: 25Q2 锂精矿折 SC6 售价为 740 美元/吨, 环比下降 9%; 2) 本: 25Q2 单位运营成本 (FOB) 为 898 澳元/吨 (576 美元/吨), 环比+27.9%, AISC 成本为 1227 澳元/吨 (786 美元/吨), 环比-24.3%。

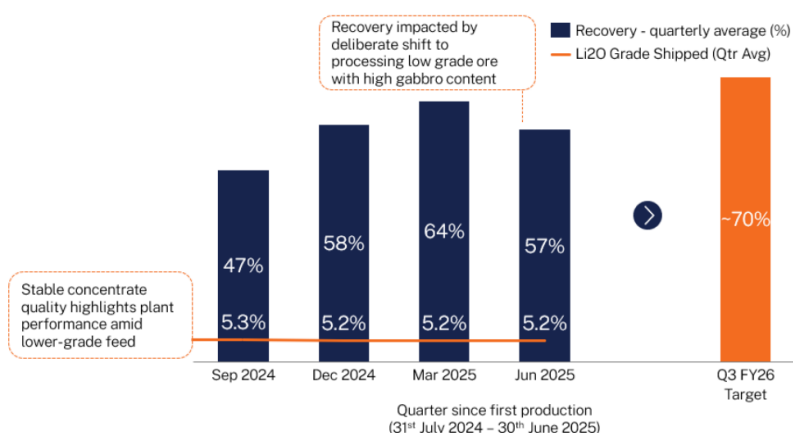
26 财年指引: 1) 量: 26 财年产销量指引为 36.5-45 万吨, 同比+36.5%; 2) 本: 随着矿脉转移和 OSP 含量增加造成的回收率降低, 公司预计过渡期间运营成本将有所抬升, 26 财年单位运营成本指引为 855-1045 澳元/吨, 同比+18.5%, AISC 成本指引为 1060-1295 澳元/吨。

图23: 25Q2 矿山平均产能利用率提升至 96%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: 25Q2 锂平均收率下降至 57%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

10 投资建议

国内新能源需求增速放缓，储能增速维持高位，全球供需过剩格局未变。目前行业成本压力普遍较大，南美盐湖项目延后，且江西和青海矿证问题可能进一步发酵，带来供应减量风险。锂价确定底部区间，关注具有成本优势+其他主业支撑+产量弹性的标的。**重点推荐：藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份、雅化集团。**

11 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。

4) 汇率波动风险。澳洲矿山涉及外币计价较多，可能存在汇率波动较大带来的风险。

插图目录

图 1: 产能开始出清, 25Q2 澳矿供给增速明显放缓	3
图 2: 主要澳矿锂精矿售价 (美元/吨)	4
图 3: 主要澳矿现金成本 (澳元/吨)	4
图 4: 25Q2 锂精矿产量基本持平, 销量环增 12%	5
图 5: 24 年开始锂精矿售价接近市场价	5
图 6: 25Q2 产量基本持平, C1 现金成本环增 7%	5
图 7: 25 财年和 26 财年矿山指引	5
图 8: Kwinana 项目氢氧化锂产量	6
图 9: 25Q2 锂精矿产销量上升	7
图 10: 25Q2 锂精矿售价 703 美元/吨 (SC6 CIF 中国)	7
图 11: 25Q2 选矿收率上升 4.4pct	8
图 12: 25Q2 锂精矿成本环比上升	8
图 13: Pilgan 工厂 P1000 项目扩建完成	8
图 14: 25Q2 锂精矿产量环比-11%	10
图 15: 25Q2 锂精矿售价 607 美元/吨 (SC6 CIF)	10
图 16: 25Q2 锂精矿 FOB 成本 717 澳元/吨, 位于全年指引范围内	10
图 17: 25Q2 Wodgina 产量环比+32%	12
图 18: 25Q2 锂精矿 FOB 成本下降至 674 澳元/吨	12
图 19: 24Q4 锂精矿产量环比-34%	13
图 20: 24Q4 折 SC6 锂精矿售价 829 美元/吨	13
图 21: 矿山 23Q4 开始减产, 销量整体下滑	14
图 22: 矿山停产前的 23Q3 现金成本为 636 美元/吨	14
图 23: 25Q2 矿山平均产能利用率提升至 96%	16
图 24: 25Q2 锂平均收率下降至 57%	16

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 澳矿产能产量预测	4
表 2: 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。本报告清晰准确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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048