

降本已达瓶颈期 ——澳矿 2025Q2 财报梳理分析

事件点评

量：2025Q2 澳洲锂矿产量环比增加 12%至 94 万吨（折 SC6），预计 FY26 澳矿产量同比增 6.4%至 388.8 万吨。受 Pilbara P1000 项目爬坡以及 Wogina 提高生产规模的助益，25Q2 澳洲锂精矿产量环比增加 12%；且 Greenbushes 本季度发运量大幅增加，25Q2 澳洲锂精矿销量环比+16%。目前主力矿山生产水平稳定，预计 2026 财年澳洲锂精矿产量 388.8 万吨（折 SC6），同比增 6.43%。

成本：四大维度分析，澳矿降本已达瓶颈期，25Q2 企业在降本方式的选择上有了更多的权衡。25Q2 澳洲高成本矿山中，Pilbara 与 Wogina 降本幅度较大，而 Marion 与 Kathleen Valley 成本则抬升较多，我们认为本季度降本主要是规模效应带来的成本摊销，剥采率与品位等因素变化成为成本改变的次要因素。25Q2 企业的降本举措中产生了一定的分化：1) 企业对于剥采比、回收率与成本间的关系出现了更多考量与权衡，如 Pilbara 倾向于更多利用边界品位矿石，牺牲部分回收率以获得更低的成本，而 MRL 仍倾向于提高富矿开采占比以降低成本；2) 此外 25Q2 企业未有明显的裁员减设备举措，而是改为精细化的升级现有装备，提高运营效率；3) 但在现金流压力下，降低资本开支、保证运营的灵活性仍是各家企业的共识。

财务数据&企业家决策：财务数据表现不及 25Q1，企业决策更加谨慎。澳矿价格补跌大幅降低澳矿利润，但目前来看企业现金流仍保持有一定的承压能力，企业融资渠道广泛，对债务的多元化处理也成为衡量企业生命周期的重要指标之一。从企业家决策来看，目前大多数澳矿企业对未来价格已经无法给出指引，与 2024 年的乐观态度、2025 年初的远期乐观态度形成了鲜明对比。企业家决策在经历了粗放式裁员、开采富矿等降本措施之后，转为更加精细化的提高设备运转效率与企业管理能力上。

中国供给扰动预期带动 Q3 锂精矿上涨，澳矿企业得以喘息，但 Marion 与 Kathleen Valley 矿山成本仍面临较大压力。宜春地区采矿证问题给予市场供给缩减预期，带动澳矿价格回升，截至 8 月 7 日澳矿价格已经突破 750 美元/吨，本次供给预期扰动给予澳矿企业一定的喘息空间，但 Marion 与 Kathleen Valley 25Q3 成本在矿脉转型的背景下仍面临较大考验，未来需密切关注这两座矿山的战略决策。

风险提示：

1. 企业家生产经营决策往往受多方面影响，需关注企业决策变化对澳洲锂矿供应和成本带来的影响。
2. 建议关注新能源汽车及储能需求变化对锂价及企业生产决策的影响。

有色金属

评级：看好

日期：2025.08.25

分析师 张斯恺

登记编码：S0950523110002

☎：15972042918

✉：zhangsikai@wkzq.com.cn

分析师 白紫薇

登记编码：S0950525040001

☎：15764324101

✉：baizw@wkzq.com.cn

行业表现 2025/8/22



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《有色月跟踪：纵观中外反内卷历史，有色行情持续几何？》(2025/8/25)
- 《战略性矿产系列报告——铍：供需收敛，半导体等需求打造第二增长曲线》(2025/8/22)
- 《关税风云下的铜铝》(2025/8/21)
- 《矿业巨头启示录系列之四：广积粮，筑高墙——日本财团资源布局分析》(2025/8/7)
- 《美国锑产业支持政策是否会复刻稀土产业政策趋势？》(2025/7/28)
- 《有色月跟踪：掘金亚欧大陆腹地，中亚金属矿产资源全景解析》(2025/7/16)
- 《新疆“找矿行动”聚焦新疆，国内锑资源接续有望提速》(2025/7/10)
- 《战略性矿产系列报告——钾：粮食保障，资源为王》(2025/7/10)
- 《钨价创出历史新高，短期回调不改长期向好》(2025/7/2)
- 《海外锑资源热点新项目进度几何？》(2025/7/1)

1、从量、价、成本三大维度解析澳矿 25Q2 生产情况

量：P1000 爬坡顺利叠加 Wodgina 提高生产规模，澳矿 25Q2 产量环比 +12%

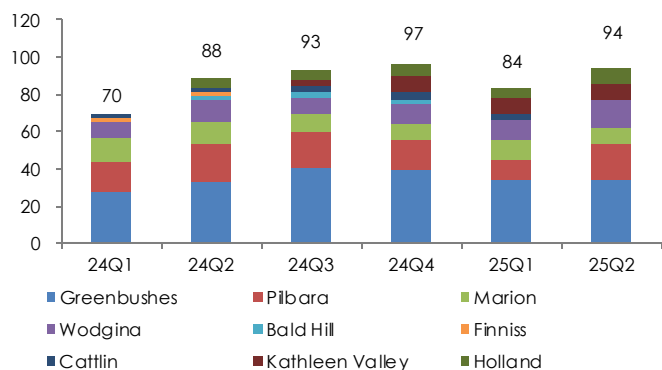
Pilbara P1000 项目爬产以及 Wodgina 提高产量带动澳矿整体产量提升。2025Q2 澳洲锂精矿产量 94 万吨（折 SC6），同比+6%，环比+12%。25Q2 产量环比提升主要系：①Pilbara P1000 项目爬坡，产能利用率提升，产量环比+77%至 18.8 万吨 SC6 锂精矿；②Wodgina 提高了矿石开采量并升级了工艺设备，产量环比+34.6%至 14.9 万吨 SC6 锂精矿。本季度 Greenbushes、Marion、Kathleen Valley 矿山生产维持稳定，Cattlin 矿山正式关停。

2025Q2 澳矿锂精矿销量显著高于产量。2025Q2 澳洲锂精矿销量 98.9 万吨（折 SC6），同比-10%，环比+16%。由于澳洲港口拥堵问题延续，Greenbushes Q1 销量延迟至 Q2 发货，造成 Q2 销量 41.2 万吨，远高于 34 万吨的产量，故而带动本季度澳矿整体的销量增长。

周期底部，主力矿山抗风险能力强，未出现产量不及预期现象。2025 财年中，Greenbushes、Pilbara、Marion、Wodgina 4 座传统矿山锂精矿产量分别为 147.9、75.5、37.6、45.5 万吨，Pilbara 与 Marion 略超预期，其余两座矿山符合预期，主力矿山的生产能力在周期底部仍相对坚韧。

展望 2026 财年，Greenbushes CGP3 项目投产、P1000 项目稳定生产，澳矿整体出货量将稳步增长，我们预计 2026 财年澳洲 SC6 锂精矿产量为 388.8 万吨，同比增 6.43%。

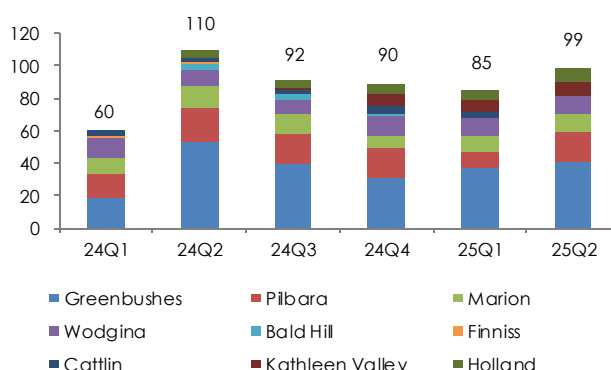
图表 1：澳洲锂精矿产量（折 SC6，万吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

注：25Q1 Cattlin、25Q2Holland 为预测值

图表 2：澳洲锂精矿销量（折 SC6，万吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

注：25Q1 Cattlin、25Q2Holland 为预测值

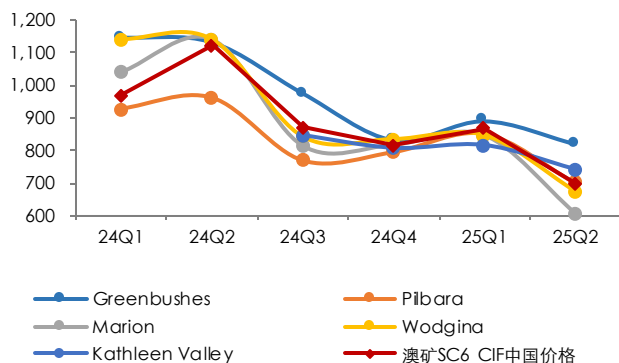
价：澳矿到港量增加造成 Q2 锂价补跌

中国港口澳矿库存自 3 月初开始累库，澳矿价格 Q2 补跌。澳矿 Q2 销量提升，但下游采销氛围冷清导致中国港口的澳矿库存存在二季度由 18.6 万吨持续攀升至 39.3 万吨，澳矿 Q2 价格快速下跌，CIF 中国均价为 700 美元/吨（折 SC6），环比-19.25%；电池级碳酸锂 Q2 均价为 6.53 万元/吨，环比-13.89%，上游矿端跌幅明显高于中游冶炼端跌幅。

Marion 部分低品位矿折扣过高，25Q2 未有定价优势；Greenbushes 仍维持明显的定价优势。Greenbushes 目前主要采用 M-1 的定价模式，在价格下行期可获得更好的价格参考基数，虽然 Greenbushes 给予长协客户 5% 折扣，但该折扣在 2024 年远小于锂精矿市场价下

探的幅度。Pilbara 2024 年上半年主要采用 M+2 的定价模式（包含发货运输月份），因此锂价下跌过程中，Pilbara 的销售价格表现与其他矿山相比差距较大。2024Q4 起 Pilbara 逐渐调整定价机制使销售价格更贴合市场价，因此公司最近两个季度销售价格已达到市场平均水平。本季度 Marion 矿发运量集中于 6 月，且低品位矿部分存在折价，因此其平均价格较平均指数低约 8%。

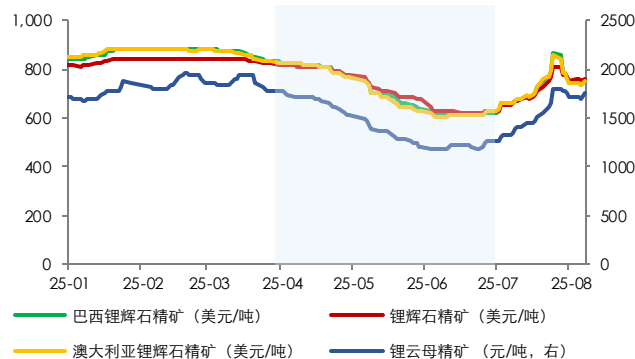
图表 3：澳洲锂矿销售价格（CIF 价格，折 SC6，美元/吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

注：以上数据包含五矿证券预测值

图表 4：锂精矿市场价格（澳洲为 CIF 中国价格，折 SC6）



资料来源：SMM，五矿证券研究所

成本：除 G 矿和 P 矿外，澳洲其余矿山 AISC 成本已经显著高于 Q2 价格

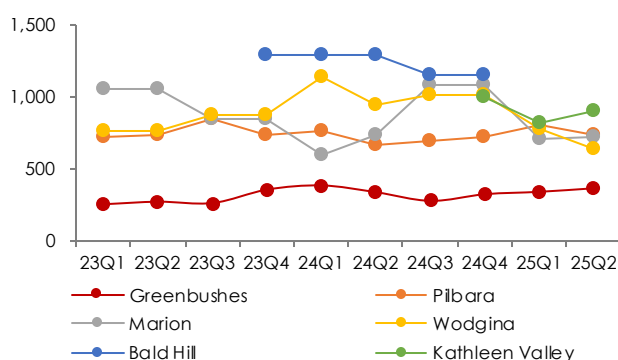
从现金成本来看，2025Q2 澳洲在产矿山中 Kathleen Valley 已经被逼近现金成本，Pilbara、Marion 与 Wodgina 均通过更新设备与规模效应实现了成本降低（或维持），Greenbushes 虽然成本受原矿品位影响继续抬升，但仍具有绝对的成本优势。

- 1) **Greenbushes 2025Q2 锂精矿 FOB 成本为 366 澳元/吨 SC6，环比+7.3%。** 主要受雨季影响，G 矿难以进入高品位矿区，原料品位由 2.0%下降至 1.86%，因此成本环比上升。截至目前，G 矿已经连续四个季度 FOB 成本上升。IGO 给予的 G 矿 FY26 成本指引为 320~380 澳元/吨。
- 2) **Pilbara 2025Q2 锂精矿 FOB 成本为 728 澳元/吨 SC6，环比-9.6%，** 主要系 P1000 产能爬坡、产量提升带来的规模效应以及公司新设备带来的运行效率提升。Pilbara FY26 成本指引为 560~600 澳元/吨，折 SC6 精矿成本约为 630~680 澳元/吨。
- 3) **Marion 2025Q2 锂精矿 FOB 成本为 717 澳元/吨 SC6，环比+1.3%，** 公司本季度采取的策略是提高进料品位与产出的锂精矿成品品位；Marion 目前为重质分选作业，目标是提高品位和回收率，而非单纯的追求产量。公司预计 FY26 将对第三个矿带进行开采，届时 Marion 成本会提高。
- 4) **Wodgina 2025Q2 锂精矿 FOB 成本为 641 澳元/吨 SC6，环比-17%，** Wodgina 本季度对选矿厂性能以及原料品位做出了大幅改善，原料品位的提升以及高强度脱水旋风分离器的应用使得选矿回收率进一步提升，成本大幅降低。公司预计 FY26 会将高强度脱水旋风分离器应用至 2、3 号产线，Wodgina FY26 回收率将超过 65%。
- 5) **Kathleen Valley 2025Q2 锂精矿 FOB 成本为 898 澳元/吨 SC6，环比+10%，** 主要系本季度存在额外的处理费用以及高成本库存造成拖累。Q2 锂均价已经接近 Kathleen Valley 矿山 CIF 成本。

从 AISC 成本来看，2025Q2 Kathleen Valley、Marion 与 Wodgina 锂精矿已经到了减停产（AISC 成本线）时刻。我们曾在 2024 年 9 月份《是时候重新定义锂矿成本了》报告中提出，现金成本（Cash Cost）仅能代表矿山当期的生产费用，可持续开发成本（AISC）才能表明矿山未来数个季度可持续开发的成本，因此我们以 AISC 作为成本侧分析关键指标。25Q2 Greenbushes、Pilbara、Marion、Wodgina、Kathleen Valley 5 座矿山的 AISC 成本分别为 328、550、846、786、785 美元/吨，除 G 矿和 P 矿外，几乎所有矿山盈利水平已经转负，达到理论水平上的减停产时刻。

展望 FY26，Greenbushes、Pilbara 与 Wodgina 成本在规模和效率的提升下有望降低，Marion 与 Kathleen Valley 成本或将维持或提升，若长期锂矿价格仍维持低位，Marion 和 Kathleen Valley 矿山或将最快受到决策压力。

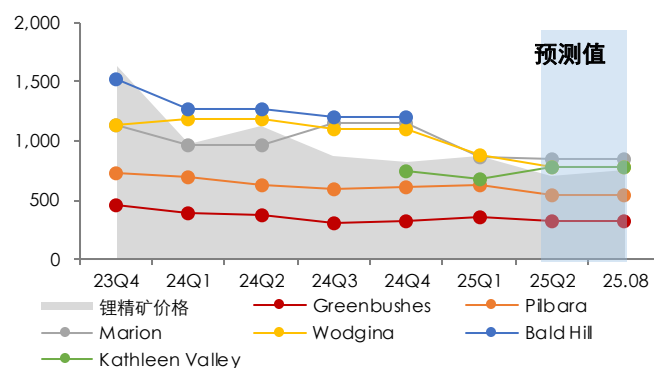
图表 5：澳洲锂矿现金成本（折 SC6，澳元/吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

注：以上数据包含五矿证券预测值

图表 6：澳洲锂矿 AISC 成本（折 SC6，美元/吨）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

注：以上数据包含五矿证券预测值

澳矿成本变化分析：四大维度分析，澳矿降本已到瓶颈期

2024Q1~2025Q1，澳矿主要通过采取降低剥采比、提高回收率、减员减设备等方式降低 FOB 成本，通过减少资本开支等方式降低 AISC 和 AIC 等成本。但 2025Q2 企业在降本选择中对于剥采比、回收率与成本间的关系出现了更多考量与权衡，同时未有明显的裁员减设备举措，但在现金流压力下，降低资本开支、保证运营的灵活性仍是各家企业的共识。

1.剥采比：25Q2 剥采比的改变对矿山成本影响较小

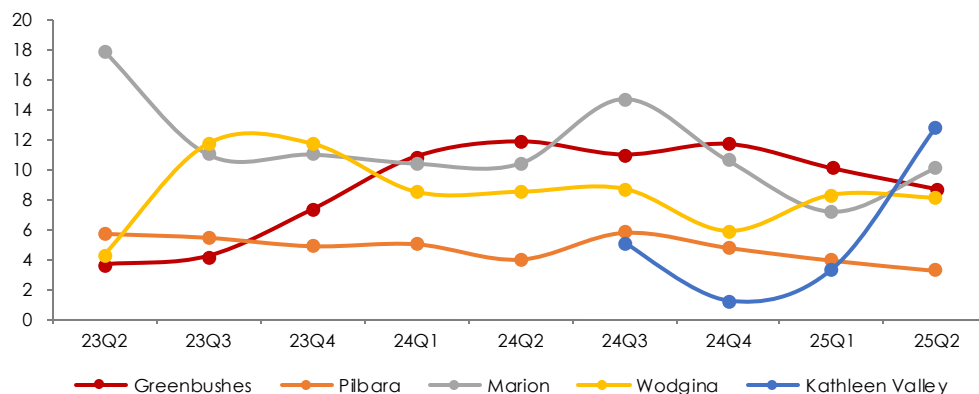
露天采矿中的剥采比直接影响矿山的剥离成本。露天矿山在采矿活动中，需要剥离一定的废石量才能采出有价矿石，剥采比即剥离废石量与有价矿物量的比值，剥采比直接影响矿山剥离成本。

2025Q2 Kathleen Valley 剥采比大幅提高，其余矿山基本维持稳定，Pilbara 和 Mineral Resources 在剥采比战略上出现分歧。2025Q1 Greenbushes、Pilbara 与 Wodgina 矿山的剥采比均小幅下降，Marion 剥采比存在小幅抬升。Pilbara 对 FY26 的采矿规划转为更高效的利用边界矿石，而非转向更高品位矿区的开采，Pilbara 认为对边界品位矿石的利用可以减少剥离废石所花费的时间与费用，最大化的利用开采的矿石料，此时虽剥采比有提高，但可以有效降低采矿成本；而 Mineral Resources 也在制定 Marion 与 Wodgina 两座矿山的 FY26 开采计划，公司认为未来将在 Marion 矿山中尽量减少剥离量以降低矿山成本，提高运

营的灵活性。此外 Kathleen Valley 本季度剥采比大幅提高，公司未披露主要影响因素。

考虑到矿山的生命周期、资源禀赋与采矿经济最大化，每个矿山的剥采比均存在合理范围，优选富矿开采确可短期降低生产成本，但考虑矿山全生命周期运营，我们仍认为此举带来的成本的降低不可持续。

图表 7：澳洲主要在产锂矿剥采比



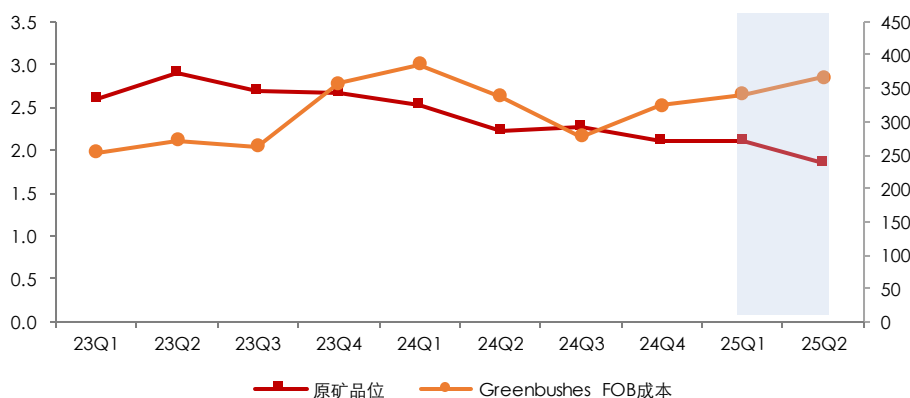
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

2.回收率：25Q2 澳矿回收率表现及预期均不及 25Q1 乐观

在控制成本投入的情况下，回收率提高将有效增加同等原矿处理量下的精矿产量，进而降低单吨精矿的现金成本。

- 1) **Greenbushes**: 2025Q2 Greenbushes 受暴雨影响无法进入高品位矿区，导致进料品位低、回收率下降，进而导致成本抬升。展望后市，预计随着主矿坑西壁的剥离，原矿采剥位置会加深，矿山品位会再次升高。IGO 表明 FY26 G 矿会经历一些品位较低的时刻，但不会影响矿山寿命和公司整体的发展方向。

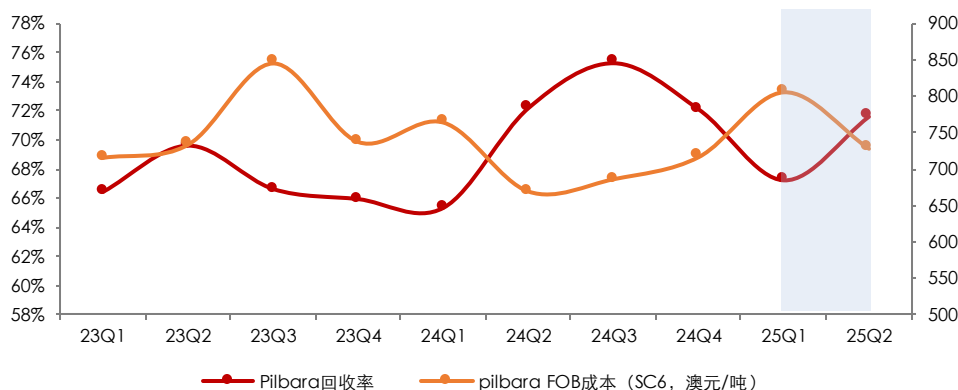
图表 8：Greenbushes 矿山进矿品位与成本对比（%，澳元/吨）



资料来源：Greenbushes 公司公告，五矿证券研究所

- 2) **Pilbara**: Pilbara 2025Q2 回收率 71.6%，环比抬升体现了公司 P1000 项目的顺利调试。未来公司的采矿策略转为利用矿石分选机来使低品位原矿得到充分的利用，这一举措或将对回收率造成更大的挑战，但矿山整体成本会降低。公司 FY26 的回收率目标维持在 72%（此前公司稳定运行的回收率可达到 75%）。

图表 9：Pilbara 回收率与 FOB 成本关系



资料来源：Pilbara 公司公告，五矿证券研究所

- 3) **Marion**: Marion 目前是多个矿井并行开采，公司可自由选择矿井进行开采，2024 年下半年以来，Marion 矿山多采集富矿，原矿品位提升带动工厂回收率的提升。步入 FY26，Marion 将开发新的矿带，回收率或将降低，对采矿成本存在一定的负面影响。
- 4) **Wodgina**: Wodgina 矿石回收率在 24 年 12 月份开始改善，矿山回收率提升同样得益于原矿品位的提升。另外 Wodgina 已经全面进入二期矿体开发，随着开采深度增加，矿体铁含量逐渐下降、锂品位逐渐提升，FY26 公司将开发三期矿体，顶部通常会有更多细脉和窄矿脉，预计随着开采深度增加，矿石品质将进一步改善。Wodgina FY25 回收率平均为 55%，公司预计 FY26 财年会将高强度脱水旋风分离器应用至 2、3 号产线，Wodgina FY26 回收率将超过 65%。
- 5) **Kathleen Valley**: Kathleen Valley 2025Q2 回收率 57%，环比 Q1 下降较多，主要是 OSP 含量增加导致矿石入选品位由 1.3% 下降至 1.2%，进而导致回收率较低。公司正在进一步权衡入选品位的高低带来的成本与回收率的最优解问题。公司 2025Q3 回收率目标仍为 70%。

总体来看，澳矿 25Q2 回收率表现与 Q1 相比整体略差，对 26 年财年的回收率展望呈现下降趋势。Pilbara 回收率目标由 75% 下降至 72%，Kathleen Valley 致力于开采地下富矿以达到 70% 这一历史从未实现的目标，而 Marion 与 Wodgina 回收率预计难超 70%，我们认为澳矿未来回收率的高低更多取决于矿脉的选择，而非工艺的提升，回收率带来的降本空间已经较小。

3. 人员及设备：粗放式减员减设备策略改为精细化改良升级现有设备

设备升级与改装成为 2025Q2 的主旋律。2025Q1 矿山如 Marion、Wodgina 与 Kathleen Valley 主要通过减员减设备来通过降低人工成本进而减少矿山的现金成本。但 2025Q2 我们

发现矿山主要通过升级改造设备以实现现有原料的利用最大化，进而降低矿山成本。

图表 10：澳洲锂矿“设备升级”具体情况（不完全统计）

矿山名称	25Q2 具体举措
Pilbara	完成了钻机、挖掘设备及辅助设备的交付，全面实施车队管理系统，包括完整的调度和自动分配水平
Marion	优化再磨矿回路、安装调试改造后的湿式高强度磁选机
Wodgina	1 号产线安装高强度脱水旋风分离器（HICs），预计 2025Q3 完成 2、3 号产线安装。

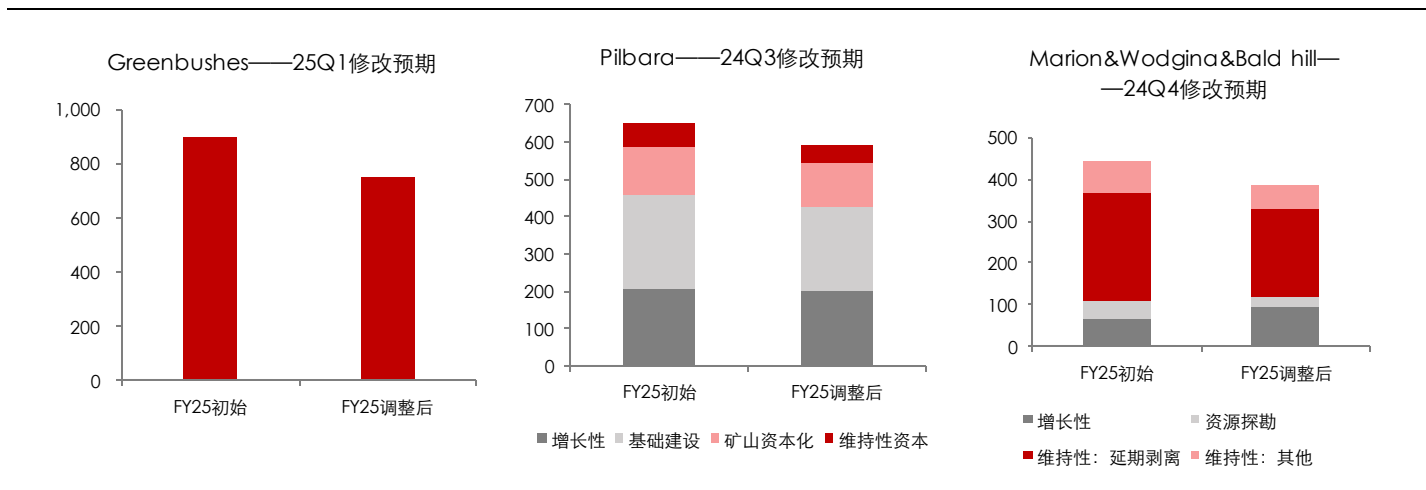
资料来源：MRL 公司公告，PLS 公司公告，五矿证券研究所

4.降低资本开支：澳矿 FY25 资本开支同比下降，预计 FY26 继续下调

在周期底部，企业往往选择降低资本开支以保持现金流安全，同时降低矿山的 AISC 成本。FY25 Greenbushes、Pilbara 与 MRL 的 3 座矿山全部下调资本开支预测，且相关企业 FY25 实际资本开支均低于 FY24,其中 GreenbushesFY25 资本开支同比下降 14.2%至 7.14 亿元；PilbaraFY25 资本开支同比下降 34.3%至 5.68 亿元。

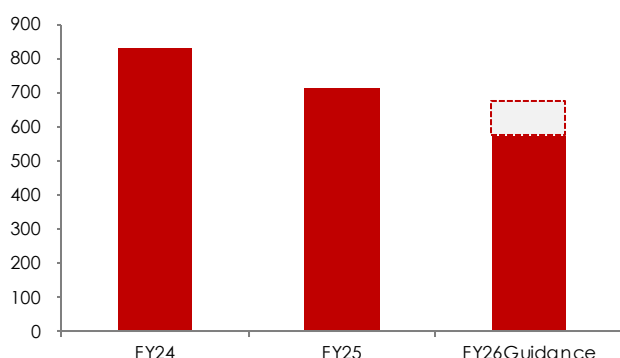
展望 FY2026，企业资本开支继续下降已经成为企业的共同选择。目前 IGO 与 Pilbara 已经公布 FY26 资本开支计划,其中 IGO 预计 Greenbushes 矿山 FY26 资本开支同比下降 12.4%至 5.75~6.75 亿澳元；Pilbara 预计 FY26 资本开支同比下降 44.5%至 3~3.3 亿澳元，资本开支主要用于新的尾矿设施与仓库以及破碎厂的顶盖设施。从澳洲最大的两座矿山的资本开支预算持续下降现象可以看出企业进一步走弱的现金流及市场预期。

图表 11：主要澳矿资本开支变化（百万澳元）



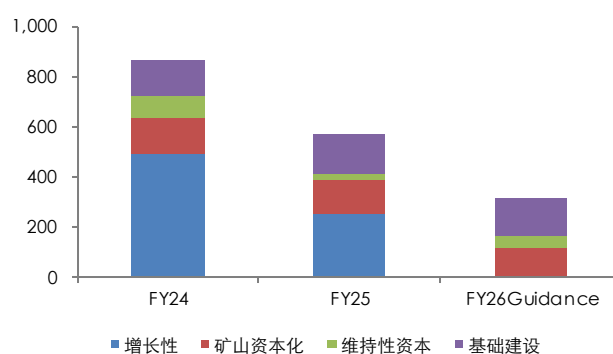
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 12: Greenbushes 下调 FY26 资本开支 (百万澳元)



资料来源: IGO 公司公告, 五矿证券研究所

图表 13: Pilbara 下调 FY26 资本开支 (百万澳元)



资料来源: Pilbara 公司公告 (含预测值), 五矿证券研究所

综合来看, 本季度澳矿降本措施力度有所放缓, 提升规模效应这一举措为矿山带来的降本收益最大。高成本矿山在剥采比、回收率、减员减设备及降低资本开支四方面发力使成本继续下降的空间已经不足。

图表 14: 25Q2 主要澳矿降本措施一览图

降本措施	Greenbushes	Pilbara	Marion	Wodgina	Kathleen Valley
提高产能利用率		✓		✓	✓
降低剥采比	✓	✓			
提高原矿品位			✓	✓	
提高回收率			✓	✓	✓
减少人员及设备					
降低资本开支	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所

澳矿未来经营决策有无拐点

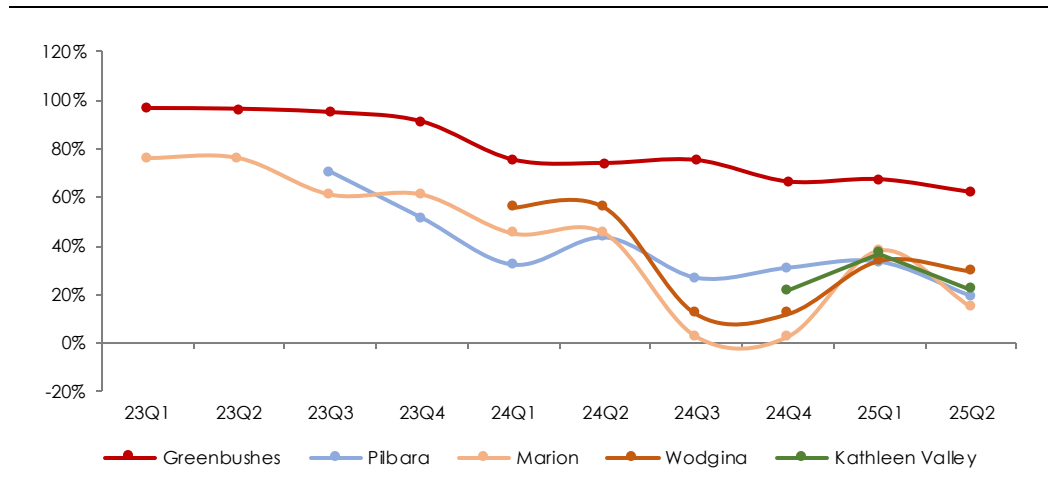
从财务数据来看, 澳矿企业利润已经被大幅压缩, 但现金流仍具备一定的承压能力

从财务数据来看, 2025Q2 澳矿毛利润已经被大幅压缩, 企业现金流情况出现分化, 对债务的战略处理成为考量企业生存能力的主要指标之一。

1.毛利率: 2025Q2 澳矿主要在产矿山毛利率为正, 但环比 Q1 大幅下降。从毛利率情况来看, Greenbushes 矿山仍处于第一梯队, 25Q2 毛利率高达 62%。Pilbara、Marion 和 Kathleen Valley 矿山 2025Q2 毛利率环比下降超 14pct, 毛利率在 15%~22%水平区间内, Wodgina 降本显著, Q2 毛利率实现 29.7%。

展望 2025Q3, 澳矿价格在中国宜春及青海资源供应扰动预期下得到支撑, 但矿山整体成本或将在剥采率及回收率条件压制下小幅抬升, 因此我们预计澳矿 25Q3 毛利率环比持平。

图表 15：澳洲主要在产锂矿毛利率情况



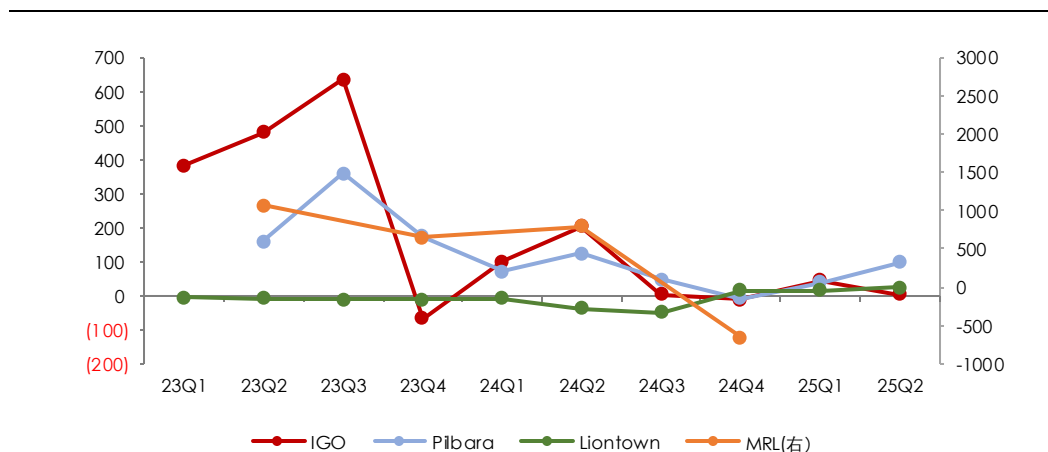
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

2.经营性现金流：25Q2 单一化业务的澳矿企业经营性现金流表现好于多元化矿企

- 1) IGO 2025Q2 经营性现金流环比下降约 4000 万澳元至 400 万澳元，主要系 25Q1 公司收到了 24 财年的所得税退税 3460 万澳元，剔除此项因素，公司经营性现金流变化较小。
- 2) Pilbara 2025Q2 经营性现金流为 9800 万澳元，扣除维持性和矿山资本化开支后仍有 6300 万澳元的经营性现金流，现金流的增加得益于公司 Q2 精矿产销量的提升以及成本的下降；
- 3) MRL 未公布 2025Q2 单季度经营性现金流，考虑到公司在精矿议价权与精矿成本上的表现，我们认为公司锂精矿业务可能存在一定的现金流压力；
- 4) Liontown 2025Q2 经营性现金流为 2300 万澳元，全年经营性现金流基本达到盈亏平衡。

总体来看，单一化澳矿经营企业如 Pilbara、Liontown 本季度经营性现金流在毛利率承压的情况下仍出现一定程度的好转，展现了矿企在周期底部财务管理的灵活性。但 IGO 与 MRL 等综合性矿企更多受制于主营业务的发展，经营性现金流呈现不同走势。

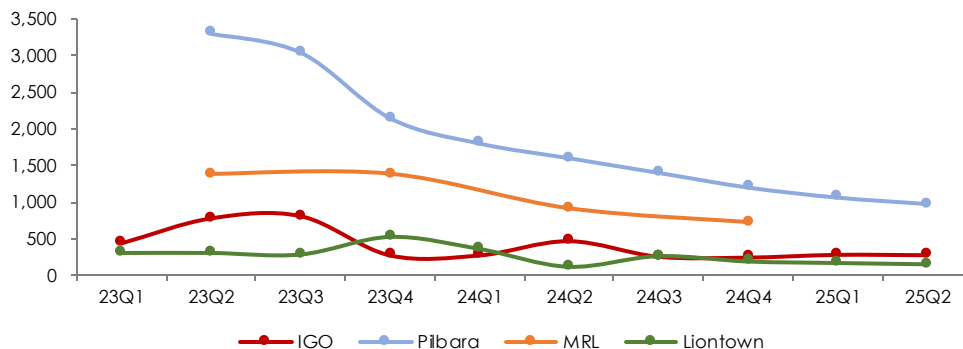
图表 16：澳洲主要锂矿企业经营性现金流情况（单位：百万澳元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

3.在手现金：企业**在手现金转弱，Liontown 8 月获得超 3 亿融资，有效缓解了偿债压力。**本季度 IGO、Pilbara 与 Liontown 三家企业的在手现金均环比下降，但基本处于可控范围内。Liontown 25Q2 末 在手现金相对其他竞争对手可承受的风险波动小，但公司在 8 月 8 日顺利完成了 3.16 亿澳元的股权配售融资，有效缓解了公司的偿债压力。

图表 17：澳洲主要锂矿企业**在手现金情况**（单位：百万澳元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

从企业家观点来看，澳矿企业几乎已经**不给予价格指引，在战略决策上更加注重整体运营的灵活性**

我们对澳矿企业季度电话会议决策进行跟踪，以探求企业家对锂矿目前供需格局的判断以及对应的企业战略决策。从企业家 25Q2 观点来看，Pilbara 与 Liontown 均对于中国在宜春地区的一系列政策持乐观态度，认为本次政府举措将对缩减全球供应，但目前大多数澳矿企业对未来价格已经无法给出指引，与 2024 年的乐观态度、2025 年初的远期乐观态度形成了鲜明对比。企业家决策在经历了粗放式裁员、开采富矿等降本措施之后，转为更加精细化的提高设备运转效率与企业管理能力上。

- 1) IGO：**在企业战略决策上，本季度首次下调 Greenbushes 资本开支指引。
- 2) Pilbara：**Pilbara 认为当前价格更多的取决于市场情绪的变化而非基本面的变化。目前小批量的供给扰动已经可以带来价格的快速变化。不确定锂价转折何时到来，但目前的市价定价远低于激励新投资所需的水平，也远低于长期价格预期。公司在经营战略上的调整集中在原矿的开采规划上。
- 3) MRL：**MRL 仍未表达与锂价走势相关的观点，在战略选择上公司对 Marion 与 Wodgina 的原矿开采战略仍在谨慎规划中，对 Wodgina 的相关设备投入更高，远期生产更为乐观。
- 4) Liontown：**Liontown 依旧保持着远期价格乐观的表述，公司仍推进地下开采计划以获得更高质量的原料，但从公司未来的成本指引来看，其仍处于目前澳矿 FOB 成本最高的矿山之一。
- 5) SQM(holland)：**目前精炼厂已经有第一批产品产出，精炼厂是在完成 80% 的详细工程之后才建设的，同时有在高温煅烧以及结晶领域的优秀的供应商技术支持，因此公司对 holland 未来冶炼厂的成本有信心。

风险提示

1. 企业家生产经营决策往往受多方面影响，需关注企业决策变化对澳洲锂矿供应和成本带来的影响。
2. 建议关注新能源汽车及储能需求变化对锂价及企业生产决策的影响。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，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。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。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。

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、价值及投资收入或将产生波动；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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010