

# 锂矿行业拐点将至

五矿证券研究所新能源研究团队 张斯恺 白紫薇

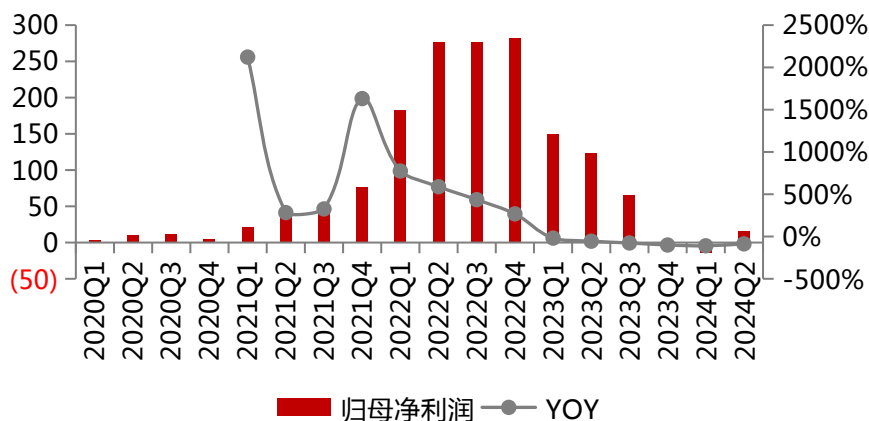
从六大维度系统梳理国内 13 家上市锂矿企业经营情况，锂矿上市公司自二季度开始出现经营业绩改善，进一步降本空间较小，将以减产方式消化社会库存，资本开支与再投资能力两年来首次转负，供给侧拐点逐步接近。

## 一、锂矿上市企业经营业绩改善

### （一）锂矿上市企业归母净利润近三个季度来首次转正

锂价企稳，锂矿企业业绩环比转正。二季度电碳平均价格是 10.59 万元/吨，同比下跌 58.4%，环比上涨 4.29%；锂矿上市企业整体营业收入 267 亿元，归母净利润 16.44 亿元，实现自 2023 年三季度以来的首次盈利转正。赣锋锂业、盐湖股份与天齐锂业是二季度锂矿行业营收前三位。在周期底部阶段，盐湖类企业盈利相对稳定，而矿石提锂企业受外购高价矿扰动盈利仍然较差，盐湖股份、藏格矿业与天华新能位列盈利前三。

图 1：锂矿企业归母净利润（亿元）

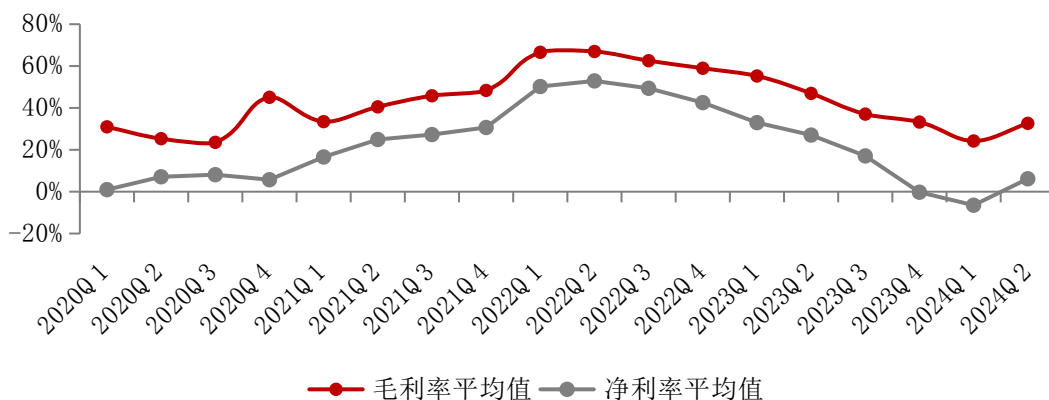


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

## (二) 锂矿企业毛利率与净利率实现两年来首次回升

自锂价 2022 年 11 月下跌以来，锂矿企业盈利水平同比下降。2024 年二季度，锂矿企业毛利率 32.63%，同比下降 14.31 个百分点，环比增加 8.42 个百分点；净利率 6.16%，同比下降 20.88 个百分点，环比增加 12.62 个百分点。二季度盈利反转标志着企业在周期下行期完成了高价库存出清及推进降本措施等管理决策调整，从亏损阶段迈入相对稳健的低盈利阶段。西藏矿业、盐湖股份与天齐锂业是毛利率较高的三家锂矿企业。受制于高价库存、自有矿成本偏高问题以及代加工利润微薄的现状，代工占比高的企业和外购矿加工企业盈利水平较差。

图 2：锂矿企业毛利率和净利润环比提升



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

### (三) 非上市锂盐企业大幅累库

盐厂表内库存数据与 SMM 统计社会库存数据出现分歧，意味着非上市锂盐企业大幅累库。2024 年二季度锂盐上市公司表内库存小幅反弹 3.82%，至 258 亿元，赣锋锂业、科达制造与天齐锂业是 A 股当前存货较高三家锂矿企业。赣锋锂业存货水平高主要系公司 Cauchari-Olaroz 盐湖的卤水半成品运至国内深加工且需要一定的生产周期、科达制造库存包含部分其主业陶瓷库存、天齐锂业库存中包含大量 Greenbushes 未使用精矿。而根据 SMM 统计，锂矿企业碳酸锂库存高达 8.28 万吨，较一季度大幅上涨 52.99%。结合 SMM 统计数据 and 上市公司财报数据来看，二季度我国碳酸锂冶炼厂端大幅累库可能主要来自于非上市企业。

图 3：锂矿企业存货及同比变化

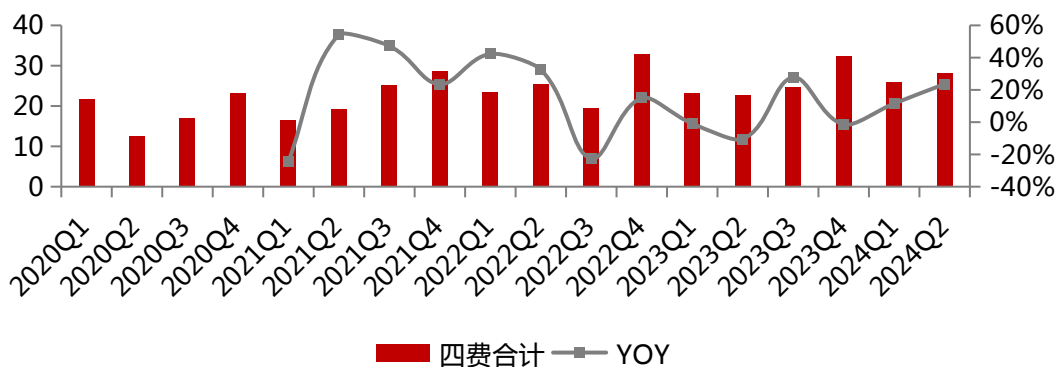


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

#### (四) 锂矿企业进一步在管理层面降本难度较大

近年来，13家锂矿上市公司销售、管理、研发和财务四费基本稳定在20-30亿元。2024年二季度，锂矿企业费用支出合计28.2亿元，同比增长24%，环比增加8%；费用率10.56%，同比增加5.59个百分点，环比减少1.08个百分点。随着碳酸锂价格持续下行，企业持续降本增效意愿较强，但目前来看，锂矿上市公司近六个季度四费基本稳定于20-30亿元区间内，进一步降本难度较大。从四费率占企业总营收角度来看，永兴材料、天齐锂业与天华新能是控制成本较好的公司。

图4：锂矿企业四费费用及同比变化



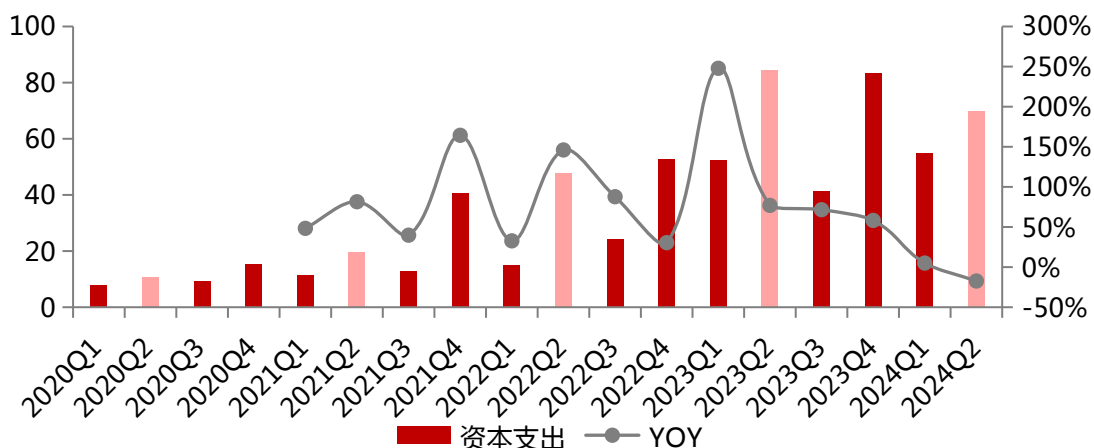
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

### (五) 锂矿企业资本开支同比转负

锂矿企业资本开支增速转负。锂矿企业二季度购买固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金共计 69.8 亿元，同比下降 17.3%。

企业资本开支出现分化，赣锋锂业、天齐锂业等龙头企业仍维持较高资本开支水平。上半年，赣锋锂业 Mariana 项目在建工程投入 15.3 亿元，天齐锂业 Greenbushes CGP3 在建工程投入 8.48 亿元。藏格矿业、江特电机、天华新能等资本开支绝对值相对较小且同比下降较多。

图 5：锂矿企业资本开支同比转负

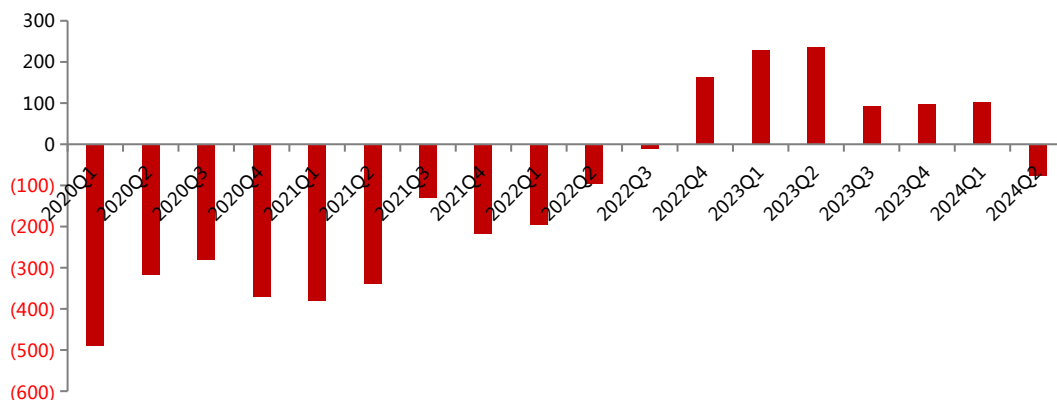


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

## （六）锂矿企业在手现金持续减少，“在手现金-流动负债”指标两年来首次转负

“在手现金-流动负债”指标同比下降 133%，至-77.3 亿元，在手现金及流动负债均下降。近一年碳酸锂价格低迷使锂矿企业短期现金流承压，二季度“在手现金-流动负债”指标两年来首次转负。盐湖股份与永兴材料的在手现金与流动负债的差值遥遥领先，在资本开支投放与项目并购等事件上灵活性或更高。

图 6：锂矿企业“在手现金-流动负债”（亿元）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

## 二、锂矿产业三大重要变化揭示拐点将至

锂矿企业盈利已脱离负循环区间。锂矿企业主要以矿石提锂企业为主，由于船期、定价机制等问题，其外购矿石定价通常滞后于锂盐定价，导致矿石提锂企业在周期下行期面临持续亏损。随着 2023 年四季度矿石定价机制的转变，以及 2024 年上半年矿石提锂企业高价精矿的持续消化，

锂矿企业盈利在二季度已经脱离负循环区间，近三个季度首次转正。

**企业进一步降本空间较小，以减产方式消化社会库存，是锂矿企业短期较优选择。**在周期下行期，矿企自身有意愿内部进行持续降本增效。以四费金额作为降本考核指标来看，2024年二季度锂矿上市公司四费金额仍高达28.2亿元，锂矿企业在管理层面进一步降本难度较大。考虑到碳酸锂社会库存仍有超10万吨碳酸锂当量，短期跌破成本曲线的锂矿企业适时减产以消化社会库存，或许是较优选择。

**资本开支与再投资能力指标两年来首次转负，供给侧拐点逐步接近。**从两个角度出发，购买固定资产、无形资产及其他长期资产支付现金的资本开支数据意味着现有项目的进度情况、“在手现金-流动负债”意味着对未来新增项目的投资能力。锂矿企业资本开支在二季度同比下降17.3%，为近两年来首次转负，意味着中国锂矿企业此轮周期释放的新增供给仍在持续减少。“在手现金-流动负债”在二季度出现近两年内首次转负，意味着企业实际在手现金持续减少，我国锂矿企业对未来新增锂矿投资能力显著减弱，锂矿周期拐点逐步接近。