本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

全球 金属及采矿

锂业 - 更新我们的全球供需格局预测，维持对2027年和2028年的谨慎看法 (摘要)

我们更新了全球锂市场供需格局预测，纳入了最新的供应端展望，同时维持需求假设基本不变。随着供需格局趋于宽松，我们维持对基准锂价前景的谨慎看法。

我们预计中国和全球锂市场将从2026年大部分时间内16%的供应缺口、转为2026年四季度的基本平衡，并在2027-2028年出现8-18%的供应过剩。我们预计，随着电动汽车和储能系统的潜在需求增速放缓、同时供应链补库的速度逐渐减弱，2027-2028年表观需求增长将趋于停滞。供应方面，我们团队基于项目的估算显示，在中国、非洲和澳大利亚项目的推动下，2027年和2028年供应将分别增长32%和19%。因此我们预计，随着市场从深度短缺中恢复、并且考虑到供应与需求端库存变化的不确定性区间，2027年将出现温和的供应过剩。但2028年基本面将明显走弱。

我们调整后的中国碳酸锂现货基准价格预测为：2027年为13,700美元/吨LCE（约合人民币10万元），其中包括2027年下半年为13,000美元/吨LCE，对应全球锂供应的边际成本水平。我们预计2028年价格将进一步回调至11,000美元/吨LCE（合人民币8.4万元），对应全球成本曲线的80%分位水平。最新的2027年/2028年价格预测较我们此前预测分别上调了33%/下调了31%。

尽管运营成本和有效资本开支的通胀显著，但边际项目的变化促使我们将长期中枢价格从2023年时设定的16,000美元/吨LCE下调至14,000美元/吨LCE。

我们更新了对覆盖范围内中国股票的盈利预测和12个月目标价（详见我们的盈利预测调整报告）。

陈群
+852-2978-2678 | trina.chen@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

张妍
+852-2978-6545 | joy.x.zhang@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

戴聿炜
+852-2978-7904 | daisy.dai@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

Hugo Nicolaci
+61(2)9321-8323 |
hugo.nicolaci@gs.com
Goldman Sachs Australia Pty Ltd

Marcio Farid
+55(11)3371-4580 |
marcio.farid@gs.com
Goldman Sachs do Brasil CTVM S.A.

Paul Young
+61(2)9321-8302 |
paul.young1@gs.com
Goldman Sachs Australia Pty Ltd

Duffy Fischer
+1(212)902-0099 |
duffy.fischer@gs.com
高盛集团

Marcus Dosanjh
+61(2)9321-8780 |
marcus.dosanjh@gs.com
Goldman Sachs Australia Pty Ltd

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。 由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

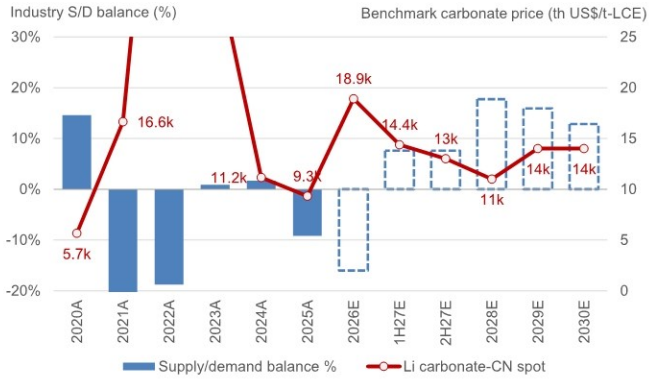
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

目录

Near term picture - from deficit to balance	4
Demand deceleration	5
Supply expansion	6
Revised cost support and mid-cycle price	9
信息披露附录	11

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 1: Global lithium S/D balance and pricing outlook - 8-18% supply surplus in 2027-2028E, with benchmark price correction ahead



资料来源：SMM, 彭博, 万得, Woodmac, 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 2: Global lithium supply and demand balance - we estimate lithium market at 8-18% supply surplus, with supply growth of 19-32% in 2027-28E

Global S/D balance-lithium		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
Demand-global-bottom up est	kt LCE	1,191	1,639	2,062	2,387	2,499	2,860
yoy	*%*	*30%*	*38%*	*26%*	*16%*	*5%*	*14%*
Demand-cathod based+others, global	*kt LCE*	*1,349*	*1,786*	*2,524*	*2,542*	*2,506*	*3,052*
yoy	*%*	*32%*	*32%*	*41%*	*1%*	*-1%*	*22%*
EV-battery, global	kt LCE	639	852	992	1,161	1,382	1,698
China	kt LCE	403	548	620	702	796	954
Ex China	kt LCE	235	304	372	459	585	744
ESS-global	kt LCE	245	449	695	821	679	688
Others	kt LCE	307	337	376	406	438	474
Total restocking	kt LCE	158	148	462	155	7	192
Output-global, realized	kt LCE	1,371	1,622	2,120	2,735	2,950	3,538
S/D balance	kt LCE	23	(164)	(404)	193	444	486
as% of demand	%	2%	-9%	-16%	8%	18%	16%
Capacity-base case supply	kt LCE	1,702	1,870	2,124	2,793	3,320	3,846
Capacity utilization-base case supply	%	77%	82%	93%	92%	82%	85%

资料来源：SMM, WoodMac, 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 3: Benchmark lithium price forecasts - GSe (spot price as of Sep 30, 2026)

Lithium		2023A	2024A	2025A	1H26A	2H26E	2026E	1H27E	2H27E	2027E	2028E	2029E	2030E	Spot	YTD
Carbonate-CN spot	US$/t	32,620	11,162	9,316	21,030	16,800	18,915	14,378	13,000	13,689	11,000	14,000	14,000	16,198	20,468
chgs vs prior estimates	*%*					*1%*	*1%*	*40%*	*27%*	*33%*	*-31%*	*-13%*	*-13%*	*n.a.*	*n.a.*
Spodumene price 6%-CN spot	US$/t	3,623	943	862	2,281	1,853	2,067	1,657	1,485	1,571	1,231	1,300	1,300	1,735	2,225
chgs vs prior estimates	*%*					*7%*	*3%*	*82%*	*63%*	*73%*	*-5%*	*0%*	*0%*	*n.a.*	*n.a.*

资料来源：SMM, 彭博, 高盛全球投资研究部

图表 4: Global valuation peers – Lithium

Notes: NC = Not Covered where estimates for NC stocks are based on consensus numbers; target prices are based on a 12-month timeframe; *denotes stock is on the APAC Conviction List

Company	Ticker	Rating	Target	Price	ccy	Mkt cap	PE		PB		ROE		EV/EBITDA		FCF yield		Div yield			Perf.
Price as of 5-Oct-2026				Local		US$ bn	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	25A	26E	27E	YTD
Ganfeng-H	1772.HK	Neutral	31.00	30.16	HKD	8.1	8.6	15.2	1.1	1.0	12%	7%	7.1	10.8	6%	-1%	1%	2%	1%	-44%
Ganfeng-A	002460.SZ	Sell	30.00	43.43	CNY	13.6	14.5	25.5	1.8	1.7	12%	7%	10.2	15.4	4%	-1%	0%	1%	1%	-31%
Tianqi-H	9696.HK	Sell	22.00	27.92	HKD	6.0	6.6	12.4	0.6	0.6	9%	5%	3.2	4.1	15%	20%	0%	3%	2%	-47%
Tianqi-A	002466.SZ	Sell	21.00	40.25	CNY	10.0	11.2	21.0	1.0	1.0	9%	5%	4.9	6.4	10%	13%	0%	2%	1%	-27%
Sichuan Yahua	002497.SZ	Sell	12.00	15.70	CNY	2.7	9.3	13.8	1.4	1.3	15%	10%	5.4	6.6	10%	6%	0%	1%	1%	-37%
Yongxing	002756.SZ	Sell	30.00	38.99	CNY	3.1	14.4	14.5	1.5	1.4	10%	10%	8.3	8.1	6%	4%	1%	2%	2%	-28%
Qinghai Salt Lake	000792.SZ	Buy	33.00	23.83	CNY	18.8	9.5	12.7	2.2	2.0	23%	16%	4.8	6.3	12%	8%	0%	5%	4%	-15%
Zhejiang Huayou	603799.SS	Neutral	37.00	35.00	CNY	9.9	11.7	9.8	1.3	1.1	11%	11%	8.0	6.9	-13%	7%	1%	1%	2%	-49%
GEM	002340.SZ	Sell	5.00	6.11	CNY	4.7	21.3	23.6	1.4	1.3	7%	6%	11.3	10.3	-6%	-5%	1%	1%	1%	-27%
Zijin Mining	2899.HK	Buy*	51.00	32.16	HKD	109.0	9.0	8.1	2.9	2.3	37%	32%	6.0	5.2	11%	11%	3%	4%	4%	-13%
Zijin Mining	601899.SS	Buy*	49.00	29.79	CNY	118.1	9.8	8.7	3.2	2.5	37%	32%	6.5	5.6	11%	11%	3%	4%	4%	-14%
Youngy	002192.SZ	NC	NA	56.40	CNY	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9%
SZ Chengxin Lithium	002240.SZ	NC	NA	25.01	CNY	3.4	11.8	13.4	1.9	1.6	17%	17%	5.0	4.5	n.a.	n.a.	n.a.	2%	2%	-27%
Nanjing Hanrui	300618.SZ	NC	NA	30.54	CNY	1.4	38.7	26.6	1.7	1.6	4%	6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1%	1%	-32%
Regional peers							**13.6**	**15.8**	**1.7**	**1.5**	**16%**	**12%**	**6.7**	**7.5**	**6%**	**7%**	**1%**	**2%**	**2%**	**-27%**
Albemarle Corp.	ALB	NC	NA	104.37	USD	12.3	9.0	9.8	1.3	1.2	15%	14%	4.8	4.4	9%	9%	2%	2%	2%	-27%
SQM	SQM	Neutral	82.00	65.83	USD	18.8	10.7	10.5	3.0	2.6	28%	25%	6.0	5.8	7%	7%	0%	5%	5%	-6%
Lithium Argentina	LAR	NC	NA	5.60	USD	0.9	22.4	23.3	1.1	1.0	3%	1%	9.2	6.0	0%	-5%	0%	0%	0%	-8%
PLS Group	PLS.AX	Sell	4.30	3.81	AUD	8.6	20.4	14.0	3.0	2.7	15%	19%	10.3	6.9	8%	2%	0%	1%	2%	-12%
Livium Ltd	LIT.AX	NC	NA	0.01	AUD	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-36%
Mineral Resources	MIN.AX	Neutral	59.00	51.46	AUD	7.1	12.4	16.3	2.3	2.0	32%	13%	5.6	5.1	12%	7%	0%	2%	3%	-7%
Core Lithium	CXO.AX	Neutral	0.25	0.31	AUD	0.7	n.a.	34.3	2.0	1.8	-3%	5%	n.a.	12.9	-5%	-7%	0%	0%	0%	11%
IGO Ltd.	IGO.AX	Buy	9.50	6.52	AUD	3.4	45.3	12.2	2.2	1.9	5%	16%	17.0	9.9	2%	7%	0%	1%	2%	-21%
Liontown	LTR.AX	Neutral	1.25	0.83	AUD	1.8	174.4	18.0	1.8	1.6	1%	9%	30.1	7.8	1%	-5%	0%	0%	0%	-49%
Lithium Americas	LAC	Neutral	4.50	2.55	USD	0.9	n.a.	n.a.	0.5	0.5	-1%	-2%	n.a.	n.a.	-108%	-43%	n.a.	n.a.	n.a.	-47%
Average global peers							**20.0**	**17.3**	**1.9**	**1.7**	**11%**	**11%**	**11.9**	**7.3**	**4%**	**2%**	**0%**	**1%**	**2%**	**-20%**

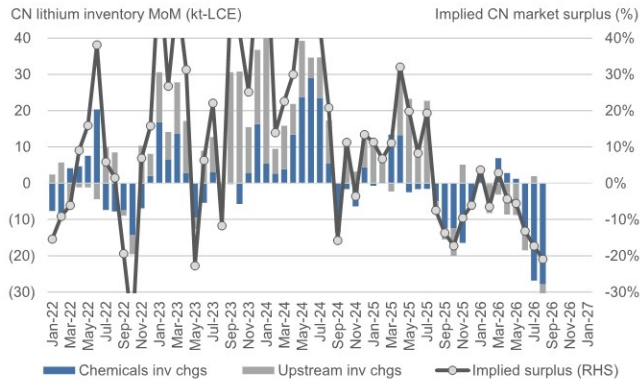
资料来源：Datastream, LSEG Data & Analytics, 高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

Near term picture - from deficit to balance

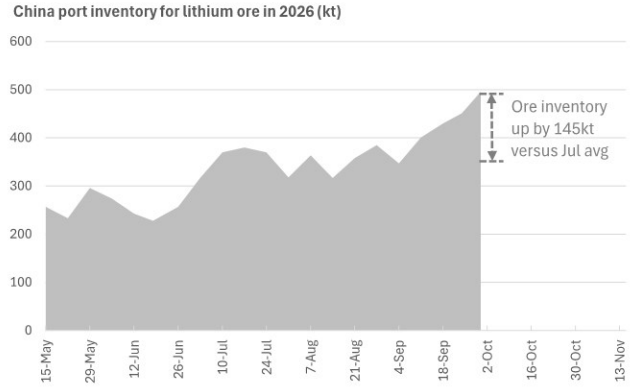
China domestic lithium chemical market has been running at a deficit in most of 2026, with a deficit at 17-21% in 3Q26. With Zimbabwe spodumene shipment arrival normalizing in September, along with the expansion of three projects (Mamicuo, Manono, and Dazhong’ s mines), we expect the market to return to balance in 4Q26E. Recent rise of spodumene inventory at the port is a reflection of the changes taking place, before official trade data comes through.

图表 5: China monthly lithium balance - at a deficit of 13-21% in recent months



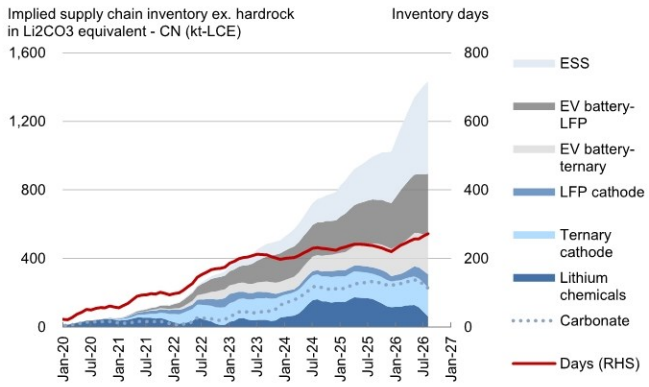
资料来源：SMM, China customs, 高盛全球投资研究部

图表 6: China port inventory for lithium ore - up 145kt by the week of 30th Sep versus July average, partly driven by the normalization of Zimbabwe spodumene shipment



资料来源：SMM, 高盛全球投资研究部

图表 7: China lithium inventory (implied) across EV/ESS supply chain - we estimate ~400kt-LCE inventory built up YTD 2026, mostly in EV/ESS battery



资料来源：SMM, China Customs, 中国汽车工业协会, CABIA, 高盛全球投资研究部

图表 8: Global lithium demand is tracking at 40% yoy growth in 8M26A based on high frequency EV/ESS sales and output data

High frequency tracking		8M25A	8M26A	yoy
China S/D balance	%	13%	-8%	
Global lithium demand	kt-LCE	960	1,339	40%
EV-battery	kt-LCE	514	651	27%
EV-battery-China	kt-LCE	292	330	13%
EV-battery-China-PV	kt-LCE	262	270	3%
EV-battery-China-heavy truck	kt-LCE	29	59	101%
EV-battery-exChina	kt-LCE	222	322	45%
ESS-global	kt-LCE	220	437	98%
EV demand	mn units	12.4	13.4	9%
China-domestic sales	mn units	8.1	7.2	-11%
China-export sales	mn units	1.5	3.4	128%
ex-China demand est.	mn units	4.3	6.2	45%
ESS output	GWh	302	600	98%

资料来源：SMM, 中国汽车工业协会, Woodmac, China Customs, 高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

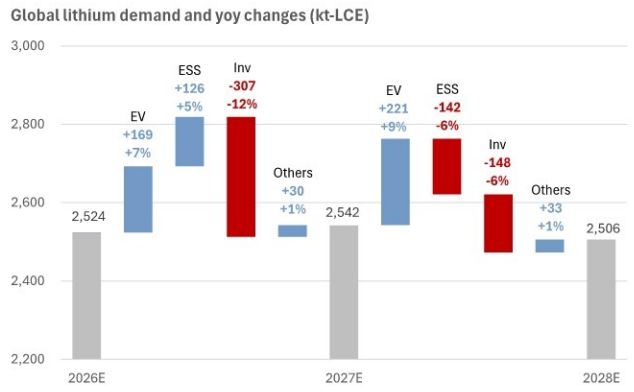
Demand deceleration

We expect global lithium apparent demand growth to decelerate significantly to +1% in 2027E and -1% in 2028E, from +41% in 2026E, on the deceleration of underlying demand growth (from 26% in 2026E to 16% and 5% in 2027-2028E), combined with less aggressive inventory restocking.

Specifically, we expect growth in EV/ESS demand to add 295kt-LCE or 12% of global lithium demand yoy in 2027E. However, this will be more than offset by a 307kt-LCE demand reduction (or 12%) resulting from slower inventory restocking.

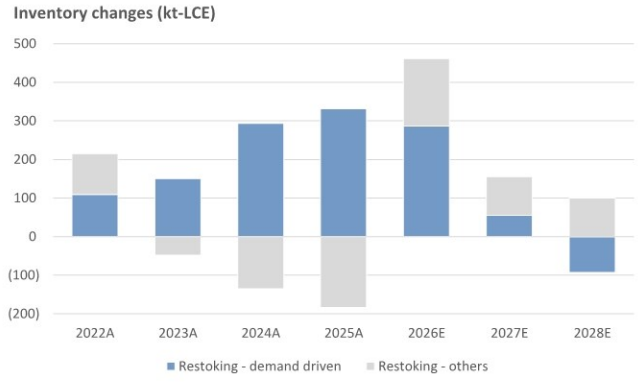
- GS global auto team expects global NEV demand to grow by 10-11% in 2027-28E, mainly driven by growth in EU, China, and other emerging markets. Specifically, GS China auto team expects China NEV output growth to moderate to 7-9% in 2027-28E, with domestic demand weakness offset by continued export growth.
- GS China battery team expects global ESS shipments to change by +174GWh and -194GWh yoy, or +18% and -17%, in 2027E and 2028E. The cyclicality is expected to be mostly driven by a potential negative swing in China ESS demand, which is expected to peak in 2027E.
- Overall, global EV and ESS battery shipment is expected to increase by 110-410GWh yoy, or 4-18%, in 2027-28E, with EV batteries to provide a steadier growth anchor, while ESS to drive a sharper 2027E acceleration before turning into a drag in 2028E.
- Inventory rise, mostly in battery form in our estimate, contributed to 462kt-LCE in lithium demand in 2026E, equivalent to 18% of the market. The change is partly driven by both strong growth in ESS, accompanied by other factors in a strong demand environment. We expect the pace of the restocking to decelerate in 2027E, as demand growth decelerates, leading to 12% haircuts in apparent demand of lithium carbonate.

图表 9: We expect global lithium apparent demand growth to decelerate in 2027-28E mostly due to deceleration of the underlying demand and inventory restocking



资料来源：高盛全球投资研究部

图表 10: We estimate restocking demand in lithium, mostly in form of battery, would be 462kt-LCE in 2026E, but to decelerate to 7-155kt-LCE in 2027-28E, leading to a meaningful lithium demand haircut



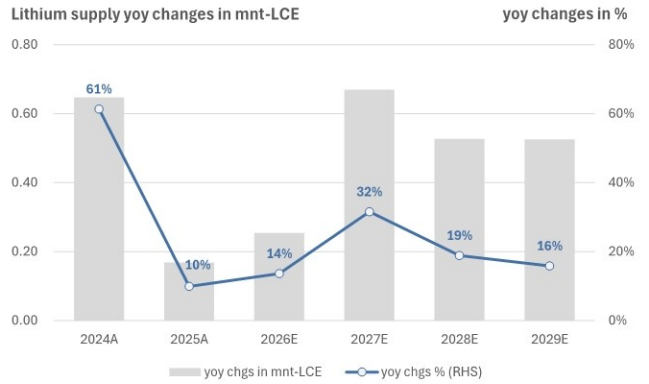
资料来源：SMM, 高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

Supply expansion

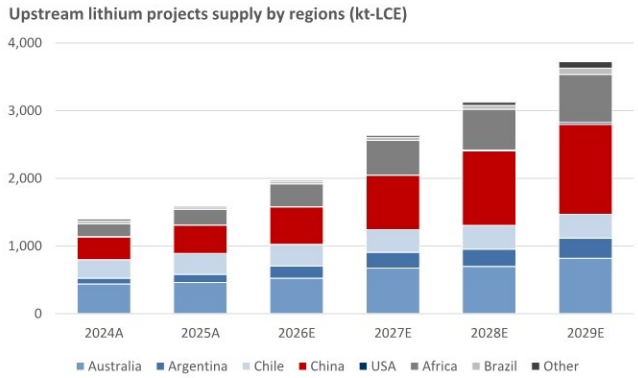
We expect overall lithium supply to increase by 670kt-LCE in 2027E and 527kt-LCE in 2028E, or 19-32% of the market, driven by project expansions in China, Africa and Australia. Our confidence level for 2027E estimates is 94%, reflecting uncertainties in China lepidolite and Brazil spodumene projects.

图表 11: We expect overall lithium supply to increase by 670kt-LCE in 2027E and 527kt-LCE in 2028E, or 19-32% of the market



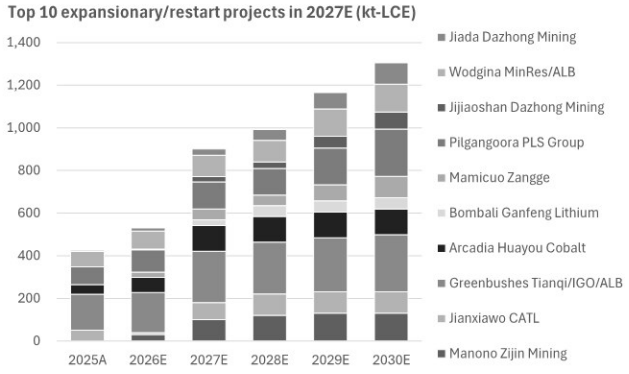
资料来源：WoodMac, 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 12: Global upstream lithium projects supply growth in the next three years will be led by projects in China, Africa and Australia



资料来源：WoodMac, 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 13: Majority of global top 10 expansionary/restart lithium projects in 2027E are developed by Chinese operators in China, Africa and Australia



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

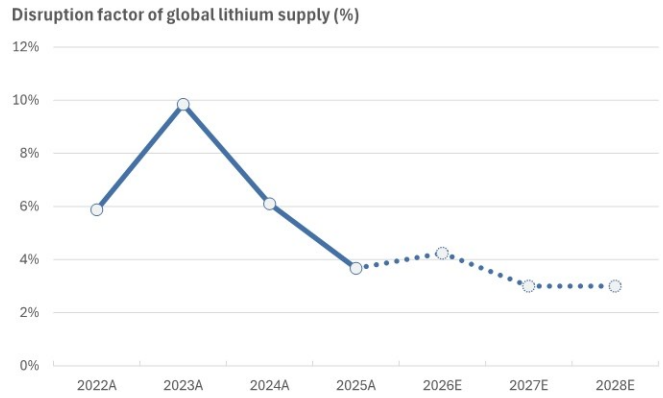
图表 14: Detailed list for global top 10 expansionary/restart lithium projects in 2027E

Top 10 expansionary/restart projects in 2027E					in kt-LCE		Chgs
Project	Owner	Location	Type	CN name	2026E	2027E	yoy
Manono	Zijin	DRC	Hard Rock	紫金马诺诺	30	100	70
Jianxiawo	CATL	China	Lepidolite	宁德枧下窝	10	80	70
Greenbushes	Tianqi/IGO/ALB	Australia	Hard Rock	天齐/IGO/ALB格林布什	187	241	54
Arcadia	Huayou	Zimbabwe	Hard Rock	华友Arcadia	71	120	50
Bombali	Ganfeng	Sierra Leone	Hard Rock	赣锋邦巴利	0	28	28
Mamicuo	Zangge	China	Brine	藏格麻米错	25	50	25
Pilgangoora	PLS Group	Australia	Hard Rock	-	105	128	23
Jijiaoshan	Dazhong	China	Lepidolite	大中矿业鸡脚山	4	24	20
Wodgina	MinRes/ALB	Australia	Hard Rock	-	84	100	16
Jiada	Dazhong	China	Hard Rock	大中矿业加达	15	30	15

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 15: Producers’ and our ability to estimate forward production has become more aligned with the output - implied disruption factor has been improving over time



资料来源：WoodMac, 公司数据, SMM, 高盛全球投资研究部

China

We expect China upstream lithium supply to grow from 554kt-LCE in 2026E to 806kt-LCE in 2027E and 1,100kt-LCE in 2028E. The growth in 2027E was mostly driven by 1) partial restarts of operation in Jiangxi lepidolite mines including Jianxiawo, 2) greenfield lepidolite projects outside Jiangxi such as Jijiaoshan, 3) ramp up of greenfield spodumene projects in Sichuan and brine projects in Tibet. Specifically, we see lower risk of full year production loss in Jianxiawo with recent progress on EIA approval and has factored in an assumption of 80% of its full capacity in 2027E. Our latest check with selected Jiangxi lepidolite mine producers suggest the rest of 6 suspended mines are on track to change mining license to include lithium. Most operators expect the approval process to complete in 4Q26. Shuinanduan lepidolite mine recently announced it has entered the final stage of EIA report for public participation. Therefore, we expect upstream lepidolite supply from Jiangxi to grow from 103kt-LCE in 2026E to 211kt-LCE in 2027E.

Africa

We expect Chinese-led African upstream lithium supply to grow from 336kt-LCE in 2026E to 509kt-LCE in 2027E and 601kt-LCE in 2028E. The growth in 2027E was mostly driven by ramp up of Manono project in DRC, higher production in Arcadia project, Zimbabwe with ramp up of lithium sulfate capacity to process more petalite ore, greenfield projects operation start in Sierra Leone and Nigeria.

While Zimbabwe is scheduled to start to ban spodumene export from Jan 1st, 2027, the risk to the four Chinese operators from a complete ban in early 2027 is low in our view as all four operators are in the process of constructing lithium sulfate capacity to be in compliance with the government requirement. Specifically, Huayou’s lithium sulfate capacity is already under operation, and another two Chinese operators’ lithium sulfate capacity is under construction and targeted to start operation by mid-2027.

We expect upstream lithium supply in Zimbabwe to reach 242kt-LCE in 2027E, or 9%

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

of global supply. While it is not our base case, the uncertainty around the spodumene export ban may expose half of the Zimbabwe supply to risk, given the lithium sulfate capacity constructed/under construction is ~50% operational in 2027E for most projects.

Manono project’ s mining capacity of 5mnt/year and gravity separation beneficiation have started operation as of the end of May-2026, one month ahead of schedule. Lithium chemical capacity is expected to start operation by end of 2026. It produced 5.4kt-LCE equivalent lithium spodumene in 1H26 and is on track to produce 30kt-LCE equivalent lithium spodumene in 2026E. We expect Manono’ s lithium production to reach 100kt-LCE in 2027E, before it fully ramps up to 120-130kt-LCE in 2028-29E.

According to Ganfeng, Bombali project with 2mnt/year lithium ore capacity in Sierra Leone is scheduled to start operation in 2027.

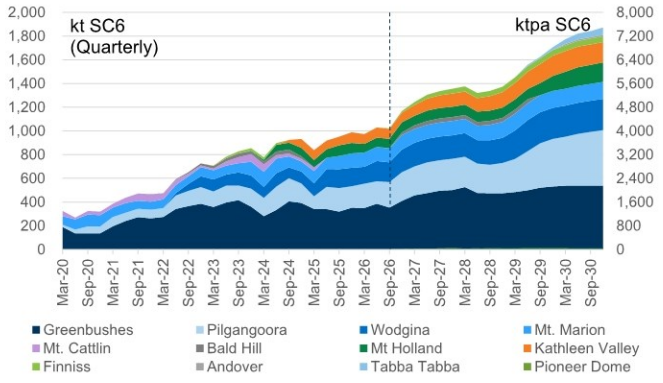
South America

Supply growth from Brazilian projects was revised down or postponed. Both greenfield projects and operating projects saw elevated funding and operational uncertainty. Lithium price volatility coupled with capex risks have raised challenges for lithium projects in the region. Sigma expansion challenges have also increased following a series of environmental and licensing uncertainties with their current operations.

Australia

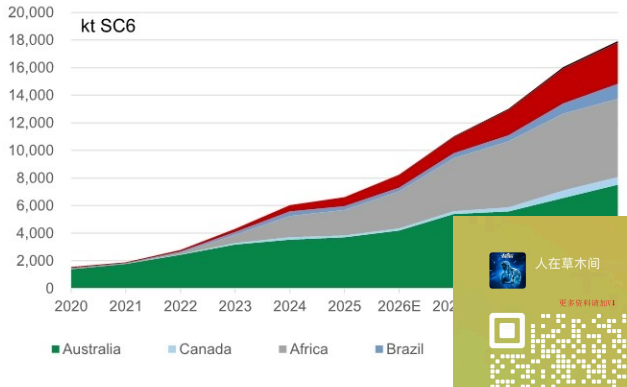
Australian spodumene supply remains set to add >1Mtpa SC6 (>125kt LCE) into CY27 with the ramp up of Greenbushes CGP3 and ongoing ramp up at Kathleen Valley, along with restarts across Pilgangoora (second plant at Ngungaju), Wodgina Train 3, Bald Hill, and Finniss, while other projects continue to explore earlier commencement of production via acquired processing infrastructure or direct shipped ore (DSO).

图表 16: Australian spodumene supply looks set to add >1Mtpa SC6 into CY27...
Australian spodumene production by project (kt SC6 quarterly; ktpa SC6 RHS)



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 17: ...with spodumene supply across all key regions continuing to grow over the rest of the decade
Global spodumene production by region (ktpa SC6)



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

人在草木间

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

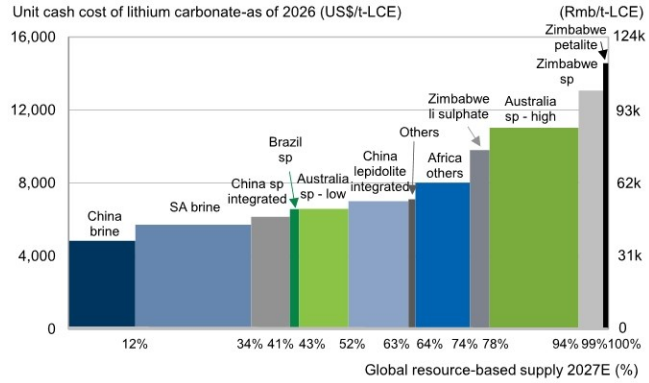
Revised cost support and mid-cycle price

Cost inflation has been aggressive in the past year, in particular for ex-China operations - over the past year, we see broadly flat to +35% cost inflation in Australia spodumene, 9-40% for Zimbabwe hard rock projects, while South America brine are seeing more moderate changes. We estimate the marginal cost level of refreshed global cost curve is now at US$13.1-14.6k/t-LCE for the last 5% of the global supply, versus US$9.0k/t-LCE a year ago. At 80%-ile, we estimate the unit cash cost would now be at US$11.0k/t-LCE.

On capex intensity, the major moving factors are the increasing requirements of downstream investment or free-carried interest in selected Africa projects, leading to not only disruptions in supply but also an average increase of US$1,500-5,000/t-LCE, or 8-34% in the total integrated equivalent capex intensity. The change would require US$2,000-4,000/t-LCE higher lithium carbonate price to compensate for the same return, in our estimates, and remain attractive.

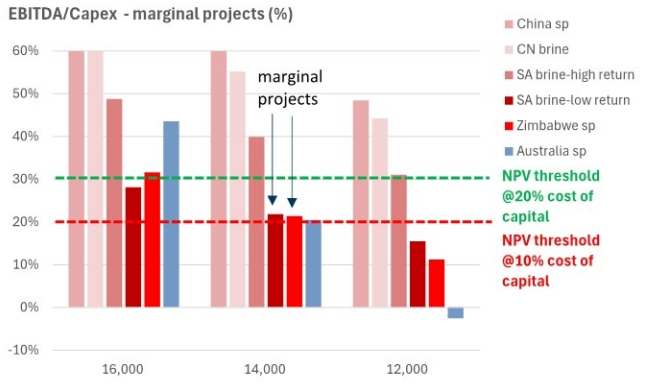
We use returns of marginal projects (high capex or high cost) to estimate sustainable mid-cycle price for the lithium market. Subject to required cost of capital that may range between 10% to 20% depending on the companies. Our mid-cycle price of US$14,000/t-LCE, at which the EBITDA/Capex of 20-30% would barely make cost of capital. Our new mid-cycle price is US$2,000/t-LCE lower than our prior estimates, mostly due to the change of marginal projects to Zimbabwe hard rock, selected SA brine, and Australia spodumene projects, from SA brine mostly in our prior analysis.

图表 18: Unit cash cost of integrated carbonate equivalent is at US$13.1-14.6k/t-LCE for the last 5% of the supply and averages to US$11.0k/t-LCE at 80%-ile



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

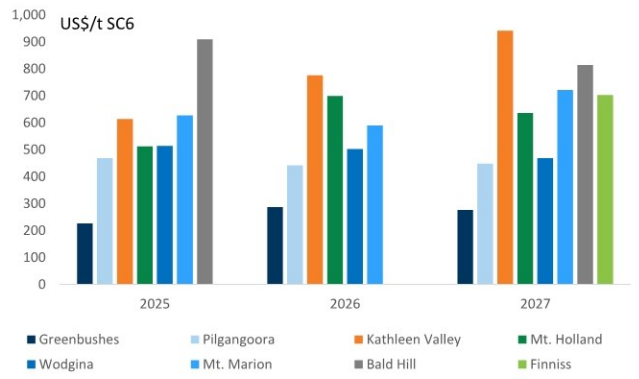
图表 19: Our revised mid-cycle price is US$14,000/t-LCE, based on EBITDA/Capex and NPV threshold at 10-20% in cost of capital



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

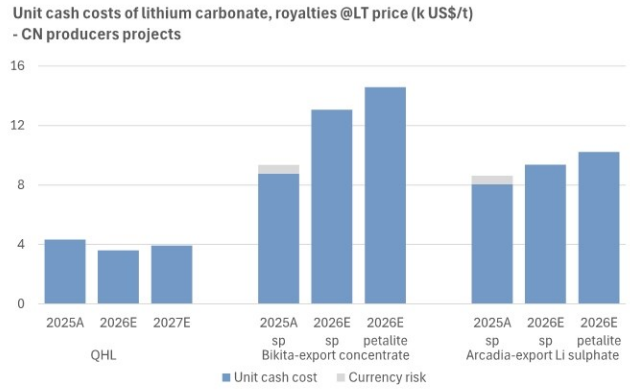
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 20: Unit cost inflated in FY26 yoy from broadly flat to +35%, and ~0-20% yoy in FY27
Australian spodumene unit FOB cash costs ex. royalties (US$/t SC6)



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 21: Selected China domestic lithium projects see costs reduction in 2026-27E, while cost for selected Zimbabwe hard rock projects would increase by 9-40% partly due to higher export tax

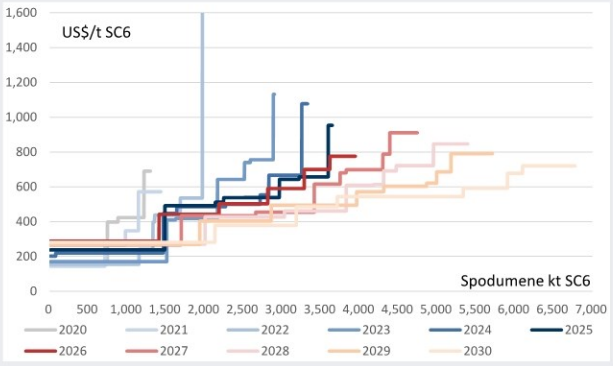


资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

Rising cost in Australian supplies

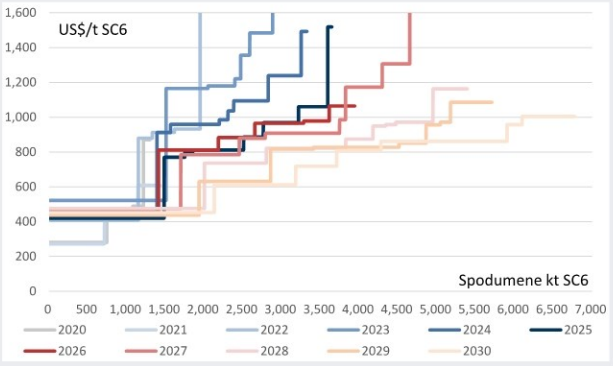
As Australian projects ramp up their base operations, or look to expand/de-bottleneck, we see the top end of the FOB cash cost curve declining toward ~US$700/t SC6, while the all-in cost curve (AISC) continues to widen and flatten with the bulk of Australian projects then sitting below ~US$1,000/t SC6. However, a return to growth spending in FY27E as Australian companies fund expansions (LTR’s Kathleen Valley expansion and Covalent’s Mt. Holland expansions recently FID, PLS’ P2000 at Pilgangoora expected to be sanctioned 4Q CY26) sees the all-in costs/FCF breakevens of Australian spodumene producers lift well above the AISC curve, with this spend persisting through over the near-to-medium-term to support this future widening and further flattening of the cost curve.

图表 22: Australian spodumene FOB cash cost curve over time (US$/t SC6)



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 23: Australian spodumene AISC curve over time (US$/t SC6)



Spodumene price used in royalties taken as historical for FY26 and earlier, GSe FY27+.

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

信息披露附录

申明

我们，陈群、 张妍、 戴聿炜、 Hugo Nicolaci、 Marcio Farid、 Paul Young、 Duffy Fischer、 Marcus Dosanjh，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

贡献作者: 陈群 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 张妍 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 戴聿炜 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 Hugo Nicolaci Goldman Sachs Australia Pty Ltd、 Marcio Farid Goldman Sachs do Brasil CTVM S.A.、 Paul Young Goldman Sachs Australia Pty Ltd、 Duffy Fischer Goldman Sachs & Co. LLC、 Marcus Dosanjh Goldman Sachs Australia Pty Ltd。

本报告披露的“贡献作者”为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们给予评级的股票范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的正常化排名计算。随后取这些指标正常化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

信息披露

评级分布/投资银行关系

高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	50%	34%	16%	65%	59%	43%

截至2026年7月1日，高盛全球投资研究部对3,104种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入，持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发行，担任董事，担任注册做市商。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突: 高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬: 分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。 分析师担任高级职员或董事: 高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。 非美国分析师: 非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及交易分析师所研究证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。 澳大利亚: Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发予根据澳大利亚公司法定义的”批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见 https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 巴西: 与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参阅 https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。 加拿大: 这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs &

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC 未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构) 或其他已注册的加拿大交易商。 香港: 可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。 印度: 可从高盛（印度）证券私人有限公司 （分析师 – 印度证券交易委员会(SEBI) 编号 INH000001493，地址10th Floor, Ascent-Worli, Sudam Kalu Ahire Marg, Worli, Mumbai-400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001） 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券（1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义）的1%或更高比例。 在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中间机构表现的担保，亦不能对投资者回报做出保障。高盛（印度）证券私人有限公司合规负责人和投资者支持部门联系方式、年度合规审计报告副本以及其他相关信息和披露请点击此链接 https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst。 日本: 见下文。 韩国: 除非高盛另行同意，本报告无论以何种方式取得，仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的额外资料。 新西兰: Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的 “批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见 https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 俄罗斯: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。 研究报告不构成俄罗斯法律法规定义的个性化投资建议，并非针对某个具体客户，在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。 新加坡: 高盛（新加坡）私人公司（公司编号：198602165W）（受新加坡金融管理局监管）为本研究报告承担法律责任，若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜，请联系高盛（新加坡）私人公司。 台湾: 本信息仅供参考，未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险，投资结果由投资者自行负责。 英国: 在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本，以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国: 与欧盟委员会实施条例 (EU) (2016/958)（欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准；英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规）第6(2)条相关的披露信息可在https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html上获取，该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本: 高盛证券株式会社是在关东财务局注册（注册号：No. 69）的金融工具交易商，同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露，请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、处于初期阶段的生物科技公司、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单，该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票，以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单，由各地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理，并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围：每个研究范围的所有股票名单可登陆https://www.gs.com/research/hedge.html通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时，或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时，并在某些其他情况下，投资评级、目标价格和盈利预测（如相关）根据高盛的政策被移除。处于初期阶段的生物科技公司：在该公司尚未拥有已通过II期临床试验的药品、治疗方案或医疗设备，或者尚未获得经销II期临床试验完成后药品、治疗方案或医疗设备的执照的情况下，根据高盛政策，不给予投资评级和目标价格。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。 没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。

全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd（ABN 21 006 797 897）分发；在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发；Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil：0800 727 5764和/或 contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日（假期除外）上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h；在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发；在俄罗斯由高盛OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构，在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督，在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督，由该机构向欧洲经济区内分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(https://www.sipc.org)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的任何证券、衍生工具、或其他金融工具（包括本研究报告提及公司所发行的任何金融工具）持有多头或空头头寸、担任交易对手、担任做市商或流动性提供方、以及进行买卖。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆https://research.gs.com。

披露信息可以查阅https://www.gs.com/research/hedge.html或向研究合规部索取，地址是200 West Street，New York，NY 10282。

高盛版权所有 © 2026年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。