

2024年2月5日



资源端扰动影响有限

锂价预期震荡运行

核心观点及策略

- **成本端**：1月，海外资源扰动频频出现。海外矿企相继发布业绩公报，多家矿企利润回撤，锂业巨头雅宝宣布裁员，Finiss、格林布什相继宣布停产、减产，部分矿企下调2024年资本开支预算。南美阿根廷爆发大规模抗议，米莱政府的极端外交策略或使国资矿山投产落地存在不确定性。
- **供给端**：冷空气对盐湖影响触底，低成本云母提锂利润有所修复，产量回升；锂精矿提锂产量略有回落，供给总量维持平稳。
- **消费端**：下游库存周期约15天左右，节后存在补库需求。同时，受4月刷新成本溢价及下游利润低位影响，材料厂排产预期前置。
- **库存**：据SMM统计，1月锂盐资源整体由上向下流转，中间贸易环节补库意愿较强，下游库存累库幅度相对较小，冶炼库存去库明显。社会库存合计整体小幅上移。
- **盘面**：1月盘面成交量明显收缩，盘面振幅收窄，价格重心略有下移。
- **观点**：产业出清已在资源端蔓延，但尚不足以影响锂盐生产。2月排产或强于预期，但供给端部分云母工艺复产，基本面暂无扰动，价格或震荡运行。
- **风险点**：阿根廷动乱、澳矿减/停产快速蔓延。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

目录

一、 行情回顾.....	4
1. 市场回顾.....	4
2. 价差回顾.....	4
3. 电池级碳酸锂-氢氧化锂价差回顾.....	4
二、 基本面分析.....	5
1. 上游扰动频发，但过剩格局难改.....	5
2. 澳矿扰动频繁，但过剩现实仍将施压矿价下行.....	5
3. 云母提锂复产，供给维持充裕.....	6
4. 12月锂盐进口大幅扩张，1月预期收缩.....	7
5. 材料厂排产前置，2月下游消费预期较好.....	7
6. 不同类别电池供给预期分化，总量预期平稳.....	8
7. 终端消费维持增长，但阻力仍在.....	9
8. 需求复苏力度存疑，节后库存降幅有限.....	10
三、 行情展望.....	11

图表目录

图表 1 碳酸锂主力连续价格走势.....	4
图表 2 碳酸锂现货价格走势.....	4
图表 3 碳酸锂电工价差.....	5
图表 4 碳酸锂与氢氧化锂价差.....	5
图表 5 碳酸锂产量.....	6
图表 6 氢氧化锂产量.....	6
图表 7 碳酸锂进口情况.....	7
图表 8 碳酸锂净进口.....	7
图表 9 磷酸铁锂产量.....	8
图表 10 三元材料产量.....	8
图表 11 国内各类电池装机率.....	9
图表 12 新能源汽车电池装机结构.....	9
图表 13 新能源汽车产量.....	10
图表 14 新能源汽车销量.....	10
图表 15 新能源汽车出口.....	10
图表 16 新能源汽车销量占比.....	10

一、行情回顾

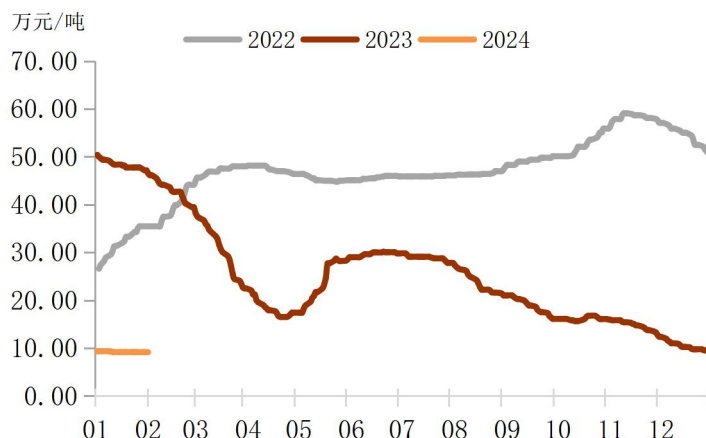
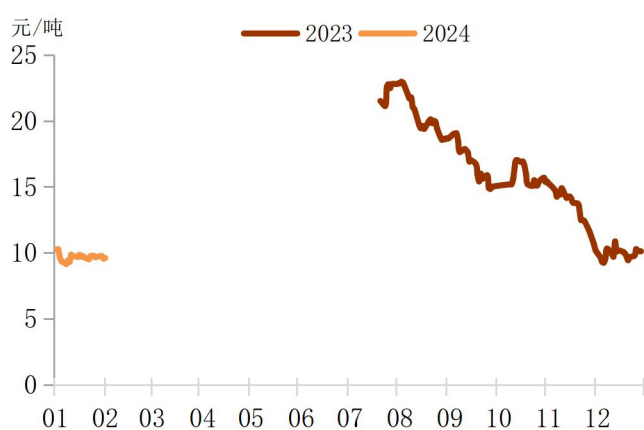
1. 市场回顾

1月，碳酸锂市场表现平稳，在高额手续等相关交易所管制下，品种活跃度回落，振幅收窄，价格走势平稳。月中受资源端扰动驱动，价格有试探性上涨，但一致的供给过剩预期打压了反弹空间，随后再度回归震荡区间，价格重心较12月小幅下移。

1月供需季节性回落，市场对偏空的预期较为一致，基本面对价格影响有限，主要矛盾集中在资源和冶炼端的扰动。但目前无论是资源端还是冶炼端的减产、停产规模都不足以改变供需偏弱的格局。因此，上游的扰动并未掀起价格波澜。

图表1 碳酸锂主力连续价格走势

图表2 碳酸锂现货价格走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

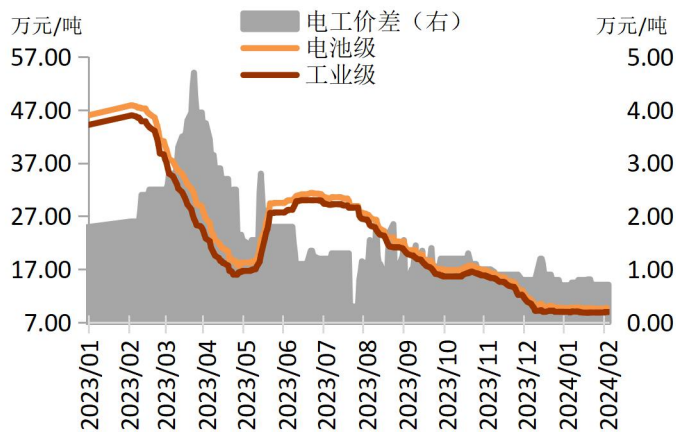
2. 价差回顾

1月，电工价差整体围绕在0.7-0.8万元之间，价差重心较12月有所回落。受新能源市场淡季及锂价偏空预期影响，电碳价格相对较弱，工碳表现相对稳定，价差结构整体成收缩趋势。基差方面，现货价格持续微幅回落，但整体相对稳定，期货价格区间震荡，起伏有序，基差整体进入负值区间。

3. 电池级碳酸锂-氢氧化锂价差回顾

1月，电池级碳酸锂-电池级氢氧化锂价差整体呈扩张走势，由1月2日的1300元/吨扩张至1月31日的4300元/吨。价差转正后，氢氧化锂至碳酸锂的转换成本依然倒挂，当前仍无转换利润空间。

图表3 碳酸锂电工价差



图表4 碳酸锂与氢氧化锂价差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、基本面分析

1. 上游扰动频发，但过剩格局难改

1月，碳酸锂上游扰动事件频发。1月5日，澳洲锂矿企业Core控制的Finniss矿山停止开采，成为澳洲首个停产锂矿。多家澳矿公布的业绩报告均显示利润收缩，部分矿企下调2024年资本开支计划。同时，继Finniss矿山停止开采后，拥有澳矿成本洼地的格林布什矿山也将2024年的产量预期下调了10万吨，目前澳矿产量缩水规模已上升至18万吨左右。为缓解澳洲矿企经营压力，西澳政府正在考虑减免特许使用费等相关扶持政策。与此同时，南美盐湖之都阿根廷也存在扰动预期。受米莱政府的激进改革措施影响，阿根廷民众爆发大规模抗议，赣锋、盛新等国内巨头均在阿根廷投下巨资。且米莱极端亲美的外交政策使中方在阿的项目进展面临较大不确定性。

除了矿端，国内上市盐企也遭受重挫。1月31日晚间，国内多家盐企相继公布业绩预告。天齐、赣锋、雅化、盛新、科力远均披露4季度存较强亏损预期。其中，锂业巨头赣锋的四季度亏损预期中位数高达8亿，雅化集团全年净利润下滑99%左右，科力远更是直接陷入0.4-0.7亿元的亏损。

种种迹象表明，残酷的产能出清正在碳酸锂上游上演，而当前的出清规模尚不足以改变供给过剩的预期。无论是资源端还是盐企，更多的高成本产能将继续通过价格回落挤出，预计锂电行业仍将在寒冬中秉力前行。

2. 资源过剩仍将施压矿价下行

1月，进口锂辉石价格持续回落。据iFinD数据显示，进口锂辉石精矿（5.5%-6%）价

格由1月2日的1155美元/吨下降至1月31日的982美元/吨，月内降幅约14.98%。同期，云母价格表现出偏弱走势，价格由2230元/吨下跌至2085元/吨，月内降幅约6.5%，在资源频繁扰动下，进口锂精矿价格持续回落。据调研，当前锂盐厂锂矿库存水平较高，表明当前锂矿供给较为充裕。虽然1月多家澳矿季报显示利润受到挤压，部分矿企有停产、减产计划。但从锂盐生产结构来推算，进口矿规模远高于进口矿提锂产量，国内锂矿供给存在较强过剩现象，因此锂价并未明显波动。同时，澳洲矿生产成本存在调节空间，实际成本或低于市场预期。因此，澳矿并未出现大规模的减产。

后期来看，产能出清正在向资源端蔓延，当前1000美元/吨的锂精矿价格仍在驱使在建工程赶工及矿石销售，表明当前矿价仍有足够利润空间。而在消费增长空间有限背景下，出清是产业自我修复的必经之路。因此，出清需要更低的价格使高成本矿山被挤出，

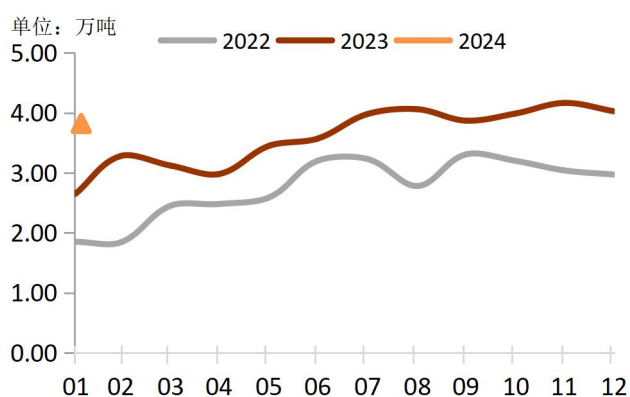
3. 云母提锂复产，供给维持充裕

碳酸锂基本面进入季节性淡季，总供给预期收缩，但整体维持高位。据SMM统计，1月碳酸锂产量或在4.17万吨左右，同环比分别+16.18%/-5.1%。从提取工艺来看，冷空气对盐湖提锂的影响基本触底，盐湖提锂表现相对稳定。锂辉石、回收工艺提锂在淡季影响下均呈不同幅度下滑。锂云母成本重心下移，部分产能复产。从产量结构来看，电碳产量2.8万吨左右，占比67.04%，工碳产量1.38万吨左右，占比32.96%，产量结构暂无明显变动。

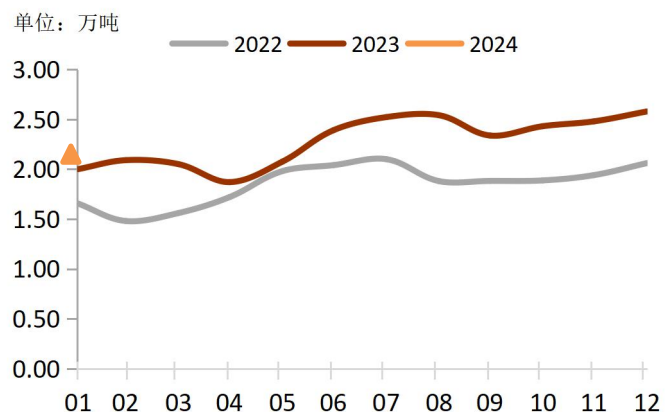
预计，2月碳酸锂产量整体平稳。受春节假期影响，冶炼以生产长协订单为主。在锂云母价格回落背景下，部分低成本江西产能利润修复，产量存增长预期。虽然12月智利出口至中国的碳酸锂大幅回落，但SQM发货量很大比重是根据国内客户需求而定，因此，进口缩量对供需平衡的修正力度有限。

据SMM统计，1月，氢氧化锂产量约2.01万吨左右，同环比-2.33%/-5.3%。预计，2月氢氧化锂产量相对平稳。主要原因在于高镍三元电池需求逐渐增加，当前三元电池库存处于较低水平，节后消费修复对氢氧化锂需求有所拉动。

图表5 碳酸锂产量



图表6 氢氧化锂产量



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

4. 12月锂盐进口大幅扩张，1月预期收缩

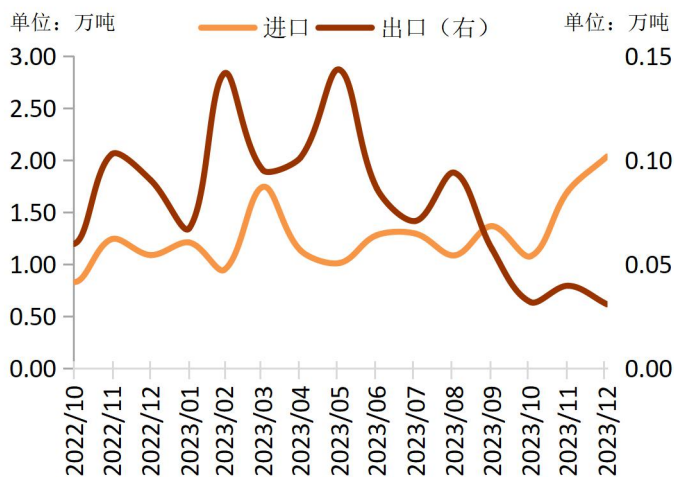
进口方面，据中国海关数据显示。12月中国碳酸锂进口量约2.03万吨，在高基数背景下环比仍增长18.53%，主要增量来自于智利和阿根廷，分别贡献了1326、2008吨净增长。据智利海关数据显示，12月出口至中国的碳酸锂规模约8676吨，同环比收缩-17.61%/-36.17%。

出口方面，12月，中国碳酸锂出口合计约307303吨，同比回落约66%。从出口规模来看，中国的锂盐出口持续回落，一方面在于国内电池厂产能快速扩张，国内需求增长。另一方面，全球不平等贸易正在蔓延，意识形态上的差异使日韩在锂电池行业中更重视原材料的自给。

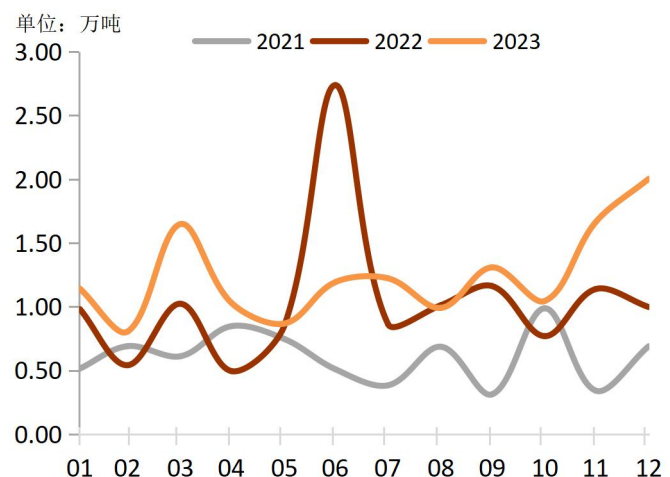
据智利海关数据显示，12月出口至中国的碳酸锂规模约8676吨，同环比收缩-17.61%/-36.17%。从影响因素来看，一般年初为产销淡季，智利的发运量本就处于低位。同时，SQM发往中国的量会依据国内客户的需求计划而定。此外，发运排期具有月度起伏的特点，并非一成不变。因此，此次发运量大幅回落的影响因素较为复杂，但可以确定的是，国内需求偏弱对进口量有一定拖拽，进口预期回落对基本面的改善力度有限。

智利盐湖扰动方面，1月11日阿卡特马土著委员会上百人堵塞了阿卡特马盐湖的运输通道，主要原因是政府在与盐湖运营方谈判利润分配方式时，没有提及阿卡特马土著团体的利益分配方案，违背了布里奇政府早期的承诺。而关于土著利益分配的矛盾在近年时有发生，但均未对生产造成过严重影响。截止1月12日，阿卡特马盐湖已恢复生产。

图表7 碳酸锂进口情况



图表8 碳酸锂净进口



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

5. 材料厂排产前置，但需求力度存疑

据SMM预计，1月主流正极材料产量分化，其中，磷酸铁锂产量97310吨，同环比

+50.5%/-16.66%。剔除3系和9系的三元正极材料产量50081吨，同环比+18%/+1.27%，锰酸锂产量7320吨，同环比+180.67%/+43.15。钴酸锂产量7092吨，同环比+125%/+12%。整体来看，新能源消费淡季拖累下，主流正极材料产量环比放缓，锰酸锂维持大幅增长，钴酸锂下游除电池外还涉及医疗、工业、颜料等其他领域，产量表现相对稳健。

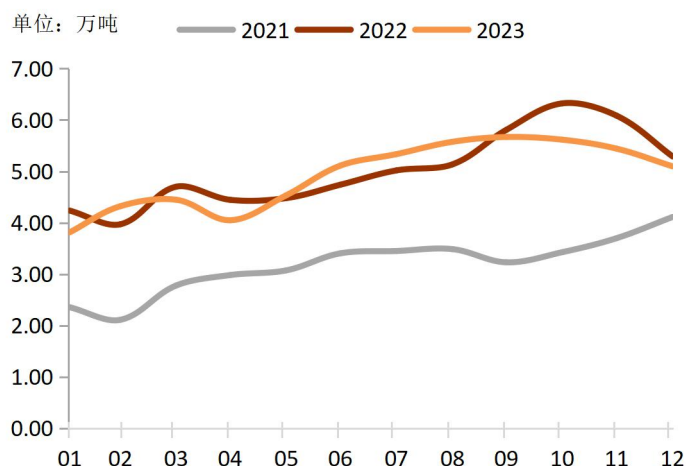
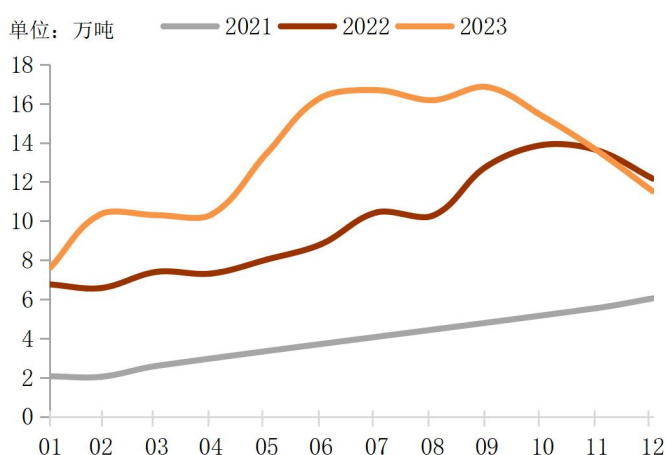
从三元细分来看，新能源全车主流三元为523和811系，1月产量分别为17999吨、18640吨，同比分别+81.1%、-16.56%。

从开工率来看，1月磷酸铁锂材料开工率维持在27%的低位水平；三元材料开工率下降至38%；锰酸锂开工率上升至36%；钴酸锂开工率上升至61%。

预计，2月正极材料排产预期较好。在交易所强制注销仓单要求下，4月锂盐价格存在刷新溢价。而材料厂利润低位，成本管控需求较强，导致部分材料厂排产前置，目前已有些许订单提前至1月。但电池厂库存高企，下游主动去库意图较强，或优先消耗现有库存，进而延迟锂盐采购。

图表9 磷酸铁锂产量

图表10 三元材料产量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

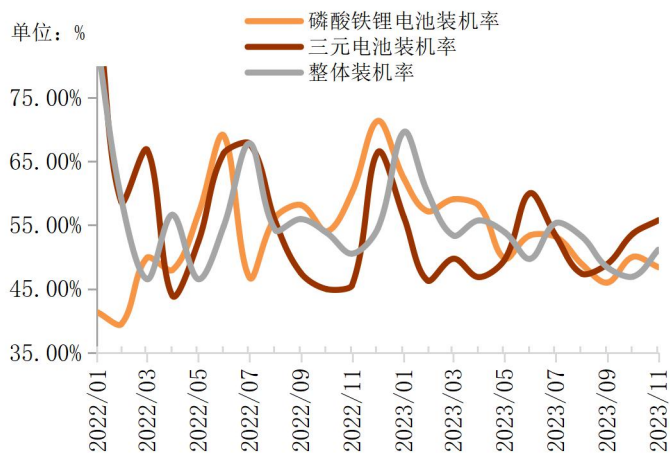
6. 不同类别电池供给预期分化，总量预期平稳

1月，电池产量合计64.46GWh，同环比13.77%/-6.64%。其中，磷酸铁锂电池产量38.68GWh，环比回落10.61%；三元电池产量21.28GWh，环比小幅回落0.42%；其他电池产量4.5GWh，环比小幅增加2.27%。截止2023年12月，磷酸铁锂电池库存117.8GWh，虽然已连续三个月回落，但仍处于绝对高位，电池厂以消化现有库存为主，排产有所回落。三元电池库存46.7GWh，库存水平处于2023年以来的绝对低位，因此三元电池排产整体较为稳定。

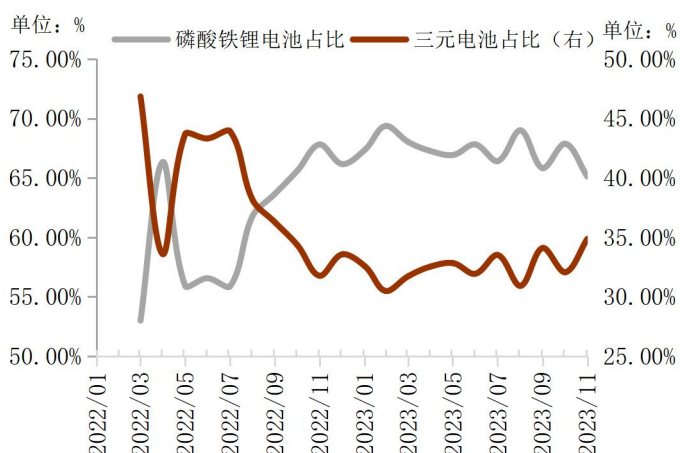
后期来看，电池排产分化预期较强。随着锂、镍价格回落，三元电池的成本劣势逐渐消退，消费群体依然在追捧快速释放的动力加速，因此，三元电池或将再度占据市场主导。目前三元电池库存较低，节后排产预期较强。相比之下，磷酸电池库存高位，节后排产预期回

落。总量预期平稳。

图表 11 国内各类电池装机率



图表 12 新能源汽车电池装机结构



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

7. 终端消费维持增长, 但阻力仍在

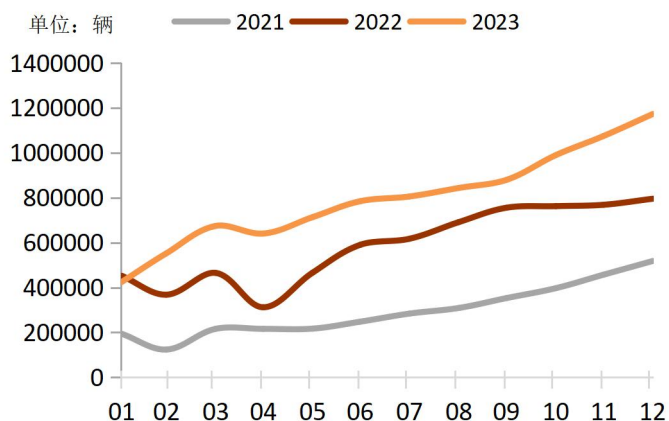
据乘联会数据显示, 截止 1 月 28 日, 新能源汽车零售 59.6 万辆, 同环比+92%/-24%。批发量 56.7 万辆, 同环比+76%/-38%。整体来看, 新能源汽车销售量同比仍维持较大幅度增长。零售与批发存在较大差异, 或表明经销商有去库存迹象, 未来终端需求景气仍有待商榷。而在季节性淡季拖拽下, 销售环比明显回落。

据中汽协数据显示, 12 月新能源汽车销售率 101.62%, 环比大幅上升 6.08 个百分点。市场热度季节性回暖, 但整体不及往年同期。

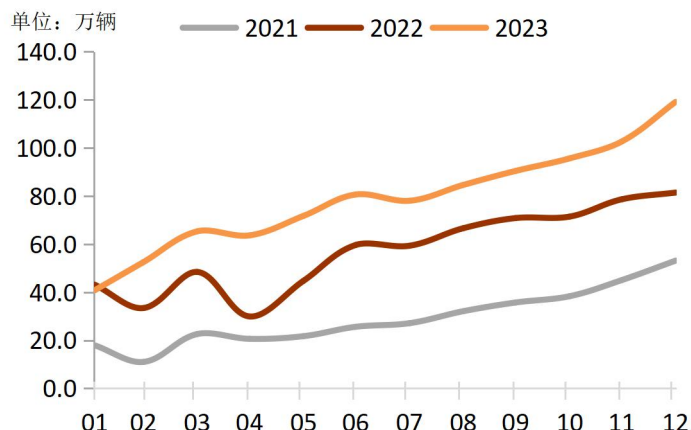
据中汽协数据显示, 12 月电动载人汽车出口 15.08 万辆, 同比增长 37.3%。从季节性规律来看, 往年四季度为载人电动车出口淡季, 但回落节点往往发生在 11 月。但 2023 年出口回落的节点前值至 10 月, 且回落斜率大于往年。拖累出口需求的原因除了海外对华品牌的不平等竞争外, 最根本的原因或在于需求整体回落, 市场蛋糕缩小, 导致海外对华实行更有针对性的政策以保护当地产业。

2024 年全年来看, 新能源汽车行业或将面临国内外双重压力, 但仍将秉力前行。国内方面, 新能源汽车将对 33.9 万元以上的车型征收购置税。随着电池价格回落, 车企经营环境已明显改善, 但行业内卷依然严重。同时, 国家层面给予最高 3 万元的抵免政策, 因此, 车企补贴预期较强。海外市场面临补贴调查风险, 但从跨期来看, 反补贴调查或在今年 10 月左右出结果, 这也意味着对全年出口的影响时间较短。整体来看, 2024 年新能源汽车行业将面一定阻力, 但在双碳框架下, 预期仍有较好增长空间。

图表 13 新能源汽车产量



图表 14 新能源汽车销量

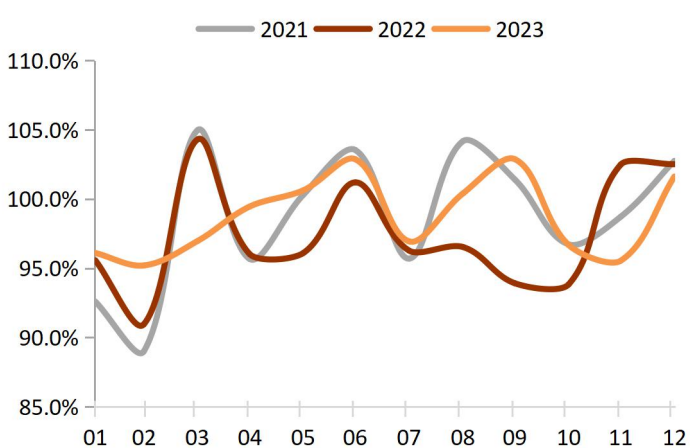


资料来源: iFinD, 中汽协, 铜冠金源期货

图表 15 新能源汽车出口



图表 16 新能源汽车销量占比



资料来源: iFinD, 中汽协, 铜冠金源期货

8. 需求复苏力度存疑，节后库存降幅有限

截止 2023 年 2 月 1 日，碳酸锂库存合计 74835 吨，1 月共计累库 8251 吨。其中下游、贸易、冶炼分别累库+4015、+7518、-3282 吨。从资源流向来看，随着春节假期临近，贸易和下游有节前备货行为，其中贸易商对节后预期较为乐观，备库意愿更强。冶炼维持正常排产，上游库存明显去化。

后期来看，材料厂当前约有半个月左右的库存，节后存在补库预期。且部分材料厂排产前置，节后需求复苏或带动库存回落。但需要注意的是，当前磷酸铁锂电池库存较高，而高镍三元电池中仅 5 系对碳酸锂有部分需求。同时，在终端市场消费降级拖拽下，电池厂对正极材料的需求存在更多不确定性，进而拖拽正极材料厂对锂盐的消费。整体来看，随着节后陆续开工，库存总量预期回落，但消费驱动力度存疑，回落幅度或不及预期。

三、行情展望

成本端：资源扰动延续，但出清力度不足（中性）。

供给端：部分低成本江西产能复产（偏空）。

消费端：下游排产预期前值（偏多）。

后期来看，由于交易所仓单注销规则，盘面4月价格比3月溢价约3000元/吨，而当前正极材料厂利润微薄，成本控制需求突出，下游将更倾向于排产前置，因此2月排产预期较为乐观。而随着锂云母价格回落，部分低成本云母工艺复产，供给端存在边际增量。国内矿石库存充裕，海外矿山扰动短期难以改变过剩格局，成本端尚不足以提振锂价转向，锂价短期或震荡运行。

预计1月份碳酸锂主力波动区间在85000-11000元/吨之间。

风险点：海外矿山减产超预期、阿根廷扰动升级

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE QA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

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要。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。