

2024年3月4日



强现实与弱预期博弈

锂价振幅或将加剧

核心观点及策略

- **成本端：**海外资源端多空并进，锂矿价格无明显变动。澳矿企业仍在减产、停产、降本的道路上前行，而非洲、南美则持续放量，资源端扰动力度预期有限。叠加国内冶炼端锂精矿库存充裕，成本端预期稳定。
- **供给端：**环保督察即将在3月入住宜春，调研反馈对企业生产影响有限。盐湖锂随着气温回暖产量预期有所修复，但增量重点仍在锂精矿和锂云母。而当前硬岩工艺产能利用率绝对低位，价格对供给调节的弹性预期较强。
- **消费端：**新能源车企价格战及一系列新能源扶持政策使需求预期在年后持续高涨。部分电池厂排产快速回升。但仍需警惕价格战对消费刺激的真实强度。
- **库存：**节间市场暂无交易，冶炼端库存压力强于下游。
- **盘面：**2月盘面缺乏热点，交易热度降温。3月长空短多的博弈或将升级，锂价振幅加剧。
- **观点：**在开工率调解下，供给端扰动预期有限。需求端偏多预期较强，但需要时间来论证。预计锂价大幅上涨空间有限，振幅或将加剧，警惕需求不及预期的平多踩踏风险
- **风险点：**国内需求不及预期、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：F0309478

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
二、 基本面分析.....	5
1. 资源多空扰动延续，区域分化显现.....	5
2. 过剩预期延续，供给弹性空间较大.....	6
3. 12月锂盐进口大幅扩张，1月预期稳定.....	6
4. 正极厂开工率已低于去年同期.....	7
5. 电池类型库存分化，强需求尚难凸显电碳矛盾.....	8
6. 单价重心下移，总量预期乐观.....	9
7. 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

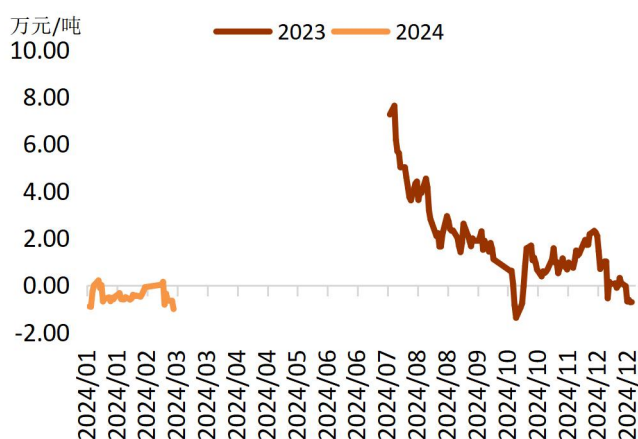
图表 1 碳酸锂主力连续价格走势.....	4
图表 2 碳酸锂现货价格走势.....	4
图表 3 碳酸锂电工价差.....	5
图表 4 碳酸锂与氢氧化锂价差.....	5
图表 5 碳酸锂产量.....	6
图表 6 氢氧化锂产量.....	6
图表 7 碳酸锂进口情况.....	7
图表 8 碳酸锂净进口.....	7
图表 9 磷酸铁锂产量.....	8
图表 10 三元材料产量.....	8
图表 11 三元电池产量.....	9
图表 12 磷酸电池产量.....	9
图表 13 新能源汽车产量.....	10
图表 14 新能源汽车销量.....	10
图表 15 新能源汽车出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

一、行情回顾

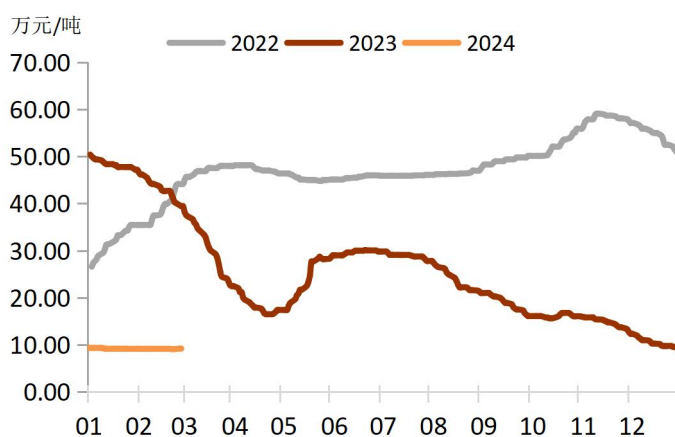
1. 市场回顾

2月，碳酸锂市场先稳后扬，月末盘面价格破位上涨。受春节假期影响，现货市场及期货市场近乎进入真空状态，盘面价格呈极度收敛走势，现货市场更是冷清。节后盘面价格需求预期推动下率先走出上涨行情，现货市场下游复工进度缓慢，对高锂价认可度有限，实际成交量寥寥。

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



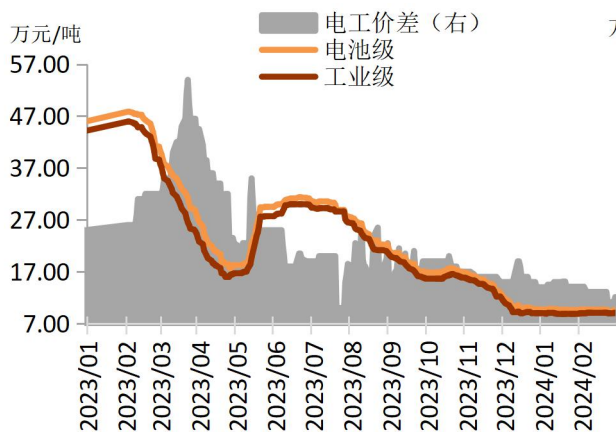
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2. 价差回顾

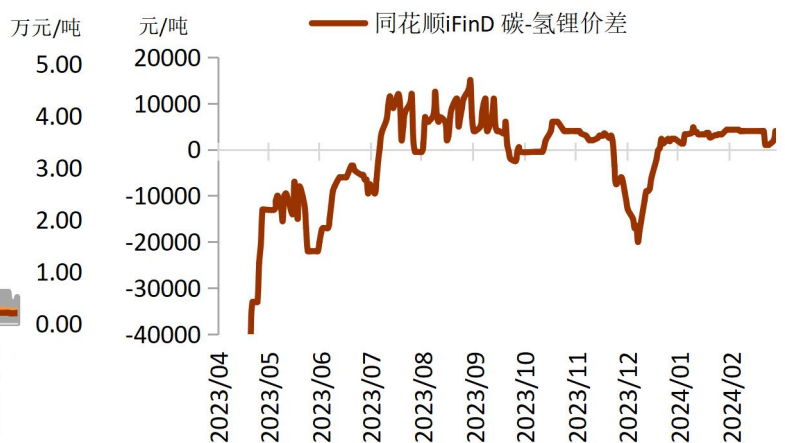
电工价差方面，2月电工价差整体维持在0.5-0.7万元附近。工碳价格涨势先声夺人，电碳价格受下游复工迟缓影响涨速较慢。

电池级碳-氢价差方面，2月，电池级碳酸锂-电池级氢氧化锂价差相对稳定，整体围绕在4000元/吨附近，但月末碳酸锂价格大幅波动，电工价差一度扩张至1.2万元以上，足以覆盖加工成本。同时，基差方面也大幅扩张，SMM口径下的现货价格贴水盘面最高已至1.5万元附近。月底已初步存在购买现货电池级氢氧化锂交盘面近月电池级碳酸锂的套利空间，预期期现商再度入市后，电池级碳-氢价差、基差均有所修复。

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. 资源多空扰动延续，区域分化显现

2月，进口锂辉石价格相对稳定。据SMM数据显示，进口锂辉石精矿（5.5%-6%）价格由2月1日的900美元/吨上涨至2月29日的950美元/吨，月内涨幅5.55%。同期，云母价格稳定在2085元/吨，月内无明显变动。

据SMM数据显示，12月锂精矿进口量43.56万吨，同环比+41.07%/+15.1%。增量主要来自澳大利亚和津巴布韦，其他非主流矿区均呈不同幅度回落。据12月碳酸锂产量推算，当月进口锂精矿延续了前期的过剩趋势。据推算，2023年国内全年锂精矿累计过剩量在当前月度产量下可维持4个月生产。

后期来看，虽然近期澳大利亚锂企频频传出停产、减产消息，粗略推算，澳矿减产规模约在20万吨附近，约影响碳酸锂产量2.5万吨，月均影响量约0.2万吨，矿山减产规模对供给过剩的修正力度较小。从成本角度来看，澳洲主流的大型矿山皮尔巴拉、格林布什的成本线分别在600美元/吨、350美元/吨附近，当前锂精矿价格依然能够提供较大利润空间，因此，我们认为成本压力下澳矿彻底出清的可能性较低，但不排除矿企为调整矿山经济价值主动做出的减产。非洲锂矿供给在2023年大幅增长，但不容忽视的是，非洲的基础设施及地方人文环境相对恶劣，隐性开发成本较高，进口增速预期逐步放缓。南美盐湖锂矿具有绝对成本优势，海内外资本纷纷入驻南美市场。但盐湖开发周期相对较长，且阿根廷新总统上台后导致政策风险升级，短期尚不足以形成规模化供给。

结论，国内锂矿库存预期充裕，短期海外资源存在扰动，但力度有限，需警惕澳矿挺价试减产。长期南美资源托底，全球锂资源预期充裕，暂未看到资源风险。

2. 过剩预期延续，供给弹性空间较大

据 SMM 数据显示，2 月碳酸锂产量合计约 3.2 万吨，同环比+3.9%/-22.9%。

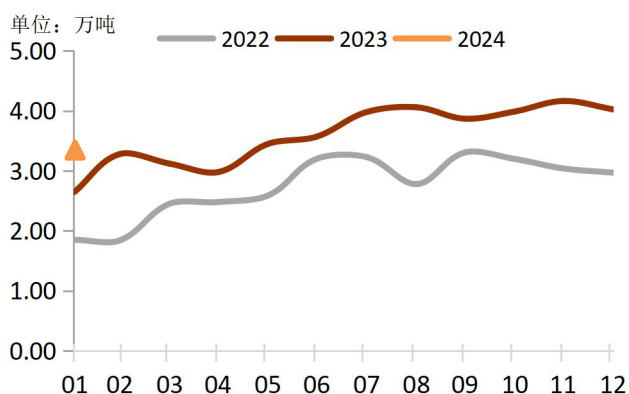
从用途类别来看，电碳产量约 2.1 万吨，同环比+35.25%/-23.79%；工碳产量约 1.1 万吨，同环比-28.3%/-21.17%。2 月电碳受季节性因素影响较为明显，同比维持大幅增长。工碳表现则相对较弱，导致市场中工碳价格强于电碳。

从原料结构来看，锂云母、锂精矿提锂、回收提锂产量降幅明显，盐湖提锂产量降幅较小，主要原因在于不同工艺下对劳动力需求强度存在差异。盐湖提锂对自然环境的依赖度强于其他提锂工艺。

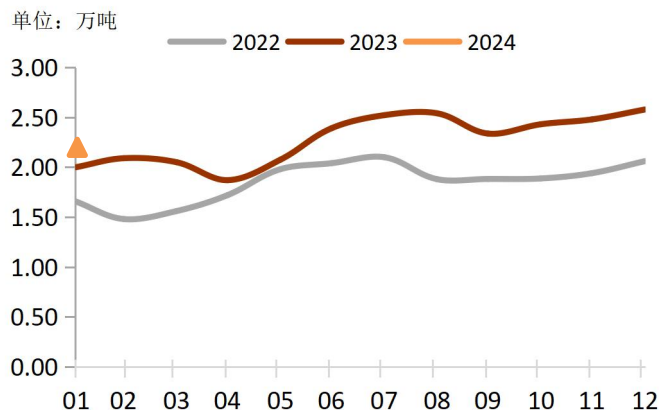
后期来看，3 月环保督察组入驻宜春，市场对废渣处理的关注度明显升温。但据企业反馈，环保督察对企业生产影响有限。同时，受碳酸锂价格上涨及云母工艺降本，部分低成本云母工艺已能实现正常盈利。同时，随着 3 月气候逐渐回升，盐湖提锂产量有望逐月修复。从产能利用率角度来看，截止 2 月，SMM 统计的中国碳酸锂月度产能合计约 8.34 万吨（不含回收产能），而综合产能利用率仅有 34%，其中，锂辉石工艺 39%、云母工艺 22%、盐湖工艺 50%。由此可见，锂辉石、锂云母开工率极低，价格回升后硬岩矿工艺供给调节空间巨大。而盐湖成本处于洼地，开工率相对较高且受季节影响显著，价格对盐湖供给的调整空间相对较小。相比之下，根据 2023 年磷酸铁锂、三元电池产量及碳酸锂消费占比粗略推算，碳酸锂 2023 年国内月均消费量在 5 万吨以内。

结论，供给不足的可能性较低，阶段性资源紧缺将通过价格推涨开工率来弥补缺口。因此，供给端对价格扰动的上方空间有限。

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

3. 12 月锂盐进口大幅扩张，1 月预期稳定

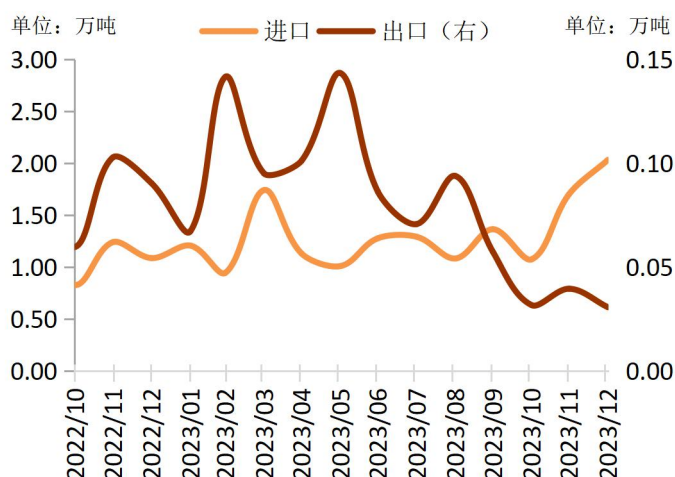
进口方面，据中国海关数据显示。12 月中国碳酸锂进口量约 2.03 万吨，在高基数背景

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。

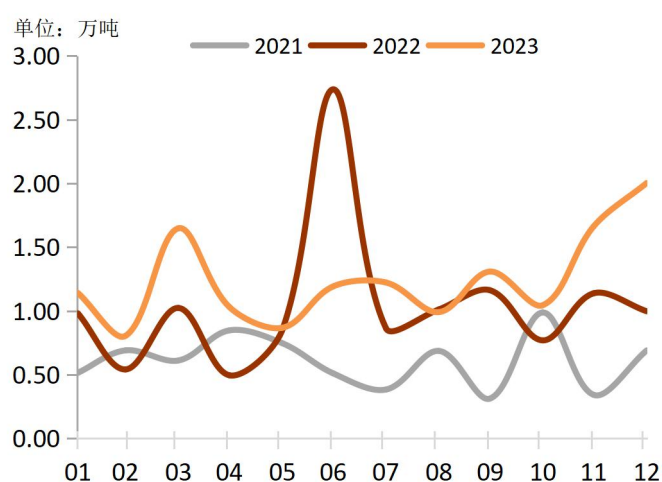
出口方面，12 月，中国碳酸锂出口合计约 307 吨，同比回落约 66%。从出口规模来看，中国的锂盐出口持续回落，一方面在于国内电池厂产能快速扩张，国内需求增长。另一方面，全球不平等贸易正在蔓延，意识形态上的差异使日韩在锂电池行业中更重视原材料的自给。

据智利海关数据显示，1 月出口至中国的碳酸锂规模约 9818 吨，同环比收缩 +7.77/+13.16%。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。

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

4. 正极厂开工率已低于去年同期

据 SMM 统计，受春节假期影响，2 月正极材料产量季节性回落。其中，磷酸铁锂产量合计约 7.32 万吨，同环比+2.4%/-25.92%；5 系三元材料产量 1.07 万吨，同环比-8.98%/-25.71%；6 系三元材料产量 1.41 万吨，同环比+42.8%/-2.78%；8 系三元材料产量 1.89 万吨，同环比-7.51%/-11.95%。

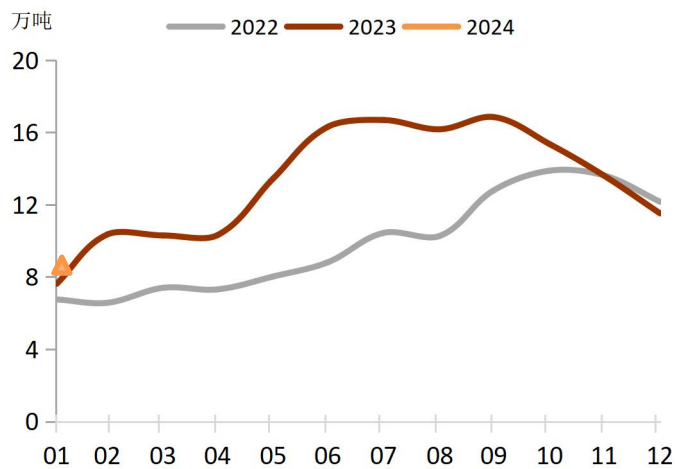
从开工率来看，2 月三元材料综合开工率为 34%，环比下降 6 个百分点；磷酸铁锂综合开工率为 20%，环比下降 8 个百分点。据 Mysteel 调研，部分企业为规避 4 月盘面带来的刷新溢价风险，部分订单已提前至 2、3 月份。

从供需平衡来看，根据 SMM 数据及消费调研推算，2 月正极材料厂生产所需碳酸锂合计约 3 万吨左右，略低于 2 月碳酸锂产量 3.2 万吨，导致该环节在 2 月表现出单月静态供需平衡状态。

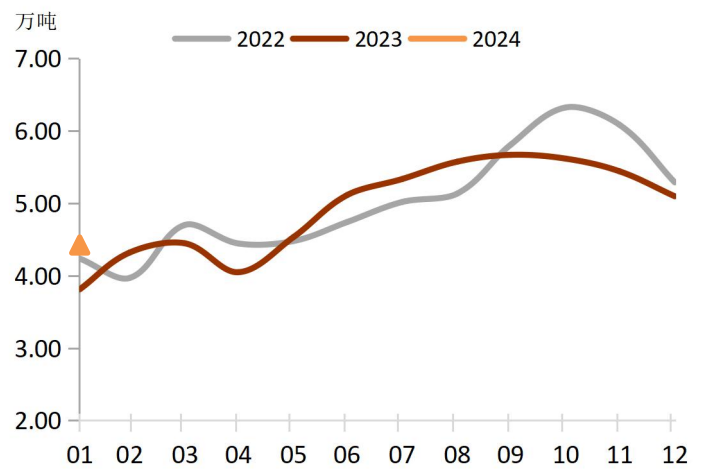
后期来看，当前三元材料厂的运营主要以代工为主，产量变动取决于新能源汽车销量及

电池厂库存情况。预计，随着在新能源汽车强需求预期推动下，三元材料产量预期回暖。

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

5. 电池类型库存分化，强需求尚难凸显电碳矛盾

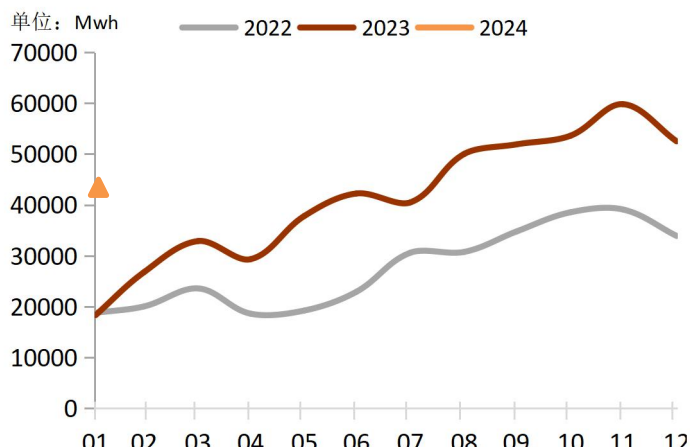
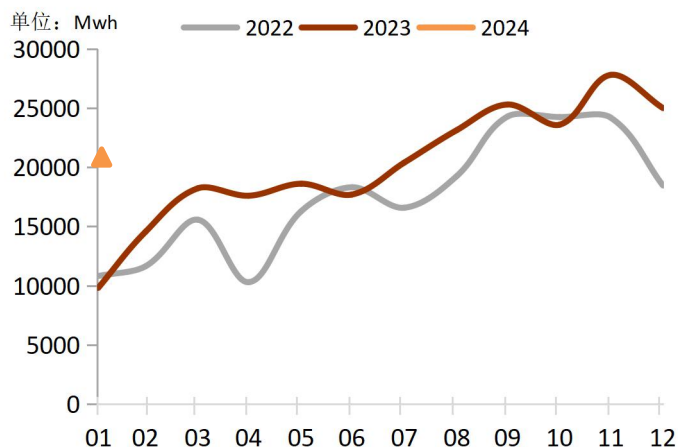
据有色网数据显示，2月，电池产量合计 53.68GWh，同环比-16.69%/-18.49%。其中，磷酸铁锂电池产量 30.93GWh，环比回落 20.97%；三元电池产量 19.44GWh，环比小幅回落 12.67%；其他电池产量 3.31GWh，环比回落 25.78%。

同期，磷酸铁锂电池库存 113.1GWh，库存水平处于 23 年下半年低位。三元电池库存 44.2GWh，库存水平处于 2023 年以来的绝对低位。

后期来看，随着新能源车企价格战愈发激烈，三元电池供需矛盾或更加凸显。但值得注意的是，三元电池对锂消费更多集中在氢氧化锂上，需求矛盾带动的消费增长更多向氢氧化锂靠拢，后期有通过氢氧化锂来提振碳酸锂价格的可能。但目前碳酸锂价格略微高于氢氧化锂价格，即使后期氢氧化锂价格高于碳酸锂价格，碳-氢价差也需扩大至 9000 元/吨上方才能覆盖基础加工成本。因此，我们初步判断，此次新能源汽车价格战对碳酸锂需求的实际拉动预期有限，后期可关注碳-氢价差变动对价格的影响。

图表 11 三元电池产量

图表 12 磷酸电池产量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

6. 单价重心下移, 总量预期乐观

据乘联会数据显示, 截止 2 月 25 日, 新能源车市场零售 28.3 万辆, 同比下降 22%, 较上月同期下降 44%, 今年以来累计零售 95.1 万辆, 同比增长 38%; 2 月 1-25 日, 全国乘用车厂商新能源批发 25.8 万辆, 同比下降 40%, 较上月同期下降 46%, 今年以来累计批发 94 万辆, 同比增长 15%。由于去年过年为 1 月, 在春节假期错月影响下, 2 月新能源汽车销售同比明显下滑。但从近 2 个月销量数据来看, 新能源汽车消费仍然维持相对较高增速。

出口方面, 2024 年 1 月, 新能源汽车出口约 10 万辆, 同比增长 20%, 增幅较去年同期下滑 28 个百分点。

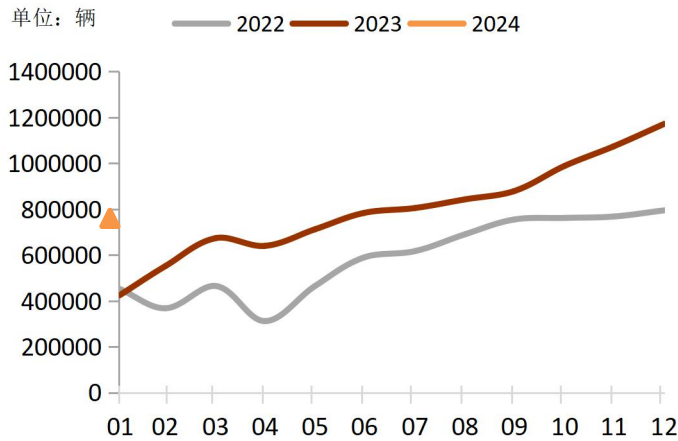
从产业链来看, 自 24 年 1 月起, 乘用车上游整体进入主动去库存阶段。截止 1 月末, 车厂产量小于渠道批发量 7 万余量, 而渠道批发量小于市场消费量 30 万辆。由此可见, 新能源汽车的价格战早在 1 月初便已开始酝酿, 上游表现较为谨慎。

从车型占比看需求, 据乘联会数据显示, 24 年 1 月, 纯电销量 40.4 万量, 插混销量 27.8 万辆, 在春节错月影响下分别大幅增长 49.63%、137.61%。消费占比方面, 纯电占比从 2023 年 1 月的 69.77% 下降至 2024 年 1 月的 59.24%; 混动则由 30.23% 上升至 40.76%。而混动电车由于电瓶载电量远低于纯电, 进而导致单车对锂需求回落。

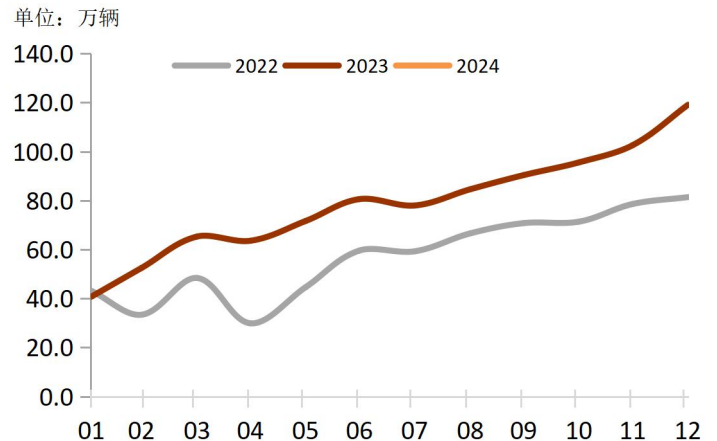
从消费层级看需求, 据乘联会数据显示, 纯电 A00 级消费占比由 23 年 1 月的 12.55% 大幅上升至 23 年 12 月的 21.47%; A0 级消费占比则由 25.46% 上升至 30.4%。相比之下, A 级、B 级分别下降 2.7%、11.81%。由于小型车载电量远低于中大型电车, 单车锂耗重心已明显下移。

总结, 新能源平均单车锂耗整体呈回落趋势, 但受低价刺激, 市场热度预期较强。新能源行业预期呈量涨价跌趋势。

图表 13 新能源汽车产量

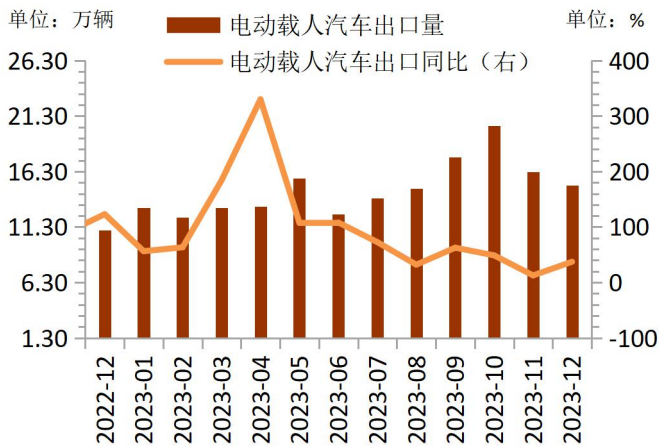


图表 14 新能源汽车销量

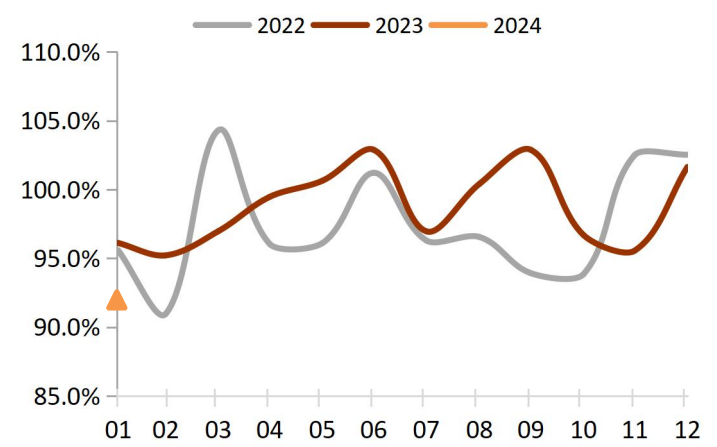


资料来源: iFinD, 中汽协, 铜冠金源期货

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

7. 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：扰动力度有限，不足以改变供需结构（中性）。

供给端：存扰动预期，但不足以改变供需结构（中性偏多）。

消费端：车企价格战刺激需求预期（偏多）。

后期来看，随着环保督察组入驻宜春，市场热议的供给扰动预期将被验证。在前期锂价快速回落阶段，江西高成本小规模冶炼厂多已停产，仍在开工的企业多为大型上市企业，环保合规性较强。因此，环保问题对供给扰动预期较难落地。需求方面，受国内宏观消费环境拖累，新能源车企价格战的最终结果存在不确定性。但可以确定的是，即使价格战刺激新能源汽车销量大幅增加，但受消费降级及混动车占比上升影响，单车锂耗明显降低，对碳酸锂消费的实际拉动有限。其次，即使需求出现超预期增长，导致锂资源紧缺，供给端也能通过迅速提高产能利用率来填补缺口。预计，碳酸锂价格在三月或迎来剧烈波动，但情绪消散后终将回归。

预计 3 月份碳酸锂主力波动区间在 85000-130000 元/吨之间。

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。