

锂价还要跌多久？

报告要点

2022 年锂原料供给偏紧，锂价强势上行，尽管市场意识到 2023 年将出现供给过剩的局面，但对价格的判断依旧过于保守。从去年 11 月中旬高点以来，国内碳酸锂和氢氧化锂跌去了大半，下跌的速度和幅度都远超市场预期，为何会出现这种情况？我们将对其进行分析。在当前情形下，锂价将在何处和何时止跌是市场关注的焦点，我们认为，市场信心的恢复对锂价止跌至关重要。

摘要：

从 11 月中旬高点以来，碳酸锂和氢氧化锂出现了大幅下跌，且没有遇到明显的支撑；锂辉石精矿价格表现更为坚挺，但在国内锂价的拉动下，近期也出现快速下滑。从下跌的进程来看，锂价一直保持较快的下跌速度，冬季盐湖端的季节性减产、江西锂云母矿山停产扰动和碳酸锂价格跌破外采锂矿冶炼的成本线等，均未促进锂价止跌。

对于超预期下跌的原因，我们认为有以下几点：一是随着产业链向下传递，数据对市场的反映减弱，但大家的目光却聚焦于终端消费，而忽视了正极和电池端产量反映的内涵。二是在历史高位的锂价面前，整个产业链紧绷，在需求力有不逮之时便蕴含风险，补贴退坡就是这样的一个风险因素，疫情和春节提前更是加重了补贴退坡对需求的影响。三是“买涨不买跌”的市场负反馈导致产业链在降价时维持去库，造成市场碳酸锂供过于求，而宁德时代 20 万的设定价格更是无意之中加速了锂价的崩塌。

目前锂价何时何处止跌成为市场关注的焦点，我们认为止跌的关键在于市场信心的建立。而这有赖于对成本支撑、供给释放、需求恢复和产业链库存等指标的观测。根据测算，目前市场大部分锂盐最终成本支撑位置在 10-13 万元/吨。供给方面，价格已经跌破部分锂盐厂成本，在云母端也受到冲击的情况下，国内锂盐产量或将出现收缩。需求方面，三月份电动车销量出现较大恢复，但四月前两周表现并不乐观。产业链库存方面，目前电池经过三个月的去库可能已经达到低位，但整车库存保持较高水平。在这种背景下，市场信心短期内或将难以建立。

风险因素： 供给扰动超预期；终端需求超预期

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



有色与新材料研究团队

研究员：
沈照明
021-80401745
shenzhaoming@citicsf.com
从业资格号：F3074367
投资咨询号：Z0015479

李苏横
0755-82723054
lisuheng@citicsf.com
从业资格号：F03093505
投资咨询号：Z0017197

郑非凡
zhengfeifan@citicsf.com
从业资格证：F03088415
投资咨询号：Z0016667

目录

| | |
|------------------------|----|
| 摘要: | 1 |
| 一、碳酸锂价格支撑接连失守 | 3 |
| 二、此轮下跌缘何超市场预期? | 5 |
| 2.1 对价格危机的敏感度随产业链传递而减弱 | 5 |
| 2.2 被轻视的补贴退坡影响 | 6 |
| 2.3 市场的负反馈是关键 | 6 |
| 三、止跌的关键——市场信心何时建立? | 7 |
| 3.1 价格支撑在哪里? | 7 |
| 3.2 库存去化到什么程度? | 8 |
| 3.3 今年的产量是否会受到影响? | 9 |
| 3.4 需求是否有起色? | 9 |
| 免责声明 | 10 |

图表目录

| | |
|---------------------------|---|
| 图表 1: 锂价快速下跌 | 3 |
| 图表 2: 碳酸锂成本和利润 | 4 |
| 图表 3: 智利出口单价 | 4 |
| 图表 4: 云母矿价格及生产碳酸锂成本测算 | 4 |
| 图表 5: 磷酸铁锂产量 | 5 |
| 图表 6: 三元正极产量 | 5 |
| 图表 7: 动力电池产量 | 5 |
| 图表 8: 动力电池装车量 | 5 |
| 图表 9: 电动车销量 | 6 |
| 图表 10: 电动车产量 | 6 |
| 图表 11: 碳酸锂库存 | 7 |
| 图表 12: 2022 年全球电池级碳酸锂成本曲线 | 8 |
| 图表 13: 2022 年国内电池库存 | 8 |
| 图表 14: 近期部分延期项目 | 9 |

一、碳酸锂价格支撑接连失守

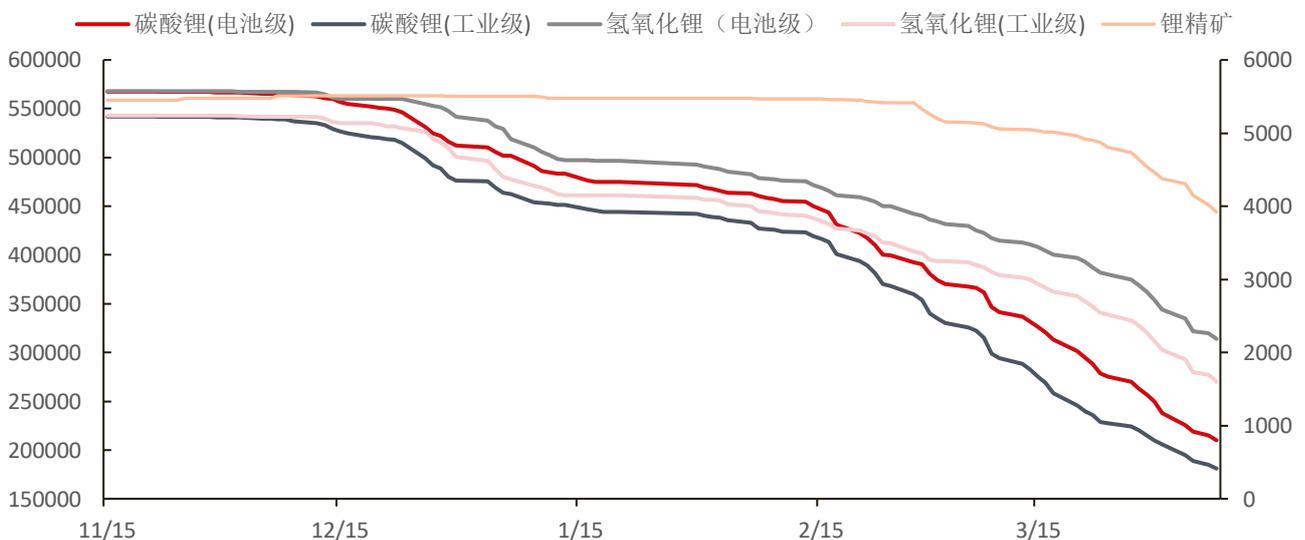
2022 年锂原料供给偏紧，锂价强势上行，在年底补贴退坡的影响下，下游对碳酸锂采购放缓，带动锂价开启了下跌周期。从 11 月 16 日高点以来，截至 4 月 7 日，SMM 电池级碳酸锂和工业级碳酸锂分别下跌 63.0% 和 66.6% 至 21 万/吨和 18.1 万元/吨；SMM 电池级氢氧化锂和工业级氢氧化锂分别下跌 44.7% 和 50.3% 至 31.4 万元/吨和 27 万元/吨；锂辉石精矿（SC6，CIF 中国）价格表现更为坚挺，但在国内锂价的拉动下，近期也出现快速下滑，较 11 月中旬以来跌去 28.07%。

从下跌的进程来看，碳酸锂价格一直保持较快的下跌速度，二月以来进一步加速。尽管冬季盐湖端出现季节性减产，二月份开始江西锂云母矿山存在停产扰动，锂价跌速也没有出现放缓的迹象；三月份碳酸锂价格跌破外采锂矿冶炼的成本线，部分冶炼企业将在原料库存耗尽后停产，但暂时也未促进锂价止跌。

品种间，碳酸锂和氢氧化锂价差持续拉大。氢氧化锂价格相对与碳酸锂更加坚挺，电池级氢氧化锂和碳酸锂的价差从年初的 2.8 万元增至 4 月 7 日的 10.4 万元，主要是海外氢氧化锂需求更多，在海外锂价相对较强的情况下，一线厂家由于产品品质好且长协稳定，以出口为主，因此价格处于相对较高位置，但这种现象或不能持续。

图表 1：锂价快速下跌

单位：元/吨，美元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

在锂价下跌过程中，经历过多个可能的支撑点，但并未起到支撑作用。第一个是 35 万左右的外购锂辉石精矿生产碳酸锂成本和近 40 万元的智利进口锂盐成本。在锂价下跌之初的 1-2 月，进口锂辉石矿和智利进口成本由于其季度定价的特性，一直表现得比较坚挺，截至 3 月 1 日，进口锂精矿价格较高点仅下跌 3%，冶炼碳酸锂成本大约 35 万元/吨，而二月份智利出口锂盐价格也环比增长 11% 到了 57.5 美元/公斤，折合人民币约 40 万元/吨。但这两个价格显然没有让锂价驻

中信期货有色与新材料专题报告（锂）

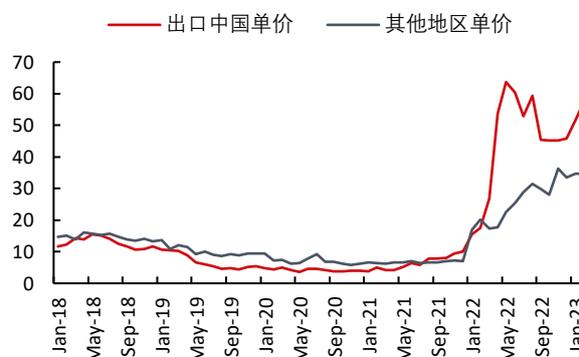
足，三月以来，电池级碳酸锂跌破进口锂辉石精矿冶炼成本，并带动其价格加速下行。

图表 2：外购锂矿产碳酸锂成本和利润 单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 3：智利出口单价 单位：美元/公斤

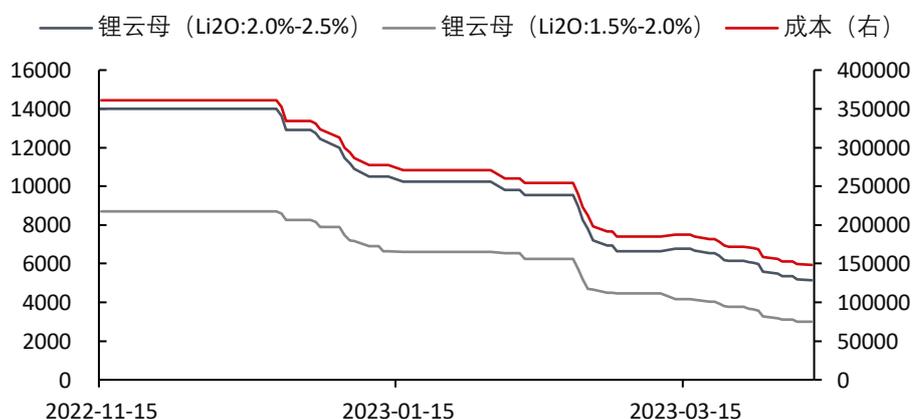


资料来源：智利海关 中信期货研究所

第二个可能的是江西云母端的 25 万左右/吨的买矿生产碳酸锂成本。二月份下旬之前，由于锂云母矿端价格较高，生产碳酸锂成本曾在 25 万元之上维持过一段时间，但随着国内碳酸锂价格的下滑，锂云母的成本也随之走低，所谓的支撑并不存在。根据有色网最新的价格测算，我们预计目前外购锂云母精矿生产碳酸锂成本大约在 15 万元/吨，而这个价格可能会随着锂价的崩塌还有进一步下跌空间。

图表 4：云母矿价格及生产碳酸锂成本测算 单位：元/吨

单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

第三个可能的支撑价格是 20 万元/吨的“宁德时代返利价格”。2023 年 2 月份，在电池级碳酸锂价格还在 44 万元/吨时，宁德时代向理想、蔚来、赛力斯、极氪等下游车企推出“锂矿返利”计划，未来三年，宁德时代的一部分动力电池将以碳酸锂价格 20 万元/吨结算，而车企需要将约 80% 的电池采购量承诺给宁德时代，协约从今年三季度开始施行。这个返利价格成为宁德时代抛给市场的一个锚定价格，也似乎成为市场的一个支撑。然而在短短一个多月的时间里，市场

价格就已经逼近这个锚定点，甚至部分散单已经跌破 20 万元，“宁德价格”似乎也难以支撑。

二、此轮下跌缘何超市场预期？

事实上，在市场沉浸在电动车终端月度销量连创新高的喜悦中时，初端消费的疲弱已经有一些端倪，这些现象和国补退坡的影响被大家所轻视。尽管 2023 年全球锂过剩在此前已有共识，但大家也只是普遍认为价格会回落到 30-40 万元，然而现实的锂价下跌远远超出大家的预期。

2.1 对价格危机的敏感度随产业链传递而减弱

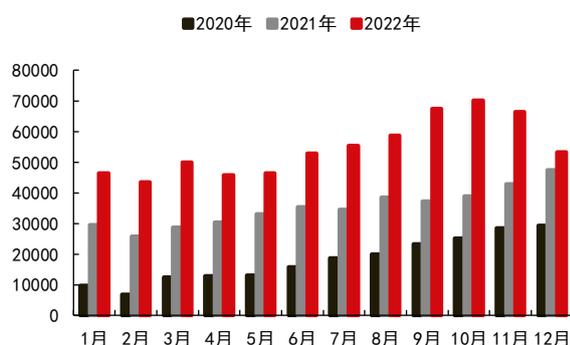
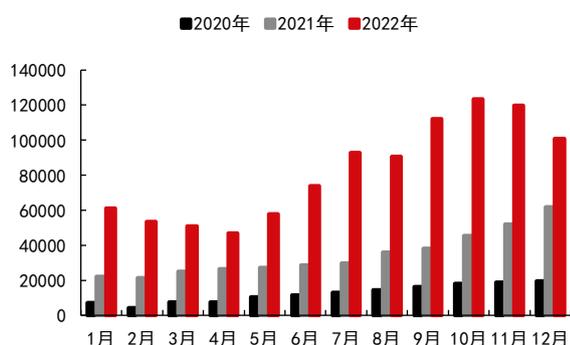
随着产业链向下传递，数据对市场的反映减弱，但大家的目光却聚焦于终端消费。从正极、电池产量和电池装车量数据来看，正极产量在 10 月份达到顶峰之后于 11 月开始下滑，这也正是碳酸锂价格峰值所在，正极产量的下滑已经预示着订单减少和行业对市场预期开始悲观；动力电池产量于 11 月到达顶峰，且当月增速下滑，这也滞后于正极一个月，12 月份动力电池产量大幅下滑，同时锂价彻底失守，开启急转直下；而动力电池的装车量和电动车产销量在 12 月却再创新高，市场聚焦于此，从而对行情的把握滞后而又乐观。

图表 5：磷酸铁锂产量

单位：万吨

图表 6：三元正极产量

单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

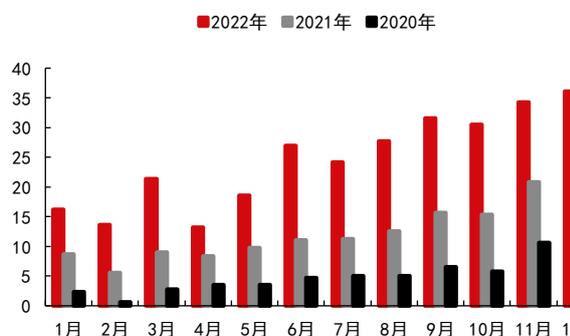
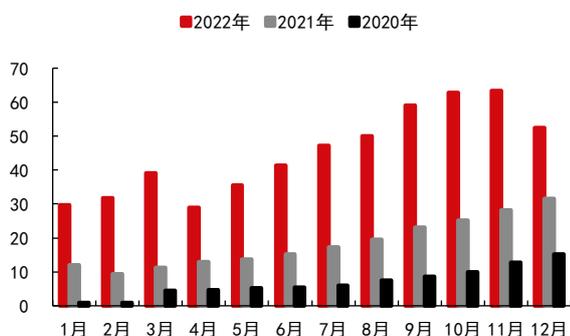
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 7：动力电池产量

单位：GWH

图表 8：动力电池装车量

单位：GWH



资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

2.2 被轻视的补贴退坡影响

在接近 60 万/吨的锂价面前，整个产业链成为一条绷得很紧的线，在需求力有不逮之时便有扯断的风险。补贴退坡就是这样的一个风险因素，一月份的疫情和春节提前更是加重了补贴退坡对需求的影响，导致一月份电动车产销都同比下滑，环比减半，对市场信心造成了巨大的影响。

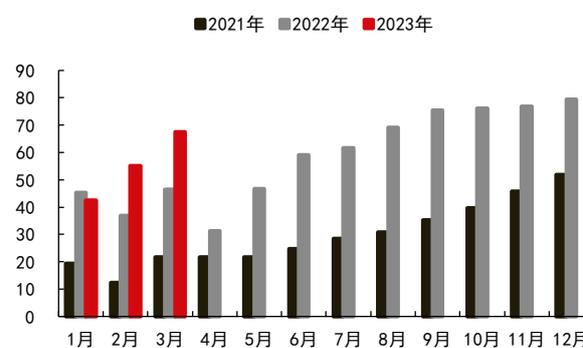
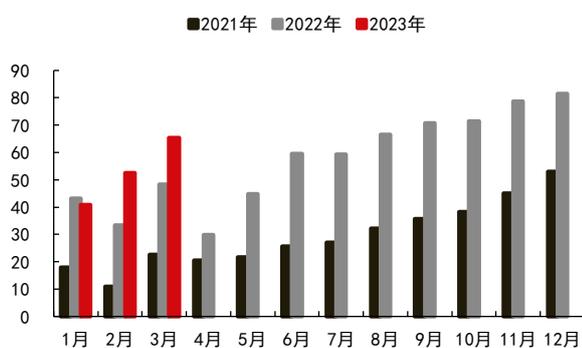
事实上，在电动汽车产业链发展之初一直到 2022 年，政策一直是最大的推手。为了提升新能源汽车技术，实现规模效应，培育出完善的新能源汽车产业链，自 2009 年开始，我国就先后出台了新能源产业政策共 60 余项，成功使我国成为全球新能源汽车产业链最健全的国家。在 2022 年退坡之前，市场一度以为我国新能源车市场已经由政策驱动转向市场驱动，在地补接力和继续免征购置税的背景下，国补退坡的影响或将有限，但在消费透支等因素影响下，电动车终端的产销量却不及预期。

图表 9：电动车销量

单位：万辆

图表 10：电动车产量

单位：万辆



资料来源：中汽协 中信期货研究所

资料来源：中汽协 中信期货研究所

2.3 市场的负反馈是关键

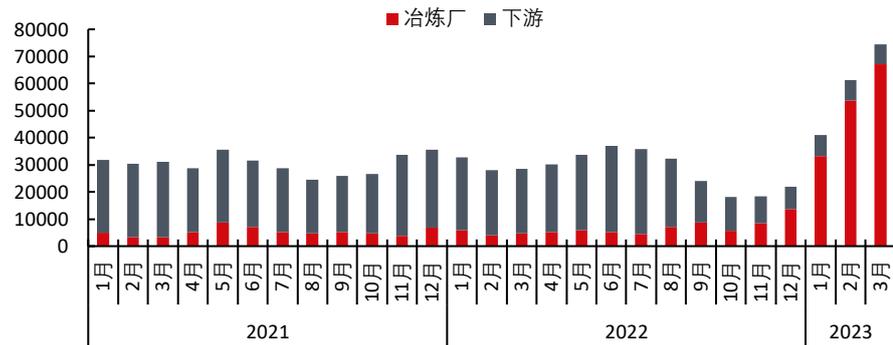
“买涨不买跌”是市场的至理名言。在这一轮周期中，碳酸锂市场受到明显的正反馈和负反馈影响。在去年下半年锂价高位时，下游想要囤货，贸易商捂货不出，冶炼厂几乎没有库存，这造成了碳酸锂供应紧张，进一步推高了锂价。而今年以来，在碳酸锂顺畅下跌过程中，贸易商恐慌抛货，下游不敢接货，维持 1-2 周甚至低至半周的库存，产业链维持主动去库的过程，这造成市场碳酸锂供过于求，带动锂价进一步下跌。

从库存情况也可见一斑。截至 3 月，国内冶炼厂碳酸锂库存高达 6.7 万吨，环比增长 25%；下游库存降至仅 7000 余吨，月环比再降 4%；而据相关专家介绍，目前贸易商几乎没有库存。与此前的库存结构相比呈现出明显的病态。

此外，宁德时代 20 万的设定价格也对市场造成明显的负反馈。无意之中加速了锂价的崩塌。

图表 11：碳酸锂库存

单位：吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

三、止跌的关键——市场信心何时建立？

目前锂价何时止跌成为市场关注的焦点，我们认为止跌的关键在于市场信心的建立。而这有赖于对成本支撑、产业链库存、供给释放和需求恢复等指标的观测。我们认为，目前市场价格已经跌破部分锂盐厂成本，造成停产，外采锂辉石矿和云母矿企业首当其冲，且云母端因为环保等问题或将于四月份出现较大减产，在锂价快速下跌中，今年部分锂矿项目或难以投产贡献增量。需求方面，三月份电动车销量出现较大恢复，但四月头两周表现并不乐观。产业链库存方面，目前电池经过三个月的去库可能已经达到低位，但整车库库存保持较高水平。在这种背景下，市场信心短期内或将难以建立。

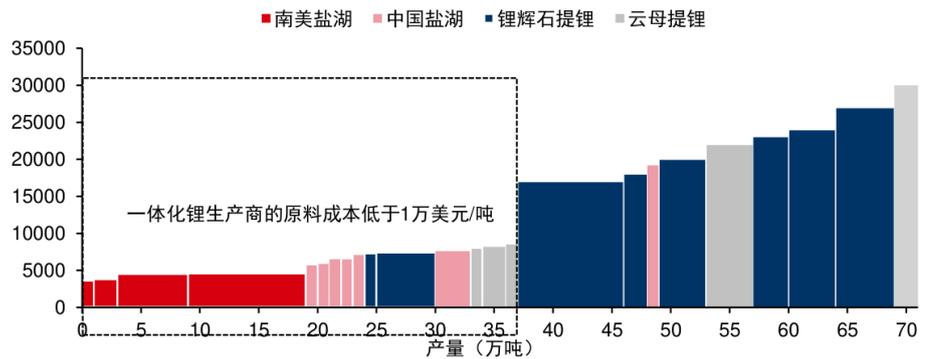
3.1 价格支撑在哪里？

根据 2022 年的产量数据来看，一体化的锂矿和盐湖企业原料成本在 1 万美元以下。具体来看，盐湖卤水生产成电碳的单吨成本为 4-5 万，使用自有锂辉石矿生产碳酸锂的成本近 6 万元/吨；使用自有云母矿生产碳酸锂成本大约在 6-8 万元/吨，随着环保要求的提高和品位下降，这部分有所增加。另外，外采锂云母精矿的企业生产碳酸锂的成本目前大概在 15-20 万/吨，根据 SMM 数据，这部分在产产能大概是 5-6 万吨 LCE；外采锂辉石精矿目前生产碳酸锂成本大约在 25-30 万元/吨，目前有 10-13 万吨的碳酸锂产能。

然而由于碳酸锂价格下行，矿价格和生产成本也随之下降，根据相关专家透露，目前澳洲锂精矿价格降至 3000 美元/吨，伴随着二季度价格谈判开启，锂精矿价格将进一步下跌，而精矿的成本将成为最后的支撑。从 2022 年四季度成本来看，格林布什最低的成本，不含权益金的现金成本仅 263 澳元/吨，折 174.6 美元/吨，包含权益金的销售成本为 757 澳元/吨，折合 502.5 美元/吨，折算成碳酸锂价格约为 4000 美元/吨 LCE 左右。而品质最差的 Cattlin 不含权利金的成本达到 902 美元/吨，销售成本为 1016 美元/吨，折合碳酸锂 8100 美元/吨 LCE。我们认为最终的锂精矿成本支撑或将在 1000-1500 美元/吨，折合碳酸锂约 12 万元/吨，而国内宁德时代 15-18 万元/吨的预测成本或将面临较大流产风险。

图表 12：2022 年全球电池级碳酸锂成本曲线

单位：美元/吨



资料来源：Wind 中信证券 中信期货研究所

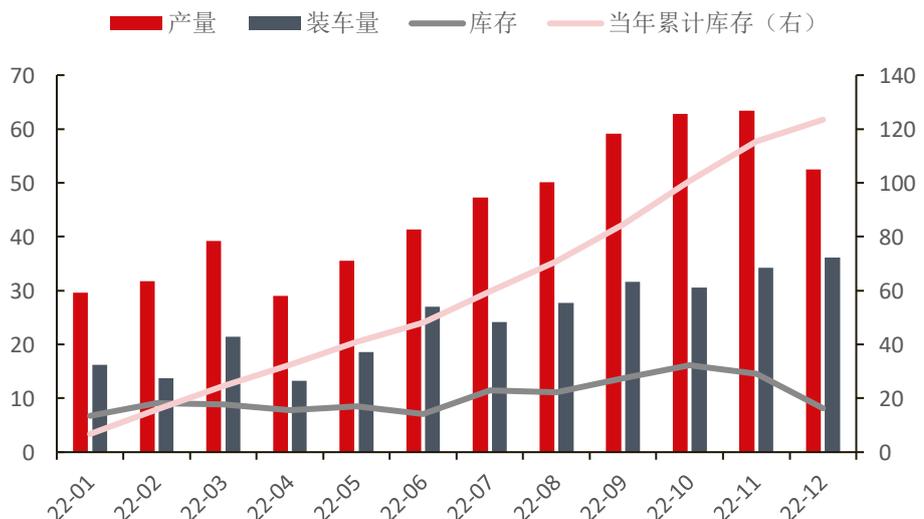
3.2 库存去化到什么程度？

目前，产业链大多等待下游订单，而电池库存是产业链库存的关键指标。2022 年动力电池出现较为严重的累库，据我们预测，全年累库量约为 120-140GWH，足够平时 2-3 个月消耗量，这些库存大部分集中在头部大厂中，根据高工锂电了解，2023 一季度至今中游材料、电池厂商已普遍进入清库存阶段。从目前的去库进展来看，两头部电池企业库存存在三个月的消耗下已经大幅去化，在终端需求有所复苏之后，预计五月份将开启补库。

但终端电动车库存仍不容乐观。尽管 3 月电动车销量有所增量，但消费者消费能力有所减弱，经销商库存系数仍处绝对高位，当前依旧存在大量的整车库存积压在渠道端，消耗缓慢。在这种背景下，电池端难有大量订单，这将对碳酸锂需求恢复作用不明显。

图表 13：2022 年国内电池库存

单位：GWH



资料来源：同花顺 iFinD SMM 中信期货研究所

3.3 今年的产量是否会受到影响？

从全球原计划近期将要投产的项目来看，大部分都存在延期的现象，主要是受疫情、政治、环保、纠纷等因素影响。如澳大利亚 Finnis 锂矿 2019 年曾规划 2020H1 投产，2021 年初规划 2021H2 建设、2022H2 投产，根据最新进度，该项目于 2022 年底产出 DSO、2023Q1 投产，实际耗时为计划的三倍。另外非洲大型锂矿项目 Manono 由于未能如期拿到采矿证，且股东层面存在纠纷，预计投产时间将大幅延后。另外欧洲 Jadar 和 Mina do Barroso 均因为环保相关问题产能落地时间从 2023 年变至 2026 年以后。由于预期乐观，剩余项目兑现预期投产时间仍有较大难度。

图表 14：近期部分延期项目

| 锂项目 | 公司 | 所在地 | 产能 | 此前计划 | 预计时间 |
|-----------------|------------------|------|--------------|-----------|--------------|
| Finniss | Core Lithium | 澳大利亚 | 17.5 万吨锂精矿 | 2022H2 投产 | 2023Q1 投产 |
| Mt Marion | Mineral Resource | 澳大利亚 | 扩产至 90 万吨锂精矿 | 2022 年底投产 | 2023 年 4 月投产 |
| Manono | AVZ | 刚果金 | 70 万吨锂精矿 | 2023Q2 建成 | 未定 |
| Grota do Cirilo | Sigma Lithium | 巴西 | 22 万吨锂精矿 | 2022 年底投产 | 2023 年 4 月 |
| Mina do Barroso | Savannah | 葡萄牙 | 17.5 万吨锂精矿 | 23 年投产 | 预计 2026 年 |
| Gauchari-Olaroz | Minera Exar | 阿根廷 | 4 万吨 LCE | 2022 年底投产 | 2023 年上半年 |
| Olaroz 二期 | Allkem | 阿根廷 | 2.5 万吨 LCE | 2022H2 投产 | 2023 年 Q2 |

资料来源：Wind 各公司公告 中信期货研究所

而在国内，江西云母端的项目可能会遭受较大的投产危机。二月份，江西宜春云母受中央督察组调查影响，大批采矿项目停产，而多数冶炼项目则开始消耗锂矿库存。截至近期，部分盐厂锂矿原料短缺，开始停产，这将对二季度云母端锂盐产量造成较大影响。另一方面，在云母端资源税提升、除铊等环保成本增加、锂渣处理成本上升等一系列压力下，云母提锂的成本也呈现逐渐上行的趋势，在锂价持续下跌的背景下，这将对宁德时代视下窝项目、国轩高科相关项目的投产产生较大的威胁。

鉴于此，国内外产量可能在今年将不及预期，但尽管如此，需求端的复苏进度才是影响锂价的关键因素。

3.4 需求是否有起色？

初端来看，目前电池月度产量出现一定程度的恢复，三月份动力电池产量 51GWH，同比增长 31%，环比增长 23%；但正极材料恢复缓慢，据 SMM 数据，三元材料 3 月产量环比持平，预计 4 月环比下跌 12%，铁锂 3 月、4 月产出则呈现连续下跌，跌幅分别为 2%与 8%。亟需终端需求的增长来提振行业信心。

而终端来看，根据中汽协消息，3 月新能源汽车产销分别完成 67.4 万辆和 65.3 万辆，同比分别增长 44.8%和 34.8%，较此前有恢复。而从周度数据来看，4 月 1-9 日，乘用车新能源车市场零售 9.1 万辆，同比去年同期下降 8%，较上月同期下降 5%，今年以来累计零售 141.4 万辆，同比增长 21%，似乎无明显好转。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>