

将至已至，何时企稳？



走势评级：碳酸锂：看跌
报告日期：2023年3月9日

陈祎莹 有色金属分析师
从业资格号：F3074710
投资咨询号：Z0017769
Tel: 8621-63325888-2722
Email: yixuan.chen@orientfutures.com

★回调的原因：基本面与消息面的共振

基本面角度，受国补退坡及疫情扰动等因素影响，去年底以来中国新能源车产销增速持续不及预期，同时渠道环节信心缺失导致的备货量收缩对锂盐表观需求构成了更大的拖累。各环节备货量收缩使得需求弱预期自我强化，负反馈循环带动锂价持续回落。

消息面上，宁德“锂矿返利”计划的推出引发持货商恐慌性抛售，Pilbara 将锂精矿的零单销售模式由拍卖转为加工费定价表明资源端的高溢价在逐步转弱，打开了锂盐价格的中长期下行空间。

★供给端的变化：外生扰动、利润收缩与跨市场价差

预期外的供给扰动：宜春开展偷采盗采调查，短期影响有限，但监管因素或反复发酵、年内锂云母产量存不及预期的风险。

盈亏平衡附近的博弈：由于定价机制错配以及矿价回调幅度相对较低，上半年锂盐厂的矿石采购成本或仍在 5000 美元/吨左右，对应碳酸锂生产成本约 35 万元/吨。即便这并非长期有效的成本支撑，但这一短期错配或将给锂盐价格提供阶段性支撑，盈亏平衡附近锂盐厂的惜售情绪可能有所增强。

海内外价格倒挂：海内外碳酸锂价格已出现倒挂，同时海内外氢氧化锂价差也大幅走阔，贸易商的跨市场套利行为或使后续中国碳酸锂进口量减少、氢氧化锂出口量增加，边际改善国内基本面。

★何时企稳？—关键仍在于需求

锂价企稳的关键仍在于需求，需要看到终端需求出现实质性改善后，各环节的采购热情才会有所回升、进而驱动价格止跌企稳。对于需求端的跟踪，除终端产销量外，电工价差收缩也能侧面印证市场采购热情的回暖。

★风险提示

下游消费不及预期，新增产能建设进度与企业预期有所出入。

主力合约行情走势图（碳酸锂）



相关报告

- 拐点将至，节奏何如？ 2022/12/17
- 锂盐供应端利润大增之后：可持续性与矿冶分化 2022/09/06
- 基本面拐点待确认，锂盐谨慎乐观 2022/06/29

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

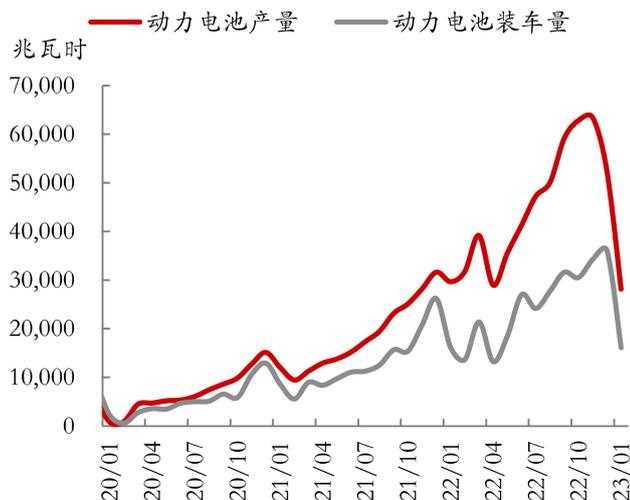
1、引言

在年报《拐点将至，节奏何如？》中，我们对2023年锂价持偏空观点，并认为上半年的过剩压力相对更为显著、价格下行压力较大。目前来看，2022年11月至今，在悲观需求预期的作用下，国内电碳价格由高点不断回落，价格走势及节奏大致均符合我们此前的预期，但当前电碳现货价格及远期合约收盘价均已跌破40万元关口、逐步逼近30万元一线，价格回调的幅度超出我们此前的预期。站在当下，我们认为有必要重新审视本轮回调的核心驱动及关键诱因，并结合基本面探讨锂价何时能够企稳。

2、回调的原因：基本面与消息面的共振

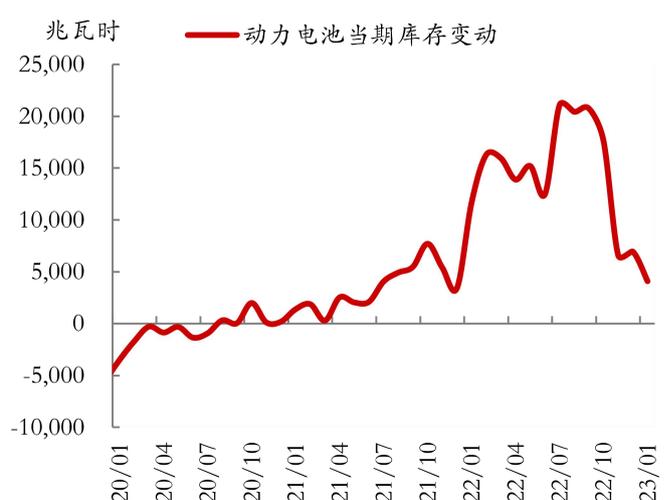
基本面角度，市场能够直观看到的是近期中国新能源车产销量持续不及预期，造成这一现象的原因主要包括国补退坡及疫情扰动。在此基础上，渠道环节信心缺失导致的备货量收缩对锂盐表观需求构成了更大的拖累。据我们测算，1月中国动力电池库存仅累积4.1GWh，远低于2022年峰值时期的20GWh；调研了解到的情况也与此对应，在手订单不饱和加之“买涨不买跌”的心态使得下游各环节备货心态较为谨慎，部分企业甚至抛售原料库存以降低跌价损失。各环节备货量收缩使得需求弱预期自我强化，负反馈循环带动锂价持续回落。

图表1：中国动力电池产量及装车量



资料来源：汽车动力电池产业创新联盟，东证衍生品研究院

图表2：中国动力电池当期库存变动



资料来源：汽车动力电池产业创新联盟，东证衍生品研究院测算

此外，2月的两则新闻则进一步加剧了市场的悲观预期，使得锂价加速下跌。

首先是宁德时代“锂矿返利”计划的推出。该计划将面向四家战略客户，未来三年，宁德时代一部分动力电池的碳酸锂价格将以20万元/吨结算，而作为交换，车企需要将约80%的电池采购量承诺给宁德时代。从企业角度，宁德时代推出该计划主要是为了以价

换量、进一步稳固动力电池行业龙头的地位，同时，考虑到宁德自有的锂云母矿今年将陆续释放产量、以及再生循环产出的碳酸锂，这部分以20万元/吨结算的碳酸锂绝大部分能实现原料自供，尽管较当前现货价格存显著落差，但预计仍略高于其生产成本。对于行业生态而言，宁德此举意在联合终端车企、进一步加强下游客户在锂盐采购过程中的议价权。即使宁德此计划大概率不涉及外购原料，但远低于市价的长协价以及潜在的话语权变化短期内给到市场明显冲击，持货商恐慌性抛盘带动价格加速下挫。

其次，Pilbara 将锂精矿的零单销售模式由拍卖转为加工费定价，似乎也表明资源端的高溢价在逐步转弱。2021年至今的13次锂精矿拍卖中，成交价均较同期现货市场价格呈显著溢价，部分时期拍卖价折算的锂盐生产成本甚至高于当期的锂盐现货价格。而随着矿端产能陆续释放，资源端高溢价的基本面支撑转弱，矿价转而锚定锂盐价格后，锂价下跌将得以向上游传导，中长期下行空间随之打开。

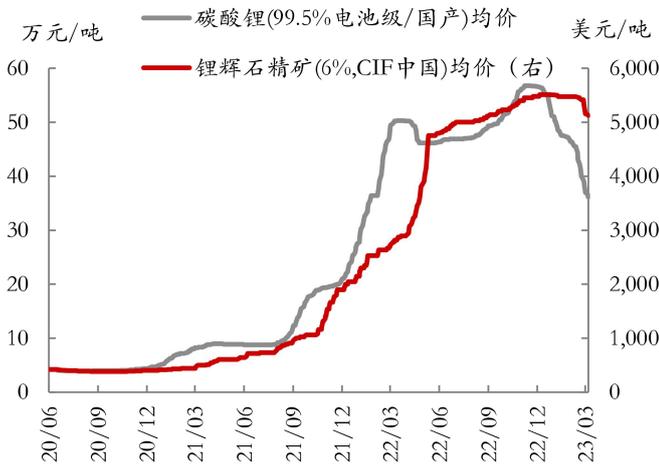
3、供给端的变化：外生扰动、利润收缩与跨市场价差

可以认为，本轮下跌中，不论是基本面还是消息面，都是下游夺回了部分定价权，但近期供给端的变化也不容忽视。

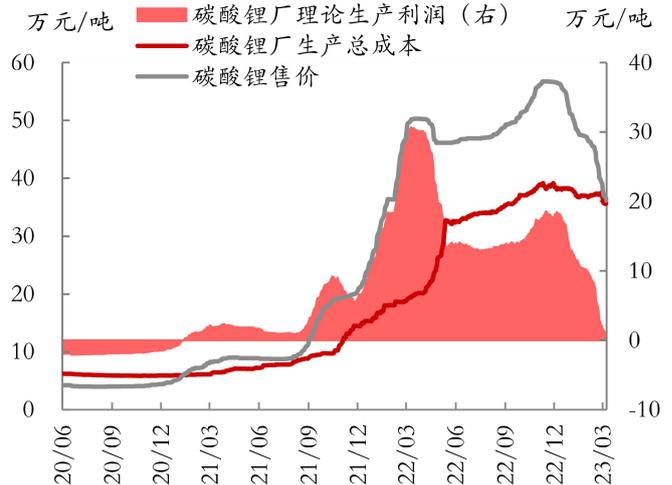
首先是预期外的供给扰动。2月24日，宜春市整治规范提升锂电新能源产业发展领导小组违法打击组发布《关于严厉打击涉锂电新能源产业违法犯罪行为的通告》，当地锂云母矿山多停产配合调查。SMM 调研称宜春地区云母矿上周已陆续恢复生产，短期来看该事件带来的供给减量或较为有限，但中期而言，监管及环保因素或反复发酵、年内锂云母产量存不及预期的风险。

其次，由于定价机制的错配，当前外购矿石生产的锂盐厂利润已跌至盈亏平衡附近。具体而言，当前锂精矿的销售依然以长协定价为主，通常是以过去三个月第三方锂精矿现货报价的均值作为未来一个季度的长协基准价。而我们看到，年初至今锂盐大幅回调，而锂精矿价格基本高位持稳，据此估算，上半年锂盐厂的矿石采购成本或仍在5000美元/吨左右，对应的碳酸锂生产成本约35万元/吨。即便这并非长期有效的成本支撑，但这一短期定价机制错配或将给锂盐价格提供阶段性支撑，当锂盐价格跌至盈亏平衡附近时，锂盐厂虽不至于减产，但惜售情绪可能有所增强。

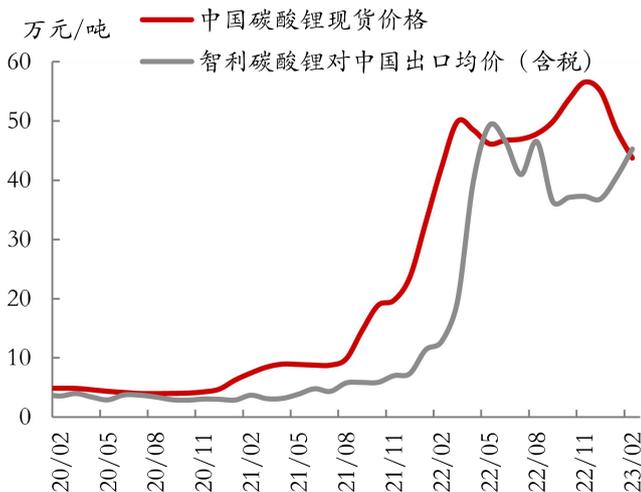
此外，站在全球视角来看，由于本轮回调的核心驱动在于中国市场需求不及预期，中国市场锂价的回调幅度远甚于海外市场。目前海内外碳酸锂价格已出现倒挂，2月智利对中国的碳酸锂出口均价为45.3万元/吨（含税），而同期中国市场电碳均价已跌至43.8万元/吨，同时海内外氢氧化锂价差也已走阔至7.4万元/吨。贸易商的跨市场套利行为可能导致后续碳酸锂进口量减少、氢氧化锂出口量增加，而这将边际改善国内锂盐的基本面。

图表 3: 锂精矿&碳酸锂价格走势


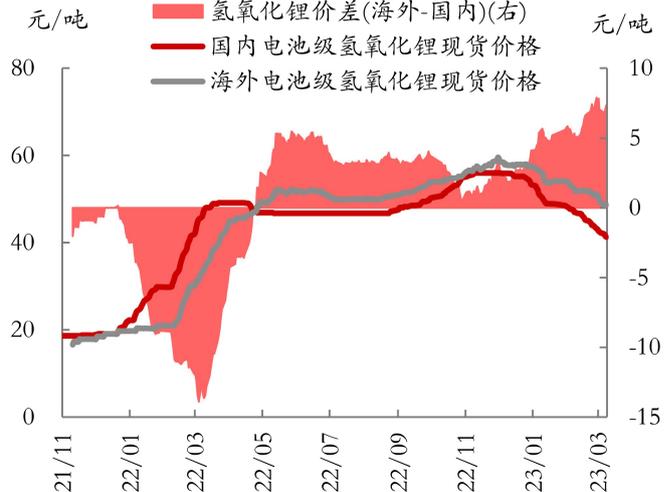
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 4: 锂盐厂理论利润


资料来源: SMM, 东证衍生品研究院测算

图表 5: 中国碳酸锂现货价及智利碳酸锂出口价


资料来源: SMM, 智利海关, 东证衍生品研究院

图表 6: 海内外氢氧化锂价差


资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

4、何时企稳? —关键仍在于需求

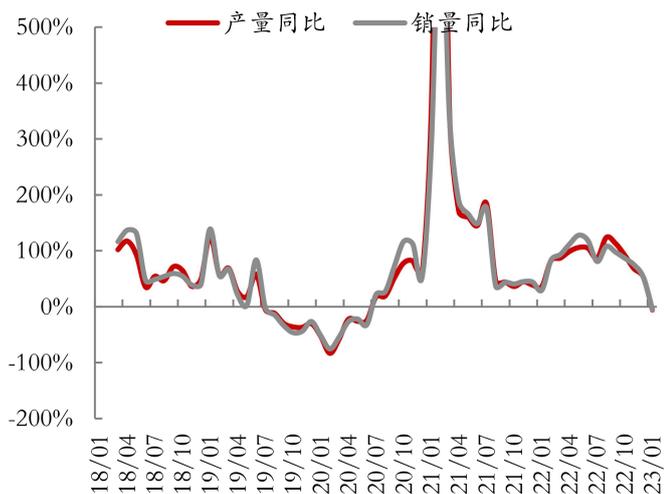
但不可否认的是, 在日趋过剩的背景下, 供给端的变化最多只能延缓价格的下行速度, 锂价止跌企稳的关键仍在于需求。

据我们近期调研了解, 锂电下游的信心依然疲弱, 价格快速下跌、且缺乏合适的风险对冲工具, 企业大多调整为以销定产的模式来降低风险敞口, 行业内的毁单现象也使得企业采购行为日趋谨慎, 下游中间环节的原料库存水平多已降至低位, 产业链库存主要集

中在锂盐厂环节。在此情况下，我们认为可能需要看到终端需求出现实质性显著改善后，各环节的采购热情才会有所回升，也就是说，与2022年三季度各环节在需求旺季启动前就积极备货有所不同，本轮表需的改善可能同步或略滞后于终端需求的回暖。

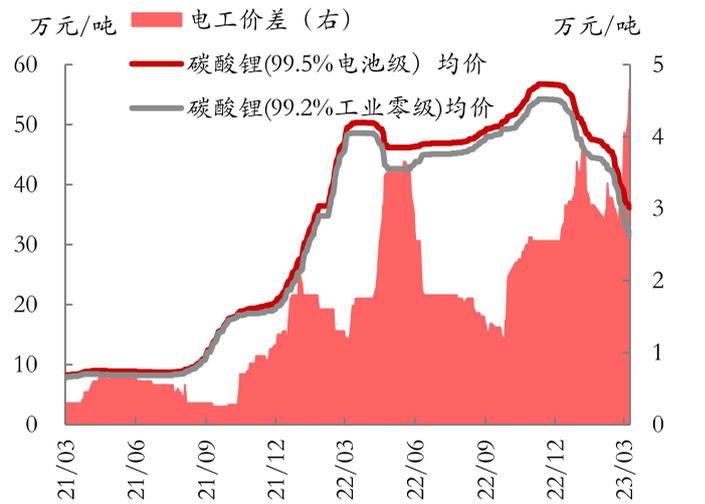
对于需求端的跟踪，除终端新能源车的产销量外，我们认为电工价差或许也是有效的观测指标。复盘2022年行情可以发现，在价格下行过程中电工价差随之走阔，而行情企稳回升时电工价差同步收缩。价差和锂盐价格反向变动的逻辑在于，当市场供过于求时，买方往往会要求更高的折扣才愿意采购品质较低的工碳，二者价差走阔；而当市场供不应求时，即便是品质较低、需要额外加工成本的工碳亦是有效的供应补充。而当下游采购积极性回升时，工碳的大幅度折价使其相对而言更具有吸引力，因此价差收缩能够侧面印证市场采购热情正在回暖。

图表7：中国新能源车产销同比增速



资料来源：中汽协，东证衍生品研究院
(注：2021年数据为剔除疫情扰动的两年同比增速)

图表8：电工价差及碳酸锂价格



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

5、风险提示

下游消费不及预期，新增产能建设进度与企业预期有所出入。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com