

旺季渐至，还能否期待反弹？



走势评级：**碳酸锂：震荡**
报告日期：**2023年9月4日**

陈祎莹 CFA 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

★供应端：负反馈能否发酵？

尽管当前非一体化锂盐厂已再度陷入亏损,但当前亏损幅度尚较有限,且矿端过剩预期逐步兑现、后续成本支撑将趋势性转弱,因此,即便当前供应端已出现部分检修减产,但对锂价的向上驱动仍稍显不足,供应端矛盾的激化可能需要更大程度的亏损、或更多实质性的减产发生。此外,当前碳氢价差已出现明显倒挂,后续或使得碳酸锂供应压力边际增加。

★需求端：还能否期待旺季补库？

终端旺季成色的关键或在于整车厂是否会为了冲刺全年销售目标而加大促销力度、以及促销对终端消费的实际提振效果。表观消费方面,三季度以来锂价下行,买涨不买跌心态使得下游再度进入主动去库周期,短期内负反馈循环拖累锂价下行。此外,二季度以来正极材料厂-电池厂的采销模式中客供比例显著上行,下游所需的库存较此前大幅降低,且当前锂盐厂-正极材料厂/电芯厂的长协多可正常执行,长协采购对现货价格的影响有限,二季度中后期下游集中补库而快速推升锂价的行情或难再重演。

★投资建议

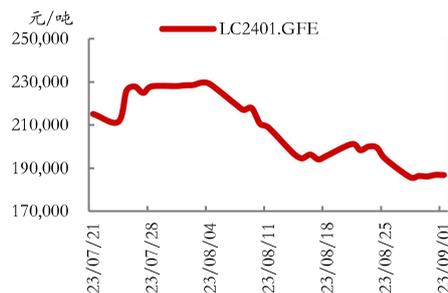
考虑到成本支撑的转弱、以及下游采销模式的结构调整,即便后续需求回暖带动锂价反弹,现货价格的反弹强度也将显著弱于今年二季度;而当前距离 LC2401 的交割仍有四月有余,且期货持续面临中长期沽空压力,期货盘面的反弹空间料将更为有限。

策略角度,考虑到渠道环节低库存的背景下终端超预期有望给价格带来向上弹性,短期可关注9月下旬至10月的潜在反弹机会;但就资金博弈角度而言,LC2401反弹至20万元/吨上方后或将面临较大阻力,中长期仍建议以偏空思路对待。

★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

渐趋理性，波动收敛	2023/06/29
渠道库存渐出清，行业信心待修复	2023/03/30
将至已至，何时企稳？	2023/03/09
拐点将至，节奏何如？	2022/12/17

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、事件概况

广州期货交易所碳酸锂期货自7月21日上市以来持续走低,至9月1日,主力合约LC2401已跌至18.68万元/吨,累计跌幅达24%。期货价格持续下探也对现货价格构成显著向下牵引作用,SMM 电池级碳酸锂现货均价由6月下旬的31.4万元/吨跌至20.6万元/吨,回撤幅度达34%。

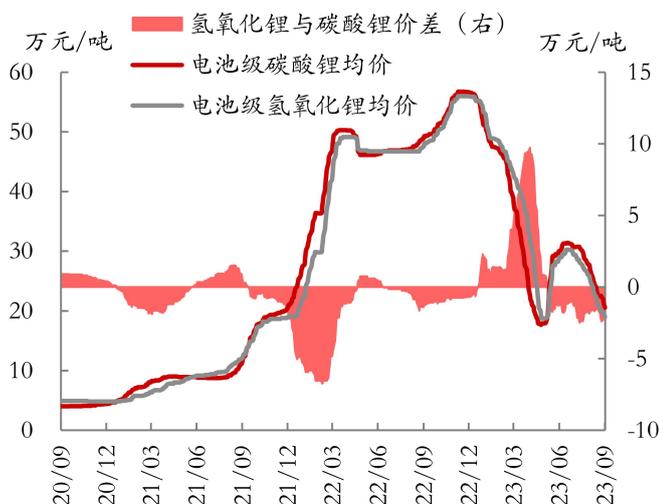
站在当下,理论测算显示非一体化锂盐厂已再次陷入亏损状态,同时金九银十这一传统消费旺季渐近,需求环比存向上修复驱动,当下碳酸锂的基本面与今年3-4月有一定相似之处,因此我们试着将当下的基本面与彼时对比,并尝试据此探讨后续锂价走势。

2、供应端：负反馈能否发酵？

随着锂价下跌,当下非一体化锂盐厂已再度陷入亏损状态,但静态对比来看,当下的理论亏损约2.6万元/吨,较4月的8万元/吨尚有相当距离。此外,与上半年不同,资源端扩产能带来的矿端过剩已逐步由预期照进现实,澳矿商二季度中披露的锂精矿实际售价环比降幅显著,或表明长协价较现货价格的滞后期已有所缩短,且考虑到中资企业非洲项目的爬产放量,市场普遍预期矿价中枢将持续下移、成本支撑的强度边际转弱。

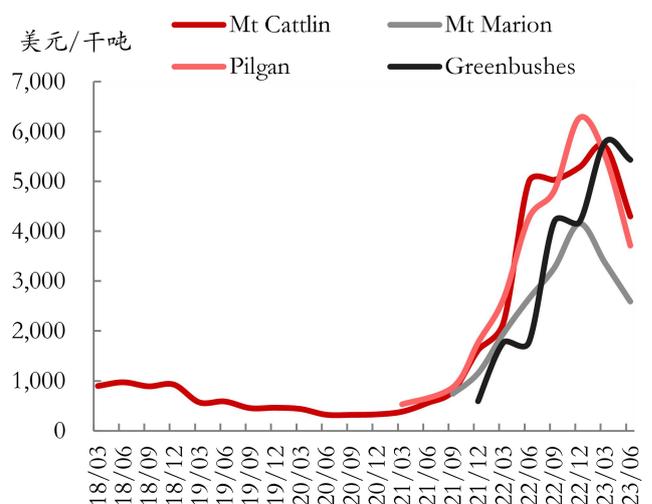
产量角度,利润收缩叠加外部政策扰动,今年上半年国内锂盐产量呈反季节性环比下滑,而即便当前已有部分锂盐厂传出检修减产消息,但主流第三方机构调研显示国内锂盐产量仍逐月递增、暂未看到价格下行后供应端出现显著减量。库存角度,7月以来锂盐厂持续被动累库,当前锂盐厂仍有一定量成品库存,据SMM统计,当前国内锂盐厂碳酸锂库存共计4.3万吨。在此情况下,供应端的扰动暂时难以引起市场关注,矛盾的激化可能需要更大程度的亏损、或更多实质性的减产发生。

图表1：锂盐厂理论生产利润（外购锂辉石精矿）

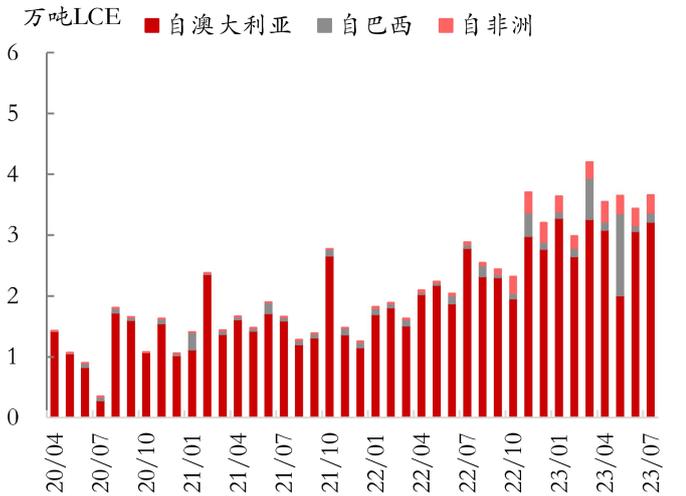


资料来源：SMM，东证衍生品研究院测算

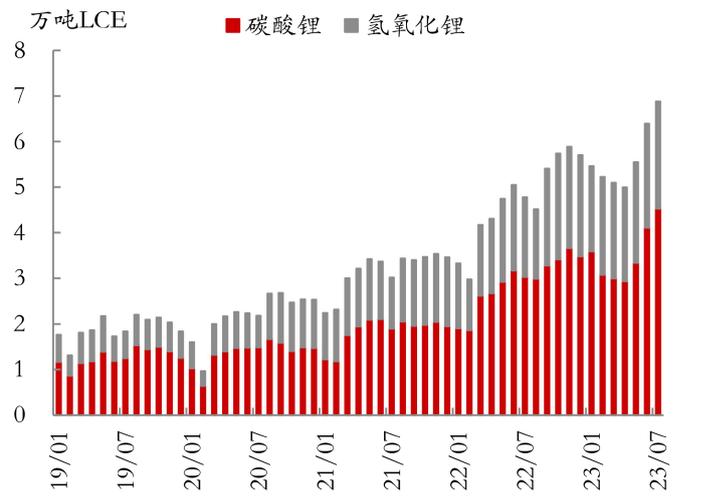
图表2：澳矿商锂精矿季度销售均价



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 3: 中国锂矿月度进口量


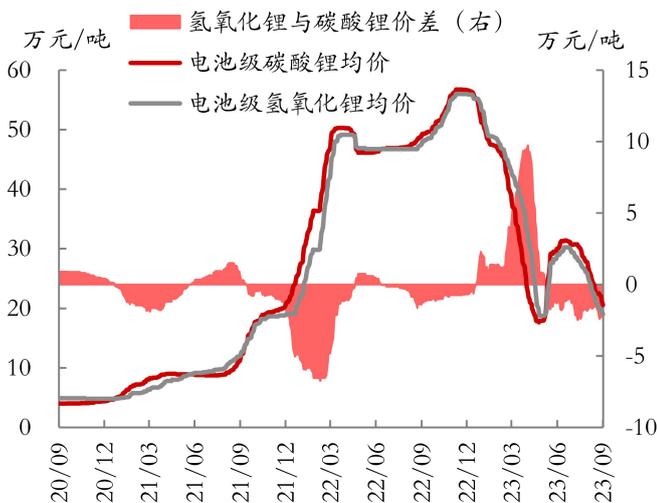
资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院测算

图表 4: 中国锂盐月度产量


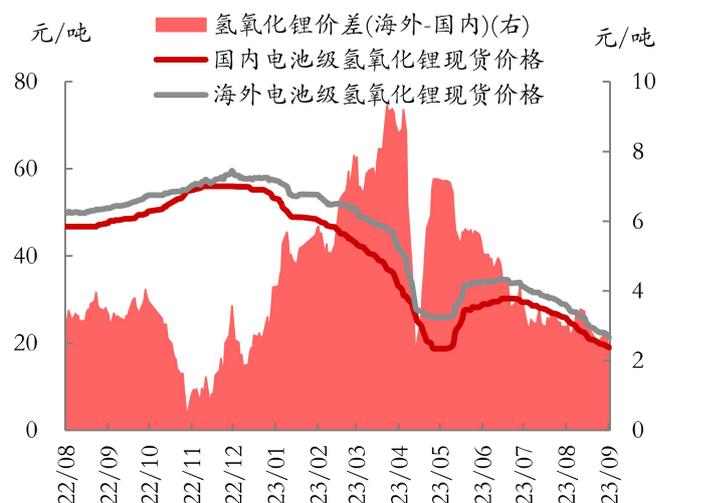
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

此外, 当下与 4 月的另一差异在于碳氢价差已出现明显倒挂。今年上半年的价格下行期内, 氢氧化锂较碳酸锂更为抗跌, 氢氧化锂-碳酸锂价差一度走阔至近 10 万元/吨, 锂盐厂生产氢氧化锂的积极性相对更高, 同时氢氧化锂的海外价格相对国内更为坚挺, 海内外电氢价差高达 9 万元/吨, 在此情况下工碳苛化电氢出口边际缓解了国内的供应压力。

而近期由于下游三元电池需求偏弱, 电氢价格已较电碳贴水近 2 万元/吨, 这一价格倒挂将使得锂盐厂优先将原料支撑碳酸锂外售。此外, 当前多家头部锂盐厂均有一定氢氧化锂库存, 若氢氧化锂需求持续疲软、碳氢倒挂程度进一步加深, 企业可能会考虑将这部分氢氧化锂库存碳化化为碳酸锂, 这将进一步增加碳酸锂的供应压力。

图表 5: 中国电池级氢氧化锂-碳酸锂价差


资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 6: 海内外氢氧化锂价差


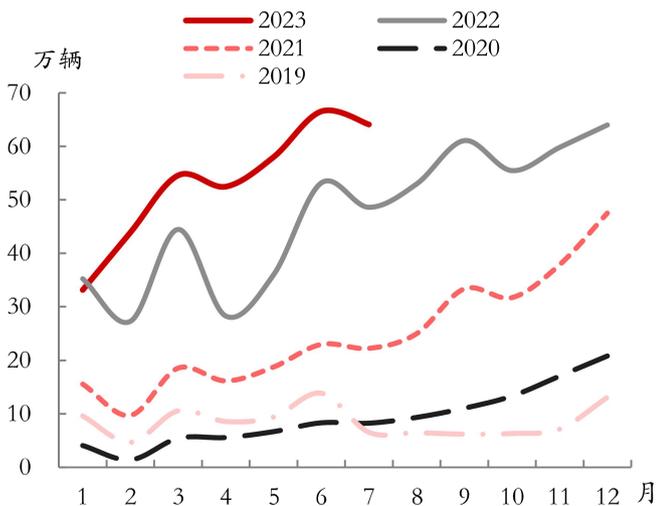
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

3、需求端：还能否期待旺季补库？

参考历史规律，市场普遍预期年末终端的产销旺季将驱动锂盐表观需求在金九银十达到年内峰值。而目前来看，今年终端新能源车领域的实际成色或仍部分取决于补贴强度，同时下游各环节间采销模式的结构调整也给表观需求带来了新的变化。

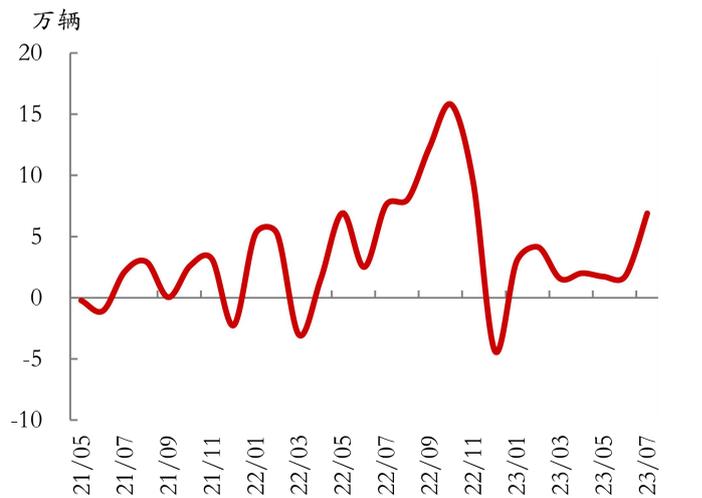
过去几年中，中国新能源车年末的消费旺季主要由政府和整车厂的补贴双重驱动。目前来看，全国性的补贴政策已于2022年底正式退出，今年以来多地政府相继推出地方性补贴政策刺激消费，但考虑到财政压力渐增，地方政府补贴进一步加码的空间或已较为有限。整车厂角度，截至7月，大多车企的实际销售进度均落后于年初制定的全年销售目标，同时随着碳酸锂等关键原材料的价格下行，车企理论上仍有一定降价空间，后续需跟踪整车厂是否会为了冲刺全年销售目标而加大促销力度、以及促销活动对终端消费的实际提振效果。

图表7：新能源车月度销量



资料来源：乘联会，东证衍生品研究院

图表8：中国新能源车整车库存变动

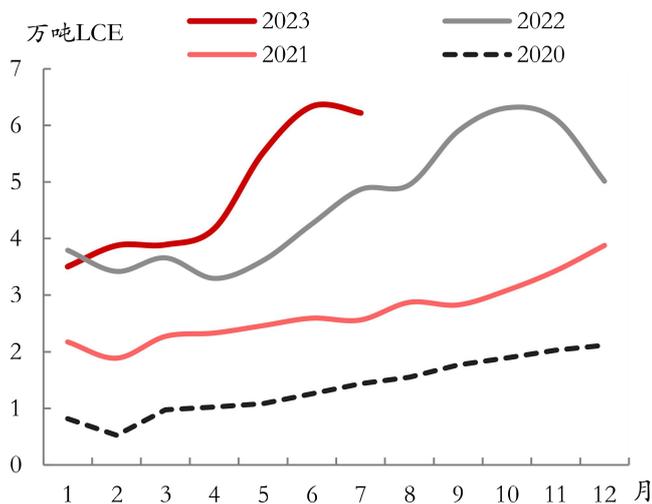


资料来源：乘联会，交强险，东证衍生品研究院测算

表观需求方面，三季度以来锂价再度下行，买涨不买跌的心态使得下游再度进入主动去库存周期，当前大多正极材料厂的原料库存和产成品库存均已降至低位，但由于短期内锂价仍是偏弱运行、且市场对中长期锂价一致看空，下游当前备货意愿仍较为谨慎、多以小批量刚需采购为主。此外，二季度以来正极材料厂-电池厂的采销模式中客供比例显著上行，即电池厂帮正极材料厂代采碳酸锂、同时材料厂只赚取固定的加工费，在此模式下，订单向上传导的效率提升，正极材料厂所需准备的库存较此前降低。同时，当前锂价波动较年初显著收敛，且长协的折扣系数调整频率较此前有所增加，锂盐厂-正极材料厂/电芯厂的长协多可正常执行，下游的大部分采购多以点对点长协的形式完成，

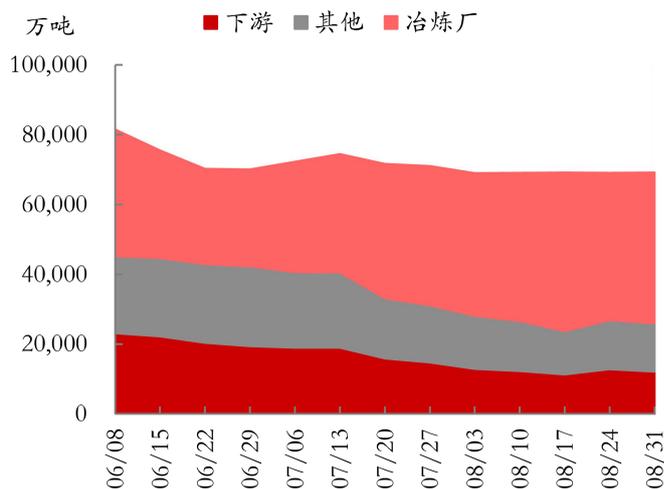
对现货价格的影响较此前边际转弱，二季度中后期下游集中补库而快速推升锂价的行情或难再重演。

图表 9：中国锂盐月度表观消费量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院测算

图表 10：中国碳酸锂库存变动



资料来源：Wind，SMM，东证衍生品研究院

4、投资建议

尽管当前非一体化锂盐厂已再度陷入亏损，但当前亏损幅度尚较有限，且矿端过剩预期逐步兑现、后续成本支撑将趋势性转弱，因此，即便当前供应端已出现部分检修减产，但对锂价的向上驱动仍稍显不足，供应端矛盾的激化可能需要更大程度的亏损、或更多实质性的减产发生。现阶段市场博弈的重点仍在于需求端，此前市场普遍预期旺季备货需求将于八月底集中释放，但电池厂排产增速略不及预期、锂价下行期内下游持续主动去库存，旺季需求阶段性落空使得碳酸锂期货价格承压下行。当前初端下游正极材料厂的库存策略仍偏谨慎，原料和成品库存均已降至极低水平，短期内下游谨慎的采购策略使得锂价暂乏向上驱动、弱势震荡，但渠道环节低库存也意味着终端需求对锂价的影响将更为直接，一旦终端需求有所超预期，下游补库需求释放将给锂价带来向上弹性。

考虑到成本支撑的转弱、以及下游采销模式的结构性调整，我们认为即便后续需求回暖带动锂价反弹，现货价格的反弹强度也将显著弱于今年二季度，而当前距离 LC2401 的交割仍有四月有余，且期货持续面临中长期沽空压力，期货盘面的反弹空间料将更为有限。策略角度，考虑到渠道环节低库存的背景下终端超预期有望给价格带来向上弹性，短期可关注 9 月下旬至 10 月的潜在反弹机会；但就资金博弈角度而言，LC2401 反弹至 20 万元/吨上方后或将面临较大阻力，中长期仍建议以偏空思路对待。

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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。

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