

## 国信期货有色（碳酸锂）专题报告

## 碳酸锂

## 供应冲击频发 对锂价影响几何

2024 年 1 月 15 日

## ● 主要结论：

澳洲和智利作为全球锂矿供应的“巨头”，在一周内相继出现供应变数。此轮供应冲击确实对市场的情绪面产生了一定程度上的影响，但短期内很难对碳酸锂供应产生实质性变化。着眼于 Finnis 项目的停产，其 2024 财年指引产量为 8 万吨-9 万吨锂精矿，折合碳酸锂约为 1 万吨，相较于澳矿总供应占比仅约为 2%。同时，Core Lithium 同时表示将使用目前的 28 万吨矿石库存继续加工，足够令其加工厂能继续运营至 2024 年年中，所以其停产并不会短期直接影响到澳矿供应。对于智利盐湖开采受阻，历史上 SQM 在 Atacama 的项目共出现过两次封路事件，对项目生产的影响均非常小，而在智利矿业部承诺智利总统 Boric 将来到该地区后，本次封路事件历时约 5 天后得以解决，SQM 位于 Atacama 盐湖的运营或将短期内恢复正常。同时，考虑到 SQM 和 Albemarle 在 Atacama 盐湖生产碳酸锂项目的环节较为复杂，整体制备环节较多，本次短期封路很难对碳酸锂供应产生实质性影响。

对于锂价而言，在 2024 年供需过剩被进一步拉大的背景下，产能逐步出清将是必然趋势。对于本次两大“巨头”的供给冲击，我们认为 Core Lithium 的停产对锂供应端潜在影响更大，主要基于市场对澳矿减产为价格下行周期见底信号的普遍共识和 Finnis 项目停产表现出澳矿销售策略调整的迹象。

上一轮周期时，除了由于债务问题被动减产的项目，还有衡量资源储量和销售价格从而调整经营策略主动减产的项目。Mt Cattlin 项目就是上一轮周期中主动调整经营策略而减产的代表之一——考虑到锂资源的战略地位和资源储量规模较小，彼时矿山选择减产消耗库存为主。这其实和这一次 Core Lithium 选择减产的原因基本一致——虽然 Core Lithium 相对于彼时的 Mt Cattlin 项目而言投产时间尚短，但公司现金流充足，并没有急切放量以此回流现金的需求。同时，其余正在经营的澳矿项目基本均经历过二轮锂价上行周期，对锂资源的战略地位认知更加充分，同时企业的现金流也较为充足，所以在这一轮价格周期中，这些澳矿项目的企业销售策略或将更加灵活，Core Lithium 的 Finnis 项目停产或将带动更多澳矿项目采用相似经营策略。我们预计，基于 Mt Cattlin 可供开采年数仅剩约 4 年，在基本面过剩下，锂价下行趋势或将导致 Mt Cattlin 项目成为下一个减产的澳矿项目。

落脚于碳酸锂价格，考虑到此次供给冲击短期内带来的影响较小，基本面过剩并未出现实质性变化，节前锂价预计仍将维持宽幅震荡走势。复盘期货价格，碳酸锂各月合约当下已经于 9 万至 11 万的区间内宽幅震荡一月之久，期间供给冲击等影响因素虽然频频出现，但并未形成指引性力量将价格拉出这个价格区间。我们预计，拉动价格上破区间的指引力量或将发生在春节后下游可能开启的补库周期或其他澳矿开始减产这两个因素之间，需密切关注相关事件及数据。操作建议，节前仍以宽幅震荡思路为主。

分析师助理：王美丹  
从业资格号：F03114617  
电话：021-55007766-6614  
邮箱：15695@guosen.com.cn

分析师：顾冯达  
从业资格号：F0262502  
投资咨询号：Z0002252  
电话：021-55007766-6618  
邮箱：15068@guosen.com.cn

## 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、Core Lithium 暂停采矿作业 澳矿减产停产开启

2024 年 1 月 5 日，澳洲锂矿商 Core Lithium 发布公告称，为应对锂市场状况的恶化，公司对业务进行了战略评估。该公司表示，将暂时停止其位于北领地 2022 年开设的 Finnis 项目中 Grants 开放式矿坑的采矿作业，但将继续处理现有的矿石堆存。同时，考虑到雨季采矿和施工的困难以及减少开支的重点，北领地 BP33 项目的早期工程已经暂停。公司公告表示，公司目前正在研究一系列降低成本和提高生产效率的方案。正在考虑的方案包括改变采矿战略和计划（如优先开采和可能临时缩减采矿作业）、商业解决方案，以及减少勘探和其他可支配支出。

澳洲作为全球高品位锂矿的聚集地，其停产让市场似乎有些“意外”。如果我们复盘第一轮锂价周期，不难发现，在锂盐一轮下跌周期时，部分澳矿（如 Bald Hill 和 Altura）已经经历过减产甚至破产。2018 年至 2020 年中，受 18 年我国新能源政策补贴退坡的影响，部分电池企业破产，而动力电池库存高企，同时导致了对锂盐的需求滑坡，澳矿 Pilbara、Bald Hill 和 Altura 三座矿山的相继投产又在持续提供供给增量——供强需弱导致锂价步入单边下行阶段，电碳均价于 2019 年 7 月底跌破 7 万元/吨，多个澳矿开始减、停产。再着眼当下，Core Lithium 是第二轮锂价上涨周期中第一家新投产的澳矿生产商，在当下整条锂产业链都处于过剩状态下，Finniss 项目的停产将成为本轮澳矿供给产能出清的标志。

着眼于 Finnis 项目的停产，我们预计此次停产短期对锂矿供应影响较为有限。首先，该项目于 2023 年 2 月产出首批锂精矿，2023 年预计总产量约为 0.7 万吨碳酸锂当量，这仅占 2023 年澳矿总供应的 2% 左右。虽然该项目原先设计产能为 17.3 万吨/年，但因回收率较低所以降低了产量指引，2024 财年指引产量为 8 万吨-9 万吨锂精矿，折合碳酸锂约为 1 万吨，相较于澳矿总供应约 50.3 万吨碳酸锂当量仍然占比非常低。同时，Core Lithium 同时表示将使用目前的 28 万吨矿石库存继续加工，足够令其加工厂能继续运营至 2024 年年中，所以其停产并不会短期直接影响到澳矿供应。

在全球锂产业链仍处过剩状态下，高成本的产能必然会逐步出清。对于澳洲目前在提供供应量的 8 大项目而言，首先停产的 Core Lithium 项目并非成本最高的项目。依据 Core Lithium 公告，公司 2024 年 C1 Cost 指引 1165-1250 A\$/t FOB，碳酸锂对应成本约 8.67 万人民币/吨。考虑到该项目相较于其他项目资源储量规模较小、项目投产时间尚短等特点，Core Lithium 此轮停产更多是对其资源价值的考量。同样特征的还有 Mt Cattlin 项目——虽然该项目的初始建设始于 2009 年 11 月，但据 Allkem 公告，该项目的锂资源储量折合碳酸锂当量仅约为 21.07 万吨，为 8 大项目中锂资源储量最低的一个。且据 Allkem 公司公告，该项目精矿生产成本约为 909 美元/吨，折合碳酸锂生产成本约为 9.66 万元/吨，生产成本高于 Finnis 项目。我们预计，在基本面过剩下，锂价下行趋势或将导致 Mt Cattlin 项目成为下一个减、停产的澳矿项目。

图：澳矿项目产量情况（预计）

| 公司名            | 持有资源               | 项目产量情况   |
|----------------|--------------------|--|
| 天齐/IGO/雅保      | Greenbushes 锂矿     | 2024 财年的产量指引保持在 140-150 万吨，折合 LCE 约为 20 万吨   |
| 雅保/MRL         | Wodgina 锂矿         | 2024 年预计产出 60 万吨品位为 5.8% 的精矿，折合 LCE 约为 8 万吨  |
| Allkem         | Mt Cattlin 锂矿      | 2024 财年预计产出 21-23 万吨品位为 5.3% 的精矿，折合 LCE 约为 2.8 万吨  |
| Pilbara        | Pilangoora 锂矿      | 2023 年预计全年产出约 60 万吨品位在 5.2% 至 5.3% 的锂精矿  |
| 赣锋/MRL         | Mt Marion 锂矿       | 在 P680 项目的达产下，预计 2024 年可产出同品味精矿 68 万吨，折合 LCE 约为 8.5 万吨。  |
|                |                    | 2024 年预计产出折合品位为 6% 的锂精矿 45 万吨，折合 LCE 约为 6.5 万吨   |
| Core Lithium   | Finniss 锂矿         | 原本项目计划产能为 17.3 万吨/年，但因回收率降低降低产量指引，2024 财年指引产量为 8-9 万吨，折合 LCE 约为 1 万吨。<br>2024 年 1 月 5 日，澳洲锂矿生产商 Core Lithium 宣布为应对持续下行的锂矿价格，公司将暂停旗下 Finnis 锂项目的采矿作业，将继续利用矿石库存进行选矿处理并交付锂精矿产品。目前现有库存约 28 万吨矿石，24 年供应预计折合 LCE 约 0.5 万吨。 |
| SQM Wesfarmers | Mt Holland 锂矿      | 项目计划产能 38 万吨/年，一期配套 5 万吨氢氧化锂，预计 2023 年底精矿投产，2024 年 H2 达产贡献增量，折合 LCE 约为 2.2 万吨  |
| Liontown       | Kathleen Valley 锂矿 | 2023 年底规划发出首批 D90<br>2024H1 规划一期 51.1 万吨锂精矿投产，未来计划扩建至 65.8 万吨，折合 LCE 约为 1.3 万吨   |
| 合计             |                    | 49.8   |

数据来源：各公司公告 国信期货

## 二、智利盐湖开采受阻 供应忧虑情绪抬升

在澳矿出现项目停产后，不到一周的时间，智利盐湖开采受阻为碳酸锂供给冲击加码。据路透社圣地亚哥1月10日消息，智利北部数百人周三举行抗议活动，封锁了 Atacama 盐湖的通道，智利生产商 SQM 和美国公司 Albemarle 均在此盐湖设有提锂项目。据一位知情人士表示，上个月 SQM 和智利国有铜业公司 Codelco 签署协议后，由当地土著团体领导的示威活动正在影响 SQM 的运营。Toconao 土著社区负责人 Yermin Basques 表示，当地团体正在封锁通往盐滩南部采矿作业的公共道路，阻止工人、物资和锂进出。对于此次抗议活动，SQM 没有立即发表评论，雅保在一份声明中表示，其运营“照常进行”，并且重点关注员工安全。

Basques 表示，当地土著社区在 SQM 和 Codelco 之间的谈判中被边缘化，该谈判根据智利总统 Gabriel Boric 于 2023 年 4 月份宣布的加强国家对锂资源控制的计划。他表示，大约 500 名抗议者封锁了盐滩南部公共道路上的六个不同地点，并要求智利总统将他们纳入 SQM 与政府之间的谈判中。智利矿业部表示正在关注抗议活动，但拒绝进一步置评。

智利作为全球高品位盐湖的聚集地，拥有全球最大在产盐湖 Atacama 盐湖，其盐湖提锂总量占全球碳酸锂总供应超过 17%。据 SQM 和美国雅保公司年报等相关信息统计，2023 年两个公司在 Atacama 盐湖的项目 2023 年预计总产量 25 万吨碳酸锂，其中 SQM 项目规划产能将于 2024 年扩大至 24 万吨，预计 2024 年年底达产。此外，我国作为智利碳酸锂的主要出口国，2023 年 1 月至 11 月总计从智利进口碳酸锂 12.14 万吨，占我国碳酸锂总进口量超过 87%。同时，我国碳酸锂对外依存度较高，智利进口量约占我国碳酸锂总供应超过 20%。智利盐湖开采受阻对情绪面带来了一定扰动，市场对该项目未来潜在影响表现出一定程度上的担忧。

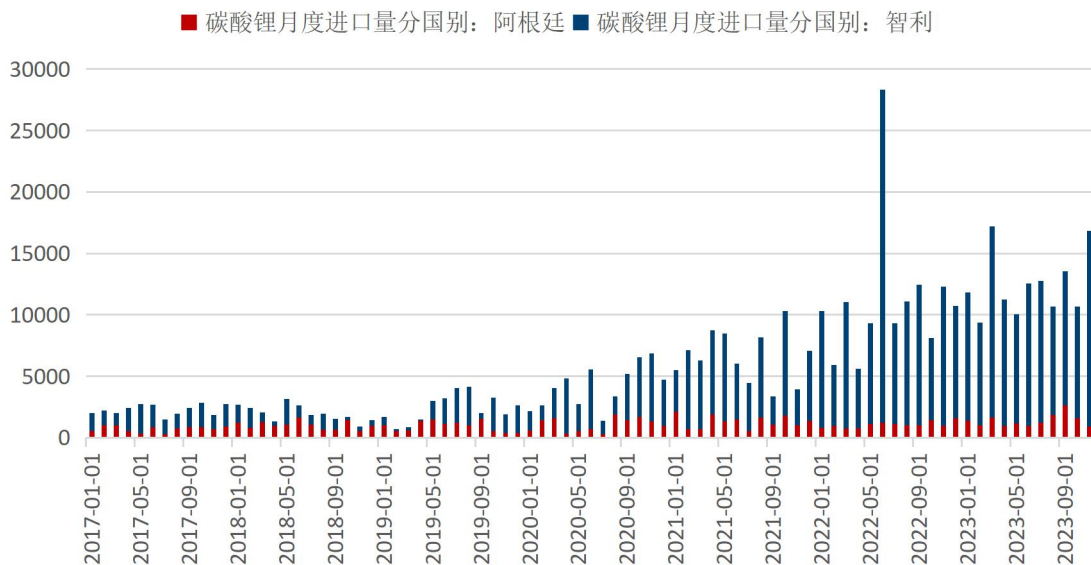
图：智利盐湖项目产量情况（预计）

| 公司名称      | 持有资源                  | 项目产量情况   |
|-----------|-----------------------|--|
| SQM       | Atacama盐湖<br>租约至2030年 | 2023年产能规划21万吨，预计24年达产。<br>2024年产能规划扩大至24万吨，预计24年年底达产 |
| Albemarle | Atacama盐湖<br>租约至2043年 | 2023年规划产能4万吨   |
| LPI       | Maricunga盐湖           | 规划23H2开始建设一期碳酸锂1.52万吨                                |
| 合计        |                       | 25   |

数据来源：各公司公告 国信期货

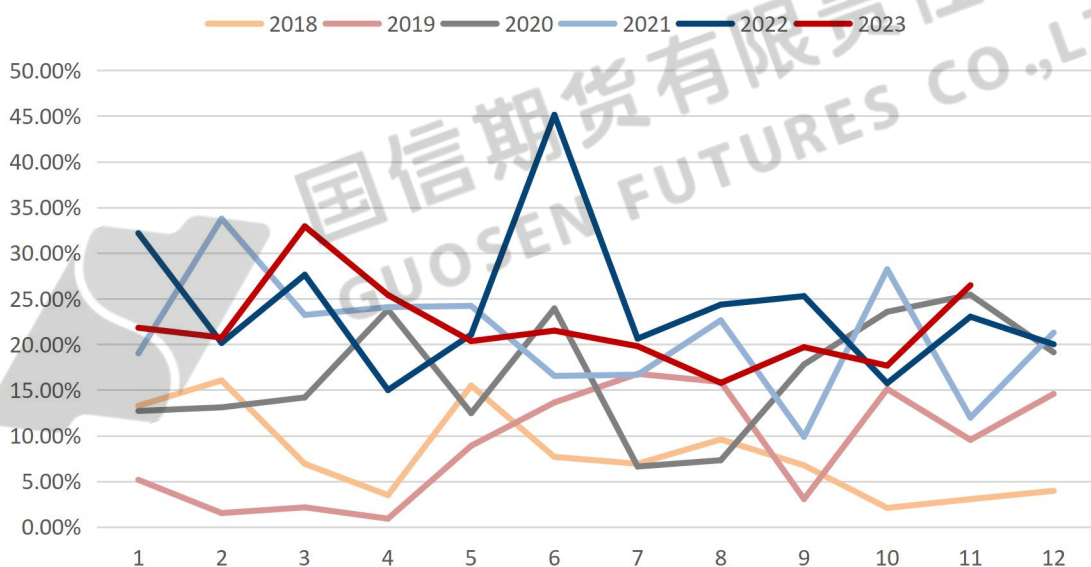
图：我国碳酸锂进口量变化（分国别）





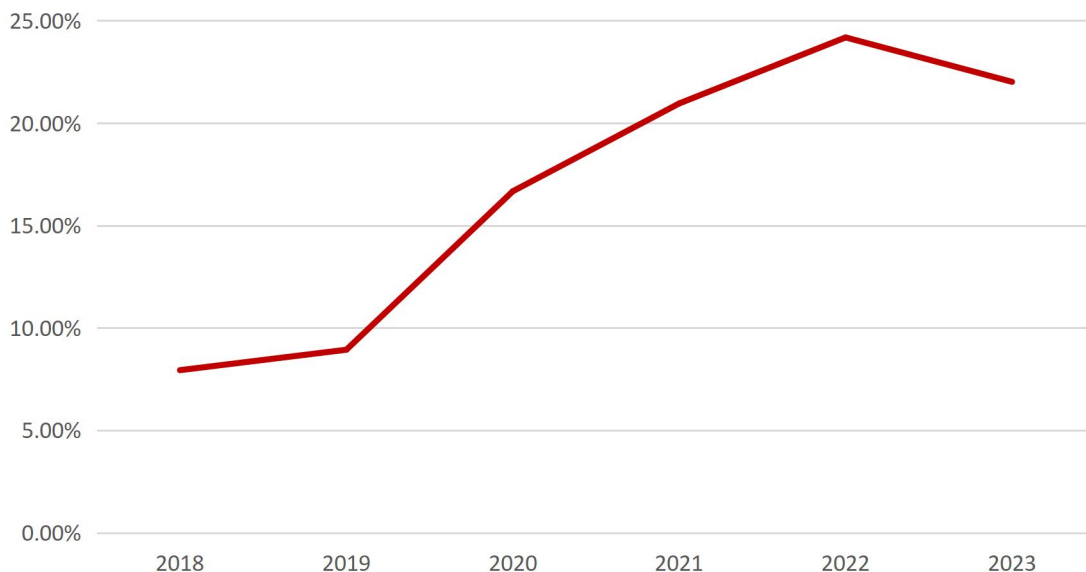
数据来源：海关总署 SMM 国信期货

图：智利进口量占我国碳酸锂总供应情况（月度季节性）



数据来源：海关总署 SMM 国信期货

图：智利进口量占我国碳酸锂总供应情况（年度变化）

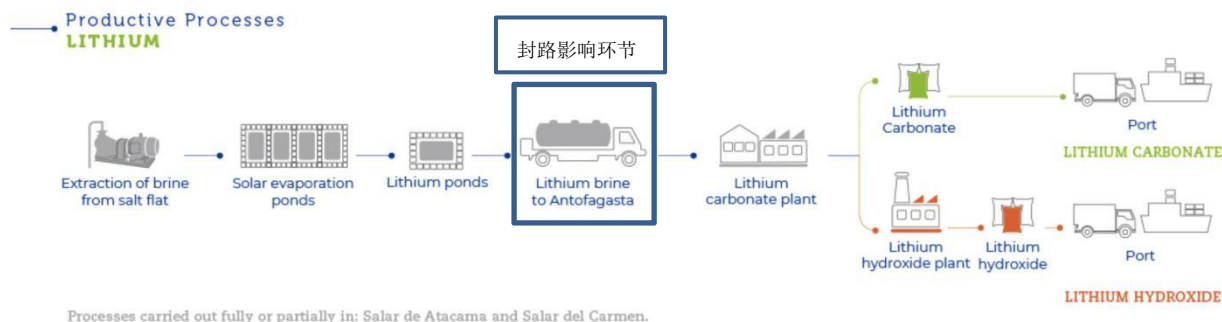


数据来源：海关总署 SMM 国信期货

然而，通过复盘 SQM 项目运营历史，我们发现，历史上 SQM 在 Atacama 的项目共出现过两次封路事件，对项目产生影响均非常小。第一次发生在 2018 年的 1 月 31 日，封路时间仅为 3 小时，事件起因于社区对 SQM 和智利生产促进委员会（Corfo）达成的配额协议不满，认为该协议并未考虑到对当地环境的影响。第二次发生在 2019 年 10 月 23 日，封路时间为 3 天，彼时智利正在进行全国范围内不平等抗议，项目所在地社区抗议锂矿开采。历史上两次位于 Atacama 盐湖的封路事件历时非常短，均未对该盐湖的提锂项目造成实质性影响。

事实上，本次封路事件也仅持续了 5 天左右就已经解除——据路透社圣地亚哥 1 月 13 日消息，智利北部数百人于 1 月 9 日开始位于 Atacama 盐湖的抗议活动结束。据智利地区原住民委员会（CPA）于社交媒体平台上发布的一份声明中表示，由于智利矿业部承诺智利总统 Gabriel Boric 将来到该地区后，抗议者将在未来几个小时内结束占领，将会逐渐撤离并解除封锁。1 月 14 日，拉美新闻社 Resumen 声明，矿业部确认智利总统 Boric 将前往该地区。此外，SQM 于当地时间 1 月 13 日发布公告，由于通往 Atacama 盐湖的主要道路持续阻塞，公司决定暂停 Atacama 盐湖的运营直至恢复正常。SQM 同时表示，目前无法估计暂停运营的任何经济影响，因为公司没有足够的信息来估计道路封锁将持续多久。仅看 SQM 公告和新闻报道，两者似乎有所矛盾。但实际上，SQM 发布的公告为 1 月 13 日的决策，彼时 Toconao 土著社区可能尚未完全停止抗议活动。且公司同时公告，如果封路问题得以解决，项目会正常作业。此外，根据 Albemarle 公开表示，公司目前位于 Atacama 盐湖的项目运营尚未受到影响。综合相关信息，SQM 位于 Atacama 盐湖的运营或将在短期内恢复正常。同时，考虑到 SQM 在 Atacama 盐湖生产碳酸锂的项目环节较为复杂，整体制备环节较多，短期封路很难对碳酸锂供应产生实质性影响。

图：SQM-Atacama 项目环节复杂，封路影响有限



数据来源：SQM 官网 国信期货

### 三. 两大“巨头”出现供应冲击 对锂价影响几何？

澳洲和智利作为全球锂矿供应的“巨头”，在一周内相继出现供应变数。此轮供应冲击确实对市场的情绪面产生了一定程度上的影响，但短期内很难对碳酸锂供应产生实质性变化。

着眼于 Finniss 项目的停产，我们预计此次停产短期对锂矿供应影响较为有限。首先，该项目于 2023 年 2 月产出首批锂精矿，2023 年预计总产量约为 0.7 万吨碳酸锂当量，这仅占 2023 年澳矿总供应的 2% 左右。虽然该项目原先设计产能为 17.3 万吨/年，但因回收率较低所以降低了产量指引，2024 财年指引产量为 8 万吨-9 万吨锂精矿，折合碳酸锂约为 1 万吨，相较于澳矿总供应约 50.3 万吨碳酸锂当量仍然占比非常低。同时，Core Lithium 同时表示将使用目前的 28 万吨矿石库存继续加工，足够令其加工厂能继续运营至 2024 年年中，所以其停产并不会短期直接影响到澳矿供应。

对于智利盐湖开采受阻，通过复盘 SQM 项目运营历史，我们发现，历史上 SQM 在 Atacama 的项目共出现过两次封路事件，对项目产生影响均非常小。此次事件由于当地土著社区在 SQM 和 Codelco 之间的谈判中被边缘化，他们要求智利总统将他们纳入 SQM 于政府之间的谈判中，而在智利矿业部承诺智利总统 Gabriel Boric 将来到该地区后，本次封路事件历时约 5 天后得以解决。虽然 SQM 于 1 月 13 日发布的公告和封路结束似乎有所矛盾，但考虑到 SQM 发布的公告为 1 月 13 日的决策，且公司同时公告如果封路问题得以解决、项目会正常作业，综合判断，SQM 位于 Atacama 盐湖的运营或将短期内恢复正常。同时，考虑到 SQM 和 Albemarle 在 Atacama 盐湖生产碳酸锂项目的环节较为复杂，整体制备环节较多，本次短期封路很难对碳酸锂供应产生实质性影响。

对于锂价而言，在 2024 年供需过剩被进一步拉大的背景下，产能逐步出清将是必然趋势。对于本次两大“巨头”的供给冲击，我们认为 Core Lithium 的停产对锂供应端潜在影响更大，主要基于市场对澳矿减产停产为价格下行周期见底信号的普遍共识和 Finniss 项目停产表现出澳矿销售策略调整的迹象。

首先，复盘上一轮锂价周期，2017 年 Mt Cattlin 和 Mt Marion 两个项目相继投产和 2018 年 Pilbara、Bald Hill 和 Altura 三座矿山陆续投产，导致澳矿 2019 年年产能呈现倍数增长，而需求滑坡下这一部分供给增量很快变成了过剩量，导致锂价开始大幅下挫。基于对第一轮周期的分析，自本轮锂价下行周期开启时，市场一直视澳矿的减产停产为本轮价格见底的信号。

此外，上一轮周期时，除了由于债务问题被动减产停产的项目，还有衡量资源储量和销售价格从而调整经营策略主动减产停产的项目。Mt Cattlin 项目就是上一轮周期中主动调整经营策略而减产停产的代表之一——考虑到锂资源的战略性地位和资源储量规模较小，彼时矿山选择减产停产消耗库存为主。这其实和这一次

Core Lithium 选择减停产的原因基本一致——虽然 Core Lithium 相对于彼时的 Mt Cattlin 项目而言投产时间尚短，但公司现金流充足，并没有急切放量以此回流现金的需求。而当下澳矿的 8 大项目中基本均经历过二轮锂价上行周期，对锂资源的战略地位认知更加充分，同时企业的现金流也较为充足，所以在这一轮价格周期中，这些澳矿项目的企业销售策略或将更加灵活，Core Lithium 的 Finnis 项目停产或将带动更多澳矿项目采用相似经营策略。我们预计，基于 Mt Cattlin 可供开采年数仅剩约 4 年，在基本面过剩下，锂价下行趋势或将导致 Mt Cattlin 项目成为下一个减停产的澳矿项目。

落脚于碳酸锂价格，考虑到此次供给冲击短期内带来的影响较小，基本面过剩并未出现实质性变化，节前锂价预计仍将维持宽幅震荡走势。复盘期货价格，碳酸锂各月合约当下已经于 9 万至 11 万的区间内宽幅震荡一月之久，期间供给冲击等影响因素虽然频频出现，但并未形成指引性力量将价格拉出这个价格区间。我们预计，拉动价格上破区间的指引力量或将发生在春节后下游可能开启的补库周期或其他澳矿开始减停产这两个因素之间，需密切关注相关事件及数据。操作建议，节前仍以宽幅震荡思路为主。



**重要免责声明**

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。