

国信期货有色（碳酸锂）专题报告

碳酸锂

碳酸锂接连破位 市场热议底在何方？

2023 年 9 月 14 日

● 主要结论：

自碳酸锂期货上市以来，主力合约相较于最初的上市基准价已经跌超 31.2%，电池级碳酸锂的现货均价跌幅高达约 34.55%，期现货基差有逐步收窄趋势。在期现货跌幅均已超 30% 之下，下行趋势仍存。我们认为，分析碳酸锂当下市场仍然要从基本面和成本这两个方面入手，重点分别落在了供需基本面的反转时点和成本线的支撑力量上。

基本面来看，碳酸锂供需过剩预计在 10 月份将迎来小幅拐点，但去库量预计有限。看向今年 10 月至 12 月，供给端而言，预计回收料端产量或将小幅减少、盐湖产量由于季节性也将有所下降，但在新增项目数量可观的大背景之下、相比于增量的绝对高值扰动仍然有限。需求端预计将维持一个弱势小幅增长的局面，随着动力电池成品库存逐步消化和碳酸锂现货价格下跌趋势之下，动力电池厂有望在 10 月份迎来小幅补库。但考虑到目前动力电池成品库存仍处历史绝对高位的情况之下，即便终端需求向好幅度较大向中游传导的顺畅程度也将受到影响，碳酸锂需求量预计仍将在 10 月份小幅提升、11 月和 12 月份再次下滑。体现到库存上，碳酸锂总库存有望在 10 月份迎来去库拐点、库销比有望小幅下降。但在供给端短期扰动有限、需求端难言大幅向好之下，预计去库量有限。反映到价格上，10 月份碳酸锂期现货价格中枢有望在库销比小幅下滑下有所抬升，但基于目前供需过剩已定、下行趋势依然难改，短期回调幅度预计有限。

成本端来看，在外采矿成本早已被跌穿叠加期现货下跌趋势难改的情况下，我们实际关注的应该是 12 万元/吨-15 万元/吨一线的一体化低品位锂云母项目的成本支撑位置。但考虑到碳酸锂一体化项目成本曲线较为陡峭，在供需基本面难言大幅反转的情况下，这一成本线的支撑力量有待进一步观察。

展望后市，供应扰动有限叠加需求难超预期，碳酸锂供需过剩已然难改，10 月份的小幅去库拐点预计也仅仅将为短期回调。在期现货下行趋势难改的主线逻辑之下，建议重点关注 10 月起价格中枢抬升下可能出现的逢高沽空机会和 15 万元/吨这一线成本位对价格的支撑力量。策略方面，建议投资者在 17.5-19 万元/吨区间内关注逢高沽空机会、15 万元/吨一线考虑空单止盈，可关注 2401-2402 合约价差收窄趋势下的跨期套利机会，建议生产企业考虑布局卖出套保。

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：

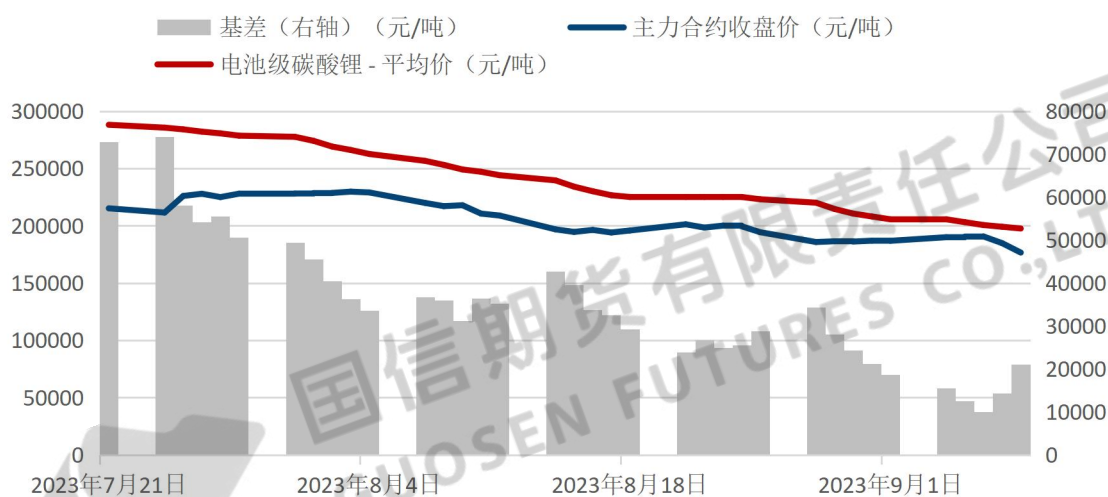
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

2023年9月12日至9月14日，碳酸锂期现货整体大幅下挫，主力合约2401累计跌幅达到5.32%，现货跌幅达到2.84%。整体而言，传统需求旺季呈现出的“旺季不旺”显现，供需过剩持续使得碳酸锂期现货本周再度大幅下挫。

自碳酸锂期货上市以来回归，主力合约相较于最初上市基准价已经跌超31.2%，电池级碳酸锂的现货均价跌幅高达约34.55%，期现货基差有逐步收窄趋势。在期现货跌幅均已超30%之下，下行趋势仍存。我们认为，分析碳酸锂当下市场仍然要从基本面和成本利润入手，重点分别落在了供需基本面的反转时点和成本线的支撑力量上。

图：碳酸锂期现货价格及基差



数据来源：Wind SMM 广期所 国信期货

二、基本面分析

1、供应端：供给扰动有限 新增产能数量可观

自2022年年末碳酸锂现货价格从高位“雪崩”式下滑开始，市场对于锂产业走向全面供需过剩的预期从未停止。在锂盐2021年至2022年的高位刺激之下，资金大量涌入锂资源项目板块，全球新增产能以超预期的加速爬升。在供给刚性削弱背景之下，锂资源项目的必要周期缩短至2-3年导致多数项目于2023年至2024年集中投产。根据上市公司年报和非上市公司公开披露的数据，我们统计出中国2023年碳酸锂产能约为96万吨，相较于去年全年产能约提高35万吨。供给量释放之多直接使得市场对供需过剩情绪的升温。

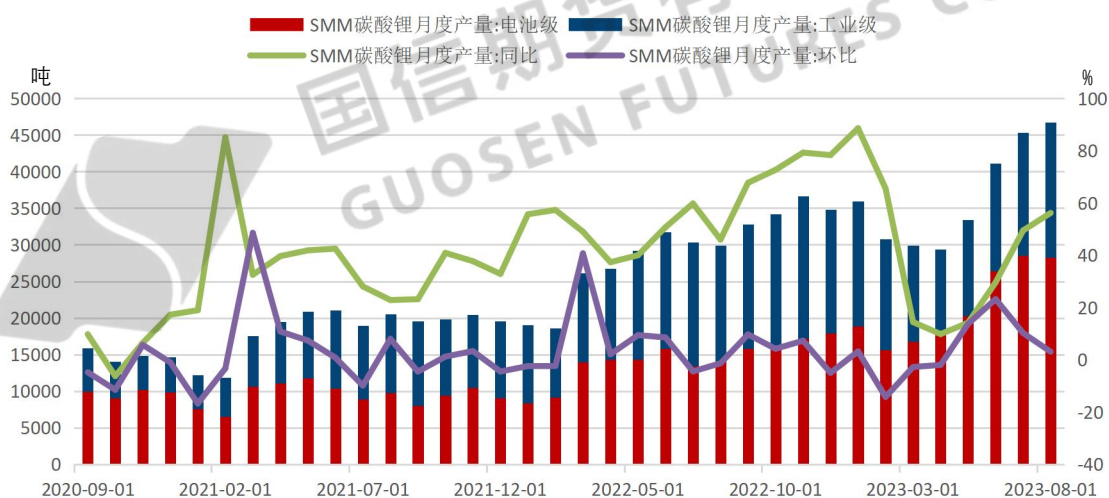
虽然碳酸锂期货相较于上市的基准价24.6万元/吨已经跌超30%、现货也大幅下挫近35%，价格早已跌破外采矿成本线，但供给端尚未出现大幅减停产。据市场公开统计，9月份除江西飞宇新能源有检修停产计划外，其余锂盐厂暂无减停产计划，且飞宇新能源减停产对应产量约为1000吨，仅约占7月份总产量的2.2%。与减停产恰恰相反，据SMM消息，在氢氧化锂库存体量较大且需求增速不及预期的情况下，部

分锂盐厂将氢氧化锂产线转产到碳酸锂，对已经过剩较为严重的供需预期再次加码。上游端，虽然非洲部分矿山因成本问题出现减产停产、锂矿贸易商也出现因持货成本和下游要价过低而选择减少报价以及出货，但盛新锂能在津巴布韦 Sabi Star 锂浮选厂已投入使用、中矿资源集团津巴布韦 Bikita 矿山首批锂辉石精矿粉也开始发运回国，上游矿端目前供给仍较为充足。在期现货价格大幅下挫下，供给端扰动仍然有限，预计供需过剩短期内仍将持续，未来供需格局转变仍然在下游端需求提振上。

具体看到我国碳酸锂产量，据 SMM 数据统计，8 月份我国碳酸锂月度总产量约为 4.67 万吨，同比增长 56.16%、环比增长 3.06%。分项来看，电池级碳酸锂 8 月份产量约为 2.82 万吨、占比约 60.39%、环比微降 1.02%，工业级碳酸锂产量约为 1.85 万吨、占比约 39.61%、环比上升 10.01%。分原料来看，锂辉石反超锂云母、在 8 月份占比最大、约占 28.8%，锂云母占比下降至 27.76%，盐湖和回收均约占 21.8%。

在碳酸锂期现货价格下挫趋势仍存下，供应端位于成本线上方的项目长期来看一定会逐步开始减产，只是短期未有迹象。从数据方面来看，锂云母生产的碳酸锂在 8 月份出现 10.7% 的环比下滑，或因环保问题及利润缩减导致。由锂云母生产碳酸锂所产生的尾渣如何高效无害化处理仍然是限制项目建设的一大问题所在，而今年 4 月份由于环评影响云母项目停产或将再次出现。但考虑到目前江西锂盐厂库存仍处于平均水平、且 2024 年项目规划未出现切实扰动，预计短期内影响有限。回收料来看，废旧电池价格跌幅有限、利润空间缩小，回收料加工企业开工意愿下降明显。综合而言，看向今年 10 月至 12 月，预计回收料端产量或将小幅减少、盐湖产量由于季节性也将有所下降，但相比于供应增量的绝对高值扰动仍然有限。

图：我国碳酸锂月度产量

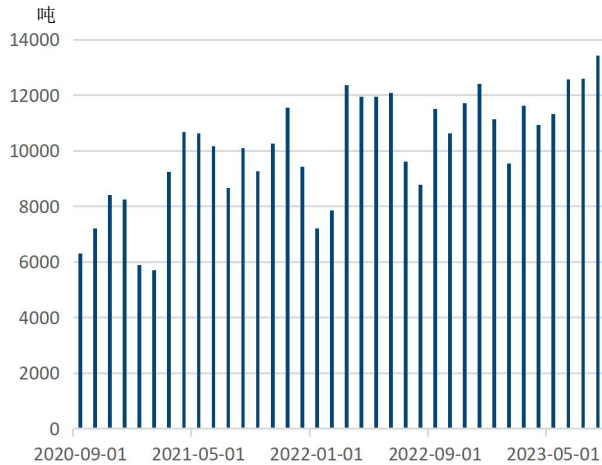


数据来源：SMM 国信期货

图：分原料产量：锂辉石

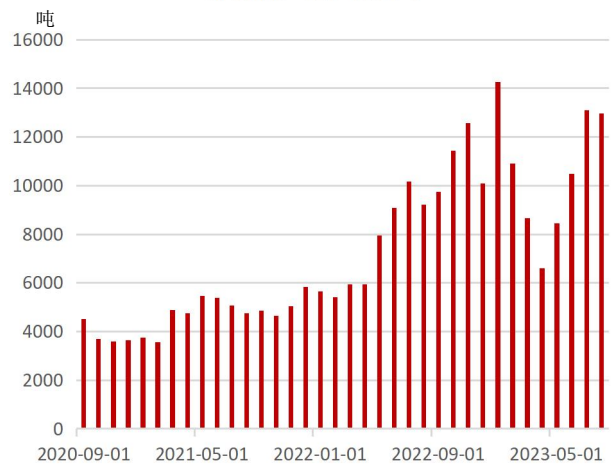
图：分原料产量：锂云母

分原料产量：锂辉石



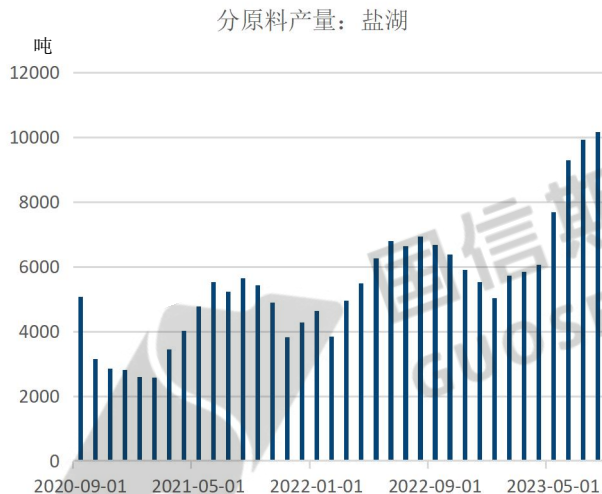
数据来源：SMM 国信期货

分原料产量：锂云母



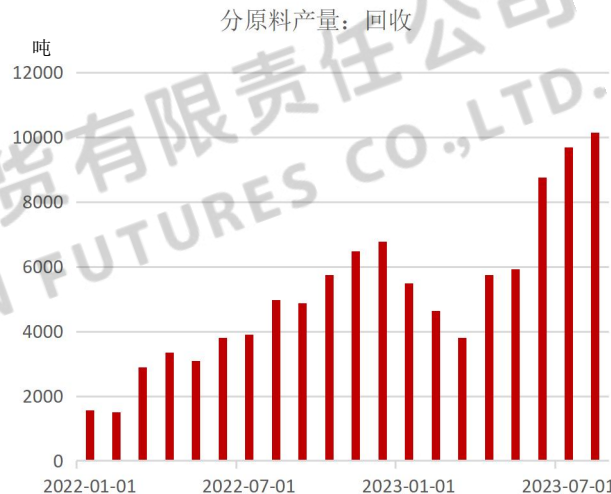
数据来源：SMM 国信期货

图：分原料产量：盐湖



数据来源：SMM 国信期货

图：分原料产量：回收



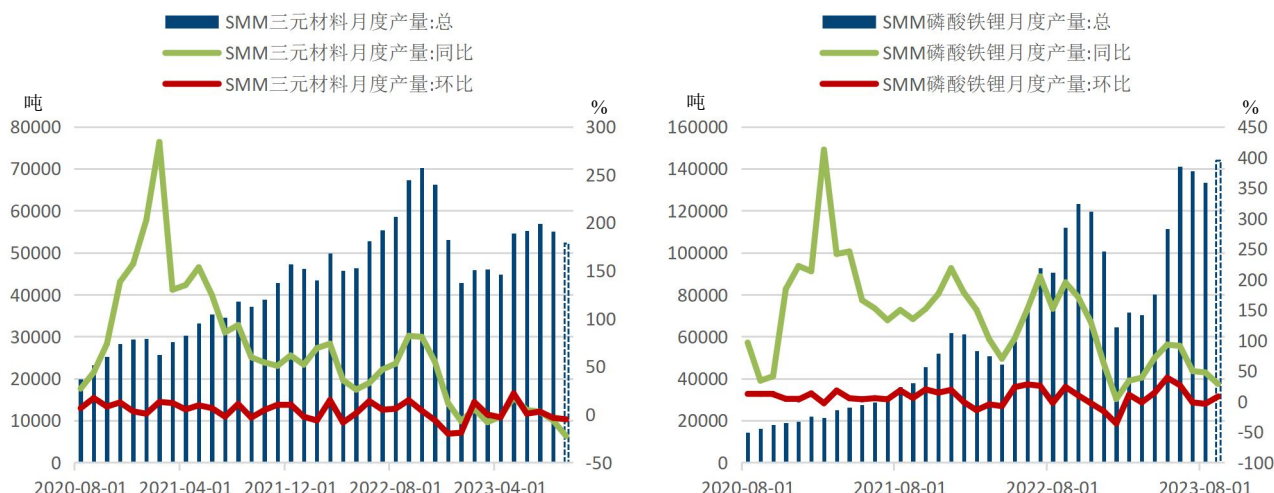
数据来源：SMM 国信期货

2、需求端：“旺季不旺”显现 下游端成品库存高位何时消化

9月已过近四分之一，碳酸锂直接下游需求端正极材料的9月份排产计划已经清晰。据市场公开统计，磷酸铁锂正极材料9月排产预计环比增加8%，三元材料预计环比下滑5%，初端需求相较于8月份基本无变化。传统“金九”的“旺季不旺”已成定数。

图：三元正极材料产量及同环比

图：磷酸铁锂材料产量及同环比

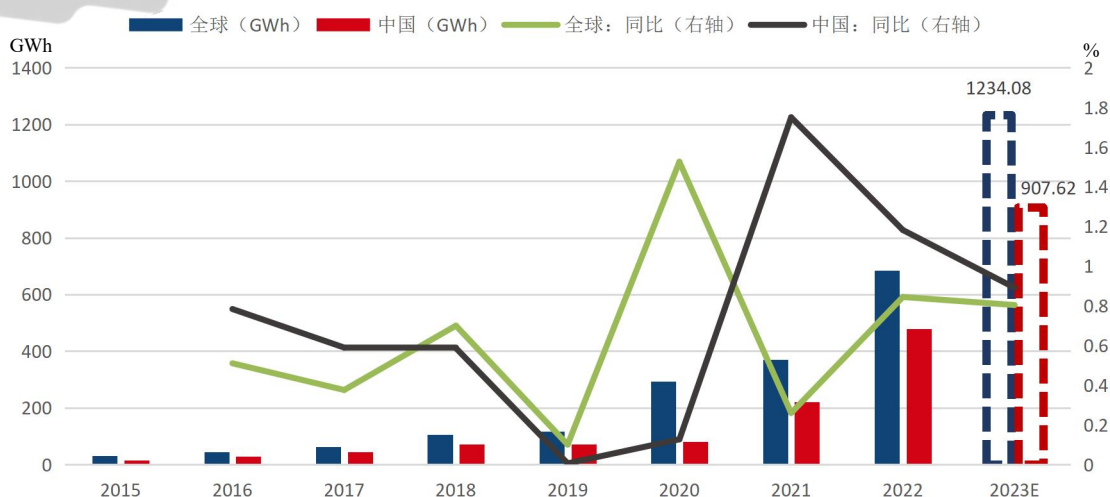


数据来源：SMM 国信期货

数据来源：SMM 国信期货

从9月份碳酸锂初端需求的不及预期中，我们实际看到的是我国新能源行业从过去爆发式增长的过热期逐步向着理性期的过渡转变。目前我国动力电池行业正处于过热期的后半段，在经历了前期市场的快速扩张之后，供需过剩开始显现，资金也逐步回归理性投资，行业增速逐步回落至一个相对稳定的水平。这一点，我们从2016年新能源行业加速发展开始、回顾分析全球及中国动力电池出货量及同比增速即可总结得出。动力电池作为新能源汽车的主要供能来源，新能源汽车行业的高景气推升了全球动力电池需求上行。目前全球动力电池出货量仍处于上升区间，虽然同比增速相比于2021年行业需求井喷式的爆发有所回落，但全球目前仍处于超80%的高位，我国的同比增速更是达到了约110%的高位。据EVTank预测，2023年全球动力电池出货量将达到1234GWh，同比增速高达约80%；据高工锂电预测，我国的出货量将达到907GWh、占全球近74%，同比增速高达约90%。综合而言，目前我国新能源行业仍然处于上升区间，但已逐步从过热期转向理性期，需求增速的边际变化逐步有所回落或将成为未来趋势。

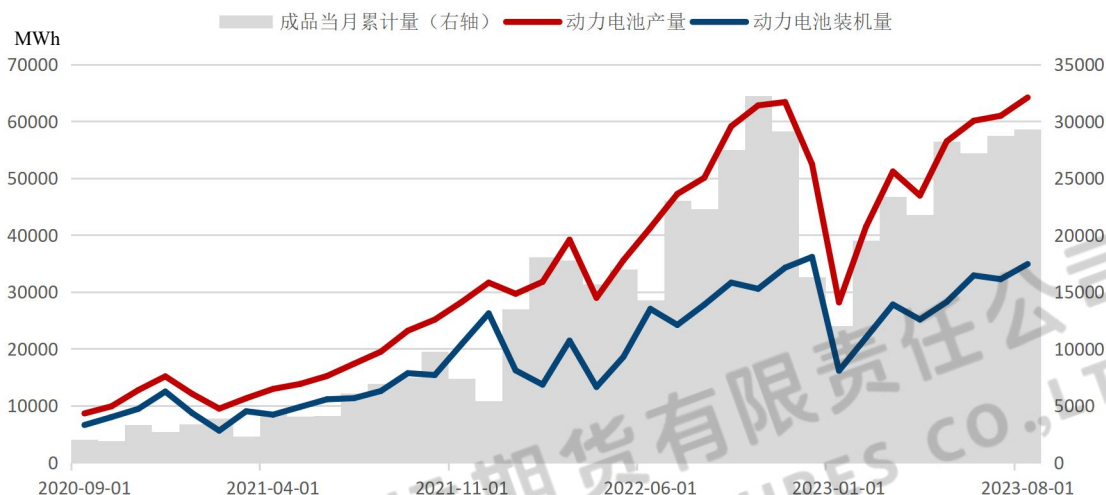
图：全球及中国动力电池出货量及同比增速



数据来源：EVTank 高工锂电 国信期货

目前下游端成品高库存何时有效消化变成了碳酸锂初端需求何时能有所转折的重要观测指标。据 SMM 统计数据，从 2020 年 9 月开始，我们统计出我国动力电池产量、装机量及其对应的成品当月累计量。复盘动力电池供需基本面和碳酸锂现货价格我们不难发现，在成品当月累计量最高的 2022 年 10 月和 11 月，动力电池产量首先下滑、装机量紧随其后，碳酸锂现货价格便开始从近 60 万元/吨的价格大幅单边下挫，一路跌至 17.65 万元/吨的低点。当下动力电池的产量、装机量和成品当月累计量仍处历史高位，按照 8 月份成品累计近 30GWh 来计算，当下成品月度累计已经可供终端一个月的装机需求，下游端在成品库存高位下补库需求不明显、多为低价刚需采购为主。

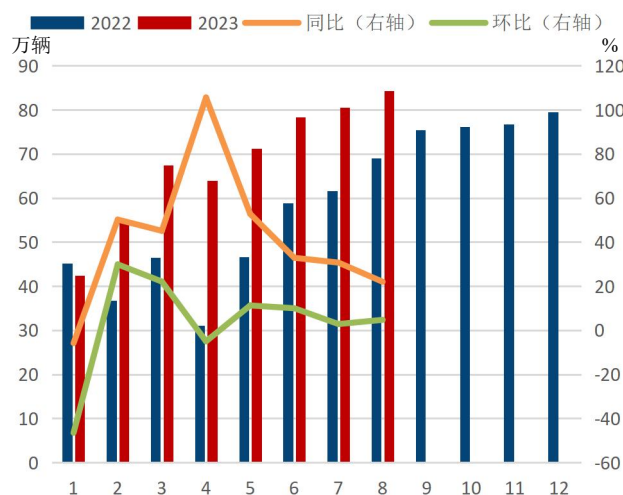
图：我国动力电池月度产量、装机量及成品当月累计量



数据来源：SMM 国信期货

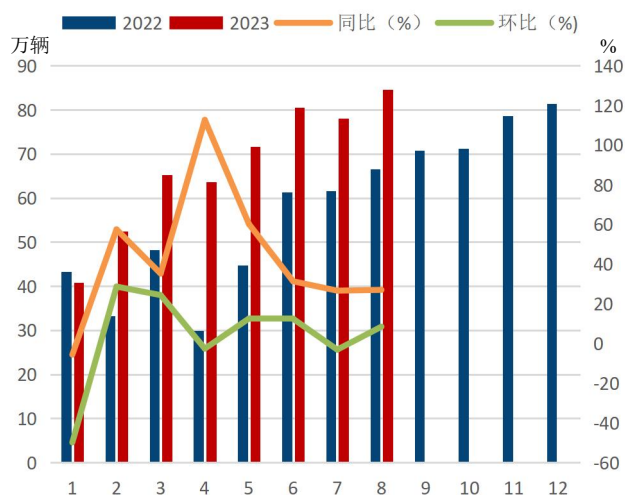
看向终端需求，1月-8月，我国新能源汽车累计产销分别完成 543.4 万辆和 537.4 万辆，同比增长 36.9% 和 39.2%。而基于市场对中国今年新能源车销量 900 万辆的预测，9-12 月的新能源汽车销量月复合增长率仅达到约 3% 就可以实现。而在这种情况下，预计 9-12 月新能源车的产销量也将难有超过预期的大幅提振。

图：新能源车销量及同环比增速



数据来源：Wind 国信期货

图：新能源车产量及同环比增速



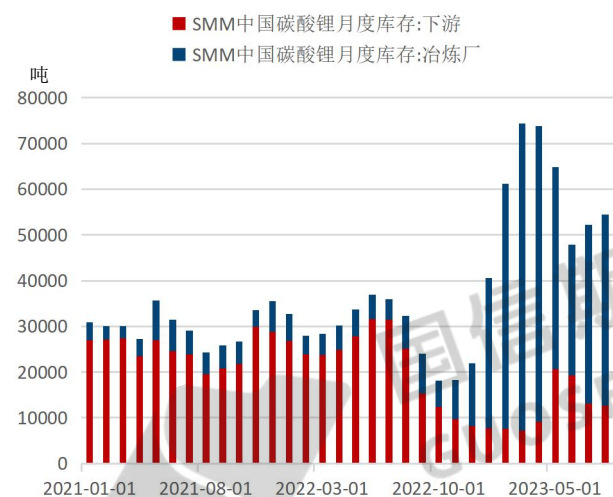
数据来源：Wind 国信期货

综合而言，需求端在今年剩余的三个半月预计将维持一个弱势小幅增长的局面，随着动力电池成品库存逐步消化和碳酸锂现货价格下跌趋势之下，动力电池厂有望在10月份迎来小幅补库。但考虑到目前动力电池成品库存仍处历史绝对高位的情况之下，即便终端需求向好幅度较大向中游传导的顺畅程度也将受到影响，碳酸锂需求量预计仍将在10月份小幅提升、11月和12月份再次下滑。

3、库存端：10月有望迎来去库拐点 但去库量预计有限

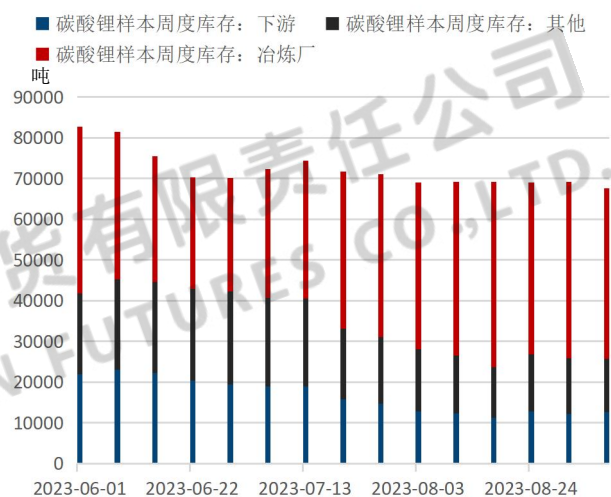
从库存端来看，目前冶炼厂和下游库存去库情况出现分歧，但总体库存在过去的三个月中仍有所累库，说明碳酸锂供需基本面仍然处于过剩状态。分项来说，冶炼厂库存在经历了3月-6月的去库后，与7月-8月再次累库；而下游端在5月出现大幅累库，但之后持续去库。样本周度数据来看，9月7日当周，下游在现货价格接连走弱的情况下出现低价采购、刚性补库行为——下游碳酸锂库存小幅累积约500吨、冶炼厂库存去库约1460吨。

图：碳酸锂月度库存



数据来源：SMM 国信期货

图：碳酸锂样本周度库存

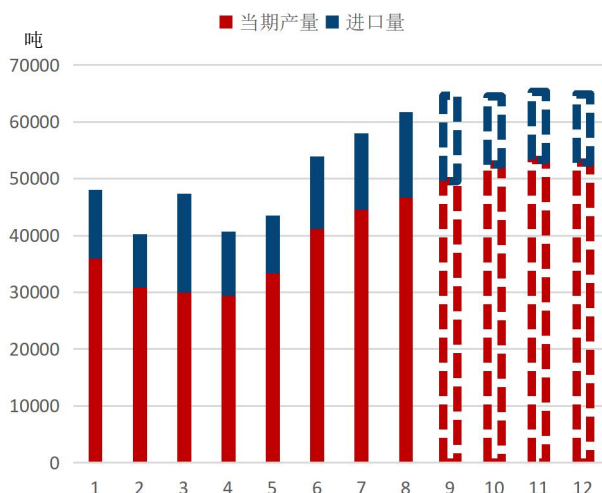


数据来源：SMM 国信期货

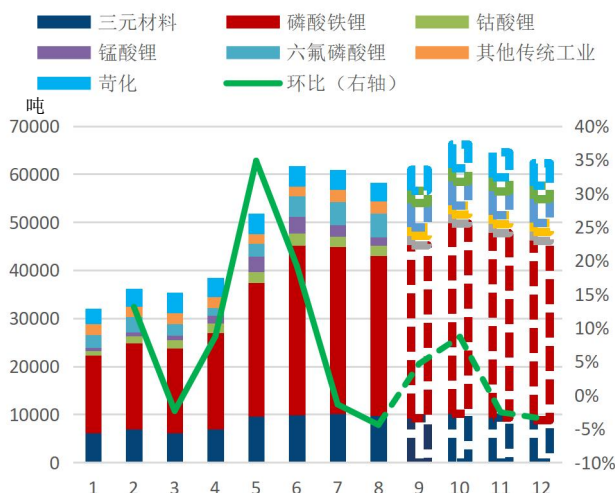
综合上述我们对碳酸锂供需基本面的分析及对未来月度产量及需求量的预测，碳酸锂总库存有望在10月份迎来去库拐点、库销比有望小幅下降。但在供给端短期扰动有限、需求端难言大幅向好之下，预计去库量有限。反映到价格上，10月份碳酸锂期现货价格中枢有望在库销比小幅下滑下有所抬升，但基于目前供需过剩已定、下行趋势已然难改，短期回调幅度预计有限。

图：我国碳酸锂供应量月度预测

图：我国碳酸锂月度需求量预测

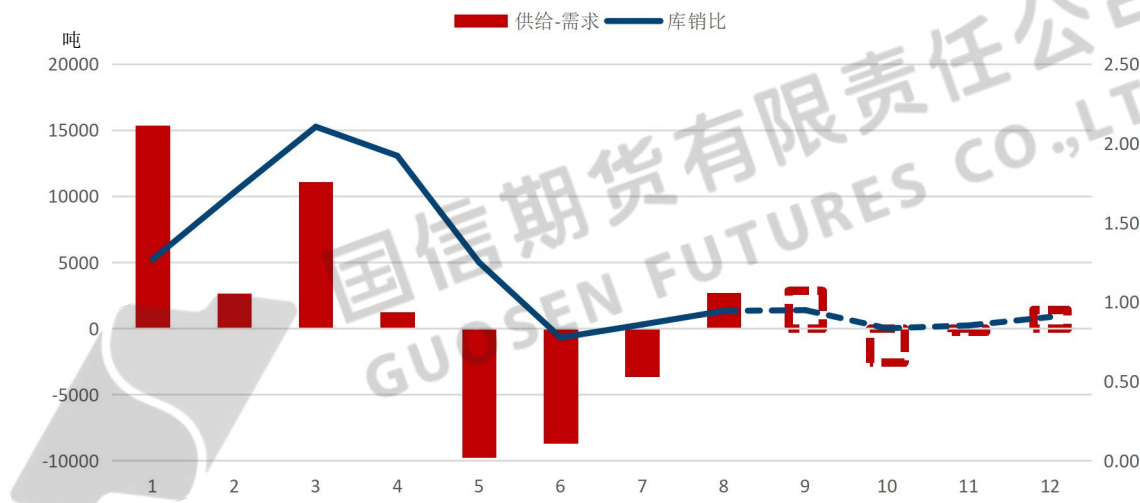


数据来源：各公司公告 SMM 国信期货



数据来源：各公司公告 SMM 国信期货

图：2023 年碳酸锂供需平衡及库销比



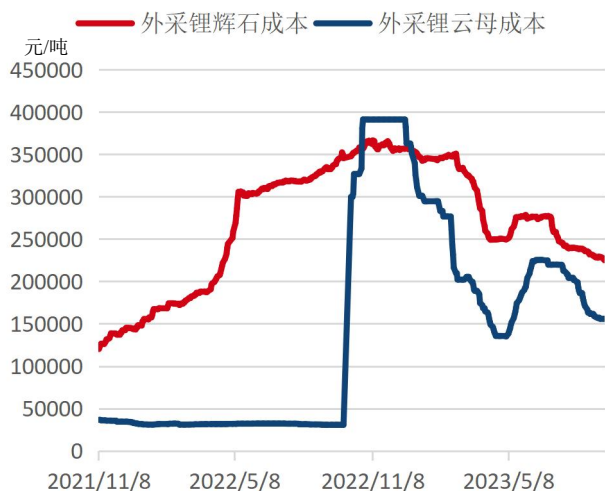
数据来源：各公司公告 SMM 国信期货

三、成本端分析：外采矿成本支撑“无效” 重点关注 15 万元/吨一线

我国碳酸锂项目主要分为自有矿项目和外采矿项目，其中外采矿项目占比六成以上。这一部分外采矿项目主要是通过进口锂辉石精矿和外采锂云母精矿进行冶炼生产的，相比于一体化项目来说，这些企业的成本要高很多。

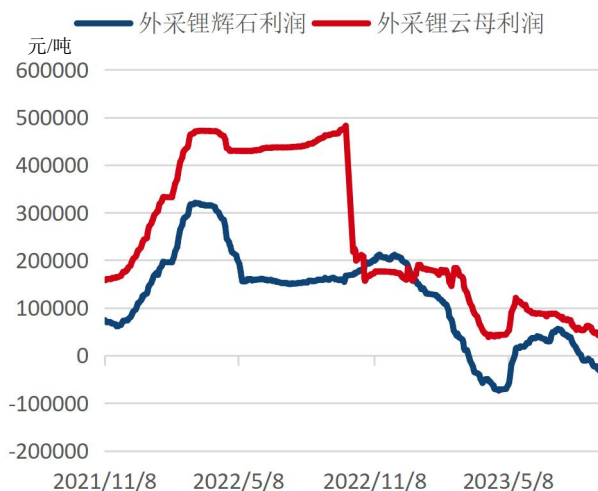
自碳酸锂期现货连跌开始，市场上对于期现价格跌破外采项目成本的说法从未停止，而这一部分成本却没有对下行的价格形成一个足够有效的支撑。这主要是因为外采矿价格与碳酸锂价格为正相关关系，碳酸锂价格的下跌将直接带动锂精矿价格下跌，且精矿价格于锂盐价格存在大约 2 个月的滞后期。根据 SMM 统计数据，我们采用锂辉石精矿（6%，CIF 中国）平均价和锂云母（Li2O:2.0%-2.5%）平均价作为外采矿价格，假设回收率分别约在 90%和 70%，计算出外采锂辉石和外采锂云母生产成本。进一步结合当日 SMM 统计电池级碳酸锂均价，我们可以得到外采矿项目利润曲线。

图：外采矿项目成本曲线



数据来源：SMM 国信期货

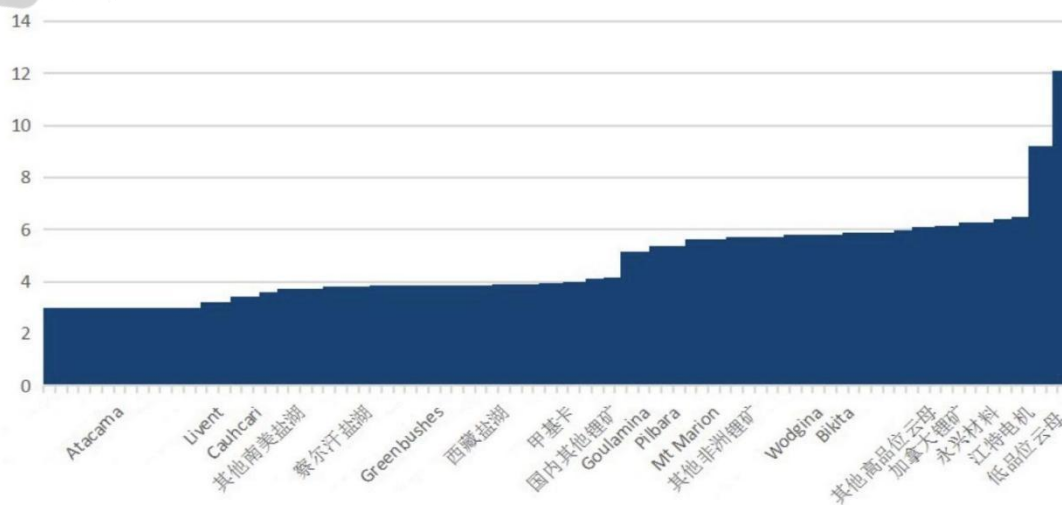
图：外采矿项目利润曲线



数据来源：SMM 国信期货

当下来看，外采锂辉石精矿项目利润已经转为负值接近月余，外采锂云母精矿项目利润也已跌近绝对低位。然而，在外采项目产量占比超过六成的背景下，这一部分项目成本却没有给下跌中的锂价形成成本支撑。究其原因，我们认为主要有以下三点。第一点是因为我国多数拥有外采项目的企业同时拥有矿权或一体化项目，综合权益分红及一体化项目尚不足以让这些企业减停产。第二点是因为目前下游电池企业仍是锂产业链中话语权最强的环节，上游锂矿环节话语权也远强于中游，这就导致了中游环节利润被进一步挤压；而目前中游产能低的企业已经部分出清，中游环目前部分企业和上游锂矿企业签订长单或为其控股子公司，外采矿的成本倒挂很难令这一部分企业减停产。第三点则是市场对一体化项目成本的关注度远远高于外采矿项目成本，而一体化项目目前成本最高的为我国低品位云母项目、成本约在 12-15 万元/吨，这个成本才是当下普遍认为的第一个成本支撑位。

图：2023 年全球锂资源一体化项目成本曲线（万元/吨）



数据来源：各公司公告 国信期货

综合而言，在外采矿成本早已被跌穿叠加期现货下跌趋势难改的情况下，我们实际关注的应该是 12

万元/吨-15万元/吨一线的一体化低品位锂云母项目的成本支撑位置。但考虑到碳酸锂一体化项目成本曲线较为陡峭，在供需基本面难言大幅反转的情况下，这一成本线的支撑力量有待进一步观察。

四、总结及操作建议：下跌趋势难改 关注10月份中枢抬升下的逢高沽空机会

自碳酸锂期货上市以来回归，主力合约相较于最初上市基准价已经跌超31.2%，电池级碳酸锂的现货均价跌幅高达约34.55%，期现货基差有逐步收窄趋势。在期现货跌幅均已超30%之下，下行趋势仍存。分析碳酸锂当下市场的重点分别为供需基本面的反转时点和成本线的支撑力量上。

基本面来看，碳酸锂供需过剩预计在10月份将迎来小幅拐点，但去库量预计有限。看向今年10月至12月，供给端而言，预计回收料端产量或将小幅减小、盐湖产量由于季节性也将有所下降，但在新增项目数量可观的大背景之下、相比于增量的绝对高值扰动仍然有限。需求端预计将维持一个弱势小幅增长的局面，随着动力电池成品库存逐步消化和碳酸锂现货价格下跌趋势之下，动力电池厂有望在10月份迎来小幅补库。但考虑到目前动力电池成品库存仍处历史绝对高位的情况之下，即便终端需求向好幅度较大向中游传导的顺畅程度也将受到影响，碳酸锂需求量预计仍将在10月份小幅提升、11月和12月份再次下滑。体现到库存上，碳酸锂总库存有望在10月份迎来去库拐点、库销比有望小幅下降。但在供给端短期扰动有限、需求端难言大幅向好之下，预计去库量有限。反映到价格上，10月份碳酸锂期现货价格中枢有望在库销比小幅下滑下有所抬升，但基于目前供需过剩已定、下行趋势已然难改，短期回调幅度预计有限。

成本端来看，在外采矿成本早已被跌穿叠加期现货下跌趋势难改的情况下，我们实际关注的应该是12万元/吨-15万元/吨一线的一体化低品位锂云母项目的成本支撑位置。但考虑到碳酸锂一体化项目成本曲线较为陡峭，在供需基本面难言大幅反转的情况下，这一成本线的支撑力量有待进一步观察。

展望后市，供应扰动有限叠加需求难超预期，碳酸锂供需过剩已然难改，10月份的小幅去库拐点预计也仅仅将为短期回调。在期现货下行趋势难改的主线逻辑之下，建议重点关注10月起价格中枢抬升下可能出现的逢高沽空机会和15万元/吨这一线成本位对价格的支撑力量。策略方面，建议投资者在17.5-19万元/吨区间内关注逢高沽空机会、15万元/吨一线以下考虑空单止盈，可关注2401-2402合约价差收窄趋势下的跨期套利机会，建议生产企业考虑布局卖出套保。

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。