

过剩依旧，波动收敛



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：**碳酸锂：震荡**
报告日期：2024年12月30日

陈祎莹 CFA 高级分析师（有色金属）

从业资格号：F3074710

投资咨询号：Z0017769

Tel: 8621-63325888-2722

Email: yixuan.chen@orientfutures.com

★供应端：扩产周期内的短期节奏

预计2025年全球原生锂资源供应约159万吨LCE,同比增加26.1万吨LCE;中国、阿根廷、非洲、智利将贡献主要增量;25Q2起,资源端放量节奏加快。但由于当前锂矿环节仍有3个月以上库存,锂价波动带来的加工环节利润变动会直接影响锂盐厂产出效率,碳酸锂产量节奏或与资源端放量节奏有所分化。

★需求端：基准预期与库存周期

结合中国新能源车以旧换新、欧洲碳排目标、特朗普重回白宫等因素,预计2025年全球新能源车销量或在2015-2120万辆,同增20%-26%;全球储能电芯出货量460-495GWh,同增40%-50%。

当前下游各环节库存天数已降至中性水平,考虑行业高增速,2025年,下游渠道库存天数或进一步降至偏低水平,表需弹性回升有望带来阶段性错配机会。

★静态平衡过剩依旧，成本支撑有所下移

中性供应&乐观需求假设,2025年全球锂资源静态过剩量约19万吨LCE;成本曲线趋于扁平化、企业着力降本,2025年成本支撑或下移至6-6.5万元区间。

磨底行情内,价格下限可锚定成本支撑,而反弹高度则会受限于盐端和矿端的高库存、以及高成本产能的复产预期,预计2025年碳酸锂主力合约在6-8.5万元/吨区间内运行,潜在反弹驱动包括供应端扰动及下游补库;而价格反弹后矿端库存加速显性化,且套保增加了供应端惯性,错配结束后价格或转入流畅下跌,单边建议区间操作。跨期套利方面,注销月相邻月差的合理估值或收缩至2500c附近,价差弹性取决于仓单数量及接货意愿。

★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

磨底期的节奏与结构	2024/06/30
如何理解碳酸锂的春季躁动?	2024/03/29
过剩已至,产业链如何出清?	2023/12/28
博弈加剧,不破不立	2023/09/29

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。本报告的信息均来自于公开资料,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。

目录

1、行情回顾.....	5
2、供应端：扩产周期内的短期节奏.....	5
2.1、资源端：边际产能收缩不改扩产大周期.....	5
2.2、锂盐端：关注利润-产出调节机制.....	8
2.3、锂盐进口：南美对中国发运比重大幅提升，关注硫酸锂等额外供应.....	10
3、需求端：基准预期与库存周期.....	11
3.1、终端需求的基准预期.....	11
3.2、渠道库存渐至低位，表需弹性料将回升.....	16
4、静态平衡过剩依旧，成本支撑有所下移.....	18
5、投资建议.....	21
6、风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 碳酸锂及氢氧化锂现货价格走势	5
图表 2: GFEX LC 主连收盘价走势	5
图表 3: 2024 年全球锂资源减停产一览	6
图表 4: 2025 年全球锂资源重点增量项目一览 (万吨 LCE)	7
图表 5: 2025 年供应增量结构 (分国别)	8
图表 6: 2025 年供应增量结构 (分资源类别)	8
图表 7: 锂资源季度产量拆分	8
图表 8: 锂资源分国别拆分	8
图表 9: 中国碳酸锂月度产量	9
图表 10: 锂盐加工环节理论利润	9
图表 11: 中国锂矿进口 (分国别)	9
图表 12: 中国锂矿石库存天数	9
图表 13: 中国锂盐产出结构 (碳酸锂&氢氧化锂)	10
图表 14: 碳酸锂-氢氧化锂价差	10
图表 15: 中国碳酸锂月度进口量	11
图表 16: 智利硫酸锂进口量	11
图表 17: 中国新能源车零售销量	12
图表 18: 中国新能源车产销同比增速	12
图表 19: 中国新能源车月度渗透率	13
图表 20: 中国新能源车产量中纯电车型占比	13
图表 21: 欧美当月新增新能源车注册量同比增速	14
图表 22: 欧美市场新能源车渗透率	14
图表 23: 中国储能电芯月度产量	14
图表 24: 中国储能电池销量及结构	14
图表 25: 中国大储项目中标情况	15
图表 26: 中国当季新型储能装机容量及功率	15
图表 27: 历版沙特 2030 愿景的可再生能源目标	16
图表 28: 美国储能新增装机量	16
图表 29: 中国新能源车产量、销量及上险量同比增速	17
图表 30: 中国新能源车当期库存变动	17
图表 31: 中国动力电池月度产量&装车量	17
图表 32: 中国动力电池库存当期变动	17

图表 33: 中国动力及储能电芯库存变动	18
图表 34: 正极材料厂成品库存	18
图表 35: 全球锂资源供需平衡表	19
图表 36: 全球锂资源现金成本曲线 (2024&2025, C1 现金成本, 含税)	19
图表 37: 2025 年边际供应分布结构 (分国别)	20
图表 38: 海外部分矿山当期现金成本变动	20
图表 39: 不同矿山的成本构成-澳洲样本	21
图表 40: 不同矿山的成本构成-非洲样本	21
图表 41: GFEX 碳酸锂仓单量	22
图表 42: 中国碳酸锂社会库存	22

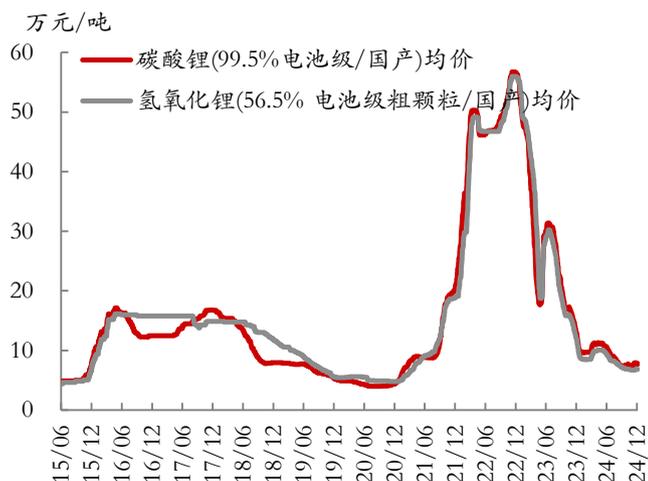
1、行情回顾

回顾 2024 全年，碳酸锂主力合约波动区间由年初的 9-12 万元/吨降至年底的 7-8 万元/吨，价格重心下移、波动区间逐步收窄。在过剩主导的下行周期中，锂价在春节和国庆后出现了阶段性的企稳反弹，反弹幅度均超 20%。两轮反弹均是在低估值背景下，供需阶段性错配所致。其中，供应扰动带动价格快速上行，而反弹的空间及可持续性则更多取决于需求端。

随着价格下行，年内部分高成本边际产能已出现减停产，但与此同时仍有诸多新项目在持续推进，即将进入 2025 年，我们认为有必要再次更新资源端各项的最新进展，结合当下对于终端需求的基准预期探讨明年的静态平衡，并依据边际产能的生产成本锚定价格的波动区间。在大周期基本明确的基础上，我们也将综合考虑锂盐加工环节利润、进出口、产业链各环节库存等因素，尝试探讨价格短期波动的潜在驱动。

图表 1：碳酸锂及氢氧化锂现货价格走势

图表 2：GFEX LC 主连收盘价走势



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、供应端：扩产周期内的短期节奏

根据目前各企业的产能规划及产量指引，预计 2025 年全球锂资源仍处于产能扩张周期内，但当价格进入底部区间后，市场须对供应端的潜在扰动给到更多关注；此外，大扩产周期内，碳酸锂产出及进口量的边际变化也将给短期行情带来更直接的影响。

2.1、资源端：边际产能收缩不改扩产大周期

从年初 Finniss 的关停、Greenbushes 及 Mt Cattlin 年度产量指引的下修，到下半年视下窝、Ngungaju、Bald Hill 等项目生产状况的调整，在锂价下跌的过程中，资源端扰动贯穿全年，这使得 2024 年全球锂资源实际供应量较年初预期下修约 7 万吨 LCE。且由于当前市场条件暂时无法给到这些项目复产预期，预计其 2025 年的产量也将是同比负增。

图表 3: 2024 年全球锂资源减停产一览

时间	项目	企业	所在地	事件
2024-01	Finniss	Core	澳大利亚	暂停 Finniss 锂项目中 Grants 露天矿的采矿作业，以优先处理库存为主；
2024-01	Greenbushes	IGO	澳大利亚	将 FY24 产量指引由 140-150 万吨下调至 130-140 万吨；
2024-02	Mt Cattlin	Arcadium	澳大利亚	受成本压力影响，Mt Cattlin 矿山在 2024 年的锂辉石精矿产量预期将从 2023 年的 20.5 万吨下降至 13 万吨(减产约 9500 吨 LCE)；
2024-08	Marion	MinRes, 赣锋锂业	澳大利亚	FY25 产量指引为 30-34 万吨 SC6, 较 FY24 43.6 万吨的实际产量同比下调；
2024-09	Mt Cattlin	Arcadium	澳大利亚	Arcadium 宣布将暂停 Mt Cattlin 第 4A 阶段废料剥离及第 3 阶段扩产投资, 并于 2025 年中将其转入维护状态；
2024-09	视下窝	宁德时代	中国	宁德时代表示, 根据近期碳酸锂市场情况, 公司拟对宜春碳酸锂生产安排进行调整；
2024-10	Ngungaju	Pilbara	澳大利亚	为优化成本, 将 Pilgangoora 运营为单一加工厂, 将 Ngungaju 工厂转入维护保养状态；
2024-11	Bald Hill	MinRes	澳大利亚	MinRes 表示将 Bald Hill 转入维护保养状态；

资料来源: 公司公告, 东证衍生品研究院整理

但高成本边际产能阶段性退出的同时, 我们也看到诸多新项目仍在顺利推进、并将在 2025 年贡献可观增量。综合考虑边际产能的减停产以及新项目的爬坡, 我们预计 2025 年全球原生锂资源供应约 159 万吨 LCE, 同比增加 26.1 万吨 LCE, 其中, 中国、阿根廷、非洲、智利将分别贡献 7.9、6.9、6.8、3 万吨 LCE 的同比增量, 而澳洲新项目爬坡的增量则基本与减停产相抵、整体产出接近持平。具体而言:

中国境内, 新疆大红柳滩 300 万吨/年的采选冶项目各环节均已于年内投产, 其中一期碳酸锂冶炼产能 3 万吨, 年底新投产的日昇一期 2.5 万吨碳酸锂产线也将显著提升疆内的矿石转化能力, 2025 年大红柳滩项目的有效产出有望达到 3.5 万吨 LCE。国城矿业旗下的马尔康党坝也已于今年中实现稳定生产, 预计明年产出 2.2 万吨 LCE。蓝科锂业的 4 万吨新投产能已基本建设完工, 考虑爬坡效率后、预计将贡献 1.5 万吨 LCE 增量。此外, 大港等项目扩证带来的同比增量有望对冲视下窝的减量, 云母矿整体产出同比持平。

阿根廷方面, 尽管紫金旗下 3Q 项目进展不及预期, 目前或延期至 2025 年中投产, 但 POSCO 的 Sal de Oro 已于 10 月顺利投产, Centenario 也于 12 月正式投产, 明年有望各贡献 1.5 万吨 LCE 的增量。同时, Cauchari-Olaroz、Olaroz、Hombre Muerto 等项目的爬坡也将带来 2.8 万吨 LCE 左右增量产出。

中资企业在非洲的建设进度依然维持高效, 赣锋锂业 Goulamina 一期及雅化集团 Kamativi 二期均已正式投产, 预计明年产量分别将达 4.0、3.5 万吨 LCE; 同时海南矿业的 Bougouni 也

已于12月正式进入调试阶段，预计将于2025年初实现投产，带来0.5万吨LCE左右增量。

智利方面，参考企业当前的产能规划及产销指引，预计2025年SQM和ALB的锂盐产量分别为23、7.5万吨LCE，同比增量共3万吨LCE。

澳大利亚的Kathleen Valley和Mt Holland都已建成投产，2025年有望贡献2.1、1.7万吨LCE的同比增量，但考虑Bald Hill、Ngungaju、Mt Cattlin等项目的减量后，2025年澳矿产出同比大致持平。

图表4：2025年全球锂资源重点增量项目一览（万吨LCE）

项目	公司	所在地	资源类别	2024E	2025E	同比增量
Goulamina	赣锋锂业 50%、Leo Lithium 50%	马里	锂辉石	0.2	4.0	3.8
Kamativi	KMC（雅化持股 60%）	津巴布韦	锂辉石	0.7	3.5	2.8
大红柳滩	新疆有色	中国	锂辉石	1.0	3.5	2.5
Kathleen Valley	Liontown Resources	澳大利亚	锂辉石	0.9	3.0	2.1
Salar de Atacama	SQM	智利	盐湖	21.0	23.0	2.0
Mt Holland	SQM 50%; Wesfarmers 50%	澳大利亚	锂辉石	2.5	4.2	1.7
马尔康党坝	国城矿业	中国	锂辉石	0.6	2.2	1.6
察尔汗盐湖	蓝科锂业	中国	盐湖	4.0	5.5	1.5
Centenario	Eramet; 青山	阿根廷	盐湖	0.1	1.6	1.5
Finniss	Core	澳大利亚	锂辉石	0.8	0.0	-0.8
Mt Cattlin	Arcadium	澳大利亚	锂辉石	1.5	0.5	-1.0
Bald Hill	MinRes	澳大利亚	锂辉石	1.0	0.0	-1.0
Pilgangoora	Pilbara	澳大利亚	锂辉石	9.1	7.5	-1.6
Sandawana	Kuvimba	津巴布韦	锂辉石	3.7	0.0	-3.7
视下窝	宁德时代	中国	锂云母	3.7	0.0	-3.7
其他				82.2	100.7	18.5
原生锂资源供应合计				133.1	159.2	26.1

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院整理

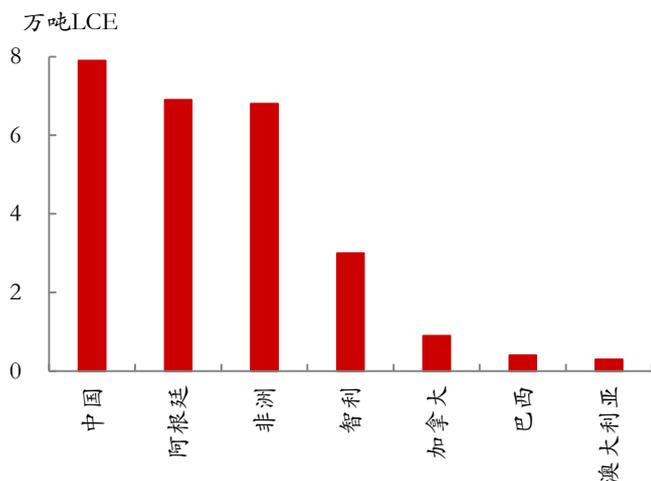
（注：受篇幅限制，仅单独列示了2025年产量同比变化较大的项目）

在年度同比增量的基础上，我们可根据各项目的投产节点、并按资源类别给到对应的爬产进度假设，得到年内锂资源供应的环比变动节奏。短期而言，部分新项目仍在调试阶段或爬坡初期、带来的增量有限，加之部分项目关停带来的减量，24Q4-25Q1的资源端产出环比阶段性下滑；25Q2起，新项目爬坡将使全球锂资源产出显著增加，25Q2、Q3的环比增量预计为5.2、3.9万吨LCE。

需要注意的是，上述均为基于当前各企业产能规划、产量指引的静态梳理，暂未提前计入价格对供应端的动态调节作用，与今年类似，明年运行过程中可能会因为价格条件的

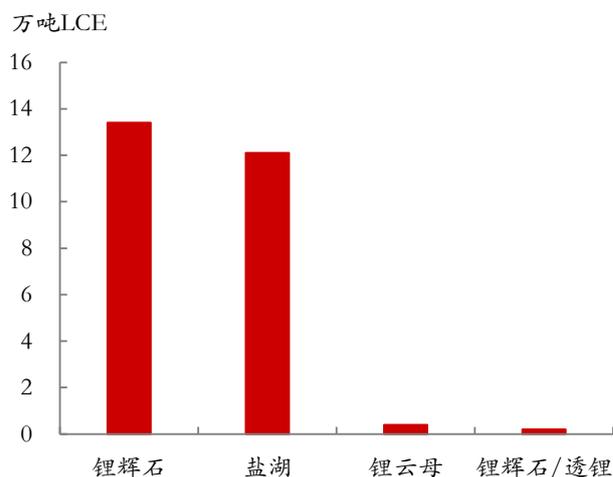
变化、外生扰动等因素出现实际供应量的下修，我们将在后文结合成本曲线具体探讨。

图表 5：2025 年供应增量结构（分国别）



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院整理

图表 6：2025 年供应增量结构（分资源类别）



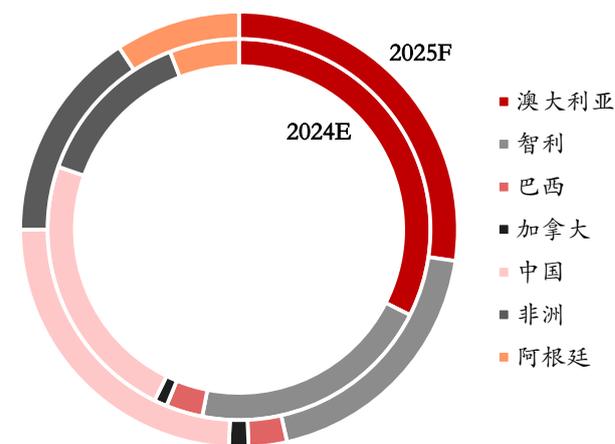
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院整理

图表 7：锂资源季度产量拆分



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院测算

图表 8：锂资源分国别拆分



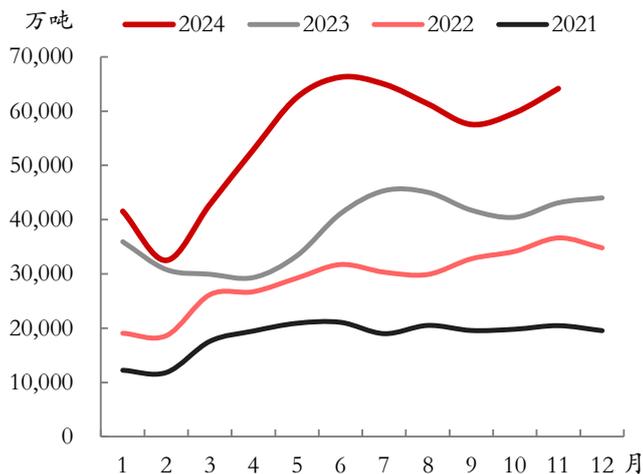
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院整理

2.2、锂盐端：关注利润-产出调节机制

除了锂资源供应的释放节奏外，国内锂盐厂产出效率及锂盐进出口对短期碳酸锂平衡及锂价的影响相对更为直接。

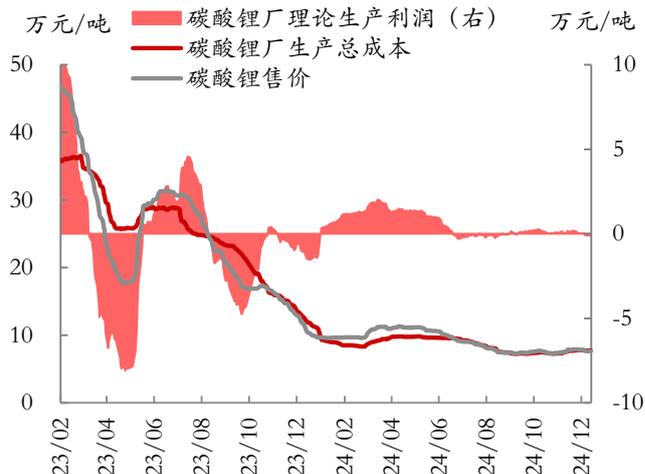
据SMM，今年1-11月中国碳酸锂产量共计60.6万吨，同比增加46%；环比角度，全年产量大体呈上升趋势，其中Q2、Q4的产量增幅明显，而Q1、Q3则环比阶段性下滑。这与上游资源端的产出释放节奏有所分化，原因在于锂盐加工环节产出效率的变动。

图表9：中国碳酸锂月度产量



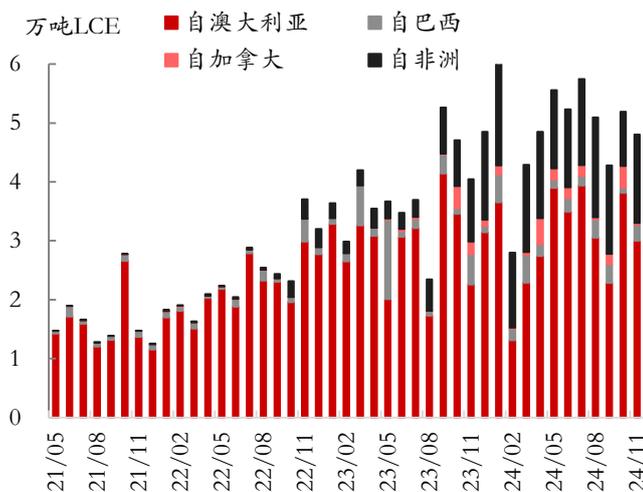
资料来源：SMM，东证衍生品研究院测算

图表10：锂盐加工环节理论利润



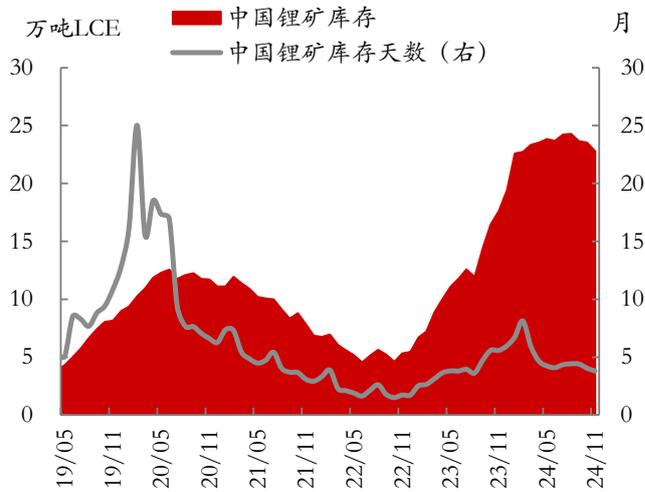
资料来源：Wind，SMM，东证衍生品研究院测算

图表11：中国锂矿进口（分国别）



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院测算

图表12：中国锂矿石库存天数



资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院测算

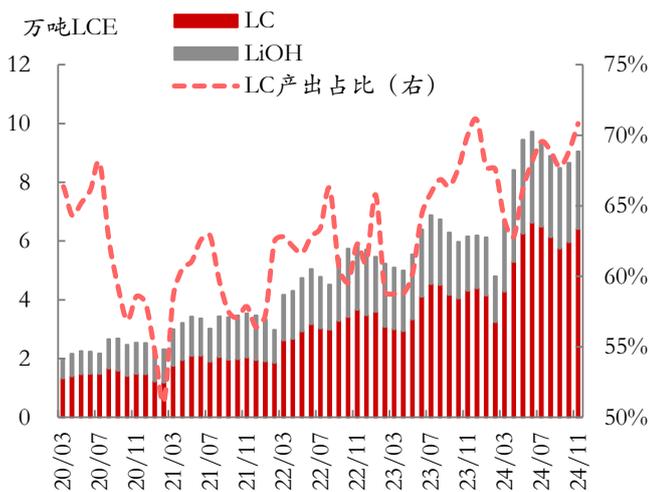
某种程度上来说，我们可以将锂矿库存视作上游的隐性库存，而锂价波动导致的加工环节利润变动则会直接影响其产出效率、即隐性库存显性化的速度。今年的两轮反弹中，

盐价的反弹幅度均较矿价更甚，对应锂盐加工环节利润修复，同时企业的套保行为使得产出具有一定惯性，反弹后一个季度内锂盐产量持续走高。而当价格转跌、利润收缩，当企业消化完原料库存或套保头寸后，价格下跌对供应的挤压也终将兑现。

目前来看，除少部分配套有锂盐厂的矿山会结合自身盐厂原料库存水平灵活安排发运外，大部分矿企均维持正常的产销节奏，留存在矿山的精矿库存维持稳定，锂矿库存或大部分位于中国境内。据我们测算，当前中国仍有一定体量的锂矿库存，且当前中国锂盐厂开工率仅约 50%、仍有较大提升空间，因此锂盐产出暂不会受到原料库存及转化产能的约束，当价格阶段性反弹时，矿端库存加速向下转化将带来锂盐产出的快速攀升。

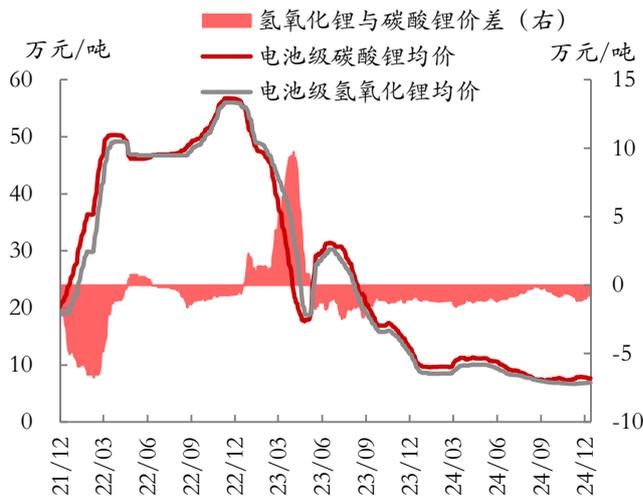
此外，碳-氢价差也会影响锂盐厂的产品结构。近两年受海外三元需求拖累，氢氧化锂价格持续倒挂。去年起，产能充足或有柔性产线的盐厂优先选择产出碳酸锂，今年更有部分盐厂通过在氢氧化锂产线末端加装碳化装置的方式转产碳酸锂，碳酸锂在锂盐产品中的占比持续提升。

图表 13: 中国锂盐产出结构 (碳酸锂&氢氧化锂)



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 14: 碳酸锂-氢氧化锂价差



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

2.3、锂盐进口：南美对中国发运比重大幅提升，关注硫酸锂等额外供应

进口方面,据海关总署,1-11 月中国累计进口碳酸锂 20.7 万吨,同比增加 6.9 万吨或 49%,分国别而言,当前中国主要的碳酸锂进口来源国仍是智利和阿根廷,二者进口量分别占比 78%、20%。

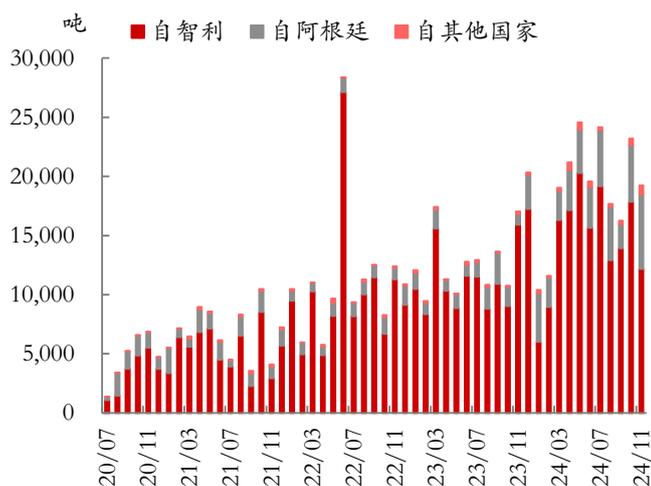
据智利海关,智利 1-11 月共对中国发运碳酸锂 17.8 万吨,同比增加 5.3 万吨或 42%。增量一方面来自 SQM、ALB 新产能的爬坡,另一方面则由此前的库存集中发运贡献。此外,由于中国市场维持高景气而海外需求逊于预期,智利锂盐对中国的发运占比由 2023 年的 61%大幅提升至 2024 年的 74%。

据阿根廷国家统计局，1-11月阿根廷共对中国出口碳酸锂4.4万吨，同比增加2.3万吨或115%。增量主要来自Cauchari-Olaroz、Olaroz、Hombre Muerto等项目的爬坡，由于赣锋锂业旗下的Cauchari-Olaroz贡献了主要增量，且其产品多运回中国市场销售，对应中国在阿根廷碳酸锂总出口的占比同比提升18pct至74%。

2025年而言，预计智利和阿根廷的锂盐总出口的同比增幅或大致与产量增幅相匹配（共计10万吨LCE），而考虑到海外正极产能的扩张或边际提升海外市场的锂盐消化能力，我们认为二者对中国的发运占比或小幅回落至70%附近，对应中国碳酸锂进口量同比增加约7万吨至30万吨。

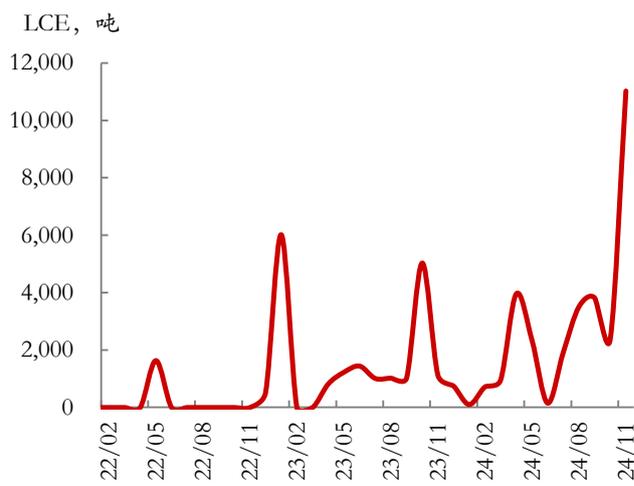
此外需要注意的是，智利部分锂元素以硫酸锂的形式进口至中国，加工成氢氧化锂/碳酸锂构成额外供应增量。2024年1-11月智利对中国发运硫酸锂共计6.18万吨（折3.09万吨LCE），其中仅11月就发运了2.2万吨（折1.1万吨LCE），显著增加短期供应压力，后续须持续关注智利硫酸锂发运情况，或带来超预期供应冲击。

图表 15：中国碳酸锂月度进口量



资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 16：智利硫酸锂进口量



资料来源：智利海关，东证衍生品研究院

3、需求端：基准预期与库存周期

目前来看，2025年锂电池终端两大应用领域仍将维持可观增速，在年度基准预期的基础上，价格节奏或更多取决于表需波动，进入2025年，渠道库存水位线的变化值得关注。

3.1、终端需求的基准预期

动力市场方面，据中汽协，1-11月中国新能源车累计产销分别为1134.5和1126.2万辆，同比增速分别达34.6%和35.6%，年内新能源车出口共计114.1万辆，同增4.5%。年内渗透率不断攀升，至11月已增至45.6%，全年渗透率约40.3%。分车型而言，混动车型增速相对更快、持续挤压纯电车型的市占率，对应纯电车型占比由2023年的69%降至2024

年的 58%。中国新能源车需求年内表现持续超预期，主因车企价格战及超预期补贴政策对需求构成了有效提振。

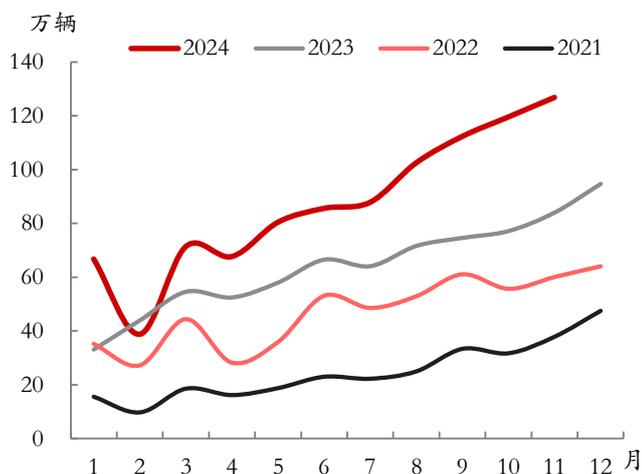
2 月起，比亚迪密集发布荣耀版车型率先开启价格战，进一步推动油电同价，多家新势力及传统车企跟进；而油车促销力度有限，电车更明显的降价幅度刺激渗透率快速攀升。

补贴政策方面，2024 年 4 月，商务部等七部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，对报废国三及以下排放标准燃油车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车，并购买新能源汽车的个人消费者，补贴 1 万元(购买 2.0 升及以下排量燃油车，补贴 0.7 万元)；7 月，补贴力度加码，单车补贴金额翻倍至 2 万元（新能源车）和 1.5 万元（燃油车）。国补加码发力的基础上，8 月起多省市推出了置换补贴政策，新能源单车补贴力度在 0.7-2 万元不等，进一步提振需求。据统计，截至 12 月上旬，全国汽车报废更新和置换更新补贴申请量分别达 244、259 万份，结合当前新能源车渗透率，补贴或带来 150 万辆以上电车销量增长，政策提振效果明显。

进入 2025 年，新车型供给维持多元化，同时智驾在低价车型快速普及，新能源车的产品竞争力持续提升；政策方面，现有补贴政策均截止于 2024 年底，但据决策层近期表态，2025 年以旧换新政策大概率将延续，补贴力度及政策推出的时间节点存一定不确定性，但通常而言，在政策力度不变的情况下，其对需求的刺激作用或将边际递减。

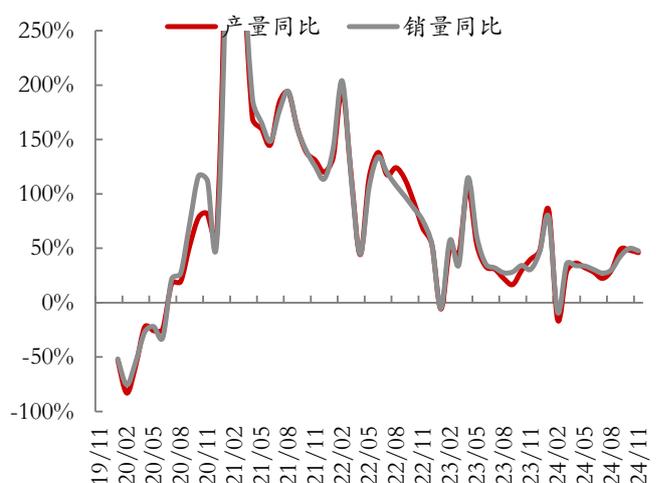
综合而言，我们预计 2025 年中国新能源车销量或同比增 25%-30%至 1625-1690 万辆。出口方面，考虑到欧洲关税壁垒取消后对欧出口或恢复性增长，同时南美市场加征关税前或仍有抢出口诉求，而东南亚市场当前关税政策相对友好，预计 2025 年新能源车出口或同比增 20%至 150 万辆。

图表 17：中国新能源车零售销量



资料来源：乘联会，东证衍生品研究院

图表 18：中国新能源车产销同比增速



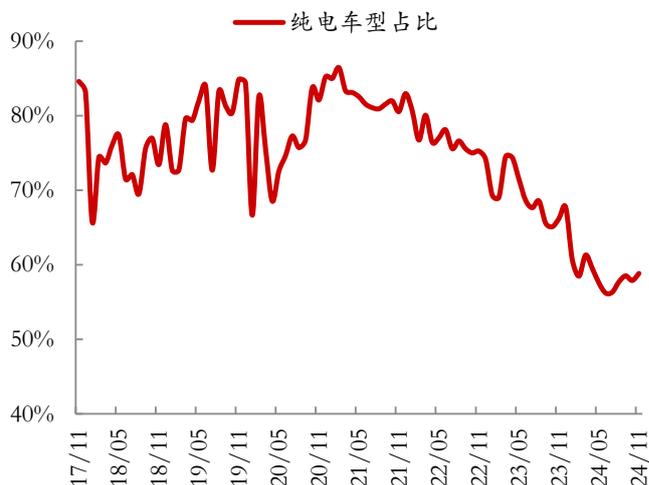
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 19: 中国新能源车月度渗透率



资料来源: 中汽协, 东证衍生品研究院

图表 20: 中国新能源车产量中纯电车型占比



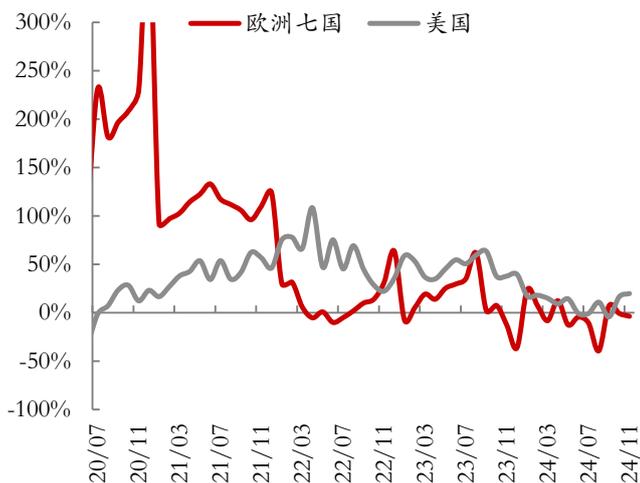
资料来源: 中汽协, 东证衍生品研究院

欧美动力市场年内的表现则不及预期。欧洲市场的主要问题在于各国补贴持续退坡, 当前仅电动化率较低的意大利、西班牙维持补贴, 其余多数国家仅保留部分税收优惠政策; 同时相较于油车, 欧洲市场的电车缺乏价格优势。据 Marklines, 欧洲 1-10 月新能源车累计销量 238 万辆, 同比-2%。10 月起, 宝马 i4、名爵 MG4 等多款车型在欧洲市场降价幅度明显, 对应 11 月欧洲重点国家新车注册量环比回升 11%, 预计 2024 全年欧洲市场新能源车销量或同比略降至 295 万辆左右。美国市场方面, 受限于补贴边际效应递减、加之特斯拉新车型量产延期, 1-11 月新能源车累计销售 145 万辆, 同比+10%, 增速略低于预期, 年内渗透率增 1pct 至 9.9%, 预计全年销量或同增 10% 至 161 万辆。

2025 年, 欧盟碳排放目标值将降至 106.5g CO₂/km, 对应渗透率需提升至 20% 左右, 乐观预期下新能源车销量同比增 20% 至 350 万辆; 但考虑到部分车企或综合评估经济性、选择缴纳部分罚款, 中性预期下 2025 年欧洲新能源车销量 340 万辆, 同比+15%。美国市场方面, 结合特斯拉 20%-30% 的销量增速预期、以及其余车企的电动版车型推出, IRA 补贴维持/取消对应的 2025 年销量乐观/悲观预期分别为 180、150 万辆, 同比增速分别为 13%、-7%。

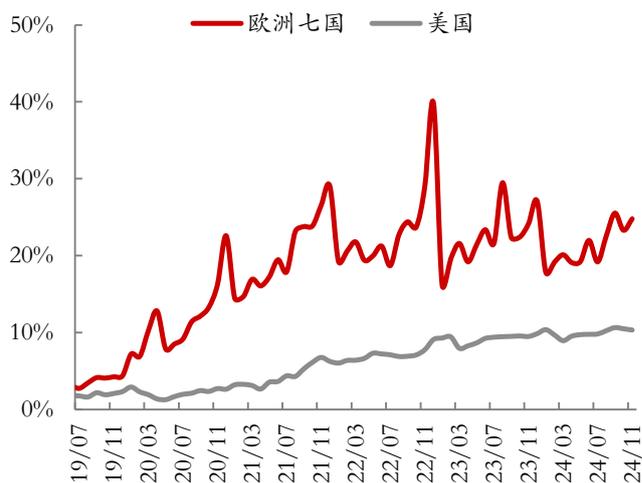
综合而言, 我们预期 2025 年全球新能源车销量或在 2015-2120 万辆, 同比增速 20%-26%。

图表 21: 欧美当月新增新能源车注册量同比增速



资料来源: 各国汽车工业协会, 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, 欧洲七国具体包括德国、法国、英国、挪威、意大利、瑞典、西班牙)

图表 22: 欧美市场新能源车渗透率

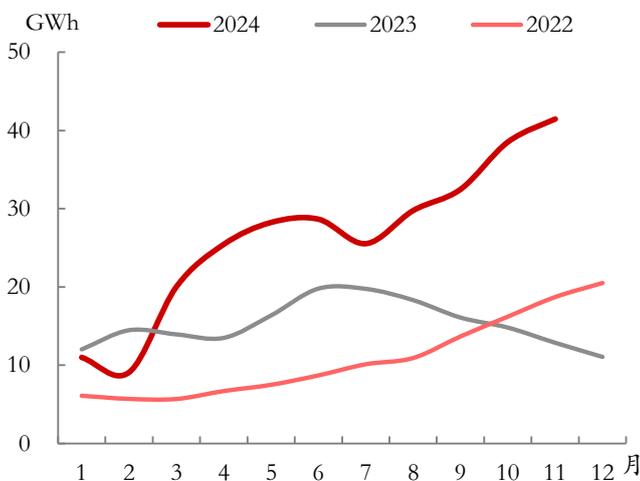


资料来源: 各国汽车工业协会, 东证衍生品研究院
(注: 欧洲七国具体包括德国、法国、英国、挪威、意大利、瑞典、西班牙)

2024 年储能板块的表现持续超出市场预期。据 SMM, 1-11 月中国储能电芯产量 290GWh, 同比增加 69%, 预计全年总产量有望达 330GWh, 同增 75%。

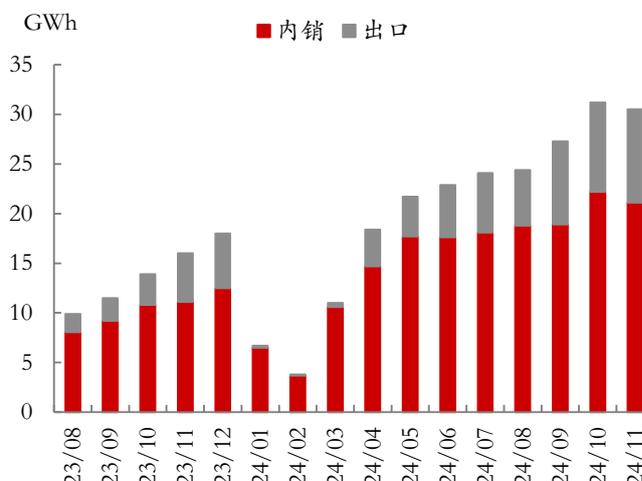
分区域来看, 中国仍是储能需求的基本盘, 1-11 月国内完成大储项目招标共计 107GWh, 同增 114%, 前三季度国内新型储能项目新增装机容量共计 61GWh, 同增 140%。季节性角度, 6.30 和 12.31 的装机并网高峰期依然驱动当期国内储能需求集中释放。

图表 23: 中国储能电芯月度产量



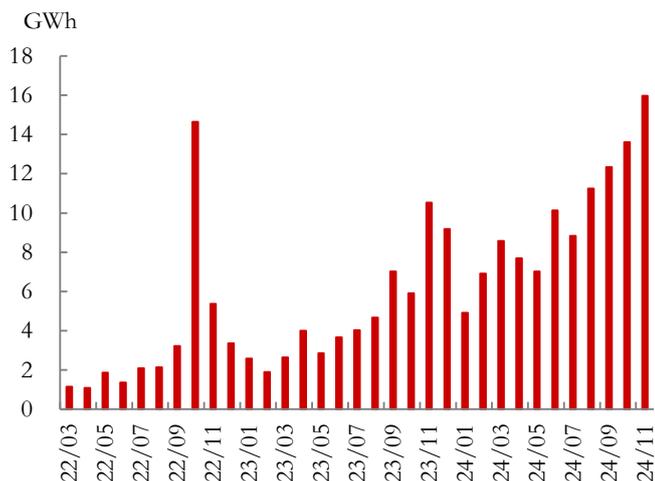
资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 24: 中国储能电池销量及结构



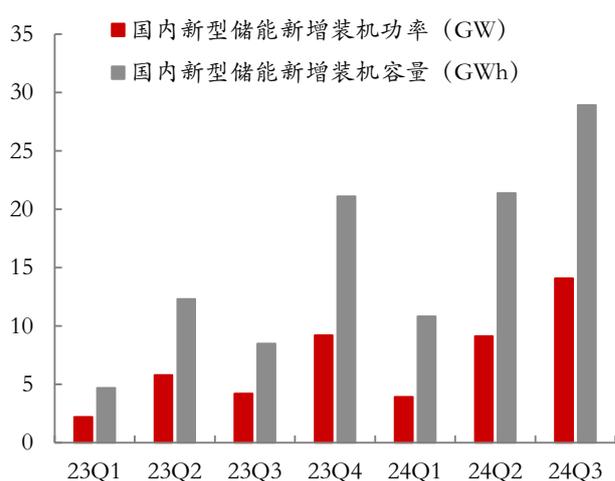
资料来源: 动力电池产业创新联盟, 东证衍生品研究院

图表 25: 中国大储项目中标情况



资料来源: 储能与电力市场, 东证衍生品研究院

图表 26: 中国当季新型储能装机容量及功率



资料来源: 国家能源局, 东证衍生品研究院

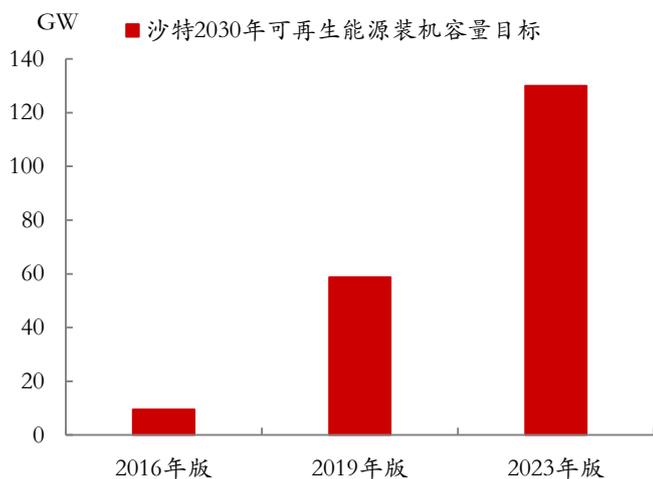
海外市场当前占比虽仍偏低、但却贡献了年内的超预期亮点。下半年以来, 中东及美国储能订单高增使得储能需求环比持续走强、强度超出季节性规律。

沙特于 2016 年首次提出“2030 愿景”并多次提高其中的清洁能源装机目标, 其最新规划为自 2024 年起每年新增清洁能源装机 20GWh, 并于 2030 年实现 130GWh 的装机规模。随着清洁能源装机占比的提升、为支撑电网平稳运行, 沙特电力公司 (SEC) 主导开发多个用于电网调峰的储能项目, 其 2024H2 进行了总容量共计 2.5GW/10GWh 的储能项目招标; 此外, ACWA Power 等开发建设的红海光储离网系统也将带来额外储能订单。

美国方面, 美国联邦能源管理委员会 (FERC) 于 2023 年推出改革措施简化并网程序, 并网延期问题有所缓解。同时, 拜登政府于 2024 年 5 月公布 301 关税调整结果, 针对储能电池的关税将于 2026 年由 7.5% 提升至 25%, 下半年起对美抢出口带来了额外的储能订单; 在特朗普胜选后, 关税战预期下抢出口节奏进一步加快、年末储能需求持续走高。

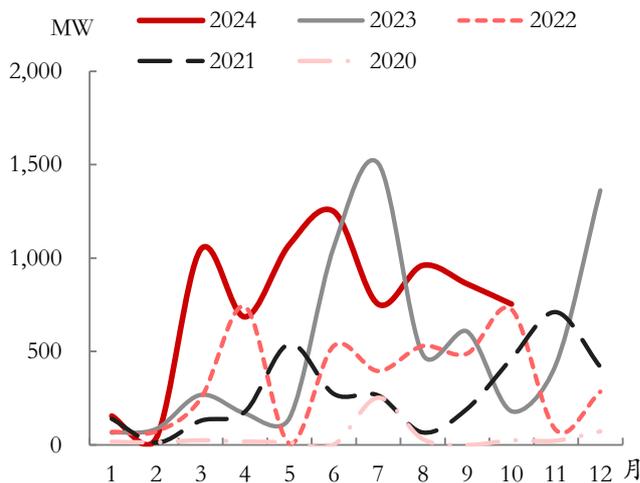
展望 2025 年, 国内储能市场仍将是政策主导, 配储时长增长以及部分省份峰谷价差走阔带来的经济性提升也将贡献额外增量。海外方面, 按照沙特每年新增 20GWh 清洁能源装机的目标, 预计后续沙特的储能订单仍将维持可观, 同时阿联酋的可再生能源目标也将催生部分储能需求, 中东地区光储需求料维持高增; 特朗普重回白宫后, 关税将逐步削弱中国储能电芯出口美国市场的性价比优势, 且电芯长时间静置会显著影响性能, 我们认为后续抢出口的量和时间窗口都较为有限, 一季度或是最后窗口期、后续对美出口将逐步转弱。综合而言, 预计 2025 年全球储能电芯出货量有望同比增 40%-50% 至 460-495GWh。

图表 27: 历届沙特 2030 愿景的可再生能源目标



资料来源：沙特“2030 愿景”，东证衍生品研究院

图表 28: 美国储能新增装机量



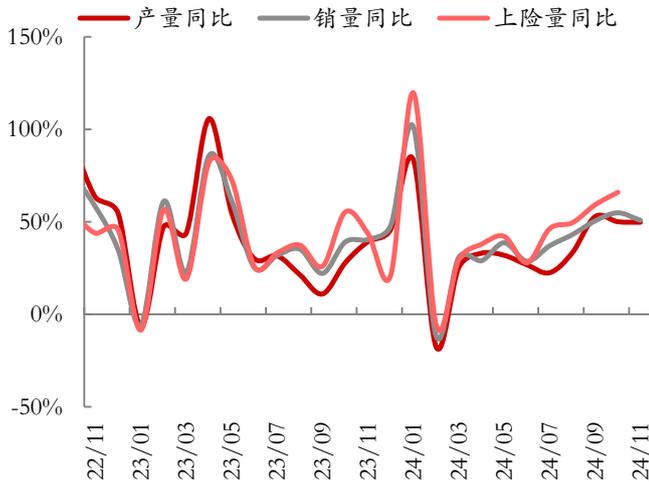
资料来源：EIA，东证衍生品研究院

3.2、渠道库存渐至低位，表需弹性料将回升

在过去近两年内，由于下游渠道库存水平偏高，价格下行周期内各环节去库压力显著削弱了终端需求向上传导的速度及幅度。但经历了 2023 年的激进去库存（减产降库存）、以及 2024 年的温和去库（当期产销大致持平、通过行业高增速平滑库存压力）后，当期下游各环节库存天数均已降至中性水平。具体而言，当前中国新能源整车库存降至 0.7 个月；考虑良率、老旧库存等因素后，年内电池环节库存天数也有所降低，动力、储能电芯成品库存天数分别降至 1.6、1.4 个月水平；正极材料经历了 2023 年的减产去库存后，2024 年企业整体维持低库存策略、以销定产，我们的测算结果显示年内 LFP 库存天数环比略有回升、而三元材料库存天数略降，但均不足 1 个月。

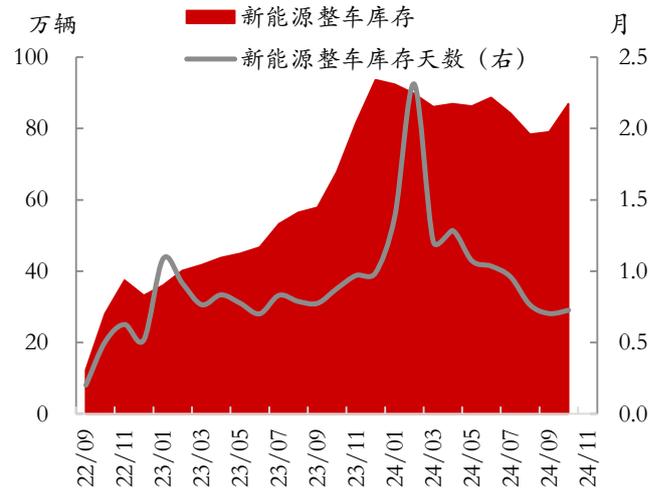
若以下游各环节当前库存量作为静态基准，考虑锂电池行业 30%左右的同比增速，进入 2025 年，下游渠道库存天数或进一步降至偏低水平。在此情况下，渠道库存对锂盐表观需求的影响或由此前的偏空转为偏多。一方面，随着渠道环节库存压力缓解，表需和终端需求的联动性将有所回升。另一方面，在绝对价格降至低位且波动率收窄的情况下，在手库存偏低将给到下游各环节更多灵活性，如在淡季低价时适当提前备货、以平滑旺季的采购需求。整体而言，进入 2025 年，渠道库存降至低位后，表需弹性回升有望带来阶段性错配机会。

图表 29: 中国新能源车产量、销量及上险量同比增速



资料来源: 乘联会, 交强险, 东证衍生品研究院

图表 30: 中国新能源车当期库存变动



资料来源: 乘联会, 交强险, 东证衍生品研究院测算

图表 31: 中国动力电池月度产量&装车量



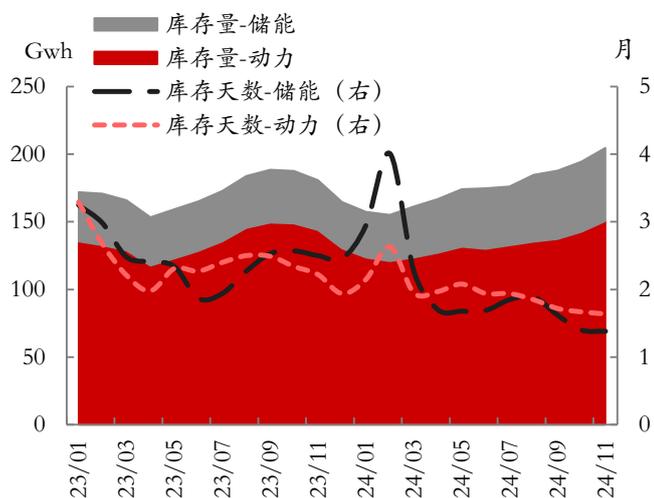
资料来源: 动力电池产业创新联盟, 东证衍生品研究院测算

图表 32: 中国动力电池库存当期变动



资料来源: 动力电池产业创新联盟, 东证衍生品研究院测算

图表 33: 中国动力及储能电芯库存变动



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 34: 正极材料厂成品库存



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院测算

4、静态平衡过剩依旧，成本支撑有所下移

回顾 2024 年，当前评估的实际过剩量（18.2 万吨 LCE）较我们去年底的预期（25.5 万吨 LCE）有显著收窄：价格下跌后，部分高成本项目的退出带来了供应端边际减量；以旧换新补贴及抢出口等因素驱动下，年内需求表现超出了我们此前的预期上限。具体到产业链各环节的累库情况：最为显性化的是国内锂盐环节的库存累积（碳酸锂+4.5 万吨 LCE，氢氧化锂+3.1 万吨 LCE）；上游方面，结合各项目产销及发运数据，我们预计海外资源端成品库存年内或累积 1-1.5 万吨 LCE，国内矿端库存同比增加约 3.3 万吨 LCE；下游而言，正极和电池环节库存绝对量分别增加 3.5、2 万吨 LCE，整车环节库存绝对量年内无明显变化。

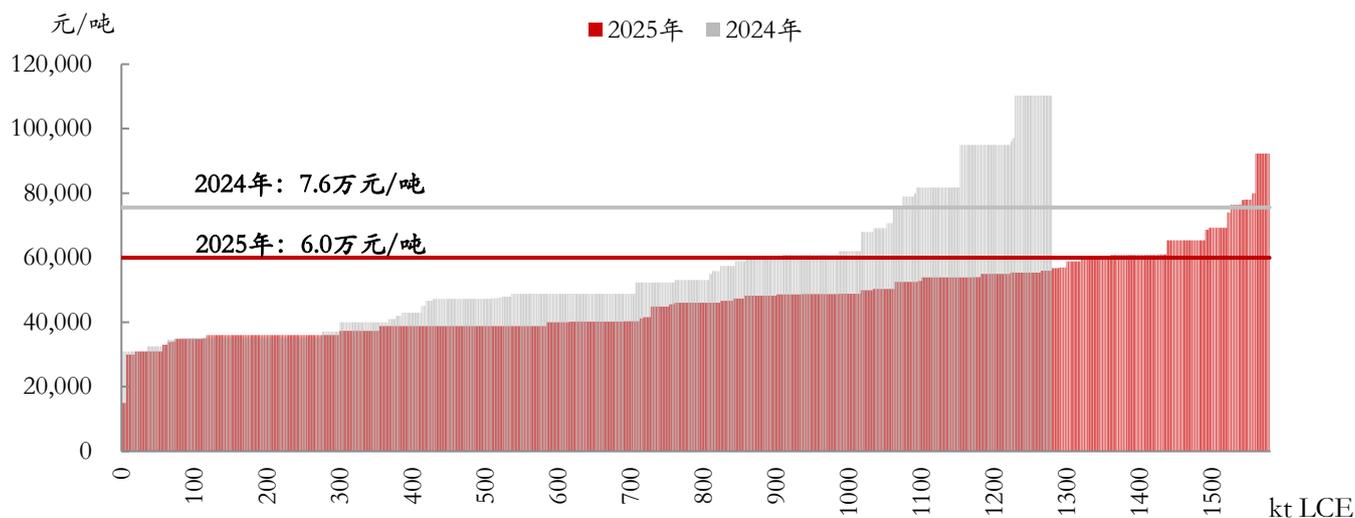
展望 2025 年，在过剩周期内我们依然用中性的供应预期匹配乐观的需求假设，以尝试留出额外的安全边际。目前来看，2025 年全球锂资源维持过剩格局，静态过剩量约 19 万吨 LCE、与 2024 年大致相当。这也就意味着，2025 年市场的逻辑主线仍是通过价格下跌挤出高成本供应、同时耐心等待需求增速的进一步回升。

图表 35: 全球锂资源供需平衡表

(万吨 LCE)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F
锂矿	22.1	19.2	25.4	35.3	51.6	68.6	83.6
盐湖	20.0	19.3	23.6	30.6	35.9	47.3	59.4
锂云母	2.8	3	6.5	10	7.49	15.8	16.2
回收	0	0.5	1	5.4	7.5	6	7.2
全球总供应	44.9	42.0	56.5	81.3	102.5	137.7	166.4
供应增速	-	-6%	35%	44%	26%	34%	21%
动力电池	7.6	10.4	23.0	35.0	45.5	59.2	73.9
储能电池	1.4	2.1	4.2	9.0	12.6	21.4	32.1
消费电子	3.7	4.4	5.0	5.0	5.0	5.1	5.2
小动力电池	2.0	3.0	4.3	5.0	5.5	5.6	5.7
传统工业需求	14.0	13.3	14.3	14.5	15.0	15.2	15.4
全球总需求	28.69	36.16	59.80	78.50	96.60	119.47	147.37
同比增速	-	26%	65%	31%	23%	24%	23%
供需平衡	16.2	5.8	-3.3	2.8	5.9	18.2	19.0

资料来源: SMM, 公司公告, 中汽协, 乘联会, 东证衍生品研究院测算

图表 36: 全球锂资源现金成本曲线 (2024&2025, C1 现金成本, 含税)



资料来源: Wood Mackenzie, 公司公告, 东证衍生品研究院测算

与此前类似, 我们依旧可以通过成本曲线找寻价格的底部支撑。维持 2024 年成本曲线的口径 (C1 现金成本, 含税), 结合公司公告及调研了解到的成本变动情况, 我们可更新得到 2025 年全球锂资源成本曲线, 将其与 19 万吨 LCE 的静态过剩量对应, 以当前汇率水平测算的 2025 年成本支撑落在 6 万元一线, 考虑明年人民币汇率贬值预期后, 我

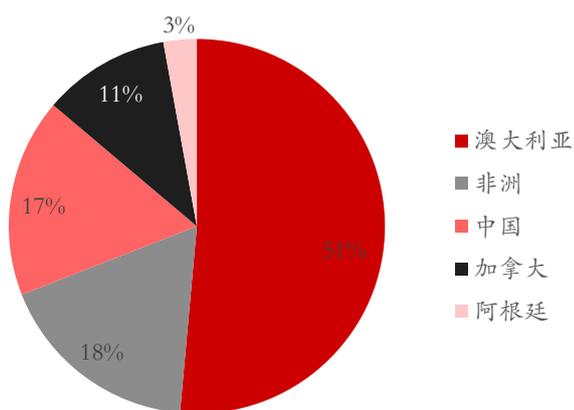
们预计 2025 年锂价成本支撑或在 6-6.5 万元/吨。相较于 2024 年的 7.6 万元/吨，2025 年锂价成本支撑将进一步下移，主因过剩格局依旧、且成本曲线形态亦有所变化：

2024 年成本曲线最右侧项目已部分退出供应，而大红柳滩、马尔康党坝、察尔汗盐湖等低成本项目将在 2025 年贡献可观增量；右侧高成本项目退出、而左侧低成本区域扩容，成本曲线趋于扁平化；

同时，在锂价下行周期内，企业均将成本控制提至更高优先级，不论是澳洲成熟项目、还是非洲新晋资源，2024 年均实现了显著的成本降幅。具体而言：澳洲成熟矿山成本结构稳定，企业通过技改提升收率、人员优化、矿区设备精简等方式进一步优化采选成本；非洲、阿根廷等新晋锂资源供应国的配套基础设施建设仍欠完备，同时汇率和税收政策也存更大的不确定性，因此中资企业着力于运费、电费、汇兑损益等分项的成本优化，此外，优先发运高品位辉石矿也能在短期内快速降本；

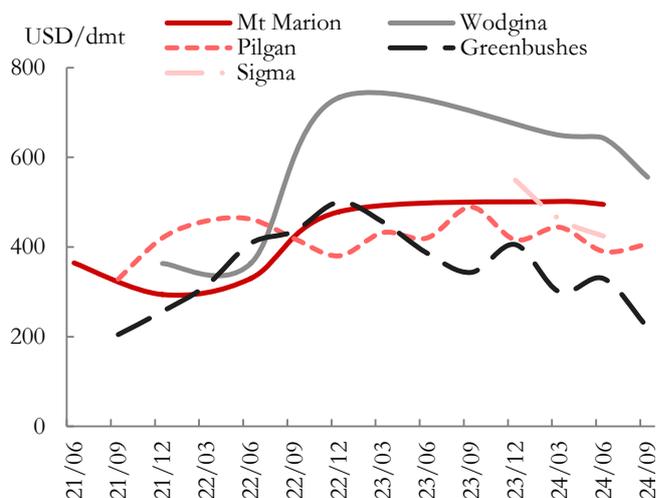
值得注意的是，更加扁平化的成本曲线也意味着在后续的探底过程中，供应扰动发生的频次或较今年更高，须对澳洲、加拿大、非洲等地的高成本项目保持关注，警惕供应扰动给行情带来意外波动。

图表 37：2025 年边际供应分布结构（分国别）



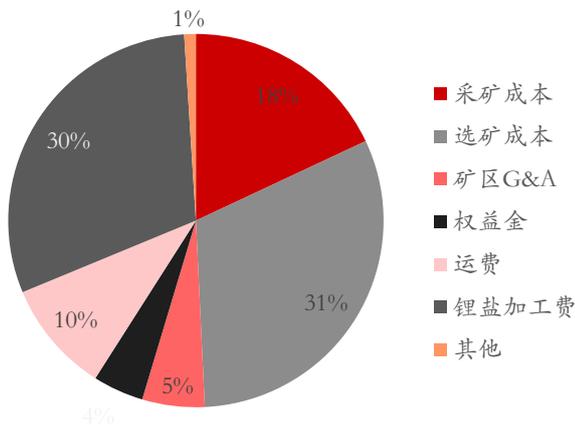
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院测算

图表 38：海外部分矿山当期现金成本变动



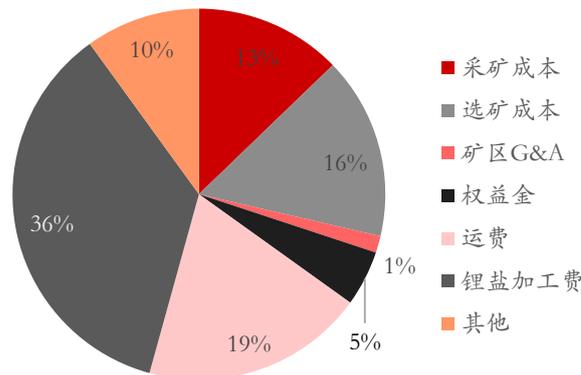
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 39：不同矿山的成本构成-澳洲样本



资料来源：Wood Mac，公司公告，东证衍生品研究院测算

图表 40：不同矿山的成本构成-非洲样本



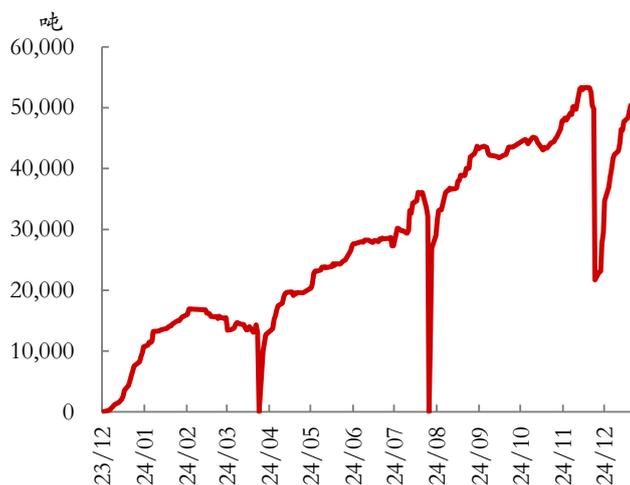
资料来源：Wood Mac，公司公告，东证衍生品研究院测算

5、投资建议

尽管过剩依旧，但当前锂价已回落至成本线附近、过剩预期已基本完成计价，预计 2025 年锂价将是磨底行情、波动区间进一步收敛。区间下限可参考 6-6.5 万元/吨的现金成本支撑。而价格上方的压力则来自盐端及矿端的高库存、以及资源端高成本产能的复产预期：仓单及碳酸锂社会库存的高企天然会削弱价格的向上弹性；阶段性反弹将驱动矿端库存加速向下转化、供应放量后价格反弹驱动转弱；此外，与上一轮周期底部有所不同，当前供应端出现减停产的项目均不涉及破产重组、且多有进行必要维护，当市场环境好转时能在 1-2 个月内快速复产爬坡，当价格反弹至这些项目的成本线上方时、复产预期也将削弱价格的反弹动能。综合而言，我们预计 2025 年碳酸锂主力合约运行区间为 6-8.5 万元/吨，仓单压力引发的负反馈、及价格因素外的超预期减产或使得锂价在情绪驱动下暂时突破区间运行，但可持续性有限。

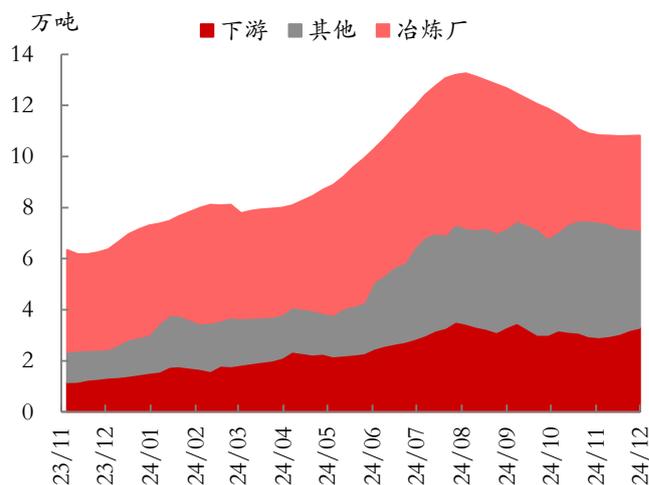
考虑到波动区间的收敛，进入 2025 年后，我们建议将整体思路由此前的趋势性看空逐步转为宽幅震荡，以取得更好的投资收益。具体而言，可关注区间下沿的试多机会，具有较好的安全边际，潜在的反弹驱动在于供应端扰动、以及下游阶段性补库；而当价格反弹至区间上沿后，矿端库存显性化至盐端、及高成本项目的复产预期将给价格进一步上行带来明显阻力，而考虑到上游较高的套保参与度将增加锂盐供应的惯性，阶段性错配结束后价格或迎来较为流畅的下跌。鉴于该品种的供需两端均有较强弹性，当前难以准确判断 2025 年的价格节奏，考虑到抢出口结束后储能板块或拖累金三银四需求成色，上半年相对更建议以高空思路对待；基于低估值带来的安全边际，下半年可更多关注低多机会。套利方面，跨期仍建议关注仓单注销月与后续相邻合约的套利机会，随着绝对价格降至低位，注销月前后价差的合理估值或收缩至 2500c 附近，策略弹性取决于临近注销月时的仓单绝对水平及买盘接货意愿；此外，氢氧化锂上市后，碳氢价差也将带来更多跨品种套利机会。

图表 41: GFEX 碳酸锂仓单量



资料来源: GFEX, 东证衍生品研究院

图表 42: 中国碳酸锂社会库存



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

6、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