

衍生无限未来

此时彼刻，同与不同

东证衍生品研究院
2024年9月

陈祎萱 CFA 有色金属分析师

从业资格号：F3074710

投资咨询号：Z0017769



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

渣打银行 DBS

行情回顾

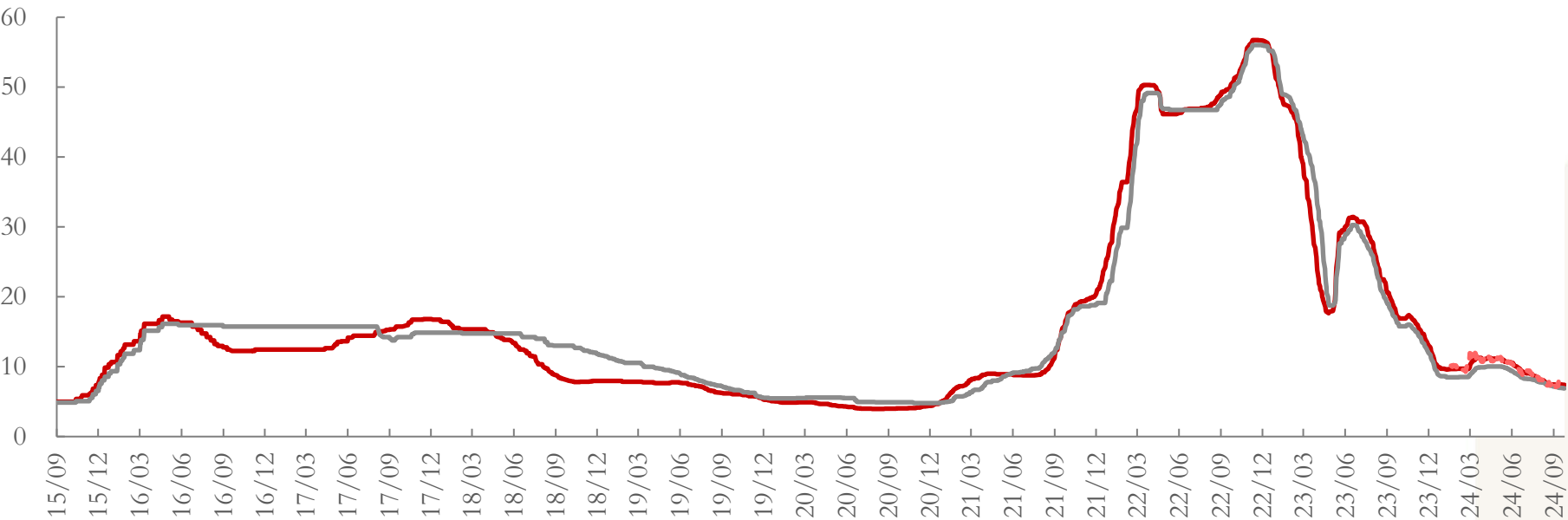
□ 3月反弹：

- 低估值背景下，供应扰动&金三银四需求脉冲超预期驱动价格反弹；
- 短期反弹给到锂盐加工环节利润修复窗口，对应随后LC产出持续增加；

□ 当下：更低的估值水平，金九银十窗口期内，边际产能供应扰动再现，价格是否还有想象空间？

图表：锂盐期现货走势回顾

万元/吨 — 碳酸锂(99.5%电池级/国产)均价 — 氢氧化锂(56.5% 电池级粗颗粒/国产)均价 - - - GFEX碳酸锂主连



资源端：即期和远期均出现收缩迹象，但不改扩产大周期

- 澳洲/美洲：现有项目多维持正常生产，销售端随行就市，同时优化成本管理；部分远期产能（Arcadium）建设进度有所放缓；
- 非洲：当前主要供应多为矿冶一体化项目，部分项目通过优先发运高品位矿石的方式优化成本；
- 中国：位于成本曲线右侧的锂云母项目（柘下窝）已释放减产信号；

图表：2024年全球锂资源重点增量项目一览（万吨LCE）

项目	所属公司	所在地	资源类别	2023E	2024E	同比增量
Bikita	中矿资源	津巴布韦	锂辉石/透锂长石	1.5	4.5	3.0
Mt Holland	SQM 50%; Wesfarmers 50%	澳大利亚	锂辉石	0.0	2.5	2.5
Wodgina	ALB 60%, MRL40%	澳大利亚	锂辉石	4.7	6.8	2.1
Arcadia	华友钴业	津巴布韦	锂辉石/透锂长石	1.5	3.5	2.0
Grota do Cirilo	Sigma	巴西	锂辉石	1.6	3.1	1.5
Sabi Star	Max Mind（盛新锂能持股51%）	津巴布韦	锂辉石	0.8	2.3	1.5
Kamativi	KMC（雅化持股60%）	津巴布韦	锂辉石	0.0	1.3	1.3
柘下窝	宜春时代（宁德时代控股）	中国	锂云母	0.8	3.7	2.9
大港瓷石矿	九岭锂业	中国	锂云母	1.9	4.0	2.1
Salar de Atacama	SQM	智利	盐湖	17.5	21.0	3.5
Cauchari-Olaroz	赣锋锂业46.7%；LAC53.3%	阿根廷	盐湖	0.4	2.1	1.7
La Negra III / IV	ALB	智利	盐湖	5.3	6.5	1.2
西台吉乃尔	中信国安；昆仑	中国	盐湖	2.5	3.5	1.0
Olaroz	Arcadium	阿根廷	盐湖	1.9	2.8	0.9
其他-锂辉石				41.4	40.4	-1.1
其他-锂云母				4.8	6.6	1.8
其他-盐湖				8.3	11.7	3.4
原生锂资源供应合计				95.0	126.3	31.3

资源端：即期和远期均出现收缩迹象，但不改扩产大周期

- 澳洲/美洲：现有项目多维持正常生产，销售端随行就市，同时优化成本管理；部分远期产能（Arcadium）建设进度有所放缓；
- 非洲：当前主要供应多为矿冶一体化项目，部分项目通过优先发运高品位矿石的方式优化成本；
- 中国：位于成本曲线右侧的锂云母项目（柘下窝）已释放减产信号；

图表： 2025年全球锂资源重点项目产量变化一览（万吨LCE）

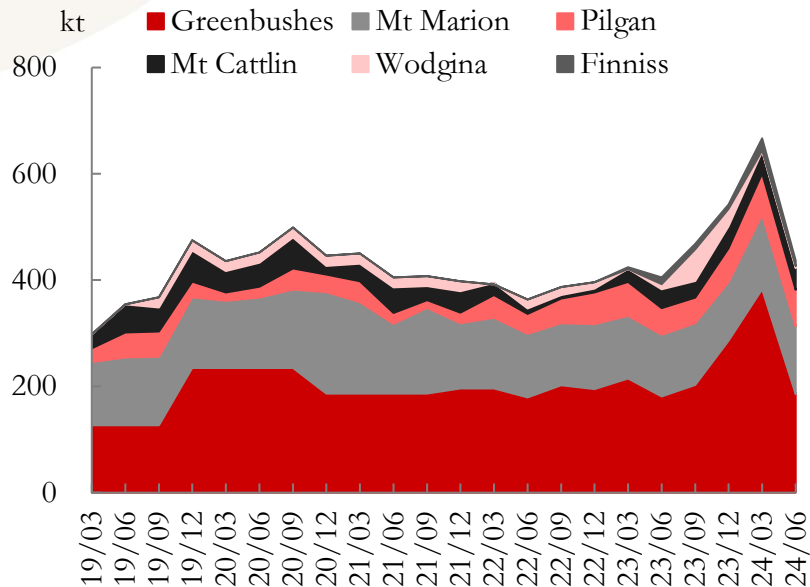
	公司	所在地	资源类别	2024E	2025E	同比增量
Greenbushes	Talison（天齐26%；IGO25%；ALB49%）	澳大利亚	锂辉石	17.0	21.0	4.0
Sandawana	Kuvimba	津巴布韦	锂辉石	1.5	5.0	3.5
Salar de Atacama	SQM	智利	盐湖	21.0	24.0	3.0
Goulamina	赣锋锂业50%、Leo Lithium 50%	马里	锂辉石	0.8	3.0	2.2
Centenario	Eramet；青山	阿根廷	盐湖	0.2	2.2	2.1
Pilgangoora	Pilbara	澳大利亚	锂辉石	5.0	7.0	2.0
Kathleen Valley	Liontown Resources	澳大利亚	锂辉石	0.0	2.0	2.0
Marion	MRL 50%，赣锋锂业50%	澳大利亚	锂辉石	5.0	7.0	2.0
察尔汗盐湖	蓝科锂业	中国	盐湖	3.5	5.5	2.0
Mt Holland	SQM 50%；Wesfarmers 50%	澳大利亚	锂辉石	2.5	4.0	1.5
化山瓷石矿	永兴材料	中国	锂云母	2.5	4.0	1.5
Finniss	Core	澳大利亚	锂辉石	0.8	0.0	-0.8
Cattlin	Arcadium	澳大利亚	锂辉石	1.5	0.5	-1.0
Arcadia	华友钴业	津巴布韦	锂辉石/透锂	3.5	2.0	-1.5
柘下窝	宁德时代	中国	锂云母	3.7	0.0	-3.7
其他				57.9	73.7	15.8
原生锂资源供应合计				126.3	160.9	34.6

资源端：即期和远期均出现收缩迹象，但不改扩产大周期

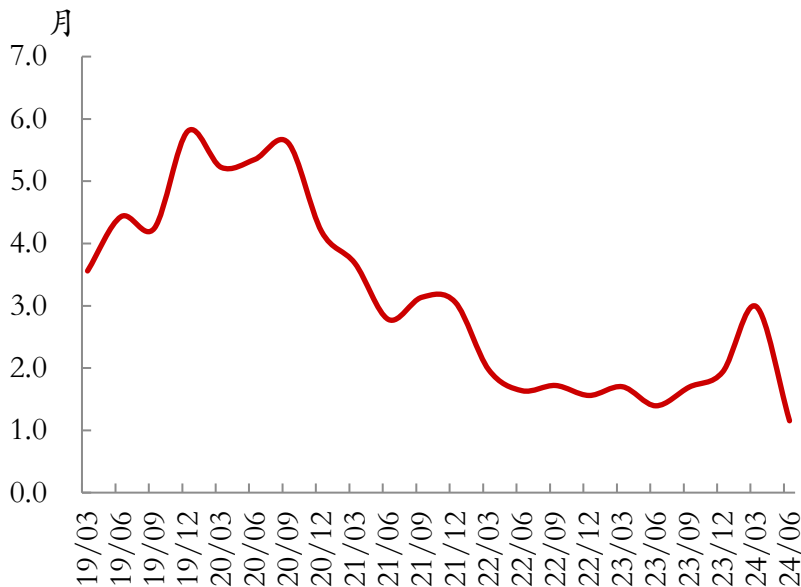
衍生无限未来

- 作为最有代表性的外售矿主产区，澳洲矿商多维持正常的产销及发运节奏；
- 库存视角，澳矿商并无“捂货挺价”的行为，Q2随着Greenbushes完成额外增量订单的发运后，澳洲锂精矿成品库存显著降低，库存天数重回偏低水平（35天）；

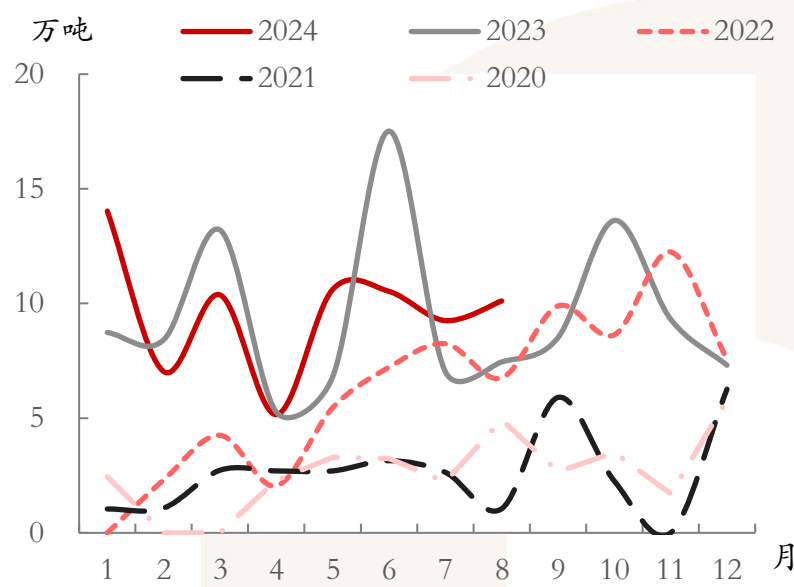
图表：澳洲锂精矿库存



图表：澳洲锂精矿库存天数



图表：Port Hedland锂精矿发运量

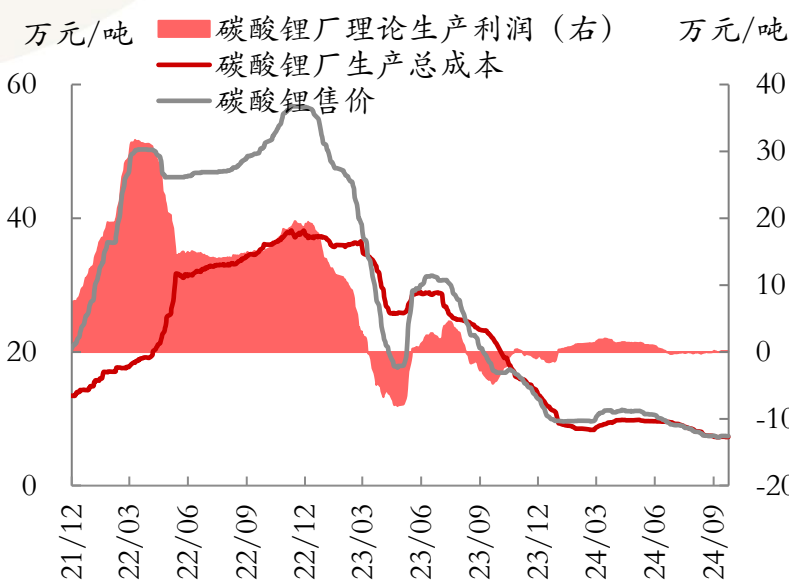


资料来源：Port Hedland，公司公告，东证衍生品研究院测算

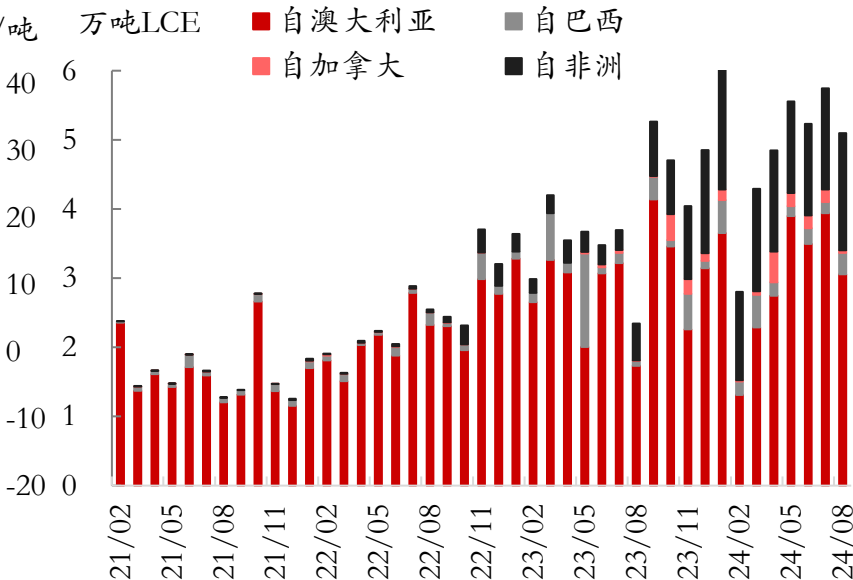
锂盐端：利润—产出的调节机制

- 3月反弹—锂盐加工环节利润修复—Q2锂盐转化效率提升、LC产量增加；
- Q2价格下跌—锂盐加工环节利润收缩—Q3矿石贸易转淡、代工产量边际下滑；
- 当前的反弹驱动更多在于锂盐需求的回升，矿端并未出现明显跟随迹象而是随行就市的销售，**价格反弹再次打开加工环节利润空间后，或将对应Q4 LC产出的边际增加**(兑现的量级及时间点存一定不确定性，但趋势确定性较高)；

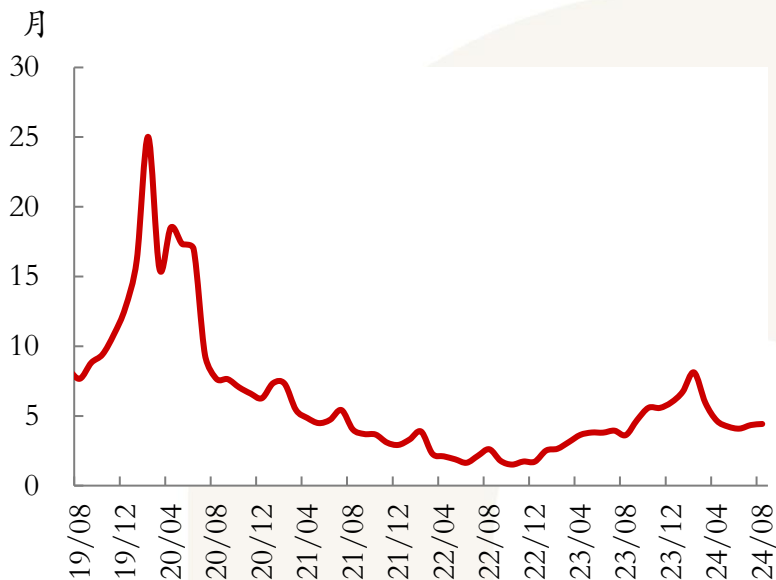
图表：锂盐加工环节理论利润



图表：中国锂矿石进口量



图表：中国锂矿石库存天数

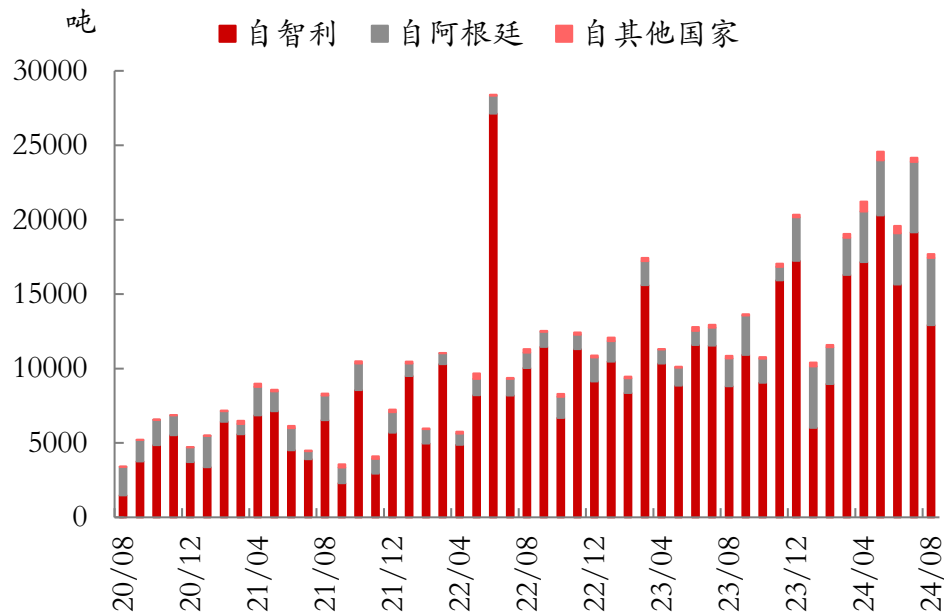


锂盐端：进口同比压力持续存在，环比压力边际缓解

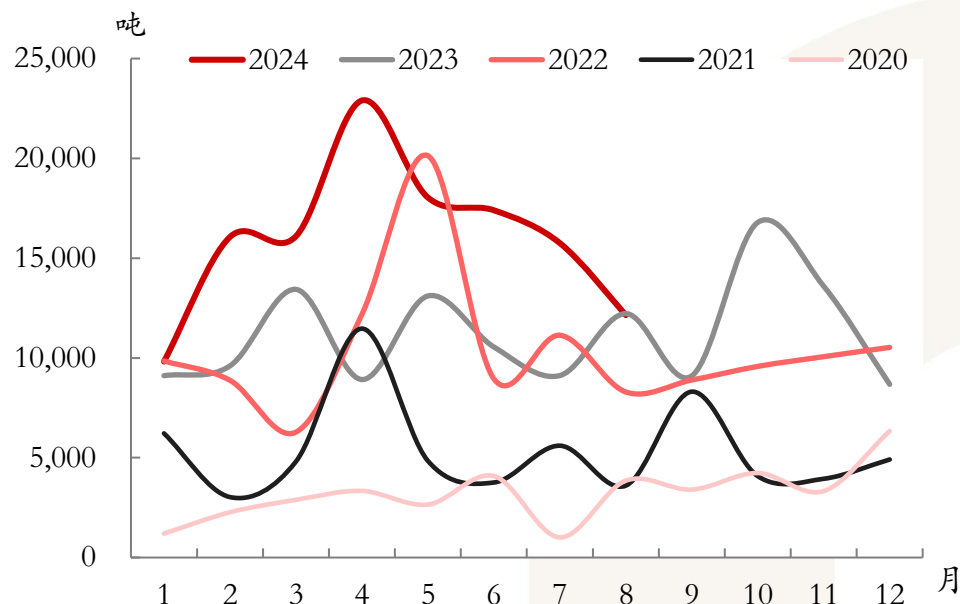
衍生无限未来

- 2024年进口量预计19.5万吨LCE (+4.6)，增量主要来自智利SQM 3万吨新产能投产，以及阿根廷C-0等项目的爬产放量；
- 智利：对中国锂盐发运量连续四个月环比负增，考虑当地库存及企业的销售指引，Q4自智利的进口冲击压力有限；
- 阿根廷：新增项目（3Q, Centenario）仍在投产初期阶段，规模化发运对应的进口增量或于25年兑现；

图表：中国碳酸锂月度进口量



图表：智利对中国碳酸锂月度出口量



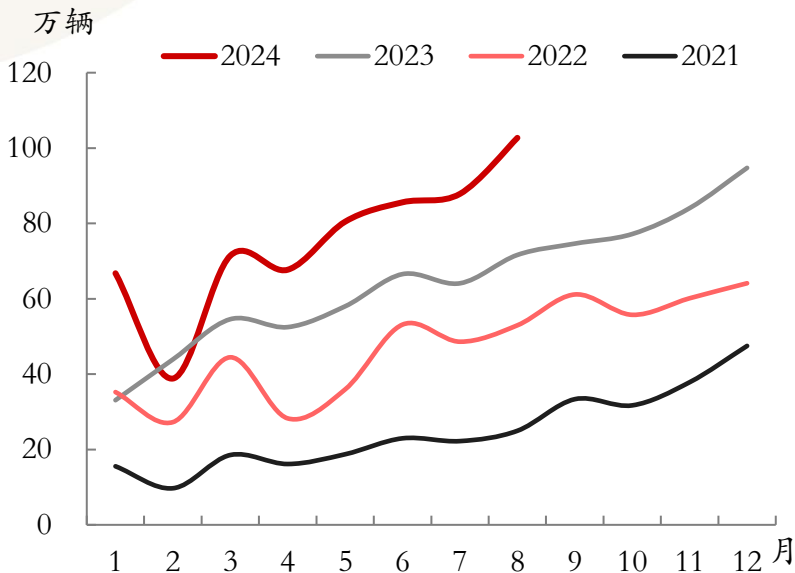
资料来源：海关总署，智利海关，东证衍生品研究院

终端需求：增速预期与季节性

动力

- 中国市场：车企价格战+政策端以旧换新+车展，多重刺激叠加下需求或部分前置，年末关注政策到期前的冲量；
- 欧美市场：欧洲补贴退坡、美国消费者选择受限，24年实际增速明显不及预期；
- 25年：重点关注海外市场，包括欧洲主机厂的电动化进程，以及美国大选对新能源行业的政策影响，基准预期YoY~18%；

图表：中国新能源车月度销量



图表：中国新能源车渗透率



图表：欧美电车销量同比增速

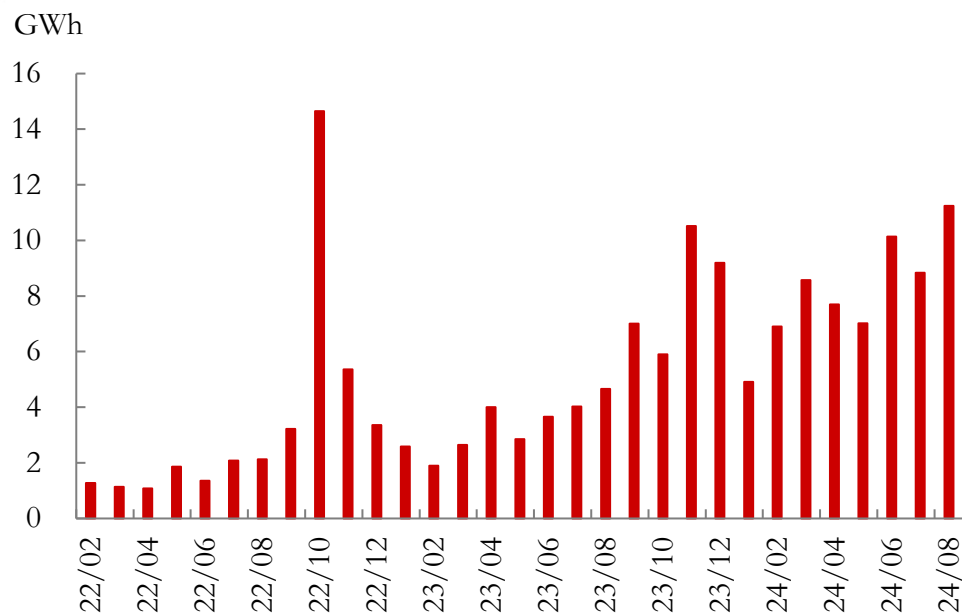


资料来源：乘联会，Marklines，东证衍生品研究院

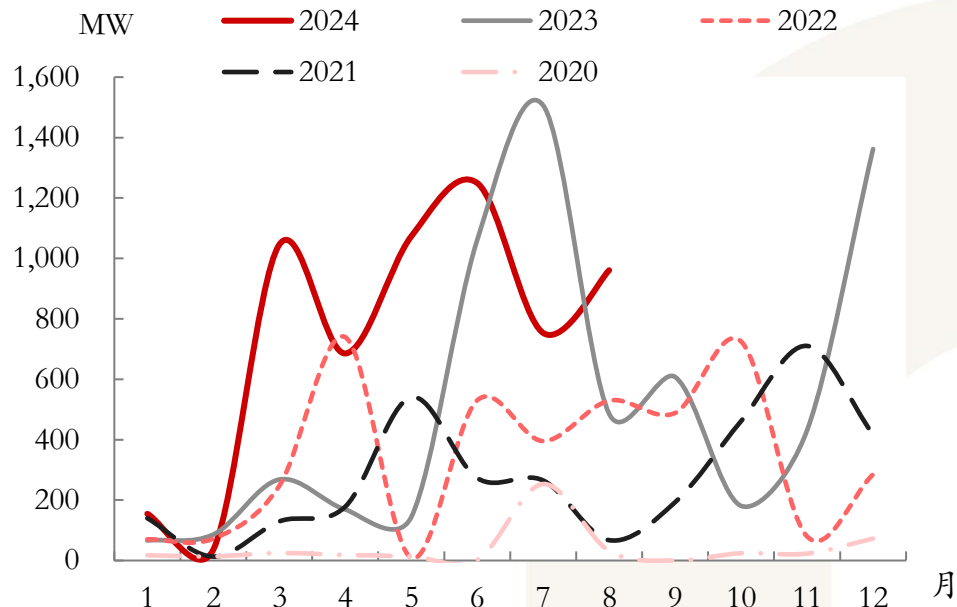
□ 储能

- 国内：储能需求季节性的主要来源，1231节点仍将驱动10月前后储能需求集中释放；
- 海外：美国并网效率提升、亚非拉大储需求爆发，推动Q3以来储能电池需求持续超预期；
- 25年：储能需求预计仍将维持高景气，重点关注美国及亚非拉的大储需求增量，基准预期YoY~50%；

图表：中国大储项目中标情况



图表：美国储能新增装机量

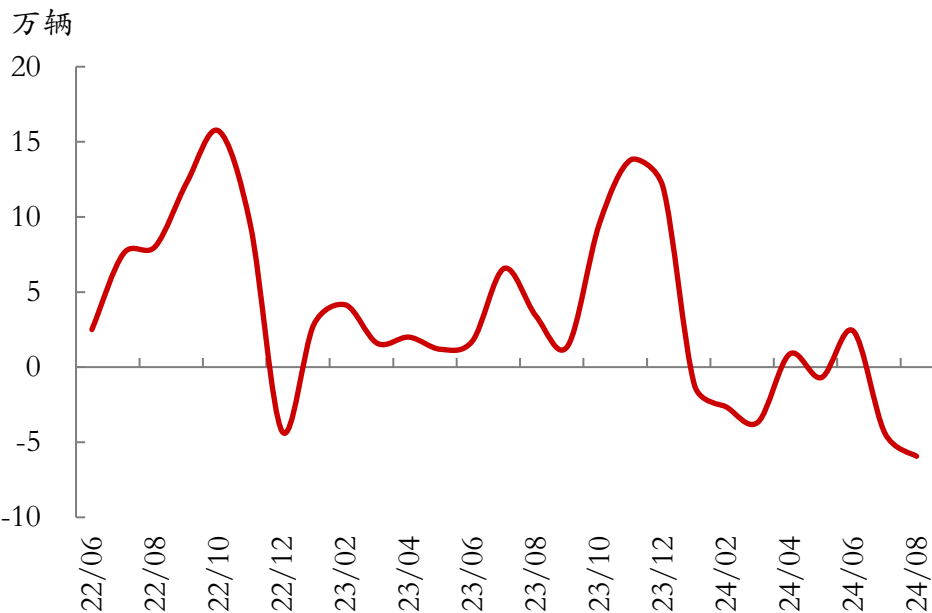


资料来源：EIA，储能与电力市场，东证衍生品研究院

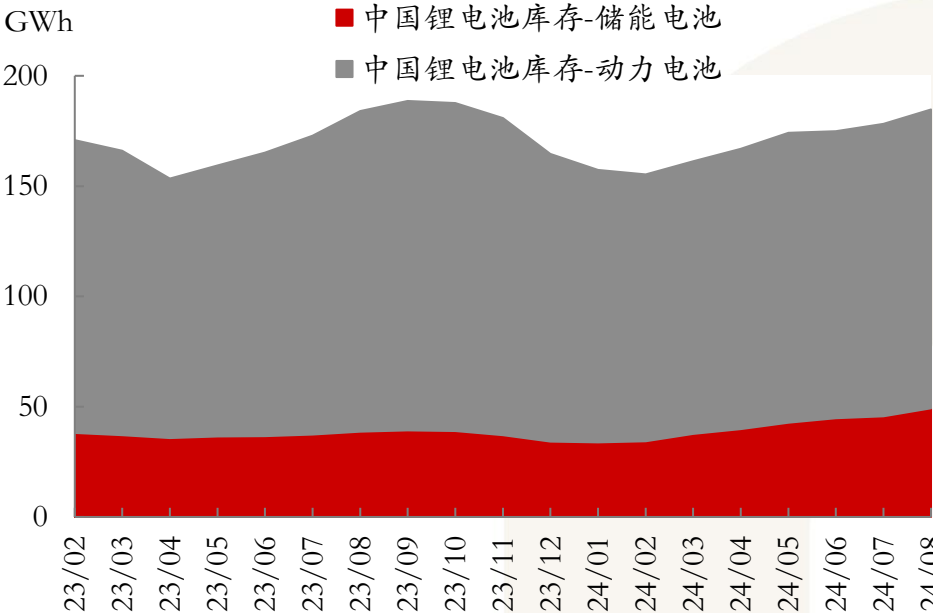
表需：库存周期与采购节奏

- 偏终端环节的库存蓄水池仍然存在
 - 整车环节库存约1个月，电芯环节库存近2个月；
 - 长期而言，当前产业链下游进一步主动去库的空间有限、迫切性较此前有所缓解，但下行期内亦暂无主动加库存的动力；
 - 短期内，这部分库存会影响终端需求向表需传导的效率；

图表：中国新能源车当期库存变动



图表：中国动力电池当期库存变动



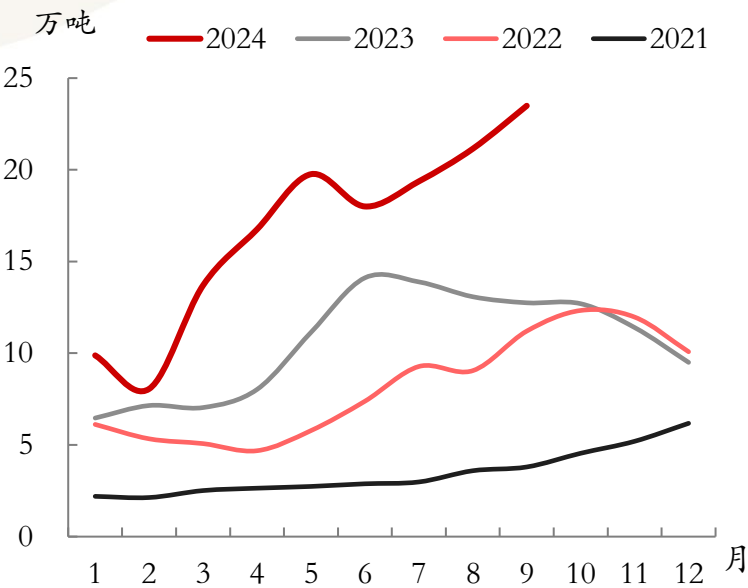
资料来源：SMM，乘联会，交强险，东证衍生品研究院测算

表需：库存周期与采购节奏

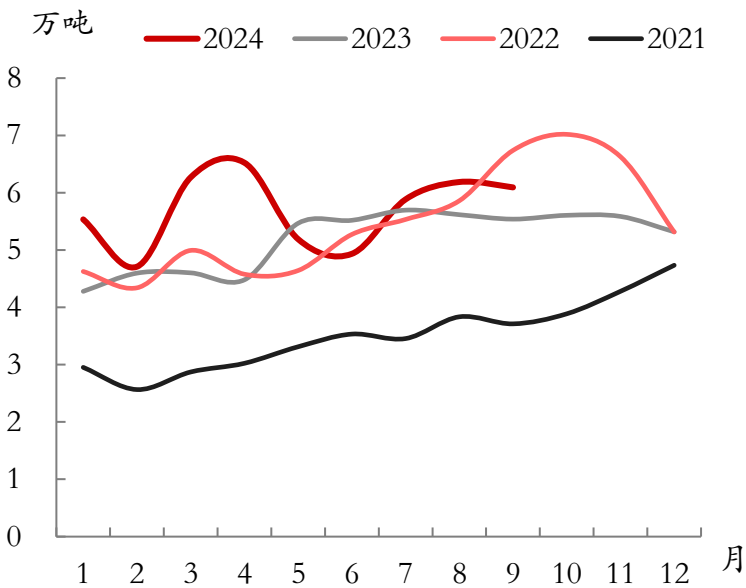
□ 表需：关注直接下游的采购节奏

- 基于订单的传导周期（1.5个月），正极材料排产表征的表需或于10月见顶；
- 年底或仍有小幅主动去库空间，进一步拖累Q4表需；
- 考虑国庆节备货因素后，锂盐现货采购或于10月下旬起逐步转弱，此外需要关注客供比例带来的边际扰动；

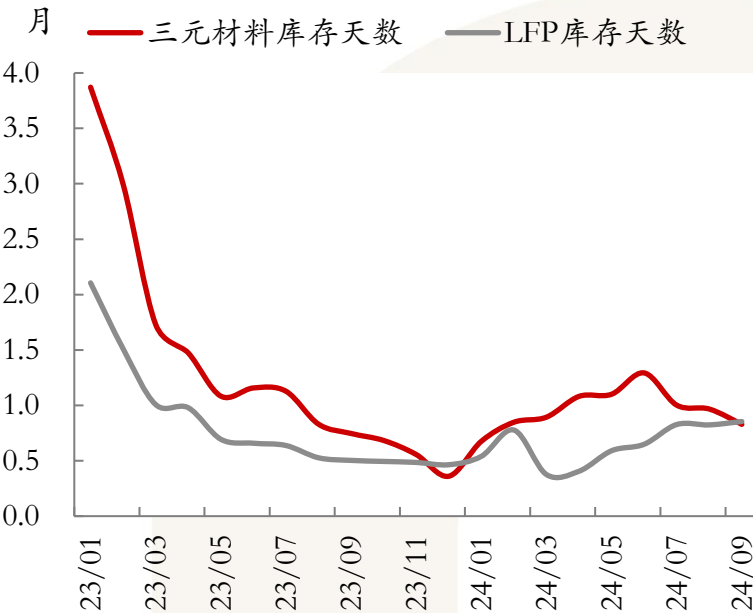
图表：LFP月度产量



图表：三元材料月度产量



图表：正极材料库存天数



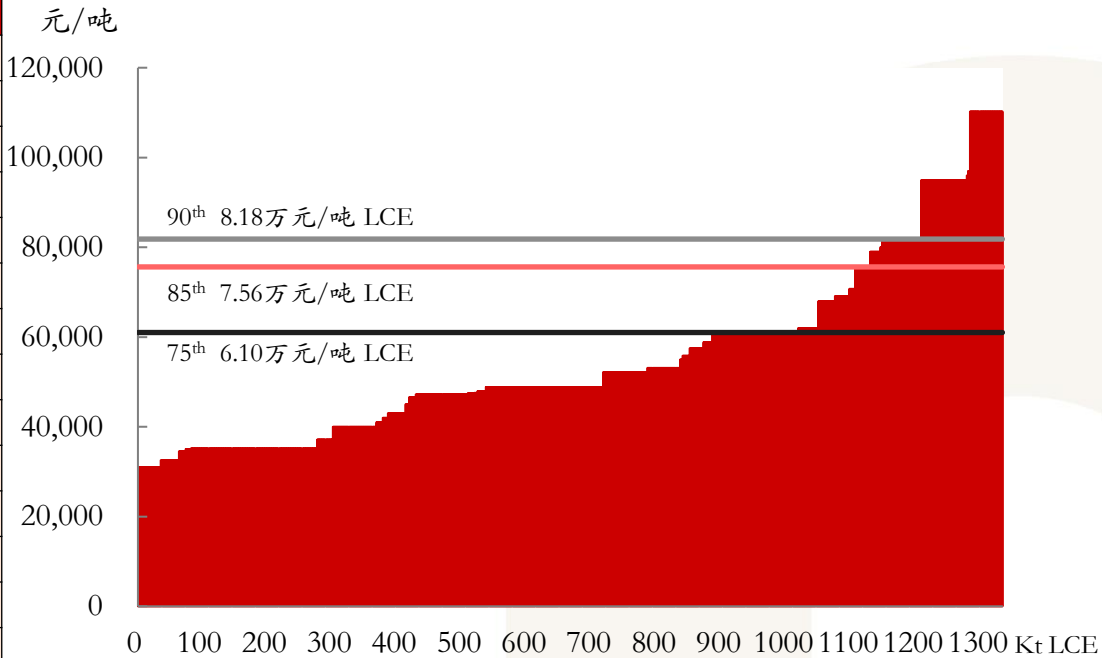
资料来源：SMM，东证衍生品研究院测算

- 中长期而言，品种的核心逻辑仍是通过跌价来挤出供应/刺激需求，实现平衡表的修复；
- 基于成本曲线的理论测算，2024年的成本支撑约7-8万元/吨，2025年成本支撑进一步下移至6万元/吨附近；
- 相对分散的供应端或导致实际价格阶段性击穿成本支撑，驱动比估值更重要；

图表：全球锂资源供需平衡表

(万吨LCE)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F
锂矿	22.1	19.2	25.4	35.3	51.6	64.3	86.0
盐湖	20.0	19.3	23.6	30.6	35.9	47.6	60.0
锂云母	2.8	3	6.5	10	7.5	13.8	14.9
回收	0	0.5	1	5.4	7.5	9.0	10.8
全球总供应	44.9	42.0	56.5	81.3	102.5	134.8	171.7
供应增速	-	-6%	35%	44%	26%	32%	27%
动力电池	7.6	10.4	23.0	35.0	45.5	56.9	67.1
储能电池	1.4	2.1	4.2	9.0	15.0	21.5	32.2
消费电子	3.7	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
小动力电池	2.0	3.0	4.3	5.0	5.5	5.5	5.5
传统工业需求	14.0	13.3	14.3	14.5	15.0	15.0	15.0
全球总需求	28.69	36.16	59.80	78.50	99.00	116.83	139.79
同比增速	-	26%	65%	31%	26%	18%	20%
供需平衡	16.2	5.8	-3.3	2.8	3.5	17.9	31.9

图表：全球锂资源成本曲线（2024年，现金成本，含税）



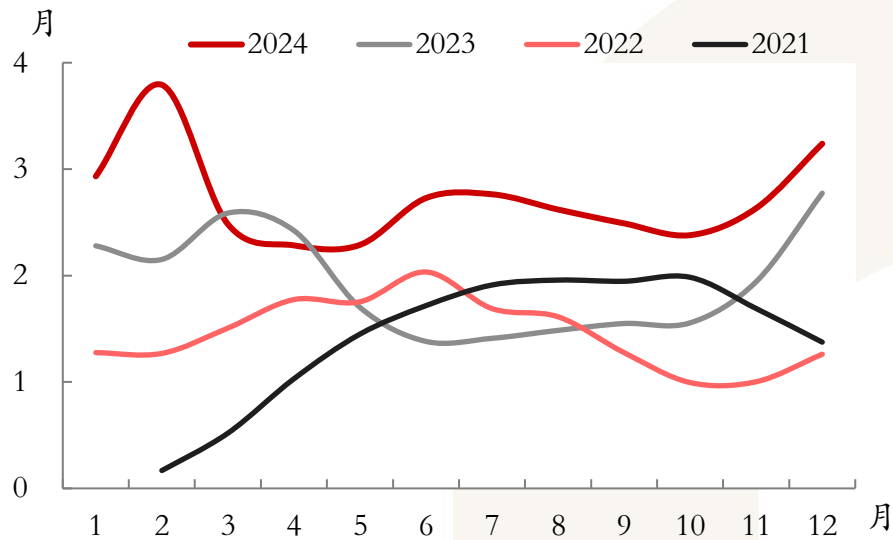
资料来源：Wood Mackenzie, SMM, 中汽协, 公司公告, 东证衍生品研究院测算

- 类似的低估值+供应扰动+需求回暖：与3月的反弹类似，当下亦是低估值&基本面边际改善的窗口期内，出现了超预期的供应扰动；
- 但，更高的库存水平与更短的窗口期：
 - 终端需求暂未出现超预期亮点的情况下，表需的想象空间有限，年底初端下游主动去库或进一步拖累需求；
 - 旺季过半后表需见顶回落（10月），仅凭供应扰动驱动的价格反弹可持续性空间有限；
 - 短期反弹修复锂盐加工环节利润后，Q4代工等边际产量回升或部分对冲视下窝项目的减量；

图表：中国碳酸锂月度平衡

	产量	净进口	电池类需求	其他需求	总真实需求	供应-真实消费
2024-01	41,523	10,207	37587	4,905	42,492	9,238
2024-02	32,475	11,148	30988	4,116	35,104	8,519
2024-03	42,792	18,721	49168	6,715	55,883	5,630
2024-04	52,893	20,860	58272	6,446	64,718	9,034
2024-05	62,538	24,352	64611	6,756	71,367	15,523
2024-06	66,243	19,082	59877	6,808	66,686	18,639
2024-07	65,000	18,582	64008	6,539	70,547	13,035
2024-08	62,000	17,082	69618	6,081	75,700	3,382
2024-09	60,000	17,000	73,099	5,800	78,899	-1,899
2024-10	55,000	17,300	74,561	4,964	79,525	-7,225
2024-11	56,000	17,600	67,851	4,499	72,349	1,251
2024-12	57,000	18,500	58,351	4,398	62,750	12,750

图表：中国碳酸锂库存消费比

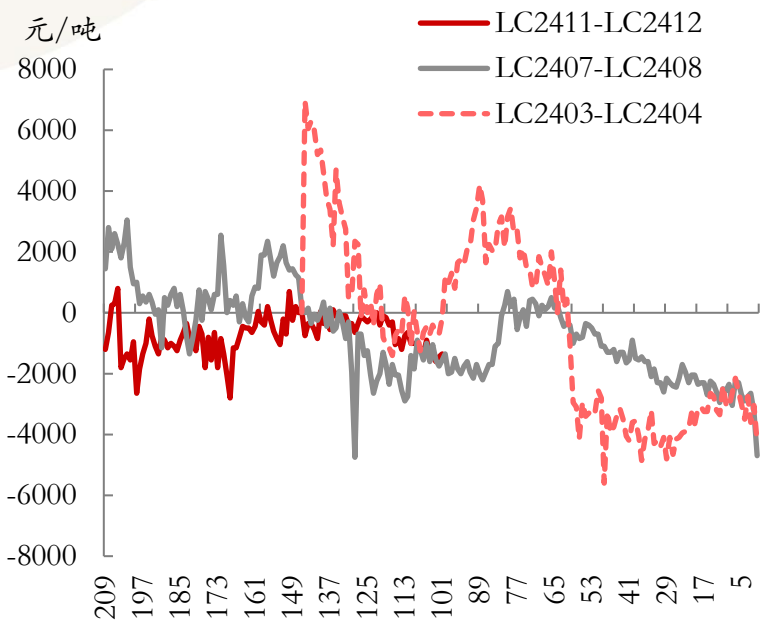


资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院测算

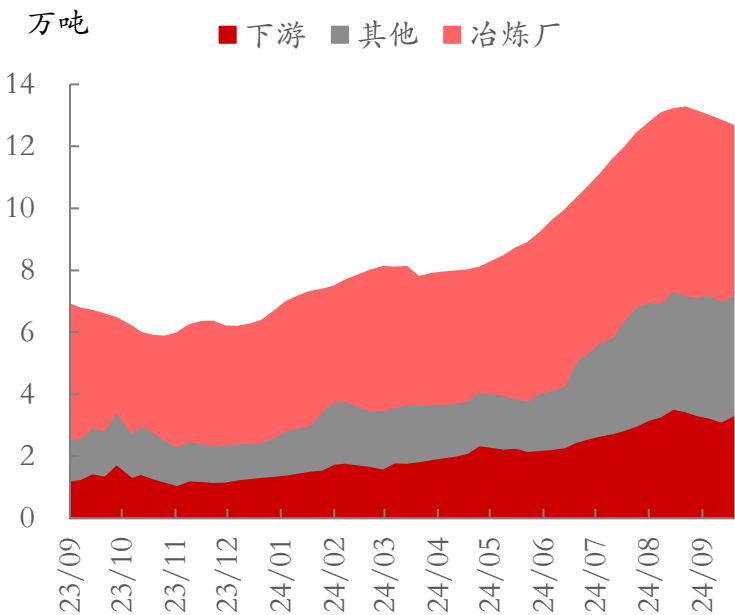
核心逻辑梳理&策略推荐

- 单边：相对更建议关注确定性更高的沽空策略，可在反弹过程中分批逐步建仓，左侧布局需注意仓位管理；
- 套利：建议关注11-12反套机会；

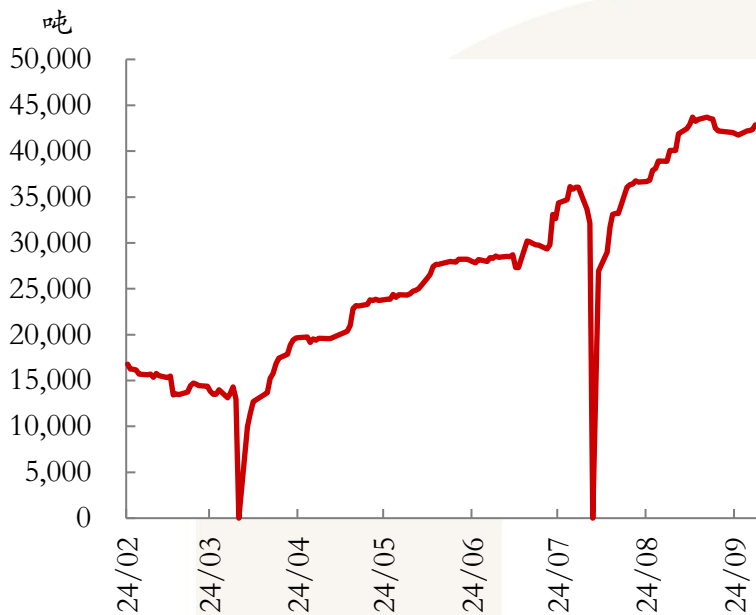
图表：注销月相邻月差走势



图表：碳酸锂周度库存



图表：碳酸锂注册仓单量



资料来源：SMM, Wind, 东证衍生品研究院测算

分析师承诺&免责声明

分析师承诺

陈祎萱

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。