

## 磨底期的节奏与结构

东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：碳酸锂：看涨  
报告日期：2024 年 6 月 29 日

## ★ 供应端：扩产能大周期中的短期节奏

即便当下仍处在大的扩产能周期内，利润收缩也将制约短期锂盐产出，国内碳酸锂产量或在 7 月附近阶段性见顶。结合南美盐湖产出增幅、主产区库存变动及上半年实际发运，下半年月均进口量约 1.8 万吨 LCE，进口压力略低于上半年但仍维持同比高增。

## ★ 需求端：层层前置，旺季成色如何评估？

车企降价及政策落地的共同刺激下，部分下半年的需求可能被前置到二季度释放，对应下半年中国新能源车需求增速或边际回落。整车和电芯环节的库存依然会影响终端订单向上传导的效率，对短期价格影响更直接的或是初端下游的采购节奏，需要关注绝对价格降至低位后、下游再度择机前置采购的可能性。

## ★ 长期趋势与短期节奏

更新后的平衡表显示 2024 年全球锂资源过剩 19.7 万吨 LCE，85% 现金成本分位线（7-8 万元/吨）或提供有效的中长期成本支撑。

短期基本面难见起色，价格延续弱势震荡；供应压力暂缓的背景下若下游基于绝对价格偏低择机前置采购，供需格局的边际改善有望在 8 月前后给价格带来短期反弹驱动，但本次反弹的高度料较为有限；持续兑现的过剩压力、年末企业的资金回笼诉求加之仓单集中注销，年末的下行行情或相对较为流畅。随着价格不断逼近成本支撑，市场将在远月合约中定价远端供应的不确定性，磨底期内 C 结构料将维持，将现货端压力后延。

策略方面，短期建议关注 8 月前后的潜在反弹机会；品种过剩格局未得到根本性改善，中线依旧建议关注反弹后的沽空机会。套利方面，建议关注仓单注销月合约及远月合约的反套机会。

## ★ 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。

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](mailto:yixuan.chen@orientfutures.com)

## 主力合约行情走势图（碳酸锂）



## 相关报告

如何评估当前的锂矿库存？	2024/05/28
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
渐趋理性，波动收敛	2023/06/29

**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。

## 目录

1、行情回顾.....	5
2、供应端：扩产能大周期中的短期节奏.....	5
2.1、资源端：产能扩张周期逐步兑现.....	5
2.2、国内锂盐供应：关注利润—产出的调节机制.....	7
2.3、进口补充：同比压力持续存在，环比压力边际缓解.....	9
3、需求端：层层前置，旺季成色如何评估？.....	10
3.1、终端需求：双重刺激下的需求前置.....	10
3.2、表观需求：下游采购前置的可能性.....	14
4、长期趋势与短期节奏：不同维度的平衡表.....	16
5、风险提示.....	19

## 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 LC2407 收盘价走势 .....	5
图表 3: 2024 年全球锂资源重点增量项目一览 (万吨 LCE) .....	6
图表 4: 各国锂资源产量及同比增量预估 .....	7
图表 5: 澳洲锂矿产量及同比增速 .....	7
图表 6: 中国锂矿月度进口量 .....	8
图表 7: 锂盐加工环节理论利润 .....	8
图表 8: 中国碳酸锂月度产量 .....	8
图表 9: 中国碳酸锂月度产量——分来源 .....	8
图表 10: 中国境内锂矿库存量 (测算值) .....	9
图表 11: 中国境内锂矿库存天数 (测算值) .....	9
图表 12: 中国碳酸锂月度进口量 .....	10
图表 13: 智利对中国碳酸锂发运量 .....	10
图表 14: 中国新能源车零售销量 .....	10
图表 15: 中国新能源车产销同比增速 .....	10
图表 16: 中国新能源车月度渗透率 .....	11
图表 17: 中国新能源车周度渗透率 .....	11
图表 18: 欧美当月新增新能源车注册量同比增速 .....	12
图表 19: 欧美市场新能源车渗透率 .....	12
图表 20: 中国新能源乘用车月度出口量 .....	12
图表 21: 中国新能源车出口结构 .....	12
图表 22: 中国大储项目中标情况 .....	13
图表 23: 中国当季新型储能装机容量及功率 .....	13
图表 24: 中国储能电池销量及结构 .....	13
图表 25: 中国储能电芯月度产量 .....	13
图表 26: 中国新能源车产量、销量及上险量同比增速 .....	14
图表 27: 中国新能源车当期库存变动 .....	14
图表 28: 中国动力电池产量&装车量 .....	15
图表 29: 中国锂电池库存 (动力&储能) .....	15
图表 30: LFP 月度产量 .....	15
图表 31: 三元材料月度产量 .....	15
图表 32: 电解液月度产量 .....	16

图表 33：正极材料厂成品库存 .....

16

图表 34：全球锂资源供需平衡表.....

17

图表 35：全球锂资源现金成本曲线（2024 年） .....

17

图表 36：中国碳酸锂月度平衡表.....

18

图表 37：中国碳酸锂库存变动 .....

19

图表 38：中国碳酸锂库存消费比.....

19

图表 39：GFEX 碳酸锂期限结构 .....

19

图表 40：GFEX 碳酸锂仓单量 .....

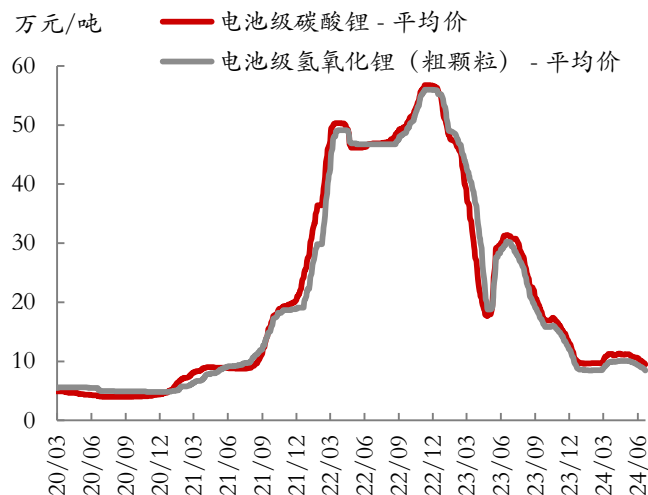
19

## 1、行情回顾

回顾上半年，年初价格延续了去年底以来的弱势格局，春节前后澳洲多家矿企宣布暂停原矿开采或下修产量指引，叠加江西环保风波，短期内供应端扰动密集发酵带动盘面价格快速反弹，随后终端产销超预期叠加下游备货周期前置，需求端短期对高价格也表现出了一定的承接能力，3-4月价格中枢得以维持在11万元附近的高位。进入二季度中后段，供应压力持续兑现而表需提前见顶回落，加之长协及客供比例的提升，价格重心逐步回落。

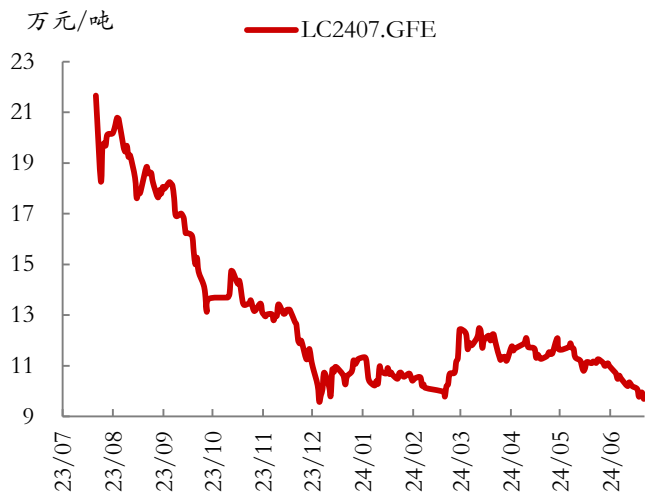
在上半年的行情中，我们发现短期错配带来的价格反弹给远期供应提供了更好的利润，锂盐转化效率的提升加剧了未来一段时间内的供应压力。即便当前市场对长周期的过剩并无显著分歧，但价格—产出的调节机制仍将影响短期的累库节奏、进而给价格带来波动。进入下半年，随着价格再度逼近成本支撑附近，我们认为除了关注资源端扩产能的进展外，资源端向锂盐端的转化效率、以及表观需求的节奏可能会给短期价格带来更直接的影响，本次半年报我们也将就这些部分进行重点讨论。

图表 1：碳酸锂及氢氧化锂现货价格走势



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 2：GFEX LC2407 收盘价走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

## 2、供应端：扩产能大周期中的短期节奏

### 2.1、资源端：产能扩张周期逐步兑现

资源端方面，行至年中，结合企业的公司公告及调研信息，我们更新了部分项目的全年产量预估，主要调整包括：

澳洲方面，参考公司披露的年度产量指引，将 Greenbushes 及 Mt Cattlin 的年度产量下修至 17 和 1.5 万吨 LCE。

非洲方面，津巴布韦的 Bikita 和 Arcadia 项目均是锂辉石矿和透锂长石矿伴生产出，由于当前的价格环境较差，企业基于成本优化的考量、优先发运高品位锂辉石矿回国，部分透锂长石可能暂时以库存的形式存放于矿区，基于此，我们将这两个项目的全年有效产出分别下修至 4.5 及 3.5 万吨 LCE。

宁德时代控股的江西枳下窝项目，由于矿山配套的锂盐转化产能投产调试进度不及预期，影响了一季度矿山的实际产出，根据项目的实际进展，我们将其全年产量下修至 5.5 万吨 LCE；

南美盐湖项目而言，SQM 3 万吨新产能已于今年一季度顺利投产，当前公司在智利的碳酸锂工厂年产能达到 21 万吨，同时其位于中国四川省的硫酸锂—氢氧化锂产线（年产能 2 万吨）也已于去年底投产，据公司一季报给出的产量指引，将其全年锂盐产量上修至 21 万吨 LCE。而阿根廷部分新项目的实际投产进度则略不及预期，结合项目当前进展及企业给出的预期投产时间，我们小幅下修了 3Q 和 Centenario 项目的年产量。

调整后的 2024 年全球原生锂资源总供应为 128.1 万吨 LCE，同比增加 33.1 万吨或 35%，其中，辉石、云母、盐湖分别贡献 12.7、8.6、11.7 万吨 LCE 的同比增量。

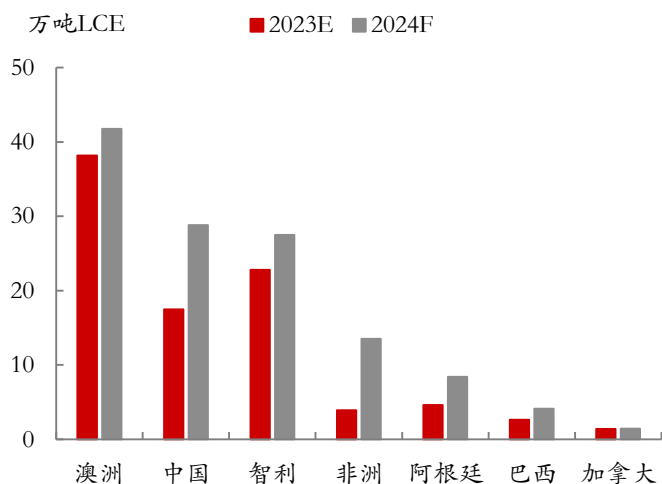
**图表 3：2024 年全球锂资源重点增量项目一览（万吨 LCE）**

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	辉石&透锂	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	辉石&透锂	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
枳下窝	宜春时代（宁德时代控股）	中国	锂云母	0.8	5.5	4.7
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	Allkem	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
<b>原生锂资源供应合计</b>				<b>95.0</b>	<b>128.1</b>	<b>33.1</b>

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

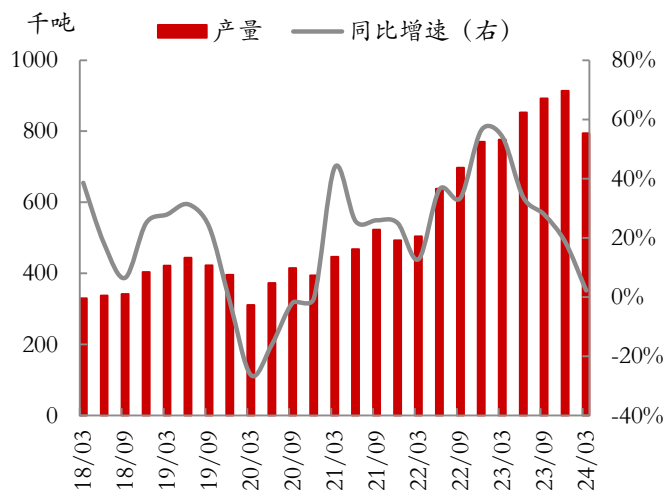
分主产区而言，非洲、澳洲将贡献较多的矿石系锂资源增量，同比增幅分别为 9.6 和 3.6 万吨 LCE；随着扩建产能及新项目的投产，智利和阿根廷的盐湖提锂产量同比增幅分别为 4.7 及 3.8 万吨 LCE。中国方面，江西云母将贡献最主要增量，达 8.1 万吨 LCE，同时盐湖及辉石也将分别带来 2.7、0.5 万吨 LCE 的增量。

图表 4：各国锂资源产量及同比增量预估



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院整理

图表 5：澳洲锂矿产量及同比增速



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院整理

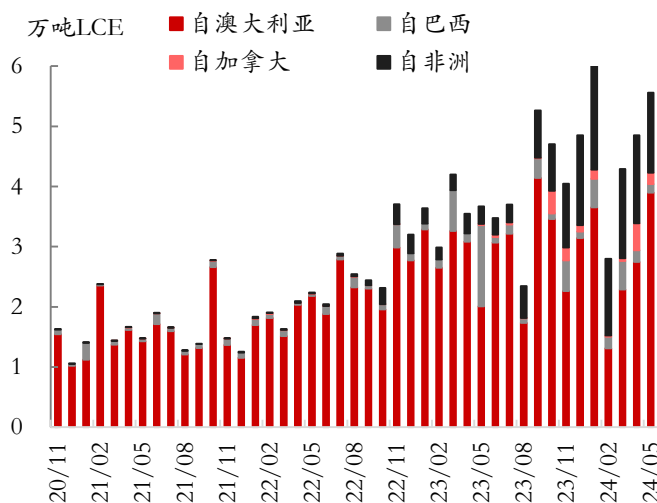
## 2.2、国内锂盐供应：关注利润—产出的调节机制

据海关总署，今年 1-5 月，中国共进口锂矿 23.87 万吨 LCE，同比增加 5.8 万吨 LCE 或 32%，其中增量主要来自非洲，这与资源端的扩产节奏大致相对应。而据 SMM，同期中国碳酸锂产量 23.2 万吨 LCE，同比增加 7.3 万吨 LCE 或 46%；而其中锂辉石产的碳酸锂产量 9.9 万吨，同比增加 4.5 万吨 LCE 或 83%。今年以来碳酸锂产出增幅明显高于当期锂矿进口量，除了国内锂云母项目爬产放量外，更主要的原因在于超额利润驱动下、矿端库存加速向锂盐转化。

3 月的价格反弹过程中，锂盐价格的反弹节奏快于矿端，对应锂盐加工环节利润快速修复，据我们测算，加工环节的理论利润一度增至 2 万元/吨，考虑到盘面的 Contango 结构，若在 LC2407 卖出保值则利润空间更为可观。随着加工利润的修复，锂盐厂买矿及开工积极性有所回升，同时资金也积极介入矿端贸易，矿石代工模式的活跃使得二季度锂盐厂开工率进一步提升。

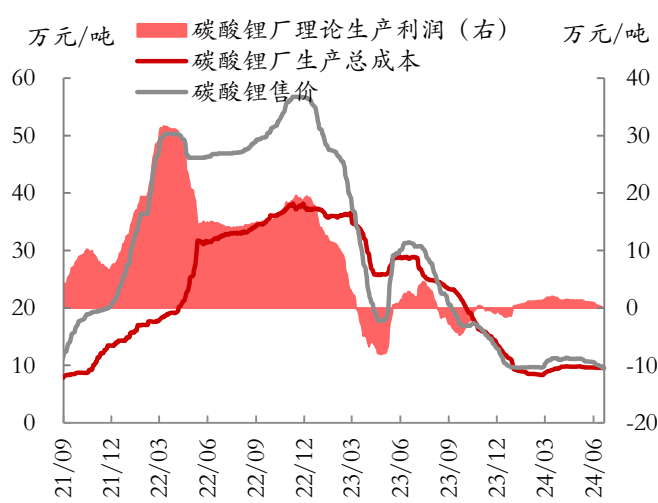


图表 6: 中国锂矿月度进口量



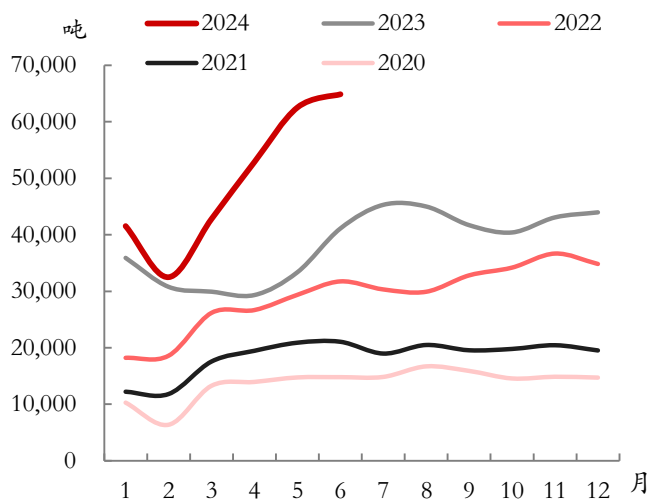
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院测算

图表 7: 锂盐加工环节理论利润



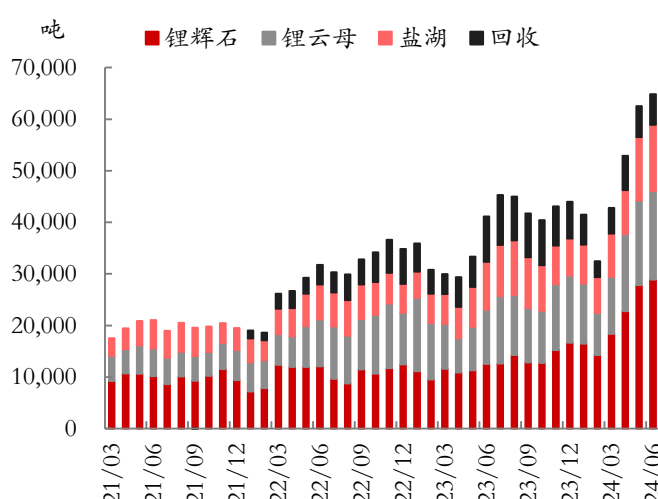
资料来源：Wind，SMM，东证衍生品研究院测算

图表 8: 中国碳酸锂月度产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 9: 中国碳酸锂月度产量——分来源



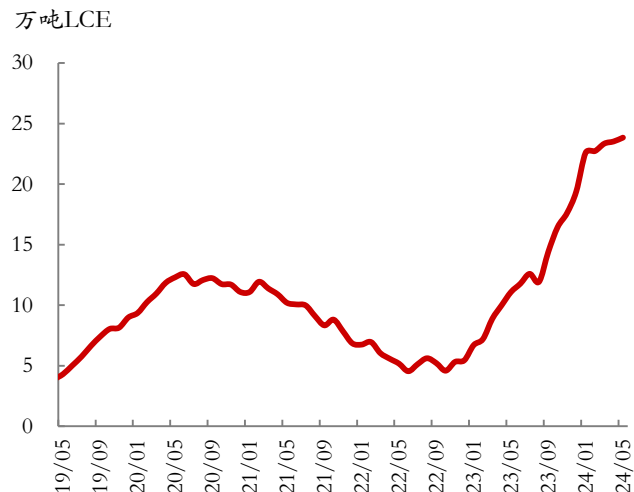
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

据 SMM 统计，5 月国内碳酸锂产量增至 6.25 万吨，6 月产量预计将进一步增至 6.49 万吨，锂盐转化效率的提升使得矿端库存加速显性化为锂盐、进一步加剧了短期的供应压力。向后看，中国境内的锂矿库存天数自 3 月起持续降低，我们的测算显示至 5 月底矿端库存天数已降至 4.2 个月，考虑测算中海关口径偏差导致的库存绝对量高估、以及头部锂盐厂原料库存天数结构性偏高等因素后，我们认为实际可在贸易环节流通的矿石量或更为有限；且价格回落后，锂盐加工环节的利润快速收缩至盈亏平衡附近，对于大部分贸易商而言，代工贸易的利润空间已非常微薄。我们认为，即便当下仍处在大的扩产



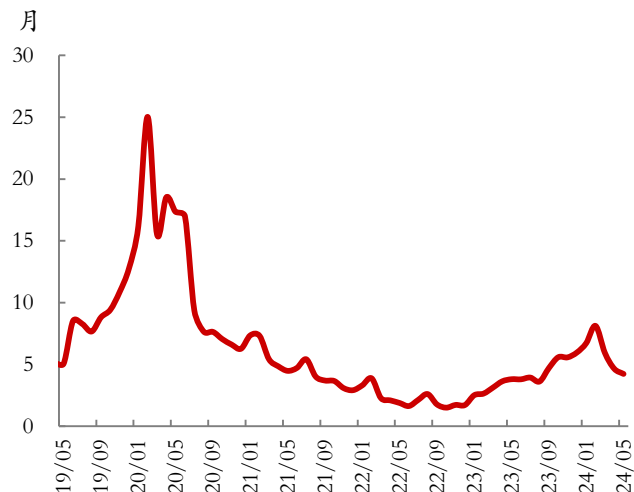
能周期内，但利润收缩也将制约短期国内的锂盐产出，结合调研了解到的锂盐厂原料库存及代工订单排产情况，我们预计国内碳酸锂产量或在 7、8 月附近见顶，后续或有阶段性回落。

图表 10：中国境内锂矿库存量（测算值）



资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院测算

图表 11：中国境内锂矿库存天数（测算值）



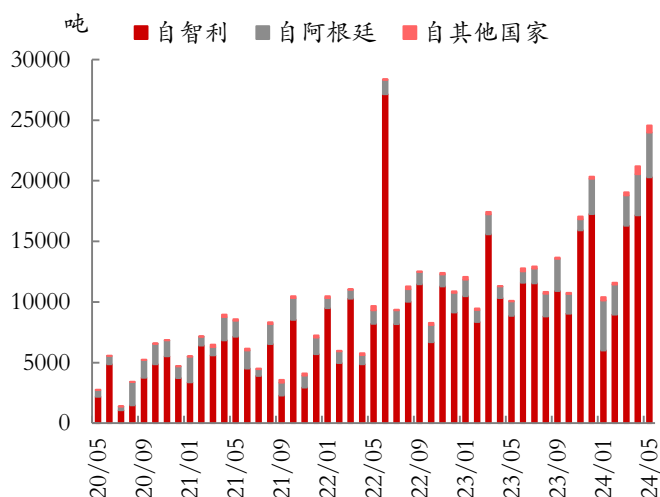
资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院测算

### 2.3、进口补充：同比压力持续存在，环比压力边际缓解

据海关数据，今年 1-5 月中国共进口碳酸锂 8.68 万吨，同比增加 2.64 万吨或 44%。此外，考虑智利和阿根廷分别有部分锂元素以硫酸锂、氯化锂的形式进口，今年 1-5 月共进口约合 1.37 万吨 LCE，同比增加 1.32 万吨 LCE。

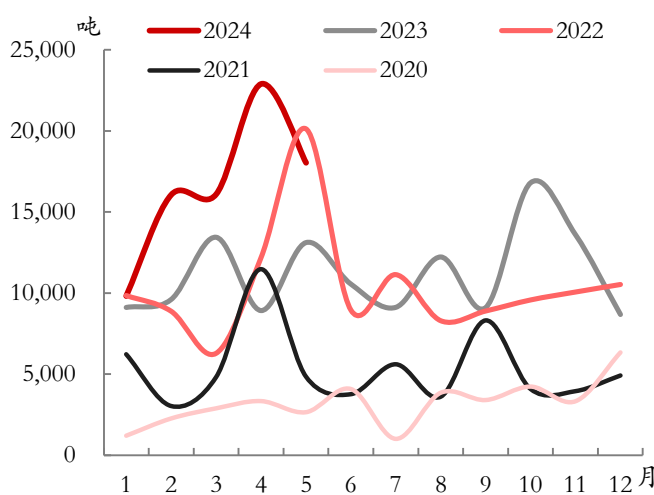
全年而言，中国锂盐进口的增量一部分来自南美盐湖产量的同比增加，还有一部分可能来自主产区库存的去化。产量方面，据前文梳理，智利及阿根廷今年的锂盐产量同比增幅分别在 4.7、3.8 万吨 LCE，考虑其中会有一定比例出口至日韩及北美地区，我们预计出口至中国的同比增量或在 5-6 万吨 LCE。库存角度，结合 SQM、ALB 的锂盐产量以及智利海关的发运数据，我们的测算显示 2023 年底智利境内的锂盐库存或在 1.3 万吨 LCE 左右。考虑到未来 SQM 与 Codelco 的合资公司成立后，需要按一定比例给 Codelco 分红，出于营收最大化的考量，SQM 当前的最优解或是尽量压低成品库存、尽快兑现销售收入。据此，我们认为全年锂盐进口的同比增量或在 6-7 万吨 LCE（含硫酸锂、氯化锂），下半年月均进口量约 1.8 万吨 LCE，进口压力略低于上半年但仍维持同比高增。

图表 12: 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 13: 智利对中国碳酸锂发运量



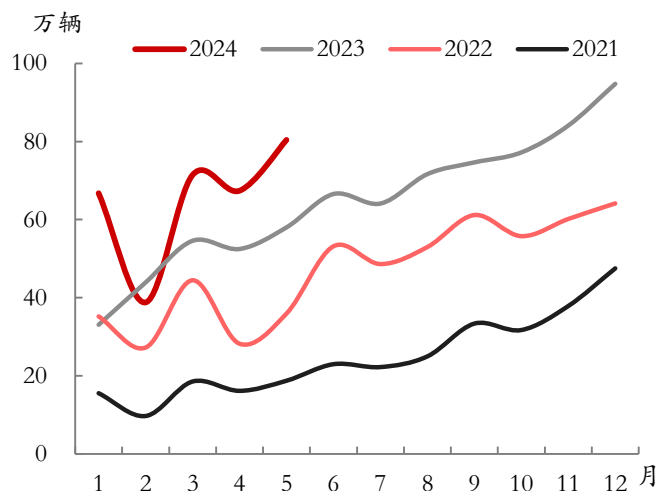
资料来源：智利海关，东证衍生品研究院

### 3、需求端：层层前置，旺季成色如何评估？

#### 3.1、终端需求：双重刺激下的需求前置

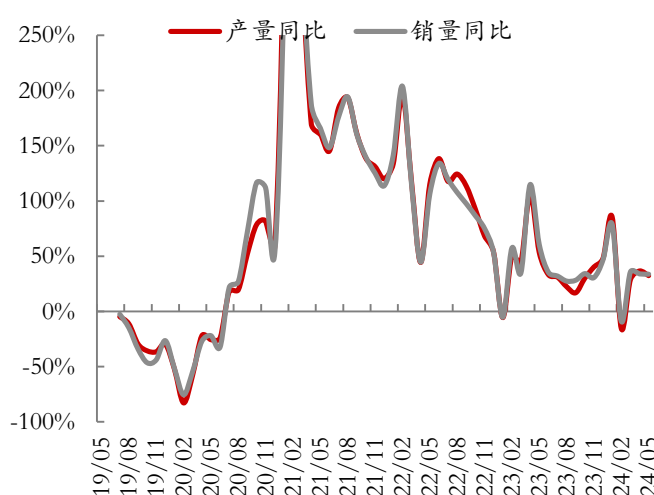
年初以来，终端数据显示中国新能源车市场的实际表现持续超预期。中汽协数据显示，1-5月中国新能源车产销分别达392.6和389.5万辆，同比分别增长30.7%、32.5%，渗透率亦持续走高，5月渗透率创下39.5%的历史新高。若以周度上险量口径来看，3月起渗透率快速攀升并维持高位，单周渗透率于6月第一周首度突破50%。

图表 14: 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 15: 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

究其原因，2月起车企纷纷降价促销，参与降价的车型接近去年全年的降价车型数量，部分热销车型降价幅度达20%，4月北京车展进一步拉动了消费热情；同时国家“以旧换新”这一增量政策落地实施、各地推出相应措施跟进，车企端及政策端双重驱动下，上半年新能源车需求超预期。此外，燃油车在经历了前期的降价后，今年进一步降价的空间远不及新能源车，相对价格优势也使得消费者更青睐新能源车型、渗透率持续走高。

全年而言，我们预计中国新能源车销量增速或在25%-30%，略低于年初至今的累计同比增速，这主要是考虑到车企降价及政策落地的共同刺激下，部分下半年的需求可能被前置到二季度释放，对应下半年的季节性规律可能有所弱化、同比增速边际回落。

图表 16：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 17：中国新能源车周度渗透率

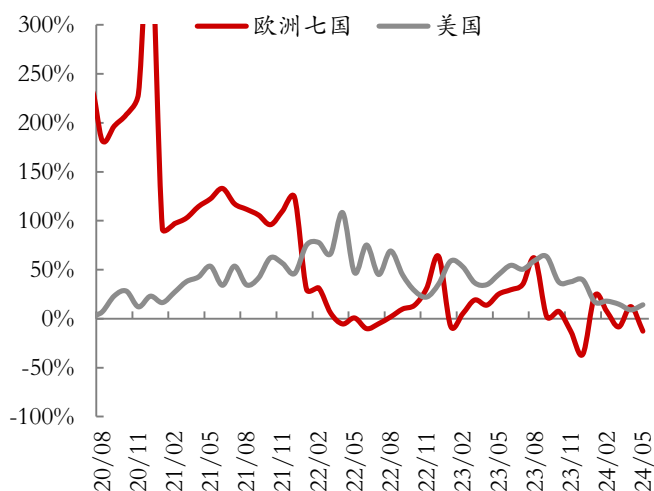


资料来源：交强险，东证衍生品研究院

海外方面，欧美这两个主要市场年初至今的表现均不尽如人意，新车注册量口径显示，1-5月欧洲七国新能源车销量共计79.3万辆，同比略增1%；美国市场新能源车销量63.9万辆，同比14%；欧美市场的新能源车渗透率均在今年陷入阶段性瓶颈，欧洲市场的渗透率由去年底的27%回落至20%以内，美国市场的渗透率则依旧徘徊在10%附近。欧洲当前面临的主要压力依旧是德国补贴退坡，而美国IRA法案虽仍给消费者提供购车补贴但没有增量政策进一步刺激，且可选车型较少也依然限制着消费者购买电车的意愿。

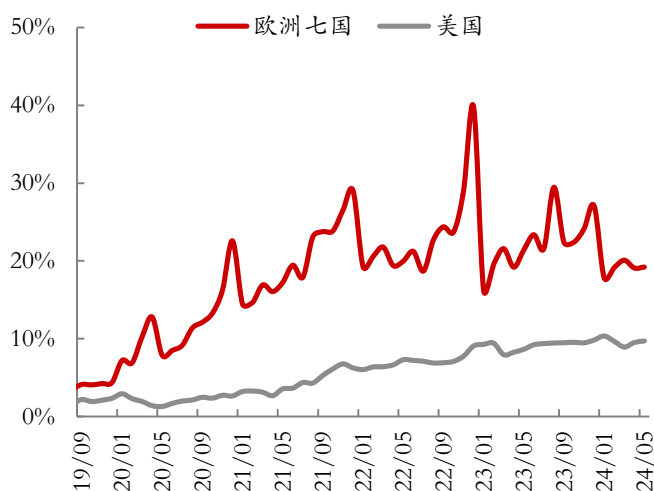
此外，近期欧美均加码了针对中国新能源车的加征关税措施。美国于5月14日发布对华加征301关税四年期复审结果，其中，针对中国电动汽车的关税将于8月起从25%提升至100%。欧盟于6月12日发布声明，宣布将对从中国进口的电动汽车最高加征38.1%的额外关税，据彭博社报道，最新修改后的拟议征税措施为，对比亚迪加征17.4%的关税，对吉利汽车加征19.9%的关税，对上汽集团加征37.6%的关税，此前欧盟对所有中国电动汽车征收10%的关税。

图表 18: 欧美当月新增新能源车注册量同比增速



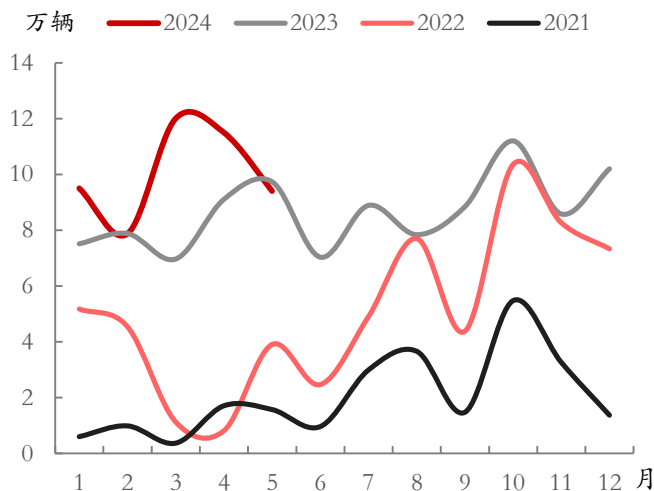
资料来源：各国汽车工业协会，东证衍生品研究院  
(注：2021 年数据为剔除疫情扰动的两年同比增速，欧洲七国具体包括德国、法国、英国、挪威、意大利、瑞典、西班牙)

图表 19: 欧美市场新能源车渗透率



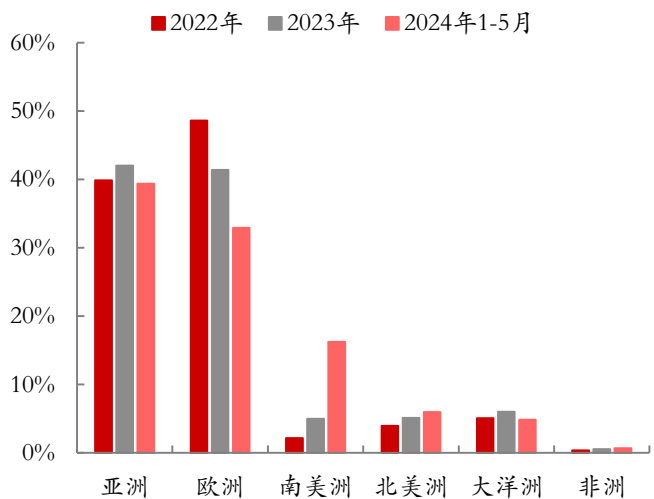
资料来源：各国汽车工业协会，东证衍生品研究院  
(注：欧洲七国具体包括德国、法国、英国、挪威、意大利、瑞典、西班牙)

图表 20: 中国新能源乘用车月度出口量



资料来源：乘联会，东证衍生品研究院  
(注：乘用车厂商统计口径)

图表 21: 中国新能源车出口结构

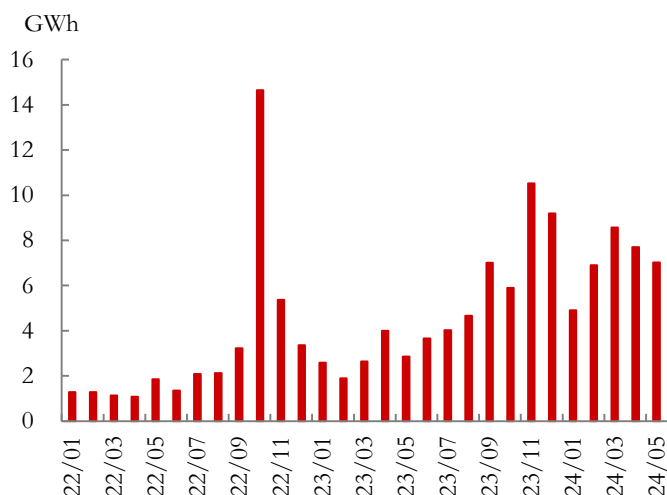


资料来源：乘联会，东证衍生品研究院  
(注：海关统计口径)

市场部分观点担心欧美加征关税会影响中国新能源车的出口表现，我们认为其或许会对市场情绪构成短期扰动，但实际影响相对可控。具体而言，美国加征关税的幅度较高，但对美出口占中国新能源车自主品牌总出口的比例很小、仅不足 5%，实际影响甚微；

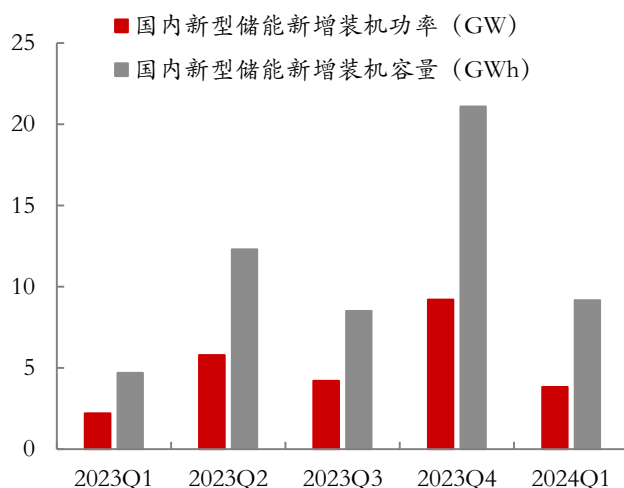
对欧洲市场的出口占比近年来持续下滑，由 2022 年的 49% 降至今年的 33%，除了关税带来的边际扰动外，我们认为欧洲市场自身增速的放缓是更主要的原因。据乘联会，从乘用车厂商口径统计，今年 1-5 月中国新能源车共出口 50.3 万辆，同比增加 22%，主要出口国依然是泰国、菲律宾等东南亚国家，此外拉美地区（巴西、墨西哥）在今年也贡献了重要的边际增量。

图表 22：中国大储项目中标情况



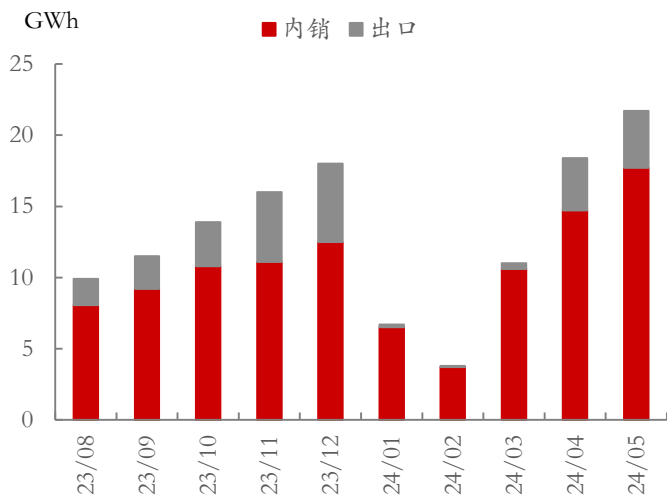
资料来源：储能与电力市场，东证衍生品研究院

图表 23：中国当季新型储能装机容量及功率



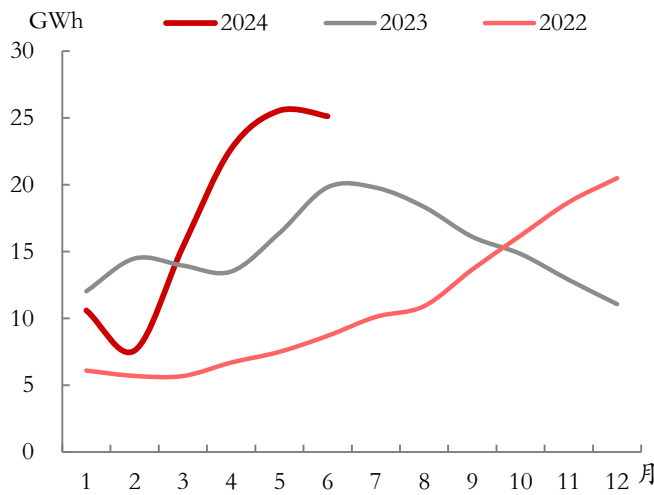
资料来源：CNESA，东证衍生品研究院

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：中国储能电芯月度产量



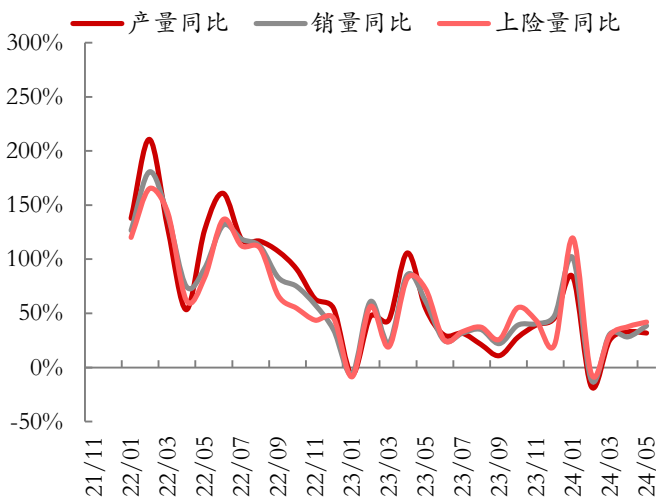
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

CNESA 披露的数据显示，2024 年一季度国内新型储能新增装机容量达 9.2GWh，同比增加 95.1%，其中锂电的占比超 95%。据储能与电力市场统计，今年 1-5 月国内大储项目中标规模共计 35.1GWh（不含集采框采），同比增加 151%，考虑项目中标后的交付并网周期通常在 3-6 个月，上半年中标规模的高增指向下半年国内大储需求依然向好。海外方面，前期制约美国储能装机并网的一大瓶颈在于审批效率低下、平均排队等待时长近 2 年，2023 年 11 月起实施的 FERC 并网新规从多方面简化了并网流程，并网延期对美国储能装机增速的约束有望缓解。欧洲方面，户储经销商或仍有一定清库压力，但在意大利、波兰、希腊等国政策支持下，大储有望逐步发力、贡献新的增长点。

### 3.2、表观需求：下游采购前置的可能性

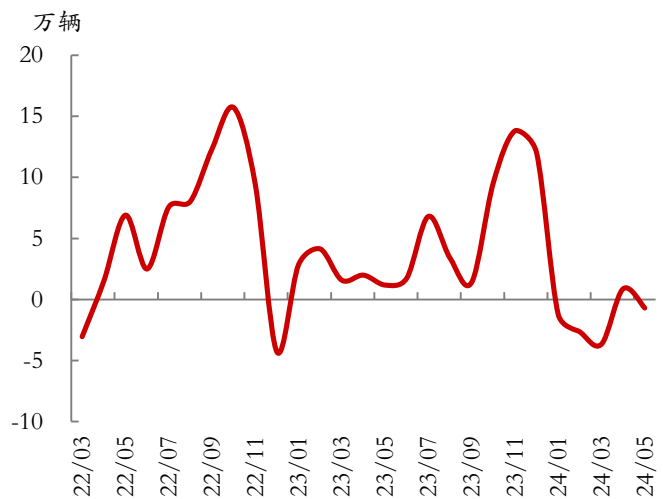
我们此前曾多次强调，锂电下游产业链条较长，各环节的库存变动最终会使得锂盐表观需求和终端需求在短期节奏上有所分化。自去年行业需求增速边际放缓以来，渠道库存积压带来的表需和终端需求短期偏离愈发明显。年初以来，整车环节库存有所去化，但电芯库存仍在环比走高，绝对量角度，偏向终端的两个环节当前成品库存水平依旧中性偏高，据测算，至 5 月底，中国新能源车库存约 110 万辆，库存天数约合 1.2 个月，动力和储能电芯的库存分别约 131.5 和 42.3GWh，对应库存天数为 1.9 和 2.3 个月。这部分库存的存在类似堰塞湖、影响了终端订单单上传导的效率。

图表 26：中国新能源车产量、销量及上险量同比增速



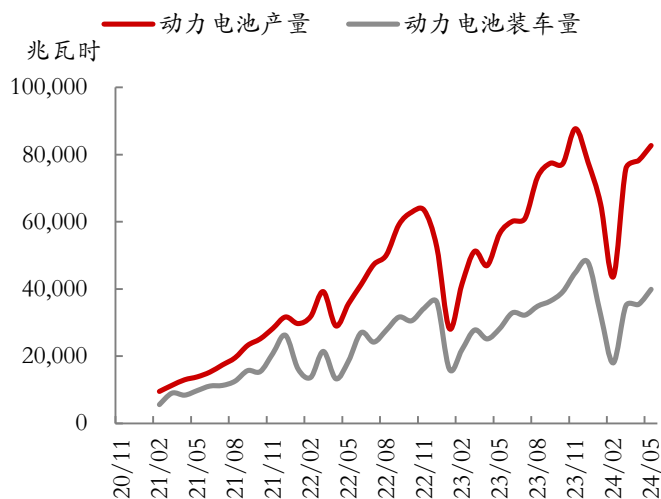
资料来源：乘联会，交强险，东证衍生品研究院

图表 27：中国新能源车当期库存变动



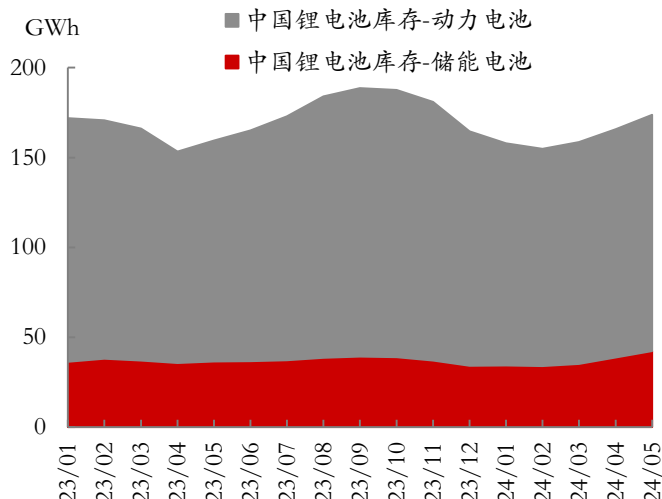
资料来源：乘联会，交强险，东证衍生品研究院测算

图表 28：中国动力电池产量&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

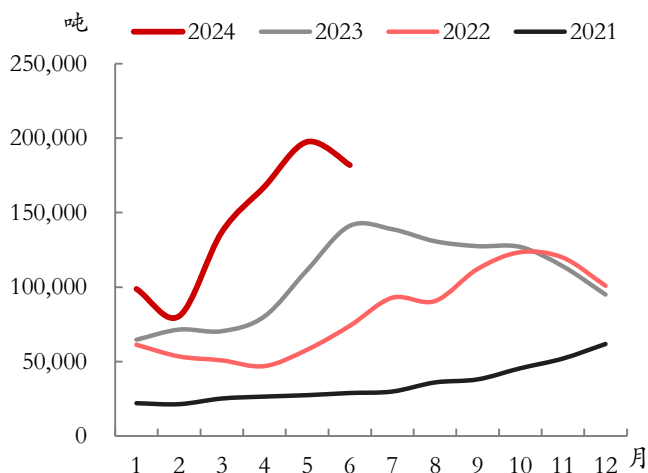
图表 29：中国锂电池库存（动力&储能）



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

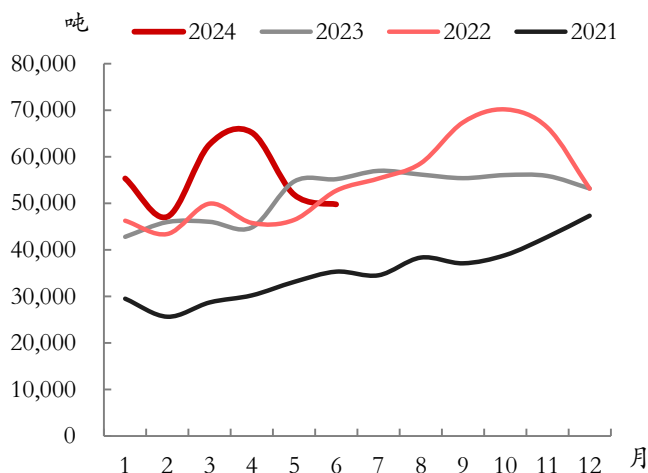
一致悲观预期下，年内我们很难期待新一轮主动补库周期的开启，但下游的备货节奏可能会给表需带来短期脉冲。回顾今年 3-4 月的需求超预期，除了新能源车终端销量和渗透率高于市场预期外，当期锂盐的实际采购需求以及正极厂的订单情况也呈现出了超季节性规律的强脉冲，我们认为其中一个重要的因素在于下游（电芯厂、正极材料厂）基于对短期需求的乐观预期，提前在绝对价格合适时择机备货，最终使得表需节奏进一步前置。表需在金三银四的强劲表现部分透支了二季度后半段的需求，5 月以来，尽管终端产销数据仍维持可观增速，但正极材料厂的订单则增长乏力，表观需求提前收缩。

图表 30：LFP 月度产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

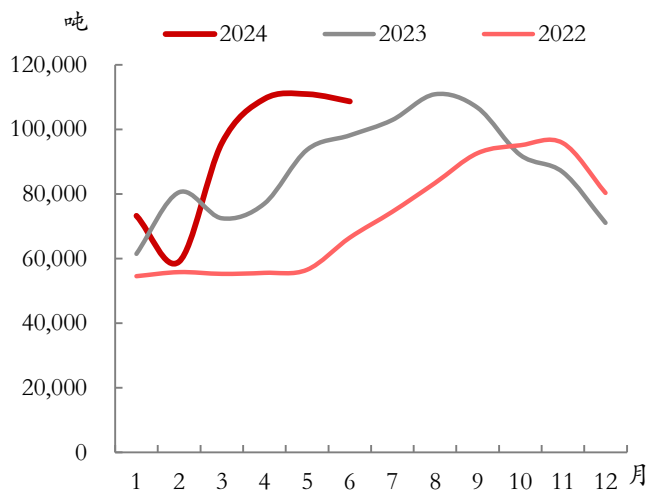
图表 31：三元材料月度产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

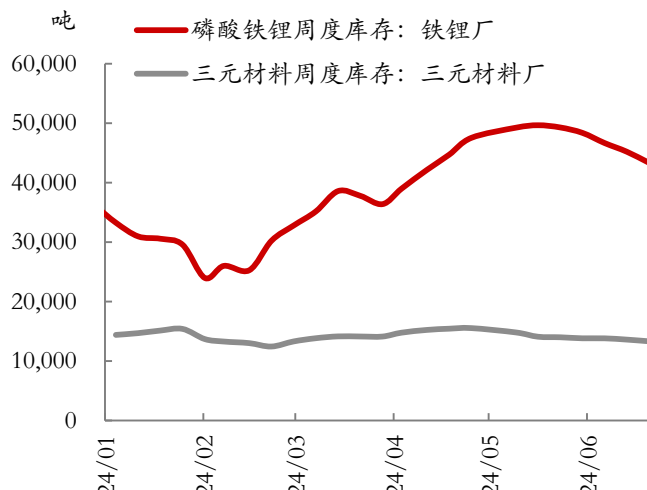


图表 32：电解液月度产量



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 33：正极材料厂成品库存



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

下半年而言，尽管基准预期下我们认为动力板块已有部分需求被前置、终端增速会边际放缓，但不可否认年末的车企冲量及国内大储项目的 1231 并网节点大概率仍会使得四季度是终端需求的季节性旺季。考虑终端动储订单向上传导至锂盐表观需求约需 1.5-2 个月的时间周期，常规的表需峰值或在 10 月前后出现，但也需要关注绝对价格降至低位后、下游再度择机前置采购的可能性。

#### 4、长期趋势与短期节奏：不同维度的平衡表

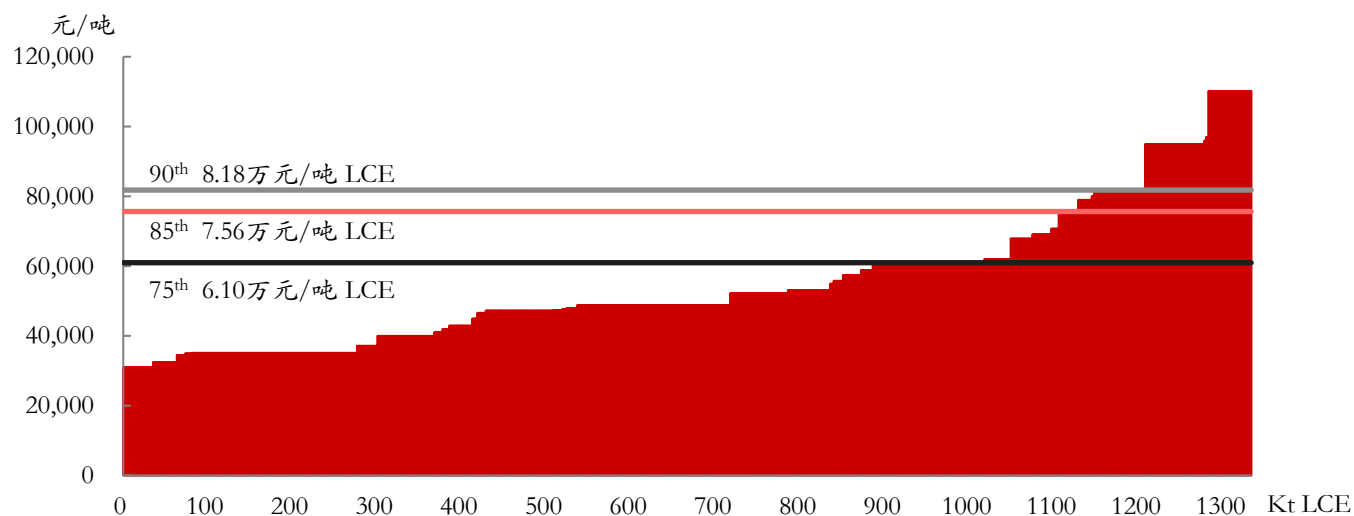
结合前文中对供需格局的梳理，我们对 2024 年全球锂资源静态平衡表做如下更新：供应方面，考虑到今年以来多个项目的实际进展较年初预期有所偏离，我们将总供应下修 5.8 万吨至 136.6 万吨 LCE；需求方面，由于我们年初时的测算已选用相对乐观的需求假设以留出额外的安全边际，在未出现明显超预期利多的情况下暂不做进一步上修。

更新后的平衡表显示 2024 年全球锂资源过剩 19.7 万吨 LCE，较年初测算的过剩幅度有所收窄、但仍是大幅过剩格局。在此情况下，我们认为中长期而言品种的交易主线仍是通过价格的下跌挤出高成本边际供应、以实现供需的再平衡。结合资源端平衡表及成本曲线，我们认为下方有效的成本支撑落在 85% 现金成本分位线附近，对应锂价的底部支撑约在 7-8 万元/吨。

**图表 34：全球锂资源供需平衡表**

(万吨 LCE)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
锂辉石	22.1	19.2	25.4	35.3	51.58	64.33
盐湖	20.0	19.3	23.6	30.6	35.9	47.62
锂云母	2.8	3	6.5	10	7.49	15.6
回收	0	0.5	1	5.4	7.5	9
<b>全球总供应</b>	<b>44.9</b>	<b>42.0</b>	<b>56.5</b>	<b>81.3</b>	<b>102.5</b>	<b>136.6</b>
<b>供应增速</b>	<b>-</b>	<b>-6%</b>	<b>35%</b>	<b>44%</b>	<b>26%</b>	<b>33%</b>
动力电池	7.6	10.4	23.0	35.0	45.5	56.9
储能电池	1.4	2.1	4.2	9.0	15.0	21.5
消费电子	3.7	4.4	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
传统工业需求	14.0	13.3	14.3	14.5	15.0	15.0
<b>全球总需求</b>	<b>28.69</b>	<b>36.16</b>	<b>59.80</b>	<b>78.50</b>	<b>99.00</b>	<b>116.83</b>
<b>同比增速</b>	<b>-</b>	<b>26%</b>	<b>65%</b>	<b>31%</b>	<b>26%</b>	<b>18%</b>
<b>供需平衡</b>	<b>16.2</b>	<b>5.8</b>	<b>-3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>3.5</b>	<b>19.7</b>

资料来源：SMM，公司公告，中汽协，乘联会，鑫椏资讯，东证衍生品研究院测算

**图表 35：全球锂资源现金成本曲线（2024 年）**


资料来源：Wood Mackenzie，公司公告，东证衍生品研究院测算

为了给短期行情节奏提供更有用的基本面指引，我们在年度供需格局的基础上，聚焦于中国碳酸锂市场，基于锂盐产出、进口以及表需短期波动，尝试探讨月度供需节奏。考虑到该品种的数据质量欠佳，我们认为消除绝对量纲的库存消费比的可参考性或许更强，这一指标的拐点对锂价走势有较好的解释力，如今年3月库消比显著回落，基本面

边际改善驱动价格反弹。

向后看，短期基本面仍面临较大累库压力，此外，仓单集中注销、工碳货源的增加将给7月的现货市场带来一定压力，叠加客供及长协比例仍维持高位、下游买盘不振，短期价格或延续弱势震荡。但价格下跌后，锂盐加工环节已再度转入小幅亏损，超额利润消失后代工模式活跃度降低或使得碳酸锂供应阶段性见顶，供应压力暂缓的背景下若下游基于绝对价格偏低择机前置采购，供需格局的边际改善有望在8月前后给价格带来短期反弹驱动，但考虑到绝对库存水平较年初显著增加，本次反弹或难重回3月的高点。通过锂盐价格短期反弹修复锂盐加工环节利润后，矿端向盐端的转化路径再度通畅，持续兑现的过剩压力、年末企业的资金回笼诉求加之仓单集中注销，多因素共同催化下年末的下行行情或相对较为流畅。

月间结构方面，自去年底以来碳酸锂持续维持 Contango 结构，盘面一定程度上承接了现货端的库存压力并将其后延，使价格跌势变得相对平缓。而随着价格不断向下逼近成本支撑，远端供应的不确定性在逐步增加，而市场将在远月合约中定价这一不确定性，因此我们预计在磨底的过程中，Contango 结构仍将维持，现货累库压力不断通过盘面后延，价格难以复现此前流畅的单边下跌。

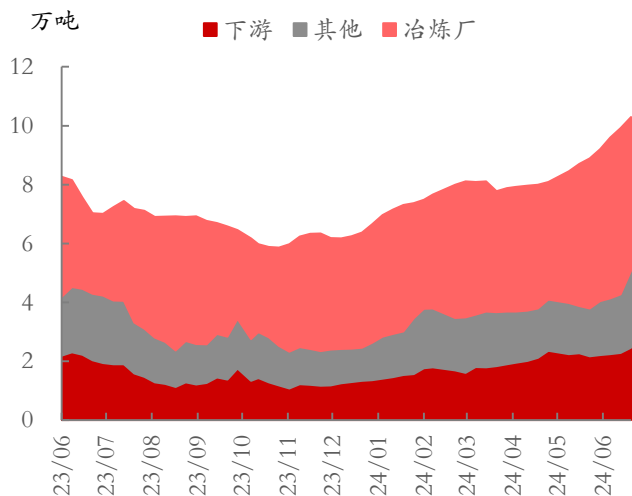
策略方面，我们认为近期的价格下跌已计价了现阶段大部分利空因素，当前点位进一步追空已不再合适，相对而言更建议关注8月附近的潜在反弹机会；同时中长期品种的过剩格局仍未得到根本性改善，中线而言依旧建议关注反弹后的沽空及卖保机会。套利方面，基于 Contango 结构将持续维持的判断，建议关注仓单注销月合约及远月合约的反套机会。

**图表 36：中国碳酸锂月度平衡表**

(吨)	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	39,377	4,905	44,282	7,449
2024-02	32,475	11,148	32,464	4,116	36,580	7,043
2024-03	42,792	18,721	47,722	6,715	54,437	7,076
2024-04	52,893	20,860	52,494	6,446	58,940	14,812
2024-05	62,538	24,352	55,119	6,756	61,875	25,015
2024-06	64,200	22,500	53,465	6,808	60,274	26,426
2024-07	62,000	17,000	54,535	6,539	61,074	17,926
2024-08	57,628	17,000	53,444	6,081	59,525	15,103
2024-09	53,407	17,300	57,185	5,800	62,985	7,722
2024-10	50,937	17,600	60,044	4,964	65,008	3,529
2024-11	53,866	18,000	54,640	4,499	59,139	12,727
2024-12	54,985	19,000	46,991	4,398	51,389	22,596

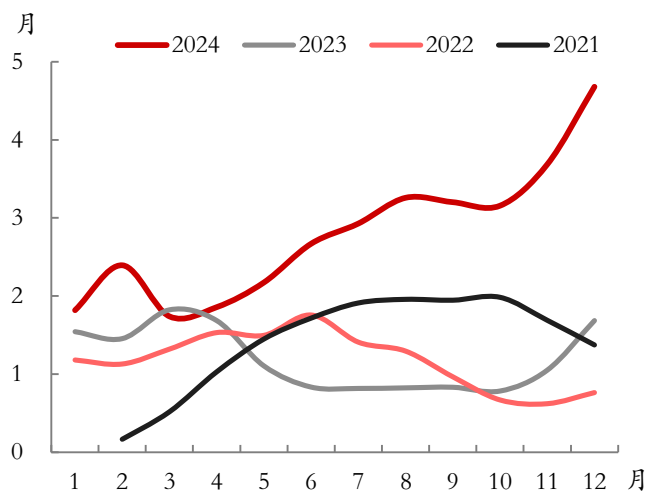
资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院测算

图表 37：中国碳酸锂库存变动



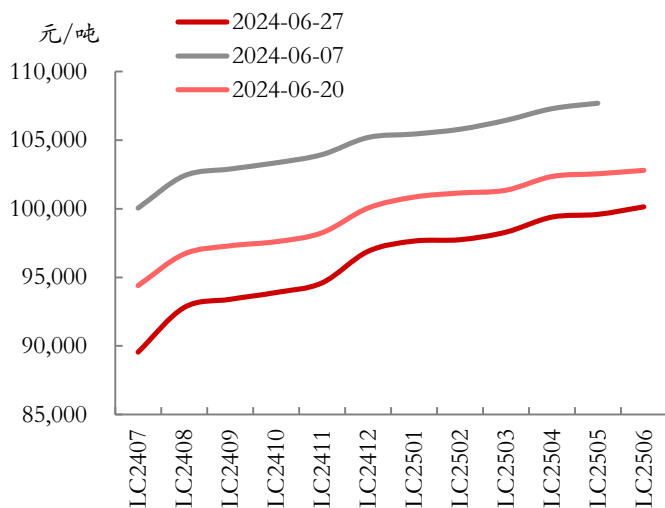
资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 38：中国碳酸锂库存消费比



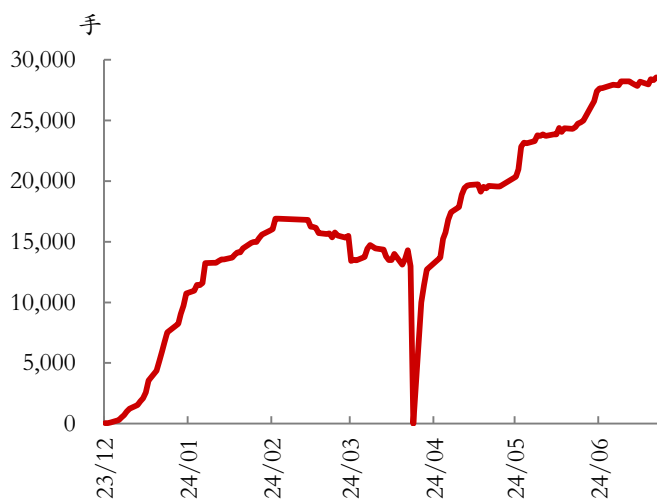
资料来源：SMM，海关总署，东证衍生品研究院测算

图表 39：GFEX 碳酸锂期限结构



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 40：GFEX 碳酸锂仓单量



资料来源：GFEX，东证衍生品研究院

## 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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)