

# 如何理解碳酸锂的春季躁动？

东证衍生品研究院  
2024年3月

陈祎萱 CFA 有色金属分析师

从业资格号：F3074710

投资咨询号：Z0017769

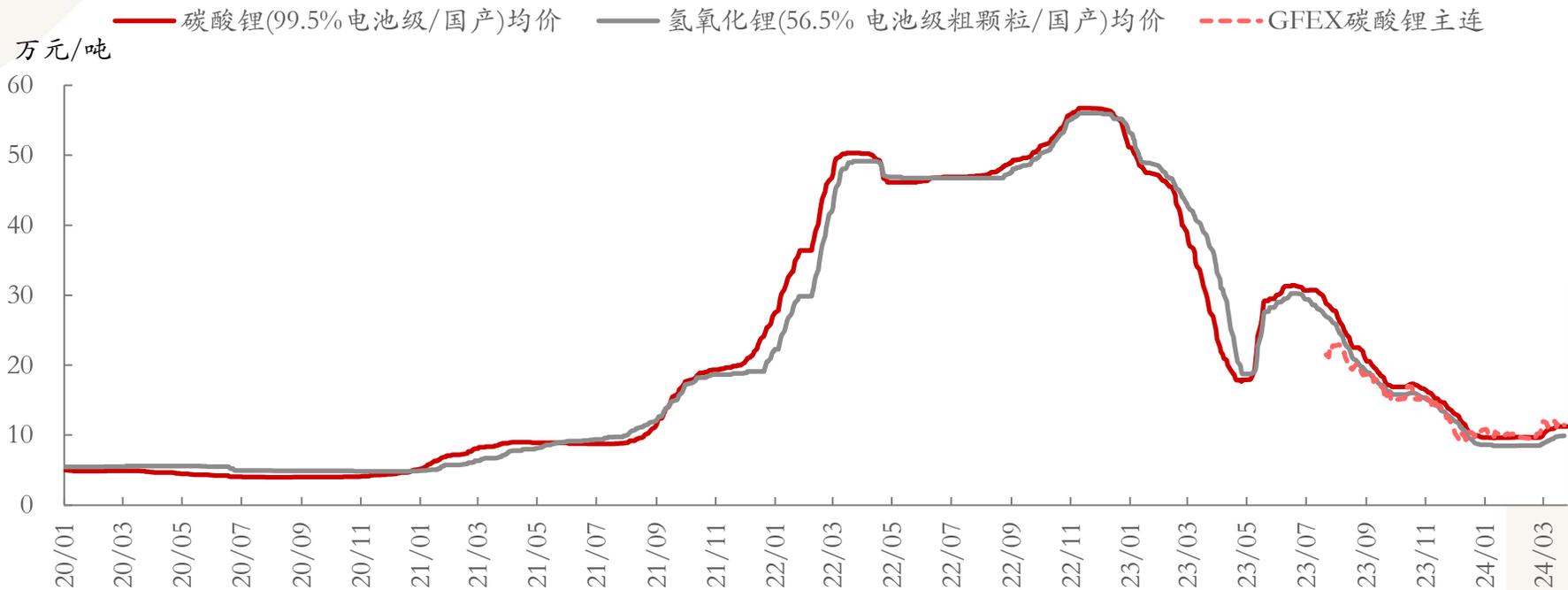


期货

# 行情回顾

- 春节后锂价低位回升，LC2407由低点9.25万元/吨快速涨至12.5万元/吨，涨幅超20%；
- 低估值背景下的阶段性供需错配是本轮反弹的核心原因；

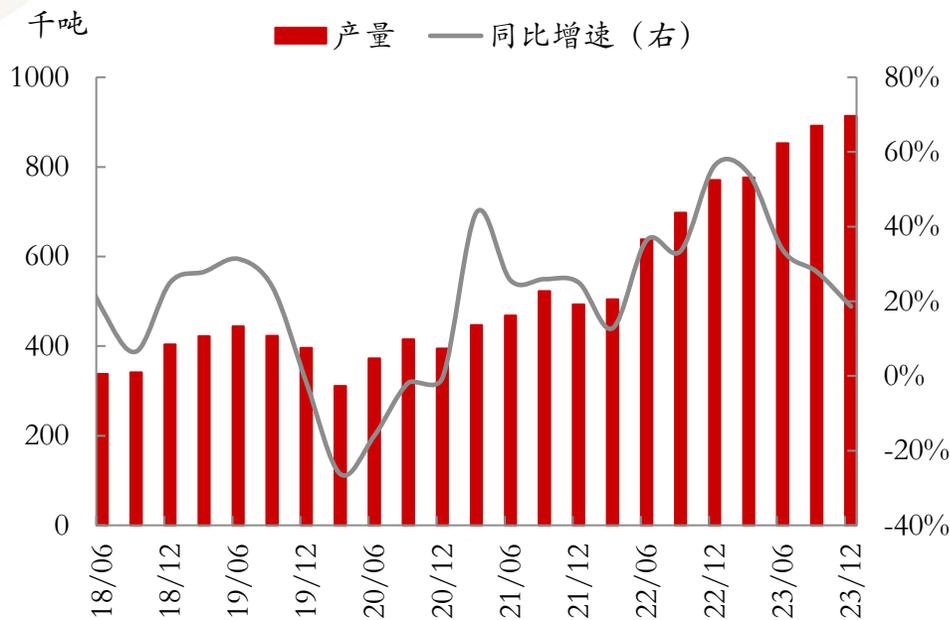
图表：锂盐期现货走势回顾



# 资源端减量的实际影响评估

- 2024年以来已有三座澳洲矿山（Finniss, Greenbushes, Mt Cattlin）暂停原矿开采/下修产量指引，共带来资源端减量约2万吨LCE；
- 在尚未触及成本线的情况下出现资源端减量，供应释放略不及市场预期；
- 但考虑到矿山仍有相当体量的原矿/精矿库存，且其减产更多是为了优化成本而非惜售，对锂盐供应的实际扰动料较为有限；
- 海外其余项目多在顺利推进中；

图表：澳洲主要矿山锂精矿产量及同比增速



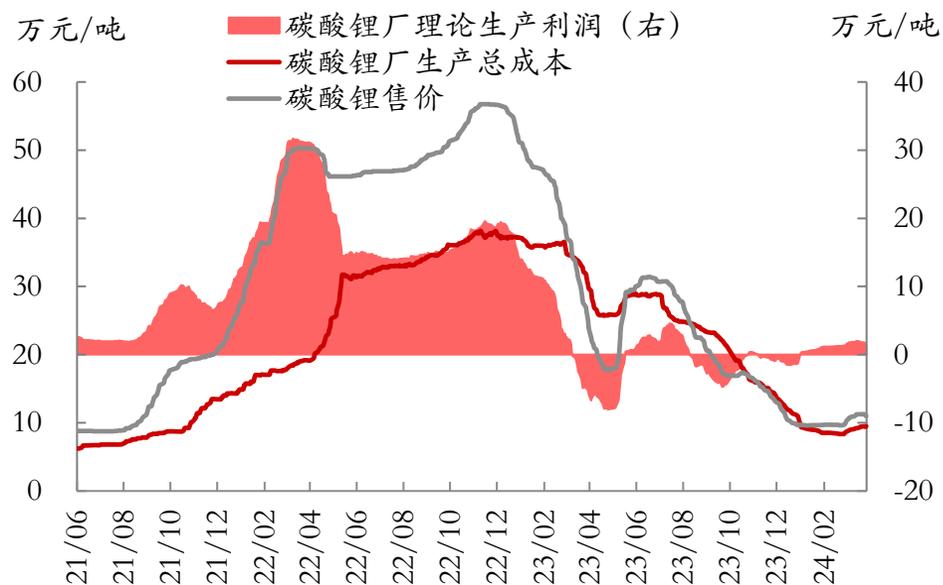
图表：澳矿最新产量指引及调整情况

	FY23实际产量	FY2024产量指引	备注
Greenbushes	149.1	130-140	较此前指引下修1万吨精矿
Pilbara	62	66-69	
Mt Marion	46.9	38-44	
Wodgina	36.9	42-48	
Mt Cattlin	20.5	13	CY24产量指引同比负增7.5万吨精矿
Finniss	1.8	9-9.5	暂停原矿开采，精矿产出指引基本不变

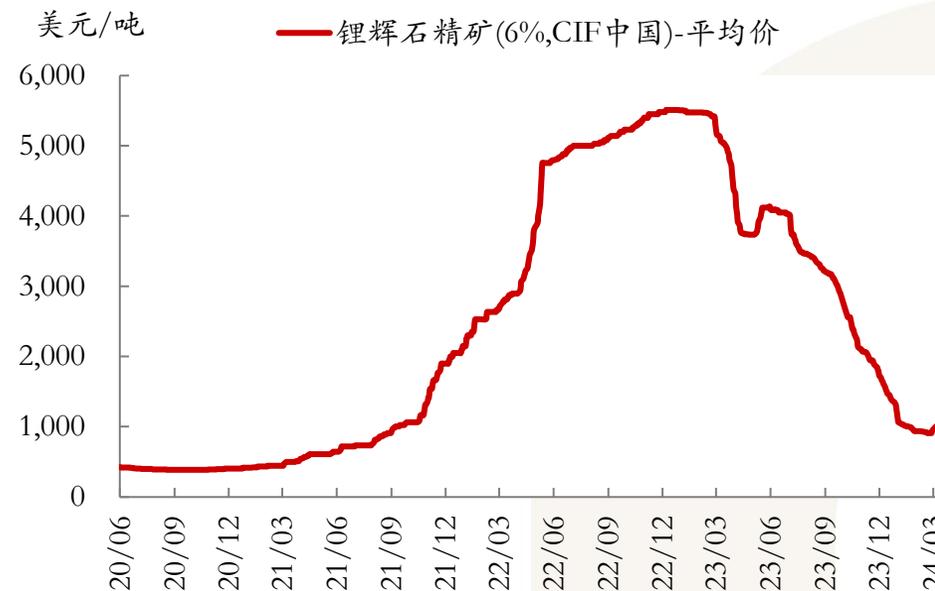
# 短期扰动后，关注利润修复带来的锂盐厂开工率提升

- 江西环保风险再度发酵，当前聚焦于锂渣如何定性，经历了去年的大面积整改后，江西锂盐厂再现大规模减停产的概率较低，高频产量数据也显示当前带来的实际减量有限，但事件完全定论前仍须警惕尾部风险；
- 年初以来锂盐加工环节利润持续修复，若考虑盘面套保则利润空间更为可观，利润堵点打通后，矿石库存去化或对应锂盐产出增加；
- 近期锂精矿现货报价及拍卖价反弹、代工费回升，均侧面印证了买矿-盘面锁利润-代工模式的活跃，对应二季度锂盐厂开工率提升；

图表：锂盐加工环节理论利润



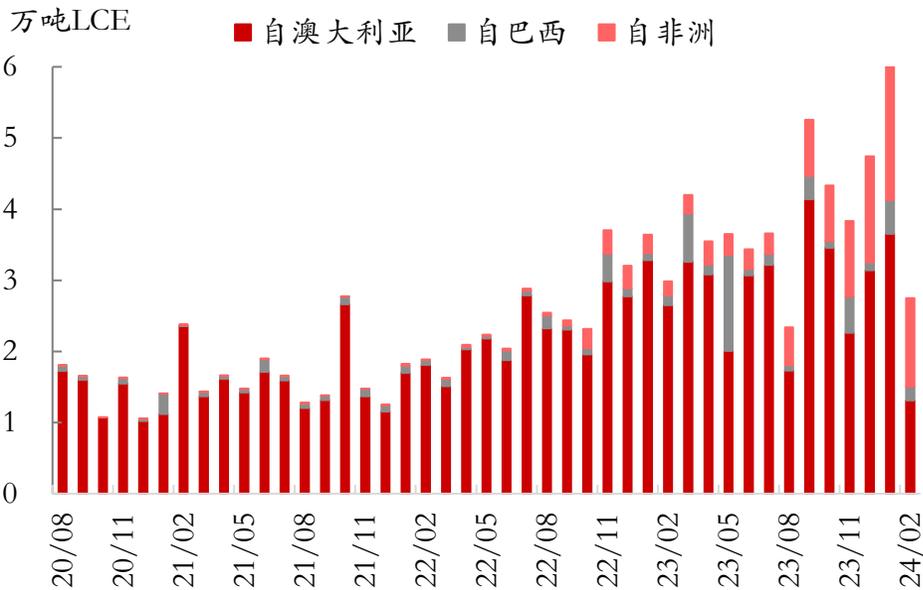
图表：锂精矿现货价格



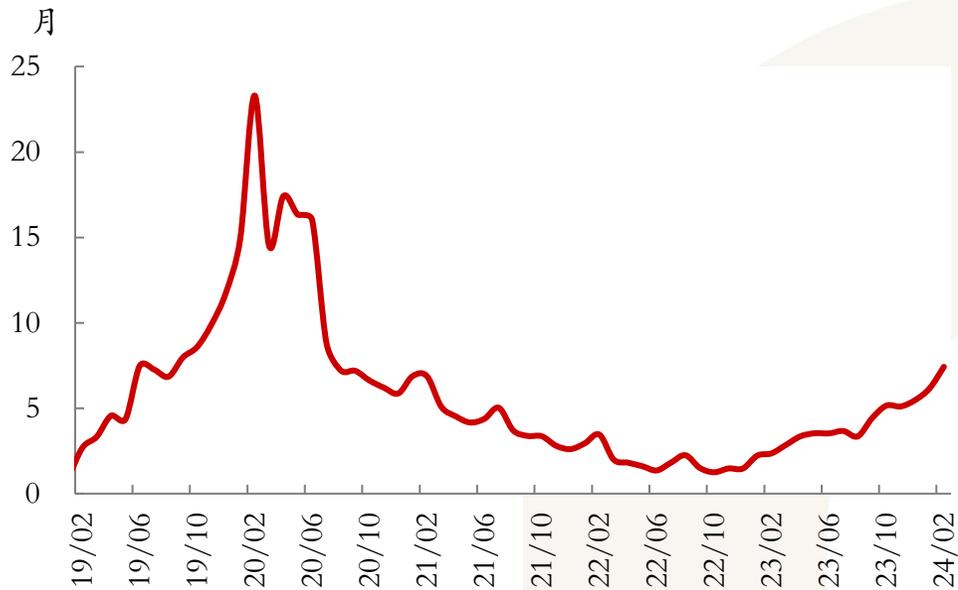
# 短期扰动后，关注利润修复带来的锂盐厂开工率提升

- 江西环保风险再度发酵，当前聚焦于锂渣如何定性，经历了去年的大面积整改后，江西锂盐厂再现大规模减停产的概率较低，高频产量数据也显示当前带来的实际减量有限，但事件完全定论前仍须警惕尾部风险；
- 年初以来锂盐加工环节利润持续修复，若考虑盘面套保则利润空间更为可观，利润堵点打通后，矿石库存去化或对应锂盐产出增加；
- 近期锂精矿现货报价及拍卖价反弹、代工费回升，均侧面印证了买矿-盘面锁利润-代工模式的活跃，对应二季度锂盐厂开工率提升；

图表：中国锂矿石进口量



图表：中国锂矿石库存天数

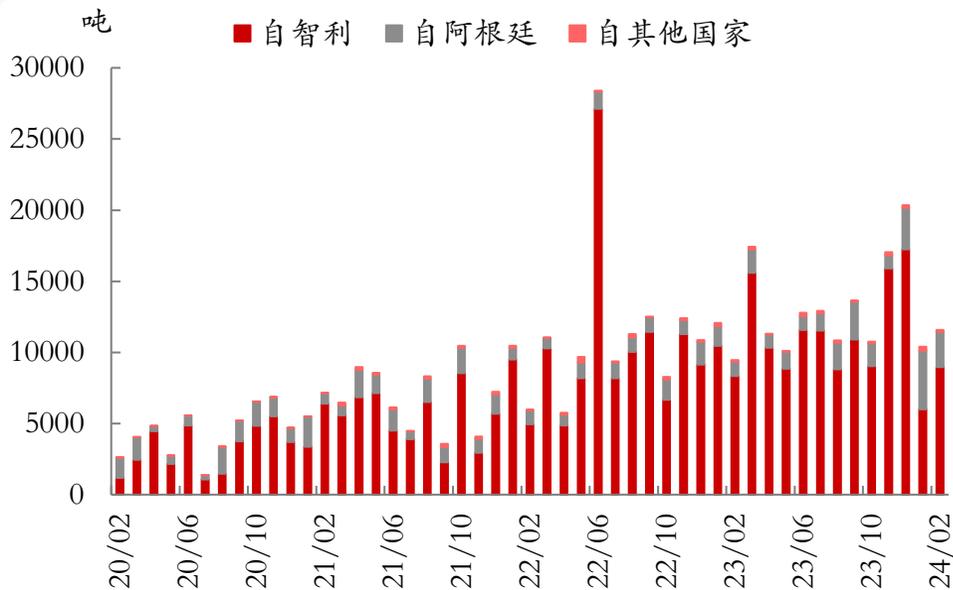


资料来源：SMM，海关总署，公司公告，东证衍生品研究院测算

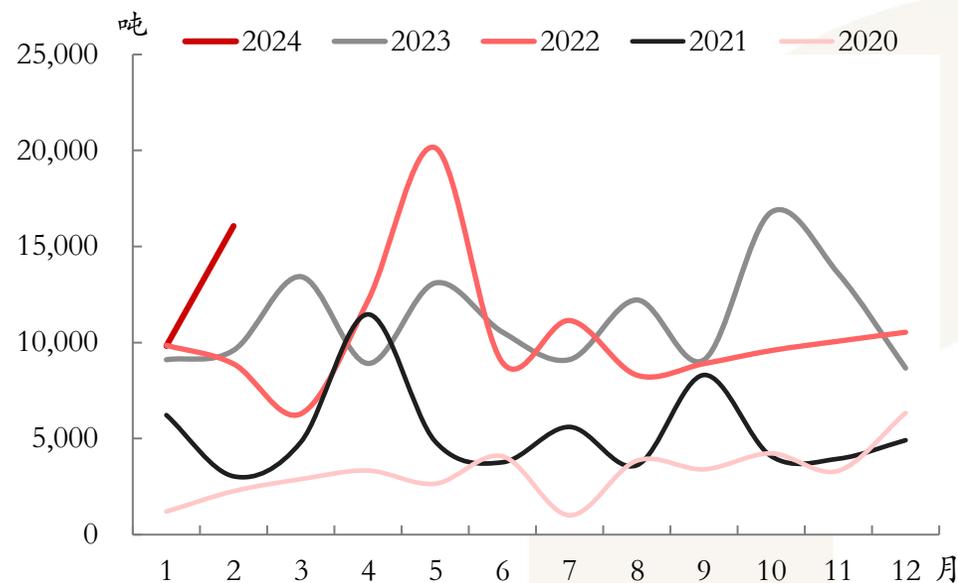
# 持续关注进口带来的边际供应扰动

- 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、3Q等项目的爬产放量；
- 随着新项目陆续爬产，自阿根廷进口的碳酸锂占比有所增加，但智利仍是当前最主要的碳酸锂进口来源国，可通过智利发运情况持续跟踪进口脉冲；

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



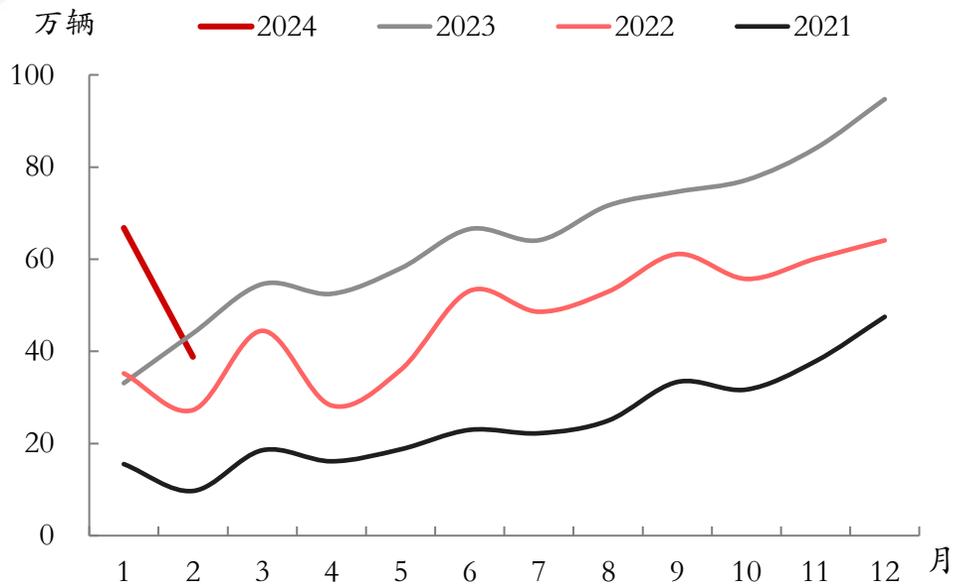
资料来源：海关总署，智利海关，东证衍生品研究院

# 需求端的超预期——原因及可持续性

## □ 终端：值得期待的二季度

- 动力：车企价格战+政策端以旧换新+车展，多重刺激叠加下需求节奏或有前置，二季度或透支部分下半年需求；
- 储能：630仍是装机并网时间节点，且部分23年底未并网的项目或延后至24年中完成并网交付；

图表：中国新能源车月度销量



图表：中国大储项目中标情况



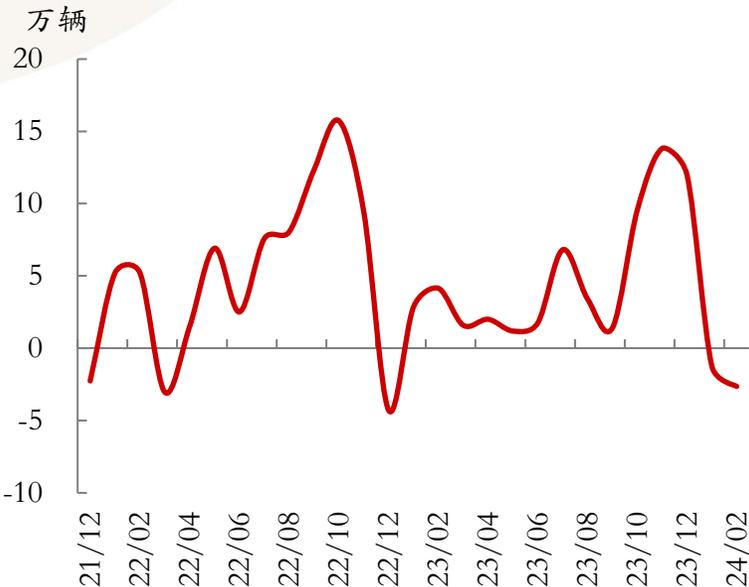
资料来源：乘联会，储能与电力市场，东证衍生品研究院

# 需求端的超预期——原因及可持续性

## □ 下游库存情况的再讨论

- 整体来看，下游电池及整车环节仍有较大库存压力，但今年以来持续去库，库存压力边际改善；
- 结构性角度，头部企业库存水平健康，且部分爆款新车型需要新建产业链库存，或导致短期补库行为；

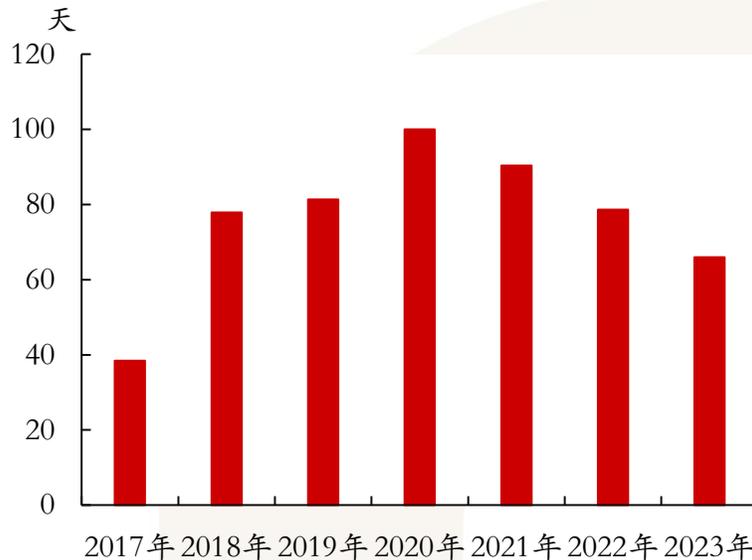
图表：中国新能源车当期库存变动



图表：中国动力电池当期库存变动



图表：宁德时代期末成品库存天数

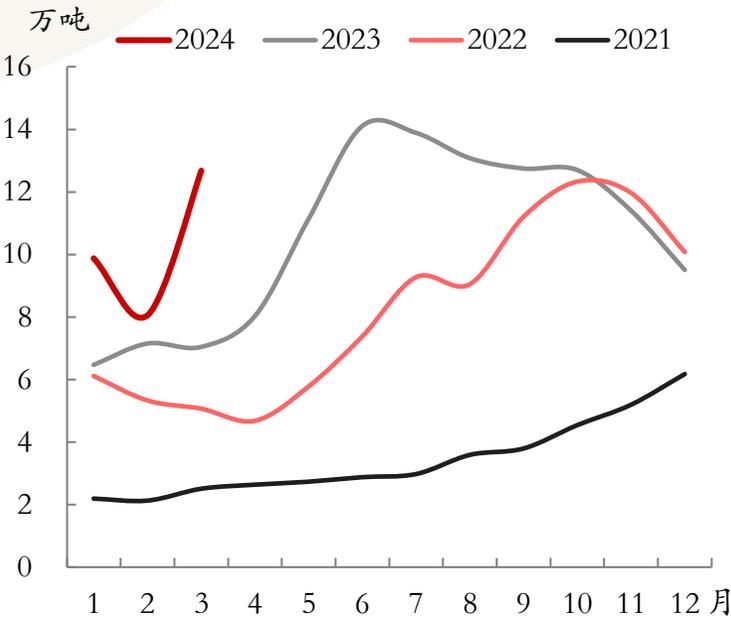


# 需求端的超预期——原因及可持续性

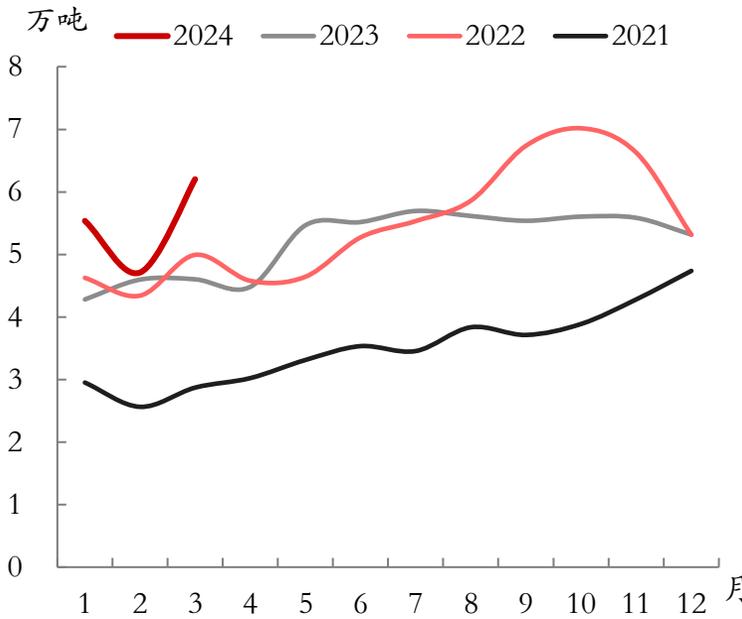
## □ 下游库存情况的再讨论

- 3月正极材料增速明显高于电解液，或表明电池厂有一定前置备货行为，这也一定程度上解释了3月表观需求的超预期；
- 终端需求预期向好叠加表需环比持续回升，补库行为短期或仍可持续；

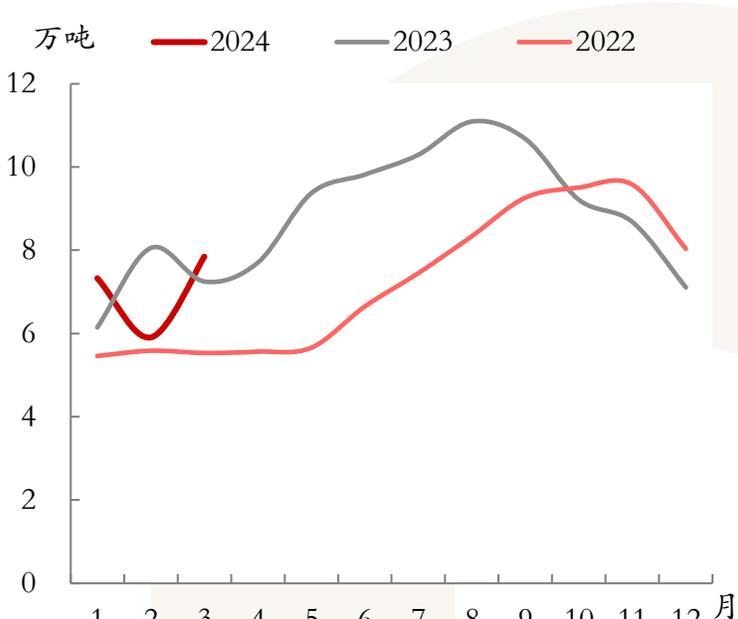
图表：LFP月度产量



图表：三元材料月度产量



图表：电解液月度产量



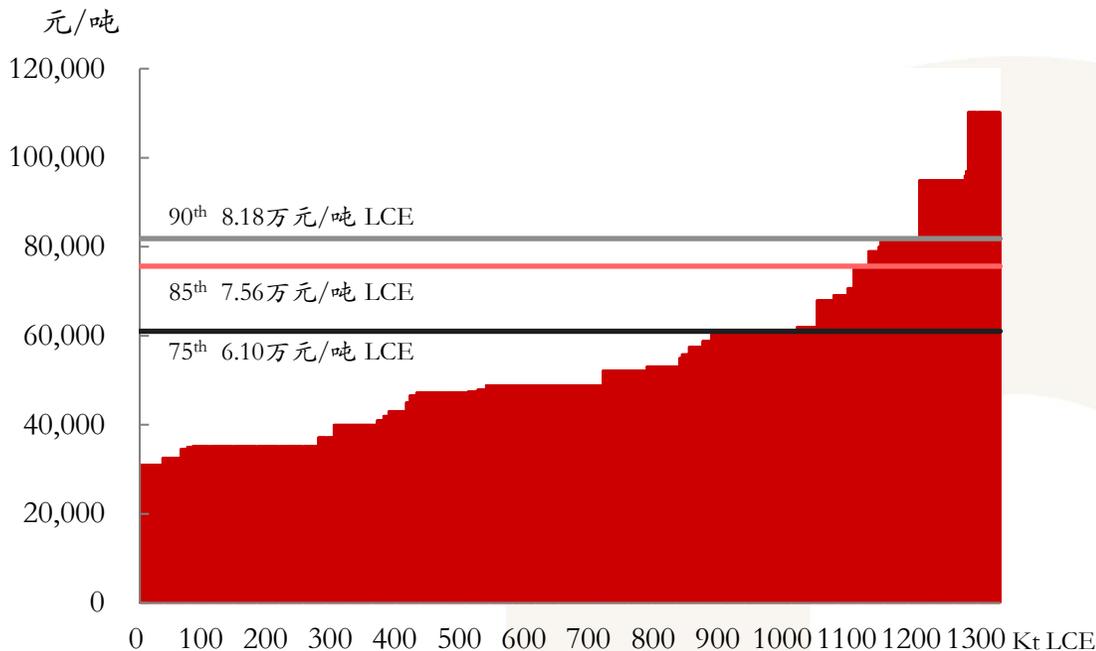
# 年度平衡与月度平衡：长期趋势与短期节奏

- 即便考虑澳矿减量后，2024年全球锂资源仍是严重过剩；
- 需要通过跌价来挤出供应/刺激需求，实现平衡表的修复，底部支撑或落在85-90成本分位线，对应7-8万元/吨的锂价；

图表：全球锂资源供需平衡表

(万吨LCE)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
锂矿	22.1	19.2	25.4	35.3	51.6	68.7
盐湖	20.0	19.3	23.6	30.6	39.6	47.7
锂云母	2.8	3	6.5	10	9	12.3
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>107.7</b>	<b>137.7</b>
<b>供应增速</b>	-	-6%	35%	44%	32%	28%
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>	-	26%	65%	31%	26%	18%
<b>供需平衡</b>	<b>16.2</b>	<b>5.8</b>	<b>-3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>8.7</b>	<b>20.8</b>

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

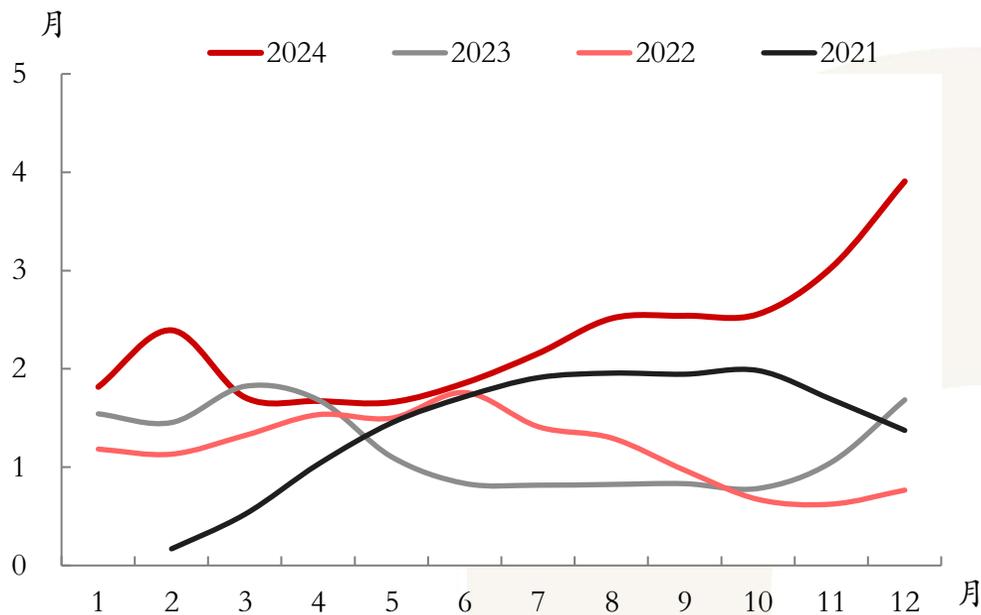
# 年度平衡与月度平衡：长期趋势与短期节奏

- 节奏上而言，上半年累库压力相对有限，二季度库存消费比为全年低点，累库压力主要集中于下半年；
- 考虑到期现商大量建库存后，盘面G结构将部分库存压力后延，二季度现货流动性偏紧或对价格构成阶段性支撑；

图表：中国碳酸锂月度平衡

(吨)	产量	净进口	电池类需求	其他需求	总真实需求	当期库存Δ
2024-01	41523	10207	39377	4905	44282	7449
2024-02	32475	11148	32464	4116	36580	7043
2024-03	42000	18000	47722	6715	54437	5563
2024-04	49000	15500	52494	6446	58940	5560
2024-05	50000	16000	55119	6756	61875	4125
2024-06	53000	16400	53465	6808	60274	9126
2024-07	57549	16600	52396	6539	58935	15213
2024-08	57628	17000	51348	6081	57429	17199
2024-09	53407	17300	54942	5800	60742	9965
2024-10	50937	17600	57690	4964	62653	5883
2024-11	53866	18000	53074	4499	57573	14293
2024-12	54985	21300	46705	4398	51104	25181

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

# 总结

## 基本面概况：

- 中长期的悲观共识
  - a) 全年严重过剩，市场一致预期的成本支撑在7-8w；
  - b) 短期累库，社会库存&仓单持续累积；
- 短期的节奏错配
  - a) 供应扰动：澳矿下修产量指引&江西环保风险&大厂检修；
  - b) 需求超预期：环比季节性回升，终端刺激下旺季前置，叠加电芯厂备货带动表需超预期，4月环比或仍有10%增速；
- 仓单/套保的短期及长期影响
  - a) 短期：货权大部分集中在期现商手中&盘面C结构锁定短期流动性，现货流动性偏紧支撑价格；
  - b) 中长期：当前的高价给到了未来产量更好的利润，冶炼环节利润修复，供应扰动结束后锂盐产出效率大概率提升；

## 多空交易逻辑及观点：

- 空：继续交易弱现实和悲观预期，当前距离成本支撑仍有空间，累库周期内，需求若不及预期，期现可能形成负反馈循环；
- 多：二季度终端需求预期向好，4月下旬前供应端仍有扰动，材料厂原料库存偏低，补库逻辑仍有发酵空间；
- 短多长空，考虑到二季度为全年库消比低点，短期可以偏多思路对待，中长线而言仍是逢高沽空为宜，持续跟踪需求端的边际变化。

# 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。