

2024年4月8日



供给增量可观

锂价易跌难涨

核心观点及策略

- **成本端：**南美盐湖吸资力度凸显，资本纷纷逐力低成本盐湖资源。澳矿停产、减产规模并未进一步扩张，反而Mt Holland在3月初实现投产，矿端资源扰动规模有限。同时，海外矿企拍卖资源并未成功复制历史，资源充裕现实下，矿端难有大幅扰动。
- **供给端：**2月进口自智利的1.6万吨锂盐即将陆续到港；盐湖资源随着气温回暖将持续放量；江西在产云母锂多以低成本自有矿盐厂为主，供给端整体增量预期较强。
- **消费端：**新能源汽车销量维持较高增速，叠加小米汽车上市后订单斐然，但需求存在结构性分化，市场份额向头部集中，市场韧性存疑。储能端受成本回落影响存增量预期，中标容量及中标均价均有明显增长。
- **盘面：**4月的博弈热点或在需求韧性，但高增长已被Price in。
- **观点：**供给在进口及盐湖提振下增长预期较强。而车企销量存结构性分化下，需求韧性存疑；储能存增量预期，但消费占比有限，且在时间节点上的不确定性较强。环保扰动已逐渐淡化，锂价易跌难涨。
- **风险点：**环保事件超预期；新能源销量超预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

目录

一、 行情回顾.....	4
1. 市场回顾.....	4
2. 价差回顾.....	4
二、 基本面分析.....	5
1. 资源扰动力度有限，定价模式延续.....	5
2. 国内盐湖供给预期放量.....	5
3. 进口增量预期较强，出口快速回落.....	6
4. 正极材料厂开工率大幅回升.....	7
5. 堰塞湖困境舒缓.....	8
6. 政策扶持落地，新能源销量仍有预期.....	8
7. 下游补库韧性存疑，库存缓慢去化.....	9
三、 行情展望.....	10

图表目录

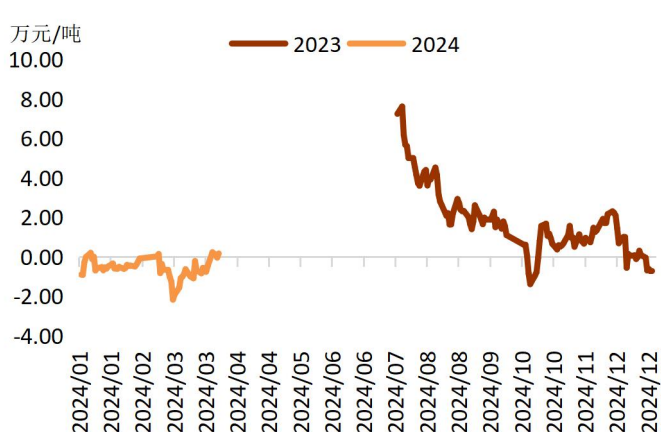
图表 1 碳酸锂主力连续价格走势.....	4
图表 2 碳酸锂现货价格走势.....	4
图表 3 碳酸锂电工价差.....	5
图表 4 碳酸锂与氢氧化锂价差.....	5
图表 5 碳酸锂产量.....	6
图表 6 氢氧化锂产量.....	6
图表 7 碳酸锂进口情况.....	7
图表 8 碳酸锂进口情况.....	7
图表 9 磷酸铁锂产量.....	7
图表 10 三元材料产量.....	7
图表 11 三元电池产量.....	8
图表 12 磷酸电池产量.....	8
图表 13 新能源汽车产量.....	9
图表 14 新能源汽车销量.....	9
图表 15 新能源汽车出口.....	9
图表 16 新能源汽车产销比.....	9

一、行情回顾

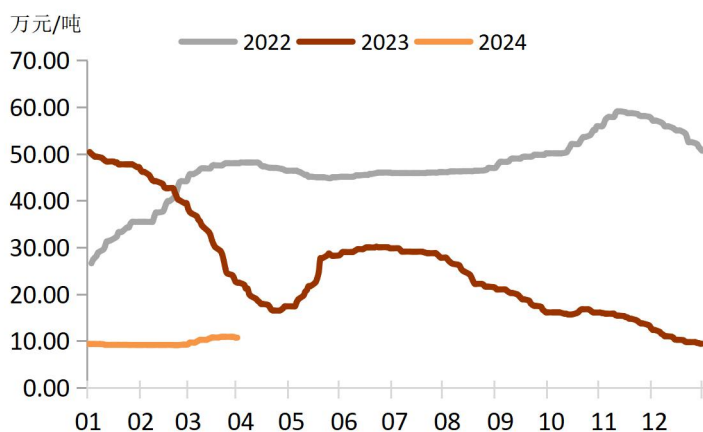
1. 市场回顾

3月，碳酸锂价格经历了剧烈波动，月度振幅高达16.11%。本次宽幅震荡的原因在于：新能源汽车价格战携手宜春环保督察将碳酸锂价格快速拉升，而随着环保督察对供给扰动的预期降温，锂价重心下移。而新能源的故事仍在延续，价格重心并未直接落地。

图表1 碳酸锂主力连续价格走势



图表2 碳酸锂现货价格走势



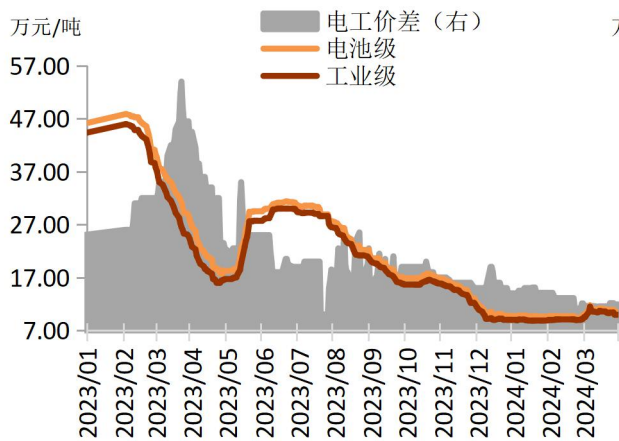
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2. 价差回顾

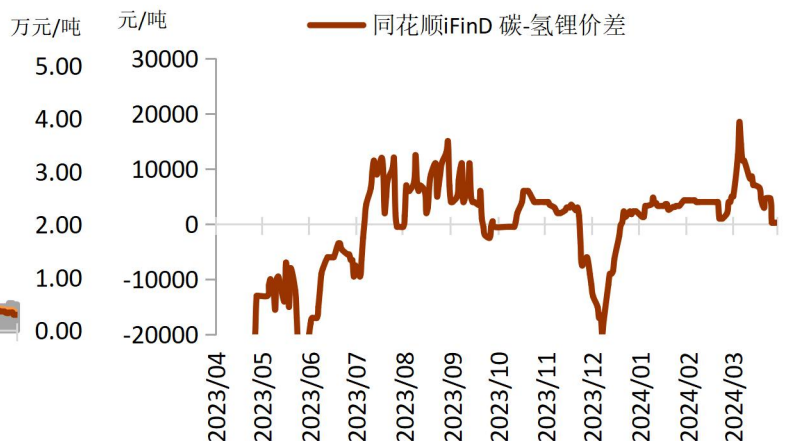
电工价差方面，3月电工价差整体维持在0.44-0.52万元附近，价差区间无力覆盖加工成本，套利空间不足。

电池级碳-氢价差方面，套利窗口短暂开启，市场超卖后，套利窗口快速闭合。3月，电池级碳-氢价差由月初的5000元/吨回落至月底的250元/吨，月间价差最大曾扩张至18500元/吨。由于具有软化条线工艺的企业并不多，当套利窗口出现时，对“原料”的购买会高度集中，但释放速度有限。若价格没有走出单边趋势时，此种套利存较强时间差风险。

图表3 碳酸锂电工价差



图表4 碳酸锂与氢氧化锂价差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、基本面分析

1. 资源扰动力度有限，定价模式延续

3月，进口锂辉石价格相对稳定。据SMM数据显示，进口锂辉石精矿（5.5%-6%）价格由3月1日的1024美元/吨上涨至3月29日的1099美元/吨，月内涨幅7.32%。同期，云母价格由2085元/吨上涨至2275元/吨，月内涨幅9.11%。

据SMM数据显示，2月锂精矿进口量29.78万吨，同环比-5.32%/-48.99%。1-2月合计进口规模约88.17万吨，同比大幅扩张29.98%，根据当前碳酸锂、氢氧化锂产量来算，锂辉石精矿进口量依然远大于实际需求。

3月初，Wesfarmers和SQM成立的合资公司Covalent Lithium宣布，旗下的Mt Holland锂矿和选矿厂已建成投产，可实现每年原矿200万吨，精矿38万吨的产能，2024年预计投放精矿10万吨，其增量已足以填补格林布什减量；澳洲矿业公司收购镍矿项目改建锂选矿厂，原产能为150万吨原矿，其旗下全资持有在产项目Bald Hill。阿根廷北部地区因环保与地方社区原因暂停发放采矿许可证。

后期来看，虽然澳洲个别高成本澳矿关停、减产，但主流矿山产量相对稳定，暂无资源短缺信号。此外，西澳仍有新增项目陆续投放，对紧缩程度有所缓解。南美放量仍主要依赖智利，资源端暂无明显扰动。在当前定价模式下，矿端价格振幅有限。

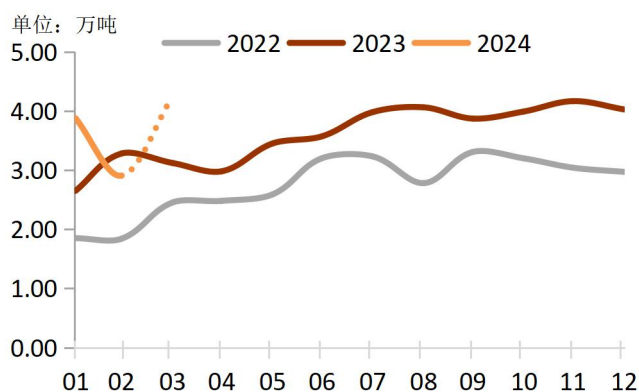
2. 国内盐湖供给预期放量

据SMM数据显示，3月碳酸锂产量合计约4.24万吨，同环比+41.60%/+30.57%。其中电碳产量约2.87万吨；工碳产量约1.1万吨，分别占比约67.79%、32.21%。

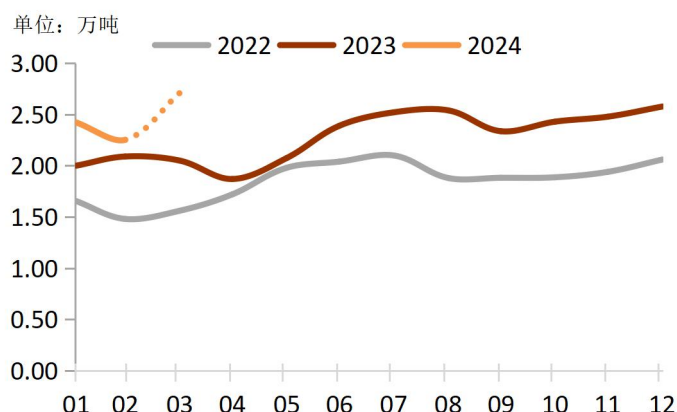
从原料结构来看：春节过后，碳酸锂价格表现出较强走势，使得成本偏高的云母工艺和回收提锂有明显复工迹象，推高了节后供给上限。同时，受气温回暖影响，盐湖提锂产量也有初步起色。

后期来看，环保对供给扰动有限，锂盐供给仍有较大增量空间。虽然 2022 年底江西曾出现过因环保问题导致停产的先例，但停产规模较小、停产期较短，在供给偏紧状态下并未导致供需出现缺口。同时，江西经济增长与锂电行业紧密相连，大规模供给扰动或直接影响地方经济增长。因此，我们预计 4 月底的环保检查结果不会有太多超预期的影响。同时，当前锂盐开综合工率仅有 44%，供给不足的可能性较低，阶段性资源紧缺将通过价格推涨开工率来弥补缺口。因此，供给端对价格扰动的上方空间有限。

图表 5 碳酸锂产量



图表 6 氢氧化锂产量



资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

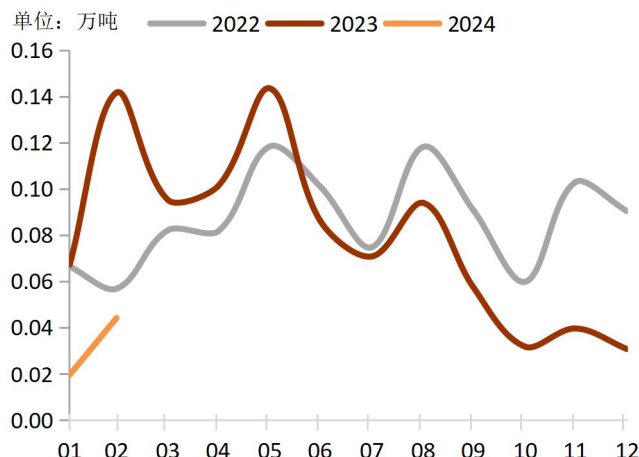
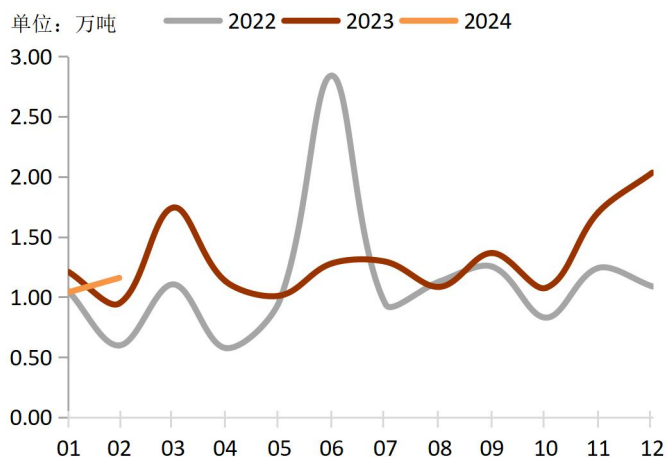
3. 进口增量预期较强，出口快速回落

进口方面，1-2 月中国碳酸锂进口量合计约 2.14 万吨，同比增长约 9.78%。从进口源来看，阿根廷的极端政策对中国碳酸锂进口尚未有明显扰动，进口量整体维持增长。而随着韩国新能源行业崛起，进口自韩国的碳酸锂量整体呈回落趋势。据智利海关数据显示，2 月，智利出口至中国的碳酸锂规模约 1.6 万吨，同比大幅增长约 68%。

出口方面，1-2 月，中国碳酸锂出口合计约 637 吨，同比回落约 169.49%。从规模来看，虽然中国碳酸锂出口规模极小，但即使人民币处于贬值阶段，仍呈快速收缩趋势。主要原因在于日、韩是中国碳酸锂出口主要目的地，而随着锂电在日、韩的快速发展，其对中国的进口依赖日益减弱。

图表 7 碳酸锂进口情况

图表 8 碳酸锂进口情况



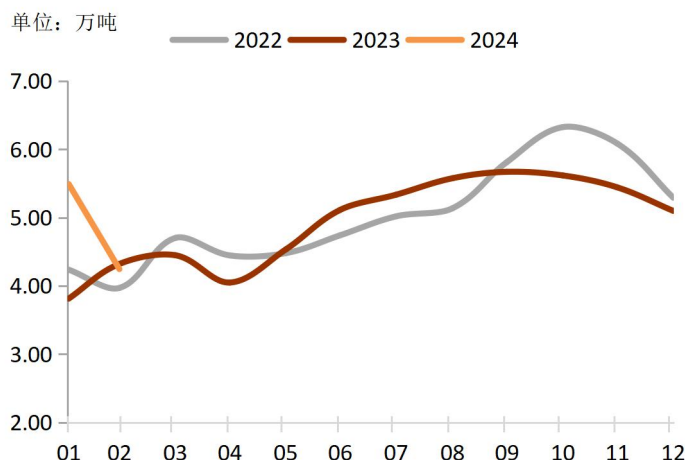
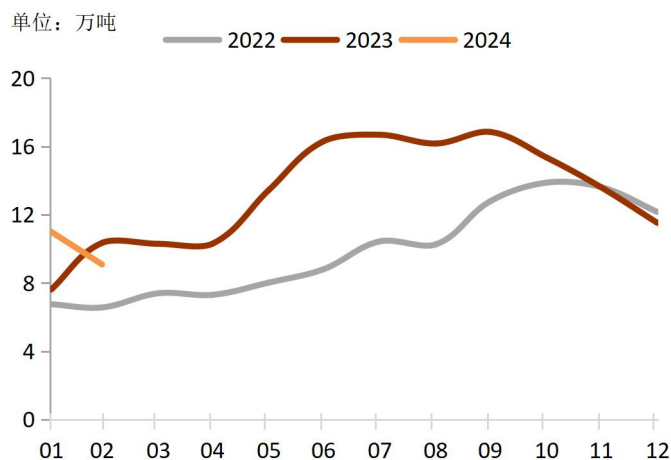
资料来源: SMM, iFinD, 铜冠金源期货

4. 正极材料厂开工率大幅回升

据 SMM 统计,3 月正极材料产量大幅扩张,NCM 产量合计约 56935 实物吨,同比增长 38.2%;磷酸铁锂产量 126860 实物吨,同比增长 80.26%。从开工率来看,3 月三元材料综合开工率为 44%,环比回升 11 个百分点;磷酸铁锂综合开工率为 35%,环比回升 13 个百分点。3 月正极材料排产大幅扩张的原因有 2 个:首先,4 月碳酸锂价格受刷新溢价影响价格重心上移,下游订单前置。其次,新能源汽车行业价格战对原料需求预期较强。但值得注意的是,高排产或将迎来新一轮过剩。主要原因在于,当前电池厂库存处于高位,而新能源对需求的直接拉动尚未兑现,下游多以消耗现有库存为主。若需求推动不及预期,电池厂库存去化幅度有限,将直接限制电池厂补库力度,材料厂或存在被动累库风险。

图表 9 磷酸铁锂产量

图表 10 三元材料产量



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

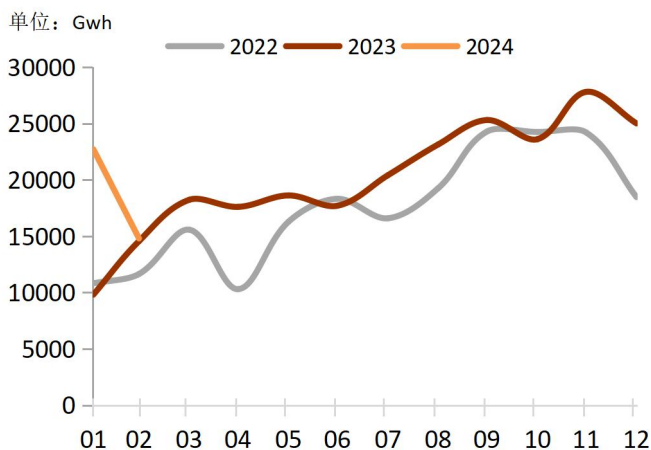
5. 堰塞湖困境舒缓

据有色网数据显示，3月，电池产量合计78.21GWh，同环比+8.17%/+46.69%。其中，磷酸铁锂电池产量46.53GWh，同比+2.89%；三元电池产量+18.59GWh；其他电池产量3.81GWh，同比+6.42%。

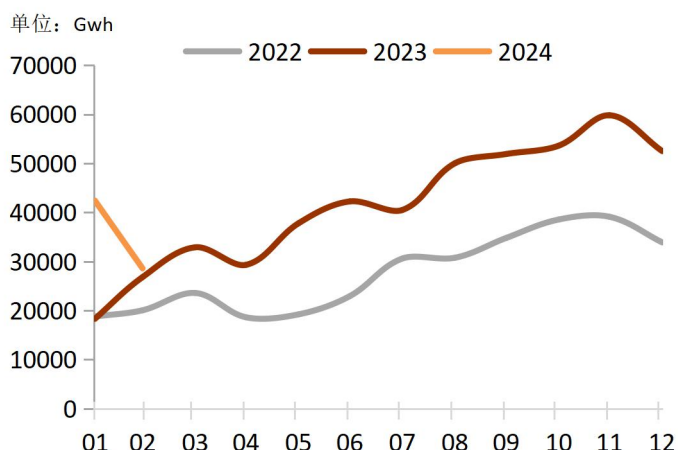
电池库存方面，动力电池库存合计121Gwh，较去年同期少6.2个百分点。其中，磷酸铁锂电池库存约77Gwh，同比+4.9Gwh，三元电池库存44Gwh，同比-12.9Gwh。储能电池库存合计33.9Gwh，同比-3.2Gwh。

后期来看，电池去库趋势延续，但磷酸铁锂电池库存与三元电池库存将依然存在较大差异。磷酸铁锂电池库存与储能电池库存虽已连续4个月去库，但整体仍处于高位阶段，磷酸铁锂电池库存去库斜率强于储能电池，表明新能源消费增量整体强于储能消费增量；三元电池库存则处于绝对低位，但受MHP供给偏紧及新能源汽车消费影响，三元电池库存短期仍将维持底部。

图表 11 三元电池产量



图表 12 磷酸电池产量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6. 政策扶持落地，新能源销量仍有预期

据乘联会数据显示，3月1-24日，新能源车市场零售49万辆，同环比+39%/84%，今年以来累计零售155万辆，同比增长38%，市场渗透率约47%；同期，全国乘用车厂商新能源批发50.8万辆，同环比+33%/+110%，今年以来累计批发164.4万辆，同比增长30%。从总量来看，虽然批发增速3月环比有明显修复，但总增速略小于零售增速，批发商仍处于主动去库阶段。

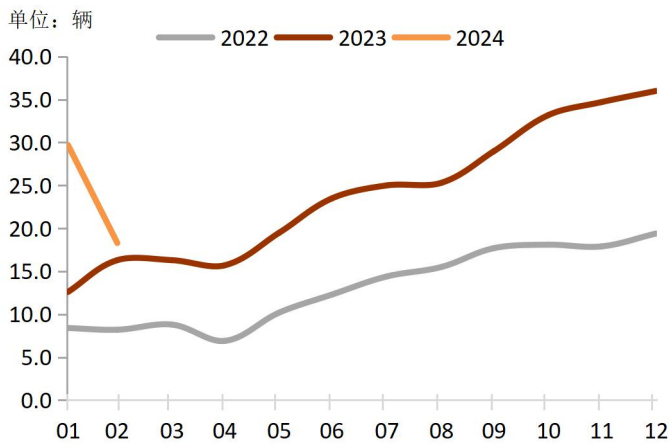
消费结构方面，据中汽协数据显示，2月，新能源汽车销量CR3为36%，CR5为55.9%。市场份额逐渐想头部车企靠拢。

出口方面，2024年2月，新能源汽车出口约8.2万辆，同比-6%；1-2月累计出口38.7

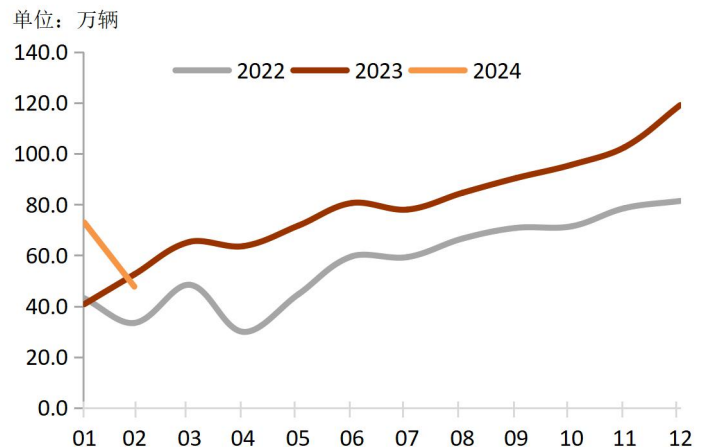
万辆，同比+127.6%。2月受春节假期错位影响，当月出口规模小幅回落。但1-2月出口规模合计仍维持高速增长，海外市场增量预期向好。

政策助力，新能源汽车增长仍有将强预期。3月16日，商务部表示将加大财政金融扶持力度，进一步提高新能源汽车消费市场占比。随后，北京、郑州分别发放购车补贴2000万元、5000万元，单车最高补贴可达5000元/辆。此外，在新能源价格战初期，市场观望情绪较重，但随着财政补贴的加入，潜在消费正在逐步兑现。预计，4月新能源汽车销量仍值得期待。

图表 13 新能源汽车产量

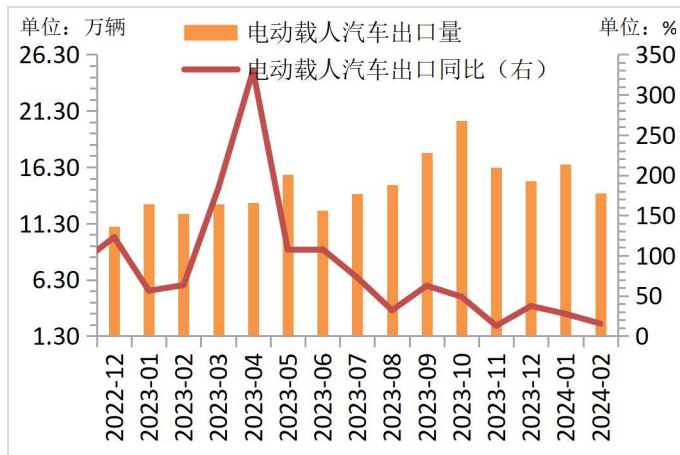


图表 14 新能源汽车销量

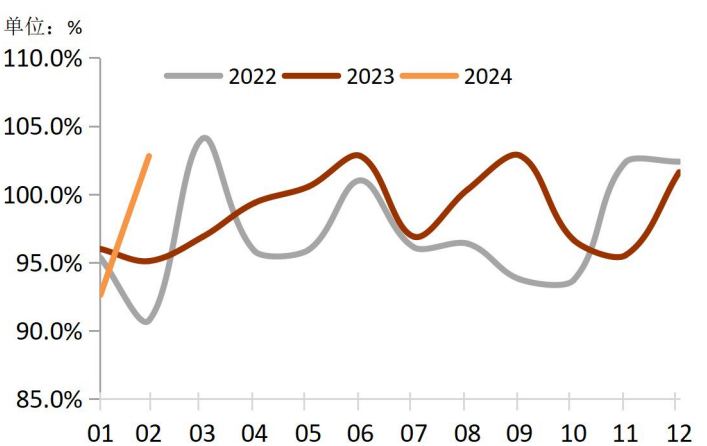


资料来源: iFinD, 中汽协, 铜冠金源期货

图表 15 新能源汽车出口



图表 16 新能源汽车产销比



资料来源: iFinD, 中汽协, 铜冠金源期货

7. 下游补库韧性存疑，库存缓慢去化

截止3月28日，碳酸锂周度库存已累至7.87万吨，资源正逐渐由上游向下游流转。

从变化量来看，锂盐厂去库并不通畅，库存走势震荡向下；而贸易商月内去库力度有所放缓，下游则进入补库阶段。

敬请参阅最后一页免责声明

后期来看，下游补库韧性存在挑战。当前电池厂库存依然偏高，磷酸铁锂电池库存仍处于绝对高点，堰塞湖问题虽有缓解，但尚未解决。因此，若新能源汽车消费不能够快速消化电池厂库存，或将直接影响下游补库韧性，进而导致需求不及预期带来的扰动。

三、行情展望

成本端：扰动力度有限（中性）。

供给端：扰动释放，增量预期明确（偏空）。

消费端：电池厂库存高企，消费仍处于消化库存阶段（中性）。

后期来看，供给在进口及盐湖提振下增长预期较强。而车企销量存结构性分化，市场份额向头部集中；电池厂库存依旧高企，消费端仍以消化现有库存为主，下游补库韧性将直接取决于新能源汽车的消费韧性；储能存增量预期，但消费占比有限，且在时间节点上的不确定性较强。环保扰动已逐渐淡化，锂价易跌难涨。

预计 4 月份碳酸锂主力波动区间在 100000-120000 元/吨之间。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE QA

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。