

2024年6月7日



需求传导仍需时间

锂价或震荡运行

核心观点及策略

- 成本端：海内外锂矿均有增量，国内盐企资源库存充裕，锂云母、锂精矿价格均有所下滑。虽然雅宝锂矿拍卖屡破新高，但主流盐企自有矿规模较大并有长协订单，而雅宝拍卖总量规模较小，市场扰动有限。
- 供给端：供给总量维持高位，但增量或遇瓶颈，盐湖开工率在气温回暖依托下已破70%，部分盐湖已超负荷运转。进口资源持续放量，供给端暂无扰动。
- 消费端：乘联会口径下5月乘用车销量同比回落，新能源虽然维持增长，但增速月年初相比明显放缓，“换新”政策与车企间的竞争为销售持续创造活力，新能源渗透率进一步提升，后期仍有期待。
- 观点：基本面回暖仍需时间。供给端盐湖工艺开工率仍将维持高位，但锂价下跌后，对于外购矿的盐企而言利润已大幅收缩，后续开工率或难进一步提升。同时，正极材料厂有主动去库迹象，下游采买力度或有收缩。但在政策及锂电池技术革新下，新能源动力终端仍有增量预期，只是在库存压力下向上传导成有效需求并不流畅。资源端暂无明显扰动，国内、海外均有增量，预计锂价维持震荡运行。
- 风险：新能源汽车销量超预期、欧洲对华关税跟风

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. 资源扰动有限，成本端暂无风险	5
2. 国内供给维持高位，但增量或遇瓶颈	5
3. 碳酸锂进口维持高位	6
4. 正极材料产量分化	6
5. 电池厂库存压力尤在	7
6. 新能源消费或呈内强外弱	8
7. 库存压力短期延续	9
三、 行情展望	10

图表目录

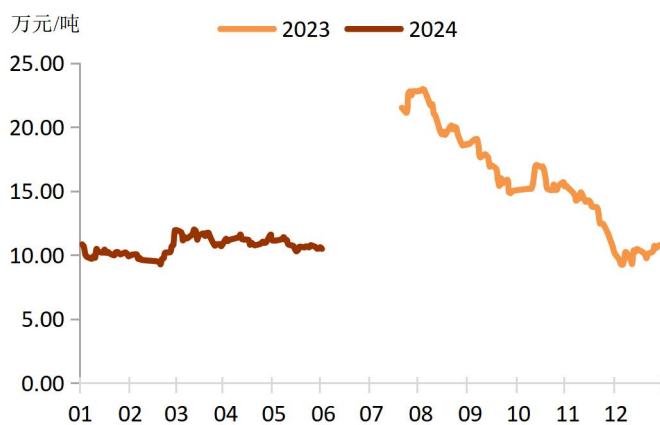
图表 1 碳酸锂主力连续价格走势	4
图表 2 碳酸锂现货价格走势	4
图表 3 碳酸锂电工价差	4
图表 4 碳酸锂与氢氧化锂价差	4
图表 5 碳酸锂产量	5
图表 6 氢氧化锂产量	5
图表 7 碳酸锂进口情况	6
图表 8 碳酸锂进口情况	6
图表 9 磷酸铁锂产量	7
图表 10 三元材料产量	7
图表 11 三元电池产量	8
图表 12 磷酸电池产量	8
图表 13 新能源汽车产量	9
图表 14 新能源汽车销量	9
图表 15 新能源汽车出口	9
图表 16 新能源汽车产销比	9

一、行情回顾

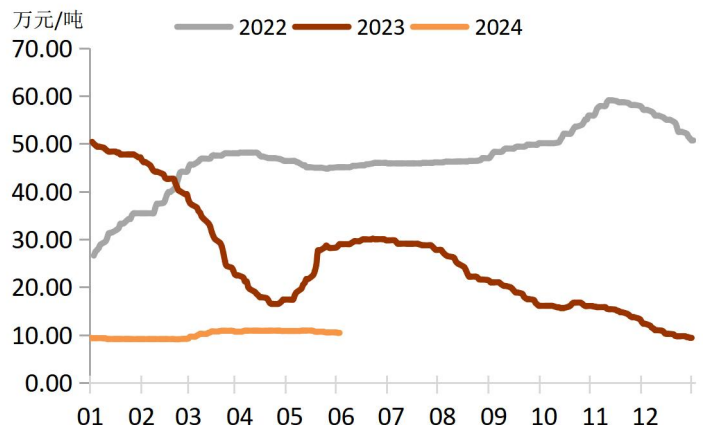
1. 市场回顾

5月碳酸锂价格回落后震荡运行，基本面整体符合预期，供给与消费均维持稳定增长，而震荡中心回落的主要驱动在于美国大幅提高中国新能源汽车进口关税，导致市场对未来国内新能源汽车出口有所担忧。但从往年实际出口动向来看，中国新能源汽车出口对北美依赖幅度较小，新关税政策对需求的实际影响有限，价格并未深跌。

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

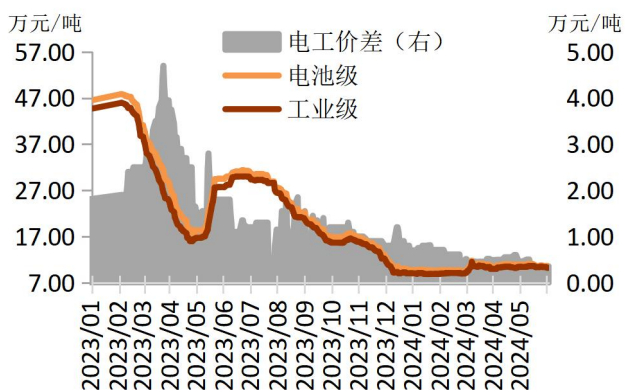


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

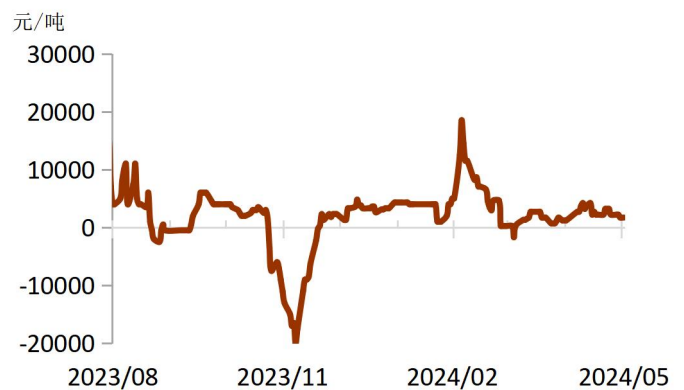
2. 价差回顾

电工价差方面，5月电工价差由0.5万元/吨回落至0.35万元/吨，电工价差月内暂无套利机会。电池级碳-氢价差方面，5月碳氢价差在1700-4200元/吨波动，期间未出现可操作套利窗口。

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

敬请参阅最后一页免责声明

二、基本面分析

1. 资源扰动有限，成本端暂无风险

5月，澳洲锂辉石 CIF 价小幅回落，整体相对稳定。据 SMM 数据显示，澳洲锂辉石精矿（5.5%-6%）CIF 价由 1135 美元/吨下跌至 1115 美元/吨。同期，云母价格由 2492 元/吨下跌至 2265 元/吨，跌幅大于澳洲锂辉石价格。受碳酸锂价格回落影响，云母成本相对偏高，价格率先触及云母提锂工艺产能成本，导致依赖云母生产碳酸锂的企业开工积极性更弱。

据 SMM 数据显示，4 月合计进口规模约 44.1 万吨，同比大幅扩张 31.89%。虽然雅宝锂矿拍卖屡屡创下新高，但国内头部盐企库存充裕。虽然，月内流传 414 矿山实际开采量不及预期，或存资源短缺风险，但高成本的云母矿本就缺乏竞争优势，在锂价低位背景下，矿企或存在压缩开采的可能。此外，盛新锂能在非洲的萨比星矿投产，川能动力的李家沟矿也正式进入试生产，资源端仍维持宽松预期。

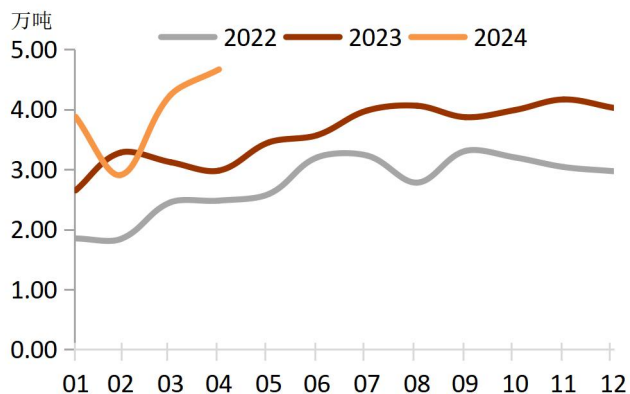
2. 国内供给维持高位，但增量或遇瓶颈

据 SMM 数据显示，5 月碳酸锂产量高达 6.07 万吨，同环比+81.8%/+14.74%。其中电碳产量约 4.06 万吨；工碳产量约 2.0 万吨。

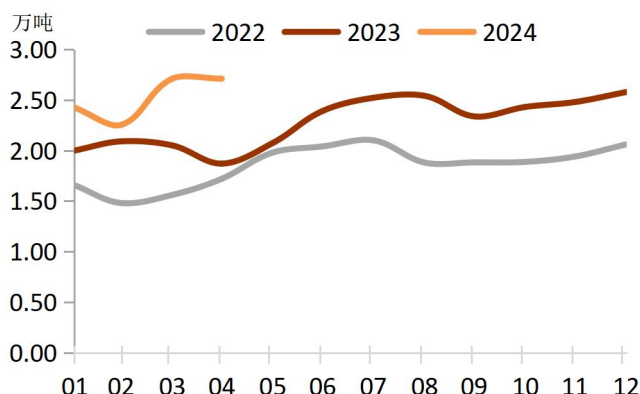
从原料结构来看：增量主要来自锂辉石和盐湖工艺，分别达到 2.61 万吨、1.11 万吨，云母工艺产量同样增长至 1.65 万吨。但从开工率角度来看，盐湖、锂辉石工艺开工率已分别高达 73.01% 和 69.49%，部分盐湖企业已开启超负荷生产。而云母开工率月内起伏不定，整体维持在 41.0%-45.0% 之间波动。

后期来看，前期建设的云母工艺仍在陆续投产，但在利润压力下，开工率或难有所改善，投产进度或有放缓。主流盐湖锂企已超负荷运转，进一步提升空间有限。相比之下，具有相对成本优势的锂辉石工艺仍有提升空间。

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

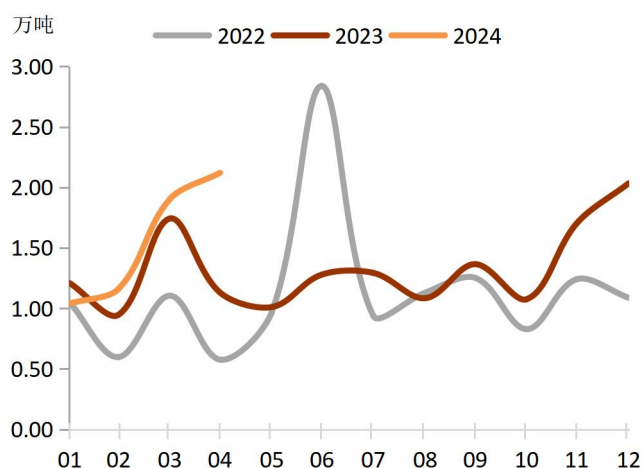
敬请参阅最后一页免责声明

3. 碳酸锂进口维持高位

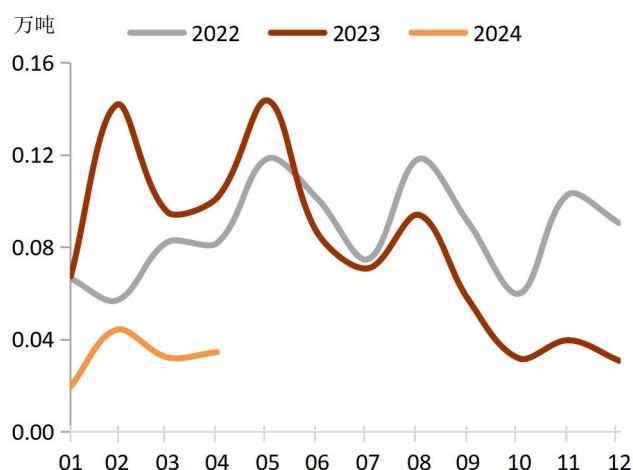
进口方面，4月中国碳酸锂进口量合计约2.12万吨，同比增长约87.45%。从进口源来看，进口增量主要依托智利出口至中国的碳酸锂规模大幅提升，据智利海关披露，4月，智利出口至中国的碳酸锂规模约2.29万吨，高于去年同期的0.89万吨，创近年新高。从2-4月智利海关公布的数据来看，5-6月将有大规模进口资源持续到港。而值得注意的是，4月中国进口自韩国的碳酸锂规模创下历史新高，达到627吨，韩国生产的碳酸锂主要以进口矿为主，若含参股收益，锂盐成本均值或低于国内，短期需警惕韩国碳酸锂是否具有替代国内云母产锂的可能。

出口方面，4月中国碳酸锂出口合计约344吨，同环比分别-65.96%/+7.04%。从出口目的地来看，近月来，中国对日本的碳酸锂出口规模持续扩张，而出口至韩国的碳酸锂规模相对平稳。且中国对日本处于碳酸锂顺差地位，而对韩国则处于逆差。预计，随着韩国碳酸锂产业日益成熟，中国出口至日本的碳酸锂规模或逐渐上升。

图表7 碳酸锂进口情况



图表8 碳酸锂出口情况

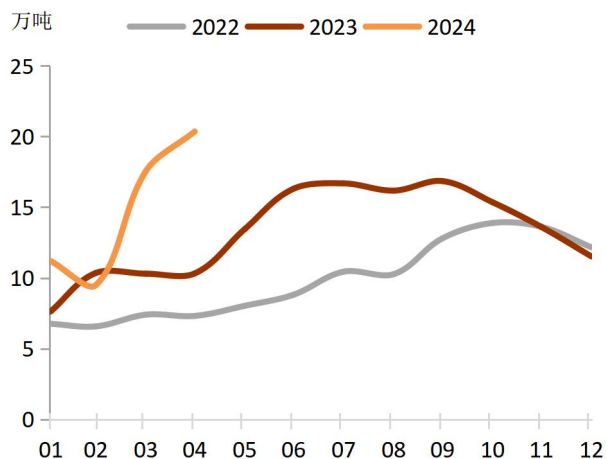


资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

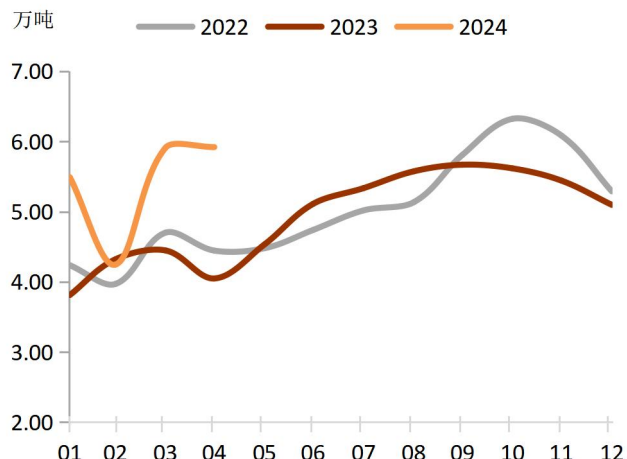
4. 正极材料产量分化

5月磷酸铁锂产量合计18.296万吨，同比增长64.24%；5系、6系三元材料产量分别预计为1.471万吨、1.824万吨，同比分别-16.42%、+55.9%。从产量结构来看，磷酸铁锂正极产量依然占据主导，而在镍、钴等互补材料价格回落后，三元成本重心下移，产品重心由5系向性价比更高的6系切换。值得注意的是，镍产能过剩预期尚未兑现，其价格向上波动或影响高镍三元产出增速。从库存角度来看，截止5月30日，磷酸铁锂库存及三元材料库存双双去库，分别由49210吨、14808吨下降至48350吨和13826吨。在供给压力分化背景下，价格同样表现出分化走势。其中，三元正极价格小幅上涨而磷酸铁锂正极价格小幅回落。

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

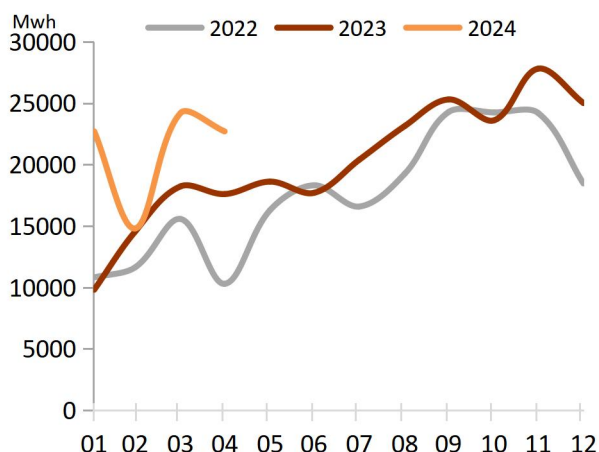
5. 电池厂库存压力尤在

据有色网数据显示，5月，电池产量合计 98.73GWh，同比+22.81%。其中，磷酸铁锂电池产量 65.05GWh，同比+29.74%；三元电池产量 28.69GWh，同比+16.20%；其他电池产量 4.99GWh。从增速角度来看，5月电池总产量的同环比增速明显放缓，主要原因或在于价格战带来的消费动力不及预期，前期提前释放的产能尚未被市场消化，导致电池厂库存压力凸显。结构上，磷酸铁锂电池依然占据市场主导。

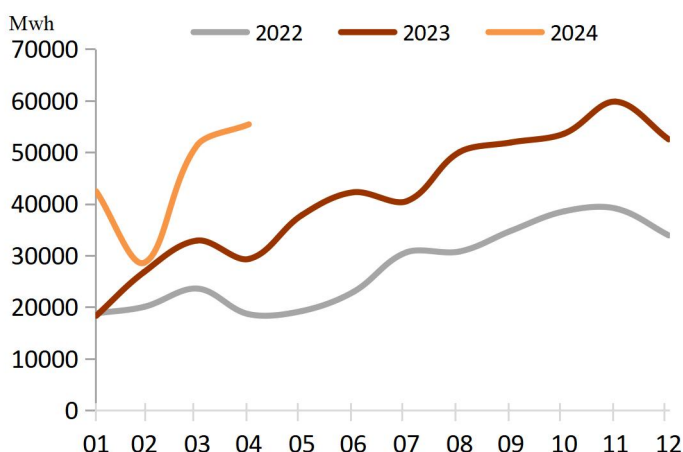
出货量方面，4月，动力电池出货量合计约 64.5GWh，铁锂电池出货量 37.7GWh，环比增加 0.67GWh，三元电池出货量 26.8GWh，环比增加 0.45GWh。出货量自春节需求复工后再无增长，价格战如火如荼但实际需求增量寥寥，导致整车厂对电池需求增量有限。预计，随着5月“换新”政策落地，前期被抑制的观望需求或将逐渐释放，需求或逐渐由整车厂向上传导，进而带动出货量增速提升。

电池库存方面，4月，动力电池库存合计 127.05GWh，较去年同期+4.41GWh，环比+3.49GWh。其中，磷酸铁锂电池库存约 80.22GWh，同比+16.55GWh，三元电池库存 46.84GWh，同比-7.17GWh。储能电池 38.7GWh，同比+3GWh。从库存总量来看，电池库存依然处于累库状态，但三元电池已率先开启去库。我们认为，当前消费不及预期是通病，而硫酸镍趋紧或是导致三元电池产量增速放缓的主要因素，而从产量与库存的变动幅度来看，三元材料电池的供需基本处于紧平衡状态，而磷酸铁锂处于小幅过剩，在价格变动上也得到了相互印证。后期，随着电池厂产量增速放缓，新能源消费逐渐释放，电池厂库存压力或边际缓解。而在镍、钴价格不出现大幅上涨的前提下，我们依然看好高镍三元电池的需求前景。

图表 11 三元电池产量



图表 12 磷酸电池产量



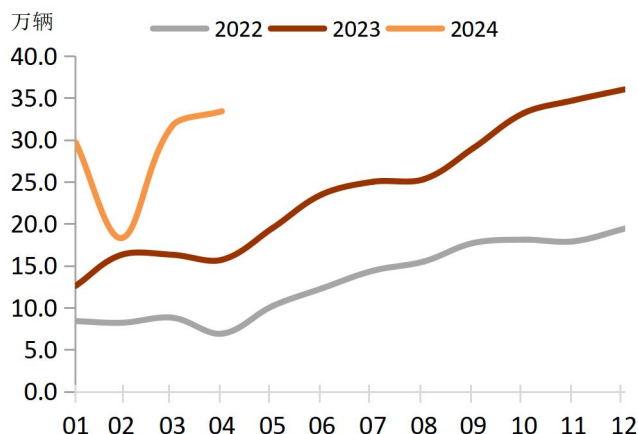
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6. 新能源消费或呈内强外弱

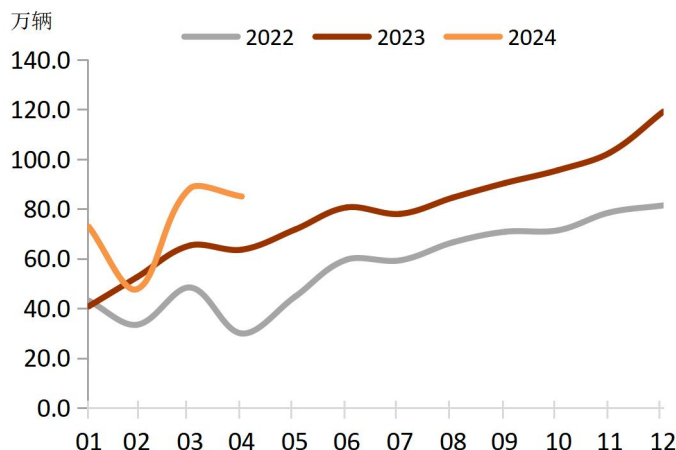
据乘联会数据显示，5月1-26日，新能源车市场零售57.4万辆，同比增长27%，较上月同期增长2%，今年以来累计零售302.5万辆，同比增长32%，市场渗透率约39.93%。

整体来看，新能源汽车销量增速明显放缓，年初销量同比3位数的增速如今只剩27%，而从结构上来看纯电消费增速不及混动且纯电新能源市场占比逐月下滑。更值得注意的是，在新能源维持增长的同时，乘用车整体销量同比增速已降至-6%，表明传统燃油车市场表现更加低迷，侧面反应宏观环境影响下，居民消费意愿薄弱，这也在大框架下限制了未来新能源汽车消费的增长高度。此外，美国将中国新能源汽车的进口关税由25%提高至100%以削减中国对美国新能源领域的冲击。虽然美国并不是中国新能源汽车的主要出口目的地，但新的关税政策仍在一定程度上削减了新能源汽车的出口增长。同时，高盛也下调了未来新能源汽车销量增速，主要原因在于欧洲消费或将不及预期。因此，海外需求角度来看，外部环境对新能源消费的驱动上限并不高。但我们也能看到消费的动力，随着“换新”政策落地，各终端零售也于5月下旬完成优惠方案，前期“观望”需求或在车企内卷的配合下日益释放，国内需求仍有增长空间。

图表 13 新能源汽车产量

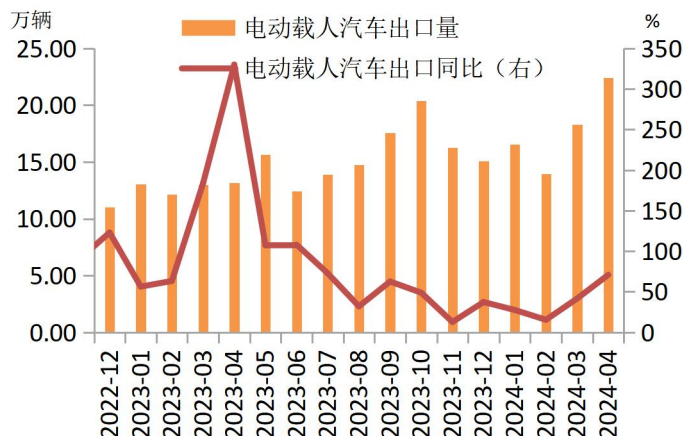


图表 14 新能源汽车销量

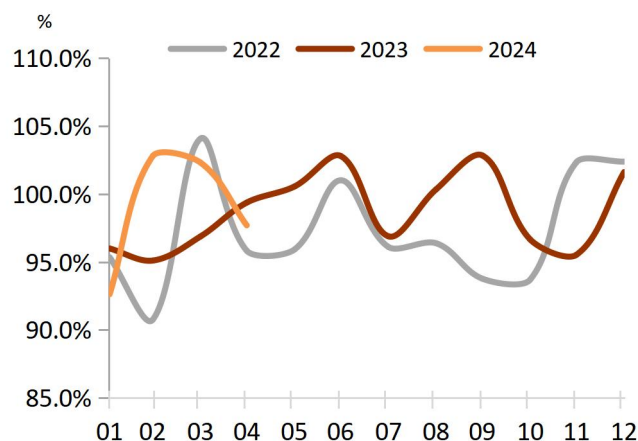


资料来源：iFinD，中汽协，铜冠金源期货

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. 库存压力短期延续

截止 5 月 30 日，碳酸锂周度库存已累至 92078 吨，较上期累库 11146 吨。

从库存结构来看，下游库存 22058 吨，较上期小幅去库 1543 吨；冶炼厂库存 51652 吨，同期大幅累库 11644 吨；其它环节库存 18368 吨，同期小幅累库 1045 吨。本期，消费终端表现不及预期，市场询价明显降温，下游以消化前期大规模采购的库存为主，导致冶炼厂库存大幅积压。

后期来看，供给维持高位，终端整车市场的消费仍有增长预期，但向上传导需要时间，短期或仍有库存压力。主要原因在于，前期锂盐厂、正极材料厂及电池厂对消费预期的过度乐观导致 3 月、4 月过量生产，而消费端的不及预期使全产业链均陷入高库存困境。因此，即使终端市场消费逐渐回暖，需求也将先从电池厂库存开始逐节向上传导，短期或难对碳酸锂直接形成有效需求，亦难拉动库存进入回落区间。

三、行情展望

成本端：扰动力度有限（中性）。

供给端：国产及进口仍维持高位，但增量或遇瓶颈（中性）。

消费端：海外增量有限，国内增量有望。（中性）。

后期来看，基本面回暖仍需时间。供给端盐湖工艺开工率仍将维持高位，但锂价下跌后，对于外购矿的盐企而言利润已大幅收缩，后续开工率或难进一步提升。同时，正极材料厂有主动去库迹象，下游采买力度或有收缩。但在政策及锂电池技术革新下，新能源动力终端仍有增量预期，只是在库存压力下向上传导成有效需求并不流畅。资源端暂无明显扰动，国内、海外均有增量，预计锂价维持震荡运行。。

预计 6 月份碳酸锂主力合约波动区间在 95000-125000 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。