

2024 年 11 月 4 日



旺季驱动乏力

锂价回归震荡

核心观点及策略

- 成本端：锂精矿6%CIF价整体延续下行，但回落幅度在下旬有所放缓，价格在760美元/吨附近获得支撑。由于云母提锂工艺成本相对偏高，当前锂价仅能覆盖一体化云母矿工艺成本，其资源在市场中的流通效率较低，价格波动幅度有限。
- 供给端：9月供给环比进一步收缩，开工率下行。部分锂盐厂有检修计划，但检修时间较短，直接影响有限。而主要原因则在于价格低位背景下，冶炼开工率整体有所下移，消费旺季并未改善供给现状。同时，北方逐渐转冷影响下，盐湖开工率已开始回撤。
- 消费端：中汽协口径下9月新能源汽车销量提速，但材料厂开工率表现分化，终端热度向上传导有限，对锂需求拉动在中游有卸力迹象。
- 后期观点：下游或有补库驱动，但锂价难破震荡趋势。虽然库存数据披露了资源由上游向下流的流转行为，但正极厂排产扩张而盐厂供给收缩，表明下游库存整体相对充裕，因此库存呈现出的资源流转规模并不大，对价格的拉动力度相对较弱。此外，11月预计将有大规模低成本进口资源到港，可有效填补旺季背景下供给收缩导致的缺口。整体来看，上行缺乏驱动，下方成本支撑较强，锂价震荡延续。
- 风险：锂盐到港不及预期

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

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：20021040

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. 云母矿价格或将成为前瞻指标.....	5
2. 国内供给结构预期切换.....	5
3. 进口规模预期逐月回升.....	6
4. 正极产量结构分化，三元材料略显低迷.....	7
5. 电池厂排产扩张，但库存压力尤在.....	7
6. 销量增速退坡，旺季或临近尾声.....	8
7. 去库力度有限，斜率或将平缓.....	9
三、 行情展望.....	10

图表目录

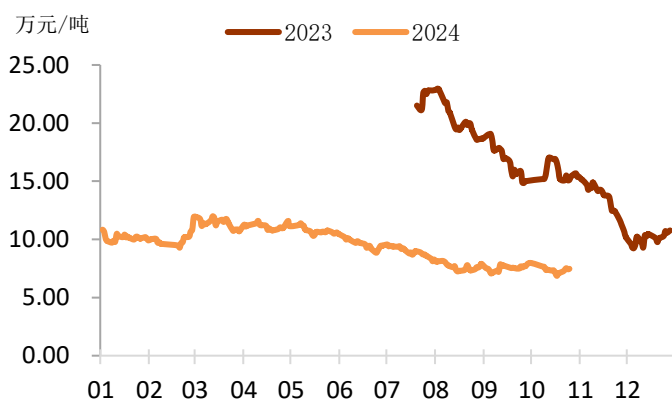
图表 1 碳酸锂主力连续价格走势.....	4
图表 2 碳酸锂现货价格走势.....	4
图表 3 碳酸锂电工价差.....	4
图表 4 碳酸锂与氢氧化锂价差.....	4
图表 5 碳酸锂产量.....	6
图表 6 碳酸锂开工率.....	6
图表 7 碳酸锂进口情况.....	6
图表 8 碳酸锂出口情况.....	6
图表 9 磷酸铁锂产量.....	7
图表 10 三元材料产量.....	7
图表 11 三元电池产量.....	8
图表 12 磷酸铁锂电池产量.....	8
图表 13 新能源汽车产量.....	9
图表 14 新能源汽车销量	9
图表 15 营运车需求对车企的影响.....	9
图表 16 新能源与燃油车销量增速对比.....	9

一、行情回顾

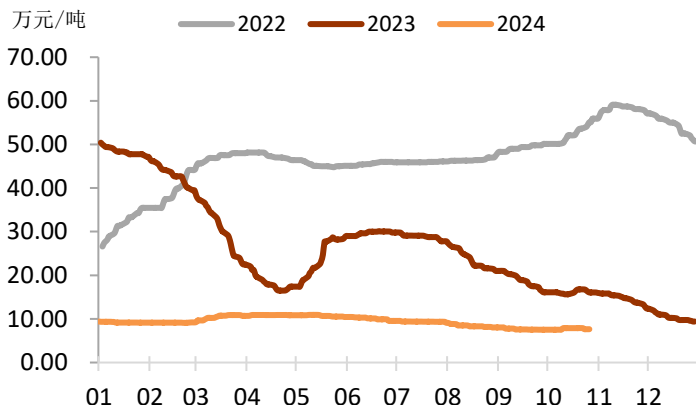
1. 市场回顾

10月碳酸锂价格整体震荡偏弱运行。主力合约自10月8日创下近月高位后便开启了贯穿全月的回调，驱动在于需求侧的旺季预期推涨和过剩现实下供给端的套保压力所致，并在10月下旬再创历史新低。而在云母提锂成本支撑下，盘面价格在7万上方获得支撑，锂价月底小幅反弹。现货价格表现较为平稳，消费旺季期间并未明显提振现货市场回暖，整体围绕在7.5万元/吨附近震荡运行。

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

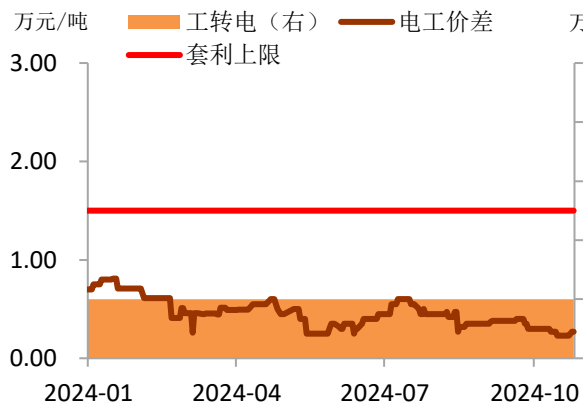


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

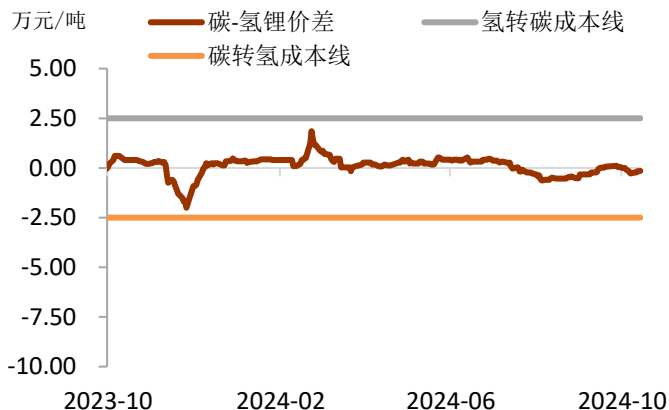
2. 价差回顾

电工价差方面，10月电工价差整体处于3000元以内，价差空间尚不足以覆盖转换成本；同期，碳氢价差围绕在-0.3-0.15万元/吨上下波动，报告期内暂未出现套利机会。

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

二、基本面分析

1. 云母矿价格或将成为前瞻指标

10月，百川口径下，6%锂辉石精矿价格在下旬止降企稳，价格整体处于760美元/吨附近，而该价格正处于主流澳矿的成本上沿；非洲矿5%价格有455美元/吨下跌至435美元/吨；国内矿5.5%-6.0%价格由6400元/吨下跌至5850元/吨。我们认为，当前矿价和锂价形成了相互支撑的局面。一方面，澳矿价格受锂价变动影响（M+1模式），在云母工艺成本支撑下锂价站稳7万元/吨上方，而锂价止降反向引导澳矿价格企稳，后续云母矿的价格走势或将成为锂价及澳矿价格走势的前瞻指标。我们也关注到，由于当前锂价仅能覆盖一体化云母工艺成本，外购云母工艺仍处于成本倒挂状态，因此云母矿在市场中的流通效率较低，矿价较难出现上涨趋势，百川口径下，云母矿在报告期内的价格整体1400-1450元/吨区间震荡。而随着部分江西云母矿停产，或对云母价格有所支撑。

9月锂矿石进口约35.36万吨，同环比-29.12%/-28.62%，进口均价约713.5美元/吨，对应碳酸锂人民币价格约6.7万元/吨。其中，从澳大利亚进口约20.81万吨，环比减31.9%；进口自津巴的量约8.07万吨，环比减39.6%。由于锂价持续低位，非洲锂矿产出或将不及预期，部分矿山已处于减产或停产状态，在建进度略有滞后。

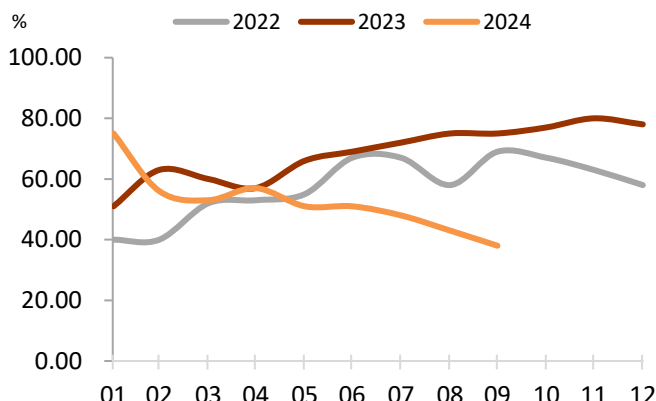
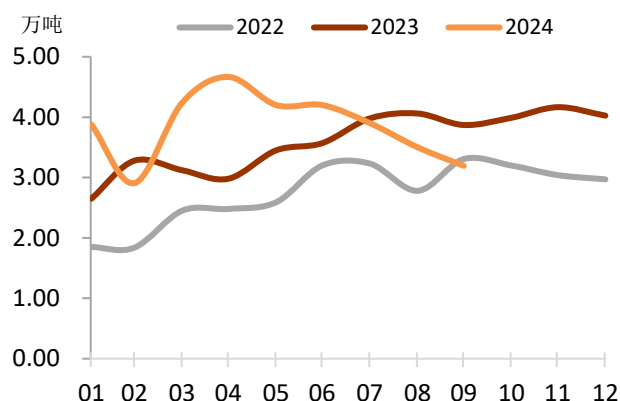
2. 国内供给结构预期切换

据同花顺数据统计，9月碳酸锂产量约3.19万吨，同环比-17.47%/-8.74%。9月碳酸锂月度产能合计约8.2万吨，较上期整体持平，供给端的产能投放速度明显放缓。开工率则由8月的43%下降至9月的38%。整体来看，随着北方气温转冷，盐湖提锂开工率预期收缩。云母提锂开工率受价格拖累同样表现出大幅回落。虽然九岭锂业公布9月存在临时检修计划，但根据九岭发布的通知来看，此次检修跨期较短，对供给端的实质影响相对有限。

后期来看，供给端预期不会出现缺口，但供给结构或将发生改变。由于盐湖资源受气温影响较大，而国内盐湖产能主要聚集在我国西北地区，降温往往快于内陆。因此，成本偏低的盐湖资源产量将逐渐收缩，低成本锂盐供给或将走弱。而在需求旺季驱动下，成本相对偏高的辉石锂和云母锂或将逐渐回归市场。供给结构或将出现盐湖提锂降，辉石提锂增的格局。

图表 5 碳酸锂产量

图表 6 碳酸锂开工率



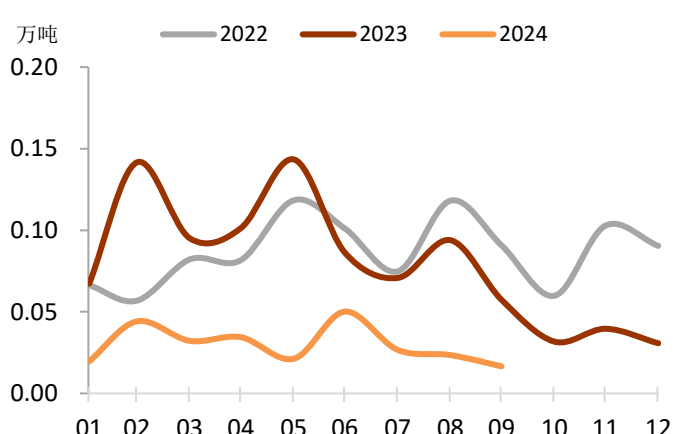
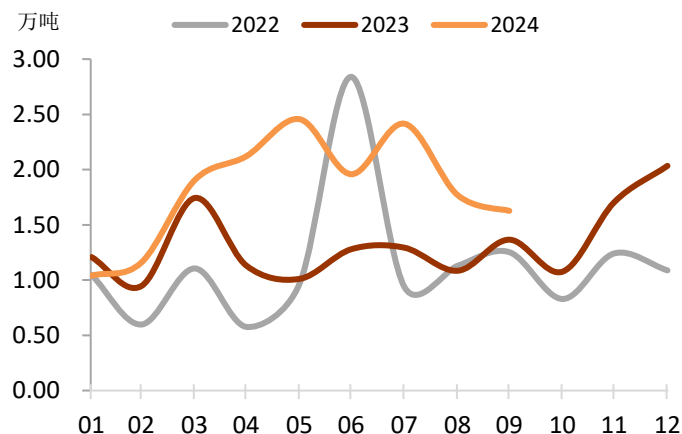
资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

3. 进口规模预期逐月回升

进口方面,9月中国碳酸锂进口量合计约1.63万吨,同比增长约19.1%,环比减少8.03%。其中进口自智利的碳酸锂规模约13927吨,占比约86%,同环比+27.7%/+7.8%。由于今年6-7月智利出口至中国碳酸锂逐月收缩,与本期智利到港量环比提升相悖,因此我们认为可能部分资源提前到货,或将导致后期进口规模收缩幅度加深。与此相比,进口自阿根廷的碳酸锂大幅收缩,主要原因或在于阿根廷盐湖投产进度不及预期所致。智利9月出口碳酸锂量约16601吨,环比增加了约36.7%,预计10月碳酸锂进口规模预期有深度收缩,但11月进口规模预期大幅提升,或将有效填补国内供给收缩导致的空缺。

图表 7 碳酸锂进口情况

图表 8 碳酸锂出口情况



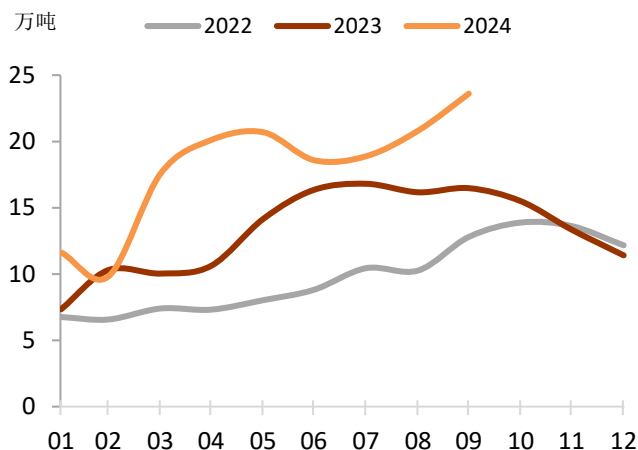
资料来源：SMM，iFinD，铜冠金源期货

4. 正极产量结构分化，三元材料略显低迷

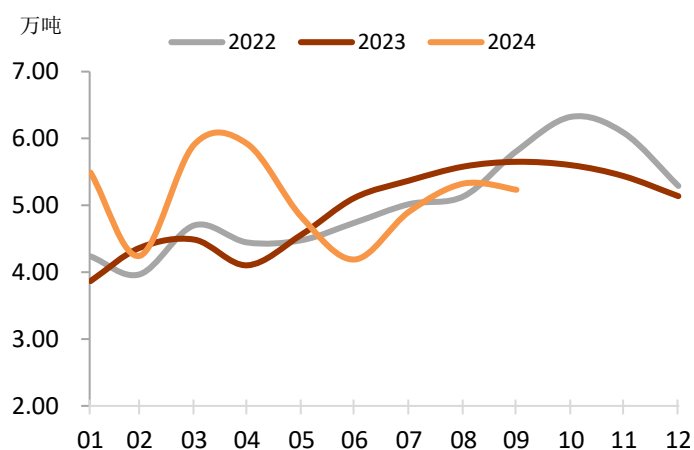
磷酸铁锂方面。9月，磷酸铁锂产量合计约23.61万吨，同比增长约43.28%，环比增长约13.4%，开工率稳定在60%。价格方面，同花顺口径下，磷酸铁锂价格小幅回落，报告期内由3.35万元/吨下跌至3.28万元/吨。虽然库存数据显示锂盐资源由上向下流转，但从产量趋势上来看，磷酸铁锂产量与碳酸锂产量趋势出现背离，表明下游自有库存充裕，可满足订单所需，导致材料厂采买力度有限，在库存数据上也表现出资源流转的体量相对较小。

三元材料方面。9月，三元材料产量合计约5.23万吨，同环比-7.4%/-1.75%，创近三年新低。开工率回落2个百分点至57%；价格方面，同花顺口径下，6系三元材料价格相对平稳，报告期内整体稳定在12.15万元/吨的水平；8系三元材料价格小幅回落2.01%，价格由月初的14.95万元/吨下跌至14.65万元/吨。整体来看，虽然新能源汽车消费表现亮眼，但铁锂电池依然占据主导，其70.66%的电池装车增速远高于三元电池7.38%的装车增速，这也导致了正极材料在排产上出现一定结构分化。

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

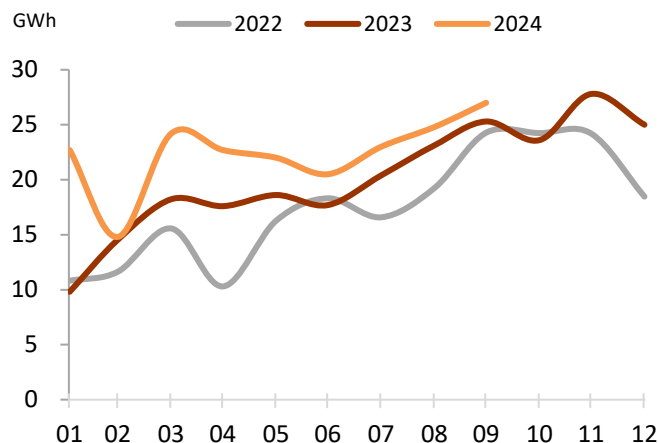
5. 电池厂排产扩张，但库存压力尤在

据同花顺数据显示，9月电池产量合计约111.2GWh，同环比+44.04%/+9.99%，其中，三元电池产量合计约27GWh，同比增加6.72%，磷酸铁锂电池产量合计约84.2GWh，同比增加62.24%。整体来看，电池厂9月排产持续扩张，单月产量再创新高，增量结构依然以磷酸铁锂电池为主。随着新能源即将进入消费旺季，电池厂排产仍有上移预期。

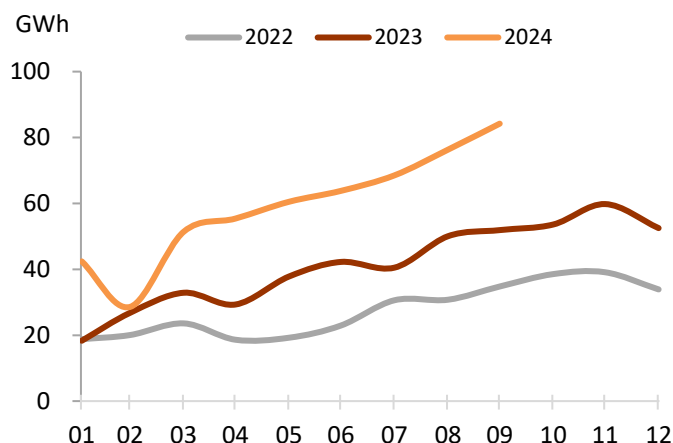
从装车量来看，动力电池装车量合计54.5GWh，同环比增长约49.73%/15.47%，增速均有进一步提升。从装车结构来看，铁锂电池装车量约41.3GWh，占铁锂电池比重约49.05%。虽然2024年以来，铁锂电池在动力侧占比有所回升，但从往年数据来看，该比重整体小幅下行。国内铁锂电池可用于储能、新能源汽车和消费电子领域。目前储能仍处于起步阶段，商业模式尚未打通，物理储能仍是主流。而导致动力侧占比回落更可能受库存累积所致。另一

方面，三元电池的装车数据可侧面反映电池厂供给过剩的现实。由于三元电池不能用于储能终端，因此消费重心在动力终端的比重远大于铁锂电池。而根据同花顺数据显示，9月三元动力电池装车量仅占三元动力电池产量的48.52%，远低于5年均值70.39%。

图表 11 三元电池产量



图表 12 磷酸铁锂电池产量



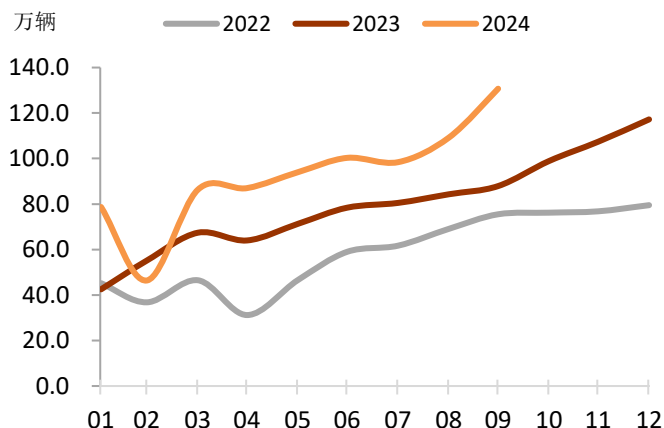
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

6. 销量增速退坡，旺季或接近尾声

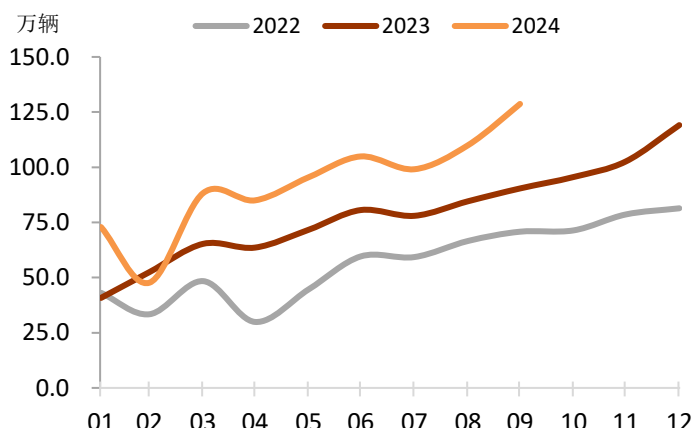
10月1-20日，乘用车新能源市场零售60.9万辆，同比去年10月同期增长45%，较上月同期增长1%，今年以来累计零售774.1万辆，同比增长38%。整体来看，10月新能源汽车销量增速明显放缓，由上旬的64%回落至下旬的45%；累计增速也由39%下滑至38%，市场普遍流传新能源消费旺季已过。

后期来看，年内通缩压力依然较强，居民端或难形成较强需求驱动，消费驱动或在25年有营运需求拉动。一方面，据新华社报道，中国政府机关将加强新能源汽车的配置与管理，原则上在市内行使的业务用车需以新能源汽车为主。另一方面，2025年3月，中国将出台新一轮新能源汽车的年检规定，新政策加强了对电池、电机等部件的排查，或将导致21年-22年期间大批新能源网约车退役，而需求增量的高速期也在21年至22年之间。因此，新能源汽车可能在25年存在较强营运换新需求，而国内不断下行的利率政策或为换新需求提供便利条件。

图表 13 新能源汽车产量

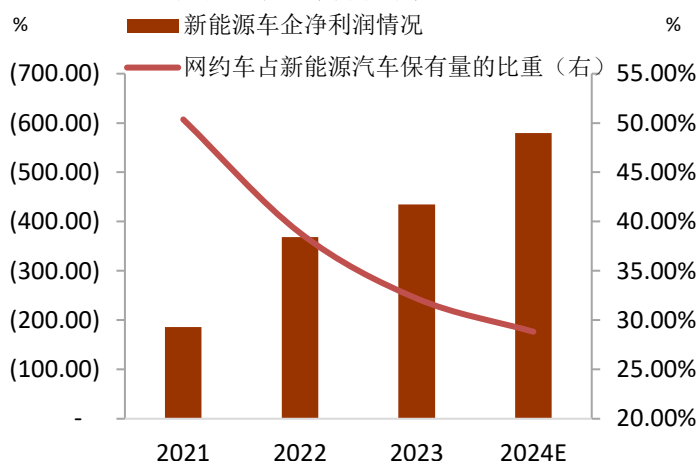


图表 14 新能源汽车销量

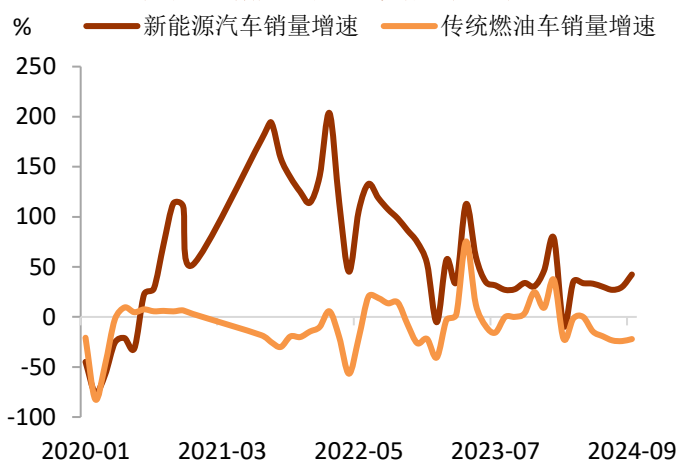


资料来源：iFinD，中汽协，铜冠金源期货

图表 15 营运车需求对车企的影响



图表 16 新能源与燃油车销量增速对比



资料来源：iFinD，中汽协，铜冠金源期货

7. 去库力度有限，斜率或将平缓

据有色网数据显示，截止 10 月 24 日，碳酸锂库存合计约 116536 吨，其中冶炼厂库存 45984 实物吨，正极厂库存 31939 实物吨，电池及贸易商库存 38613 实物吨。

供给端对价格的敏感度已明显降低，高频数据显示供给端产量已基本止降企稳，上游减产对去库的拖拽力度已基本平息。从库存结构来看，下游及贸易商库存有所增加，而冶炼库存有所去化，库存资源正在由上游向下游流转，但流转规模相对有限。我们认为，在需求旺季背景下，锂盐供给收缩而正极产量相对平稳，或暗指下游正极仍有较为充裕的锂盐库存。所以才会出现旺季背景下，即使下游存在补库行为，但去库斜率没有变的更加陡峭，且正极材料厂的排产相对稳定。

三、行情展望

成本端：资源端逐渐止跌企稳（中性）。

供给端：国内产量收缩，进口预期扩张（中性）。

消费端：中游原料库存可观，削弱旺季需求驱动（中性）。

后期来看，下游或有补库驱动，但锂价难破震荡趋势。虽然库存数据披露了资源由上游向下游的流转行为，但正极厂排产扩张而盐厂供给收缩，表明下游库存整体相对充裕，因此库存呈现出的资源流转规模并不大，对价格的拉动力度相对较弱。此外，11 月预计将有大规模低成本进口资源到港，可有效填补旺季背景下供给收缩导致的缺口。整体来看，上行缺乏驱动，下方成本支撑较强，锂价震荡延续。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE Q&A

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。