



【五矿证券研究】疫情后全球锂电需求呈增长趋势，在三元需求复苏、以及产业链采购周转回暖的支撑下，中国锂盐现货价格也处于强化筑底、逐步反弹的趋势。我们认为未来碳酸锂、氢氧化锂等锂盐的总产能将难以再形成实质性的供给瓶颈。

新能源汽车市场由依靠“补贴导入”向“产品驱动”逐步转型后，经济性要求将对周期性反弹的斜率和高度带来制约，但温和的价格通胀将更可持续、更有利于产业链的良性发展，对此我们在此篇报告中进行了探讨。

[1]详细内容请参见我们 2020 年 9 月 21 日发布的有色金属行业深度报告《锂想系列 7：新的周期七点，再论锂价》。

[2]如需查看研究报告全文，敬请订阅五矿证券研究所官方服务。

摘要

需求支撑锂价进入底部修复阶段。自三季度初以来，在铁锂需求走强、三元需求复苏、以及产业链采购周转回暖的支撑下，中国锂盐现货价格正在强化筑底、逐步反弹的趋势（详见报告“电池金属反弹，需求拐点下的早期趋势信号”）。工业级碳酸锂、电池级碳酸锂先后开启温和修复，并撬动氢氧化锂产品线，预计锂化合物、锂精矿价格修复的势头将在四季度更加清晰。

当前锂盐低价无疑难以持续，细数决定即期反弹高度的胜负手。疫情后全球锂电需求的增长趋势已重新确立，但供需格局尚未反转，我们判断未来 3-6 个月价格的修复高度将取决于如下因子：（1）SQM 的量价策略。作为全球“现金生产成本”最低的盐湖提锂产能，SQM 正处于碳酸锂、氢氧化锂的产能扩张、产量释放期，生产受环保因素的干扰有限，从 2019 年以来产量与销量之差以及公司指引可以判断，其拥有较高的锂盐产品库存，且对于恢复全球市场份额雄心勃勃。（2）Pilgangoora、MtCattlin 以及头部澳矿目前处于主动减产状态，Wodgina 等处于封存状态，矿山提高产能利用率的决策将以锂盐价格反弹为前提。（3）我们认为未来碳酸锂、氢氧化锂等锂盐的总产能将难以再形成实质性的供给瓶颈，2018 年以来全球资源端的产能建设放缓，呈现经典的周期性特征，但锂盐端的产能和家数继续逆周期扩张，产业链的整合者、新进入者均将建设锂盐产能作为施展长期布局的第一步。

差异化还是大宗化？品质逻辑在碳酸锂、氢氧化锂上的不同演绎。“未来动力电池对上游锂源的品质要求将更加苛刻”的结论在氢氧化锂-高镍、金属锂-固态体系中并无争议，但在碳酸锂-磷酸铁锂体系中，由于工艺的成熟和改进、追求高度成本经济性，对于上游碳酸锂的品质要求趋向大宗化，部分甚至转向采用磷酸锂，通过极致降本来拓展终端应用场景，实现对传统铅酸的大规模替代。整体而言，新能源汽车市场由依靠“补贴导入”向“产品驱动”逐步转型后，终端需求精细分层，经济性要求将对周期性反弹的斜率和高度带来制约，但温和的价格通胀将更可持续、更有利于产业链的良性发展。

锂供应生态圈将维持多元，定位分化、互为补充。从 2018-2020 年价格下行期青海、南美盐湖实际的产能进展来看，由于资源特性、工艺、基础设施等多方面的制约，盐湖提锂难以独占整个市场，全球锂供给生态圈未来仍将维持适度多元。同

时，氢氧化锂、碳酸锂、氯化锂等产品线也均有各自的机遇。其中，市场对于“高镍时代”氢氧化锂的需求预期已较为充分，但也不应低估碳酸锂-铁锂体系在 500 公里以下续航车型领域的高度竞争力，以及在即将到来的“光伏平价时代”全球储能应用的需求爆发潜力。建议上游供应商构建灵活、多元的锂化合物产品体系，并侧重于自身具备比较优势的产品线。

在动荡与机遇中寻找确定性、可长期共成长的投资标的。不妨遵循三个标准：（1）成熟的锂资源、锂化合物垂直一体布局；（2）行业老兵，深厚的锂加工技术 know-how；（3）优质的全球蓝筹客户。建议继续关注赣锋锂业。

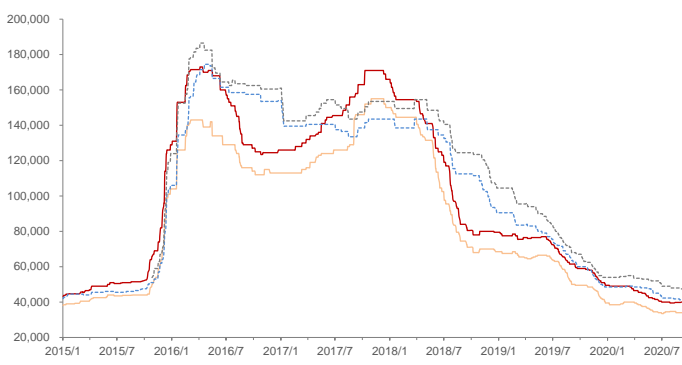
- 风险提示：**
- 1、若全球锂矿供给释放超预期、新能源汽车推广低预期，将导致锂产品价格中枢再度走低；
 - 2、若电池技术革新，或将导致新能源汽车的技术路径更替，从而影响锂原料需求。

部分正文

中国锂盐价格筑底反弹

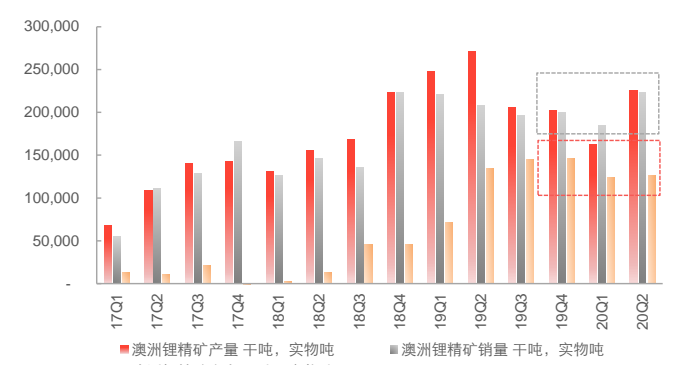
进入三季度以来，在下游铁锂需求持续走强、三元需求复苏的支撑下，锂化合物正在夯实价格筑底、逐步反弹的趋势。其中，作为“硬通货”的工业级碳酸锂率先反弹，并进一步传导至电池级碳酸锂，以及开始撬动电池级氢氧化锂产品线，同时，西澳矿商的在手锂精矿库存也正在去化，中国二三线锂盐厂的采购已重现活力。向前看，我们预计锂化合物、锂精矿的价格复苏的势头将在四季度展现的更加清晰。

图表 1：中国锂化合物价格已筑底，进入底部修复阶段



资料来源：AsianMetals，五矿证券研究所

图表 2：西澳矿商的在手锂精矿库存环比走低（测算中已去除含水量）



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

当前锂盐低价无疑难持续，关键是即期反弹的空间有多大

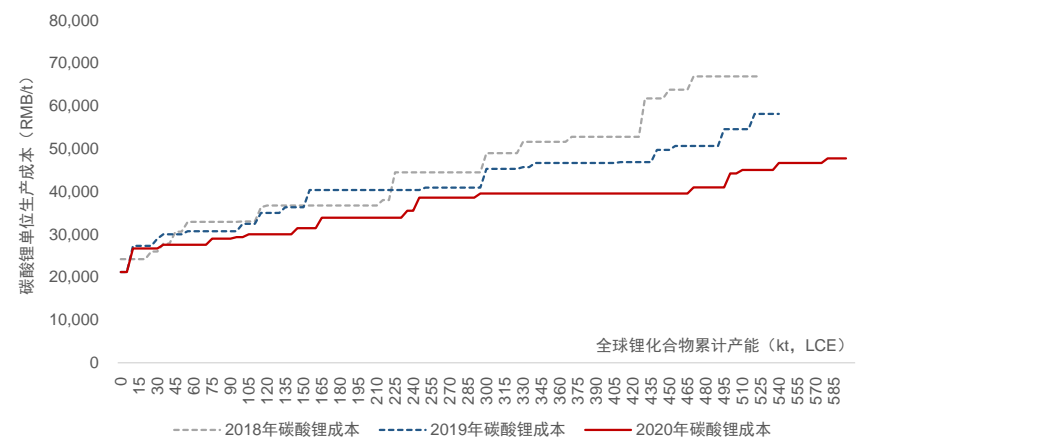
我们认为当前的锂盐低价（工业级碳酸锂 3-3.3 万元/吨，电池级低于 4 万元/吨）难以长期持续。看矿石系，目前除泰利森之外的澳矿产能在考虑完全成本以及财务费用后普遍亏损，自 2019 年以来全球锂辉石矿山产能总体被压制和挤出，下游大部分的中国二三线锂盐产能主要依靠预期来支撑和维系；看盐湖系，如 Orocobre 旗下的阿根廷 Olaroz 盐湖已开始亏毛利，青海盐湖亦主要依靠钾肥来支撑锂盐生产线的运营，全球盐湖提锂在建、规划产能的进度延后乃至建设暂缓成为常态。我们判断，以电池级碳酸锂为基准，价格中枢或需回升至 4.5-6.0 万元/吨区间才能让全球锂原料供给重返有序的扩张通道，匹配需求侧的加速增长。

但是以未来 3-6 个月的视角，我们认为锂化合物价格的复苏还将面临如下挑战，不改变趋势但将制约高度：（1）SQM 的量价策略。作为全球“现金生产成本”最低的盐湖提锂产能，SQM 正处于碳酸锂、氢氧化锂的产能扩张、产量释放期，提锂生产受环保因素的干扰有限，从 2019 年以来产量与销量之差以及公司指引可以判断其拥有较高的锂盐产品库存，并且对于恢复全球市场份额雄心勃勃，其主要的发力点便是中国市场。（2）在产澳矿 Pilgangoora、Mt Cattlin 等（包括

头部矿山)目前处于主动减产状态, Wodgina 等则处于封存状态, 后续澳矿提高产能利用率的决策将以锂盐价格的反弹为前提。此外, 我们认为未来碳酸锂、氢氧化锂等锂盐总产能将难以再形成实质的供给瓶颈, 2018 年以来全球锂资源端的产能建设放缓, 呈现经典的周期性特征, 但锂盐的产能和家数继续逆周期扩张, 产业链的整合者、新进入者均将建设锂盐产能作为施展长期布局的第一步。

与此同时, 还需考虑锂化合物产品的差异化以及产品溢价逻辑。目前品质逻辑在碳酸锂产品线、氢氧化锂产品线上出现了不同演绎, “未来动力电池对上游锂源的品质要求将更加苛刻”的判断在氢氧化锂-高镍、金属锂-固态体系中并无争议, 但在碳酸锂-磷酸铁锂体系中, 由于工艺的成熟和改进、追求高度成本经济性, 其对于上游碳酸锂的品质要求趋向大宗化, 部分甚至转向采用磷酸锂, 通过极致降本来拓展终端应用场景, 实现对于传统铅酸的大规模替代。整体而言, 在新能源汽车市场由依靠“补贴导入”向“产品驱动”逐步转型后, 终端需求精细分层, 经济性要求将对周期性反弹的斜率和高度带来制约, 但温和的原料价格通胀将更可持续, 也更有利于产业链上下游的良性发展。

图表 3: 2018-2020 年全球锂化合物累计产能成本曲线 (假设上下游一体化, 考虑权益金)



资料来源: 各公司公告, 五矿证券研究所测算

未来锂供给的生态圈将维持多元

正如在前期系列报告中提及, 我们看好盐湖类资产作为长期战略投资的安全边际, 也积极看好“高镍时代”欧洲、美国新能源汽车市场引领氢氧化锂需求的放量 (详见报告“氢氧化锂的大时代”), 但我们认为锂供给的生态圈长期将维持多元, 盐湖提锂难以“一统天下”, 而氢氧化锂也不仅仅是唯一具备需求前景的锂化合物品种。

- 从 2018-2020 年价格低迷期青海、南美盐湖的实际产能兑现进度来看, 由于资源特性、工艺、基础设施、自然条件等多方面的制约 (尤其工艺需因湖而异、因地制宜), 盐湖提锂虽然占据主动, 但难以依靠现金生产的优势彻底出清矿石提锂。在价格低迷期, 盐湖提锂通常决定价格的底, 但在景气向上周期, 矿石提锂通常决定价格中枢。同时根据目前的成熟工艺, 矿石系在供应高品质电池级氢氧化锂方面具备优势, 而盐湖系则是低成本碳酸锂、氯化锂的理想来源。未来电解、双极膜工艺或为盐湖生产氢氧化锂带来新的机遇, 但并不成熟, 目前碳酸锂苛化依然是盐湖生产氢氧化锂的务实选择。
- 氢氧化锂、碳酸锂、氯化锂、金属锂等产品线也均有各自的需求机遇。其中, 市场对于“高镍时代”氢氧化锂的需求预期已较为充分, 但第一, 不宜低估以碳酸锂-铁锂体系在 500 公里以下续航车型的高度竞争力, 第二, 若认同铁锂在储能领域相对三元的绝对优势, 在即将到来的“光伏平价时代”, 碳酸锂-铁锂体系的需求潜力或超过市场预期, 第三, 在 2025 年前后的固态导入期, 高壁垒的电池级金属锂、其型材以及合金、包括上游氯化锂也均将迎来机遇。因此, 我们建议锂原料供应商构建灵活、多元的锂盐产品体系, 并侧重自身具备比较优势的产品线。
- 锂原料的供给阵营本身也是多元的, 其中既有以资源开采为侧重的原料型厂商, 也有以锂化合物加工为侧重的厂商, 以及以提纯、深加工为侧重的特色型厂商, 包括贸易商。整体而言, 我们主要看好从资源到锂化合物及深加工、具备成本和供应稳定性保障、直接对接终端客户的行业领军企业。

文章来源

本文摘自：2020年9月21日发布的有色金属行业深度报告《锂想系列7：新的周期七点，再论锂价》。

分析师 葛军 SAC 登记编码：S0950519050002 TEL:021-61097705 E-Mail: gejun@wkzq.com.cn

分析师 孙景文 SAC 登记编码：S0950519050001 TEL: 021-61097715 E-Mail: sunjingwen@wkzq.com.cn

联系人 吴霜 TEL: +86 13807330926 E-Mail: wushuang@wkzq.com.cn



长按识别二维码关注“五矿证券研究”

法律声明

- 1、本产品不是五矿证券有限公司（下称“五矿证券”）研究报告的发布平台。如需了解详细的证券研究信息，请具体参见五矿证券研究所发布的完整报告。
- 2、本产品只是转发五矿证券已发布研究报告的部分观点，投资者若使用本产品所载资料，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对资料中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义。投资者如使用本资料，须寻求专业人士的指导及解读。
- 3、在任何情况下，本产品所载信息、意见不构成所述证券或金融工具买卖的出价或征价，评级、目标价、估值、盈利预测等分析判断亦不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。投资者应当对本产品中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主作出投资决策并自行承担投资风险。
- 4、五矿证券对本产品所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。对依据或者使用本公众号所载资料所造成的任何后果，五矿证券及其关联人员均不承担任何形式的责任。
- 5、本产品较之五矿证券正式发布的报告存在延时转发的情况，并有可能因报告发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效。本产品所载意见、评估及预测仅为报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。
- 6、本产品所载内容版权仅为五矿证券所有，严禁任何人对发布的所有内容（包括文字、影像等）进行复制、转载，且不得对本产品所载内容进行任何有悖原意的引用、节选和修改。
- 7、五矿证券对本产品保留一切法律权利。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景商务大厦A座2208室 邮编：200120	地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心18F 邮编：518035	地址：北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编：100037