锂想系列 7：新的周期起点，再论锂价

有色金属

评级： 中性

日期： 2020.09.21

报告要点

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、Mt Cattlin 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。

分析师 葛军

登记编码：S0950519050002

☎：021-61097705

✉：gejun@wkzq.com.cn

分析师 孙景文

登记编码：S0950519050001

☎：021-61097715

✉：sunjingwen@wkzq.com.cn

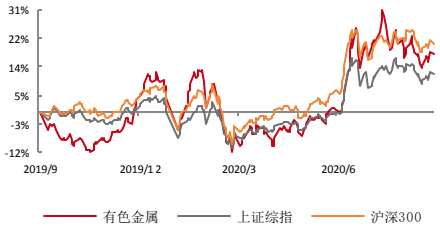
分析师 吴霜

登记编码：S0950520070001

☎：13807330926

✉：wushuang@wkzq.com.cn

行业表现 2020/9/21



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《锂想系列 6:海外新能源汽车产业链着手强化上游资源领域的布局》(2020/9/7)
- 《氢氧化锂的大时代》(2020/8/25)
- 《新能源汽车产业链月参 20-08:电池金属反弹，需求拐点下的早期趋势信号》(2020/8/6)
- 《锂想系列 5：Livent，氢氧化锂、金属锂、丁基锂的全球老牌标杆企业》(2020/7/20)
- 《锂想系列 4：雅保的全球锂业版图，对于中国锂产业的启示》(2020/5/28)
- 《锂想系列 3：关键之问，锂行业将走向大宗化还是产品差异化？》(2020/5/7)
- 《新能源汽车产业链月参 20-05:锂行业的深刻变局与我们的思考》(2020/5/4)
- 《有色金属 4 月策略：看好黄金重启上行》(2020/3/29)

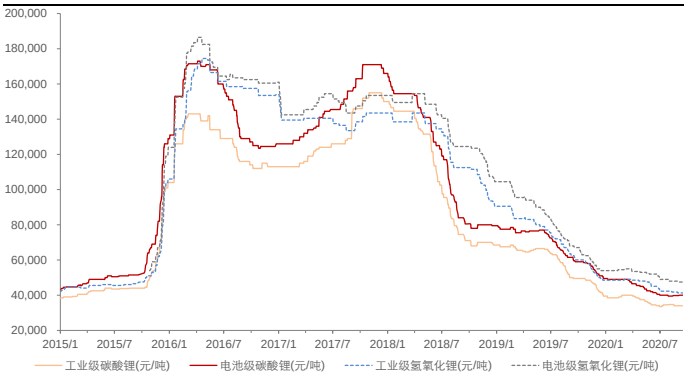
风险提示： 1、若全球锂矿供给释放超预期、新能源汽车推广低预期，将导致锂产品价格中枢再度走低；

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。

中国锂盐价格筑底反弹

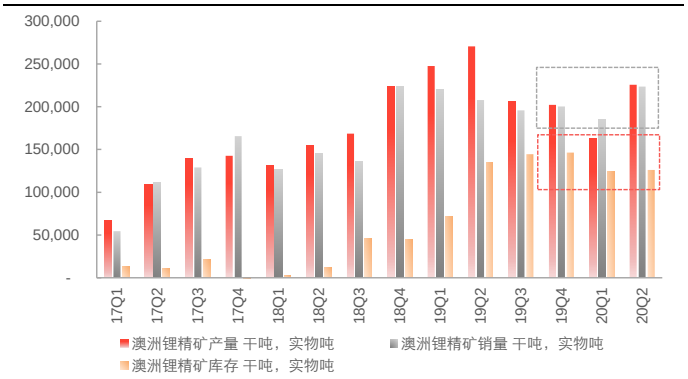
进入三季度以来，在下游铁锂需求持续走强、三元需求复苏的支撑下，锂化合物正在夯实价格筑底、逐步反弹的趋势。其中，作为“硬通货”的工业级碳酸锂率先反弹，并进一步传导至电池级碳酸锂，以及开始撬动电池级氢氧化锂产品线，同时，西澳矿商的在手锂精矿库存也正在去化，中国二三线锂盐厂的采购已重现活力。向前看，我们预计锂化合物、锂精矿的价格复苏的势头将在四季度展现的更加清晰。

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：Asian Metals，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

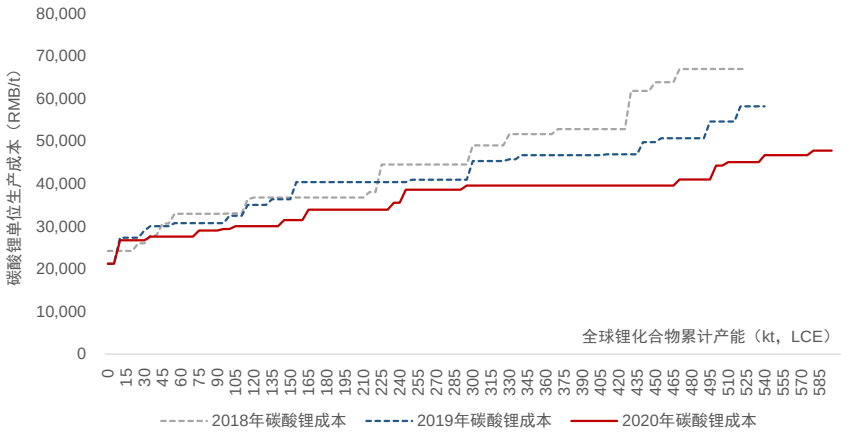
我们认为当前的锂盐低价（工业级碳酸锂 3-3.3 万元/吨，电池级低于 4 万元/吨）难以长期持续。看矿石系，目前除泰利森之外的澳矿产能在考虑完全成本以及财务费用后普遍亏损，自 2019 年以来全球锂辉石矿山产能总体被压制和挤出，下游大部分的中国二三线锂盐产能主要依靠预期来支撑和维系；看盐湖系，如 Orocobre 旗下的阿根廷 Olaroz 盐湖已开始亏毛利，青海盐湖亦主要依靠钾肥来支撑锂盐生产线的运营，全球盐湖提锂在建、规划产能的进度延后乃至建设暂缓成为常态。我们判断，以电池级碳酸锂为基准，价格中枢或需回升至 4.5-6.0 万元/吨区间才能让全球锂原料供给重返有序的扩张通道，匹配需求侧的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

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

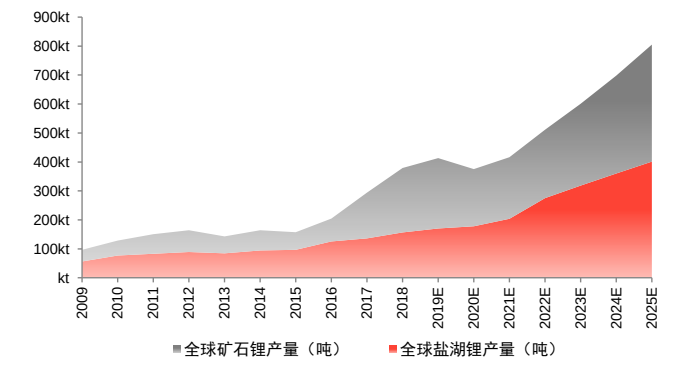
正如在前期系列报告中提及，我们看好盐湖类资产作为长期战略投资的安全边际，也积极看好“高镍时代”欧洲、美国新能源汽车市场引领氢氧化锂需求的放量（详见报告“氢氧化锂的大时代”），但我们认为锂供给的生态圈长期将维持多元，盐湖提锂难以“一统天下”，而氢氧化锂也不仅仅是唯一具备需求前景的锂化合物品种。

- 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。

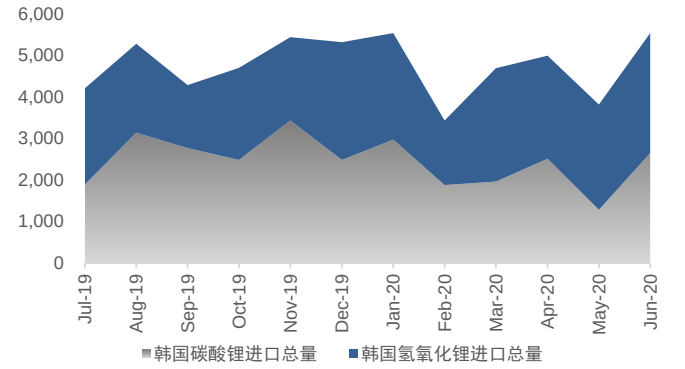
- 锂原料的供给阵营本身也是多元的，其中既有以资源开采为侧重的原料型厂商，也有以锂化合物加工为侧重的厂商，以及以提纯、深加工为侧重的特色型厂商，包括贸易商。整体而言，我们主要看好从资源到锂化合物及深加工、具备成本和供应稳定性保障、直接对接终端客户的行业领军企业。

图表 4：由于需求侧的快速增长，预计盐湖与矿石将互为补充



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

图表 5：预计 2021-2025 年欧美市场的动力需求增量将以氢氧化锂为主



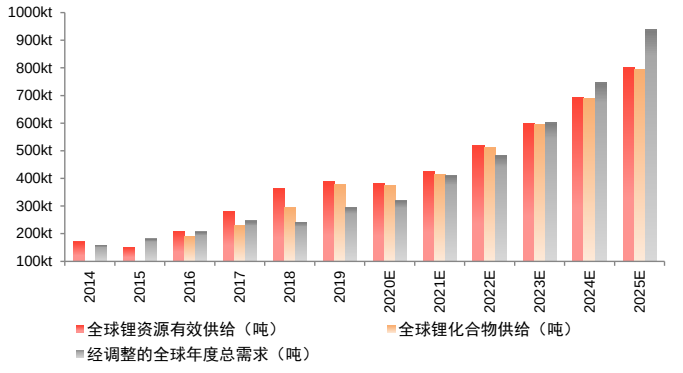
资料来源：Datamyne，五矿证券研究所

机遇与动荡共存，与确定性的领军标的共成长

在互联网等科技领域常用的 VUCA 同样适用于锂——这样一个新兴的周期性成长品种。其中，VUCA 分别代表动荡性（Volatility）、不确定性（Uncertainty）、复杂性（Complexity）和模糊性（Ambiguity）。一个长期预期积极的产业（无疑已形成一致预期），也将成为一个竞争白热化的产业，机遇与动荡共存，成功只属于少数。

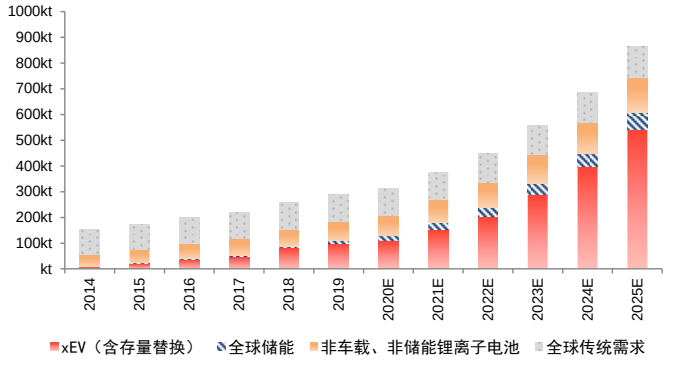
因此，我们建议在机遇与动荡中优选具备相对确定性、可长期共成长的投资标的，具体不妨遵循三个标准：（1）具备成熟的、大规模的锂资源、锂化合物垂直一体化布局；（2）行业老兵，拥有深厚的锂加工技术 know-how 以及稳定的核心经营团队，精于管理同时又具备长期宏伟的战略，扎根产业但又不失对于资本市场的借力；（3）具备优质的全球蓝筹客户，成为全球新能源汽车供应系统的中流砥柱。基于上述判断，我们建议继续关注赣锋锂业。

图表 6：锂行业目前整体依然处于供需再平衡阶段



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

图表 7：除了动力市场，未来储能、小型化应用领域也具备看点



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所测算

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。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6到 12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%～20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%～5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%～10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。
五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海

地址：上海市浦东新区东方路 69 号裕景国际商务广场 A 座 2208 室
邮编：200120

深圳

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 48F
邮编：518035

北京

地址：北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 603 室
邮编：100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations

The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.

	Ratings	Definitions
Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
	ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
	HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
	SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
	NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
	NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
	CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 48F, Rong Chao Trading Center, No.4028 Jintian Road, Futian District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing

Postcode: 100037