

中信证券研究部

核心观点



拜俊飞
金属分析师
S1010521070006



敖翀
金属行业首席
分析师
S1010515020001

锂价在下跌过程中的阶段性企稳一般伴随着锂板块的反弹行情。2023年以来尽管锂价超预期下跌，但股票的抢跑效应或使得锂板块先于价格止跌。当前锂价已跌至关键成本支撑位附近，供给实现初步出清。若下游需求回暖，叠加正极材料环节的低库存效应，锂价或能受益于采购回暖出现止跌。看好具备资源保障和成本优势的企业以及出口业务占比高、有望享受海外锂产品溢价的公司，建议关注赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、永兴材料和雅化集团。

■ **上一轮锂价下跌周期中曾出现多次阶段性止跌行情，并伴随锂板块反弹。**回顾上一轮周期，锂价在2017年11月见顶后开启下跌，至2020年8月触底反弹，期间出现了三次阶段性止跌行情。分别为2018年2月至3月，2018年11月至2019年6月以及2020年1月至2020年3月。上述三个阶段锂矿指数对应的区间涨幅分别为20.8%、49.1%和33.9%。锂价在下跌过程中的阶段性企稳均对应板块的反弹行情，长时间企稳对应的板块涨幅不容忽视。

■ **本轮锂价下跌超预期，但锂板块股价已提前反馈。**下游去库存、供应过剩以及电池企业给出价格指引等因素共同导致锂价下跌超出预期，至2023年4月中旬，锂价跌破20万元/吨，较高点跌幅达到66%。本轮锂矿指数的两次高点分别出现在2021年9月中旬和2022年7月上旬，距离对应的锂价高点分别领先7个月和4个月。股票的抢跑效应或使得锂板块先于价格止跌，且锂行业公司的低估值优势也有助于推动在锂价阶段性企稳时锂板块的反弹。

■ **正极材料成为产业链库存“洼地”，需求回暖或带动补库采购。**目前产业链库存主要集中在上游锂生产商和下游电池企业环节。正极材料企业持有的原料库存以及电池企业持有的正极材料库存均处于极低水平，正极材料成为产业链库存的“洼地”。若终端需求出现回暖迹象，电池企业或考虑增加原料库存，进而推动正极材料企业排产增加并最终传导至上游锂盐环节，带动采购回暖和价格止跌。

■ **锂矿价格坚挺导致行业成本下行缓慢，锂价跌至关键成本支撑位。**调价机制的滞后效应导致海外锂价对国内形成明显溢价，并支撑锂精矿价格坚挺运行。当前外购锂精矿生产锂盐的成本高达26万元/吨，现价下已出现显著亏损，带动锂供应收缩。若锂价后市进一步下探，或继续挑战国内高成本云母提锂产能的成本线，锂供应端或面临更大程度的出清。结合海外锂矿成本以及国内中低品位云母矿的提锂成本，我们预计锂价阶段性支撑位在12-15万元/吨。

■ **供应过剩状态延续，锂价后续仍有下跌空间。**我们预计2023年全球锂新增供应将达到35万吨且呈现逐季增加态势，锂供应端压力或逐渐增大。我们预计2023-2025年全球锂供应总量将分别增长至120万吨、173万吨和232万吨，同比增速分别为44%、41%和34%，对应的供应过剩量分别为7.4万吨、39.7万吨、43.8万吨。随着行业供应过剩比例的扩大，我们预计明后两年锂价仍有下行压力，价格在阶段性止跌后存在进一步下跌的风险。

■ **风险因素：**下游需求回暖不及预期；锂供应增长超预期；产业链库存水平超预期；锂矿价格高位运行导致锂盐企业盈利能力下滑的风险。

■ **投资策略：**锂价在下跌过程中的阶段性企稳一般伴随着锂板块的反弹行情。2023年以来尽管锂价超预期下跌，但股票的抢跑效应或使得锂板块先于价格止跌。当前锂价已跌至关键成本支撑位附近，供给实现初步出清。若下游需求回暖，叠加正极材料环节的低库存效应，锂价或能受益于采购回暖出现止跌。看好具备资源保障和成本优势的企业以及出口业务占比高、有望享受海外锂产品溢价的公司，建议关注赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、永兴材料和雅化集团。

金属行业

评级

强于大市（维持）

目录

锂价下跌行情复盘.....	4
2018-2020 年锂价下跌行情回顾.....	4
本轮锂价下跌行情分析.....	5
下游库存实现有效去化，或存在阶段性补库行为.....	6
锂盐和动力电池环节累库现象突出.....	6
正极材料成为库存“洼地”，或出现补库行为.....	8
锂价迎来阶段性成本支撑.....	9
高价锂矿支撑，行业成本下行缓慢.....	9
部分高成本产能被挤出，供应端实现初步修复.....	10
长期锂价仍有下行空间.....	12
2023 年供应增量预计集中在下半年释放.....	12
锂价下跌趋势尚未完结，底部运行时间或更长.....	13
风险因素.....	15
投资策略.....	16

插图目录

图 1: 2017-2020 年锂矿指数与锂价走势复盘	4
图 2: 2021-2023 年锂矿指数与锂价走势复盘	5
图 3: 动力电池生产企业库存情况	6
图 4: 电池下游客户库存情况	6
图 5: 动力电池备货情况与碳酸锂价格走势	7
图 6: 锂盐生产企业的库存处于较高水平	7
图 7: 2021 年产业链各环节锂消耗量计算	8
图 8: 2022 年产业链各环节锂消耗量计算	8
图 9: 正极材料月度产量数据	9
图 10: 不同地区碳酸锂价格走势	10
图 11: 锂精矿价格走势	10
图 12: 国内碳酸锂生产成本及毛利测算	10
图 13: 2023Q2 全球锂成本曲线	11
图 14: 澳洲锂矿生产成本走势	11
图 15: 中低品位云母提锂成本构成	11
图 16: 国内碳酸锂及氢氧化锂产量呈现下滑态势	12
图 17: 2022-2023 年锂季度供应测算	13
图 18: 全球锂供需平衡表	14
图 19: 澳大利亚主要锂矿企业锂精矿产能变化	14

表格目录

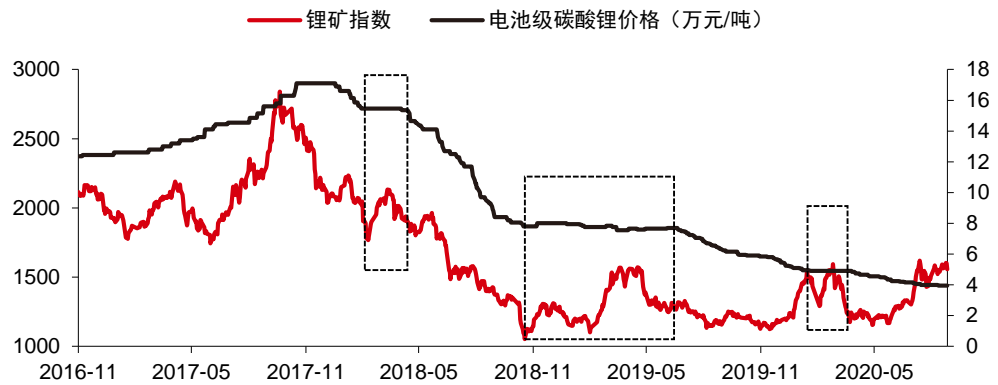
表 1: 锂价走势与锂矿指数	4
表 2: 不同锂价假设下锂行业公司 2023 年业绩测算	5
表 3: 不同锂价假设下锂行业公司 2023 年 PE 估值水平测算	6
表 4: 2022 年不同环节锂消耗量与锂供应量对比	8
表 5: 2023 年全球锂新增产能及建设进度	12

■ 锂价下跌行情复盘

2018-2020 年锂价下跌行情回顾

2018-2020 年锂价下跌周期中曾出现三次阶段性止跌行情。回顾上一轮锂价周期，锂价在 2017 年 11 月见顶后开启下跌，至 2020 年 8 月触底反弹，期间出现了三次阶段性止跌行情。其中：1) 2018 年 2 月至 3 月，锂价自高点下跌约 10%后止跌，持续时间约 2 个月；2) 2018 年 11 月至 2019 年 6 月，锂价自高点下跌超过 50%后止跌，在 8 万元/吨水平企稳长达 8 个月；3) 2020 年 1 月至 2020 年 3 月，锂价在 4.9 万元/吨位置企稳，持续时间约 2 个月，此时距离上一轮价格高点下跌幅度约 70%。

图 1：2017-2020 年锂矿指数与锂价走势复盘



资料来源：Wind，中信证券研究部

锂价止跌均带动锂板块出现反弹行情。2018-2020 年锂价三次阶段性止跌行情中均出现了锂板块股票反弹的行情，上文所述三个阶段锂矿指数对应的区间涨幅分别为 20.8%、49.1%和 33.9%，股票反弹的时间周期分别为 30 天、150 天和 110 天左右。其中 2018 年 11 月至 2019 年 6 月锂价长时间企稳的行情对应的股票涨幅接近 50%，值得重点关注。这表明当锂价出现较大幅度下跌且在低位企稳时间较长的阶段，锂板块或出现大幅反弹。

表 1：锂价走势与锂矿指数

锂价企稳周期	锂价企稳位置	较高点跌幅	锂价企稳天数	锂矿指数反弹周期	锂矿指数区间涨跌幅
2018.02-2018.04	15.5 万元/吨	-10%	约 60 天	约 30 天	20.8%
2018.11-2019.06	约 8 万元/吨	-54%	约 250 天	约 150 天	49.1%
2020.01-2020.03	4.9 万元/吨	-71%	约 60 天	约 110 天	33.9%

资料来源：Wind，中信证券研究部

本轮锂价下跌行情分析

多重因素导致本轮锂价下跌超预期。本轮锂价在 2022 年 11 月达到约 57 万元/吨的历史高点后开启下跌，至 2023 年 4 月中旬，锂价跌破 20 万元/吨，较高点跌幅达到 66%，且截至 2023 年 4 月 14 日，国内碳酸锂报价仍处于下跌阶段，价格尚未企稳。本轮锂价的超预期下跌受到多重因素影响：1) 下游去库存导致采购走弱；2) 高锂价刺激供给大增，行业呈现供过于求局面；3) 下游电池企业给出较低的锂价指引导致采购端观望心态较强，进一步刺激锂价下跌。

锂行业股票的“抢跑”现象突出，锂股票或先于锂价见底。本轮锂行情的一个重要特征是锂股票“抢跑”现象显著，本轮锂矿指数的两次高点分别出现在 2021 年 9 月中旬和 2022 年 7 月上旬，距离对应的锂价高点分别领先 7 个月和 4 个月，这与上一轮周期中锂矿指数与锂价几乎同步见顶形成了显著差异。出现这一背离的原因一方面是由于与上一轮周期相比，锂下游消费增长的确切性更强，市场易形成对锂价后续上涨的一致预期，带动股票价格提前反馈。另一方面是由于股票市场对锂行情的判断更多基于终端消费情况，如动力电池排产和电动车下单量等前瞻指标，从而使得股票行情出现明显的“抢跑”特征。上述在上涨行情中出现的特征预计在下落过程中同样有效，若锂价后续出现止跌企稳行情，锂股票或将提前出现反弹行情。

图 2：2021-2023 年锂矿指数与锂价走势复盘



资料来源：Wind，中信证券研究部

锂行业公司的低估值优势有利于板块大幅反弹。经过测算可以看出，若锂价跌至 15 万元/吨水平，锂行业多数企业 2023 年的平均估值水平在 10-20 倍，仍处于相对较低水平。由于锂板块的提前下跌，当前锂行业公司均处于极低估值水平。若锂价实现止跌，低估值优势有望推动锂板块出现显著的反弹行情，反弹幅度或超过上一轮周期。

表 2：不同锂价假设下锂行业公司 2023 年业绩测算（单位：亿元）

公司/锂价 (万元/吨)	5	10	15	20	25	30	35	40	45
赣锋锂业	7	37	81	126	171	215	260	305	350
天齐锂业	4	47	90	133	175	218	261	304	347
永兴材料	8	16	25	34	42	51	60	68	77
中矿资源	2	11	20	29	38	47	56	65	74
盛新锂能	-2	11	24	37	49	62	75	88	101
雅化集团	-4	1	7	12	17	23	28	33	39

公司/锂价 (万元/吨)	5	10	15	20	25	30	35	40	45
盐湖股份	105	112	118	123	129	135	141	147	153
藏格矿业	28	31	35	39	43	47	50	54	58
天华新能	-8	1	10	19	28	37	46	54	63

资料来源: Wind, 中信证券研究部测算

表 3: 不同锂价假设下锂行业公司 2023 年 PE 估值水平测算

公司/锂价 (万元/吨)	5	10	15	20	25	30	35	40	45
赣锋锂业	214.0	38.1	17.1	11.0	8.1	6.5	5.3	4.6	4.0
天齐锂业	347.2	28.6	14.9	10.1	7.6	6.1	5.1	4.4	3.8
永兴材料	48.6	23.0	15.1	11.2	8.9	7.4	6.4	5.5	4.9
中矿资源	187.2	35.0	19.3	13.3	10.2	8.2	6.9	6.0	5.2
盛新锂能	-159.9	29.8	13.6	8.8	6.5	5.2	4.3	3.7	3.2
雅化集团	-58.8	196.5	36.8	20.3	14.0	10.7	8.7	7.3	6.3
盐湖股份	11.5	10.8	10.2	9.8	9.3	8.9	8.6	8.2	7.9
藏格矿业	13.6	12.0	10.7	9.6	8.8	8.1	7.5	6.9	6.5
天华新能	-44.8	277.6	33.9	18.0	12.3	9.3	7.5	6.3	5.4

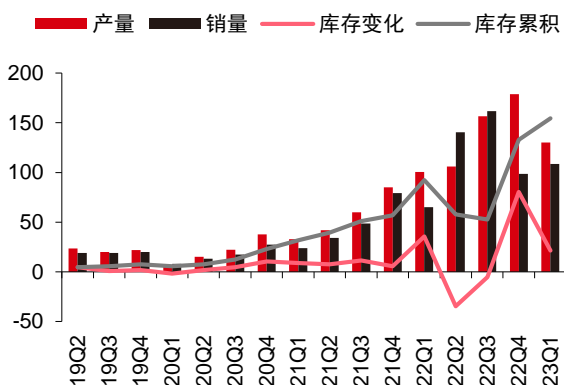
资料来源: Wind, 中信证券研究部测算 注: 股价取 2023-4-14 收盘价

■ 下游库存实现有效去化, 或存在阶段性补库行为

锂盐和动力电池环节累库现象突出

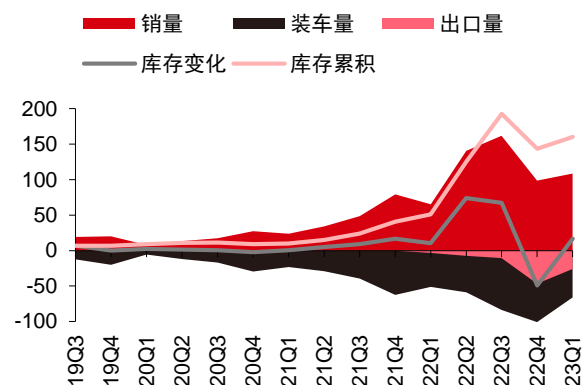
2022 年动力电池环节出现明显累库现象。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据, 2022 年全年, 我国动力电池累计产量为 545.9GWh, 同比增长 148.5%, 累计销量为 465.5GWh, 同比增长 150.3%, 据此计算, 2022 年国内动力电池生产企业累库 80.4GWh。结合 2023 年 1-3 月数据, 国内动力电池生产企业累计库存达到 154.3GWh, 但 23Q1 单季累库情况已明显缓解, 表明动力电池环节正在执行去库存策略。2022 年我国动力电池累计装车量为 294.6GWh, 同比增长 90.7%, 累计出口量为 68.1GWh。据此计算动力电池下游客户 2022 年合计累库 102.8GWh, 结合 2023 年 1-3 月数据, 国内动力电池下游客户累计累库达到 160.2GWh, 动力电池生产和消费企业的库存均处于较高水平。

图 3: 动力电池生产企业库存情况 (单位: GWh)



资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 中信证券研究部

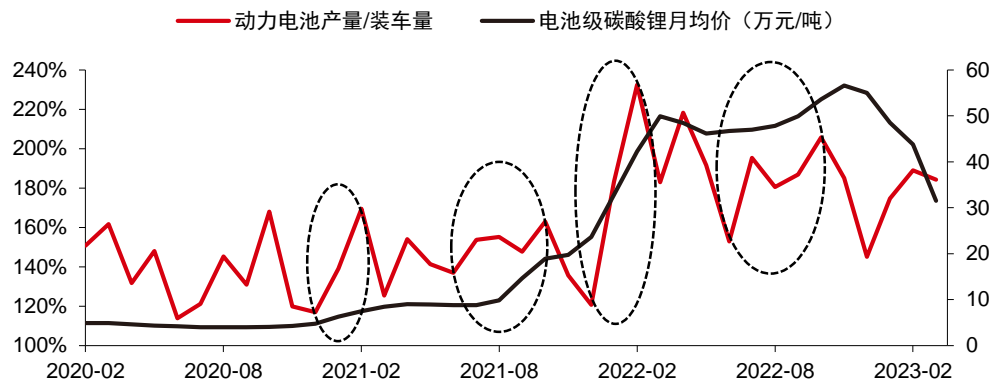
图 4: 电池下游客户库存情况 (单位: GWh)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

下游库存策略与锂价走势有较高的相关性。我们以动力电池的产量与装机量比值作为下游库存策略的观察指标，即比值上升时表明下游电池企业看好未来订单增长，生产意愿更强，会更多进行原料采购带来库存增加，反之则是下游电池企业对后市需求悲观，生产意愿减弱，执行降库存策略。在行业整体处于供应紧张的背景下，下游企业的库存策略变化对锂价走势影响较大，例如在 2021 年初、2021 年三季度、2022 年初以及 2022 年三季度，我们均观察到碳酸锂价格随着动力电池产量与装车量比值的拉大出现上涨。2023 年以来，尽管产量/装车量比值再度上行，但由于产业链累库现象严重叠加锂价已处于下跌趋势，下游不再进行补库，锂价未能跟随上涨。

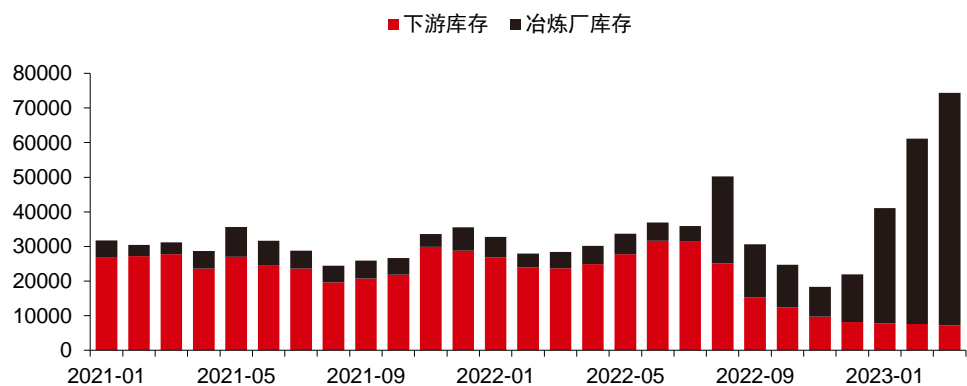
图 5：动力电池备货情况与碳酸锂价格走势



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，Wind，中信证券研究部

锂生产企业较高的库存水平不容忽视。根据上海有色网的统计数据，截至 2023 年 3 月底，国内锂盐生产企业库存达到 67097 吨，下游材料厂库存约为 7264 吨碳酸锂。由于自 2022 年 11 月以来下游执行去库存策略，锂盐生产企业销售受阻，库存快速累积。目前国内碳酸锂月度产量约 3 万吨，即目前锂盐生产企业持有的库存水平已超过 2 个月。同时，由于下游的持续去库行为，材料厂的库存水平已处于 2021 年以来的最低水平。

图 6：锂盐生产企业的库存处于较高水平（单位：吨）



资料来源：SMM，中信证券研究部

正极材料成为库存“洼地”，或出现补库行为

2022 年产业链各环节锂消耗量较为接近。根据工信部数据，2022 年我国锂离子电池产量达 750GWh，同比增长超过 130%，以上电池生产对应的锂原料用量约 55.1 万吨（按 1GWh 电池需要 700 吨碳酸锂计算，考虑 5% 损耗）。根据中国有色金属工业协会锂业分会统计数据，2022 年，中国锂离子电池正极材料出货量为 194.7 万吨，同比增长 78%。其中磷酸铁锂正极材料出货量 114.2 万吨，三元正极材料出货量为 65.8 万吨，钴酸锂和锰酸锂出货量为 7.8 万吨、6.9 万吨。以上正极材料对应的锂耗用量为 60.3 万吨。供应方面，2022 年基础锂盐产量(包括碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂等)折合碳酸锂当量为 63.1 万吨，同比增长 31%，结合进出口数据以及扣除非电池用锂量，可得 2022 年国内用于生产电池的锂供应量为 56.6 万吨。

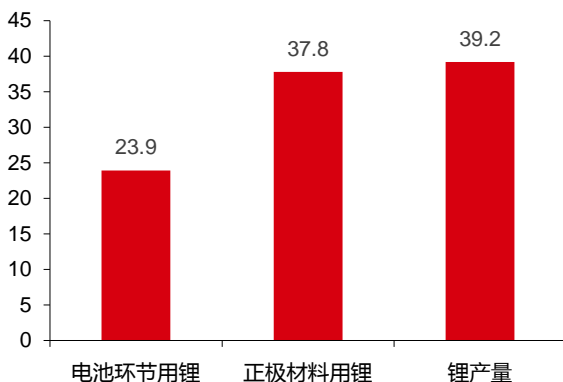
表 4：2022 年不同环节锂消耗量与锂供应量对比（单位：万吨 LCE）

电池环节			正极材料环节			供应端	
类别	产量	对应锂用量	类别	产量	对应锂用量	类别	锂供应量
消费	104	7.3	三元正极材料	65.8	26.3	碳酸锂	39.5
动力	546	38.2	磷酸铁锂	114.2	27.4	+净进口量	12.6
储能	100	7.0	锰酸锂	6.9	1.7	氢氧化锂	24.6
-	-	-	钴酸锂	7.8	3.1	-净出口量	9.0
损耗系数	-	5%	损耗系数	-	3%	扣除非电池用锂	9.2
合计	750	55.1	合计	194.7	60.3	合计	56.6

资料来源：工信部，中国有色金属工业协会锂业分会，海关总署，中信证券研究部

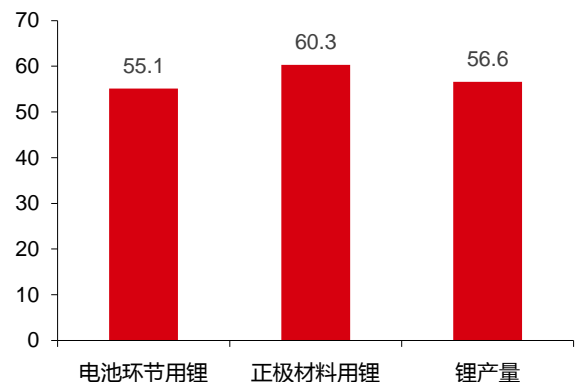
2022 年电池企业的原料库存显著消化，当前预计处于较低水平。通过计算各环节的锂消耗量可以看出，2022 年国内正极材料企业锂耗用量略高于锂供应量，这将导致材料厂的锂原料库存水平下降，与上文数据一致。同时，2022 年电池环节锂耗用量与正极材料环节用锂量接近，这表明 2022 年下游电池企业生产积极性较高，对正极材料的消耗量接近正极材料企业的出货量，电池企业并未如 2021 年积累大量的正极材料的原材料库存，电池企业的原料库存当前预计处于较低水平。

图 7：2021 年产业链各环节锂消耗量计算（单位：万吨 LCE）



资料来源：工信部，中国有色金属工业协会锂业分会，海关总署，中信证券研究部

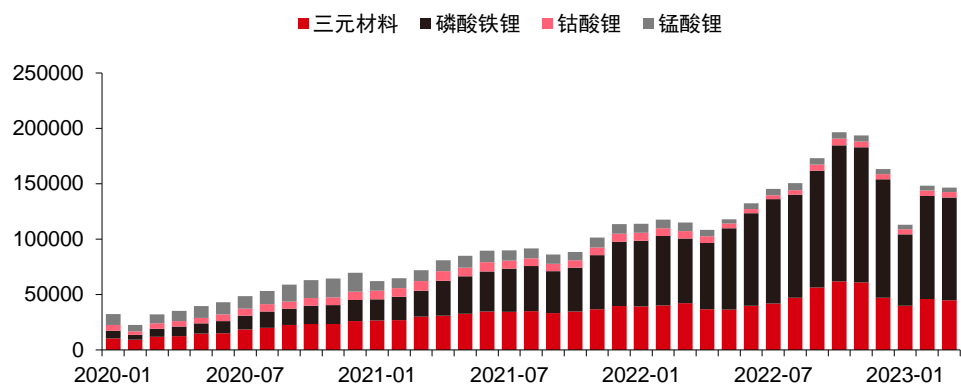
图 8：2022 年产业链各环节锂消耗量计算（单位：万吨 LCE）



资料来源：工信部，中国有色金属工业协会锂业分会，海关总署，中信证券研究部

2023 年以来正极材料排产下滑，库存“洼地”效果凸显。根据上海钢联数据，2023 年 1-3 月，国内正极材料合计产量为 40.8 万吨，环比下滑 26.2%，同比增长 17.9%，同期国内动力电池产量则同比增长 26.2%。在下游电池客户降库存的策略下，正极材料环节开工率明显下滑。结合上文分析的 2022 年各环节库存情况，我们判断 2023 年以来电池企业的原料库存进一步降低，叠加正极材料企业自身原料库存持续下降的影响，我们认为目前正极材料环节成为产业链库存的“洼地”。**若终端需求出现回暖迹象，电池企业或考虑增加原料库存，进而推动正极材料企业排产增加并最终传导至上游锂盐环节，带动采购回暖和价格止跌。**

图 9：正极材料月度产量数据（单位：吨）



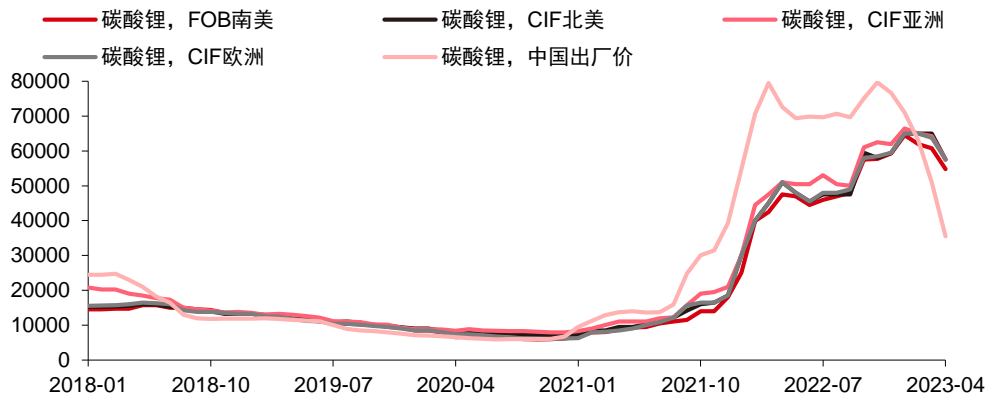
资料来源：上海钢联，中信证券研究部

■ 锂价迎来阶段性成本支撑

高价锂矿支撑，行业成本下行缓慢

海外锂价跌势缓慢，对国内形成高溢价。根据 Benchmark Mineral Intelligence 统计的全球不同地区的锂价数据，截至 2023 年 4 月，北美、欧洲以及日韩三地的碳酸锂价格仍高达 5.75 万美元/吨，约合 40 万元/吨，远高于国内市场的碳酸锂价格，国内外价差达到 20 万元/吨。海外市场锂价跌幅较小的原因主要系 2023 年以来海外市场需求保持较强韧性且海外锂生产商的售价变动频率较国内更低，价格变化存在迟滞效应。

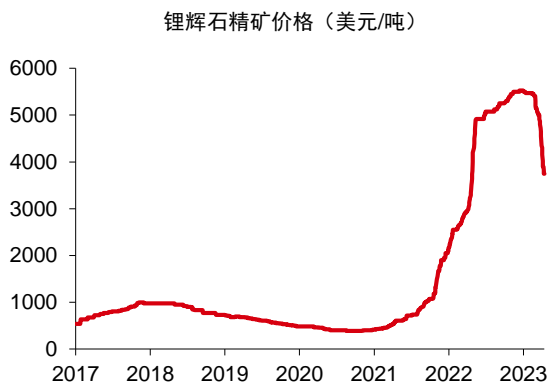
图 10：不同地区碳酸锂价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：Benchmark Mineral Intelligence，中信证券研究部

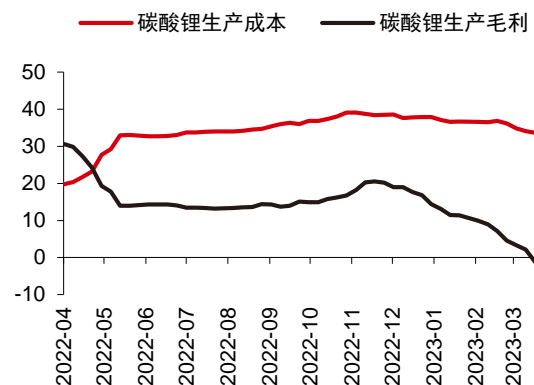
锂精矿价格跌势缓慢，国内第三方锂盐生产企业成本处于高位。由于澳洲锂矿企业在锂精矿定价时会综合参考各地区锂盐产品价格而非完全基于中国市场价格，海外锂产品的高溢价使得锂精矿价格相对坚挺。上海钢联的统计数据显示，截至 2023 年 4 月 14 日，锂精矿价格跌至 3750 美元/吨，较 2022 年 11 月高点跌幅为 32%，跌幅显著小于国内锂盐价格。这使得国内采购澳洲锂矿进行生产的锂盐企业成本仍处于较高水平。根据上海钢联的统计数据，目前国内外购锂矿进行生产的锂盐企业成本仍高于 25 万元/吨，基于现价计算的锂企业利润为-6.7 万元/吨，即第三方锂盐厂目前已出现明显亏损。

图 11：锂辉石精矿价格走势



资料来源：上海钢联，中信证券研究部

图 12：国内碳酸锂生产成本及毛利测算（单位：万元/吨）



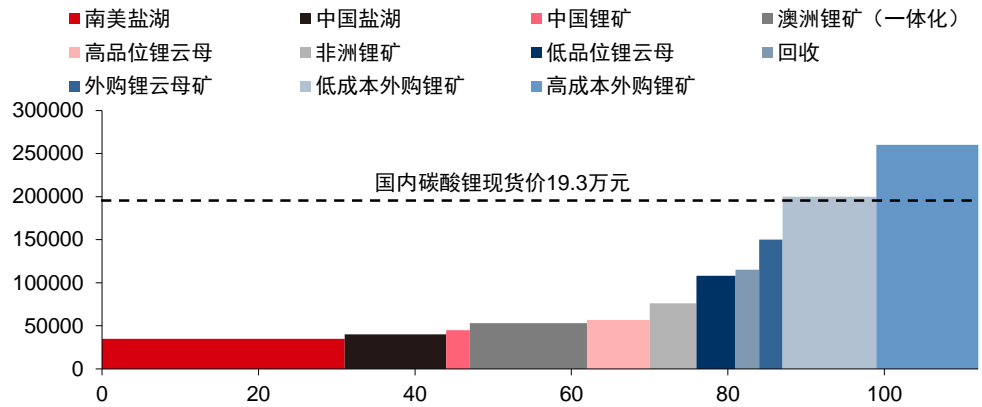
资料来源：上海钢联，中信证券研究部

部分高成本产能被挤出，供应端实现初步修复

外购高成本锂矿的锂盐企业生产或难以持续。由于国内锂盐企业采购原料种类较多，不同原料的价格也存在较大差异，锂行业成本曲线呈现出明显的“阶梯式”特征。基于截至 4 月中旬的锂辉石精矿和锂云母精矿报价，可以测算出当前采用以上两种原料生产的碳酸锂成本分别为 26 万元/吨以及 15 万元/吨，考虑到目前锂价已跌破 20 万元/吨，我们预计目前采购海外高价锂矿的企业已出现亏损，生产或难以持续。随着锂价继续下探，我们预计国内外购锂云母矿的冶炼厂也将出现亏损，并将进一步冲击低品位云母矿（一体化）

的成本线。考虑到 2023 年国内云母提锂产能是锂供应增长的重要来源，若上述产能均受到冲击，锂供应端将出现更大范围的产能出清。

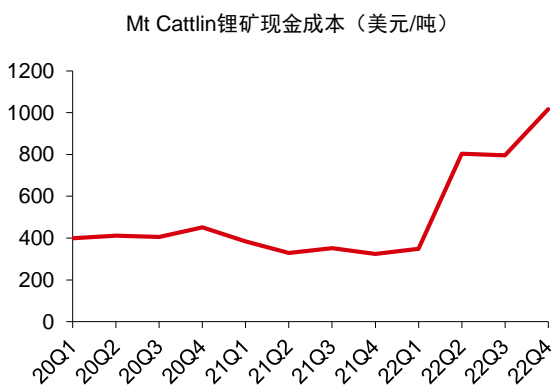
图 13：2023Q2 全球锂成本曲线（单位：万元/吨）



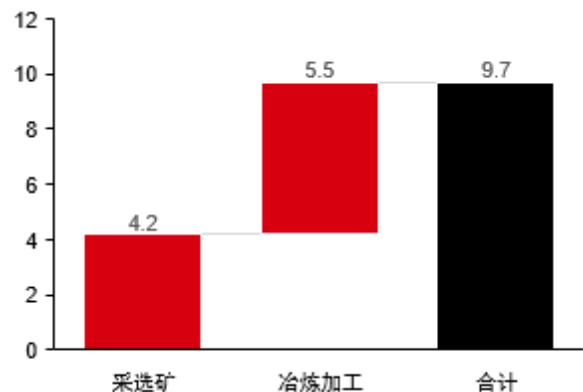
资料来源：相关公司公告及官网，上海钢联，中信证券研究部 注：南美盐湖企业成本不考虑税费影响

阶段性的锂价支撑位或为 12-15 万元/吨。作为目前影响锂价的边际成本，澳洲锂矿售价以及国内中低品位云母提锂成本或成为锂价在下跌过程中的有效支撑位。根据我们的测算，目前采用澳洲高成本的锂辉石精矿以及国内中低品位的锂云母矿作为原料生产碳酸锂的成本约为 10 万元/吨，若考虑产业链各环节的留存利润，我们测算锂价在 12-15 万元/吨区间具备阶段性的成本支撑。即若价格跌破这一区间，则部分高成本的锂辉石和云母提锂产能将面临永久性退出，行业实现有效出清。在供应端尚未实现大规模增产的情形下，锂价或能受益于供应收缩而出现止跌行情。

图 14：澳洲锂矿生产成本走势



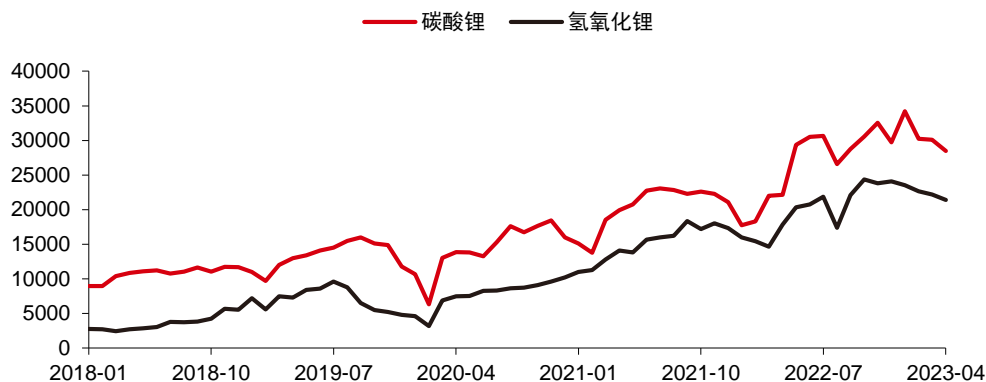
资料来源：Allkem 公司公告，中信证券研究部

图 15：中低品位云母提锂成本构成（0.25% Li₂O，万元/吨）

资料来源：永兴材料等公司公告，中信证券研究部测算 注：暂不考虑尾矿处置费用和副产品销售收益

锂供应端出现收缩态势。受下游采购走弱、锂价跌破成本线以及环保检查造成的减停产等因素影响，2023 年以来国内锂盐产量已经出现下滑态势。根据上海钢联数据，2023 年 2 月，国内碳酸锂和氢氧化锂产量分别为 3.01 万吨、2.22 万吨，环比分别下降 15.7% 和 2.6%，上海钢联预计 4 月锂盐产量将继续下滑，碳酸锂和氢氧化锂产量分别为 2.85 万吨、2.14 万吨，环比继续下降 5.3%和 3.6%。若后续锂价进一步下探，我们预计行业减停产规模或继续扩大，带动锂盐供应持续收缩，实现供给端的初步出清。

图 16：国内碳酸锂及氢氧化锂产量呈现下滑态势（单位：吨）



资料来源：上海钢联，中信证券研究部 注：2023 年 4 月为上海钢联预测值

长期锂价仍有下行空间

2023 年供应增量预计集中在下半年释放

2023 年全球预计新增锂供应 35 万吨。2023 年全球锂供应增长主要来自以下区域：1) 澳洲锂矿产能的新投、扩建和产能爬坡，如 Mt Marion、Wodgina、Finniss 项目等；2) 智利和阿根廷的盐湖扩产项目，如 SQM、Livent 以及赣锋锂业旗下的 Cauchari-Olaroz 盐湖等；3) 非洲锂矿项目，如 Bikita、Arcadia 等；4) 中国青海盐湖和宜春云母矿项目。根据我们的测算，上述项目对应的锂产能超过 60 万吨，考虑产能爬坡和投产过程中的不确定性，我们预计 2023 年全球锂供给增长将达到 35 万吨。

表 5：2023 年全球锂新增产能及建设进度

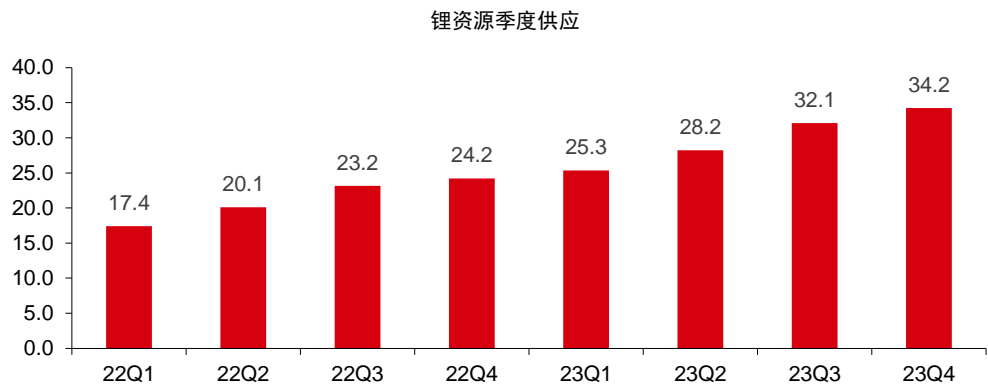
类型	国别	项目	企业	设计产能 (万吨 LCE)	预计新增有效供应 (万吨 LCE)	计划投产时间
锂矿	澳大利亚	Mt Marion 扩产	Mineral Resources	8.0	2.7	2023.04
锂矿	澳大利亚	Wodgina 复产	ALB/MRL	6.7	4.0	-
锂矿	澳大利亚	Finniss	Core Lithium	2.3	1.3	2023H1
锂矿	巴西	Groto do Cirilo 一期	Sigma Lithium	3.5	2.0	2023.04
锂矿	津巴布韦	Bikita	中矿资源	7.6	2.3	2023.06
锂矿	津巴布韦	Arcadia	华友钴业	5.0	2.5	2023.03
锂矿	津巴布韦	萨比星项目	盛新锂能	3.0	1.5	2023H1
锂矿	埃塞俄比亚	Kenticha 锂矿	Abyssinian Metals	3.0	0.5	2023Q2
锂矿	加拿大	North American	Sayona/Piedmont	2.2	1.3	2023.03
盐湖	智利	Atacama 扩产	SQM	3.0	3.0	2023 年
盐湖	阿根廷	阿根廷二期	Livent	2.0	0.5	2023H2

类型	国别	项目	企业	设计产能 (万吨 LCE)	预计新增有效供应 (万吨 LCE)	计划投产时间
盐湖	阿根廷	Olaroz 二期	Allkem	2.5	1.0	2023Q2
盐湖	阿根廷	Cauchari-Olaroz 一期	赣锋锂业/Lithium Americas	4.0	1.5	2023H1
盐湖	阿根廷	Rincon	Argosy Minerals	0.2	0.1	2023Q1
盐湖	阿根廷	3Q	紫金矿业	2.0	0.0	2023 年底
盐湖	中国	西台吉乃尔盐湖	中信昆仑锂业	2.0	1.5	2023.01
云母	中国	宜丰国轩	国轩高科	2.5	1.0	2023Q2
云母	中国	柘下窝项目一期	宁德时代	3.3	1.0	2023 年中
盐湖	中国	巴伦马海扩产	锦泰锂业	0.7	0.5	2023 年
盐湖	中国	金海锂业	亿纬锂能/金昆仑	1.0	0.5	2023 年
		其余项目（含回收）		-	6.3	-
		合计	-	64.5	35.0	-

资料来源：相关公司公告及官网，中信证券研究部预测

2023 年锂新增产能集中于下半年释放，供给端压力预计逐季增加。考虑各项目的产能爬坡进度以及产能投放不及预期的潜在风险，我们预计 2023 年锂资源端的季度供应分别为 25.3 万吨、28.2 万吨、32.1 万吨、34.2 万吨。从季度数据可以看出，下半年锂行业供给增量更加显著，供给端压力呈现逐季增大的态势。尽管当前锂价大幅下跌或造成部分项目投产进度不及预期，但锂供应增长的整体趋势目前并未发生变化。

图 17：2022-2023 年锂季度供应测算（单位：万吨 LCE）

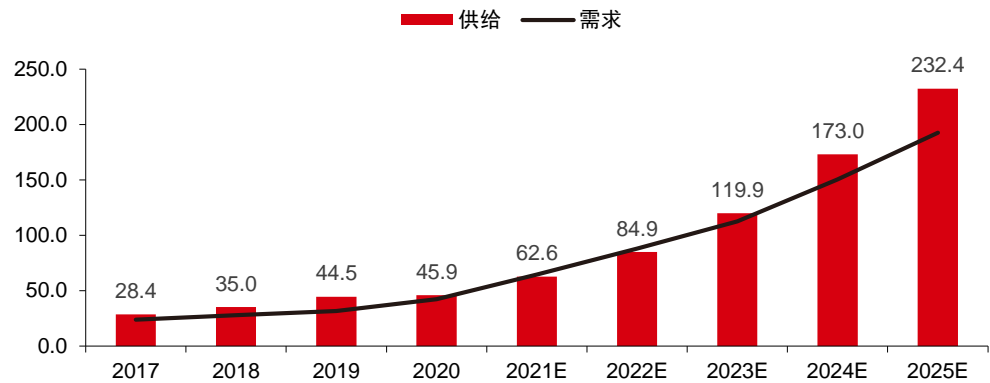


资料来源：相关公司公告及官网，中信证券研究部测算

锂价下跌趋势尚未完结，底部运行时间或更长

供给过剩态势短期内无法缓解，锂价下行趋势尚未完结。虽然锂价从高位大幅下跌，但具备资源保障的锂生产企业仍有丰厚利润，当前锂上游产能扩张节奏也并未受到明显冲击。我们预计 2023-2025 年全球锂供应总量将分别增长至 120 万吨、173 万吨和 232 万吨，同比增速分别为 44%、41%和 34%，对应的供应过剩量分别为 7.4 万吨、39.7 万吨、43.8 万吨，供给过剩占整体消费量比例分别为 7%、15%和 21%。随着行业供应过剩比例的扩大，我们预计明后两年锂价仍有下行压力，价格或在阶段性止跌后进一步下探。

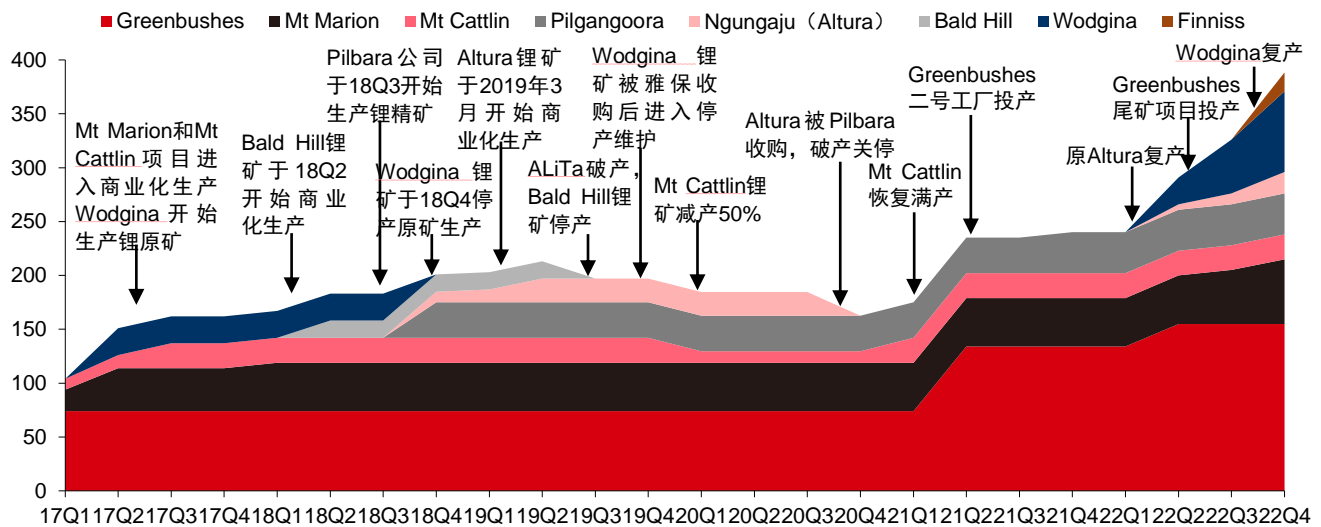
图 18：全球锂供需平衡表（单位：万吨 LCE）



资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会，中信证券研究部预测

上一轮锂价的止跌反弹与澳洲锂矿的“供应弹性”有关。回顾 2018-2020 年锂价由跌转涨的行情，澳洲锂矿产能的变化是重要影响因素。2017 年至 2019 年初，在锂价大涨的刺激下，澳洲锂矿生产企业数量和产能规模快速增长。但由于新进入者多为资产规模较小的独立矿企，其抵御价格下行风险的能力较弱，在 2018 年锂价开始下跌后，多家企业出现减产、停产甚至破产退出，从而带动锂上游供应实现快速出清，锂行业供需平衡得以快速修复。随着 2020 年下游新能源汽车消费的快速增长，锂价再次上涨。

图 19：澳大利亚主要锂矿企业锂精矿产能变化（单位：万吨）



资料来源：相关公司公告，中信证券研究部

本轮锂价上行带来的供应增量具备更强的稳定性。2021 年以来，随着锂价再度上涨并突破 2017 年高点，锂供应端增长开始呈现加速趋势。与 2017-2019 年供给增长主要由澳洲锂矿开发主导不同，本轮锂供应增长呈现“百花齐放”的态势。除传统锂生产企业之外，产业链下游客户向上延伸，其他行业公司的横向跨界现象众多。在这些新进入者中，我们认为有三类企业会对未来锂行业供应产生深远影响：

1) 下游电池企业，如宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、国轩高科等，电池企业直接参与锂资源开发将使得行业向着纵向一体化的趋势发展，为保障自身原料供应和成本优势，其参与的锂项目生产稳定性得到保障；

2) 传统跨国矿业公司，如力拓、紫金矿业、青山控股集团等，上述企业具备更大的资产体量和多元化的业务组合，其抵御行业下行风险的能力更强，未来即使锂价出现大幅下跌，锂资源项目在其资产组合中具备更强的稳定性；

3) 一体化的锂盐生产企业，如赣锋锂业、中矿资源、华友钴业等，这类企业未来有望复制天齐锂业的成长路径，实现对锂资源和锂盐冶炼的有效整合，在夯实其成本优势的同时还具备较强的争夺市场份额的诉求。

从以上分析可以看出，随着锂行业的快速扩容，参与者的多元化有望带动锂供应朝着更加稳定的方向发展。本轮锂价下行周期或无法出现上一轮周期中由于澳洲锂矿“退场”而出现的供需平衡快速修复的现象，锂价在跌至合理区间后或出现更长时间的底部运行状态，直至行业中再度出现大量产能出清，完成新一轮供需平衡的修复。

■ 风险因素

1、下游需求回暖不及预期：当前锂价走势主要取决于下游消费回暖情况和下游企业的库存策略，若后市需求未出现显著改善导致下游客户采购意愿维持弱势，锂价或延续下跌态势，锂板块同样承压。

2、锂供应增长超预期：锂价大涨激发上游产能释放，2022 年起全球锂资源开发进入加速期，2023 年预计有多个锂资源项目建成投产，带来供应增长。若锂供应增长超出预期，将导致行业呈现供给过剩状态，引发锂价持续下跌。

3、产业链库存水平超预期：若产业链各环节库存水平较预期更高，即使下游消费呈现回暖趋势，但产业链需更长时间才能实现库存去化，或导致锂价持续下跌。

4、锂矿价格高位运行导致锂盐企业盈利能力下滑的风险：国内锂价快速下跌，但锂矿价格跌势缓慢，若锂矿价格未来持续高位运行，国内依靠外购锂矿进行锂盐生产的企业盈利能力可能持续下滑，甚至会由于高价锂矿库存出现亏损。

■ 投资策略

锂价在下跌过程中的阶段性企稳一般伴随着锂板块的反弹行情。2023 年以来尽管锂价超预期下跌，但股票的抢跑效应或使得锂板块先于价格止跌。当前锂价已跌至关键成本支撑位附近，供给实现初步出清。若下游需求回暖，叠加正极材料环节的低库存效应，锂价或能受益于采购回暖出现止跌。当前锂行业公司的低估值特征或使得板块出现强劲反弹。看好具备资源保障和成本优势的企业以及出口业务占比高、有望享受海外锂产品溢价的公司，建议关注赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、永兴材料和雅化集团。

■ 相关研究

- 金属行业工业金属专题报告—经济复苏主线下工业金属迎来配置机遇 (2023-04-12)
- 稀土行业重大事项点评—稀土指标：按需投放，静待花开 (2023-03-27)
- 金属行业能源金属进出口跟踪报告—镍原料进口量大增，关注海外锂盐高溢价 (2023-03-27)
- 金属行业稀散金属专题系列报告之铟—供需格局加速趋紧，铟价有望持续走强 (2023-03-24)
- 金属行业黄金行业点评—避险情绪升温，央行购金激增，金价强势运行 (2023-03-19)
- 金属行业南美锂盐湖跟踪（2022Q4）—锂价指引维持乐观，关注海外锂产品溢价 (2023-03-06)
- 稀土行业专题报告（五）—稀土永磁：双轮驱动，穿越周期 (2023-03-06)
- 金属行业锂行业点评—宜春整顿锂矿生产，锂盐供应或受扰动 (2023-02-27)
- 金属行业铝行业专题—云南电解铝减产再扩大，铝价上涨或超预期 (2023-02-22)
- 2023年稀土产业链投资策略—稀土盛世，永磁春天 (2023-02-22)
- 金属行业能源金属进出口跟踪报告（2022年12月）—锂镍进口量环比减少，钴进口价格持续调整 (2023-02-08)
- 金属行业澳洲锂矿生产经营跟踪（2022Q4）—扩产进度不及预期，锂矿价格显著上涨 (2023-02-03)
- 金属行业工业金属跟踪报告—低库存叠加需求回暖预期，金属价格强势运行 (2023-02-02)
- 金属行业黄金行业点评—美联储加息放缓叠加央行购金激增，金价强势运行 (2023-02-02)
- 稀土行业点评—供需与政策有望共振，稀土产业链成长正当时 (2023-02-01)
- 金属行业锂行业点评—Allkem 锂产品售价走高，供给紧张仍未缓解 (2023-01-19)
- 金属行业热点跟踪—宏观利好提振，金铜价格上涨超预期 (2023-01-15)
- 金属行业黄金专题报告—央行购金创历史新高，看好金价继续上行 (2023-01-09)
- 金属行业铝板块点评—贵州电解铝减产再扩大，供给压力料将缓和 (2023-01-06)
- 铜铝行业资本开支情况及行业展望—左侧配置时点接近，关注高成长性标的 (2022-12-28)
- 金属行业工业金属点评—经济回暖预期催化，铜铝板块强势运行 (2022-12-12)
- 金属行业南美锂盐湖跟踪（2022Q3）—锂价指引继续向上，产能扩张进度不及预期 (2022-11-21)
- 金属行业重大事项点评—碳达峰实施方案发布，重点关注铝和再生金属 (2022-11-16)
- 金属行业黄金行业专题—金价涨势确立下黄金股的选股逻辑 (2022-11-14)
- 金属行业黄金行业点评—美联储加息或迎来拐点，金价上涨趋势强化 (2022-11-13)
- 金属行业澳洲锂矿生产经营跟踪（2022Q3）—锂矿短缺加剧，本土锂资源重要性不断提升 (2022-11-07)
- 金属行业铜行业点评—美元走弱叠加库存下降，关注铜价反弹机会 (2022-11-06)
- 金属行业锂行业重大事项点评—海外投资生变，本土锂资源开发重要性提升 (2022-11-04)
- 制造产业非上市公司之鑫益瑞杰分析报告—“汽车+3C”双轮驱动，新兴领域大有可为 (2022-10-19)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。