

行业研究/深度研究

2019年02月13日

行业评级:

有色金属 增持(维持)
稀有金属 II 中性(维持)

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪琬 执业证书编号: S0570518080006
研究员 0755-82125064
sunxuewan@htsc.com

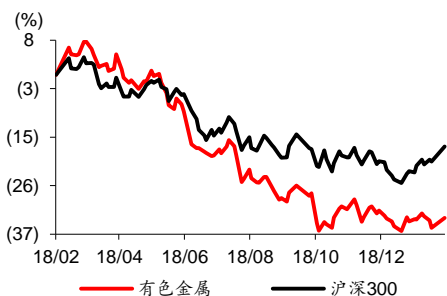
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiukeyuan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1《有色金属:行业周报(第五周)》2019.02
- 2《威华股份(002240,增持):锂盐加工产销持续增长,矿山收购推进中》2019.02
- 3《有色金属:基金2018Q4有色持仓分析》2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

客观论钴锂, 试判中期拐点

钴锂行业深度报告

钴锂行业逐步探底中, 关注价跌对产业利润格局影响

18年初以来, 钴锂价格持续下行, 尽管下游的新能源汽车产销量持续增长, 但由于新增供应释放超过需求增长, 因此我们认为行业供需由平衡转向过剩的趋势短期已经无法逆转。我们认为 19 年钴锂行业仍将处于筑底过程中, 至 19 年 2 月锂价已经接近行业成本。我们认为价格走低或将对上游供应端造成扰动, 需求持续增长下, 钴锂供需有望于 2022 年后出现边际改善。我们认为上游原料价格下跌也在影响锂电产业链的利润分配情况, 利润正从 2018 年前的资源端转移至中游前驱体和正极材料。

动力电池行业预计持续增长, 关注产业上下游盈利转移

18 年新能源车产销维持高增长, 叠加电池能量密度的提升, 动力电池市场规模同样保持较快的增速; 我们认为车企补贴退坡不改新能源汽车产业增长趋势。据我们测算, 至 19 年 1 月中游环节的盈利水平较 18Q2 有所改善。我们认为钴锂价格的下跌有助于电池成本下降和新能源需求增长, 但也可能对中游前驱体和正极材料的价格造成下行压力; 届时中游正极的量增和成本控制将尤为重要, 头部企业的优势更加明显。

手抓矿利润逐渐收窄, 钴价下跌可能扰动供应释放节奏

据 USGS 统计, 12-13 年刚果金钴矿产出较 11 年有所回落, 我们认为部分由于低价下手采矿产出意愿低导致。截止 19 年 2 月 8 日, 据我们测算, 刚果金手抓矿毛利空间据我们测算由 18 年 4 月的 32 万元/吨降至 14 万元/吨, 降幅约 56%。若刚果金地区大量的手采矿的盈利空间受到压缩, 有望在一定程度上形成对供应端的扰动。我们认为价格下行也将在中长期对嘉能可等大型矿企的项目生产节奏产生影响, 关注海外矿企的生产节奏调整。

锂价已接近底部成本区间, 优质锂矿资源仍占优势

据 SMM, 至 19.2 国内碳酸锂价格为 7.85 万元/吨; 据我们测算, 当前锂价已低于部分外购精矿企业的完全生产成本, 且逐渐接近全球锂矿和盐湖的生产成本中枢(据 CRU 约 6 万元/吨)。我们认为在价格低迷的背景下, 部分高成本产能存在出清的可能, 且低价也将阻碍长期新增产能的投资和建设。我们认为海外锂矿价格回落是行业景气下行中的大概率事件, 在此背景下矿与冶炼端的盈利均将下滑, 低成本的优质锂矿资源将占优势。

钴锂行业 19 年过剩已成定局, 2022 年后有望出现边际改善

我们认为 2019-2021 年钴锂行业的过剩格局难改变, 但是过剩程度有所分化。锂预期供给将持续恶化, 但是具备较为明确的成本支撑, 需动态关注价格对于相关矿山项目投建的进度影响。钴鉴于嘉能可针对 KCC 和 Mutanda 销售或生产的主动调整, 供需格局具备于 19 年内改善的可能, 并且价格下跌也将对钴矿供应有负面影响; 同时 19 年以来国内外价差回归合理区间, 也将利于企业利润恢复。

风险提示: 钴矿和锂资源供应释放超预期; 下游新能源等需求低预期; 库存或负面产业政策超预期。

正文目录

行业总结：兼具传统周期特性和下游成长性	4
行业前瞻：下行周期中，静待底部企稳.....	4
行业格局：产业利润再分配中	4
产业链：均处新能源汽车产业链上游	4
国内产业格局：自下而上的驱动下，完成一轮涨价周期	5
行业复盘：钴锂价格驱动板块行情走势.....	6
产业更新：下游动力电池消费增长预计持续	7
新能源汽车市场：政策驱动预期转向市场化驱动	7
产销：新能源车产销 18 年仍然维持高增长	7
补贴：理性看待车企补贴持续退坡	8
企业布局：部分车企陆续推出新车型与投资计划	9
三元材料：下游需求带动中游产能提升	10
国内装机量：18 年市场继续保持高增速.....	10
中游盈利水平：电池价格下行，19 年盈利有望得到改善	11
行业基本面：19 年面临持续过剩，关注成本支撑作用	13
钴：内外价差有望修复，关注手抓矿供应变化.....	13
供应：资源集中性较强，手采矿供应易受价格影响.....	13
需求：看好动力电池行业持续增长，三元比重长期预期增加	14
供需：19 年出现明显过剩，2022 年供需有望边际改善	15
市场：海外 MB 价格下行，海内外价差阻碍有望消除	16
锂：降价压力传导至资源端，关注新项目投产进度	17
供需：锂资源项目进入产能释放期，供需出现明显过剩	17
成本：价格已近上游成本中枢，预计下跌空间有限.....	18
市场：降价压力逐渐传导至矿端，低成本资源将占优势低位	18
风险提示	20

图表目录

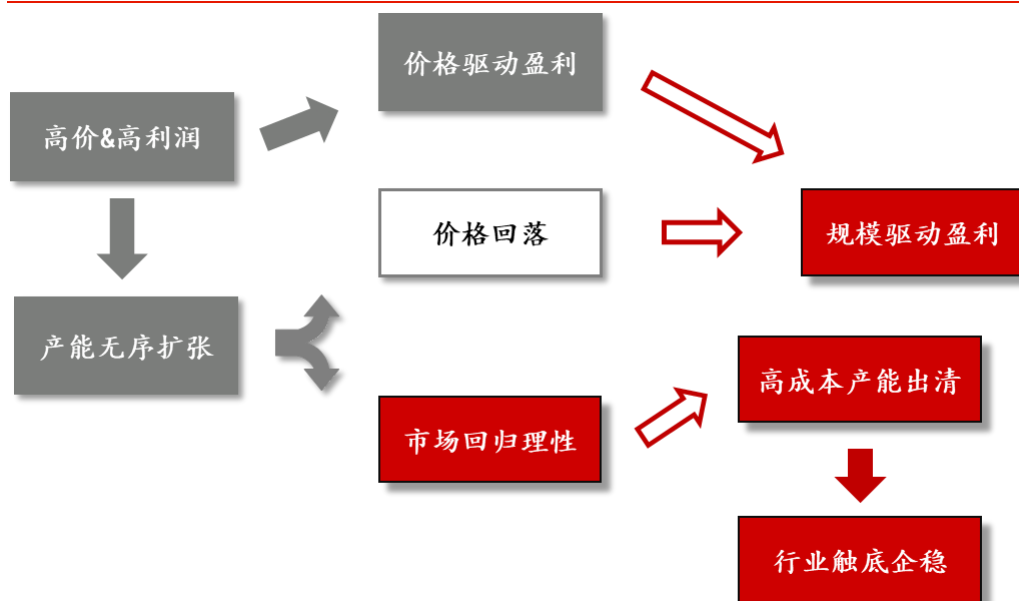
图表 1: 钴锂行业逻辑传导路径	4
图表 2: 钴锂处于电池产业链上游	4
图表 3: 锂电池下游应用逐步拓展	5
图表 4: 电池产业上下游周期轮动	5
图表 5: 锂板块股票价格与锂价走势	6
图表 6: 钴板块股票价格与钴价走势	6
图表 7: 国内新能源车月度产销数据	7
图表 8: 海外新能源车季度产销数据	7
图表 9: 海外纯电动汽车出货量	8
图表 10: 海外插电式混动汽车出货量	8
图表 11: 新能源车补贴相关指导政策	8
图表 12: 2017 与 2018 年新能源车补贴政策对比	9
图表 13: 部分车企布局电动车计划	9
图表 14: 特斯拉季度产销量	10
图表 15: 特斯拉 Model 3 多版本规格	10
图表 16: 国内新能源车动力电池产能和出货量	10
图表 17: 国内动力电池价格变化	11
图表 18: 国内动力电池利润变化测算	11
图表 19: 国内正极材料利润变化测算	12
图表 20: 17 年全球钴产量按企业分布	13
图表 21: 17 年全球钴产量按地域分布	13
图表 22: 刚果金矿产量变化	13
图表 23: 钴原料端进口月度数据	13
图表 24: 嘉能可金属钴产量	14
图表 25: 全球新能源车销量和电池需求预测	14
图表 26: 动力三元用钴量预测	14
图表 27: 嘉能可旗下矿山产量假设 (单位: 吨)	15
图表 28: 全球钴供需平衡预测 (乐观假设)	15
图表 29: 全球钴供需平衡预测 (中性假设)	16
图表 30: 全球钴供需平衡预测 (悲观假设)	16
图表 31: 2 月平移后国内电解钴与海外 MB 钴价之间差额测算	17
图表 32: 钴行业主要公司季度归母净利润变化	17
图表 33: 全球锂供需平衡预测	18
图表 34: 全球主要锂辉石矿山生产成本示意 (2017)	18
图表 35: 全球主要盐湖生产成本示意 (2017)	18
图表 36: 锂精矿价格与碳酸锂加工利润估算变化	19

行业总结：兼具传统周期特性和下游成长性

行业前瞻：下行周期中，静待底部企稳

作为兼具传统周期性和成长性的小金属品种，我们认为基本面决定了钴锂行业 19 年处于供需过剩带来的景气下行阶段，但新能源领域的持续增长预期使得钴锂仍然具备长期关注的价值。我们认为当前需要关注价格下跌对于行业供应等层面的反向作用，以及产业利润格局的再分配。

图表1：钴锂行业逻辑传导路径



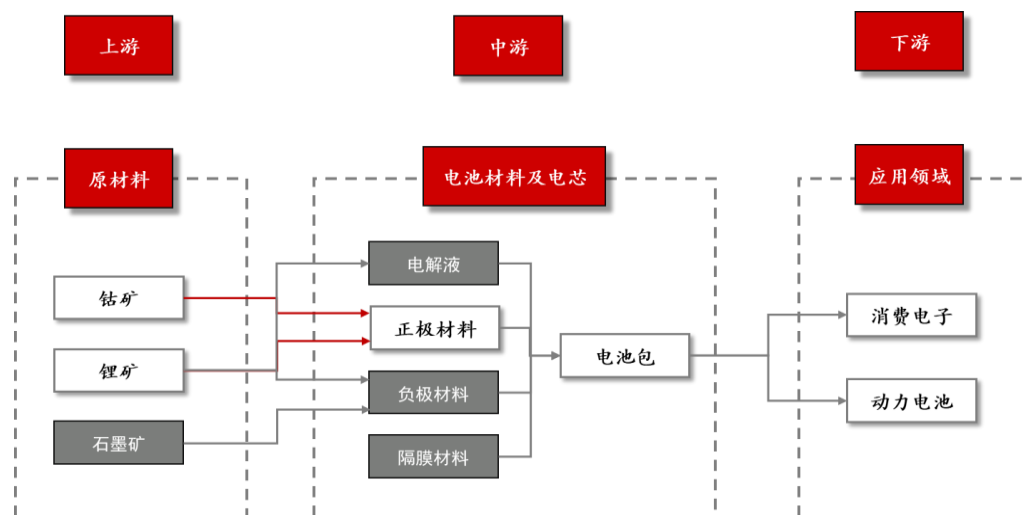
资料来源：华泰证券研究所

行业格局：产业利润再分配中

产业链：均处新能源汽车产业链上游

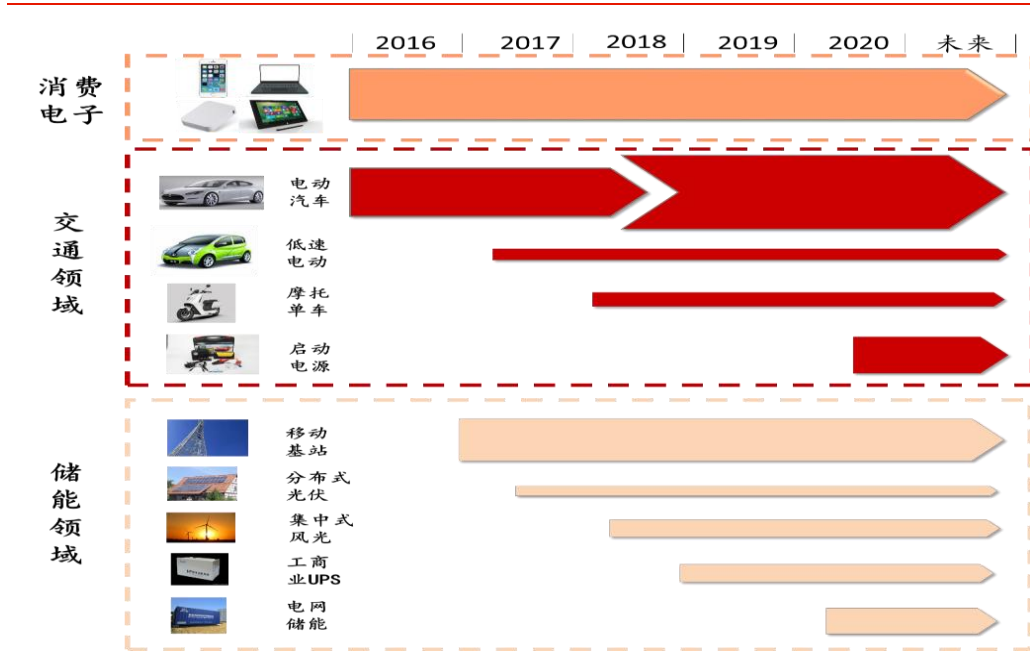
钴锂行业处在新能源产业链的最上端，除电池需求外，其余应用为传统制造、化工等领域，而新增的动力电池需求持续拓宽，我们认为是两种金属中长期消费的主要驱动力。

图表2：钴锂处于电池产业链上游



资料来源：华泰证券研究所

图表3: 锂电池下游应用逐步拓展



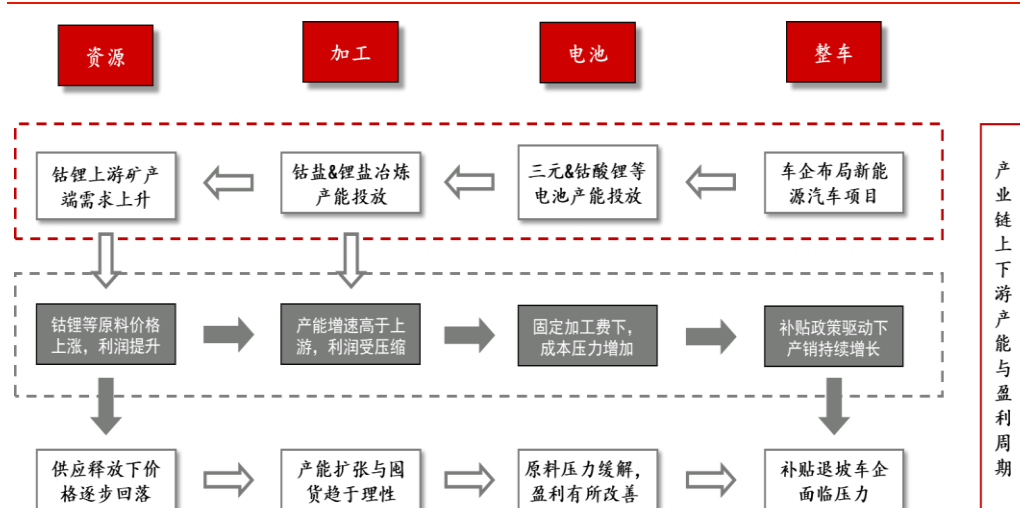
资料来源: 华泰证券研究所

需要注意的是, 尽管下游应用有较多重合, 但钴锂两种金属在细分逻辑上仍然存在较多差异。从行业投机性来看, 由于目前海外电解钴产品仍然拥有标准定价权, 且电钴易于储藏和流通, 因此涨价过程中存在较多的贸易商、投资者等多方的投机性库存。相比之下, 碳酸锂行业主要以上下游的采购流通为主, 库存也多反映在生产环节。从供需层面来看, 钴锂上游资源分布也有差异, 在锂电池材料中的应用也有区分, 如钴主要应用于钴酸锂和镍钴锰三元动力电池, 而锂可应用于磷酸铁锂、钴酸锂、三元等多种电池上。

国内产业格局: 自下而上的驱动下, 完成一轮涨价周期

我们认为, 15-18年新能源中下游各个环节之间经历了一轮自下而上的产能扩张驱动, 中游的产能扩展导致了钴锂上游资源的供不应求, 形成了钴和锂的价格上涨; 上游资源端盈利水平持续走高下, 资本不断涌入, 在2017-2018年间, 资源端持续扩产, 最终形成了上游资源端的过剩局面。

图表4: 电池产业上下游周期轮动



资料来源: 华泰证券研究所

行业复盘：钴锂价格驱动板块行情走势

碳酸锂方面，15年底开始碳酸锂价格出现快速上涨，提振板块关注度和股票价格，在17年初有所回落，随后由于供应尚未完全释放，价格再次上涨，龙头企业股价再创新高。18年初后，锂价持续下跌，股票价格亦随之回落。

图表5：锂板块股票价格与锂价走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

钴板块方面，钴价在17年初开始有明显上涨，随后在18年初涨至高位，板块行情与钴价走势较为一致；18年中后，钴价持续下跌，股票价格亦随之回落。

图表6：钴板块股票价格与钴价走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

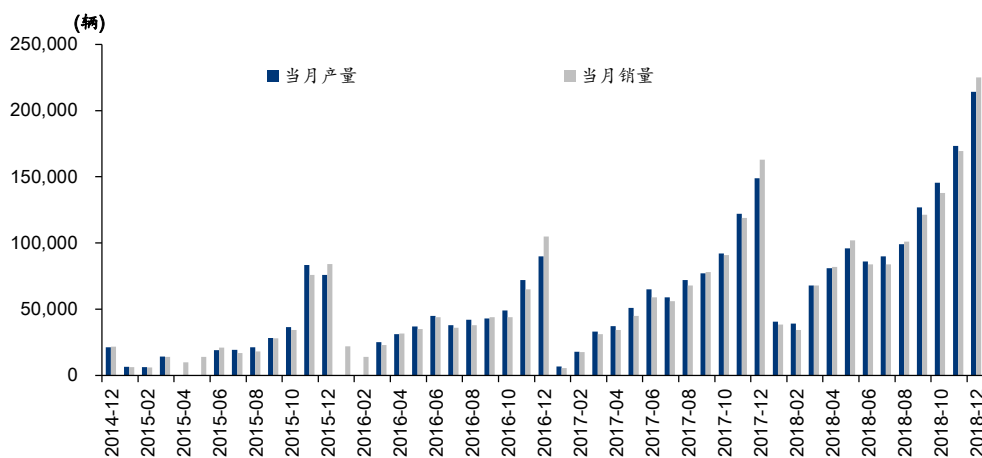
产业更新：下游动力电池消费增长预计持续

新能源汽车市场：政策驱动预期转向市场化驱动

产销：新能源车产销18年仍然维持高增长

19年1月14日，据中国汽车工业协会统计，2018年全年新能源汽车产销分别完成127万辆和125.6万辆，比上年同期分别增长59.9%和61.7%。其中纯电动汽车产销分别完成98.6万辆和98.4万辆，比上年同期分别增长47.9%和50.8%；插电式混合动力汽车产销分别完成28.3万辆和27.1万辆，比上年同期分别增长122%和118%；燃料电池汽车产销均完成1527辆。

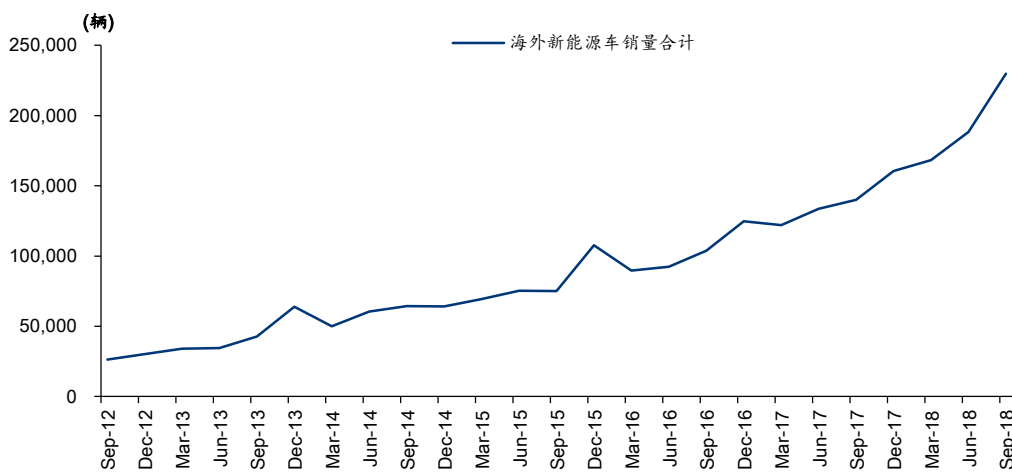
图表7：国内新能源车月度产销数据



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

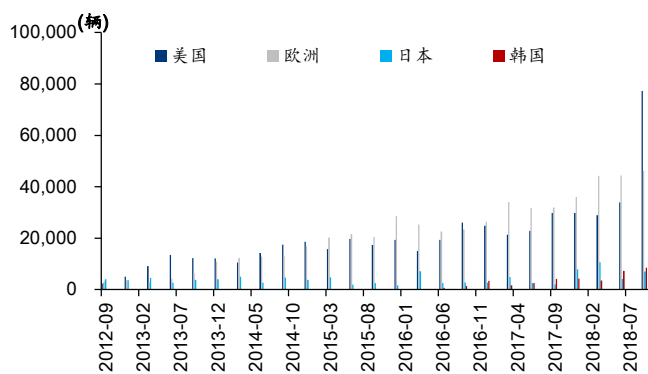
海外新能源车主要产销地区为美国、欧洲、日韩等地，主要国家15年以来纯电动和插电式混动汽车出货量均保持较好的增长。

图表8：海外新能源车季度产销数据



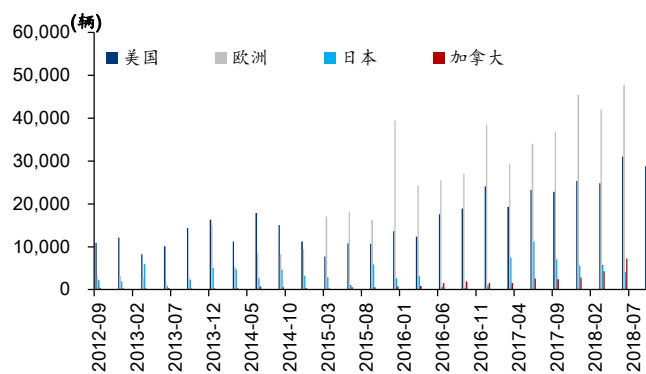
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表9: 海外纯电动汽车出货量



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表10: 海外插电式混合动力汽车出货量



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

补贴: 理性看待车企补贴持续退坡

我们认为从近几年国家政策来看,对新能源车企的补贴将逐年退坡,且在2020年后退出,18年的补贴政策体现了国家通过提升补贴门槛引导行业优胜劣汰的态度,我们预计19年政策会延续这一思路;最后,双积分、路权、运营补助等辅助政策将继续给行业发展有力支持。我们认为政策退出后,产业“阵痛”的背景下有望形成一轮优胜劣汰,未来动力电池将形成高能量密度的发展趋势,产业的头部效应有望凸显。

图表11: 新能源车补贴相关指导政策

时间	政策	发布机构	主要内容
2015年	《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	财政部、科技部、工信部、国家发改委	提出中央财政对购买新能源汽车给予补助实行普惠制,补助标准主要依据节能减排效果,并综合考虑生产成本、规模效应、技术进步等因素逐步退坡。2017-2020年,除燃料电池汽车外其他车型补助标准适当退坡,其中:2017-2018年补助标准在2016年基础上下降20%,2019-2020年补助标准在2016年基础上下降40%。
2016年	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	财政部、科技部、工信部、国家发改委	1、提高推荐车型目录门槛并动态调整;2、在保持2016-2020年补贴政策总体稳定的前提下,调整新能源汽车补贴标准;3、改进补贴资金拨付方式。

资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

我们认为是否继续设置缓冲期或将影响19年中下游生产节奏,若19年仍设缓冲期,我们预计缓冲期结束前一个月整车厂仍可能有抢装,电池企业降库存动作将推迟至缓冲期结束前一个月。

图表12: 2017与2018年新能源车补贴政策对比

车型	项目		2017年	2018年(过渡期内)	2018年(过渡期后)
EV 乘用车	度电补贴上限 (元/KWh)		/	/	1200
	里程补贴 (万元)	100-150km	2	1.4	0
		150-200km	3.6	2.52	1.5
		200-250km	3.6	2.52	2.4
		250-300km	4.4	3.08	3.4
		300-400km	4.4	3.08	4.5
	≥400km	4.4	3.08	5	
EV 客车	度电补贴 (元/KWh)		1800	1260	1200
	补贴上限 (万元)	6-8m	9	6.3	5
		8-10m	20	12	12
	>10m	30	18	18	
EV 专用车 (运输类)	单车补贴金额上限 (万元)		15	6	10
	度电补贴 (元/KWh)	≤30KWh	1500	600	850
		30-50KWh	1200	480	750
	>50KWh	1000	400	650	

资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

企业布局: 部分车企陆续推出新车型与投资计划

在政府进行节能环保倡议后, 部分车企亦陆续推出中长期电动车型和产销规模的规划, 我们认为将成为新能源车市场份额提升的有效推动力。

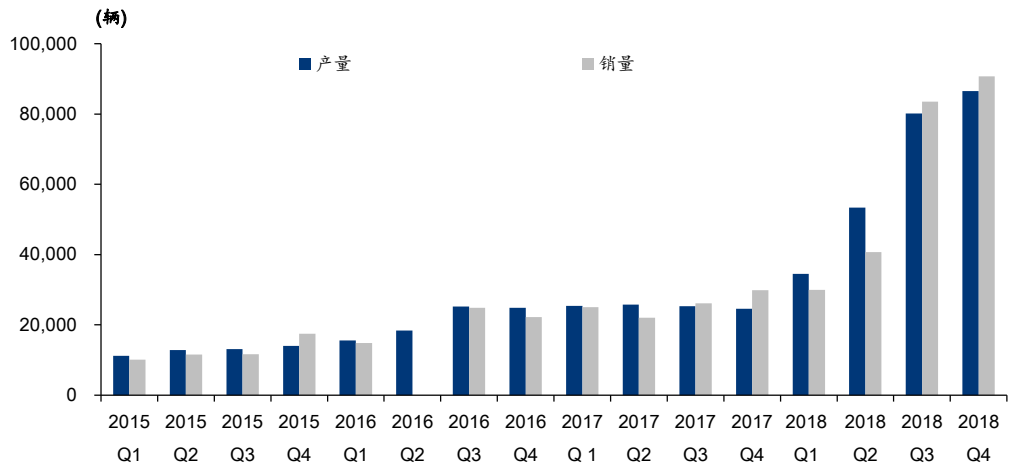
图表13: 部分车企布局电动车计划

区域	企业	计划年份	投资额	电动车目标
北美	Ford	2022	\$11 billion	40款新能源汽车, 包括6款纯电动
	GM	2022		超过20款纯电动
欧洲	BMW	2025		15-25%的销售额为电驱动汽车 25款电驱动汽车
	Daimler	2025	\$12 billion	15-25%的销售额为电驱动汽车 超过10款纯电动汽车 40款混动车
	Volvo	2025		50%的销售额为电驱动汽车
	VW	2025	Over €20 billion	80款电驱动汽车
			2030	\$40 billion
亚太	Honda	2030		三分之二的销售额为电驱动汽车
	Toyota	2020		10款电驱动汽车
		2030		销售500万辆电驱动汽车
	Nissan	2022		8款电驱动汽车 100万新能源车销量
	Dongfeng	2022		30%的销售为电驱动汽车

资料来源: IEA, 华泰证券研究所

结合特斯拉企业的电动车产销增长数据, 我们认为部分新能源车型已经具备较好的市场吸引力, 正在逐步由政策导向转向市场化驱动, 我们认为以特斯拉为代表的创新型电动车企业有助于下游需求的内生性增长。

图表14： 特斯拉季度产销量



资料来源：特斯拉公告，华泰证券研究所

图表15： 特斯拉 Model 3 多版本规格

版本	Performance 高性能全轮驱动版	长续航全轮驱动版	长续航后轮驱动版
加速 (0-100 公里/小时)	3.5 秒	4.8 秒	5.4 秒
续航里程 (公里)	595	590	600+
最高车速 (公里/小时)	250	233	225
共同配置	碳纤维扰流板；铝合金踏板；高级制动制动装置；赛道模式		

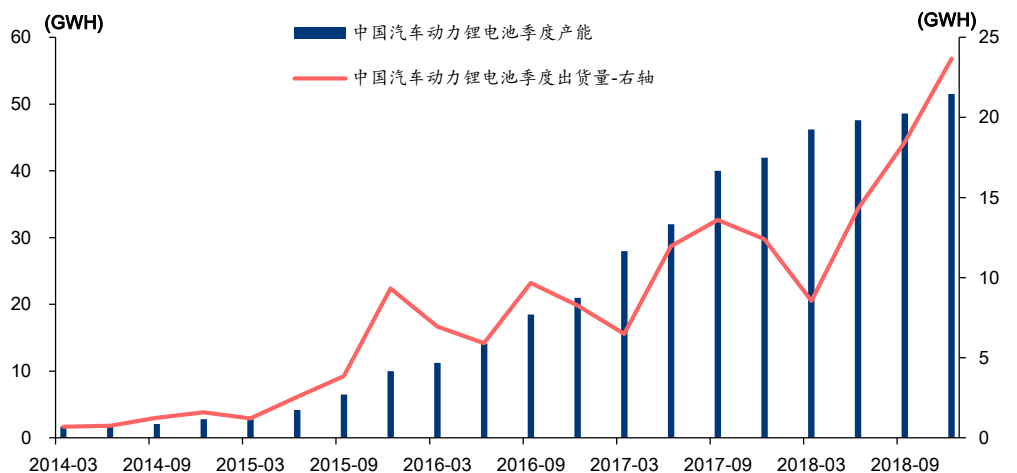
资料来源：特斯拉官网，华泰证券研究所

三元材料： 下游需求带动中游产能提升

国内装机量： 18 年市场继续保持高增速

2018 年第四季度国内动力电池总出货量为 23.6GWh，同比增长 90.3%，环比增长 27.6%。新能源车 Q4 市场表现超预期，动力电池需求大幅提升，国内主流动力电池厂新增产线陆续投产，供货能力有所提升。

图表16： 国内新能源车动力电池产能和出货量



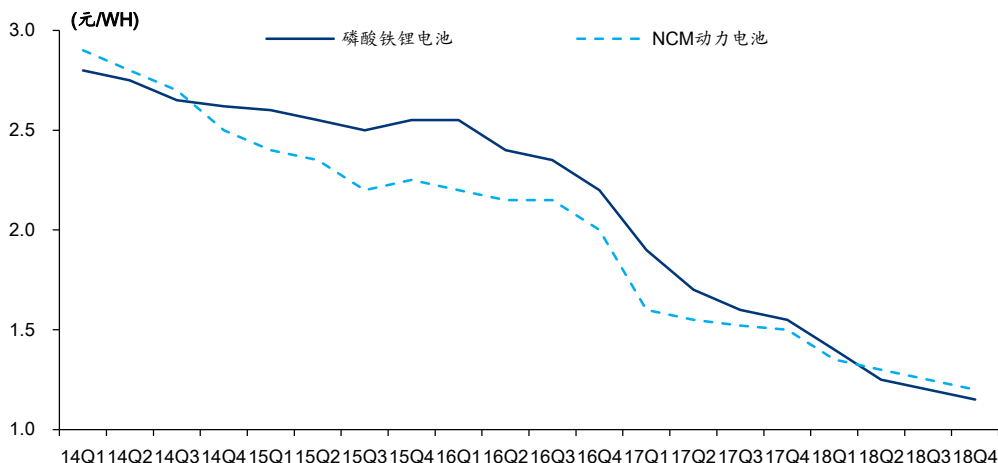
资料来源：高工锂电，华泰证券研究所

中游盈利水平：电池价格下行，19年盈利有望得到改善

从高工锂电的数据中可以看出，16年以来国内磷酸铁锂和镍钴锰三元动力电池的每KWH价格持续下行，我们认为一方面是由于电池技术水平提升，单位电池带电量增长；另一方面主要是由于中游产能扩张带来的成本压缩。

我们认为钴锂价格的下跌有助于电池成本下降和新能源需求增长，但也可能对中游前驱体和正极材料的价格造成下行压力；届时中游正极的量增和成本控制将尤为重要，之前量价齐升的局面或将逐步转为量补价跌的局面，头部企业的优势更加明显。

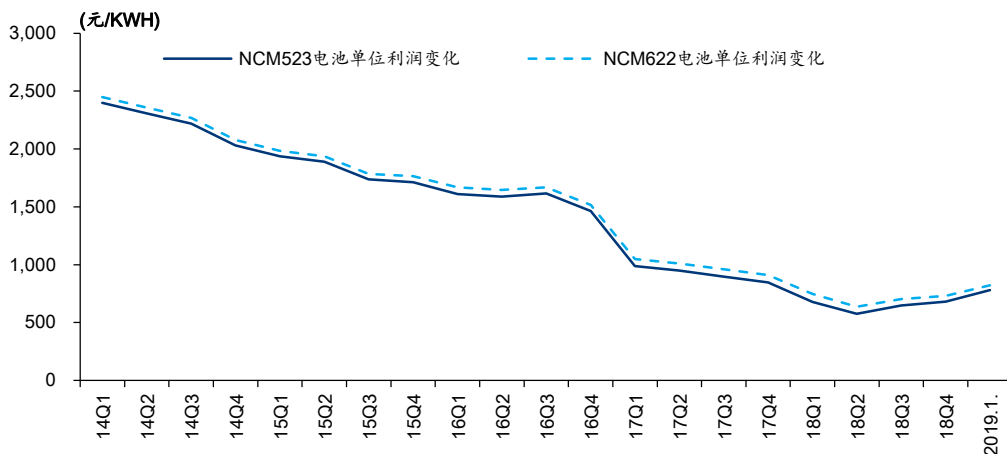
图表17：国内动力电池价格变化



资料来源：高工锂电，华泰证券研究所

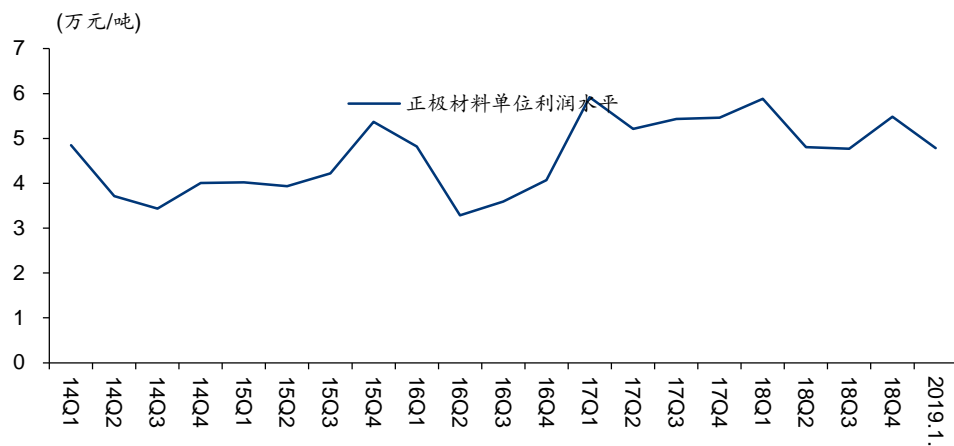
我们结合各个环节的价格数据，对国内动力电池的单位利润水平做了模拟测算，根据我们的计算结果，19年1月动力电池盈利较18年Q2有所改善，其中622动力电池单位KWH的电池盈利从637回升至822元，我们认为盈利改善有助于钴锂下游订单的增长

图表18：国内动力电池利润变化测算



资料来源：高工锂电，华泰证券研究所

图表19: 国内正极材料利润变化测算



资料来源: 高工锂电, 华泰证券研究所

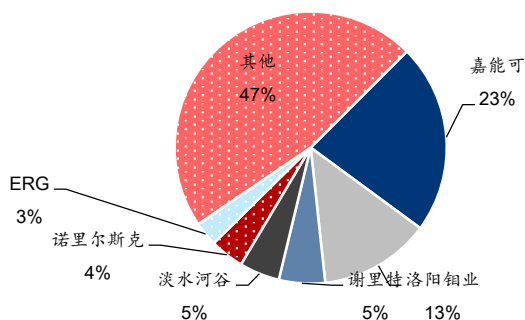
行业基本面：19年面临持续过剩，关注成本支撑作用

钴：内外价差有望修复，关注手抓矿供应变化

供应：资源集中性较强，手采矿供应易受价格影响

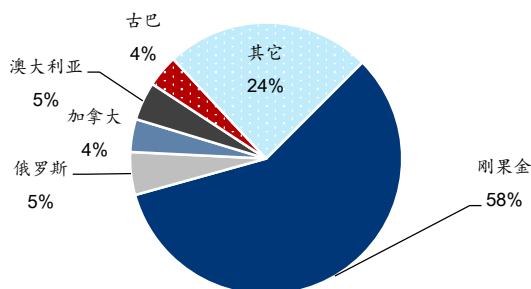
钴在全球的分布较为不平衡，供应在地域和企业方面均具有较强的集中性，全球主要矿产地刚果（金）的供应主要由大型矿企所拥有的矿山和地表手采矿构成，矿企以嘉能可、洛阳钼业为主，手采矿近年来主要由国内企业购买。

图表20：17年全球钴产量按企业分布



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

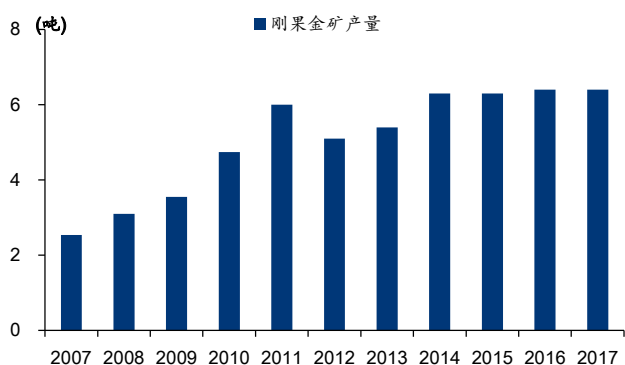
图表21：17年全球钴产量按地域分布



资料来源：USGS，华泰证券研究所

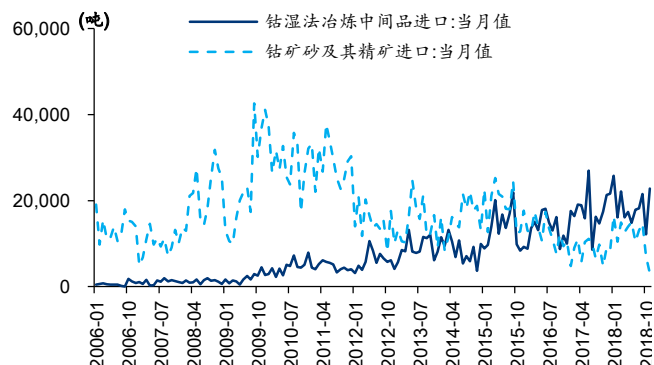
从历史产量和进口数据来看，我们认为手抓矿和新增钴矿项目投产或将受到低价的阻碍。据USGS统计，12-13年刚果金钴矿产出较11年有所回落，我们认为部分由于低价下手采矿产出意愿低导致。至19年2月8日，据我们测算，刚果金手抓矿毛利空间由18年4月的32万元/吨降至14万元/吨，降幅约56%。若刚果金地区大量的手采矿的盈利空间受到压缩，有望在一定程度上形成对供应端的扰动。

图表22：刚果金矿产量变化



资料来源：USGS，华泰证券研究所

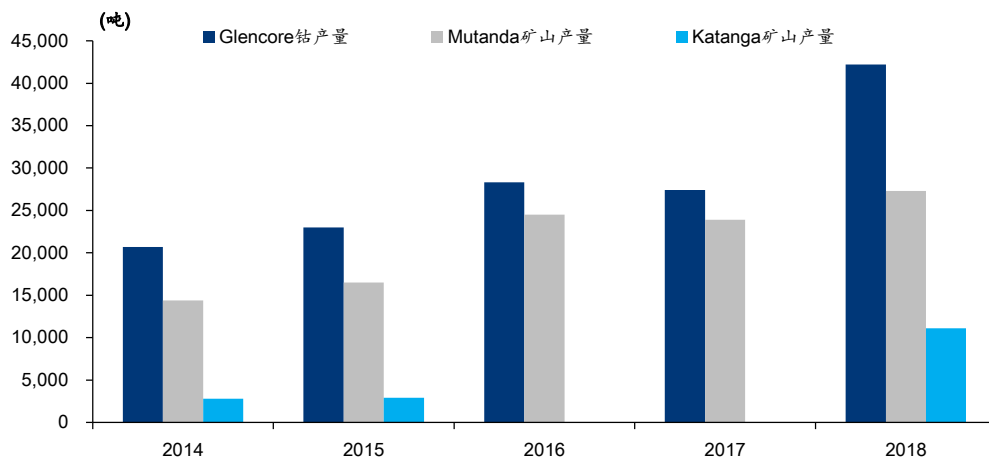
图表23：钴原料端进口月度数据



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

据最新年报，2018年嘉能可钴产量同比增长54%至4.2万吨，其中Mutanda产量2.73万吨，同比增加3400吨。主要增量为KCC矿山，产量约1.1万吨；公司19年钴产量指引5.7万吨。

图表24： 嘉能可金属钴产量



资料来源：嘉能可公告，华泰证券研究所

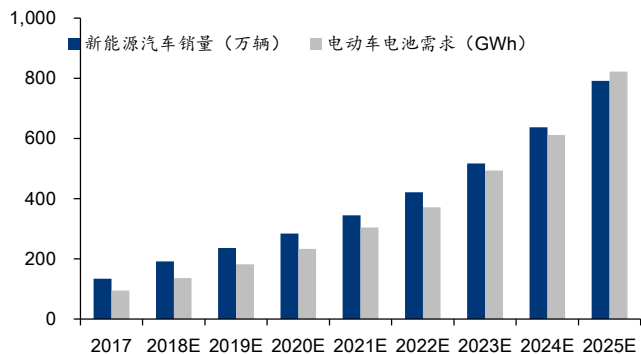
我们认为，嘉能可作为全球钴供应的龙头企业，旗下项目的产量释放节奏将对钴价走势造成较强影响。2018年11月，KCC 矿山所在公司宣称由于铀含量超标，将暂停钴产品销售至19年三季度，在系统改造之前仍正常生产。我们认为，除铀系统的增设虽然不影响生产行为，只是减少了短期销量，但仍将对钴的供应产生扰动：一方面，KCC 矿山的二期扩建工程可能会受影响延后，我们预计新增产能要到正常销售后释放；另一方面，嘉能可也可以通过调节19-20年销售节奏来影响市场，对供应造成不确定性。

据 SMM 的报道，19年2月嘉能可正在刚果金 Mutanda 铜钴矿裁员，计划削减成本；同时该公司正在考虑计划停止在 Mutanda 开采氧化钴矿，并投资开发从硫化矿中提取钴的新方法。我们认为，钴价下跌下，此前嘉能可宣布 KCC 的销售暂停，对市场供应节奏形成一定影响；后续不排除暂停或减少 Mutanda 产出并进行技改的可能性。

需求：看好动力电池行业持续增长，三元比重长期预期增加

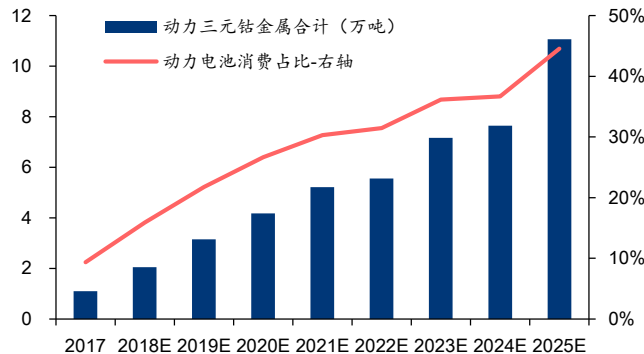
据我们测算，2018年全球动力电池消费用钴达到2万吨左右，占钴总消费比例约16%；长期来看，国内新能源路径若持续发展，单车带电量有望持续增加；若长期 811&NCA 将取代 532 成为主流型号，单位 KWH 用钴从 0.21KG 减少至 0.09KG，在此背景下，我们预计 2025 年动力电池用钴量占比有望达到 45%左右。

图表25： 全球新能源车销量和电池需求预测



资料来源：高工锂电，华泰证券研究所

图表26： 动力三元用钴量预测



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

供需：19 年出现明显过剩，2022 年供需有望边际改善

由于嘉能可旗下矿山产量对钴的供应有着较大影响，我们在几种不同的情境下进行钴行业的供需平衡测算，情境的假设如表格所示。

图表27： 嘉能可旗下矿山产量假设（单位：吨）

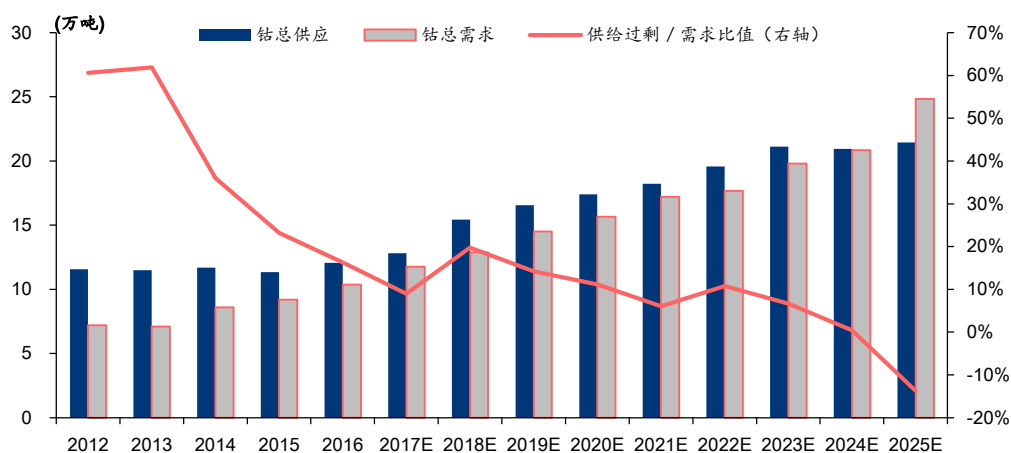
假设		2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
乐观	Mutanda 矿山产量	27300	23900	23900	23900	23900	23900	23900	23900
	Katanga 矿山产量	11100	11100	11100	11100	20000	34000	32000	32000
中性	Mutanda 矿山产量	27300	25600	25600	25600	25600	25600	25600	25600
	Katanga 矿山产量	11100	18600	22000	34000	32000	32000	32000	32000
悲观	Mutanda 矿山产量	27300	27300	27300	27300	27300	27300	27300	27300
	Katanga 矿山产量	11100	26100	34000	32000	32000	32000	32000	32000

资料来源：嘉能可，华泰证券研究所

注：乐观假设为 19-21 年间 Katanga 产量未增长且 Mutanda 产量回落至 17 年水平；悲观假设为 19-21 年间 Katanga 产量持续增长且 Mutanda 产量保持 18 年较高水平；中性假设为前两种的中间值。

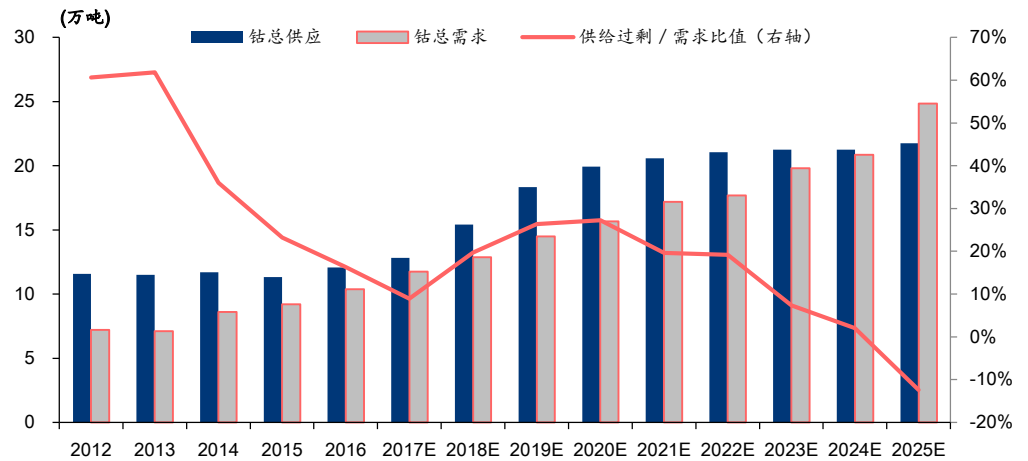
在不同情境下，我们测算的中长期钴行业格局有所差别。按照中性假设下，我们认为 2018-2021 年钴的供需格局将由平衡转向过剩，价格面临进一步的下行压力，预计 2019-2020 年钴行业的过剩值或达到阶段高点；中长期若新能源行业景气度持续增长，2022 年钴的行业供需有望出现边际改善。

图表28： 全球钴供需平衡预测（乐观假设）



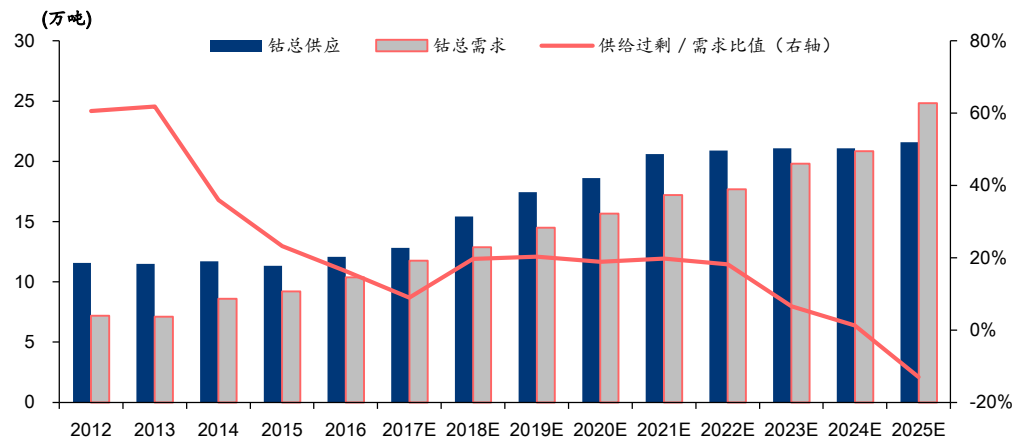
资料来源：安泰科，华泰证券研究所

图表29：全球钴供需平衡预测（中性假设）



资料来源：安泰科，华泰证券研究所

图表30：全球钴供需平衡预测（悲观假设）

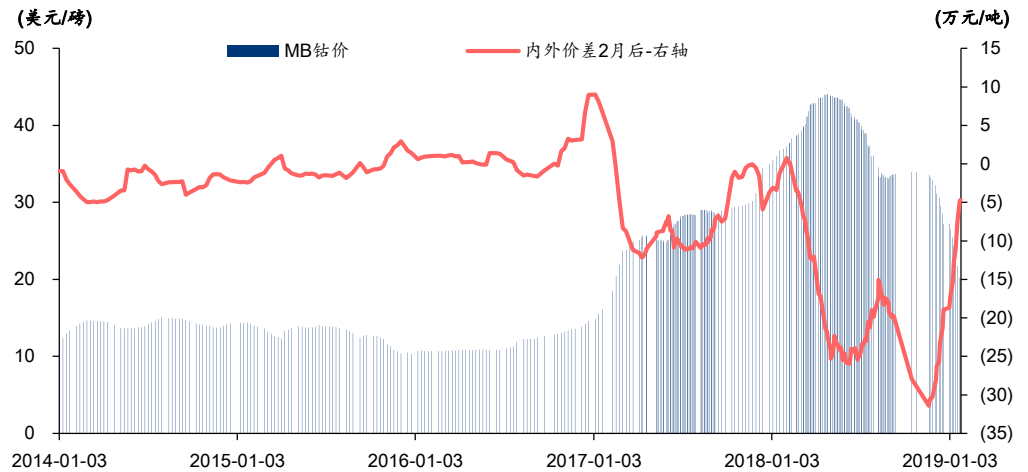


资料来源：安泰科，华泰证券研究所

市场：海外 MB 价格下行，海内外价差阻碍有望消除

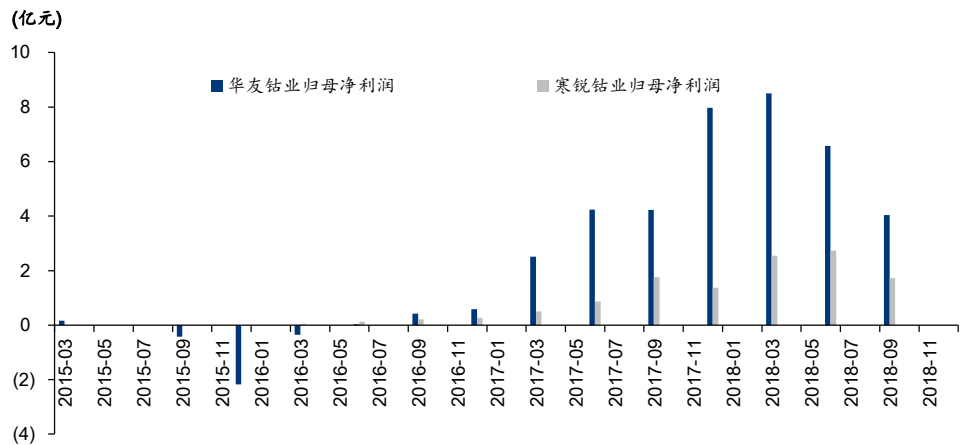
由于历史因素，海外钴的定价参考为欧洲市场 MB 报价，国内生产商采购原料计价参考 MB 钴价，因此若国内电解钴价格低海外 MB 折算价较多，则国内企业将面临较大的亏损压力。据价格数据和我们测算，18年中后内外价差扩大，至19年初随着 MB 钴价下跌，价差出现修复；我们认为海内外市场的平衡或将帮助市场加快自我调节，加强国内钴盐生产商的采购意愿。

图表31： 2月平移后国内电解钴与海外MB钴价之间差额测算



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32： 钴行业主要公司季度归母净利润变化



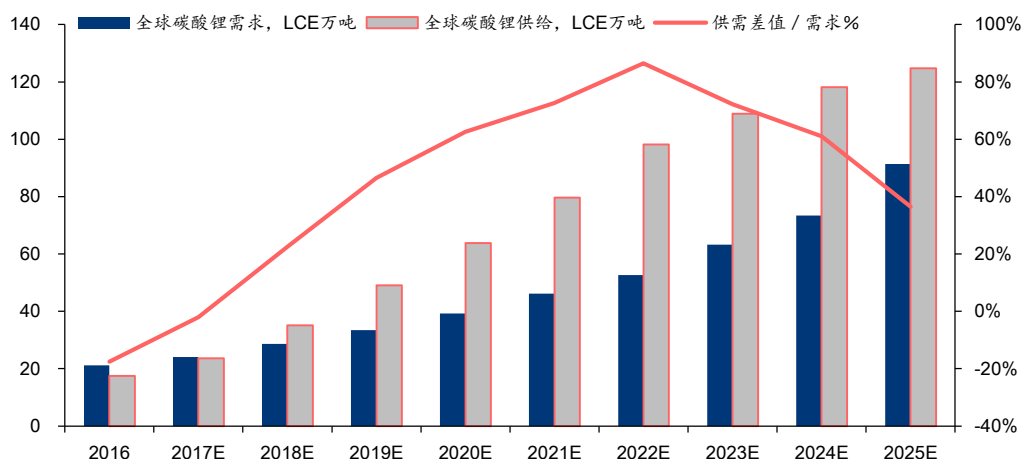
资料来源：Wind，华泰证券研究所

锂：降价压力传导至资源端，关注新项目投产进度

供需：锂资源项目进入产能释放期，供需出现明显过剩

客观来看，我们认为 2018 年底至 2020 年行业供需过剩的局面较难逆转，未来 2-3 年内全球低成本盐湖和锂辉石矿产能预计大规模投放，并且供应释放的速度将高于需求增速。若按照企业披露的项目投产规划，2019-2022 年全球碳酸锂供应将出现较为严重的过剩。

图表33：全球锂供需平衡预测



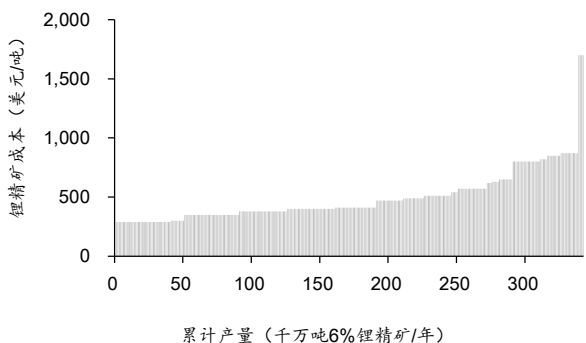
资料来源：安泰科，华泰证券研究所

成本：价格已近上游成本中枢，预计下跌空间有限

18年以来，碳酸锂价格持续下跌，据我们测算当前价格已经低于部分外购精矿企业的完全生产成本（18年约7.4万元/吨），且逐渐接近全球锂矿和盐湖的生产成本中枢（约6万元/吨）。从成本的角度来看，当前锂行业已经接近景气底部，并且有望面临部分高成本企业的产能出清。

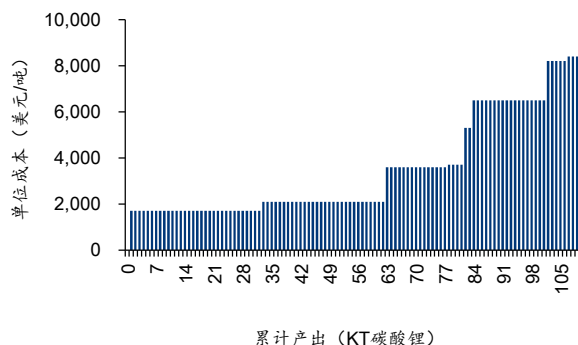
从全球矿山和盐湖的生产成本来看，我们预计18-20年电池级碳酸锂的价格底部为6-7万元/吨；若价格低迷下亏损产能退出完成，则行业有望在新能源需求持续增长的基础上，出现新一轮复苏。

图表34：全球主要锂辉石矿山生产成本示意（2017）



资料来源：CRU，华泰证券研究所

图表35：全球主要盐湖生产成本示意（2017）



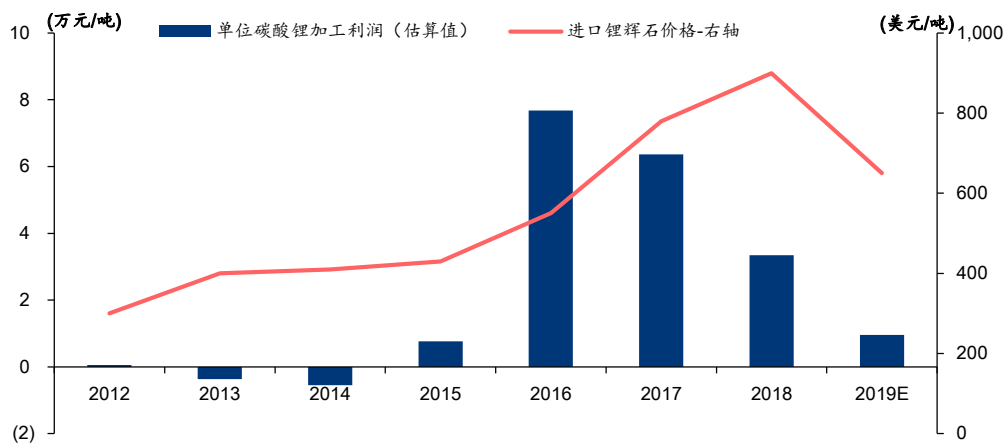
资料来源：Roskill，华泰证券研究所

市场：降价压力逐渐传导至矿端，低成本资源将占优势低位

15年底碳酸锂价格快速上涨后，由于海外矿企与国内加工企业之间的锂精矿价格谈判存在一定的滞后性，据CRU数据进口锂辉石均价在2018年达到了历史高位。我们根据碳酸锂和锂精矿均价做了理论盈利情况的测算，得出16-17年国内外购精矿的碳酸锂加工企业盈利处于较高水平，18年后有明显回落。与之相反，在2018年海外矿企受益长单价格高位，具备较好的盈利能力。

我们认为19年初，海内外企业将就新的锂精矿长单价格继续进行谈判，据2019年1月15日澳大利亚公司Alliance Mineral Assets发布的公告，19年2月至2022年，对标准锂精矿的定价机制由2018年的880美元/吨，调整为最低价格680美元/吨、最高价格1080美元/吨的动态范围。我们认为锂矿价格回落是碳酸锂价格下跌后的大概率事件，在此背景下矿与冶炼端的盈利均将下滑，低成本的优质锂矿资源将占优势。

图表36: 锂精矿价格与碳酸锂加工利润估算变化



资料来源: CRU, 华泰证券研究所

风险提示

矿山供应释放超预期

若刚果金等地区钴矿山项目进度超预期，国外盐湖和锂辉石矿山项目产能新增和释放超预期，则钴锂上游供应量将超预期释放，可能导致过剩量增加，价格下跌

下游需求不及预期

若补贴退坡等政策因素导致下游新能源汽车需求不及预期，则动力电池材料的订单可能不及预期；或手机笔记本等需求低预期，可能导致供需出现过剩，价格可能出现下跌。

库存水平或负面产业政策等超预期

若社会库存水平超预期，或短期出现负面政策等因素，以及全球贸易摩擦加剧，导致进出口受阻，可能导致价格出现波动。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com