

稀有金属

天风问答系列：为何上游锂板块持续与基本面背离？

锂价涨而股价跌，行业基本面与二级市场背离已持续近一个半月，市场难成合力的核心原因在于站在过去、当下和未来审视锂板块的投资者均未达成一致预期，而此篇报告致力于回答二级市场对上游锂板块的核心担忧：

上游锂板块到底是周期还是成长？

上游锂板块是带有周期属性的成长，远期更多是走量的逻辑，而不是价。周期的驱动来自供给出清，成长的驱动来自需求爆发。不可否认过去五年锂价的大起大落让市场短期更关心于价格波动，但我们认为：

量：四十年维度六十倍需求，成长的核心逻辑在于量的高增。据 IEA 预测，在社会可持续发展下，2040 年风光配套储能将升至 92%，锂的需求将随之升至 1400 万吨，同比去年增长近 43 倍。氢及钠电池在长周期下或将取代部分锂电应用场景，但锂盐需求复合高增已形成一致预期，这也上游锂矿板块值得长期配置的核心原因。

价：长中枢锂价在一定范围波动更加合理，但避免不了周期性小范围波动。原材料价格长期维持在合理中枢或将保障新能源产业的快速发展，预计 10-12 万元锂价将更符合产业发展趋势。未来或很难再经历一轮 4-18 万的宏大周期，锂价在合理区间内周期性波动概率更大，这也将给板块带来更多博弈与超额收益。

锂价再触上一轮高点，是否意味着板块失去配置价值？

锂价触及前期高点并不意味着行情结束，核心是价格能否持续。我们回顾上一轮周期：

- 1) 股价与基本面也曾出现背离，业绩兑现更为关键。上一轮周期锂价在首轮快速上行期时同样出现了股价与基本面背离区间，而随着 15 年报业绩的陆续释放，二级市场股价重回上行区间。
- 2) 市场更关心价格能否持续，而不在意短期锂价能冲多高。相比锂价第一波冲高回落，市场更青睐于第二波锂价缓慢上行，当市场对锂价中枢区间形成一致预期时，将聚焦于企业扩产自身 alpha 带来的业绩提升，也就是上文所提的走量逻辑。

风险提示：锂价下跌导致公司利润下降的风险，盐湖扩产不及预期导致公司业绩不及预期的风险。

证券研究报告

2021 年 11 月 13 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《稀有金属-行业研究周报:再入新能源车旺季，坚定看好上游锂板块配置价值》 2021-11-02
- 2 《稀有金属-行业研究周报:雅宝激进扩产怎么看？》 2021-10-25
- 3 《稀有金属-行业研究周报:9 月新能源车产销向好，持续关注锂板块机会》 2021-10-18

内容目录

1. 站在过去：锂价再触及上一轮周期顶点，上游锂板块到底是周期还是成长？	3
1.1. 上游锂板块是周期还是成长？	3
1.2. 锂价再触上一轮高点，是否意味着板块失去配置价值？	3
2. 站在当下：当前锂价下游产业链能否接受？	4
3. 站在未来：锂价未来走势如何？板块将如何分化？	4
3.1. 锂价未来走势如何？	4
3.2. 锂板块将如何分化？	5
4. 风险提示	5
4.1. 锂盐价格大幅下跌风险	5
4.2. 盐湖扩产不及预期	6

图表目录

图 1：相比短期锂价能冲多高，市场更关心价格能否持续	3
图 2：相比原材料价格，正极厂更关心此轮能否抢占市场份额(2021 年 1-5 月数据)	4
图 3：对长中枢锂价并不悲观，核心还是需求变化	4

锂价涨而股价跌，行业基本面与二级市场背离已持续近一个半月，市场难成合力的核心原因在于站在过去、当下和未来审视锂板块的投资者均未达成一致预期，而此篇报告致力于回答二级市场对上游锂板块的核心担忧：

1. 站在过去：锂价再触及上一轮周期顶点，上游锂板块到底是周期还是成长？

1.1. 上游锂板块是周期还是成长？

上游锂板块是带有周期属性的成长，远期更多是走量的逻辑，而不是价。周期的驱动来自供给出清，成长的驱动来自需求爆发。不可否认过去五年锂价的大起大落让市场短期更关心于价格波动，但我们认为：

1) 量：二十年维度四十倍需求，成长股的核心逻辑在于量的高增。据 IEA 预测，在社会可持续发展下，2040 年风光配套储能将升至 92%，锂的需求将随之升至 1400 万吨，同比增长近 43 倍。氢及钠电池在长周期下或将取代部分锂电应用场景，但锂盐需求复合高增已形成一致预期，这也上游锂矿板块值得长期配置的核心原因。

2) 价：长中枢锂价在一定范围波动更加合理，但避免不了周期性小范围波动。原材料价格长期维持在合理中枢或将保障新能源产业的快速发展，预计 10-12 万元锂价将更符合产业发展趋势。未来或很难再经历一轮 4-18 万的宏大周期，锂价在合理区间内周期性波动概率更大，这也将给板块带来更多博弈与超额收益。

1.2. 锂价再触上一轮高点，是否意味着板块失去配置价值？

锂价触及前期高点并不意味着行情结束，核心是价格能否持续。我们回顾上一轮周期：

1) 股价与基本面也曾出现背离，业绩兑现更为关键。上一轮周期锂价在首轮快速上行期时同样出现了股价与基本面背离区间，而随着 15 年报业绩的陆续释放，二级市场股价重回上行区间。

2) 市场更关心价格能否持续，而不在意短期锂价能冲多高。相比锂价第一波冲高回落，市场更青睐于第二波锂价缓慢上行，当市场对锂价中枢区间形成一致预期时，将聚焦于企业扩产自身 alpha 带来的业绩提升，也就是上文所提的走量逻辑。

图 1：相比短期锂价能冲多高，市场更关心价格能否持续



资料来源：Wind，天风证券研究所

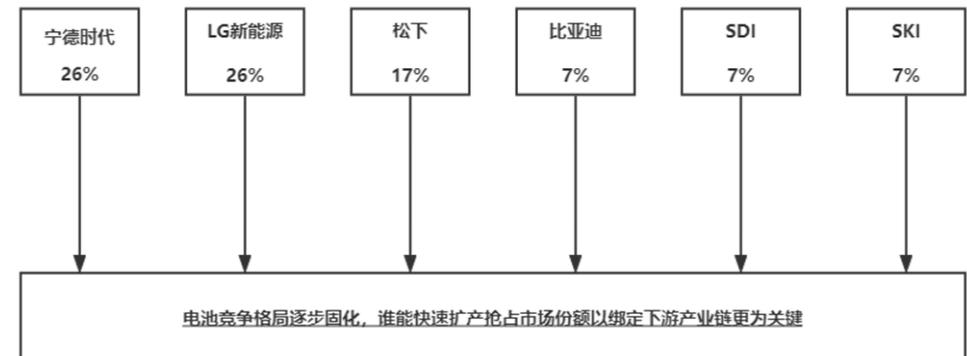
2. 站在当下：当前锂价下游产业链能否接受？

锂价可以接受，线索有二：

1) 锂价接受度取决于能否向下游传导，目前传导较为顺畅。锂盐价格自去年 Q4 以来涨幅四倍有余，同时跟踪下游磷酸铁锂正极材料价格也实现同比 250%+ 涨幅，而通过最近比亚迪上调 20% 电池价格来看，价格的传导较为顺畅。

2) 下游此轮更关心市场份额，而不是原材料价格。此轮正极材料厂疯狂扩产的背后，是下游电池企业竞争格局逐步固化，现有头部电池厂 CR3=69%。相比短期原材料的价格波动，正极材料企业更关心能否在此轮周期中率先扩产抢占市场份额，以绑定下游头部电池厂。

图 2：相比原材料价格，正极厂更关心此轮能否抢占市场份额(2021 年 1-5 月数据)



资料来源：IEEE，天风证券研究所

3. 站在未来：锂价未来走势如何？板块将如何分化？

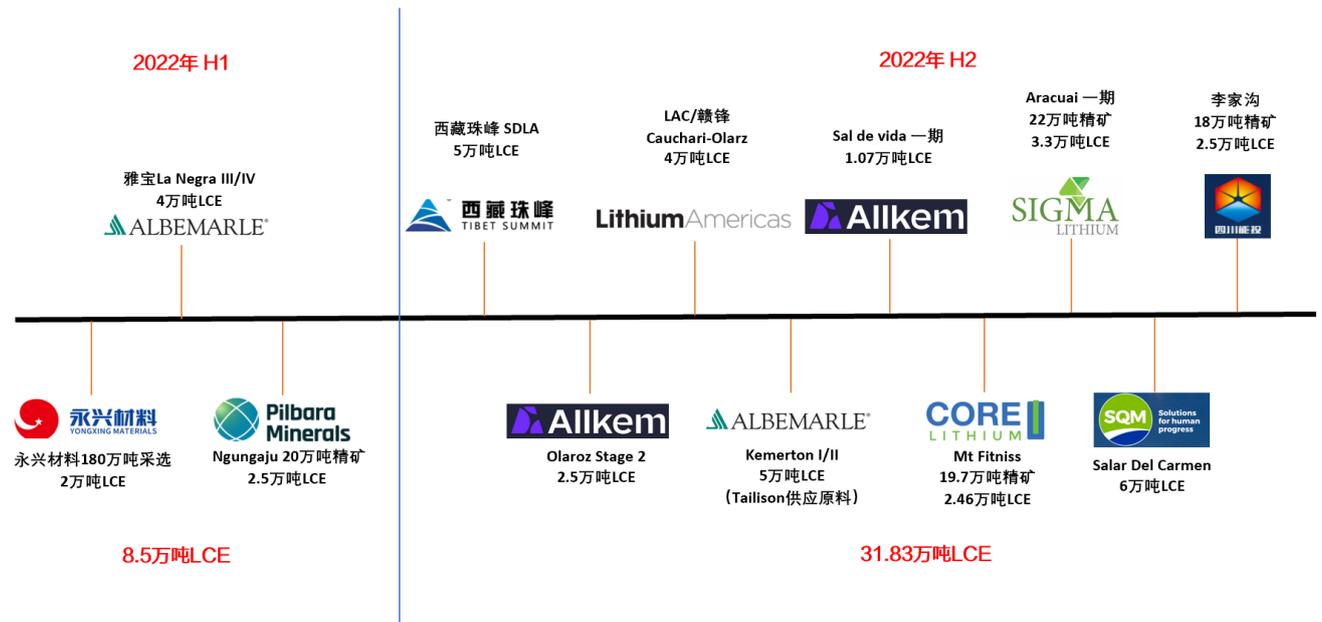
3.1. 锂价未来走势如何？

短期价格仍将上行。1) 供给仍然紧张，锂价大概率仍将上行。下游新能源车市场受缺芯影响需求短期承压，但随着马来西亚、菲律宾等地的疫情好转，10 月份可观察到明显改善。考虑 Q4 为传统新能源车产销旺季，我们仍坚持锂价短期仍将上行。2) Pilbara 第三次拍卖价格更多体现了行业对明年 H1 锂价的预期。Pilbara 第三次拍卖价格 2350 美金/吨，对应制备碳酸锂无利可循。考虑 Pilbara 此批精矿将于 2 月份启航运往中国，拍卖更多体现的是行业对 22 年 H1 锂价维持高中枢的乐观预期。

如果有锂价有拐点，那大概率在 22 年 Q4 季度。根据我们对新增产能的统计，22 年共计将有 40.33 万吨 LCE 新增产能投放，其中 78.92% 的产能（对应 31.83 万吨 LCE）将集中于 22 年 H2 投产。

大规模产能释放并不悲观，核心还是需求变化。1) 23 年锂价中枢并不悲观。本轮虽新增产能集中于 22 年 Q4 释放，但项目多为海外矿山+盐湖，实际产能爬坡指引多为 18-24 个月，22-23 年锂价中枢仍将维持。2) 相比供给端产能释放，对远期锂价趋势的判断更多是对需求端的追踪。

图 3：对长中枢锂价并不悲观，核心还是需求变化（标注为产能，并不代表实际产量）



资料来源：各公司公告整理，假设 8 吨精矿对应 1 吨 LCE，天风证券研究所

3.2. 锂板块将如何分化？

在当下新能源产业链上中下游快速扩产共振之时，价格的剧烈波动会直接影响企业短期 EPS，涨价逻辑为当下市场最为关心要点。但以长周期维度分析，我们认为市场将分化成两大核心赛道，两类锂盐企业将享受充分溢价：1) 走向大宗化的碳酸锂，成本为王时代资源扩张能力强的企业。2) 走向精细化的氢氧化锂，拥强 know-how 壁垒实现产业一体化的企业。

大宗化的碳酸锂：成本为王，“走出去”或为大势

在碳酸锂偏向大宗品的考量下，能否以更低成本制备碳酸锂将成为未来锂企的核心竞争力，换言之对上游锂资源类企业而言，即是对高品位大储量的优质资源的勘探开发能力。据 USGS 统计，中国锂资源储量仅占全球 6%，且中国本土已形成青藏盐湖、四川锂矿、江西云母等成熟产业集群，本土锂资源远期增量难以支撑我国新能源全球龙头地位，中资锂企业“走出去”深度布局海外尤其阿根廷的优质资源，或将成为长周期行业大势。

精细化的氢氧化锂：四大门槛，know-how 壁垒独享溢价

在市场一味追求“有矿就好”的浪潮下，我们需提醒锂资源远期投产项目均为绿地项目，氢氧化锂加工企业的基因仍属制造业，对上游资源开发并不擅长。长周期下，氢氧化锂加工企业的 Capex 重心需放在产能扩展与技术提升方面，我们选取四大门槛进行筛选，远期拥 Know-how 壁垒且绑定下游产业链的氢氧化锂加工企业将享受溢价。

长期纬度考虑，我们推荐：

- 1) 碳酸锂大宗化，“找矿”能力优异的：赣锋锂业。
- 2) 氢氧化锂精细化，加工能力优异的：雅化集团、赣锋锂业。

短期纬度考虑，我们推荐以业绩为核心驱动力的：天齐锂业、永兴材料。

4. 风险提示

4.1. 锂盐价格大幅下跌风险

受益于新能源高景气周期，当下锂盐价格保持强势，但若上游资源扩张速度过快，供需或出现翻转，锂盐价格存在大幅下跌风险。

4.2. 盐湖扩产不及预期

盐湖项目多处于阿根廷，若当地疫情反复或者政治局势出现变动，将显著影响盐湖项目的施工进度。

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com