

# 能源金属

证券研究报告

2024年01月20日

## 本轮锂周期复盘：资源为王静待风起，关注相对底部机会

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

上次评级

作者

刘奕町

分析师

SAC 执业证书编号：S1110523050001

liuyiting@tfzq.com

孙亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516110003

sunliang@tfzq.com

### 缘起：为什么做本轮锂周期复盘？

回顾 23 年锂板块行情，锂的商品价格和股价持续下跌：锂价整体呈单边下跌趋势，电碳从年初的 51 万元/吨跌至年末的 10 万/吨；股价整体持续回调。从历史复盘的角度来看：本轮锂价周期开启于 2020 年 Q3，历经上涨和高位震荡之后，于 2022 年 12 月正式进入下跌阶段。未来锂价怎么走？锂价如何影响股价？锂板块行情将如何演绎？我们进行了从 19 年至今的历史复盘，希望从本轮周期中找到相关的线索与启示。

### 历史复盘：本轮周期锂价经历三个阶段，股价走出三轮上涨行情

锂价由供需主导，在本轮周期中主要经历三个阶段：1) 第一阶段 (2020.8-2022.3)：锂价上涨；2) 第二阶段 (2022.3-2022.12)：锂价高位震荡；3) 第三阶段 (2022.12-至今)：锂价下跌。股价跟随锂价走，在本轮周期中走出三轮上涨行情：1) 第一阶段上涨 (2019.11-2020.7)：预期反转驱动；2) 第二阶段上涨 (2020.9-2021.1, 2020.4-2021.9 月初)：锂价上涨驱动；3) 第三阶段上涨 (2022.4 月底-2022.7 月初)：业绩兑现驱动。

启示录：锂价由供需主导，股价跟随锂价走，核心影响路径为锂价—业绩—股价

锂价决定因素：1) 供需：锂价主要由供需决定，供需关系决定主趋势和持续时间；2) 产业链放大需求：此外，由于“牛鞭效应”，产业链出于备货或抢占市场份额等需求，会将终端实际需求放大，集体的补库和去库进一步影响锂价。

股价如何演绎：1) 大的拐点基本一致，股价往往提前反映锂价。我们认为锂价对股价的影响路径主要是：锂价—业绩—股价，反映市场预期的变化；2) 在一轮锂周期中，股价往往会走出预期反转、锂价上涨、业绩兑现三波上涨行情；3) 在这个过程中，股价可能抢跑与锂价发生背离，主要因素在于市场对锂价持续性的担心，归根到底是对业绩能否兑现的担心。

### 未来展望：资源为王静待风起，关注相对底部机会

2024-2025 年，我们预计锂资源供应可能由供需紧平衡向供应过剩过渡。锂价中枢或仍有下探空间，企业的成本优势和资源优势重要性将持续凸显。通过复盘本轮锂价周期与股价走势，我们发现两者之间存在错位窗口，股价往往提前反映锂价。在本轮下行周期中，我们认为股价已 price in 下跌预期，目前处于历史较低位。建议关注：永兴材料、中矿资源。

风险提示：宏观经济波动风险；上游供给大增的风险；下游需求不及预期的风险。

### 行业走势图



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 1. 缘起：为什么做本轮锂周期复盘？

回顾 23 年锂板块行情，锂的商品价格和股价持续下跌：锂价整体呈单边下跌趋势，电碳从年初的 51 万元/吨跌至年末的 10 万/吨；股价整体持续回调，天齐/赣锋股价跌幅分别达 31%/44%。

从历史复盘的角度来看：本轮锂价周期开启于 2020 年 Q3，历经上涨和高位震荡之后，于 2022 年 12 月正式进入下跌阶段。

未来锂价怎么走？锂价如何影响股价？锂板块行情将如何演绎？我们进行了从 19 年至今的历史复盘，希望从本轮周期中找到相关的线索与启示。

## 2. 历史复盘：本轮周期锂价经历三个阶段，股价走出三轮上涨行情

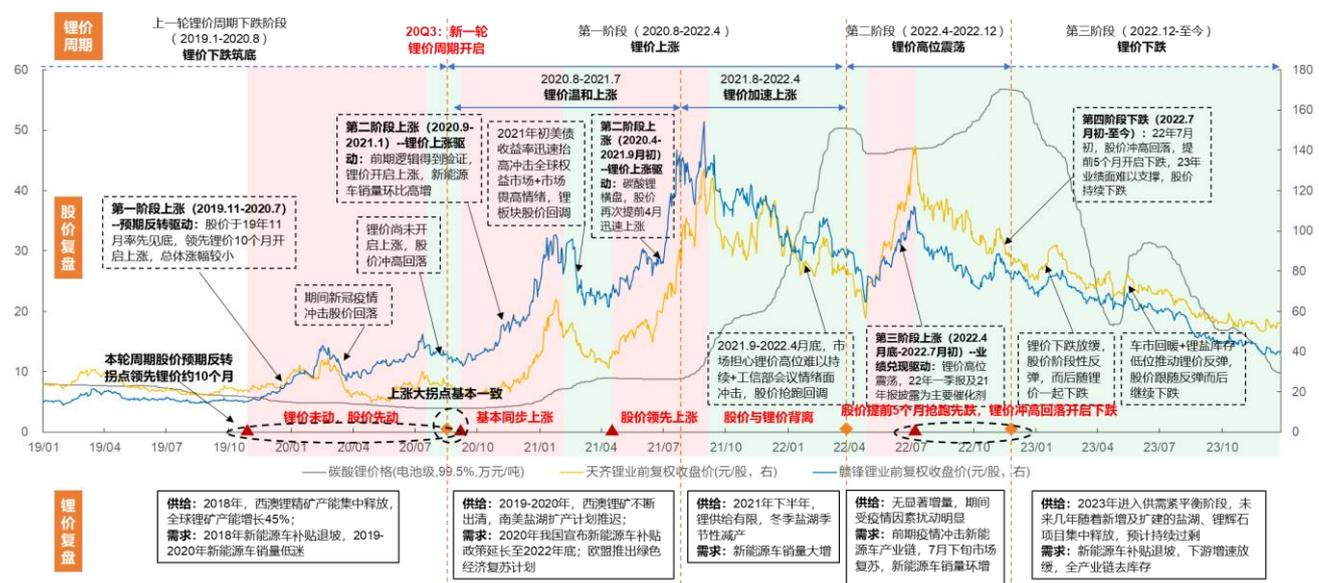
### 2.1. 锂价由供需主导

- 1) 第一阶段 (2020.8-2022.3)：锂价上涨
  - 2020.8-2021.7：锂价温和上涨
  - 2021.8-2022.3：锂价加速上涨
- 2) 第二阶段 (2022.3-2022.12)：锂价高位震荡
- 3) 第三阶段 (2022.12-至今)：锂价下跌

### 2.2. 股价跟随锂价走，核心影响路径为：锂价--业绩--股价

- 1) 第一阶段上涨 (2019.11-2020.7)：预期反转驱动
- 2) 第二阶段上涨 (2020.9-2021.1, 2020.4-2021.9 月初)：锂价上涨驱动
- 3) 第三阶段上涨 (2022.4 月底-2022.7 月初)：业绩兑现驱动
- 4) 第四阶段下跌 (2022.7 月初-至今)：锂价下跌预期+业绩走弱导致

图 1：本轮锂周期锂价与股价详情复盘



资料来源：Wind，SMM 锂钴新能源，前瞻产业研究院，汽车碳中和技术公众号，中国政府网，新华网，PCEC 可持续发展服务公众号，生意社公众号等，天风证券研究所

### 3. 启示录：锂价由供需主导，股价跟随锂价走，核心影响路径为锂价--业绩--股价

#### 3.1. 锂价决定因素

- 1) **供需**：锂价主要由供需决定，供需关系决定主趋势和持续时间。
- 2) **产业链放大需求**：此外，由于“牛鞭效应”，产业链出于备货或抢占市场份额等需求，会将终端实际需求放大，集体的补库和去库进一步影响锂价。

#### 3.2. 股价如何演绎

- 1) **股价跟随锂价走**：大的拐点基本一致，股价往往提前反映锂价。我们认为锂价对股价的影响路径主要是：锂价—业绩—股价，反映市场预期的变化。
- 2) **在一轮锂周期中，股价往往会走出三波上涨行情**：
  - 第一阶段：由预期反转驱动，领先锂价上涨，一般涨幅较小
  - 第二阶段：由锂价上涨驱动，几乎和锂价同步上涨，迎来大行情
  - 第三阶段：由业绩兑现驱动，锂价处于高位震荡阶段，公司定期报告披露成为催化剂
  - 第四阶段：下跌，由锂价下跌预期+业绩走弱导致
- 3) **在这个过程中，股价可能抢跑与锂价发生背离，主要因素在于市场对锂价持续性的担心，归根到底是对业绩能否兑现的担心。**

### 4. 未来展望：资源为王静待风起，关注相对底部机会

**锂价或仍有下探空间**：2024-2025 年，我们预计锂资源供应可能由供需紧平衡向供应过剩过渡。随着新增及扩建的盐湖、辉石等项目集中释放期，需求虽维持稳步上行但边际增速不及初期，从而推动锂盐供需结构实现逆转，锂价中枢或仍有下探空间，企业的成本优势和资源优势重要性将持续凸显。

**关注相对底部机会**：通过复盘本轮锂价周期与股价走势，我们发现两者之间存在错位窗口，股价往往提前反映锂价。在上一轮锂价下行周期中，19 年 11 月赣锋与天齐股价阶段性见底反转，而锂价于 20 年 8 月筑底，股价领先于锂价约 10 个月见底。在本轮下行周期中，我们认为股价已 price in 下跌预期，目前处于历史较低位。**建议关注：永兴材料、中矿资源。**

### 5. 风险提示

宏观经济波动风险；上游供给大增的风险；下游需求不及预期的风险。

## 分析师声明

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com