

风驰“电车”系列 2: 碳酸锂价格趋底, 锂电正极材料的春天还有多远?

电气设备

评级: 看好

日期: 2024.02.02

分析师 张鹏

登记编码: S0950523070001

☎: 18373169614

✉: zhangpeng1@wkzq.com.cn

行业表现

2024/2/1



资料来源: Wind, 聚源

相关研究

- 《风驰“电车”系列 1: 锂电跨界之殇: 跨界者能否跨越周期低谷?》(2024/1/31)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪(24年1月下): 23年风光新增装机破纪录, 消纳或成新能源主线》(2024/1/30)
- 《新能源产业趋势跟踪(24年1月上): SQM封路事件结束, 长中期锂电仍需加大勘探力度》(2024/1/17)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪(23年12月下): 新能源车持续景气, 多款焦点车型亮相》(2024/1/3)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪(23年12月上): 光伏竞争持续加剧, 金刚线钨丝化是长期趋势》(2023/12/19)
- 《五矿证券新能源产业趋势跟踪(23年11月下): 甘肃出台发电侧分时电价机制, 系统调节资源迎发展良机》(2023/11/28)
- 《锂电材料行业 2023年Q3财报点评: 盈利下滑, 底部渐显》(2023/11/10)

事件描述

近期, 部分锂电正极材料企业公布业绩快报和预告, 除当升科技小幅下滑, 有的企业下滑较多, 有的出现亏损。长远锂科预计 2023 年归母净利润约-1.50 亿元至-1.10 亿元, 与上年同期相比, 将出现亏损; 当升科技预计 2023 年归母净利润约 18.5 亿元至 20 亿元, 同比下降 18.09%至 11.45%; 容百科技 2023 年归母净利润约 5.93 亿元, 同比下降约 56.17%; 德方纳米预计 2023 年归母净利润约-16.5 亿元至-14.0 亿元, 与上年同期相比, 将出现亏损; 万润新能预计 2023 年归母净利润-16.0 亿元至-14.0 亿元, 与上年同期相比, 将出现亏损。

事件点评

电池级碳酸锂价格跌破 10 万关键点, Core lithium 等数家澳矿宣布减停产。同时近期部分正极企业公布的 2023 年业绩下滑较多, 有的企业出现亏损。锂电正极材料作为和锂关联紧密的环节, 碳酸锂价格趋底中, 其春天还有多远? 本报告通过对历史的复盘和现状的分析, 以期为产业和二级投资者带来一些思考。

以史为鉴: 上一轮底部发生了什么? 2019 年, 受新能源补贴政策滑坡及比克电池等事件波及, 部分锂电正极材料企业四季度业绩亏损。此外, 2019 年 H2 产业链供给出清事件接连发生, 包括上游端澳矿 Alita 为代表的减停产、中游比克电池和沃特玛事件。

立足当下: 当前基本面如何? 与上一轮周期有什么不同? 从已公布的业绩预告看, 部分正极材料企业 23 年 Q4 单季度业绩亏损。且本轮周期中, Core Lithium 等澳矿商也做出与上轮周期类似的锂矿减停产动作。我们认为, **不同于上一轮的是:** 1) 本轮下游需求仍保持增长态势; 2) 本轮正极环节现金流情况更健康; 3) 碳酸锂期货出台利于未来稳定企业业绩。本轮底部时间或将更长。

洞见未来: 正极材料板块的春天还有多远? 当前行业出现边际转好预期, 产业融资开始收紧、上游锂出现初步减产且对中游去库存影响减弱、2023 年较差年度财报即将过去、叠加期货套保的应用, 2024 年的业绩有望环比改善。寒冬阻挡不了春天的脚步, 我们建议: **对产业投资者,** 可根据情况开展碳酸锂期货套保; 维持现金流状态, 做好打持久战的准备; 在激烈竞争中保住市场份额; 抓住并购优质资产的机会做大做强。**对二级投资者,** 行业有望进入底部区间, 年度级别配置有意义。

风险提示: 1) 新能源车需求低于预期; 2) 锂电正极材料行业竞争超预期; 3) 碳酸锂价格大幅下跌。

锂电正极材料上接碳酸锂行业，下承电池行业，盈利上具备周期性和成长性的特征，2015年以来经历2轮周期。2023年12月，电池级碳酸锂价格跌破10万关键点位，近两个月Greenbushes、Mt Finiss等数家澳矿宣布减停产。

锂电正极材料是和锂关联紧密的环节，根据目前公布的业绩，2023年部分正极企业的业绩下滑较多，有的企业出现亏损。在碳酸锂价格趋底过程中，锂电正极材料未来的春天还有多远？本报告通过对历史的复盘和现状的分析，以期产业和二级投资者带来一些思考。

01 以史为鉴：上一轮底部发生了什么？

1.上轮底部特征一：正极材料行业季度级亏损

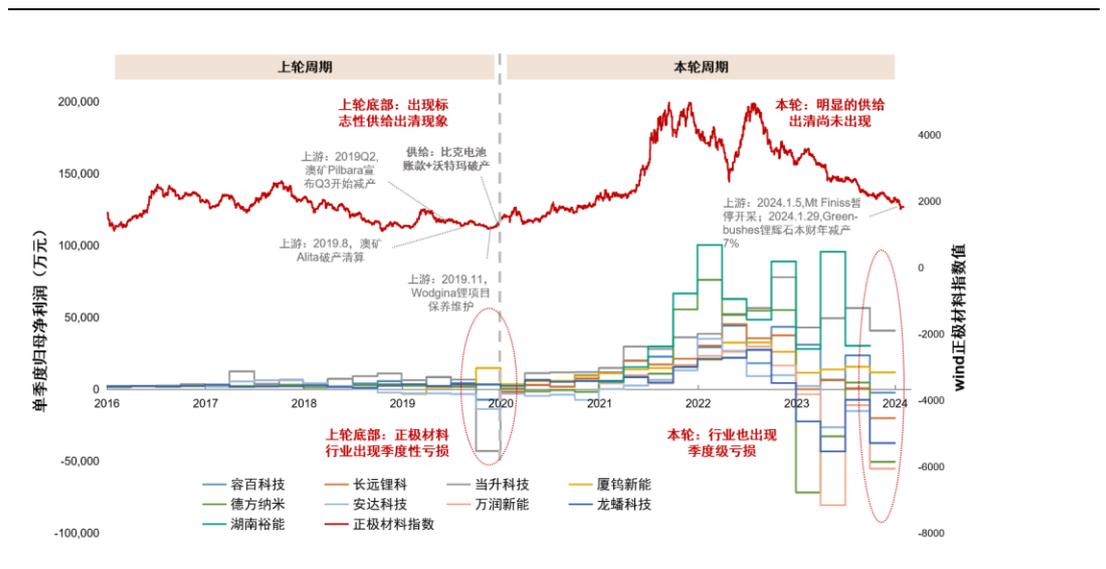
我们以正极材料重点企业季度盈亏为指标，对上一轮周期复盘后发现：在上一轮底部，正极材料行业出现了相对明显的季度级亏损。2019年四季度，容百科技、当升科技受到比克电池“连还债”事件牵连，分别计提坏账准备1.16亿元和2.65亿元，造成了季度的业绩亏损。

2.上轮底部特征二：标志性企业的供给出清

上一轮周期底部时期，产业链出现了陆续的供给出清事件。从上游端看，2019年陆续有澳矿宣布减停产。2019年8月，澳矿Alita宣布破产重组；2019年11月Wodgina锂项目宣布进入保养维护；同时19年下半年Mt Cattlin宣布将开采量减少约40%。这一系列减停产动作背后有碳酸锂价格下跌到了成本线附近的原因。

对于产业链中下游，2015年顶峰时期，中国的动力电池企业有240多家；到了2019年上半年，存活的只剩下93家，缩水近六成。2019年下半年出现了比克电池、沃特玛电池为代表的风险事件。2019年11月7日，当升科技公告称比克电池相关应收账款余额3.79亿元存在无法收回的风险，比克电池被卷入众泰和华泰汽车债务黑洞；2019年11月，在中国锂电池市场中排名前列的沃特玛宣布破产清算，在其破产时对外负债高达197亿元。

图表 1：两轮周期中，各重点锂电正极材料企业单季度盈利情况&行业重要事件复盘



资料来源：Wind，各公司公告，五矿证券研究所（部分公司23Q4业绩采用的是业绩预告中值测算）

02 立足当下：当前基本面如何？与上一轮周期有什么不同？

1.当前的基本面如何？

以史为鉴，反观今朝。2023年碳酸锂价格下跌较多，部分正极材料企业业绩受损。从目前已经公布业绩预告的几家正极材料企业的归母净利润情况来看，**2023年四季度，除当升科技和厦钨新能外，长远锂科、容百科技、德方纳米、湖北万润、龙蟠科技均出现了季度亏损。**长远锂科单季度预亏2亿元左右，德方纳米2023Q4预亏5.3亿元左右，万润新能2023Q4预亏5.5亿元左右，龙蟠科技2023Q4预亏4.4亿元左右（龙蟠科技、万润新能、德方纳米均用业绩预告中值测算）。

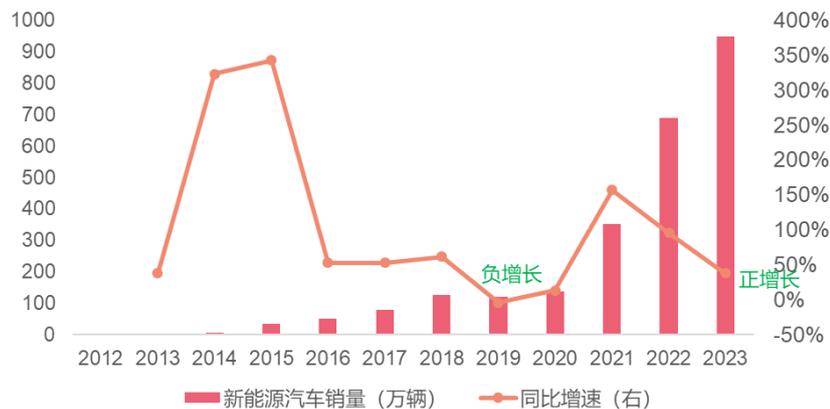
在本轮周期中，上游也开始出现了减停产。2023年12月Core Lithium宣布其旗下锂矿山Mt Finiss减产，并于2024年1月5日公布Mt Finiss原矿开采暂停。2024年1月29日，澳矿Greenbushes宣布锂辉石精矿减产约10万吨。本周期也开始陆续出现与上轮周期类似的锂矿减停产事件。

2.本轮与上一轮周期底部有何不同？

1) 上一轮正极材料下游需求是“急刹车”，本轮是“减速”

2019年，国内新能源汽车销量同比增速为-4%，市场需求增长陷入停滞。而在本轮周期中需求还在增长，其中2023年中国新能源汽车销量维持了近40%的增速。根据GGII预测，我国2024年新能源乘用车销量有望为1100万辆，电动化渗透率有望突破40%。

图表 2：本轮下游需求仍在增长

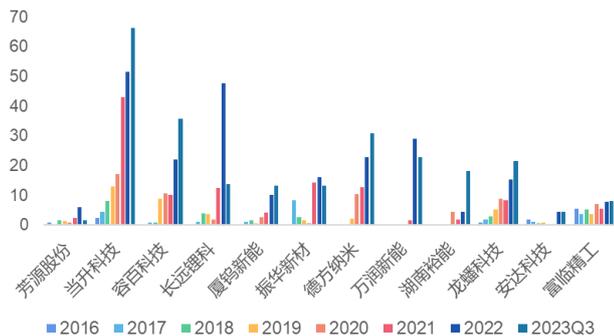


资料来源：中汽协，Wind，五矿证券研究所

2) 本轮周期正极材料行业现金流情况相较上轮更健康

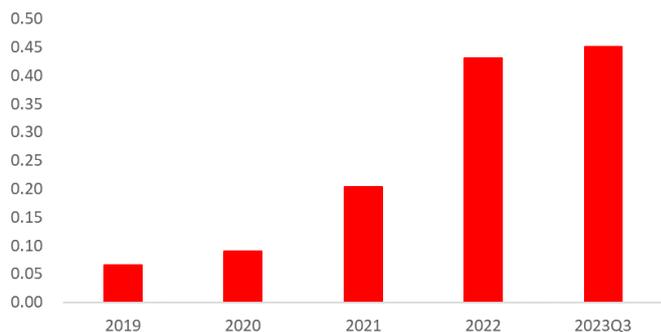
汇总重点锂电正极材料企业的现金情况，我们发现从总量上看，2023年Q3正极材料现金及现金等价物相比2019年增长了513%，现金储备整体较充足。现金比率角度看，2023Q3重点公司的现金比率为0.45，相比2019年底部的0.07有所增长。总的来看，得益于本轮周期中市场的融资，锂电正极材料企业有更好的风险抵御能力。

图表 3：重点锂电正极材料企业现金和现金等价物情况-亿元



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 4：截止 2023Q3 锂电正极材料重点公司现金比率处于高位



资料来源：Wind，五矿证券研究所

3) 本轮周期新增了碳酸锂期货因素，在套保行为下企业业绩未来可能趋向稳定

2023 年碳酸锂价格下跌较多，锂电正极材料企业也因此承受了较大冲击。其中较为典型的是德方纳米在 2023 年一季度归母净利润亏损 7.17 亿元。2023 年 7 月碳酸锂期货上市后，龙蟠科技、德方纳米等锂电正极材料企业积极开展碳酸锂期货套保业务。在本轮周期，碳酸锂原材料的套保行为或可帮助企业对冲风险，企业业绩在 2024 年或将稳定下来。

图表 5：锂电正极材料企业开展碳酸锂期货套保情况汇总

公司名	开展套保业务公告日期	参与情况
龙蟠科技	2023/6/30	保证金最高余额不超过 3 亿元
德方纳米	2023/7/28	保证金最高余额不超过 1 亿元
湖南裕能	2023/10/27	保证金及权利金上限不超过 3 亿元，且任一交易日持有的最高合约价值不超过 28.5 亿元。
富临精工	2023/11/10	最高保证金额度不超过 6000 万元
万润新能	2023/12/10	保证金最高额度不超过 1 亿元
丰元股份	2023/12/17	保证金及权利金上限不超过 7500 万元，且任一交易日持有的最高合约价值不超过 7.5 亿元。

资料来源：iFind，各公司公告，五矿证券研究所

03 洞见未来：正极材料板块的春天还有多远？

1.本轮周期在底部区间还会持续多久？

本轮正极材料板块在底部区间的持续时间可能较长。一是本轮周期各锂电正极材料企业现金情况更好，可以撑的时间更久；二是锂电正极材料行业在产业链的集中度不高，差距不明显，这意味着行业底部期间，头部企业可能难以快速抢占市场，完成出清。三是伴随着正极材料企业 2024 年套保逐步开展，企业的业绩受碳酸锂的影响趋弱，现金流或利润受损现象有望减少，从而减缓出清节奏。

图表 6: 锂电正极材料环节集中度不高



资料来源: wind、GGII、五矿证券研究所

2. 正极材料春天的早啼鸟在哪里? 有没有出现边际变好的预期?

我们认为锂电正极材料行业当前在底部周期, 但也出现了一些边际变好的预期。

产业融资开始收紧。从融资的角度, 2023年8月, 中国证监会针对IPO、再融资作出6项监管安排, 再融资收紧信号明确。本轮锂电正极材料等企业在手现金多就是得益于市场对其融资的大力支持。融资的趋紧, 有望促进行业后续出清。

上游锂出现减停产, 去库存影响减弱。锂价趋底中, 对中游材料去库存影响将弱化, 2024年产业出货有望和下游需求匹配。**2023年12月开始碳酸锂企业开始减产, 或将预示着产业的下一个春天的希望。**碳酸锂价格对正极材料的业绩影响在2024年有望减弱。

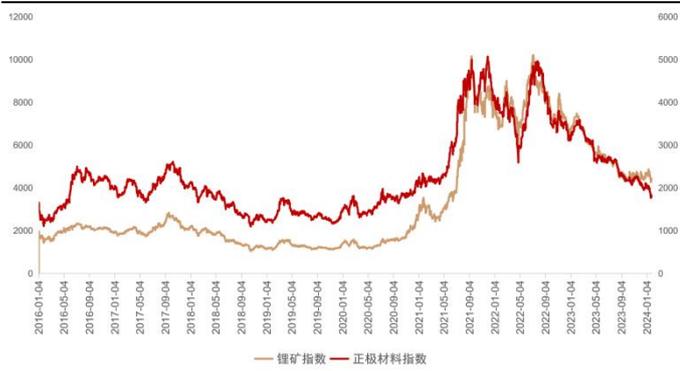
年度来看, 较差的2023年财报即将过去。目前部分正极材料公司2023年业绩下滑较多, 有的出现亏损, 考虑到2024年碳酸锂价格影响趋弱, 叠加期货套保的应用, 2024年的业绩有望环比改善。

04 结论与建议: 寒冬阻挡不了未来春天的脚步, 权益市场不必悲观

对产业投资者:当前处于行业底部周期, 底部可能会较长, 可以在以下方向做储备: 1) 可以根据情况开展碳酸锂的期货套保, 平抑碳酸锂带来的盈利波动; 2) 在行业底部, 需要做好现金流的管理, 不盲目扩张, 做好打持久战的准备; 3) 锂电材料行业经历了2轮周期至今, 行业特征从分散态有望逐步聚集, 产业格局重构背景下, 企业更应该保住市场份额, 通过技术迭代和降本增效留在台面; 4) 在行业出清的过程中, 企业抓住机会可以通过并购优质资产等方式做大做强。

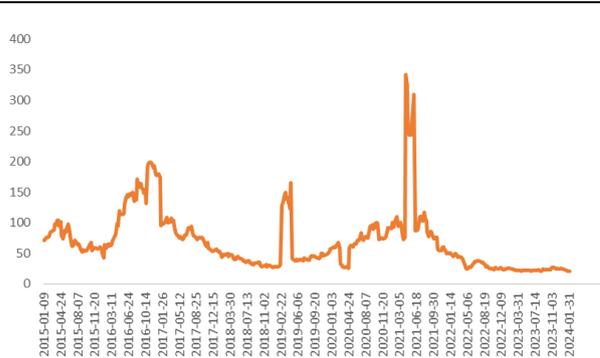
对二级投资者:行业有望进入底部区间, 年度级别的配置有意义, 后续供给出清是我们关注的重点。新能源革命的长期空间大, 有望带动正极材料板块长期需求。上游锂刚开始出现供给出清、碳酸锂对正极材料影响弱化、正极材料24年业绩有望好于23年, 权益市场不必悲观。

图表 7：锂矿指数和锂电正极指数（右轴）具有一定的趋同性



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 8：锂电正极指数 PE ttm 处于 2015 年以来的历史 0.2%分位



资料来源：Wind，五矿证券研究所（截止 2023 年 2 月 1 日）

风险提示

- 1) 新能源车需求低于预期；
- 2) 锂电正极材料行业竞争超预期；
- 3) 碳酸锂价格大幅下跌。

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。	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:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 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

		Ratings	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.	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: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037