

25年锂价会涨么？



五矿证券研究所 电力设备行业

分析师：张斯恺

登记编码：S0950523110002

邮箱：zhangsikai@wkzq.com.cn



中国五矿

五矿证券
MINMETALS SECURITIES

Contents 目录



01

供给：预计25年
新增18万吨LCE

02

需求：无需悲观

03

供需平衡

04

后续仍需关注的三大问题

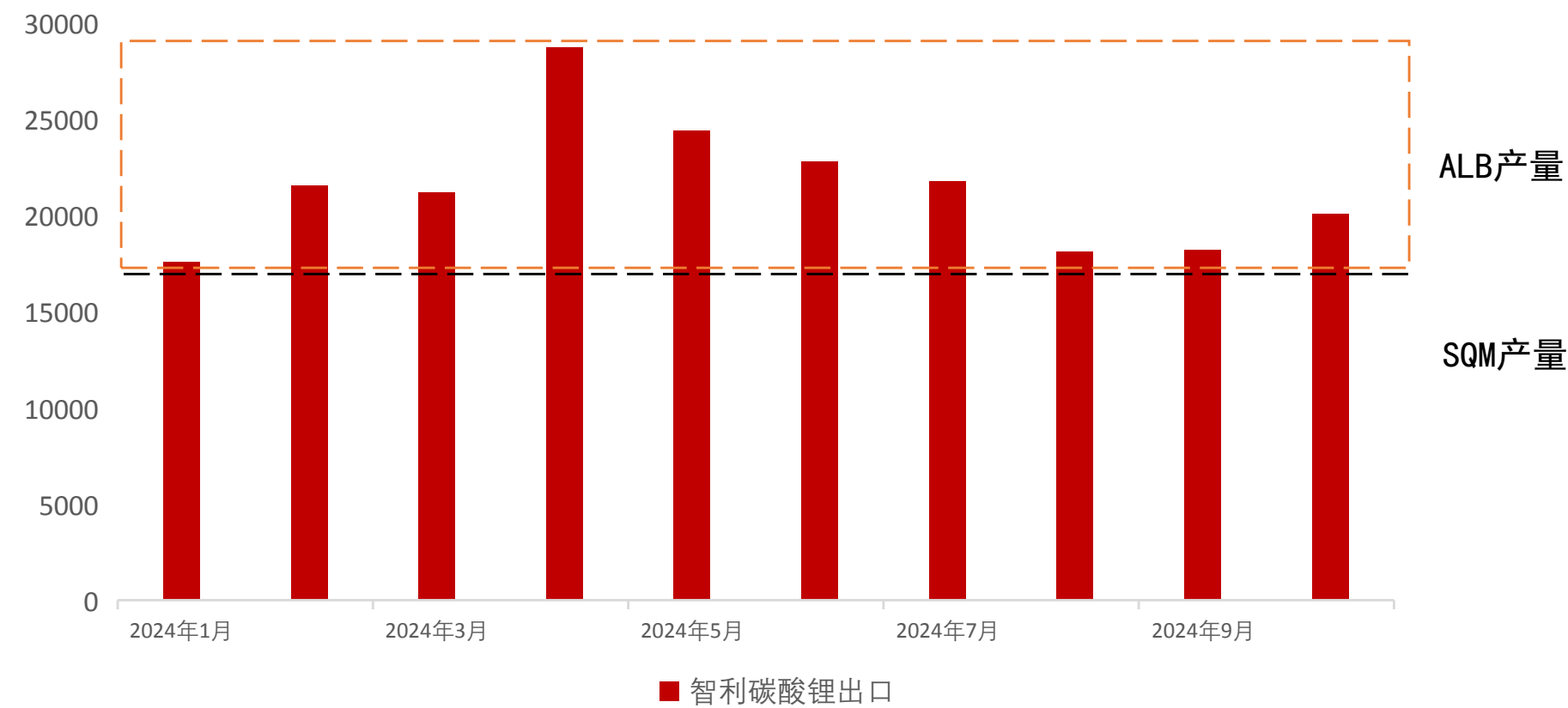
01

供给：预计25年新增18万吨LCE

1、智利盐湖：24年生产情况符合预期，预计ALB智利盐湖明年满产

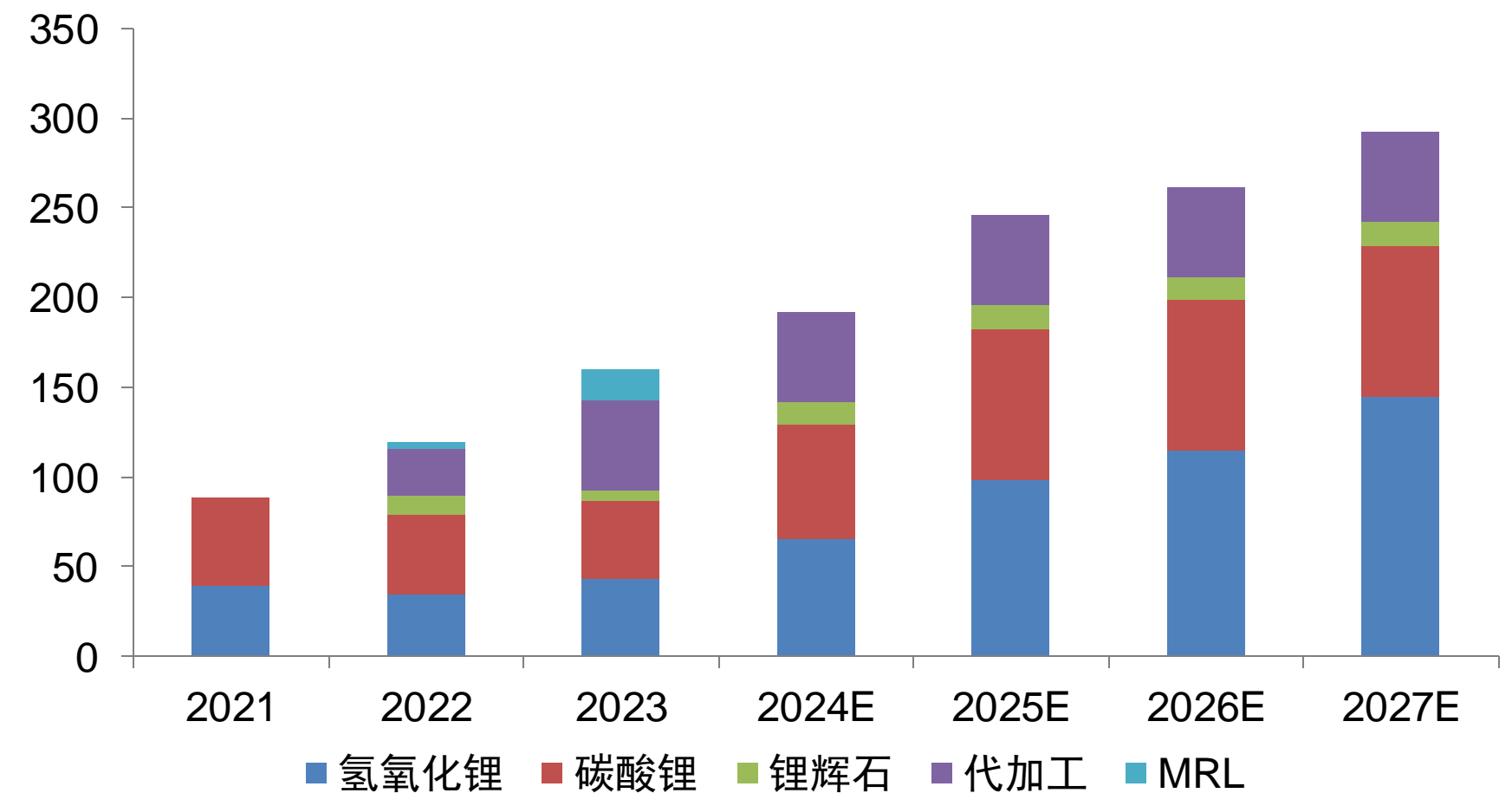
□ **智利盐湖：24年生产情况符合预期，预计ALB智利盐湖明年满产。** 24年智利在产盐湖仅有SQM与ALB两家，其均在Atacama地区开启生产。其中，SQM计划24年生产21万吨，销售19万吨。而ALB通常不披露智利盐湖生产的具体情况，我们通过对智利碳酸锂进出口数据进行倒推，预计ALB今年前10月碳酸锂出货量5.16万吨，年化出货量6.4万吨，考虑ALB La Negra III/IV的4万吨产能已投产近2年，我们预计ALB明年锂盐湖8.4万吨有望满产，**智利盐湖整体产量约为31.4万吨，边际新增产量4万吨（SQM+2，ALB+2）。**

图表1：智利锂盐出口情况（吨）



资料来源：智利海关,SMM，五矿证券研究所

图表2：ALB产量规划（千吨LCE）



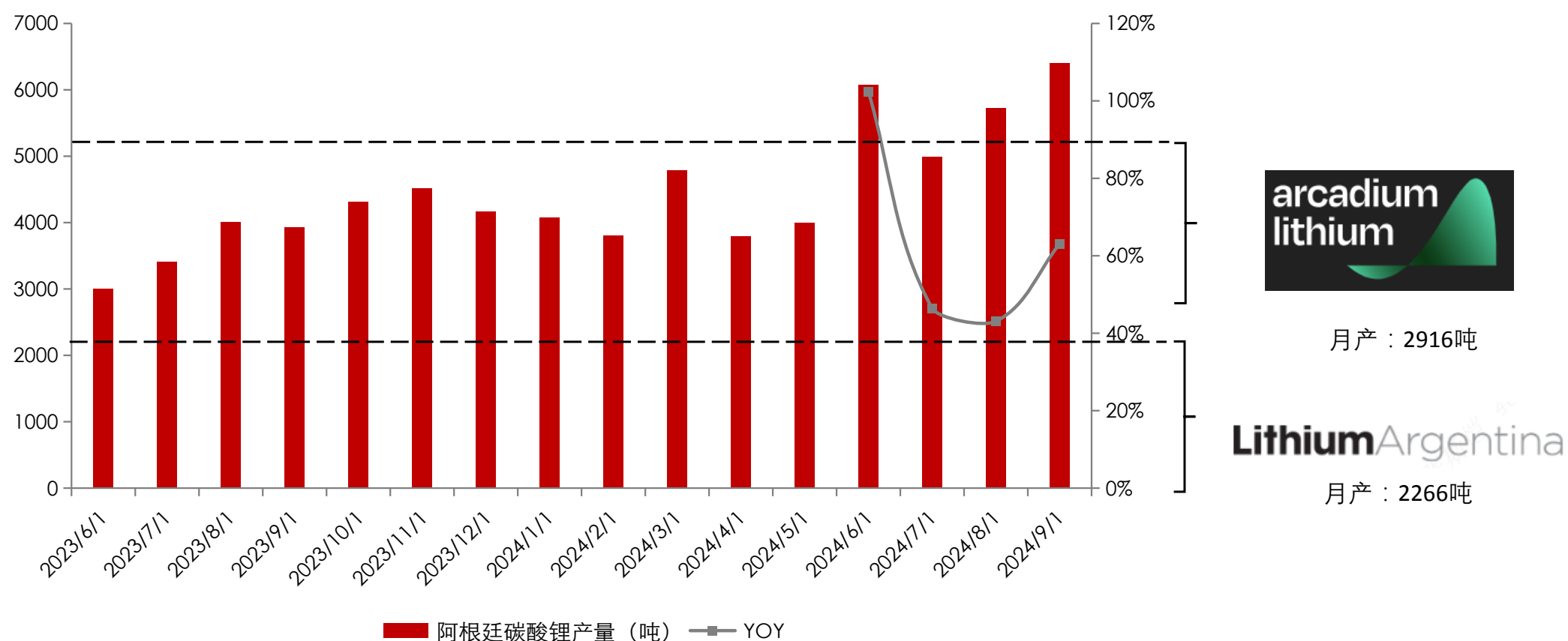
资料来源：ALB，五矿证券研究所

2、阿根廷盐湖：年内数家盐湖密集投产，爬坡速度缓慢，预计25年产量将逐步释放

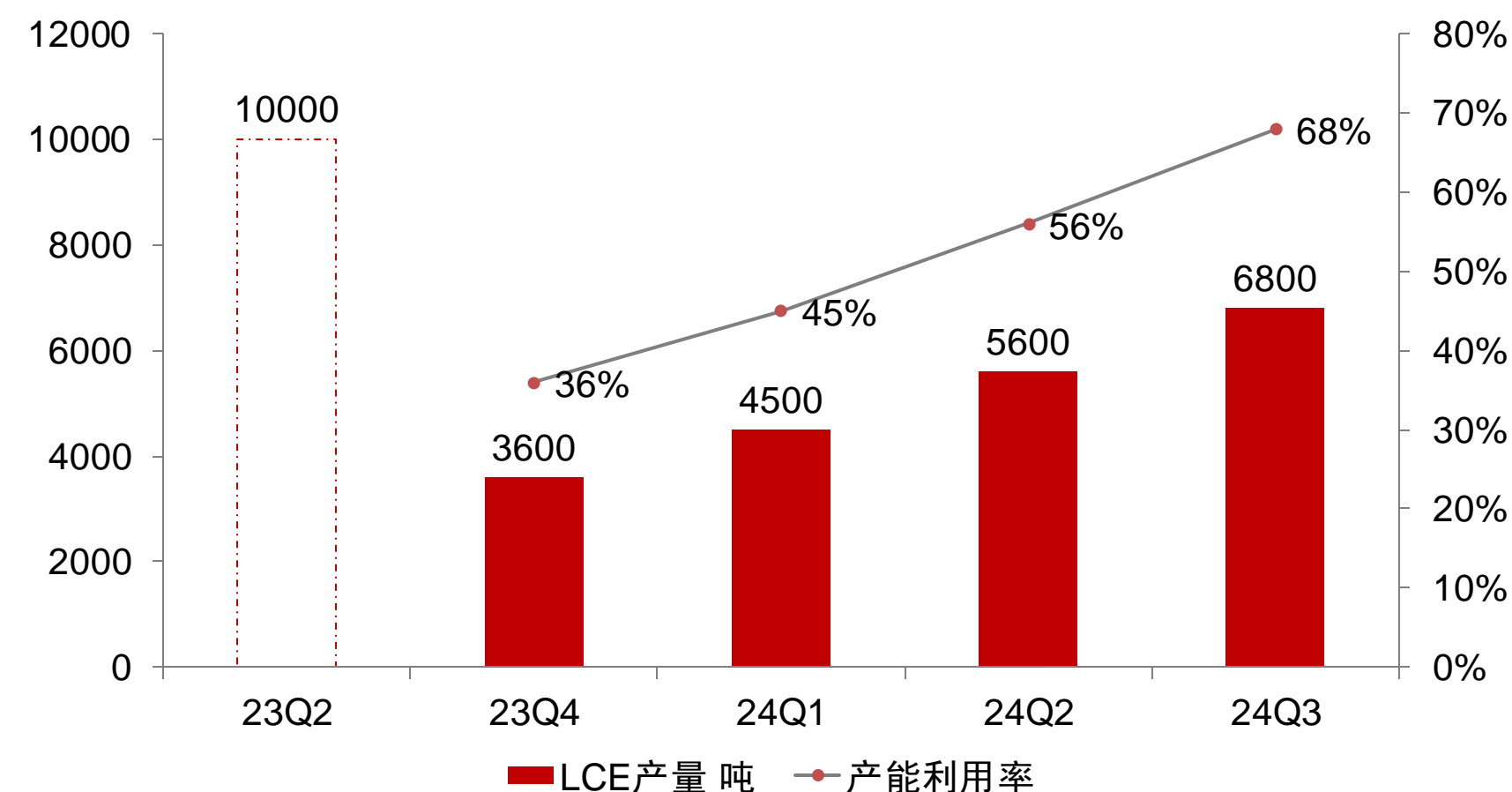
□ **阿根廷24年新增盐湖爬产较慢，基本无产量贡献。** 阿根廷当前已投产盐湖共计5处，产能共计15.9万吨。根据阿根廷矿业部数据，阿根廷Q3碳酸锂产量为1.71万吨，而Olaroz和Hombre Mureto Q3产量为8750吨，Cauchari-Olaroz Q3产量为6800吨，**我们线性倒推分析，预计3Q与Centenario rantones盐湖截止24Q3实际基本无碳酸锂产出，新投产盐湖爬产速度较为缓慢。**

□ **虽爬产缓慢，但不应低估阿根廷远期增量。** 阿根廷25年投产三大盐湖后，碳酸锂总产能将升至25.4万吨，当前市场对阿根廷爬产速率给出较低预期，后续仍需持续跟踪阿盐湖投产节奏及产能爬坡节奏，**我们预计阿根廷2025年新增产量从6万吨LCE至11.84万吨LCE。**

图表3：24年阿根廷碳酸锂产量主要由赣锋和ALTM贡献（吨）



图表4：太阳池法投产爬坡需要时间



资料来源：阿根廷矿业部，五矿证券研究所

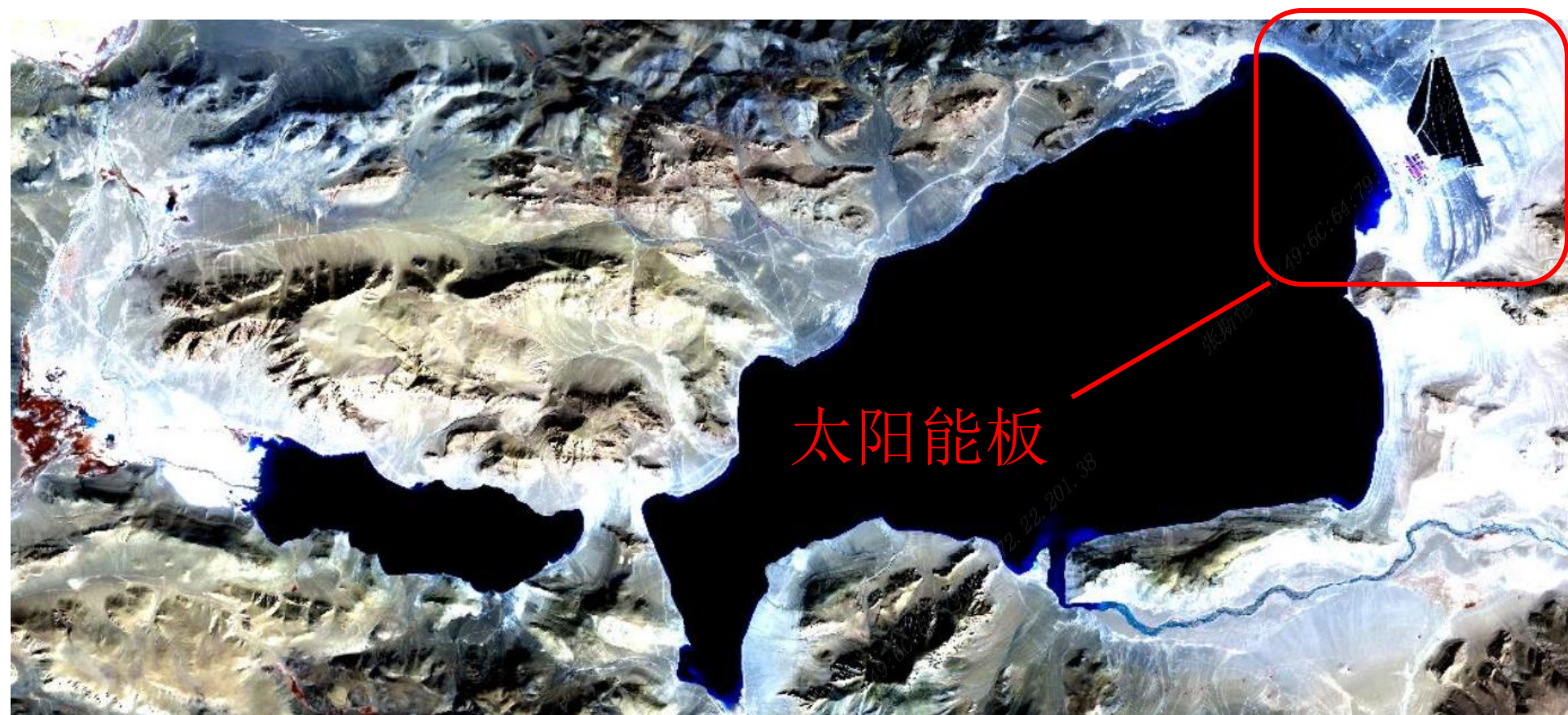
资料来源：LAAC，五矿证券研究所

3、西藏&青海盐湖：西藏建设缓慢，国内盐湖主要期待明年盐湖股份项目放量

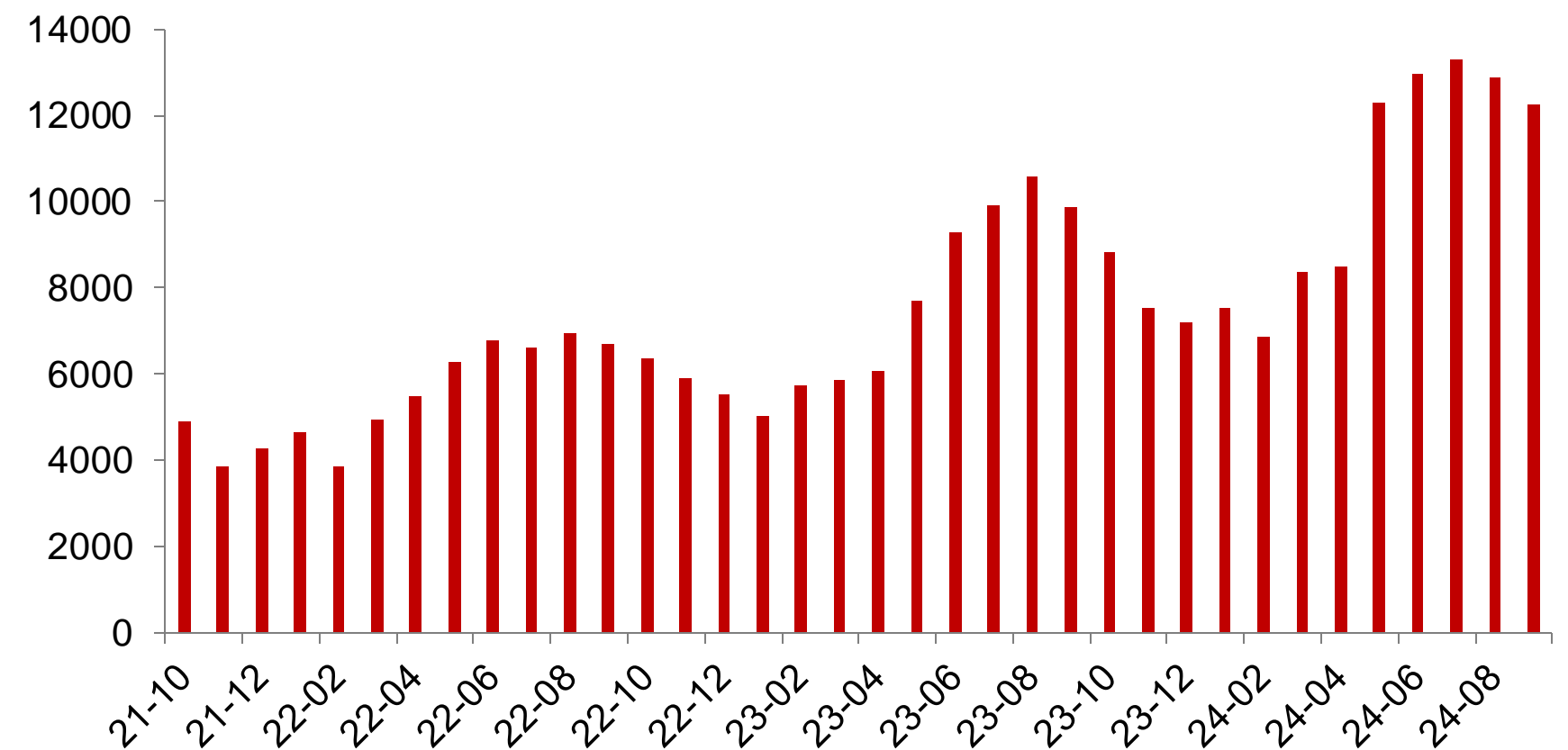
□西藏盐湖：25年增量主要为扎布耶盐湖二期1.2万吨碳酸锂项目。西藏目前值得关注（超万吨规划且新投产盐湖）盐湖主要为麻米措与拉果措，但根据卫星遥感数据显示，除拉果措盐湖周边铺设太阳能板外，两大盐湖近一年来基建基本无进展。（麻米措地区未能发现任何新建设施）当前西藏盐湖卡点仍为审批速度较慢，考虑西藏高海拔地区天气恶劣，可施工天数短，我们预计若年内审批手续落地，明年也无法贡献供给增量。

□青海盐湖：青海盐湖产量相对稳定，明年重点关注两大项目。青海盐湖成本优势显著，目前项目运行稳定，根据SMM数据，预计青海盐湖24年产量为16.9万吨。明年青海地区盐湖产能新增产能6万吨（盐湖股份4万吨+汇信资产管理公司2万吨），考虑盐湖股份生产工艺相对成熟，爬产速度较快，我们预计青海地区明年新增产量3万吨LCE。

图表5：西藏卫星遥感图片对比



图表6：中国盐湖产量（吨）



资料来源：卫星遥感数据, 五矿证券研究所

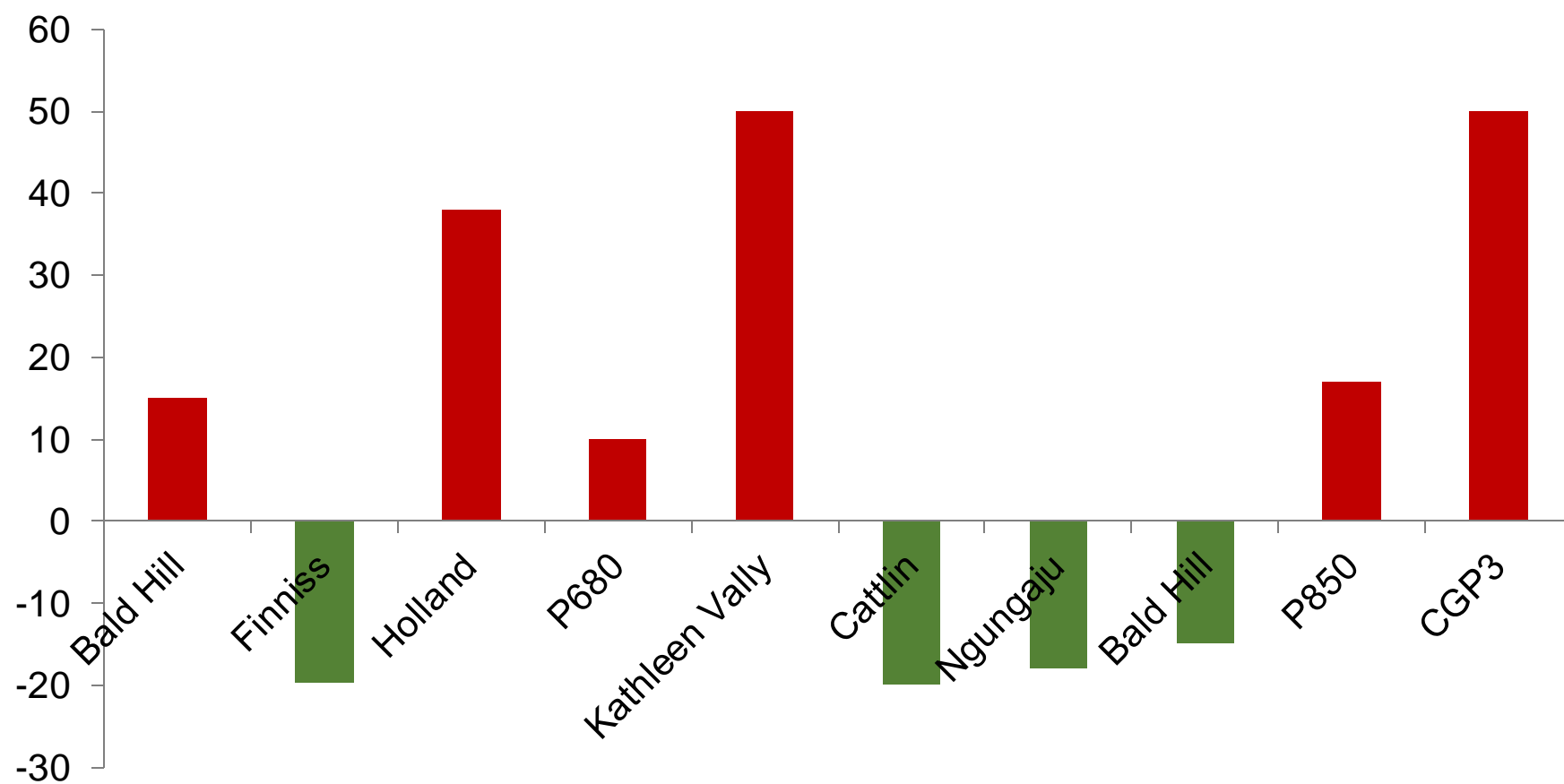
资料来源：SMM, 五矿证券研究所

4、澳矿：24年新增项目爬产符合预期，但澳洲目前共计4座矿山关停，我们预计25年澳洲锂矿无增量

□我们预计澳洲锂精矿2024产量为345万吨，同比增11.7%。2024年澳洲新增3座矿山投产，产能增加超100万吨，产量贡献约41万吨。但24年度澳洲4座矿山相继关停（Finniss、Cattlin、Nungaju和Bald hill）叠加Greenbushes受市场需求影响降低开工率，我们预计2024澳矿总体产量为345万吨，同比增11.7%。

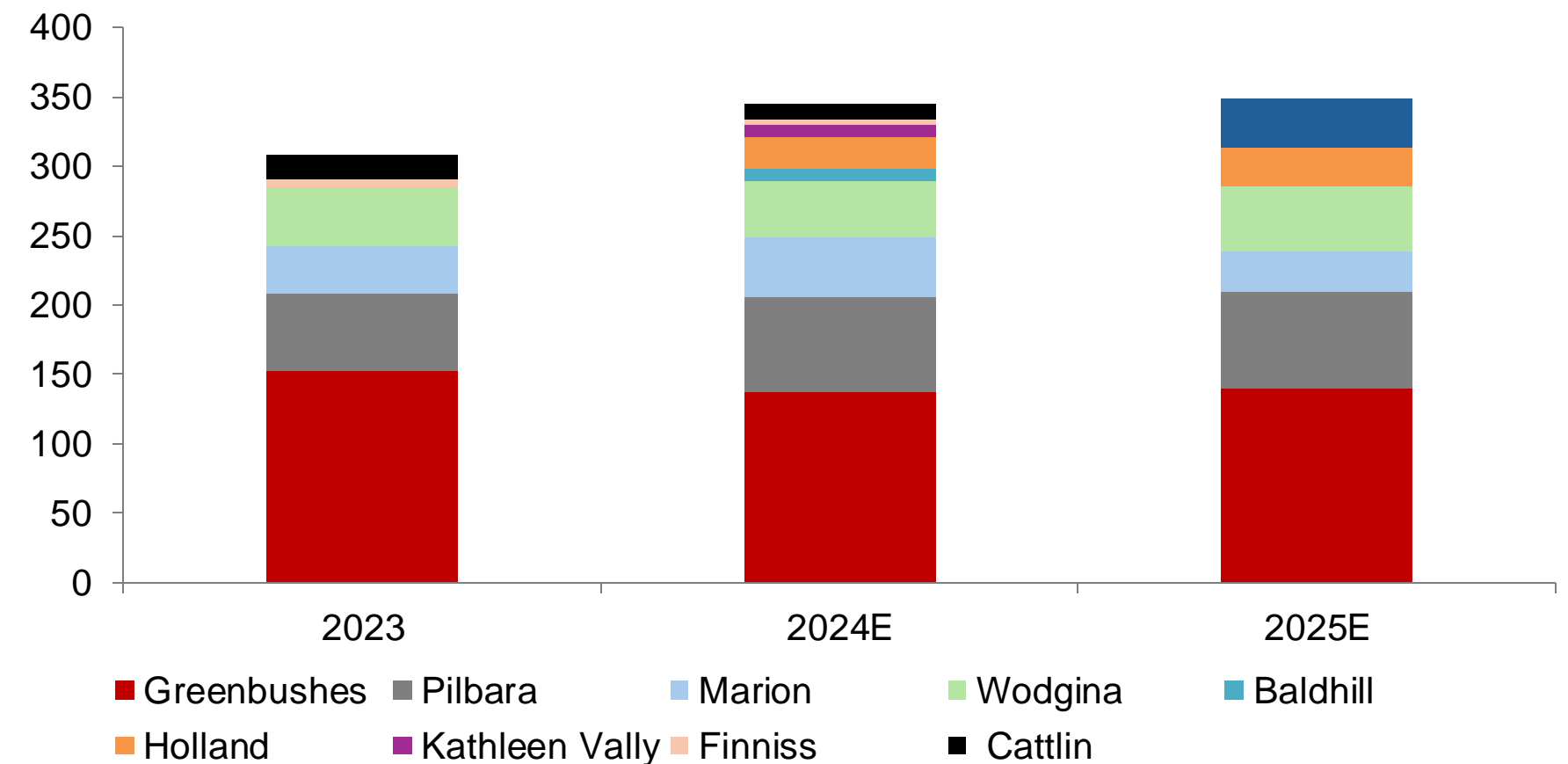
□我们预计澳洲锂精矿2025年产量为349万吨，同比2024年持平。2025年澳洲新增项目仅Pilbara的P850 和Greenbushes的CGP3，考虑到CGP3将于2025年Q4投产，产量贡献有限，我们预计25年澳矿总产量将与24年持平。

图表7：澳洲2024、2025年锂矿项目投产与停产情况（万吨产能）



资料来源：各公司公告, 五矿证券研究所

图表8：澳矿25年预计锂精矿产量349万吨，与24年持平（万吨）

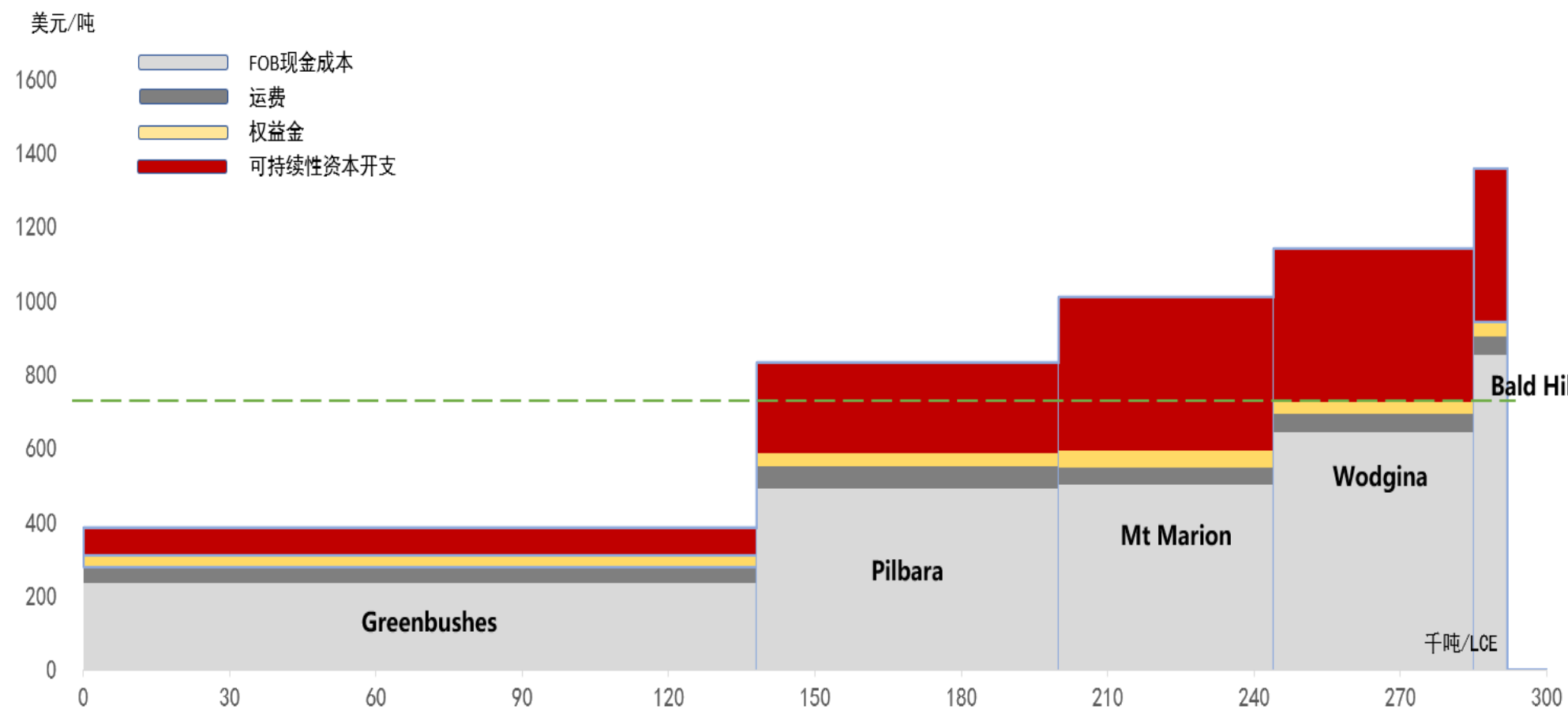


资料来源：各公司公告, 五矿证券研究所

4、澳矿：资本开支减少抑制新增锂矿项目放量，成本中枢伴随着主力矿山原矿剥离量增加有进一步抬升的可能性

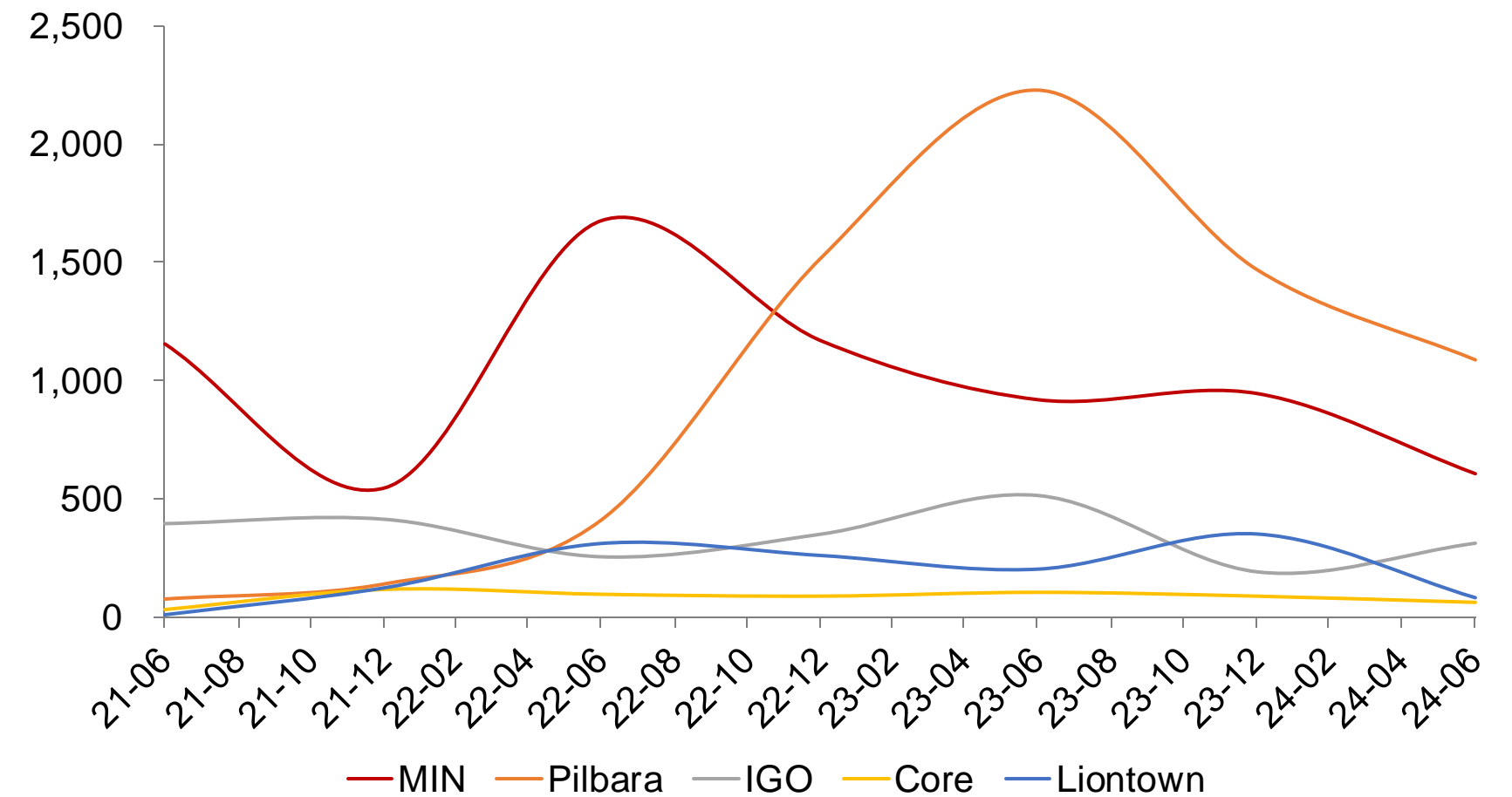
- 短期看，澳矿企业经营性现金流持续紧张，在手现金逐渐减少。近期的裁员、减少车队、售卖设备等措施将抑制短期的矿山供给。
- 中长期看，企业纷纷减少资本开支，中长期锂矿新增项目除CGP3外，其他落地可能性大幅降低。
- 长期看，以AISC成本定义澳矿更为合理。相比市场关注的现金成本，AISC成本更符合矿企长期运营的真实成本线，AISC成本不单纯考虑当期矿山运营费用，其增加矿山为上个季度设备维护及下个季度新作业面开采等关键成本，故以AISC成本为考量，澳矿当前多数矿山仍未能实现盈利。

图表9：以AISC成本定义，澳矿大多数企业仍未能盈利（澳元/吨）



资料来源：各公司公告, 五矿证券研究所

图表10：澳矿主要锂上市公司24年以来在手现金大幅减少（百万美元）



资料来源：各公司公告, 彭博, 五矿证券研究所

5、非洲锂矿：24年生产情况超预期，降本空间大，远期待硫酸锂项目投产后运费仍有下降空间

□2024年前三季度津巴布韦产能利用率73%，锂价下跌并未造成矿山大规模停产。2024年前三季度4座矿山（Sabi Star，Arcadia、Bikita和KMC）锂精矿产能共计172万吨，我国从津巴布韦前三季度进口锂精矿94.1万吨，4座主力矿山的产能利用率约为73%。

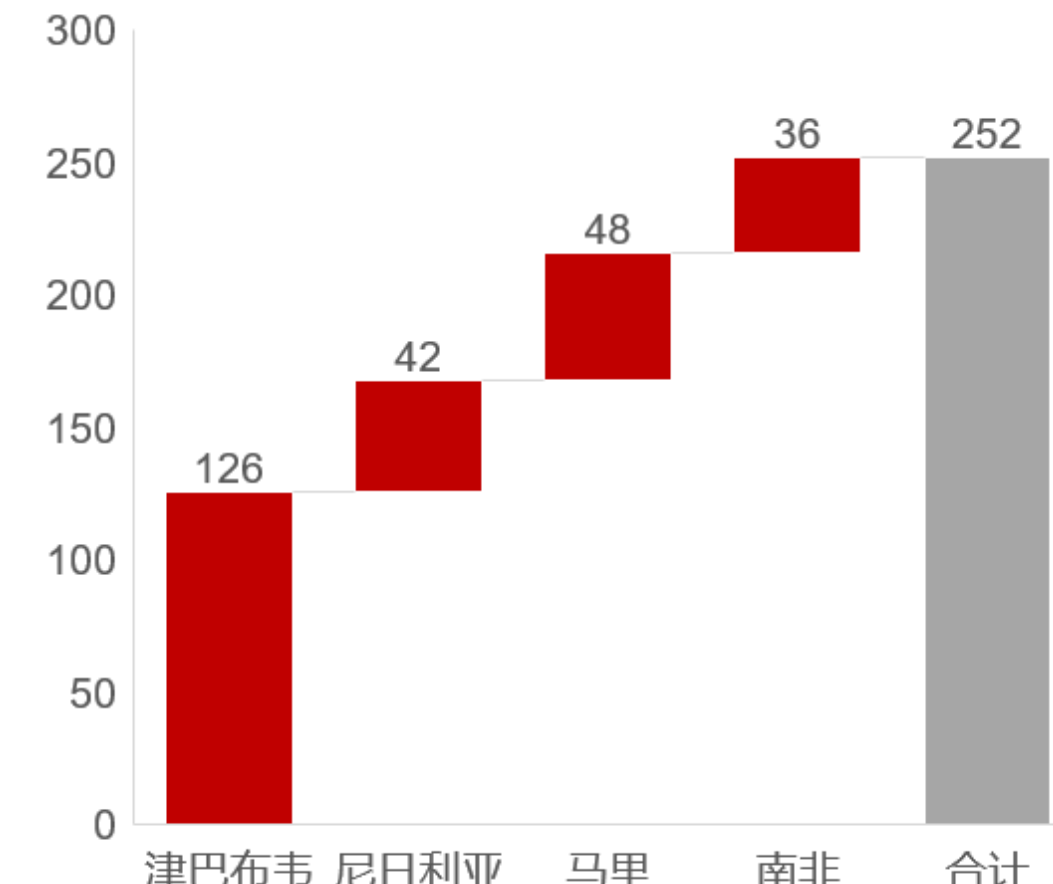
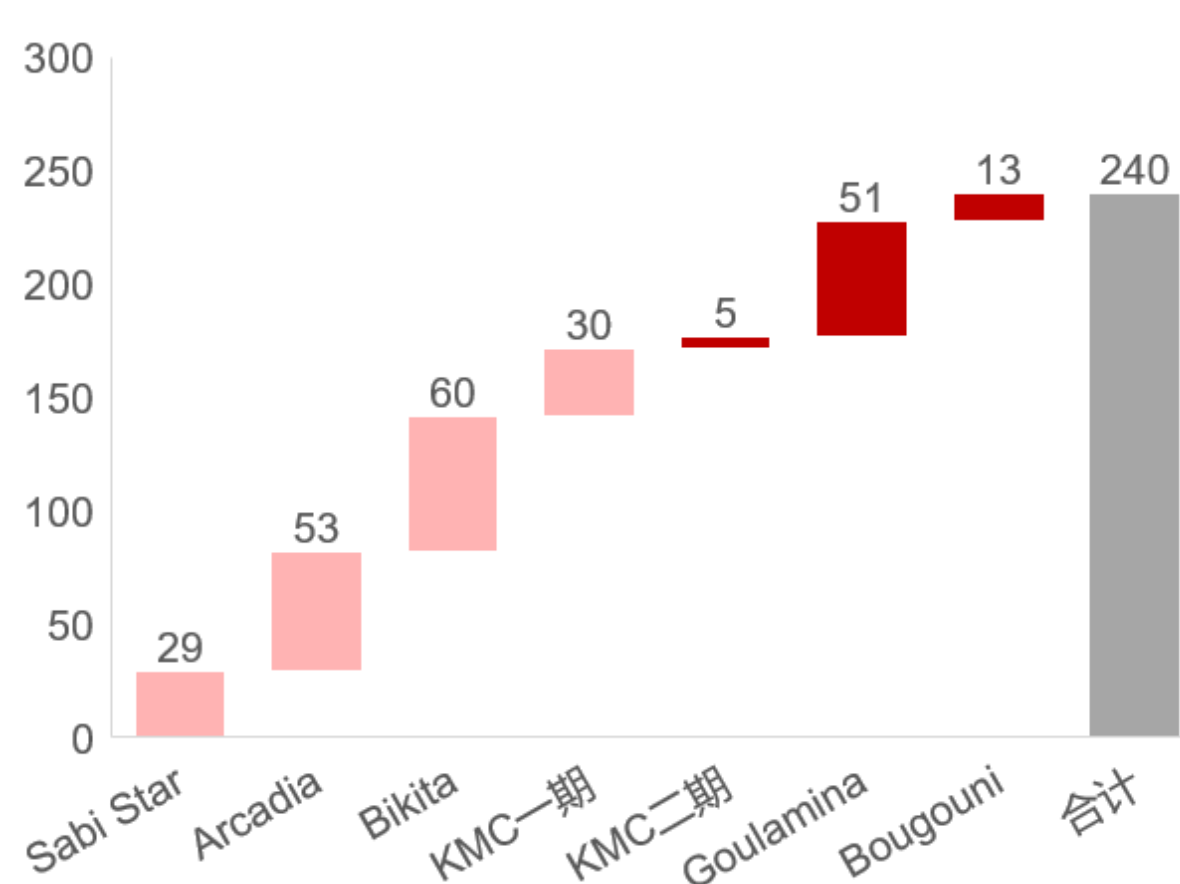
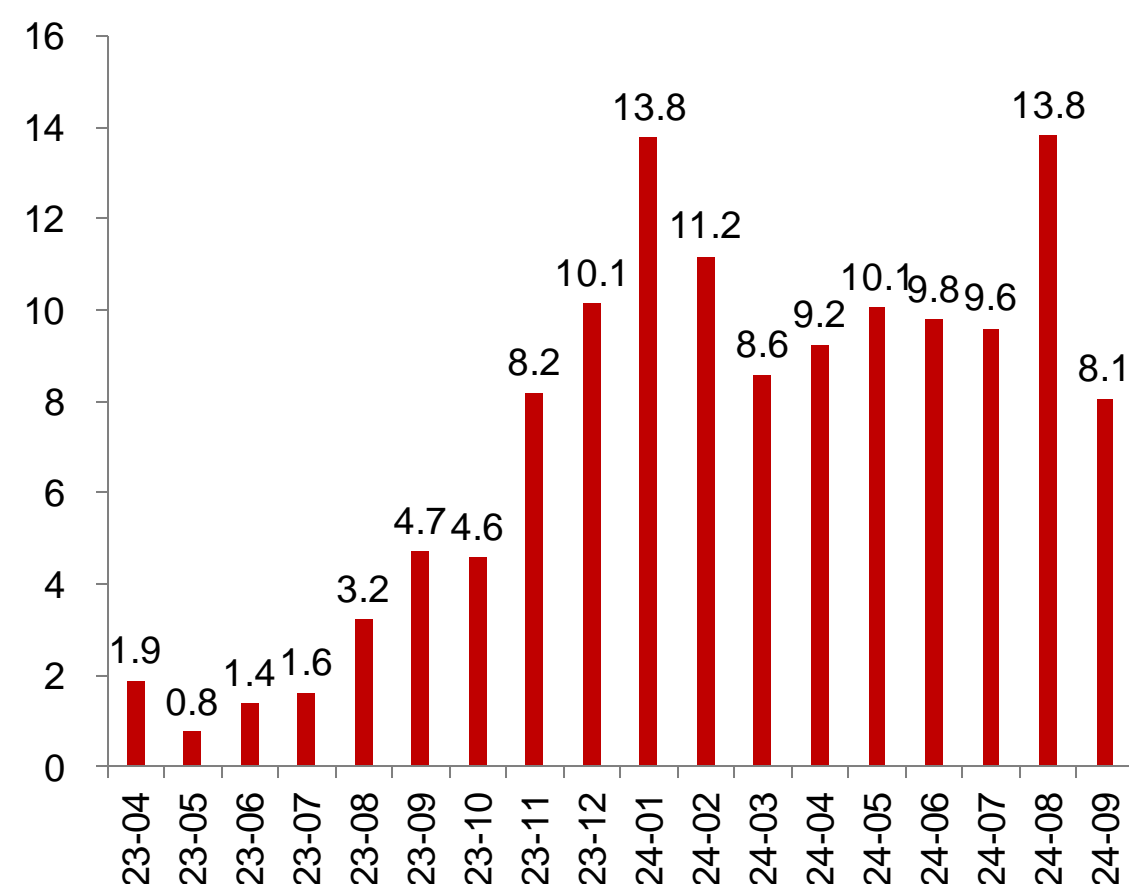
□2025年非洲新增锂项目主要为马里Goulamina与海矿Bougouni锂矿，我们预计2025年非洲锂精矿产量252万吨，同比2024年增加66万吨。

□非矿远期仍有降本空间，当前价位难以出清非洲矿山。非矿运输成本占比较大，中矿、华友等公司计划通过硫酸锂项目进一步降低运费成本。根据Manono可研报告，单吨锂精矿生产成本中运费成本占比68%。精矿制备硫酸锂后运出将显著降低运输成本。

图表11：中国从津巴布韦进口锂精矿量（万吨）

2023年起非洲主要新增锂矿山产能（万吨）

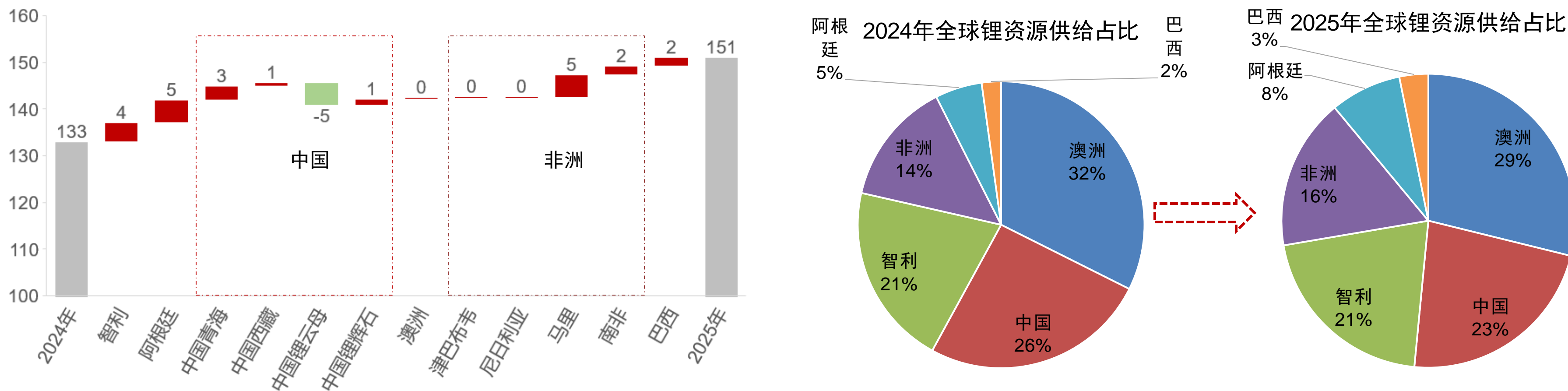
2025年非洲锂精矿产量预测（万吨）



供给：预计25年新增18万吨LCE

- 故整体来看，预计2025全年新增锂供给18万吨，其中：
- 1) 25年全年供给释放节奏呈现前低后高节奏，考虑船期等因素，25年下半年国内将迎来碳酸锂供应冲击。
- 2) 根据我们预测，76%新增锂供给集中在智利、阿根廷和马里。由于供给释放的集中性，25年需高度跟踪其地缘政治及运输、生产情况。
- 3) 市场当前对阿根廷盐湖、澳洲矿山中国宜春地区注入较低的出产预期，若25年锂价出现季度级别的反弹，谨防停产企业大规模复产。

图表12：2025年锂资源供给增量拆分（万吨LCE）以及全球锂供给分布格局



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

02

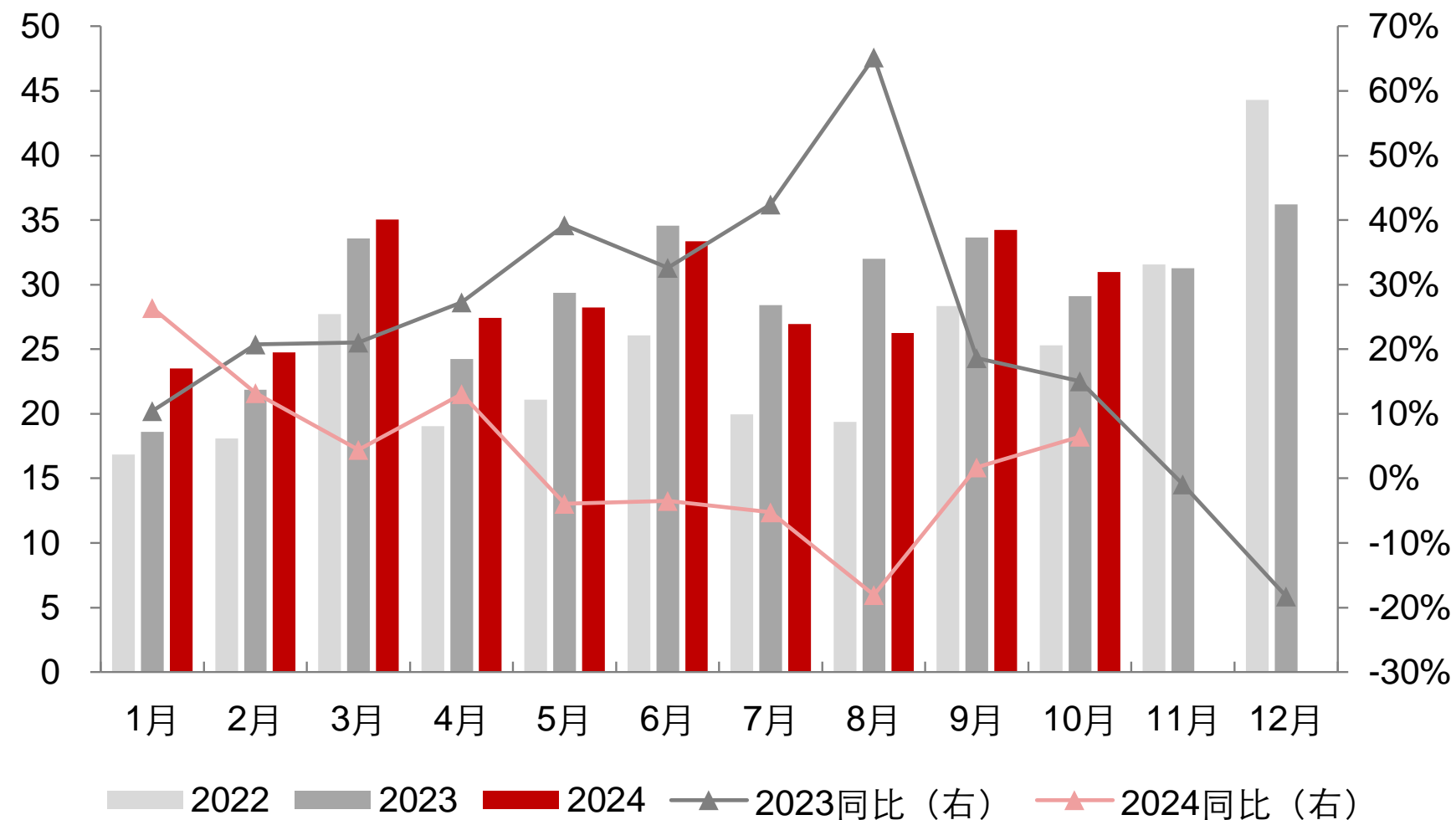
需求：无需悲观

1、新能源车（海外）：特朗普上任和欧洲碳排放政策加大新能源车销量不确定性

□ **24年欧洲新能源车除英国外增长受阻，美国保持微弱增长。** 欧洲主要国家2024年1-10月合计新能源汽车销量同比下降4.6%，渗透率约19%，仅英国保持正常16.7%的增长，10月单月渗透率突破30%；美国2024年1-10月新能源汽车同比增长12%，渗透率约9.5%。

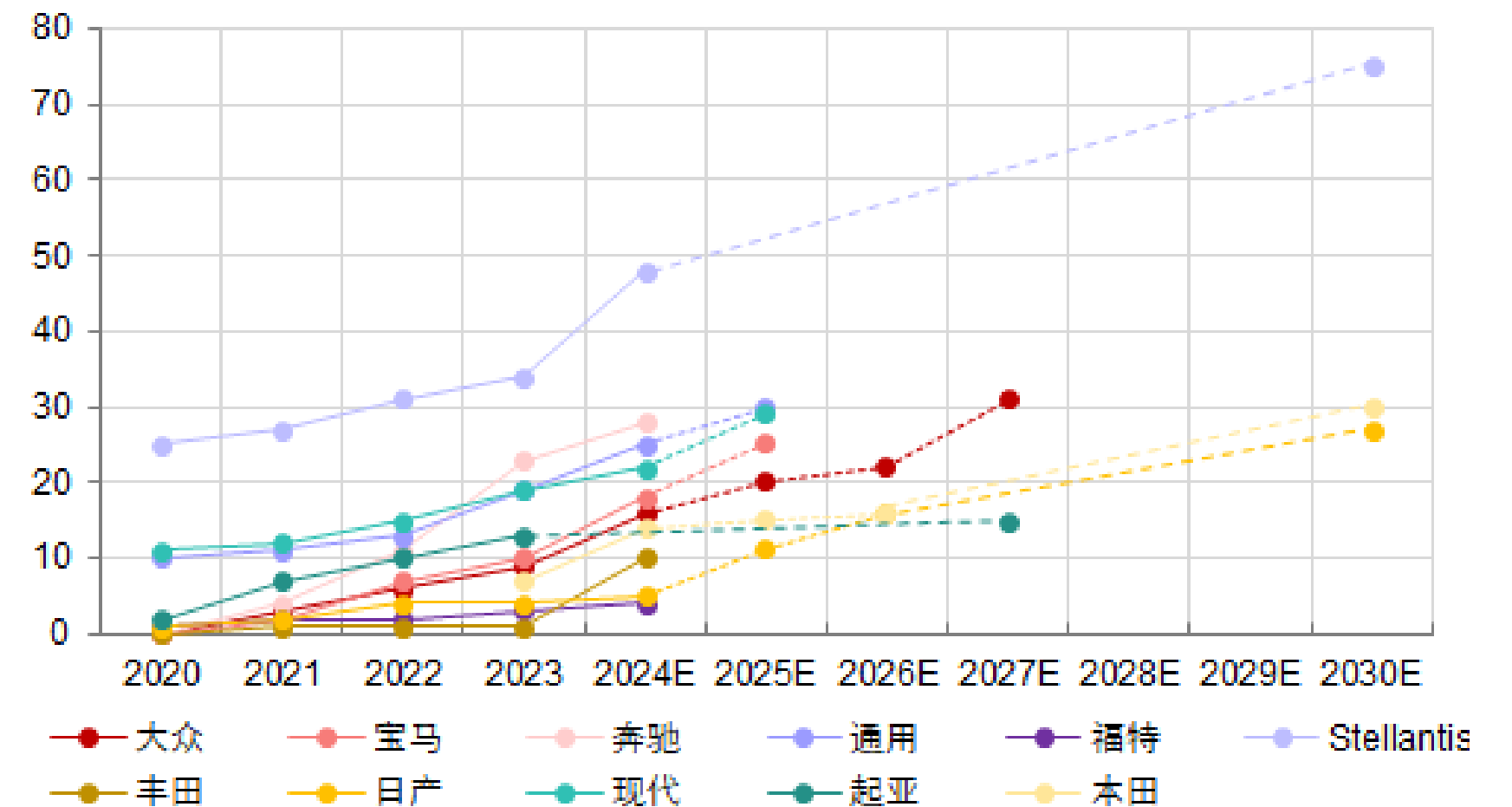
□ **2025年预计欧美新增车型仍然较少，仍然以政策驱动为主。** 2025年是欧洲碳排放考核节点，政策强驱动欧洲电动化转型。但从新增车型供给侧考虑，我们认为25年海外车型规划仍未能显著放量，预计政策驱动下实际新能源车销量增长有限；美国在特朗普胜任美国大选后，政策不确定性加大，新能源汽车补贴政策可能会出现退坡的情况，美国25年新能源车销量增速难有显著提升。

图表13：欧美8国合计新能源汽车销量（万辆）及增速



资料来源：各国汽车工业协会，五矿证券研究所

图表14：海外车型规划

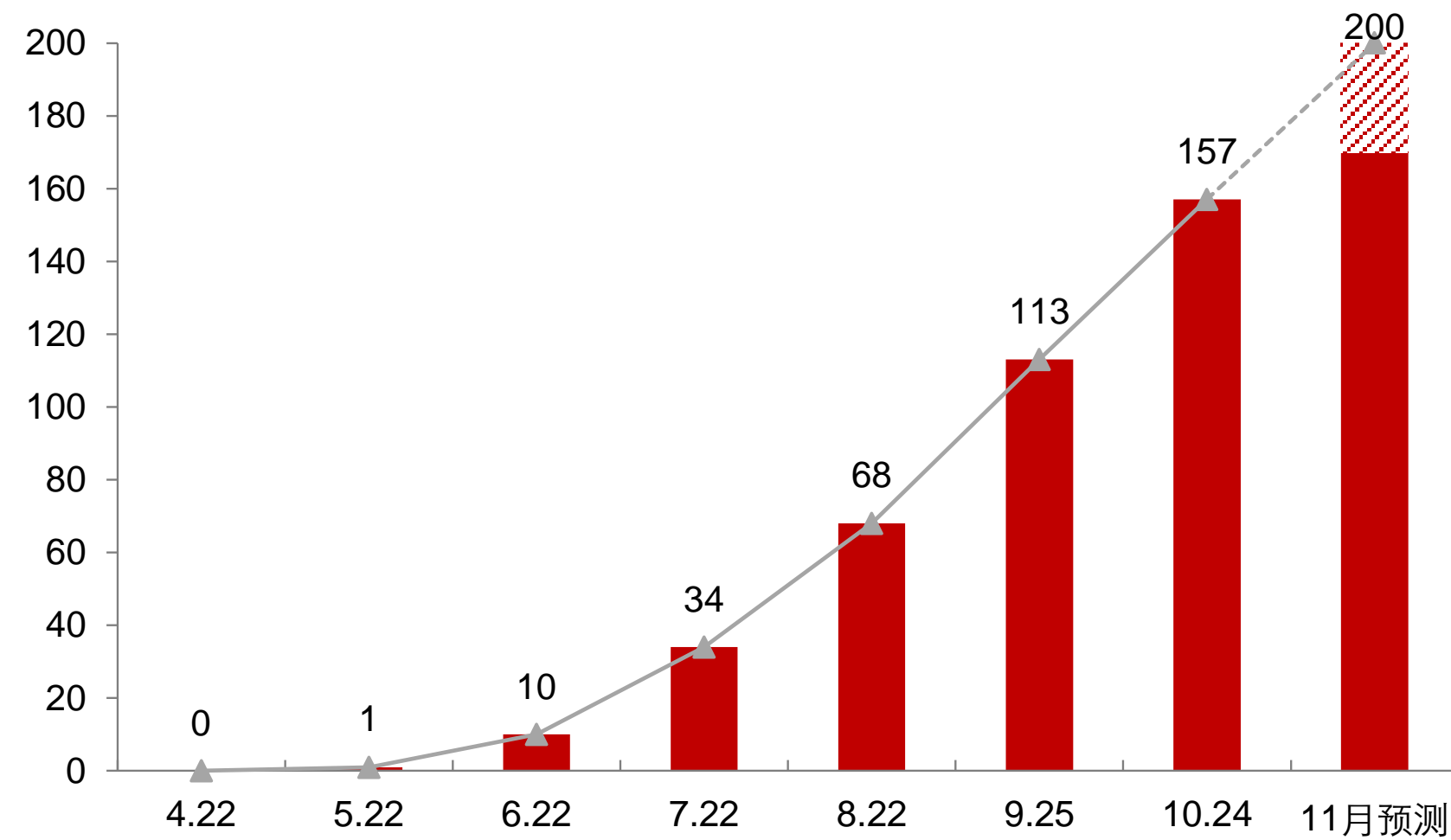


资料来源：各品牌官网，五矿证券研究所

2、新能源车（中国）：以旧换新显著带动24年电车销量提升

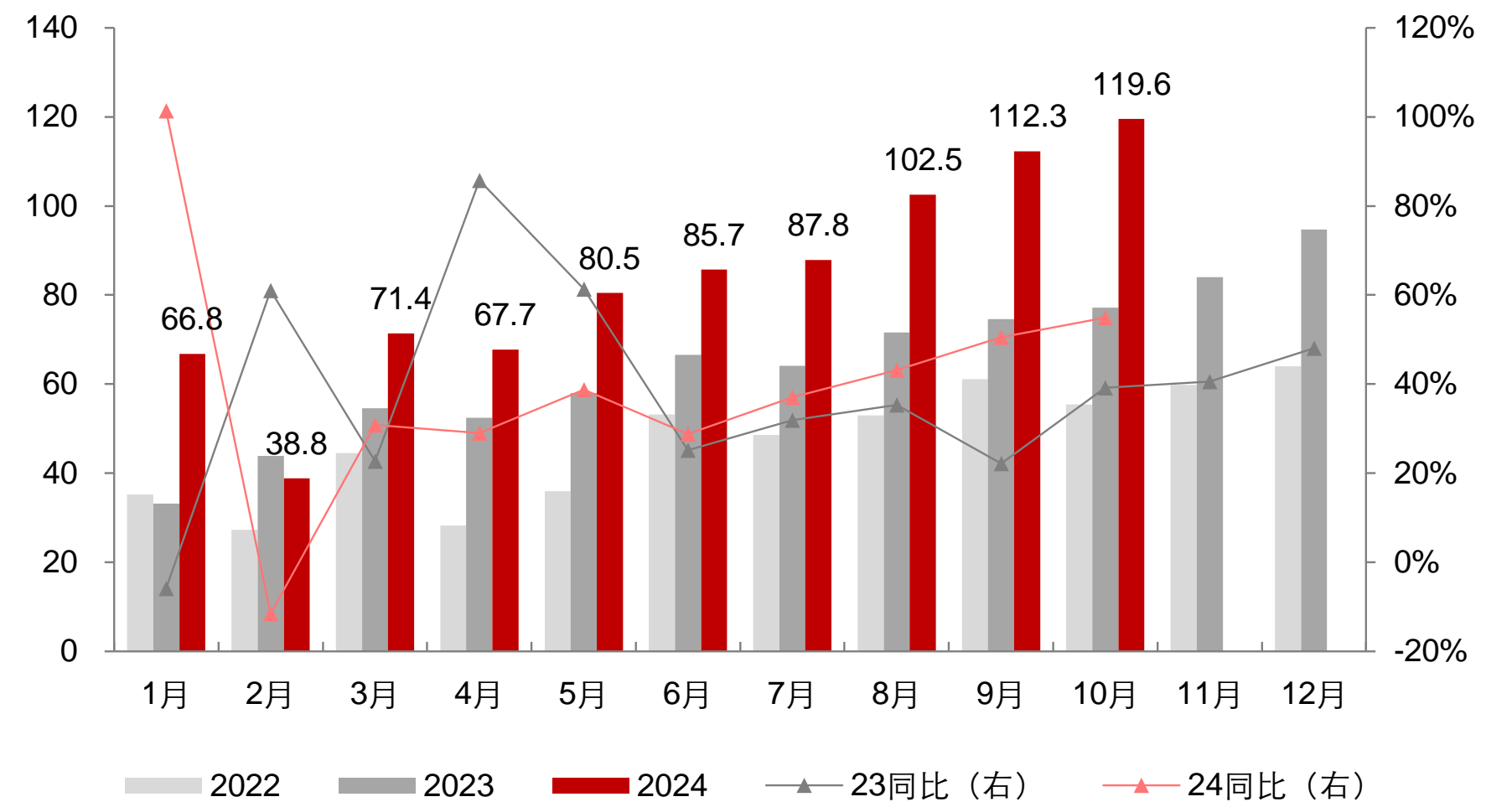
- **以旧换新补贴加码后申请数量快速增长，60%新增需求为新能源车。**8月商务部等发布《关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》，以旧换新补贴提升至2万元/辆，同时补贴资金于8月初开始全部下达地方，以旧换新近3月显著带动我国新能源车销量。
- **以旧换新显著提升新能源车需求，10月份我国新能源车销售同比增加超50%。**10月我国新能源车销售119.6万辆，同比增长56.7%。

图表15：汽车报废更新补贴申请量（万份）



资料来源：中国政府网，央视网，人民网，财经网，五矿证券研究所

图表16：新能源乘用车零售销量（万辆）和增速

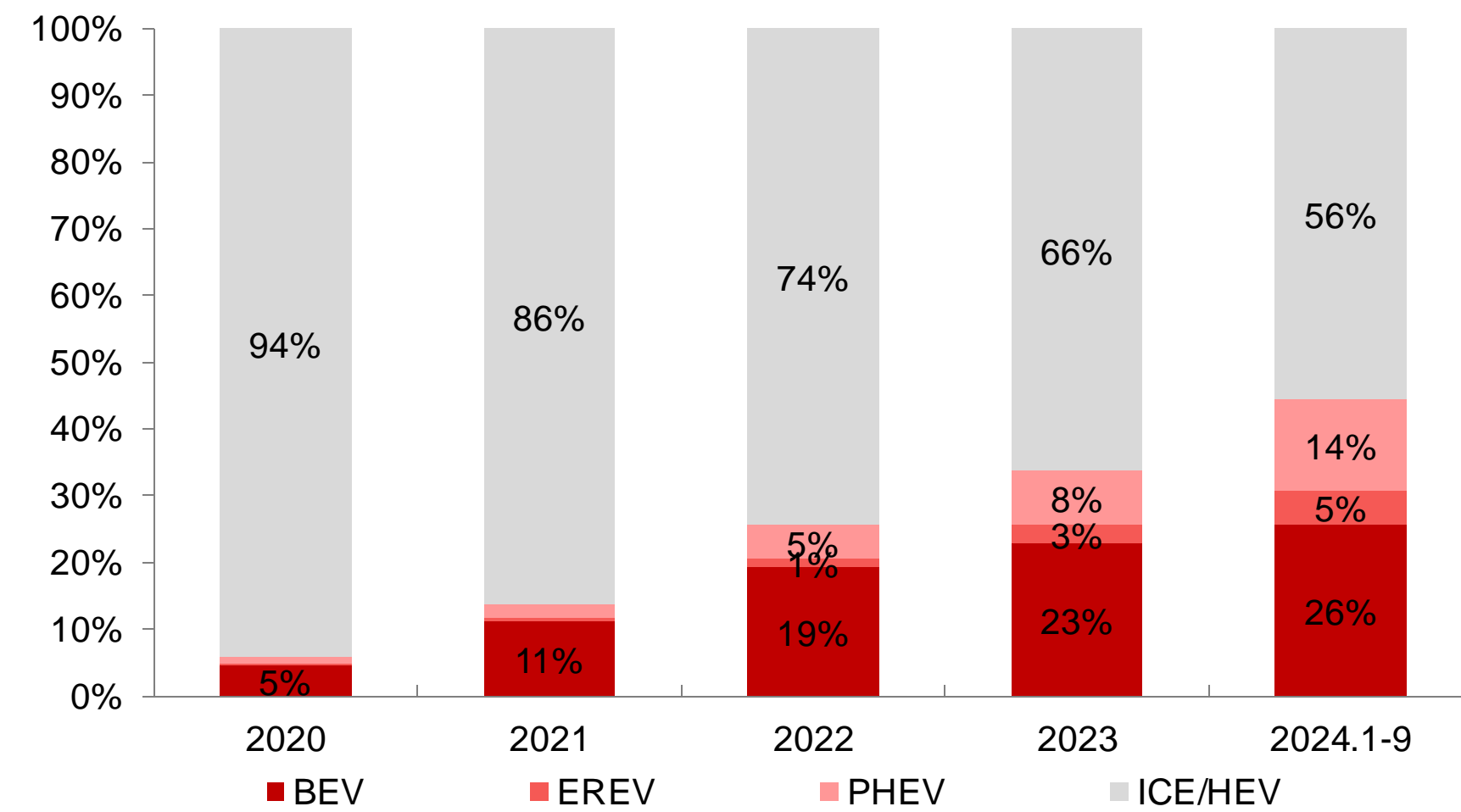


资料来源：乘联会，wind，五矿证券研究所

2、新能源车（中国）：后续渗透率进一步提升需要依赖PHEV+EREV

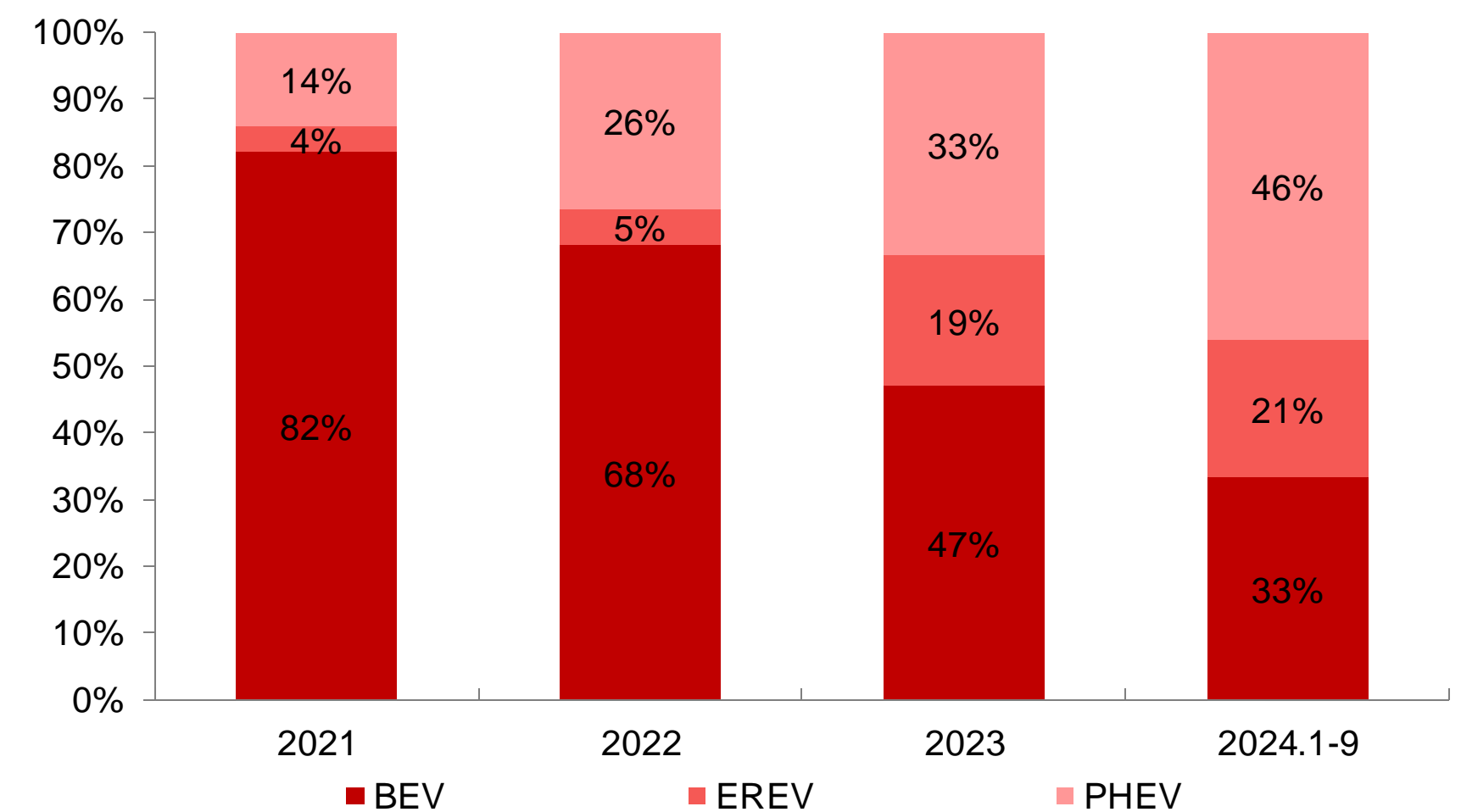
□ 过往三年我国新能源车渗透率提升主要依靠PHEV+EREV，新销量中BEV占比仅为33%。近三年我国BEV销售占比仅从19%升至26%，PHEV+EREV销售占比从6%升至19%，换言之，当前我国新能源车渗透率提升主要依靠PHEV+EREV新车型发布。我们认为，PHEV+EREV的销量的快速崛起代表是消费者主观意愿的变化，混动增程在享受新能源电动化与更优驾驶体验的同时，兼顾油车的补能效率与续航里程，在电池技术显著进步前，我国新能源车渗透率进一步提升或仍需依赖PHEV+EREV车型放量。

图表17：分动力类型销量占比



资料来源：Thinker car，五矿证券研究所

图表18：新增销量中车型占比



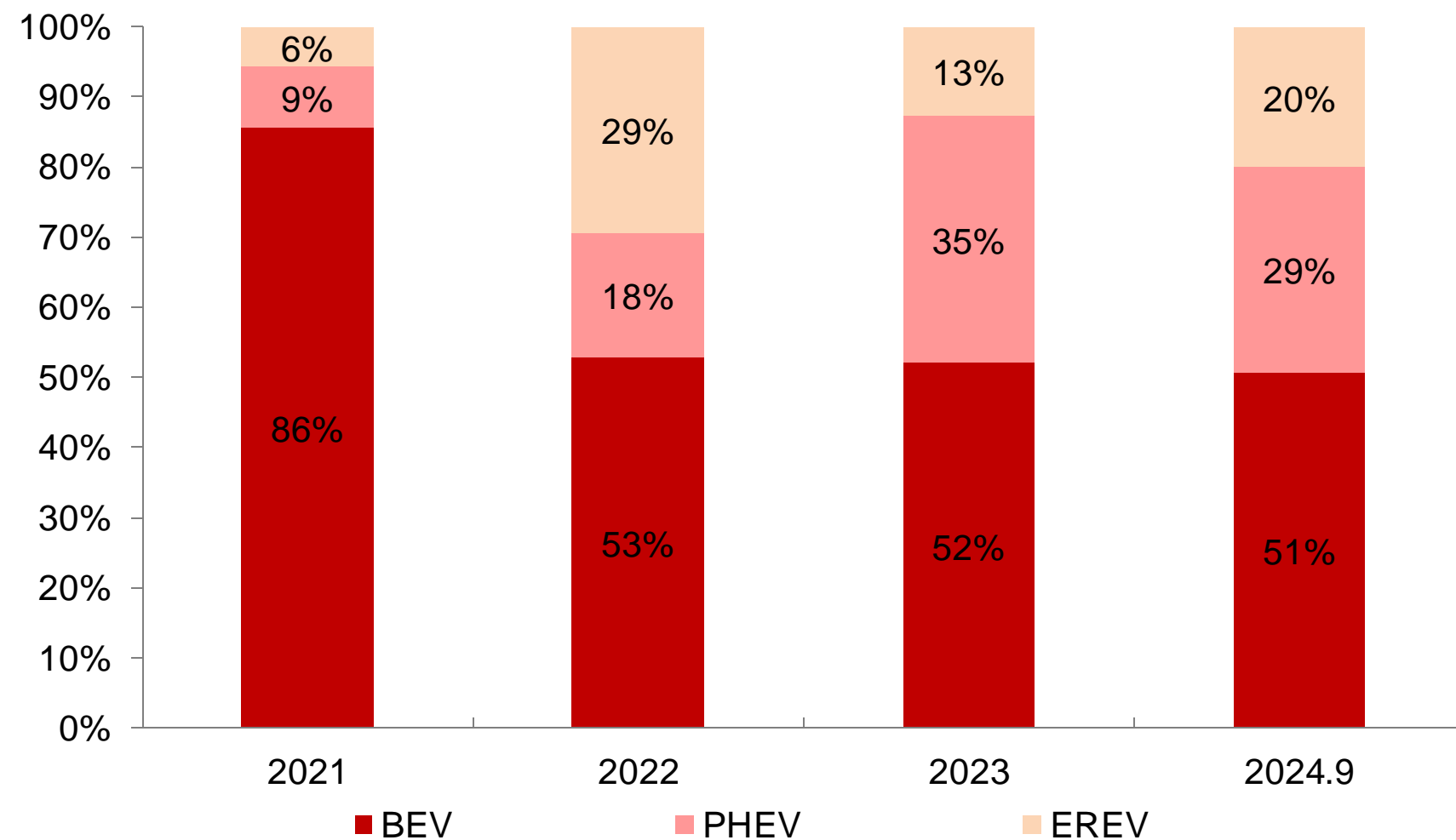
资料来源：Thinker car，五矿证券研究所

2、新能源车（中国）：后续渗透率进一步提升需要依赖PHEV+EREV

□ 而从新增车型占比来看，我们认为中国车企已经就消费者意愿进行了战略转型。PHEV+EREV新车型发布占比已从21年的15%上升至24年1-9月份的49%，中国企业已经就消费者意愿进行了实质性战略转型，大力推出PHEV+EREV或更符合当前销售主流。

□ 25年预计EREV新增车型会持续增加。而根据对我国各大车企的产品策略梳理，我们发现企业均计划在25年重点发力增程，我们预计25年EREV销售占比将持续增加，而EREV单车带电量较PHEV更大，消费者覆盖面又强于纯电车型，EREV车型的陆续发布或将进一步推动25年我国新能源车销量及碳酸锂使用量。

图表19：新增车型能源类型占比



资料来源：Thinker Car，五矿证券研究所

图表20：纯电品牌未来的产品策略

车企	产品策略
上汽智己	将推出纯电与增程并行的策略，2025年开始推出增程产品
吉利极氪	全新研发超级电混系统，新车将于2025年四季度上市
长安阿维塔	2024年8月发布“昆仑增程”技术，阿维塔12增程版11月已上市
广汽埃安	2025年将推出搭载增程技术的车型
小鹏	首款增程车型已完成核心零部件定点，将于2025年下半年量产
小米	2026年将推出增程SUV

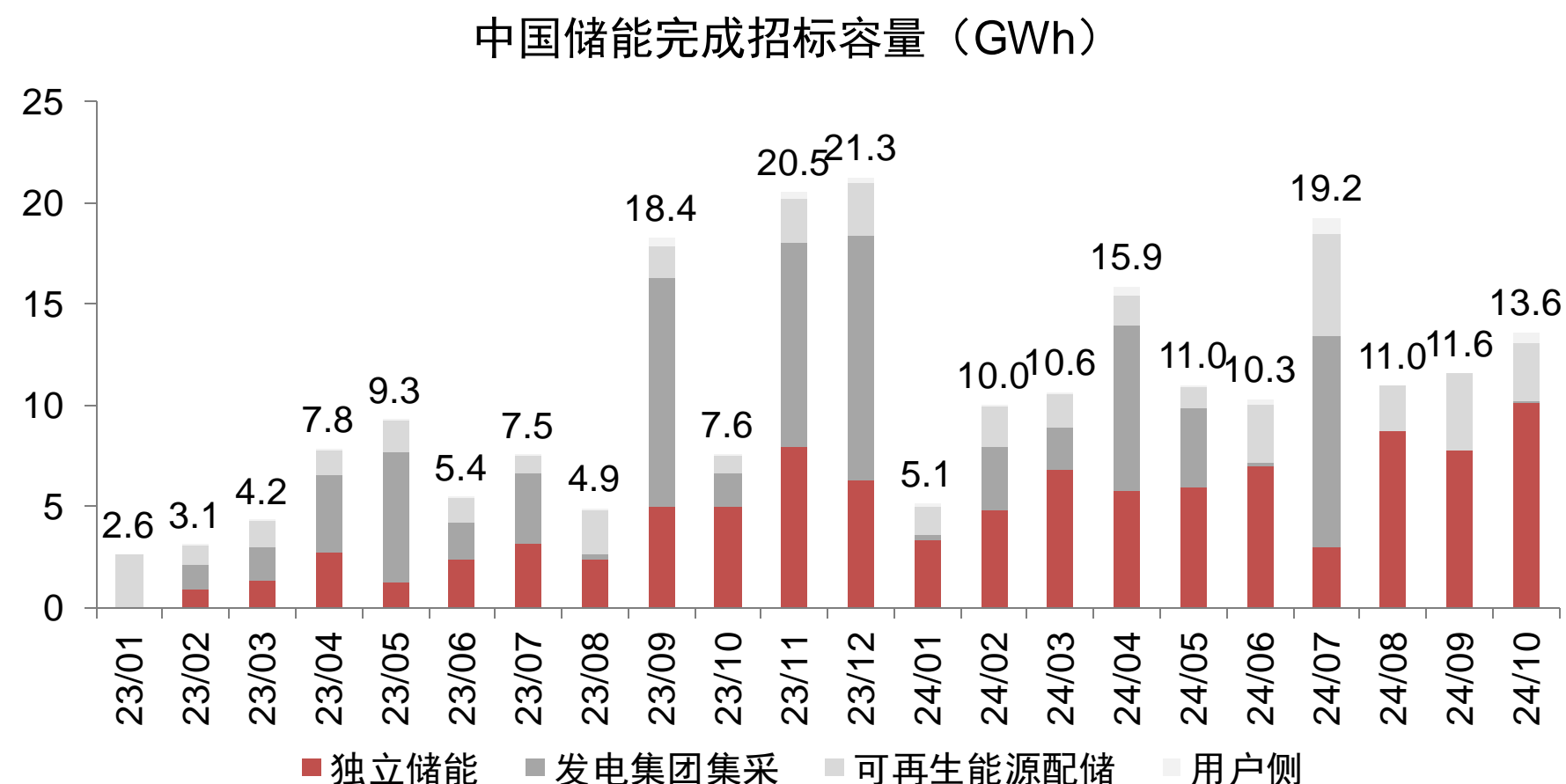
资料来源：佐思汽研，五矿证券研究所

3、储能：随着电力现货市场和电池日寿命的改善，2H储能LCOS有望达到0.44元/kwh

中国储能的核心卡点仍是经济性，无需对需求悲观。卡点一：电力现货市场。理论上，电力现货市场峰谷价差套利应该是储能收益的主要来源，未来2年中国电力现货市场有望大面积铺开，使独立储能电站“年循环次数”得到保障。除了现货以外，目前独立储能收入还来自于容量租赁、辅助服务收入、容量补偿、中长期市场等。随着现货市场推进和多种收益机制完善，中国储能投建持续高景气，2024年1-6月招标容量62.9GWh，同增94.2%。

卡点二：电池日历寿命。近两年中国能量型储能实际运行寿命不足8年，远低于设计值。提升电池日历寿命需要电池材料创新和系统集成管理优化，随着24年宁德时代、蔚来等企业纷纷推出长寿命电池产品，以及行业对储能寿命愈发重视，解决“电池日历寿命”问题并不是件遥远的事。

图表21:2024上半年中国储能累计招标容量62.9Gwh，同比增长94%



图表22：乐观情景下，2H储能LCOS有望达到0.44元/kwh

	2H 储能电站 (100MW/200MWh)				
	情景 1 基准条件	情景 2 高锂价	情景 3 高循环	情景 4 长寿命	情景 5 中期乐观
年循环次数	200	200	350	200	350
充放度电收入	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
随容量变化的装机成本	0.40	1.00	0.40	0.40	0.40
电池日历寿命	8	8	8	15	15
项目资本金 IRR	-	-	7.5%	-	12.7%
项目 NPV	-12446	-34041	537	-8031	3923
LCOS	0.84	1.43	0.49	0.72	0.44

需求：无需悲观

□ 车：故总结来看，我们认为明年需关注需求侧三大重点：

1) 我国以旧换新政策的续作情况。从今年以旧换新政策来看，实际对新能源车驱动效应明显，且由于我国以旧换新政策加码时间点为今年8月，实际有效驱动下游需求仅为一个季度，明年仍需高度关注以旧换新是否续作，以进一步驱动新能源车销量。

2) 中欧美新增车型情况。新增车型仍是驱动新能源车供给最重要因素，在25年欧洲面临碳税考核的背景下，需高度关注欧洲新增车型及销量实现情况。

3) 中国erev新增车型情况。如上文所提及，我们认为在当前电池技术条件下，BEV渗透率相对有限，仍有部分消费者对续航里程存在疑虑。而车企近年来大量推出PHEV+EREV车型以应该消费者需求变化也是合理辅证。根据对25年车企产品规划来看，EREV或将是中资车企发力重点，考虑EREV单车带电量由于PHEV车型，对明年碳酸锂实际需求增量不应过于悲观。

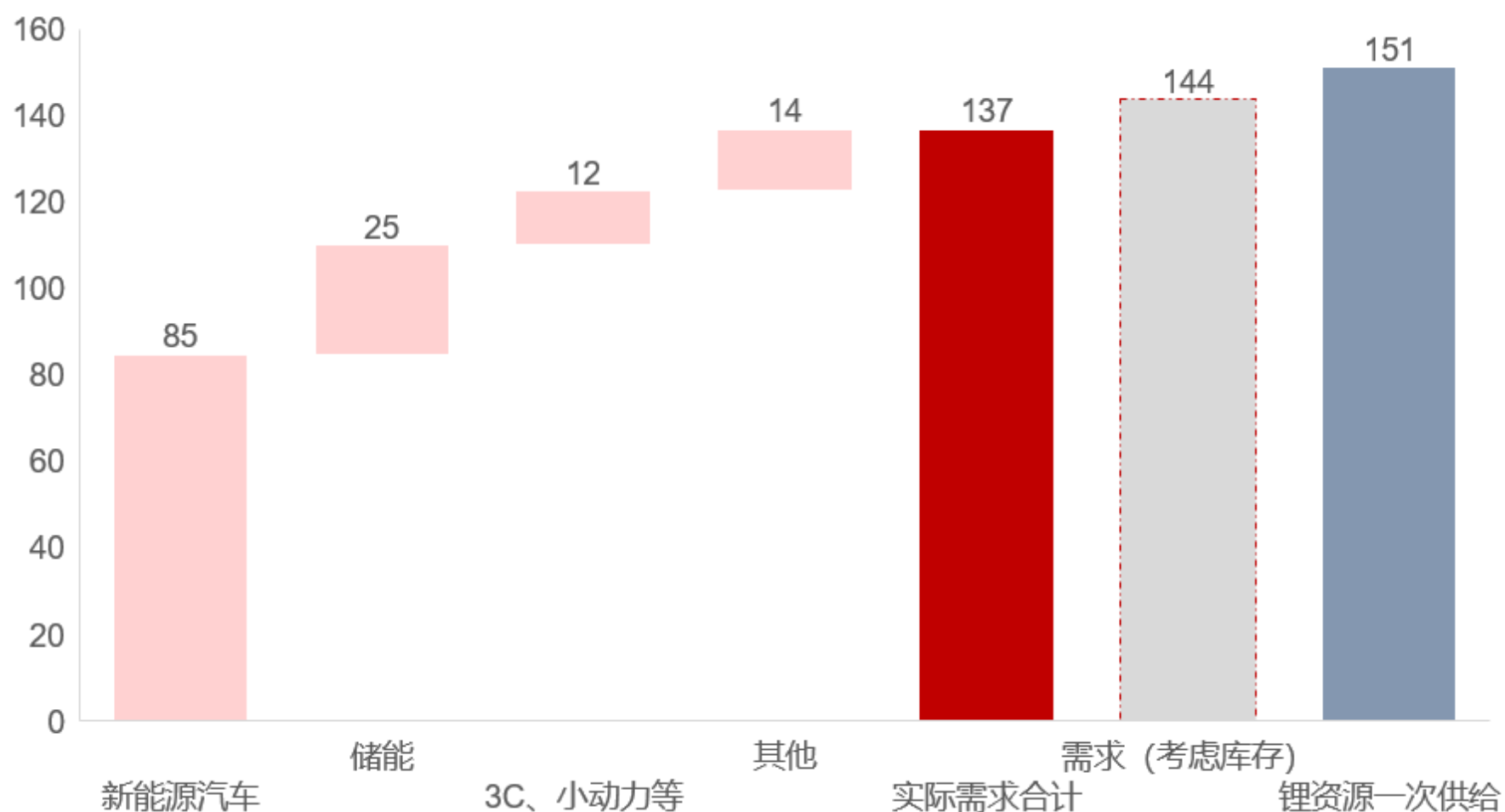
□ 储能：短期订单+排产可能是最好的跟踪方式，但在全球储能都有经济性的情况下，不应对储能需求过于悲观。

03 供需平衡

3、整体供需总结：两种研究方法，明年价格会起来么？

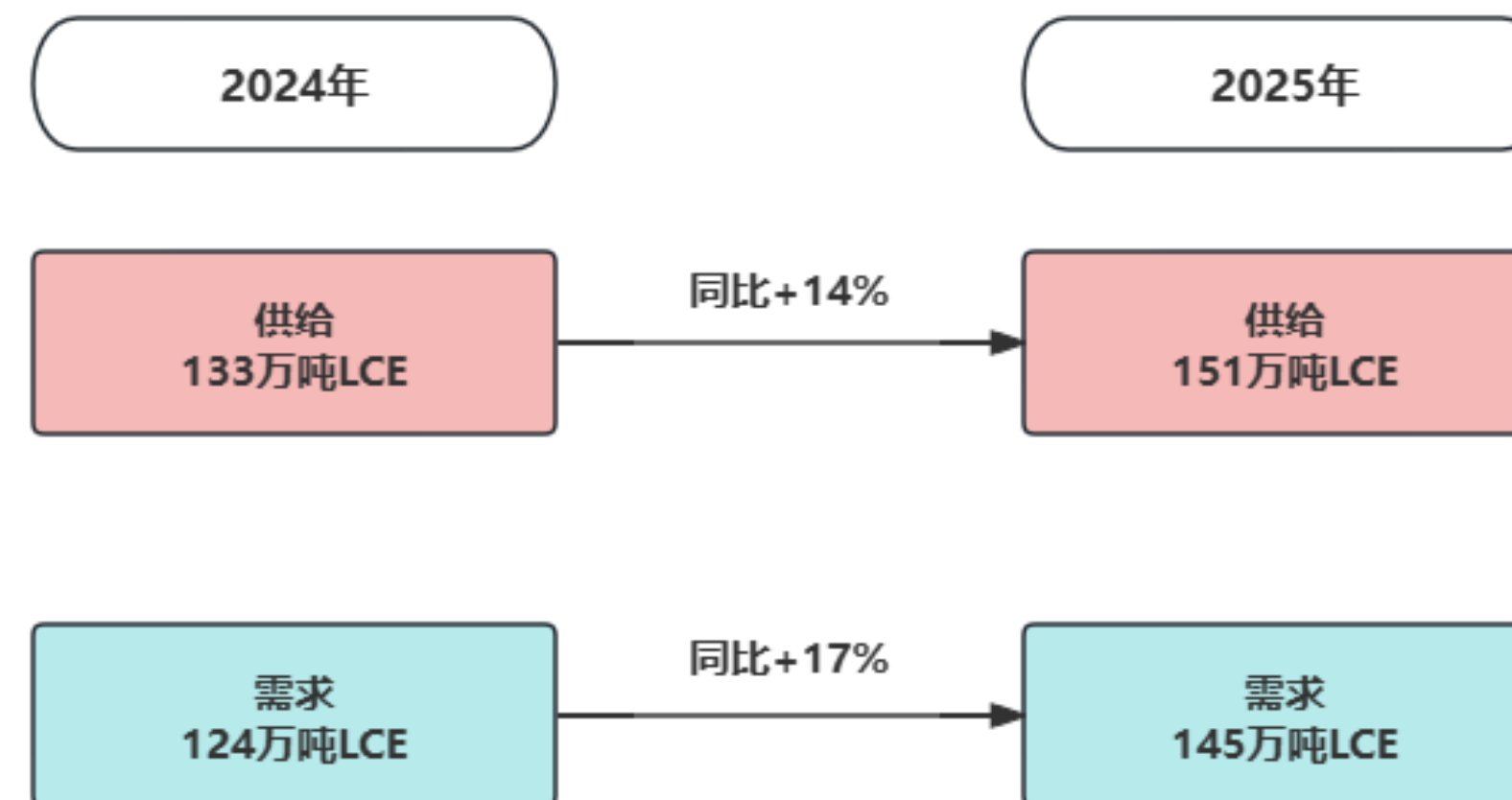
□ 市场通常使用：1) 自上而下供需分析（仅分析25年单年供需关系）。2) 同比增速法（参考24年供需进行同比预测分析）。去判断年度级别碳酸锂走势。根据我们对供需的拆解，我们认为自上而下判断，25年全球碳酸锂市场仍属于过剩格局。而从同比增速法的角度分析，25年需求同比增速将超过25年供给同比增速，碳酸锂价格不排除在25年存在季度级别的反弹可能性。但仍需注意：1) 当前供给侧大规模减产，若锂价存在季度级别的反弹，供给侧大概率复产。2) 全产业库存仍偏高，锂价反弹高度不宜过度乐观。

图表23：自上而下供需分析



资料来源：公司公告，Thinker Car，五矿证券研究所测算

图表24：同比增速法分析



资料来源：公司公告，Thinker Car，五矿证券研究所测算

04

后续值得关注的三个问题

4、仍需提示的三大问题

1) 需求的拐点难以预测，但根据我们对供给侧的判断，不应再对未来数年的锂价过于悲观。

诚然，市场通常很难提前预判需求的拐点，这也是当前市场对碳酸锂价格反弹最大的疑问，而在我们看来，供给侧增量释放逐渐减少更好确认。我们认为，供给只是对过往数年资本开支的结果，随着碳酸锂价格在22年底开始快速下跌，锂矿资本开支近两年来大幅缩减，25年大概率将是锂矿供给集中释放的最后一年。在长周期维度下，不应再对碳酸锂价格过度悲观。

2) 供需之外，最主要是产业需要信心。

除供需外，锂价上涨最大的压力来自于产业自身的反身性。当产业对远期锂价悲观时，上游企业希望在锂价反弹时充分参与套保、而下游企业又担忧需求侧砍单不愿主动补库采购碳酸锂。换言之，在市场扭转悲观预期前，锂价将长期在12-7万元/吨价格区间震荡。但值得注意的是，碳酸锂的产业周期涉及从上游矿端至下游车端共计五大环节，产业自身各环节的补库动作，将显著放大碳酸锂的实际需求，当产业周期拐点终来临之际，碳酸锂价格弹性依然较大。

4、仍需提示的三大问题

3) 但对短期反弹的高度不应太过乐观，主因：

□ **本轮周期并未实际有矿企出清。** 目前来看，企业均为停产并未为实际出清，尤其澳矿企业情况不能与20年相类比。20年唯一破产企业为Altura，其在破产前最后一季度在手现金仅为0.11亿元，外债高达10.17亿元，当前澳矿并未有企业面临类似情况。故后期锂价若实现季度级别反弹，大概率停产企业将陆续复产。

□ **锂矿参与者出现显著变化，制造业与矿业头部企业占比显著提升，部分矿企破产风险低。** 而24年来看，我们陆续见到如力拓并购Arcadium、中国五矿控股盐湖股份、Codelco与SQM签订合作协议等传统矿业巨头在锂行业的重大并购，且头部电池厂（如LG等）同样在周期底部布局锂矿。不同于其他有色品种，锂矿产业的参与者涉及产业链上下游，传统矿业巨头与下游头部电池/车企参与度较高，Arcadium的资本开支仅占力拓集团公司总预算5%，随着头部企业的陆续入局，龙头企业强劲的现金流将使得供给侧出清难度进一步加大，锂周期反转速率进一步减慢。

05 风险提示

风险提示

- **供给波动风险**：未来新增项目投产节奏仍面临较大不确定性，部分在产的高成本矿山若选择减产或者停产也将进一步放大供给波动情况。
- **需求波动风险**：全球新能源车销量结构变化以及欧美政策波动将显著影响新能源汽车领域对锂金属的需求量，储能日历寿命和容量等指标的变化引起的储能装机量改变也将影响储能领域对锂金属的需求量。
- **全球供应链风险**：当下全球经济不确定性较强，全球供应链风险加剧，锂作为全球能源转型的新兴金属，政策敏感性较高。

Thank you



欢迎关注微信公众号

五矿证券研究所

上海

浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼
邮编：200120

深圳

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

北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F
邮编：100010

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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。	股票评级	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	对于个股未来6个月的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、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。

特别申明

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/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。