

资源端供给出清提速，2025年价格中枢将抬升 ——碳酸锂专题报告

电新首席证券分析师：曾朵红
执业证书编号：S0600516080001
联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

电动车首席证券分析师：阮巧燕
执业证书编号：S0600517120002
联系邮箱：ruanqy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793
2025年1月3日

- ◆ **24H2锂价磨底震荡，高成本项目减停产落地，行业出清趋势明确。**上一轮周期中有五座澳矿宣布减停产，是锂价止跌的重要因素之一，本轮锂价下行周期至今已有八座澳矿宣布减停产，其中24H2七座澳矿密集宣布减停产，行业出清信号明确。24H2锂价维持底部区间，全球30-40%产能亏现金，现金成本高于6.5万的澳矿、云母、非矿项目均面临减停产，我们下修24年供给量17万吨至131万吨。
- ◆ **海外项目及国内云母大规模减停产，25年总供给预计155万吨LCE，同增18%，新增供给24万吨左右。**澳矿：除格林布什矿外，其余在产澳矿均已宣布减停产，影响25年供给10万吨LCE+，预计25年供给近42万吨LCE，同比基本持平；澳矿实际现金成本（含权益金、运费、维护性资本开支）基本在850美元以上，在当前800美元矿价下，50%以上澳矿供给仍亏现金，且澳矿企业尤其MRL、Liontown偿债压力较大，预计减停产将持续，不排除有破产重组可能。**非矿**：部分中资企业项目进度小幅延后，Bikita和Arcadia停止生产透锂长石精矿，外资企业项目进度停滞，影响25年8-9万吨LCE，预计25年供给17万吨LCE（假设透锂长石仍停产），增量近7万吨。**美洲矿**：预计25年供给8万吨LCE，增量近2万吨，巴西精矿成本具备竞争力（CIF成本450-500美元），25年增量明显，而加拿大矿投产进度较慢，NAL项目持续亏损四个季度，25年成本压力仍较大。**南美盐湖**：阿根廷新项目实际成本高于预期，延期投产较为普遍，影响25年3万吨LCE，预计25年总供给46万吨LCE，增量7万吨+；阿根廷23-24年通胀严重导致盐湖生产成本增长显著，24H2通胀上涨势头已受控制，25年成本预计基本稳定。**国内**：盐湖预计25年供给17万吨，增量2万吨，西藏项目进度相对滞后，拉果错、麻米错投产时间尚不明朗；辉石预计25年供给5万吨LCE，增量3万吨+，李家沟开始供矿；云母由于成本较高，柘下窝等矿减停产，预计25年供给12万吨LCE，同比基本持平；回收24年产6.8万吨，处于亏损状态，扩产基本停滞，25年预计8-9万吨。
- ◆ **25年行业存在补库空间，实际增速有望近30%，供给过剩收窄，锂价中枢有望回归8-8.5万元，但供需格局真正反转需更长时间。**我们预计25年动储需求同增31%，产业链Q1淡季不淡，且11月底碳酸锂库存为1.2个月需求量，库存水平处于21-24年10%分位数，有一定补库空间。25年若维持1.2个月库存，我们预计碳酸锂需求140万吨，同增23%，供给过剩量近15万吨，同比略降；若库存水平提升至1.3个月，供给过剩量将收窄至10万吨；若提升至1.5个月，供需将基本实现平衡。从现金成本曲线上看，25年需求对应成本线约7.3万元/吨LCE，对应含税锂价约8.2万元，我们预计25H2可能出现阶段性供给紧张，价格中枢有望上移。但根据当前开发项目的规划，26-27年供给过剩30万吨左右，格局真正反转需要更长时间，若出现更多供给侧出清，可能提前迎来行业拐点。
- ◆ **投资建议**：海外锂矿大规模减停产，25年供给过剩格局改善，我们判断碳酸锂价格已见底，25年锂价中枢有望抬升，看好具备优质资源龙头，推荐**中矿资源、赣锋锂业、永兴材料、雅化集团、天齐锂业、盛新锂能**等。
- ◆ **风险提示**：锂价大幅波动，产能扩张不及预期，下游需求不及预期。

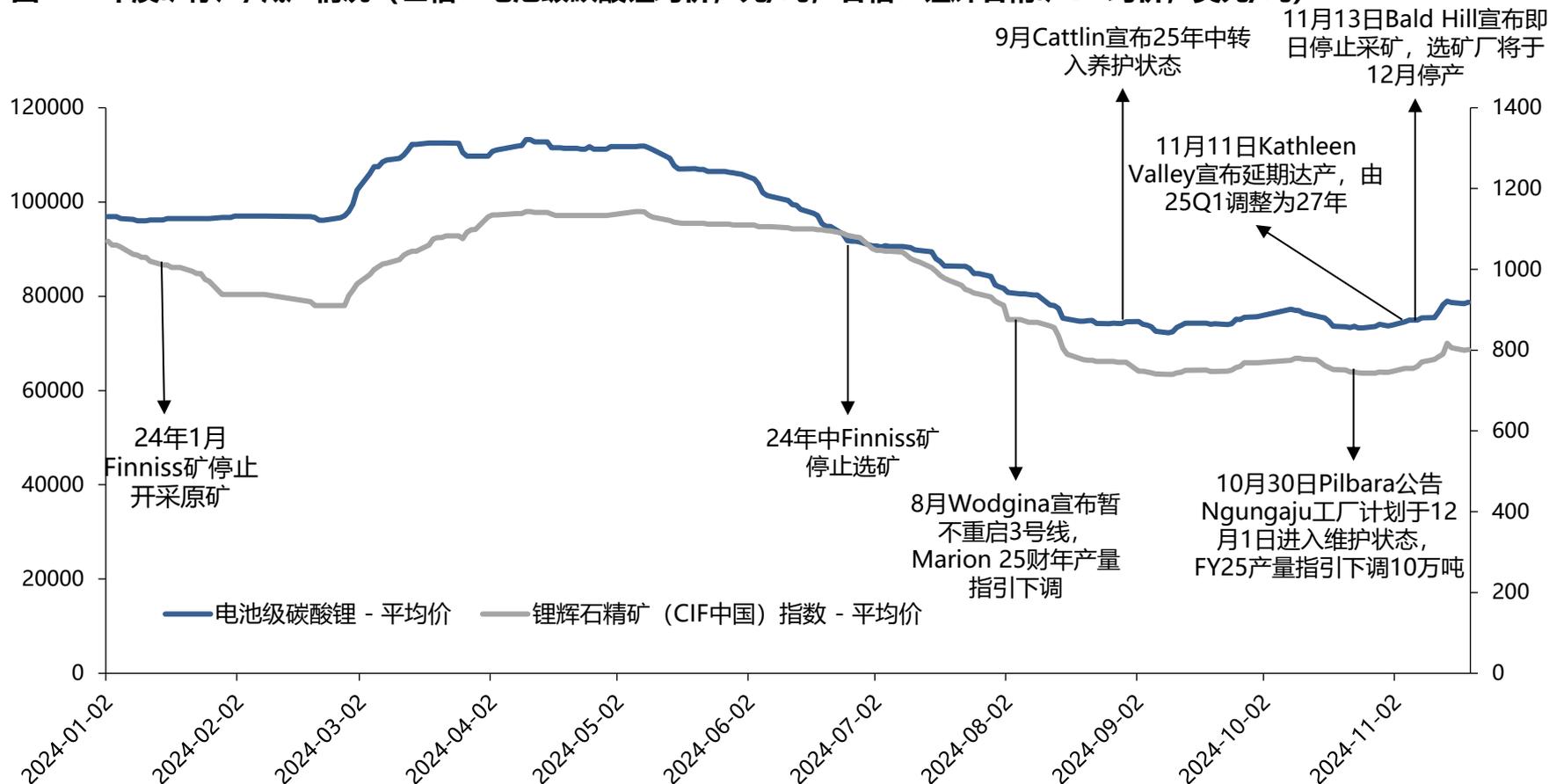
- 24H2锂价磨底震荡，高成本项目减停产落地
- 25年供给端：海外项目大规模减停产，供给增速放缓
- 25年需求端：存在补库空间，增速有望达30%
- 25年供给过剩收窄，锂价中枢有望抬升
- 投资建议与风险提示

24H2锂价磨底震荡，高成本项目减停产落地

24H2澳矿密集宣布减停产，行业出清信号明确

◆ 上一轮周期中澳矿大面积减停产是锂价止跌的重要因素之一，本轮锂价下行周期持续2年，已有八座澳矿宣布减停产。上一轮锂价周期中，17年11月-20年8月锂价处于下跌周期，五座澳矿于18年底-20年10月陆续宣布减停产。本轮锂价下行自22年11月开始，24年初有一座澳矿宣布停产，从24年中开始，随着锂价进一步探底，另外七座澳矿陆续宣布减停产。

图：24年澳矿停产/减产情况（左轴：电池级碳酸锂均价，元/吨；右轴：锂辉石精矿CIF均价，美元/吨）



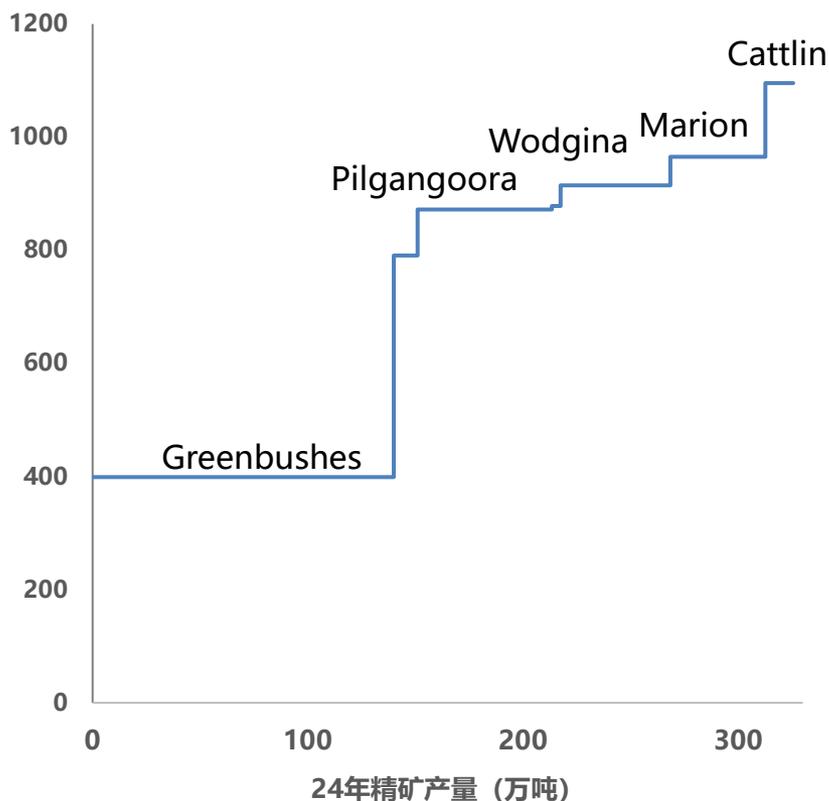
减产原因：澳矿实际成本偏高，50%以上供给亏现金

- ◆ **澳矿披露FOB成本偏低，实际现金成本高于当前矿价。** 澳矿披露现金成本500-600美元，实际现金成本基本在850美元以上，主要由于财务数据口径与国内不一致，例如澳矿公司将预剥离费用资本化，按国内口径应该计入现金成本，因此澳矿应当关注AISC成本（包括权益金、运费、维护性资本开支包括预剥离），例如Pilbara AISC成本约870美元。**在当前800美元矿价下，50%以上澳矿供给仍处于亏损状态。**

图：澳矿Pilbara AISC成本

项目	单位	FY2024	FY2025E
销量	万吨	70.7	72
品位	%	5.2%	5.2%
销量 (SC6)	万吨	61.3	62.4
售价 (SC6)	美元/吨	1357	1000
现金成本 (FOB)	美元/吨	429	429
现金成本 (FOB, SC6)	美元/吨	495	495
权益金	美元/吨	81	60
运费	美元/吨	43	50
运营现金成本 (CIF中国, SC6)	美元/吨	619	605
矿山预剥离支出	百万澳元	141	115
维持性资本支出	百万澳元	89	57
矿山预剥离支出	美元/吨	154	120
维持性资本支出	美元/吨	97	60
AISC成本 (可持续开发现金成本, SC6)	美元/吨	870	785

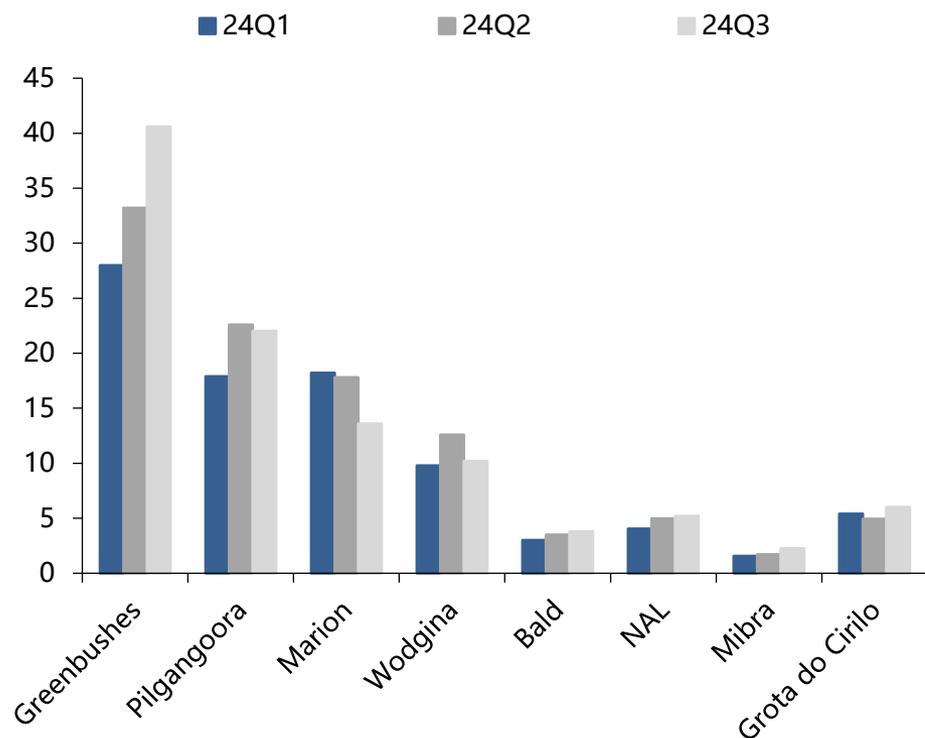
图：澳矿AISC成本曲线（纵轴：美元/吨）



Q3澳矿产量普遍出现下降，24全年供给量下修

- ◆ **Q3海外澳洲锂辉石矿明显减量。** Q3财报披露的产量来看，澳矿中除格林布什外，其余大矿基本均出现减产，而美洲矿基本仍在增产。
- ◆ **24年澳矿、非矿、南美盐湖均开启减停产，我们下修24年供给量17万吨，其中澳矿减量5万吨+，非矿减量7万吨。** 相比于24年年初预期，目前对于24年碳酸锂供给量已经下修17万吨至131万吨，主要是由于澳矿、非矿、南美盐湖均开启减停产。

图：2024年各矿山精矿产量（万吨）



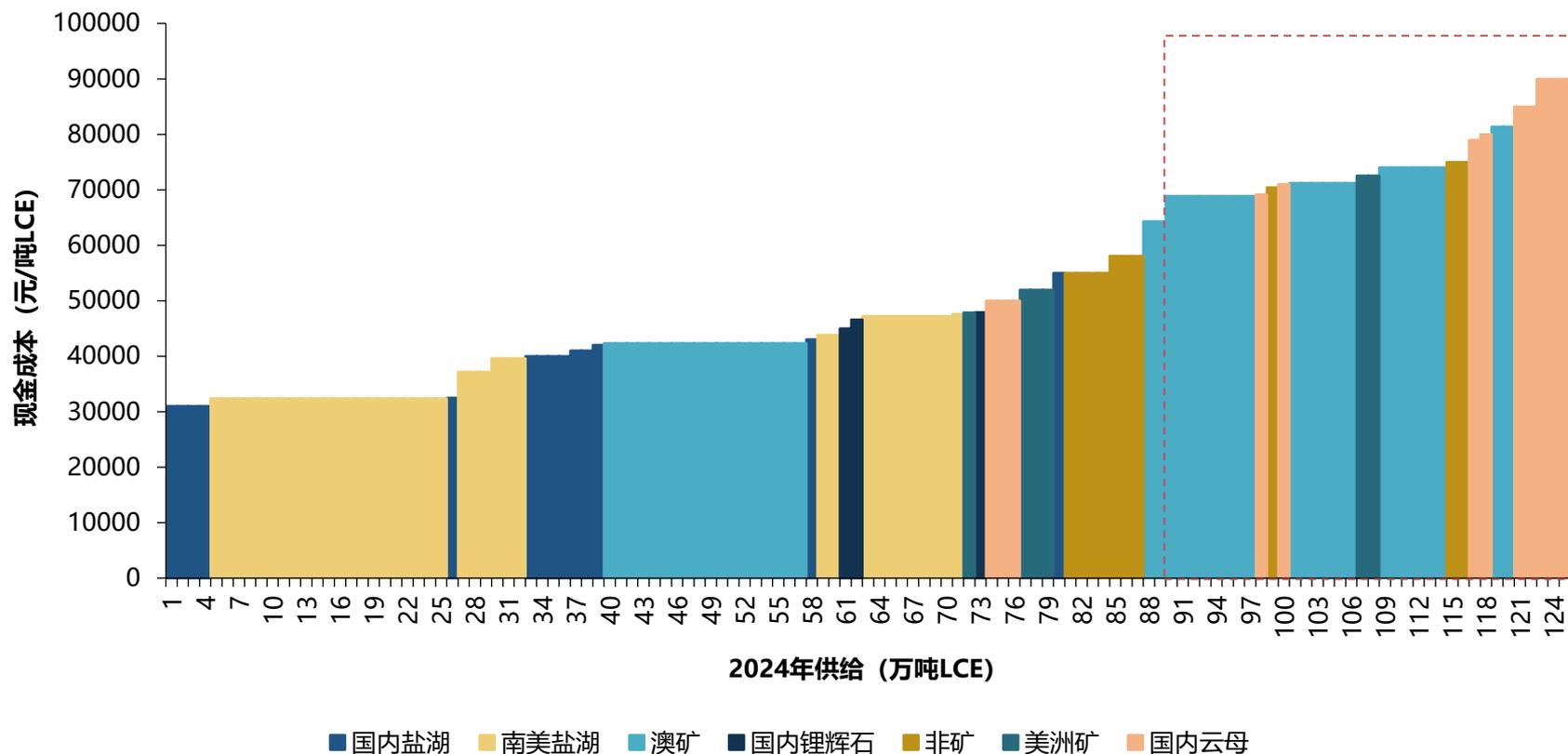
图：2024年供给预期下修

产量（万吨LCE）	2024年年初预期	2024年现预期	预期下销量
国内盐湖	14.2	14.6	0.4
国内矿山	3.1	2.0	-1.1
国内云母	10.4	11.8	1.4
海外盐湖	41.7	38.2	-3.5
澳矿	46.5	41.2	-5.3
非矿	17.4	10.4	-7.0
美洲矿	7.5	6.4	-1.1
欧洲矿	0.0	0.0	0.0
锂回收	7.0	6.8	-0.2
合计	147.8	131.3	-16.5

现金成本高于6.5万的锂矿减停产，导致成本重心抬升

- ◆ 24H2锂价磨底震荡，全球30-40%产能亏现金，现金成本高于6.5万元的项目均面临减停产，供给出清或导致后续成本重心抬升。24年8月中旬-11月初锂价在7.2-7.7万元震荡，约30-40%锂资源项目亏损现金，处于成本曲线右侧的大部分澳矿、云母矿以及部分非矿基本均已出现减停产，预计25年成本重心可能进一步抬升。

图：2024年碳酸锂现金成本曲线（澳矿按AISC成本）



25年供给端：海外项目大规模减停产，供给增速放缓

澳矿：基本均已宣布减停产，总体影响25年10万吨+

- ◆ 除格林布什矿外，澳矿基本均已出现减停产，影响25年供应10万吨LCE+。Finniss已于年初停产，Cattlin计划于25年中转入养护状态，Bald Hill于24年11月停产，Pilbara 25财年产量指引下调10万吨，Marion预期25财年产量同比下降11-15万吨，Kathleen Valley推迟两年达产，可能影响4万吨LCE供应。
- ◆ 减停产项目恢复基本需要半年到一年左右时间。Pilbara预计Ngungaju工厂复产需4个月时间，我们预计减产项目恢复需要半年以内时间，而采矿选矿均已停产的项目复产需要1年左右时间。

图：停产/减产/延期投产情况梳理

地区	控股公司	矿山	停产/减产/延期投产规划	影响25年产量	FOB成本
澳矿	Pilbara Minerals	Pilgangoora	Ngungaju工厂从24年12月1日起进入临时维护和保养状态，准备在市场条件改善后的大约四个月内全面投产	25财年产量较原预期下调10万吨（1.1万吨LCE）至70-74万吨，同比持平	406美元
	Mineral Resources	Marion	地下开发已被推迟，减少约190个职位，并从现场撤出110台移动设备	25财年指引30-34万吨（24财年45万吨），减少1-1.3万吨LCE	870-970澳元（581-648美元）
	Mineral Resources	Wodgina	暂不重启3号线，减少约130个岗位，并从现场撤出120台移动设备	25财年指引42-46万吨（24财年39万吨）	800-890澳元（534-595美元）
	Mineral Resources	Bald Hill	11月13日停产，选矿厂将于12月停产，最后批次销售也在12月份完成	25财年指引12-14.5万吨下调至6万吨，实际25年无产量，减少1.5万吨LCE	800-890澳元（534-595美元）
	Core Lithium	Finniss	年初开始暂停采矿，Q2完成处理所有原矿库存	24H1产量4.5万吨（0.5万吨LCE） 25年预计无贡献	
	Arcadium	Cattlin	计划在25年上半年完成第3阶段采矿和矿石加工后，将Mt Cattlin矿场转入养护状态	24年产量约13万吨，25年预计减少7万吨（0.9万吨LCE）	800美元+
	SQM	holland	11月20日SQM电话会给予Mt. Holland 25年精矿产量指引为16-19万吨	8月Wesfarmers给予FY25指引30-34万吨，下调14.5万吨（1.7万吨LCE）	
	Liontown Resources	Kathleen Valley	调整为2027财年末未达到280万吨/年锂辉石产能，此前为2025Q1未达到300万吨/年	减少4万吨LCE	402美元

- ◆ 澳矿由于多项目减停产，预计25年供给同比基本持平。25年Greenbushes有明显增量，预计25年产160万吨精矿，折20万吨LCE，同比增2.5万吨LCE；Kathleen Valley爬坡中，预计25年增量1.6万吨LCE；Marion、Bald、Cattlin、Finniss25年产量同比减4.4万吨LCE，总体看澳矿25年难有供给增量。

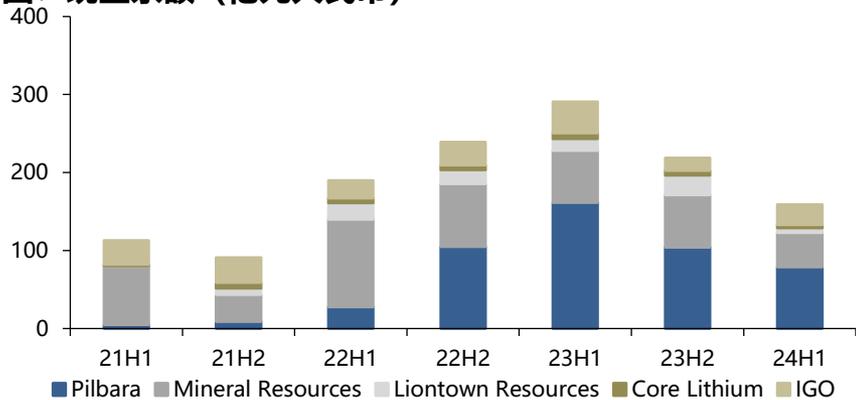
图：澳矿供给 (万吨, 锂精矿按SC6)

控股公司	矿山	经营指标	规划产能	产量 (万吨)						
				2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	25年增量
天齐	Mt Greenbushes	锂精矿	266.0	58	95.3	135	152.3	140.0	160.0	20.0
		折碳酸锂	33.3	7.2	11.9	16.9	19	17.5	20.0	2.5
皮尔巴拉PLS	Mt Pilgangoora	锂精矿	91.7	16.6	29.7	47.5	55.4	62.4	62.4	0.0
		折碳酸锂	11.5	2.1	3.7	5.9	6.9	7.8	7.8	0.0
Mineral Resources	Mt Marion	锂精矿	58.5	30.4	31.5	30	35.5	44.1	32.0	-12.1
		折碳酸锂	7.3	3.8	3.9	3.7	4.4	5.5	4.0	-1.5
Mineral Resources	Mt Wodgina	锂精矿	96.7			17.6	42.5	39.4	40.3	0.9
		折碳酸锂	12.1			2.2	5.3	4.9	5.0	0.1
Mineral Resources	Mt Bald	锂精矿	14.5				2.8	11.6		-11.6
		折碳酸锂	1.8				0.3	1.5		-1.5
Liontown Resources	Mt Kathleen Valley	锂精矿	47.7					4.0	16.9	12.9
		折碳酸锂	6.0					0.5	2.1	1.6
SQM	Mt Holland	锂精矿	32.1					11.0	16.0	5.0
		折碳酸锂	4.0					1.4	2.0	0.6
Arcadium	Mt Cattlin	锂精矿	21.6	10.9	21.9	9.6	21.5	13.0	6.0	-7.0
		折碳酸锂	2.7	1.4	2.7	1.2	2.7	1.6	0.8	-0.9
Core Lithium	Mt Finniss	锂精矿	18.1				6.4	4.1		-4.1
		折碳酸锂	2.3				0.8	0.5		-0.5
合计		折碳酸锂		14.5	22.3	30.0	39.6	41.2	41.7	0.5

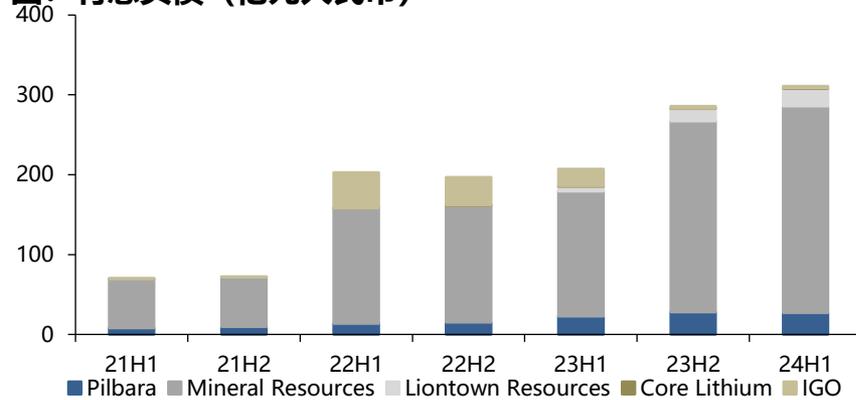
澳矿：财务压力显著增加，扩产停滞，减停产将持续

◆ 澳矿企业尤其MRL、Liontown偿债压力较大，扩产基本停滞，不排除有公司破产重组可能。从PLS、MRL、Liontown、Core、IGO这5家主要澳矿公司财务状况来看，24年中现金余额合计159亿元，较年初下降27%，有息负债合计311亿元，较年初提升9%，已获利息倍数均呈大幅下滑趋势。其中，MRL资产负债率维持44%高位，Liontown资产负债率大幅提升至33%，25年利息支出预计分别为23亿、2亿元，而其在手现金仅44亿、6亿元，MRL全资控股的Bald Hill已停产，Liontown全资控股的Kathleen Valley可能有进一步减停产风险。

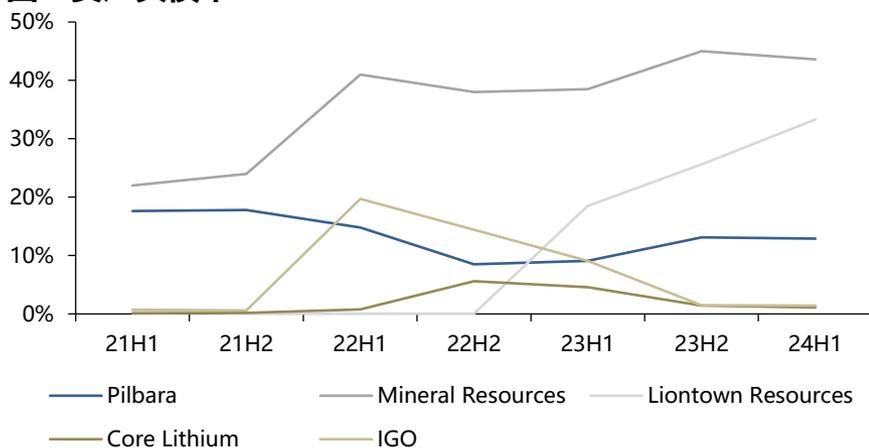
图：现金余额（亿元人民币）



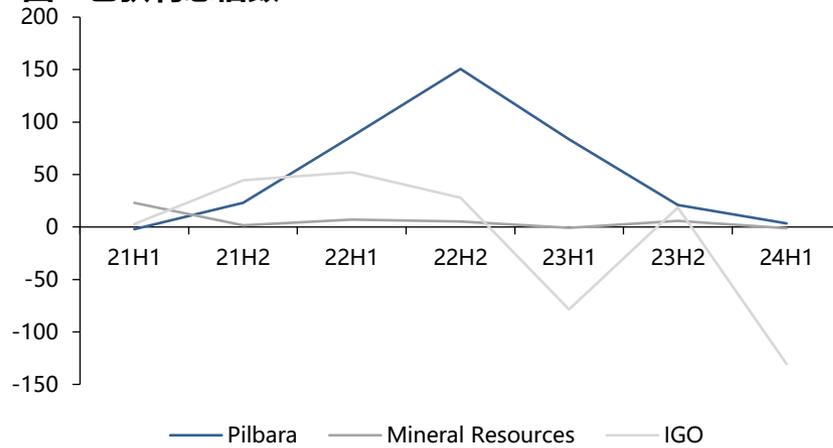
图：有息负债（亿元人民币）



图：资产负债率



图：已获利息倍数



- ◆ **非矿基本停止生产透锂长石精矿，部分中资企业项目进度小幅延后，外资企业项目出现停滞。** Bikita和Arcadia在24年通过减少使用透锂长石实现降本，原规划透锂长石产能分别为2.5万吨、2万吨LCE，目前基本停产；Goulamina、Kamativi、Bougouni进度有所延后，合计影响25年3-4万吨LCE供给；Ewoyaa、Zulu项目因公司财务压力基本停滞。

图：停产/减产/延期投产情况梳理

地区	控股公司	矿山	停产/减产/延期投产规划	影响25年产量	全成本 (万元)
非矿	赣锋锂业	Goulamina	原计划24年中投产，现于24年11月投产，25Q1后到国内	减少1-2万吨LCE	5.4
	中矿资源	Bikita	停止生产化学级透锂长石 (2.5万吨LCE)	25年锂辉石精矿产量40万吨，折4.5-5万吨LCE	5.5 (仅锂辉石)
	华友钴业	Arcadia	停止使用透锂长石 (2万吨LCE)，国内氢氧化锂产线停止建设	25年预计锂辉石2万吨LCE+，同比持平	8 (仅锂辉石)
	Atlantic Lithium	Ewoyaa	最初计划于7月开始建设，已推迟到25Q1，9月加纳矿产负责人表示可能停止	原规划25年产4万吨精矿，折0.5万吨LCE	
	雅化集团	Kamativi	原预期24年6月完成二阶段建设，现于11月中旬投产，达产后年产精矿35万吨+	减少1-2万吨LCE	6.5
	海南矿业	Bougouni	原预期24年11月试生产，2个月内完成爬坡达产，现预计25年初建成投产，25年内达产	减少0.5-1万吨LCE	6.7

非矿：25年供给增量6-7万吨LCE

- ◆ **非矿25年增量预计近7万吨LCE，相比24年供给增量略升。** Goulamina和Kamativi二期已于24年内投产，Bougouni计划25Q1投产，25年将贡献非矿大部分增量，Bikita和Arcadia可能根据锂价调整透锂长石供给量（供给表假设透锂长石仍停产），萨比星预计满产运行。

图：非矿供给（万吨，锂精矿按SC6）

控股公司	矿山	经营指标	规划产能	产量（万吨）						
				2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	25年增量
赣锋锂业	Goulamina	锂精矿	83.1						32.0	32.0
		折碳酸锂	10.4						4.0	4.0
中矿资源	Bikita	锂精矿	49.0	1.1	1.8	4.8	15.6	34.0	36.7	2.7
		折碳酸锂	6.1	0.1	0.2	0.6	2.0	4.2	4.6	0.3
华友钴业	Arcadia	锂精矿	19.8				7.0	20.0	20.0	0.0
		折碳酸锂	2.5				0.9	2.5	2.5	0.0
盛新锂能	萨比星锂钽矿	锂精矿	24.0				10.0	24.0	24.0	0.0
		折碳酸锂	3.0				1.3	3.0	3.0	0.0
海南矿业	Bougouni	锂精矿	24.8						4.2	4.2
		折碳酸锂	3.1						0.5	0.5
雅化集团	Kamativi	锂精矿	35.0				0.0	5.0	20.0	15.0
		折碳酸锂	4.4				0.0	0.6	2.5	1.9
合计		折碳酸锂		0.1	0.2	0.6	4.1	10.4	17.1	6.7

- ◆ 巴西锂辉石矿由于成本较低，25年增量较明显，加拿大矿投产进度较慢。美洲矿25年增量近2万吨LCE，主要由巴西Grota do Cirilo二期25万吨精矿投产贡献，Mibra已于24Q4满产，加拿大Rose锂矿进一步推迟至26年投产。

图：停产/减产/延期投产情况梳理

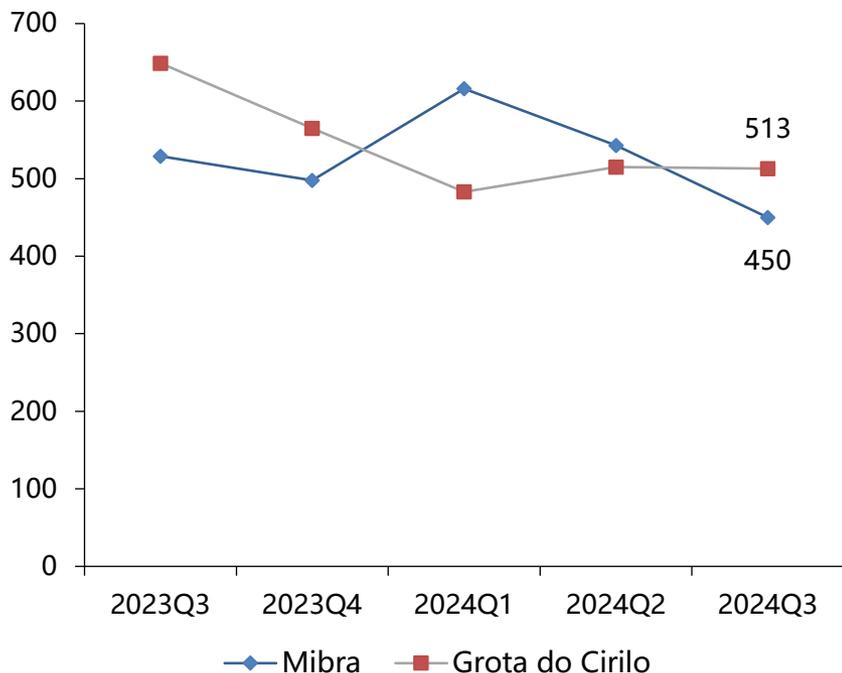
地区	控股公司	矿山	停产/减产/延期投产规划	影响25年产量	全成本 (万元)
美洲矿	Arcadium	James Bay	暂停4万吨 (LCE) 锂辉石 Galaxy 项目的当前投资		
	中矿资源	Tanco	裁员，月产能从3000吨+下降至2000吨	25年减少精矿1.2万吨，折0.15万吨LCE	8
	Sigma Lithium	Grota do Cirilo	二期25万吨原预期25Q1投产，现规划25年内投产	减少0.5-1万吨LCE	6.5
	Critical Elements	Rose	由25年中进一步推迟至26年投产	减少0.5万吨LCE	

图：美洲矿供给 (万吨，锂精矿按SC6)

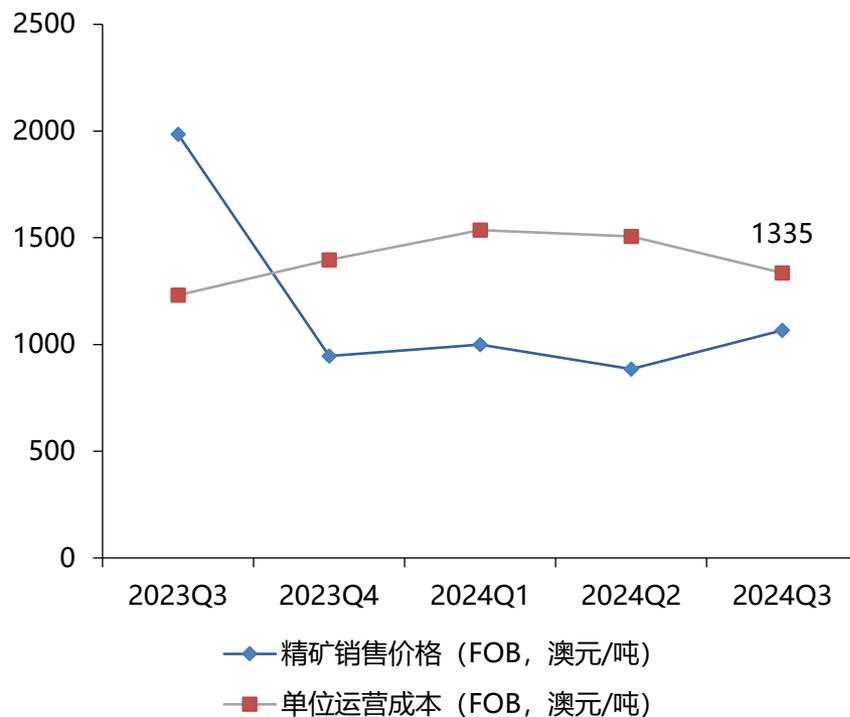
控股公司	矿山	经营指标	规划产能	产量 (万吨)						
				2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	25年增量
中矿资源	Tanco	锂精矿	21.0			2.8	3.2	3.2	2.0	(1.2)
		折碳酸锂	2.6			0.4	0.4	0.4	0.3	(0.1)
AMG矿业	Mt Mibra	锂精矿	13.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.3	13.0	3.7
		折碳酸锂	1.6	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.6	0.4
Sigma Lithium	Grota do Cirilo	锂精矿	70.2				10.1	20.7	28.8	8.1
		折碳酸锂	8.8				1.3	2.6	3.6	1.0
Sayona	North American Lithium&Authier	锂精矿	20.3				10.2	17.7	20.3	2.6
		折碳酸锂	2.5				1.3	2.2	2.5	0.3
合计		折碳酸锂		1.1	1.1	1.5	4.1	6.4	8.1	1.7

- ◆ **低成本锂辉石集中在巴西，精矿成本具备竞争力。** 24Q3巴西Mibra和Grota do Cirilo项目单位运营成本（CIF）分别为450、513美元/吨，低于大部分澳矿成本。
- ◆ **加拿大NAL复产后成本居高不下，单位运营成本连续四个季度高于售价，25年成本压力可能仍较大。** 24Q3 NAL单位运营成本（FOB）1335澳元/吨（861美元/吨），如果不考虑库存变动的影响，单位运营成本环比下降15%至1088澳元/吨（729 美元/吨）。随着采矿库存的优化，预计锂精矿单位生产运营成本（不包括库存变动）未来将略有上升，然后在 2025年上半年再次下降，25年NAL可能仍面临亏损压力。

图：Mibra和Grota do Cirilo单位运营成本（CIF，美元/吨）



图：NAL精矿销售价格和单位运营成本



- ◆ **南美盐湖新项目成本偏高，延期投产较为普遍。**新盐湖项目实际成本普遍高于预期，紫金矿业3Q盐湖由于成本较高，尽管具备投产条件，短期内也难以实现投产。Arcadium为优化资本支出，放缓Hombre Muerto盐湖扩产项目（1万吨碳酸锂原计划24H2投产，现延迟6-9个月投产）、Sal de Vida新建项目（一期1.5万吨原计划25H2投产，现规划Fenix 1B期达产后再投资）。

图：停产/减产/延期投产情况梳理

地区	控股公司	盐湖	停产/减产/延期投产规划	影响25年产量	现金成本
南美盐湖	赣锋锂业	Mariana	原计划24年7月，现推迟到24年底开始调试	减少0.5万吨LCE	5000-6000美元
	紫金矿业	Tres Quebradas(3Q)	一期2万吨原计划24Q2投产，年底达产，现具备投产条件，但不打算近期投产	减少2万吨LCE	10000美元
	Eramet	Centenario-Ratones	原计划24年中投产，实际于24年11月投产	减少0.5万吨LCE	4500-5000美元
	Arcadium	Fenix	扩产1A阶段第二条1万吨原计划24H2商业化销售，现延迟6-9个月投产，可能25H2投产	减少0.5万吨LCE	5000-6000美元
	Arcadium	Sal de Vida	一期1.5万吨原预期25年下半年投产，现规划Fenix 1B期达产后再投资		

南美盐湖：25年增量7万吨+，阿根廷新项目开始放量

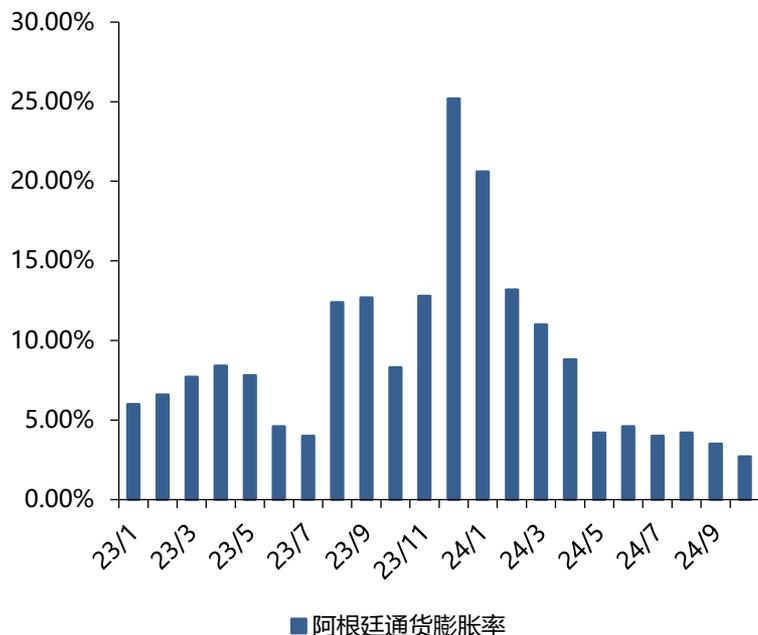
- ◆ **南美盐湖25年供给增量7万吨+，相比24年供给增量小幅提升。**25年增量主要由SQM、Cauchari、Olaroz、Centenario-Ratones贡献。SQM24和25年产量指引分别接近21万吨和23万吨；Olaroz二期2.5万吨23年底已投产，预计爬坡至25年底达产；Cauchari于23年中投产，24年产量2.5万吨左右，25年4万吨满产运行；Centenario-Ratones2.4万吨已于24年11月投产，Mariana2万吨氯化锂于24年底开始调试。

图：南美盐湖供给（万吨LCE）

控股公司	盐湖	规划产能	产量（万吨）						
			2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	25年增量
SQM	Atacama-SQM	27.2	8.1	12.0	16.8	18.8	21.0	23.0	2.0
ALB	Atacama-ALB	8.4	4.4	4.4	5.0	7.0	8.4	8.4	0.0
ALB	Silver Peak	1.0	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.0
Arcadium	Fenix(Salar del Hombre Muertuo)	4.8	1.6	1.6	2.8	2.8	3.0	3.7	0.6
Arcadium	Salar de Olaroz	4.3	1.1	1.3	1.4	1.8	2.4	3.7	1.3
赣锋锂业	Cauchari-Olaroz-GanFeng	6.0				0.6	2.5	4.0	1.5
赣锋锂业	Mariana	1.7						0.3	0.3
盛新锂能	Sal de Los Angeles	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0
Eramet	Centenario-Ratones	2.4						1.5	1.5
Galan Lithium	Hombre Muerto West	2.1						0.1	0.1
Rio Tinto	Salar del Rincon	5.0						0.2	0.2
Agrosy	Rincon Lithium	1.2				0.0	0.1	0.2	0.1
合计			15.7	19.8	26.6	31.6	38.2	45.7	7.5

- ◆ **23-24年阿根廷通胀严重，导致盐湖项目成本增长显著。**23年累计通胀率达211%，24年1-10月累计通胀率为107%，当地水、电、气等费用持续攀升。23Q3 Allkem将Cauchari项目可研成本上调至4081美元/吨，将Sal de Vida一期成本增至4529美元/吨，资本支出增加38%到3.74亿美元；LAC于24Q1将Cauchari-Olaroz一期资本开支上调至9.8亿美元。而Fenix成本的60%以美元计价，受通胀的影响较小。
- ◆ **25年通胀影响减弱，盐湖生产成本增幅将明显收窄，新项目有望降本。**阿根廷政府实施的各项措施已在一定程度上控制了通胀上涨的势头，10月通胀率已经降至2.7%，预期25年通胀率可控制在2%，盐湖生产成本可能微升，但新投产项目的成本有望随产能爬坡而下降，25年现金成本预计实现5000-6000美元左右。

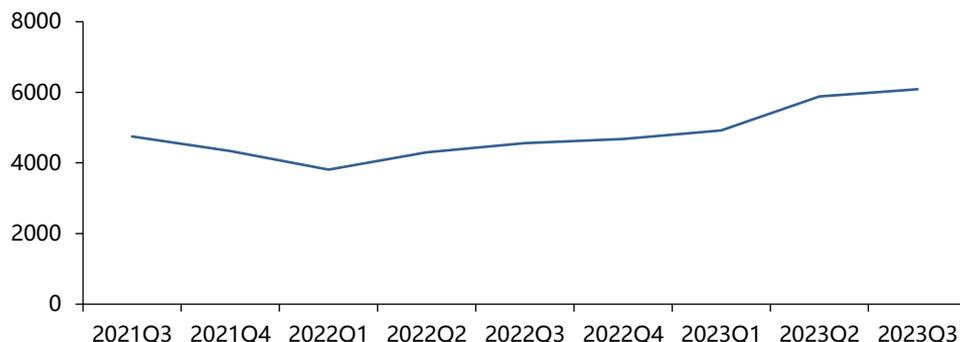
图：阿根廷通货膨胀率



图：阿根廷主要在产盐湖现金成本 (美元/吨)

	2022	2023E	2024E	2025E
Olaroz	4339	5974	6374	6502
Fenix	4700	5408	5582	5637
Cauchari-Olaroz			6000-7000	5000-6000
Centenario-Ratones				4500-5000

图：Olaroz季度销售成本 (美元/吨)

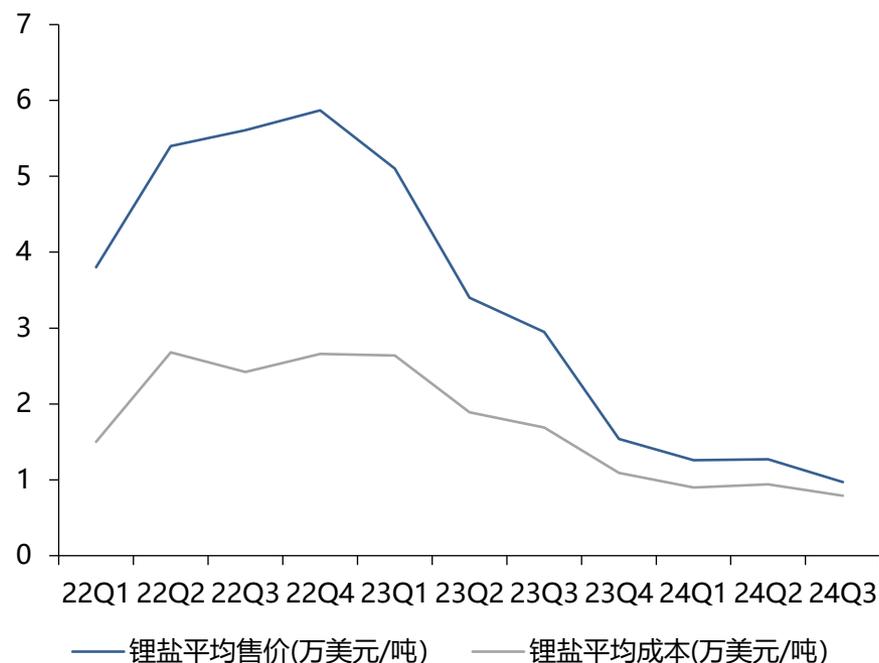


◆ **SQM销售成本和售价相关性较高，生产成本预计维持6500-7000美金。** SQM从18年开始向国家机构Corfo付阶梯式的租约费用（类似权益金），如果碳酸锂价格高于10000美元/吨，氢氧化锂价格高于12000美元/吨，超出部分将按销售价格40%缴纳，故其成本和售价相关性较高。24Q3锂盐单位销售成本为7904美元/吨，24Q2为9401美元/吨，同比下降54%，环比下降16%；Q3租约费用约1300美金，则生产成本约6600美金。

图：SQM锂盐租约费用

Li ₂ CO ₃		LiOH	
美元/吨	%	美元/吨	%
<4,000	6.8	<5,000	6.8
4,000-5,000	8	5,000-6,000	8
5,000-6,000	10	6,000-7,000	10
6,000-7,000	17	7,000-10,000	17
7,000-10,000	25	10,000-12,000	25
>10,000	40	>12,000	40

图：SQM锂盐售价和单位销售成本



国内盐湖：25年增量2万吨，西藏盐湖进度相对滞后

- ◆ **国内盐湖25年增量2万吨左右，青海盐湖扩产进度相对较快，西藏盐湖有所滞后。**25年增量主要由盐湖股份察尔汗、青海西台吉乃尔贡献。盐湖股份4万吨一体化项目原计划24年底建成投产，现计划24年底核心装置建成，预计可能延后半年投产；西台吉乃尔1.5万吨扩产项目预计已满产。西藏盐湖方面，扎布耶二期1.2万吨24年6月开始试生产，目前尚未正式投产；拉果错原计划24Q1投产，由于权证问题可能推迟至25年；麻米错原计划25年中投产，目前采矿证落地时间未定。

图：国内盐湖供给

地区	控股公司	盐湖	停产/减产/延期投产规划	影响25年产量	现金成本
国内盐湖	盐湖股份	青海察尔汗盐湖	盐湖股份4万吨一体化项目原计划24年底建成投产，现计划24年底核心装置建成，预计可能延后半年	减少1万吨LCE+	3万+
	藏格矿业	西藏麻米错盐湖	原计划25年中投产，目前采矿证落地时间未定	减少1-2万吨LCE	3.5万元
	紫金矿业	西藏拉果错盐湖	原预期24Q1投产，现因为权证问题，预计推迟到25年	减少1万吨LCE+	

控股公司	盐湖	规划产能	产量 (万吨)						
			2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	25年增量
西藏矿业	西藏扎布耶盐湖	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.3
藏格矿业	青海察尔汗盐湖	1.0	0.4	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2	0.0
五矿有色	青海一里坪盐湖	2.0	0.0	0.5	1.0	1.0	1.2	1.2	0.0
盐湖股份	青海察尔汗盐湖	10.7	1.0	1.1	2.3	3.0	3.6	4.5	0.9
青海泰丰先行锂能	青海东台吉乃尔盐湖	3.0	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	0.0
中信国安	青海西台吉乃尔盐湖	4.5	0.8	1.0	1.5	2.9	3.9	4.5	0.6
大华化工	大柴旦盐湖89平方公里	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0
锦泰钾肥	巴伦马海湖	1.0	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0
金圆股份	捌仟错盐湖	1.0			0.2	0.8	1.0	1.0	0.0
紫金矿业	拉果错盐湖	5.0						0.2	0.2
合计			5.3	6.9	9.7	12.6	14.6	16.6	2.0

国内云母：25年供给同比微增，随锂价变化较大

- ◆ **国内云母由于成本较高，预计25年供给同比微增。** 宁德柘下窝一期1000万吨，24年10月停产，停产前产能爬坡至80%，预计25年可能复产一条线，产量同比持平。永兴材料1万吨冶炼产能24年内开始技改，时长9个月，预计25年碳酸锂产量2.5万吨+，同比持平，若锂价提升可能至多达3.5万吨产量。

图：国内云母供给

地区	控股公司	矿山	停产/减产规划	影响25年产量		全成本 (万元)	
国内云母	永兴材料	化山瓷石矿	1万吨冶炼产能24年内开始技改，时长9个月	减少0.8万吨LCE		5.5	
	宁德时代	柘下窝矿区	一期于24年10月停产	减少6万吨LCE		9	

控股公司	矿山	经营指标	规划产能	产量 (万吨)						
				2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	25年增量
永兴材料	化山瓷石矿	云母原矿	900	80	120	150	300	300	300	0.0
		折碳酸锂	7.5	0.7	1	1.3	2.5	2.5	2.5	0.0
宁德时代	柘下窝矿区	云母原矿	3300				13.9	450	450	0.0
		折碳酸锂	22				0.1	3	3	0.0
国轩高科	白水洞高岭土矿	云母原矿	150	25	25	25	150	150	150	0.0
		折碳酸锂	0.6	0.1	0.1	0.1	0.6	0.6	0.6	0.0
国轩高科	割石里矿区水南段瓷土矿	云母原矿	180				20	160	180	20.0
		折碳酸锂	0.8				0.1	0.7	0.8	0.1
江特电机	宜丰县狮子岭矿	云母原矿	120	120	120	120	80	80	80	0.0
		折碳酸锂	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5	0.0
江特电机	袁州区新坊钽铌矿	云母原矿	40		21.7	60	20	20	20	0.0
		折碳酸锂	0.2		0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0
江特电机	宜丰县茜坑锂矿	云母原矿	300						50	50.0
		折碳酸锂	1.8						0.3	0.3
江西钨业	414矿	云母原矿	231	231	231	231	231	231	231	0.0
		折碳酸锂	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	0.0
飞宇新能源	宜丰县花桥大港瓷土矿	云母原矿	150	95.8	150	150	150	150	150	0.0
		折碳酸锂	1.1	0.7	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	0.0
鞍重股份	鼎兴矿业瓷土矿	云母原矿	135			28.1	112.5	101.3	101.3	0.0
		折碳酸锂	2.3			0.5	1.9	1.7	1.7	0.0
合计		折碳酸锂		3.8	4.7	5.6	8.5	11.8	12.2	0.4

国内锂辉石：24年新项目投资，25年增量3万吨LCE+

- ◆ **国内锂辉石25年增量3万吨LCE+，李家沟24年底开始供矿。**李家沟采矿系统已于2024年5月预转固，采选系统于2024Q3开始联动试车，预计25年达产，精矿产能约18万吨。大红柳滩300万吨采选24年底投产，对应60万吨精矿，锂盐项目一期3万吨LCE冶炼已于24年6月投产。

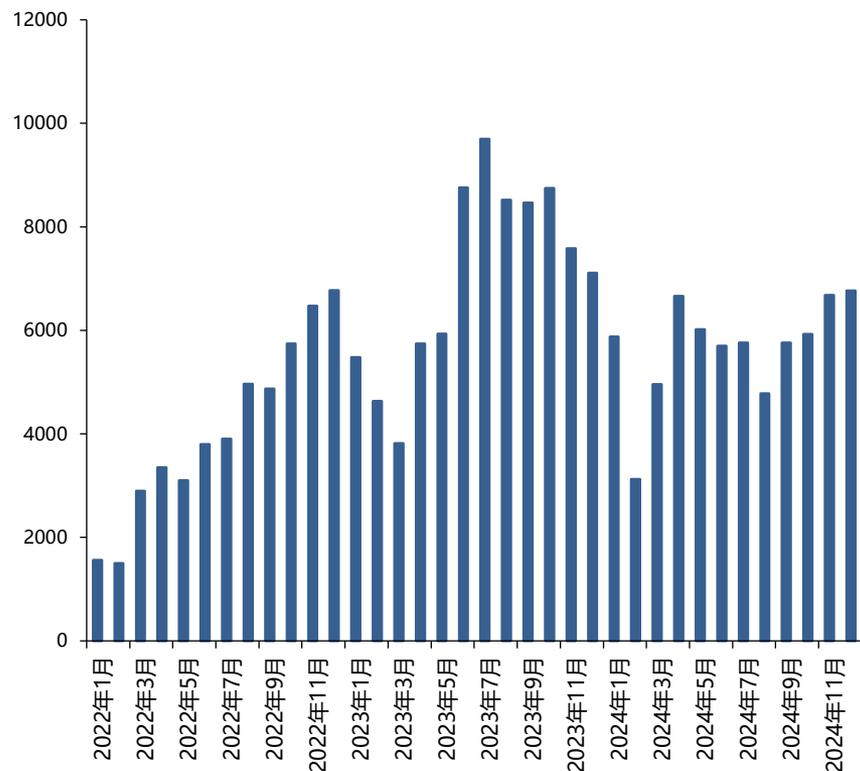
图：国内锂辉石供给（万吨）

控股公司	矿山	经营指标	规划产能	产量（万吨）						
				2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	25年增量
川能动力	李家沟锂辉石矿	锂精矿	18.3					1.3	14.5	13.2
		折碳酸锂	2.3					0.2	1.8	1.7
融捷股份	甲基卡134号脉	锂精矿	47.0	5.8	5.0	6.5	7.0	7.0	7.0	0.0
		折碳酸锂	5.9	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9	0.0
盛新锂能	业隆沟锂辉石矿	锂精矿	7.5	1.1	4.2	5.4	7.5	7.5	7.5	0.0
		折碳酸锂	0.9	0.1	0.5	0.7	0.9	0.9	0.9	0.0
新疆有色	大红柳滩锂矿	锂精矿	60.0					0.0	13.0	13.0
		折碳酸锂	7.5					0.0	1.6	1.6
合计		折碳酸锂		0.9	1.1	1.5	1.8	2.0	5.3	3.3

回收：24年回收量同减19%，行业亏损严重

◆ **24年回收产量6.8万吨，现金生产成本全年均高于锂价。**根据SMM数据，24全年国内碳酸锂回收产量6.8万吨，同减19%，11月起回收开工率出现恢复，25年预计产量8-9万吨。利润端，24年三元和铁锂回收现金生产成本均高于锂价，行业普遍亏损，因此产能扩张基本停滞。

图：国内回收产量（吨）



图：碳酸锂回收现金生产成本（万元）



回收：经济性取决于废料折扣系数，25年可能仍亏损

- ◆ 回收粉料折扣系数维持当前水平的情况下，25年锂价高于9万可实现盈利。回收粉料价格以工碳价格*折扣系数（极片粉锂系数或电池粉锂系数）进行测算，假设折扣系数及加工成本维持11月底水平，预计25年碳酸锂回收仍普遍亏损，在锂价高于9万的情况下，铁锂回收生产碳酸锂有望微利。

图：碳酸锂回收现金成本测算

	锂价 (万元, 含税)	外购三元极片黑粉	外购三元电池黑粉	外购磷酸铁锂极片黑粉	外购磷酸铁锂电池黑粉
极片粉锂系数或电池粉锂系数		76%	72%	72%	63%
粉料成本 (万元/吨LCE, 不含税)	7	4.4	4.2	4.2	3.7
	8	5.1	4.8	4.8	4.2
	9	5.7	5.4	5.4	4.8
	10	6.3	6.1	6.1	5.3
	11	7.0	6.7	6.7	5.8
	12	7.6	7.3	7.3	6.4
加工成本 (万元/吨LCE, 不含税)		4.5	4.3	2.8	3.0
碳酸锂现金成本 (万元/吨LCE, 不含税)	7	8.9	8.5	7.0	6.7
	8	9.6	9.1	7.6	7.2
	9	10.2	9.7	8.2	7.8
	10	10.8	10.4	8.9	8.3
	11	11.5	11.0	9.5	8.8
	12	12.1	11.6	10.1	9.4

总供给：预计25年碳酸锂供给同增18%，增量24万吨

- ◆ **25年碳酸锂总供给预计155万吨，同增18%，新增供给24万吨左右。**我们预计2024/2025年全球碳酸锂供给量达到131/155万吨，增量分别为21/24万吨，25年国内锂资源供给增量近6万吨LCE，海外供给增量17万吨LCE，其中南美盐湖7.5万吨，非矿近7万吨。

图：碳酸锂产量测算

产量 (万吨LCE)	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2025E	25年增量	25年供给占比
国内盐湖	5.3	6.9	9.7	12.6	14.6	16.6	2.0	10.7%
国内辉石矿	0.9	1.1	1.5	1.8	2.0	5.3	3.3	3.4%
国内云母矿	3.8	4.7	5.6	8.5	11.8	12.2	0.4	7.9%
国内供给合计	10.0	12.7	16.8	23.0	28.4	34.1	5.7	22.0%
海外盐湖	15.7	19.8	26.6	31.6	38.2	45.7	7.5	29.4%
澳洲辉石矿	14.5	22.3	30.0	39.6	41.2	41.7	0.5	26.9%
非洲辉石矿	0.1	0.2	0.6	4.1	10.4	17.1	6.7	11.0%
美洲辉石矿	1.1	1.1	1.5	4.1	6.4	8.1	1.7	5.2%
欧洲辉石矿	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.3%
海外供给合计	31.4	43.4	58.6	79.3	96.1	113.0	16.9	72.8%
锂回收	1.5	2.2	4.9	8.4	6.8	8.2	1.4	5.3%
合计	42.9	58.4	80.4	110.7	131.3	155.2	23.9	

25年需求端：存在补库空间，增速有望达30%

电动车：25年全球电动车增22%，26年海外接力

◆ **预计25年电动车销量达2083万辆，同增22%，电动化率25%**。25年国内汽车消费政策持续可期，同时10-20万价格带车型电动化率加速，预计销量可维持25%增长至1628万辆。欧美25年销量预期平稳，但25H2新车周期开启，预计26年接力国内增长。其中欧洲24年预计销量持平289万辆，25年恢复15%增长，26年有望提速至30%增长。

表：对全球电动车需求增速测算

	2023	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：新能源乘用车销量 (万辆)	510	538	624	787	979	1,143	1,338	1,575
YoY	30%	6%	16%	26%	24%	17%	17%	18%
海外汽车销量 (万辆)	5,271	5,429	5,592	5,759	5,932	6,110	6,293	6,482
-海外电动化率	9.7%	9.9%	11.2%	13.7%	16.5%	18.7%	21.3%	24.3%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	289	289	332	425	510	561	617	678
-YoY	15%	0%	15%	28%	20%	10%	10%	10%
-欧洲电动化率	19%	19%	21%	26%	30%	32%	34%	37%
-美国 (万辆)	147	161	186	232	302	377	472	589
-YoY	50%	10%	15%	25%	30%	25%	25%	25%
-美国电动化率	9%	10%	11%	14%	17%	21%	25%	31%
-其他国家 (万辆)	75	88	106	130	167	205	250	307
-YoY	76%	18%	20%	22.4%	28.7%	22.4%	21.9%	22.9%
-其他国家电动化率	3.4%	3.9%	4.5%	5.4%	6.7%	8.0%	9.5%	11.3%
国内：新能源车合计销量 (万辆，本土销量)	829	1,163	1,459	1,668	1,815	1,974	2,140	2,319
YoY	34%	40%	26%	14.3%	8.8%	8.8%	8.4%	8.4%
国内新能源车销量合计 (含出口，万辆)	950	1,303	1,628	1,871	2,058	2,266	2,490	2,739
YoY	38%	37%	24.91%	15%	10%	10%	10%	10%
-国内电动化率	31.6%	42.5%	52.5%	59.7%	65.1%	70.9%	77.2%	84.1%
全球新能源车销量 (万辆)	1,339	1,701	2,083	2,455	2,793	3,117	3,477	3,894
YoY	33%	27%	22%	18%	14%	12%	12%	12%

储能：需求超预期，25年装机增速45%+，持续性强

- ◆ 考虑备货因素等，预计24年全球储能电池出货增长57%至近330GWh，25年增长51%至500GWh：24年实际储能电池产量330GWh，出货量预计330GWh。25年预计出货量500GWh，其中中国151GWh，美国147GWh，欧洲68GWh，其他市场134GWh。26年预计25%增长至625GWh。

表：储能电池需求测算

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	126.8	195.2	286.9	384.9	488.8	609.5	752.0	925.0
-储能装机增速	106%	54%	47%	34%	27%	25%	23%	23%
-放大比例	166%	170%	174%	162%	154%	148%	143%	140%
全球储能出货量 (Gwh)	211	330	500	625	753	900	1,077	1,293
-储能出货增速	66%	57%	51%	25%	20%	20%	20%	20%
其中储能出货量：分区域								
美国 (Gwh)	65	102	147	149	165	198	238	286
-增速	45%	56%	44%	2%	11%	20%	20%	20%
-占比	31%	31%	29%	24%	22%	22%	22%	22%
中国 (Gwh)	77	120	151	181	213	247	285	327
-增速	99%	56%	26%	20%	18%	16%	15%	15%
-占比	37%	36%	30%	29%	28%	27%	26%	25%
欧洲 (Gwh)	31	43	68	97	130	157	183	212
-增速	33%	38%	58%	42%	33%	21%	16%	16%
-占比	15%	13%	14%	16%	17%	17%	17%	16%
其他地区 (Gwh)	36	65	134	198	245	298	371	469
-增速	91%	79%	106%	48%	24%	21%	25%	26%
-占比	17%	20%	27%	32%	33%	33%	34%	36%

锂电需求：25年动储预计31%增长

- ◆ 预计25年全球锂电池需求1851GWh，同增31%，若考虑25年补库，实际需求增速有望超31%，同时26-27年海外动力放量+储能需求高增，预计总体仍维持15-20%增长。

图：动力及储能需求增速预期

	2023	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	311.3	325.6	369.9	451.8	541.1	624.9	722.5	837.2
-海外平均单车带电量 (kwh)	61.1	60.5	59.3	57.4	55.3	54.7	54.0	53.2
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	389	539	687	780	862	953	1,053	1,165
-国内平均单车带电量 (kwh)	46.9	46.4	47.1	46.8	47.5	48.3	49.2	50.2
全球动力电池装机需求 (gwh)	715	884	1,090	1,292	1,485	1,690	1,929	2,211
YoY	39%	24%	23%	18.6%	14.9%	13.8%	14.1%	14.6%
-全球平均单车带电量 (kwh)	53.4	52.0	52.3	52.6	53.2	54.2	55.5	56.8
全球动力电池实际需求 (gwh)	873	1,079	1,351	1,589	1,812	2,062	2,353	2,698
YoY	25%	24%	25%	17.6%	14.0%	13.8%	14.1%	14.6%
全球储能电池合计 (gwh)	211	330	500	625	753	900	1,077	1,293
YoY	67%	57%	51%	25%	20%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	77	120	151	181	213	247	285	327
海外储能电池 (gwh)	133	210	349	445	540	654	792	966
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,083	1,409	1,851	2,215	2,565	2,963	3,430	3,991
YoY	32%	30%	31%	19.6%	15.8%	15.5%	15.8%	16.4%

碳酸锂需求：预计25年需求140万吨，同增23%

- ◆ **预计25年碳酸锂需求达140万吨，同增23%。**我们预计25年全球正极材料需求合计317万吨，维持当前库存水平的情况下，对应全球锂电池用碳酸锂实际需求125万吨，叠加其他领域碳酸锂用量，碳酸锂合计需求达140万吨，同比增23%。

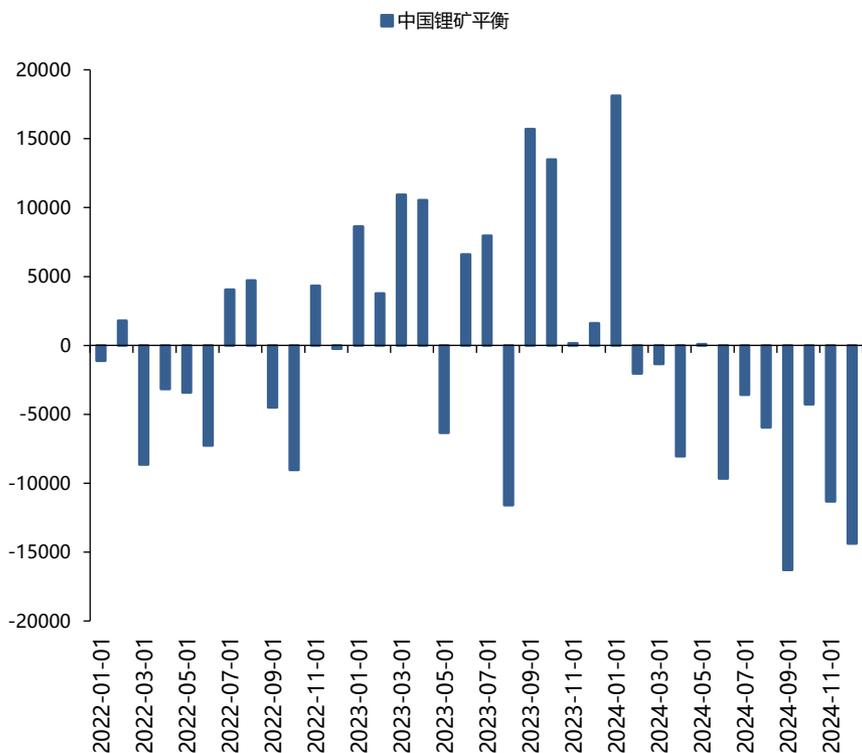
表：对全球碳酸锂需求增速测算

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球正极材料需求测算								
全球三元正极需求 (万吨)	90	98	111	123	137	148	162	177
全球钴酸锂正极需求 (万吨)	10.3	10.3	10.4	10.9	11.4	12.0	12.5	15.1
全球磷酸铁锂正极需求 (万吨)	166	252	347	398	465	543	630	732
全球正极材料需求合计 (万吨)	188.4	246.0	316.6	375.0	431.7	493.6	564.4	647.4
碳酸锂需求								
全球锂电池碳酸锂需求 (万吨)	46.11	58.31	74.75	88.40	101.54	116.02	132.34	151.86
全球锂电池氢氧化锂需求 (万吨)	16.41	19.56	22.94	25.88	29.15	31.91	35.48	39.29
全球电池用碳酸锂合计 (折合碳酸锂当量, 万吨)	60.51	75.47	94.87	111.11	127.11	144.00	163.46	186.33
-增速	33%	25%	26%	17%	14%	13%	14%	14%
全球电池用碳酸锂实际需求 (万吨)	80	99	125	146	167	189	215	245
全球碳酸锂需求合计 (万吨, 折合碳酸锂当量)	93.69	114.08	140.35	162.48	184.36	207.44	233.94	264.97
-增速	22%	22%	23%	16%	13%	13%	13%	13%

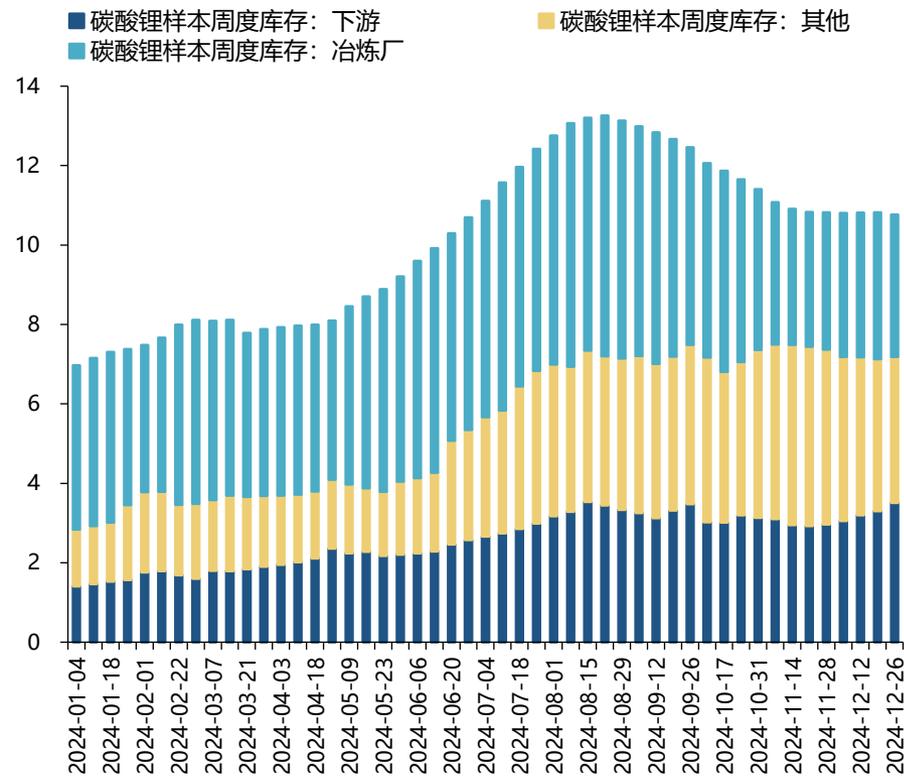
库存：锂盐和锂矿经历连续去库，库存压力已明显减轻

◆ 近几月锂盐和锂矿经历被动去库，库存压力明显减小。从24年2月起，国内锂矿持续呈现需求大于供给的局面，意味着冶炼厂及港口锂矿库存持续下降，至12月锂矿库存总体下降7.7万吨LCE。碳酸锂库存方面，24年总体呈现先累库后去库的趋势，8月下旬峰值累至13.3万吨，之后由于下游需求提升，库存逐步减至10.8万吨。

图：中国锂矿平衡（供给量-需求量，吨LCE）

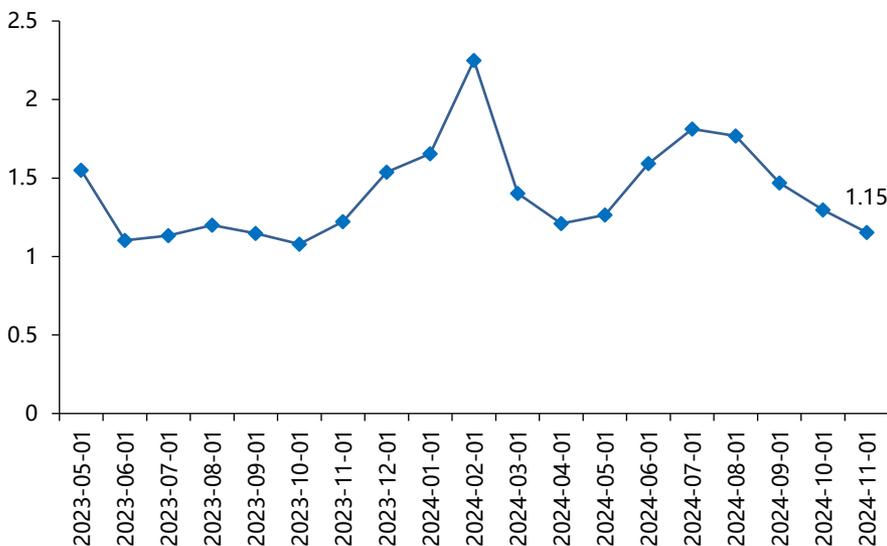


图：国内碳酸锂库存（万吨）

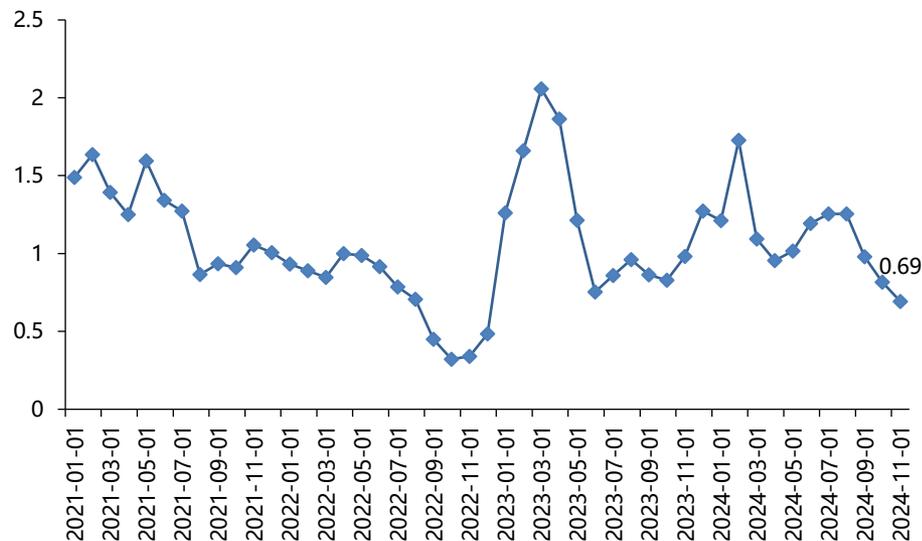


- ◆ **11月底全行业碳酸锂库存近1.2个月需求量，下游和冶炼厂库存为0.7个月需求量，处于21-24年10%分位数。**从库存与月度需求的比例看，自23年中开始最低值为1.1个月，最高值为2.2个月，截至11月底全行业库存接近1.2个月的需求量，处于近两年的相对较低值。若仅考虑下游和冶炼厂库存，11月底库存约为0.7个月的需求量，处于21-24年10%的分位数。
- ◆ **预计25年有一定补库空间，库存提升至1.3个月对应总需求145万吨，同增27%。**考虑25年内库存水平提升至1.3个月，则需要补5万吨库存量，对应实际需求145万吨，同增27%，若库存水平提升至1.5个月，则需要补14万吨库存量，对应实际需求154万吨，同增35%。

图：碳酸锂库存（下游+冶炼厂+贸易商）/碳酸锂月度需求



图：碳酸锂库存（下游+冶炼厂）/碳酸锂月度需求



图：考虑补库的25年碳酸锂需求（万吨）

24年碳酸锂需求	25年碳酸锂需求							
	维持1.2个月库存对应需求	同比	1.3个月库存补库量	对应实际需求	同比	1.5个月库存补库量	对应实际需求	同比
114.1	140.3	23%	4.7	145.0	27%	14.0	154.4	35%

25年供给过剩收窄，锂价中枢有望抬升

- ◆ **25年供给过剩近15万吨，考虑库存需求，供给过剩缩减至10万吨。**25年若维持1.2个月库存，供给过剩量近15万吨，同比降2万吨+，若库存水平提升至1.3个月，供给过剩量将收窄至10万吨，若提升至1.5个月，供需基本实现平衡。

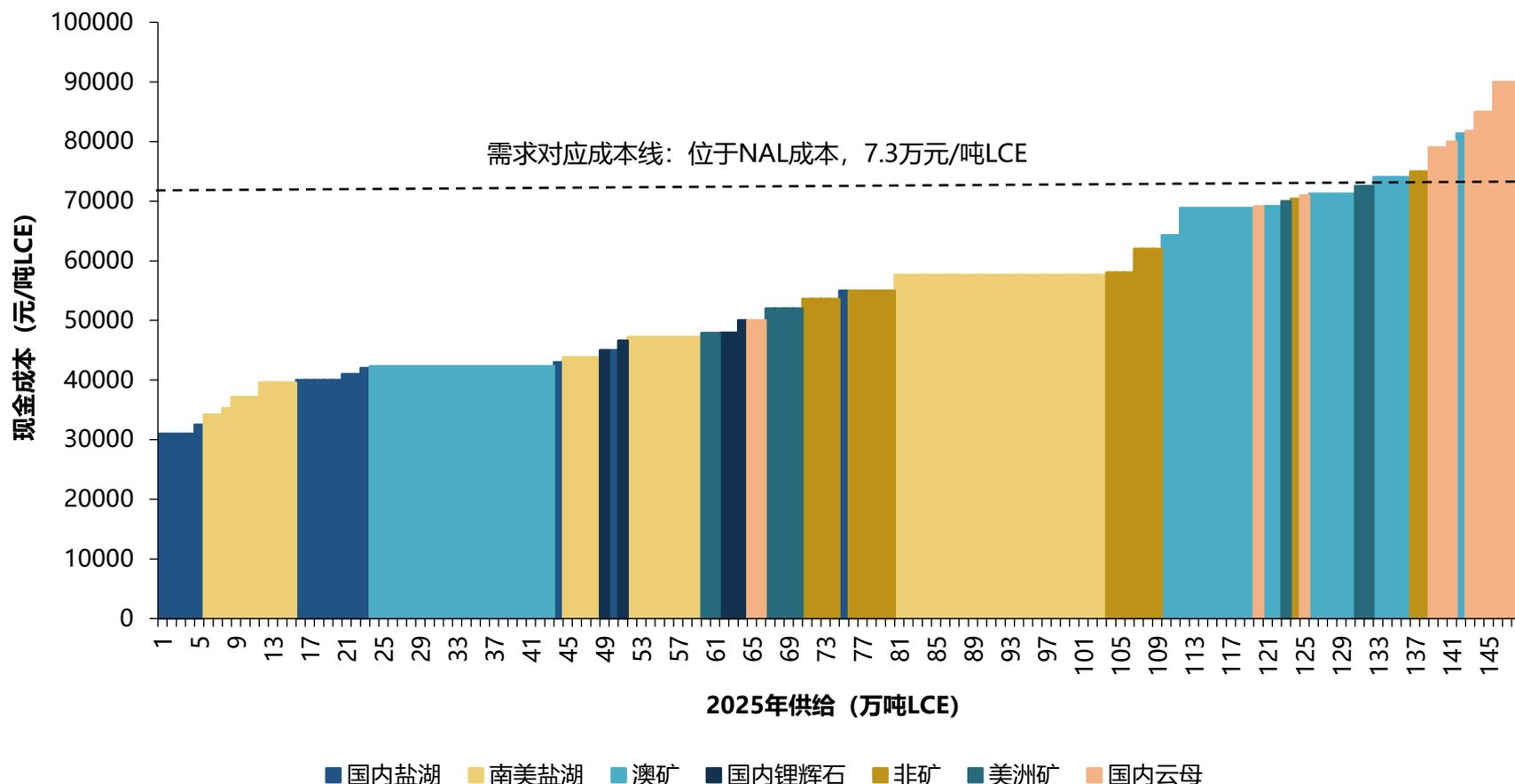
图：碳酸锂供需情况（实际供需将随价格调整）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
有效供给 (万吨LCE)	42.9	58.4	80.4	110.7	131.3	155.2
需求 (万吨LCE, 25年假设1.2个月库存)	38.1	56.2	76.7	93.7	114.1	140.3
过剩 (万吨LCE)	4.8	2.2	3.7	17.0	17.2	14.9
需求 (考虑补库, 25年假设1.3个月库存)	38.1	56.2	76.7	93.7	114.1	145.0
过剩 (万吨LCE)	4.8	2.2	3.7	17.0	17.2	10.2
需求 (考虑补库, 25年假设1.5个月库存)	38.1	56.2	76.7	86.7	114.1	154.4
过剩 (万吨LCE)	4.8	2.2	3.7	23.9	17.2	0.8

成本曲线：25年锂价中枢有望回归8-8.5万元

- ◆ **2025年供需平衡点对应锂价8.2万元/吨。**假设回收产量8-9万吨为较为刚性的供给，25年行业库存维持1.2个月需求水平，25年需求（扣除回收）对应成本线位于NAL项目成本附近，约7.3万元/吨LCE，对应含税锂价约8.2万元。

图：2025年碳酸锂现金成本曲线（澳矿按AISC成本）



- ◆ **25H2可能出现阶段性供给紧张，价格中枢有望上移。**分季度看，Q1-4碳酸锂供给量分别为34、37、41、43万吨，若维持1.2个月库存，需求量分别为30、33、38、41万吨，若加至1.3个月库存，Q3、Q4供给过剩量分别2、1万吨，若加至1.5个月库存，下半年可能出现供给缺口，价格中枢抬升可能性较大。

图：2025年碳酸锂季度供需

产量 (万吨LCE)	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	合计
国内盐湖	3.4	4.1	5.0	4.2	16.6
国内辉石矿	0.9	1.2	1.5	1.7	5.3
国内云母矿	2.6	3.0	3.1	3.5	12.2
海外盐湖	10.3	10.9	11.7	12.7	45.7
澳洲辉石矿	10.4	10.5	10.3	10.5	41.7
非洲辉石矿	2.9	3.6	5.1	5.5	17.1
美洲辉石矿	1.8	1.8	2.0	2.5	8.1
欧洲辉石矿	0.0	0.0	0.1	0.3	0.4
锂回收	1.9	2.0	2.0	2.2	8.2
合计	34.1	37.2	40.9	43.0	155.2
需求 (万吨LCE)	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	合计
动力电池 (GWh)	270	311	365	405	1351
动力电池季度产量占比	20%	23%	27%	30%	100%
全球动力电池占比	52%	52%	52%	52%	52%
储能电池 (GWh)	115	117.5	132.5	135	500
储能电池季度产量占比	23%	24%	27%	27%	100%
消费电池 (GWh)	39.5	39.5	39.5	39.5	158
消费电池季度产量占比	25%	25%	25%	25%	100%
全球消费三元占比	48%	48%	48%	48%	48%
三元电池 (GWh)	149	168	194	214	724
铁锂电池 (GWh)	256	279	322	346	1203
钴酸锂电池 (GWh)	21	21	21	21	82
1gwh三元碳酸锂需求 (吨)	645	645	645	645	645
1gwh铁锂碳酸锂需求 (吨)	526	526	526	526	526
1gwh钴酸锂碳酸锂需求 (吨)	634	634	634	634	634
全球碳酸锂需求合计 (万吨, 库存维持1.2个月需求)	30	33	38	41	140
碳酸锂过剩 (万吨)	4.4	4.5	3.4	2.4	14.7
碳酸锂补库需求 (假设库存达1.3个月需求)	1.0	1.1	1.3	1.4	4.7
碳酸锂过剩 (万吨)	3.4	3.4	2.2	1.1	10.0
碳酸锂补库需求 (假设库存达1.5个月需求)	3.0	3.3	3.8	4.1	14.0
碳酸锂过剩 (万吨)	1.4	1.2	-0.3	-1.6	0.7

- ◆ **假设25H2锂价反弹至8-9万震荡区间，可能催生7-8万吨供给增量。**考虑25H2价格维持8-9万，非矿透锂长石用量提升或增加2万吨+，澳矿增加2万吨，国内云母增加1万吨，盐湖项目或加快投产进度。
- ◆ **若供给增量7-8万吨释放，25年供需仍偏宽松。**在价格上行供给增量进一步释放的假设下，25年供给过剩量达22万吨，若25年加至1.3个月库存，则过剩量18万吨，相比24年过剩量略有提升，若加至1.5个月库存，则过剩量8万吨。

图：2025年产量 (万吨LCE)

锂矿	2025产量	2025假设涨价至8-9万的产量	增量
国内盐湖	16.6	17.3	0.6
国内辉石矿	5.3	5.3	0.0
国内云母矿	12.2	13.2	1.0
国内供给合计	34.1	35.7	1.6
海外盐湖	45.7	46.6	0.9
澳洲辉石矿	41.7	43.6	1.9
非洲辉石矿	17.1	19.3	2.2
美洲辉石矿	8.1	8.2	0.1
欧洲辉石矿	0.4	0.4	0.0
海外供给合计	113.0	118.1	5.1
锂回收	8.2	9.0	0.8
合计	155.2	162.8	7.5

图：2025年供需 (万吨LCE)

	2025E	2025假设涨价至8-9万
有效供给 (万吨LCE)	155.2	162.8
需求 (25年假设1.2个月库存)	140.3	140.3
过剩 (万吨LCE)	14.9	22.4
需求 (25年假设1.3个月库存)	145.0	145.0
过剩 (万吨LCE)	10.2	17.7
需求 (25年假设1.5个月库存)	154.4	154.4
过剩 (万吨LCE)	0.8	8.4

◆ 根据当前开发项目的规划，26-27年供给过剩30万吨左右，格局反转需要更长时间，若出现更多供给侧出清，可能提前迎来行业拐点。假设26-27年价格中枢维持8万元左右，我们测算2026年碳酸锂供给193万吨，同增24%，相比25年增量有所扩大，2027年碳酸锂供给214万吨，同增11%，增量明显缩小。由于2026-2027年需求增速出现下滑，供给过剩量相比25年均有大幅增加，达30万吨左右，过剩格局出现真正的反转还需要更长的时间。

图：2025-2027年产量预期（万吨LCE）

锂矿	2025E	2026E	26年增量	2027E	27年增量
国内盐湖	16.6	21.5	4.8	22.5	1.1
国内辉石矿	5.3	8.7	3.4	10.1	1.4
国内云母矿	12.2	15.2	3.0	16.7	1.4
国内供给合计	34.1	45.4	11.3	49.3	3.9
海外盐湖	45.7	53.3	7.6	58.3	5.0
澳洲辉石矿	41.7	44.8	3.0	49.0	4.2
非洲辉石矿	17.1	24.7	7.6	27.2	2.4
美洲辉石矿	8.1	12.7	4.7	15.5	2.7
欧洲辉石矿	0.4	2.6	2.2	3.9	1.3
海外供给合计	113.0	138.1	25.2	153.8	15.6
锂回收	8.2	9.4	1.2	10.8	1.4
合计	155.2	192.9	37.7	213.8	20.9

图：2025-2027年供需测算（万吨LCE）

	2025E	2026E	2027E
有效供给（万吨LCE）	155.2	192.9	213.8
<i>同比</i>	18.2%	24.3%	10.8%
需求（万吨LCE）	140.3	162.5	184.4
<i>同比</i>	23.0%	15.8%	13.5%
过剩（万吨LCE）	14.9	30.4	29.5

投资建议与风险提示

- ◆ **25-26年赣锋、雅化资源自给率提升较为明显。**赣锋锂业随着非洲Gloumina满产、南美Mariana盐湖投产爬坡完成，自给率有望从24年的50%逐步提升至26年的70-80%。雅化集团随着非洲Kamativi二期及国内李家沟满产，自给率有望从24年的13%提升至26年的40-50%。
- ◆ **永兴、中矿将保持100%资源自给率，且具有明显成本优势。**永兴26年化山瓷石矿产量有望翻倍增长，全成本约5.5万元。中矿辉石提锂全成本有望降至5.5万元以内，后续硫酸锂产线建成将提升透锂长石用量。

图：锂公司资源产量及自给率

公司	权益资源量 (万吨LCE)	锂盐销量 (万吨LCE)			自供矿权益产量 (万吨LCE)			资源自供率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
赣锋锂业	5168	12	15	18	6	10	14	50%	67%	77%
天齐锂业 (不含SQM权益)	1776	10.5	13.4	15.4	4.6	5.2	6.8	43%	39%	44%
天齐锂业 (含SQM权益)	1776	14.7	18.5	20.9	8.7	10.3	12.3	59%	56%	59%
永兴材料	279	2.5	2.5	5.0	2.5	2.5	5.0	100%	100%	100%
中矿资源	315	4.0	4.9	6.0	4.0	4.9	6.0	100%	100%	100%
雅化集团	91	4.7	6.0	8.0	0.6	2.2	3.5	13%	36%	44%
盛新锂能	106	7.5	7.6	9.3	4.0	4.1	4.3	54%	54%	46%
藏格矿业	287	1.2	1.2	3.0	1.2	1.2	3.0	100%	100%	100%

◆ 2025年锂价反弹假设下，锂矿公司利润弹性：**赣锋锂业、雅化集团、盛新锂能**>天齐锂业>中矿资源、永兴材料

图：利润弹性测算

2025		赣锋锂业	天齐锂业 (含SQM权益量)	永兴材料	中矿资源	雅化集团	盛新锂能	藏格矿业
基本假设	销量 (万吨LCE)	15.0	18.5	2.5	4.9	6.0	7.6	1.2
	自供矿权益量 (万吨LCE)	10.0	10.3	2.5	4.9	2.2	4.1	1.2
	权益自供率	66.7%	55.6%	100.0%	100.0%	36.1%	54.2%	100.0%
	自供成本 (万元/吨, 不含税)	5.3	4.4	5	5.2	6.5	6.6	4.1
	其他业务利润 (亿元)	0	8.8	5	7.4	6.5	0	28
不同锂价下的归母 净利润 (亿元)	7	8.4	20.1	6.8	10.4	5.5	(0.9)	25.9
	8	17.4	29.6	8.7	14.1	8.3	3.3	26.8
	9	26.4	37.9	10.5	17.8	11.1	7.4	27.7
	10	35.4	46.2	12.4	21.5	13.9	11.6	28.6
	11	44.5	54.5	14.3	25.2	16.7	15.8	29.5
	12	53.5	62.8	16.2	28.9	19.5	20.0	30.4
不同锂价下的PE	7	77	26	30	25	24		17
	8	37	18	23	18	16	39	16
	9	24	14	19	14	12	17	16
	10	18	11	16	12	10	11	15
	11	14	10	14	10	8	8	15
	12	12	8	13	9	7	6	14
2026		赣锋锂业	天齐锂业 (含SQM权益量)	永兴材料	中矿资源	雅化集团	盛新锂能	藏格矿业
基本假设	销量 (万吨LCE)	18.0	20.9	5.0	6.0	8.0	9.3	3.0
	自供矿权益量 (万吨LCE)	13.8	12.3	5.0	6.0	3.5	4.3	3.0
	权益自供率	76.6%	59.0%	100.0%	100.0%	43.6%	46.1%	100.0%
	自供成本 (万元/吨, 不含税)	5.3	4.4	4.8	5.1	6.5	6.4	4.1
	其他业务利润 (亿元)	0	8.8	5	11.3	6.5	0	47
不同锂价下的归母 净利润 (亿元)	7	11.1	24.4	10.2	15.2	5.3	0.0	45.3
	8	22.8	34.2	13.9	19.7	9.3	4.7	47.5
	9	34.4	44.0	17.7	24.2	13.3	9.5	49.8
	10	46.0	53.8	21.5	28.7	17.2	14.2	52.1
	11	57.7	63.7	25.2	33.2	21.2	18.9	54.3
	12	69.3	73.5	29.0	37.8	25.2	23.6	56.6
不同锂价下的PE	7	58	21	20	17	25		10
	8	28	15	15	13	15	27	9
	9	19	12	11	11	10	13	9
	10	14	10	9	9	8	9	8
	11	11	8	8	8	6	7	8
	12	9	7	7	7	5	5	8

◆ **投资建议：**海外锂矿大规模减停产，25年供给过剩格局改善，我们判断碳酸锂价格已见底，25年锂价中枢有望抬升，看好具备优质资源龙头，推荐**中矿资源、赣锋锂业、永兴材料、雅化集团、天齐锂业、盛新锂能**等。

图表：重点公司估值表（截至2024年12月27日）

证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)			PE			评级	来源
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
002466.SZ	天齐锂业	541	34	-58	16	23	-10	36	25	买入	东吴
002460.SZ	赣锋锂业	657	36	-6	12	18	-121	60	40	买入	东吴
002756.SZ	永兴材料	212	39	11	7	12	19	28	18	买入	东吴
000408.SZ	藏格矿业	438	28	25	27	43	17	16	10	买入	东吴
002738.SZ	中矿资源	265	37	7	10	16	38	26	17	买入	东吴
002497.SZ	雅化集团	140	12	5	11	16	28	13	9	买入	Wind
002240.SZ	盛新锂能	131	14	0	1	5	3783	167	29	买入	东吴

- ◆ 锂价大幅波动的风险。若锂价大幅波动，将影响锂盐公司盈利情况。
- ◆ 产能扩张不及预期的风险。若扩产或新建项目延缓，无法在预期时间内投产，上游锂矿产量不及预期，利润将受到明显影响。
- ◆ 下游需求不及预期。若下游企业需求不及预期，锂矿端需求将受到影响，进而影响企业的盈利水平。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园