

2025 年 01 月 25 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

田源

SAC: S1350524030001

tianyuan@huayuanstock.com

张明磊

SAC: S1350525010001

zhangminglei@huayuanstock.com

田庆争

SAC: S1350524050001

tianqingzheng@huayuanstock.com

项祈瑞

SAC: S1350524040002

xiangqirui@huayuanstock.com

陈婉妤

SAC: S1350524110006

chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 01 月 24 日

收盘价（元）	13.20
一年内最高/最低（元）	13.93/7.98
总市值（百万元）	15,213.83
流通市值（百万元）	13,906.52
总股本（百万股）	1,152.56
资产负债率（%）	21.69
每股净资产（元/股）	9.04

资料来源：聚源数据

雅化集团 (002497.SZ)

——氢氧化锂龙头之一，锂矿增量贡献业绩成长空间

投资要点：

- **氢氧化锂龙头之一，民爆+锂业双主业并行。**历经长期发展沉淀，公司成为国内民爆和氢氧化锂产业头部企业。民爆方面，拥有炸药生产许可产能 26 余万吨、工业雷管许可产能近 9000 万发、工业导爆索和塑料导爆管许可产能 1 亿余米。锂盐方面，目前拥有锂盐综合产能 7.3 万吨，25 年有望新增锂盐及锂矿产能。
- **碳酸锂行业筑底期，氢氧化锂头部企业锂矿增量迎业绩弹性期。**根据测算，2025 年碳酸锂过剩比例有望收窄，锂价中枢有望筑底回升至 8 万元/吨，旺季补库需求存在价格弹性空间。公司氢氧化锂业务具备强 α 优势：（1）站稳优质客户，深度绑定特斯拉，再次进入产能扩张期，现有锂盐综合产能 7.3 万吨，雅安三期项目预计先投产 3 万吨，远期扩至 17 万吨。（2）多维度布局资源端，公司拥有 56 万吨锂精矿包销权，未来有望扩至 74 万吨。（3）公司拥有权益资源量约 90 万吨 LCE，李家沟锂矿+Kamativi 多金属矿有望释放产能贡献弹性。根据公司公告，Kamativi 矿二阶段建设已于 2024 年 11 月全部完成，并已全线投产，25 年将达 230 万吨采选规模，对应锂精矿产能 35 万吨，显著提高锂盐自给率。
- **民爆增速景气且行业供给格局优化，国内盈利稳定海外存增量预期。**受益矿产资源开采和基础设施建设需求，国内民爆维持较高增速，2023 年行业生产总值完成 437 亿元，同比增长 10.93%。政策推动国内民爆行业加速重组整合，产业集中度提高供给格局优化，行业 CR10 的生产总值占比由 2022 年的 53.14% 提升至 2023 年的 59.98%。（1）国内方面，公司积极加速国内整合并购，产能优势提高，产业链延伸拓展。（2）海外方面，公司于 2012 年率先出海，并购新西兰和澳大利亚的民爆企业，有望通过澳洲+非洲区位优势拓展增量，该区域锂矿存在较大爆破服务需求。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 3.05/9.96/12.22 亿元，同比增速分别为 658.1%/226.6%/22.7%，当前股价对应的 PE 分别为 50/15/12 倍。我们选取中矿资源、永兴材料、赣锋锂业作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024–2026 年平均 PE 分别为 117/28/18 倍，作为国内氢氧化锂龙头之一，公司民爆+锂矿双主业布局，25 年锂矿增量贡献业绩弹性。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**需求波动风险，项目建设不及预期风险，原材料波动风险，市场空间测算偏差风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,457	11,895	7,247	8,644	11,141
同比增长率（%）	175.82%	-17.72%	-39.07%	19.27%	28.88%
归母净利润（百万元）	4,538	40	305	996	1,222
同比增长率（%）	384.53%	-99.11%	658.05%	226.62%	22.74%
每股收益（元/股）	3.94	0.03	0.26	0.86	1.06
ROE（%）	41.67%	0.39%	2.95%	9.61%	11.78%
市盈率（P/E）	3.35	378.31	49.91	15.28	12.45

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 3.05/9.96/12.22 亿元，同比增速分别为 658.1%/226.6%/22.7%，当前股价对应的 PE 分别为 50/15/12 倍。我们选取中矿资源、永兴材料、赣锋锂业作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024–2026 年平均 PE 分别为 117/28/18 倍，作为国内氢氧化锂龙头之一，公司民爆+锂矿双主业布局，25 年锂矿增量贡献业绩弹性。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预测公司 2024–2026 年锂盐销量分别为 5/7.5/10.5 万吨，氢氧化锂价格为 8.7/7.6/7.9 万元/吨，毛利率分别为 2%/13%/14%。民爆业务稳定增长，毛利率保持 33%。

投资逻辑要点

（1）锂盐：2025 年碳酸锂过剩比例有望收窄，锂价中枢有望筑底回升至 8 万元/吨，旺季补库需求存在价格弹性空间。公司现有锂盐综合产能 7.3 万吨，雅安三期项目预计先投产 3 万吨，远期扩至 17 万吨。李家沟锂矿+Kamativi 多金属矿有望释放产能贡献弹性。根据公司公告，Kamativi 矿二阶段建设已于 2024 年 11 月全部完成，并已全线投产，25 年将达 230 万吨采选规模，对应锂精矿产能 35 万吨，显著提高锂盐自给率。（2）民爆：公司国内民爆业务保持稳定增长，海外爆破服务存在澳洲+非洲矿增量预期。

核心风险提示

需求波动风险；项目建设不及预期风险；原材料波动风险；市场空间测算偏差的风险。

目录

1. 雅化集团：氢氧化锂龙头之一，锂矿增量贡献业绩弹性	5
1.1. 锂盐+民爆双业务并行，锂矿增量在布局	5
1.2. 公司股权结构稳定，母公司优势赋能	6
1.3. 民爆+锂盐双主业并行，员工持股计划彰显成长信心	6
1.4. 民爆业务稳定贡献盈利，锂盐业务有望筑底回升	7
2. 锂盐业务：氢氧化锂进入扩产新阶段，锂矿增量贡献业绩弹性	9
2.1. 新能源&储能景气度持续拉动碳酸锂需求	9
2.2. 2025 年碳酸锂过剩格局收窄，锂价中枢有望筑底	10
2.3. 公司锂盐业务的强 α 优势：上游资源多维度保供，下游深度绑定特斯拉扩产，自有 锂矿贡献弹性	11
3. 民爆：国内电子雷管头部企业营收稳定，海外爆破业务存增量预期	15
3.1. 国内民爆需求稳步扩张，行业格局不断整合优化	15
3.2. 国内积极整合并购，海外矿山爆破存在预期差空间	17
4. 盈利预测与评级	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1：公司发展历史	5
图表 2：股权结构（截止至 2024 年 9 月 30 日）	6
图表 3：公司员工持股计划业绩考核方案	7
图表 4：公司营收中枢实现增量	7
图表 5：公司归母净利润筑底回升	7
图表 6：公司主营产品结构（亿元）	8
图表 7：公司 24H1 毛利结构（%）	8
图表 8：公司盈利能力有望筑底回升	8
图表 9：公司期间费用率逐步下移	8
图表 10：全球和中国新能源汽车销量逐年提升	9
图表 11：2024 年中国新能源汽车月度销量同比增长	9
图表 12：国内新型储能装机量有望快速增长	10
图表 13：全球储能新增装机量有望快速增长（单位：Gwh）	10
图表 14：2025 年全球碳酸锂现金成本曲线测算	10
图表 15：2025 年全球碳酸锂完全成本曲线测算	10
图表 16：全球锂盐供需平衡表测算	11
图表 17：25 年公司锂盐加工产能有望超过 10 万吨	12
图表 18：公司锂资源布局情况	13
图表 19：公司现拥权益资源量接近 90 万吨 LCE，远期预计仍有增量布局	14
图表 20：公司 25 年锂盐自给率有望显著提升	14
图表 21：民爆产业链	15
图表 22：国内民爆行业生产总值稳步增长	16
图表 23：2023 年国内民爆行业 CR10 进一步提高，公司生产总值排名靠前	16
图表 24：2025 年澳洲和非洲锂矿产能预测表	17
图表 25：营收预测表	18
图表 26：可比公司估值表	18

1. 雅化集团：氢氧化锂龙头之一，锂矿增量贡献业绩弹性

1.1. 锂盐+民爆双业务并行，锂矿增量在布局

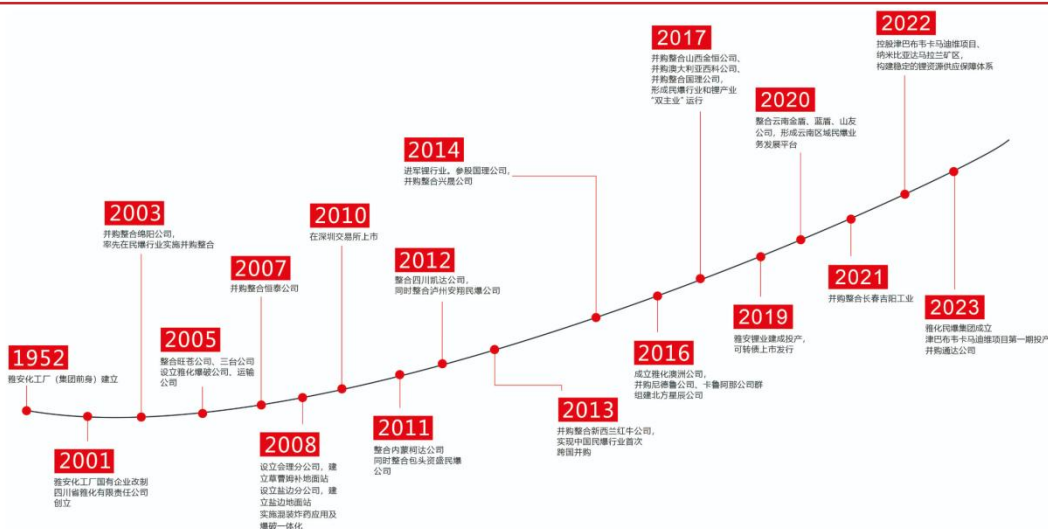
雅安化工厂（集团前身）成立于1952年，历经产业整合和多元主业发展，目前成为氢氧化锂龙头之一及民爆行业领先者，公司发展历程可以分为三个阶段：

1) 1952-2013年：起步与整合，奠定基础。1952年，雅安化工厂（集团前身）成立。2001年，雅安化工厂进行国有企业改制，成立了四川雅化实业集团有限公司，为后续发展奠定了体制基础。2003年，雅化集团开始整合内部资源，对旗下的爆破公司进行整合，强化主营业务。2012-2013年，收购四川凯达，整合泸州安翔民爆，并购整合新西兰红牛公司，行业影响力逐渐提升。

2) 2014-2021年：迈入锂行业，形成双主业。2014年，雅化集团参股国理公司，进入锂产业领域，并购整合兴晟公司，加强锂产业布局。2017年，民爆和锂业务均进行整合，形成双主业运行。2019年，雅安锂业建成投产，锂盐产能进入新增长曲线。

3) 2022年-至今：多元发展，布局锂矿拓增量。2022年，雅化集团在锂矿资源方面进一步布局，控股津巴布韦卡玛迪维项目。2023年，津巴布韦卡玛迪维项目第一期投产。2024年津巴布韦卡玛迪维项目第二期完成建设。

图表1：公司发展历史

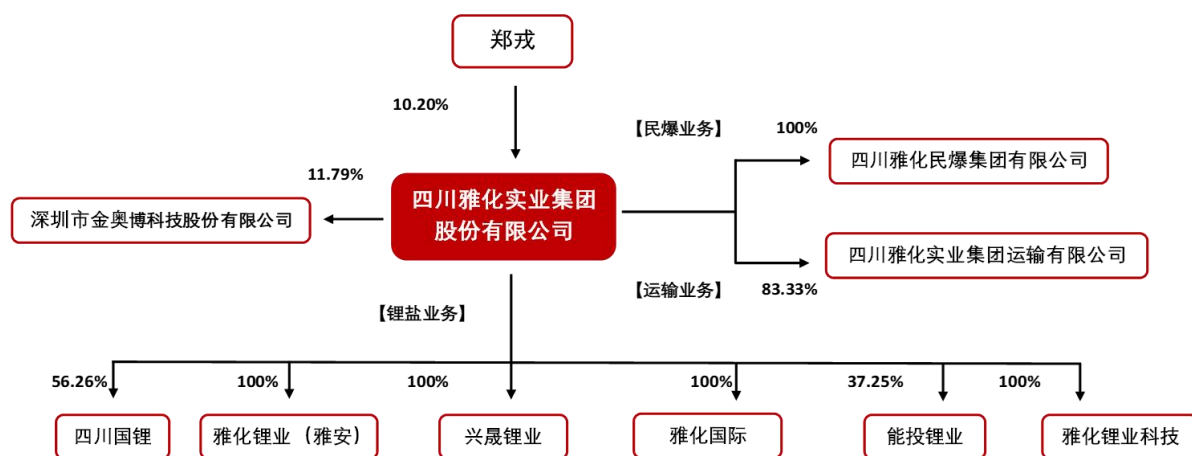


资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，母公司优势赋能

实控人郑戎持有公司 10.20% 股权，股权结构稳定。郑戎为公司实际控制人，持股比例 10.20%。四川雅化实业集团股份有限公司以民爆+锂盐+运输为主要业务布局，民爆业务控股四川雅化民爆集团有限公司；锂盐业务控股四川国锂、雅化锂业、兴晟锂业、雅化国际、雅化锂业科技，参股能投锂业；运输业务控股四川雅化实业集团运输有限公司；机器人业务参股深圳市金奥博科技股份有限公司。

图表 2：股权结构（截止至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 民爆+锂盐双主业并行，员工持股计划彰显成长信心

2025 年 1 月 16 日，公司公告 2025 年员工持股计划（草案）。参加本员工持股计划的公司员工总人数不超过 57 人，其中公司董事、高级管理人员 9 人。股票来源为公司回购专用证券账户（其为 2022 年期间进行回购的股票），合计不超过 1000.0054 万股。受让价格为 6.44 元/股。

以 2024 年为基准，2025/2026 年归母净利润考核目标为 2024 年的 300%/400%；锂盐销量为 2024 年 150%/200%；伴随公司锂盐项目扩产，锂矿项目投产，彰显公司长期成长信心。

图表 3：公司员工持股计划业绩考核方案

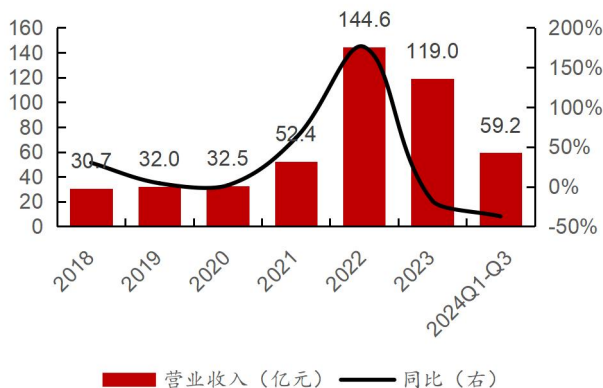
解锁期	对应考核年度	公司归母净利润 (A)	锂盐销量 (B)
第一个解锁期	2025年	公司归母净利润不低于 2024年归母净利润的300%	公司锂盐销量不低于2024年销量的150%
第二个解锁期	2026年	公司归母净利润不低于 2024年归母净利润的400%	公司锂盐销量不低于2024年销量的200%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.4. 民爆业务稳定贡献盈利，锂盐业务有望筑底回升

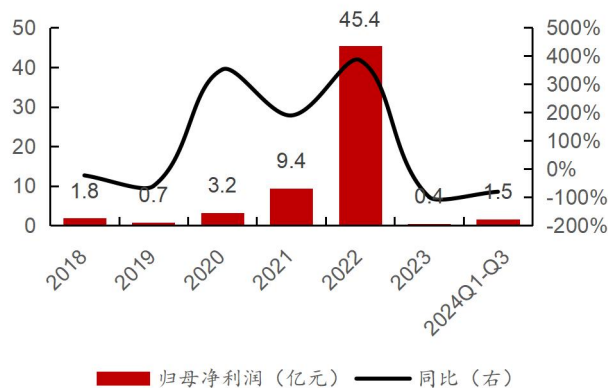
锂盐业务穿越周期，营收净利高增后震荡筑底。2018 年–2023 年公司营业收入由 30.7 亿元提升至 119.0 亿元，5 年 CAGR 达 31.1%，主要系公司锂盐业务受益锂矿大周期实现大幅增长；2024 前三季度实现营收 59.2 亿元，同比–37.5%，主要受锂价回落营收同比下降。2018 年–2022 年公司归母净利润经历快速增长，2023 年受锂价回落经历调整；2024 前三季度实现归母净利润 1.5 亿元，同比–80.9%，盈利情况逐步筑底。

图表 4：公司营收中枢实现增量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

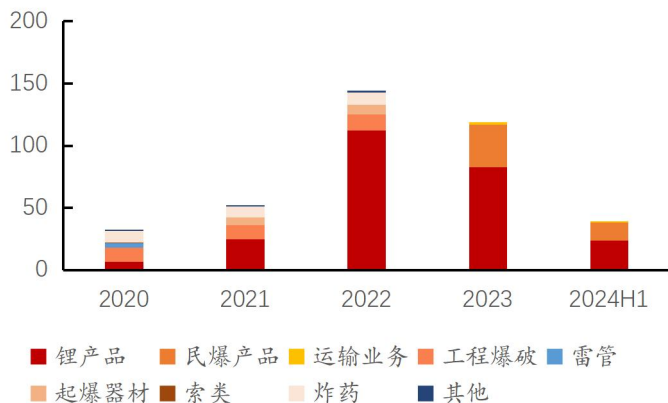
图表 5：公司归母净利润筑底回升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

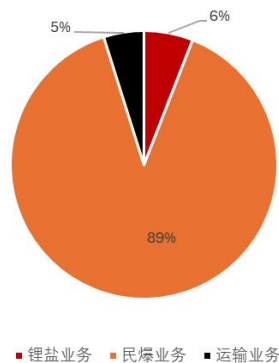
民爆业务稳步增长，锂矿业务静待筑底回升。2023 年，公司民爆业务实现营收 34.0 亿元，占比 28.6%，锂盐业务实现营收 83.0 亿元，占比 69.8%；2024 年 H1，民爆业务实现营收 14.13 亿元，占比 35.9%，锂盐业务实现营收 23.9 亿元，占比 60.8%。锂价下行期，公司通过量增补价保持较高营收。2024H1，公司民爆业务毛利占比达 89.2%，锂盐业务占比达 5.9%，主要受锂价下行锂盐盈利能力承压，伴随 24 下半年锂价筑底回升，我们预计未来锂盐毛利贡献将逐步提升。

图表 6：公司主营产品结构（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

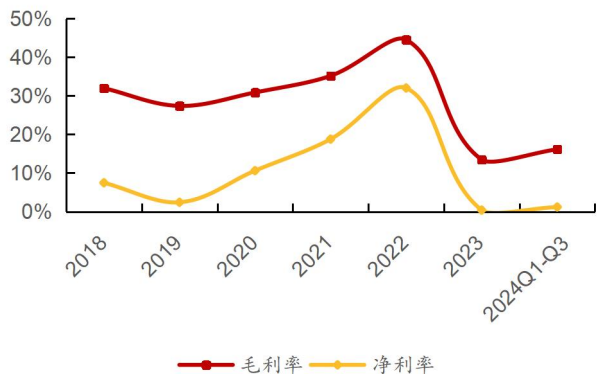
图表 7：公司 24H1 毛利结构（%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

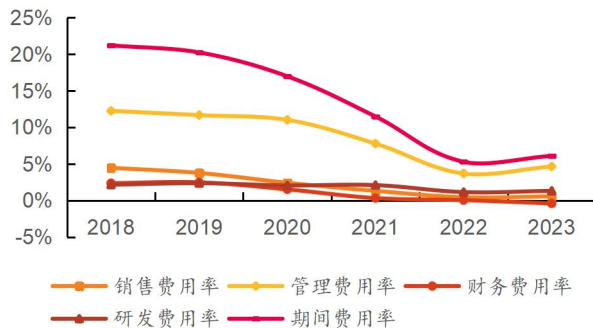
整体费用率控制稳定，盈利能力有望筑底回升。2018 年–2024 前三季度，公司期间整体费用率从 21.2%持续下降至 9.1%，其中销售费用、财务费用率维持较低水平。2022–2023 年由于锂价下行导致公司盈利能力承压，2024 年第三季度开始锂价逐步筑底，公司盈利水平探底修复。

图表 8：公司盈利能力有望筑底回升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：公司期间费用率逐步下移



资料来源：公司公告，华源证券研究所

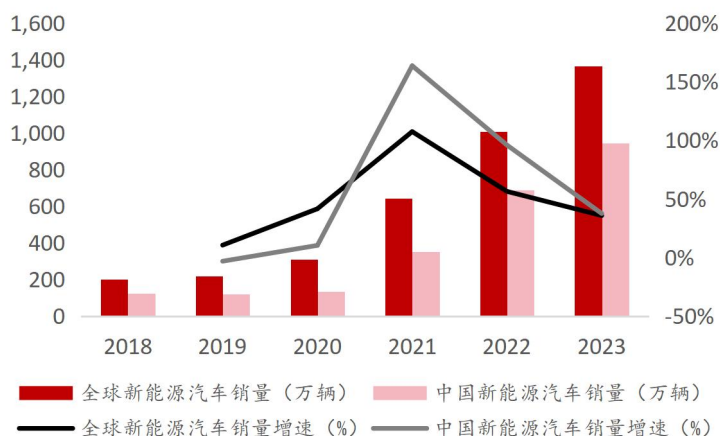
2. 锂盐业务：氢氧化锂进入扩产新阶段，锂矿增量贡献业绩弹性

2.1. 新能源&储能景气度持续拉动碳酸锂需求

新能源汽车&储能景气度拉动碳酸锂需求增长。锂盐是电池核心材料，上游为锂矿，中游为锂盐冶炼，下游为正极材料、电解液、电池，终端应用涵新能源汽车、储能。

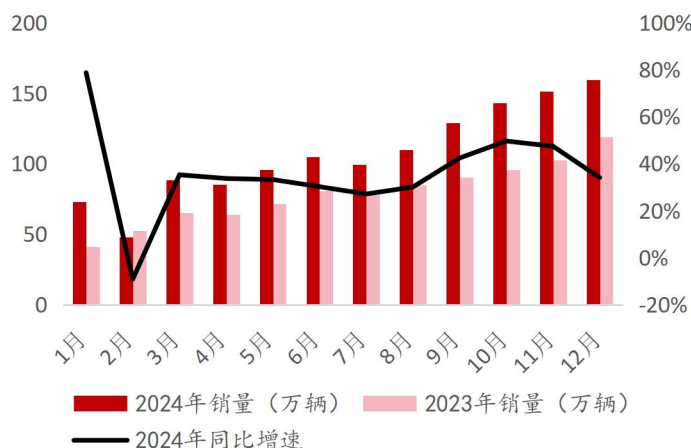
全球新能源汽车销量从 2018 年的 199 万辆增长至 2023 年的 1367 万辆，5 年 CAGR 达 47.09%。中国新能源汽车也在过去五年期间迎来快速增长，从 2018 年的 125 万辆增长至 2023 年的 945 万辆，5 年 CAGR 达 49.94%。

图表 10：全球和中国新能源汽车销量逐年提升



资料来源：iFind，华源证券研究所

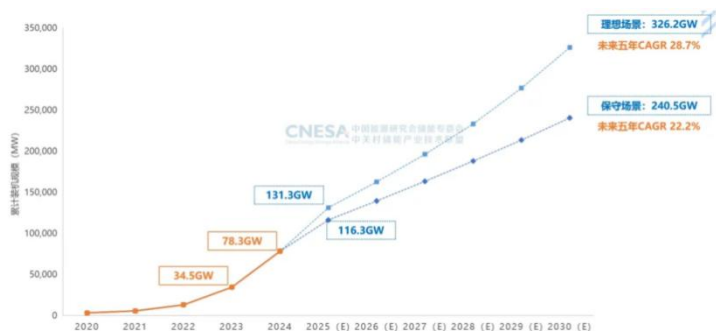
图表 11：2024 年中国新能源汽车月度销量同比增长



资料来源：iFind，华源证券研究所

国内方面，根据 CNESA DataLink 数据，截止到 2024 年底，国内新型储能累计装机首次超过百吉瓦时，达到 78.3GW/184.2GWh，同比+126.5%/147.5%，2024 年新增新型储能投运装机规模 43.7GW/109.8GWh，同比增长+103%/+136%；2025 年新型储能新增装机预计达 40.8GW~51.9GW。**全球方面**，根据 EESA 数据，2024 年全球储能市场新增装机规模将达到 175.8GWh，同比增速达 70%，和 EESA 年中预测相比略有上调。

图表 12：国内新型储能装机量有望快速增长



资料来源：CNESA，第一储能公众号，华源证券研究所

图表 13：全球储能新增装机量有望快速增长（单位：Gwh）

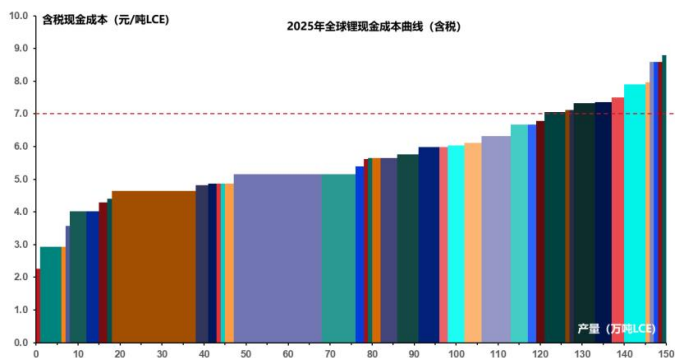


资料来源：iFind，IEA、BVES、CEA 等，储能领跑者联盟公众号，华源证券研究所

2.2. 2025 年碳酸锂过剩格局收窄，锂价中枢有望筑底

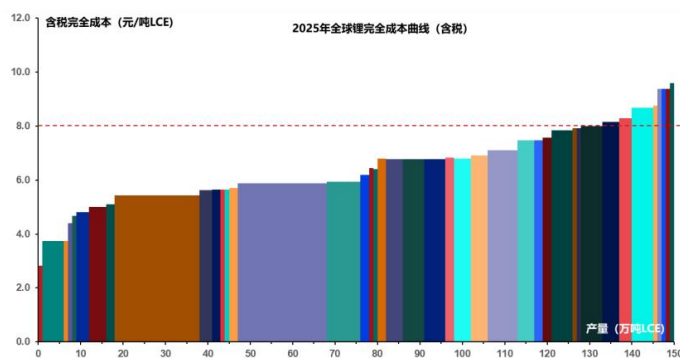
2025 年碳酸锂过剩格局有望收窄，锂价中枢开启筑底阶段。受行业供给增量、产业累库等影响，2024 年碳酸锂价由高位回落，企业盈利受到承压。根据我们测算，碳酸锂过剩比例有望由 2024 年的 16%收窄至 2025 年的 9%，锂价中枢有望筑底回升至 8 万元/吨，旺季补库需求存在价格弹性空间。

图表 14：2025 年全球碳酸锂现金成本曲线测算



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 15：2025 年全球碳酸锂完全成本曲线测算



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 16：全球锂盐供需平衡表测算

	单位	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国磷酸铁锂产量	万吨	48	118	157	227	295
yoy	%		146%	33%	45%	30%
全球磷酸铁锂产量	万吨	50	124	165	239	311
碳酸锂单耗	吨LCE	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
磷酸铁锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	13	31	41	60	78
中国三元材料产量	万吨	42	66	62	68	71
yoy	%		55.5%	-4.9%	8.3%	5%
全球三元材料产量	万吨	77	96.6	92	90	95
中国三元材料产量占全球比例	%	55%	68%	68%	75%	75%
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
三元材料-碳酸锂需求量	万吨LCE	29	37	35	34	36
中国钴酸锂产量	万吨	8.6	7.7	7.6	9.0	10.3
yoy	%			-1.3%	17.8%	15%
全球钴酸锂产量	万吨	9.6	8.6	8.4	9.9	11.4
碳酸锂单耗	吨LCE	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
钴酸锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	3.6	3.3	3.2	3.8	4.3
中国锰酸锂产量	万吨	8.6	6.52	9.15	12	15
yoy	%			40.3%	31.1%	25%
全球锰酸锂产量	万吨	9.6	7.2	10.2	13.3	16.7
碳酸锂单耗	吨LCE	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
锰酸锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	1.9	1.4	2.0	2.7	3.3
中国六氟磷酸锂产量	万吨	5.8	10.49	12.97	18	22.5
yoy	%			23.6%	38.8%	25%
全球六氟磷酸锂产量	万吨	6.78	13.21	16.9	24.00	30.82
yoy	%		79%	77%	75%	73%
六氟磷酸锂单耗	吨LCE	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
六氟磷酸锂-碳酸锂需求量	万吨LCE	2.2	4.4	5.6	7.9	10.2
中国正极材料碳酸锂需求量	万吨	34.9	62.1	71.9	94.1	115.0
全球正极材料碳酸锂需求量	万吨	49.5	76.8	87.0	108.3	131.4
其他碳酸锂需求量	万吨	12	12	12	12	12
碳酸锂总需求量	万吨	62	89	99	120	143
yoy	%		44%	11%	21%	19%
全球锂盐产量	万吨LCE	62.0	76.2	96.1	133	151
锂回收量	万吨LCE		4.9	8.4	6.5	5
供需缺口	万吨LCE	0.4	-7.7	5.5	19.2	12.6
过剩比例	%				16%	9%

资料来源：各公司公告，SMM，华源证券研究所

2.3. 公司锂盐业务的强α优势：上游资源多维度保供，下游深度绑定特斯拉扩产，自有锂矿贡献弹性

站稳优质客户，深度绑定特斯拉，氢氧化锂再次进入产能扩张期。客户方面，TESLA、SK ON、LGES、LGC、松下、宁德时代、振华、厦钨、容百、长远锂科等都是公司长期且重要的合作伙伴，公司与特斯拉、宁德时代、LG 化学均签署重要采购协议。**产能方面**，公司现有锂业科技和国理公司、兴晟锂业、雅安锂业三个生产点，现有锂盐综合产能 7.3 万吨，雅安三期“高等级锂盐材料生产线”项目处于建设中，预计先投产 3 万吨，全部建成后规模扩大至 17 万吨。

特斯拉：2020 年 12 月 29 日，雅化锂业与特斯拉签订为期 5 年（2021 年-2025 年）的电池级氢氧化锂供货协议，合同总金额约为 6.3 亿美元-8.8 亿美元。2023 年 7 月 31 日，雅化锂业与特斯拉共同签署《修订和重述的电池原材料生产定价协议》，合同履行期限为 2023 年 8 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，期间交易数量合计约 20.7 万吨-30.1 万吨。2024 年 6

月 18 日，双方签订了《生产定价协议》，约定从 2025 年至 2027 年，特斯拉向雅安锂业采购碳酸锂产品，如双方协商一致，可将协议期限延长至 2028 年 12 月 31 日。

宁德时代：2023 年 8 月，雅安锂业与宁德时代签订电池级氢氧化锂采购协议，约定自 2023 年 8 月至 2025 年 12 月，宁德时代总计将采购电池级氢氧化锂产品数量为 4.1 万吨。2024 年 9 月 4 日，雅化集团下属全资子公司雅安锂业与宁德时代再次签订采购协议，约定从 2026 年起至 2028 年，宁德时代将向雅安锂业采购电池级氢氧化锂和碳酸锂产品。

LG 化学：2023 年 2 月，雅化锂业与 LG 化学签订了《采购协议》，LG 化学将从雅安锂业采购电池级单水氢氧化锂，协议有效期为 4 年，从 2023 年至 2026 年，协议数量总计约 30000 吨。

图表 17：25 年公司锂盐加工产能有望超过 10 万吨

雅化集团锂盐加工产能				
单位：万吨	股权比例	碳酸锂产能	氢氧化锂产能	其他产能
四川国锂	56.26%	0.6	0.7	0.3万吨其他锂产品
兴晟锂业	100%		0.6	
雅安一期	100%		2	
雅安二期	100%		3	
雅安三期（建设中）	100%	预计先投3万吨，全部建成产能达9.7万吨		
总计		现有7.3万吨，雅安三期先投3万吨，远期规划至17万吨		

资料来源：公司公告，华源证券研究所

多维度布局资源端，公司拥有 56 万吨锂精矿包销权，未来有望扩至 74 万吨。1) 参股澳洲 Core 公司并签订 4 年锂精矿包销协议，每年提供不低于 7.5 万吨锂精矿，2023 年 3 月获得额外 1.85 万吨锂精矿供应。2) 参股澳洲 ABY 公司股权并签署锂精矿《承购及销售协议》至 2025 年，每年提供不低于 12 万吨的锂精矿。3) 与 Arcadium 公司（原银河锂业）续签锂精矿包销协议至 2025 年，每年提供不低于 12 万吨锂精矿。4) 与 DMCC 公司签订 5 年锂辉石精矿承购和销售协议，2025 年至 2028 年每年交付的数量均不少于 12.5 万吨锂辉石精矿。5) 与 Pilgangoora 签订 4 年锂辉石精矿承购协议，2025 年至 2026 年期间每年均向公司供应锂辉石精矿 10-16 万吨。6) 参股李家沟项目，拥有李家沟锂辉石矿优先供应权，李家沟矿区设计产能计划每年生产 18 万吨锂精矿。

图表 18：公司锂资源布局情况

项目	方式	锂精矿产能	主要内容
普得科技	控股	25年预计230万吨采选规模，对应35万吨锂精矿，未来扩产至330万吨（项目二阶段建设已全面投产）	持有普得科技 70.59%股权，间接持有KMC公司60%股权。KMC公司拥有位于津巴布韦西部北马塔贝莱省境内的Kamativi矿区锂锡钽铌铍等伟晶岩多金属矿的100%矿权。
中非实业	控股	-	拥有纳米比亚达马拉兰矿区4个矿权。
李家沟锂辉石矿	参股，优先供应权	18万吨（建设中）	拥有李家沟锂辉石矿优先供应权。李家沟矿区设计产能计划每年生产18万吨锂精矿，李家沟锂矿开采、加工的锂精矿将优先满足公司旗下控股子公司国理公司的生产供应。
Core公司	参股，包销协议	9.35万吨	参股澳洲Core公司并签订4年锂精矿包销协议，每年不低于7.5万吨锂精矿，2023年 3月又获得了额外的 1.85万吨锂精矿供应。
ABY公司	参股，采购协议	12万吨	参股澳洲ABY公司股权，并签署锂精矿《承购及销售协议》至2025年。ABY核心资产主要为埃塞俄比亚的 Kenticha锂矿，每年为公司供应不低于12万吨的锂精矿。
Arcadium公司	包销协议	12万吨	与Arcadium公司（原银河锂业）续签锂精矿包销协议至 2025年，每年提供不低于12万吨锂精矿。
DMCC公司	包销协议	12.5万吨	2024年与DMCC公司签订5年锂辉石精矿承购和销售协议，2024年交付第一批产品，数量不少于1.5万吨锂辉石精矿，将在第四季度发运；2025年至2028年每年交付的数量均不少于12.5万吨锂辉石精矿。
Pilgangoora公司	包销协议	10-16万吨	2024年与Pilgangoora签订4年锂辉石精矿承购协议，2024年向公司供应锂辉石精矿2-8万吨，2025年至 2026年期间每年均向公司供应锂辉石精矿10-16万吨。
EFE公司	参股，项目优先合作权	-	参股澳洲EFE公司股权，锁定锂矿标的，后续将继续通过合资形式共同开发锂矿资源。
EVR公司	参股，项目优先合作权	-	参股澳洲EVR公司股权，EVR公司拥有澳大利亚肖河锂锡钽项目及奥地利韦因贝尼项目和东阿尔卑斯山锂矿等锂资源项目。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司拥有权益资源量约 90 万吨 LCE,李家沟锂矿+Kamativi 多金属矿释放产能贡献弹性。

1) 公司拥有李家沟锂矿 28%的股权，李家沟矿区探明资源储量 3881 万吨，平均品味 1.3%，折合 124 万吨 LCE，**对应权益资源量为 34.6 万吨 LCE**。2) 公司间接持有 KMC 公司 60%股权，其拥有 Kamativi 多金属矿 100%矿权，已勘探区内探获探明+控制+推断矿石量 2421 万吨，平均品味 1.26%，折合 75 万吨 LCE，**对应权益资源量为 45 万吨 LCE**。3) 公司参股 CORE 公司 9.7%的股权，Core Finnis 矿产资源量总计 9250 万吨，平均品味 1.38%，折合 67.9 万吨 LCE，**对应权益资源量为 6.6 万吨 LCE**。4) 参股澳洲东部资源公司 10%股权，锁定锂矿标的，后续将继续通过合资形式共同开发锂矿资源。5) 参股澳洲 EVR 资源公司 9.5%股权，EVR 公司拥有澳大利亚肖河锂锡钽项目及奥地利韦因贝尼项目和东阿尔卑斯山锂矿等锂资源项目。

图表 19：公司现拥有权益资源量接近 90 万吨 LCE，远期预计仍有增量布局

锂矿	持股比例	项目资源量（万吨）	权益资源量（万吨）	锂精矿年产能（万吨）
Kamativi矿	60%	75	45	35
李家沟锂矿	28%	124	34.6	18（建设中）
CORE	9.70%	67.9	6.6	停产中等待复产
EFE	10.00%			
EVR	9.50%			
合计		266.9	86.2	

资料来源：雅化集团公司公告，川能动力公司公告，CORE 公司公告，自然资源部，华源证券研究所

李家沟锂矿：公司持有李家沟锂辉石矿 28%股权。李家沟矿区探明资源储量 3881 万吨，平均品味 1.3%，折合 124 万吨 LCE。根据公告，李家沟矿区设计产能计划每年生产 18 万吨锂精矿，项目主体工程已基本建成，目前正在开展采-选-尾联动试运行工作。

Kamativi 多金属矿：公司持有普得科技 70.59%股权，间接持有 KMC 公司 60%股权。KMC 公司拥有位于津巴布韦西部北马塔贝莱兰省境内的 Kamativi 矿区锂锡钽铌铍等伟晶岩多金属矿的 100%矿权。已勘探区内探获探明+控制+推断矿石量 2422 万吨，平均品味 1.26%，折合 75 万吨 LCE。根据公告，矿山二阶段建设已于 2024 年 11 月全部完成，并已全线投产；25 年将达年处理锂矿石 230 万吨采选规模，对应锂精矿产能 35 万吨，有望显著提高锂盐自给率。

图表 20：公司 25 年锂盐自给率有望显著提升

锂矿		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
津巴布韦Kamativi	万吨LCE					4.00	5.00	5.74
四川李家沟	万吨LCE			0.13	0.13	0.96	1.50	2.25
权益量	万吨LCE			0.03	0.03	2.67	3.42	4.07
锂盐								
锂盐	万吨LCE	2.91	3.17	2.94	5.00	7.50	10.50	13.00
自给率	%			4%	3%	66%	62%	61%
自给率（权益量）	%			1%	1%	36%	33%	31%

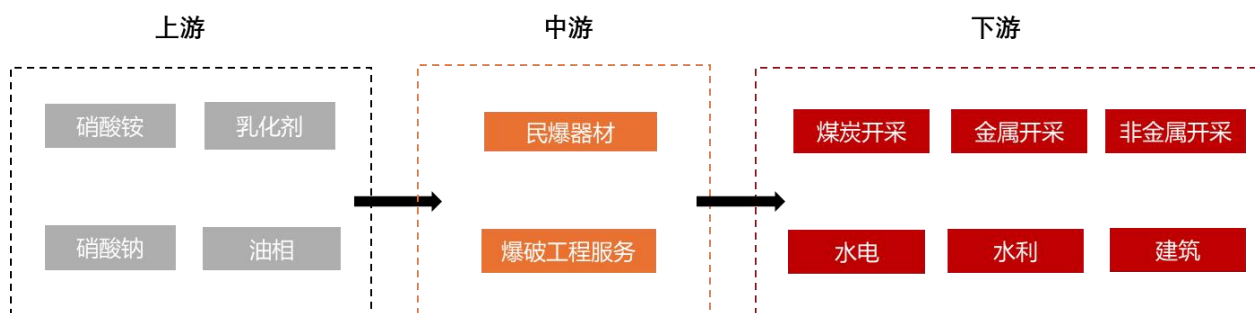
资料来源：雅化集团公司公告，川能动力公司公告，自然资源部，华源证券研究所

3. 民爆：国内电子雷管头部企业营收稳定，海外爆破业务存增量预期

3.1. 国内民爆需求稳步扩张，行业格局不断整合优化

民爆产业链分为三个主要环节。上游为基础化工原料，主要包括硝酸铵、硝酸钠、乳化剂、油相等原辅材料；中游为民爆器材的生产和销售以及爆破工程服务，主要包括工业炸药、工业雷管和工业导爆索；下游主要应用于煤炭、金属、非金属等矿产资源的开采和水电、水利、建筑等基础设施建设。

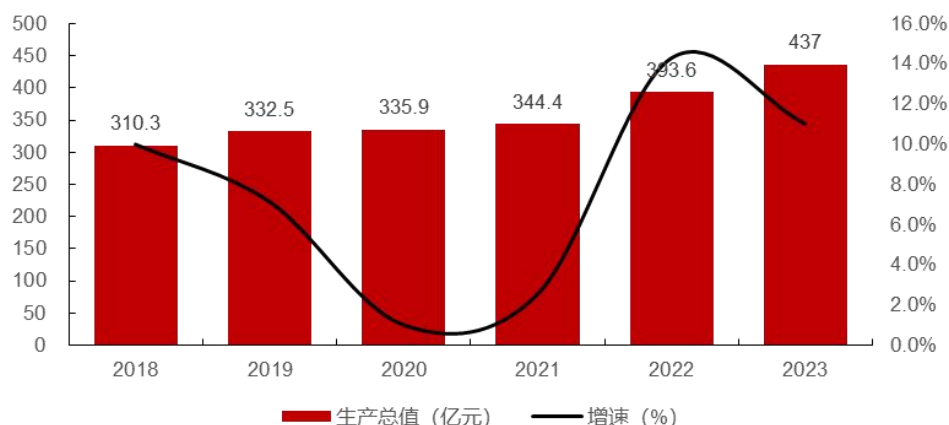
图表 21：民爆产业链



资料来源：公司公告，华源证券研究所

受益基建和采矿业投资，民爆需求稳健扩张。根据中国爆破器材行业协会数据显示，2023 年民爆行业生产总值完成 437 亿元，同比增长 10.93%；主营业务收入实现 500 亿元，同比增长 14.19%；利润总额实现 85 亿元，同比增长 44.99%；爆破服务收入实现 338 亿元，同比增长 6.80%。2024 年 1-11 月，我国有色金属、黑色金属、非金属矿、煤炭采选固定资产投资完成额分别累计同比增长 27.9%、8.3%、10.5%和 8.9%。2024 年 1-11 月新疆累计原煤产量 4.8 亿吨，同比增速 19%，预计 2025 年原煤产量继续保持增长态势，有望达到 5.7 亿吨。

图表 22：国内民爆行业生产总值稳步增长



资料来源：中国民爆信息公众号，华源证券研究所

政策推动国内民爆行业加速重组整合，产业集中度提高供给格局优化。国内民爆产业围绕《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》发展目标，在《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》指导下，产业集中度提高，供给结构优化。同时，根据民爆行业“十四五”规划，到 2025 年，生产企业（集团）数量进一步降低到 50 家以内，排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比提升至 60%以上，并形成 3 至 5 家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业。2023 年国内民爆业重组整合稳步推进，有 20 余家民爆企业进行了并购、重组或签署战略合作协议，行业 CR10 的生产总值由 2022 年的 53.14%提升至 2023 年的 59.98%，仍有一定上行空间。

图表 23：2023 年国内民爆行业 CR10 进一步提高，公司生产总值排名靠前

排序	集团名称	生产总值 (亿元)	排序	集团名称	爆破服务收入 (亿元)
1	北方特种能源	44.5	1	广东宏大	93.16
2	易普力	42.26	2	易普力	57.01
3	广东宏大	26.87	3	保利联合	50.67
4	保利联合	26.22	4	雪峰科技	25.09
5	四川雅化	25.78	5	北方特种能源	17.17
6	云南民爆	23.13	6	四川雅化	15.29
7	生力民爆	20.12	7	隆烨化工	11.1
8	隆烨化工	20.06	8	前进民爆	10.61
9	凯龙化工	17.52	9	生力民爆	7.87
10	前进民爆	15.4	10	红旗民爆	5.73
前10名生产总值 (亿元)		261.86	前10名生产总值 (亿元)		293.7
行业生产总值 (亿元)		436.58	行业生产总值 (亿元)		338.04
2023年前10名占比		59.98%	2023年前10名占比		86.88%
2022年前10名占比		53.14%	2022年前10名占比		79.88%

资料来源：中国民爆信息公众号，华源证券研究所

3.2. 国内积极整合并购，海外矿山爆破存在预期差空间

顺应政策推动，公司积极加速整合并购。2023 年 5 月，公司以雅安公司为母公司，将旗下所有民爆业务公司全部整合，组建雅化民爆集团，使集团的民爆业务管理更专业化，同时更有利于参与同行企业的并购整合；2023 年 6 月，公司出资收购四川通达化工有限责任公司 51%股权，炸药产能增加，行业地位进一步巩固；2024 年 8 月，公司进一步收购剩余股权，雅化民爆持有金恒公司的股权比例将由 76.1021%提升至 100%。

产能优势进一步提高，产业链延伸拓展。公司目前拥有炸药生产许可产能 26 余万吨、工业雷管许可产能近 9000 万发、工业导爆索和塑料导爆管许可产能 1 亿余米，产能规模处于行业前列，品种、规格齐全，产能优势突出。同时，公司不断延伸民爆产业链，积极拓展四川、新疆、西藏、内蒙、云南、贵州等重点工程和矿山业务。

海外布局民爆业务，澳洲+非洲区位优势有望拓增量。公司民爆产业于 2012 年率先出海，通过并购新西兰和澳大利亚的民爆企业，布局海外民爆市场，凭借自身区位优势有望拓展增量业务。1) 澳洲锂矿：公司旗下有澳大利亚民爆企业，锂盐业务和澳矿企业协定长协采购建立良好合作关系，有望逐步打通澳矿产业需求，根据我们测算，2025 年澳洲锂精矿折合碳酸锂产能预计超 70 万吨 LCE。2) 澳洲铁矿：澳洲铁矿产量大且有中外合资项目，力拓在 Pilbara 铁矿产量 3.32 亿吨，中长期计划达到 3.45 亿-3.6 亿吨。中国宝武与力拓合资建设西坡铁矿石项目，年产 2500 万吨，预计 25 年投产，产量占整个矿区 7.5%。3) 非洲锂矿：公司巴布韦 Kamativi 矿已经完成二阶段建设，项目建设经验赋能公司非洲区位优势，根据我们测算，2025 年非洲锂精矿折合碳酸锂产能达 22 万吨 LCE。

图表 24：2025 年澳洲和非洲锂矿产能预测表

地区	矿山	锂精矿产能（万吨）		折合碳酸锂产能（万吨/LCE）		折合碳酸锂产量（万吨/LCE）	
		2024E	2025E	2024	2025E	2024E	2025E
澳洲	Greenbush	162.0	214	20.25	26.75	17.72	20.30
	Pilgangoora-Pilgan Plant	48	80	5.3	8.8	9.33	7.07
	Pilgangoora-Ngungaju Plant (原Altura)	20.0	20.0	2.21	2.2		
	Mt.Marion	90.0	90	7.5	7.5	5.43	4.00
	Wodgina	90.0	90	10.1	10.1	4.79	5.50
	Baldhill	15.0		1.9	1.9	1.28	0.00
	Kathleen Valley	50.0	50	6.25	6.25	1.33	5.00
	Mt Holland	38	38	4.35	4.35	2.75	4.35
	Mt Cattlin	20	20.0	2.25	2.25	1.35	1.15
	Finniss	17				0.24	
	合计			60.11	70.15	44.2	47.4
非洲	Bikita	60	60	6.25		4	5
	Arcadia	53	53	5	5	3	5
	Kamativi	35.0	50.0	4.4	6.3	0.6	4
	Sabi Star	30	30	3.8	3.8	3.3	3.8
	Goulamina	50.60	50.60	5.62	5.62		2.5
	Bougouni	12		1.4	1.4		1.4
	Zulu	5	5			0.1	
	合计			26.37	22.00	11.0	21.6

资料来源：各公司公告等，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

作为国内氢氧化锂龙头之一，公司民爆+锂矿双主业布局，25 年锂矿增量贡献业绩弹性。我们预测公司 2024–2026 年营业收入分别为 72.5/86.4/111.4 亿元，归母净利润分别为 3.05/9.96/12.22 亿元。

图表 25：营收预测表

营收表		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
锂盐产销							
锂盐销量	万吨	2.91	3.17	2.94	5.00	7.50	10.50
自产锂矿	万吨					2.40	3.00
锂盐							
营收	亿元	24.66	112.36	82.99	38.27	50.44	73.41
成本	亿元	14.22	57.10	78.32	37.58	43.88	62.97
毛利	亿元	10.44	55.26	4.67	0.70	6.56	10.44
毛利率	%	42%	49%	6%	2%	13%	14%
民爆							
营收	亿元	26.54	30.28	33.97	32.00	34.00	36
成本	亿元	18.75	21.46	23.15	21.33	22.78	24.12
毛利	亿元	7.79	8.82	10.82	10.67	11.22	11.88
毛利率	%	29%	29%	32%	33%	33%	33%
运输							
营收	亿元	1.19	1.92	2	2.2	2	2
成本	亿元	1.01	1.67	1.47	1.03	1.6	1.6
毛利	亿元	0.18	0.25	0.53	1.17	0.4	0.4
毛利率	%	15%	13%	27%	21%	20%	20%
合计							
营业收入	亿元	52.39	144.56	118.95	72.47	86.44	111.41
成本	亿元	33.98	80.23	102.94	59.94	68.26	88.69
毛利	亿元	18.41	64.33	16.02	12.53	18.18	22.72
毛利率	%	35%	45%	13%	17%	21%	20%
增速	%	61%	176%	-18%	-39%	19%	29%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们选取中矿资源、永兴材料、赣锋锂业作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024–2026 年平均 PE 分别为 117/28/18 倍。公司作为国内氢氧化锂龙头之一，民爆+锂矿双布局，25 年锂矿增量贡献业绩弹性。首次覆盖，给予 “买入” 评级。

图表 26：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 2025-01-25	EPS			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
002738.SZ	中矿资源	38.06	1.23	1.54	2.38	30.90	24.79	15.98
002756.SZ	永兴材料	39.35	2.22	2.51	3.29	17.73	15.66	11.96
002460.SZ	赣锋锂业	33.60	0.11	0.75	1.26	302.98	44.73	26.64
	平均值					117.20	28.39	18.19
002497.SZ	雅化集团	13.20	0.26	0.86	1.06	49.91	15.28	12.45

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，中矿资源、永兴材料、赣锋锂业盈利

预测来自 wind 一致预期

5. 风险提示

需求波动风险：公司主业需求受下游景气度和宏观等因素影响，存在市场销售的不确定性。

项目建设不及预期风险：公司扩产项目处于产能建设爬坡阶段，项目建设不及预期可能会影响其经营增长。

原材料波动风险：公司主要原材料为锂精矿和硝酸铵，存在价格波动的可能性，进而影响公司的生产成本。

市场空间测算偏差的风险：行业市场规模测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,385	3,507	3,757	3,438
应收票据及账款	1,930	1,474	1,479	1,980
预付账款	242	233	278	359
其他应收款	191	114	136	176
存货	2,231	1,932	2,122	2,513
其他流动资产	855	692	711	745
流动资产总计	8,834	7,953	8,485	9,210
长期股权投资	994	994	1,051	1,144
固定资产	2,043	2,064	2,158	2,061
在建工程	358	279	100	100
无形资产	982	1,039	1,166	1,262
长期待摊费用	69	71	72	72
其他非流动资产	1,329	1,426	1,398	1,395
非流动资产合计	5,775	5,873	5,946	6,034
资产总计	14,609	13,826	14,430	15,245
短期借款	1,183	0	100	0
应付票据及账款	888	1,241	1,414	1,837
其他流动负债	957	795	909	1,180
流动负债合计	3,027	2,036	2,423	3,016
长期借款	520	720	920	1,120
其他非流动负债	265	265	265	265
非流动负债合计	785	985	1,185	1,385
负债合计	3,812	3,021	3,607	4,401
股本	1,153	1,153	1,153	1,153
资本公积	2,792	2,792	2,792	2,792
留存收益	6,394	6,399	6,412	6,429
归属母公司权益	10,339	10,343	10,357	10,373
少数股东权益	458	462	466	470
股东权益合计	10,797	10,805	10,823	10,844
负债和股东权益合计	14,609	13,826	14,430	15,245

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	45	286	928	1,124
折旧与摊销	257	312	344	364
财务费用	-49	4	-13	-2
投资损失	-86	0	-57	-93
营运资金变动	-387	1,195	5	-352
其他经营现金流	1,051	27	84	120
经营性现金净流量	831	1,824	1,292	1,161
投资性现金净流量	-815	-414	-373	-378
筹资性现金净流量	584	-1,287	-670	-1,103
现金流量净额	570	123	250	-320

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,895	7,247	8,644	11,141
营业成本	10,294	5,994	6,826	8,869
税金及附加	58	39	47	60
销售费用	67	72	78	100
管理费用	553	449	519	668
研发费用	154	87	95	123
财务费用	-49	4	-13	-2
资产减值损失	-1,167	-265	0	0
信用减值损失	-10	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	86	0	57	93
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
其他收益	295	25	25	25
营业利润	22	361	1,174	1,440
营业外收入	7	4	4	4
营业外支出	6	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	22	363	1,176	1,442
所得税	-23	54	176	216
净利润	45	309	1,000	1,226
少数股东损益	5	4	4	4
归属母公司股东净利润	40	305	996	1,222
EPS(元)	0.03	0.26	0.86	1.06

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-17.72%	-39.07%	19.27%	28.88%
营业利润增长率	-99.60%	1,542.30%	224.96%	22.68%
归母净利润增长率	-99.11%	658.05%	226.62%	22.74%
经营现金流增长率	-37.30%	119.56%	-29.15%	-10.13%
盈利能力				
毛利率	13.46%	17.29%	21.03%	20.39%
净利率	0.38%	4.26%	11.57%	11.01%
ROE	0.39%	2.95%	9.61%	11.78%
ROA	0.28%	2.20%	6.90%	8.02%
估值倍数				
P/E	378.31	49.91	15.28	12.45
P/S	1.28	2.10	1.76	1.37
P/B	1.47	1.47	1.47	1.47
股息率	0.26%	1.98%	6.46%	7.92%
EV/EBITDA	60	18	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。