

雅化集团 (002497.SZ)

国内民爆+氢氧化锂龙头，锂矿自给率提升

买入 (首次评级)

投资要点:

➤ 锂+民爆业务双轮驱动，稳健与弹性并存

公司以民爆业务起家，积极参与行业并购整合、不断扩大产能规模及业务辐射区域。2014 年通过参股四川国理进入锂行业，上游多渠道资源布局，目前已有 2 个重要自有矿，锂盐产能 7.3 万吨。公司民爆业务稳定增长，为公司长期发展提供稳定现金流，锂业务提供增长弹性。2010-2023 年民爆业务收入 CAGR=12.3%，2024H1 收入 14 亿元，占比 36%，毛利为 5.0 亿元，占比 89%；2014-2023 年锂业务收入 CAGR=116%。2024H1 收入 24 亿元，占比 61%，毛利为 0.3 亿元，占比 5.9%。

➤ 锂业务：上游多渠道拓展保障资源供应，下游签约长协绑定大客户

公司锂精矿资源丰富，为锂盐生产提供坚实保障。目前雅化参股李家沟锂辉石矿 (27.9%)、控股津巴布韦 Kamativi 矿 (60%)、控股的中非实业全资子公司有纳米比亚达马拉兰等 4 个矿权 (70%)、参股的澳洲 Trigg Hill、澳洲肖河锂锡钽项目正在勘探阶段，有项目优先合作权。李家沟锂辉石矿项目建成后将年产锂精矿约 18 万吨。津巴布韦 Kamativi 锂矿项目 2024 年 11 月二期全线投产，该项目一二期将实现年产出锂精矿 35 万吨，届时雅化集团锂精矿自给率将达到 60%，同时公司继续扩展锂精矿采选规模，经测算目标产出锂精矿近 50 万吨。下游：公司是 TESLA、SK ON、LGES、LGC、松下、宁德时代等国内外头部企业的重要长单供应商，高品质锂盐产品在锂行业具有国际影响力和市场地位。

➤ 民爆业务：横向并购整合，纵向开拓矿业服务打造新增长点

2024 上半年，公司工业炸药市占率超过 5%、电子雷管市占率超过 10%。在区域市场方面，公司工业炸药在四川占比超过 54%，公司工业雷管在四川占比超过 72%。1) 公司积极参与行业并购整合、不断扩大产能规模及业务辐射区域。国内：公司在中国境内现有 20 个民爆生产点，海外：通过并购整合，已拥有新西兰红牛公司、雅化澳洲公司、雅化香港公司等 6 家海外公司，为雅化海外业务发展、投资并购等奠定基础。2) 延伸民爆产业链，开拓矿服业务，打造新增长点。公司已具备矿山服务资质和能力，公司积极拓展四川、新疆、西藏、内蒙、云南、贵州等重点工程和矿山业务，加大民爆一体化服务项目开拓力度，为大型矿山提供有效增值服务。

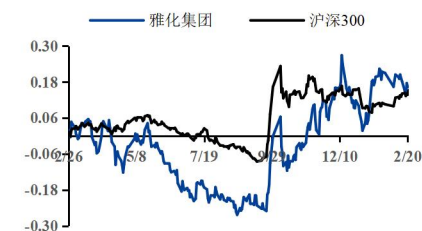
➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入 CAGR 为 30%，归母净利润 CAGR 为 106%，归母净利润分别为 3.2、9.9、13.7 亿元。采用可比公司估值法，24-26 年可比公司平均 PE 倍数为 22、19、15 倍。公司 24-26 年预测 PE 为 45、15、11 倍，具备估值性价比，同时考虑到公司锂矿自给率提升空间较大，给予锂业务利润弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

基本数据

日期	2025-02-21
收盘价:	12.63 元
总股本/流通股本(百万股)	1,152.56/1,053.52
流通 A 股市值(百万元)	13,306.01
每股净资产(元)	9.04
资产负债率(%)	21.69
一年内最高/最低价(元)	13.93/7.98

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 王保庆(S0210522090001)
WBQ3918@hfzq.com.cn
研究助理: 曹钰涵(S0210124050059)
cyh30565@hfzq.com.cn

相关报告

➤ 风险提示

锂价波动风险，全球新能源汽车销量不及预期，在建项目不及预期，民爆原材料价格波动风险，宏观经济及产业政策变化风险

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,457	11,895	7,797	9,929	13,174
增长率	176%	-18%	-34%	27%	33%
净利润（百万元）	4,538	40	322	993	1,368
增长率	385%	-99%	701%	208%	38%
EPS（元/股）	3.94	0.03	0.28	0.86	1.19
市盈率（P/E）	3.2	362.0	45.2	14.7	10.6
市净率（P/B）	1.3	1.4	1.4	1.3	1.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

正文目录

1 雅化集团：锂+民爆业务双轮驱动，稳健与弹性并存5

1.1 民爆业务起家，通过收并购进军锂行业 5

1.2 财务表现：锂行业景气度下行，公司业绩承压 6

1.3 业务结构：民爆业务稳定增长，锂业务提供弹性 7

2 锂行业：动力电池与储能电池需求不减 9

2.1 动力电池及储能电池拉动锂需求高成长 9

2.2 2024 中国锂供给大于需求，长期看预计锂供需增量基本平衡 11

3 民爆行业：硝酸铵价格下降，民爆生产企业盈利能力提升15

4 公司优势：上游多渠道拓展保障资源供应，下游签约长协绑定大客户18

4.1 锂资源：自有矿产量爬坡，锂矿自给率有望超过 60%18

4.2 锂盐客户：锂盐产品长协绑定下游大客户 20

4.3 民爆业务：横向并购整合，纵向开拓矿业服务打造新增长点21

5 盈利预测与投资建议25

5.1 盈利预测25

5.2 投资建议26

6 风险提示26

图表目录

图表 1：公司发展历程5

图表 2：公司股权结构6

图表 3：公司历年营收及同比6

图表 4：公司历年归母净利润及同比 6

图表 5：公司销售毛利率与净利率 7

图表 6：公司期间费用率7

图表 7：主营业务收入结构（单位：亿元） 7

图表 8：主营业务收入占比7

图表 9：主营业务毛利结构（单位：百万元） 8

图表 10：主营业务毛利占比8

图表 11：分业务毛利率8

图表 12：中国新能源汽车销量（辆） 9

图表 13：中国新能源汽车产量（辆） 9

图表 14：中国磷酸铁锂电池产量（GWh）10

图表 15：中国三元电池产量（GWh）10

图表 16：三元电池渗透率10

图表 17：中国动力电池产装比 10

图表 18：中国动力电池锂盐需求（万吨 LCE）10

图表 19：2024 年 1-12 月中国锂月度数据汇总以及供需平衡（万吨，万吨 LCE，GWh，亿台）12

图表 20：电池级氢氧化锂和碳酸锂价格（元/吨）13

图表 21：电池级碳酸锂期货价格（元/吨） 13

图表 22：碳酸锂周度库存数据（吨） 13

图表 23：全球锂供需关系预测（万吨） 14

图表 24：民爆器材分类15

图表 25：民爆行业产业链15

图表 26：2024 年民爆生产企业累计生产总值 16

图表 27：2024 年民爆生产企业累计利润总额 16

图表 28：2024 年硝酸铵（粉状）价格 16

图表 29：2024 年工业炸药产量 17

图表 30：2024 年工业雷管产量 17

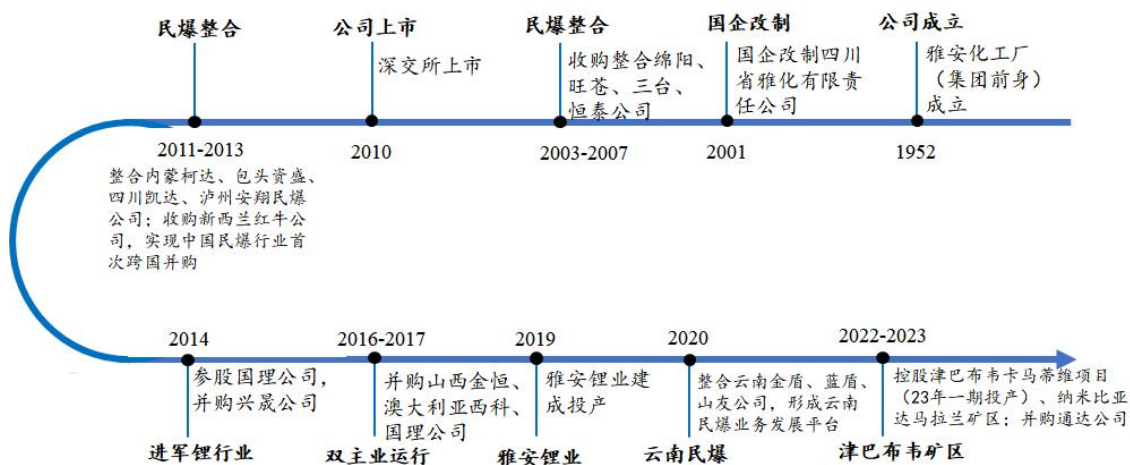
图表 31:	2024 年工业炸药产品品种构成	17
图表 32:	2024 年工业雷管产品品种构成	17
图表 33:	公司现有锂资源情况	18
图表 34:	李家沟锂辉石矿碳酸锂产量测算	19
图表 35:	Kamativi 多金属矿资源量	20
图表 36:	Kamativi 矿碳酸锂产量测算	20
图表 37:	公司签订的长协梳理	21
图表 38:	2023 年民爆生产集团生产总值	22
图表 39:	2023 年民爆生产集团生产总值占比	22
图表 40:	2023 年民爆生产集团炸药生产量	22
图表 41:	2023 年民爆生产集团炸药生产量占比	22
图表 42:	2023 年民爆生产集团雷管产量	22
图表 43:	2023 年民爆生产集团雷管产量占比	22
图表 44:	雅化集团收购的民爆公司	23
图表 45:	各类民用爆炸产品的许可产能情况	23
图表 46:	公司业绩拆分预测表	25
图表 47:	可比公司估值表	26
图表 48:	财务预测摘要	27

1 雅化集团：锂+民爆业务双轮驱动，稳健与弹性并存

1.1 民爆业务起家，通过收并购进军锂行业

雅化集团现有锂产业和民爆两大主业。雅化集团创立于 1952 年，2010 年于深交所上市。1) 公司以民爆业务起家，公司 03 年收购绵阳实业；05 年收购三台化工、旺苍化工；13 年收购新西兰红牛拓展海外市场；21 年收购吉阳工业扩大电子雷管产能，2023 年成立雅化民爆集团。2) 公司通过收并购进军锂行业，公司 14 年参股四川国理进入锂行业，同年收购兴晟锂业；17 年设立全资子公司雅安锂业，同年参股澳洲 Core 公司；18 年参股能投锂业 37.25% 股权；20 年与特斯拉签订氢氧化锂供销协议；21-22 年参股澳洲 EVR、ABY 公司等持续向上游资源布局，22 年控股津巴布韦马蒂维项目（23 年一期投产）、纳米比亚达马拉兰矿区。

图表 1：公司发展历程

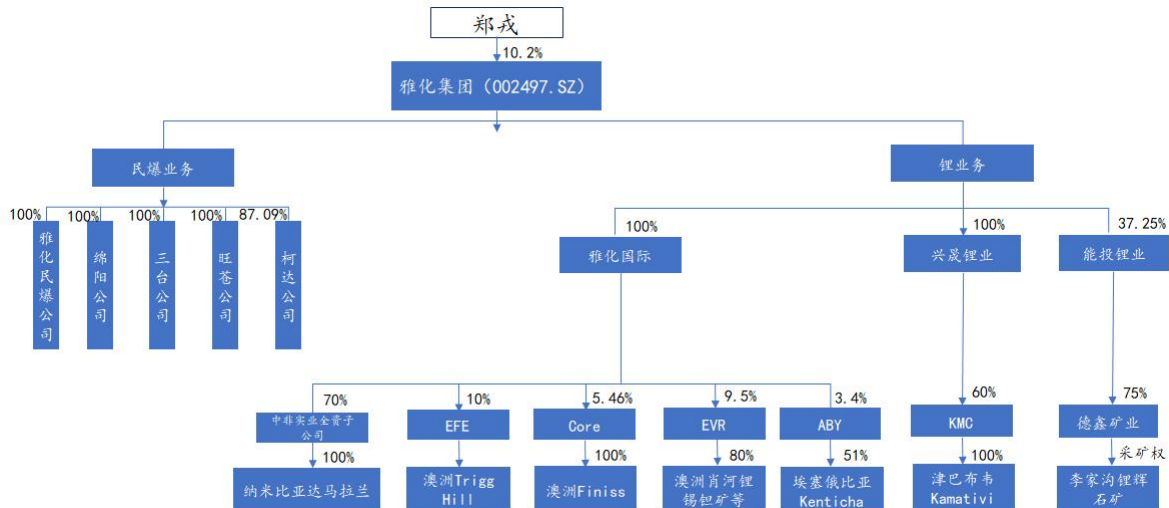


数据来源：公司官网，华福证券研究所

郑戎女士为公司实际控制人和第一大股东。公司实际控制人为郑戎，持股比例为 10.2%，为公司第一大股东。1971 年郑戎从雅安化工厂车间工人开始做起，此后历任厂长助理兼厂长办公室主任、副总会计师、副厂长、厂长兼党委副书记等职位。2009 年任雅化集团董事长兼总经理。2015 年 8 月至今，任雅化集团董事长。



图表 2: 公司股权结构

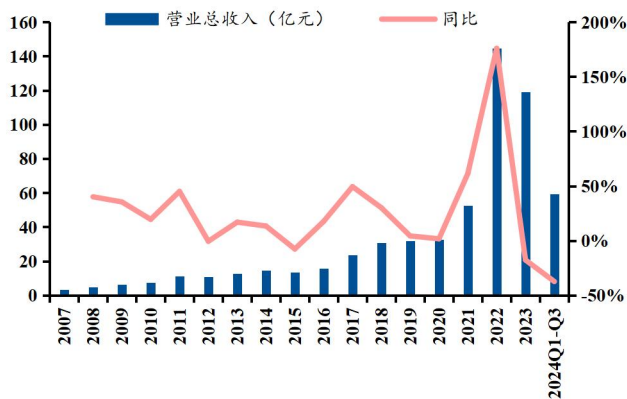


数据来源: 公司公告, 同花顺, 爱企查, 证券之星, 华福证券研究所, 截至 2024 中报

1.2 财务表现: 锂行业景气度下行, 公司业绩承压

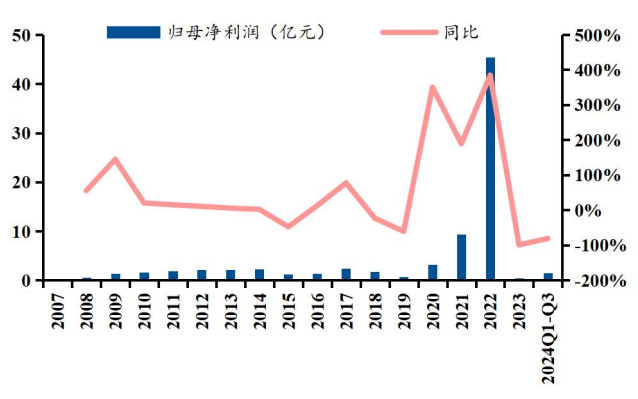
锂价格持续下降, 公司业绩承压。2022 年公司把握住了锂行业爆发期机会, 实现了收入和利润高速增长。公司营收从 2015 年的 13.4 亿元增长至 2022 年的 144.6 亿元, CAGR 达 40%。归母净利润从 2015 年的 1.2 亿元增长至 45.4 亿元, CAGR 达 68%。2023 年公司实现营收 119 亿, yoy-17.7%; 归母净利润 0.4 亿, yoy-99.1%, 主要系 2023 年全球锂资源供应相对过剩, 导致锂矿价格下跌, 进而影响公司收入与利润。2024Q1-Q3 公司实现营收 59.24 亿, yoy-37.5%; 归母净利润 1.55 亿, yoy-80.9%。

图表 3: 公司历年营收及同比



数据来源: 同花顺, 公司公告, 华福证券研究所

图表 4: 公司历年归母净利润及同比

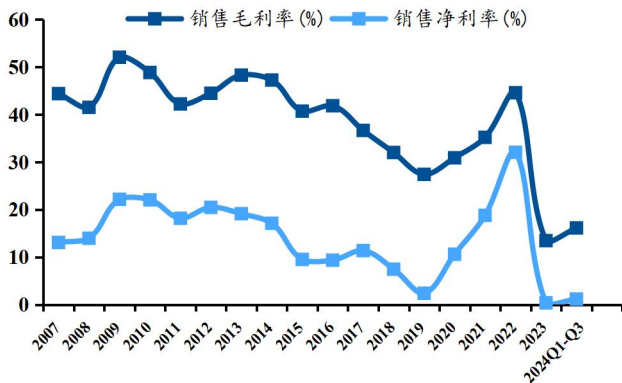


数据来源: 同花顺, 公司公告, 华福证券研究所

公司毛利率受锂行业影响波动较大, 2024 前三季度有所回升。2007 年-2014 年, 公司以爆破业务为主, 毛利率较为稳定, 保持在 40%以上; 2015 年后锂业务开始贡献收入, 公司毛利率开始波动, 2022 年销售毛利率再次达到高峰达到 44.6%, 销售净利率为 32.0%。2023 年锂行业周期下行, 销售毛利率落到低谷, 仅 13.5%, 销售净利率为 0.4%。2024Q1-Q3 有所回升, 公司销售毛利率 16.1%, 同比+0.1pct; 销售净利率 1.2%, 同比-8.0pct。

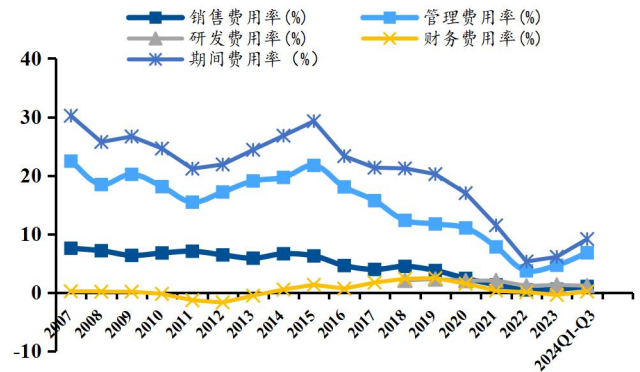
公司期间费用率呈现下降趋势，费用控制效果渐显。2015-2022 年，公司费用率呈现下降趋势，2022 年锂业务爆发费用率降至最低水平，此后由于锂业务收入下滑，费用率有所抬升，但仍保持较低水平。2024Q1-Q3 公司期间费用率 9.13%，同比 +4.27pct；销售费用率 1.03%，同比 +0.45pct；管理费用率 6.78%，同比 +2.47pct；研发费用率 1.16%，同比 -0.54pct；财务费用率 0.16%，同比 +0.81pct，主要因为汇兑损失较去年增加。

图表 5：公司销售毛利率与净利率



数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

图表 6：公司期间费用率

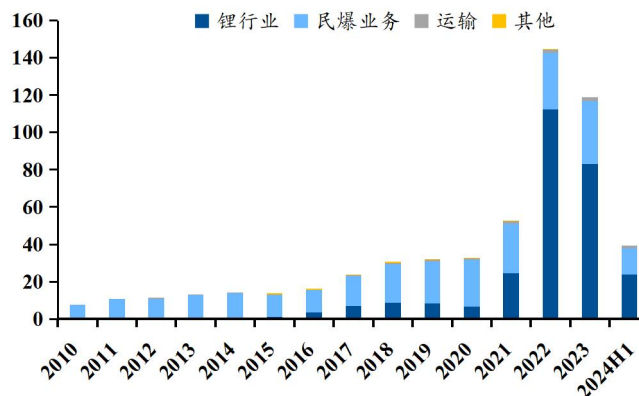


数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

1.3 业务结构：民爆业务稳定增长，锂业务提供弹性

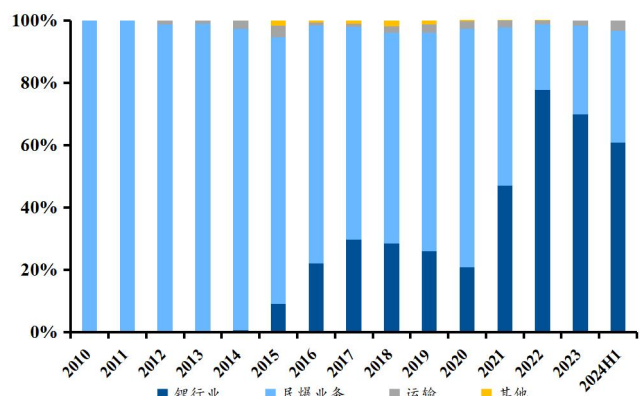
民爆业务稳定增长，锂业务提供弹性。1) **民爆业务**：公司早年以民爆业务起家，增长较为稳定，2010-2023 年民爆业务收入 CAGR=12.3%。2023 年民爆业务收入为 34 亿元，占比 29%，毛利为 10.8 亿元，占比 68%；2024H1 收入 14 亿元，占比 36%，毛利为 5.0 亿元，占比 89%。民爆业务稳定增长，为公司长期贡献稳定现金流。2) **锂业务**：2014 年锂业务开始贡献收入，2014-2023 年锂业务收入 CAGR=116%。2023 年锂业务收入为 83 亿元，占比 70%，毛利为 4.7 亿元，占比 29%；2024H1 收入 24 亿元，占比 61%，毛利为 0.3 亿元，占比 5.9%。

图表 7：主营业务收入结构（单位：亿元）



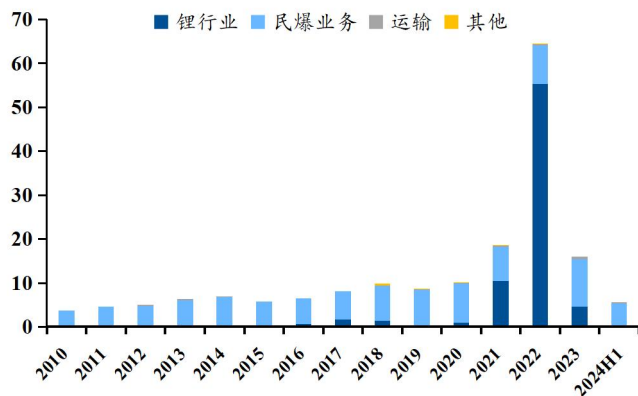
数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

图表 8：主营业务收入占比



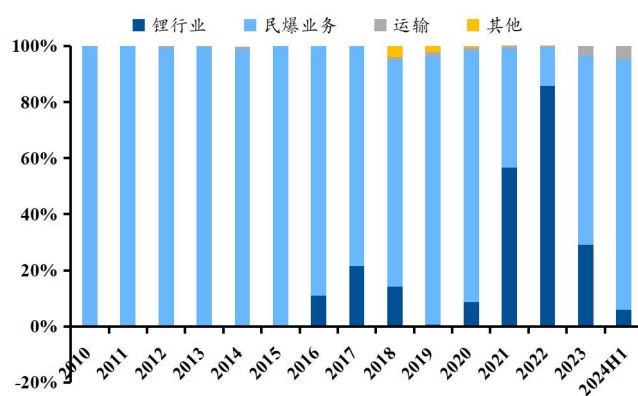
数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

图表 9: 主营业务毛利结构 (单位: 百万元)



数据来源: 同花顺, 公司公告, 华福证券研究所

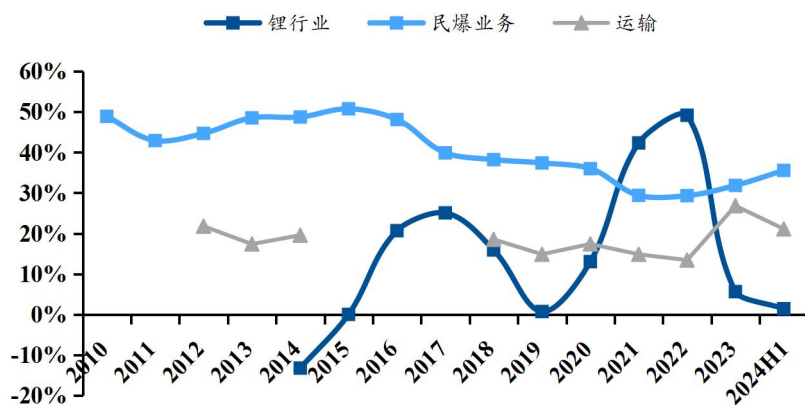
图表 10: 主营业务毛利占比



数据来源: 同花顺, 公司公告, 华福证券研究所

民爆业务毛利稳定, 锂业务毛利率随市场波动幅度较大。公司民爆业务毛利率比较稳定, 2010-2016 年都在 40%以上。2024 年燃料成本下降, 23-24 年毛利率有抬升趋势, 2024H1 达到 36%。锂业务毛利率波动幅度较大, 2022 年碳酸锂现货价格最高达 59 万元/吨, 公司 2022 年锂业务毛利率最高达到 49%, 2024 年下半年至今碳酸锂现货价格已经跌至 7.5-7.8 万元/吨, 公司锂行业毛利率大幅下降, 2024H1 为 1.4%, 同比-18.5pct。

图表 11: 分业务毛利率



数据来源: 同花顺, 公司公告, 华福证券研究所



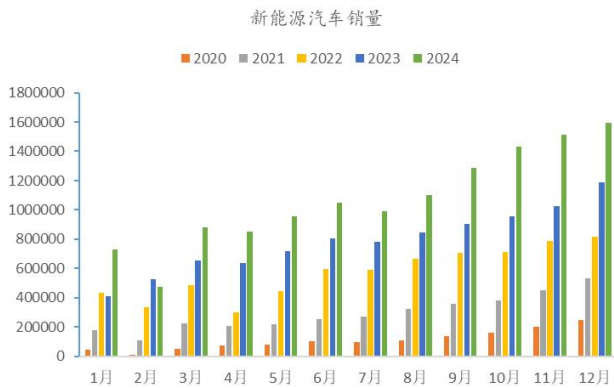
2 锂行业：动力电池与储能电池需求不减

2.1 动力电池及储能电池拉动锂需求高成长

锂的终端应用包括车用动力电池、消费电子、储能、小动力电池以及其他传统应用领域如玻璃、陶瓷、润滑脂和冶金行业等，其中新能源车和储能已经成为锂最重要的下游领域，也支撑着未来锂需求高速增长。

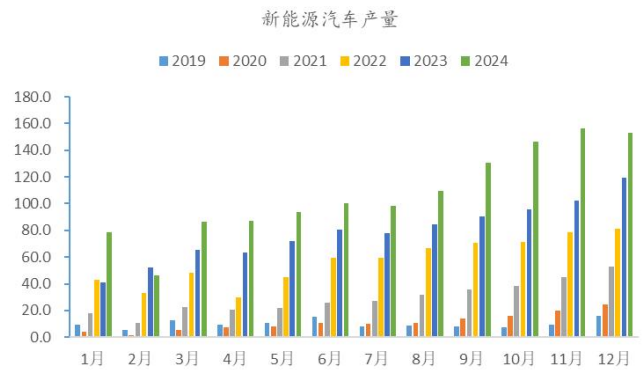
动力电池领域锂需求强劲。根据 iFinD 援引中国汽车工业协会，2023 全年中国新能源汽车销量 945 万辆，同比增长 37.5%。2024 全年中国新能源车产量合计 1286.9 万台，同比+34.8%/+331.9 万台；销量合计 1285.9 万台，同比+36.1%/+341.1 万台。新能源车替代燃油车趋势愈发明显，带动动力电池锂需求持续强劲。

图表 12：中国新能源汽车销量（辆）



数据来源：同花顺，中国汽车工业协会，华福证券研究所

图表 13：中国新能源汽车产量（辆）

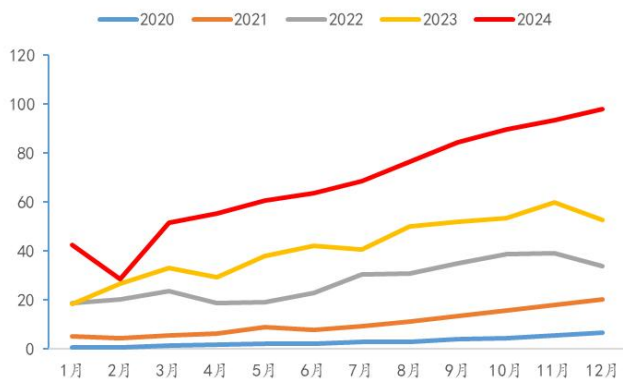


数据来源：同花顺，中国汽车工业协会，华福证券研究所

2024 全年中国动力电池产量合计同比+47.4%/+350.88GWh。中国 12 月动力电池产量 124.5GWh，同环比+60.2%/+5.7%；其中，三元电池产量 26GWh，同环比+4.0%/+7.4%，渗透率为 20.9%，环比+0.4pct；磷酸铁锂电池产量 98.1GWh，同环比+86.9%/+5.0%。2024 全年动力电池产量合计 1089.8GWh，同比+47.4%/+350.88GWh；其中，三元电池产量合计 275.4GWh，同比+13.9%/+33.69GWh；磷酸铁锂产量合计 812.1GWh，同比+63.8%/+316.38GWh。

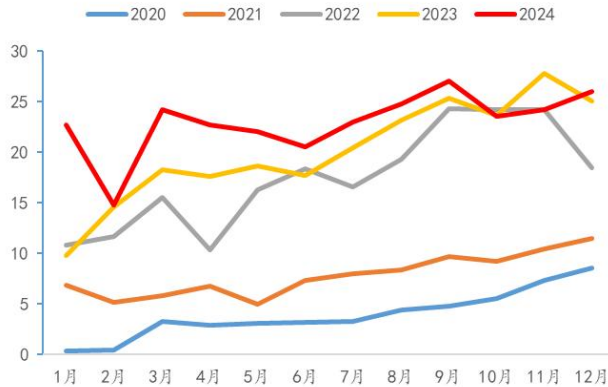
2024 年中国动力电池装车量同比+41.5%/+160.9GWh。中国 12 月动力电池装车量 75.4GWh，同环比+57.4%/+12.2%；其中，三元电池装车量 14.3GWh，同环比-13.9%/+5.1%，渗透率为 19%，环比-1.2pct；磷酸铁锂电池装车量 61GWh，同环比+94.9%/+13.8%。2024 全年动力电池装车量合计 548.5GWh，同比+41.5%/+160.9GWh；其中，三元电池装车量合计 138.9GWh，同比+10.1%/+12.77GWh；磷酸铁锂电池装车量合计 409GWh，同比+56.6%/+147.91GWh。

图表 14: 中国磷酸铁锂电池产量 (GWh)



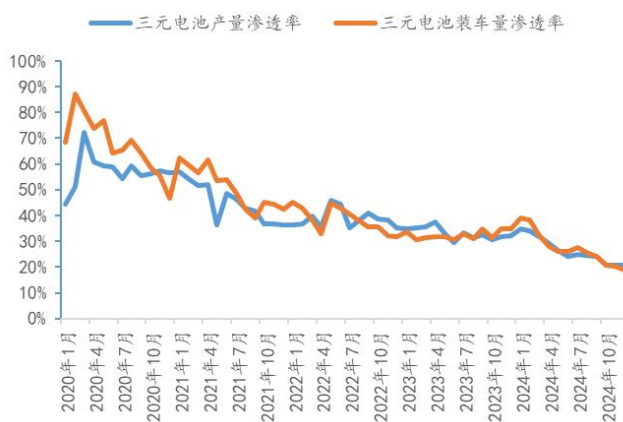
数据来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 华福证券研究所

图表 15: 中国三元电池产量 (GWh)



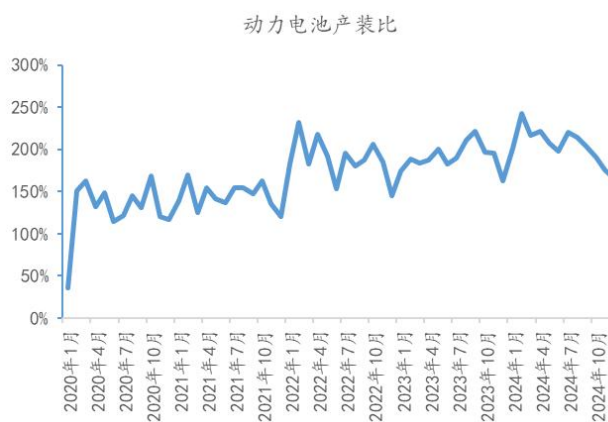
数据来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 华福证券研究所

图表 16: 三元电池渗透率



数据来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 华福证券研究所

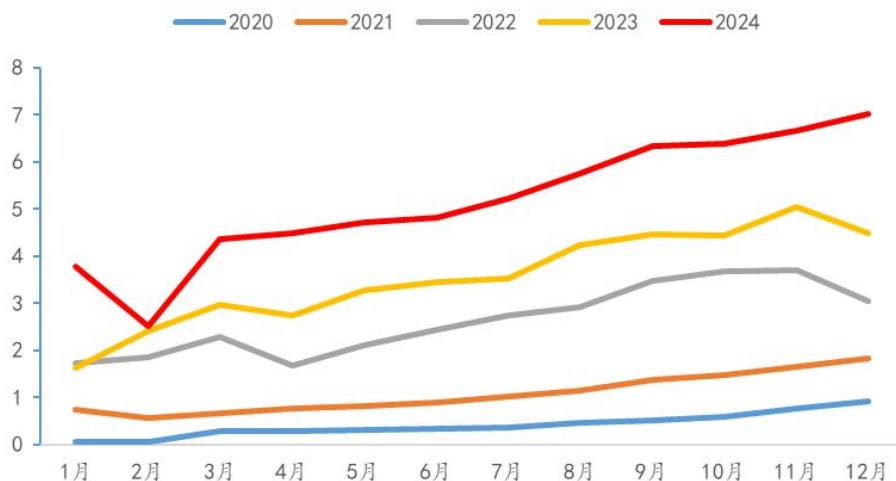
图表 17: 中国动力电池产装比



数据来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 华福证券研究所

2024 全年中国动力电池锂盐需求同比+45.6%/+19.42 万吨 LCE。从电池角度测算锂盐需求, 12 月中国电池锂盐需求 7.0 万吨 LCE, 同环比+57%/+5.6%; 2024 全年中国电池锂盐需求 62 万吨 LCE, 同比+45.6%/+19.42 万吨 LCE。

图表 18: 中国动力电池锂盐需求 (万吨 LCE)



数据来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 华福证券研究所



2.2 2024 中国锂供给大于需求，长期看预计锂供需增量基本平衡

2024 全年中国锂供给大于需求，逐月看供求趋于平衡。2024 年 1-12 月中国锂盐供给量折合碳酸锂分别为 6.2、5.2、7.0、8.5、9.7、9.5、10.2、9.0、8.7、9.4、10.0、11.2 万吨，正极需求量分别为 5.8、5.3、7.0、8.6、8.2、7.7、8.1、8.6、9.1、9.6、10.0、9.7 万吨碳酸锂，供需平衡折合碳酸锂为 +0.4、-0.1、0、+1.5、+1.8、+2.1、+0.4、-0.4、-0.2、+0.1、+1.5 万吨。2024 年累计过剩 7.1 万吨，主要因需求增速低于供给。其中，供给 105 万吨，同比+32.3 万吨/+44.4%；需求 97.4 万吨，同比+28.62 万吨/+41.6%。

图表 19：2024 年 1-12 月中国锂月度数据汇总以及供需平衡（万吨，万吨 LCE，GWh，亿台）

指标	单月数据														累计数据	
	2024/01	2024/02	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10	2024/11	2024/12	12月环比	12月同比	1~12	同比
锂供给																
锂矿进口	5.6	2.7	3.8	3.9	5.1	4.7	5.1	4.8	3.4	4.4	4.5	4.6	2.4%	7.1%	52.47	21.8%
澳大利亚（实物）	36.5	13.1	22.9	27.4	39.0	34.9	39.4	30.6	22.8	38.2	30.0	32.4	7.9%	3.2%	367.28	4.0%
巴西	4.8	2.0	4.7	2.0	1.5	2.3	1.6	3.1	3.1	0.9	2.7	3.8	40.4%	247.2%	32.34	-14.0%
津巴布韦	14.5	11.5	10.5	9.9	10.1	10.2	9.7	13.9	8.1	5.3	11.9	9.5	-20.3%	-6.6%	125.07	210.9%
碳酸锂	5.2	4.4	6.2	7.4	8.7	8.5	8.9	7.9	7.7	8.2	8.6	10.0	16.2%	62.1%	91.57	53.3%
产量	4.2	3.2	4.3	5.3	6.3	6.6	6.5	6.1	6.1	5.9	6.7	7.2	8.2%	74.2%	68.45	52.8%
进口	1.0	1.2	1.9	2.1	2.5	2.0	2.4	1.8	1.6	2.3	1.9	2.8	45.7%	37.9%	23.50	48.0%
出口	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	187.2%	103.3%	0.38	-60.1%
库存额外抛售	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
氢氧化锂	1.1	0.9	1.0	1.3	1.1	1.1	1.5	1.3	1.0	1.4	1.6	1.3	-18.0%	53.1%	14.71	2.5%
产量	1.9	1.8	2.2	2.3	2.3	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0	-3.9%	-2.0%	25.97	-3.7%
进口	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	-49.9%	-27.6%	0.82	114.7%
出口	0.9	0.9	1.3	1.1	1.2	1.4	0.9	1.0	1.27	0.78	0.55	0.70	28.1%	-43.0%	12.07	-7.1%
锂盐供给（LCE）	6.2	5.2	7.5	8.5	9.7	9.5	10.2	9.0	8.7	9.4	10.0	11.2	11.3%	61.1%	105.02	44.4%
锂资源自给率	95%	58%	66%	60%	67%	57%	66%	63%	47%	64%	60%	60%				
锂需求																
正极&六氟产量	19.4	17.5	23.9	30.1	29.2	27.1	28.3	30.5	32.3	35.0	36.6	35.7	-2.3%	93.6%	345.3	52.8%
NCM正极	4.4	4.5	5.2	6.2	5.1	4.8	5.3	5.6	5.8	5.2	5.2	4.7	-9.1%	16.0%	62.1	9.7%
产量	4.6	4.3	5.4	6.3	5.1	4.7	5.7	5.8	5.81	5.34	5.50	4.72	-14.2%	7.3%	63.2	11.1%
进口	0.3	0.6	0.5	0.6	0.7	0.6	0.4	0.5	0.35	0.41	0.27	0.59	114.2%	126.5%	5.9	-30.8%
出口	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.39	0.51	0.56	0.56	1.4%	-1.3%	7.0	-20.6%
NCA正极	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	40.8%	-18.0%	1.0	-7.1%
进口	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	76.5%	30.4%	1.3	-18.0%
出口	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	164.7%	480.5%	0.3	-42.5%
磷酸铁锂	12.6	11.3	16.0	21.0	21.3	19.6	19.8	21.5	23.3	26.3	27.6	27.4	-0.9%	137.0%	247.6	74.9%
产量	12.6	11.3	16.0	21.0	21.3	19.6	19.8	21.5	23.35	26.30	27.68	27.48	-0.7%	137.5%	247.9	75.0%
进口	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	-97.9%	-93.5%	0.0	123.3%
出口	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.05	0.03	0.03	0.09	172.4%	523.0%	0.3	182.1%
锰酸锂	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	6.7%	59.6%	8.6	13.9%
产量	0.6	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7	0.9	0.93	0.90	0.91	0.98	7.9%	66.3%	8.9	17.4%
进口	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	-100.0%	-100.0%	0.0	-94.2%
出口	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.01	0.01	0.02	0.03	60.0%	3829.1%	0.2	1595.3%
钴酸锂	0.5	0.3	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	21.2%	26.5%	7.5	32.9%
产量	0.7	0.5	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.97	0.97	0.94	1.03	9.6%	28.4%	10.3	27.8%
进口	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.08	0.06	0.08	0.13	55.8%	13.3%	1.2	16.5%
出口	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3	0.2	0.4	0.3	0.33	0.29	0.30	0.28	-5.6%	26.9%	4.0	16.4%
六氟磷酸锂	0.8	0.7	0.9	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4	1.3	-7.4%	37.6%	13.3	31.1%
产量	1.0	0.8	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3	1.23	1.45	1.56	1.53	-1.9%	39.6%	15.1	26.8%
进口	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	-100.0%	#DIV/0!	0.0	-78.6%
出口	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.09	0.12	0.14	0.21	53.4%	52.9%	1.8	-0.5%
电解液产量	6.3	5.4	8.1	9.5	10.2	9.8	9.8	10.0	10.7	11.3	11.6	11.4	-1.0%	46.8%	114.1	16.6%
锂盐需求（LCE）	5.8	5.3	7.0	8.6	8.2	7.7	8.1	8.6	9.1	9.6	10.0	9.7	-3.0%	73.4%	97.4	41.6%
锂盐供需差（LCE）	0.4	-0.1	0.0	0.0	1.5	1.8	2.1	0.4	-0.4	-0.2	0.1	1.5			7.1	
动力电池																
产量	65.2	43.6	75.8	78.2	82.7	84.5	91.8	101.3	111.3	113.1	117.8	124.5	5.7%	60.2%	1,089.8	47.5%
三元	22.7	14.8	24.2	22.7	22.0	20.5	23.0	24.8	27.0	23.5	24.2	26.0	7.4%	4.0%	275.4	13.9%
铁锂	42.4	28.6	51.4	55.4	60.5	63.8	68.5	76.3	84.2	89.5	93.4	98.1	5.0%	86.9%	812.1	63.8%
装车	32.3	18.0	35.0	35.4	39.9	42.8	41.6	47.2	54.5	59.2	67.2	75.4	12.2%	57.4%	548.5	41.5%
三元	12.6	6.9	11.3	9.9	10.4	11.1	11.4	12.1	13.1	12.2	13.6	14.3	5.1%	-13.9%	138.9	10.1%
铁锂	19.7	11.0	23.6	25.5	29.5	31.7	30.1	35.0	41.3	47.0	53.6	61.0	13.8%	94.9%	409.0	56.6%
进口	0.8	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	-20.2%	-34.8%	7.5	12.1%
出口	28.4	21.6	26.6	27.0	30.6	35.0	39.4	42.3	39.0	42.5	45.1	48.4	7.5%	59.9%	426.0	28.3%
三元正极需求	3.6	2.3	3.8	3.6	3.5	3.2	3.6	3.9	4.2	3.7	3.8	4.1	7.4%	4.0%	43.2	13.9%
三元正极供需差	0.9	2.2	1.4	2.6	1.7	1.5	1.7	1.7	1.5	1.5	1.4	0.7	-53.5%	304.7%	18.9	1.2%
铁锂正极需求	9.2	6.2	11.1	12.0	13.1	13.8	14.8	16.5	18.2	19.3	20.2	21.2	5.0%	86.9%	175.4	63.8%
铁锂正极供需差	3.4	5.1	4.9	9.1	8.2	5.8	5.0	5.0	5.1	6.9	7.5	6.2	-17.1%	2768.4%	72.1	109.3%
动力电池锂盐需求（LCE）	3.8	2.5	4.4	4.5	4.7	4.8	5.2	5.8	6.3	6.4	6.7	7.0	5.6%	57.0%	62.0	45.6%
终端																
国产新能源汽车产量	78.7	46.4	86.3	87.0	94.0	100.3	98.4	109.2	130.7	146.3	156.6	153.0	-2.3%	30.5%	1,286.9	34.8%
国产手机		2.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.7	1.5	1.7	1.7	0.7%	-1.9%	16.8	4.9%

数据来源：iFind，Mysteel，SMM，海关总署，中国汽车动力电池产业创新联盟，广州期货用心服务，华福证券研究所。注：电钴为吨；手机为亿部；车为万辆；锂矿进口量单位万吨，其余未注明的均为实物万吨。

12 月碳酸锂价格震荡下滑，市场供应增量较大，库存小幅累库，价格持续承压。

截止 2024 年 12 月 31 日，电池级碳酸锂价格为 7.505 万元/吨，较月初下跌 4.0%，较年初下跌 22.6%；电池级氢氧化锂价格为 7.508 万元/吨，较月初上涨 1.65%，较年初下跌 19.5%；锂辉石精矿价格 816 美元/吨，较月初上涨 0.12%，较年初下跌 37.23%。

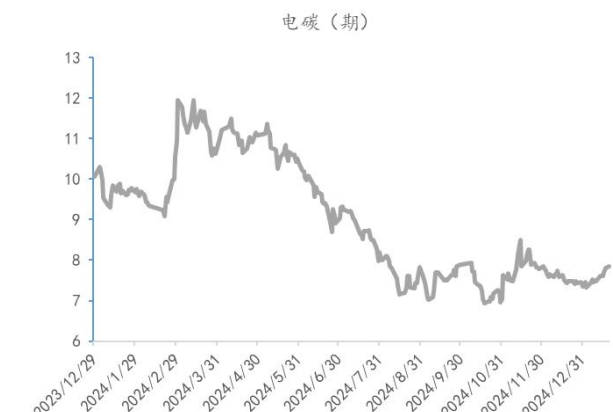


图表 20: 电池级氢氧化锂和碳酸锂价格 (元/吨)



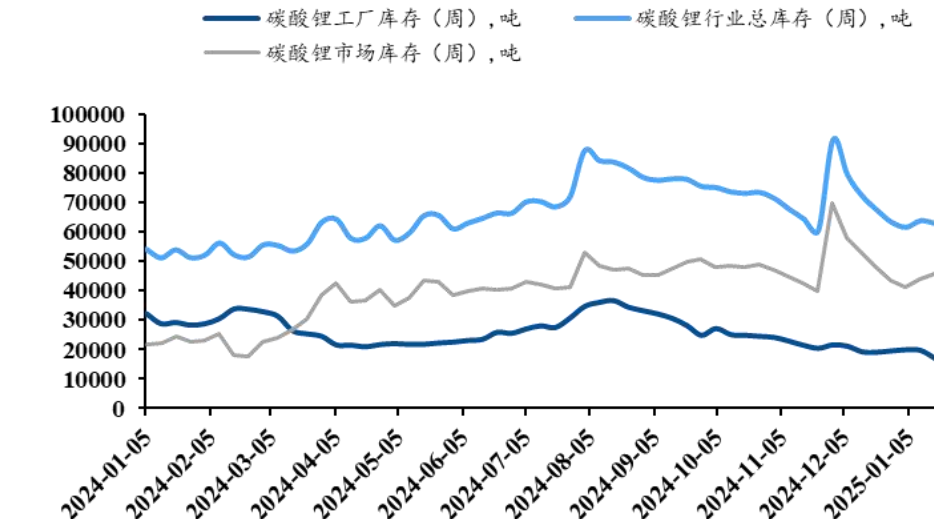
数据来源: SMM, 华福证券研究所

图表 21: 电池级碳酸锂期货价格 (元/吨)



数据来源: 广期所, 华福证券研究所

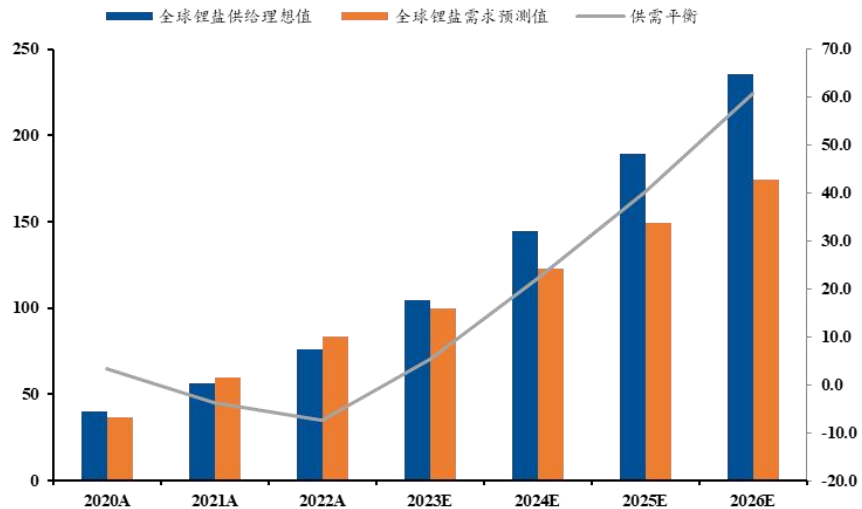
图表 22: 碳酸锂周度库存数据 (吨)



数据来源: 百川盈孚, 华福证券研究所

2024 年碳酸锂库存呈走高趋势, 预计 25-26 年将继续出清矿山产能和去锂盐库存。供给端: 外采锂矿成本价格跟随碳酸锂下跌, 当供需矛盾带动碳酸锂价格短期到达低位后或将出现大量矿端停产, 使供需小幅改善。但国内外低成本矿仍有投产及扩产计划。碳酸锂产能也有大量新增产能计划, 高成本产能或面临出清。需求面: 终端电池需求将保持稳定增速, 动力面增速预计放缓, 但储能需求仍有较大上涨空间。库存端: 2024 年碳酸锂库存呈走高趋势。目前锂价处于低位震荡, 我们预测, 由于价格较低, 2025-2026 年将继续出清矿山产能和去锂盐库存, 因此 25-26 年实际有效供给将低于理想预测值, 供需将再次回到平衡, 锂价有望回暖。

图表 23: 全球锂供需关系预测 (万吨)

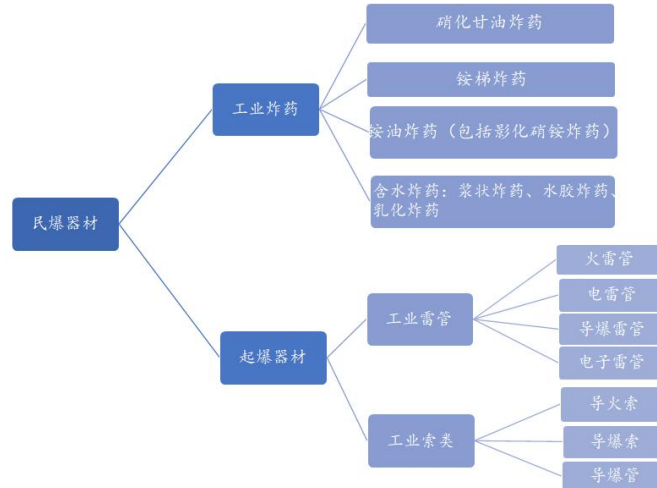


数据来源: GGII, 金融界、智通财经, 中商情报网, 智研瞻 VIP, 鑫锂锂电公众号, 中国证券网, 和讯网, 同花顺财经, 界面新闻, 同花顺, 思翰产业研究院, EVTank, 海融网, 柴达木循环经济试验区政府官网, 新华社客户端, 证券之星智库, 云财经, 投资者网, 海西财政, 青海省海西蒙古族藏族自治州人民政府官网, 氢能技术前沿公众号, 证券时报 e 公司, 柴达木日报, 西藏矿业公司公告, 西藏城投公司公告, 全景网, 科创板日报, 西部矿业公司公告, 亿纬锂能公司公告, 金圆股份公司公告, 美洲锂业公司公告, 新浪财经, 大中矿业公司公告, 上海证券报, 天齐锂业公告, IGO 公告, Livent 公告, ALB 公告, NS energy, Wesfarmers, Covalent Lithium, Cecorp, Comexqc, Jamesbay, Arcadium Lithium, Mining-Technology, Atlantic Lithium, Nemaska Lithium, Premier African Minerals, Keliber, MiningWeekly, Rhyolite-Ridge, Borates, Carolina Lithium, Liontown, Talison, SQM, PLS, Allkem, MRL 公告, European Metals, 中国新闻网, 华福证券研究所, 注: 全球锂盐供给理想值是指, 假设矿山都按照既定规划投产, 不考虑未来停产情况下的锂盐供给。

3 民爆行业：硝酸铵价格下降，民爆生产企业盈利能力提升

民爆行业主要包括民用爆破器材的生产、销售和爆破工程服务三大业务。其中民爆器材主要可分为工业炸药、工业雷管、工业索类等，其中工业炸药生产总值占民爆器材生产总值的六成以上。

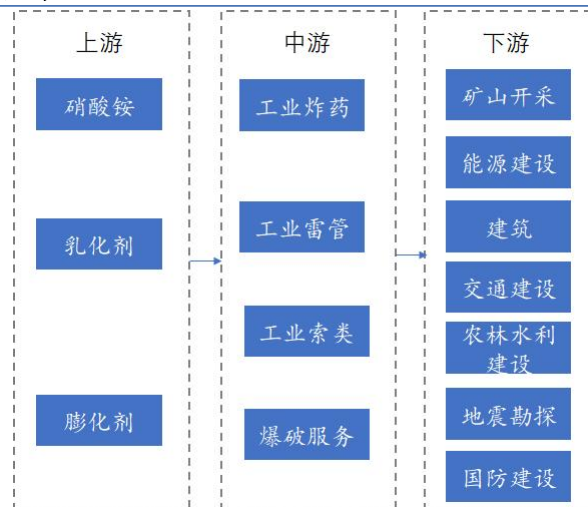
图表 24：民爆器材分类



数据来源：华经情报网，华福证券研究所

民爆行业产业链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，其中**硝酸铵是炸药成本的关键构成部分**，因此，硝酸铵价格的变化对炸药生产企业的利润具有较大影响；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等；下游体现为中游产品和服务在需求终端的应用，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 25：民爆行业产业链

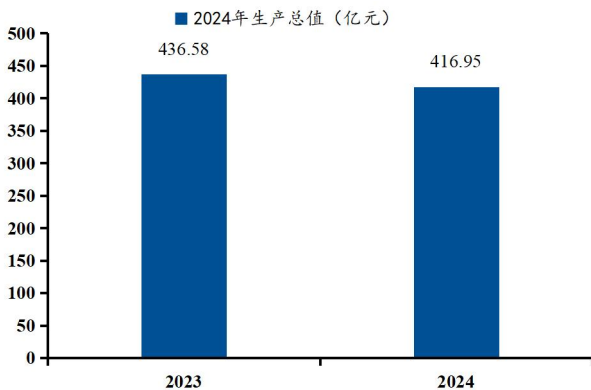


数据来源：华经情报网，华福证券研究所

2024 年，民爆行业总值总量呈现缩量下行态势，由于原材料价格下降，使民爆

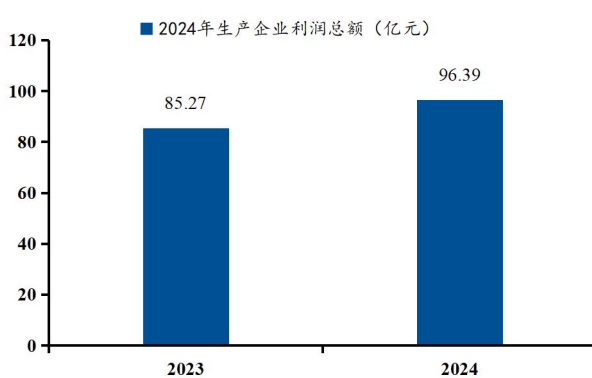
行业整体盈利能力继续保持稳定增长。根据中国爆破器材行业协会数据显示，2024 全年，民爆生产企业累计完成生产、销售总值分别为 416.95 亿元和 411.12 亿元，同比分别下降 4.50%和 5.26%。民爆生产企业累计实现主营业务收入 450.67 亿元，同比下降 9.33%；累计实现利税总额 122.99 亿元，同比增长 6.70%；累计实现利润总额 96.39 亿元，同比增长 13.04%；累计实现爆破服务收入 353.11 亿元，同比增长 4.26%。

图表 26: 2024 年民爆生产企业累计生产总值



数据来源: 中国民爆信息公众号, 华福证券研究所

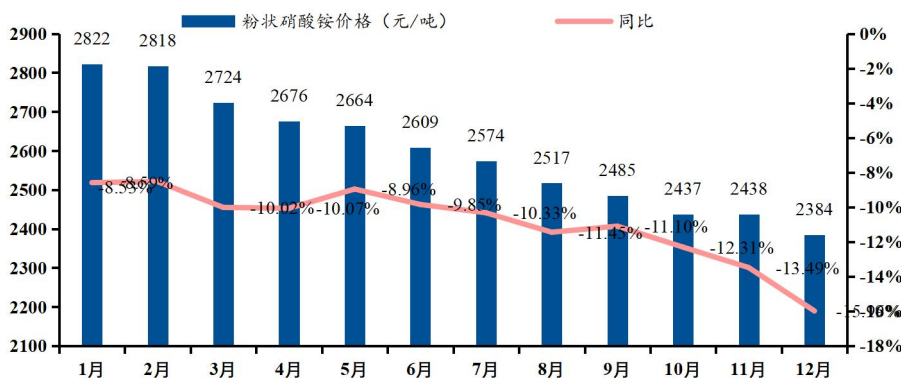
图表 27: 2024 年民爆生产企业累计利润总额



数据来源: 中国民爆信息公众号, 华福证券研究所

2024 年 1-12 月硝酸铵（粉状）价格持续下降，12 月已较年初-15.5%/-438 元/吨。12 月份，粉状硝酸铵价格为 2384 元/吨，同比下降 15.99%，环比下降 2.21%；多孔粒状硝酸铵价格为 2466 元/吨，同比下降 15.75%，环比上升 0.53%；液态硝酸铵价格为 2224 元/吨，同比下降 17.40%，环比下降 1.77%。

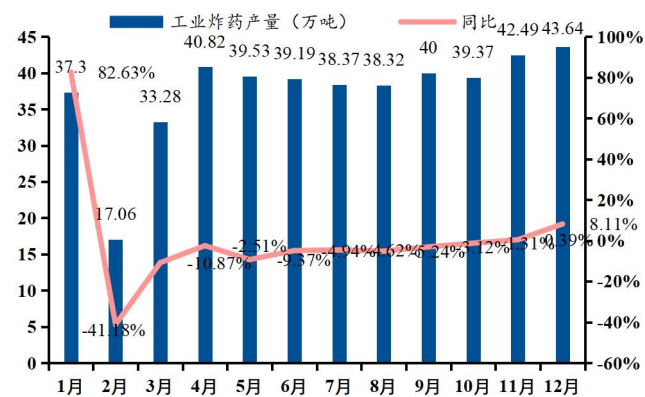
图表 28: 2024 年硝酸铵（粉状）价格



数据来源: 中国民爆信息公众号, 华福证券研究所

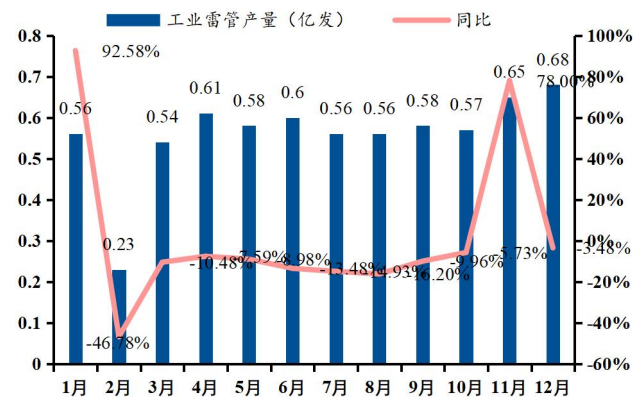
从产量看，2024 年全年，民爆生产企业工业炸药累计产、销量分别为 449.37 万吨和 448.50 万吨，同比分别减少 1.90%和 1.70%。工业雷管累计产、销量分别为 6.72 亿发和 6.58 亿发，同比分别减少 7.18%和 9.79%。

图表 29: 2024 年工业炸药产量



数据来源: 中国民爆信息公众号, 华福证券研究所

图表 30: 2024 年工业雷管产量

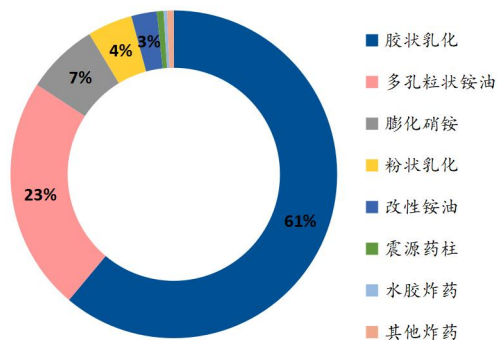


数据来源: 中国民爆信息公众号, 华福证券研究所

2024 全年, 工业炸药前三大品种产量分别是: 胶状乳化炸药累计产量为 274.21 万吨, 同比下降 0.99%, 占炸药总产量的 61.02%; 多孔粒状铵油炸药累计产量为 104.04 万吨, 同比增加 0.89%, 占炸药总产量的 23.15%; 2024 年粉状炸药总产量为 63.63 万吨, 同比减少 6.81%。

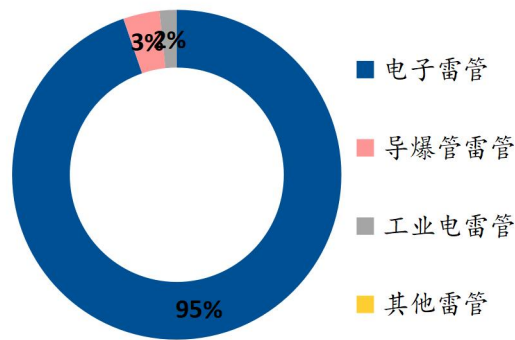
2024 年电子雷管产量为 6.37 亿发, 同比减少 5.02%, 占雷管总产量的 94.75%; 导爆管雷管产量为 0.24 亿发, 同比下降 26.46%, 占雷管总产量的 3.57%; 工业电雷管产量为 0.11 亿发, 同比下降 47.53%, 约占雷管总产量的 1.68%; 剩余为磁电雷管, 其产量有 1.3 万发, 占比不足 0.01%。

图表 31: 2024 年工业炸药产品品种构成



数据来源: 中国民爆信息公众号, 华福证券研究所

图表 32: 2024 年工业雷管产品品种构成



数据来源: 中国民爆信息公众号, 华福证券研究所

4 公司优势：上游多渠道拓展保障资源供应，下游签约长协绑定大客户

4.1 锂资源：自有矿产量爬坡，锂矿自给率有望超过 60%

公司锂精矿资源丰富，为锂盐生产提供坚实保障。目前雅化参股李家沟锂辉石矿（27.9%）、控股津巴布韦 kamativi 矿（60%）、控股的中非实业全资子公司有纳米比亚达马拉兰等 4 个矿权（70%）、参股的澳洲 Trigg Hill、澳洲肖河锂锡钽项目正在勘探阶段，有项目优先合作权，与 Core、DMCC、Arcadium、Pilgangoora 签订包销协议，与 ABY 签订承购协议。

李家沟锂辉石矿和津巴布韦 Kamativi 矿为当前在建/爬产重要资源项目。公司 2014 年通过国理公司进入锂行业并实质控制四川阿坝州金川县李家沟锂矿，为加快李家沟锂矿的开发，2017 年公司与四川国企能投集团合作，对股权进行重组，目前持有李家沟锂矿 27.9%股权，并享有优先供应权。公司于 2022 年并购整合了津巴布韦卡玛蒂维锂矿，2023 年进行锂矿的勘探、矿建及原矿精选等业务。矿山目前已完成一阶段建设，所产锂精矿已运回国内用于生产，2024 年已经完成二阶段建设。

图表 33：公司现有锂资源情况

锂矿资源	获取方式	权益比例	矿权	矿石储量(万吨)	折碳酸锂储量(万吨 LCE)	品位	包销/产量情况	投产时间
参股/控股								
李家沟锂辉石矿	参股能投锂业, 优先供应权	27.90%	优先供应权	3881.2	124	1.30%	年产 18 万吨锂精矿	24Q3 开始试车
津巴布韦 kamativi 矿	控股 KMC	60%	采矿权	2421.6	75.09	1.26%	一期+二期年产 35 万吨锂精矿, 预计 2025 年达产。远期扩产采选产能至 330 万吨, 对应 50 万吨锂精矿	2024 年 4 月一期投产, 2024 年 11 月二期投产
纳米比亚达马拉兰	控股中非实业全资子公司	70%	4 个矿权	初步勘探阶段				
澳洲 Finnis	参股 Core	5.46%	包销协议	4820	150	1.26%	包销 7.5 万吨锂精矿, 23 年 3 月额外+1.85 万吨 (2022-2026)	
埃塞俄比亚 Kenticha	参股澳洲 ABY	1.73%	承购协议	6740	172	1.03%	每年供应不低于 12 万吨锂精矿 (2022-2025)	
澳洲 Trigg Hill	参股澳洲 EFE		项目优先合作权	勘探阶段				

澳洲肖河锂 锡钽项目	参股 EVR	7.60%	项目优先合 作权	勘探阶段	
资源	权益			主要内容	
仅包销权					
DMCC	包销协议			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。	
Arcadium 公 司	包销协议			每年提供不低于 12 万吨锂精矿（2018-2025）	
Pilgangoora 公司	包销协议			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。	
		2024E		2025E	2026E
合计锂精矿供给（万吨）		54		106	91

数据来源：雅化集团公司公告，金融界，盛新锂能公司公告，川能动力公司公告，Core 公司公告，每日经济新闻，华福证券研究所，注：Pilgangoora 按照上限计算，kamativi 远期采选规模扩张至 330 万吨（+100 万吨）未算入 2026 年的锂精矿供给。

1）李家沟锂辉石矿

资源禀赋：李家沟锂辉石矿属于可尔因矿田，已探明矿石资源储量 3881.2 万吨，平均品位 1.3%，氧化锂资源储量 50.22 万吨，折合 124 万吨 LCE，并伴生钽、铌、铍、锡矿等稀有金属。

产能产量：李家沟锂矿按年产 105 万吨采选规模进行建设，项目建成后将年产锂精矿约 18 万吨，未来有望在该矿区进行增储或扩勘。李家沟锂矿已于 2023 年开始试生产，并形成原矿开采和锂产品销售收入。目前公司持有能投锂业 37.25%的股权，能投锂业持有德鑫矿业 75%股权，德鑫矿业拥有李家沟锂矿的采矿权，公司间接持有李家沟锂矿 27.9%权益。根据协议约定，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。

碳酸锂产量：李家沟锂矿原矿产量 105 万吨，精矿产量 18 万吨，平均品位为 1.3%，生产 1 吨氢氧化锂需要消耗品位为 6.0%的锂精矿 7 吨，因此，李家沟的 18 万吨锂精矿大概可以生成氢氧化锂 2.6 万吨。根据雅化集团在李家沟的权益比例 27.9%，雅化集团氢氧化锂权益量 0.7 万吨。

图表 34：李家沟锂辉石矿碳酸锂产量测算

李家沟锂辉石碳酸锂产量测算	
原矿产量(万吨/年)	105
精矿产量（万吨/年）	18
原矿平均品位	1.30%
折合氢氧化锂产量（万吨/年）	2.6
雅化集团氢氧化锂权益产量（万吨/年）	0.7

数据来源：公司公告，川能动力公司公告，华福证券研究所，注：假设锂精矿品位 6%。

2) 津巴布韦 Kamativi 锂矿

资源禀赋：卡玛蒂维多金属矿已勘探区内探获探明+控制+推断矿石量 2, 421.5853 万吨，锂矿物（Li₂O）资源量 30.4026 万吨，折合碳酸锂当量为 75.0944 万吨，此次勘探结果相比 2022 年公告时的历史勘探矿石资源量增加 599.5853 万吨。

产能产量：2024 年 11 月 Kamativi 锂矿项目二期全线投产。Kamativi 项目一二期将实现年处理锂矿石 230 万吨，年产出锂精矿 35 万吨，届时雅化集团锂精矿自给率将达到 60%。同时雅化集团还将继续扩展锂精矿采选规模，未来将达到年处理锂矿石 330 万吨，经测算年产出锂精矿近 50 万吨。2022 年雅化集团全资子公司兴晟锂业收购普得科技 70.59%股权，并间接持有普得科技控股子公司 KMC 公司 60%的股权。KMC 公司拥有位于津巴布韦 Kamativi 矿区锂锡钽铌铍等伟晶岩多金属矿的 100%矿权。

图表 35: Kamativi 多金属矿资源量

资源量类别	矿石量 (万吨)	氧化锂含量 (Li ₂ O) (万吨)	氧化锂平均品位 (%)	折合碳酸锂当量 (万吨)
探明资源量	270.2374	3.4861	1.26%	8.6107
控制资源量	1, 562.85	19.3477		47.7888
推断资源量	588.4971	7.5688		18.6949
合计	2, 421.59	30.4026		75.0944

数据来源：公司公告，华福证券研究所

碳酸锂产量：Kamativi 一期+二期原矿产量 230 万吨，精矿产量 35 万吨，平均品位为 1.26%，生产 1 吨氢氧化锂需要消耗品位为 6.0%的锂精矿 7 吨，因此，Kamativi 一期+二期 35 万吨锂精矿大约可以生成氢氧化锂 5 万吨 LCE。根据雅化集团在 kamativi 的权益比例 60%，雅化集团在 Kamativi 一期+二期的氢氧化锂权益量在 3 万吨。假设远期采选规模扩大到 330 万吨，雅化集团氢氧化锂权益量约为 4.3 万吨。

图表 36: Kamativi 矿碳酸锂产量测算

Kamativi 矿碳酸锂产量测算		
	2025E	远期
原矿产量(万吨/年)	230	330
精矿产量 (万吨/年)	35	50
原矿平均品位	1.26%	1.26%
折合氢氧化锂产量 (万吨/年)	5.0	7.2
雅化集团氢氧化锂权益产量 (万吨/年)	3.0	4.3

数据来源：公司公告，金融界，华福证券研究所，注：假设锂精矿品位 6%

4.2 锂盐客户：锂盐产品长协绑定下游大客户

公司是 TESLA、SK ON、LGES、LGC、松下、宁德时代等国内外头部企业的重要长单供应商，高品质锂盐产品在锂行业具有国际影响力和市场地位。

LGC: 2023 年 2 月，公司与 LGC 签订电池级单水氢氧化锂采购协议，2023-2026 年协议数量总计约 30,000 吨

特斯拉: 1) 2023 年 8 月公司与特斯拉修订并延长之前签署的供货协议，约定 2023 年至 2030 年交易数量合计约在 20.7 万吨~30.1 万吨。2) 2024 年 6 月，公司与特斯拉签订碳酸锂购销协议，协议有效期为 2025-2027 年，如协商一致可延长至 2028 年。

宁德时代: 1) 2023 年 8 月公司与宁德时代签订采购协议，约定从 2023 年 8 月 1 日起至 2025 年 12 月 31 日，宁德时代向雅安锂业总计采购 41,000 吨电池级氢氧化锂产品。2) 2024 年 9 月公司与宁德时代签订电池级氢氧化锂和碳酸锂采购协议，协议有效期为 2026 年 1 月至 2028 年 12 月。

爱思开: 2022 年 11 月公司与爱思开签订电池级氢氧化锂供货合同，有效期 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，逐年递增提供产品，总供应量不少于 2 万吨，不高于 3 万吨。

图表 37: 公司签订的长协梳理

采购方	产品	协议有效期	采购数量合计 (万吨)	年均供给 (万吨)	预测值		
					2024E	2025E	2026E
LGC	电池级单水氢氧化锂	2023-2026	3	0.75	0.75	0.75	0.75
特斯拉	电池级氢氧化锂	2023-2030	20.7-30.1	2.59-3.76	2.6	3	3.7
	碳酸锂	2025-2027 (2028)	-	-	0.1	0.2	0.3
宁德时代	电池级氢氧化锂	2023-2025	4.1	1.37	1.37	1.37	-
	电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂	2026-2028	-	-	-	-	1.5
爱思开	电池级氢氧化锂	2023-2025	2 到 3	0.67-1	0.7	0.8	-
总计					5.52	6.12	6.25

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4.3 民爆业务: 横向并购整合, 纵向开拓矿业服务打造新增长点

公司的民爆业务贯穿产业链过程, 区域性市占率较高。公司为川藏铁路四川段提供约 70% 的产品服务, 2024 上半年, 公司工业炸药市占率超过 5%、电子雷管市占

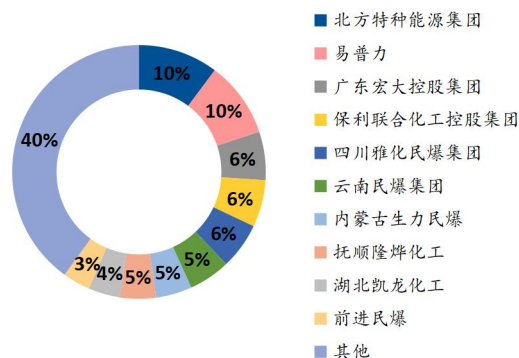
率超过 10%。在区域市场方面，公司工业炸药在四川占比超过 54%，西藏、云南、山西、内蒙市场占比较大；公司工业雷管在四川占比超过 72%，云南、吉林、山西市场占比较大。

图表 38：2023 年民爆生产集团生产总值



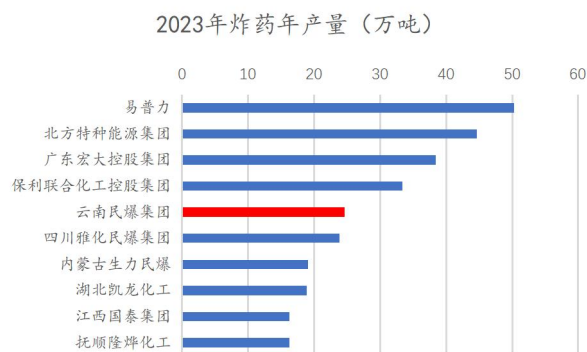
数据来源：中国民爆信息公众号，华福证券研究所

图表 39：2023 年民爆生产集团生产总值占比



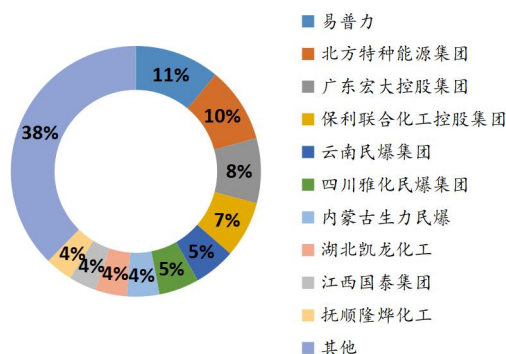
数据来源：中国民爆信息公众号，华福证券研究所

图表 40：2023 年民爆生产集团炸药年产量



数据来源：中国民爆信息公众号，华福证券研究所

图表 41：2023 年民爆生产集团炸药年产量占比



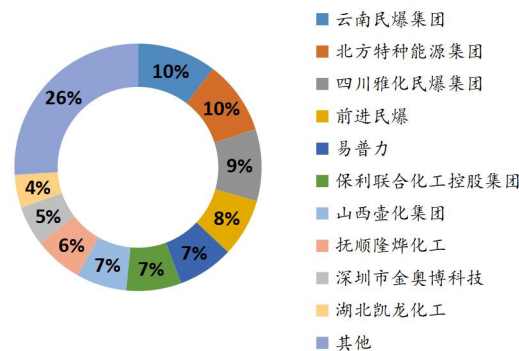
数据来源：中国民爆信息公众号，华福证券研究所

图表 42：2023 年民爆生产集团雷管产量



数据来源：中国民爆信息公众号，华福证券研究所

图表 43：2023 年民爆生产集团雷管产量占比



数据来源：中国民爆信息公众号，华福证券研究所

持续开展行业并购整合。公司积极参与行业并购整合、不断扩大产能规模及业务辐射区域。雅化民爆在中国境内现有 20 个民爆生产点，大多布局于中国四川、山西、内蒙、云南、吉林，该区域拥有丰富的水利交通和矿产资源，同时在新西兰、澳洲有 2 个生产点，民爆产品市场需求潜力巨大，为公司业绩持续增长提供区位上的天然优势。公司通过并购整合，已拥有新西兰红牛公司、雅化澳洲公司、澳洲北方星辰公司、澳洲卡鲁阿那公司、澳洲西科公司、雅化香港公司等 6 家海外公司，为雅化海外业务发展、投资并购等奠定基础。

图表 44: 雅化集团收购的民爆公司

子公司	经营地	主营业务	持股比例	取得方式
绵阳公司	四川绵阳	民爆生产	100.00%	收购
旺苍公司	四川旺苍	民爆生产	100.00%	收购
三台公司	四川三台	民爆生产	100.00%	收购
柯达公司	内蒙古包头	民爆生产	87.09%	收购
凯达公司	四川泸州	民爆生产	94.38%	收购
金恒公司	山西晋中	民爆生产	76.10%	收购
吉阳公司	吉林长春	民爆生产	75.00%	收购
通达公司	四川达州	民爆生产	51%	收购
资达爆破	内蒙古包头	工程爆破	87.09%	收购
兴远爆破	四川广元	工程爆破	70%	收购
大同云威	山西大同	民爆生产	76.10%	收购
金恒民爆	山西晋中	商贸企业	76.10%	收购
金恒爆破	山西晋中	工程爆破	50.99%	收购
恒昇爆破	山西晋中	工程爆破	76.1%	收购
红牛公司	新西兰	工程爆破	100.00%	收购
西科公司	澳大利亚	工程爆破	89.00%	收购

数据来源：公司公告，华福证券研究所

产能规模处于行业前列，品种、规格齐全，产能优势突出。公司拥有炸药生产许可产能 26 万余吨、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。2023 年，公司将旗下所有民爆业务公司全部整合为雅化民爆集团，有利于民爆业务独立发展、更专业地实现民爆产业并购整合和扩张。

图表 45: 各类民用爆炸产品的许可产能情况

产品类别	许可产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
工业炸药	26.05 万吨	44.26%	无	无
工业雷管	8777 万发	34.59%	无	无
工业导爆索	2300 万米	27.56%	无	无
塑料导爆管	10000 万米	0.00%	无	无

数据来源：公司公告，华福证券研究所，截至公司 24 半年报

延伸民爆产业链，开拓矿服业务，打造新增长点。在国内，公司已具备矿山服务资质和能力，公司积极拓展四川、新疆、西藏、内蒙、云南、贵州等重点工程和

矿山业务，加大民爆一体化服务项目开拓力度，为大型矿山提供有效增值服务；在海外，公司依托扎根于津巴和澳洲的区位优势，加大非洲和澳洲区域海外民爆业务拓展力度，为公司民爆业务贡献新增长点。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

销量假设：假设李家沟锂辉石矿 18 万吨锂精矿 2025 年开始正式生产并爬坡，津巴布韦 kamativi 锂矿一期和二期分别在 2024 年 4 月和 11 月投产，2025 年一期+二期满产，锂精矿产量 35 万吨，远期预计增产到 50 万吨。结合公司长协，我们预测 2024-2026 年公司锂盐销量为 5.6/8.4/11.2 万吨。民爆业务受益于国内矿山"增储上产"及基础设施建设,我们预测 2024-2026 年公司工业炸药销量为 18/19.7/21 万吨，雷管+起爆器材销量为 0.90/0.94/0.97 亿米（亿发）。

价格预测：2024 全年中国锂供给大于需求，逐月看供求趋于平衡，我们预测，24 下半年锂价已经触底，行业供求关系逐步改善，25 年锂价格有望较 24 下半年修复，因此我们预测公司 2024-2026 年氢氧化锂产品含税价格为 8.76/8.06/8.83 万元/吨。公司现有主要民爆产品为工业炸药、雷管、起爆器材，近三年产品价格都稳步提升，因此我们预测公司 2024-2026 年工业炸药销售均价为 0.54/0.56/0.58 万元/吨，雷管+起爆器材均价为 9.2/9.9/10.4 万元/万发（万米）。

毛利率预测：随着公司锂矿自给率提升，公司盈利能力提高，我们预计公司 2024-2026 年锂业务毛利率为 1.4%/5.1%/9.6%。随着公司民爆并购扩张，规模效应提升，以及开拓矿业服务，公司民爆业务毛利率稳步提升，我们预计公司 2024-2026 年锂民爆业务毛利率为 35%/35.5%/36%。

图表 46：公司业绩拆分预测表

业务	指标	单位	2023A	2024E	2025E	2026E
锂业务	营业收入	百万元	8, 298	4, 340	5, 988	8, 751
	营业成本	百万元	7, 832	4, 278	5, 684	7, 910
	毛利	百万元	466	62	304	842
	毛利率	%	5. 6%	1. 4%	5. 1%	9. 6%
民爆业务	营业收入	百万元	3, 397	3, 096	3, 508	3, 946
	营业成本	百万元	2, 315	2, 012	2, 263	2, 526
	毛利	百万元	1, 082	1, 083	1, 245	1, 421
	毛利率	%	31. 9%	35. 0%	35. 5%	36. 0%
运输	营业收入	百万元	200	361	433	476
	营业成本	百万元	147	285	342	376
	毛利	百万元	54	76	91	100
	毛利率	%	26. 8%	21. 0%	21. 0%	21. 0%
合计	营业收入	百万元	11, 895	7, 797	9, 930	13, 174
	营业成本	百万元	10, 294	6, 575	8, 289	10, 812
	毛利	百万元	1, 602	1, 222	1, 641	2, 362
	毛利率	%	13. 5%	15. 7%	16. 5%	17. 9%

数据来源：同花顺，公司公告，华福证券研究所

5.2 投资建议

我们选取国内锂行业中资源自给率较高的藏格矿业、融捷股份、中矿资源、盐湖股份作为锂板块可比公司，选取市场份额较高的易普力、广东宏大作为民爆板块可比公司。截至2025年2月21日，可比公司2024-2026年预测PE均值分别为22/19/15倍，公司24-26年预测PE为45/15/11倍，具备估值性价比，同时考虑到公司锂矿自给率提升空间较大，给予锂业务利润弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 47：可比公司估值表

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)			PE (倍)			
		2025/2/21	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000408.SZ	藏格矿业	522.33	34.20	24.74	28.05	41.10	15	21	19	13
002192.SZ	融捷股份	83.22	3.80	3.48	3.64	4.37	22	24	23	19
002738.SZ	中矿资源	249.06	22.08	8.37	10.86	16.96	11	30	23	15
000792.SZ	盐湖股份	874.17	79.14	46.81	54.18	63.64	11	19	16	14
002096.SZ	易普力	138.93	6.34	7.49	8.92	10.30	22	19	16	13
002683.SZ	广东宏大	188.40	7.16	8.60	10.10	11.75	26	22	19	16
	平均 PE						18	22	19	15
002497.SZ	雅化集团	145.57	0.40	3.22	9.93	13.68	362	45	15	11

数据来源：同花顺，华福证券研究所，注：除雅化集团，其他为同花顺一致预测

6 风险提示

锂价波动风险：公司锂产品主要为氢氧化锂和碳酸锂，且营收占比较大，锂价的波动直接影响着公司锂业务的盈利水平。

全球新能源汽车销量不及预期：如果新能源下游市场对电池的需求持续疲软或增速不达预期，导致锂盐销量下跌，影响公司收入与利润。

在建项目不及预期：锂盐产能：公司雅安锂业三期 10 万吨仍在建设中，若产能投产或爬坡较慢，影响公司锂业务规模扩张；锂矿项目：李家沟锂辉石矿与津巴布韦 kamativi 矿都在爬产中，若开发不及预期，公司锂矿自给率仍然较低，锂盐制造成本高，压缩公司利润。

原材料价格波动风险：公司民爆产品主要原材料为硝酸铵，其价格变动对公司经营业绩影响较大，如果未来硝酸铵的价格出现较大增长，将对公司民爆产业经营业绩造成不利影响。

宏观经济及产业政策变化风险：民爆行业对矿山开采、基础设施建设等行业的依赖性较强，与基础设施相关行业投资水平关联度较高，而这些行业的景气程度与宏观经济状况紧密相关，因此国家对相关行业的投资强度大小和周期波动对公司民爆产业盈利能力的稳定性有一定影响。

图表 48：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,385	3,169	2,353	2,635
应收票据及账款	1,350	1,019	1,161	1,577
预付账款	242	305	405	468
存货	2,231	1,922	2,590	3,260
合同资产	106	85	97	115
其他流动资产	1,626	1,709	2,091	2,099
流动资产合计	8,834	8,123	8,599	10,038
长期股权投资	994	834	871	914
固定资产	1,989	2,433	2,829	3,023
在建工程	357	757	1,157	1,307
无形资产	982	1,370	1,738	2,088
商誉	476	401	406	427
其他非流动资产	977	679	781	845
非流动资产合计	5,775	6,474	7,783	8,605
资产合计	14,609	14,597	16,382	18,644
短期借款	1,183	501	660	1,330
应付票据及账款	888	1,368	1,719	1,740
预收款项	0	0	0	0
合同负债	12	82	93	71
其他应付款	217	166	187	209
其他流动负债	728	564	663	838
流动负债合计	3,027	2,682	3,322	4,189
长期借款	477	609	770	929
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	308	298	316	313
非流动负债合计	785	907	1,086	1,242
负债合计	3,812	3,589	4,408	5,432
归属母公司所有者权益	10,339	10,540	11,475	12,671
少数股东权益	458	468	499	541
所有者权益合计	10,797	11,008	11,974	13,212
负债和股东权益	14,609	14,597	16,382	18,644

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	831	1,676	611	560
现金收益	238	601	1,318	1,776
存货影响	922	310	-668	-670
经营性应收影响	1,715	668	-232	-489
经营性应付影响	-302	430	372	44
其他影响	-1,742	-332	-178	-101
投资活动现金流	-815	-1,268	-1,716	-936
资本支出	-1,152	-1,491	-1,474	-1,049
股权投资	-36	160	-37	-43
其他长期资产变化	373	63	-205	156
融资活动现金流	584	-624	289	658
借款增加	1,034	-564	322	844
股利及利息支付	-573	-106	-220	-325
股东融资	0	0	0	0
其他影响	123	46	187	139

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,895	7,797	9,929	13,174
营业成本	10,294	6,575	8,289	10,811
税金及附加	58	39	58	73
销售费用	67	81	74	111
管理费用	553	529	546	711
研发费用	154	94	94	184
财务费用	-49	10	-15	9
信用减值损失	-10	28	-15	1
资产减值损失	-1,167	-400	-10	10
公允价值变动收益	0	2	0	1
投资收益	86	57	65	69
其他收益	295	200	200	200
营业利润	22	366	1,134	1,564
营业外收入	6	8	8	8
营业外支出	6	5	5	5
利润总额	22	369	1,137	1,567
所得税	-23	37	114	156
净利润	45	332	1,023	1,411
少数股东损益	5	10	31	42
归属母公司净利润	40	322	992	1,369
EPS（按最新股本摊薄）	0.03	0.28	0.86	1.19

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-17.7%	-34.5%	27.4%	32.7%
EBIT 增长率	-100.5%	-1,511.3%	196.0%	40.6%
归母公司净利润增长率	-99.1%	700.6%	208.3%	37.9%
获利能力				
毛利率	13.5%	15.7%	16.5%	17.9%
净利率	0.4%	4.3%	10.3%	10.7%
ROE	0.4%	2.9%	8.3%	10.4%
ROIC	-0.3%	3.8%	10.4%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	26.1%	24.6%	26.9%	29.1%
流动比率	2.9	3.0	2.6	2.4
速动比率	2.2	2.3	1.8	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	29	42	31	28
存货周转天数	94	114	98	97
每股指标（元）				
每股收益	0.03	0.28	0.86	1.19
每股经营现金流	0.72	1.45	0.53	0.49
每股净资产	8.97	9.15	9.96	10.99
估值比率				
P/E	362	45	15	11
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	802	271	121	89

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn