

雅化集团（002497.SZ） 锂业+民爆“双主业”并行，未来业绩增长可期

2025 年 02 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

金益腾（分析师）

蒋跨越（分析师）

李思佳（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

lisijia@kysec.cn

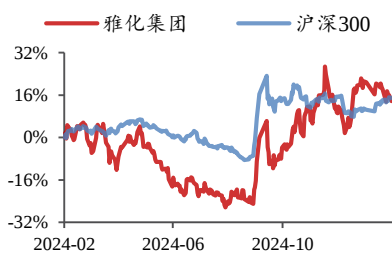
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790523120001

证书编号：S0790123070026

日期	2025/2/24
当前股价(元)	12.38
一年最高最低(元)	13.93/7.98
总市值(亿元)	142.69
流通市值(亿元)	130.43
总股本(亿股)	11.53
流通股本(亿股)	10.54
近 3 个月换手率(%)	156.76

股价走势图



数据来源：聚源

● 锂产业+民爆产业“双主业”并行，看好公司利润向上弹性

公司作为国内民爆行业和锂产业领军企业之一，未来伴随锂盐产能逐步落地以及锂精矿自给率提升带来的盈利中枢抬升，公司锂盐板块业绩存在较大向上弹性。同时，公司或将充分受益于民爆行业供给格局优化趋势，西部大开发与民爆出海布局有望持续贡献需求增量，公司业绩有望实现高速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.04、9.27、15.61 亿元，EPS 为 0.26、0.80、1.35 元，当前股价对应 PE 分别为 46.9、15.4、9.1 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 公司为国内民爆行业领军企业之一，海外市场开拓有望贡献长期增量

截至 2024H1，公司拥有炸药生产许可产能 26.05 万吨、工业雷管许可产能近 8777 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。民爆行业供给端产能受工信部严格监管，而需求端在采矿业投资的发力下持续回升，同时，由于区域壁垒的存在，西部高景气区域的民爆企业或将持续享受超额收益。公司民爆产业于 2013 年率先出海，持续布局澳大利亚、津巴布韦等海外民爆大市场，我们看好公司在新一轮洗牌中实现规模的快速扩张，并受益于海外市场开拓带来的长期业绩增量。

● 锂价或将逐步筑底，减值损失拖累因素消退+锂矿自给率提升助力业绩释放

截至 2024 年底，公司拥有锂盐综合产能 10.3 万吨/年，其中氢氧化锂 6.3 万吨/年、碳酸锂 3.6 万吨/年、锂盐副产品 0.4 万吨/年，另外有在建+规划锂盐产能合计 7 万吨/年（在建 3 万吨、规划 4 万吨）。展望未来，伴随锂盐下游需求端的稳定增长以及供给端的陆续出清，锂价或将逐步筑底，锂盐跌价拖累公司业绩的消极因素也有望随之消退。同时，随着公司下属的津巴布韦卡玛蒂维锂矿与李家沟锂辉石矿等自有矿山扩产计划稳步推进，公司原料端锂矿自给率有望持续提升，届时锂盐产品成本有望进一步降低、盈利中枢也有望随之站上新的台阶。

● **风险提示：**宏观经济波动风险、原材料或产品价格波动风险、安全和环保风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,457	11,895	7,288	9,737	13,418
YOY(%)	175.8	-17.7	-38.7	33.6	37.8
归母净利润(百万元)	4,538	40	304	927	1,561
YOY(%)	384.5	-99.1	656.7	204.7	68.4
毛利率(%)	44.5	13.5	20.9	21.9	23.5
净利率(%)	31.4	0.3	4.2	9.5	11.6
ROE(%)	40.9	0.4	2.9	8.3	12.4
EPS(摊薄/元)	3.94	0.03	0.26	0.80	1.35
P/E(倍)	3.1	354.8	46.9	15.4	9.1
P/B(倍)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 锂产业+民爆产业“双主业”并行，看好公司利润向上弹性.....	4
1.1、 公司已形成锂产业和民爆产业“双主业”联动发展模式.....	4
1.2、 民爆业务贡献稳定业绩，锂板块弹性可期.....	5
1.3、 公司发布员工持股计划，彰显业绩增长信心.....	7
2、 民爆： 公司为国内民爆行业领军企业之一，海外市场开拓有望贡献长期增量.....	9
2.1、 供给端：行业总产能受政策严格约束，市场集中度提升空间较大.....	10
2.2、 需求端：下游采矿业投资持续增长，出海战略有望带来需求增量.....	12
2.2.1、 民爆市场区域性强，西部省份市场潜力较大.....	13
2.2.2、 “一带一路”政策带动矿企、基建企业出海，有望打开海外民爆市场需求.....	14
2.3、 公司国内重点布局西部地区，海外市场拓展稳步推进.....	15
3、 锂盐： 锂价或将逐步筑底，减值损失拖累因素消退+锂矿自给率提升助力公司锂板块业绩释放.....	17
3.1、 冶炼加工端：碳酸锂与氢氧化锂兼具，绑定优质客户，产能快速扩张.....	17
3.2、 资源开采端：自有矿山扩产计划稳步推进，锂矿自给率有望持续提升.....	19
3.3、 锂价或将见底，减值损失继续拖累公司业绩的消极因素逐步消退.....	23
4、 盈利预测与投资建议.....	23
5、 风险提示.....	25
附： 财务预测摘要.....	26

图表目录

图 1： 公司现有锂产业和民爆行业两大主业.....	4
图 2： 2024Q1-Q3，公司实现营业收入 59 亿元.....	5
图 3： 2023 年，公司锂行业营收占比约 70%.....	5
图 4： 1 月 15 日，电池级碳酸锂价格为 7.7 万元/吨.....	5
图 5： 2022 年氢氧化锂价格处于高位.....	5
图 6： 2024Q1-Q3，公司实现归母净利润 1.55 亿元.....	6
图 7： 2023 年，公司锂行业毛利率明显下降.....	6
图 8： 2024Q1-Q3，公司净利率处于较低水平.....	6
图 9： 2024Q1-Q3，公司 ROE 为 1.48%.....	6
图 10： 2020 年以来，公司资产负债率基本稳定.....	7
图 11： 2024Q1-Q3，公司管理费用率有所提升.....	7
图 12： 郑戎女士为公司实际控制人.....	8
图 13： 民爆行业下游以采矿业为主.....	9
图 14： 工业炸药以胶状乳化炸药为主（2024H1）.....	10
图 15： 电子雷管占工业雷管比例超 90%（2024H1）.....	10
图 16： 2023 年，我国工业炸药年产量为 458 万吨.....	10
图 17： 我国民爆生产企业生产总值增速回升明显.....	10
图 18： 我国前十家民爆企业生产总值占比近 60%（2023）.....	11
图 19： 我国前十家民爆企业产量占比超 60%（2023）.....	11
图 20： 工业炸药产量总体平稳，工业雷管产量快速下滑.....	12
图 21： 工业炸药下游应用集中在采矿业（2020 年）.....	13
图 22： 采矿业固定资产投资与民爆需求高度相关.....	13
图 23： 西部省份民爆生产企业生产总值及增速均较高.....	14

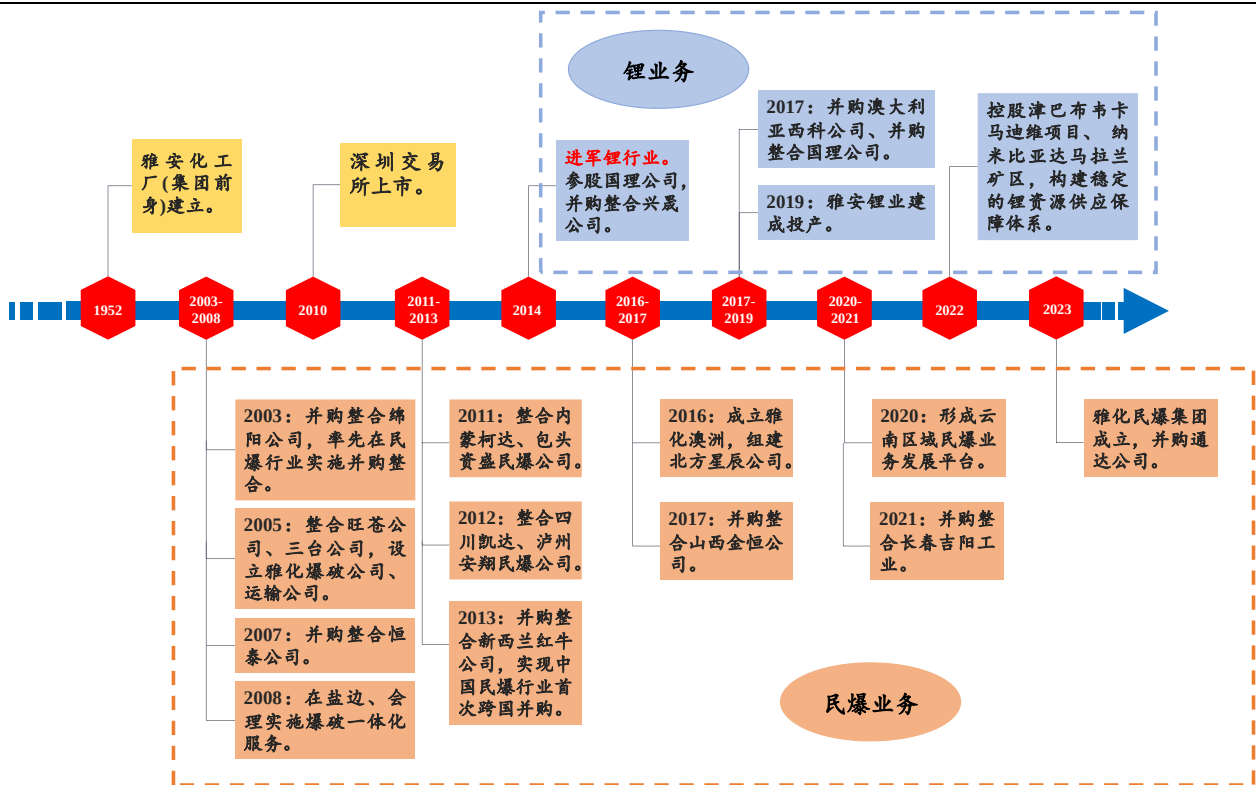
图 24: 能源矿产安全战略下, 西部地区矿产开发力度有望逐渐加大	14
图 25: 我国矿产对外依存度较高	15
图 26: 采矿业对外直接投资存量呈增长趋势	15
图 27: 公司为川藏铁路四川段提供约 70% 的产品服务	16
图 28: 2015-2023 年公司锂盐产品产销量快速提升	18
图 29: 公司间接持有李家沟锂辉石矿约 27.94% 的权益比例	20
图 30: 公司间接持有津巴布韦卡玛蒂维锂矿 68% 的权益比例	20
图 31: 公司间接拥有纳米比亚达马拉兰地区四个锂矿矿权 70% 的权益比例	21
图 32: 我们预计 2025 年起, 公司锂精矿自给率有望逐步提升	22
图 33: 2023-2024 年锂价整体快速下跌	23
图 34: 2023 年公司资产减值损失达到 11.67 亿元	23
表 1: 公司发布 2025 年员工持股计划草案	8
表 2: 《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》对行业发展提出明确指引	11
表 3: 普通雷管置换政策使雷管供给量快速下滑	12
表 4: 公司民爆产品产能位于行业前列	16
表 5: 电子雷管在安全性、可靠性上优势明显	17
表 6: 公司现有锂盐产能 10.3 万吨/年, 另有在建+规划产能 7 万吨/年	18
表 7: 公司是 TESLA、SK ON、LGES、LGC、宁德时代等国内外头部企业的重要长单供应商	18
表 8: 公司当前拥有的矿山主要包括李家沟锂辉石矿、津巴布韦卡玛蒂维锂矿与纳米比亚达马拉兰矿区	19
表 9: 公司下属津巴布韦卡玛蒂维锂矿资源量合计 75.09 万吨 LCE	21
表 10: 公司此前锂矿多来源于长单包销外购的模式	22
表 11: 公司业绩拆分与盈利预测	24
表 12: 预计 2025 年公司 PE 低于可比公司平均 PE	25

1、锂产业+民爆产业“双主业”并行，看好公司利润向上弹性

1.1、公司已形成锂产业和民爆产业“双主业”联动发展模式

雅化集团以民爆业务起家，构建锂产业和民爆产业“双主业”模式。公司前身四川省雅安化工厂成立于1952年，是国家定点生产民用爆破器材的中型一类国有企业。从民爆板块来看，2003-2012年间，公司陆续并购整合绵阳实业、旺苍化工、三台化工、恒泰化工、内蒙柯达、包头资盛、四川凯达、泸州安翔等民爆企业，在夯实四川地区优势的基础上逐步布局其他省份，有效提升市场占有率。2013年，公司并购整合新西兰红牛公司，实现中国民爆行业首次跨国并购，并于2016年进入澳洲市场。2021年，公司并购整合长春吉阳工业，扩大公司雷管产能。2023年，公司整合旗下所有民爆业务企业，组建雅化民爆集团，使集团的民爆业务管理更加专业化。从锂板块来看，2014年，公司参股国理公司，并购整合兴晟公司，正式进军锂行业。2017年，公司并购澳大利亚西科公司，形成民爆行业和锂产业“双主业”运行模式。2022年，公司控股津巴布韦卡马迪维项目、纳米比亚达马拉兰矿区，与国内间接持股的四川李家沟项目等共同构建稳定的锂资源供应保障体系。

图1：公司现有锂产业和民爆行业两大主业



资料来源：公司官网、开源证券研究所

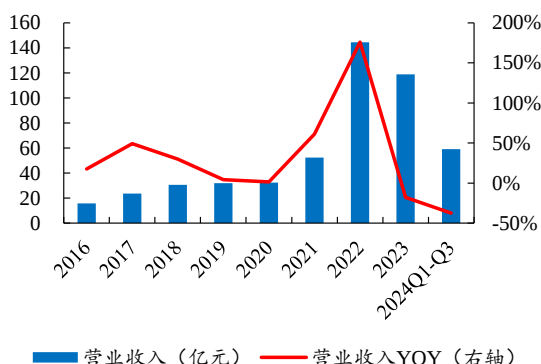
公司主营业务主要包括锂业务和民爆业务两大板块。截至2024年底，公司拥有锂盐综合产能10.3万吨/年，其中氢氧化锂6.3万吨/年、碳酸锂3.6万吨/年、锂盐副产品0.4万吨/年，另外有在建+规划锂盐产能合计7万吨/年（在建3万吨、规划4万吨）。待上述项目全部落地，预计公司锂盐产能合计达到17.3万吨/年。公司民爆板块主要分为民爆生产经营、爆破两大业务。截至2024H1，公司拥有炸药生产许可

产能 26.05 万吨、工业雷管许可产能近 8777 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。此外，公司同时涉足**危化运输业务**，拥有危化品专业运输车辆 500 余辆，业务范围覆盖全国，是国内运输行业资质最齐全的企业之一。

1.2、民爆业务贡献稳定业绩，锂板块弹性可期

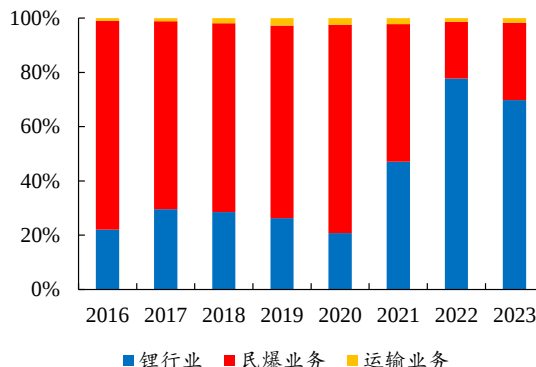
目前锂板块成为公司主要收入来源，民爆业务增长稳定。2016-2021 年间，伴随公司产能逐步提升，公司民爆业务与锂板块业务均实现平稳增长，公司营业收入由 2016 年的 15.79 亿元连续上涨至 2021 年的 52.41 亿元。2021 年中起，锂盐价格大幅拉涨，电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂价格分别由 2021 年 7 月 1 日的 8.75 万元/吨、9.58 万元/吨，上涨至 2022 年 11 月 30 日的 59.21 万元/吨、57.59 万元/吨，带动公司锂板块营收大幅增长。2022 年，公司锂板块实现营业收入 112.36 亿元，同比增长 356%，占总营业收入的 77.72%，成为公司主要收入来源。2023 年，由于锂盐价格回落，公司锂板块营业收入下降至 82.98 亿元，占总营业收入的 69.76%，民爆业务营业收入由 2022 年的 30.27 亿元增长至 33.97 亿元。2024Q1-Q3，锂盐价格仍处低位，公司实现营业收入 59.21 亿元，同比下降 37.45%。

图2：2024Q1-Q3，公司实现营业收入 59 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年，公司锂行业营收占比约 70%



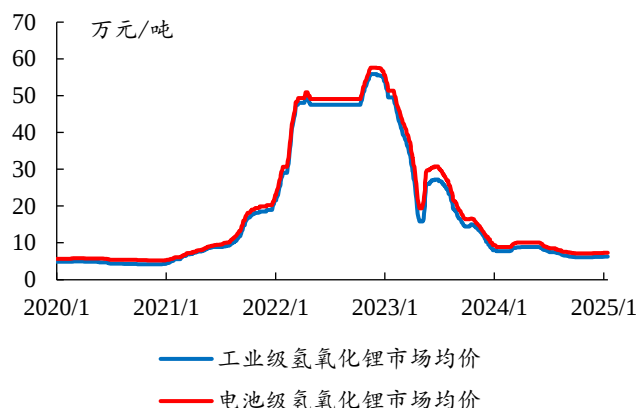
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：1 月 15 日，电池级碳酸锂价格为 7.7 万元/吨



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

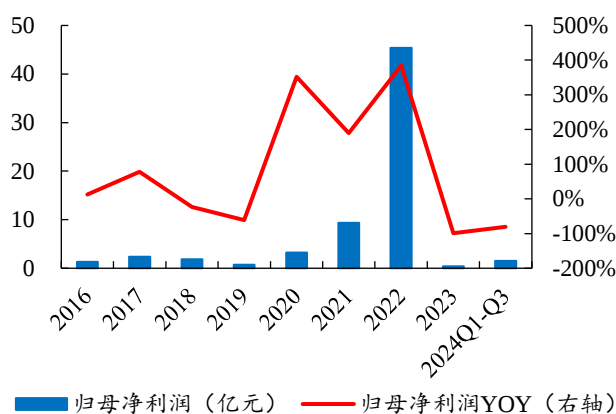
图5：2022 年氢氧化锂价格处于高位



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

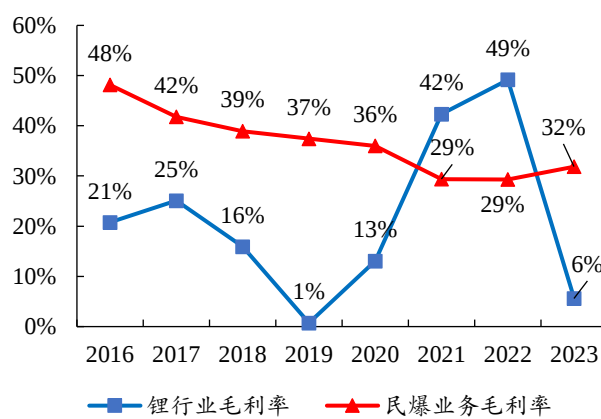
高成本原料库存完成资产减值计提，看好公司利润未来向上弹性。近年来，公司民爆板块毛利稳定增长，2023 年，公司民爆板块实现毛利 10.82 亿元，毛利率为 31.85%，同比提升 2.52pcts。受益于 2021-2022 年锂盐价格增长，公司 2021 年锂板块实现毛利 10.44 亿元，毛利率为 42.35%；2022 年实现毛利 55.26 亿元，毛利率为 49.18%。2023 年至今，锂盐价格回落至低位，拖累公司利润。此外，公司分别于 2023 年、2024Q1-Q3 计提资产减值 11.67、2.72 亿元，消化前期高成本原料库存。2024Q1-Q3，公司合计实现归母净利润 1.55 亿元，综合毛利率、净利率、ROE 均处于历史较低水平。未来伴随公司自有矿山采选规模逐步扩大以及锂盐产能释放，看好公司利润向上弹性。

图6：2024Q1-Q3，公司实现归母净利润 1.55 亿元



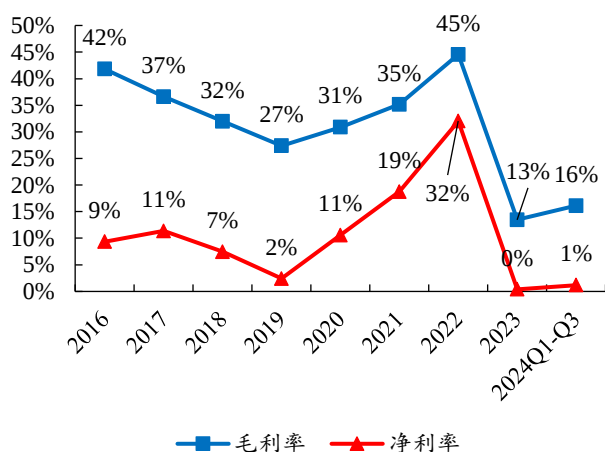
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 年，公司锂行业毛利率明显下降



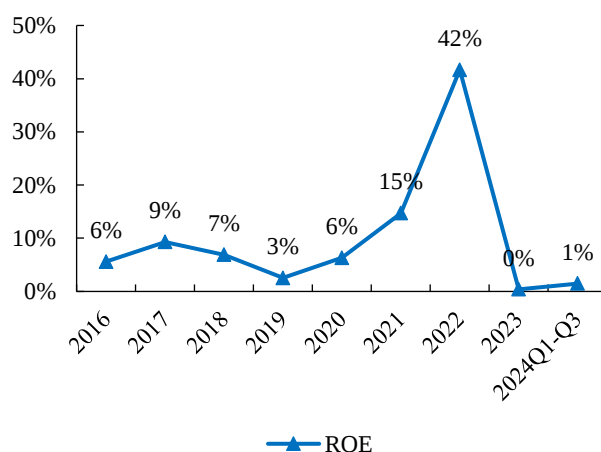
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q1-Q3，公司净利率处于较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024Q1-Q3，公司 ROE 为 1.48%

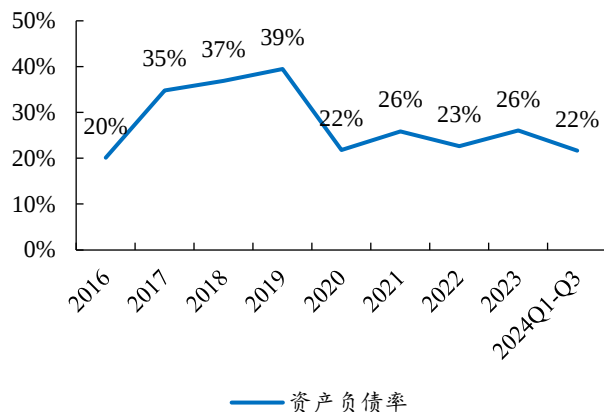


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024Q1-Q3，公司资产负债率基本稳定，期间费用率有所上行。2020 年，由于公司完成非公开发行股票，公司资产负债率由 2019 年的 39%下降至 22%，之后基本保持稳定。费用端来看，近年来伴随公司规模提升，管理费用略有上行。2024Q1-Q3，

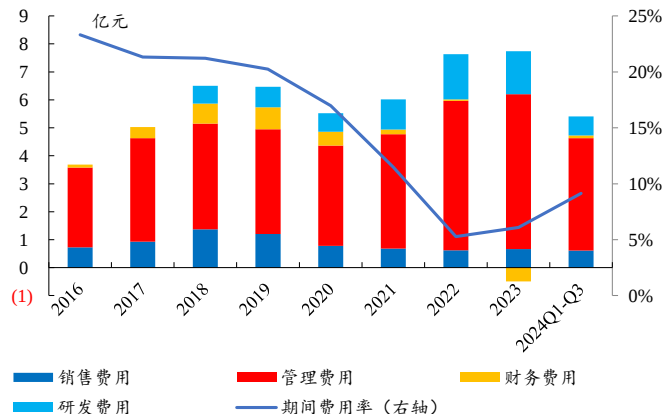
公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 1.03%、6.78%、1.16%、0.16%，合计期间费用率为 9.13%，同比上行 3.64pcts。

图10：2020 年以来，公司资产负债率基本稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024Q1-Q3，公司管理费用率有所提升

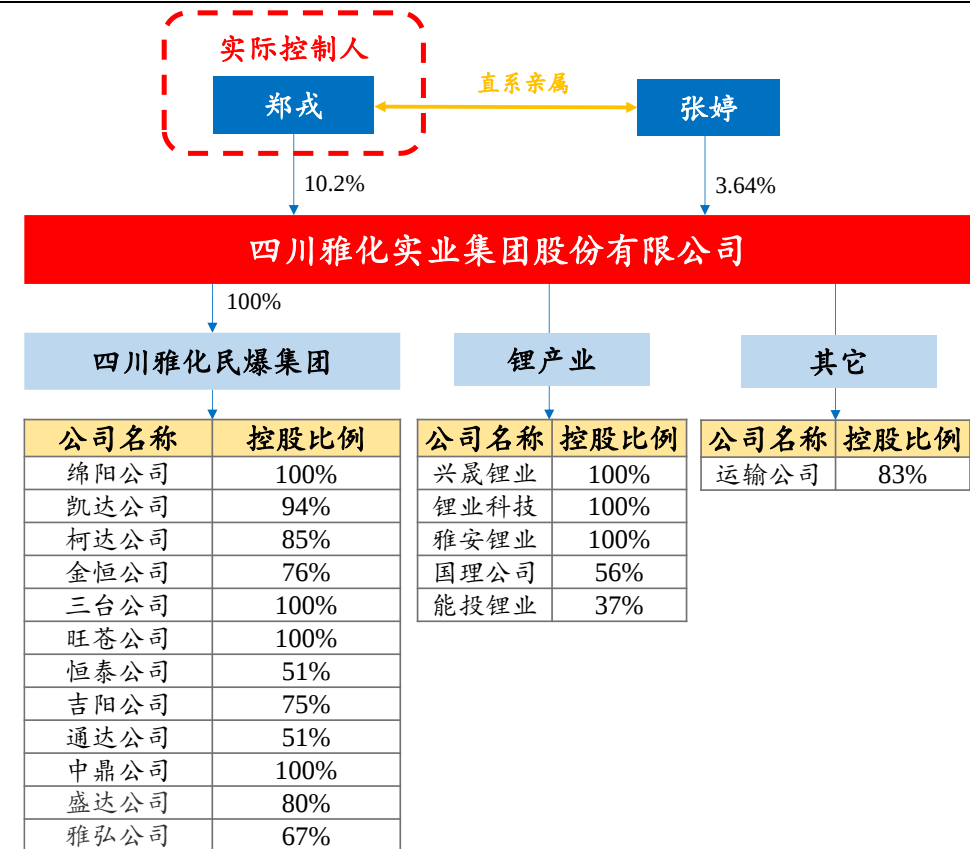


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、公司发布员工持股计划，彰显业绩增长信心

公司控股子公司众多，郑戎女士为公司实际控制人。据公司 2024 年三季度报，公司第一大股东、实际控制人郑戎女士持有 10.20%股份，其直系亲属张婷持有 3.64%股份，股权结构较为清晰。目前，公司旗下控股子公司众多，各公司在各自领域均具备较强的技术实力。据公司 2023 年报，绵阳公司是国内第一批开始自主研发、制造电子雷管的企业，研发的电子雷管生产制造工艺技术打破了国际民爆巨头高端起爆器材的垄断，其电子雷管生产制造工艺技术水平、生产线智能化水平及产品品质均处于行业领先水平；国理公司和兴晟锂业是国内较早生产锂盐产品的企业，在电池级氢氧化锂制备、电池级碳酸锂提纯、电池正极材料前驱体磷酸二氢锂的生产等方面均积淀了较多的专有技术。

图12：郑戎女士为公司实际控制人



资料来源：公司公告、公司官网、Wind、企查查、开源证券研究所（注：公司股权比例截至 2024Q3，子公司股权比例截至 2025 年 2 月 20 日）

公司发布 2025-2026 年员工持股计划，助力公司业绩底部回升。2025 年 1 月，公司发布 2025 年员工持股计划草案，拟向公司董事、高级管理人员或锂产业相关公司经理班子及主要技术、管理骨干人员共计不超过 57 人，受让股份不超过 1,000.0054 万股（约占公司当前总股本的 0.87%），受让价格为 6.44 元/股。本员工持股计划的考核年度为 2025 及 2026 年两个会计年度，其中 2025 年考核目标为归母净利润不低于 2024 年归母净利润的 300%、锂盐销量不低于 2024 年销量的 150%（各占 50%考核权重）；2026 年考核目标为归母净利润不低于 2024 年归母净利润的 400%、锂盐销量不低于 2024 年销量的 200%。该目标彰显出公司未来业绩增长信心，有望充分调动管理者 and 公司员工的主动性、积极性和创造性，推动公司稳定、健康、长远发展。

表1：公司发布 2025 年员工持股计划草案

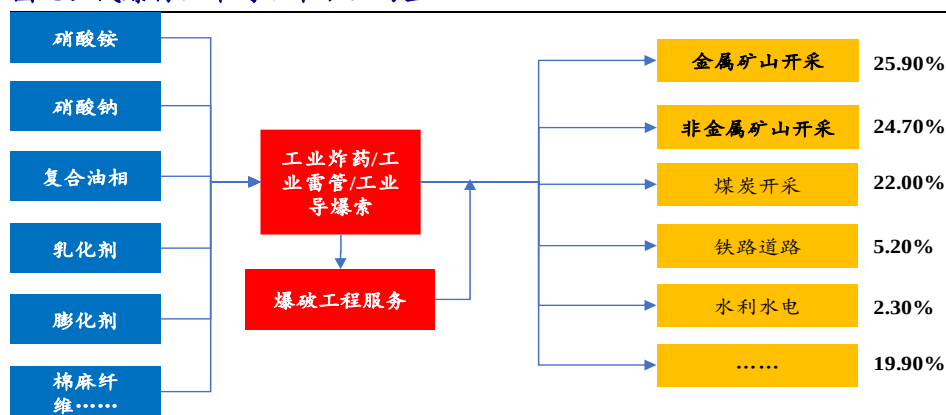
解锁期	对应考核年度	公司归母净利润（A）	锂盐销量（B）
第一个解锁期	2025 年	公司归母净利润不低于 2024 年归母净利润的 300%	公司锂盐销量不低于 2024 年销量的 150%
第二个解锁期	2026 年	公司归母净利润不低于 2024 年归母净利润的 400%	公司锂盐销量不低于 2024 年销量的 200%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、民爆：公司为国内民爆行业领军企业之一，海外市场开拓有望贡献长期增量

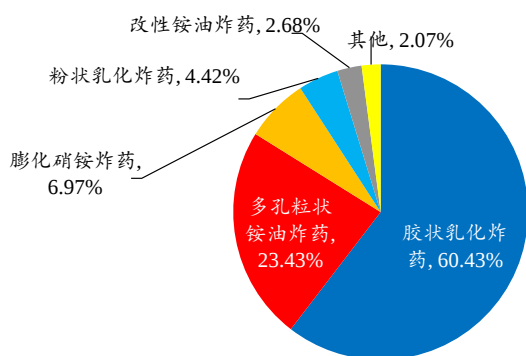
民爆行业向上承接基础化工原料，向下供应采矿业为主。民爆行业主要涵盖民用爆破器材及其装备的研发、生产、销售、储运，以及爆破工程设计、施工服务、质量检测、进出口等业务。民爆行业产业链上游为基础化工原料，主要包括硝酸铵、硝酸钠、乳化剂、油相等原辅材料，其中硝酸铵是炸药成本的关键构成部分；中游为民爆器材的生产和销售以及爆破工程服务，主要产品有工业炸药、工业雷管、工业导爆索等多个品种；下游广泛应用于煤炭、金属、非金属等矿山开采，以及公路、铁路、水利等基础设施建设。民爆行业的业务开展受采矿、基础设施建设等行业的景气度影响，而这些行业的景气程度与宏观经济挂钩。宏观经济波动、矿业、基建行业的景气度对民爆行业产生重大影响。

图13：民爆行业下游以采矿业为主

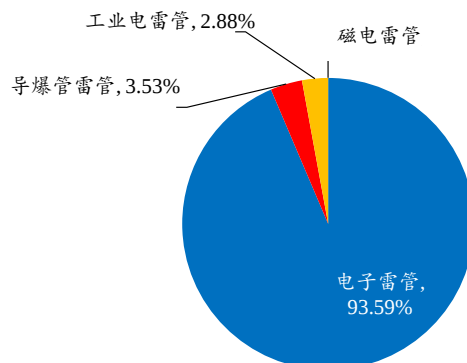


资料来源：中国爆破器材行业协会、前瞻产业研究院、开源证券研究所（注：右侧百分比表示 2020 年工业炸药在各个领域的使用量占比）

从品种产量看，工业炸药以胶状乳化炸药为主，电子雷管占工业雷管比例超 90%。据中国民爆信息公众号数据，2024H1，使用量前 5 的工业炸药类型为胶状乳化炸药（60%）、多孔颗粒铵油炸药（23%）、膨化硝酸铵炸药（7%）、粉状乳化炸药（4%）、改性铵油炸药（3%），这 5 类工业炸药产量合计占比约为 98%，集中度较高；电子雷管产量为 2.92 亿发，同比减少 3.5%，电子雷管占工业雷管总产量的 93.59%，所占比列比 2023 年同期提高 2.3pcts。

图14：工业炸药以胶状乳化炸药为主（2024H1）


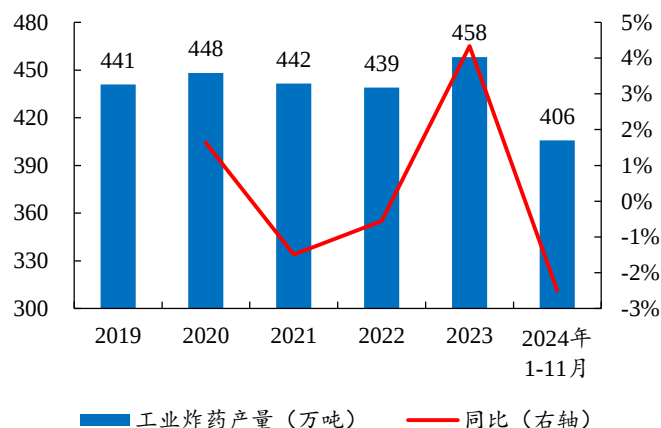
数据来源：中国民爆信息公众号、开源证券研究所

图15：电子雷管占工业雷管比例超 90%（2024H1）


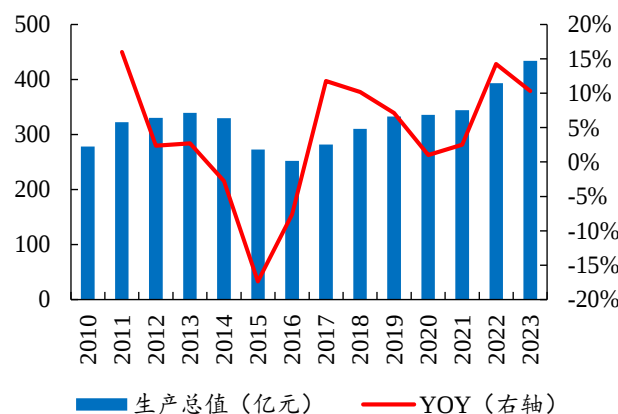
数据来源：中国民爆信息公众号、开源证券研究所

2.1、供给端：行业总产能受政策严格约束，市场集中度提升空间较大

全链条的强监管、强政策导向，构筑民爆行业深厚壁垒。我国对民爆物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业实行许可证制度，严格的准入制度和安全管理要求是进入民爆行业的主要门槛。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提到“原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能”。2020 年，我国工业炸药全国许可年产能约 540 万吨；2019-2023 年，全国工业炸药年产量稳定在 400 万吨以上，生产总价值逐年增长；2024 年 1-11 月，我国民爆生产企业工业炸药累计产量为 405.73 万吨，同比减少 2.50%。

图16：2023 年，我国工业炸药年产量为 458 万吨


数据来源：中国民爆信息公众号、《我国爆破行业发展成就、挑战与机遇》（汪旭光，2024）、开源证券研究所

图17：我国民爆生产企业生产总值增速回升明显


数据来源：中国民爆信息公众号、华经产业研究院、前瞻产业研究院、开源证券研究所

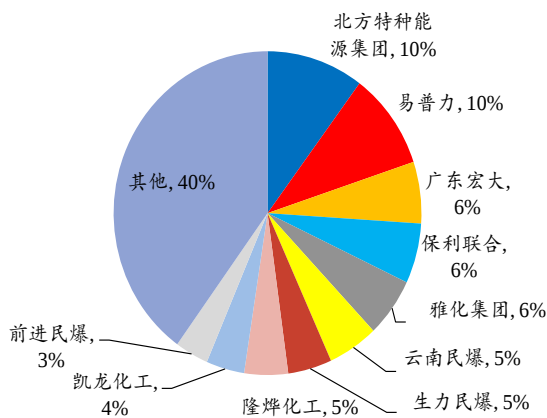
政府明确鼓励民爆企业兼并重组。根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，到 2025 年，我国民爆生产企业（集团）数量进一步降低到 50 家以内，排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比提升至 60%以上，并形成 3 至 5 家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业，以推动民爆行业的高质量发展。截至 2023 年底，我国工业炸药前四大民爆企业分别占据 2023 年行业生产总值、工业炸药产量的 32.03%、36.39%。

表2：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》对行业发展提出明确指引

指标	2020 年	2025 年	属性
1.重特大生产安全事故起数	[0]	[0]	预期性
2.企业安全生产标准化二级以上达标率（%）	-	100	约束性
3.龙头骨干企业研发经费占营业收入比重（%）	2.8	3.5	预期性
4.现有危险岗位操作人员机器人替代比例（%）	-	≥40	预期性
5.包装型工业炸药生产线最小许可产能（吨/年）	≥10,000	≥12,000	约束性
6.企业现场混装炸药许可产能占比（%）	≥30	≥35	约束性
7.生产企业（集团）数量	76	≤50	预期性
8.排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比（%）	49	≥60	预期性

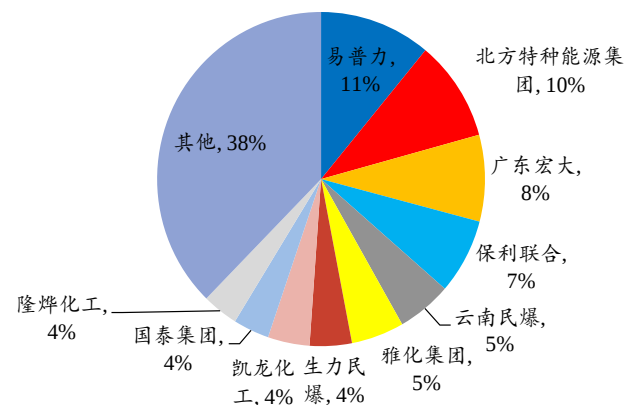
资料来源：工信部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》、开源证券研究所

图18：我国前十家民爆企业生产总值占比近 60%(2023)



数据来源：中国民爆信息公众号、开源证券研究所

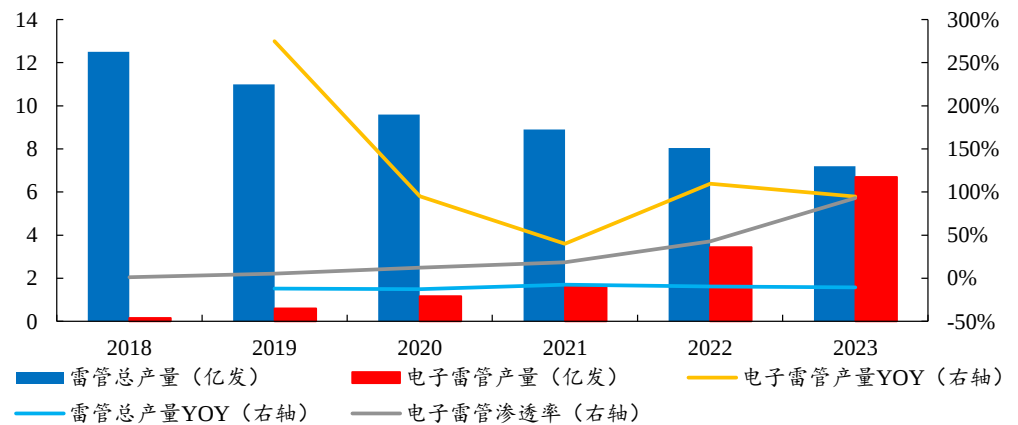
图19：我国前十家民爆企业产量占比超 60%（2023）



数据来源：中国民爆信息公众号、开源证券研究所

实施雷管产能置换政策，显著压缩工业雷管产能及供给量。2022 年，工业和信息化部印发了《工业和信息化部安全生产司关于进一步做好数码电子雷管推广应用工作的通知》，提出严格按照《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》按期对普通工业雷管实施停产、停售。截至目前，除出口及油气井用雷管外的非电子雷管产能均需停产进行产能置换，即便按照最高置换比例 2：1 置换，雷管产能也将实现“砍半”，产能过剩情况有望明显改善。2023 年，工业雷管产量较 2018 年下降 42.40%，供给实现快速收缩。

图20：工业炸药产量总体平稳，工业雷管产量快速下滑



数据来源：中国民爆信息公众号、开源证券研究所

表3：普通雷管置换政策使雷管供给量快速下滑

具体情况		置换比例及停产时间
产能置换	普通雷管转型升级为数码电子雷管	按 10：1 比例将普通雷管产能置换为数码电子雷管产能
	拆除基础雷管生产线	拆除部分产能置换比例调整为 5：1
	拆除整条雷管生产线	拆除部分产能置换比例调整为 3：1
	撤销生产厂点	撤销部分产能置换比例调整为 2：1
时间节点	用于出口	可保留相关许可产能，严禁在国内市场销售
	地震勘探电雷管	2023 年 6 月底前停止生产、8 月底前停止销售
	油气井用电雷管	停产、销售时间另行通知
	煤矿许用工业电雷管	2022 年 9 月底前停止生产、11 月底前停止销售
	其他	2022 年 6 月底前停止生产、8 月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。

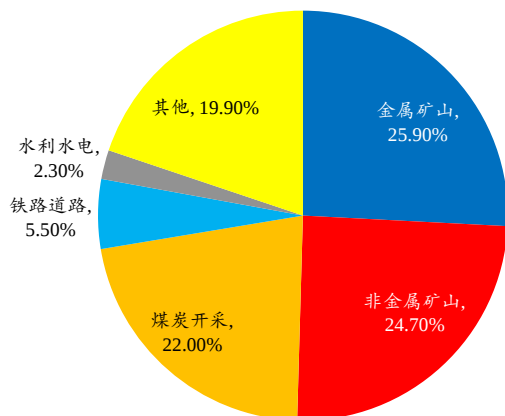
资料来源：工信部、开源证券研究所

2.2、需求端：下游采矿业投资持续增长，出海战略有望带来需求增量

采矿业固定资产投资，是民爆需求的关键变量。工业炸药主要应用在三大领域，分别为采矿、铁路道路、水利水电，2020 年占比分别为 72.60%、5.50%、2.30%。其中，采矿需求主要集中在矿山基建、矿山开采两个阶段，采矿业固定资产投资是主要衡量变量。采矿业固定资产投资增加意味着矿山基建及矿物开采规模扩大，两者都将扩大对民爆产品及服务的需求，因此，采矿业固定资产投资与民爆需求高度相关。

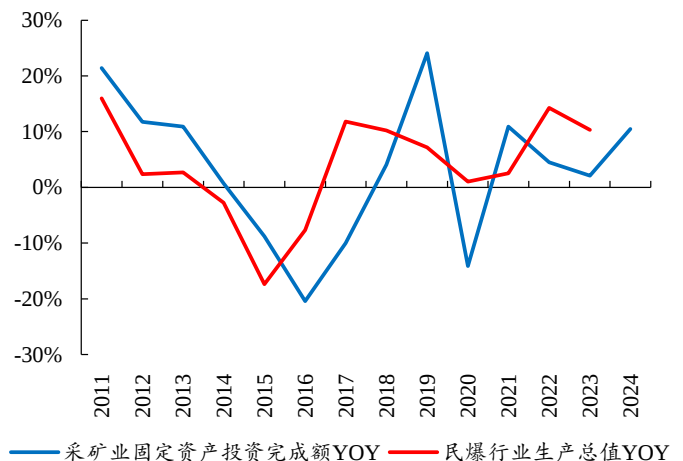
矿产安全上升为国家战略高度，采矿业投资延续良好增长势头，或拉动民爆需求稳步上涨。2021 年 11 月 18 日，中共中央政治局召开会议审议《国家安全战略（2021-2025 年）》时提出，确保粮食安全、能源矿产安全、重要基础设施安全。矿产安全首次上升为国家战略，与粮食安全一起被纳入国家安全的总体格局中。自然资源部公布的统计数据显示，2024 年 1-8 月，全国共出让探矿权 868 个，同比增长 194.1%。2024 年，我国采矿业固定资产投资同比增长 10.50%，明显高于 2023 年全年的 2.10%，延续了良好的增长势头。同时，未来伴随着超长期特别国债等举措加快落地，水利、交通等重大工程项目建设有望全力推进，或拉动工业炸药需求增长。

图21：工业炸药下游应用集中在采矿业（2020年）



数据来源：中国爆破器材行业协会、开源证券研究所

图22：采矿业固定资产投资与民爆需求高度相关



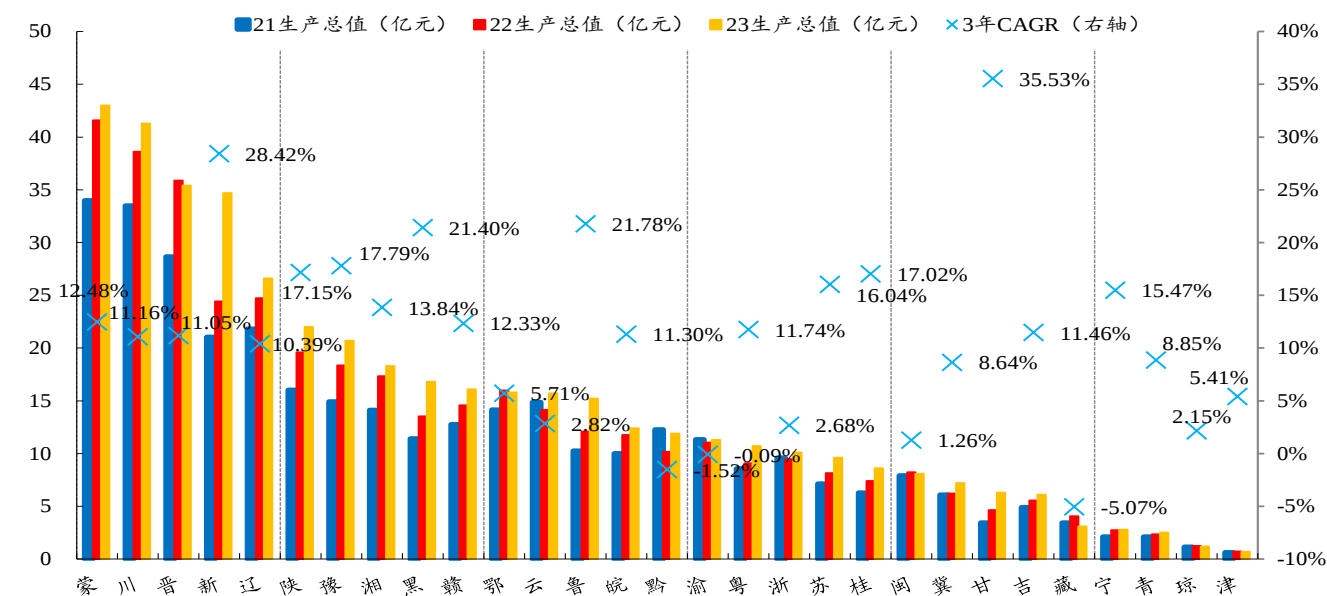
数据来源：Wind、中国民爆信息公众号、华经产业研究院、前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.2.1、民爆市场区域性较强，西部省份市场潜力较大

民爆产品运输成本高等因素，使民爆企业区域性较强。(1) 民爆器材运输过程风险较高，需向公安部门提出申请，对单车运输量、行车速度、运输路线、人员资质均有严格要求，使民爆器材长距离运输经济成本、安全成本、时间成本较高。(2) 不同区域间由于经济水平、矿产资源储备、基础设施建设投入差异等原因，对民爆器材需求存在差异，国内民爆产能在不同区域之间也存在供需不完全匹配的情况。(3) 民爆企业上下游捆绑较深、客户粘性大，进一步加强民爆行业区域性特征。

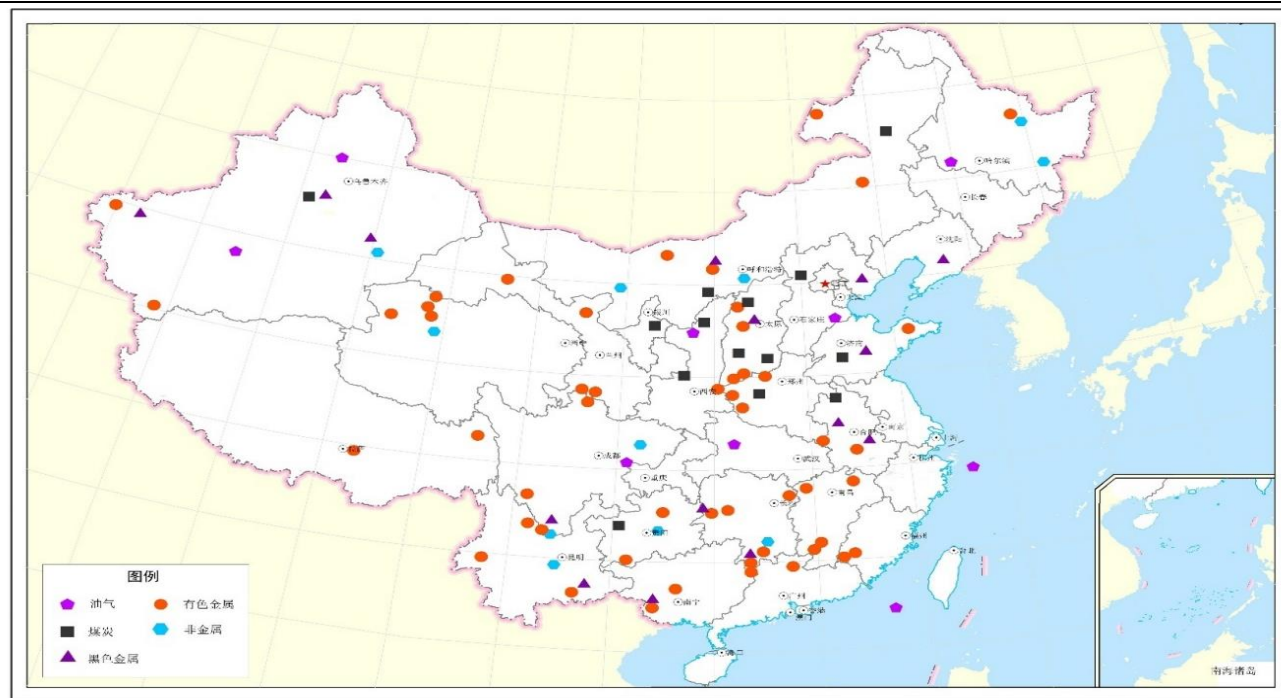
分地区来看，民爆市场规模受所在地区矿产储量及开采力度影响较大，西部省份民爆市场空间广阔。(1) 总量上看：内蒙古、四川、山西、新疆等都为矿藏大省（区），对民爆器材需求较为旺盛，2023年四省民爆生产企业生产总值均超30亿元，四省合计占比行业生产总值的35.55%。(2) 增速上看：2021-2023年复合增长率居前的为甘肃、新疆。根据《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》（2022年）相关内容，新疆将加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能1.6亿吨/年煤矿项目建设，力争2025年煤炭产能达到4.6亿吨/年以上，煤炭产量达到4亿吨以上，有望带动新疆地区民爆器材需求。另外，根据《2024年西藏自治区政府工作报告》相关内容，西藏将加强铜、锂等战略资源绿色开发，实现优势矿产上产扩能、提质增效，西藏的民爆器材用量和爆破服务市场有望大幅增长。

图23：西部省份民爆生产企业生产总值及增速均较高



数据来源：中国爆破器材行业协会、开源证券研究所

图24：能源矿产安全战略下，西部地区矿产开发力度有望逐渐加大



资料来源：《全国矿产资源规划 2016-2020》

2.2.2、“一带一路”政策带动矿企、基建企业出海，有望打开海外民爆市场需求

国内矿产对外依存度高，促使大量企业布局海外矿山，有望带动民爆企业布局海外。（1）国内矿产对外依存度较高：我国关键矿产净进口品种较多，包括铁、铜、铝在内的重要金属矿进口比例超过 50%，锂、镍、钴等新能源产业重要原材料对外依赖严重。（2）“一带一路”沿线国家矿产资源丰富：“一带一路”沿线国家矿产资源

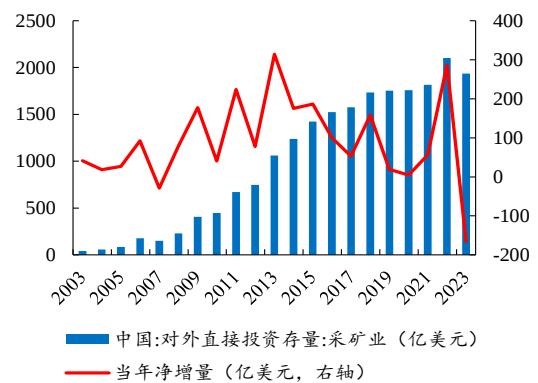
近 200 种，价值约 250 万亿美元，铜、金、镍、铝土矿、铁矿石、锡、钾盐等矿产资源在全球具有重要地位，储量分别占世界储量的 32.3%、26.1%、23.4%、18.9%、35.7%、63.9%和 69.8%，产量分别占世界产量的 26.3%、33.6%、41.2%、41.7%、28.6%、22%和 55%。**(3) 矿企出海趋势明显，有望带动民爆企业掘金海外：**“一带一路”沿线国家大多处于工业化的初级阶段或快速发展阶段，在国际合作矿产资源开发模式下，中国企业矿产资源开发技术存在较大需求，2023 年我国采矿业对外直接投资存量达 1935 亿美元。以紫金矿业为例，截至 2024H1 末，紫金矿业在海外 15 个国家布局重要矿业投资项目，资源储量和矿产品产量均已超越境内。**未来民爆企业紧随矿企出海步伐，有望打开海外市场空间。**

图25：我国矿产对外依存度较高

进出口	矿产
净进口>90%	锰、铌、锆、钨、铬、镍、钴、铂族、高纯石英、氦气
净进口>50%	铁、铜、铝、锂、铍、钽、铌、金、硼
净进口	钾盐、钛、锡
供需基本平衡	锑、铷、铯、钒
净出口	稀土、锑、碲、锑、石墨、萤石
净出口>50%	钨、镁、钨、铋
净出口>90%	镓

资料来源：《中国关键矿产清单、应用与全球格局》（张生辉，2022）

图26：采矿业对外直接投资存量呈增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

“一带一路”沿线国家基础设施建设水平较低，基建出海潜力较大，或拉动民爆出海。根据全球基础设施中心发布的《全球基础设施建设展望》报告，2016 年至 2040 年，全球基础设施投资需求将增至 94 万亿美元。其中，亚洲基础设施投资需求最大，占全球 54%；美洲居第二位，占比为 22%。基建出海项目中铁路、公路、水利水电等建设项目对民爆拉动作用较大。伴随我国基建企业出海，我国民爆企业有望同步实现业务出海。

2.3、公司国内重点布局西部地区，海外市场拓展稳步推进

兼并重组背景下，公司作为民爆行业领军企业之一，有望实现规模的快速扩张。民爆产品的生产与销售是公司传统业务，截至 2024H1，公司拥有炸药生产许可产能 26.05 万吨、工业雷管许可产能近 8777 万发、工业导爆索和塑料导爆管许可产能 1 亿余米，公司民爆产品品种、规格齐全，产能规模处于行业第六名。未来，公司将顺应民爆行业重组整合的产业政策要求，利用自身并购整合优势，积极参与行业并购整合、扩大产业规模，保持行业优势企业地位。

表4：公司民爆产品产能位于行业前列

产品类别	许可产能	产能利用率	
		2023	2024H1
工业炸药	26.05 万吨	93.79%	44.26%
工业雷管	8777 万发	77.06%	34.59%
工业导爆索	2300 万米	56.41%	27.56%
塑料导爆管	10000 万米	100%	0.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司国内民爆业务紧跟西部大开发政策，海外实现率先出海，未来增长空间广阔。近年来，公司通过构建稳健的区域市场和与大型终端客户建立长期合作关系，民爆业务保持较高增长态势。国内业务来看，目前公司民爆业务覆盖四川全境、西藏、新疆、内蒙、云南、贵州、湖北、福建、山西、辽宁、广东、广西、湖北、江苏、山东、吉林等 20 余个省、市、自治区，着重布局国家西部大开发的中心地带和全国矿产资源丰富的省区，为公司民爆产业的发展提供了区位优势，也为公司民爆产品销售和爆破服务带来较大市场潜力。公司为川藏铁路四川段提供约 70% 的产品服务，2024H1 公司工业炸药市占率超过 5%，其中在四川占比超过 54%，西藏、云南、山西、内蒙市场占比较大；电子雷管市占率超过 10%，其中在四川占比超过 72%，云南、吉林、山西市场占比较大。海外业务方面，公司民爆产业于 2013 年率先出海，通过并购新西兰和澳大利亚的民爆企业，布局海外民爆大市场。近年来，为支撑集团锂产业发展对自主资源的需要，公司在津巴布韦等国家推进布局自主可控的锂矿山，并在津巴布韦建设全资工程爆破子公司进行业务配套，为公司海外爆破业务拓展打下坚实基础。

图27：公司为川藏铁路四川段提供约 70% 的产品服务



资料来源：《川藏铁路沿线主要不良地质条件与工程地质问题》（薛翊国等，2020）

电子雷管全面普及加速，公司电子雷管连续四年全国销量第一。电子雷管（数码电子雷管）安全性、可靠性明显优于传统雷管，同时政策要求严格落实普通工业雷管的停产停销（特殊用途外）。公司研发的电子雷管生产制造工艺技术打破了国际民爆巨头高端起爆器材的垄断，目前已发展成为国内最大的电子雷管研发、生产制造企业，电子雷管生产制造工艺技术水平、生产线智能化水平及产品品质均处于行业领先水平。未来，公司将继续发挥数码电子雷管的技术和市场优势，加快产能及市场布局，不断提高数码电子雷管在全国的市场占有率。

表5：电子雷管在安全性、可靠性上优势明显

电子雷管优势		具体描述
安全性	多重控制保险	电子雷管除受电控制外，还受到一个微型控制器的控制，且在起爆网路中该微型控制器只接受起爆器发送的数字信号。
	使用易监管	每一发电子雷管都有特定的雷管编码，雷管编码与 UID 码、起爆密码三码绑定形成工作码，上传到全国工业电子雷管密码中心。爆破使用时，需要在项目备案的有效爆破区域内，使用专用起爆器通信获取授权，才能够完成爆破作业。有效防止民爆器材扩散带来公共安全问题。
可靠性	可检测性	电子雷管及起爆系统设计，引入专用软件，其发火体系是可检测的。雷管的发火动作也是完全以软件为基础。在雷管制造过程中，每发雷管的元器件都要经过检验（传统雷管无法检测）。
	具备分析功能	电子雷管及配套系统可自动识别线路中的短路情况和对安全发火构成威胁的漏电（断路）情况，自动监测正常雷管和缺陷雷管的 ID 码，并在显示屏上将每个错误告知其使用者，错误纠正且在编码器上得到确认后，整个起爆回路才可能被触发。

资料来源：《数码电子雷管与传统工业雷管对比分析》（张良杰等，2023）、今日爆破公众号、开源证券研究所

总体而言，民爆行业供给端产能受工信部严格监管，而需求端在采矿业投资的发力下持续回升，出海战略的稳步推进有望激发民爆向外需求市场，供需关系持续改善。同时，由于区域壁垒的存在，西部高景气区域的民爆企业或将持续享受超额收益。我们看好公司在新一轮洗牌中实现规模的快速扩张，并在供需关系及行业格局持续改善中享受行业景气度提升带来的业绩长期增长。

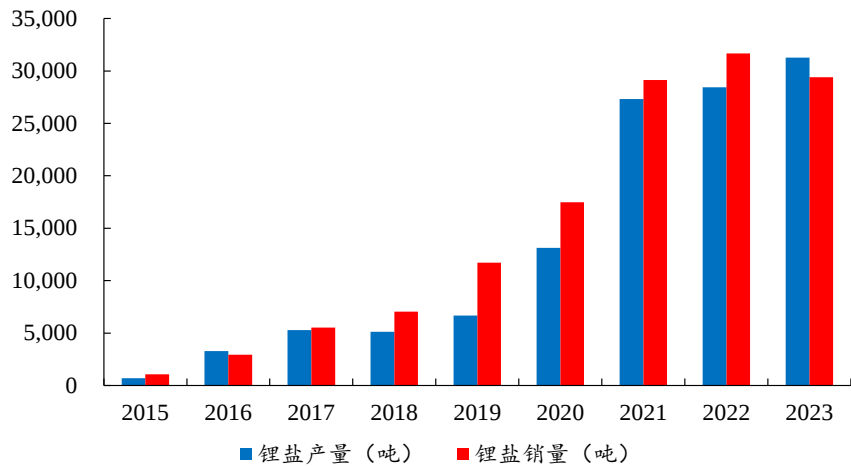
3、 锂盐：锂价或将逐步筑底，减值损失拖累因素消退+锂矿自给率提升助力公司锂板块业绩释放

3.1、 冶炼加工端：碳酸锂与氢氧化锂兼具，绑定优质客户，产能快速扩张

公司锂盐加工业务主要从事锂产品的研发、生产与销售，主要产品包括电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂以及锂盐副产品等系列产品。

产能方面，截至 2024 年底，公司拥有锂盐综合产能 10.3 万吨/年，其中氢氧化锂 6.3 万吨/年、碳酸锂 3.6 万吨/年、锂盐副产品 0.4 万吨/年。此外，基于下游客户需求和公司可持续发展的长远布局，公司进一步扩张锂盐产能，2023 年已启动雅安锂业三期高等级锂盐生产线建设项目，预计新增锂盐产能 10 万吨/年，其中 3 万吨碳酸锂项目已于 2024 年底投产，另外有在建+规划锂盐产能合计 7 万吨/年（在建 3 万吨、规划 4 万吨）。待上述项目全部落地，预计公司锂盐产能合计达到 17.3 万吨/年。

图28：2015-2023 年公司锂盐产品产销量快速提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6：公司现有锂盐产能 10.3 万吨/年，另有在建+规划产能 7 万吨/年

子公司	股权比例	现有产能 (万吨)			在建产能 (万吨)			备注
		氢氧化锂	碳酸锂	锂盐副产品	氢氧化锂	碳酸锂	锂盐副产品	
雅安锂业	100%	5.0	3.0	-	3.0	-	-	预计 3 万吨氢氧化锂 2025 年年中投产，另规划 4 万吨锂盐，投产时间待定。
兴晟锂业	100%	-	0.6	-	-	-	-	-
国理锂材料	56.26%	1.3	-	0.4	-	-	-	-
合计-分产品		6.3	3.6	0.4	3.0	-	-	-
合计-整体		10.3			3.0			-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

客户方面，公司始终坚持以客户为导向，产品销售以长单为主，目前已培养一批优质的国内外客户群体，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。

表7：公司是 TESLA、SK ON、LGES、LGC、宁德时代等国内外头部企业的重要长单供应商

客户	协议内容
特斯拉	2020 年 12 月 29 日，公司全资子公司雅安锂业与特斯拉签订电池级氢氧化锂供货协议，约定从 2021 年起至 2025 年，特斯拉向雅安锂业采购电池级氢氧化锂产品。双方拟在原协议的基础上以雅安锂业为主体与特斯拉修订并延长原协议。2023 年 7 月 31 日，双方共同签署《修订和重述的电池原材料生产定价协议》：(1) 合同标的：氢氧化锂产品；(2) 合同履行期限：2023 年 8 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日；(3) 合同标的数量及价格：2023 年至 2030 年交易数量合计约在 20.7 万吨~30.1 万吨，各年度数按照协议约定执行；产品价格根据双方协议约定确定。2024 年 6 月 18 日，公司全资子公司雅化锂业与特斯拉签订了《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。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，可将本协议期限延长至 2028 年 12 月 31 日。2025 年至 2027 年交易数量按照协议约定执行；产品价格根据双方协议约定的方式确定。
LGES	2021 年 9 月，公司全资子公司雅安锂业与 LGES 签订了 2021-2023 年电池级氢氧化锂《采购协议》，约定 2021 年-2023

客户	协议内容
	年雅安锂业向 LGES 提供单水氢氧化锂产品。双方拟在原协议基础上延长合作时间至 2025 年并增加 2024-2025 年的购销数量，2022 年 12 月 28 日，双方共同签订了《采购协议》的补充协议，以补充约定双方在 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间对产品的购买和供应承诺，并依照本补充协议中规定的条款和条件对原协议进行修订和补充：（1）合同标的：电池级单水氢氧化锂；（2）合同期限：2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日；（3）合同数量及价格：2023-2025 年雅安锂业向 LGES 销售的产品数量合计不超过 30,000 吨。2023 年的数量按原协议执行，2024-2025 年的数量按补充协议执行，交货进度按协议约定执行。产品价格根据双方约定的定价公式进行计算确定。
LGC	2023 年 2 月，公司全资子公司雅化锂业与 LGC 签订了电池级单水氢氧化锂《采购协议》，协议有效期为 4 年，从 2023 年至 2026 年。2023-2026 年协议数量总计约 30,000 吨，各年度数按照协议约定执行。产品价格根据双方约定的定价公式进行计算确定。
爱思开（SKOn 全资子公司）	2022 年 11 月，公司全资子公司雅化锂业与爱思开签订了电池级氢氧化锂供货合同，合同有效期为 3 年，从 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日。卖方确保 2023 年~2025 年向买方逐年递增提供产品，总供应量不少于 2 万吨，不高于 3 万吨。具体数量以各方每月签署的采购订单为准，从 2023 年 1 月开始执行。爱思开为韩国 SKOn 下属全资子公司。
宁德时代	2023 年 8 月，公司全资子公司雅化锂业与宁德时代签订电池级氢氧化锂采购协议，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 4.1 万吨电池级氢氧化锂产品。2024 年 9 月，公司全资子公司雅化锂业与宁德时代签订电池级氢氧化锂和碳酸锂采购协议，约定从 2026 年 1 月起至 2028 年 12 月，宁德时代向雅安锂业采购电池级氢氧化锂和碳酸锂产品。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、资源开采端：自有矿山扩产计划稳步推进，锂矿自给率有望持续提升

资源端，公司当前拥有的矿山主要包括李家沟锂辉石矿、津巴布韦卡玛蒂维锂矿与纳米比亚达马拉兰矿区。

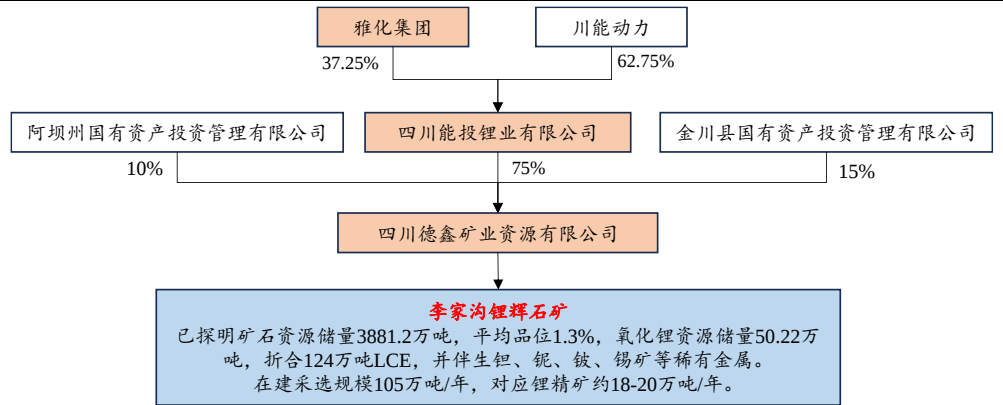
表8：公司当前拥有的矿山主要包括李家沟锂辉石矿、津巴布韦卡玛蒂维锂矿与纳米比亚达马拉兰矿区

矿山名称	所在地区	股权比例	资源储量及品位（万吨）	现有产能	扩产计划
李家沟锂辉石矿	中国四川	约 27.94%	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。	-	按年产 105 万吨采选规模进行建设，对应锂精矿约 18-20 万吨/年，2025 年有望开始供应。
卡玛蒂维锂矿	津巴布韦	68%	截止 2024 年 5 月，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（Li ₂ O）资源量 30.4026 万吨，折合碳酸锂当量为 75.0944 万吨。	原矿 230 万吨/年，预计原矿扩产至 330 万吨/年，对应锂精矿 35 万吨/年	年，对应锂精矿 45-50 万吨/年
达马拉兰矿区	纳米比亚	70%	拥有 4 个矿权，目前处于勘探状态。		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

（1）李家沟锂辉石矿：公司通过子公司四川能投锂业及孙公司四川德鑫矿业间接持有李家沟锂辉石矿约 27.94% 的股权（37.25%×75%）。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。李家沟锂矿按年产 105 万吨采选规模进行建设，对应锂精矿约 18-20 万吨/年，2025 年有望开始供应，同时优先供给公司旗下的国锂材料理公司。

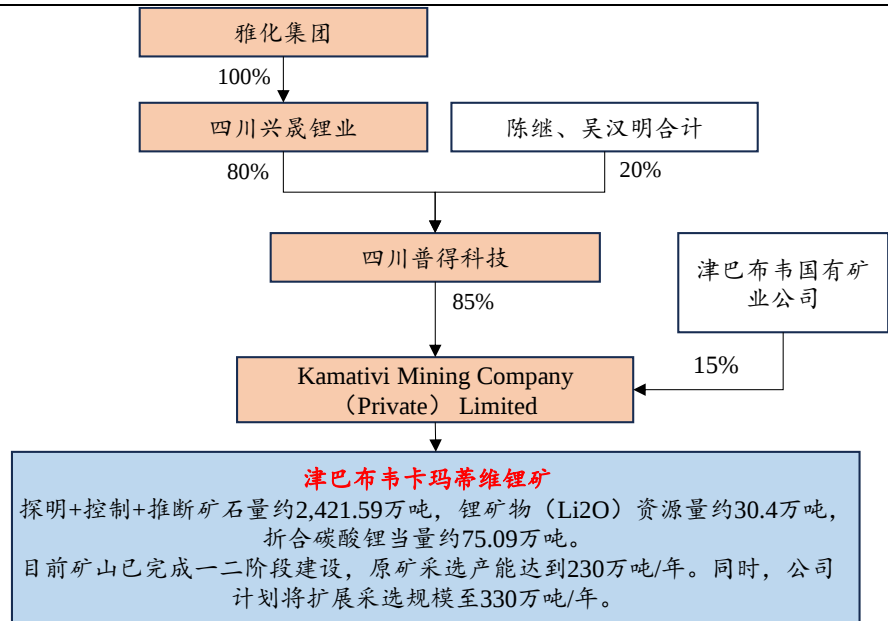
图29：公司间接持有李家沟锂辉石矿约 27.94%的权益比例



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

(2) **津巴布韦卡玛蒂维锂矿**：公司于 2022 年并购整合了津巴布韦卡玛蒂维锂矿，当前间接持股比例 68%（80%×85%）。2023 年，公司开始进行锂矿的勘探、矿建及原矿精选等业务。该矿区共 6 个矿体，其中 4 号矿脉规模最大，为该矿区主矿体。通过研究分析和钻探，在 4 号锡矿脉南段显示存在独立锂矿体，控制+推测（详细岩芯分析正在进行中）长度 980 米，平均厚度 15 米，具有很好的氧化锂资源潜力。根据《津巴布韦北玛塔贝莱省 Kamativi 矿区锂矿勘探报告》最新数据显示：截止 2024 年 5 月，卡玛蒂维多金属矿已勘探区内探获探明+控制+推断矿石量约 2,421.59 万吨，锂矿物（Li₂O）资源量约 30.4 万吨，折合碳酸锂当量约 75.09 万吨，本报告勘探结果相比 2022 年公告时的历史勘探矿石资源量增加约 599.59 万吨。目前矿山已完成一二阶段建设，原矿采选产能达到 230 万吨/年。同时，公司计划将扩展采选规模至 330 万吨/年，进一步增加公司自主锂矿资源量。

图30：公司间接持有津巴布韦卡玛蒂维锂矿 68%的权益比例



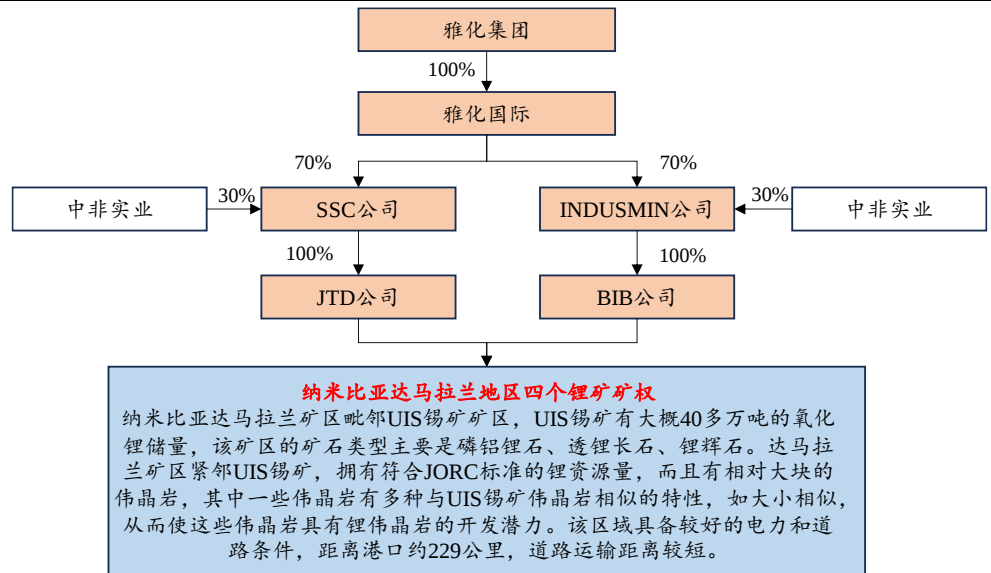
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表9：公司下属津巴布韦卡玛蒂维锂矿资源量合计 75.09 万吨 LCE

资源量类别	矿石量（万吨）	氧化锂含量（Li ₂ O）（万吨）	氧化锂平均品味（%）	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

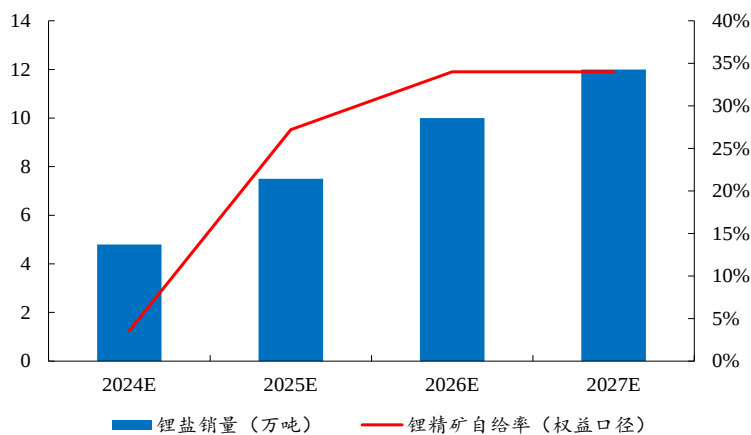
数据来源：公司公告、开源证券研究所

（3）纳米比亚达马拉兰矿区：2022 年 11 月 24 日，公司全资子公司雅化国际与中非实业签署《股权买卖协议》，雅化国际收购中非实业全资子公司 SSC 公司和 INDUSMIN 公司 70%的股权，同时 SSC 公司和 INDUSMIN 公司分别持有 JTD 公司和 BIB 公司 100%的股权，JTD 公司与 BIB 公司 100%拥有纳米比亚达马拉兰地区四个锂矿矿权，矿权面积达 720 平方公里，目前上述锂矿处于勘探状态。

图31：公司间接拥有纳米比亚达马拉兰地区四个锂矿矿权 70%的权益比例


资料来源：公司公告、开源证券研究所

自有矿山扩产计划稳步推进，锂精矿自给率有望持续提升。公司锂盐加工所需原料主要为锂矿，此前公司锂矿均来源于外购，通过获取包销权的模式来保障原料供给稳定性。根据公司公告，公司已与Pilbara、DMCC、ABY、Atlas等矿产资源签署了长单包销协议。但由于采购价格仍需参考锂矿市场公允价格，无法在最大程度上享受低价锂矿的成本优势，因此公司锂盐冶炼加工环节的附加值相对较低。**展望未来**，伴随公司下属的津巴布韦卡玛蒂维锂矿与李家乡锂辉石矿等自有矿山扩产计划稳步推进，公司原料端锂矿自给率有望持续提升，届时锂盐产品成本有望进一步降低、盈利中枢也有望随之站上新的台阶。

图32：我们预计 2025 年起，公司锂精矿自给率有望逐步提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：仅考虑公司津巴布韦卡玛蒂维锂矿放量，未考虑李家沟锂辉石矿与纳米比亚达马拉兰矿区放量情况；

表10：公司此前锂矿多来源于长单包销外购的模式

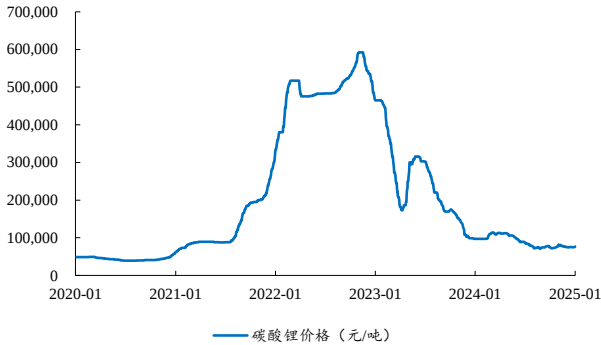
序号	投资标的名称	获取方式	主要内容
1	Arcadium 公司	包销协议	与 Arcadium 公司（原银河锂业）续签锂精矿包销协议至 2025 年，每年提供不低于 12 万吨锂精矿。
2	Core 公司	参股，包销协议	参股澳洲 Core 公司并签订 4 年锂精矿包销协议，每年不低于 7.5 万吨锂精矿。2023 年 3 月又获得了额外的 1.85 万吨锂精矿供应。
3	ABY 公司	参股，承购协议	参股澳洲 ABY 公司股权，并签署锂精矿《承购及销售协议》至 2025 年。ABY 公司在苏丹和埃塞俄比亚等非洲国家拥有矿产资源，核心资产主要为埃塞俄比亚的 Kenticha 锂矿，每年为公司供应不低于 12 万吨的锂精矿。
4	DMCC 公司	包销协议	①2023 年与 DMCC 公司签订锂辉石矿承购协议，每年提供至少 50 万吨锂辉石 DSO 矿产品，4 年合计 200 万吨。②2024 年与 DMCC 公司签订 5 年锂辉石精矿承购和销售协议，根据协议约定，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。
5	Pilgangoora 公司	包销协议	2024 年与 Pilgangoora 签订 4 年锂辉石精矿承购协议，经双方书面同意供应期限最多可延长 2 次，每次延长时间为 2 年。根据本协议约定，Pilgangoora 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。
6	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。
7	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、开源证券研究所

3.3、锂价或将见底，减值损失继续拖累公司业绩的消极因素逐步消退

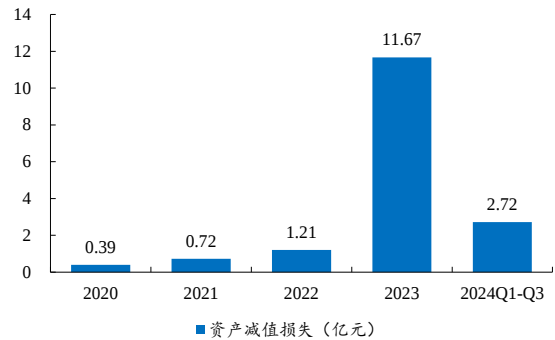
2023-2024 年锂价下跌拖累公司业绩。复盘上一轮锂盐行业周期，价格高点为 2022 年 11 月，彼时碳酸锂价格达到约 59.2 万元/吨。此后由于前期建设项目集中投产，锂行业供给端快速放量，2023-2024 年锂价快速下跌。截至 2023 年底、2024 年底，碳酸锂价格已分别下跌至 9.9、7.55 万元/吨。在此过程中，2023 年与 2024 年前三季度公司资产减值损失分别达到 11.67、2.72 亿元，这对公司业绩形成了较大拖累。

图33：2023-2024 年锂价整体快速下跌



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图34：2023 年公司资产减值损失达到 11.67 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

展望后续，需求端，国内与海外市场新能源汽车渗透率仍有一定提升空间，同时储能领域需求仍有望维持较高增速。**供给端**，受价格低迷影响，部分企业开始下调生产指引、推迟新建项目规划，以度过行业寒冬，比如 Mt Catlin、Pilbara、Liontown 等矿山陆续下调产量指引。伴随需求端的稳定增长以及供给端的陆续出清，锂价或将逐步筑底，锂盐跌价拖累公司业绩的消极因素也有望随之消退。

4、盈利预测与投资建议

公司以民爆业务起家，现已构建锂产业和民爆产业“双主业”模式。考虑公司未来自有矿山采选规模逐步扩大以及民爆业务出海稳步推进，我们对公司盈利预测做出如下假设：

- 锂盐板块：**截至 2024 年底，公司拥有锂盐综合产能 10.3 万吨/年，其中氢氧化锂 6.3 万吨/年、碳酸锂 3.6 万吨/年、锂盐副产品 0.4 万吨/年，另外有在建+规划锂盐产能合计 7 万吨/年（在建 3 万吨、规划 4 万吨）。考虑到公司下属的津巴布韦卡玛蒂维锂矿与李家沟锂辉石矿等自有矿山扩产计划稳步推进，未来锂盐产品成本有望进一步降低，我们预计 2024-2026 年公司锂盐板块营业收入分别同比-59.21%（计提减值影响）、+56.86%、+50.00%，毛利率分别为 9.60%、14.73%、18.09%。
- 民爆业务：**截至 2024H1，公司拥有炸药生产许可产能 26.05 万吨、工业雷管许可产能近 8777 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。考虑到公司国内民爆业务紧跟西部大开发政策，海外爆破业务落地在即，我们预计 2024-2026 年公司民爆板块营业收入分别同比+8.72%、+13.91%、+24.14%，毛利率分别为 31.07%、30.78%、31.60%。

(3) **其他业务**：公司其他业务主要包括危化品运输等。我们预计 2024-2026 年公司其他业务营业收入分别同比+5%、+5%、+5%，同时毛利率基本维持稳定，毛利率分别为 25%、25%、25%。

表11：公司业绩拆分与盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
锂盐					
营业收入（亿元）	112.36	82.98	33.85	53.10	79.65
营业收入 YOY	-	-26.15%	-59.21%	56.86%	50.00%
营业成本（亿元）	57.10	78.32	30.60	45.28	65.24
毛利（亿元）	55.26	4.66	3.25	7.82	14.41
毛利率	49.18%	5.62%	9.60%	14.73%	18.09%
民爆					
营业收入（亿元）	30.27	33.97	36.93	42.07	52.22
营业收入 YOY	-	12.22%	8.72%	13.91%	24.14%
营业成本（亿元）	21.40	23.15	25.46	29.12	35.72
毛利（亿元）	8.87	10.82	11.47	12.95	16.50
毛利率	29.30%	31.85%	31.07%	30.78%	31.60%
其他业务					
营业收入（亿元）	1.94	2.00	2.10	2.20	2.31
营业收入 YOY	-	3.12%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本（亿元）	1.67	1.47	1.57	1.65	1.73
毛利（亿元）	0.27	0.53	0.52	0.55	0.58
毛利率	14.03%	26.49%	25.00%	25.00%	25.00%
合 计					
营业收入（亿元）	144.57	118.95	72.88	97.37	134.18
营业收入 YOY	-	-17.72%	-38.73%	33.60%	37.81%
营业成本（亿元）	80.17	102.94	57.63	76.05	102.70
毛利（亿元）	64.40	16.01	15.25	21.32	31.48
毛利率	44.55%	13.46%	20.92%	21.90%	23.46%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 3.04、9.27、15.61 亿元，EPS 为 0.26、0.80、1.35 元，当前股价对应 PE 分别为 46.9、15.4、9.1 倍。

同时，由于公司兼具民爆业务和锂业务，我们选取了同样从事锂产业的天齐锂业、永兴材料，以及从事民爆产业的易普力、广东宏大进行估值比较。截至 2 月 24 日，公司当前股价对应 2025 年 PE 为 15.4 倍，低于可比公司 17.4 倍平均 PE，未来或存提升空间。

公司作为国内民爆行业和锂产业领军企业之一，未来伴随锂盐产能逐步落地以及锂精矿自给率提升带来的盈利中枢抬升，公司业绩存在较大向上弹性。同时，公司或将充分受益于民爆行业供给格局优化趋势，西部大开发与民爆出海布局有望持续贡献需求增量，公司业绩有望实现高速增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：预计 2025 年公司 PE 低于可比公司平均 PE

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002466.SZ	天齐锂业	534	32.53	4.45	-3.00	1.52	2.27	7.3	-	21.4	14.4
002756.SZ	永兴材料	186	34.48	6.32	2.20	2.46	3.13	5.5	15.7	14.0	11.0
002096.SZ	易普力	140	11.25	0.51	0.60	0.72	0.83	22.0	18.7	15.6	13.5
002683.SZ	广东宏大	188	24.75	0.94	1.14	1.34	1.56	26.3	21.8	18.5	15.9
平均值								15.3	18.7	17.4	13.7
002497.SZ	雅化集团	143	12.38	0.03	0.26	0.80	1.35	354.8	46.9	15.4	9.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1. 除雅化集团数据来自开源证券研究所外，其余公司盈利预测与估值来自 Wind 一致预期；2. 估值数据以 2025 年 2 月 24 日收盘价为基准，并剔除负值。）

5、风险提示

(1) 宏观经济波动风险：公司锂产品下游主要应用于新能源产业，民爆产品主要应用于矿山、基建等领域，未来若宏观环境变化，或影响公司下游行业需求。

(2) 原材料或产品价格波动风险：锂产品在公司营收中占比较大，若锂价大幅波动，或对公司盈利水平造成影响。

(3) 安全和环保风险：公司锂业务的主要产品之一氢氧化锂纳入危险化学品进行管理，民爆产品具有易燃易爆的特性，在生产、配送、爆破服务一体化的过程中存在一定的安全风险。若发生意外安全事故，将造成财产、人员损失或者因安全事故造成的整改、停产等，可能对公司日常经营造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10125	8834	8395	10117	10504
现金	2953	3385	5935	2770	5644
应收票据及应收账款	1705	1350	123	2028	744
其他应收款	192	191	44	270	163
预付账款	435	242	173	382	383
存货	3154	2231	784	3195	2178
其他流动资产	1686	1435	1336	1473	1393
非流动资产	4521	5775	4850	5245	5821
长期投资	958	994	1080	1171	1269
固定资产	1810	1990	1167	1387	1744
无形资产	574	982	1029	1094	1180
其他非流动资产	1180	1809	1574	1592	1628
资产总计	14646	14609	13246	15362	16324
流动负债	2695	3027	1634	2994	2549
短期借款	296	1183	378	823	457
应付票据及应付账款	1140	888	496	1150	1189
其他流动负债	1258	957	760	1021	903
非流动负债	623	785	531	462	401
长期借款	291	477	224	154	93
其他非流动负债	332	308	308	308	308
负债合计	3318	3812	2166	3456	2950
少数股东权益	438	458	477	534	635
股本	1153	1153	1153	1153	1153
资本公积	2704	2792	2792	2792	2792
留存收益	7023	6526	6751	7376	8294
归属母公司股东权益	10891	10339	10603	11372	12739
负债和股东权益	14646	14609	13246	15362	16324

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1325	831	2935	-2785	4325
净利润	4631	45	323	984	1662
折旧摊销	173	242	226	250	304
财务费用	5	-49	5	7	20
投资损失	-52	-86	-49	-48	-60
营运资金变动	-3714	-387	2401	-3979	2398
其他经营现金流	282	1065	28	-0	0
投资活动现金流	284	-815	749	-596	-820
资本支出	169	621	-785	554	782
长期投资	638	-163	-86	-91	-98
其他投资现金流	-186	-31	50	49	59
筹资活动现金流	344	584	-1133	-203	-211
短期借款	273	886	-805	445	-366
长期借款	165	186	-253	-69	-61
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	135	88	0	0	0
其他筹资现金流	-229	-576	-75	-579	216
现金净增加额	1996	570	2551	-3585	3293

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14457	11895	7288	9737	13418
营业成本	8017	10294	5763	7605	10270
营业税金及附加	81	58	49	63	85
营业费用	62	67	144	149	176
管理费用	534	553	624	757	933
研发费用	162	154	137	173	221
财务费用	5	-49	5	7	20
资产减值损失	-121	-1167	-300	0	0
其他收益	58	295	103	121	144
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	52	86	49	48	60
资产处置收益	-2	-1	1	0	-0
营业利润	5520	22	389	1154	1917
营业外收入	7	7	6	7	7
营业外支出	14	6	16	16	13
利润总额	5513	22	380	1145	1911
所得税	882	-23	57	160	248
净利润	4631	45	323	984	1662
少数股东损益	93	5	19	57	101
归属母公司净利润	4538	40	304	927	1561
EBITDA	5634	266	542	1324	2147
EPS(元)	3.94	0.03	0.26	0.80	1.35

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	175.8	-17.7	-38.7	33.6	37.8
营业利润(%)	374.1	-99.6	1670.3	196.2	66.2
归属于母公司净利润(%)	384.5	-99.1	656.7	204.7	68.4
获利能力					
毛利率(%)	44.5	13.5	20.9	21.9	23.5
净利率(%)	31.4	0.3	4.2	9.5	11.6
ROE(%)	40.9	0.4	2.9	8.3	12.4
ROIC(%)	38.7	0.4	2.3	7.3	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	22.7	26.1	16.3	22.5	18.1
净负债比率(%)	-17.5	-12.9	-45.4	-12.5	-35.7
流动比率	3.8	2.9	5.1	3.4	4.1
速动比率	2.4	2.0	4.4	2.1	3.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.8	0.5	0.7	0.8
应收账款周转率	19.6	12.6	16.1	14.4	15.3
应付账款周转率	9.9	14.8	12.4	13.6	13.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.94	0.03	0.26	0.80	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	0.72	2.55	-2.42	3.75
每股净资产(最新摊薄)	9.45	8.97	9.20	9.87	11.05
估值比率					
P/E	3.1	354.8	46.9	15.4	9.1
P/B	1.3	1.4	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA	2.1	47.8	16.8	9.6	4.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn