

民爆为盾，锂盐为矛

2025 年 06 月 11 日

➤ **民爆和锂盐双轮驱动。**公司成立于 1952 年，历经国企改革、并购扩张。下属多家子公司布局民爆和锂盐业务，2025Q1 归母净利润 0.88 亿元，同比增长 446.7%，锂盐业务底部支撑强烈，民爆业务贡献稳定收益，两大业务远期成长性可期。

➤ **锂盐业务：资源量实现飞跃式，构建起公司业务的“矛”。**1) **行业：**随着澳矿陆续减停产，行业供给下修明显。当前 5.4 万元/吨的锂价（不含税）位于现金成本的 92%分位线，位于完全成本的 29%分位线，我们认为当前锂价已触底，行业成本支撑较强。2) **资源端：**资源端多渠道扩张，资源自给率 2025 年超过 25%。享有李家沟优先供应权，Kamativi 项目一二期共同实现年处理锂矿石 230 万吨，年产出锂精矿 35 万吨。未来有望扩产至年处理锂矿石 330 万吨。此外，公司通过参股或长协方式获得锂矿包销权，如 Kamativi、Pilgangoora、DMCC、Atlas 等。3) **冶炼端：**公司现有锂盐综合产能 9.9 万吨，包括氢氧化锂产能 6.3 万吨，碳酸锂产能 3.6 万吨。公司正在推进雅安锂业三期锂盐生产线建设项目，预计到 2025 年年底公司锂盐综合产能将达到近 13 万吨。4) **下游客户：**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。

➤ **民爆业务：矿山民爆服务带来新增长，铸就公司业务的“盾”。**1) **积极进行海内外并购重组：**2003 年收购了民爆业同行绵阳九安公司，后又相继收购三台巨能、旺苍化工等，进一步扩展国内民爆版图。2013 年收购了新西兰红牛火药及红牛矿服，自此走上海外并购之路。2) **国内受益川藏铁路动工：**公司地处四川，民爆业务覆盖四川、新疆、内蒙古、山西等 20 余个地区。作为雅安-林芝段最大的四川大型民爆企业，雅化区域优势充分受益。3) **响应“走出去”号召，矿山民爆两大主业融合发展：**公司在海外新西兰和澳洲有民爆布局的优势下，积极参股澳矿公司并投资澳矿项目，作为有丰富经验的老牌民爆企业，未来期望两大主业进行融合发展，力求做到矿山民爆一体化，共同发挥民爆优势和资源优势。。

➤ **投资建议：**雅化集团非洲自有锂矿即将放量，提升盈利能力，锂价触底，锂板块有望量价齐升，民爆业务产能持续扩张，并积极延伸产业链提高业务附加值，我们预计公司 2025-2027 年归母净利 5.8、9.7、12.5 亿元，对应 6 月 10 日收盘价的 PE 为 22、13 和 10 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锂价超预期下跌，产能释放不及预期，海外地缘政治风险。

推荐
维持评级
当前价格：
11.04 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 1.雅化集团 (002497.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：民爆贡献稳定业绩，期待自有锂矿放量-2025/04/30
- 2.雅化集团 (002497.SZ) 2023 年三季报点评：锂盐业务成本倒挂，期待自有矿放量-2023/10/30
- 3.雅化集团 (002497.SZ) 2023 年半年报点评：锂价下跌盈利能力大幅下滑，期待自有锂矿投产-2023/08/27
- 4.雅化集团 (002497.SZ) 事件点评：拿下龙头客户长单，产能消化有保障-2023/08/05

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,716	8,861	11,117	13,631
增长率 (%)	-35.1	14.8	25.5	22.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	257	576	970	1,251
增长率 (%)	539.4	124.1	68.3	29.0
每股收益 (元)	0.22	0.50	0.84	1.09
PE	49	22	13	10
PB	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 6 月 10 日收盘价）

目录

1 “锂盐+民爆”双轮驱动，两大主业攻守兼备	3
1.1 构建了锂盐和民爆产业“双主业”发展模式	3
1.2 业绩：民爆业务稳定，锂盐波动大	4
1.3 股权分散，员工持股计划激活员工动力	6
2 锂盐：资源量实现飞跃，构建起公司业务的“矛”	9
2.1 行业出清信号明显，拐点已至	9
2.2 多渠道资源端布局，锂盐产能充足释放	10
2.3 下游头部客户深度绑定，供应链长期稳定	15
3 民爆：矿山民爆服务带来新增长，铸就公司业务的“盾”	16
3.1 供给侧：供给侧改革持续，头部份额集中，电子雷管全面替代	16
3.2 需求侧：矿山开采需求持续增长，中西部地区托底，海外市场成为新增长点	19
3.3 公司紧跟“一带一路”，积极推进矿服一体化，受益川藏铁路，加速海外津巴布韦和澳洲市场开拓	22
4 盈利预测与投资建议	27
4.1 盈利预测与业务拆分	27
4.2 估值分析	28
4.3 投资建议	29
5 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	32

1 “锂盐+民爆”双轮驱动，两大主业攻守兼备

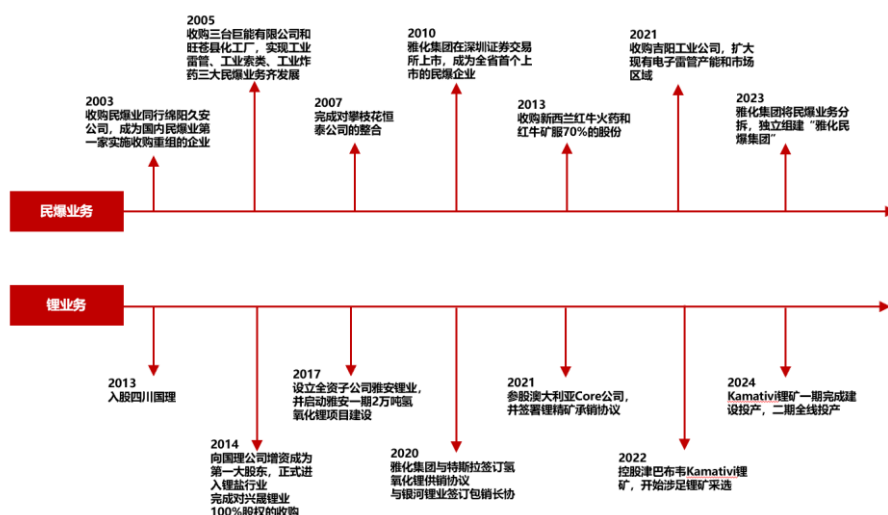
1.1 构建了锂盐和民爆产业“双主业”发展模式

“民爆+锂”双主业驱动，助力远期发展。四川雅化实业集团股份有限公司成立于1952年，是建国后最早建立的化工企业之一，历经国企改革、并购扩张，于2010年在深交所上市。公司是民爆行业的领先者，于2014年开始涉足锂盐行业，后不断并购扩张。现已形成民爆+锂盐双主业驱动的业务模式，且借助矿山资源优势，推进矿服一体化建设，共同助力公司远期成长。

民爆方面，2003年收购民爆业同行绵阳久安公司，成为国内民爆业第一家实施收购重组的企业。2005年，又收购了三台巨能有限公司和旺苍县化工厂两家公司，实现工业雷管、工业索类、工业炸药三大民爆业务齐发展。2007年完成对攀枝花恒泰公司的整合。2010年，雅化集团在深圳证券交易所上市，成为全省首个上市的民爆企业。2013年收购新西兰红牛火药及红牛矿服70%的股份，随后2016年在设立澳洲子公司，民爆业务进入海外市场。2021年收购吉阳工业公司，扩大现有电子雷管产能和市场区域。2023年，雅化集团将民爆业务分拆，独立组建“雅化民爆集团”，以促进两大主业独立发展。

锂盐方面，2013年雅化集团通过参股国理公司进入锂产业。2022年，雅化集团并购整合了津巴布韦kamativi锂矿，并开始矿山资源勘探、可选性试验研究。在国内，公司通过参股四川李家沟锂矿获得优先供应权；在澳洲、非洲和巴西等国家，公司通过参股或长协方式获得锂矿包销权，如Pilgangoora、DMCC、Atlas等。此外，公司还将继续在海外布局其他锂资源项目，不断提升锂矿权益产能，2025年原料自给率有望超过25%。公司锂业务主要涉及锂矿山开采、锂资源采购、锂盐产品生产与加工、锂产品销售与贸易等，广泛应用于新能源、医药和新材料等领域。

图1：公司重要发展历程



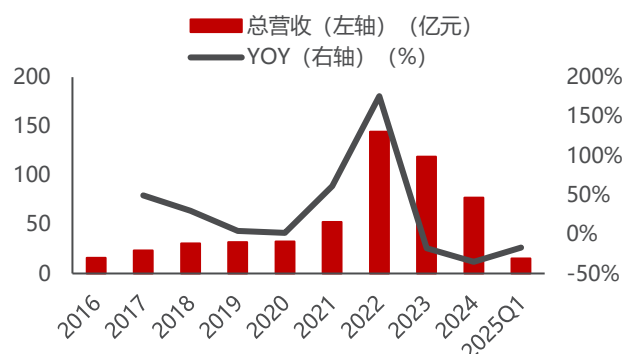
资料来源：公司公告，民生证券研究院

两大业务产能弹性均较为显著，成长性可观。民爆方面，雅化集团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。**锂业务方面**，公司现有锂盐综合产能 9.9 万吨，包括氢氧化锂产能 6.3 万吨，碳酸锂产能 3.6 万吨。其中雅安锂业 8 万吨产线位于四川省雅安市，国理公司 1.3 万吨产线位于四川省阿坝州，兴晟锂业 0.6 万吨产线位于四川省眉山市。公司正在推进雅安锂业三期锂盐生产线建设项目，预计到 2025 年年底公司锂盐综合产能将达到近 13 万吨。

1.2 业绩：民爆业务稳定，锂盐波动大

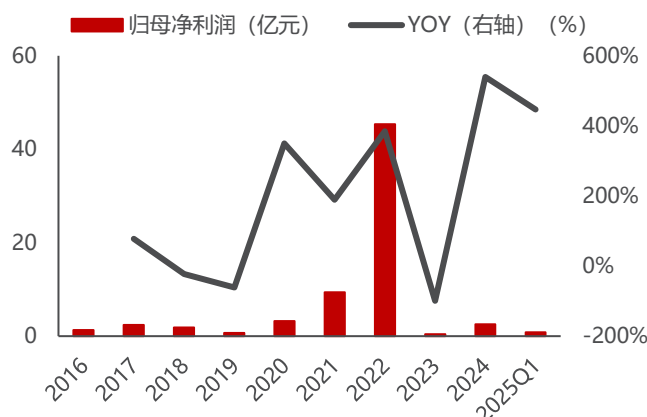
民爆业务收益稳定增长提供安全边际，锂盐成为公司主要收入来源。2016-2020 年，伴随着公司产能的稳定扩张，公司锂业务和民爆业务增长稳定，公司总营收也实现稳定增长，总营收从 2016 年的 15.8 亿元增长至 2020 年的 32.5 亿元，年化增长率为 19.8%。2021 年年中开始，由于国内新能源汽车的需求激增，带动锂盐价格持续上行，电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂分别由 2021Q2 的 8.9 万元/吨和 8.4 万元/吨上涨至 2022Q4 的 56.4 万元/吨和 55.2 万元/吨，助力公司锂盐业务营收实现快速增长。2021-2022 年，公司锂业务的营收分别为 24.7 亿元和 112.4 亿元，分别实现同比大增 265.9%和 355.6%。同时，锂业务营收占比也于 2021 年-2022 年分别达到 47.1%和 77.7%，接连创下历史新高，成为公司主要收入来源。锂业务的迅速增长带动公司总营收再上高峰，2021-2022 年，公司总营收分别为 52.4 亿元和 144.6 亿元，分别实现同比大增 61.3%和 175.8%。2023 年开始，由于锂盐价格的高价回落几近腰斩，公司锂业务板块营收下滑较为明显，2023 年营收为 83.0 亿元，同比下滑 26.1%，2024 年营收为 41.2 亿元，同比下滑 50.4%。而民爆业务板块较为稳定，2023-2024 年分别实现营收 34.0 亿元和 32.6 亿元，同比分别增长 12.2%和下滑 3.9%。总体来看，由于锂价的拖累，2023-2024 年公司总营收分别为 119.0 亿元和 77.2 亿元，同比分别下滑 17.7%和 35.1%。

图2：2025Q1 实现营收 15.4 亿元，同比下滑 17.0%



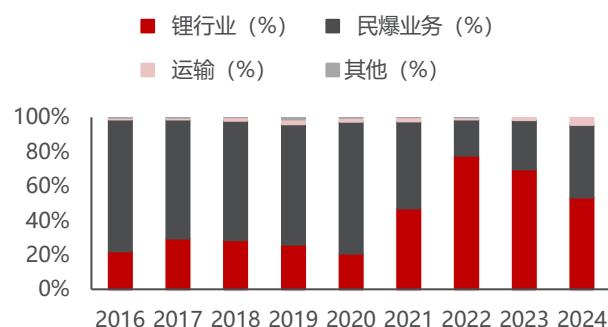
资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图3：2025Q1 归母净利润 0.8 亿元，同比增长 446.7%



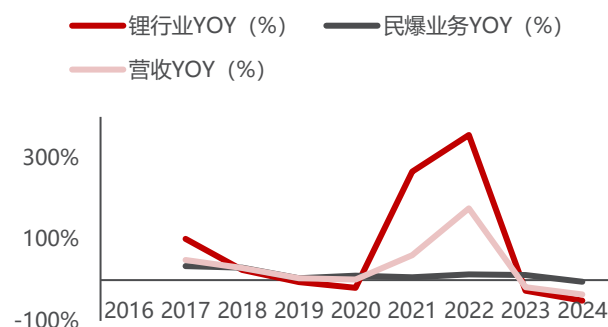
资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图4：2024 年锂业务营收占比下滑至 53%



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图5：2024 年锂行业营收同比-50%，总营收同比-35%

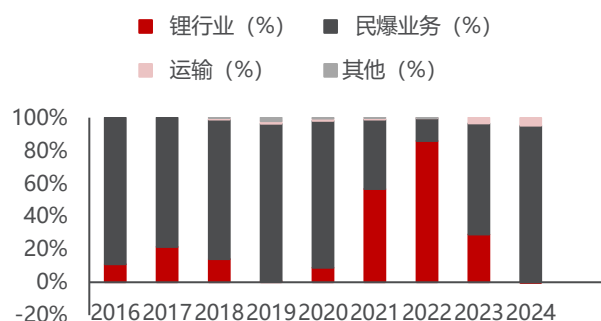


资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

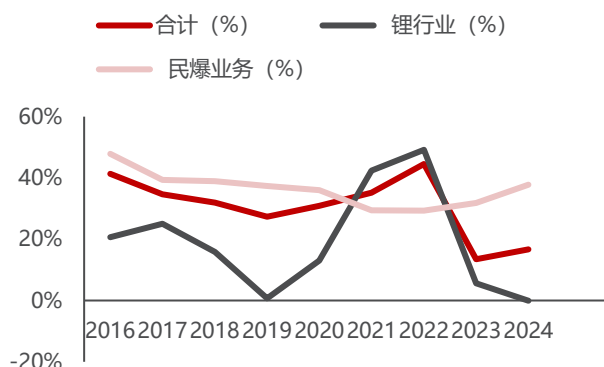
公司毛利率波动受锂行业影响大，24 年民爆业务带动毛利率上行。2016-2020 年，公司依赖民爆业务实现盈利，民爆业务毛利率稳定在 35%以上，且民爆业务的毛利占据公司的 75%以上，锂业务有小幅波动但毛利率仅有 25%以下。因此 2016-2020 年，公司毛利率的波动较小，基本维持稳定。2021 年开始，由于原料硝酸铵价格的上行，民爆业务毛利下滑至 7.8 亿元，同比-12.9%，毛利率为 29.4%，同比-6.6pct。但是由于新能源需求增长，锂业务的毛利占比在 2021 年提升至 56.6%，毛利率增长到 42.3%，且 2022 年持续上行，毛利占比提升至 85.8%，毛利率达到 49.2%的历史高位。锂业务的毛利率上行助力公司整体毛利率 2021 年达到 35.2%，2022 年持续上行到 44.5%。2023 年开始，锂行业处于下行周期，毛利率再次回落，2023 年锂业务的毛利率仅为 5.6%，同比-43.6pct，拖累公司毛利率降至 13.5%，同比-31.1pct。2024 年，锂行业的毛利率仅为-0.1%，同比-5.7pct，民爆行业由于原料硝酸铵价格的下行，毛利率上涨至 37.8%，公司总体毛利率在民爆的带动下为 16.7%，同比+3.2pct。

图6：2024 年锂业务毛利 -0.03 亿元，同比下滑 100.6%


资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图7：2024 年锂业务毛利占比下滑至-0.2%


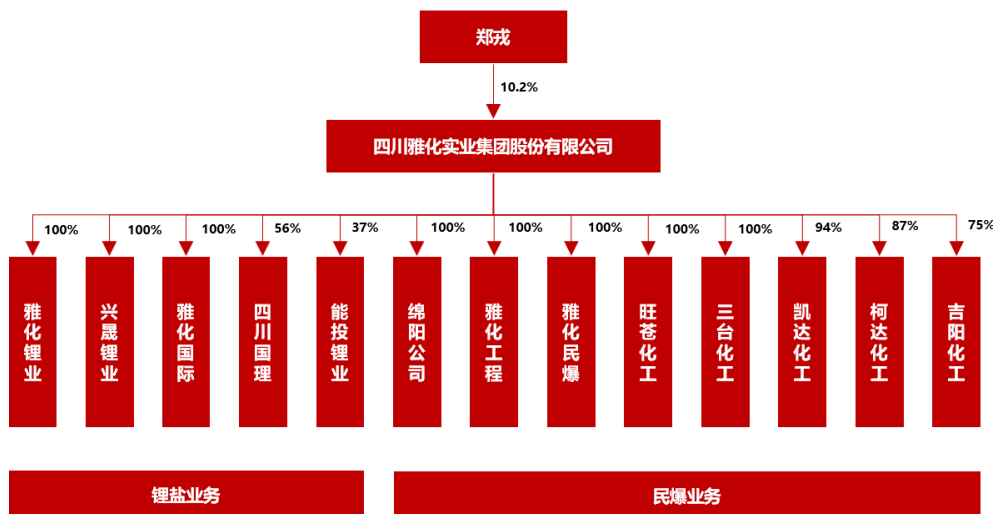
资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图8：2017-2024 年公司分业务毛利率 (%)


资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

1.3 股权分散，员工持股计划激活员工动力

郑戎女士为公司实控人和第一大股东。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。郑戎从1971年起便进入雅安化工厂工作，从车间工人做起，熟知生产一线工作，从2001年开始任职董事长，可以说公司坚守民爆并战略性驶入锂盐赛道都离不开以郑戎为主的领导层的战略高度和果断决策。

图9：公司股权结构（截止 2024 年公司年报）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

发布员工持股计划，促进个人利益与公司发展的共同成长。公司分别于 2025 年 1 月 16 日、2025 年 2 月 13 日召开第六届董事会第五次会议和第六届监事会第四次会议、2025 年第一次临时股东大会，审议通过了《关于审议公司<2025 年员工持股计划（草案）>及其摘要的议案》《关于审议公司<2025 年员工持股计划管理办法>的议案》和《关于提请股东大会授权董事会办理公司 2025 年员工持股计划相关事宜的议案》，2025 年 3 月 3 日，公司 2025 年员工持股计划专用证券账户已在中国证券登记结算有限责任公司完成证券账户的开立工作。参加持股计划的员工总人数不超过 57 人，其中公司董事（不含独立董事）、高级管理人员为 9 人。公司全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%，单个员工所持持股计划份额所对应的股票总数累计不得超过公司股本总额的 1%，受让公司回购的股票数量上限为 10,000,054 股，占公司当前总股本的 0.87%，受让价格为 6.44 元/股。员工持股计划的考核年度为 2025 及 2026 年两个会计年度，每个会计年度考核一次，2025 年考核目标为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%；2026 年考核目标为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%。员工持股计划有助于实现公司、股东、员工利益的一致目标，进一步完善公司治理结构，建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，员工通过创造价值，实现个人财富与公司发展的共同成长。

表1：员工持股计划考核目标

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：ifind，公司公告

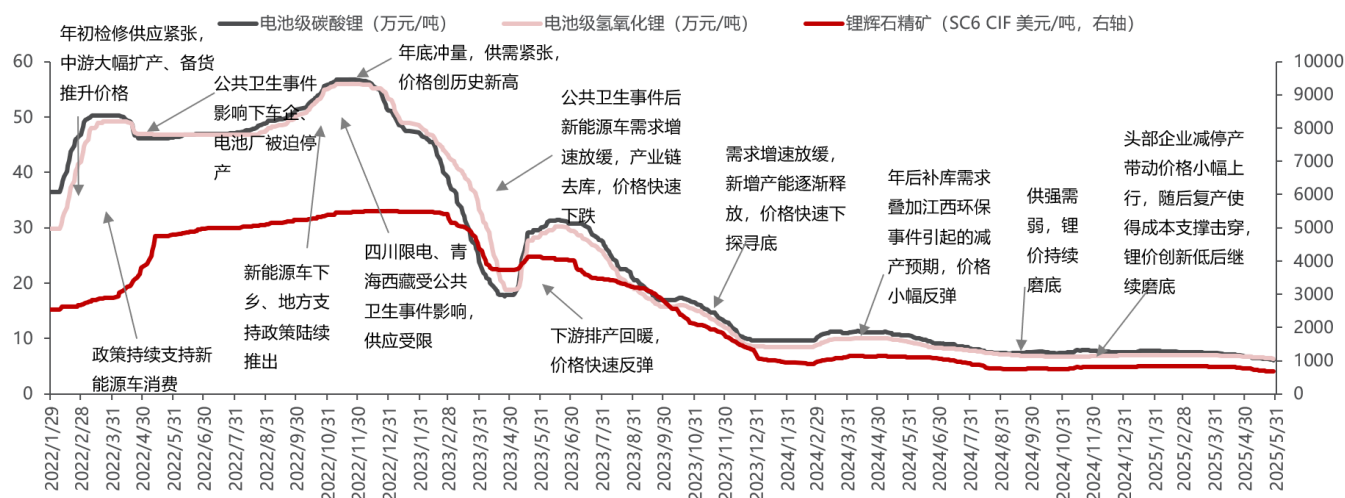
2 锂盐:资源量实现飞跃, 构建起公司业务的“矛”

2.1 行业出清信号明显, 拐点已至

底部信号明显, 行业拐点来临, 静待行业进一步出清。矿山的减停产动作是行业见底的重要信号, 随着澳矿陆续减停产, 行业供给下修明显, 需求端国内新能源车、储能有望继续保持快速增长, 中性假设下, 我们预计 2025-2027 年锂供给分别为 166.8/201.0/225.6 万吨 LCE, 过剩量分别为 11.8/12.6/3.2 万吨 LCE。相对澳矿出清之前, 行业格局明显改善。若需求略超预期或行业出清超预期, 有望迎来行业反转。

锂价位于底部区间, 具备向上弹性。2024H2 锂价跌至 7-8 万左右时, 澳矿陆续出现减停产动作, 锂价很难继续下跌, 显示出行业的成本支撑位。根据我们绘制的 2025 年全球锂行业成本曲线, 2025 年锂行业总需求对应的现金成本为 6.0 万元/吨 LCE, 完全成本为 8.0 万元/吨, 当前 5.4 万元/吨的锂价 (不含税) 位于现金成本的 92%分位线, 位于完全成本的 29%分位线, 我们认为目前锂价已处于底部区间, 锂价向上弹性出现。

图10: 电池级碳酸锂价格、电池级氢氧化锂价格和锂辉石精矿价格



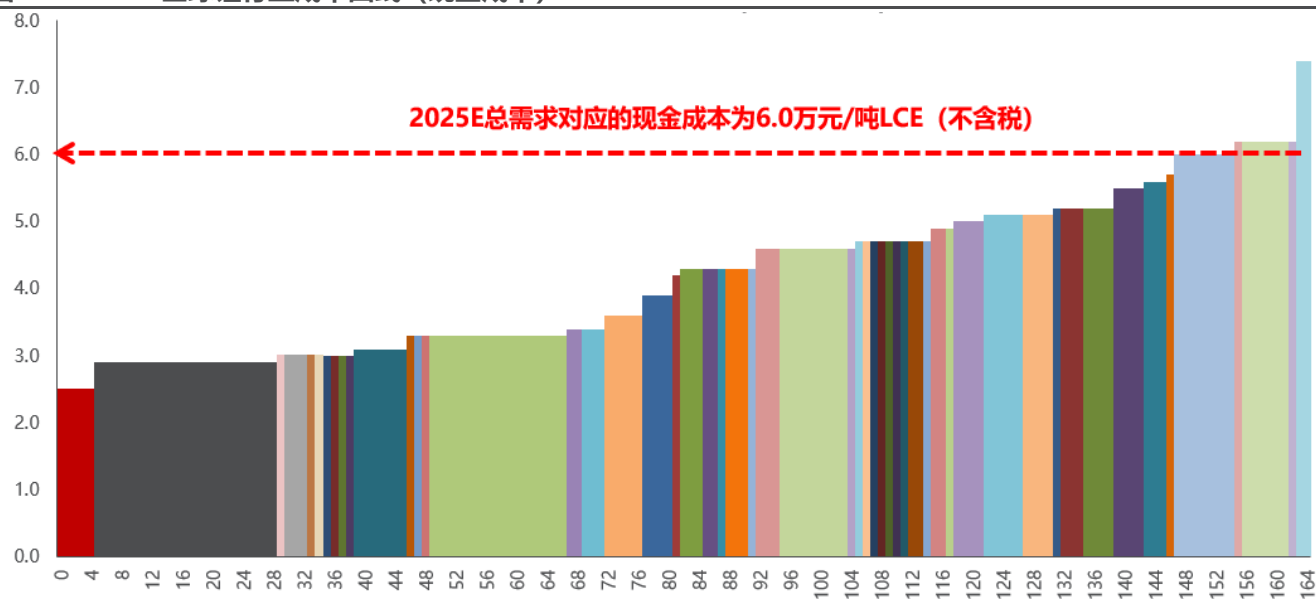
资料来源: SMM, 民生证券研究院

表2: 全球锂行业供需平衡预测

指标	单位	2024	2025E	2026E	2027E
全球总供给	万吨 LCE	139.1	166.8	201.0	225.6
yoy	%		19.9%	20.5%	12.3%
全球总需求	万吨 LCE	126.5	155.1	188.4	222.4
yoy	%		22.6%	21.5%	18.1%
供需平衡	万吨 LCE	12.6	11.8	12.6	3.2
过剩或短缺/总需求	%	10.0%	7.6%	6.7%	1.4%

资料来源: 各公司公告, SMM, 民生证券研究院预测

图11：2025E 全球锂行业成本曲线（现金成本）



资料来源：民生证券研究院预测，注：横轴为累计供给量

2.2 多渠道资源端布局，锂盐产能充足释放

2.2.1 权益矿开始大幅放量，包销矿量稳中有增

公司在国内外通过多种渠道储备锂资源，权益矿大幅放量。在国内，公司通过参股四川李家沟锂矿获得优先权；在澳洲、非洲和巴西等国家，公司通过参股或长协方式获得锂矿包销权，如 Kamativi、Pilgangoora、DMCC、Atlas 等。此外，公司还将继续在海外布局其他锂资源项目，不断提升锂矿自给率。

表3：公司权益资源量

合作方	矿山状态	获取方式	详情	合同起止日期
李家沟锂辉石矿	在产	参股，优先供应权	拥有李家沟锂辉石矿优先供应权。李家沟矿区氧化锂资源量约 51 万吨，氧化锂平均品位 1.3%，设计产能为计划每年生产 18 万吨锂精矿。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。	2013 年开始
卡玛蒂维 Kamativi	在产	控股，60%矿权	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	2022 年开始

			塔贝莱兰省境内的 Kamativi 矿区锂锡钽铌钼等伟晶岩多金属矿的 100%矿权。
EFE 公司	勘探	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	勘探	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, 民生证券研究院

表4: 公司包销资源量

合作方	矿山状态	获取方式	详情	合同起止日期
Core 公司	24Q2 停产, 2025 年 5 月 12 日与雅化解除承购协议	参股, 包销	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。2025 年 5 月 12 日, 雅化国际与锂业发展签署《和解、终止与解除契约》。	2022.10-2025.5.12
ABY 公司	停产	参股, 承购	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。	2023-2027.12.31
Arcadium 公司	在产	包销	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。	2021-2025.12
Pilgangoora 公司	在产	包销	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	2024.1.1-2026.12.31

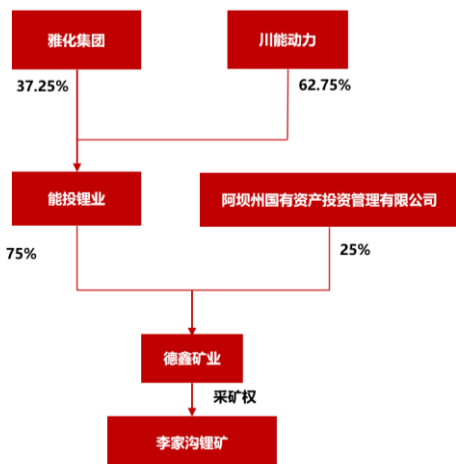
			司供应锂辉石精矿 2-8 万吨，2025 年至 2026 年期间每年均向公司供应锂辉石精矿 10-16 万吨。	
			①2023 年与 DMCC 公司签订锂辉石矿承购协议，每年提供至少 50 万吨锂辉石 DSO 矿产品，4 年合计 200 万吨。	
DMCC 公司	在产	包销	②2024 年与 DMCC 公司签订 5 年锂辉石精矿承购和销售协议，根据协议约定，2024 年交付第一批产品，数量不少于 1.5 万吨锂辉石精矿，将在第四季度发运；2025 年至 2028 年每年交付的数量均不少于 12.5 万吨锂辉石精矿。	2024-2028

资料来源：公司公告，民生证券研究院

李家沟锂矿和 Kamativi 锂矿为公司最重要权益资源。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。

拥有李家沟 27.9%股权，享有优先供应权。1) 股权结构：德鑫矿业拥有李家沟锂矿的采矿权。德鑫矿业由四川能投锂业（75%）和阿坝州国有资产投资管理公司（25%）共同持股，而能投锂业由雅化锂业（37.25%）和川能动力（62.75%）共同持股。**2) 资源禀赋：**李家沟锂辉石矿床位于四川省金川县，属于川西甘孜-松潘造山带，是著名的可尔因稀有金属矿田的一部分。矿区面积为 3.878 平方公里，锂矿保有矿石资源储量为 3881.2 万吨，氧化锂资源储量为 51 万吨，平均品位为 1.3%。**3) 产能产量：**由于 2024 年夏季降雨量强度大、降雨时间长，矿区多处出现道路塌陷、泥石流等自然灾害，对项目建设进度造成了一定影响。目前，李家沟锂矿项目主体工程已基本建成，正在开展采-选-尾联动试运行的工作，在项目整体试生产推进顺利的情况下，预计 2025 年内达到设计产能，年处理原矿 105 万吨，年生产锂精矿约 18 万吨。**4) 权益：**根据协议约定，李家沟锂矿日后开采、加工的锂精矿将优先满足公司控股子公司国理公司的生产供应。

图12：李家沟锂矿股权结构



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

表5：李家沟锂矿的资源量

矿山名称	资源种类	地区	矿石储量	氧化锂储量	矿石品味	原矿设计产能	精矿设计产能
李家沟	锂辉石	中国四川	3881.2 万吨	51 万吨	1.30%	105 万吨/年	18 万吨/年

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

拥有 Kamativi 锂矿 60%股权，爬坡后有望成为公司主要矿源。

1) 股权结构：KMC 持有其 100%矿权，四川 PD 科技集团（普得科技）持有 KMC 85%的股权，兴晟锂业持有普得科技 70.59%股权，雅化集团全资控股兴晟锂业。

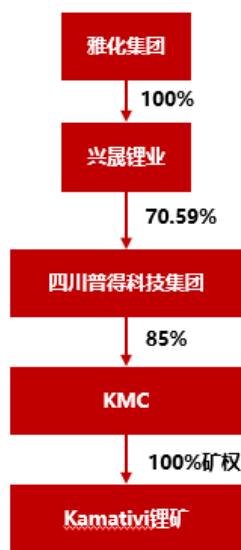
2) 资源禀赋：根据《津巴布韦北玛塔贝莱兰省 Kamativi 矿区锂矿勘探报告》最新数据显示：截止 2024 年 5 月，Kamativi 多金属矿已勘探区内探获探明+控制+推断矿石量 2,421.5853 万吨，锂矿物（Li₂O）资源量 30.4026 万吨，折合碳酸锂当量为 75.0944 万吨，勘探结果相比 2022 年公告时的历史勘探矿石资源量增加 599.5853 万吨。

3) 产能产量：Kamativi 锂矿项目分为两期建设，一期已于 2024 年 4 月实现全线达产稳定运营。二期于 2024 年 11 月 14 日全线投产，一二期共同实现年处理锂矿石 230 万吨，年产出锂精矿 35 万吨。未来，Kamativi 项目将扩产至年处理锂矿石 330 万吨，年产出锂精矿产能近 50 万吨。

4) 区位优势：Kamativi 地处北马塔贝莱兰省西部，周边地形多样，有丘陵、山谷和沼泽等地貌。该地区有几条小河流穿过，其中 Gwayi 河是该省的一个重要地理特征，它从 Kamativi 南部流过。该地区属于热带草原气候，年均降雨量适中，有利于矿产资源的开采和植被的生长。

5) 交通优势：矿区西南约 40 公里处有铁路专线和货场，铁路可通位于哈拉雷的港口。这为矿石的运输提供了便利，降低了运输成本。Kamativi 距离省会布拉瓦约 290 公里，公路交通相对便利，可以方便地将矿产品运输到其他地区。

图13: Kamativi 锂矿股权结构



资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

图14: Kamativi 锂矿地理位置优越



资料来源: google 地图, 民生证券研究院

表6: Kamativi 锂矿的资源量

矿山名称	资源种类	地区	矿石储量	氧化锂储量	氧化锂平均品味	折 LCE 储量
Kamativi 锂矿	锂辉石	津巴布韦	2421.5853 万吨	30.4026 万吨	1.26%	75.0944 万吨

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

2.2.2 锂盐产能远期规划 17 万吨, 资源自给率持续上升

2025 年建成一条 3 万吨产线, 年底产能近 13 万吨。公司现有锂盐综合产能 9.9 万吨, 包括氢氧化锂产能 6.3 万吨, 碳酸锂产能 3.6 万吨。其中雅安锂业 8 万吨产线位于四川省雅安市, 国理公司 1.3 万吨产线位于四川省阿坝州, 兴晟锂业 0.6 万吨产线位于四川省眉山市。公司正在推进雅安锂业三期锂盐生产线建设项目, 预计到 2025 年年底公司锂盐综合产能将达到近 13 万吨。

表7: 公司锂盐产能弹性较大 (万吨)

基地名称	产品类型	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
四川兴晟	氢氧化锂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
四川国理	碳酸锂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
四川国理	氢氧化锂	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
四川国理	氯化锂	0.4	0.4	0.4	0.4	0	0
雅安锂业	氢氧化锂	2	2	5	5	8	8
雅安锂业	碳酸锂				3	3	3
合计 (万吨)		4.3	4.3	7.3	10.3	12.9	12.9

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表8：公司分锂盐类型产能规划

锂盐类型	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
氢氧化锂	3.3	3.3	6.3	6.3	9.3	9.3
碳酸锂	0.6	0.6	0.6	3.6	3.6	3.6
氯化锂	0.4	0.4	0.4	0.4	0	0
合计 (万吨)	4.3	4.3	7.3	10.3	12.9	12.9

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

2025 年资源自给率预计提升。根据公司产能扩张计划，预计 2025 年公司产能达到近 13 万吨。同时，公司向上游布局，拥有李家沟锂矿的优先供应权和 Kamativi 锂矿 60%的股权，伴随着资源端的新项目扩建爬坡，预计 2025 年自有资源量达到 3.3 万吨 LCE，同比大幅增长 262%，资源自给率将超过 25%，创历史新高，相较于 2024 提升 16pct。远期来看，资源自给率仍有进一步提升空间，公司资源及盈利空间有充足保障。

表9：公司资源自给率在 2025 年预计达到 25%以上

合作方	获取方式	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
李家沟锂辉石矿	参股，优先供应权 (万吨精矿)				1.4	5.0	5.0
Kamativi 锂矿	控股，60%矿权 (万吨精矿)			0.9	5.8	21.0	30.0
	自有资源 (万吨精矿)	0.0	0.0	0.9	7.2	26.0	35.0
	自有资源 (万吨 LCE)	0.0	0.0	0.1	0.9	3.3	4.4
	锂盐产能 (万吨 LCE)	4.3	4.3	7.3	10.3	12.9	12.9
	资源自给率	0%	0%	2%	9%	25%	34%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

2.3 下游头部客户深度绑定，供应链长期稳定

公司高品质锂盐产品在锂行业具有国际影响力和市场地位，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。截至 2024 年，公司头部客户营收占比达到 90%。公司与 TESLA 的电池级氢氧化锂长协 2021 年-2025 年合同总金额 561,061.6 万元，2023-2030 年交易数量在 20.7 万吨-30.1 万吨。

表10：重要客户供货协议

客户	产品	协议
特斯拉	碳酸锂	2024 年 6 月，雅安锂业与 Tesla 签订碳酸锂供货协议，协议约定 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。
	氢氧化锂	2020 年 12 月 29 日，雅安锂业与 Tesla 公司签订电池级氢氧化锂供货合同，约定从 2021 年起至 2025 年，Tesla 向雅安锂业采购价值总计 6.3 亿美元~8.8 亿美元的电池级氢氧化锂产品。2023 年 7 月，雅安锂业与特斯拉在原协议的基础上修订并延长原协议，双方共同签署《修订和重述的电池原材料

		料生产定价协议》。协议有效期为 2023 年 8 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日。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，各年度数按照协议约定执行。
宁德时代	氢氧化锂和碳酸锂	2024 年 9 月 4 日，雅安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。
	氢氧化锂	2023 年 8 月雅安锂业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。
LGC	氢氧化锂	2023 年 2 月，公司下属全资子公司雅安锂业与 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。
爱思开	氢氧化锂	雅安锂业确保从 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日向爱思开逐年递增提供产品，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
LGES	氢氧化锂	雅安锂业与 LGES 签订了 2021-2023 年电池级氢氧化锂《采购协议》，约定在 2021 年至 2023 年期间向 LGES 提供单水氢氧化锂产品。后续，双方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，签订了补充协议，约定 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间雅安锂业向 LGES 销售的产品数量合计不超过 30,000 吨。

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

3 民爆：矿山民爆服务带来新增长，铸就公司业务的“盾”

3.1 供给侧：供给侧改革持续，头部份额集中，电子雷管全面替代

政府明确指出鼓励并购重组。根据《民爆行业“十四五”安全发展规划》，民爆行业集中度进一步提升，形成 3-5 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（集团）。同时要求到 2025 年末，全国民爆企业 CR10 的行业集中度由 2020 年的 49%提升至 60%及以上、生产企业（集团）数量由 2020 年的 76 家下降至 50 家及以下，混装炸药许可产能占比提升至 35%及以上，行业龙头规模优势显著，预计未来充分受益并购整合。

表11：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

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及以上达标率（%）	—	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）	> 10000	≥12000	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：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，民生证券研究院

2024 年民爆行业集中度持续提高。行业排名前 20 家民爆生产企业集团合计生产总值达 347 亿元，约占行业总产值的 83%，所占比例比 2023 年增长约 2 个百分点；行业排名前 20 家民爆生产企业集团合计炸药产量达 387 万吨，约占行业总产量的 86%，所占比例比 2023 年增长约 3 个百分点；工业雷管生产企业集团仅有 22 家，总产量为 6.72 亿发，其中电子雷管产量占比为 95%；行业排名前 20 家民爆生产企业集团合计爆破服务收入达 349 亿元，约占行业爆破服务收入的 99%。

表12：2024 年生产集团生产总值 CR20 占比和工业炸药年产量 CR20 占比均达到 80%以上

生产总值 CR20			工业炸药年产量 CR20	
	集团名称	生产总值 (亿元)	集团名称	年产量 (万吨)
1	北方特种新能源	52.37	北方特种新能源	57.54
2	易普力	37.73	易普力	50.64
3	广东宏大	29.05	广东宏大	39.32
4	雅化集团	25.29	保利联合	31.41
5	保利联合	23.13	雅化集团	23.98
6	生力民爆	22.99	生力民爆	22.43
7	云南民爆	19.58	云南民爆	21.89
8	隆烨化工	18.37	凯龙化工	19.63
9	凯龙化工	17.76	江西国泰	15.99
10	前进民爆	14.21	隆烨化工	15.09
11	江西国泰	13.38	雪峰科技	11.95
12	雪峰科技	12.28	海峡科化	11.53
13	金奥博科技	10.70	中煤平朔	10.52
14	海峡科化	9.49	盛安化工	10.41
15	新联民爆	7.93	前进民爆	10.02
16	山西省民爆集团	7.93	新联民爆	8.07
17	壶化集团	6.94	山西省民爆	7.34
18	石油射孔器材	6.01	准格尔能源	6.84
19	中煤平朔	5.85	金奥博科技	6.63
20	盛安化工	5.81	东神化工	5.75
CR20 生产总值 (亿元)		346.77	CR20 工业炸药年产量 (万吨)	387.00
行业总产值		416.95	行业总产量	449.37
2024 年 CR20 占比		83.17%	2024 年 CR20 占比	86.12%

资料来源：中国民爆信息网，民生证券研究院

实施雷管产能置换政策，显著压缩工业雷管产能及供给量。国家要求 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他工业雷管工作要求，按期对普通工业雷管实施停产，停售。到 2025 年底，推进重组整合；优化产品结构，严格执行工业雷管减量置换为工业数码电子雷管；推动企业转型。根据

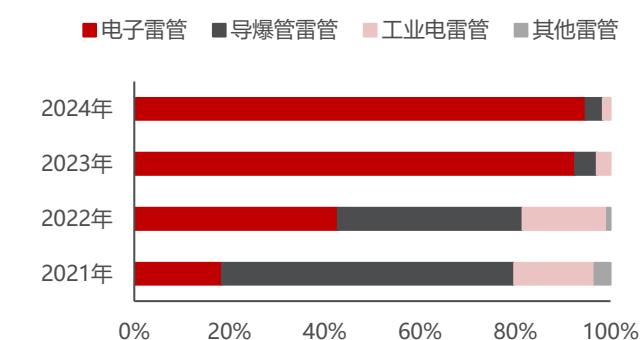
中国民爆信息网数据，电子雷管的产量占比从 2021 年的 18%增加至 2024 年的 95%，已经实现产能的全面置换。相关政策有效刺激了工业雷管向电子雷管的产能置换，有助于实现落后产能升级和供给侧结构性优化。

表13：工信部发布电子雷管相关政策

发布时间	政策名称	发布单位	内容
2021 年 12 月	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	工信部	到 2025 年底，推进重组整合；优化产品结构，严格执行工业雷管减量置换为工业数码电子雷管；推动企业转型。
2022 年 7 月	《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	工信部	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他工业雷管工作要求，按期对普通工业雷管实施停产，停售。

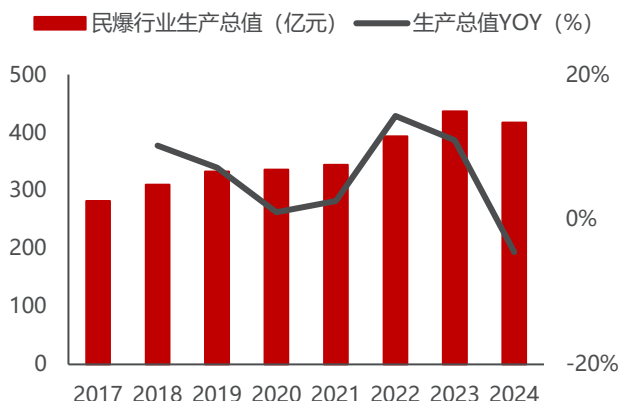
资料来源：工信部，民生证券研究院

图15：电子雷管实现全面替代

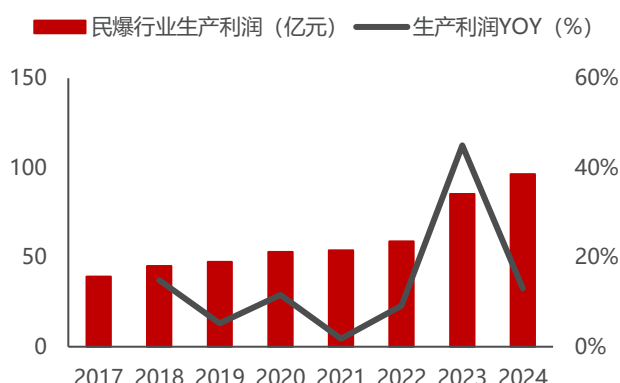


资料来源：中国民爆信息网，民生证券研究院

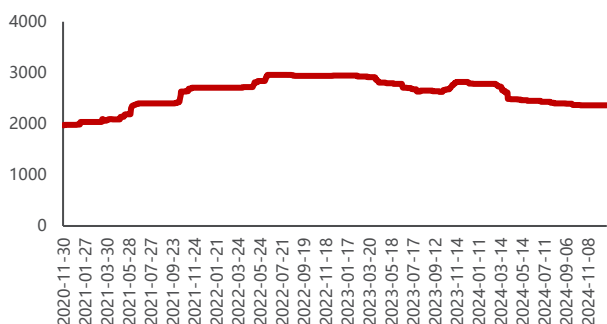
民爆生产总值因集中度增加有所下滑，利润持续净增长。2017-2024 年，民爆行业生产总值从 281.63 亿元提升至 416.95 亿元，CAGR 达到 5.8%。国家要求 2022 年 8 月起全面使用电子雷管，替代普通雷管，导致传统雷管产能淘汰，叠加政策驱动行业集中度提高，行业生产总值有所下滑，2024 年同比下降 4.5%。根据中国民爆信息网数据，2024 年，硝酸铵均价为 2498 元/吨，同比下滑 10%，民爆行业成本下滑，民爆生产企业利润达到 96.39 亿元，净增长 11.12 亿元，同比增长 13%。

图16：民爆行业生产总值及同比增速


资料来源：中国民爆信息网，民生证券研究院

图17：民爆行业生产企业利润及同比增速


资料来源：中国民爆信息网，民生证券研究院

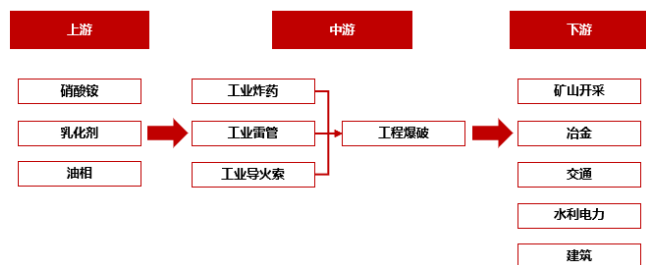
图18：2024 年硝酸铵均价同比下滑 10%


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.2 需求侧：矿山开采需求持续增长，中西部地区托底，海外市场成为新增长点

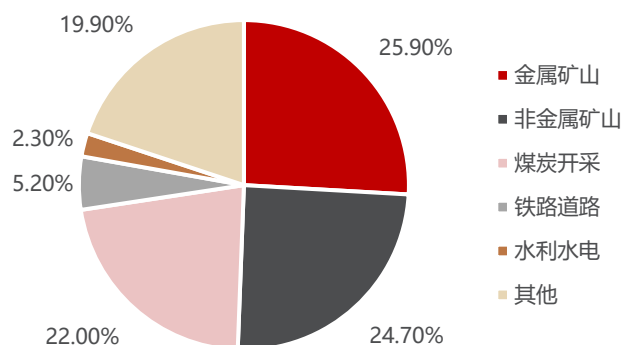
矿山开采占总需求的 70%以上，矿山开采固定资产投资累计增长。从民爆行业产业链来看，民爆行业上游主要包括硝酸铵、乳化剂等炸药原材料；中游主要为民爆产品（主要包括工业炸药、雷管、导索）的生产和销售以及爆破服务；下游主要为矿山开采、交通道路、水利水电等领域。根据华经产业研究院数据显示，2020 年民爆行业下游应用占比来看，矿山开采（金属矿山+非金属矿山+煤炭开采）是民爆行业目前的主要需求，占比达到 73%，基建（交通道路+水利水电）合计占比为 7.5%。近年来民爆行业总体随矿石开采、基建需求呈现稳健增长。2025 年 1-2 月，黑色金属矿、有色金属矿、非金属矿采选业固定资产投资额累计同比分别变动 +453%/+100%/141%。煤炭是我国第一大能源消费。《“十四五”现代能源体系规划》中明确指出，要加强煤炭安全托底保障。受全球能源紧张和煤炭保供政策影响，2025 年 1-2 月，煤炭开采业固定资产投资累计同比增长 37%。

图19：民爆产业链



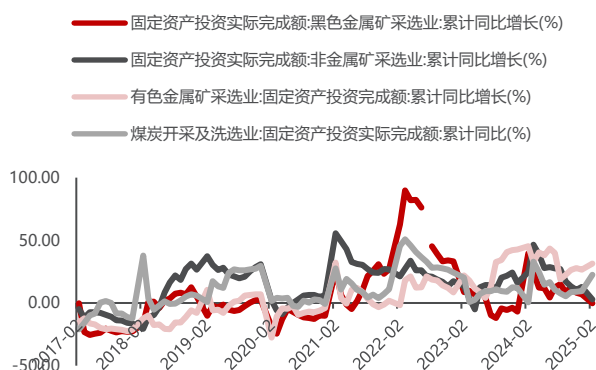
资料来源：中国民爆信息网，民生证券研究院

图20：2020年民爆行业下游应用中矿山开采占比73%



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图21：金属矿采选业投资加速



资料来源：ifind，民生证券研究院

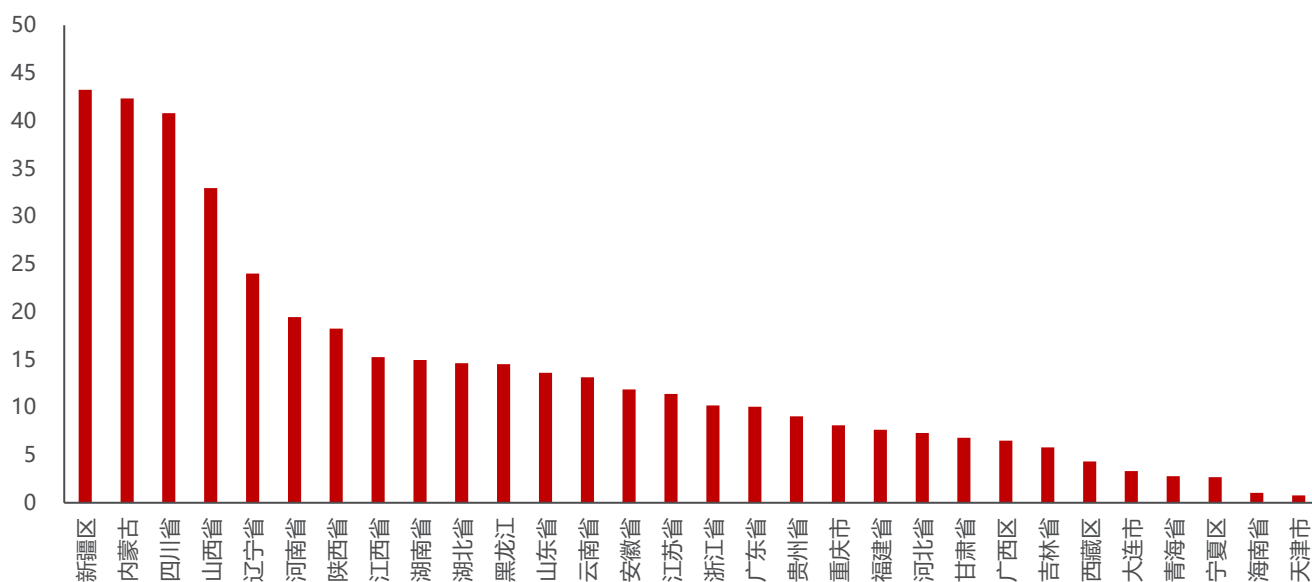
3.2.1 国内：民爆市场区域性强，中西部等地区需求持续旺盛

民爆行业具有区域性特点，中西部等地区民爆需求持续旺盛。民爆器材具有易燃、易爆、高危等特点，运输风险较高，区域性特征显著。相较于东部沿海、长三角、珠三角等经济发达地区对民爆产品的需求量呈现下降趋势；中西部等经济欠发达，且资源丰富，基建需求旺盛的地区，对民爆器材的需求明显旺盛。2024年，民爆生产总值前四为新疆、内蒙古、四川、山西，生产总值分别为43.2、42.3、40.8、32.9亿元，CR4占比高达38%。

国家大力支持战略性矿产勘查开采。《自然资源部关于完善矿产资源规划实施管理有关事项的通知》指出加强能源资源基地和国家规划矿区建设，布局一批重大勘查开采项目，优先保障战略性矿产勘查开采，在矿业权出让、开采总量调控指标、资金安排、用地保障以及相关产业政策等方面给予大力支持。支持大型矿产资源企业发挥领军作用，整合资源勘查开采，推动新建、改扩建一批大中型矿山，加快在建矿山达产达效，构建以大中型矿山为主体的开发格局。

新疆作为民爆生产总价值第一的地区，煤炭产业发展刺激民爆需求。《国家中长期能源发展战略规划纲要(2021—2035 年)》《国家“十四五”现代能源体系规划》《国家“十四五”煤炭清洁开发与利用规划》明确统筹推进蒙西、蒙东、陕北、山西、新疆五大煤炭供应保障基地建设。为充分发挥新疆煤炭资源富集优势,做好煤炭资源开发利用这篇大文章,统筹服务国家能源安全和新疆自身发展对煤炭的需求。国家定位新疆为“三基地一通道”(煤炭、油气、新能源基地及能源运输通道),并通过《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设实施方案》等政策加速产能释放。国家给予新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设,煤炭产能达到 4.6 亿吨/年以上,煤炭产量 4 亿吨以上。

图22：中西部地区民爆生产总价值位居全国前列（亿元）



资料来源：《民爆行业经济运行分析报告（2020 年）》，公司公告，民生证券研究院

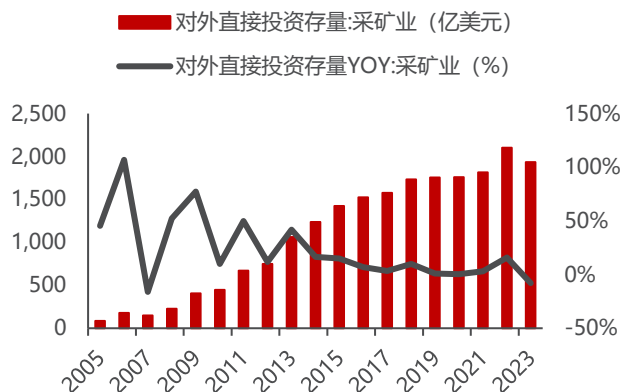
3.2.2 海外：跟随“一带一路”脚步，出海正当时

出海趋势明显，“一带一路”打开国内民爆企业业务增量空间。截至 2023 年底，我国已与 152 个国家、32 个国际组织签署了 200 多份共建“一带一路”合作文件，覆盖我国 83% 的建交国。对外承包工程方面，商务部数据显示，2025 年 1-2 月，我国企业在共建“一带一路”国家非金融类直接投资 396.1 亿元，同比增长 18.8%。对外承包工程方面，我国企业在共建“一带一路”国家新签承包工程合同额 2219.2 亿元，同比增长 35%。

“一带一路”矿产资源丰富，对外投资潜力巨大。根据《我国重要能源矿产资源境外投资质量与水平提升路径及对策研究》和《“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征与潜力分析》文献资料，“一带一路”沿线重要固体矿产资源较丰富，与中国的互补性比较强，因此，与沿线国家开展这些重要固体矿产资源的勘查开发合作将有助于缓解国内部分大宗矿产资源紧缺的局面。中国采矿业对外直接投资

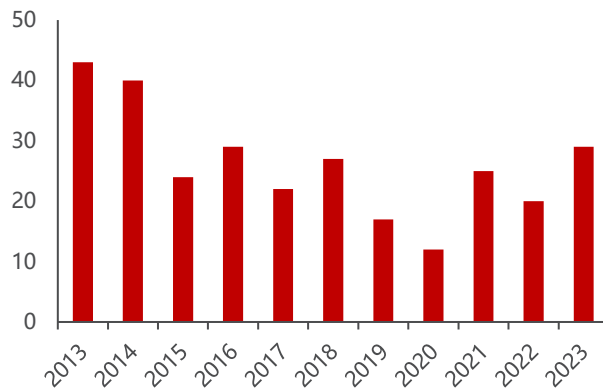
量持续攀升，2023 年达 1935 亿美元，直接投资并购企业基数稳定，且“一带一路”沿线国家矿产资源储量丰富，消费量占比超过世界总量 50%，未来中国企业对外投资潜力巨大。

图23：中国:对外直接投资存量:采矿业和同比增速



资料来源：中国民爆信息网，民生证券研究院

图24：对外直接投资并购起数:采矿业（起）



资料来源：ifind，中爆协，民生证券研究院

表14：“一带一路”沿线重要固体矿产资源的储能，产量及消费量情况

矿种	单位	储量	储量占世界比例 (%)	产量	产量占世界比例 (%)	消费量	消费量占世界比例 (%)
铜	万吨	23269	32.3	486.4	26.3	14502	63.7
金	吨	16400	26.1	1008	33.6	2430	71.1
镍	万吨	1850	23.1	104.2	41.2	84.2	49.7
铝土矿	亿吨	53	18.9	1.14	41.7	1.4	50
铁矿石	百万吨	67800	35.7	631	28.6	1400	73.7
铅	万吨	2976	33.4	261.4	55.5	572.8	56.1
锌	万吨	5200	26	607	45	856.6	62.6
锡	万吨	307	63.9	5.95	22	23.6	85
钾盐	百万吨	2582	69.8	18.99	55	26	64
磷矿	亿吨	112.2	16.3	1.4	62	1.4	72

资料来源：陈喜峰《“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征与潜力分析》，民生证券研究院

3.3 公司紧跟“一带一路”，积极推进矿服一体化，受益川藏铁路，加速海外津巴布韦和澳洲市场开拓

3.3.1 积极推进并购重组，电子雷管产销连续四年行业第一

积极响应政策号召，进行海内外并购重组。雅化拥有丰富的海内外并购经验，2003 年收购了民爆业同行绵阳九安公司，产能为国内民爆业第一家实施收购重组的企业，后又相继收购三台巨能、旺苍化工等，进一步扩展国内民爆版图。除此之外，公司积极布局海外，2013 年收购了新西兰红牛火药及红牛矿服，自此走上海

外并购之路。通过国内外的并购重组，有望拓展公司业务版图。

表15：公司收购重点企业

日期	收购公司	地区	持股比例
2003 年	绵阳公司	四川	100%
2005 年	三台公司	四川	100%
2005 年	旺苍公司	四川	100%
2007 年	恒泰公司	四川	100%
2011 年	柯达公司	内蒙古	87%
2013 年	新西兰红牛火药及红牛矿服	新西兰	100%
2016 年	尼德鲁公司	澳大利亚	100%
2017 年	西科公司	澳大利亚	80%
2021 年	吉阳公司	吉林	75%
2023 年	通达公司	四川	51%

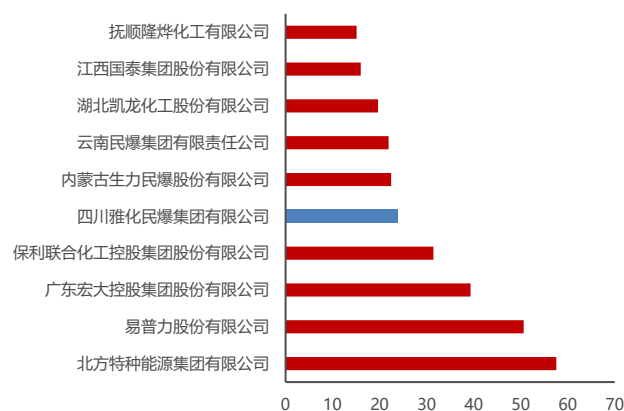
资料来源：公司公告，民生证券研究院

雅化民爆产品产能位居前列，电子雷管产能连续 4 年行业第一。雅化集团拥有 27 家爆破公司、13 个现场混装炸药生产点，并且拥有爆破施工一级、矿山施工总承包和土石方、隧道工程等专业承包资质。公司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，资源配置合理；同时，公司还是国内工程爆破资质最齐全、矿山工程服务项目配套最完整的民爆一体化服务商之一，能承接各类爆破业务。公司积极响应工信部关于数码电子雷管替换普通工业雷管的发展要求，推进电子数码雷管产能和市场布局，到 2023 年，公司数码电子雷管产销量已连续四年位列行业第一。

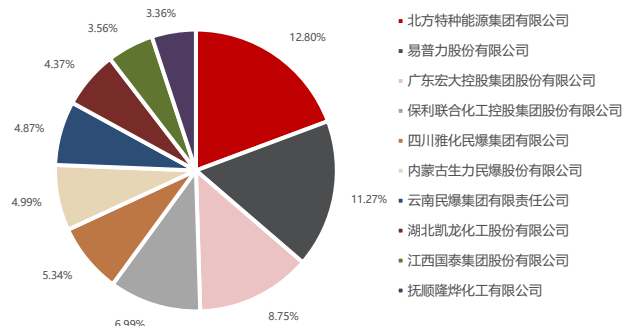
表16：国内主要民爆企业主要许可产能类型对比

	炸药产能 (万吨)	工业雷管产能 (万发)			塑料导爆管 (万米)	工业索类 工业导爆索 (万米)	起爆器 (吨)
		导爆管雷管	工业电子雷管	电子雷管			
江南化工	65.45	4000		3670	31000	5700	
广东宏大	58	2000		3334	7000		200
易普力	52.15	2000	1000	6450	38000	2000	
保利联合	46.45			17265		2000	
雅化集团	26.05	8777			10000	2300	
凯龙股份	20.95			5000		2000	
国泰集团	17.4	3027					
雪峰科技	11.75		1890			1200	
壶化股份	7.8	2000		5880	2000		2300
高争民爆	2.2						

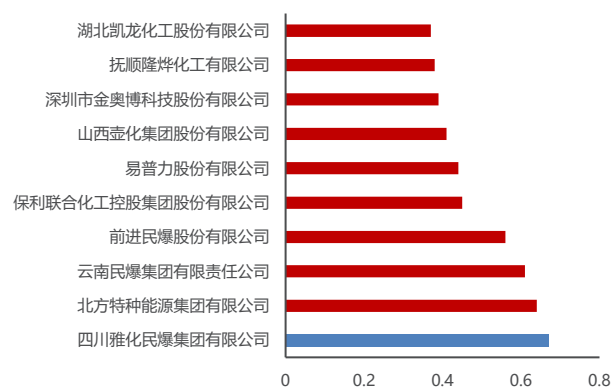
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图25：2024 年生产企业集团工业炸药年产量前 10 名排序（万吨）


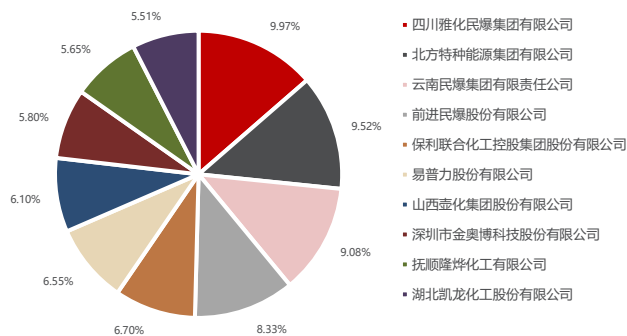
资料来源：中国民爆信息网，民生证券研究院

图26：2024 年生产企业集团工业炸药年产量前 10 名占比


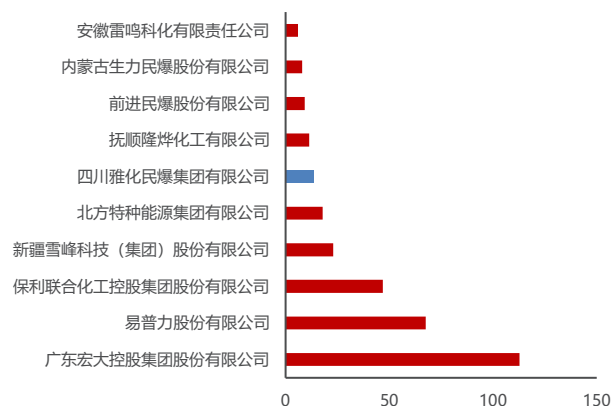
资料来源：ifind，中爆协，民生证券研究院

图27：2024 年生产企业集团工业雷管年产量前 10 名排序（亿发）


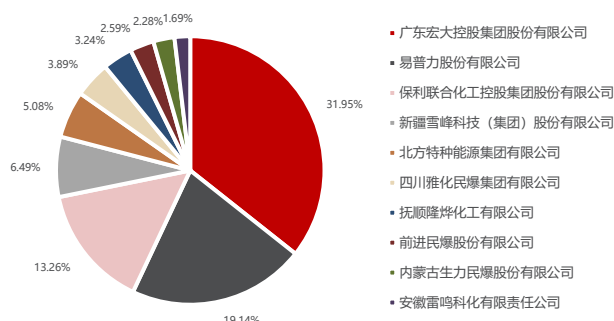
资料来源：中国民爆信息网，民生证券研究院

图28：2024 年生产企业集团工业雷管年产量前 10 名占比


资料来源：ifind，中爆协，民生证券研究院

图29：2024 年生产企业集团爆破服务收入前 10 名排序（亿元）


资料来源：中国民爆信息网，民生证券研究院

图30：2024 年生产企业集团爆破服务收入前 10 名占比


资料来源：ifind，中爆协，民生证券研究院

3.3.2 区位优势显著，受益川藏铁路动工

民爆行业的区域性助推雅安从川藏铁路中获益。川藏铁路雅安-林芝段新建正线长约 1011 千米，其中四川省境内 472 千米，西藏境内 539 千米，设计时速 120-200km/h。新建车站 24 座，分布隧道 72 座，桥梁 87 座。该段是川藏铁路地形最为困难、地质条件最复杂的一段，建设工期预计超过 10 年，凭借贴近川藏线的独特区位优势，公司的工程爆破业务发展前景可观，作为雅安-林芝段最大的四川大型民爆企业，雅化区域优势充分受益。此外，公司研发了用于高寒、高海拔、地热高温等特殊复杂环境的川藏铁路专用乳化炸药，在乳化炸药高寒地区耐低温长储技术、高海拔低气压持续发泡技术等方面处于国内领先水平。

区位优势显著，产品销路广泛。公司地处四川，民爆业务覆盖四川、新疆、内蒙古，山西等 20 余个地区。其中四个工业炸药生产点（旺苍、三台、雅安、攀枝花）沿由北至南的方向均匀分布在四川省的中轴线上，不仅在销售范围上可覆盖全省并辐射至部分省外地区，而且还能够最大限度地节约运输成本。

图31：川藏铁路示意图



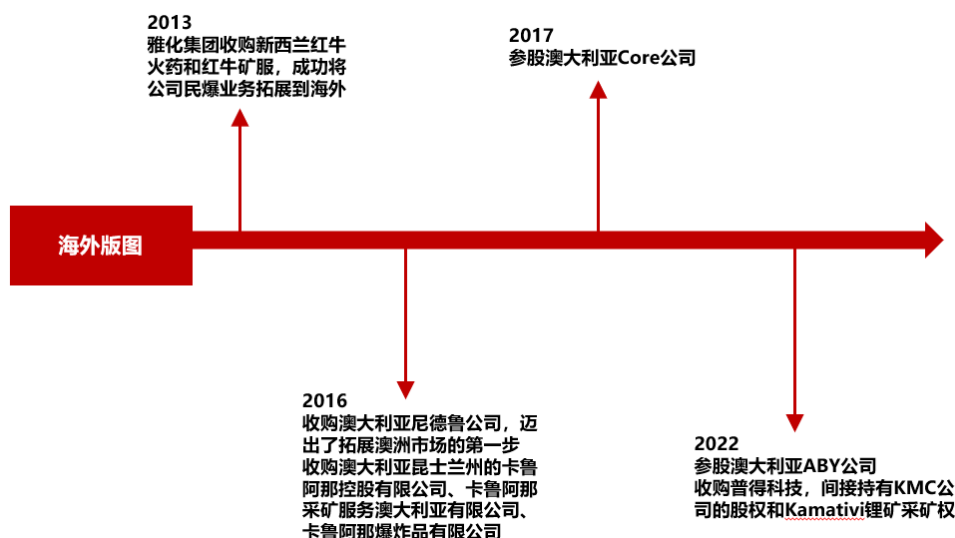
资料来源：CCTV，民生证券研究院

3.3.3 加速“走出去”，跟随海外矿端布局，抢占津巴布韦和澳洲市场份额

响应“走出去”号召，出海并购进行时。近年来，民爆企业积极响应国家“走出去”战略号召，紧抓“一带一路”机遇，积极开拓国际市场，参与国际市场竞争与经济技术合作。雅化积极拓展海外版图，2013年收购新西兰红牛火药和红牛矿服，成功将公司民爆业务拓展到海外，2016年又收购澳大利亚尼德鲁公司，迈出拓展澳洲市场的第一步，随后再2017年完成对西科公司的收购，进一步完善澳洲市场的民爆版图。

矿山民爆一体化，打通两大主业融合业态。近年来，公司在海外新西兰和澳洲有民爆布局的优势下，积极参股澳矿公司并投资澳矿项目，作为有丰富经验的老牌民爆企业，未来期望两大主业进行融合发展，力求做到矿山民爆一体化，共同发挥民爆优势和资源优势。此外，公司还致力于津巴布韦锂矿的建设开发，未来有望实现两大主业融合发展。

图32：雅化两大主业的海外版图扩张



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图33：民爆企业集团海外并购分布图（2020年）



资料来源：《民爆行业经济运行分析报告（2020年）》，公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测与业务拆分

公司主营业务包括民爆和锂盐，同时参股李家沟和 Kamativi 获得投资权益。虽然 2025 年锂盐价格下跌导致锂板块业绩有所下滑，但是民爆业务给公司提供业绩支撑，综合来看，我们预计公司 2025-2027 年实现总营收 88.6/111.2/136.3 亿元，综合毛利率 21.4%/22.5%/23.1%。1) **锂盐**：公司 2025 年规划产能为近 13

万吨,当前雅安三期正在建设中,投产后有望获得增量。当前锂价已大幅下移,后续预期供需格局转好,假设 2026-2027 年碳酸锂均价为 8.0 万元和 8.5 万元(含税),我们预期 2026-2027 年锂业务实现营收 59.3/74.1 亿元,毛利率分别为 11.7%/13.2%。**2) 民爆:**公司海外业务逐步扩张,随着 Kamativi 锂矿逐渐释放产能,矿服配套项目支撑后续营收增长,我们预期 2025-2027 年民爆业务实现营收 43.2/51.8/62.2 亿元,毛利率分别为 35.0%/35.0%/35.0%。

表17: 公司主营业务拆分

	指标	单位	2024A	2025E	2026E	2027E
锂业务	营业收入	亿元	41.16	45.42	59.34	74.10
	YOY	%	-50.4%	10.3%	30.7%	24.9%
	营业成本	亿元	41.19	41.53	52.42	64.34
	毛利率	%	-0.1%	8.6%	11.7%	13.2%
民爆业务	营业收入	亿元	36.00	43.20	51.83	62.20
	YOY	%	0.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	营业成本	亿元	23.07	28.08	33.69	40.43
	毛利率	%	35.9%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	总营收	亿元	77.16	88.61	111.17	136.31
	YOY	%	-35.1%	14.8%	25.5%	22.6%
	总营业成本	亿元	64.26	69.61	86.11	104.77
	综合毛利率	%	16.7%	21.4%	22.5%	23.1%

资料来源:公司公告,民生证券研究所预测

4.2 估值分析

公司主营碳酸锂和民爆业务,碳酸锂业绩与锂价高度相关,民爆板块稳步发展,目前尚未在 A 股和港股中发现和公司业务完全类似的标的。一方面我们选取业绩同样受锂价影响较大,同时拥有第二、第三业务的标的作为可比公司,包括藏格矿业(锂+铜+钾肥)、中矿资源(锂+铜+小金属)、永兴材料(锂+特钢)、盐湖股份(锂+钾肥),另一方面选取以民爆业务为主业的高争民爆、易普力作为可比公司,以 6 月 10 日收盘价计算,2025 年可比公司的平均 PE 为 22 倍,和公司估值相当,2026-2027 年可比公司的平均 PE 为 15/11 倍,高于公司估值,体现出公司远期业绩具有较强的成长性。锂行业出清已经开始,锂价处于周期底部,公司津巴布韦自有锂矿即将放量,我们认为公司 2026-2027 年估值水平被低估。

表18：可比公司估值对比

代码	简称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2025/6/10	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000408.SZ	藏格矿业	38.29	1.64	1.86	3.17	4.27	23	21	12	9
002738.SZ	中矿资源	30.40	1.05	1.10	2.48	4.14	29	28	12	7
002756.SZ	永兴材料	31.18	1.94	1.88	3.08	4.06	16	17	10	8
000792.SZ	盐湖股份	16.20	0.88	0.98	1.21	1.34	18	17	13	12
002827.SZ	高争民爆	31.65	0.54	0.86	1.17	1.58	47	34	25	18
002096.SZ	易普力	12.07	0.57	0.69	0.80	0.90	21	17	15	13
可比公司平均		26.63	1.10	1.23	1.99	2.72	26	22	15	11
002497.SZ	雅化集团	11.04	0.22	0.50	0.84	1.09	49	22	13	10

资料来源：ifind，民生证券研究院预测，注：高争民爆、易普力 EPS 来自 ifind 一致预期

4.3 投资建议

雅化集团非洲自有锂矿即将放量，提升盈利能力，锂价触底，锂板块有望量价齐升，民爆业务产能持续扩张，并积极延伸产业链提高业务附加值，我们预计公司 2025-2027 年归母净利 5.8、9.7、12.5 亿元，对应 6 月 10 日收盘价的 PE 为 22、13 和 10 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 锂价超预期下跌。锂行业依旧维持供需过剩格局，若行业供给增速显著超过需求增速，带来锂价超预期下滑，会导致公司锂盐业务业绩释放不及预期。

2) 产能释放不及预期。雅化三期项目推进中，若锂盐产能释放不及预期，将会拖累公司业绩。

3) 海外地缘政治风险。公司锂矿项目主要在非洲的津巴布韦，若当地发生地缘政治冲突影响矿山正常运营，将拖累公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,716	8,861	11,117	13,631
营业成本	6,427	6,961	8,611	10,477
营业税金及附加	53	80	100	123
销售费用	63	89	111	136
管理费用	590	727	912	1,118
研发费用	73	89	111	136
EBIT	316	941	1,303	1,678
财务费用	22	2	5	12
资产减值损失	-292	-145	0	0
投资收益	-6	26	85	120
营业利润	299	823	1,387	1,791
营业外收支	-9	0	0	0
利润总额	289	823	1,387	1,791
所得税	106	247	416	537
净利润	183	576	971	1,254
归属于母公司净利润	257	576	970	1,251
EBITDA	811	1,491	1,867	2,304

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,929	1,914	1,271	1,011
应收账款及票据	1,255	1,446	1,814	2,224
预付款项	358	310	383	466
存货	1,645	1,667	2,359	2,870
其他流动资产	2,405	2,482	2,614	2,761
流动资产合计	7,592	7,818	8,441	9,333
长期股权投资	885	911	996	1,116
固定资产	2,591	2,913	3,509	4,097
无形资产	1,002	1,001	999	997
非流动资产合计	6,466	6,590	7,160	7,718
资产合计	14,058	14,408	15,601	17,051
短期借款	192	192	192	192
应付账款及票据	1,180	992	1,227	1,493
其他流动负债	1,258	1,186	1,304	1,436
流动负债合计	2,630	2,370	2,723	3,121
长期借款	327	428	428	428
其他长期负债	304	297	296	296
非流动负债合计	631	725	725	724
负债合计	3,260	3,096	3,448	3,845
股本	1,153	1,153	1,153	1,153
少数股东权益	373	373	375	378
股东权益合计	10,797	11,312	12,153	13,206
负债和股东权益合计	14,058	14,408	15,601	17,051

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-35.14	14.85	25.46	22.61
EBIT 增长率	397.05	197.63	38.40	28.81
净利润增长率	539.36	124.06	68.31	29.04
盈利能力 (%)				
毛利率	16.71	21.45	22.54	23.14
净利率	3.33	6.50	8.72	9.18
总资产收益率 ROA	1.83	4.00	6.22	7.34
净资产收益率 ROE	2.47	5.27	8.23	9.75
偿债能力				
流动比率	2.89	3.30	3.10	2.99
速动比率	2.00	2.33	1.96	1.80
现金比率	0.73	0.81	0.47	0.32
资产负债率 (%)	23.19	21.49	22.10	22.55
经营效率				
应收账款周转天数	44.42	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	93.45	95.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.54	0.62	0.74	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.50	0.84	1.09
每股净资产	9.04	9.49	10.22	11.13
每股经营现金流	0.82	0.62	0.49	0.89
每股股利	0.04	0.09	0.15	0.19
估值分析				
PE	49	22	13	10
PB	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	15.03	8.18	6.53	5.29
股息收益率 (%)	0.36	0.81	1.36	1.75

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	183	576	971	1,254
折旧和摊销	495	549	565	626
营运资金变动	-54	-578	-927	-770
经营活动现金流	944	714	561	1,029
资本开支	-499	-674	-1,031	-1,045
投资	-1,016	0	0	0
投资活动现金流	-1,431	-645	-1,031	-1,045
股权募资	19	0	0	0
债务募资	-736	20	0	0
筹资活动现金流	-1,027	-56	-145	-216
现金净流量	-1,543	-16	-643	-259

插图目录

图 1: 公司重要发展历程.....	3
图 2: 2025Q1 实现营收 15.4 亿元, 同比下滑 17.0%.....	5
图 3: 2025Q1 归母净利润 0.8 亿元, 同比增长 446.7%.....	5
图 4: 2024 年锂业务营收占比下滑至 53%.....	5
图 5: 2024 年锂行业营收同比-50%, 总营收同比-35%.....	5
图 6: 2024 年锂业务毛利-0.03 亿元, 同比下滑 100.6%.....	6
图 7: 2024 年锂业务毛利占比下滑至-0.2%.....	6
图 8: 2017-2024 年公司分业务毛利率 (%).....	6
图 9: 公司股权结构 (截止 2024 年公司年报).....	7
图 10: 电池级碳酸锂价格、电池级氢氧化锂价格和锂辉石精矿价格.....	9
图 11: 2025E 全球锂行业成本曲线 (现金成本).....	10
图 12: 李家沟锂矿股权结构.....	13
图 13: Kamativi 锂矿股权结构.....	14
图 14: Kamativi 锂矿地理位置优越.....	14
图 15: 电子雷管实现全面替代.....	18
图 16: 民爆行业生产总值及同比增速.....	19
图 17: 民爆行业生产企业利润及同比增速.....	19
图 18: 2024 年硝酸铵均价同比下滑 10%.....	19
图 19: 民爆产业链.....	20
图 20: 2020 年民爆行业下游应用中矿山开采占比 73%.....	20
图 21: 金属矿采选业投资加速.....	20
图 22: 中西部地区民爆生产总值位居全国前列 (亿元).....	21
图 23: 中国:对外直接投资存量:采矿业和同比增速.....	22
图 24: 对外直接投资并购起数:采矿业 (起).....	22
图 25: 2024 年生产企业集团工业炸药年产量前 10 名排序 (万吨).....	24
图 26: 2024 年生产企业集团工业炸药年产量前 10 名占比.....	24
图 27: 2024 年生产企业集团工业雷管年产量前 10 名排序 (亿发).....	24
图 28: 2024 年生产企业集团工业雷管年产量前 10 名占比.....	24
图 29: 2024 年生产企业集团爆破服务收入前 10 名排序 (亿元).....	25
图 30: 2024 年生产企业集团爆破服务收入前 10 名占比.....	25
图 31: 川藏铁路示意图.....	26
图 32: 雅化两大主业的海外版图扩张.....	27
图 33: 民爆企业集团海外并购分布图 (2020 年).....	27

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 员工持股计划考核目标.....	8
表 2: 全球锂行业供需平衡预测.....	9
表 3: 公司权益资源量.....	10
表 4: 公司包销资源量.....	11
表 5: 李家沟锂矿的资源量.....	13
表 6: Kamativi 锂矿的资源量.....	14
表 7: 公司锂盐产能弹性较大 (万吨).....	14
表 8: 公司分锂盐类型产能规划.....	15
表 9: 公司资源自给率在 2025 年预计达到 25%以上.....	15
表 10: 重要客户供货协议.....	15
表 11: “十四五”民爆行业发展主要预期指标.....	16
表 12: 2024 年生产集团生产总值 CR20 占比和工业炸药年产量 CR20 占比均达到 80%以上.....	17
表 13: 工信部发布电子雷管相关政策.....	18

表 14: “一带一路”沿线重要固体矿产资源的储能, 产量及消费量情况.....	22
表 15: 公司收购重点企业	23
表 16: 国内主要民爆企业主要许可产能类型对比	23
表 17: 公司主营业务拆分	28
表 18: 可比公司估值对比	29
公司财务报表数据预测汇总	31

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048