

推荐

维持评级

➤ **产能开始出清, 24Q4 供给增速放缓。**24Q4 澳矿出清加速, Bald hill、Pilbara 的 Ngungaju 工厂先后宣布停产, 截至 24Q4 末澳矿减停产矿山增至 4 座。我们预计 24Q4 澳矿锂精矿产量约 105 万吨, 环比基本持平, 增速明显放缓; 分项目来看, **老矿山产量普遍下滑**, Greenbushes 产量 39.2 万吨, 环比-3%, Pilgangoora 产量 18.8 万吨, 环比-14%, 主要由于高成本选厂停产, Marion 产量 11.6 万吨, 环比-15%, Bald Hill 产量 2.5 万吨, 环比-34%, 主要由于矿山停产; **供应增量主要来自爬坡中的两个绿地项目**, Wodgina 产量 10.8 万吨, 环比+6%, Holland 产能爬坡中, Kathleen 产量 8.9 万吨, 环比+215%。

➤ **除 greenbushes 外普遍亏损, 产能或将进一步出清。**24Q4 矿价下跌速度放缓, 但除 greenbushes 外, 我们预计澳矿普遍面对较大运营压力。**1) greenbushes:** 24Q4 锂精矿现金成本 324 澳元/吨, 环比+17%, 主要由于产量下滑, 成本优势仍然较强;**2) pilgangoora:** 24Q4 现金成本 621 澳元/吨, 环比+2%, 24H2 的 EBITDA 为 0.48 亿澳元, 同比下滑 89%, 税后净利润为-0.69 亿澳元, 同比下滑 132%, 澳洲第二大锂矿开始亏损;**3) Marion、Wodgina:** 24H2 EBITDA 分别为 0.06、0.32 亿澳元, 折 SC6 的现金成本分别为 1076、1013 澳元/吨, 尽管 24Q4 采取裁员等降本措施, 但成本仍超出指引;**4) Holland:** 24H2 产能利用率已爬坡至约 74%, 但仍然亏损 0.24 亿澳元, 同时公司预计 25H1 仍将亏损。目前锂价下, 澳矿普遍亏损, 产能有望继续出清。

➤ **小矿山已停产完毕, 新的出清将对供需格局产生较大边际影响。**目前澳矿中已减停产的项目共四个, 分别为 Finniss、Cattlin、Bald hill 以及 Pilbara 的 Ngungaju 工厂, 除 Bald hill 精矿产能为 15 万吨外, 其他三个项目精矿产能均为 20 万吨 (2.5 万吨 LCE), 截至目前, 澳矿小矿山已停产完毕, 剩余矿山精矿产能均在 38 万吨 (4.8 万吨 LCE) 以上, 尽管大矿山做出停产决策更为谨慎, 但一旦停产, 行业供给将明显下修。在目前锂价下, 我们认为在产的澳矿运营压力较大、降本空间有限, 存在进一步出清的可能, 2025 年锂行业格局已明显改善, 澳矿新的出清对供需格局的边际影响更大, 有望刺激锂价向上的弹性。

➤ **投资建议:** 澳矿出清开始, 亏损压力下或将有进一步减停产现象, 行业格局明显改善, 锂价触底, 建议重点关注具有产量弹性及成本优势的标的, **重点推荐: 藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份。雅化集团自有矿即将放量**, 民爆业务稳步增长, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利 3.1/9.0/13.7 亿元, 对应 3 月 14 日收盘价的 PE 为 47/16/11 倍, 2025-2026 年 PE 低于可比公司, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 电动车销量不及预期、锂供给超预期释放、海外地缘政治风险等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
000408.SZ	藏格矿业	36.80	2.18	1.62	1.66	17	23	22	推荐
002738.SZ	中矿资源	35.90	3.15	1.05	1.56	11	34	23	推荐
002497.SZ	雅化集团	12.69	0.03	0.27	0.78	364	47	16	推荐
002756.SZ	永兴材料	35.74	6.33	2.19	2.31	6	16	15	推荐
000792.SZ	盐湖股份	17.04	1.49	0.81	0.85	11	21	20	推荐

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 3 月 14 日收盘价)

相关研究

- 铜行业动态报告: TC 降为负值, 二季度铜冶炼减产吗? -2025/03/13
- 钴行业动态报告: 刚果金暂停出口, 钴价上行-2025/03/11
- 有色金属周报 20250308: 步入需求旺季, 价格上行-2025/03/09
- 有色金属周报 20250301: 迎金三银四旺季, 期待金属价格上行-2025/03/01
- 有色金属周报 20250223: 国内政策表态积极, 继续看好春季行情-2025/02/23

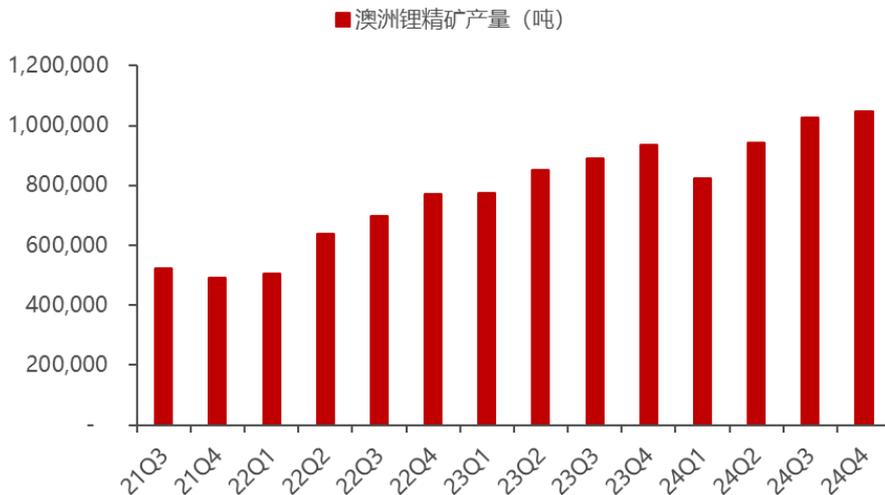
目录

1 澳矿 24Q4 综述：成本压力较大，有望继续出清.....	3
2 Greenbushes：CGP3 投产进度再度延后，冶炼端成本偏高.....	5
3 Pilgangoora：高成本产线停产，24Q4 经营性现金流开始流出.....	8
4 Mt Marion：成本高于指引，EBITDA 处于盈亏边缘.....	11
5 Wodgina：成本高于指引，降本效果尚未显现.....	13
6 Bald Hill：24Q4 矿山停产，销量指引下调.....	14
7 Mt Cattlin：逐步减产，2026 年完全停产.....	15
8 Mt Holland：矿山亏损，运营压力较大.....	16
9 Kathleen Valley：产能快速爬坡，远期产能下调.....	17
10 雅化集团：盈利预测与投资建议.....	18
10.1 盈利预测与业绩拆分.....	18
10.2 估值分析.....	19
10.3 投资建议.....	19
10.4 风险提示.....	20
11 投资建议.....	21
12 风险提示.....	22
插图目录.....	24
表格目录.....	24

1 澳矿 24Q4 综述：成本压力较大，有望继续出清

产能开始出清，24Q4 供给增速放缓。由于锂价持续下跌，24Q4 澳矿出清加速，Bald hill、Pilbara 的 Ngungaju 工厂先后宣布停产，截至 24Q4 末澳矿减产矿山增至 4 座。从供应来看，我们预计 24Q4 澳矿锂精矿产量合计约 105 万吨，环比基本持平，供给增速明显放缓；分项目来看，**老矿山产量普遍下滑**，Greenbushes 产量 39.2 万吨，环比-3%，Pilgangoora 产量 18.8 万吨，环比-14%，主要由于高成本选厂停产，Marion 产量 11.6 万吨，环比-15%，Bald Hill 产量 2.5 万吨，环比-34%，主要由于矿山停产；**供应增量主要来自爬坡中的两个绿地项目**，Wodgina 产量 10.8 万吨，环比+6%，Holland 产能爬坡中，Kathleen 产量 8.9 万吨，环比+215%。

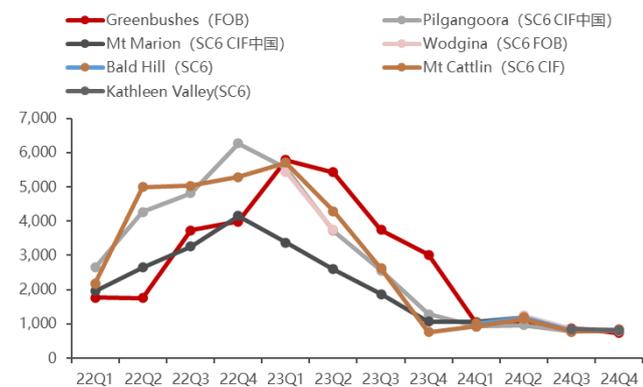
图1：产能开始出清，24Q4 澳矿供给增速明显放缓



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算，注：假设 Cattlin 产量等于销量，Mt Holland 每半年披露一次产量数据，季度产量为预测值

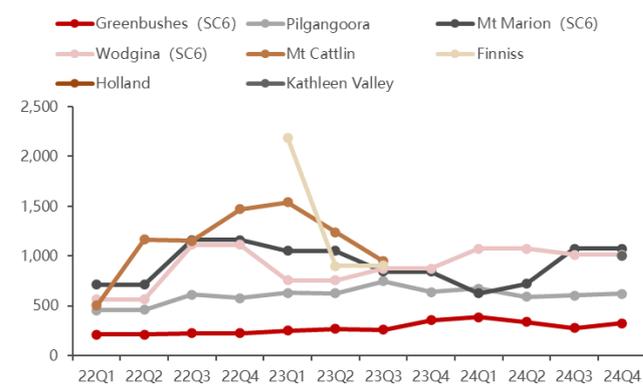
除 greenbushes 外普遍亏损，产能或将进一步出清。24Q4 矿价下跌速度放缓，但除 greenbushes 外，我们预计澳矿普遍面对较大运营压力。**1) greenbushes:** 24Q4 锂精矿现金成本 324 澳元/吨，环比+17%，主要由于产量下滑，成本优势仍然较强；**2) pilgangoora:** 24Q4 现金成本 621 澳元/吨，环比+2%，24H2 的 EBITDA 为 0.48 亿澳元，同比下滑 89%，税后净利润为-0.69 亿澳元，同比下滑 132%，澳洲第二大锂矿开始亏损；**3) Marion、Wodgina:** 24H2 EBITDA 分别为 0.06、0.32 亿澳元，折 SC6 的现金成本分别为 1076、1013 澳元/吨，尽管 24Q4 采取裁员等降本措施，但成本仍超出指引；**4) Holland:** 24H2 产能利用率已爬坡至约 74%，但仍然亏损 0.24 亿澳元，同时公司预计 25H1 仍将亏损。目前锂价下，澳矿有望继续出清。

图2：主要澳矿锂精矿售价（美元/吨）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图3：主要澳矿现金成本（澳元/吨）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

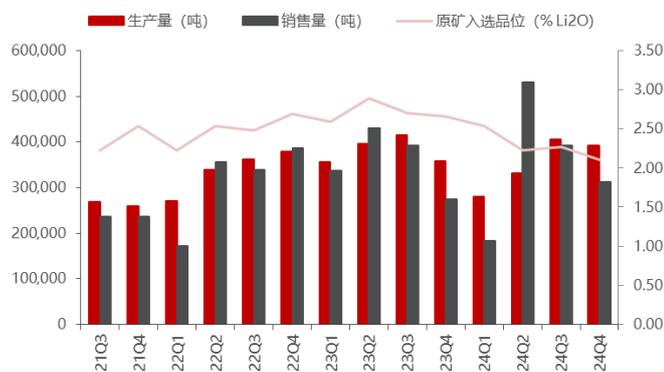
小矿山已停产完毕，新的出清将对供需格局产生较大影响。目前澳矿中已减产停产的项目共四个，分别为 Finnis、Cattlin、Bald hill 以及 Pilbara 的 Ngungaju 工厂，除 Bald hill 精矿产能为 15 万吨外，其他三个项目精矿产能均为 20 万吨（2.5 万吨 LCE），截至目前，澳矿小矿山已停产完毕，剩余矿山精矿产能均在 38 万吨（4.8 万吨 LCE）以上，尽管大矿山做出停产决策更为谨慎，但一旦停产，行业供给将明显下修。在目前锂价下，我们认为在产的澳矿运营压力较大、降本空间有限，存在进一步出清的可能，2025 年锂行业格局已明显改善，澳矿新的出清对供需格局的边际影响更大，有望刺激锂价向上的弹性。

2 Greenbushes: CGP3 投产进度再度延后, 冶炼端成本偏高

业绩: 24H2 Greenbushes 矿山实现营收 8.6 亿澳元, 同比下降 76%, EBITDA 为 5.9 亿澳元, 同比下降 81%, 主要由于锂精矿价格下跌。

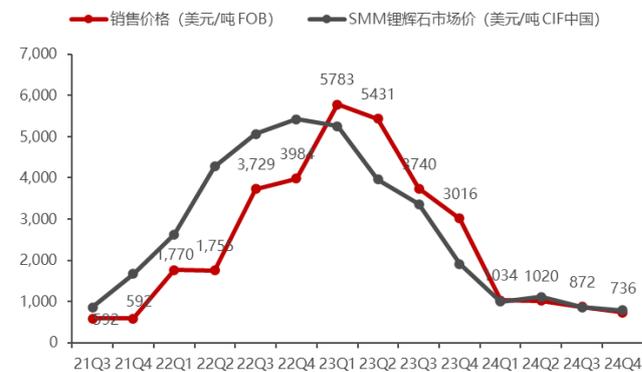
24Q4 产销量环比下降, 售价接近市场价。 1) 量: 24Q4 锂精矿产量 39.2 万吨 (其中技术级 3.3 万吨), 环比下降 3%, 主要由于尾矿处理量减少, 销量 31.2 万吨, 环比下降 20%, 主要由于港口拥堵, 部分发货推迟到 25 年 1 月。全年来看, 2024 年锂精矿产量 141.0 万吨, 同比下降 7.4%; 2) 价: 24Q4 锂精矿售价 (化学级+技术级) 736 美元/吨 (FOB), 环比下降 16%, 与市场价基本接近。

图4: 24Q4 锂精矿产销量环比下降



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

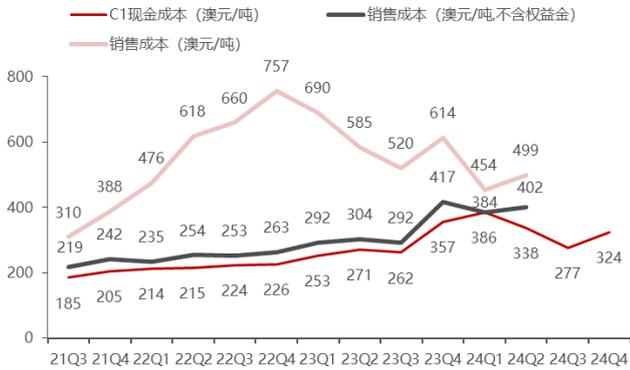
图5: 24 年开始锂精矿售价接近市场价



资料来源: 公司公告, SMM, 民生证券研究院

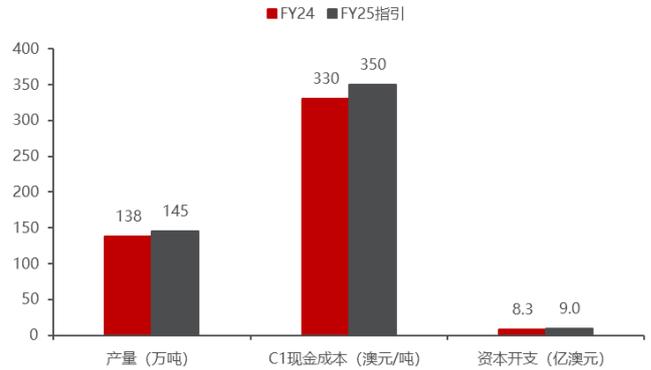
24Q4 C1 现金成本环比增长 17%, 位于成本指引下限。 24Q4 锂精矿 C1 现金成本 324 澳元/吨, 折合约 209 美元/吨, 位于成本指引 320-380 澳元/吨的下限, 环比+17%, 主要由于产量下降、维护成本上升和上一季度确认的递延剥离调整。

图6：24Q4 产量下降 C1 现金成本环比上升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：25 财年矿山指引保持不变



资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：FY25 数据为公司指引数据中值

CGP3 扩产项目资本开支上调，投产时间再度延后。根据公司最新评估，由于行业成本上升，CGP3 扩产项目资本开支预计将由 6.3 亿澳元提升至约 8.8 亿澳元，截至 2024 年 9 月底，项目预计还需投入约 2.7 亿澳元；建设进度方面，项目投产出矿时间再度延后（最初规划 25Q2 投产），预计由 25Q3 推迟至 25Q4。

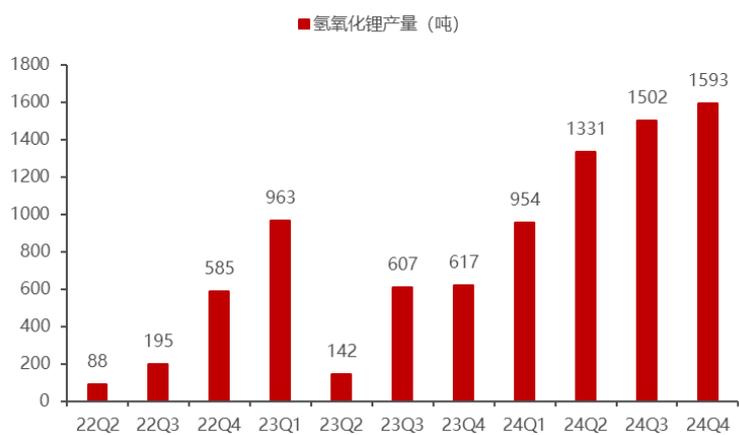
2025 财年指引不变：矿山最新指引与 2025 财年初保持一致，**(1) 产量指引：**2025 财年矿山将恢复满负荷生产，产量指引为 135-155 万吨，按中值计算，同比+5%；**(2) 成本指引：**2025 财年锂精矿 C1 现金成本指引 320-380 澳元/吨，按中值计算，同比+6%；**(3) 资本开支指引：**2025 财年资本开支指引 8.5-9.5 亿澳元，按中值计算，同比+8%，主要为 CGP3 项目投入。

冶炼端 Kwinana 项目：

业绩：成本下降亏损减小，二期项目终止建设。24H2 实现营收 0.32 亿澳元，同比增长 41%，EBITDA 为-1.61 亿澳元，同比减亏 1.15 亿澳元，主要由于成本下降；由于锂价下跌，决定终止二期项目，同时 IGO 针对自身权益对一、二期项目合计计提减值 5.25 亿澳元。

冶炼成本明显下降，但仍然偏高。1) 量：24H2 氢氧化锂产量 0.31 万吨，同比增长 153%，其中 24Q4 产量 0.16 万吨，环比增长 6%；**2) 成本：**随着一期产线优化，24H2 单吨冶炼现金成本 2.7 万澳元（约 12.9 万元），同比下降 40%，但相对国内仍然较高；**3) 指引：**2025 财年产量指引 0.7-0.8 万吨，单吨冶炼现金成本规划降至 2.2-2.5 万澳元，按中值计算，折合约 11.2 万元。

图8: Kwinana 项目氢氧化锂产量



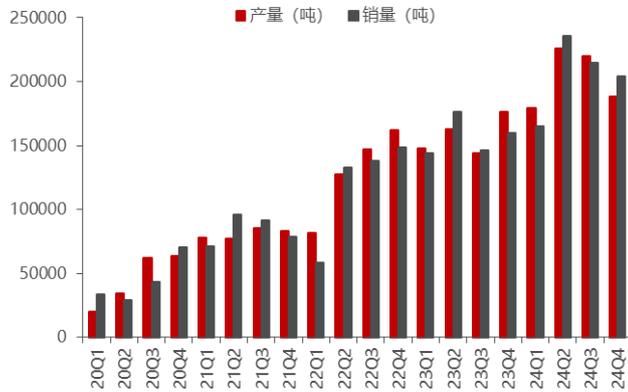
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 Pilgangoora: 高成本产线停产, 24Q4 经营性现金流开始流出

业绩: 税后净利润出现亏损, 24Q4 经营性现金流开始流出。1) 盈利: 2024H2 实现营收 4.26 亿澳元, 同比下滑 44%, EBITDA 为 0.48 亿澳元, 同比下滑 89%, 税后净利润为-0.69 亿澳元, 同比下滑 132%, 主要由于锂精矿售价下跌; **2) 现金流:** 截至 2024 年底公司现金余额 12 亿澳元, 相对 24Q3 末流出 0.2 亿澳元。从经营层面来看, 2024H2 经营性现金流为 0.41 亿澳元, 同比下降 92%, 单季度来看, 24Q4 经营性现金流为-0.08 亿澳元, 经营性现金流-矿山开发成本-维持性资本开支为-0.59 亿澳元, 矿山经营活动开始导致现金流出。

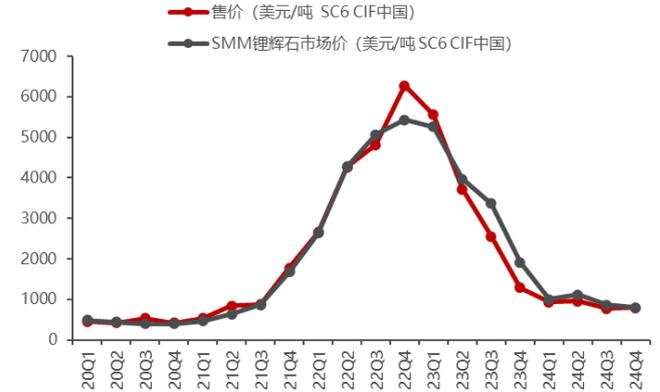
高成本产线停产, 出清 18-20 万吨精矿产能, 24Q4 产销量环比下降。1) 量: 24Q4 锂精矿产量 18.8 万吨, 环比-14%, 主要由于 Ngungaju 工厂 (精矿产能 18-20 万吨) 12 月开始停产以及 P680 设备按计划停机, 锂精矿平均品位 5.2%, 环比-0.1pct, 销量 20.4 万吨, 环比-5%。**全年来看,** 2024 年锂精矿产量合计 81.4 万吨, 同比+29%, 主要由于 P680 扩产项目投产; **2) 价:** 24Q4 锂精矿销售均价 700 美元/吨, 折 SC6 售价为 796 美元/吨 (CIF 中国), 环比+3%。

图9: 24Q4 锂精矿产销量下降



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

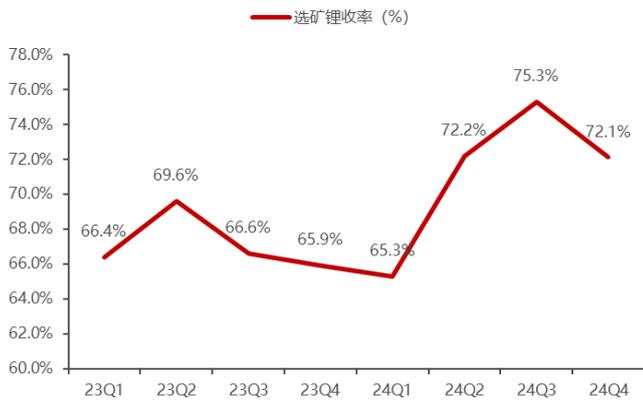
图10: 24Q4 锂精矿售价 796 美元/吨 (SC6 CIF 中国)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

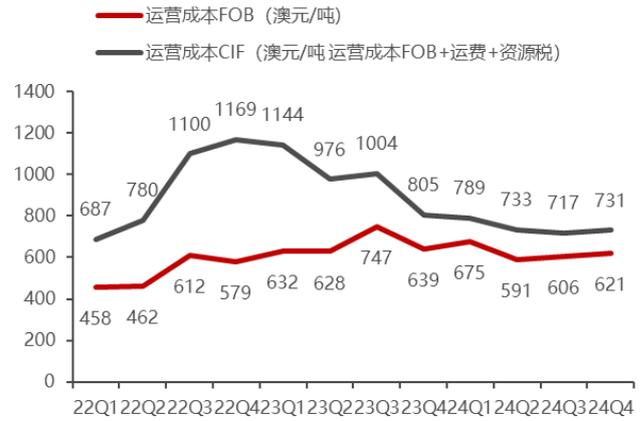
销量下降, 24Q4 锂精矿成本环比小幅上升。 24Q4 高成本 Ngungaju 工厂停产后, 运营成本逐渐降低, 但由于销量下降, 锂精矿 FOB 运营成本 621 澳元/吨, 环比+2%, CIF 运营成本 731 澳元/吨, 环比+2%。**回收率方面,** 由于 P680 项目破碎和分选设施产能优化, 24Q4 锂收率降至 72.1%。

图11: 24Q4 选矿收率下降 3.2pct



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

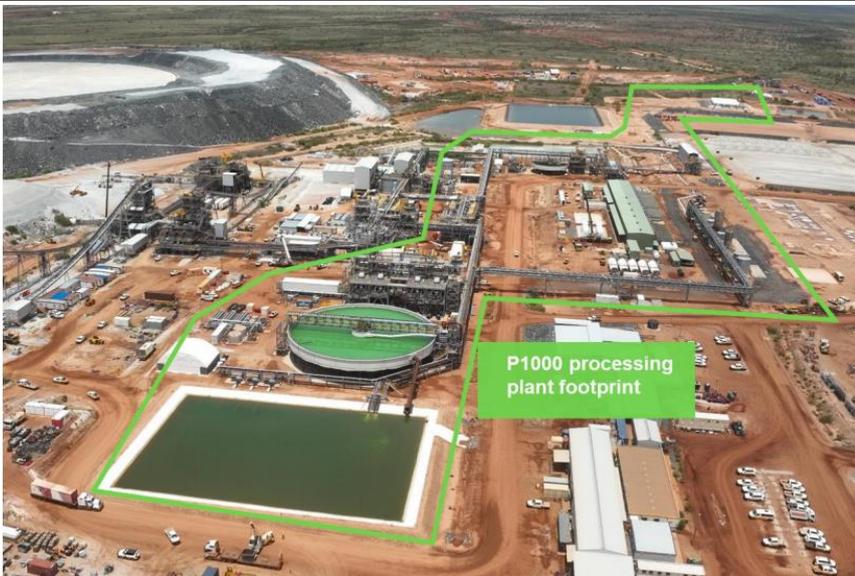
图12: 24Q4 锂精矿成本环比上升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 公司口径的运营成本 FOB 基本等同于 C1 现金成本, 包含钽矿副产品的成本抵扣

扩产项目按计划推进, P850 项目 25Q1 如期投产。截至 2024 年底, P850 (原 P1000 项目) 项目已完工 95%, 所有设备已安装完成, 调试工作提前启动, 2025 年 1 月底, 项目如期投产出矿, 爬坡工作预计 25Q3 完成; P2000 项目的可行性研究工作持续推进, 预计将于 25Q4 完成。

图13: P1000 项目如期推进



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2025 财年指引下调: 由于 Ngungaju 工厂停产, 24Q3 公司下调 2025 财年产量、成本 and 资本开支指引。**(1) 产量指引:** 2025 财年产量指引下调 10 万吨至 70-74 万吨, 按中值计算, 同比-0.7%; **(2) 成本指引:** 2025 财年锂精矿 FOB 成本指引由 650-700 澳元/吨下调至 620-640 澳元/吨, 按中值计算, 同比-

3.7%；(3) **资本开支指引**：2025 财年资本开支指引由 6.2-6.9 亿澳元下调至 5.7-6.1 亿澳元，按中值计算，同比-32.2%。

完成对巴西拉丁资源的收购，资源布局走向海外。2024 年 8 月 15 日，公司规划以 5.6 亿澳元收购拉丁资源 100% 股权，资源布局首次走向海外。拉丁资源旗下主要资产是位于巴西的 Salinas 锂矿项目。根据最新的资源报告，Salinas 锂矿项目下属两个矿区矿石量合计 0.77 亿吨，氧化锂平均品位 1.24%，氧化锂资源量合计 94.9 万吨，对应 234.7 万吨 LCE。2025 年 2 月 4 日，收购完成，Salinas 锂矿更名为 Colina 项目。

表1: Salinas 锂矿项目资源量

矿区	资源类别	矿石量 (百万吨)	氧化锂品位 (%)	氧化锂资源量 (万吨)	资源量 (万吨 LCE)
Colina	探明的	28.64	1.31	37.52	92.78
	控制的	38.63	1.23	47.51	117.50
	推断的	3.59	1.10	3.95	9.77
	合计	70.89	1.25	88.98	220.05
Fog's Block	推断的	6.79	0.87	5.91	14.61
	合计	6.79	0.87	5.91	14.61
合计		77.7	1.24	94.89	234.66

资料来源：公司公告，民生证券研究院

Salinas 项目锂精矿产量有望达 49.9 万吨, PEA 中现金成本约 567 美元/吨。

拉丁资源公司 23 年 9 月完成了 Salinas 锂矿项目的初步经济评估 (PEA)，矿山寿命 11 年，预计分两期进行，总资本开支 3.1 亿美元，达产后锂精矿产量有望达 49.9 万吨 (SC5.2)，包含资源税的现金成本 567 美元/吨 (SC5.2)，PLS 正在根据已有经验对项目进行优化，投产后将进一步巩固公司行业地位。

图14: Salinas 项目精矿产量有望达 49.9 万吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15: Salinas 项目 PEA 参数

Parameter	PEA Result ¹
Operating metrics	
Mining inventory	31.4 Mt
Mine life	11 years
Processing capacity	
	Stage 1: 1.5 Mtpa Stage 2: 3.6 Mtpa
LOM average head grade	1.24% Li ₂ O
SC _{5.5} recovery	67.2%
SC _{3.0} recovery	11.1%
Global recovery	78.3%
LOM average SC _{5.5} production	405 ktpa
LOM average SC _{3.0} production	123 ktpa
LOM average SC _{5.2} eq. production	499 ktpa
Costs	
Total cash costs (incl. royalties)	US\$567/t SC _{5.2} eq.
Stage 1 development capex	US\$253m
Stage 2 development capex	US\$55m
Total development capex	US\$308m

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 Mt Marion: 成本高于指引, EBITDA 处于盈亏边缘

边缘

业绩: EBITDA 已处在盈亏边缘。2024H2 矿山实现营收 2.88 亿澳元, 同比下降 46%, EBITDA 为 0.06 亿澳元, 同比下降 98%, 单吨锂精矿 EBITDA 为 25.9 澳元 (约 17 美元), 由于锂价下跌, 矿山盈利大幅缩减, 考虑折旧等成本, 我们预计矿山已开始亏损。

因成本压力, 24Q4 矿山产量下滑。24Q4 锂精矿产量 11.6 万吨, 环比下降 15%, 发运量 11.0 万吨, 折 SC6 为 8.2 万吨, 环比-32%, 主要由于矿价下跌, 矿山减少生产。同时矿山提高精矿品位, 应对成本压力, 24Q4 锂精矿平均品位 4.4%, 环比增加 0.4pct。全年来看, 2024 年锂精矿产量合计 61.2 万吨, 同比 +15%, 发运量 63.0 万吨, 同比+15%, 折 SC6 为 44.0 万吨。

图16: 24Q4 锂精矿产量环比-15%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 24Q4 锂精矿售价 816 美元/吨



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

成本高于全年指引, 裁员等降本效果尚未显现。1) 价: 品位调整后, 24Q4 锂精矿折 SC6 售价 816 美元/吨, 环比基本持平; 2) 本: 为应对锂价下跌压力, 24Q4 矿山减少车队人数, 裁员约 190 人, 处置流动资产, 但降本效果尚未显现, 24H2 锂精矿折 SC6 的 FOB 成本为 1076 澳元/吨, 高于 2025 财年成本指引的 870-970 澳元/吨。

图18: 24Q4 锂精矿 FOB 成本 1076 澳元/吨, 高于全年指引



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 公司口径的 FOB 成本基本等同于 C1 现金成本

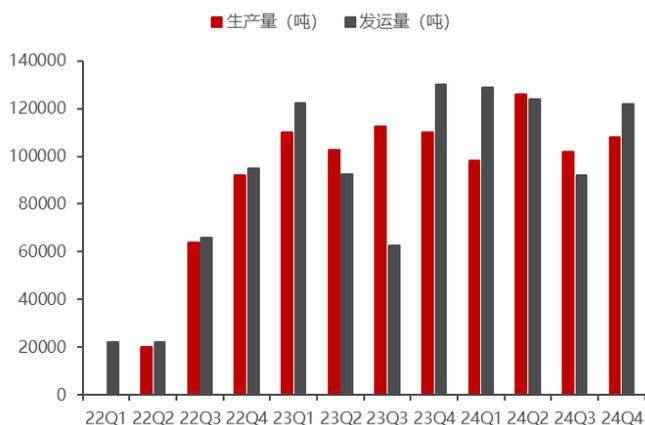
2025 财年指引不变: 矿山最新指引与 2025 财年年初保持一致。1) 量: 2025 财年锂精矿折 SC6 发运量指引为 30-34 万吨, 按中值计算, 同比-26.6%; 2) 本: 公司预计降本措施将在 2025 财年下半年发挥作用, 因此 2025 财年矿山 FOB 成本 (SC6) 指引仍为 870-970 澳元/吨, 按中值计算, 同比+22.7%。

5 Wodgina：成本高于指引，降本效果尚未显现

业绩：盈利大幅下滑。2024H2 矿山实现营收 2.58 亿澳元，EBITDA 为 0.32 亿澳元，单吨锂精矿 EBITDA 为 158.4 澳元（约 105 美元），全成本口径，我们预计矿山基本处于不盈利或亏损状态。

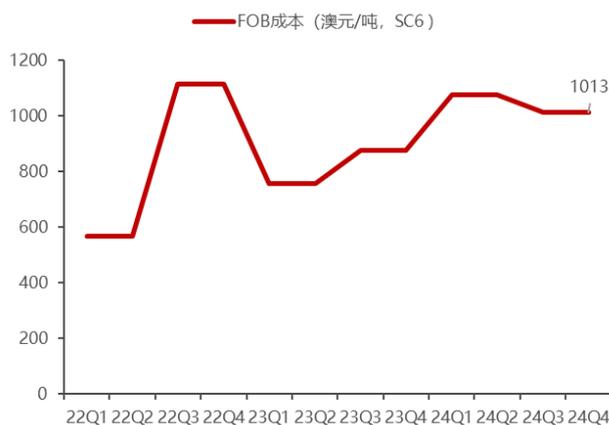
矿石处理量增加+收率提升，Q4 产量小幅提升。24Q4 锂精矿产量 10.8 万吨，环比+6%，锂精矿平均品位 5.7%，环比增长 0.3pct，发运量 12.2 万吨，折 SC6 为 11.8 万吨，环比+33%；主要由于矿石加工数量的增加以及回收率的提升；**全年来看**，2024 年锂精矿产量合计 43.4 万吨，同比基本持平，发运量合计 46.7 万吨，同比+15%。

图19：24Q4 Wodgina 产量环比+6%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：24H2 锂精矿 FOB 成本下降至 1013 澳元/吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：矿山成本数据每半年披露一次

成本高于全年指引，降本效果尚未显现。1) 价：24Q4 锂精矿折 SC6 售价 834 美元/吨，环比基本持平；2) 本：24Q4 矿山裁员约 130 人，同时处置流动资产进行降本，但降本效果尚未显现，24H2 折 SC6 的 FOB 成本为 1013 澳元/吨，高于 2025 财年指引的 800-890 澳元/吨。

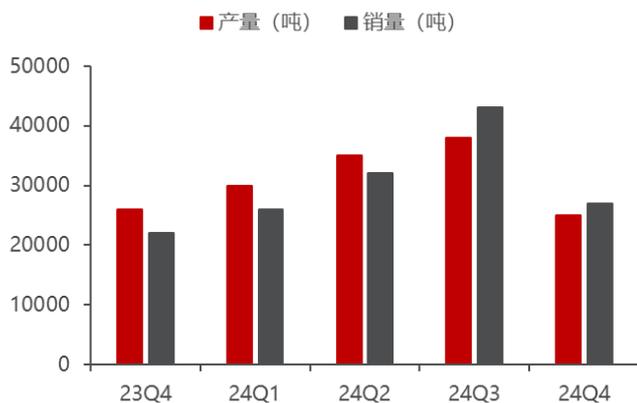
2025 财年指引不变：矿山最新指引与 2025 财年初保持一致，1) 销量：2025 财年 SC6 锂精矿发运量指引为 42-46 万吨，按中值计算，同比增加 6%；2) 成本：2025 财年折 SC6 的锂精矿 FOB 成本指引为 800-890 澳元/吨，按中值计算，同比-13%。

6 Bald Hill: 24Q4 矿山停产, 销量指引下调

业绩: EBITDA 为负, 成本压力较大。 2024H2 矿山实现营收 0.72 亿澳元, 同比增加 157%, 主要由于销量增加, EBITDA 为-0.04 亿澳元, 矿山盈利较差。

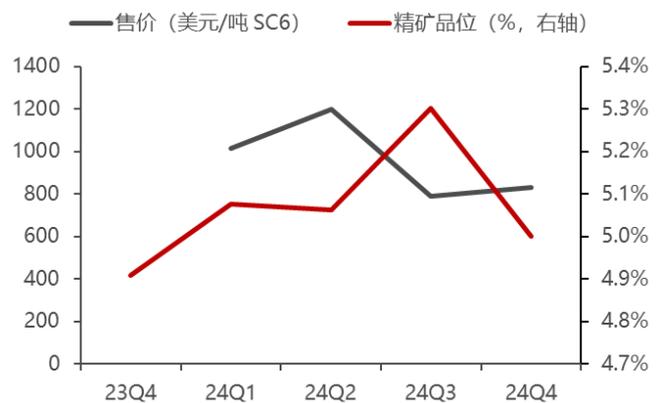
24Q4 矿山停产, 出清 15 万吨锂精矿产能。 1) **量:** 由于锂价下跌, 矿山自 2024 年 11 月起停产, 12 月实现最后一批矿石销售, 矿山精矿产能 15 万吨。24Q4 锂精矿产量 2.5 万吨, 环比-34%, 平均品位 5%, 环比-0.3pct, 销量 2.7 万吨, 折 SC6 销量 2.2 万吨, 环比-42%。**全年来看,** 2024 年锂精矿产量合计 12.8 万吨, 销量合计 12.8 万吨; 2) **价:** 24Q4 折 SC6 售价 829 美元/吨, 环比+5%; 3) **本:** 24Q4 折 SC6 的 FOB 成本 1153 美元/吨, 高于 2025 财年 800-890 美元/吨的指引, 主要矿山停产导致产量下降。4) **2025 财年销量指引下调:** 由于矿山停产, 2025 财年锂精矿折 SC6 销量指引由 12.0-14.5 万吨下调至 6 万吨。

图21: 24Q4 锂精矿产量环比-34%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 24Q4 折 SC6 锂精矿售价 829 美元/吨

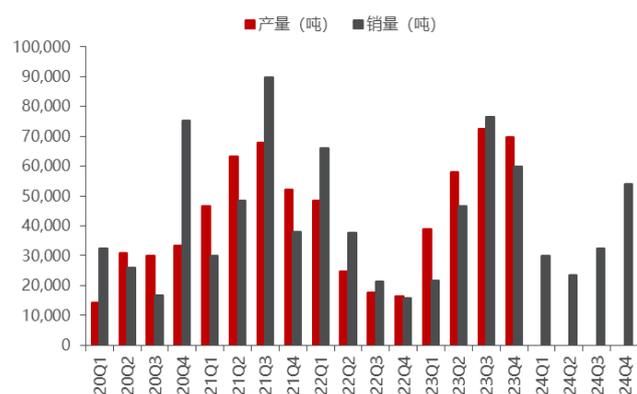


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

7 Mt Cattlin: 逐步减产, 2026 年完全停产

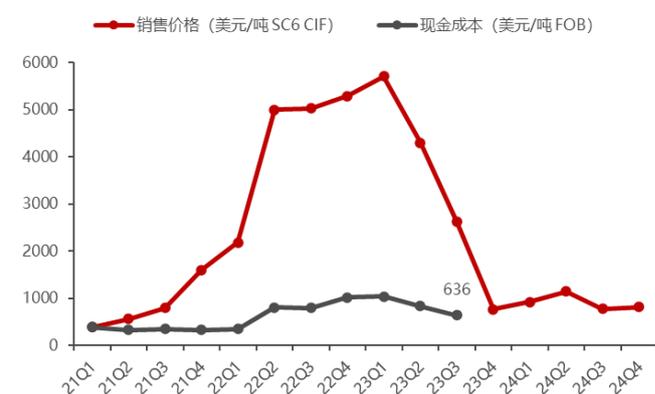
矿山逐步减产, 2026 年出清 20 万吨精矿产能。1) 价: 24Q4 锂精矿折 SC6 售价 810 美元/吨, 环比+5%; 2) 量: 矿山锂精矿产能 20 万吨, 为应对锂价下行压力, 23Q4 矿山开始逐步减产, 24Q4 锂精矿销量 5.4 万吨, 环比增长 67%, 2024 年全年销量 14.0 万吨, 同比-32%, 2026 年矿山将完全停产, 停止锂精矿销售; 3) 本: 矿山减产前的 23Q3 现金成本 636 美元/吨, 成本偏高。

图23: 矿山 23Q4 开始减产, 销量整体下滑



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: 矿山停产前的 23Q3 现金成本为 636 美元/吨



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

8 Mt Holland: 矿山亏损, 运营压力较大

业绩: 产能利用率已爬坡至 74%, 但 24H2 矿山仍亏损。由于锂价下跌、爬坡期成本偏高, 24H2 矿山亏损 0.24 亿澳元。矿山 23Q4 投产, 截至 24 年底已爬坡 1 年, 根据我们计算, 24H2 产能利用率已达到约 74%, 但根据公司判断, 25H1 矿山盈利预计与 24H2 基本保持一致, 反映出矿山成本偏高, 随着产能利用率提升, 成本并未明显下降, 我们预计即使满产, 矿山仍面临较大运营压力。

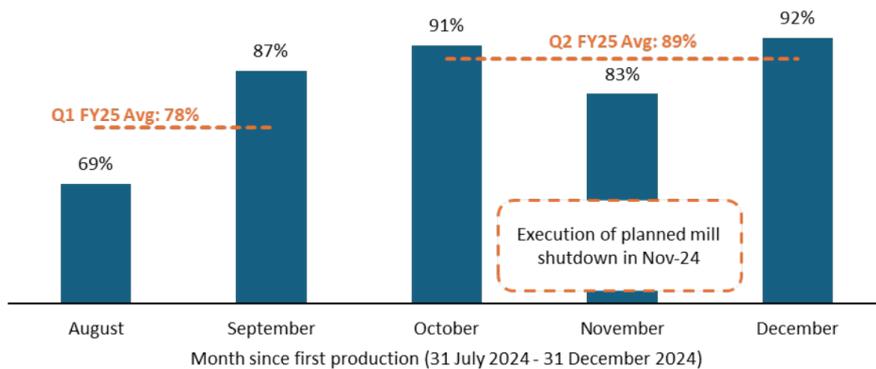
2025 财年产量指引保持不变, 配套冶炼产能 25 年年中投产。Mt Holland 项目由 Wesfarmers 和 SQM 各持股 50%, 锂精矿产能 38 万吨, 冶炼端规划 Kwinana 5 万吨氢氧化锂项目。**1) 量:** 24H2 锂精矿产量约 14 万吨, 产能利用率约 74%; **2) 冶炼端进展:** 截至 2024 年底, 冶炼端配套的 Kwinana 5 万吨氢氧化锂项目已完成建设的 95%, 公司预计 2025 年年中投产, 爬坡期 1.5 年。**3) 产量指引:** 随着项目爬坡, 2025 财年锂精矿产量指引保持不变, 仍为 30-34 万吨, 按中值计算, 同比+191%, 同时 2026 财年指引为 38 万吨, 满产生产。

9 Kathleen Valley: 产能快速爬坡, 远期产能下调

产能快速爬坡, 远期产能下调。 1) **量:** 矿山 24 年 7 月投产, 24Q4 平均产能利用率提升至 89%, 爬坡较快, 24Q4 锂精矿产量 8.9 万吨, 环比+215%, 销量 8.1 万吨, 环比+651%; 2) **价:** 24Q4 锂精矿折 SC6 售价为 806 美元/吨, 环比下降 5%; 2) **本:** 24Q4 单位运营成本 (FOB) 为 1000 澳元/吨 (652 美元/吨), AISC 成本为 1170 澳元/吨 (763 美元/吨); 3) **远期产能下调:** 根据公司前期规划, 矿山投产后的第四年 (2027 年) 矿山产能将由目前的 300 万吨提升至 400 万吨, 但由于锂价快速回落, 为降低资本开支和优化成本, 公司 24 年 11 月计划减少地下开采, 2027 财年未采选产能将降至 280 万吨。

25 财年指引保持不变: 1) **量:** 25H1 产销量指引为 17-18.5 万吨; 2) **本:** 随着产能爬坡和收率提升, 公司预计成本将有所优化, 25H1 单位运营成本指引为 775-855 澳元/吨, AISC 成本指引为 1170-1290 澳元/吨。

图25: 24Q4 矿山平均产能利用率提升至 89%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图26: 24Q4 锂平均收率提升至 55%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

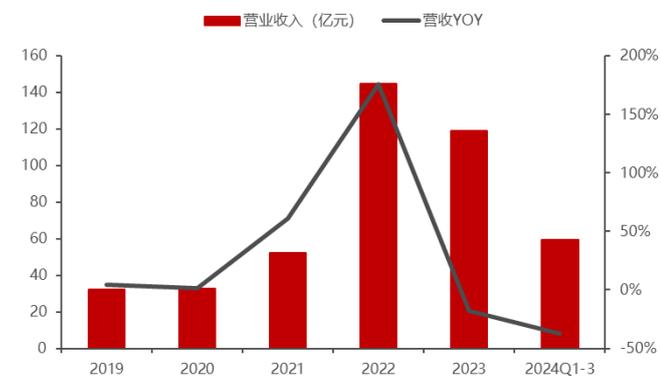
10 雅化集团：盈利预测与投资建议

10.1 盈利预测与业绩拆分

主营锂盐和民爆业务，自有锂矿迎来放量期。碳酸锂板块，公司上下游一体化布局，截至 2024H1 末，公司拥有三个高品质锂盐基地，锂盐产能 7.3 万吨，三期扩产项目建设中，投产后锂盐产能大幅扩张至 17 万吨，客户包括特斯拉、LG、宁德时代等国内外龙头。在上游资源端，自有锂矿即将迎来放量期，津巴布韦卡马蒂维锂矿一期 2023 年投产，二期 2024 年底投产，目前采选产能增至 230 万吨，同时规划进一步扩产至 330 万吨，提高原料保障能力；民爆板块，业务包括民爆产品生产经营、爆破服务和危化品运输，产能规模位居全国前列，电子雷管销量连续四年全国第一，同时公司持续并购整合，延伸产业链，支撑民爆业务稳步发展。

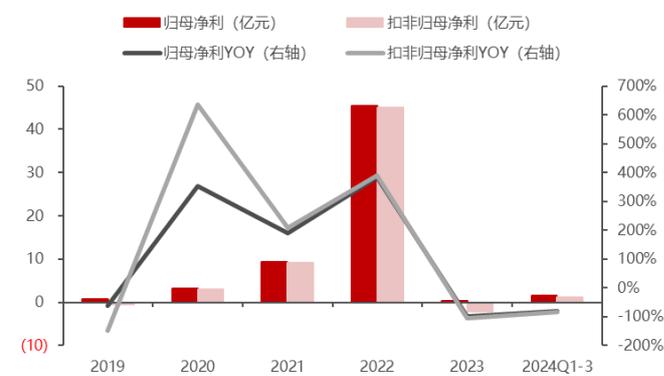
业绩受锂价影响波动较大，2025 年有望底部反转。2021-2022 年由于锂价快速上涨，公司业绩快速增长，2022 年归母净利润增速高达 384.6%，2023-2024 年前三季度，由于锂行业供给过剩，锂价中枢大幅下移，公司业绩大幅回落，2024Q1-Q3 归母净利润 1.5 亿，同比下降 80.8%。展望 2025 年，锂行业出清已经开始，供需格局明显改善，我们认为锂价处于底部位置，加上公司自有锂矿产能释放，我们预计公司业绩有望反转向上。

图27：公司营收及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图28：公司归母净利润、扣非归母净利润及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

业绩拆分：1) 锂：公司津巴布韦锂矿二期 2024 年底投产，2025 年自有矿产能提升明显，锂行业出清已经开始，澳矿减停产现象有望继续出现，假设 2024-2026 年碳酸锂均价为 9.0、8.0、9.0 万元/吨，我们预计 2024-2026 年锂业务实现营收 42.5/66.7/85.5 亿元，毛利率分别为 2.8%/8.2%/12.4%；**2) 民爆：**公司民爆业务规模位居全国前列，不断通过并购扩张产能，主动延伸产业链提高业务附加值，我们预计 2024-2026 年实现营收 39.9/45.9/52.8 亿元，毛利率分别为 32.0%/34.0%/34.0%。

表2：雅化集团主营业务拆分

指标	单位	2023A	2024E	2025E	2026E
锂					
营业收入	亿元	82.98	42.5	66.7	85.5
YOY		-26.1%	-48.8%	57.2%	28.2%
营业成本	亿元	78.32	41.3	61.2	74.9
毛利率	%	5.6%	2.8%	8.2%	12.4%
民爆					
营业收入	亿元	36.0	39.9	45.9	52.8
YOY		11.7%	11.0%	15.0%	15.0%
营业成本	亿元	24.6	27.2	30.3	34.9
毛利率	%	31.6%	32.0%	34.0%	34.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

10.2 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、江南化工作为可比公司，以 3 月 14 日收盘价计算，2025-2026 年可比公司的平均 PE 为 21/14 倍，高于公司估值。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 2025-2026 年估值水平被低估。

表3：可比公司估值对比

代码	简称	收盘价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			
		2025/3/14	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000408.SZ	藏格矿业	36.80	2.18	1.62	1.66	2.71	17	23	22	14	
002738.SZ	中矿资源	35.90	3.15	1.05	1.56	3.02	11	34	23	12	
002756.SZ	永兴材料	35.74	6.33	2.19	2.31	3.43	6	16	15	10	
000792.SZ	盐湖股份	17.04	1.49	0.81	0.85	0.99	11	21	20	17	
002827.SZ	高争民爆	26.65	0.35	0.44	0.80	1.41	76	61	33	19	
002096.SZ	易普力	11.67	0.51	0.59	0.71	0.82	23	20	16	14	
002226.SZ	江南化工	5.90	0.29	0.35	0.41	0.5	20	17	14	12	
可比公司平均							24	27	21	14	
002497.SZ	雅化集团	12.69	0.03	0.27	0.78	1.19	364	47	16	11	

资料来源：ifind，民生证券研究院预测，注：高争民爆、易普力、江南化工 EPS 来自 wind 一直预期，其他可比公司 EPS 来自民生证券研究院

10.3 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 2024-2026 年归母净利润 3.1/9.0/13.7 亿元，对应 3 月 14 日收盘价的 PE 为 47/16/11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

10.4 风险提示

1) 项目爬坡不及预期。公司锂矿项目 24 年底投产，若项目爬坡不及预期，将影响产能释放，进而拖累公司业绩。

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。

11 投资建议

澳矿出清开始，亏损压力下或将有进一步减停产现象，行业格局明显改善，锂价触底，建议重点关注具有产量弹性及成本优势的标的，**重点推荐：藏格矿业、中矿资源、永兴材料、盐湖股份。雅化集团**自有矿即将放量，民爆业务稳步增长，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 3.1/9.0/13.7 亿元，对应 3 月 14 日收盘价的 PE 为 47/16/11 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

12 风险提示

1) 电动车销量不及预期。电动车销量增速不及预期可能导致锂需求不及预期，进而导致供应过剩、锂价超预期下跌，上游产业盈利将大幅下降。

2) 锂供给超预期释放。澳洲、非洲、南美在建多处扩建、绿地项目，若供给端超预期释放，将导致锂价格大幅下跌，进而影响上游企业盈利能力。

3) 海外地缘政治风险。国内锂资源稀缺，导致国内公司出海在津巴布韦、澳洲等国家布局锂项目，若海外发生地缘政治冲突影响矿山运营，将拖累公司业绩。

雅化集团财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,895	8,238	11,264	13,832
营业成本	10,294	6,841	9,155	10,973
营业税金及附加	58	41	56	69
销售费用	67	82	113	138
管理费用	553	568	766	941
研发费用	154	99	135	166
EBIT	-106	629	1,062	1,573
财务费用	-49	4	10	11
资产减值损失	-1,167	-304	0	0
投资收益	86	-33	60	130
营业利润	22	289	1,114	1,694
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	22	289	1,114	1,694
所得税	-23	58	212	322
净利润	45	232	902	1,372
归属于母公司净利润	40	312	901	1,369
EBITDA	150	900	1,368	1,923

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,385	1,161	1,013	1,450
应收账款及票据	1,350	1,344	1,852	2,274
预付款项	242	340	455	545
存货	2,231	2,227	2,508	3,006
其他流动资产	1,626	2,573	2,264	1,926
流动资产合计	8,834	7,644	8,091	9,201
长期股权投资	994	961	1,021	1,151
固定资产	1,989	2,248	2,805	3,352
无形资产	982	982	981	980
非流动资产合计	5,775	6,055	6,581	7,166
资产合计	14,609	13,700	14,672	16,367
短期借款	1,183	83	83	83
应付账款及票据	888	975	1,304	1,563
其他流动负债	957	1,106	872	1,009
流动负债合计	3,027	2,163	2,259	2,655
长期借款	477	436	436	436
其他长期负债	308	282	281	281
非流动负债合计	785	718	717	717
负债合计	3,812	2,882	2,976	3,371
股本	1,153	1,153	1,153	1,153
少数股东权益	458	378	379	382
股东权益合计	10,797	10,818	11,696	12,996
负债和股东权益合计	14,609	13,700	14,672	16,367

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-17.72	-30.75	36.74	22.80
EBIT 增长率	-101.90	690.51	68.88	48.16
净利润增长率	-99.11	674.62	189.39	51.86
盈利能力 (%)				
毛利率	13.46	16.96	18.73	20.67
净利率	0.34	3.78	8.00	9.90
总资产收益率 ROA	0.28	2.27	6.14	8.36
净资产收益率 ROE	0.39	2.98	7.97	10.85
偿债能力				
流动比率	2.92	3.53	3.58	3.47
速动比率	1.98	2.24	2.15	2.02
现金比率	1.12	0.54	0.45	0.55
资产负债率 (%)	26.09	21.03	20.28	20.60
经营效率				
应收账款周转天数	29.55	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	79.12	135.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.81	0.58	0.79	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	0.27	0.78	1.19
每股净资产	8.97	9.06	9.82	10.94
每股经营现金流	0.72	0.64	0.50	0.73
每股股利	0.04	0.02	0.06	0.10
估值分析				
PE	364	47	16	11
PB	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	94.35	15.75	10.36	7.37
股息收益率 (%)	0.28	0.17	0.49	0.75

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	45	232	902	1,372
折旧和摊销	257	271	306	350
营运资金变动	-334	-89	-598	-777
经营活动现金流	831	735	572	837
资本开支	-552	-425	-755	-789
投资	-327	-1,300	500	500
投资活动现金流	-815	-1,814	-255	-289
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,144	-862	-402	0
筹资活动现金流	584	-1,145	-465	-111
现金净流量	570	-2,223	-148	437

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 产能开始出清, 24Q4 澳矿供给增速明显放缓	3
图 2: 主要澳矿锂精矿售价 (美元/吨)	4
图 3: 主要澳矿现金成本 (澳元/吨)	4
图 4: 24Q4 锂精矿产销量环比下降	5
图 5: 24 年开始锂精矿售价接近市场价	5
图 6: 24Q4 产量下降 C1 现金成本环比上升	6
图 7: 25 财年矿山指引保持不变	6
图 8: Kwinana 项目氢氧化锂产量	7
图 9: 24Q4 锂精矿产销量下降	8
图 10: 24Q4 锂精矿售价 796 美元/吨 (SC6 CIF 中国)	8
图 11: 24Q4 选矿收率下降 3.2pct	9
图 12: 24Q4 锂精矿成本环比上升	9
图 13: P1000 项目如期推进	9
图 14: Salinas 项目精矿产量有望达 49.9 万吨	10
图 15: Salinas 项目 PEA 参数	10
图 16: 24Q4 锂精矿产量环比-15%	11
图 17: 24Q4 锂精矿售价 816 美元/吨	11
图 18: 24Q4 锂精矿 FOB 成本 1076 澳元/吨, 高于全年指引	12
图 19: 24Q4 Wodgina 产量环比+6%	13
图 20: 24H2 锂精矿 FOB 成本下降至 1013 澳元/吨	13
图 21: 24Q4 锂精矿产量环比-34%	14
图 22: 24Q4 折 SC6 锂精矿售价 829 美元/吨	14
图 23: 矿山 23Q4 开始减产, 销量整体下滑	15
图 24: 矿山停产前的 23Q3 现金成本为 636 美元/吨	15
图 25: 24Q4 矿山平均产能利用率提升至 89%	17
图 26: 24Q4 锂平均收率提升至 55%	17
图 27: 公司营收及增速	18
图 28: 公司归母净利润、扣非归母净利润及增速	18

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: Salinas 锂矿项目资源量	10
表 2: 雅化集团主营业务拆分	19
表 3: 可比公司估值对比	19
雅化集团财务报表数据预测汇总	23