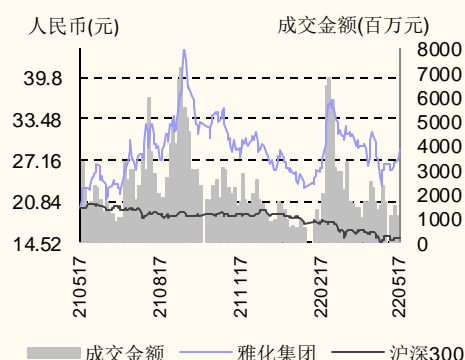


市场价格(人民币): 28.67元

目标价格(人民币): 39.48元

## 市场数据(人民币)

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 11.53       |
| 已上市流通A股(亿股) | 10.34       |
| 总市值(亿元)     | 330.44      |
| 年内股价最高最低(元) | 44.21/19.90 |
| 沪深300指数     | 4006        |
| 深证成指        | 11230       |



## 民爆行业领军者，氢氧化锂龙头雏形已现

## 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 3,250   | 5,241   | 15,410  | 18,806 | 20,053 |
| 营业收入增长率        | 1.67%   | 61.26%  | 194.02% | 22.04% | 6.63%  |
| 归母净利润(百万元)     | 324     | 937     | 3,944   | 4,550  | 4,706  |
| 归母净利润增长率       | 351.79% | 189.22% | 321.10% | 15.36% | 3.43%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.317   | 0.813   | 3.422   | 3.948  | 4.083  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.52    | 0.55    | 2.18    | 3.65   | 4.17   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.31%   | 14.71%  | 45.15%  | 39.68% | 32.93% |
| P/E            | 69.25   | 35.27   | 7.52    | 6.52   | 6.30   |
| P/B            | 4.37    | 5.19    | 3.40    | 2.59   | 2.08   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **民爆+锂盐双主业并行。**公司以民爆业务起家，13年并购进入锂盐行业。21年锂盐业务毛利10.44亿元，首次超过民爆业务；22Q1归母净利润10.22亿元，同比增长1210%，锂盐业务业绩弹性开始显现，民爆业务盈利稳定。
- **锂盐业务：资源保障能力提升，氢氧化锂产能持续扩张**
  - ✓ **行业：**22年供需紧平衡确定，预测国内供给53.3万吨，需求55.9万吨，缺口2.6万吨。预计上半年因疫情影响锂价走势震荡偏弱，下半年需求回升锂价高位维持，全年均价45-50万元/吨。
  - ✓ **资源：**公司目前拥有李家沟锂辉石矿的优先供应权；与澳洲银河资源签订了长期锂精矿供货协议；入股澳洲Core公司和ABY公司并签订锂精矿包销协议；参股澳洲EFE公司、澳洲EVR公司和控股60%加拿大超锂公司旗下子公司。23-24年公司总包销精矿年产能将达到约50万吨。
  - ✓ **产能：**公司目前锂盐年产能4.3万吨，包括3.3万吨氢氧化锂和0.6万吨碳酸锂。雅安二期3万吨氢氧化锂预计22年底投产、三期规划2万吨氢氧化锂与1.1万吨氯化锂。预计25年公司锂盐年产能将达到10.4万吨，23-24年协议矿保供比例将超过100%，资源有充足保障。下游与特斯拉签订供货协议，25年公司氢氧化锂规划总产能全球位列第五。
- **民爆业务：川西区域性优势，受益川藏线动工+电子雷管渗透率提升。**民爆行业周期性和区域性特征显著，公司现有20个民爆生产点、20余个爆破公司，川藏铁路动工将带来业绩增量。政策指引22年6月底停止生产、8月底停止销售除电子雷管外其他工业雷管，目前电子雷管渗透率仅18%，根据华经产业研究院预测其全面替代市场空间约150亿。公司电子雷管产能5400万发，21年产销量国内第一，市占率20%，未来将持续扩大产能。

## 盈利预测&amp;投资建议

- 预计公司22-24年归母净利润分别为39.44亿元、45.50亿元、47.06亿元；对应EPS分别为3.42元、3.95元、4.08元；对应PE分别为7.5倍、6.5倍、6.3倍。估值采用PE法，给予公司22年10倍PE，对应市值394亿元，目标价39.48元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 下游需求不及预期；实控人、一致行动人、监事股票减持风险等。

倪文祯 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002  
niwenyi@gzq.com.cn

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001  
chenyi3@gzq.com.cn

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、“民爆+锂盐”双主业并行 .....             | 4  |
| 二、资源保供能力提升，氢氧化锂产能持续扩张 .....      | 5  |
| 2.1 全年供需紧平衡确定，锂价高位维持 .....       | 5  |
| 2.2 上游多渠道拓展，保障资源供应 .....         | 7  |
| 2.3 中游产能持续扩张，25 年规划超 10 万吨 ..... | 12 |
| 三、川西区位优势显著，电子雷管需求爆发 .....        | 13 |
| 3.1 民爆行业周期性、区域性显著，政策推动整合重组 ..... | 13 |
| 3.2 受益川藏线动工，电子雷管构筑新增增长点 .....    | 17 |
| 四、盈利预测&投资建议 .....                | 19 |
| 五、风险提示 .....                     | 21 |

## 图表目录

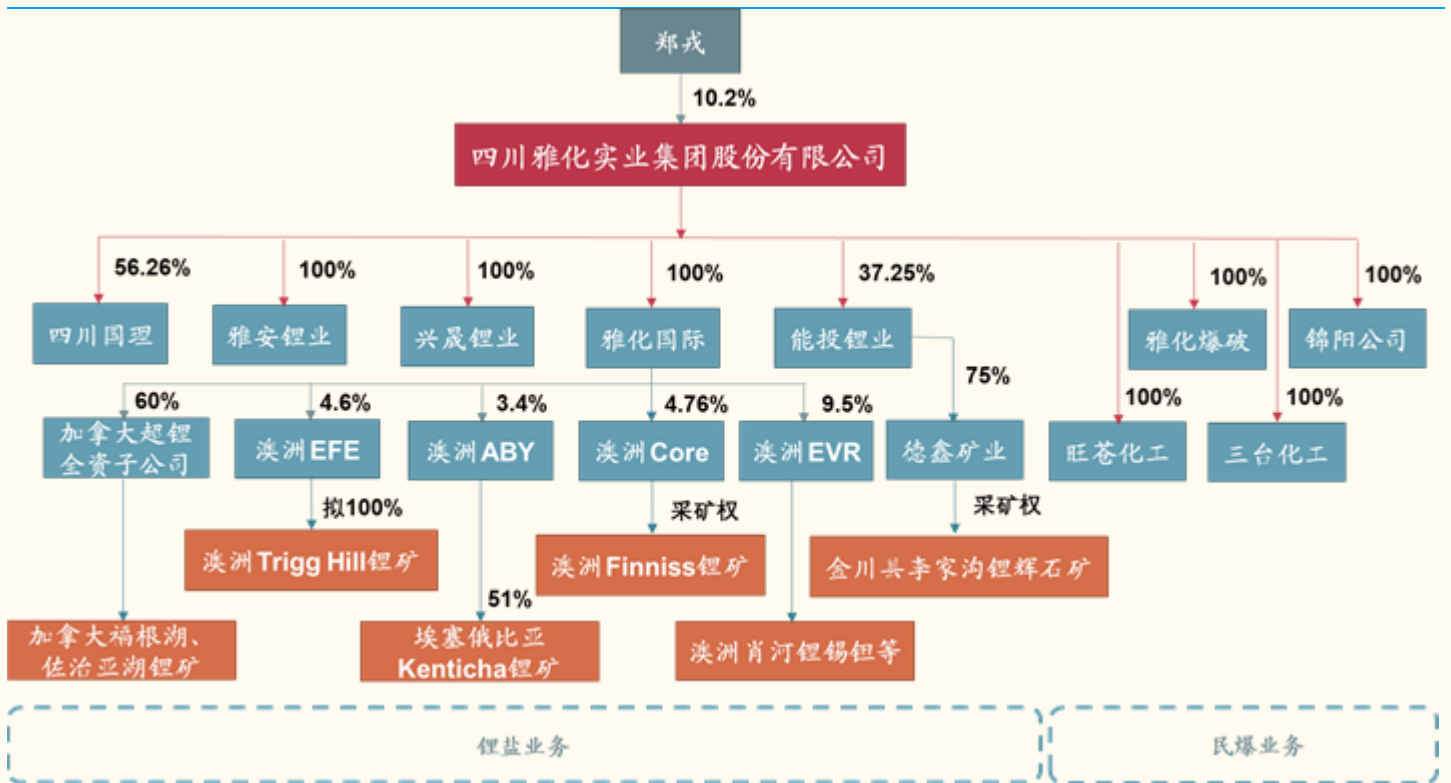
|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司股权结构 .....                    | 4  |
| 图表 2: 公司股权激励计划解锁条件 .....              | 4  |
| 图表 3: 公司分业务营收 (亿元) 与总营收增速 (%) .....   | 5  |
| 图表 4: 公司归母净利润 (亿元) 与同比增速 (%) .....    | 5  |
| 图表 5: 公司分业务毛利 (亿元) .....              | 5  |
| 图表 6: 公司分业务毛利率 (%) .....              | 5  |
| 图表 7: 2022 年国内月度锂供需平衡表 (折 LCE) .....  | 6  |
| 图表 8: 2022 年国内月度锂盐供应量预测 (折 LCE) ..... | 6  |
| 图表 9: 2022 年国内月度锂盐需求量预测 (折 LCE) ..... | 7  |
| 图表 10: 公司锂资源布局情况 .....                | 7  |
| 图表 11: 李家沟锂辉石矿股权结构 .....              | 8  |
| 图表 12: 李家沟位于金川-马尔康矿集区 .....           | 8  |
| 图表 13: 李家沟项目发展历程 .....                | 8  |
| 图表 14: Cattlin 锂精矿产销量 (千吨) .....      | 9  |
| 图表 15: Cattlin 采矿区 2NW .....          | 9  |
| 图表 16: Finniss 项目 .....               | 10 |
| 图表 17: Finniss 进度与规划产量 (千吨) .....     | 10 |
| 图表 18: Kentachi 矿区位置 .....            | 10 |
| 图表 19: Kentachi 矿区伟晶岩资源分布 .....       | 10 |
| 图表 20: Trigg Hill 矿区位置 .....          | 11 |
| 图表 21: Trigg Hill 矿区伟晶岩资源分布 .....     | 11 |
| 图表 22: 公司锂盐产能与规划 .....                | 12 |
| 图表 23: 公司锂产品产销量 (吨) .....             | 13 |
| 图表 24: 全球主要氢氧化锂厂商规划产能 (万吨) .....      | 13 |
| 图表 25: 公司协议矿保供比例 (%) .....            | 13 |

|   |    |
|---|----|
| 图表 26: 民爆行业主要产品介绍与用途.....                 | 14 |
| 图表 27: 民爆行业产业链.....                       | 14 |
| 图表 28: 硝酸铵价格 (元/吨) .....                  | 15 |
| 图表 29: 20 年我国工业炸药下游应用分布.....              | 15 |
| 图表 30: 我国工业炸药产量 (万吨) 与增速 (%) .....        | 15 |
| 图表 31: 我国工业雷管产量 (亿发) 与增速 (%) .....        | 15 |
| 图表 32: 我国民爆企业生产总值 (亿元) 与增速 (%) .....      | 15 |
| 图表 33: 我国民爆企业利润总额 (亿元) 与爆破服务收入 (亿元) ..... | 15 |
| 图表 34: 21 年各地区民爆行业生产总值 (亿元) .....         | 16 |
| 图表 35: 21 年公司民爆产品产能情况.....                | 17 |
| 图表 36: 川藏铁路示意图.....                       | 17 |
| 图表 37: 21 年各类工业雷管产量占比.....                | 18 |
| 图表 38: 电子雷管产量 (亿发) 与占工业雷管比例.....          | 18 |
| 图表 39: 可比公司电子雷管许可产能 (万发) .....            | 18 |
| 图表 40: 21 年电子雷管销量分布 (按集团) .....           | 18 |
| 图表 41: 民爆业务分产品营收 (亿元) .....               | 19 |
| 图表 42: 民爆业务分产品毛利率 (%) .....               | 19 |
| 图表 43: 公司民爆产品销量.....                      | 19 |
| 图表 44: 可比公司民爆业务毛利率.....                   | 19 |
| 图表 45: 分产品盈利预测 (亿元) .....                 | 20 |
| 图表 46: 可比公司估值情况.....                      | 21 |

## 一、“民爆+锂盐”双主业并行

- 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。公司实际控制人郑戎持有 10.2% 股份，下属多家子公司布局民爆和锂盐业务。
- **民爆业务起家。**公司专注于各类民用爆炸物品的研发、生产与销售，向客户提供特定的工程爆破方案，主要应用于矿山开采、水利水电、交通建设、城市改造、地质勘探、爆炸加工等领域。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。
- **并购进军锂行业。**公司锂业务主要为深加工锂产品的研发、生产与销售，主要产品包括电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂等系列产品，广泛应用于新能源、医药和新材料等领域。公司 13 年增资四川国理进入锂盐行业；14 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 公司和控股加拿大超锂子公司等持续向上游资源布局。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司 22 年 4 月公告向激励对象授予 1204.21 万股限制性股票，占公司股本 1.04%，授予价格为 14.39 元/股，激励对象共计 14 人，包括公司董事、高管和锂业公司主要负责人。激励计划在 21-23 年会计年度中，分考核期对公司锂业务累计营收的业绩指标进行考核。

图表 2：公司股权激励计划解锁条件

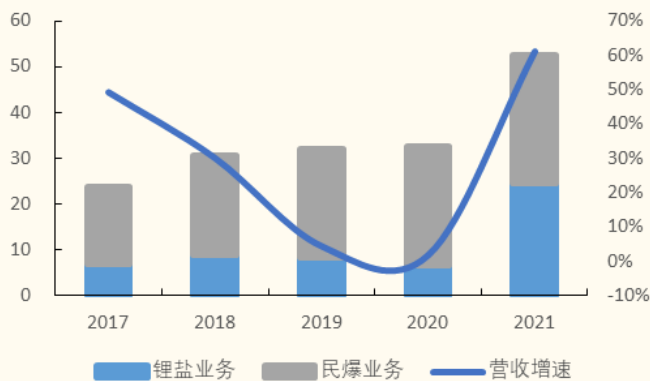
| 解除限售期    | 业绩考核目标                              |
|----------|-------------------------------------|
| 第一个解除限售期 | 21 和 22 年度锂业务两年的累计营业收入不低于 50 亿元     |
| 第二个解除限售期 | 21、22 和 23 年度锂业务三年的累计营业收入不低于 100 亿元 |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **民爆盈利稳定，锂盐提供业绩弹性**

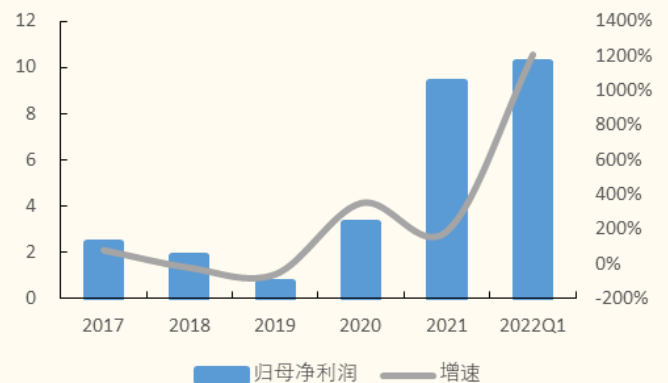
- 近年来公司民爆业务盈利基本稳定，因原材料价格上涨毛利率略微下滑。21 年民爆业务营收 27.75 亿元，毛利率 28.83%，为公司长期贡献稳定现金流，提供较强安全边际。
- 19 年由于锂价低迷，公司锂盐业务毛利率仅 0.7%，利润空间跌至谷底。21 年受益下游新能源车等需求高速增长，供需错配导致锂价迅速攀升，公司锂盐业务实现毛利 10.44 亿元，同比增长 1086%，毛利率同比增加 29pcts 至 42.35%，首次超过民爆业务贡献的利润。
- 22Q1 氢氧化锂市场均价 39 万元/吨，环比 Q4 上涨 105%，公司锂盐业绩弹性显现，22Q1 实现归母净利润 10.22 亿元，同比增长 1210%，综合毛利率达到 54.12%。

图表 3: 公司分业务营收 (亿元) 与总营收增速 (%)



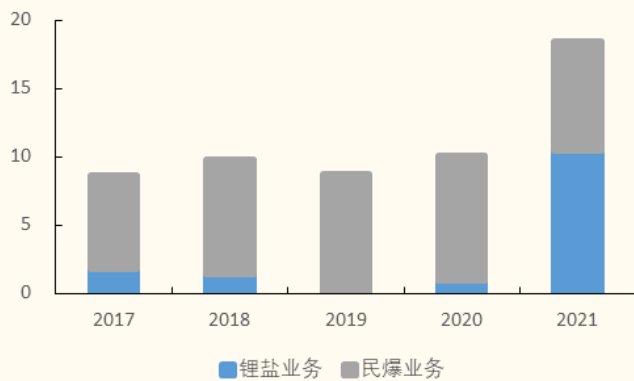
来源: wind, 国金证券研究所

图表 4: 公司归母净利润 (亿元) 与同比增速 (%)



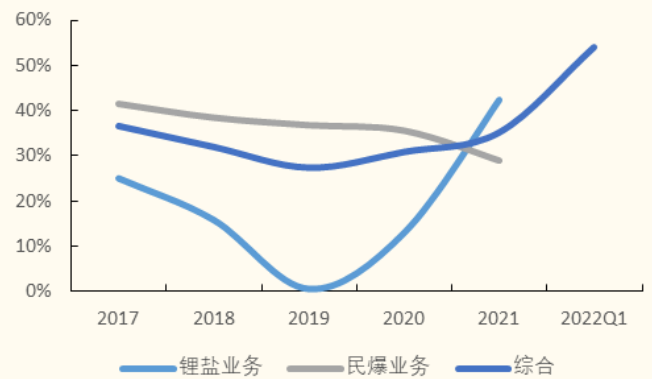
来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 公司分业务毛利 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 公司分业务毛利率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

## 二、资源保供能力提升，氢氧化锂产能持续扩张

### 2.1 全年供需紧平衡确定，锂价高位维持

- **22 年国内锂供需紧平衡:** 供给 53.3 万吨，需求 55.9 万吨，缺口 2.6 万吨。预计锂价上半年走势震荡偏弱，下半年高位维持。
- **1-3 月: 供需缺口最大。** 受春节、检修、气候等因素影响，2 月供给环比减少 12%，需求仅环比减少 3.2%，供需缺口拉大，锂盐厂去库。3 月开始企业复工复产，供给环比增加 30%，需求环比提升 9.8%。
- **4-5 月: 疫情超预期影响需求。** 4 月国内盐湖和川矿产量提升，5 月国内云母产量提升，受疫情影响 4 月需求预计下降 1%、5 月锂盐进口量下降 2%。4-5 月供给小幅过剩，需求滞后。



- **6-9月：供需缺口收窄。**6月锂盐进口量减少，供给下降0.2%，7月国内云母产量提升、澳矿项目投产，缺口收窄，8月锂盐进口量回升。
- **10-12月：供需缺口加剧。**国内盐湖和川矿冬季产量减少，澳矿对应锂盐产量增加，海外盐湖锂盐进口量增加，需求进入传统旺季，缺口加剧。

图表 7: 2022 年国内月度锂供需平衡表 (折 LCE)

| 折 LCE        | 1月    | 2月     | 3月    | 4月    | 5月 E  | 6月 E  | 7月 E  | 8月 E  | 9月 E  | 10月 E | 11月 E | 12月 E | 累计     |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 国内锂盐供给合计 (吨) | 35946 | 31760  | 41180 | 42163 | 42850 | 42753 | 46172 | 47518 | 49272 | 50805 | 51075 | 51454 | 532947 |
| 环比增速 (%)     |       | -11.6% | 29.7% | 2.4%  | 1.6%  | -0.2% | 8.0%  | 2.9%  | 3.7%  | 3.1%  | 0.5%  | 0.7%  |        |
| 国内锂盐需求合计 (吨) | 39644 | 38357  | 42120 | 41707 | 42554 | 45305 | 47529 | 49109 | 50131 | 52275 | 54505 | 55668 | 558902 |
| 环比增速 (%)     |       | -3.2%  | 9.8%  | -1.0% | 2.0%  | 6.5%  | 4.9%  | 3.3%  | 2.1%  | 4.3%  | 4.3%  | 2.1%  |        |
| 供给-需求 (吨)    | -3697 | -6598  | -940  | 455   | 296   | -2552 | -1357 | -1591 | -859  | -1470 | -3430 | -4214 | -25956 |

来源：国金证券研究所测算

- 国内锂盐供应量 53.3 万吨=国内锂盐产量 (川矿+云母+盐湖+回收) 23.6 万吨+国内锂盐产量 (进口精矿) 26.2 万吨+国内锂盐进口 (海外盐湖) 12.2 万吨-国内锂盐出口 8.7 万吨, Q4>Q3>Q2>Q1。碳酸锂和氢氧化锂产能合并; 进口锂盐考虑海运 1-2 个月释放节奏滞后, 澳洲精矿考虑到海运、生产 2-3 个月的释放节奏滞后。

图表 8: 2022 年国内月度锂盐供应量预测 (折 LCE)

| 吨 LCE         | 1月    | 2月     | 3月    | 4月    | 5月 E  | 6月 E  | 7月 E  | 8月 E  | 9月 E  | 10月 E | 11月 E | 12月 E | 累计     |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 国内锂盐产量 (国内原料) | 15025 | 14325  | 18303 | 19964 | 20214 | 20414 | 21164 | 21564 | 21914 | 22064 | 21055 | 19994 | 236000 |
| 环比增速 (%)      |       | -5%    | 28%   | 9%    | 1%    | 1%    | 4%    | 2%    | 2%    | 1%    | -5%   | -5%   |        |
| 国内锂盐产量 (国外原料) | 18252 | 16575  | 18012 | 19040 | 19120 | 20160 | 22160 | 23360 | 24560 | 25760 | 26960 | 28320 | 262279 |
| 环比增速 (%)      |       | -9%    | 9%    | 6%    | 0%    | 5%    | 10%   | 5%    | 5%    | 5%    | 5%    | 5%    |        |
| 锂盐进口量合计 (吨)   | 10547 | 5976   | 11511 | 10809 | 10616 | 9979  | 9448  | 10294 | 10498 | 10681 | 10760 | 10840 | 121958 |
| 环比增速 (%)      |       | -43%   | 93%   | -6%   | -2%   | -6%   | -5%   | 9%    | 2%    | 2%    | 1%    | 1%    |        |
| 锂盐出口量合计 (吨)   | 7878  | 5116   | 6646  | 7650  | 7100  | 7800  | 6600  | 7700  | 7700  | 7700  | 7700  | 7700  | 87290  |
| 环比增速 (%)      |       | -35%   | 30%   | 15%   | -7%   | 10%   | -15%  | 17%   | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |        |
| 国内锂盐供应量 (吨)   | 35946 | 31760  | 41180 | 42163 | 42850 | 42753 | 46172 | 47518 | 49272 | 50805 | 51075 | 51454 | 532947 |
| 环比增速 (%)      |       | -11.6% | 29.7% | 2.4%  | 1.6%  | -0.2% | 8.0%  | 2.9%  | 3.7%  | 3.1%  | 0.5%  | 0.7%  |        |

来源：国金证券研究所测算

- 国内锂盐需求量 55.9 万吨=国内正极材料用锂量 46.6 万吨+国内六氟磷酸锂用锂量 3.2 万吨+国内传统工业领域用锂量 6.1 万吨，Q4>Q3>Q2>Q1。22 年 1-2 月因春节影响锂盐需求波动较大，3 月需求回升，4-5 月可能受到国内疫情影响，四季度进入需求旺季，22 年需求整体呈现出前低后高的走势。

图表 9: 2022 年国内月度锂盐需求量预测 (折 LCE)

| 折 LCE        | 1 月   | 2 月   | 3 月   | 4 月   | 5 月 E | 6 月 E | 7 月 E | 8 月 E | 9 月 E | 10 月 E | 11 月 E | 12 月 E | 累计     |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 国内锂盐需求合计 (吨) | 39644 | 38357 | 42120 | 41707 | 42554 | 45305 | 47529 | 49109 | 50131 | 52275  | 54505  | 55668  | 558902 |
| 环比增速 (%)     |       | -3.2% | 9.8%  | -1.0% | 2.0%  | 6.5%  | 4.9%  | 3.3%  | 2.1%  | 4.3%   | 4.3%   | 2.1%   |        |
| 正极材料用锂量 (吨)  | 33392 | 32135 | 34453 | 34453 | 35055 | 37541 | 39565 | 41011 | 41948 | 43831  | 45807  | 46868  | 466057 |
| 六氟磷酸锂用锂量 (吨) | 2090  | 2061  | 2178  | 2178  | 2222  | 2488  | 2687  | 2822  | 2906  | 3168   | 3421   | 3524   | 2090   |
| 传统领域用锂量 (吨)  | 4161  | 4161  | 5489  | 5077  | 5277  | 5277  | 5277  | 5277  | 5277  | 5277   | 5277   | 5277   | 61101  |

来源: 国金证券研究所测算

## 2.2 上游多渠道拓展, 保障资源供应

- 公司向上游资源持续布局, 目前拥有李家沟锂辉石矿的优先供应权; 与澳洲银河资源签订了长期锂精矿供货协议; 入股澳洲 Core 公司和 ABY 公司并签订锂精矿包销协议; 参股澳洲 EFE 公司、澳洲 EVR 公司和控股加拿大超锂公司旗下子公司, 为公司未来资源保供提供支撑。目前公司包销保供的锂精矿为 Cattlin 的 12 万吨/年, 未来总包销精矿产能将达到约 50 万吨/年。

图表 10: 公司锂资源布局情况

| 资源名称                    | 权益情况                 | 矿权情况 | 矿石储量 (万吨)        | 折 LCE 储量 (万吨) | 品位 (%)    | 产能/包销情况               | 投产时间   |
|-------------------------|----------------------|------|------------------|---------------|-----------|-----------------------|--|
| 金川县李家沟锂辉石矿              | 27.9%                | 采矿权  | 3881.2           | 50.22         | 1.30%     | 预计年生产精矿 18 万吨         | 预计 22 年 Q3 投产                                |
| 澳大利亚 Mt Cattlin         | 仅包销权                 | -    | 800              | 21.8          | 1.20%     | 年包销精矿 12 万吨           | 22 年精矿产量指引 20-21 万吨                          |
| 澳大利亚 Finniss            | 通过澳大利亚 Core 持股 4.76% | 采矿权  | 1472             | 47.8          | 1.32%     | 年包销精矿 7.5 万吨          | 预计 22 年 Q4 投产, 年生产精矿 17.3 万吨                 |
| 澳大利亚 Trigg Hill         | 通过澳大利亚 EFE 持股 4.6%   | -    | -                | -             | -         | -                     | 勘探阶段   |
| 埃塞俄比亚 Kenticha          | 通过澳大利亚 ABY 持股 3.4%   | 采矿权  | 8000-11000 (资源量) | 100 以上 (氧化锂)  | 1.03%     | 23 年 Q2 开始年包销精矿 12 万吨 | 一期 20 万吨/年精矿 (折 LCE3 万吨/年) 预计 23 年 Q2 投产     |
| 澳大利亚肖河锂锡钽项目和塞尔维亚黏土锂硼项目等 | 通过澳大利亚 EVR 持股 9.5%   | -    | -                | -             | -         | -                     | 勘探阶段   |
| 加拿大福根湖、佐治亚湖锂矿           | 通过加拿大超锂公司全资子公司持股 60% | -    | 1180             | 50.6          | 1.2%-2.2% | -                     | 计划首期建设 20 万吨/年氧化锂 6% 的锂精矿采选厂, 二期将产能扩大至 40 万吨 |

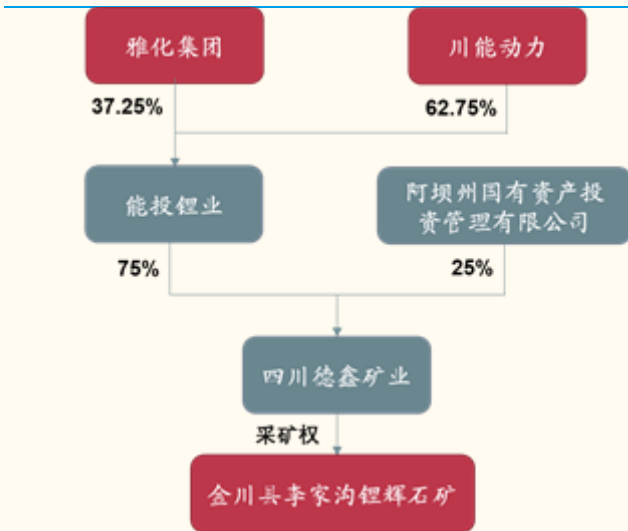
| 资源名称 | 权益情况 | 矿权情况 | 矿石储量<br>(万吨) | 折LCE 储<br>量(万吨) | 品位 (%) | 产能/包销情况 | 投产时间 |
|------|------|------|--------------|-----------------|--------|---------|------|
| 合计   | -    | -    | -            | -               | -      | 约 50 万吨 | -    |

来源：公司公告，国金证券研究所

### ■ 金川县李家沟锂辉石矿

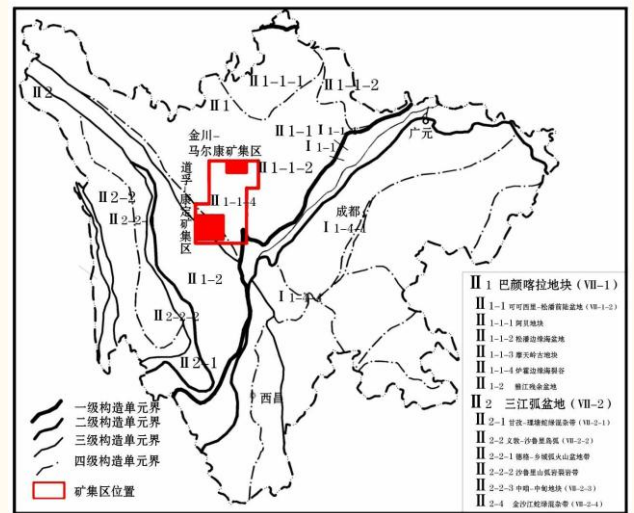
- **资源禀赋：**四川省金川县李家沟锂辉石矿床位于川西甘孜-松潘造山带，属于著名的可尔因稀有金属矿田的一部分，矿区面积 3.878 平方公里，开采方式是地下开采。李家沟锂矿保有矿石资源储量 3881.2 万吨，保有氧化锂资源储量 50.2 万吨，平均品位 1.30%。
- **产能产量：**德鑫矿业分别在 04 年和 13 年取得李家沟锂矿的探矿权和采矿权。德鑫矿业由四川能投锂业（75%）和阿坝州国有资产管理公司（25%）共同持股，能投锂业股东为公司（37.25%）和川能动力（62.75%），因此公司间接持有李家沟 27.9%权益。李家沟项目规划年处理原矿 105 万吨，年生产锂精矿约 18 万吨，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。

图表 11：李家沟锂辉石矿股权结构



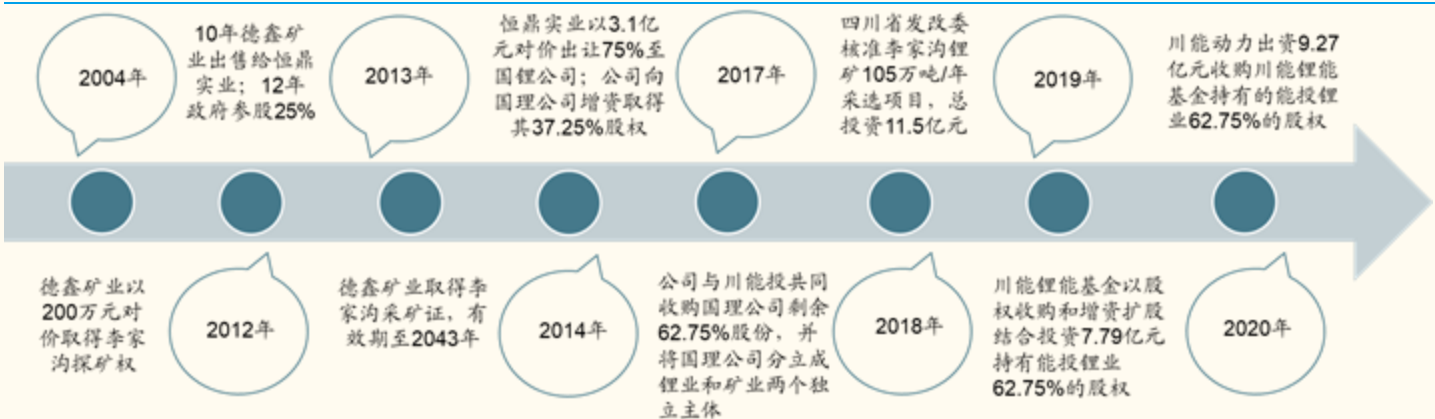
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：李家沟位于金川-马尔康矿集区



来源：《四川省锂矿资源现状及开发利用前景》，国金证券研究所

图表 13：李家沟项目发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

### ■ 澳大利亚 Mt Cattlin 矿山

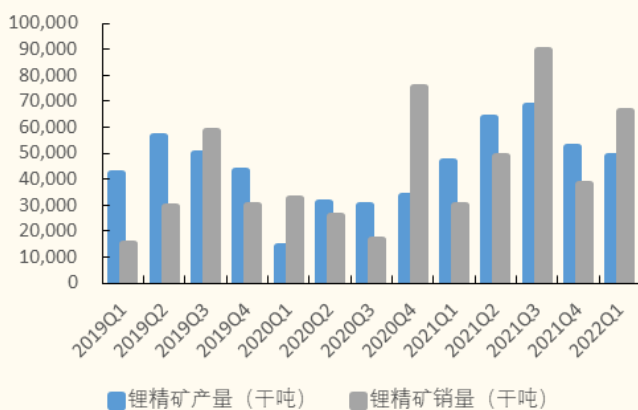


- **资源禀赋:** Mt Cattlin 所属澳洲锂矿商 Allkem, 矿石资源量合计 1100 万吨, Li<sub>2</sub>O 品位为 1.2%, 折 LCE 为 32.6 万吨; 矿石储量为 800 万吨, Li<sub>2</sub>O 品位为 1.1%, 折 LCE 为 21.8 万吨。

**产能产量:** 21 年 Cattlin 生产锂精矿 23 万吨, 同比增长 112%, 销售锂精矿 20.6 万吨, 同比增长 37%, 平均 Li<sub>2</sub>O 品位 5.8%。21 年销售均价约为 829 美元/吨, 其中 Q4 销售均价约为 1595 美元/吨。22Q1 锂精矿产量为 4.86 万吨, 环比减少 0.4 万吨; 发运量 6.6 万吨, 环比增加 2.79 万吨, 销售均价 2178 美元/吨, 预计 Q2 发运量为 5 万吨, 销售均价 5000 美元/吨, 22 全年锂精矿产量指引为 20-21 万吨, 采矿区域将从 2NE 矿坑过渡到 2NW 矿坑。

- **包销协议:** 20 年公司全资子公司雅化国际与银河锂业续签锂精矿《承购协议》, 合同期限延长至 25 年 12 月 31 日, 银河锂业每年提供不低于 12 万吨锂精矿供应。

图表 14: Cattlin 锂精矿产销量 (千吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: Cattlin 采矿区 2NW



来源: 公司公告, 国金证券研究所

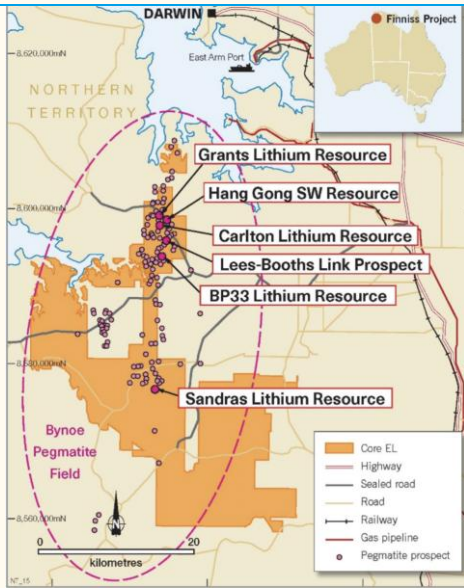
### 澳大利亚 Finniss 矿山

- **资源禀赋:** 根据澳洲锂矿商 Core Lithium (ASX: CXO) 于 21 年 7 月发布的公告, 公布了旗下锂矿项目 Finniss 最新的可行性研究 (DFS) 结果。Finniss 锂矿位于澳大利亚北领地达尔文港南部, 距达尔文港的直线距离仅有 25 公里, 运输优势显著; 项目占地面积超过 500 平方公里, 所处的 Bynoe 伟晶岩矿区是澳大利亚北部最具发展潜力的锂矿地区之一; 其拥有矿石资源量 1472 万吨, 平均 Li<sub>2</sub>O 品位 1.32%, 折 LCE 47.8 万吨。

- **产能产量:** Finniss 在直接现金成本为 364 美元/吨的情况下, 可以实现 17.3 万吨/年的高品位精矿产量, 可持续生产 8 年。项目的主要优势之一是 Core 在项目设计中纳入了一个简单的重介质选矿 (DMS) 加工厂, 使其能够通过简单的 DMS 重选工艺生产高品位的锂精矿。加工过程仅使用重力和水, DMS 能够节省资本密集型浮选所需的资本支出和财务成本的三分之二, 并且避免了较高的浮选运营成本和加工风险。Finniss 项目已于 21 年 10 月开工, 其中 Grants 露天矿床的早期工作已经开始, DMS 加工厂的建设也在进行中。工厂的试运行和锂精矿的首次生产计划将于 22Q4 进行。

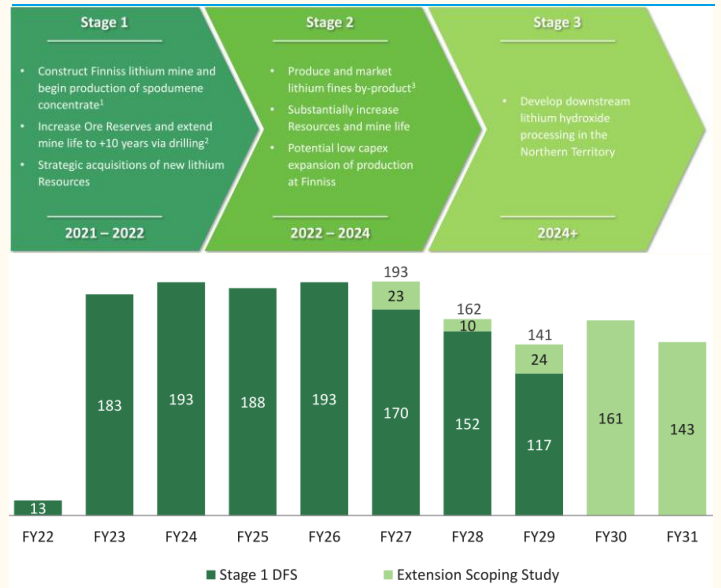
**包销协议:** 公司与 Core (持股 4.76%) 签署锂精矿承购协议, 在矿正式投产后向公司提供至少 30 万干吨约 6% 的锂精矿, 每年提供不少于 7.5 万干吨的锂精矿。除公司外, Core 与赣锋锂业签署每年 7.5 万吨锂精矿的包销协议、与特斯拉签署具备法律约束性的 4 年期合计 11 万吨的锂精矿承购协议, Finniss 项目的 DFS 设计产能已被锁定完毕。

图表 16: Finniss 项目



来源: Core 公司官网, 国金证券研究所

图表 17: Finniss 进度与规划产量 (千吨)

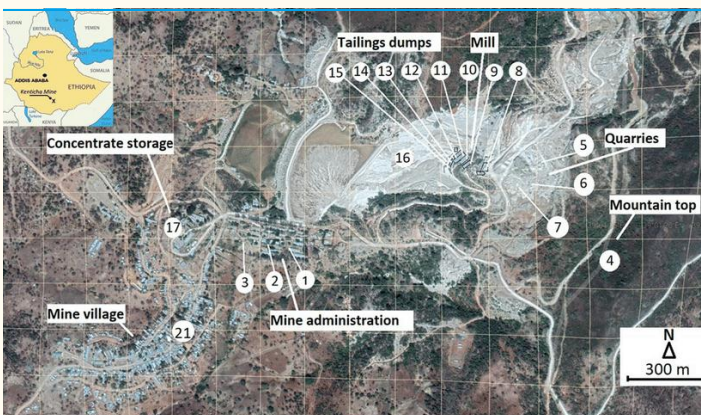


来源: Core 公司官网, 国金证券研究所

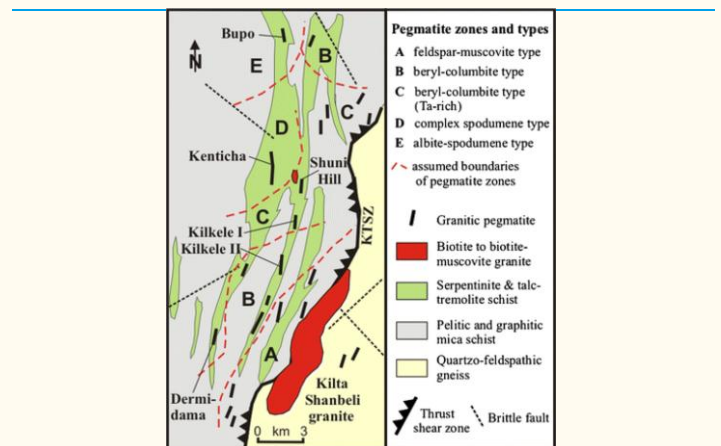
### ■ 埃塞俄比亚 Kenticha 矿山

- 股权认购:** 22年2月, 公司子公司雅化国际以每股0.75澳元的价格认购澳大利亚 ABY 公司 370 万股股份, 占 ABY 公司 IPO 前总股本的 3.4%, 双方共同签署了《投资与股份认购协议》和《承购及销售协议》。ABY 是一家澳大利亚电池金属公司, 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 (持有 51% 股权)。
- 资源禀赋:** Kenticha 锂矿于 90 年开始采矿, 拥有已探明 6740 万吨锂资源量,  $\text{Li}_2\text{O}$  平均品位 1.03%, 正进一步勘探开发已确定矿化的, 总资源量范围在 8000-11000 万吨, 折合  $\text{Li}_2\text{O}$  达 100 万吨以上; 南部、北部保留区的资源未来增长潜力大, 整体资源规模可与澳大利亚泰利森、Wodgina 等项目伟晶岩相媲美。
- 产能产量:** Kenticha 锂矿整体技术、运营团队来自原澳大利亚银河锂业, 一期 20 万吨/年 (折 LCE 约 3 万吨/年) 产线的锂精矿将在 23Q2 开始交付, 预计矿山寿命超过 18 年。
- 包销协议:** ABY 向公司每年提供不低于 12 万吨锂精矿, 协议有效期从 ABY 公司通知产品准备装运之日起至 25 年 12 月 31 日。未来如果 ABY 公司有多余的锂精矿, 双方可按书面同意的条件交易额外数量的锂精矿。

图表 18: Kentachi 矿区位置



图表 19: Kentachi 矿区伟晶岩资源分布





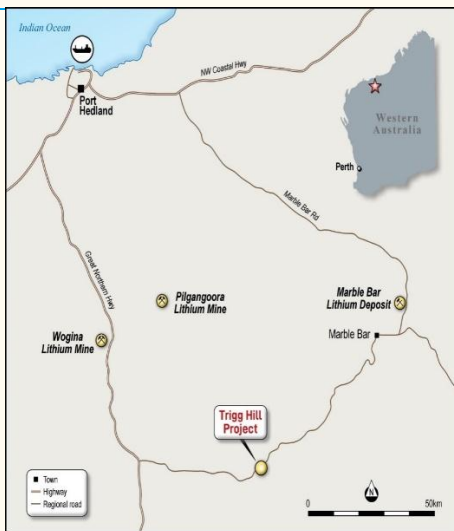
来源: ResearchGate, 国金证券研究所

来源: SpringerLink, 国金证券研究所

### ■ 澳大利亚 Trigg Hill 矿山

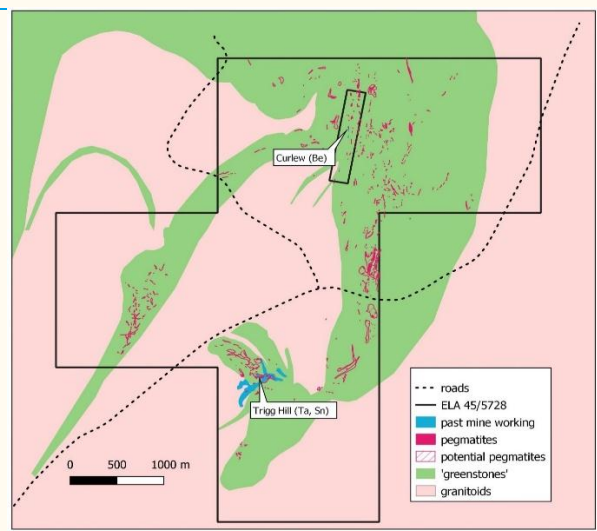
- **资源禀赋:** Trigg Hill 矿山是在 20 世纪 60 年代和 80 年代早期运营的老钽锡矿, 项目位于西澳大利亚州的东皮尔巴拉, 距离 Pilgangoora 锂矿东南约 75 公里, 距离 Wodgina 锂矿东南 77 公里, 现有港口为黑德兰港, 距离公路约 225km。矿区项目涵盖一个开采权及 5 个区域, 目前在矿区 5 平方公里范围内已发现数百个伟晶岩矿体且区域内钽矿表面覆盖锂云母及锂辉石。
- **合作协议:** 21 年 9 月, Eastern Iron Limited (澳洲东部铁业) 发布公告与公司子公司雅化国际签署不具备约束力谅解备忘录, 双方合作开发 Trigg Hill 项目, 将为项目的勘探和开发建立合资企业, 公司将被授予合资公司锂精矿的优先购买权。公司目前持有东部铁业 4.6% 权益, 东部铁业已经正式签署 Trigg Hill 项目 100% 收购选择权。

图表 20: Trigg Hill 矿区位置



来源: Eastern Resources 官网, 国金证券研究所

图表 21: Trigg Hill 矿区伟晶岩资源分布



来源: Eastern Resources 官网, 国金证券研究所

### ■ 澳洲 EVR 公司—澳洲肖河锂锡钽矿、塞尔维亚黏土锂硼矿等

- **股权认购:** 21 年 12 月, 公司子公司雅化国际以每股 0.045 澳元的价格认购澳大利亚 EVR 公司 8000 万股股份, 占 EVR 总股本的 9.5%。
- **资源禀赋:** EVR 公司现持有澳大利亚肖河锂锡钽项目 (80% 权益)、塞尔维亚黏土锂硼项目 (22% 权益)、奥地利韦因贝尼项目和东阿尔卑斯山锂矿项目 (80% 权益) 等锂资源类项目。其中肖河锂锡钽项目由 22 个勘探许可构成, 面积 70 平方公里; 奥地利韦因贝尼和东阿尔卑斯山锂矿项目位于奥地利维也纳, 紧邻沃尔夫斯伯格项目, 由 8 个探矿权构成, 其中韦因贝尼矿 1 个勘探权, 勘探面积 27.5 平方公里, 东阿尔卑斯山项目 7 个勘探权, 勘探面积 36.6 平方公里, 目前已经完成 70 个矿样的取样, Li<sub>2</sub>O 平均品位 1.61%, 最高品位达到 3.39%。公司与 EVR 公司将共同开发上述资源项目。

### ■ 加拿大超锂公司—加拿大福根湖、佐治亚湖锂矿山

- **股权认购:** 22 年 4 月, 公司子公司雅化国际出资 500 万加元认购加拿大超锂公司 2127.7 万股, 约占超锂公司总股本的 13.23%。同时, 雅化国际以现金出资收购超锂公司全资子公司 60% 的股权, 并控股旗下福根湖硬岩石锂辉石型锂矿项目和佐治亚湖硬岩石锂辉石型锂矿项目。
- **资源禀赋:** 福根湖硬岩石锂辉石型锂矿项目和佐治亚湖硬岩石锂辉石型锂矿项目位于加拿大安大略省, 矿权面积合计 26.72 平方公里, 矿区良好的基础设施支持, 交通便利, 水电等基础设施齐备, 附近高速

公路可直接到港口，约 145 公里。福根湖项目根据地表露头面积估计资源量 640 万吨，氧化锂平均品位 2.2%，初探估计氧化锂当量约 14 万吨；佐治亚湖项目矿根据地表露头面积估计资源量 540 万吨，氧化锂平均品位 1.2%，初探估计氧化锂当量约 6.5 万吨。阿根廷卡塔马卡省 Laguna 盐湖项目由三个采矿许可构成，矿权面积 117 平方公里，锂离子品位最高达 1270mg/L。

- **产能建设：**加拿大锂矿项目地质成矿背景和甲基卡地质成矿背景类似，位于花岗岩与围岩接触带的含锂花岗伟晶岩脉分布区域，经国内甲基卡、X03 脉探矿资深专家组核心成员们判断，该锂矿项目具有大概率勘探、发现超大型锂辉石储量的潜力。根据初探结果，首期将设计建设 20 万吨/年 Li<sub>2</sub>O 6% 的锂精矿采选厂，持续运营时间不低于 10 年，后期将根据进一步详勘情况，建设二期再将产能扩大至 40 万吨。

### 2.3 中游产能持续扩张，25 年规划超 10 万吨

- 公司拥有兴晟锂业、国理公司和雅安锂业三个生产基地，目前锂盐产能合计 4.3 万吨，其中包括 3.3 万吨氢氧化锂和 0.6 万吨碳酸锂。雅安二期 3 万吨氢氧化锂预计 22 年底投产；雅安三期规划 2 万吨氢氧化锂与 1.1 万吨氯化锂，预计 25 年公司锂盐年产能规划将超过 10 万吨。

图表 22：公司锂盐产能与规划

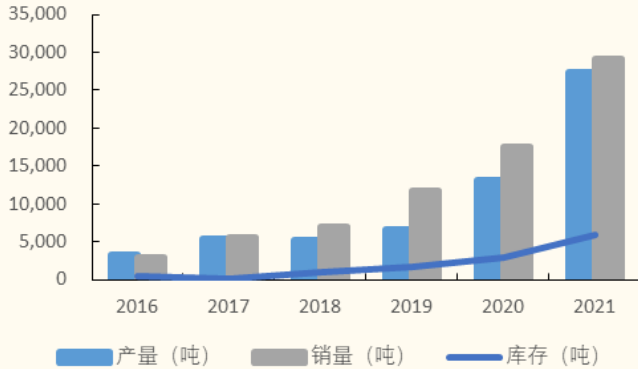
| 生产点       | 现有产能                                    |        | 产能规划   |
|-----------|---|--------|--|
|           | 氢氧化锂                                    | 碳酸锂    |  |
| 兴晟锂业      | 0.6 万吨                                  | -      | -  |
| 国理公司      | 0.7 万吨                                  | 0.6 万吨 | -  |
| 雅安锂业      | 2 万吨                                    | -      | 二期规划 3 万吨氢氧化锂，预计 22 年底投产；<br>三期规划 2 万吨氢氧化锂+1.1 万吨氯化锂，预计 25 年投产 |
| <b>合计</b> | <b>氢氧化锂 3.3 万吨，碳酸锂 0.6 万吨，其他 0.4 万吨</b> |        | <b>25 年锂盐产能规划将达到 10.4 万吨</b>                                   |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **“3 生产点+1 平台”的运营模式。**自 13 年收购国理公司进入锂行业以来，公司以兴晟锂业、国理公司和雅安锂业为生产点，锂业科技为对接下游客户的平台。
- **兴晟锂业**成立于 09 年 9 月，总投资 2.5 亿人民币，目前氢氧化锂产能 0.6 万吨/年。
- **四川国理**成立于 07 年 1 月，拥有阿坝中晟锂业有限公司、汶川新砼建材有限公司、四川恒鼎锂业科技有限公司等全资子公司。目前氢氧化锂产能 0.7 万吨/年、碳酸锂产能 0.6 万吨/年。
- **雅安锂业**成立于 17 年，位于四川省雅安市经济开发区雅化工业园区，注册资本 5 亿元，拥有氢氧化锂 2 万吨和元明粉（硫酸钠）4.6 万吨的生产能力。雅安一期 2 万吨电池级氢氧化锂于 20 年投产；二期 3 万吨电池级氢氧化锂于 21 年启动，预计 22 年底投产；三期 2 万吨电池级氢氧化锂与 1.1 万吨氯化锂预计 25 年投产。
- **锂业科技**成立于 16 年，是公司锂产业产品销售和锂资源采购的专业公司。锂业科技与振华材料、贝特瑞、厦门厦钨、比亚迪、容百科技、当升科技等国内正极材料头部企业以及日本、韩国正极材料知名企业建立了长期合作关系，并通过产业链配置到特斯拉、宝马、大众、比亚迪、蔚来等全球新能源汽车企业。
- **嵌入特斯拉供应链，跻身全球氢氧化锂重要供应商**
  - 20 年 12 月，公司子公司雅安锂业与特斯拉签订电池级氢氧化锂供货合同，约定 21-25 年特斯拉向雅安锂业采购价值总计 6.3-8.8 亿美元的电池级氢氧化锂产品。21 年开始公司已向特斯拉批量供货，持续订单量将给公司业绩带来支撑。

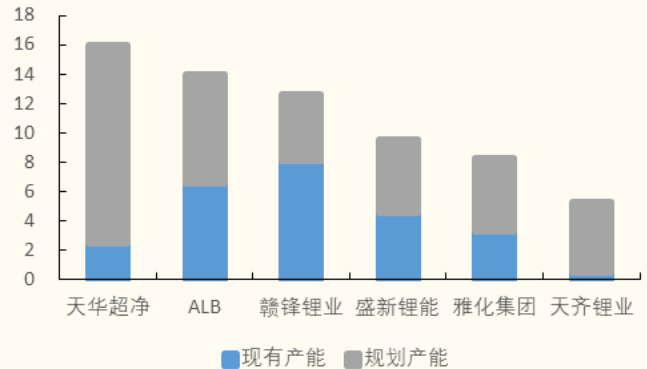
- 21 年公司实现锂产品产量 2.73 万吨，同比增长 149.69%；锂产品销量 29136 吨，同比增长 66.82%；实现锂业务营收 24.66 亿元，同比增长 265.94%。预计 25 年公司氢氧化锂规划产能将达到 8.3 万吨/年，在全球氢氧化锂厂商中占据重要地位。

图表 23: 公司锂产品产销量 (吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24: 全球主要氢氧化锂厂商规划产能 (万吨)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 资源保供率提升, 未来两年协议矿 100%保供

- 根据公司产能扩张计划, 预计 22 年底锂盐产能 7.3 万吨, 25 年将达到 10.4 万吨。公司向上游布局, 签署多家包销协议, 根据矿山投产进度与包销量预计 22 年保供量为 1.8 万吨 LCE, 考虑到公司有部分精矿库存, 22 年保供率将超过 50%。
- 23-24 年随着协议矿山陆续投产, 预计保供比例将超过 100%, 公司资源有充足保障。

图表 25: 公司协议矿保供比例 (%)

|                      | 2021       | 2022E                       | 2023E                                   | 2024E  | 2025E |
|----------------------|------------|-----------------------------|---|--|-------|
| 产能 (万吨)              | 4.3        | 7.3                         | 7.3                                     | 7.3  | 10.4  |
| 产量 (万吨) (折 LCE)      | 2.9        | 3.6                         | 5.5                                     | 7  | 8     |
| 协议资源保供量 (万吨) (折 LCE) | 1.5        | 1.8                         | 5.9375                                  | 7.4375   | -     |
| 资源保供来源               | cattlin 包销 | 李家沟投产+cattlin 包销+Finniss 包销 | 李家沟投产+cattlin 包销+Finniss 包销+Kenticha 包销 | 李家沟投产+cattlin 包销+Finniss 包销+Kenticha 包销+福根湖、佐治亚湖投产 | -     |
| 保供比例 (%)             | 52%        | 50%                         | 108%                                    | 106%   | -     |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 未考虑精矿库存

## 三、川西区位优势显著, 电子雷管需求爆发

### 3.1 民爆行业周期性、区域性显著, 政策推动整合重组

- 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。民用爆破器材是各种工业炸药及其制品和工业火工品的总称, 主要分为工业炸药和起爆器材。工业炸药是氧化剂、可燃剂以及添加剂等按照氧平衡原理构成的爆炸混合物, 主要包括粉状炸药、含水炸药、液体炸药、耐热炸药及其他工业炸药等。起爆器材又包括工业雷管、工业导火索、工业导爆索、非电导爆系统、起爆药、爆破剂、震源器材等。



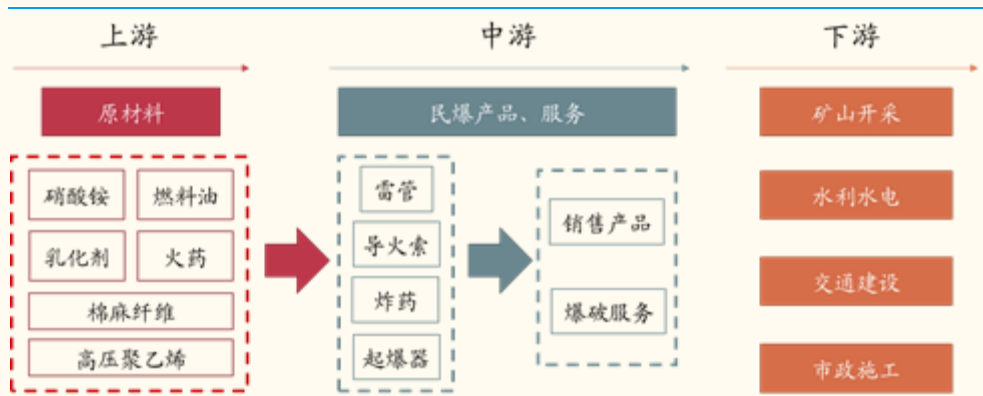
图表 26: 民爆行业主要产品介绍与用途

| 主要产品  | 介绍  | 用途                                 |
|-------|---|------------------------------------|
| 工业炸药  | 以氧化剂和可燃剂为主体，按照氧平衡原理构成的爆炸性混合物                                | 广泛应用于煤矿冶金、石油地质、交通水电、林业建筑、金属加工和控制爆破 |
| 工业雷管  | 普通雷管<br>爆破工程的主要起爆材料，一般用雷汞等容易发火的化学药品装在金属管里制成                 | 用于产生起爆能来引爆各种炸药及导爆索、传爆管             |
|       | 电子雷管<br>采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管，用受芯片控制的延期模块取代化学延期体，延期精度高、安全性好 |                                    |
| 工业导爆索 | 传递爆轰波的一种爆破器材，药芯部分由粉状猛炸药、太安或黑索今构成，外壳是用棉、麻等纤维材料编制而成           | 用以与雷管连接同时起爆数个药包或药块                 |

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

- **民爆行业产业链：上游原料-中游产品与服务-下游应用场景。**民爆行业的上游主要是硝酸铵、火药和乳化剂等其他原材料供应商；中游主要是民爆产品生产制造和销售服务以及爆破服务提供商；下游广泛应用于矿山开采、水利水电、交通建设和市政施工等领域，具有广泛的市场应用前景，在基础工业、国家重点支持发展的基础设施建设等领域具有不可替代的作用。

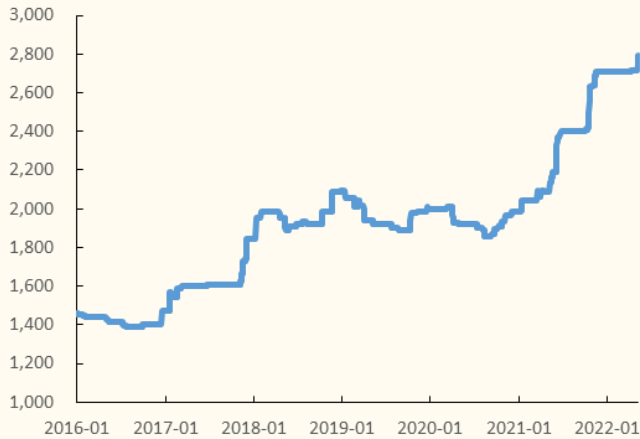
图表 27: 民爆行业产业链



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

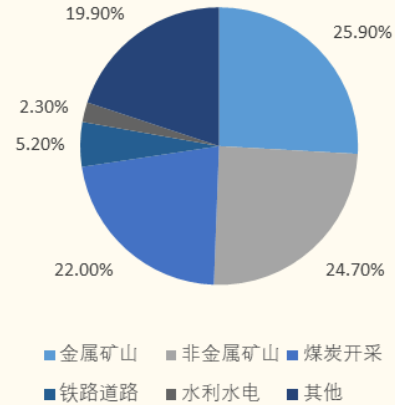
- **上游：硝酸铵价格波动影响行业利润。**炸药主要的原料是硝酸铵，我国硝酸铵行业集中度较高，前十名硝酸铵生产企业占据行业 50%以上的份额，国内主要的硝酸铵生产企业规模都在 10 万吨以上。近年来硝酸铵价格持续走高，16-20 年增长近一倍，21 年硝酸铵均价 2327.1 元/吨，同比上涨 20%，全年价格 Q1、Q4 高于 Q2、Q3。上游硝酸铵、乳化剂、油相等原辅材料的价格波动对企业利润造成了直接影响。
- **中游：炸药与雷管产量跟随宏观经济走势波动。**受宏观经济下行，国家基建投资力度的放缓，21 年我国工业炸药产量 441.51 万吨，同比降低 1.5%，近年来整体保持在 350-450 万吨之间；18-21 年我国工业雷管产量不断下滑，21 年产量为 8.9 亿发，同比降低 7%。
- **下游：民爆物品在煤炭、金属和非金属矿山的开采应用占比超过 70%。**20 年用于金属矿山炸药占比最大为 25.9%，非金属矿山占比 24.7%，煤炭开采占比 22%，三大领域合计占比 72.6%。

图表 28: 硝酸铵价格 (元/吨)



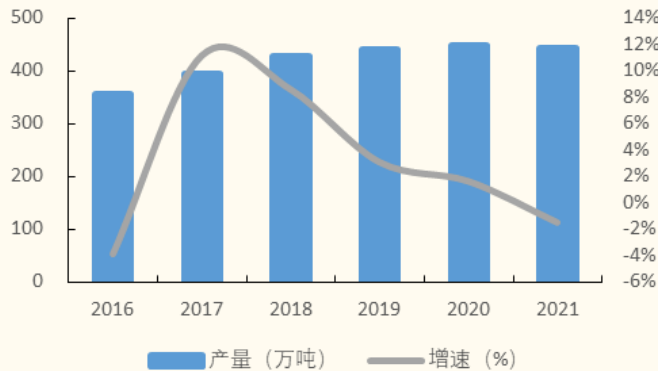
来源: wind, 国金证券研究所

图表 29: 20 年我国工业炸药下游应用分布



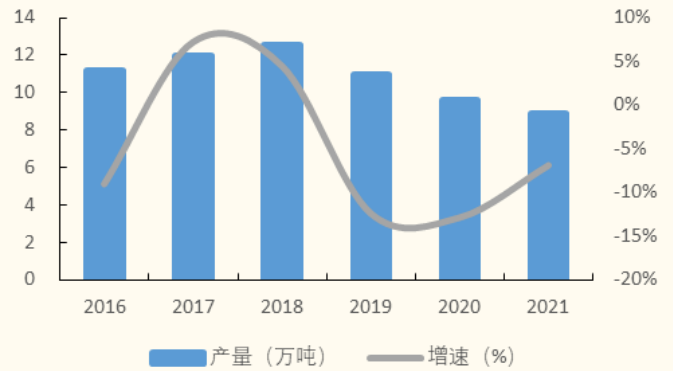
来源: 中国民爆行业协会, 国金证券研究所

图表 30: 我国工业炸药产量 (万吨) 与增速 (%)



来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

图表 31: 我国工业雷管产量 (亿发) 与增速 (%)

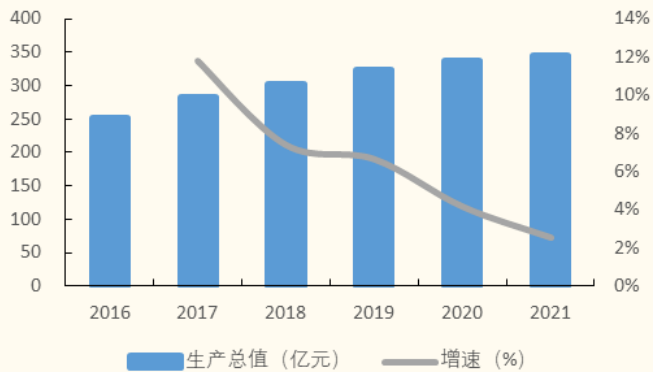


来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

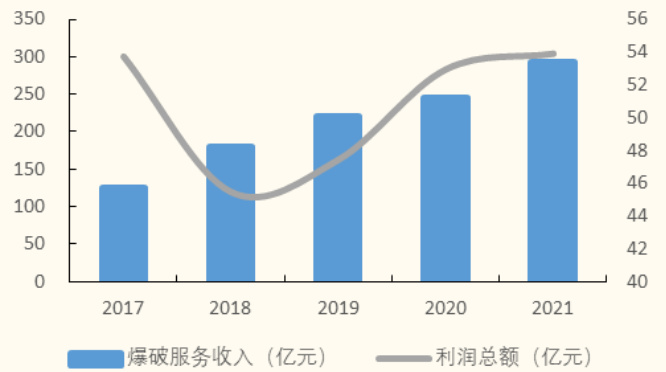
■ 民爆行业特点: 周期性、安全性、区域性

- 周期性: 民爆物品的需求受宏观经济形势变化影响较大, 当宏观经济处于上升周期时, 基础设施建设和固定资产投资规模通常相对较大, 对民爆物品的需求也会随之增加, 反之亦然。21 年我国民爆生产企业累计完成生产总值 344.38 亿元, 同比增长 2.5%, 总体运行情况平稳, 民爆行业实现利润总额 69.53 亿元, 同比增长 0.13%, 实现爆破服务收入 304.42 亿元, 同比增长 20.32%。

图表 32: 我国民爆企业生产总值 (亿元) 与增速 (%)



图表 33: 我国民爆企业利润总额 (亿元) 与爆破服务收入 (亿元)

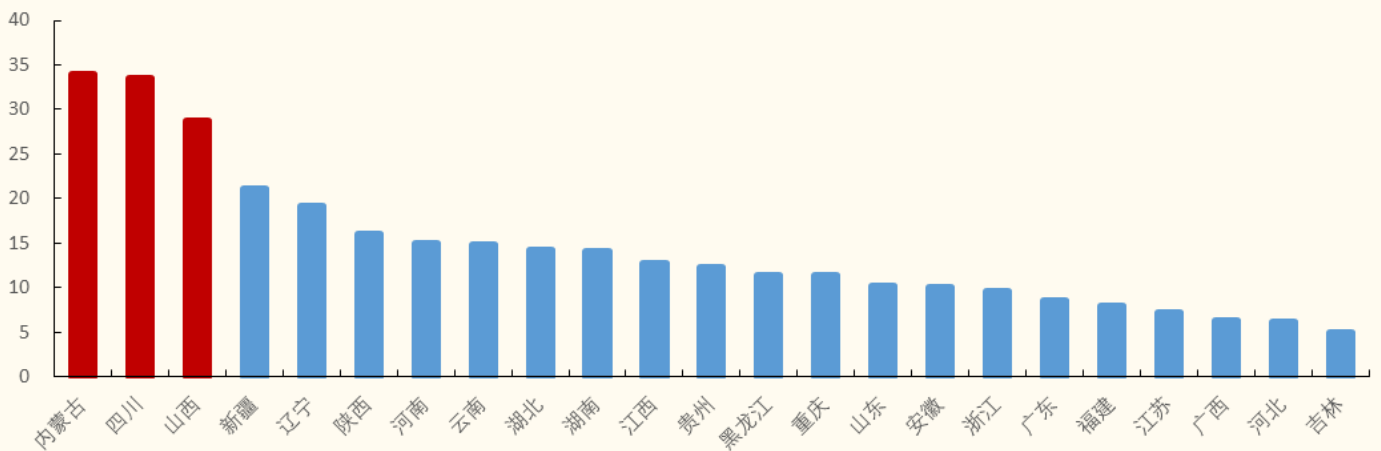


来源：中国爆破器材行业协会，国金证券研究所

来源：中国爆破器材行业协会，国金证券研究所

- **安全性：**我国对民爆行业实行专控管理准入制度，民爆器材产品的科研、生产、销售、进出口、专用设备生产、工程设计、质量检测均实行严格的行业准入制度，从事民爆器材生产或销售的企业必须持有由工信部颁发的民用爆炸物品生产许可证或销售许可证；此外，民爆物品生产企业还必须取得安全生产许可。
- **区域性：**由于民爆产品属于国家管控的高危物品，远距离运输成本高而且风险大，所以民爆企业的业务通常在就近区域内展开，形成了地域性特征；考虑到自然条件和经济基础的差异，经济欠发达地区的基建和采矿需求往往高于经济发达地区，因此民爆行业相对东部沿海来说更集中于中西部地区，其中内蒙古、四川和山西是我国民爆行业最主要生产发展区域，民爆行业生产总值及销售总值一直居于全国前列，21年内蒙古、四川和山西民爆生产企业生产总值分别为 33.99 亿元、33.49 亿元和 28.65 亿元。

图表 34：21 年各地区民爆行业生产总值（亿元）



来源：中国爆破器材行业协会，国金证券研究所

- **政策指引：持续推进兼并重组，优化产能布局和产品结构**
  - 21 年 11 月工信部发布《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，总体方向为加快企业重组整合步伐、进一步优化产能布局和产品结构，推动企业转型。
  - **兼并重组：**加快企业重组整合步伐，在行业政策上向排名前十位的企业倾斜，以支持优势企业并购重组，支持企业间联优并强，提升产业集中度。20 年民爆行业生产领域 CR6 为 33%，公司位列第四；爆破服务领域的 CR6 为 70%，公司位列第五。21 年 12 月，我国民爆企业数量已由“十三五”初期的 140 多家减少到 71 家，但企业数量仍然过多。工信部表示将持续推进企业重组整合，把生产企业数量减少到 50 家以内。
  - **调整产能布局：**统筹考虑市场、安全、环境等政策要素，进一步优化产能布局，使区域市场供需趋于平衡。
  - **优化产品结构：**22 年全面推广工业数码电子雷管，继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业现场混装炸药许可产能占比。从产品结构上，目前行业已淘汰了导火索、火雷管、铵梯炸药等品种，纸壳雷管也即将淘汰，工业炸药及其产品正在向多品种、系列化、低成本、低污染、原材料来源丰富、性能优良、高安全性、环保型方向发展。
  - **推动企业转型：**积极推动科研、生产、爆破服务“一体化”，加快推广现场混装作业方式，促进民爆企业由“生产销售型”向“服务型制造”转变。

### 3.2 受益川藏线动工，电子雷管构筑新增长点

#### ■ 公司民爆业务聚焦工程炸药、雷管、索类的生产销售和工程爆破服务

- 公司现有 20 个民爆生产点，目前工业炸药、工业雷管、工业导爆索和塑料导爆管的许可产能分别为 22.8 万吨、20392 万发（其中电子雷管约 5400 万发）、1500 万米和 10000 万米，其中工业导爆索在建产能 800 万米，预计 22 年 10 月投产。

图表 35: 21 年公司民爆产品产能情况

| 产品类别  | 许可产能     | 实际产能      | 产能利用率  | 在建产能   | 投资建设情况         |
|-------|----------|-----------|--------|--------|----------------|
| 工业炸药  | 22.8 万吨  | 21.09 万吨  | 92.49% | 0      | 无              |
| 工业雷管  | 20392 万发 | 8197.6 万发 | 40.20% | 0      | 无              |
| 工业导爆索 | 1500 万米  | 1500 万米   | 100%   | 800 万米 | 预计 22 年 10 月投产 |
| 塑料导爆管 | 10000 万米 | 10000 万米  | 100%   | 0      | 无              |

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司现有 20 余个爆破公司，拥有 13 个现场混装炸药生产点，拥有爆破施工一级、矿山施工总承包和土石方、隧道工程、地基与基础等专业承包资质，是国内工程爆破资质最齐备、矿山工程服务项目最配套的民爆一体化服务商之一。专业承揽土石方爆破、定向爆破、特种爆破、爆破加工以及爆破设计、咨询、监理等各类爆破业务，以及现场混装炸药爆破一体化、矿山开采、砂石骨料生产、城市整体拆迁、危险品仓储运输等业务，系业内领先的爆破工程一体化方案解决专家。

#### ■ 区位优势显著，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。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。公司的起爆器材则由于单价较高、运输成本相对较低的原因，除可供应四川全境外，尚能远销至重庆、西藏、甘肃、陕西、湖南、内蒙、贵州等省外地区。
- 近年来，随着西南经济的快速发展和国家西部大开发政策的推进，四川省以至整个西南和西北地区的道路桥梁建设、水利资源开发和矿山开采都呈现出较为明显的上升趋势。川藏铁路全长 1838 千米，是国家“十四五”期间的重要基建项目，雅安-林芝段已于 20 年底开工建设，全长 1011 公里，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。

图表 36: 川藏铁路示意图



来源：搜狐，国金证券研究所

#### ■ 电子雷管渗透率提升，公司产销量行业领先

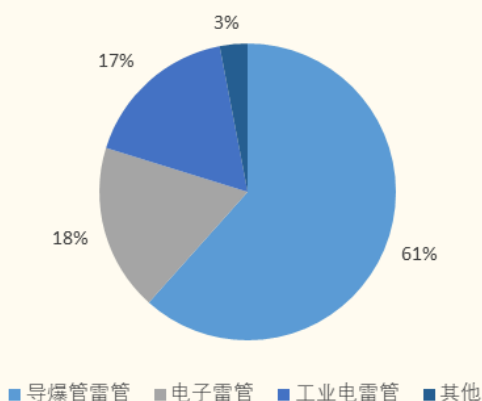
- 电子雷管是采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管。电子雷管用受芯片控制的延期模块取代了传统雷管中的化学延期体，具有延



期精度高、安全性好、网络可检测等优点，并能内置密码和身份码，符合公安部“三码合一”的安全管理和监控要求。

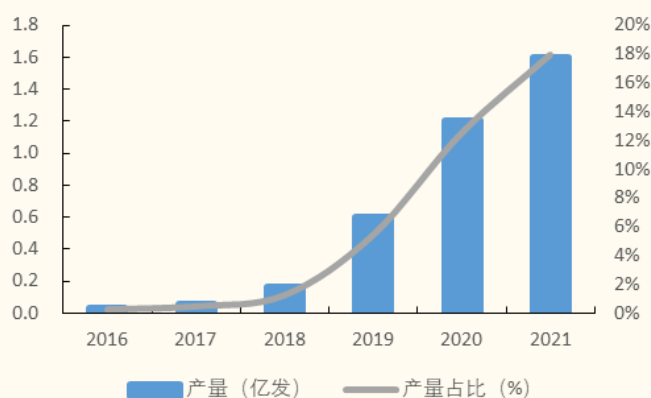
- **政策指引：电子雷管将实现全面替代。**18年12月，公安部、工信部发布“关于贯彻执行《工业电子雷管信息管理通则》有关事项的通知”，要求各地公安机关、民爆行业主管部门联合相关部门和行业协会，大力推广应用电子雷管，确保实现22年电子雷管全面使用的目标。21年12月，工信部发布《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，进一步明确给出全面使用数码电子雷管的时间节点，即22年6月底前停止生产、8月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。
- **目前电子雷管行业渗透率仅18%。**21年国内电子雷管产量为1.6亿发，同比增加39.7%，产量占比提升至18%。目前工业雷管产量以导爆管雷管为主，21年占比61.3%，预计22年底，其它工业雷管都将使用完毕，不会在市场上流通，电子雷管有望实现全面替代。根据华经产业研究院预测，市场传统雷管每年用量约10亿发，假设未来电子雷管100%渗透，按单价15元计算，电子雷管市场空间将达到150亿元。
- **公司电子雷管产销量国内第一。**21年3月公司以自有资金8250万元收购吉阳工业75%股权，扩大电子雷管产能，目前公司电子雷管许可产能约5400万发，21年产量3033万发、销量3049万发，分别占全国电子雷管产销量比例19.4%、20.5%，位居国内第一。根据工信部关于推动民爆行业高质量发展的要求，公司将加大电子雷管的产能及市场布局，依托电子雷管技术和渠道优势，不断提高电子雷管市占率。

图表 37: 21 年各类工业雷管产量占比



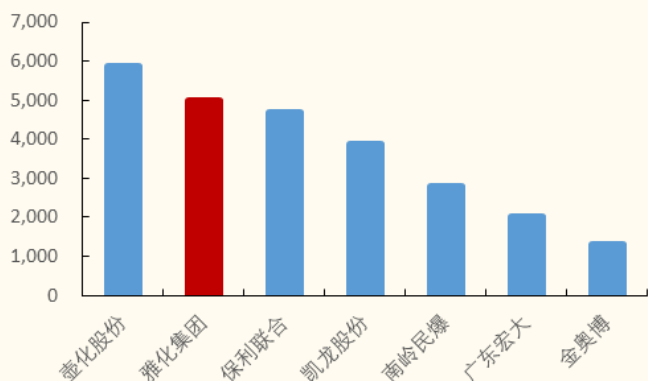
来源：中国爆破器材行业协会，国金证券研究所

图表 38: 电子雷管产量 (亿发) 与占工业雷管比例



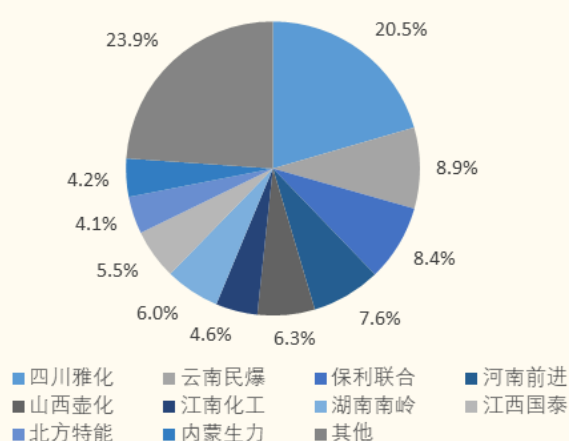
来源：民爆第一资讯，华经产业研究院，国金证券研究所

图表 39: 可比公司电子雷管许可产能 (万发)



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 40: 21 年电子雷管销量分布 (按集团)



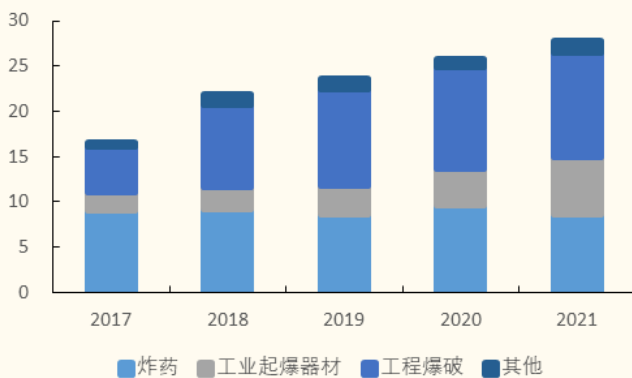
来源：中国爆破器材行业协会，国金证券研究所

■ 起爆器材利润占比提升，电子雷管构筑盈利新增长点



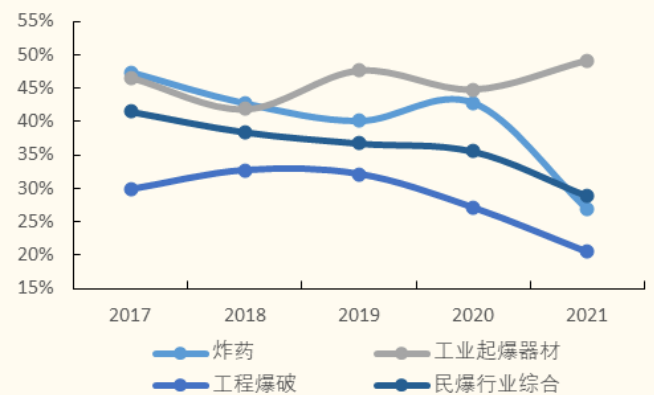
- 21年公司民爆业务实现营收14.96亿元，同比增长9.98%；其中工业炸药营收8.62亿元，同比下降9.9%，营收占比同比下降6pcts至31%；爆破业务营收11.58亿元，同比增长2.49%。
- 21年3月公司以自有资金8250万元收购吉阳工业75%的股权，扩大公司电子雷管产能和市场区域，进一步提升电子雷管市场占有率。从21年3月末至21年末，吉阳工业实现营收4849万元，净利润465万元，21年公司起爆器材营收6.33亿元，同比增长57.24%，毛利率49.12%，同比增加4.33pcts，受益于电子雷管的放量，预计电子雷管全面替换后利润将进一步提升。
- 作为国内最早从事民爆业务的公司之一，公司毛利率在同行业中处于较高水平，17-20年一直维持在35%左右，随着毛利率相对较高的工业炸药业务占比逐渐降低和原材料涨价等影响，整体毛利率有下行的趋势，但起爆器材中毛利率最高的电子雷管占比提升使公司民爆业务未来仍能保持较高的毛利率水平。

图表 41：民爆业务分产品营收（亿元）



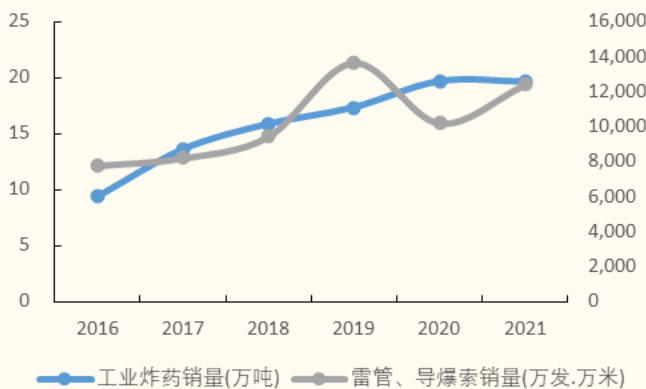
来源：wind，国金证券研究所

图表 42：民爆业务分产品毛利率（%）



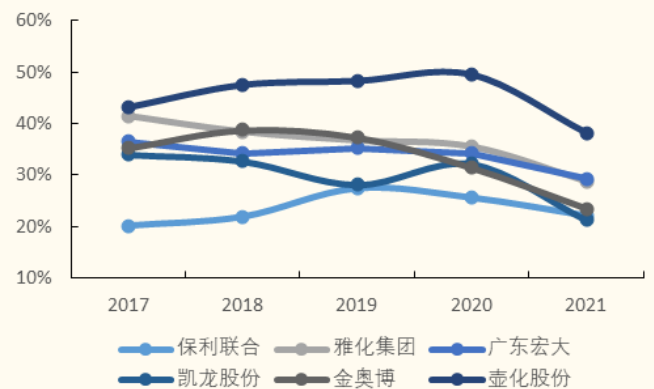
来源：wind，国金证券研究所

图表 43：公司民爆产品销量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：可比公司民爆业务毛利率



来源：各公司公告，国金证券研究所

#### 四、盈利预测&投资建议

- 预计 22-24 年锂盐业务营收分别为 126 亿元、160 亿元、172 亿元，毛利率分别为 51.43%、48.28%、46.94%。
- 量：预计 22 年产能利用率提升，23-24 年雅安二期 3 万吨氢氧化锂产能释放，预计 22-24 年公司锂盐销量分别为 3.6 万吨、5.5 万吨、7 万吨。

- **价:** 判断 22 年锂价高位维持, 23-24 年价格中枢 20-30 万/吨, 考虑到部分长协和价格滞后, 预计 22-24 年销售均价分别为 35 万元/吨、29 万元/吨、24.5 万元/吨。
- **毛利率:** 预计 23-24 年锂价回落后, 公司锂盐利润率有一定下滑, 预计 22-24 年锂盐产品毛利率分别为 51.43%、48.28%、46.94%。
- **预计 22-24 年民爆业务合计营收为 28.1 亿元、28.6 亿元、28.9 亿元, 主要包括: 工业炸药、工业起爆器材 (雷管、导爆索等)、爆破服务。**
  - **量:** 工业炸药产销量基本稳定, 营收占比逐年降低, 预计 22-24 年销量均为 19 万吨。工业起爆器材中电子雷管因政策指引产销量将提升, 索类产品产量有提升空间, 预计 22-24 年工业起爆器材销量分别为 12700 万发. 万米、13000 万发. 万米、13000 万发. 万米。
  - **价:** 预计 22-24 年工业炸药销售均价维持 21 年 0.44 万元/吨不变, 工业起爆器材销售均价随着电子雷管渗透率的提升整体增加, 预计 22-24 年销售均价分别为 5.2 万元/万发. 万米、5.25 万元/万发. 万米、5.3 万元/万发. 万米。
  - **毛利率:** 预计 22-24 年工业炸药毛利率均为 27.27%; 工业起爆器材中电子雷管毛利率较高, 随着渗透率的提升, 预计 22-24 年工业起爆器材毛利率分别为 50%、50.5%、51%; 预计 22-24 年爆破服务与其他运输业务毛利率基本维持与 21 年不变。

图表 45: 分产品盈利预测 (亿元)

|                         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业总收入 (亿元)</b>       | <b>31.97</b> | <b>32.50</b> | <b>52.41</b> | <b>154.10</b> | <b>188.06</b> | <b>200.53</b> |
| Yoy (%)                 | 4.24%        | 1.67%        | 61.26%       | 194.02%       | 22.04%        | 6.63%         |
| 毛利 (亿元)                 | 8.75         | 10.03        | 18.44        | 72.95         | 85.34         | 89.03         |
| 毛利率 (%)                 | 27.39%       | 30.87%       | 35.17%       | 47.34%        | 45.38%        | 44.40%        |
| <b>锂盐业务</b>             |              |              |              |               |               |               |
| 营收 (亿元)                 | 8.31         | 6.74         | 24.66        | 126.00        | 159.50        | 171.50        |
| yoy (%)                 | -5.02%       | -18.86%      | 265.94%      | 410.92%       | 26.59%        | 7.52%         |
| 毛利 (亿元)                 | 0.06         | 0.88         | 10.44        | 64.80         | 77.00         | 80.50         |
| 毛利率 (%)                 | 0.71%        | 13.03%       | 42.35%       | 51.43%        | 48.28%        | 46.94%        |
| 产量 (万吨)                 | 0.67         | 1.31         | 2.73         | 3.60          | 5.50          | 7.00          |
| 销量 (万吨)                 | 1.17         | 1.75         | 2.91         | 3.60          | 5.50          | 7.00          |
| 价格 (万元/吨)               | 7.08         | 3.86         | 8.46         | 35.00         | 29.00         | 24.50         |
| 吨成本 (万元/吨)              | 7.03         | 3.36         | 4.88         | 17.00         | 15.00         | 13.00         |
| 吨毛利 (万元/吨)              | 0.05         | 0.50         | 3.58         | 18.00         | 14.00         | 11.50         |
| <b>民爆业务</b>             |              |              |              |               |               |               |
| <b>工业炸药</b>             |              |              |              |               |               |               |
| 营收 (亿元)                 | 8.56         | 9.57         | 8.62         | 8.36          | 8.36          | 8.36          |
| yoy (%)                 | -7.58%       | 11.80%       | -9.92%       | -3.04%        | 0.00%         | 0.00%         |
| 毛利 (亿元)                 | 3.43         | 4.09         | 2.32         | 2.28          | 2.28          | 2.28          |
| 毛利率 (%)                 | 40.07%       | 42.76%       | 26.85%       | 27.27%        | 27.27%        | 27.27%        |
| 产量 (万吨)                 | 17.25        | 19.63        | 19.23        | 19.00         | 19.00         | 19.00         |
| 销量 (万吨)                 | 17.31        | 19.63        | 19.59        | 19.00         | 19.00         | 19.00         |
| 价格 (万元/吨)               | 0.49         | 0.49         | 0.44         | 0.44          | 0.44          | 0.44          |
| 吨成本 (万元/吨)              | 0.30         | 0.28         | 0.32         | 0.32          | 0.32          | 0.32          |
| 吨毛利 (万元/吨)              | 0.20         | 0.21         | 0.12         | 0.12          | 0.12          | 0.12          |
| <b>工业起爆器材 (雷管、导爆索等)</b> |              |              |              |               |               |               |
| 营收 (亿元)                 | 3.27         | 4.03         | 6.34         | 6.60          | 6.83          | 6.89          |
| yoy (%)                 | 34.57%       | 23.32%       | 57.24%       | 4.21%         | 3.35%         | 0.95%         |

|                 | 2019   | 2020    | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利 (亿元)         | 1.56   | 1.80    | 3.11   | 3.30   | 3.45   | 3.51   |
| 毛利率 (%)         | 47.58% | 44.79%  | 49.12% | 50.00% | 50.48% | 50.94% |
| 产量 (万发. 万米)     | 14,062 | 10,764  | 11,277 | 12,700 | 13,000 | 13,000 |
| 销量 (万发. 万米)     | 13,661 | 10,205  | 12,389 | 12,700 | 13,000 | 13,000 |
| 价格 (万元/万发. 万米)  | 2.39   | 3.95    | 5.12   | 5.20   | 5.25   | 5.30   |
| 吨成本 (万元/万发. 万米) | 1.25   | 2.18    | 2.60   | 2.60   | 2.60   | 2.60   |
| 吨毛利 (万元/万发. 万米) | 1.14   | 1.77    | 2.51   | 2.60   | 2.65   | 2.70   |
| <b>工程爆破</b>     |        |         |        |        |        |        |
| 营收 (亿元)         | 10.56  | 11.30   | 11.58  | 11.93  | 12.17  | 12.41  |
| yoy (%)         | 16.83% | 6.98%   | 2.49%  | 3.00%  | 2.00%  | 2.00%  |
| 毛利 (亿元)         | 339.13 | 306.42  | 237.48 | 238.57 | 243.34 | 248.21 |
| 毛利率 (%)         | 32.11% | 27.12%  | 20.51% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| <b>其他 (运输等)</b> |        |         |        |        |        |        |
| 营收 (亿元)         | 1.27   | 0.86    | 1.21   | 1.21   | 1.21   | 1.21   |
| yoy (%)         | 6.79%  | -32.20% | 40.83% | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 毛利 (亿元)         | 31.91  | 19.25   | 18.89  | 18.18  | 18.18  | 18.18  |
| 毛利率 (%)         | 25.14% | 22.37%  | 15.59% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |

来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

- 预计公司 22-24 年营收分别为 154.10 亿元、188.06 亿元、200.53 亿元; 归母净利润分别为 39.44 亿元、45.50 亿元、47.06 亿元; 对应 EPS 分别为 3.42 元、3.95 元、4.08 元; 对应 PE 分别为 7.5 倍、6.5 倍、6.3 倍。
- 估值采用 PE 法, 参考锂盐和民爆可比公司情况, 给予公司 22 年 10 倍 PE, 对应市值 394 亿元, 目标价 39.48 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 46: 可比公司估值情况

| 股票代码       | 股票名称 | 股价 (元) | EPS   |      |       |       |       | PE     |              |              |              |       |
|------------|------|--------|-------|------|-------|-------|-------|--------|--------------|--------------|--------------|-------|
|            |      |        | 2020  | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2020   | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E |
| 002460     | 赣锋锂业 | 117.21 | 0.77  | 3.64 | 9.06  | 9.14  | 10.99 | 132.34 | 39.27        | 10.18        | 10.09        | 8.39  |
| 002466     | 天齐锂业 | 85.16  | -1.24 | 1.41 | 10.32 | 10.80 | 10.90 | -31.63 | 76.03        | 7.41         | 7.07         | 7.01  |
| 002240     | 盛新锂能 | 46.85  | 0.04  | 0.98 | 5.89  | 7.57  | 9.28  | 674.26 | 58.95        | 9.15         | 7.12         | 5.81  |
| 002756     | 永兴材料 | 110.10 | 0.66  | 2.19 | 12.56 | 12.12 | 12.16 | 82.75  | 67.74        | 6.88         | 7.13         | 7.11  |
| 600499     | 科达制造 | 15.78  | 0.15  | 0.53 | 3.15  | 3.17  | 3.26  | 46.53  | 46.60        | 4.92         | 4.89         | 4.76  |
| <b>中位数</b> |      |        |       |      |       |       |       |        | <b>7.41</b>  | <b>7.12</b>  | <b>7.01</b>  |       |
| <b>平均数</b> |      |        |       |      |       |       |       |        | <b>7.71</b>  | <b>7.26</b>  | <b>6.62</b>  |       |
| 603977     | 国泰集团 | 8.44   | 0.35  | 0.41 | 0.63  | 0.83  | 1.02  | 20.11  | 25.46        | 12.98        | 9.79         | 7.99  |
| 002917     | 金奥博  | 8.37   | 0.25  | 0.15 | 0.43  | 0.85  | 1.02  | 37.18  | 75.01        | 19.34        | 9.74         | 8.17  |
| 002360     | 同德化工 | 6.44   | 0.39  | 0.30 | 0.40  | 1.07  | 0.00  | 19.93  | 31.15        | 15.51        | 5.80         | 0.00  |
| 002683     | 广东宏大 | 20.92  | 0.54  | 0.64 | 0.75  | 0.89  | 1.03  | 66.79  | 47.01        | 26.92        | 22.67        | 19.50 |
| <b>中位数</b> |      |        |       |      |       |       |       |        | <b>17.42</b> | <b>9.76</b>  | <b>8.17</b>  |       |
| <b>平均数</b> |      |        |       |      |       |       |       |        | <b>18.69</b> | <b>12.00</b> | <b>11.89</b> |       |
| 002497     | 雅化集团 | 28.67  | 0.29  | 0.81 | 3.42  | 3.95  | 4.08  | 69.25  | 35.27        | 7.52         | 6.52         | 6.30  |

来源: wind, 国金证券研究所

注: 股价截至 22 年 5 月 17 日

## 五、风险提示

- 提锂新技术出现, 带动供应大幅释放。目前主流提锂技术为矿石提锂、盐湖提锂和云母提锂, 新技术黏土提锂的发展将有可能带动供应大幅释放,

Sonora 项目位于墨西哥的索诺拉州，其提锂工艺兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点，既能够以类似矿石提锂的速度在短时间内完成提锂过程，也能够以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂。

- **新矿山加速勘探开采，加速供应释放。** 锂产业链利润向上游转移，驱动矿企加速矿山的勘探、建设与开采，投产进度可能提前，加速供给释放。
- **高价格反噬需求，电车等下游需求不达预期等。** 当前锂盐价格达到 45w 左右，对应不同下游成本抬升幅度不同，部分下游对价格敏感度高，持续高价格将有可能平抑需求。
- **宏观经济波动风险。** 公司民爆产品主要应用于矿山开采及能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探及国防建设等领域，民爆行业对基础工业、基础设施建设等的依赖性较强，与基础设施相关行业投资水平关联度较高，因此相关行业的投资强度大小和周期波动对公司民爆业务盈利能力的稳定性有一定影响。
- **市场竞争加剧风险。** 随着民爆行业直供直销、价格放开等市场化进程的加快，民爆行业面临新常态下经济调整所带来的冲击，公司可能因市场竞争更加激烈而导致盈利能力出现一定程度的下滑。
- **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，如果未来其价格出现较大波动，将对公司民爆产业经营业绩造成一定的影响。
- **实控人、一致行动人、监事股票减持风险。** 21 年 11 月，公司公告实控人郑戎女士计划 6 个月内将不超过 2000 万股股份（占公司总股本比例约为 1.74%）减持至张婷女士名下，张婷女士计划 6 个月内以集中竞价交易方式减持上海宽投资产管理有限公司-宽投幸运星 7 号私募证券投资基金 1000 万股（占公司总股本比例约为 0.87%）股份。22 年 3 月减持时间已过半。

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)        |               |               |               |               |                |                | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |               |               |               |       |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-------|
|                     | 2019          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E          | 2024E          |                 | 2019         | 2020         | 2021         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |       |
| <b>主营业务收入</b>       | <b>3,197</b>  | <b>3,250</b>  | <b>5,241</b>  | <b>15,410</b> | <b>18,806</b>  | <b>20,053</b>  | 货币资金            | 333          | 1,986        | 936          | 1,552         | 2,516         | 4,556         |       |
| 增长率                 | 1.7%          | 61.3%         | 194.0%        | 22.0%         | 6.6%           |                | 应收款项            | 836          | 1,008        | 1,444        | 3,496         | 4,266         | 4,549         |       |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-2,321</b> | <b>-2,247</b> | <b>-3,398</b> | <b>-8,115</b> | <b>-10,272</b> | <b>-11,150</b> | 存货              | 409          | 452          | 1,213        | 1,833         | 2,320         | 2,519         |       |
| %销售收入               | 72.6%         | 69.1%         | 64.8%         | 52.7%         | 54.6%          | 55.6%          | 其他流动资产          | 283          | 225          | 1,865        | 2,119         | 2,262         | 2,318         |       |
| <b>毛利</b>           | <b>875</b>    | <b>1,003</b>  | <b>1,844</b>  | <b>7,295</b>  | <b>8,534</b>   | <b>8,903</b>   | 流动资产            | 1,861        | 3,671        | 5,457        | 9,000         | 11,364        | 13,942        |       |
| %销售收入               | 27.4%         | 30.9%         | 35.2%         | 47.3%         | 45.4%          | 44.4%          | %总资产            | 35.7%        | 52.8%        | 60.1%        | 67.8%         | 70.1%         | 71.9%         |       |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-24</b>    | <b>-23</b>    | <b>-34</b>    | <b>-108</b>   | <b>-132</b>    | <b>-140</b>    | 长期投资            | 803          | 851          | 1,011        | 1,011         | 1,011         | 1,011         |       |
| %销售收入               | 0.8%          | 0.7%          | 0.6%          | 0.7%          | 0.7%           | 0.7%           | 固定资产            | 1,505        | 1,444        | 1,451        | 2,063         | 2,619         | 3,169         |       |
| <b>销售费用</b>         | <b>-120</b>   | <b>-78</b>    | <b>-68</b>    | <b>-385</b>   | <b>-470</b>    | <b>-501</b>    | %总资产            | 28.8%        | 20.8%        | 16.0%        | 15.6%         | 16.1%         | 16.3%         |       |
| %销售收入               | 3.8%          | 2.4%          | 1.3%          | 2.5%          | 2.5%           | 2.5%           | 无形资产            | 976          | 933          | 975          | 1,014         | 1,052         | 1,090         |       |
| <b>管理费用</b>         | <b>-374</b>   | <b>-358</b>   | <b>-409</b>   | <b>-1,541</b> | <b>-1,881</b>  | <b>-2,005</b>  | 非流动资产           | 3,357        | 3,286        | 3,615        | 4,265         | 4,857         | 5,443         |       |
| %销售收入               | 11.7%         | 11.0%         | 7.8%          | 10.0%         | 10.0%          | 10.0%          | %总资产            | 64.3%        | 47.2%        | 39.9%        | 32.2%         | 29.9%         | 28.1%         |       |
| <b>研发费用</b>         | <b>-74</b>    | <b>-66</b>    | <b>-108</b>   | <b>-318</b>   | <b>-388</b>    | <b>-414</b>    | <b>资产总计</b>     | <b>5,218</b> | <b>6,957</b> | <b>9,072</b> | <b>13,265</b> | <b>16,221</b> | <b>19,385</b> |       |
| %销售收入               | 2.3%          | 2.0%          | 2.1%          | 2.1%          | 2.1%           | 2.1%           | 短期借款            | 337          | 236          | 77           | 620           | 54            | 54            |       |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>283</b>    | <b>477</b>    | <b>1,225</b>  | <b>4,943</b>  | <b>5,663</b>   | <b>5,842</b>   | 应付款项            | 418          | 556          | 1,434        | 2,169         | 2,744         | 2,977         |       |
| %销售收入               | 8.9%          | 14.7%         | 23.4%         | 32.1%         | 30.1%          | 29.1%          | 其他流动负债          | 165          | 217          | 380          | 884           | 1,057         | 1,117         |       |
| <b>财务费用</b>         | <b>-79</b>    | <b>-49</b>    | <b>-17</b>    | <b>-104</b>   | <b>-136</b>    | <b>-136</b>    | 流动负债            | 921          | 1,010        | 1,891        | 3,674         | 3,855         | 4,148         |       |
| %销售收入               | 2.5%          | 1.5%          | 0.3%          | 0.7%          | 0.7%           | 0.7%           | 长期贷款            | 320          | 81           | 126          | 126           | 126           | 126           |       |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-266</b>   | <b>-56</b>    | <b>-109</b>   | <b>-57</b>    | <b>-15</b>     | <b>-6</b>      | 其他长期负债          | 819          | 423          | 330          | 323           | 319           | 316           |       |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>负债</b>       | <b>2,061</b> | <b>1,514</b> | <b>2,347</b> | <b>4,123</b>  | <b>4,300</b>  | <b>4,590</b>  |       |
| <b>投资收益</b>         | <b>29</b>     | <b>33</b>     | <b>33</b>     | <b>30</b>     | <b>30</b>      | <b>30</b>      | <b>普通股股东权益</b>  | <b>2,831</b> | <b>5,131</b> | <b>6,369</b> | <b>8,735</b>  | <b>11,465</b> | <b>14,289</b> |       |
| %税前利润               | 20.3%         | 7.8%          | 2.9%          | 0.6%          | 0.5%           | 0.5%           | 其中：股本           | 959          | 1,129        | 1,153        | 1,153         | 1,153         | 1,153         |       |
| <b>营业利润</b>         | <b>149</b>    | <b>435</b>    | <b>1,164</b>  | <b>4,812</b>  | <b>5,542</b>   | <b>5,730</b>   | 未分配利润           | 1,169        | 1,467        | 2,341        | 4,708         | 7,437         | 10,261        |       |
| <b>营业利润率</b>        | <b>4.7%</b>   | <b>13.4%</b>  | <b>22.2%</b>  | <b>31.2%</b>  | <b>29.5%</b>   | <b>28.6%</b>   | 少数股东权益          | 326          | 312          | 356          | 406           | 456           | 506           |       |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-7</b>     | <b>-10</b>    | <b>-20</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>负债股东权益合计</b> | <b>5,218</b> | <b>6,957</b> | <b>9,072</b> | <b>13,265</b> | <b>16,221</b> | <b>19,385</b> |       |
| <b>税前利润</b>         | <b>141</b>    | <b>425</b>    | <b>1,145</b>  | <b>4,812</b>  | <b>5,542</b>   | <b>5,730</b>   | <b>比率分析</b>     |              | 2019         | 2020         | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E |
| <b>利润率</b>          | <b>4.4%</b>   | <b>13.1%</b>  | <b>21.8%</b>  | <b>31.2%</b>  | <b>29.5%</b>   | <b>28.6%</b>   | <b>每股指标</b>     |              |              |              |               |               |               |       |
| <b>所得税</b>          | <b>-65</b>    | <b>-81</b>    | <b>-161</b>   | <b>-818</b>   | <b>-942</b>    | <b>-974</b>    | 每股收益            | 0.075        | 0.317        | 0.813        | 3.422         | 3.948         | 4.083         |       |
| <b>所得税率</b>         | <b>45.7%</b>  | <b>18.9%</b>  | <b>14.1%</b>  | <b>17.0%</b>  | <b>17.0%</b>   | <b>17.0%</b>   | 每股净资产           | 2.953        | 5.022        | 5.526        | 7.579         | 9.948         | 12.398        |       |
| <b>净利润</b>          | <b>77</b>     | <b>345</b>    | <b>984</b>    | <b>3,994</b>  | <b>4,600</b>   | <b>4,756</b>   | 每股经营现金净流        | 0.298        | 0.518        | 0.547        | 2.175         | 3.647         | 4.169         |       |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>5</b>      | <b>21</b>     | <b>47</b>     | <b>50</b>     | <b>50</b>      | <b>50</b>      | 每股股利            | 0.015        | 0.015        | 0.030        | 1.369         | 1.579         | 1.633         |       |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>72</b>     | <b>324</b>    | <b>937</b>    | <b>3,944</b>  | <b>4,550</b>   | <b>4,706</b>   | <b>回报率</b>      |              |              |              |               |               |               |       |
| <b>净利率</b>          | <b>2.2%</b>   | <b>10.0%</b>  | <b>17.9%</b>  | <b>25.6%</b>  | <b>24.2%</b>   | <b>23.5%</b>   | 净资产收益率          | 2.53%        | 6.31%        | 14.71%       | 45.15%        | 39.68%        | 32.93%        |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 总资产收益率          | 1.37%        | 4.66%        | 10.32%       | 29.73%        | 28.05%        | 24.28%        |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 投入资本收益率         | 3.42%        | 6.47%        | 15.05%       | 41.23%        | 38.64%        | 32.25%        |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | <b>增长率</b>      |              |              |              |               |               |               |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 主营业务收入增长率       | 4.24%        | 1.67%        | 61.26%       | 194.02%       | 22.04%        | 6.63%         |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | EBIT增长率         | -24.72%      | 68.54%       | 156.60%      | 303.61%       | 14.58%        | 3.16%         |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 净利润增长率          | -60.91%      | 351.79%      | 189.22%      | 321.10%       | 15.36%        | 3.43%         |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 总资产增长率          | 10.07%       | 33.32%       | 30.41%       | 46.21%        | 22.29%        | 19.50%        |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |               |               |               |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 应收账款周转天数        | 60.8         | 64.4         | 40.4         | 40.0          | 40.0          | 40.0          |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 存货周转天数          | 84.8         | 69.9         | 89.4         | 85.0          | 85.0          | 85.0          |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 应付账款周转天数        | 43.1         | 54.7         | 75.8         | 70.0          | 70.0          | 70.0          |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 固定资产周转天数        | 107.6        | 156.9        | 98.5         | 40.9          | 38.5          | 39.7          |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |               |               |               |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 净负债/股东权益        | 26.15%       | -27.81%      | -33.25%      | -25.26%       | -32.21%       | -39.74%       |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | EBIT利息保障倍数      | 3.6          | 9.7          | 73.8         | 47.7          | 41.6          | 42.9          |       |
|                     |               |               |               |               |                |                | 资产负债率           | 39.49%       | 21.77%       | 25.87%       | 31.08%        | 26.51%        | 23.68%        |       |

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期        | 一周内         | 一月内         | 二月内         | 三月内         | 六月内         |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入        | 1           | 9           | 10          | 15          | 20          |
| 增持        | 0           | 2           | 3           | 6           | 0           |
| 中性        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>评分</b> | <b>1.00</b> | <b>1.18</b> | <b>1.23</b> | <b>1.29</b> | <b>1.00</b> |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402