

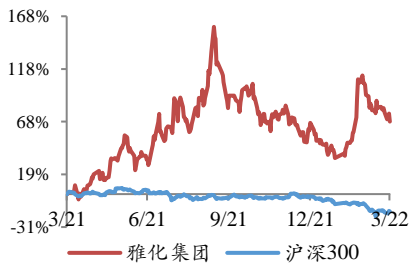
## 始于民爆成于锂，资源端布局持续优化

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2022-03-31

收盘价(元)	28.86
近12个月最高/最低(元)	44.21/16.28
总股本(百万股)	1,153
流通股本(百万股)	1,042
流通股比例(%)	90.43
总市值(亿元)	333
流通市值(亿元)	301

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 始于民爆成于锂，双主业驱动焕发新生

雅化集团由民爆起家，通过并购逐步进军锂盐行业，形成民爆+锂盐双主业联合驱动布局。民爆业务为公司提供稳定现金流，2021年优异业绩得益于锂盐价格和产量提升带来的量利齐增，公司锂业务产能迅速扩张，上游矿端有充足的包销权资源保障及库存，下游不仅与正极材料、电池厂有密切合作，还直接与整车厂特斯拉签订大订单，可以说产业链上中下游都有保证，锂业务是公司成长的利器。

#### ● 锂盐业务：矿端资源有保障，锂盐产能有扩张

##### 上游资源端：

1) 公司目前有 Mt Cattin 每年不少于 12 万吨、Mt Finniss 每年 7.5 万吨、Kenticha 每年 12 万吨的锂精矿包销权。其中 Mt Cattin 是在产矿山，2021 年为公司供应 15 万吨精矿；Mt Finniss 预计今年 Q4 投产，Kenticha 预计明年 Q2 投产；

2) 公司参股的李家沟矿预计于今年下半年投产并开始释放产能，预计精矿产能 18 万吨/年，李家沟锂矿将优先供应雅化旗下国理的生产；

3) 远期看，公司参股东部铁业和 EV，东部铁业拥有 Trigg Hill 锂矿项目，EV 拥有肖河和韦因贝尼及东阿尔卑斯山锂矿项目。

##### 中游冶炼端：

1) 公司目前拥有 4.3 万吨锂盐产能，其中氢氧化锂产能 3.3 万吨。4.3 万吨产能中，国理、兴晟、雅安分别有 1.7 万吨、0.6 万吨、2 万吨产能；

2) 预计今年底锂盐产能达 7.3 万吨，2025 年超 10 万吨。后续产能扩张主要在雅安二期及三期，目前投资 15 亿元的二期 3 万吨氢氧化锂将于今年底投产，达产后同时启动雅安三期 2 万吨氢氧化锂项目。

##### 下游应用端：

公司客户订单稳定优质，除了与贝特瑞、振华新材、优美科、比亚迪、厦钨新能等正极材料和电池厂保持稳定合作，公司于 2020 年成功打入特斯拉供应链，并与 2021 年 7 月开始供货，与特斯拉的合租不进位公司未来几年的订单打下良好基础，能够与整车厂直接签订单也显著提升公司的影响力。

#### ● 民爆业务：受益行业整合扩张+电子雷管放量+基建稳增长

民爆业务是公司立身之本，为公司提供充沛的现金流，后续也会贡献稳定的营收和利润。展望未来几年的民爆业务，主要增长潜力有三：1) 十四五规划要求民爆行业整合重组，雅化拥有丰富的海内外并购经验，作为产值前四的老牌民爆厂商将充分受益；2) 工信部推动民爆行业高质量发展，电子雷管即将全面迭代工业雷管，雅化是国内最大的电子雷管厂商，将充分受益赛道渗透率及行业规模提升；3) 以川藏铁路为代

表的基础设施建设受益基建稳增长，雅化的业务增长受到充分保障。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 9.13 亿元、37.84 亿元、47.06 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 33X/8X/6X，首次覆盖给予买入评级。

#### ● 风险提示

锂盐价格大幅波动风险，下游需求增加不及预期风险，锂盐项目进展不及预期风险，锂矿供应不及预期风险。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3250	5656	14105	17090
收入同比 (%)	1.7%	74.0%	149.4%	21.2%
归属母公司净利润	324	913	3784	4706
净利润同比 (%)	351.8%	182.0%	314.3%	24.4%
毛利率 (%)	30.9%	46.1%	59.3%	60.1%
ROE (%)	6.3%	15.1%	38.4%	32.3%
每股收益 (元)	0.34	0.89	3.70	4.61
P/E	64.56	33.02	7.97	6.41
P/B	4.37	4.98	3.06	2.07
EV/EBITDA	35.01	17.27	4.46	3.05

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 公司基本情况.....	6
1.1 始于民爆成于锂，双主业驱动焕发新生.....	6
1.2 公司主要产品和基本情况介绍.....	7
1.3 公司营收情况.....	9
2 民爆业务：受益行业整合扩张+电子雷管放量+基建稳增长.....	12
2.1 民爆：能源工业的能源，基础工业的基础.....	12
2.2 政策助推行业集中度提高，利好头部企业.....	14
2.3 区位优势+川藏铁路动工，雅化充分获益.....	16
2.4 收购吉阳工业，提前抢占电子雷管市场份额.....	17
3 锂盐业务：矿端资源有保障，锂盐产能有扩张.....	19
3.1 锂盐产能剑指十万吨，供货特斯拉订单基础稳固.....	19
3.2 上游矿源储备充足，打入特斯拉供应链订单亦无忧.....	20
4 盈利预测.....	25
5 风险提示：.....	25
财务报表与盈利预测.....	26

## 图表目录

图表 1 雅化集团股权结构	6
图表 2 公司股权激励计划解锁条件	6
图表 3 雅化集团发展历程	7
图表 4 公司业务基本情况	8
图表 5 公司营收情况 (单位: 亿元; %)	9
图表 6 公司营收结构 (单位: %)	9
图表 7 公司毛利率情况 (单位: %)	9
图表 8 公司毛利细分 (单位: 亿元)	9
图表 9 公司期间费用率下降 (单位: 亿元, %)	10
图表 10 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	10
图表 11 公司毛利率及净利率变化 (单位: %)	10
图表 12 公司经营性净现金流情况 (单位: 千万元; %)	11
图表 13 公司净现金流占营业总收入的比例 (单位: %)	11
图表 14 公司资产负债率 (单位: %)	11
图表 15 公司 ROE 水平 (单位: %)	11
图表 16 民爆上下游产业链	12
图表 17 民爆行业具有周期性	12
图表 18 保利联合营收	13
图表 19 新疆雪峰科技营收	13
图表 20 雅化集团营收	13
图表 21 2020 年中国民爆产品结构	13
图表 22 2020 年中国民爆产品需求结构	13
图表 23 国内民爆行业产值情况	14
图表 24 国内民爆行业利润情况	14
图表 25 公司民爆业务情况	14
图表 26 公司民爆业务营收构成 (单位: 亿元)	14
图表 27 公司民爆业务毛利构成 (单位: 亿元)	14
图表 28 十四五民爆行业改革发展主要任务	15
图表 29 公司生产总值位列行业第四 (单位: 亿元)	15
图表 30 公司民爆业务毛利率高于同行平均水平	15
图表 31 2020 年公司民爆业务营收分布	16
图表 32 川藏铁路示意图	16
图表 33 电子雷管和工业雷管对比	17
图表 34 国内电子雷管产量及渗透率 (单位: 百万发; %)	17
图表 35 公司电子雷管产量排名第一 (单位: 万发)	17
图表 36 雅化集团锂盐项目及扩产规划 (单位: 万吨)	19
图表 37 雅化集团锂盐产能 (单位: 万吨)	20
图表 38 雅化集团锂矿资源布局概况	20
图表 39 Mt CATTLIN 锂矿将由 2NE 过渡至 2NW	21

图表 40 MT FINNISS 锂矿地理位置 .....	21
图表 41 李家沟锂矿的风雨历程 .....	22
图表 42 KENTACHI 矿区伟晶岩资源分布 .....	23
图表 43 TRIGG HILL 矿区伟晶岩资源分布 .....	23
图表 44 雅化集团现有资源保障（单位：万吨） .....	24

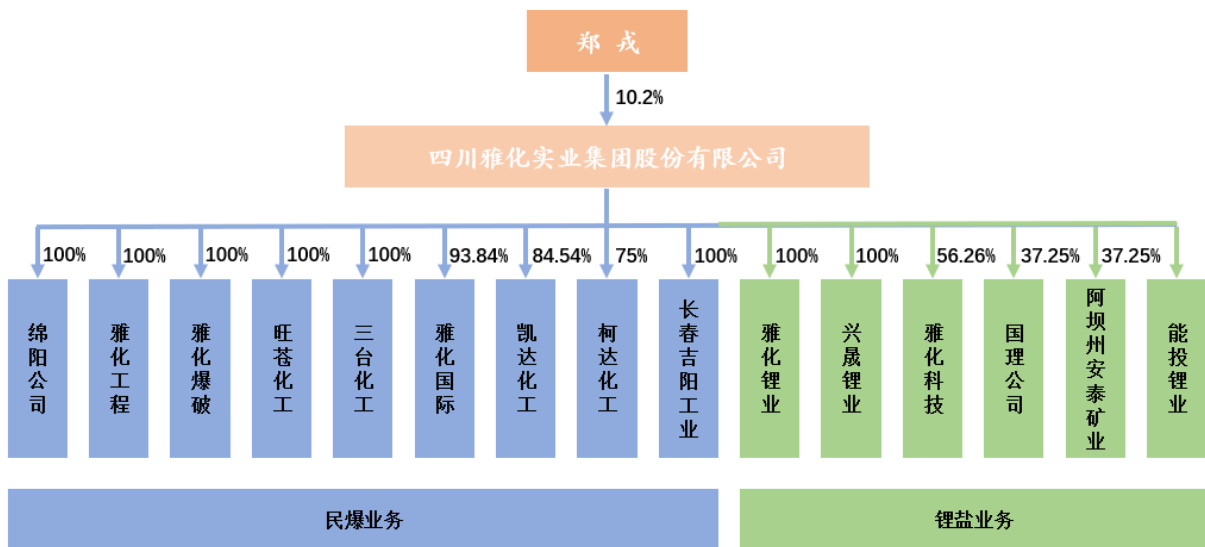
# 1 公司基本情况

## 1.1 始于民爆成于锂，双主业驱动焕发新生

七十年风雨积淀，“民爆+锂盐”双主业驱动发展。雅化集团创立于 1952 年，公司是民爆行业的领先者，2013 年通过向国理公司增资成为第一大股东，涉足锂盐行业。后通过不断的并购扩张，以及与世界众多矿山公司签订包销协议，保证了上游锂资源的充足供应。现已形成民爆+锂盐双主业驱动的业务模式。

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。

图表 1 雅化集团股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权激励彰显公司发展信心。最新公布的股权激励计划 1204.21 万股，占公司股本 1.04%；本次激励计划设计激励对象共计 14 人，包括公司董事、高管和锂业公司主要负责人，授予价为每股 14.39 元。

图表 2 公司股权激励计划解锁条件

解除限售期	解锁条件
第一个解除限售期	2021 和 2022 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	2021、2022 和 2023 年度锂业务三年的累计营业收入不低于 100 亿元。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

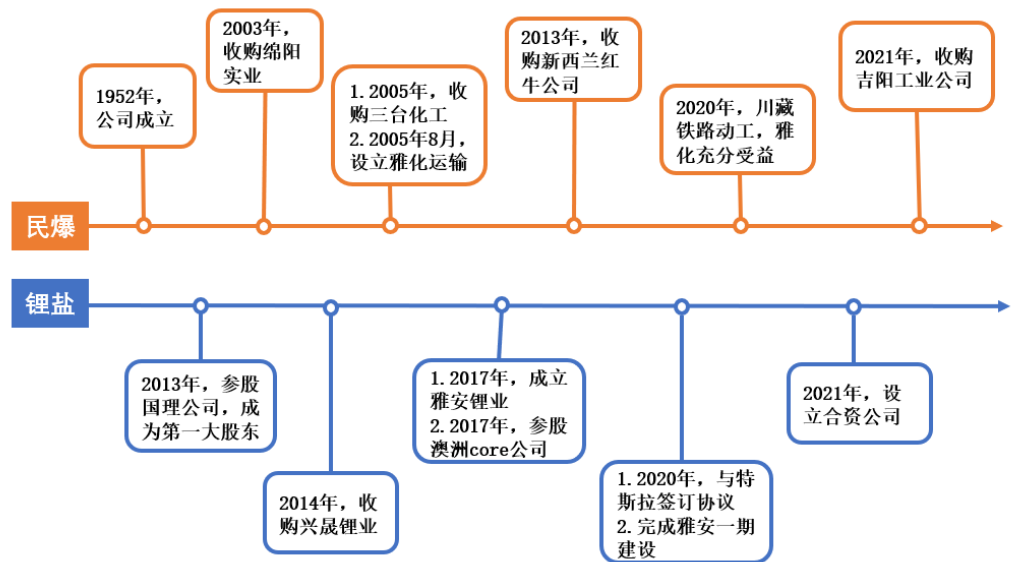
追溯雅化历史，大致可以分为两大主线

1) 民爆起家，在收购兼并中长大。公司创立于 1952 年，由民爆起家，2003

年收购绵阳实业，2005 年收购三台化工，实现工业雷管、工业索类、工业炸药三大民爆业务齐发展，同年 8 月，设立雅化运输，为客户提供运输服务。2013 年收购新西兰红牛公司之后成功将公司民爆业务拓展到海外。2020 年，川藏铁路正式动工，爆材及相关服务需求激增，雅化集团充分受益。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。目前，雅化集团是中国民爆行业的领先企业，通过近年来的前瞻布局，已基本完成未来民爆需求最旺盛地区的产业与市场布局，2020 年，公司生产总值位列行业第四位，工业雷管年产量位列行业第二位。

**2) 通过并购逐步进军锂盐行业，形成民爆+锂盐双主业联合驱动布局。**2013 年公司通过向国理公司增资的方式，成为国理公司第一大股东，切入锂盐发展快车道。2014 年，公司完成兴晟锂业 100% 的股权收购；2017 年，设立全资子公司雅安锂业，并启动雅安一期 2 万吨氢氧化锂的项目建设；2020 年，与特斯拉签订氢氧化锂供销协议，同时雅安一期两万吨氢氧化锂项目完成建设，并规划雅安二期 3 万吨电池级氢氧化锂建设，预计 2022 年底投产。2021 年，设立合资公司，涉足锂电正极材料产品。

图表 3 雅化集团发展历程



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 1.2 公司主要产品 and 基本情况介绍

雅化集团主营业务包括民爆业务和锂业务两大板块，同时还涉足运输等其他方面的业务。

**1) 民爆业务。**公司的民爆业务主要包括民爆产品的生产与销售以及相应的工程爆破等服务。民爆产品的生产与销售是雅化的传统产业，主要产品包括工业炸药、工业雷管、工业索类，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。同时，公司近年来大力发展工程爆破业务，不断延伸产业链，提升综合服务能力，主要包括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。

- 2) **锂盐业务**。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、电池级碳酸锂等锂系列产品，广泛应用于新能源、医药和新材料等领域。同时公司也通过各种渠道，与矿山公司签订包销协议，保证锂源的供应。
- 3) **其他业务**。除了民爆和锂盐业务之外，公司还拥有涵盖各专业领域的运输许可资质和较为完全的营运管控体系，可提供民爆产品、危化品、危废品、普通货物运输、综合物流、仓储一体化服务、汽车修理等业务。

**图表 4 公司业务基本情况**

业务	产品与服务	主要应用与项目	项目规划	实际产能	
锂	电池级氢氧化锂	高镍三元正极、正极材料	现有 3.3 万吨，正在建设 5 万吨 电池级氢氧化锂项目	现有 4.3 万吨/年 规划 5.0 万吨/年	
	电池级碳酸锂	正极材料			
	氯化锂	熔盐电解生产金属锂	建设 1.1 万吨项目		
业务	产品与服务	主要应用与项目	许可产能	产能利用率	实际产能
民爆	工业炸药	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	22.8 万吨	90.88%	20.7 万吨
	工业雷管		14620 万发	58.73%	8586 万发
	工业导爆索		1000 万米	100%	1000 万米
	塑料导爆管	12000 万米	23.21%	2785 万米	
	工程爆破	土石方、定向、特种爆破加工及爆破设计、咨询、监理等业务			

资料来源：wind，华安证券研究所

2021 年，民爆行业总体运行情况平稳、可控，主要经济指标呈增长态势。上半年，国内民爆行业实现利润总额 30.72 亿元，同比增长 35.51%。雅化集团是中国民爆行业领先企业之一，在 2021 年上半年，公司电子雷管产销量位列行业第一。目前已基本完成未来民爆需求较旺盛区域的产业布局，公司将继续推进爆破业务的可持续发展，不断巩固行业地位。

2021 年受全球新能源汽车渗透率的持续提升，锂盐产品产销两旺，价格持续攀升，锂行业进入快速发展态势。雅化集团目前拥有 3.3 万吨氢氧化锂，1.1 万吨氯化锂产能，同时有 5 万吨的电池级氢氧化锂投入建设，公司预计在 2025 年达到锂盐总产能 10 万吨以上。

**在上游锂精矿供应方面**，公司拥有 37.5 万吨以上的锂精矿包销权：

1) 与银河资源签订的 12 万吨辉石精矿包销权，在 2021 年已经拿到 15 万吨精矿。

2) 与 core 签订的 7.5 万吨精矿包销权，目前已经启动建设，预计 2022 年四季度出矿。

3) 可优先获取李家沟 18 万吨精矿采购权。该项目预计在 2022 年下半年投产。

4) 除此之外，公司还参股了澳洲东部铁业资源、澳洲 EV 资源、厦坞新能为远期的锂精矿源布局。

**在下游锂盐产品需求方面**，公司在 2020 年与特斯拉签订协议，正式切入国际

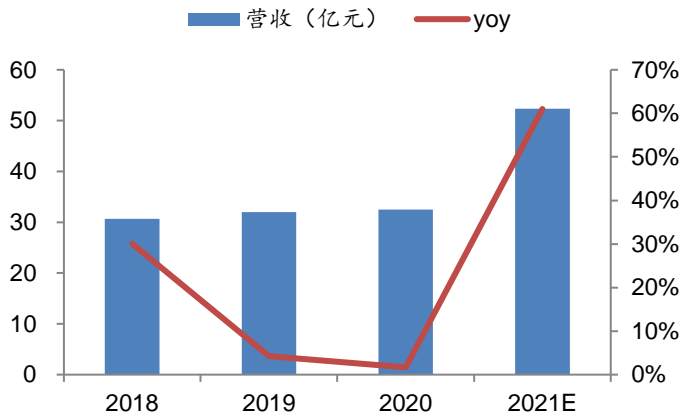


电池厂商及车企供应链。

### 1.3 公司营收情况

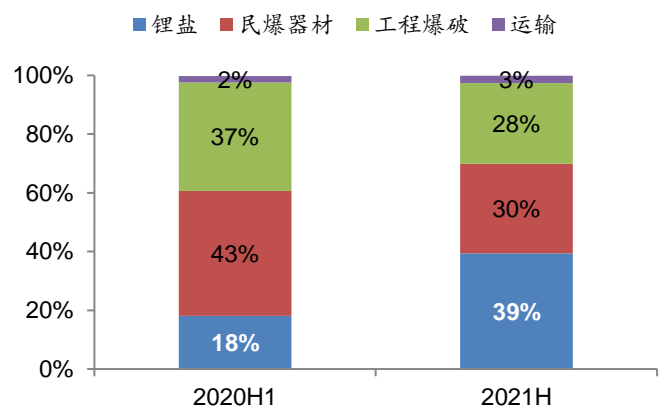
2021 年预计实现营收 52.33 亿元，同比增长 61%。2018-2020 年，公司营收始终维持在 30 亿元附近，细拆公司营收结构，民爆业务虽然市占率领先，但由于行业增长速度较慢，民爆业务营收增长缓慢，而锂盐业务产能一直较低，并且这几年也是锂盐价格相对不景气的阶段。而 2021 年随着锂盐价格飙升+坚持产能扩张。锂盐成为公司的主要收入来源，预计营收大幅增长 61%。

图表 5 公司营收情况 (单位: 亿元; %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

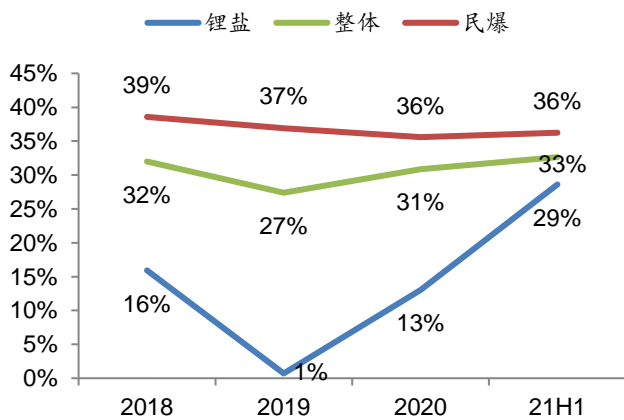
图表 6 公司营收结构 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

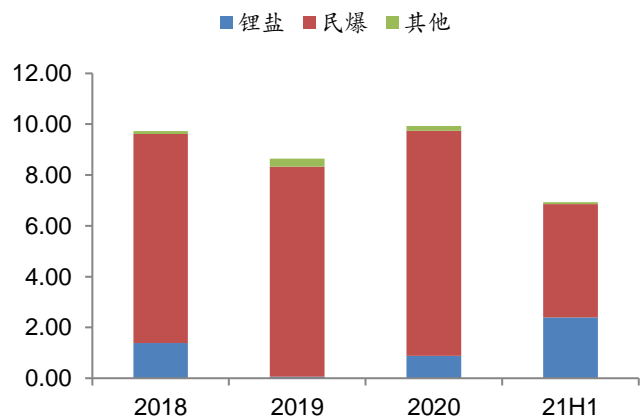
2021 年 H1 公司实现毛利率 33%，主要得益于锂盐价格和产量提升带来的量利齐增。公司毛利率在 2019 年仅为 27%，主要受到锂盐业绩拖累，当年锂盐单吨售价仅为 7 万元 (2018 年为 12 万元)，而随着 2020 年 Q4 以来，锂盐价格强势上涨，毛利率迅速提升，同时民爆业务的毛利率稳中稍降，公司整体毛利率触底反弹，2021 年 H1 毛利率 33%，前三季度提升至 37%，预计全年及 22Q1 均会有明显提升。

图表 7 公司毛利率情况 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利细分 (单位: 亿元)

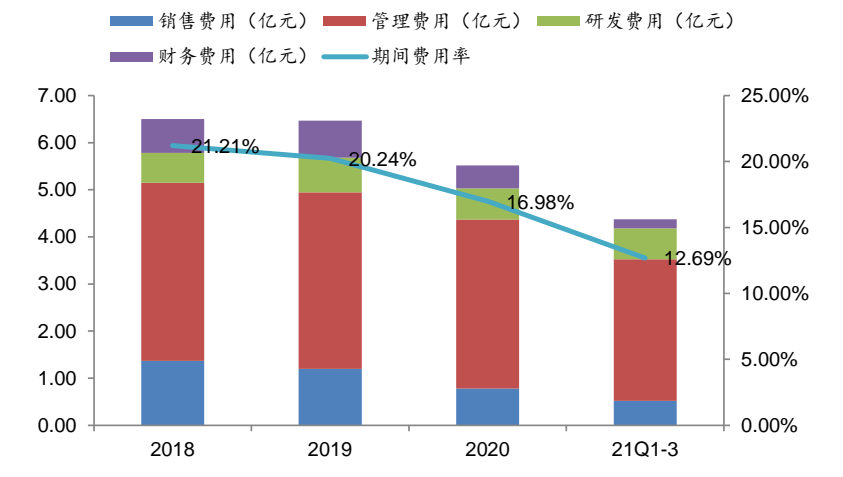


资料来源: wind, 华安证券研究所

费用管控优化，2021 年前三季度期间费用率下降至 13%。2015

年之后,公司的期间费用率一直处于下降状态,到2021年Q1-Q3,公司销售费用、管理费用和财务费用分别为0.5亿元、3.0亿元、0.2亿元,期间费用率下降至13%。

图表9 公司期间费用率下降(单位:亿元,%)

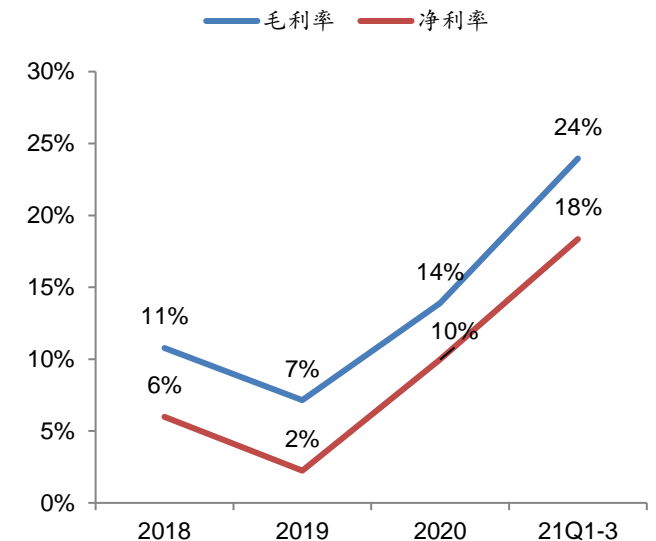
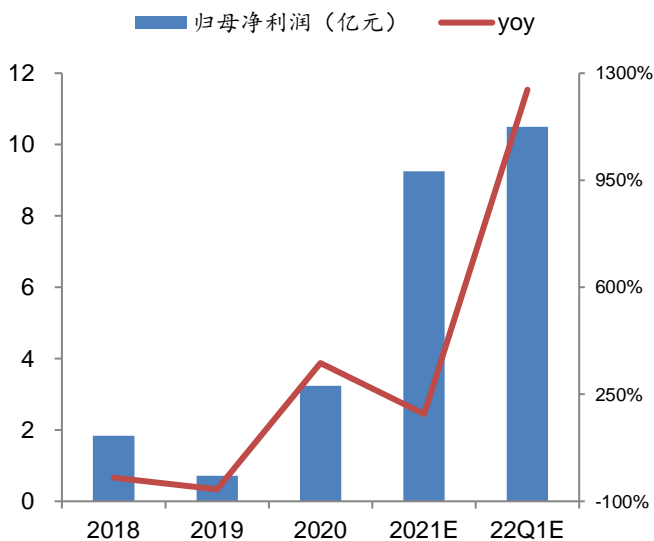


资料来源: wind, 华安证券研究所

**2021年预计实现归母净利润9.25亿元,同比增长186%。**2019年由于锂价大幅下跌,导致净利润大幅下滑。2020年,伴随着下半年全国基建项目开工,民爆业务业绩增长明显;同时雅安锂业于2020年投产,锂盐产能逐步释放,伴随锂盐价格逐步回升,锂盐业务毛利明显提升。预计2021年归母净利润达到9.25亿元,yoy+186%;根据22Q1预告,公司预计2022年Q1实现归母净利润9-12亿元,yoy+1246%(以预告中值计算)。

图表10 公司归母净利润及增速(单位:亿元,%)

图表11 公司毛利率及净利率变化(单位:%)



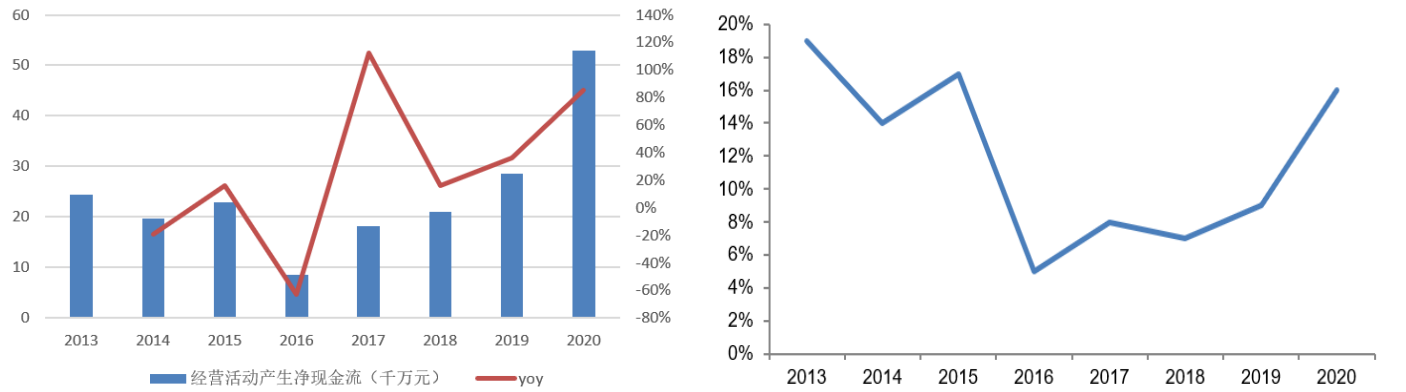
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 2022年Q1数据为业绩预告中值数据

民爆业务提供充足的现金流保障，2020 年经营性净现金流 5.3 亿元。民爆业务为公司提供充足的现金流，2018-2019 年，锂盐受到价格下跌的影响，营收规模有所下降，但公司仍然拥有充沛的现金流，这主要归功于民爆业务稳定的营收和利润情况，两大业务一为基础、一为开拓，民爆是公司的立身之基。2020 年经营性净现金流的增长主要是优化结算方式+锂盐收到政府补助所致，通过净现金流占营收比重也能看出，净现金流的增长与业务规模相匹配，公司现金流状况比较健康。

图表 12 公司经营性净现金流情况 (单位: 千万元; %) 图表 13 公司净现金流占营业总收入的比例 (单位: %)

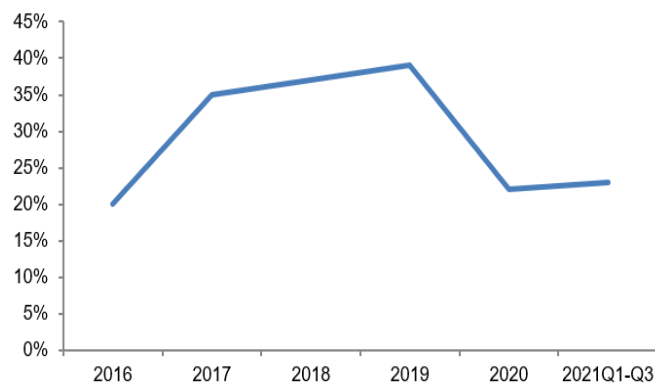


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

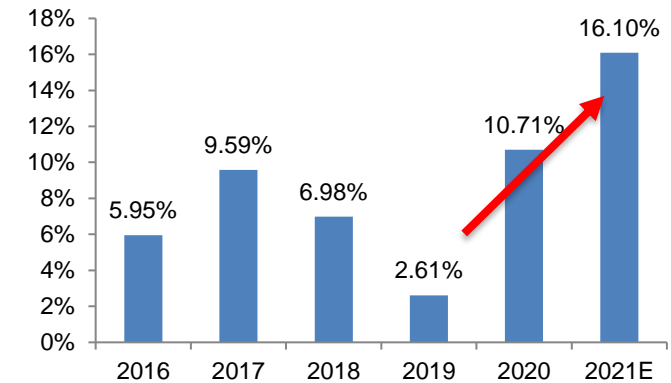
资产负债率稳定在 25% 以下; ROE 迅速提升至 10% 以上。2021 年前三季度, 公司资产负债率为 23%, ROE 为 11%。近年来, 公司资产负债率一直维持在 40% 以下水平, 抵御风险能力强, 2020 年债转股+定增后, 资产负债率由 40% 左右下降至 25% 以下。净资产收益率在 2019 年锂盐价格回暖之后大幅上涨, 预计 2021 年 ROE 为 16.10%。

图表 14 公司资产负债率 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司 ROE 水平 (单位: %)



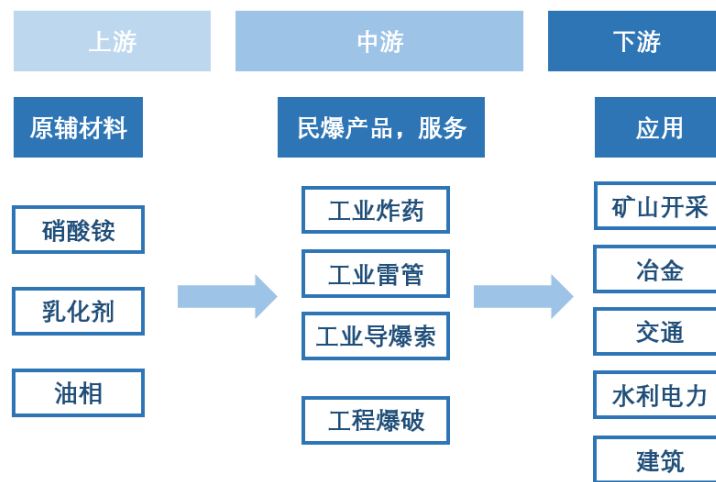
资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 民爆业务：受益行业整合扩张+电子雷管放量+基建稳增长

### 2.1 民爆：能源工业的能源，基础工业的基础

民爆产品主要应用于矿山开采和水利水电等基础设施建设。民爆行业上游主要是硝酸铵、乳化剂、油相等原辅材料，下游广泛应用于矿山开采、冶金、交通、水利、电力和建筑等领域。

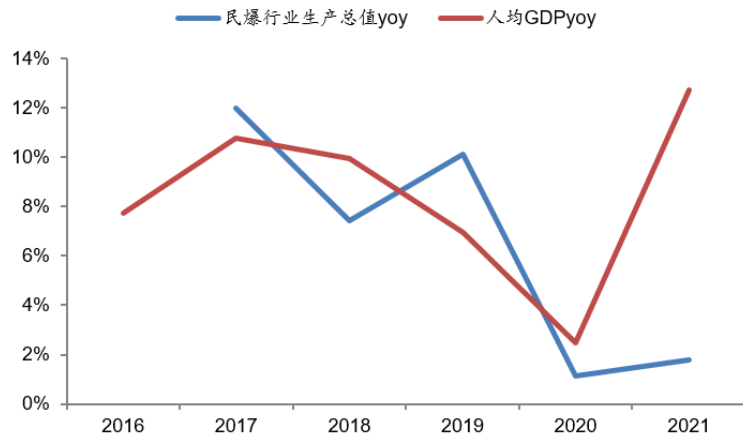
图表 16 民爆上下游产业链



资料来源：公司年报，华安证券研究所

民爆行业具有周期性、季节性和区域性等特点，民爆产品需求受宏观经济影响较大，当宏观经济处于上行周期时，基础设施和固定资产投资规模相对较大，对民爆产品的需求会随之增加，反之亦然。使用人均 GDP 增长率来模拟宏观经济运行周期，可以看出，民爆行业生产总值增长率趋势与人均 GDP 增长率大致相同。

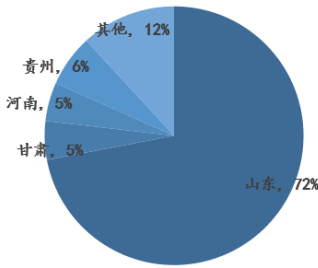
图表 17 民爆行业具有周期性



资料来源：wind，华安证券研究所

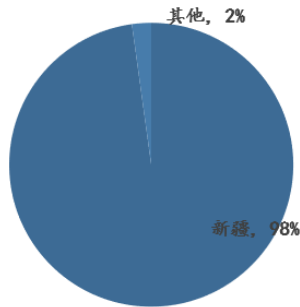
民爆行业具有很强的地域性。由于民爆产品的高危型，民爆产品的生产、销售、运输等受到国家严格管控，加之远距离运输造成成本增加，因此民爆行业具有很强的地域性。一般来看，在经济欠发达地区，基础设施建设需求较大，从而对民爆产品需求较大，因此中西部地区的民爆产品需求明显高于东部沿海地区。

图表 18 保利联合营收



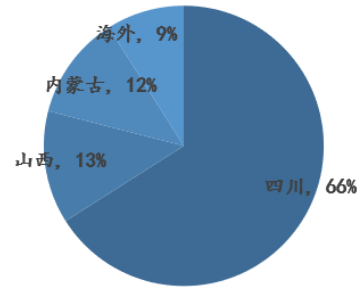
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 新疆雪峰科技营收



资料来源: wind, 华安证券研究所

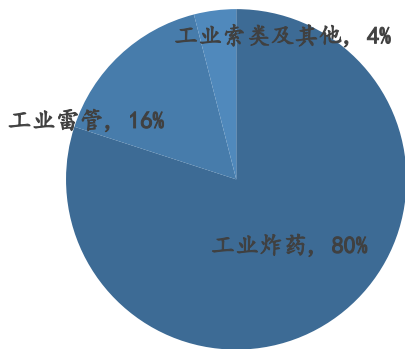
图表 20 雅化集团营收



资料来源: wind, 华安证券研究所

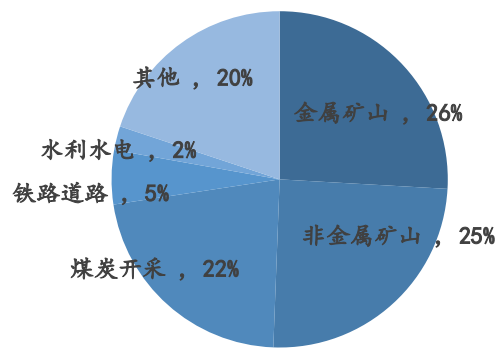
工业炸药和雷管是民爆行业的主要产品，合计占比 96%。民爆行业的主要产品有工业炸药、工业雷管、工业索类等 110 多个品种，广泛用于矿山开采、水利水电建设、基础设施建设等。其中用于金属、非金属矿山、煤炭的开采占比达 72.6%，是民爆产品的主要需求来源。目前，随着疫情防控常态化，基础设施建设逐步启动，民爆行业逐步回暖，未来需求仍有增量空间。

图表 21 2020 年中国民爆产品结构



资料来源: 中爆协, 华安证券研究所

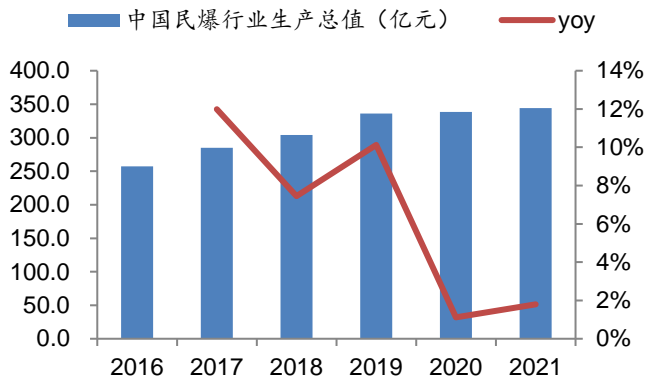
图表 22 2020 年中国民爆产品需求结构



资料来源: 中爆协, 华安证券研究所

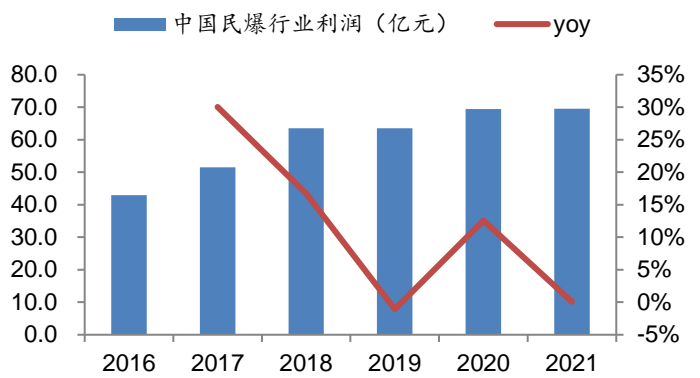
2021 年，民爆行业实现产值、利润总额分别为 344.4 亿元、69.53 亿元，同比增长 2.53%、0.13%。雅化集团的民爆业务主要集中于民爆行业的中下游，即工业炸药、工业索类导爆管、以及提供相应的爆破服务等。总体来看，民爆行业生产总值及利润总额都在平缓上升，根据中国爆破行业协会数据，民爆企业主营业务受原材料价格影响，利润有所下降，但是爆破服务市场成长迅速，为民爆企业贡献了较多的增加值。

图表 23 国内民爆行业产值情况



资料来源: 中爆协, 华安证券研究所

图表 24 国内民爆行业利润情况



资料来源: 中爆协, 华安证券研究所

## 2.2 政策助推行业集中度提高, 利好头部企业

雅化集团的民爆业务主要集中于民爆行业的中下游, 即产销工业炸药、工业雷管、工业索类、塑料导爆管、以及提供相应的工程爆破服务等。目前公司拥有工业炸药、工业雷管、工业导爆索、塑料导爆管许可产能 22.8 万吨、14620 万发、1000 万米、12000 万米; 实际产能 20.7 万吨、8586.3 万发、1000 万米、2785.2 万米。

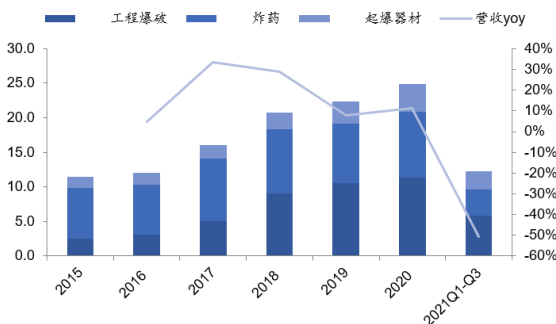
图表 25 公司民爆业务情况

产品与服务	主要应用与项目	许可产能	产能利用率	实际产能
工业炸药	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	22.8 万吨	90.88%	20.7 万吨
工业雷管		14620 万发	58.73%	8586.3 万发
工业导爆索		1000 万米	100%	1000 万米
塑料导爆管		12000 万米	23.21%	2785.2 万米
工程爆破	土石方、定向、特种爆破加工及爆破设计、咨询、监理等业务			

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

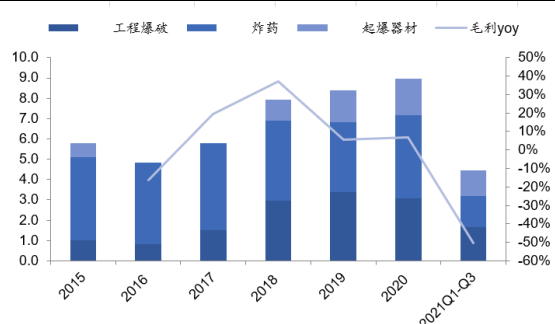
公司民爆业务中工程爆破创造最大营收, 最大毛利由炸药贡献。2020 年, 公司民爆业务实现营收 24.9 亿元, 同比增长 11%, 其中工程爆破、炸药、起爆器材分别实现营收 11.3 亿元、9.6 亿元、4.3 亿元; 2020 年实现毛利 9.0 亿元, 同比增长 7%, 其中工程爆破、炸药、起爆器材分别实现毛利 3.1 亿元、4.1 亿元、1.8 亿元。

图表 26 公司民爆业务营收构成 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 27 公司民爆业务毛利构成 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

政策助推头部企业整合，预计 2025 年前十大民爆企业产值占比超 60%，雅化集团有望受益。据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，国家计划培育民爆行业龙头企业，引导行业集中化发展，行业集中度提升将利好头部企业。规划中提到，前十大民爆企业的产值占比预计从 2020 年的 49% 提升至 2025 年的超过 60%。

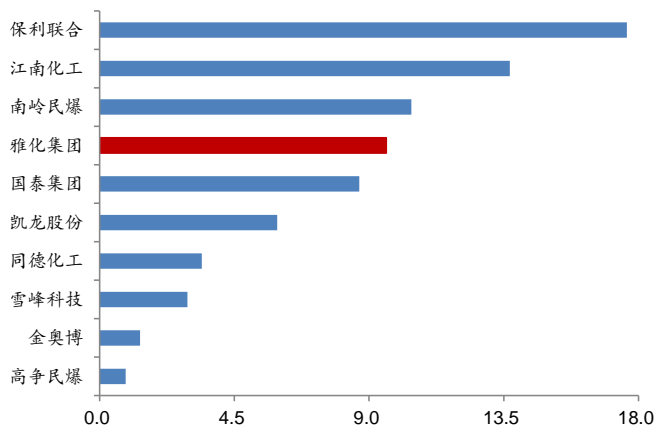
图表 28 十四五民爆行业改革发展主要任务

安全发展	通过夯实企业安全基础、提高本质安全水平、提升安全监管效能，提高行业安全发展水平
创新驱动	通过提升技术创新能力、加强重点技术攻关、激发人才创新活力，增强创新驱动能力
智能制造	通过提升行业数字化智能化水平、加强智能制造支撑供给能力，深入推进智能制造
行业结构	通过推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构、推动企业转型，调整优化行业结构
有效供给	通过加强质量管理、加强标准和品牌建设、加快推进协同发展，提升有效供给能力
绿色开放共享	通过加快实施绿色制造、推动改革成果共享、扩大国际交流合作，推动绿色开放共享
发展环境	通过强化事中事后监管、推进行业诚信自律、建设良好民爆文化，营造良好发展环境

资料来源：工信部，华安证券研究所

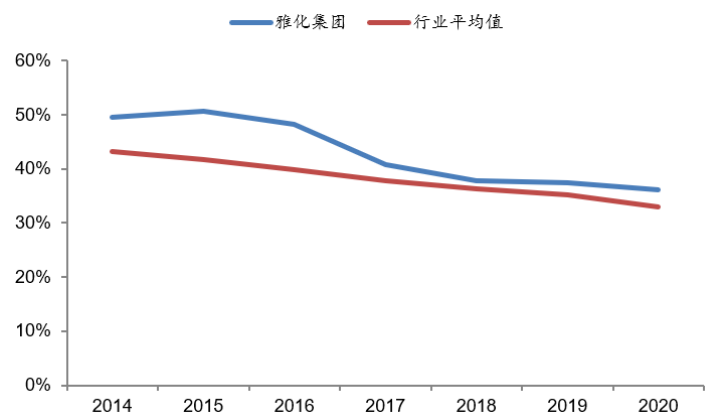
公司生产总值、民爆业务毛利、工业雷管产量均居于行业领先水平。2020 年，公司生产总值位列行业第四位，工业雷管年产量位列行业第二位，民爆业务毛利率高于同行平均水平。通过近年来的前瞻布局，雅化基本完成未来民爆需求最旺盛区域的产业和市场布局，将继续推进爆破业务的可持续发展，不断巩固行业地位。

图表 29 公司生产总值位列行业第四 (单位: 亿元)



资料来源：中爆协，华安证券研究所

图表 30 公司民爆业务毛利率高于同行平均水平



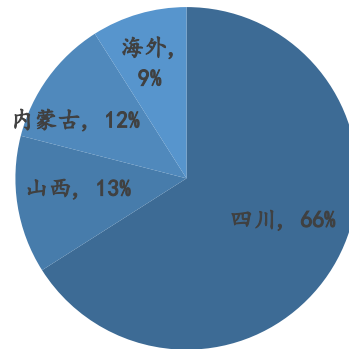
资料来源：中爆协，华安证券研究所

### 2.3 区位优势+川藏铁路动工，雅化充分获益

行业存在进入壁垒，雅化天然区位优势确保公司市场占有率。由于民爆产品的生产和销售实行许可证制度，因此民爆行业存在一定的进入壁垒。同时由于民爆产品的高危性，民爆产品的销售运输都存在严格管控，远距离运输造成成本上升等原因，使得民爆行业具有一定的区域性。通常经济欠发达地区和水利矿产资源丰富地区对于民爆的需求较为旺盛，所以一般中西部地区民爆产品的市场需求明显高于东部沿海地区。

雅化地处四川雅安，具有天然的区位优势。四川省位于中国西南部，长江上游，水利矿产资源丰富，加上民爆行业的区域性及进入壁垒确保了雅化在四川省的龙头地位。公司的民爆器材生产规模为四川省内最大，且是唯一上市的民爆企业。目前公司的爆破业务营收主要来源于四川，此外公司通过兼收并购，在民爆需求旺盛的内蒙、山西也有市场布局。

图表 31 2020 年公司民爆业务营收分布



资料来源：公司公告，华安证券研究所

川藏铁路动工，雅化充分受益。川藏铁路东起四川省成都市、经雅安、甘孜、昌都、林芝等地至西藏自治区拉萨市，线路全长 1838 千米，是国家“十四五”期间的重要基建项目。其中成都-雅安段、拉萨-林芝段已分别于 2018 年 12 月、2021 年 6 月通车，雅安-林芝段已于 2020 年底开工建设，全长 1011 公里，项目估算投资总额约为 3198 亿元，建设工期预计超过 10 年。

图表 32 川藏铁路示意图



资料来源：中铁二院，华安证券研究所

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。在地质构造上侏罗三叠系砂泥板页岩类软质岩占 40%以上，火成岩、片麻岩类硬质岩占 30%以上。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，2022 年雅化民爆产品及工程爆破服务需求有望大幅上升，民爆业务或将保持稳定增长。

## 2.4 收购吉阳工业，提前抢占电子雷管市场份额

收购长春吉阳工业公司，提前抢占电子雷管市场份额。依照工信部民爆十四五规划要求，2022 年 6 月前普通工业雷管需全部置换为数码电子雷管。工业电子雷管又称电子雷管，是采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管，相比于传统的工业雷管，具有延期精确度高、安全性好、网络可检测等优点。

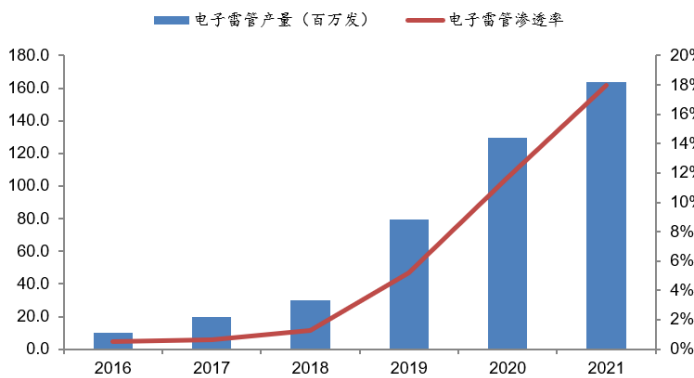
图表 33 电子雷管和工业雷管对比

项目	电子雷管	工业雷管
性能	1) 安全性高，可以通过物联智能管控，无授权无法使用，且需要专门引爆器引爆； 2) 延期精确度高； 3) 通过起爆器可以检测雷管数量、工作状态等。	1) 使用安全性不足，无法有效控制使用记录，除专用引爆器外可用普通起爆器使用电火花起爆； 2) 延期时间精准度差； 3) 雷管数量、工作状态需要人工检查。
经济效益	1) 延期精确度高，通过合理爆破设计可以减少炸药使用量； 2) 有效降低震动，减少对周边环境的影响，同时运输成本相对较低； 3) 单价较高。	1) 延时精准度差； 2) 爆炸影响范围相对不可控； 3) 单价便宜。

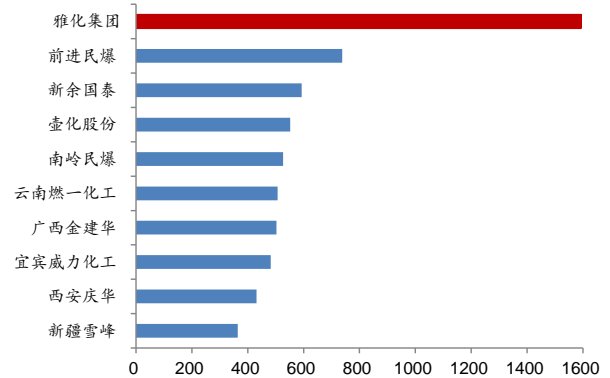
资料来源：公司公告，华安证券研究所

政策推动雷管更新迭代，电子雷管市场潜力巨大。目前，电子雷管市场处于快速起步阶段，2020 年，我国工业雷管产量为 9.56 亿发，其中电子雷管产量为 1.2 亿发，渗透率为 13%；2021 年 1-8 月，我国工业雷管产量为 5.6 亿发，其中电子雷管产量为 0.95 亿发，渗透率提升至 17%。政策助推加持高单价，未来电子雷管的成长空间将数倍于现有的工业雷管的市场规模。

图表 34 国内电子雷管产量及渗透率 (单位: 百万发: %) 图表 35 公司电子雷管产量排名第一 (单位: 万发)



资料来源：中爆协，华安证券研究所



资料来源：中爆协，华安证券研究所

雅化 2021 年电子雷管产量全国第一。国内电子雷管的供应集中度较高，2021 年 1-8 月，我国电子雷管产量 0.95 亿发，雅化集团、前进民爆、新余国泰、壶化股份、南岭民爆五家厂商产量合计占比 42%，其中龙头雅化集团产量占比为 17%。雅化作为国内最早从事电子雷管生产的企业，技术产能都位于行业前列。此外公司在 2021 年 3 月收购长春吉阳工业公司 75% 的股份，扩充了现有的雷管尤其是电子雷管的产能，提前抢占电子雷管市场份额。

### 3 锂盐业务：矿端资源有保障，锂盐产能有扩张

#### 3.1 锂盐产能剑指十万吨，供货特斯拉订单基础稳固

并购老牌锂厂商+自建新产能，雅化成为全球第三大氢氧化锂供应商。自 2013 年通过收购国理公司进入锂行业以来，雅化形成了 3 个生产点+1 个平台的战略布局，3 个生产点分别为国理公司、兴晟锂业、雅安锂业，1 个平台为锂业科技，其中国理公司和兴晟锂业分别为 2013 年和 2014 年收购的四川锂业老兵，具备成熟的产能，雅化锂业为公司新建 2 万吨产能以及后续规划的 3+2 万吨产能所在的子公司，锂业科技为公司锂资源采购和销售平台。

图表 36 雅化集团锂盐项目及扩产规划 (单位: 万吨)

项目	产能及规划	氢氧化锂产能	锂盐产能
国理公司	现有氢氧化锂 0.7 万吨+碳酸锂 0.6 万吨+其他锂盐 0.4 万吨	0.7	1.7
兴晟锂业	现有氢氧化锂 0.6 万吨	0.6	0.6
雅安一期	现有氢氧化锂 2 万吨	2	2
雅安二期	投资 15 亿元，规划氢氧化锂 3 万吨，预计 2022 年底投产	3	3
雅安三期	规划氢氧化锂 2 万吨+氯化锂 1.1 万吨， 预计二期达产后开工，预计 2025 年建成投产	2	3.1
合计	现有氢氧化锂 3.3+碳酸锂 0.6+其他 0.4=总产能 4.3 万吨， 预计 2025 年达到 10.4 万吨	8.3	10.4

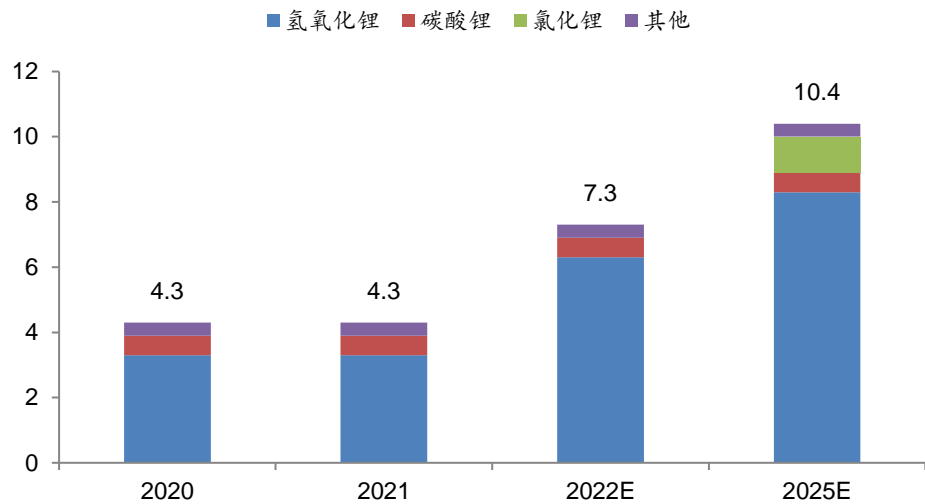
资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：1) 雅化持股国理公司比例为 56.26%，其他项目均为雅化的全资子公司

2) 锂盐产能包含氢氧化锂+碳酸锂+氯化锂+其他锂盐的合计产能，雅化主要以氢氧化锂产能为主

公司现有锂盐产能 4.3 万吨，今年年底将提升至 7.3 万吨，2025 年有望超 10 万吨。根据上表所示，公司目前拥有锂盐产能 4.3 万吨=氢氧化锂 3.3 万吨+碳酸锂 0.6 万吨+其他锂盐 0.4 万吨。公司主要的新建产能规划主要在雅安锂业，目前投资 15 亿元的雅安二期 3 万吨氢氧化锂将于今年年底投产，达产后同时启动雅安三期 2 万吨氢氧化锂项目。

图表 37 雅化集团锂盐产能 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3.2 上游矿源储备充足, 打入特斯拉供应链订单亦无忧

近期看, 公司与 Galaxy、Core、ABY 签署包销协议, 通过能投锂业参股李家沟优先供应雅化。远期看, 公司参股 Eastern Iron、EV 并就锂矿资源进行合作开发。

图表 38 雅化集团锂矿资源布局概况

合作方	持股	矿山状态	合作形式	详情
Galaxy	-	在产	包销	长协 2021-2025 年每年供应不少于 12 万吨锂精矿, 2021 年已供应 15 万吨
Core	4.76%	2022 年 Q4 投产	参股、包销	拥有投产后前四年 7.5 万吨/年的包销权, Core 一期 17.5 万吨锂精矿项目预计于 2022 年 Q4 投产
李家沟	28%	2022 年 H2 投产	参股、优先供应	通过持股能投锂业 37% 间接持股李家沟 28%, 目前与控股股东川能动力达成协议优先满足雅化需求, 李家沟预计 2022 年 H2 投产, 年产 18 万吨锂精矿
东部铁业	5.05%	初步勘察	参股	签署协议共同开发 Trigg Hill 锂钽项目
EV	9.5%	完成取样	参股	主要目的是开发 EV 现有的澳大利亚肖河、奥地利韦因贝尼和东阿尔卑斯山两个锂矿项目
ABY	3.4%	2023 年 Q2 投产	参股、包销	签署协议包销 Kenitcha 锂矿, 产出产品至 2025 年底, 每年供应不少于 12 万吨锂精矿

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

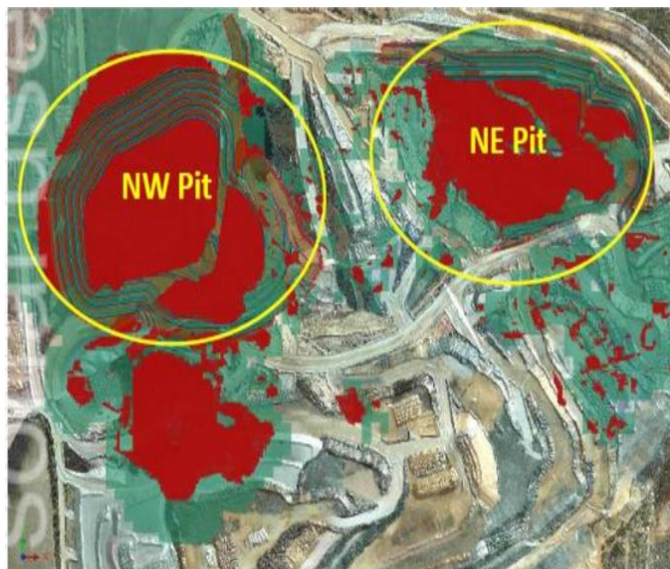
### (1) Galaxy——Mt Cattlin

公司与银河锂业签订包销长协，每年供应不少于 12 万吨锂精矿。银河锂业母公司银河资源拥有西澳 Mt Cattlin 锂辉石矿。Mt Cattlin 矿石资源量 1200 万吨，氧化锂品位 1.2%，LiO<sub>2</sub> 资源量 15.24 万吨，折合 LCE37.69 万吨；已探明储量 60 万吨，氧化锂品位 1.3%，LiO<sub>2</sub> 资源量 0.76 万吨，折合 LCE1.88 万吨。

量：由于锂矿价格上涨较快，Mt Cattlin 2021 年产量也有较大幅度提升，全年产量 23 万吨，销售量 21 万吨。展望 2022 财年，Mt Cattlin 产量指引为 20-21 万吨，由于采矿区域将从 2NE 过渡到 2NW，平均品位会从 1.4% 稍有下降至矿山平均品位，预计后续也能提供年产量约 19 万吨，并且公司也在积极推进勘探计划以延长矿山运营时间。Cattlin 的锂矿主要包销给雅化集团（供应至 2025 年，每年 12 万吨，占矿山 55% 的产能）和盛新锂能（供应至 2023 年，每年 6 万吨，占矿山 27% 的产能）；总体来看，未来几年内保证雅化的长单量绰绰有余，2021 年 Mt Cattlin 为雅化供应锂精矿达到 15 万吨。

价：Mt Cattlin 2021 年四个季度的长协锂精矿价格分别为单吨 386/560/796/1595 美元，2022 年 Q1 达到 2500 美元。

图表 39 Mt Cattlin 锂矿将由 2NE 过渡至 2NW



资料来源：Galaxy Resources 公告，华安证券研究所

图表 40 Mt Finnis 锂矿地理位置



资料来源：CXO 公司公告，华安证券研究所

### (2) Core——Mt Finnis

公司参股澳大利亚 Core 公司，签署锂精矿承购协议。规定在矿产正式投产后，Core 每年向雅化提供不少于 7.5 万干吨的氧化锂精矿。Finniss 拥有矿石资源量 1472 万吨，平均氧化锂品位 1.32%，约合碳酸锂当量（LCE）47.8 万吨。目前 Core 公司已按计划开始矿建，预计 2022 年 Q4 向雅化提供锂精矿。CORE 公司拥有菲尼斯锂矿 100% 矿权，菲尼斯由 BP33、FarWest、Ahoy 和格兰茨 4 个矿组成，矿区大概 400 平方公里，天然地理位置优越开采难度较小且矿资源丰富，氧化锂品味高。

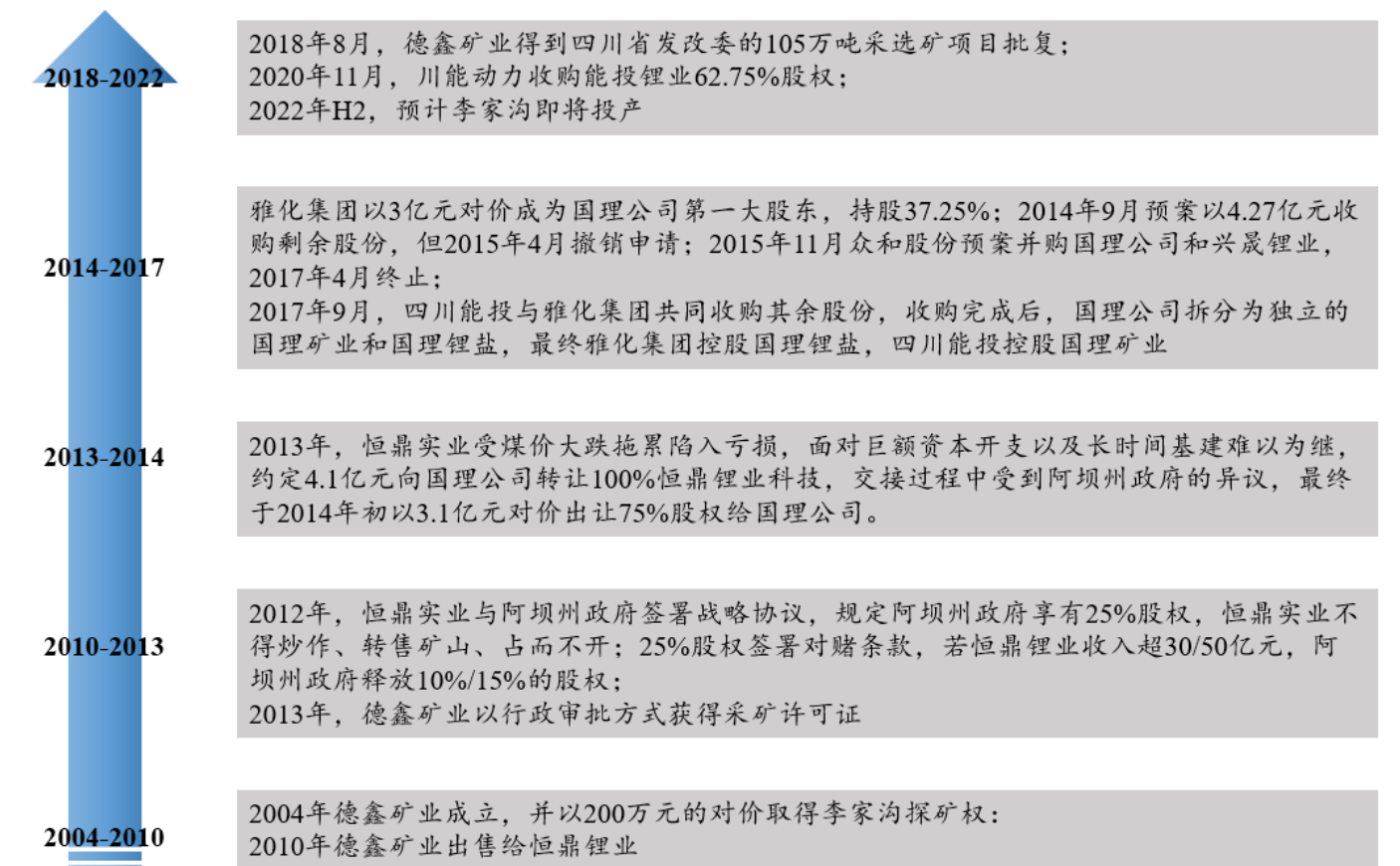
量：Mt Finnis 计划于 2022 年下半年投产，预计年产量 17.3 万吨锂精矿（氧化锂品位 5.8%）。目前签订包销协议有 3 家：雅化集团和赣锋锂业分别为每年 7.5 万吨锂精矿的四年包销合同；特斯拉为合计 11 万吨精矿的四年供应合同。

### （3）能投锂业——李家沟

公司间接持股李家沟，获得李家沟锂辉石矿优先供应权。李家沟锂辉石矿共有 15 个矿体，其中 1 号矿体是目前探明并取得采矿权证的亚洲最大单体锂辉石矿，李家沟锂辉石矿现已探明矿石储量为 4036 万吨，氧化锂储量 51 万吨，平均品位 1.3%。目前获批的李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目预计 2022 年 H2 投产，年产 18 万吨锂精矿，根据公司签订的协议，这 18 万吨锂精矿将会优先满足雅化的子公司国理公司。

政策优势倾向区域内冶炼精矿，雅化旗下国理公司在李家沟附近有生产布局，得到优先供应得天独厚。李家沟的开拓历经风雨坎坷，频繁的资金运作和股权更迭、股东与政府之间的股权纠纷、探矿采矿权的波折，直到四川能投出手定乾坤，再加上锂需求的确性较强，李家沟的开发终于尘埃落定，而且阿坝州政府要求矿不出阿坝，并且雅化集团和川能动力已经就李家沟锂矿产品供给达成一致，矿端主要由川能动力占主导的合资公司进行开采，而冶炼优先供给雅化集团占主导的合资公司进行，年产 18 万吨的产能将于今年下半年开始释放，预计今年将会有几万吨级别的产品，待产能逐渐爬坡后，李家沟将成为公司的主要矿源之一。

图表 41 李家沟锂矿的风雨历程



资料来源：各公司公告，雪球，华安证券研究所

### （4）ABY——Kenticha

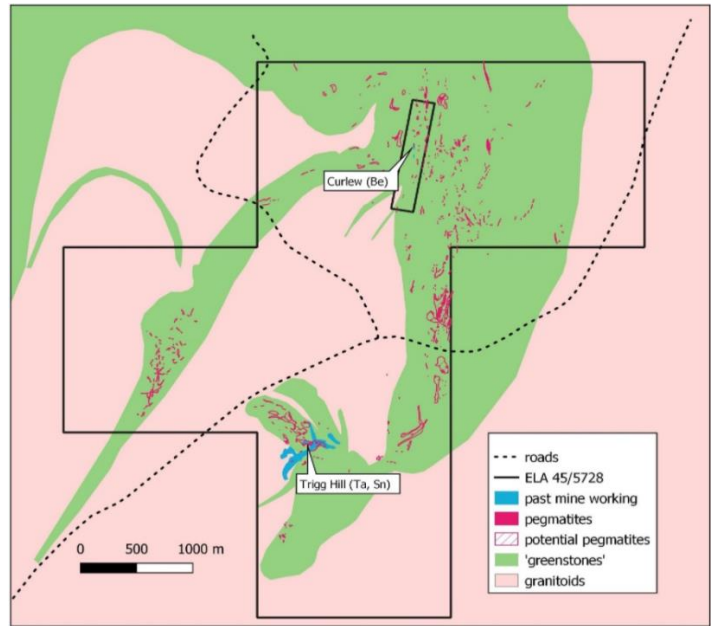
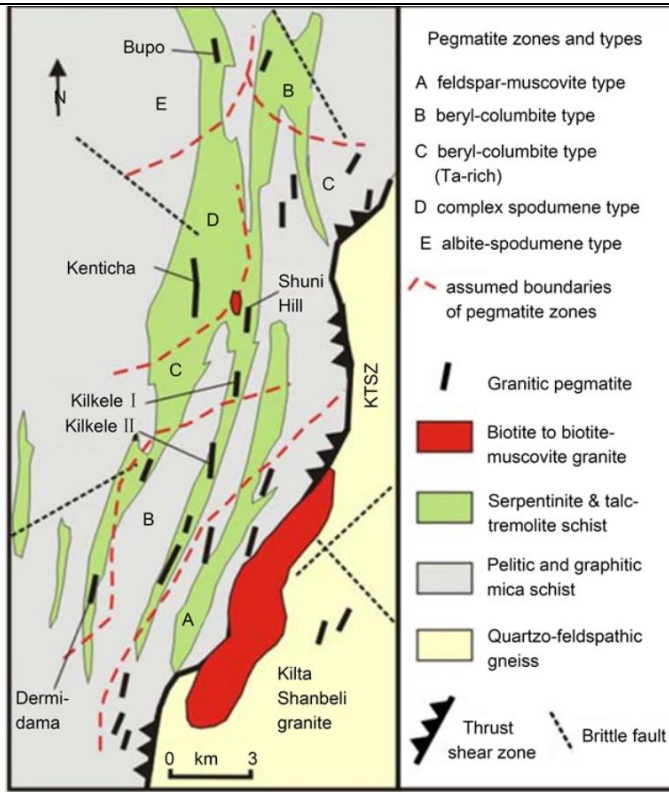
公司参股 ABY，签署协议包销 Kenitcha 锂矿。ABY 公司在苏丹和埃塞俄比亚等非洲国家拥有丰富矿产资源，核心资产为埃塞俄比亚的 Kenticha 锂矿。该锂矿于 1990 年开采，具有高度矿化锂铯钽 (LCT) 伟晶岩，拥有已探明的锂资源量 6740 万吨，Li<sub>2</sub>O

平均品位 1.03%。正进一步勘探开发已确定的锂资源总量范围在 8000-11000 万吨，折合 Li<sub>2</sub>O 达 100 万吨以上。

量: Kenticha 一期 20 万吨/年 (折合成 3 万吨 LCE) 产线将于 2023 年 Q2 交付, 预计矿山寿命超过 18 年。公司与 ABY 签订协议, 产出产品至 2025 年底, 每年供应不少于 12 万吨锂精矿。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 42 Kentachi 矿区伟晶岩资源分布

图表 43 Trigg Hill 矿区伟晶岩资源分布



资料来源: International Journal of Geosciences, 华安证券研究所

资料来源: 东部铁业公司官网, 华安证券研究所

### (5) Eastern Iron——Trigg Hill

参股澳洲东部铁业资源, 锁定 Trigg Hill 项目开发。Trigg Hill 项目位于西澳大利亚的东皮尔巴拉, 目前该矿 5 平方公里表面上有锂辉石和锂云母出现, 但是项目还处于初勘阶段, 具体资源信息有待后续更新。雅化和 Eastern Iron 打算成立一个合资公司来共同开发此项目, 同时雅化将被授予从任何合资项目获得产品的优先包销权。

### (6) EV——肖河、韦因贝尼

公司参股澳大利亚 EV 公司, 共同开发 EV 现有的锂矿资源。EV 持有澳大利亚肖河、奥地利韦因贝尼等锂资源类项目。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, 氧化锂平均品位 1.61%, 最高品位达到 3.39%。

**图表 44 雅化集团现有资源保障 (单位: 万吨)**

项目	精矿产能	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Mt Cattlin</b>	21	15	15	15	15	15
李家沟	18	-	4	18	18	18
<b>Mt Finnis</b>	17	-	2	7.5	7.5	7.5
Kenticha	20	-	-	2	12	12
<b>精矿合计</b>	-	15	21	42.5	52.5	52.5
<b>折氢氧化锂</b>	-	2.14	2.86	6.07	7.5	7.5

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 1) Mt Cattlin 采取乐观估计, 假设每年供应量与 2021 年持平

2) 假设 7 吨 6% 锂精矿做 1 吨氢氧化锂, 为测算方便假设精矿均为 6% 品位, 实际 Mt Finnis 精矿为 5.8%

**根据对以上项目基本情况和包销协议的梳理, 我们在此做简单的估算, 以目前锁定矿源来看, 预计 2022-2025 年分别能满足 2.9/6.1/7.5/7.5 万吨氢氧化锂产能需求。**

下游客户方面, 除了与贝特瑞等正极材料客户保持良好关系之外, 雅化的独到之处在于直接打入特斯拉供应链, 与车厂签订合同具备优势。公司在 2020 年底与特斯拉签订供销长协, 协议规定特斯拉未来 5 年 (2021-2025) 将向雅化集团全资子公司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。公司于 2021 年下半年已经开始向特斯拉批量供货, 随着订单持续放量, 未来有望为公司业绩提升贡献增量。

**氢氧化锂以外, 磷酸铁锂和氯化锂布局丰富公司锂盐品种。**

1) 与厦钨新能合作磷酸铁锂: 公司全资子公司雅安锂业出资 5000 万元与厦钨新能成立合资公司 (雅化持股 10%), 共同建设 10 万吨磷酸铁锂项目。

2) 在雅化三期规划中, 提出建设 1.1 万吨氯化锂产品。氯化锂是金属锂的主要原材料, 锂电池技术日新月异, 固态电池技术路线中, 金属锂是重要的负极材料, 因此氯化锂产线可以视为对新技术的拓展尝试。



## 4 盈利预测

假设：2021-2023 年，锂盐单价分别为 13 万元、34 万元、28 万元；2021-2023 年，公司锂盐销量分别为 2.8 万吨、3.8 万吨、5.7 万吨；2021-2023 年，锂精矿单吨采购成本分别为 850 美元、2500 美元、2200 美元。我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 9.13 亿元、37.84 亿元、47.06 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 33X/8X/6X，首次覆盖给予买入评级。

## 5 风险提示：

锂盐价格大幅波动风险，下游需求增加不及预期风险，锂盐项目进展不及预期风险，锂矿供应不及预期风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3671	4662	9657	15150	<b>营业收入</b>	3250	5656	14105	17090
现金	1986	2211	4062	8351	营业成本	2247	3047	5734	6818
应收账款	607	992	2514	3058	营业税金及附加	23	63	131	163
其他应收款	84	158	383	465	销售费用	78	220	476	578
预付账款	82	76	154	190	管理费用	358	694	1659	2018
存货	452	648	1163	1403	财务费用	49	0	0	0
其他流动资产	459	576	1381	1683	资产减值损失	-39	-16	-19	-22
<b>非流动资产</b>	3286	3340	3381	3380	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	686	718	760	799	投资净收益	33	45	125	150
固定资产	1397	1568	1764	1969	<b>营业利润</b>	435	1551	5979	7356
无形资产	541	539	527	517	营业外收入	5	4	4	4
其他非流动资产	662	514	329	95	营业外支出	15	20	26	33
<b>资产总计</b>	6957	8002	13038	18530	<b>利润总额</b>	425	1536	5957	7326
<b>流动负债</b>	1010	1042	1975	2359	所得税	81	538	1873	2237
短期借款	135	0	0	0	<b>净利润</b>	345	998	4085	5088
应付账款	374	445	860	1032	少数股东损益	21	85	300	382
其他流动负债	501	597	1116	1327	<b>归属母公司净利润</b>	324	913	3784	4706
<b>非流动负债</b>	504	504	504	504	EBITDA	599	1641	5937	7286
长期借款	81	81	81	81	EPS (元)	0.34	0.89	3.70	4.61
其他非流动负债	423	423	423	423					
<b>负债合计</b>	1514	1546	2480	2863					
少数股东权益	312	397	697	1079					
股本	1129	1129	1129	1129					
资本公积	2360	2360	2360	2360					
留存收益	1642	2571	6373	11100					
归属母公司股东权益	5131	6059	9862	14588					
<b>负债和股东权益</b>	6957	8002	13038	18530					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	529	529	1939	4332	<b>成长能力</b>				
净利润	324	913	3784	4706	营业收入	1.7%	74.0%	149.4%	21.2%
折旧摊销	161	146	152	165	营业利润	192.6%	256.3%	285.5%	23.0%
财务费用	48	0	0	0	归属于母公司净利	351.8%	182.0%	314.3%	24.4%
投资损失	-33	-45	-125	-150	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-68	-615	-2229	-844	毛利率 (%)	30.9%	46.1%	59.3%	60.1%
其他经营现金流	490	1657	6369	6005	净利率 (%)	10.0%	16.1%	26.8%	27.5%
<b>投资活动现金流</b>	21	-169	-88	-44	ROE (%)	6.3%	15.1%	38.4%	32.3%
资本支出	-118	-177	-167	-151	ROIC (%)	6.0%	14.2%	36.3%	30.8%
长期投资	114	-37	-46	-43	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	25	45	125	150	资产负债率 (%)	21.8%	19.3%	19.0%	15.5%
<b>筹资活动现金流</b>	1067	-135	0	0	净负债比率 (%)	27.8%	24.0%	23.5%	18.3%
短期借款	-118	-135	0	0	流动比率	3.63	4.47	4.89	6.42
长期借款	-239	0	0	0	速动比率	3.06	3.74	4.16	5.68
普通股增加	170	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	1904	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.71	1.08	0.92
其他筹资现金流	-651	0	0	0	应收账款周转率	5.35	5.70	5.61	5.59
<b>现金净增加额</b>	1607	225	1851	4288	应付账款周转率	6.01	6.85	6.67	6.61

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。