

2022年02月18日

雅化集团 (002497.SZ)

锂盐产能持续扩张, 电子雷管渗透率有望提升

■公司的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业务。民爆业务方面, 公司拥有炸药生产许可产能 22.8 万吨、工业雷管许可产能 20392 万发 (其中电子雷管约 5400 万发)、工业导爆索许可产能 1500 万米、塑料导爆管许可产能 10000 万米, 产能规模处于行业前列。锂业务方面, 积极布局锂资源, 锂盐冶炼产能或持续增加。1) 公司包销 Mt Cattlin 锂矿、参股李家沟锂矿、参股 Core 并锁定 7.5 万吨包销量、拟与 Eastern Iron 共同开发 Trigg Hill 锂钽项目, 同时 2021Q4 参股 EV 公司, 围绕锂资源进行长远布局。2) 公司现有锂盐产能 4.3 万吨 (其中氢氧化锂产能 3.3 万吨、碳酸锂产能 0.6 万吨), 雅安 1 期 3 万吨电池级氢氧化锂产能有望于 2022 年底建成, 剩余 2 万吨氢氧化锂产能将在一期投产后启动建设。

■民爆行业产业及产品结构持续优化, 或仍有增量空间, 电子雷管有望加速替换。(1) 据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》, “十四五”时期将继续深化民爆行业供给侧结构性改革, 不断调整优化行业结构。全面推广工业数码电子雷管, 除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外, 2022 年 6 月底前停止生产、8 月底前停止销售普通工业雷管。继续提高企业现场混装炸药许可产能占比, 比例将由 30% 提高到 35%。(2) 公司爆炸物品主要用于煤炭、金属和非金属矿山的开采, 这三类矿山共占民爆产品销售总量的 70% 以上。目前稳增长政策支撑下, 基建投资或稳步提升, 同时上游金属及非金属原材料价格高企, 或持续刺激资本开支, 民用爆炸品需求或仍有增量空间。(3) 电子雷管作为“十四五”时期产品结构调整主要方向, 产量或呈现增长趋势, 雅化集团作为行业领先企业, 或受益于渗透率持续提升。2021 年电子雷管产量延续涨势, 截至 2021 年, 我国电子雷管产量为 1.64 亿发, 占工业雷管产量比例达到 18.43%。电子雷管集中度也呈现增长趋势, 2021 年雅化集团电子雷管产销居国内第一。2021 年雅化集团电子雷管产能约 5400 万发, 据中爆协统计, 雅化集团旗下有绵阳实业及吉阳公司, 产量合计 3033 万发、销量合计 3049 万发, 分别占全国电子雷管产销量比例 18.5%、19.3%, 位居国内第一。

■“锂+民爆”双轮驱动, 锂业务持续扩张或提供盈利成长空间, 民爆行业收支基数稳步扩张, 公司经营现金流表现可观, 或为公司整体经营提供支撑。民爆业务贡献稳定现金流: 2020 年公司民爆行业 (包含工业起爆器材、炸药、工程爆破) 收入、成本、毛利依次为 24.9 亿元、15.94 亿元、8.96 亿元, 占公司相应项目比例依次为 76.6%、70.9%、

公司动态分析

证券研究报告

民爆用品

投资评级 增持-A

首次评级

6 个月目标价: 32 元
股价 (2022-02-17) 27.07 元

交易数据

总市值 (百万元)	31,199.87
流通市值 (百万元)	28,213.66
总股本 (百万股)	1,152.56
流通股本 (百万股)	1,042.25
12 个月价格区间	16.29/44.21 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.31	-0.62	42.76
绝对收益	7.93	-7.45	27.98

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516090002

leihh@essence.com.cn

021-35082719

相关报告

89.3%。从公司业绩披露来看，工业雷管产品包含在工业起爆器材项目中，2020 年该项目收入、成本、毛利依次为 4.03 亿元、2.23 亿元、1.8 亿元，占民爆行业相应项目比例依次为 16.2%、14.0%、20.1%。2021 为保证正常生产经营，公司增加了材料采购现金支付，经营性现金流较 2020 或出现一定回落，但前三季度合计 1.24 亿元，依旧表现可观。锂业务或提供盈利成长空间：2021 年锂业务业绩大幅提升，全年 SMM 电池级碳酸锂、氢氧化锂均价分别为 12.13 万元/吨、11.41 万元/吨，同比增加 175.7%、120.3%，另外雅安锂业 2 万吨氢氧化锂产能已达产，2021 年 H1 实现毛利 2.39 亿元，受益于下半年锂价快速上涨，全年锂业务业绩可期，同时未来氢氧化锂产能预计将扩张至 8.3 万吨，或提供盈利成长空间。

■**投资建议**：民爆业务贡献良好现金流，锂业务股权激励或促进业务持续放量，同时拟携手厦钨新能布局磷酸铁锂，公司或开拓产业链一体化之路，持续看好公司发展前景。我们预计公司 2021 年-2023 年的收入增速分别为 71.2%、112.6%、21.9%，净利润增速分别为 185.5%、166.4%、26.3%，成长性突出；首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 32 元，相当于 2022 年 14.75 的动态市盈率。

■**风险提示**：下游需求不及预期，锂价大幅波动，项目进展不及预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,196.7	3,250.2	5,563.8	11,827.4	14,418.4
净利润	71.7	323.8	997.9	2,506.4	3,146.8
每股收益(元)	0.06	0.28	0.87	2.17	2.72
每股净资产(元)	2.46	4.45	5.21	7.12	9.54
盈利和估值					
市盈率(倍)	435.3	96.3	31.3	12.4	10.0
市净率(倍)	11.0	6.1	5.2	3.8	2.8
净利润率	2.2%	10.0%	17.9%	21.2%	21.8%
净资产收益率	2.5%	6.3%	16.6%	30.5%	28.5%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.4%	1.0%	1.0%
ROIC	3.5%	10.5%	29.1%	59.7%	59.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 雅化集团：民爆及锂盐行业领先企业.....	4
2. 锂业务持续扩张，积极储备锂资源.....	4
3. 传统民爆业务迎来新亮点，或持续优化产业及产品结构.....	4
4. 电子雷管的优势.....	5
5. 民爆行业或仍有增量空间，电子雷管或加速替换.....	6
6. 民爆业务有望为公司贡献稳定现金流.....	9
7. 投资建议.....	10

图表目录

图 1：电子雷管和传统雷管的区别.....	6
图 2：国内各系列电子雷管技术的研制发展历程.....	6
图 3：国内民爆行业生产总值.....	6
图 4：国内民爆行业利润总额.....	6
图 5：金属价格高企.....	7
图 6：2020 年民爆用品需求结构.....	7
图 7：工业雷管产量情况.....	7
图 8：工业雷管销量情况.....	7
图 9：十三五期间电子雷管渗透率快速提升.....	7
图 10：2021 年雷管产品产量结构.....	7
图 11：电子雷管产量保持高增长.....	8
图 12：近几年主要雷管产品产量情况.....	8
图 13：2021 电子雷管产量分布（按集团）.....	8
图 14：2021 电子雷管销量分布（按集团）.....	8
图 15：公司营业收入结构（分产品，百万元）.....	9
图 16：公司营业成本结构（分产品，百万元）.....	9
图 17：公司毛利结构（分产品，百万元）.....	9
图 18：公司毛利率情况（分产品）.....	9
图 19：公司经营性净现金流表现可观.....	10
表 1：公司冶炼产能扩张情况（单位：万吨）.....	4
表 2：公司冶炼产能扩张情况（单位：万吨）.....	4
表 3：公司冶炼产能扩张情况（单位：万吨）.....	5
表 4：2021 年电子雷管产销总量排序表（按生产企业划分）.....	8
表 5：各类民用爆炸产品的许可产能情况（截至 2021H1）.....	9
表 6：民爆行业主要子公司（报告期为 2021H1，单位：亿元）.....	10

1. 雅化集团：民爆及锂盐行业领先企业

公司的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业务。(1) 民爆业务主要包括民爆产品的生产与销售、工程爆破服务等。1) 民爆产品的生产与销售：民爆产品的生产与销售是公司传统产业，主要产品包括工业炸药、工业雷管和工业索类，产品广泛应用于矿山开采、水利水电、交通建设、城市改造、地质勘探、爆炸加工等领域。2) 工程爆破服务：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，同时还积极拓展现场混装炸药爆破一体化、矿山开采、城市整体拆迁等服务，系业内领先的爆破工程一体化方案解决专家。(2) 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。随着市场需求的不断提升，公司也将不断扩大锂盐加工产能规模，同时，也通过各种渠道储备锂矿资源，预计或为锂业务扩能提供资源保障。

2. 锂业务持续扩张，积极储备锂资源

冶炼端：公司现有锂盐产能 4.3 万吨（其中氢氧化锂产能 3.3 万吨、碳酸锂产能 0.6 万吨），雅安 1 期 3 万吨电池级氢氧化锂产能有望于 2022 年底建成，剩余 2 万吨氢氧化锂产能将在一期投产后启动建设。

表 1：公司冶炼产能扩张情况（单位：万吨）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
合计	碳酸锂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	氢氧化锂	3.3	3.3	3.3	6.3	6.3	8.3
其中：国理公司	碳酸锂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	氢氧化锂	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
兴晟锂业	氢氧化锂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
雅安锂业	氢氧化锂	2	2	2	5	5	7
	氯化锂	-	规划 1.1 万吨	规划 1.1 万吨	规划 1.1 万吨	规划 1.1 万吨	规划 1.1 万吨

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资源端：1) Mt Cattlin: 2021-2025 年每个合同年度包销量不低于 12 万吨。2) 李家沟：拥有李家沟锂矿 28% 的权益（川能动力 47%、阿坝国资委 25%），或按计划投产，产能 17-18 万吨锂精矿，或优先满足国理公司需求。3) Mt Finnis: 一期精矿产能 17.5 万吨计划于 2022 年 Q4 投产，公司持有项目公司 Core 4.76% 股权，并且拥有 7.5 万吨锂精矿/年的包销权。4) 公司预期将与 Eastern Iron 成立合资企业，拟共同开发 Trigg Hill 锂钽项目。5) 2021 年 Q4 参股 EV 公司，围绕锂资源进行长远布局。

表 2：公司冶炼产能扩张情况（单位：万吨）

	合作模式	产能	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
李家沟	参股 28%	17-18	—	1	4.76-5.04	4.76-5.04	4.76-5.04
Mt Finnis	参股 5.9%、包销	17.5	—	1	7.5	7.5	7.5
Mt Cattlin	包销	22	12	12	12	12	12
合计		—	12	14	24.26-24.54	24.26-24.54	24.26-24.54
折碳酸锂当量		—	1.5	1.75	3.03-3.07	3.03-3.07	3.03-3.07

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：2022 年李家沟、Mt Finnis 原料供应量均为假设值，其他依据权益及包销协议，精矿-碳酸锂折算系数为 8

3. 传统民爆业务迎来新亮点，或持续优化产业及产品结构

据中爆协，2020 年，工业炸药产能释放率为 71%，工业雷管产能释放率仅为 28%。产能过剩问题，加剧了市场恶性竞争，造成行业亏损面扩大，影响了行业健康发展，而且还有可能

引发企业职工失业、安全风险加大等问题。近年来，政府通过提高安全准入门槛、推动重组整合、推广工业数码电子雷管等措施，大力化解过剩产能，目前，产能过剩问题已经有所缓解。

“十四五”时期，据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，继续深化民爆行业供给侧结构性改革，不断调整优化行业结构。

(1) 持续推动重组整合。按照政府引导、企业自愿、市场化运作原则，结合化解过剩产能和优化产业布局，持续推动企业重组整合，支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合，支持民爆企业联优并强。

(2) 优化调整产能布局。原则上不新增工业炸药、工业雷管等产能过剩的民爆物品许可产能。同时，鼓励各地引导企业按照市场需求，调整产能布局，使区域市场供需趋于平衡。

(3) 优化产品结构。全面推广工业数码电子雷管，除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外，**2022年6月底前停止生产、8月底前停止销售普通工业雷管。继续提高企业现场混装炸药许可产能占比，比例将由30%提高到35%。**此外，鼓励企业依据市场需求有序释放产能，引导过剩产能加快退出。

表 3：公司冶炼产能扩张情况（单位：万吨）

发布时间	政策	主要内容
2016.1	《民用爆炸物品行业发展规划（2016-2020年）》	坚持结构调整。优化产品结构，发展安全、高效产品；优化产能布局，形成合理分布；优化产业体系，推进现场混装生产方式和一体化服务；提高产业集中度，培育龙头骨干企业。产业集中度进一步提高。培育3至5家具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业，扶持8至10家科技引领作用突出、一体化服务能力强的优势骨干企业。排名前15家生产企业生产总值在全行业占比突破60%。鼓励军民科技融合发展，促进民爆行业的军民技术双向转化，支持军工和民品企事业单位的技术合作。
2018.11	《民用爆炸物品生产许可实施办法》	在中华人民共和国境内设立民用爆炸物品生产企业应当依据本办法取得民用爆炸物品生产许可。民用爆炸物品生产企业应当按照《民用爆炸物品生产许可证》核定的事项进行生产，生产作业应当执行安全技术规程等规定。
2018.11	《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》	积极推进民爆生产、爆破服务一体化发展，延伸产业链，与矿产资源开采、基础设施建设等有机衔接，完善一体化服务机制，提升一体化服务水平，实现民爆行业由生产型制造向服务型制造升级转换。
2020.04	《民爆行业安全生产专项整治三年行动方案》	于2020年5月至2022年在民爆行业开展安全生产专项整治行动。2022年底，民爆生产企业安全生产标准化应达到二级及以上标准，民爆销售企业安全生产标准化应达到三级及以上标准。
2020.06	《关于进一步加强工业行业安全生产管理的指导意见》	继续鼓励民爆行业龙头骨干企业开展兼并重组，推动普通雷管转型升级为数码电子雷管；组织编制民爆行业“十四五”发展规划；建立健全民爆行业智能制造标准体系，推动智能制造技术的推广应用。
2021.11	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	一是推动重组整合，按照政府引导、企业自愿、市场化运作原则，结合化解过剩产能和优化产业布局，持续推动企业重组整合，支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合，支持民爆企业联优并强。二是优化调整产能布局，原则上不新增工业炸药、工业雷管等产能过剩的民爆物品许可产能。同时，鼓励各地引导企业按照市场需求，调整产能布局，使区域市场供需趋于平衡。三是优化产品结构，严格执行工业雷管减量置换为工业数码电子雷管政策，全面推广工业数码电子雷管，除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外，2022年6月底前停止生产、8月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业（集团）现场混装炸药许可产能占比。鼓励企业依据市场需求有序释放产能，引导过剩产能加快退出。

资料来源：工信部，安信证券研究中心

4. 电子雷管的优势

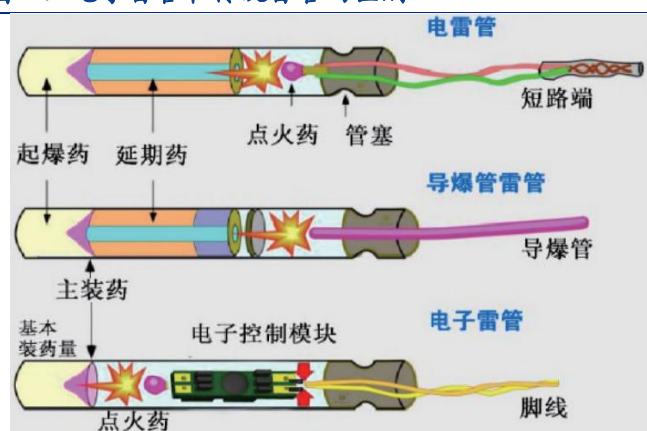
电子雷管是一种新型爆破器材，从设计上完全颠覆了传统工业雷管的组成结构。电子雷管用电子芯片（模块）取代了传统雷管中的化学延期体，具有延期精度高、安全性好、网络可检测等优点。另外，中国的电子雷管内置密码和身份码，符合国家行业发展规划，符合民爆器

材和公安涉爆产品流量流向监控和管理的要求，能够从技术上最大程度地实现对雷管爆破作业的监控管理。

上世纪 80 年代初，关于电子雷管的研究率先在欧美发达国家展开。经过十余年的持续研发，完成了产品、技术的定型和应用试验，至 20 世纪 90 年代末电子雷管及其起爆系统的技术日益成熟并逐步实现了工程化应用。

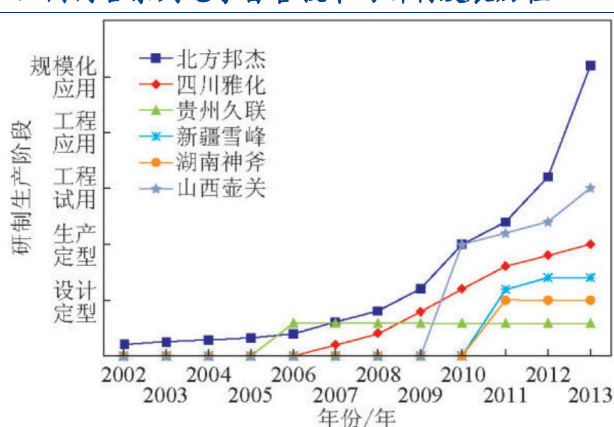
国内方面，民爆器材相关科研机构、高校及生产企业紧跟国际发展趋势，于 20 世纪 80 年代末即陆续开展了电子雷管的研究工作。至 2006 年开始相继有多个生产厂家的电子雷管通过行业技术鉴定，或从国外引进实现了转产，2010 年左右国产电子雷管逐步工程试用和应用。截止目前国内已有多个生产企业具备电子雷管的批量生产能力，满足了国内市场对高端起爆器材的需求。

图 1：电子雷管和传统雷管的区别



资料来源：《数码电子雷管在南芬露天铁矿的应用（鹿文娇等）》，安信证券研究中心

图 2：国内各系列电子雷管技术的研制发展历程

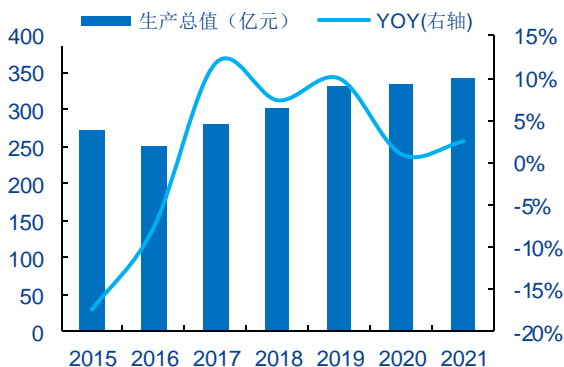


资料来源：《中国电子雷管技术与应用（颜景龙）》，安信证券研究中心

5. 民爆行业或仍有增量空间，电子雷管或加速替换

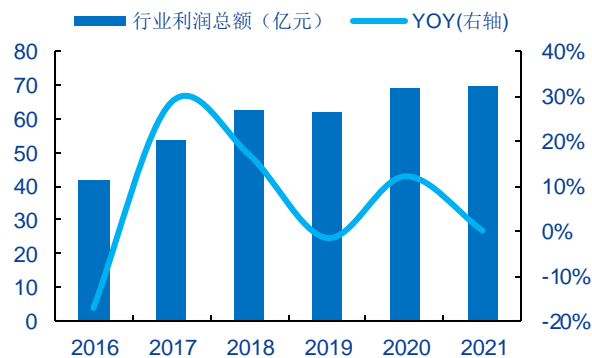
据中爆协，2021 年民爆行业总体运行平稳，主要经济指标保持增长态势，产品结构调整符合预期，企业重组明显提速。2021 国内民爆行业实现生产总值、利润总额 344.4 亿元、69.53 亿元，同比增长 2.53%、0.13%。受主要原材料价格增长的影响，民爆企业主营业务获利有所下降，但爆破服务收入成为新的经济增长点。

图 3：国内民爆行业生产总值



资料来源：中爆协，安信证券研究中心

图 4：国内民爆行业利润总额

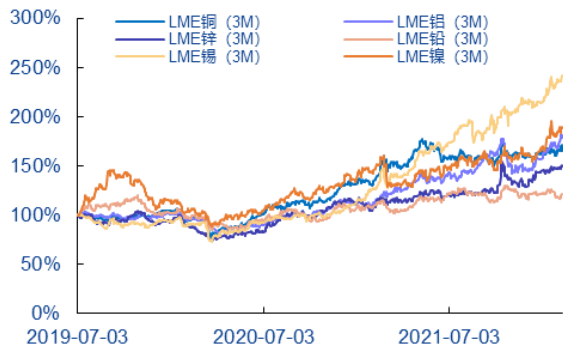


资料来源：wind，安信证券研究中心

民用爆炸物品主要用于煤炭、金属和非金属矿山的开采，这三类矿山共占民爆产品销售总量的 70% 以上，因此，相关产业政策和运行情况的变化直接影响民爆行业的运行态势。“十三五”期间，与民爆相关的产业，如：煤炭、钢铁、水泥等，随着供给侧结构调整的逐步落实，

均呈现稳步上升的运行态势，这些都为民爆行业高质量发展提供了动力。从 2020 年工业炸药销售流向数据上看，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药量占炸药总销量的 72.6%。目前稳增长政策支撑下，基建投资或稳步提升，同时上游金属及非金属原材料价格高企，或持续刺激资本开支，民用爆炸品需求或仍有增量空间。

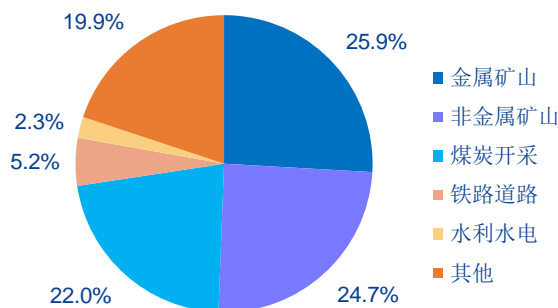
图 5：金属价格高企



资料来源：wind，安信证券研究中心

注：基准价格为 2019 年 7 月 3 日价格

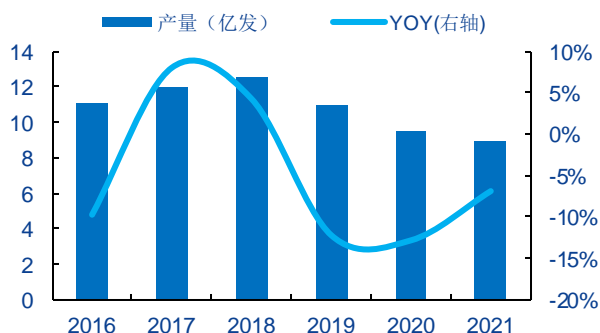
图 6：2020 年民爆用品需求结构



资料来源：中爆协，安信证券研究中心

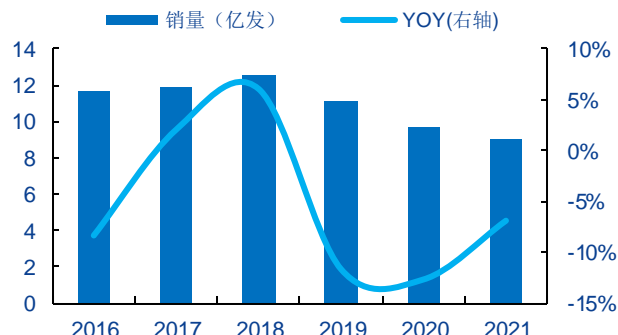
工业雷管方面，整体呈现下滑趋势。2021 年工业雷管产销分别为 8.9 亿发、9.05 亿发，同比下滑 6.90%、6.89%。

图 7：工业雷管产量情况



资料来源：中爆协，安信证券研究中心

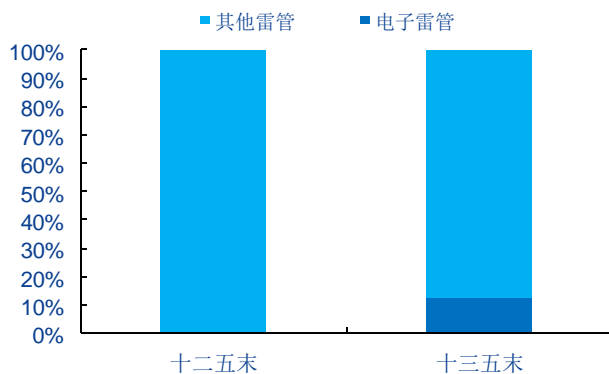
图 8：工业雷管销量情况



资料来源：中爆协，安信证券研究中心

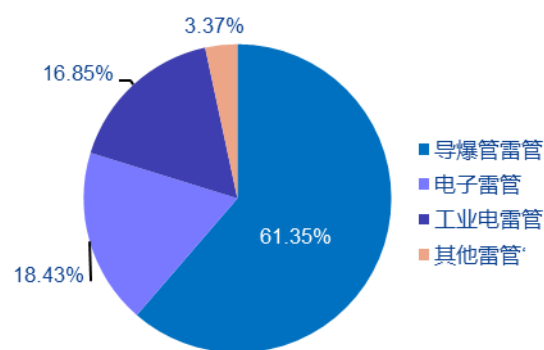
电子雷管作为“十四五”时期产品结构调整主要方向，产量或呈现增长趋势，渗透率持续提升。“十三五”期间电子雷管产量快速提升，2021 年电子雷管产量延续涨势，截至 2021 年，我国电子雷管产量为 1.64 亿发，占工业雷管产量比例达到 18.43%。

图 9：十三五期间电子雷管渗透率快速提升



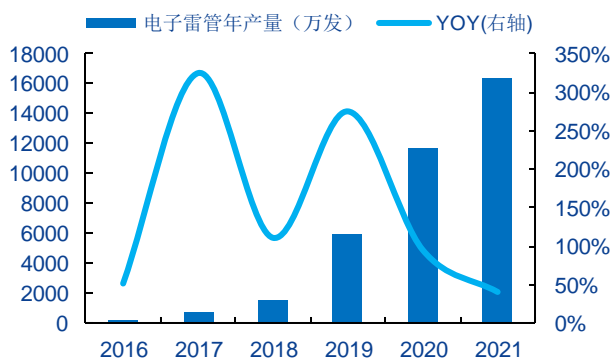
资料来源：中爆协，安信证券研究中心

图 10：2021 年雷管产品产量结构



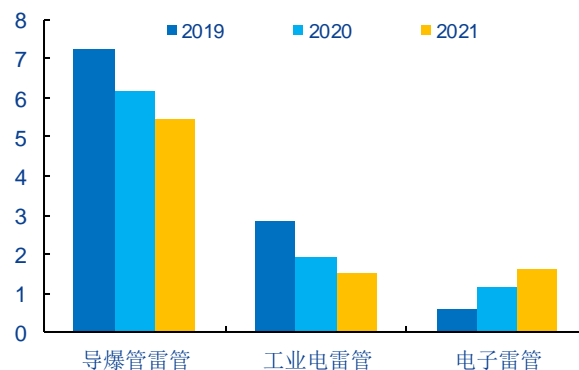
资料来源：中爆协，安信证券研究中心

图 11: 电子雷管产量保持高增长



资料来源: 中爆协, 安信证券研究中心

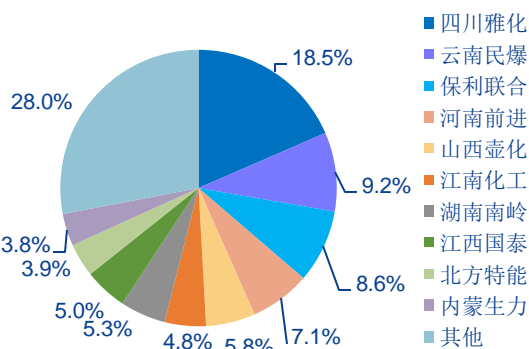
图 12: 近几年主要雷管产品产量情况



资料来源: 中爆协, 安信证券研究中心

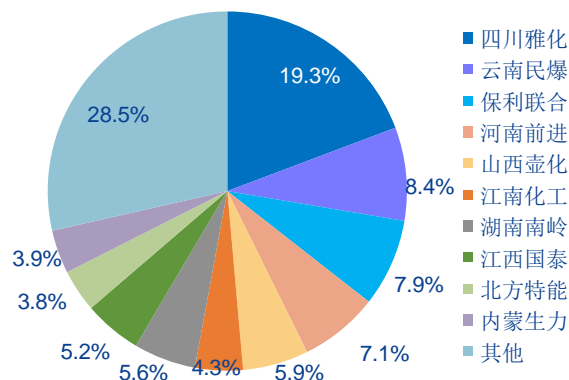
电子雷管集中度也呈现增长趋势, 2021 年雅化集团电子雷管产销居国内第一。2021 年雅化集团电子雷管产能约 5400 万发, 据中爆协统计, 雅化集团旗下有绵阳实业及吉阳公司, 产量合计 3033 万发、销量合计 3049 万发, 分别占全国电子雷管产销量比例 18.5%、19.3%, 位居国内第一。

图 13: 2021 电子雷管产量分布 (按集团)



资料来源: 中爆协, 安信证券研究中心

图 14: 2021 电子雷管销量分布 (按集团)



资料来源: 中爆协, 安信证券研究中心

表 4: 2021 年电子雷管产销总量排序表 (按生产企业划分)

排序	企业名称	所属集团	产量 (万发)	同比	销量 (万发)	同比
1	雅化集团绵阳实业有限公司	四川雅化	2855	54%	2895	81%
2	前进民爆股份有限公司	河南前进	1158	24%	1127	21%
3	山西壶化集团股份有限公司	山西壶化	948	84%	936	83%
4	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	湖南南岭	875	10%	888	10%
5	江西新余国泰特种化工有限责任公司	江西国泰	825	73%	824	69%
6	四川省宜宾威力化工有限责任公司	云南民爆	818	317%	808	332%
7	广西金建华民用爆破器材有限公司	江南化工	725	-12%	713	-21%
8	云南燃一化工科技有限公司	云南民爆	700	35%	521	1%
9	西安庆华民用爆破器材股份有限公司	北方特能	643	5%	607	3%
10	贵州久联民爆器材发展股份有限公司	保利联合	631	-34%	551	-44%
前 10 合计			10178	32%	9870	31%
国内生产企业合计			16415	40%	15826	39%
CR10			62.0%	-	62.4%	-

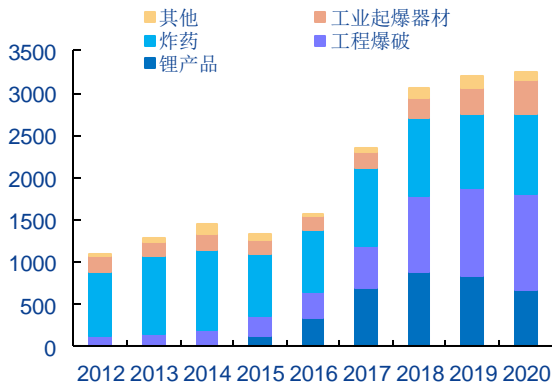
资料来源: 中爆协, 安信证券研究中心

电子雷管单价较高, 未来加速替代传统雷管后或持续提升工业雷管行业盈利水平。根据国泰集团经营数据公告显示, 2019 年公司工业雷管平均售价 3.9 元/发, 电子雷管平均售价 17.3 元/发。

6. 民爆业务有望为公司贡献稳定现金流

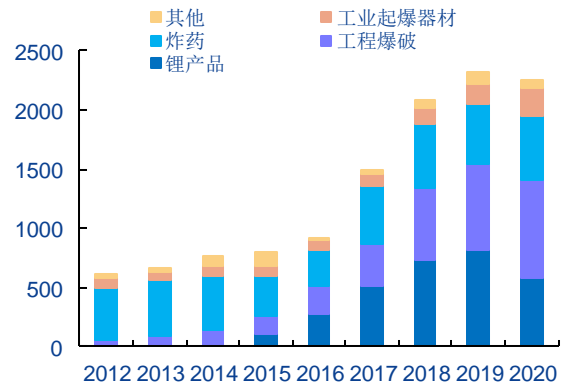
2020 年公司民爆行业（包含工业起爆器材、炸药、工程爆破）收入、成本、毛利依次为 24.9 亿元、15.94 亿元、8.96 亿元，占公司相应项目比例依次为 76.6%、70.9%、89.3%。从公司业绩披露来看，工业雷管产品包含在工业起爆器材项目中，2020 年该项目收入、成本、毛利依次为 4.03 亿元、2.23 亿元、1.8 亿元，占民爆行业相应项目比例依次为 16.2%、14.0%、20.1%。

图 15：公司营业收入结构（分产品，百万元）



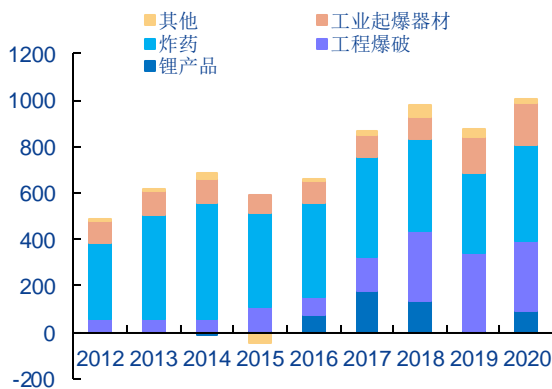
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 16：公司营业成本结构（分产品，百万元）



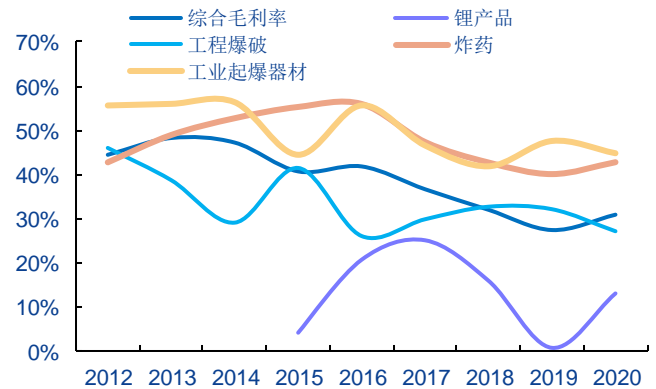
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 17：公司毛利结构（分产品，百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 18：公司毛利率情况（分产品）



资料来源：wind，安信证券研究中心

具体来看，民爆产业方面，公司拥有炸药生产许可产能 22.8 万吨、工业雷管许可产能 20392 万发（其中电子雷管约 5400 万发）、工业导爆索许可产能 1500 万米、塑料导爆管许可产能 10000 万米，产能规模处于行业前列。公司还拥有开展爆破业务的各类资质，能承接各类爆破业务，是近年来公司爆破业务快速发展的重要支撑。

表 5：各类民用爆炸产品的许可产能情况（截至 2021H1）

产品类别	许可产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
工业炸药	22.8 万吨	43.07%	0	无
工业雷管	20392 万发	16.45%	0	无
工业导爆索	1500 万米	46.62%	0	无
塑料导爆管	10000 万米	21.61%	0	无

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 6：民爆行业主要子公司（报告期为 2021H1，单位：亿元）

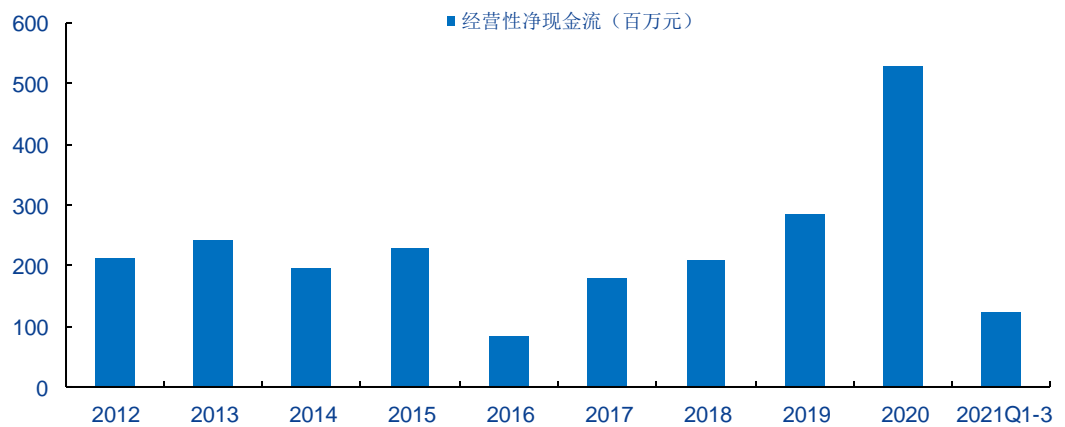
公司名称	持股比例	主要业务	注册资 本	总资产	净资产	营业收 入	营业利 润	净利润
绵阳公司	子公司	民用爆破器材的生产、销售	1.77	7.92	6.33	3.17	0.96	0.82
柯达公司	子公司	民用爆破器材的生产、销售	0.50	3.28	2.95	1.49	0.34	0.28
工程公司	子公司	工程爆破服务	1.31	4.83	3.43	2.82	0.39	0.33

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

国内并购以提升区域经营能力，海外投资推进海外民爆业务。2021 年 3 月，公司以自有资金 8250 万元收购吉阳公司 75% 的股权，据官网，吉阳公司工业雷管许可产能 8750 万发/年、工业导爆索许可产能 500 万米/年，吉阳公司是吉林省唯一一家国家定点起爆器材生产企业，其产品在国内市场占有率达到 95% 以上，同时还销往黑龙江、辽宁、河北、内蒙古和山西、新疆等地，广泛应用于矿山开采、水利水电工程、交通建设、爆破施工等建设领域。另外海外方面，据中爆协统计，十三五期间，公司分别在澳大利亚和新西兰投资和新建爆破公司 4 家，总投资额约 1.3 亿元人民币。

民爆行业收支基数稳步扩张，公司经营性现金流表现可观，或为公司整体经营提供支撑。2021 年为保证正常生产经营，增加了材料采购现金支付，经营性现金流较 2020 或出现一定回落，但前三季度合计 1.24 亿元，依旧表现可观。

图 19：公司经营性净现金流表现可观



资料来源：wind，安信证券研究中心

7. 投资建议

民爆业务贡献良好现金流，锂业务股权激励或促进业务持续放量，同时拟携手厦钨新能布局磷酸铁锂，公司或开拓产业链一体化之路，持续看好公司发展前景。我们预计公司 2021 年-2023 年的收入增速分别为 71.2%、112.6%、21.9%，净利润增速分别为 185.5%、166.4%、26.3%，成长性突出；首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 32 元，相当于 2022 年 14.75 的动态市盈率。

风险提示：下游需求不及预期，锂价大幅波动，项目进展不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,196.7	3,250.2	5,563.8	11,827.4	14,418.4	成长性					
减:营业成本	2,321.3	2,246.9	3,667.5	7,395.1	8,852.4	营业收入增长率	4.2%	1.7%	71.2%	112.6%	21.9%
营业税费	24.3	23.3	25.0	53.2	64.9	营业利润增长率	-47.1%	192.6%	185.5%	171.1%	26.2%
销售费用	120.0	78.2	111.3	236.5	288.4	净利润增长率	-60.9%	351.8%	208.2%	151.2%	25.6%
管理费用	374.4	358.5	445.1	532.2	648.8	EBITDA 增长率	59.4%	-0.4%	97.4%	156.5%	25.4%
研发费用	73.6	66.0	94.6	201.1	245.1	EBIT 增长率	86.1%	-3.7%	130.7%	172.8%	26.3%
财务费用	79.0	49.1	24.0	86.3	111.8	NOPLAT 增长率	-55.0%	217.5%	174.3%	172.8%	26.3%
资产减值损失	-258.7	-38.9	-13.5	-13.5	-13.5	投资资本增长率	7.4%	-1.3%	33.0%	27.8%	-9.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	5.6%	72.4%	17.1%	39.9%	37.0%
投资和汇兑收益	28.7	33.1	33.1	33.1	33.1	利润率					
营业利润	148.8	435.3	1,242.9	3,369.5	4,253.6	毛利率	27.4%	30.9%	34.1%	37.5%	38.6%
加:营业外净收支	-7.4	-10.3	-1.6	-6.4	-6.1	营业利润率	4.7%	13.4%	22.3%	28.5%	29.5%
利润总额	141.3	425.0	1,241.2	3,363.0	4,247.5	净利润率	2.2%	10.0%	17.9%	21.2%	21.8%
减:所得税	64.6	80.5	186.2	504.5	637.1	EBITDA/营业收入	22.2%	21.8%	25.1%	30.3%	31.2%
净利润	71.7	323.8	997.9	2,506.4	3,146.8	EBIT/营业收入	17.8%	16.9%	22.8%	29.2%	30.3%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	108	130	87	37	28
货币资金	333.1	1,986.1	1,554.6	2,833.8	6,629.5	流动营业资本周转天数	98	91	98	89	86
交易性金融资产	167.7	41.4	41.4	41.4	41.4	流动资产周转天数	204	306	277	207	256
应收帐款	627.0	690.1	1,519.3	3,198.1	2,574.9	应收帐款周转天数	71	73	71	72	72
应收票据	5.3	7.3	249.3	121.6	269.5	存货周转天数	61	48	54	49	47
预付帐款	30.6	82.4	44.9	225.2	133.4	总资产周转天数	561	674	485	301	329
存货	408.7	451.9	1,229.5	1,989.9	1,777.7	投资资本周转天数	407	412	279	170	150
其他流动资产	288.6	411.4	247.4	315.8	324.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.5%	6.3%	16.6%	30.5%	28.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.5%	5.0%	13.1%	24.3%	24.7%
长期股权投资	647.1	686.2	686.2	686.2	686.2	ROIC	3.5%	10.5%	29.1%	59.7%	59.0%
投资性房地产	31.4	37.7	37.7	37.7	37.7	费用率					
固定资产	942.4	1,397.1	1,284.8	1,172.4	1,060.0	销售费用率	3.8%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	559.2	47.1	47.1	47.1	47.1	管理费用率	11.7%	11.0%	8.0%	4.5%	4.5%
无形资产	561.6	541.3	522.1	502.8	483.6	研发费用率	2.3%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	615.4	576.5	564.0	572.8	566.5	财务费用率	2.5%	1.5%	0.4%	0.7%	0.8%
资产总额	5,218.0	6,956.6	8,028.3	11,744.8	14,632.5	四费/营业收入	20.2%	17.0%	12.1%	8.9%	9.0%
短期债务	252.9	134.9	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	387.7	455.8	832.5	1,755.4	1,421.7	资产负债率	39.5%	21.8%	20.6%	24.1%	16.5%
应付票据	30.0	100.4	45.3	194.3	145.5	负债权益比	65.3%	27.8%	26.0%	31.7%	19.8%
其他流动负债	250.0	318.8	318.5	310.2	366.4	流动比率	2.02	3.63	4.08	3.86	6.08
长期借款	320.5	81.5	-	-	-	速动比率	1.58	3.19	3.06	2.98	5.16
其他非流动负债	819.4	422.8	458.6	566.9	482.8	利息保障倍数	7.22	11.18	52.83	40.06	39.05
负债总额	2,060.5	1,514.1	1,655.0	2,826.7	2,416.4	分红指标					
少数股东权益	326.4	311.7	365.9	712.2	1,165.5	DPS(元)	0.01	0.01	0.10	0.27	0.27
股本	958.7	1,128.8	1,152.6	1,152.6	1,158.6	分红比率	19.8%	5.3%	11.8%	12.3%	9.8%
留存收益	1,761.3	3,974.6	4,854.8	7,053.3	9,892.1	股息收益率	0.0%	0.1%	0.4%	1.0%	1.0%
股东权益	3,157.5	5,442.4	6,373.3	8,918.1	12,216.1						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	76.7	344.5	997.9	2,506.4	3,146.8	EPS(元)	0.06	0.28	0.87	2.17	2.72
加:折旧和摊销	141.5	161.3	131.6	131.6	131.6	BVPS(元)	2.46	4.45	5.21	7.12	9.54
资产减值准备	265.8	56.4	-	-	-	PE(X)	435.3	96.3	31.3	12.4	10.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.0	6.1	5.2	3.8	2.8
财务费用	71.6	47.7	24.0	86.3	111.8	P/FCF	460.0	-70.9	-82.8	25.0	8.6
投资损失	-28.7	-33.1	-33.1	-33.1	-33.1	P/S	9.8	9.6	5.6	2.6	2.2
少数股东损益	5.1	20.7	57.1	352.2	463.5	EV/EBITDA	11.8	33.0	21.5	8.2	5.8
营运资金的变动	-354.0	-36.8	-1,337.6	-1,509.0	460.7	CAGR(%)	234.0%	118.8%	66.4%	234.0%	118.8%
经营活动产生现金流量	286.1	529.3	-160.1	1,534.4	4,281.3	PEG	1.9	0.8	0.5	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-340.7	20.9	33.1	33.1	33.1	ROIC/WACC	0.3	1.0	2.8	5.7	5.6
融资活动产生现金流量	143.1	1,066.8	-304.5	-288.3	-518.7	REP	6.6	6.3	2.2	0.8	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034