

雅化集团 (002497)

证券研究报告

2022年02月27日

民爆云中守，锂业取功勋-被低估的氢氧化锂龙头

民爆为盾、锂业为矛-雅化双主业布局。雅化创立于1952年，于2010年深交所上市。目前形成民爆+锂盐业务双主业布局。其中民爆业务专注于各类民用爆炸物品的研发、生产与销售，为客户提供特定的工程爆破方案，并拥有专业的运输公司，可为客户提供安全、快捷的危险品运输服务。锂业务目前有锂盐产能4.3万吨，远期计划扩产雅安二期5万吨氢氧化锂和1.1万吨氯化锂，锂盐总产能有望在2025年突破10万大关。

市场核心担忧：氢氧化锂 22-23 年是否会过剩？

铁锂无模组化提升能量密度，凭借成本优势短期被车企青睐名正言顺。我们预计明年磷酸铁锂仍火热，但受制于加拿大魁北克碳包覆专利，氢氧化锂 22 需求将保有坚守基本盘。同时，短期看：22 年美国补贴法案落地有望实现新能源车产销放量，电动 SUV 和皮卡将显著带动明年高镍三元电池需求。中期看：铁锂发展迅猛倒逼三元走向高镍化，高镍渗透率提升有望持续带动氢氧化锂需求。

氢氧化锂加工将走向何方？

诚然，短期锂矿短缺为氢氧化锂加工企业的核心制约，但我们认为在市场一味追求“有矿就好”的浪潮下，氢氧化锂加工企业的基因仍属制造业，对上游资源开发并不擅长。长周期下，氢氧化锂加工企业的 Capex 重心仍将放在产能扩展与技术提升方面，站在氢氧化锂加工产业发展的角度，我们认为远期氢氧化锂产业趋势将分为二条主线：1) 氢氧化锂走向高精细化，拥 Know-how 壁垒且绑定下游产业链的氢氧化锂加工企业将享受溢价。2) 氢氧化锂加工将全球布局，强全球管理能力企业更胜一筹。

为什么我们坚定看好雅化？

- 1) 雅化短期上游已经锁定银河资源、Core、李家沟等矿石资源，同时下游深度绑定特斯拉并积极扩产。长期供应高质量+稳定产量的氢氧化锂加工企业才能通过头部电池厂/OEM 厂认证，深度绑定下游产业链并远期跟随匹配大客户同步扩产的企业理应享受溢价。
- 2) 雅化从四川单一民爆厂逐步发展为全球覆盖、旗下拥有新西兰红牛、雅化澳洲等子公司的全球民爆龙头足以彰显其全球多属地生产管理的能力。相比国内其余氢氧化锂布局聚焦于单一地段，雅化有望借助其深耕民爆多年的全球制造管理经验，实现全球高质量氢氧化锂生产运营。

投资建议：考虑雅安扩建，我们预测公司 2022-2023 年归母净利润分别为 40.52/49.78 亿，对应 PE 10X/8X，给予 22 年 15X，对应股价 52.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险，新能源车销量不及预期风险，锂价下跌风险，股价异常波动的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,196.74	3,250.16	5,232.55	15,173.35	17,439.48
增长率(%)	4.24	1.67	60.99	189.98	14.94
EBITDA(百万元)	784.47	774.33	1,445.30	5,380.70	6,376.31
净利润(百万元)	71.68	323.84	924.54	4,052.18	4,978.21
增长率(%)	(60.91)	351.79	185.49	338.29	22.85
EPS(元/股)	0.06	0.28	0.80	3.52	4.32
市盈率(P/E)	566.31	125.35	43.91	10.02	8.15
市净率(P/B)	14.34	7.91	6.53	4.11	2.83
市销率(P/S)	12.70	12.49	7.76	2.68	2.33
EV/EBITDA	10.66	30.15	26.96	7.09	4.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	35.22 元
目标价格	52.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,152.56
流通 A 股股本(百万股)	1,042.25
A 股总市值(百万元)	40,593.25
流通 A 股市值(百万元)	36,707.99
每股净资产(元)	5.23
资产负债率(%)	22.63
一年内最高/最低(元)	45.06/15.60

作者

杨诚笑	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002	
yangchengxiao@tfzq.com	
孙亮	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003	
sunliang@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《雅化集团-公司点评:发布股票激励计划 凸显公司锂板块增长信心》 2018-05-09
- 2 《雅化集团-公司研究简报:业绩快报符合预期 期待锂盐继续放量》 2018-02-14
- 3 《雅化集团-公司点评:拟发 8 亿转债扩产资金有保障》 2018-02-12

内容目录

1. 民爆为盾，锂业为矛，雅化双主业布局进行时	4
1.1. 始于民爆，终于锂盐，雅化现已形成双主业布局	4
1.2. 民爆业务平稳发展，锂盐业务有望接棒成为公司盈利主力	5
2. 消费+政策双驱动，不可忽视的氢氧化锂需求	6
2.1. 消费+政策双驱动，锂盐需求持续高增	6
2.2. 铁锂短期仍为市场主流，但不可忽视氢氧化锂新增需求	6
3. 锂-深度绑定特斯拉，氢氧化锂龙头再起航	8
3.1. 多维度布局澳矿，上游资源保障凸显战略优势	8
4. 民爆-区位优势尽显，川藏线+电子雷管将成为 22 年民爆业务主力增长点	9
4.1. 民爆下游产品主要业务与国家基建业务密切相关	9
4.2. 民爆产业有何特点？	10
4.3. 为何我们看好雅化的民爆核心竞争力？	11
5. 为何我们坚定看好雅化远期氢氧化锂龙头地位？	12
5.1. 趋势一：氢氧化锂走向高精细化，拥 Know-how 壁垒且绑定下游产业链独享溢价	12
5.2. 趋势二：氢氧化锂企业全球布局为产业大势，多属地管理能力强的企业更受一筹	14
6. 盈利预测	14
7. 风险提示	15
7.1. 疫情反复风险	15
7.2. 新能源车销量不及预期风险	15
7.3. 锂价下跌风险	15
7.4. 股价异常波动风险	15

图表目录

图 1：民爆与锂业的双主业驱动	4
图 2：郑戎为公司实际控制人	4
图 3：锂盐业务逐步成为营收主力（亿元）	5
图 4：公司净利随着锂盐业务逐步提升（亿元）	5
图 5：2017-2021 年 H1 主营业务毛利润构成（%）	5
图 6：公司民爆+锂盐业务毛利 21 年 H1 均同比显著提升	5
图 7：至 25 年中国新能源车销量有望提升至 1137.6 万辆	6
图 8：预计 2025 年中国新能源汽车渗透率达 37%	6
图 9：以现有规划，雅化总锂盐产能有望于 25 年升至 10.4 万吨 LCE	8
图 10：民爆下游产业与国家固定资产投资相关	9
图 11：民爆产业下游主要为金属、非金属矿山开采	10
图 12：“适度超前开展基础设施投资”有望驱动 22 年民爆需求	10

图 13: 2022 年底工业雷管将全面取代电子雷管	10
图 14: 雅化地处四川雅安, 为中国民爆产业核心聚集地之一	11
图 15: 川藏线核心路段雅林段开工, 雅化区位优势尽显	11
图 16: 雅化电子雷管产能 20 年排名全国第二	12
图 17: 电池厂 CR6 格局逐渐明朗, 但锂盐厂的 CR6 仍在激烈竞争	13
图 18: 欧美电池厂将陆续投产	14
表 1: 各国碳中和政策指引政策利好新能源市场	6
表 2: SUV 和皮卡单车带电量为传统车型的 2-3 倍, 有望带动氢氧化锂需求	7
表 3: 23 年底公司氢氧化锂产能有望提升至 8.3 万吨	8
表 4: 雅化现有包销权 37.5 万吨	8
表 5: 公司现拥权益资源量 48.4 万吨 LCE, 远期在澳布局有望持续提升自有资源	9
表 6: 我国各氢氧化锂企业技术指标比较	12
表 7: 盈利预测核心假设	15
表 8: 可比公司估值	15

1. 民爆为盾，锂业为矛，雅化双主业布局进行时

1.1. 始于民爆，终于锂盐，雅化现已形成双主业布局

雅化始于民爆业务，2013 年涉足锂产业，形成双主业驱动。雅化创立于 1952 年，于 2010 年深交所上市。目前形成民爆+锂盐业务双主业布局。其中民爆业务专注于各类民用爆炸物品的研发、生产与销售，为客户特定的工程爆破方案，并拥有专业的运输公司，可为客户提供安全、快捷的危险品运输服务。锂业务目前有锂盐产能 4.3 万吨，远期计划扩产雅安二期 5 万吨氢氧化锂和 1.1 万吨氯化锂，锂盐总产能有望在 2025 年突破 10 万大关。

回顾雅化历史，大致可分为三大阶段：

1) 成立-上市：民爆为核，通过收购兼并其他民爆企业进行扩张。2003 年，雅化收购绵阳实业，布局工业雷管和工业索类产品的生产与销售；2005 年 1 月公司收购三台化工，补足工业炸药领域的空白；同年 8 月，公司收购雅化旺苍扩大工业炸药的布局的同时设立雅化运输，为客户提供运输服务。2009 年，公司通过增资雅化运输扩大其经营规模。

2) 上市-2013 年，“走出去”收购海外民爆项目，积累全球布局经验。2013 年收购新西兰红牛公司为雅化集团拓展海外矿山爆破一体化业务，承接国际市场民爆产品的生产以及电子雷管等起爆器材出消化，形成完整的锂行业产业链；2017 年公司进一步收购澳大利亚西科公司，扩大海外布局。

3) 2013 年-至今，入局锂盐加工，打造民爆+锂双主业布局。公司于 2013 年参股国理公司，其子公司德鑫矿业拥有李家沟矿山的开采权；14 年公司并购兴晟锂业，2020 年底雅安一期工厂完成建设。自此，雅化已完成民爆+锂盐双主业布局，随着新能源车产业持续高景气，

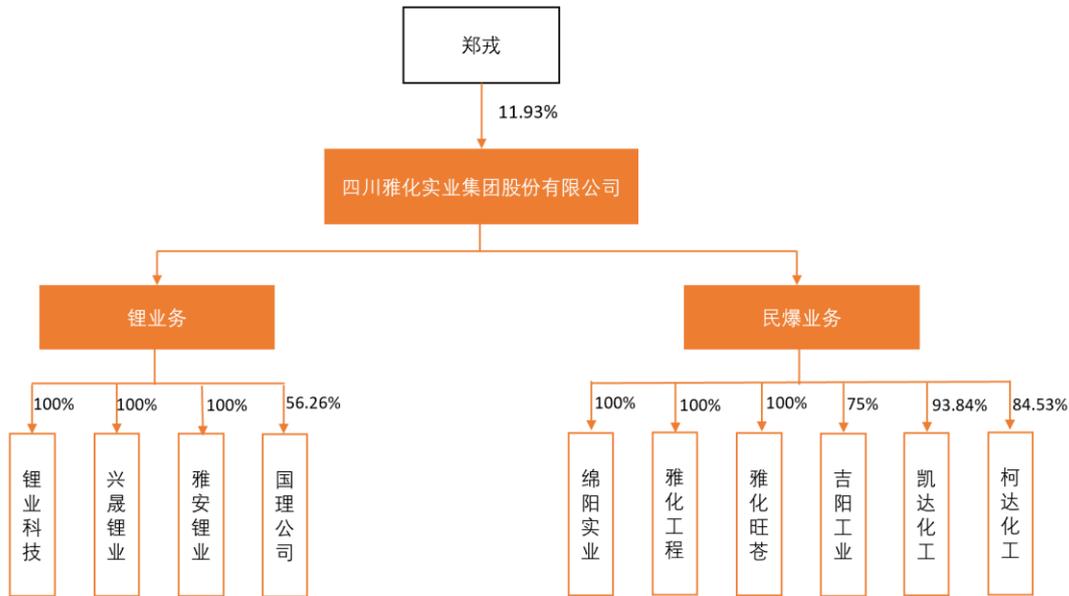
图 1：民爆与锂业的双主业驱动



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

雅化集团实控人为郑戎，持股 11.93%。自 2001 年以来，郑戎持续担任雅化集团董事长职务。截至公司 2021 第三季度报告，公司控股股东兼董事长郑戎持有公司股权 11.93%。雅化子公司众多，主要分为锂盐板块和民爆板块。锂盐产业主要分为锂业科技、雅安锂业、四川国理（阿坝中晟）和兴晟锂业 4 家业务公司。民爆业务现有 20 余个爆破公司，拥有 13 个现场混装炸药生产点，其中公司通过并购整合，已拥有新西兰红牛公司、澳洲西科公司、等 6 家海外公司。

图 2：郑戎为公司实际控制人



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

股权激励草案披露，有望带动公司高管积极性。雅化集团计划通过回购二级市场股份以 14.39 元/股价格授予 14 名公司高管及子公司负责人合计 1204 万股，占公司总股本额 1.04%。授予股权将分两年解除禁售，每期解除禁售比例均为 50%，其中：第一禁售期考核标准为：21-22 年合计两年锂业务总营收不低于 50 亿元。第二禁售期考核标准为：21-23 年合计三年锂业务总营收不低于 100 亿元。**本次股权激励雅化重点对锂板块运营管理、锂盐销售、技术安全三方管理人员进行激励：**运营管理端激励雅化两大生产线雅安锂业+四川国理分管总经理/副总经理牟科向、董兴旺、胡诗为三位。锂盐销售端激励锂业科技总经理周坚琦、技术安全端激励分管雅安二期建设总负责人岳小奇。同时，以目前 45 万+锂价来看，我们认为完成禁售期三年锂业务营收超百亿目标相对容易，股权激励有望带动公司锂板块各业务线负责人积极性。

1.2. 民爆业务平稳发展，锂盐业务有望接棒成为公司盈利主力

锂盐业务有望接棒成为公司盈利主力。公司现由民爆和锂盐双业务模式共同运行发展。近年来，民爆业务为公司的主要收入来源，为公司提供稳定现金流。2020 年，民爆业务的主营收入达 24.9 亿元，占总收入的 76.62%，毛利润占比 89.81%，毛利率为 36%；而 2019 年以来锂盐业务受锂盐产品价格走低影响，进一步侵蚀毛利，占比仅达 8.8%，导致公司锂业务营收同比下降 18%。然而，随着 2020 年底锂价触底反弹，2021 年 H1 锂盐业务营收大幅上涨至 8.36 亿元，毛利润占比和毛利率分别上升至 34.5%和 44%，**未来锂盐业务有望超越民爆业务成为公司盈利主力。**

图 3：锂盐业务逐步成为营收主力（亿元）



资料来源：WIND，公司 2021 年半年报，天风证券研究所

图 4：公司净利随着锂盐业务逐步提升（亿元）



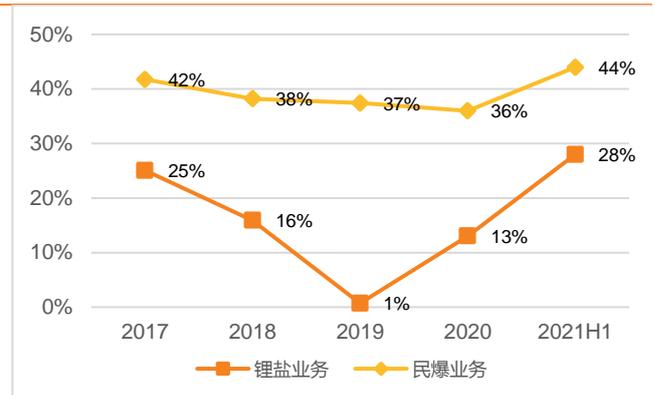
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：2017-2021 年 H1 主营业务毛利润构成 (%)

图 6：公司民爆+锂盐业务毛利 21 年 H1 均同比显著提升



资料来源: WIND, 公司 2021 年半年报, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 公司 2021 年半年报, 天风证券研究所

2. 消费+政策双驱动，不可忽视的氢氧化锂需求

2.1. 消费+政策双驱动，锂盐需求持续高增

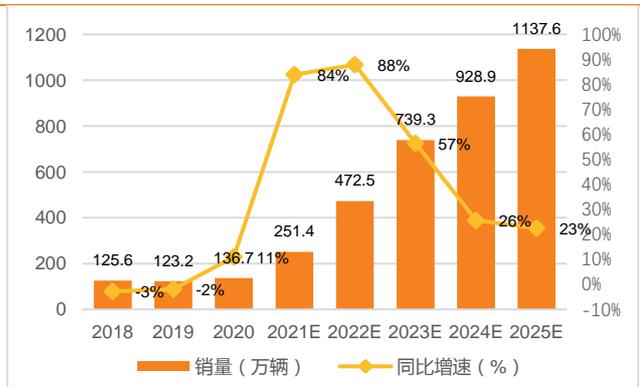
全球新能源政策消费双驱动，拉动锂盐需求增长。中、美、欧今年均提出长周期碳中和目标，同时进一步给出新能源车渗透率指引 1) 中国 2025 年实现新能源车渗透率 20%。中国国务院提出我国 2025 年新能源渗透率达 20%；2) 欧洲 2035 年实现新能源车渗透率 100%。欧盟委员会提出 2030 年欧盟温室气体净排放量同比 1990 年下降 55%，2035 年欧盟地区实现新能源车全电动化；3) 美国 2030 年实现新能源车渗透率 50%。美拜登政府提出温室气体排放环比 2005 年下降 50%，新能源车渗透率达 50%。拜登在《建设美好未来法案》中提出 1.75 万亿美元新能源汽车购买补贴，刺激新能源消费市场，《法案》虽短期受阻，但若 22 年法案能实现落地，美有望成为 22 年全球新能源车显著增量点。截至 2020 年 12 月，中国新能源汽车销量逐渐回增，达 136.7 万辆，同比上涨 11%，国内渗透率为 5%。在政策和消费的双重驱动下，根据亿欧智库统计，2025 年销量达 1137.6 万辆，国内新能源汽车渗透率将达 37%。

表 1: 各国碳中和政策指引政策利好新能源市场

国家	碳中和&新能源车政策
中国	中国国务院提出我国 2025 年新能源汽车渗透率达 20%
欧洲	欧盟委员会提出 2030 年欧盟温室气体净排放量同比 1990 年下降 55%，2035 年欧盟地区实现新能源车全电动化
美国	美拜登政府提出温室气体排放环比 2005 年下降 50%，新能源车渗透率达 50%

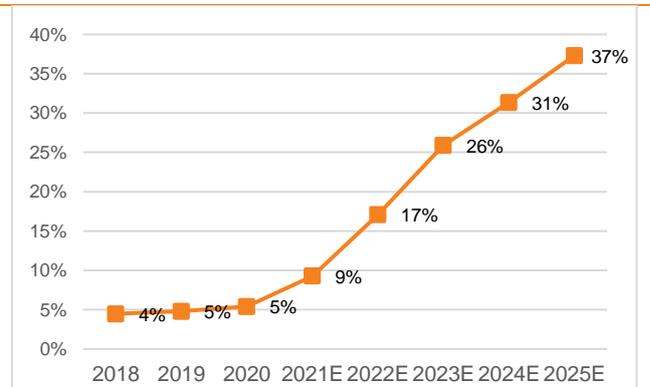
资料来源: 中国政府网, 欧盟官网, 白宫官网, 天风证券研究所

图 7: 至 25 年中国新能源车销量有望提升至 1137.6 万辆



资料来源: 亿欧智库, 天风证券研究所

图 8: 预计 2025 年中国新能源汽车渗透率达 37%



资料来源: 亿欧智库, 天风证券研究所

2.2. 铁锂短期仍为市场主流，但不可忽视氢氧化锂新增需求

市场的担忧: 铁锂需求在 21 年电池无模组化进程中持续走好，而头部锂盐早期均押注高镍三元电池路径选择大范围布局氢氧化锂，22-23 年氢氧化锂出现供给过剩为市场主流担忧。但我们认为:

铁锂无模组化提升能量密度，凭借成本优势短期被车企青睐名正言顺。磷酸铁锂装机量从 2021 年 1 月至 10 月累计 53.2GWh，占总装车量 49.5%，成为目前动力电池市场主流选择。我们认为铁锂强劲趋势主要归因于：1) 大厂推出无模组化短期内有效提高电池能量密度。随着宁德时代的 CTP 和比亚迪刀片电池技术创新结构的研发，铁锂的能量密度得到进一步提升。2) 铁锂成本相对占优，补贴退坡下消费者对成本更加敏感。近两年国内新能源汽车财政补贴大幅退坡后，下游电车消费者对电池成本愈加敏感，磷酸铁锂成本显著低于三元锂电池，短期内获得消费者青睐。

预计明年磷酸铁锂仍火热，但受制于海外专利，氢氧化锂将保有需求基本盘。短期新能源车主流仍为铁锂，但正如我们报告《再入新能源车旺季，坚定看好上游锂板块配置价值》所言：磷酸铁锂走出海外的最大瓶颈来自魁北克的碳包覆专利（原 2023 年到期），而魁北克于近日进一步延期其碳包覆专利至 2025 年。海外头部电池厂如 LG、SKI 等虽均宣布入局磷酸铁锂，但受制于专利时间的延长，三元仍为海外电池厂主流选择，氢氧化锂将保有需求基本盘。

同时，从短中长期三大维度考量，氢氧化锂需求的增量需求仍值得期待：

短期看：22 年美国新能源市场或为主力增长点，电动 SUV 和皮卡将显著带动明年高镍三元电池需求。特斯拉 Cybertruck 将于 2022 年正式交付，福特 F150 EV、RIVIAN 等畅销车型也将陆续于 22 年推出。由于 SUV 和皮卡车型单车重量大，带电量为传统车型的 2-3 倍，适配于更高能量密度的高镍三元电池，福特 F150 EV 更是启用全球首款 9 系高镍电池。因此，由美国热销车型 SUV 和皮卡的全面放量将有望带动氢氧化锂需求全面提升。

表 2：SUV 和皮卡单车带电量为传统车型的 2-3 倍，有望带动氢氧化锂需求

车型	单车带电量	交付日期	电池生产厂商	车型图
Ford F150 Lightning	130kwh/180kwh	2022 年春	Ford 与 SKI 合资电池厂 BlueOvalSK	
Tesla Cybertruck	200kwh (E)	2022 年	自产/松下/LG/CATL	
RIVIAN R1S	135kwh	2022 年	SDI	
GMC Hummer EV 3x	178kwh	2022 年秋	GM 与 LG 的合资电池厂 Ultium Cells	

资料来源：Nextbigfuture、Electrek、evchargeplus 等新闻网站，天风证券研究所

中期来看：铁锂发展迅猛倒逼三元走向高镍化，高镍渗透率提升有望持续带动氢氧化锂需求。随着铁锂无模组化的推进，如国轩高科等企业铁锂电池包密度已突破 NCM523，直逼 NCM622。在生产成本无优势下，三元电池为追寻更高能量密度将加速高镍化进程。

从长期看：能量密度持续提升仍为产业趋势，固态电池突破有望带动氢氧化锂需求高增。21 年 11 月，国家工信部发布《锂离子电池行业规范条件（2021 年本）》（征求意见稿），提出能量型电池能量密度达到 180Wh/kg 的要求，而磷酸铁锂中能达到 180Wh/kg 的企业相比甚少，且受到理论比容量（170mAh/g）的限制。能量密度持续提升时在长期技术迭代下，传统电解液将由固态电解质替代，实现动力电池更高能量密度与高安全性并存，高镍三元电池将发挥高能量密度优势，有望达到 500Wh/kg。未来固态电池的研发投产有望进一步推动高镍三元电池市场。

3. 锂-深度绑定特斯拉，氢氧化锂龙头再起航

公司现有锂产能 4.3 万吨，未来公司预计扩产 5 万吨氢氧化锂和 1.1 万吨氯化锂，锂盐产能有望在 2025 年底突破 10 万吨。公司现有 4.3 万吨锂盐产能，其中氢氧化锂产能 3.3 万吨，计划 2025 年之前完成 5 万吨氢氧化锂和 1.1 万吨氯化锂的项目。项目将分两期进行，其中雅安二期 3 万吨氢氧化锂预计 2022 年底建成投产。在二期达产后，三期的 2 万吨氢氧化锂和 1.1 万吨氯化锂及其制品生产线启动建设，预计于 2025 年投产。

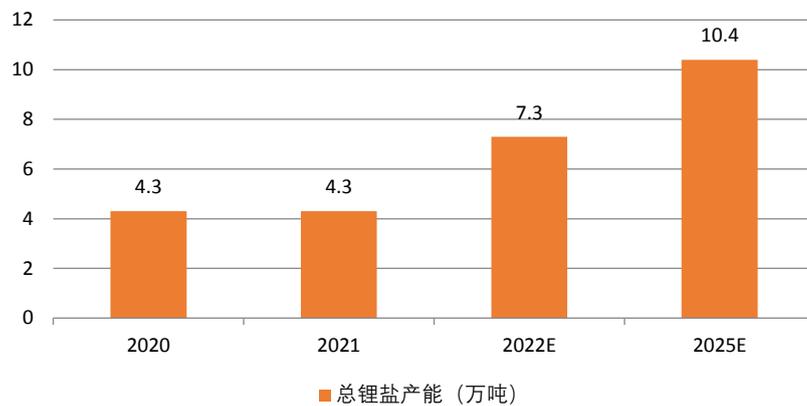
表 3：23 年底公司氢氧化锂产能有望提升至 8.3 万吨

雅化集团锂盐加工情况

单位：万吨	股权比例	碳酸锂产能	氢氧化锂产能	其他产能
四川国锂	56.26%	0.6	0.7	0.4 万吨其它锂产品
兴晟锂业	100%		0.6	
雅安一期	100%		2	
现有产能总计			3.3 万吨	
雅安二期（在建）			3	
雅安三期（规划）			2	1.1 万吨氯化锂
雅化总计		0.7	8.3	1.1 万吨氯化锂+0.4 万其它锂产品

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

图 9：以现有规划，雅化总锂盐产能有望于 25 年升至 10.4 万吨 LCE



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. 多维度布局澳矿，上游资源保障凸显战略优势

公司目前拥 37.5 万吨锂精矿的包销权。1) 与银河锂业签订不少于 12 万吨精矿包销。公司与银河锂业续签锂精矿包销协议至 2025 年。银河锂业每年根据雅化的生产需要提供不低于 12 万吨锂精矿供应，超出 12 万吨时，在同等条件下雅化有优先购买权。2) 与 Core 签订 7.5 万吨精矿包销。雅化与 Core 签署每年 7.5 万吨锂精矿的承购协议，CORE 的 Finnis 锂矿项目预计明年第四季度出矿。3) 可优先获取李家沟 18 万吨精矿采购权。公司参股的能投锂业拥有李家沟锂辉石矿采矿权，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旗下控股子公司国理公司的生产供应，预计在 2022 年下半年投产，每年约生产 18 万吨锂精矿。

表 4：雅化现有包销权 37.5 万吨

锂矿	锂精矿年产能 (万吨)	包销权
银河锂业	19.5-21	2021-2025 年每年包销不低于 12 万吨
CORE	17.3	投产后每年包销 7.5 万吨锂精矿
李家沟	18	优先供应由雅化控股的国理锂盐公司
东部铁业	-	-
EV 资源	-	EV 把生产的锂精矿 100%销售给雅化
包销权合计	37.5	

资料来源：赣锋锂业、天齐锂业、天华超净及盛新锂能公告整理，全景网，天风证券研究所

公司拥有权益资源量 48.4 万吨 LCE。短期来看，李家沟矿区与 Core 有望于 22 年释放产量：1) 公司现拥有李家沟锂矿 37.25% 的股权，李家沟矿区保资源量为 123.54 万吨 LCE，对应权益资源量为 46.02 万吨 LCE。2) 公司参股 CORE 公司 10.06% 的股权，截至 2021 年 7 月 26 日，Core 的 Finniss 锂矿项目预计共有 740 万吨矿石储量，氧化锂品位在 1.3%，折合成碳酸锂当量为 23.67 万吨，权益资源量约为 2.38 吨。长期来看，公司在澳已布局两大锂矿：1) 参股澳洲东部资源公司 5.01% 股权，公司已与东部铁业签署战略合作协议，将继续在锂矿资源开发方面进行合作。2) 参股澳洲 EV 资源公司 9.5% 股权，EV 公司拥有澳大利亚肖河锂锡钽项目及奥地利韦因贝尼项目和东阿尔卑斯山锂矿等锂资源项目，公司将与其共同开发上述资源项目。

表 5：公司现拥权益资源量 48.4 万吨 LCE，远期在澳布局有望持续提升自有资源

	项目资源量 (万吨)	权益资源量 (万吨)	锂精矿年产能 (万吨)
李家沟锂矿 (37.25%)	123.54	46.02	18
CORE (10.06%)	23.67	2.38	17.5
东部资源 (5.01)		初步勘探	
EV (9.5%)		初步勘探	
合计	147.21	48.40	

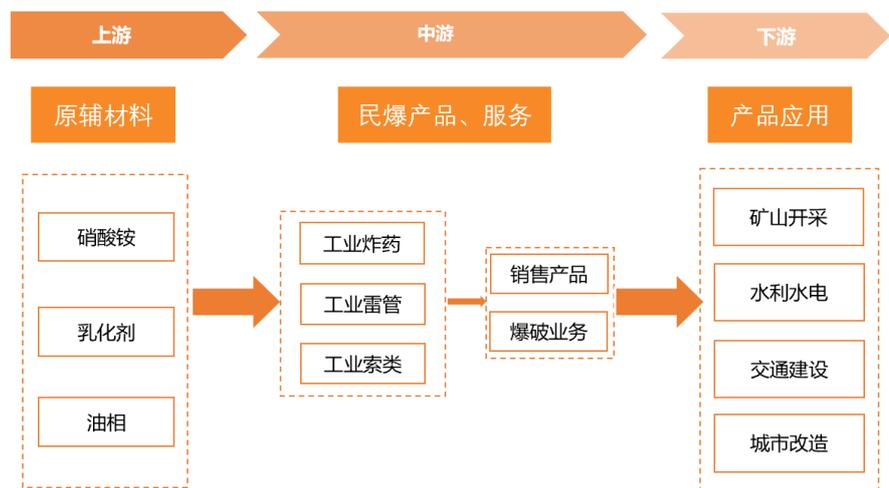
资料来源：银河锂业、四川能投锂业、CORE 及 EV 资源公司公告整理，天风证券研究所

4. 民爆-区位优势尽显，川藏线+电子雷管将成为 22 年民爆业务主力增长点

4.1. 民爆下游产品主要业务与国家基建业务密切相关

国家基建投资的力度直接影响民爆行业运行态势。民爆行业的上游主要为生产所需的硝酸铵、乳化剂、油相等原辅材料的供应行业，上述原辅材料的价格波动对民爆生产企业的利润会造成直接的影响；民爆行业下游产品应用主要有矿山开采、水利水电、交通建设、城市改造等。下游需求跟国家自上而下整体固定资产投资额密切相关。

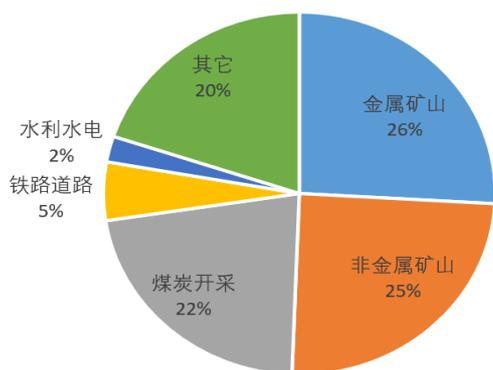
图 10：民爆下游产业与国家固定资产投资相关



资料来源：公司年报，天风证券研究所

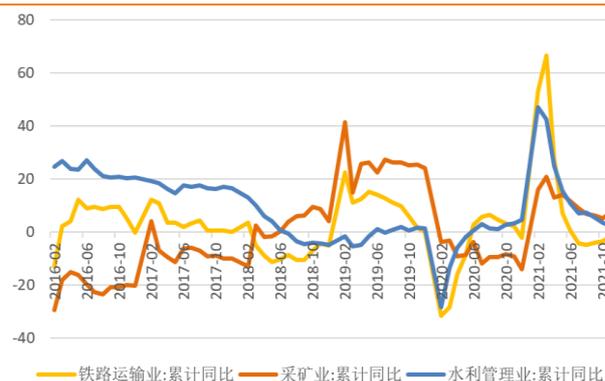
中央经济会议“适度超前开展基础设施投资”政策指引有望促进 22 年民爆行业整体需求提升。民爆行业下游主要与煤炭、金属和非金属矿山的开采相关，占工程炸药销售总量 70% 以上。采矿业固定资产投资完成额在今年上半年 1-6 月累计同比增长约 12%；下半年 7 月开始，采矿业的投资增速出现边际下滑，1-11 月的累计增长率回落至 7%。铁路运输业和水利管理投资完成额在 1-11 月累计同比增长分别为 -2% 和 2%。今年由于自然灾害频发，叠加疫情的多点散发，导致基建项目进展受阻。去年底，中央经济工作会议中提出“适度超前开展基础设施投资”的方针，预计在未来会促进民爆下游的需求。

图 11：民爆产业下游主要为金属、非金属矿山开采



资料来源：2020 民爆行业经济运行分析报告，天风证券研究所

图 12：“适度超前开展基础设施投资”有望驱动 22 年民爆需求



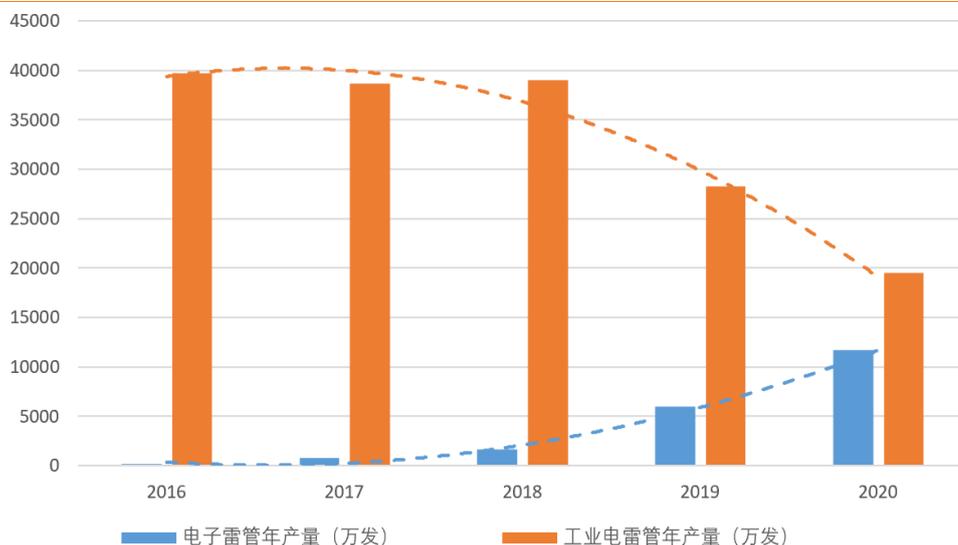
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 民爆产业有何特点？

民爆行业有具有周期性、季节性和区域性特点。1) 行业与宏观经济正相关。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。2) 每年一季度为民爆行业的淡季。由于北方地区冬季气候寒冷，部分户外爆破工程项目施工停止，对民爆物品需求降低；另外，春节期间民爆主管部门会出于安全管理的考虑强化安全生产、运输和使用环节的管理；同时叠加中国传统的风俗习惯，部分矿山开采和基建项目出现较长时间的停工，产销量相对较少。3) 民爆产品的高危性导致行业地域性较强。由于民爆产品具有高危性，若远距离运输，势必造成单位成本的急剧上升，因此民用爆炸物品大范围、远距离经营能力受到较大限制，造成了民爆行业较强的地域性。此外，由于自然资源和经济发展水平差异的原因，构成了我国民爆行业区域化特征的另一个方面，即中西部地区的民爆产品市场需求明显高于东部沿海地区。

民爆产业未来发展趋势有三：1) 产业集中度进一步提升，强者恒强。根据《关于推进民爆行业高质量发展的意见》，国家将重点培育业内的龙头企业与国际竞争。目前身处该行业的龙头企业将直接受益于该政策。2) 一体化趋势显著，民爆企业由生产转型爆破服务全流程。响应“十四五”规划中提及的积极推动科研、生产、爆破服务“一体化”的方针，民爆企业未来将开展并扩大爆破服务业务，产业链不断延伸。生产企业的炸药、雷管直供比连续 7 年增长。3) 23 年之前，电子雷管将全面取代工业电雷管。《“十四五”发展规划》中提出，至 2022 年底工业雷管需全面替换为数码电子雷管。2020 年电子雷管产量为 1.17 亿发，是 2016 年的 65 倍。而工业电雷管的产量由 2016 年的 3.97 亿发下降至 2020 年的 1.95 亿发，下降了 50.88%，雷管强制电子化为产业大势所趋。

图 13：2022 年底工业雷管将全面取代电子雷管

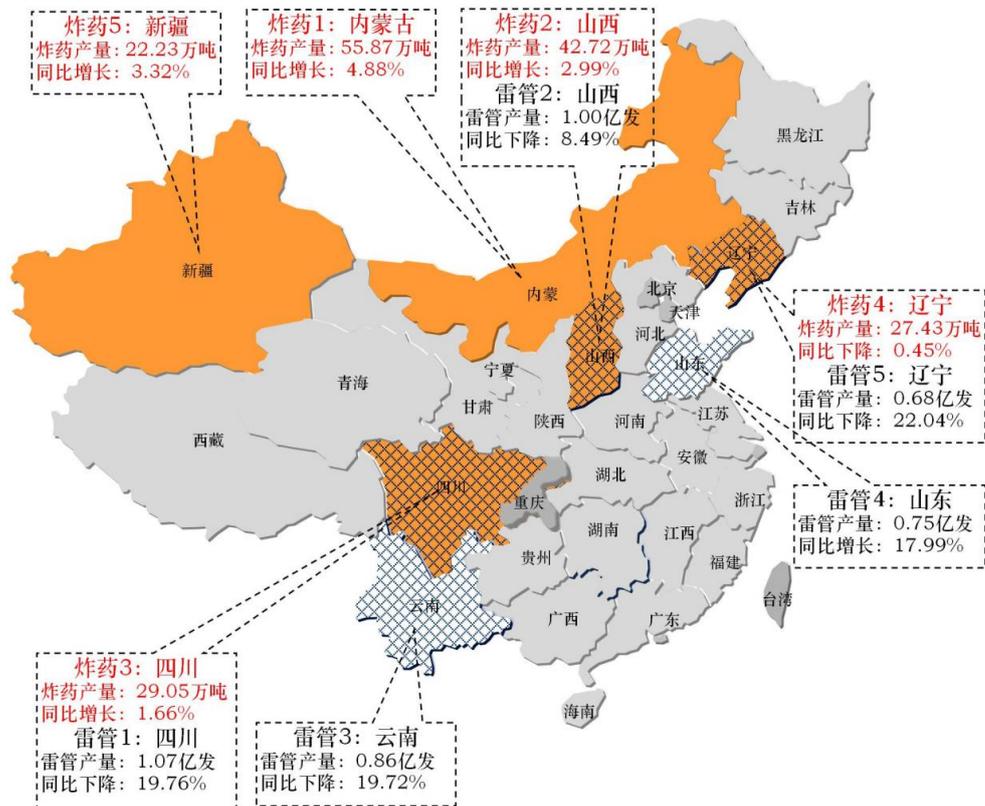


资料来源：2020 民爆行业经济运行分析报告，天风证券研究所

4.3. 为何我们看好雅化的民爆核心竞争力?

天然区位优势确保公司市占率。雅化地处四川雅安，四川省位于中国西南地区长江上游，拥有丰富的水利和矿产资源。目前四川炸药产量排名全国第三，工业雷管排名第一。公司民爆业务始于四川具有先发优势，再加上民爆严格的许可证审批制导致的行业高壁垒，确保了雅化在四川的龙头地位。公司通过前瞻布局，民爆业务范围目前覆盖四川全境、新疆、内蒙古，山西等 20 余个省、市、自治区，基本完成民爆需求旺盛区域产业布局。

图 14：雅化地处四川雅安，为中国民爆产业核心聚集地之一



资料来源：2020 民爆行业经济运行分析报告，天风证券研究所

川藏铁路核心路段 21 年底开工，雅化区位优势充分受益。川藏铁路即成都-拉萨铁路建设，拉萨-林芝段与成都-雅安段已经完成，剩余雅安-林芝段也已于 2021 年底全面开工建设。川藏铁路雅安至林芝段隧道线路总长约 800km，爆破断面平均按照 120m²/延米、炸药单耗量 1.0kg/m³计算炸药总用量约 9.6 万吨。而 12 月初新开工的新都桥至波密段全长 681 公里，大约需要炸药 8.2 万吨炸药。作为雅林段最大的四川大型民爆企业，2022 年雅化炸材及爆破服务需求均有望大幅提升，民爆业务或将保持稳定增长。

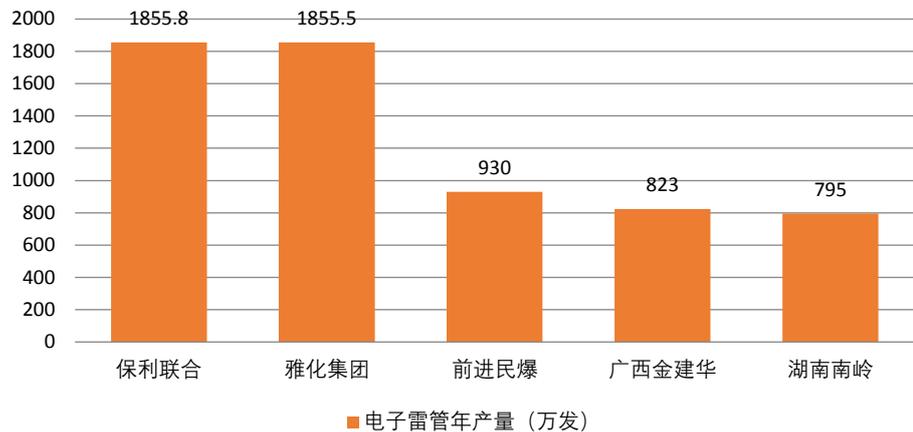
图 15：川藏线核心路段雅林段开工，雅化区位优势尽显



资料来源：RT 轨道交通公众号，路桥网，e 车轨道交通咨询，天风证券研究所

雅化电子雷管产能全国第二，将充分收益雷管电子化大浪潮。正如我们上文所提，《“十四五”发展规划》提出，全国工业雷管将于 22 年底强制更换为电子雷管。而根据 20 年民爆行业运行报告指出，雅化 20 年电子雷管生产量为 1855.5 万发，与第一名保利联合仅相差 0.3 万发，位列第二。21 年雅化成功收购吉阳公司，旗下年产 1000 万发电子雷管自动项目已成功于 2021 年 11 月顺利投产。雅化现有电子雷管产能有望超越保利联合，成为国内第一。我们认为，工业雷管电子化为民爆行业长期主线，雅化作为全国头部电子雷管生产企业，有望充分受益行业高景气。

图 16：雅化电子雷管产能 20 年排名全国第二



资料来源：2020 民爆行业经济运行分析报告，天风证券研究所

5. 为何我们坚定看好雅化远期氢氧化锂龙头地位？

诚然，短期锂矿短缺为氢氧化锂加工企业的核心制约，但我们认为在市场一味追求“有矿就好”的浪潮下，氢氧化锂加工企业的基因仍属制造业，对上游资源开发并不擅长。长周期下，氢氧化锂加工企业的 Capex 重心仍将放在产能扩展与技术提升方面，站在氢氧化锂加工产业发展的角度，我们认为远期氢氧化锂走产业趋势将分为二条主线：1) 氢氧化锂走向高精细化，拥 Know-how 壁垒且绑定下游产业链的氢氧化锂加工企业将享受溢价。2) 氢氧化锂加工将全球布局，强全球管理能力企业更胜一筹。

5.1. 趋势一：氢氧化锂走向高精细化，拥 Know-how 壁垒且绑定下游产业链独享溢价

氢氧化锂制备工艺 know-how 壁垒较高。电池级氢氧化锂制备工艺相对复杂，其核心壁垒主要集中在制备技术与杂质控制两大维度，而细数为三：1) 冷冻脱销工艺。氢氧化锂冷冻脱销环境复杂，属相平衡迁移过程，脱销工序分离十水硫酸钠和冷冻母液质量将直接影响后续工作负荷以及锂的直接收率。2) 金属与碳酸锂根杂质控制。氢氧化锂中金属离子含量高低直接影响锂电池循环寿命，而过高的碳酸根会在高镍三元材料的烧结温度下会分解不完全，导致碱性残留，进而影响三元材料的电化学性能。3) 磁性物质指标。磁性物质为下游最关键指标之一，过高的磁性物质会刺穿电池隔膜，导致电池短路，直接影响电池的安全性能。

表 6：我国各氢氧化锂企业技术指标比较

类别	技术指标	电池级氢氧化锂标准-D1	Livent	SQM	ALB	天齐锂业	赣锋锂业	雅化集团	盛新锂能
LiOH 纯度不小 于，%	-	56.5 ~ 57.5	56.5 ~ 58.5	≥56.7	≥56.5	57.0 ~ 57.8	≥56.5	≥56.5	56.5 ~ 57.5
	Na	0.005	0.005	0.01	0.008	0.005	0.003	0.005	0.003
	K	0.003	未披露	0.01	0.002	0.003	0.003	0.003	0.003

	Fe	0.0007	0.001	0.001	0.0008	0.0007	0.0008	0.0007	0.0008
杂质含量	Ca	0.002	0.005	0.007	0.02	0.001	0.005	0.005	0.005
不大于	Cl-	0.002	0.002	0.005	0.005	0.002	0.005	0.002	0.002
(质量分 数%)	SO42-	0.008	0.015	0.03	0.015	0.008	0.01	0.01	0.01
	CO32-	0.4	0.5	0.35	0.55	0.4	0.35	0.5	0.7
	酸不溶 物	0.005	0.01	0.008	0.003	0.005	0.005	0.005	0.005
磁性异物	-	50ppb	100ppb	100ppb	100ppb	80ppb	50ppb	未披露	

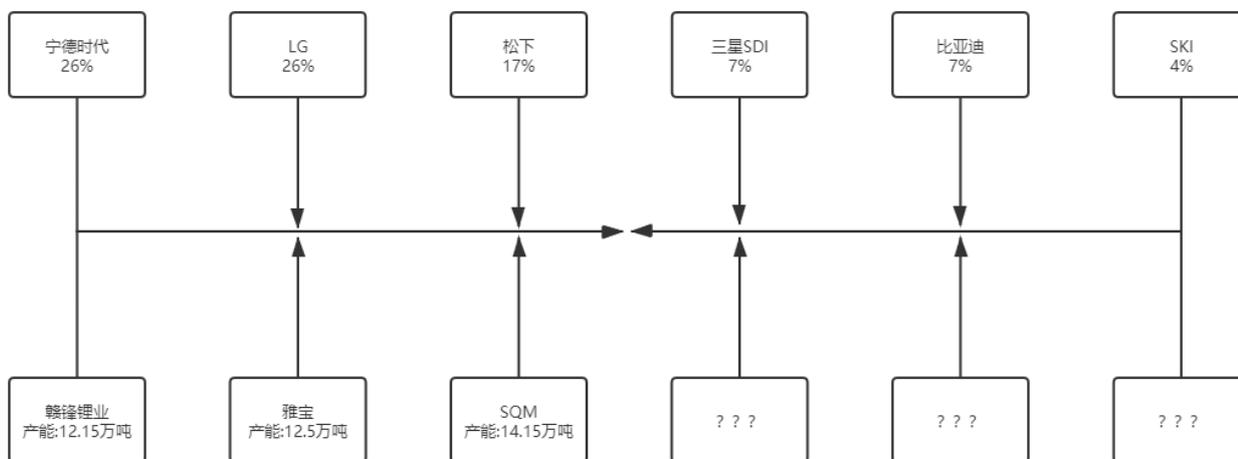
资料来源：荣汇锂业公司公告，天风证券研究所

四大门槛筛选，拥 know-how 壁垒的氢氧化锂企业远期将充分享受溢价。此轮市场对氢氧化锂加工企业的研判更多在于能否“收矿”落地，而并非企业自身强加工能力。而站在长周期的角度，**新能源产业发展基础是稳定的锂资源供应，“一矿难求”难为长期产业趋势，远期拥有 Know-how 壁垒的氢氧化锂加工企业理应享受溢价。**以此逻辑，我们选取四大门槛筛选氢氧化锂加工企业。

门槛 1：十万吨产能规模

电池厂 CR6 格局逐渐明朗，但锂盐厂的 CR6 仍在激烈竞争。下游电池厂竞争格局逐步清晰，在装机量及产能扩产规模上来看：宁德时代、LGC、松下已毫无疑问成为第一梯队，头部 CR3=69%。而比亚迪、SDI、SKI 也均实现装机量突破或与头部 OEM 厂完成深度绑定，稳固二线龙头地位。而站在锂盐厂角度而言，**除去头部雅宝、赣锋已完成全球资源布局/多客户绑定外，多数锂盐厂仍处于上游资源锁定期及产能快速扩张期，能否快速扩产达到 10 万吨产能规模以绑定下游主流电池/OEM 厂产业链，将成为入局的首要条件。**

图 17：电池厂 CR6 格局逐渐明朗，但锂盐厂的 CR6 仍在激烈竞争



资料来源：各公司公告，注：统计为现有产能，规划/在建产能并未统计，天风证券研究所

门槛 2：头部电池厂/OEM 厂认证

氢氧化锂要求严苛，车厂及电池厂认证为入门门槛。当下电池厂对氢氧化锂质量要求愈发严苛，无论是上文提及的各项参数指标，乃至锂盐厂钢结构建筑占比，基建土地中金属含量等细节均会影响到磁性物质参数，进一步波及氢氧化锂质量稳定性。在此基础上，**电池厂及 OEM 厂在采购产品前均会对锂盐厂进行长周期认证，能否通过多家电池厂或车厂考核，是成为头部氢氧化锂龙头的首要条件之一。**

门槛 3：高质量稳定供应产品

能否实现质量+产量双稳定供应，是下游最关心的问题。站在正极/电池厂维度考量，对原料供给需求无非有二，在锂价大幅波动下稳定的产品供应以及持续给出符合下游需求的高品质产品。**质量方面**，下游企业要求产品的长期一致性，这进一步要求锂盐厂的原料供应稳定（长期使用同一矿源）。**产量方面**，下游要求产品长期稳定供应，这对锂盐厂

管理能力提出较高要求，而如青海天气波动等客观因素导致产量不稳定的当地锂电，成为头部氢氧化锂难度将显著加大。

门槛 4：资源控制

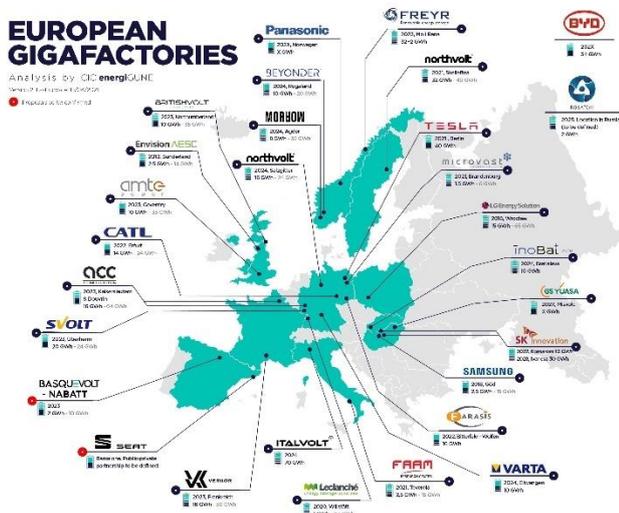
头部氢氧化锂企业将通过多种手段控制全球多类资源，以保障产品稳定生产。对资源的掌控是头部企业扩产的基本条件，全球多地掌握资源也可以进一步规避如去年四月智利封国黑天鹅事件等风险。

我们认为，长期供应高质量+稳定产量的氢氧化锂加工企业才能通过头部电池厂/OEM 厂认证，而考虑下游电池厂行业集中度持续提升，深度绑定下游产业链并远期跟随匹配大客户同步扩产的企业理应享受溢价。沿此逻辑，短期上游已经锁定银河资源、Core、李家沟等矿石资源，下游深度绑定特斯拉，同时积极扩产氢氧化锂产能的雅化集团值得深度关注。

5.2. 趋势二：氢氧化锂企业全球布局为产业大势，多属地管理能力强的企业更受一筹

远期氢氧化锂加工产业发展方向会偏向全球多地布局。细数国内现有氢氧化锂加工企业布局方向：总部位于苏州的天华超净，氢氧化锂产线落地宜宾以配套宁德产业集群。深耕中国的天齐锂业，布局澳大利亚奎纳纳氢氧化锂加工厂。头部氢氧化锂加工基地布局方向为：1) 依附于客户打造产业集群。2) 依附于资源建设海外锂盐厂。氢氧化锂加工隶属新能源产业中游，由于新能源产业在我国启动较早，客户集中于国内，短期国内氢氧化锂企业走出海外案例较少。但我们认为，随着全球锂盐产业规模壮大，以及欧美电池厂的陆续投产，国内氢氧化锂企业有望跟随其下游客户“走出去”全球布局，同时考虑氢氧化锂制备主原料目前仍为锂精矿，中资企业深入矿石资源的澳非地区布局氢氧化锂产线也可存可能。

图 18：欧美电池厂将陆续投产



资料来源：CIC energiGUNE，天风证券研究所

图 19：氢氧化锂企业跟随下游“走出去”全球布局或为大势



资料来源：CIC energiGUNE，天风证券研究所

多属地管理能力强的企业更胜一筹。在氢氧化锂远期有望走向高精度制造，产线布局有望“走出去”的论述下，能否拥有全球多属地管理能力将更值得关注。我们认为，雅化从四川单一民爆厂逐步发展为全球覆盖、旗下拥有新西兰红牛、雅化澳洲等子公司的全球民爆龙头足以彰显其全球多属地生产管理的能力。相比国内其余氢氧化锂布局聚焦于单一地段，雅化有望借助其深耕民爆多年的全球制造管理经验，实现全球高质量氢氧化锂生产运营。

6. 盈利预测

假设：(1) 2021-2023 年氢氧化锂价格为 14/35/30 万元/吨；(2) 2021-2023 年公司锂盐销量分别为 3.0/4.1/5.58 万吨；(3) 2021-2023 年锂精矿价格均为 890/3000/2500 美元/吨。预测公司 21-23 年锂板块毛利可达 18.4/63.6/74.1 亿元。

表 7：盈利预测核心假设

	2022E	2023E
碳酸锂/氢氧化锂价格 (万元)	35	30
锂盐总计销量 (万吨)	3.6	5.58
锂精矿成本 (美元)	3000	2500
锂板块总营收 (亿元)	126.99	148.14
锂板块总成本 (亿元)	63.35	74.06
锂板块总毛利 (亿元)	63.65	74.07
民爆板块总营收 (亿元)	24.74	24.74
民爆板块总成本 (亿元)	15.84	15.84
民爆板块总毛利 (亿元)	8.90	8.90
总营收 (亿元)	151.73	174.39
总成本 (亿元)	79.19	98.18
总毛利 (亿元)	72.55	76.2

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们选择盛新锂能，天华超净，赣锋锂业，中矿资源作为可比公司，考虑雅安扩建，我们预测公司 2022-2023 年归母净利润分别为 40.52/49.78 亿，对应 PE 10X/8X。参考 Wind 一致预期平均 PE24.5X，考虑锂价目前处于高位波动较大，给予 22 年 15X，对应股价 52.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

公司名称	股票代码	可比估值			
		2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
盛新锂能	002240.SZ	-309	57	31	24.44
天华超净	300390.SZ	219	165	18	12
赣锋锂业	002460.SZ	378	52	30	23.37
中矿资源	002738.SZ	53	59	19	14
雅化集团	002497.SZ	293	36	21	15

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

7. 风险提示

7.1. 疫情反复风险

当下全球新冠疫情仍处于爆发期，Omicron 等新型新冠变种传染性仍存在不确定性，存在全球疫情反复风险。

7.2. 新能源车销量不及预期风险

全球新冠肆虐，22 年中国新能源车补贴退坡，能否有更多消费者接受新能源车存在不确定性，全球新能源车销量存在不及预期风险。

7.3. 锂价下跌风险

若新能源车销量不及预期，碳酸锂供需关系发生改变，碳酸锂价格或将出现下跌风险影响对企业 EPS 的判断。

7.4. 股价异常波动风险

近期市场对锂价预期不一，存在股价异常波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	333.13	1,986.08	2,387.55	3,334.56	10,122.41
应收票据及应收账款	545.30	614.30	1,305.82	4,184.97	2,170.23
预付账款	30.57	82.41	40.04	292.69	62.30
存货	408.70	451.86	935.01	2,125.81	1,487.45
其他	543.28	484.93	663.14	1,191.57	791.72
流动资产合计	1,860.97	3,619.58	5,331.56	11,129.60	14,634.12
长期股权投资	647.05	686.17	686.17	686.17	686.17
固定资产	941.85	1,396.62	1,230.02	1,063.42	896.81
在建工程	562.28	47.15	47.15	47.15	47.15
无形资产	561.63	541.29	522.07	502.84	483.61
其他	644.20	614.79	618.95	613.37	612.66
非流动资产合计	3,357.02	3,286.02	3,104.35	2,912.94	2,726.41
资产总计	5,217.99	6,956.56	8,435.91	14,042.54	17,360.52
短期借款	252.92	134.93	63.20	31.60	15.80
应付票据及应付账款	329.56	473.97	520.98	1,989.22	783.94
其他	338.19	350.72	501.33	881.49	633.33
流动负债合计	920.67	959.63	1,085.51	2,902.31	1,433.07
长期借款	320.46	81.46	146.16	116.93	93.54
应付债券	668.48	196.08	432.28	314.18	373.23
其他	150.93	226.68	188.80	207.74	198.27
非流动负债合计	1,139.87	504.22	767.24	638.85	665.05
负债合计	2,060.54	1,514.12	1,852.75	3,541.16	2,098.11
少数股东权益	326.44	311.69	368.74	616.64	922.66
股本	958.71	1,128.81	1,152.56	1,152.56	1,152.56
资本公积	455.36	2,359.75	2,569.15	2,569.15	2,569.15
留存收益	1,305.93	1,614.86	2,423.53	6,114.77	10,559.32
其他	111.01	27.34	69.18	48.26	58.72
股东权益合计	3,157.45	5,442.44	6,583.16	10,501.38	15,262.41
负债和股东权益总计	5,217.99	6,956.56	8,435.91	14,042.54	17,360.52

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	76.73	344.50	924.54	4,052.18	4,978.21
折旧摊销	141.55	161.27	185.83	185.83	185.83
财务费用	71.56	47.65	8.54	6.44	(1.06)
投资损失	(28.68)	(33.06)	(57.95)	(46.36)	(37.09)
营运资金变动	(352.21)	(35.48)	(1,082.66)	(3,013.90)	1,839.03
其它	377.15	44.40	65.23	240.56	358.55
经营活动现金流	286.09	529.29	43.53	1,424.75	7,323.46
资本支出	584.63	18.00	37.88	(18.94)	9.47
长期投资	77.42	39.12	0.00	0.00	0.00
其他	(1,002.71)	(36.17)	(43.09)	128.47	(3.96)
投资活动现金流	(340.66)	20.95	(5.22)	109.53	5.50
债权融资	175.67	(861.68)	212.22	(181.17)	18.82
股权融资	93.36	1,973.71	150.94	(406.10)	(559.94)
其他	(125.92)	(45.24)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	143.10	1,066.79	363.16	(587.27)	(541.11)
汇率变动影响	0.00	0.00	4.99	1.66	2.22
现金净增加额	88.54	1,617.02	406.46	948.67	6,790.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,196.74	3,250.16	5,232.55	15,173.35	17,439.48
营业成本	2,321.28	2,246.87	3,272.53	7,587.62	8,736.25
营业税金及附加	24.31	23.32	38.20	108.86	125.12
营业费用	119.98	78.23	112.50	348.99	313.91
管理费用	374.43	358.47	544.19	1,673.54	1,831.15
研发费用	73.58	66.03	88.95	303.47	313.91
财务费用	79.00	49.11	8.54	6.44	(1.06)
资产减值损失	(265.81)	(56.36)	(57.24)	(57.07)	(39.85)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	(31.58)	15.79
投资净收益	28.68	33.06	62.94	48.02	39.31
其他	292.51	16.14	0.00	0.00	0.00
营业利润	148.78	435.28	1,173.34	5,103.80	6,135.45
营业外收入	9.57	4.90	7.24	6.07	6.65
营业外支出	17.01	15.16	29.68	22.42	26.05
利润总额	141.35	425.02	1,150.89	5,087.45	6,116.05
所得税	64.62	80.51	161.13	763.12	795.09
净利润	76.73	344.50	989.77	4,324.33	5,320.97
少数股东损益	5.05	20.66	65.23	272.15	342.76
归属于母公司净利润	71.68	323.84	924.54	4,052.18	4,978.21
每股收益(元)	0.06	0.28	0.80	3.52	4.32

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	4.24%	1.67%	60.99%	189.98%	14.94%
营业利润	-47.13%	192.57%	169.56%	334.98%	20.21%
归属于母公司净利润	-60.91%	351.79%	185.49%	338.29%	22.85%
获利能力					
毛利率	27.39%	30.87%	37.46%	49.99%	49.91%
净利率	2.24%	9.96%	17.67%	26.71%	28.55%
ROE	2.53%	6.31%	14.88%	40.99%	34.72%
ROIC	3.55%	10.48%	27.49%	94.64%	71.89%
偿债能力					
资产负债率	39.49%	21.77%	21.96%	25.22%	12.09%
净负债率	31.46%	-27.05%	-25.11%	-26.42%	-62.54%
流动比率	2.02	3.63	4.91	3.83	10.21
速动比率	1.58	3.19	4.05	3.10	9.17
营运能力					
应收账款周转率	5.30	5.61	5.45	5.53	5.49
存货周转率	5.93	7.55	7.55	9.91	9.65
总资产周转率	0.64	0.53	0.68	1.35	1.11
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.28	0.80	3.52	4.32
每股经营现金流	0.25	0.46	0.04	1.24	6.35
每股净资产	2.46	4.45	5.39	8.58	12.44
估值比率					
市盈率	566.31	125.35	43.91	10.02	8.15
市净率	14.34	7.91	6.53	4.11	2.83
EV/EBITDA	10.66	30.15	26.96	7.09	4.96
EV/EBIT	12.98	37.94	30.94	7.34	5.11

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com