

2022年04月23日

雅化集团 (002497.SZ)

## 锂产品量价齐增助推业绩大涨，供货4680 冶炼产能或持续释放

■事件：(1) 公司发布 2021 年度报告，2021 年营业收入 52.41 亿元、同比增长 61.26%，其中 2021Q4 营业收入 17.95 亿元，同比增长 73.05%、环比增长 35.87%。2021 年归母净利润 9.37 亿元、同比增长 189.22%，其中 2021Q4 归母净利润 3.04 亿元，同比增长 134.22%、环比增长 0.67%。2021 年扣非归母净利润 9.19 亿元、同比增长 207.1%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 3.07 亿元，同比增长 154.65%、环比增长 3.92%。(2) 公司发布 2022Q1 季报，2022Q1 营业收入 26.6 亿元，同比增长 210.22%、环比增长 48.14%。2022Q1 归母净利润 10.22 亿元，同比增长 1210.02%、环比增长 235.88%。2021 年扣非归母净利润 10.15 亿元，同比增长 1301.02%、环比增长 230.49%。

■锂行业、民爆行业贡献主要毛利。2021 年锂行业、民爆行业营收分别为 24.66 亿元、26.54 亿元，同比依次增加 265.9%、6.6%，占总营收比例依次为 47.1%、50.6%。2021 年锂行业、民爆行业毛利分别为 10.44 亿元、7.8 亿元，同比依次变动+1089.4%、-12.9%，占总毛利比例依次为 56.7%、42.3%。

■锂业务量价齐升，助推业绩释放。(1) 量：2021 年公司已有碳酸锂产能 0.6 万吨/年，氢氧化锂产能 3.3 万吨/年，全年实现锂产品产量 27330 吨，同比增长 149.69%；锂产品销量 29136 吨，同比增长 66.82%。(2) 价：公司锂盐产品均价为 8.46 万元/吨 (2021 年 SMM 电碳及电氢不含税均价分别为 10.7/10.1 万元/吨)，同比增加 119.4%；单吨毛利为 3.58 万元/吨，同比增加 613%。(3) 成本：单吨锂盐成本约 4.88 万元/吨，其中材料成本 3.93 万元/吨，折算到锂精矿上 (折算比例 8:1，汇率 6.5) 则单吨精矿成本约 756 美元/吨 (2021 年 SMM 锂精矿 CIF 均价为 914 美元/吨)。

■民爆行业产能规模可观，受益于电子雷管渗透率持续提升，工业起爆器材项目业绩表现良好。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 2.04 亿余发 (据中爆协，公司电子雷管产能约 5400 万发，2021 年电子雷管产销量均位列全国第一)、工业导爆索和塑料导爆管许可产能 1.15 亿米，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。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，2021 年该项目收入、成本、毛利依次为 6.34 亿元、3.22 亿元、3.11 亿元，占民爆行业相应项目比例依次为 23.9%、17.2%、39.9%，毛利占比同比提升 19.8pct。

■公司看好锂行业长景气周期，资源保障体系具备成长性。短期来看，据公司公告，主要有 Mt Cattlin 12 万吨/年包销量，以及参股锂矿李家沟、Mt Finnis 将于今年陆续投产。中长期来看，目前公司已与东部资源成立合资企业，共同开发 Trigg Hill 锂钽项目，接连参股 EV 资源公司、ABY 公司、拟战投参股 Oceana、拟参股超锂公司并现金收购福根

## 公司动态分析

证券研究报告

民爆用品

投资评级 **增持-A**

维持评级

6 个月目标价：**42 元**  
股价 (2022-04-22) **27.29 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	31,453.43
流通市值 (百万元)	28,551.36
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	18.54/44.21 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.34	36.94	74.03
绝对收益	-10.22	16.5	55.97

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002  
leihh@essence.com.cn  
021-35082719

覃晶晶

报告联系人

qinjj1@essence.com.cn

### 相关报告

雅化集团：首次控股锂矿项目，逐步兑现“成长性布局”/雷慧华	2022-04-18
雅化集团：拟参股 ABY 公司并包销 Kenticha 锂矿，持续强化资源端布局/雷慧华	2022-02-28
雅化集团：锂盐产能持续扩张，电子雷管渗透率有望提升/雷慧华	2022-02-18

湖及佐治亚湖锂矿项目控股权，公司参与到绿地锂项目开发中，未来或贡献可观锂原料。

■2025 年冶炼产能规划超 10 万吨，预计 2022 年氢氧化锂产能将达到 6.3 万吨，处于行业领先水平。据公司公告，公司现有 4.3 万吨锂盐产能（其中氢氧化锂产能 3.3 万吨，碳酸锂产能 0.6 万吨以及其他产能 0.4 万吨），公司于 2021 年正式启动了雅安锂业二期 3 万吨电池级氢氧化锂产线的建设，据公司公告，该生产线预计将于 2022 年底年底前建成投产；三期规划正在制定中，到 2025 年，预计公司锂盐产品综合产能将超过 10 万吨。

■公司系特斯拉 4680 电池的主要供应商，持续验证公司氢氧化锂产品质量优质，随着后者 4680 电池量产，合同履约或提速。2020 年 12 月 29 日，全资子公司雅安锂业与特斯拉签订电池级氢氧化锂供货合同，约定从 2021 年起至 2025 年，特斯拉向雅安锂业采购价值总计 6.3 亿美元~8.8 亿美元的电池级氢氧化锂产品，2021 年该合同已履行 2491 万元，待履行金额为 6.26-8.76 亿美元。4680 是或是锂电池未来重要发展方向，公司嵌入核心供应链，或具备先发优势，氢氧化锂产能或持续放量。

■公司作为龙头企业或持续受益于电子雷管渗透率提升。电子雷管市场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，或持续受益于电子雷管渗透率提升。2021 年雅化集团电子雷管产能约 5400 万发，另外产量 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。

■投资建议：我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 152.21、195.89、235.25 亿元，实现净利润 37.91、42.93、48.04 亿元，对应 EPS 分别为 3.29、3.72、4.15 元/股，目前股价对应 PE 为 8.3、7.3、6.6 倍。维持“增持-A”评级，6 个月目标价 42 元/股。

■风险提示：需求不及预期、项目进展不及预期、锂价大幅波动

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	3,250.2	5,241.3	15,221.3	19,588.9	23,524.7
净利润	323.8	936.6	3,790.9	4,293.1	4,803.5
每股收益(元)	0.28	0.81	3.29	3.72	4.15
每股净资产(元)	4.45	5.53	8.42	11.97	15.88

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	97.1	33.6	8.3	7.3	6.6
市净率(倍)	6.1	4.9	3.2	2.3	1.7
净利润率	10.0%	17.9%	24.9%	21.9%	20.4%
净资产收益率	6.3%	14.7%	39.1%	31.1%	26.1%
股息收益率	0.1%	0.0%	1.0%	0.6%	0.7%
ROIC	10.5%	27.4%	102.5%	63.6%	128.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 1. 事件：公司发布 2021 年年度报告及 2022Q1 季报

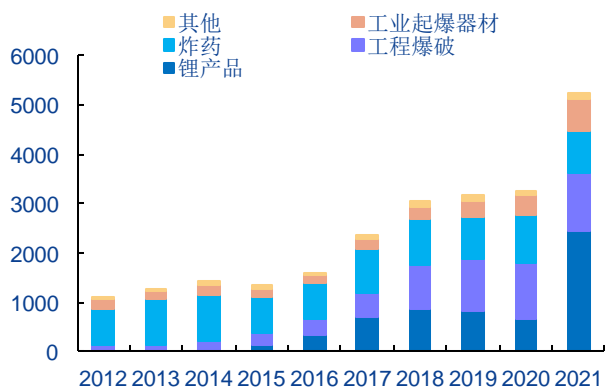
公司发布 2021 年年度报告，2021 年营业收入 52.41 亿元、同比增长 61.26%，其中 2021Q4 营业收入 17.95 亿元，同比增长 73.05%、环比增长 35.87%。2021 年归母净利润 9.37 亿元、同比增长 189.22%，其中 2021Q4 归母净利润 3.04 亿元，同比增长 134.22%、环比增长 0.67%。2021 年扣非归母净利润 9.19 亿元、同比增长 207.1%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 3.07 亿元，同比增长 154.65%、环比增长 3.92%。

公司发布 2022Q1 季报，2022Q1 营业收入 26.6 亿元，同比增长 210.22%、环比增长 48.14%，2021Q1 归母净利润 10.22 亿元，同比增长 1210.02%、环比增长 235.88%。2021 年扣非归母净利润 10.15 亿元，同比增长 1301.02%、环比增长 230.49%。

## 2. 公司经营情况分析

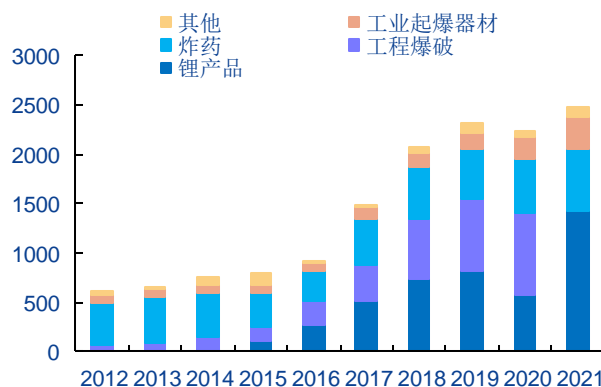
锂行业、民爆行业贡献主要毛利。2021 年锂行业、民爆行业营收分别为 24.66 亿元、26.54 亿元，同比依次增加 265.9%、6.6%，占总营收比例依次为 47.1%、50.6%。2021 年锂行业、民爆行业毛利分别为 10.44 亿元、7.8 亿元，同比依次变动+1089.4%、-12.9%，占总毛利比例依次为 56.7%、42.3%。

图 1：公司分产品营业收入（百万元）



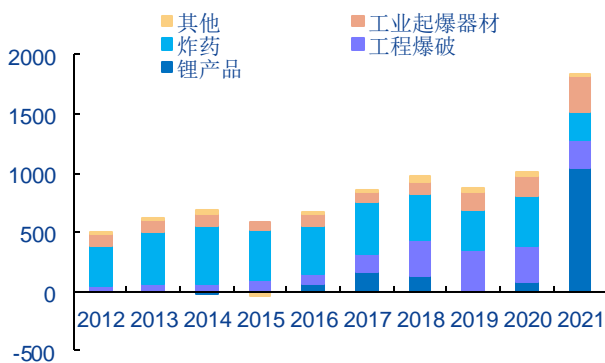
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：公司分产品营业成本（百万元）



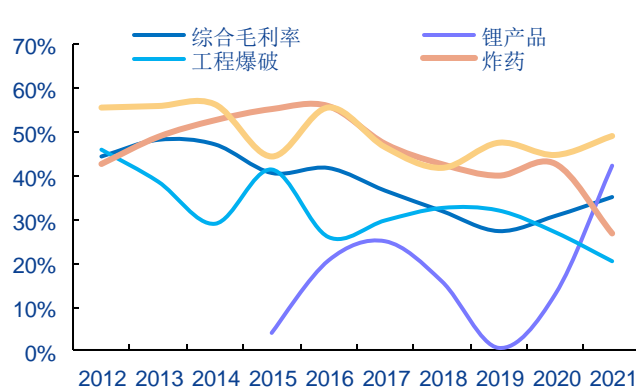
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：公司分产品毛利（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：公司各产品毛利率情况

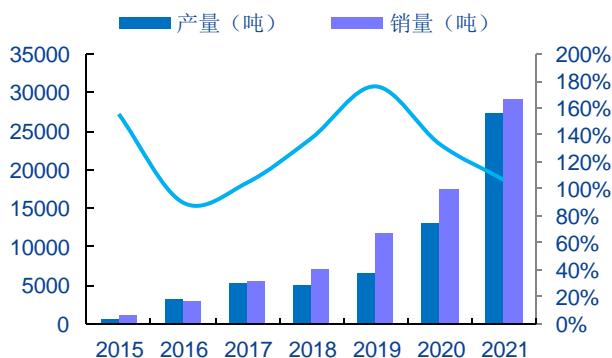


资料来源：wind，安信证券研究中心

锂业务量价齐升，助推业绩释放。(1) 量：据年报，2021 年公司已有碳酸锂产能 0.6 万吨/年，氢氧化锂产能 3.3 万吨/年，全年实现锂产品产量 27330 吨，同比增长 149.69%；锂产品销量 29136 吨，同比增长 66.82%。(2) 价：据年报，公司锂盐产品均价为 8.46 万元/吨（2021 年 SMM 电碳及电氢不含税均价分别为 10.7/10.1 万元/吨），同比增加 119.4%；单吨毛利为 3.58 万元/吨，同比增加 613%。(3) 成本：据年报，单吨锂盐成本约 4.88 万元/吨，

其中材料成本 3.93 万元/吨，折算到锂精矿上（折算比例 8:1，汇率 6.5）则单吨精矿成本约 756 美元/吨（2021 年 SMM 锂精矿 CIF 均价为 914 美元/吨）。

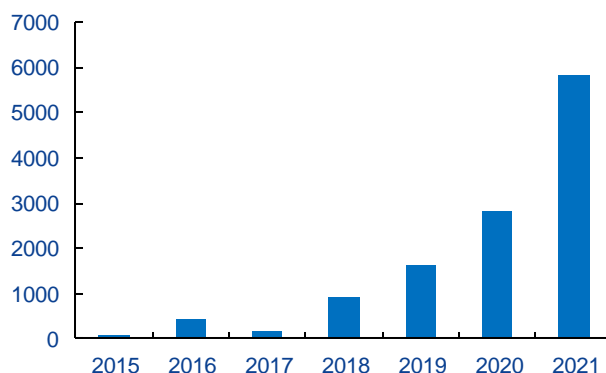
图 5：公司锂盐产品产销



资料来源：wind，安信证券研究中心

注：前期产销率过大或系存在部分代加工产品

图 6：公司锂盐产品库存（吨）



资料来源：wind，安信证券研究中心

民爆行业产能规模可观，受益于电子雷管渗透率持续提升，工业起爆器材项目业绩表现良好。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 2.04 亿余发（据中爆协，公司电子雷管产能约 5400 万发，2021 年电子雷管产销量均位列全国第一）、工业导爆索和塑料导爆管许可产能 1.15 亿米，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。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，2021 年该项目收入、成本、毛利依次为 6.34 亿元、3.22 亿元、3.12 亿元，占民爆行业相应项目比例依次为 23.9%、17.2%、39.9%，毛利占比同比提升 19.8pct。

表 1：公司民爆行业产能

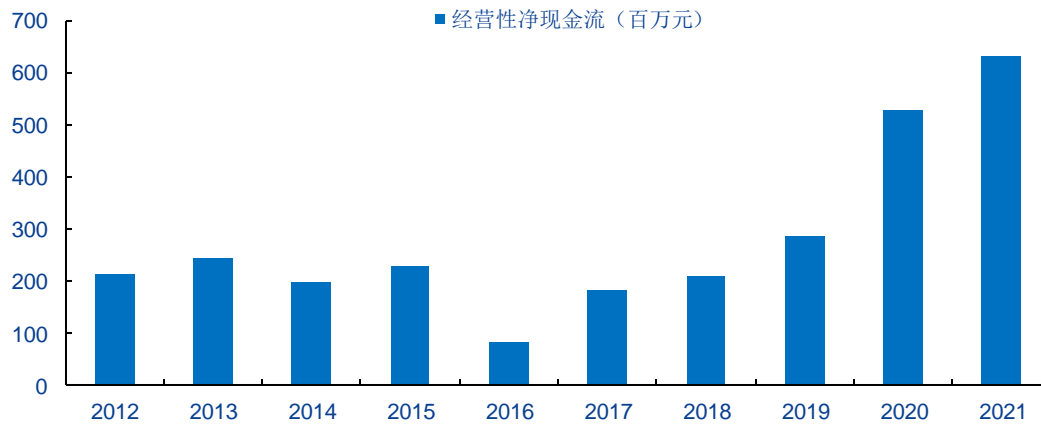
产品类别	许可产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
工业炸药	22.8 万吨	92.49%	0	无
工业雷管	20392 万发	40.20%	0	无
工业导爆索	1500 万米	100%	800 万米	正在建设中，预计 2022 年 10 月建成投产。
塑料导爆管	10000 万米	100.00%	0	无

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2021 年期间费用合计 6.02 亿元，占营收比例为 11.48%，同比下降 5.5pct。其中，销售费用 0.68 亿元，同比下降 12.54%。管理费用 4.09 亿元，同比增加 13.97%。财务费用 0.17 亿元，同比下降 66.2%，主要系公司财务费用较去年同期下降 66.20%，主要原因是 2021 年 3 月公司发行的可转债到期，不再支付债券利息，同时随着公司经营现金净流入的增加，归还了部分银行到期借款。研发费用 1.08 亿元，同比增加 63.89 亿元，主要系公司加大了锂产品研发工作，报告期内公司大力投入氢氧化锂除钙应用研发项目、盐湖提锂工艺研究项目等，或将继续提升公司产品质量、增加产品多样性以及为盐湖资源开发做好技术储备。

2021 年经营性现金流净额 6.31 亿元，维系高位。锂业务大幅放量，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。

图 7：经营性现金流维系高位



资料来源：wind，安信证券研究中心

### 3. 看点一：资源布局具备成长性

公司看好锂行业长景气周期，资源保障体系具备成长性。短期来看，据公司公告，主要有 Mt Cattlin 12 万吨/年包销量，以及参股锂矿李家沟、Mt Finnis 将于今年陆续投产。中长期来看，目前公司已与东部资源成立合资企业，共同开发 Trigg Hill 锂钽项目，接连参股 EV 资源公司、ABY 公司、拟战投参股 Oceana、拟参股超锂公司并现金收购福根湖及佐治亚湖锂矿项目控股权，公司参与到绿地锂项目开发中，未来或贡献可观锂原料。

表 2：公司锂原料保障 (单位：万吨)

矿山	合作模式	产能	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
李家沟	参股 28%	18	-	-	1	5.04	5.04	5.04
Mt Finnis	参股 4.76%、包销	17.5	-	-	1	7.5	7.5	7.5
Mt Cattlin	包销	22	12	12	12	12	12	12
ABY	参股 3.4%、包销	20				2	8	12
福根湖及佐治亚湖锂矿项目	控股 60%	20					4	10
精矿合计			12	12	14	26.54	36.54	46.54
折碳酸锂当量			1.5	1.5	1.75	3.32	4.57	5.82

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

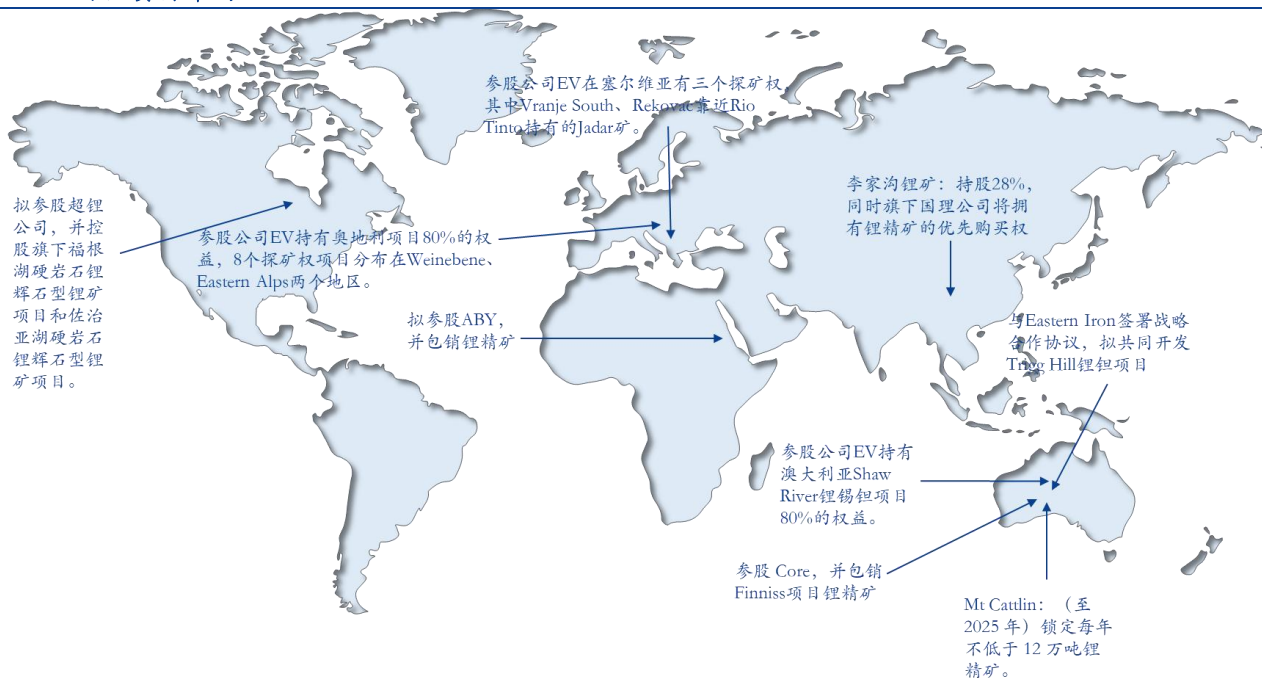
注：锂精矿碳酸锂比例 8:1

表 3：公司资源端布局详情

目标公司或矿山	包销、参股等合作事项
银河锂业	与银河锂业续签锂精矿包销协议至 2025 年，银河锂业每年提供不低于 12 万吨锂精矿供应。
李家沟锂矿	李家沟锂辉石矿优先供应权，公司参股 37.25% 的能投锂业拥有李家沟锂辉石矿采矿权，计划每年生产 18 万吨锂精矿，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。
Core	参股 Core 并签订锂精矿包销协议，Core 目前已开始进行矿山建设，预计将于 2022 年第四季度开始向公司供应锂精矿。
东部资源	参股东部资源 4.6% 股权，已签署战略合作协议，公司已与东部资源锁定锂矿标的，并将继续通过合资形式共同开发锂矿资源。
EV 资源	参股 EV 资源 9.5% 股权，EVR 公司拥有澳大利亚肖河锂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。
ABY	参股 ABY 公司 3.4% 股权，并包销 Kenticha 锂矿 (持有 51% 股权)，预计 2023 年二季度将开始每年为公司供应不低于 12 万吨的锂精矿
超锂公司	参股加拿大超锂公司 13.23% 的股权，并且收购旗下全资子公司 60% 的股权，控股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。根据初探结果，上述两个项目的氧化锂储量超过 20 万吨，首期将设计建设 20 万吨/年锂精矿采选厂，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
Oceana	拟战投 Oceana，Oceana 的主要资产是巴西 Solonopole、澳大利亚 Napperby 两个锂矿项目。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：公司锂资源布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4. 看点二：公司冶炼产能持续提升，2022 年氢氧化锂产能将新增 3 万吨

2025 年冶炼产能规划超 10 万吨，预计 2022 年氢氧化锂产能将达到 6.3 万吨，处于行业领先水平。据公司公告，公司现有 4.3 万吨锂盐产能（其中氢氧化锂产能 3.3 万吨，碳酸锂产能 0.6 万吨以及其他产能 0.4 万吨），公司于 2021 年正式启动了雅安锂业二期 3 万吨电池级氢氧化锂产线的建设，据公司公告，该生产线预计将于 2022 年底年底前建成投产；三期规划正在制定中，到 2025 年，预计公司锂盐产品综合产能将超过 10 万吨。

表 4：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
	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
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

#### 5. 看点三：供应特斯拉 4680 电池，具备先发优势

公司系特斯拉 4680 电池的主要供应商，持续验证公司氢氧化锂产品质量优质，随着后者 4680 电池量产，合同履约或提速。2020 年 12 月 29 日，全资子公司雅安锂业与特斯拉签订电池级氢氧化锂供货合同，约定从 2021 年起至 2025 年，特斯拉向雅安锂业采购价值总计 6.3 亿美元~8.8 亿美元的电池级氢氧化锂产品，2021 年该合同已履行 2491 万元，待履行金额

为 6.26-8.76 亿美元。

**4680 是或是锂电池未来重要发展方向，公司嵌入核心供应链，或具备先发优势，氢氧化锂产能或持续放量。**4680 电池具备高能量密度、高功率密度和成本优势，从需求端来看，特斯拉、松下、亿纬锂能、比克电池等都有 4680 电池量产计划。由于此前刀片电池及 CTC 技术已明显提升磷酸铁锂电池能量密度，4680 或主要用于三元电池，公司氢氧化锂产能处于领先水平，同时又嵌入特斯拉供应链，匹配下游量产节奏，公司冶炼产能释放可期。

表 5：车企及电池厂 4680 电池规划

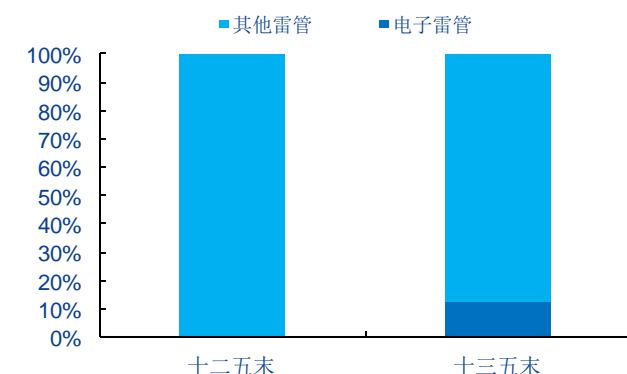
车企或电池厂	4680 电池规划
特斯拉	加州工厂百万个 4680 电池已下线，将于 2022H1 开始交付搭载 4680 电池的 Model Y
松下	2022H1 在日本开始试生产 4680 电池，2023 年进行量产
LG	将在韩国梧仓工厂扩建 4680 电池产能，计划 2022-2023 年量产
SDI	计划 2024 年实现量产
宁德时代	加快研发中
比克电池	计划于 2023 年量产
亿纬锂能	在荆门投产 20GWh 大圆柱电池产能项目，预计 2024 年可实现 4680 电池量产。

资料来源：GGII，各公司公告，安信证券研究中心

## 6. 看点四：公司作为龙头企业或持续受益于电子雷管渗透率提升

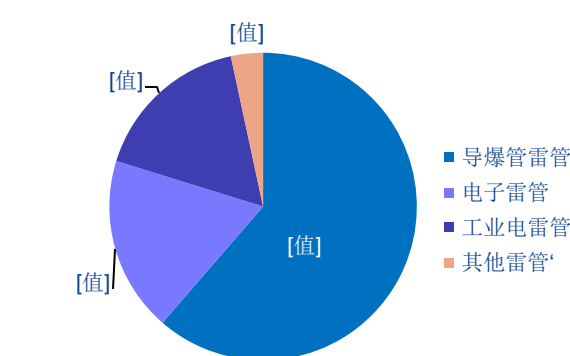
电子雷管作为“十四五”时期产品结构调整主要方向，产量或呈现增长趋势，渗透率持续提升。“十三五”期间电子雷管产量快速提升，2021 年电子雷管产量延续涨势，截至 2021 年，我国电子雷管产量为 1.64 亿发，占工业雷管产量比例达到 18.43%。

图 9：十三五期间电子雷管市场渗透率快速提升



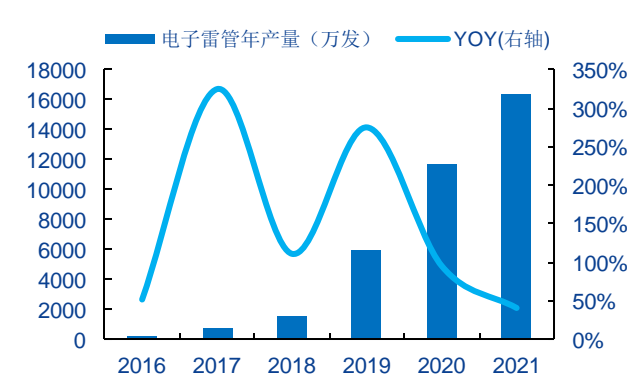
资料来源：中爆协，安信证券研究中心

图 10：2021 年雷管产品产量结构



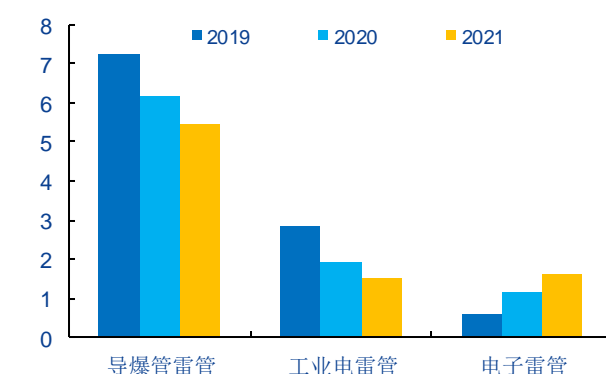
资料来源：中爆协，安信证券研究中心

图 11：电子雷管产量保持高速增长



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（亿发）



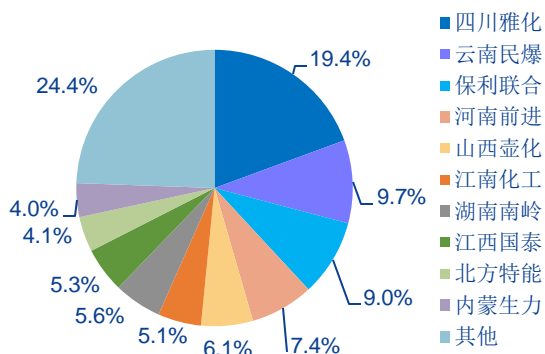
资料来源：中爆协，安信证券研究中心

电子雷管市场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

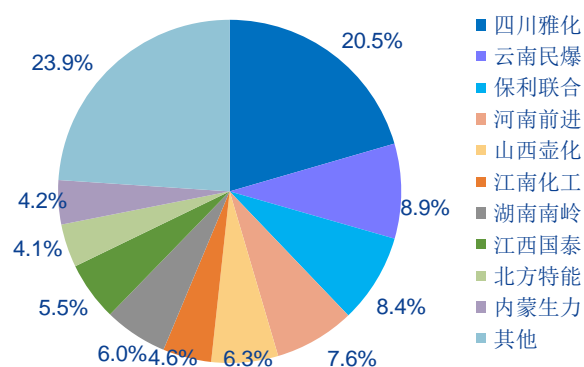
雅化集团电子雷管产能约 5400 万发，另外产量 3033 万发、销量 3049 万发，分别占全国电子雷管产销量比例 19.4%、20.5%，位居国内第一。

图 13：2021 电子雷管产量分布（按集团）

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



资料来源：中爆协，安信证券研究中心

## 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 152.21、195.89、235.25 亿元，实现净利润 37.91、42.93、48.04 亿元，对应 EPS 分别为 3.29、3.72、4.15 元/股，目前股价对应 PE 为 8.3、7.3、6.6 倍。维持“增持-A”评级，6 个月目标价 42 元/股。

风险提示：需求不及预期、项目进展不及预期、锂价大幅波动



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,250.2	5,241.3	15,221.3	19,588.9	23,524.7	成长性					
减:营业成本	2,246.9	3,397.8	9,653.4	12,586.6	15,585.1	营业收入增长率	1.7%	61.3%	190.4%	28.7%	20.1%
营业税费	23.3	33.8	76.1	97.9	117.6	营业利润增长率	192.6%	167.5%	306.9%	26.7%	9.2%
销售费用	78.2	68.4	121.8	156.7	188.2	净利润增长率	351.8%	189.2%	304.7%	13.2%	11.9%
管理费用	358.5	408.5	532.7	587.7	823.4	EBITDA 增长率	-0.4%	112.7%	227.8%	26.9%	9.3%
研发费用	66.0	108.2	121.8	117.5	188.2	EBIT 增长率	-3.7%	142.0%	258.3%	27.9%	9.5%
财务费用	49.1	16.6	24.0	86.3	111.8	NOPLAT 增长率	217.5%	158.5%	303.2%	29.4%	9.5%
资产减值损失	-38.9	-71.6	-13.5	-13.5	-13.5	投资资本增长率	-1.3%	7.9%	108.7%	-45.7%	96.5%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-	净资产增长率	72.4%	23.6%	53.2%	48.5%	35.7%
投资和汇兑收益	33.1	32.7	32.7	32.7	32.7	利润率					
营业利润	435.3	1,164.4	4,737.7	6,002.4	6,556.6	毛利率	30.9%	35.2%	36.6%	35.7%	33.7%
加:营业外净收支	-10.3	-19.6	-22.4	-14.1	-15.4	营业利润率	13.4%	22.2%	31.1%	30.6%	27.9%
利润总额	425.0	1,144.8	4,715.2	5,988.3	6,541.2	净利润率	10.0%	17.9%	24.9%	21.9%	20.4%
减:所得税	80.5	161.1	663.3	782.7	854.9	EBITDA/营业收入	21.8%	28.7%	32.4%	32.0%	29.1%
净利润	323.8	936.6	3,790.9	4,293.1	4,803.5	EBIT/营业收入	16.9%	25.4%	31.3%	31.1%	28.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	130	97	32	22	16
						流动营业资本周转天数	91	71	81	70	66
						流动资产周转天数	306	313	202	256	303
						应收帐款周转天数	73	46	63	61	57
						存货周转天数	48	57	51	51	55
						总资产周转天数	674	550	283	315	349
						投资资本周转天数	412	264	146	118	103
						投资回报率					
						ROE	6.3%	14.7%	39.1%	31.1%	26.1%
						ROA	5.0%	10.8%	27.2%	26.9%	21.6%
						ROIC	10.5%	27.4%	102.5%	63.6%	128.2%
						费用率					
						销售费用率	2.4%	1.3%	0.8%	0.8%	0.8%
						管理费用率	11.0%	7.8%	3.5%	3.0%	3.5%
						研发费用率	2.0%	2.1%	0.8%	0.6%	0.8%
						财务费用率	1.5%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%
						四费/营业收入	17.0%	11.5%	5.3%	4.8%	5.6%
						偿债能力					
						资产负债率	21.8%	25.9%	30.7%	21.0%	21.1%
						负债权益比	27.8%	34.9%	44.3%	26.5%	26.7%
						流动比率	3.63	2.89	3.11	4.47	4.57
						速动比率	3.19	2.24	2.28	3.80	3.65
						利息保障倍数	11.18	80.06	198.55	70.58	59.65
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	-	0.27	0.17	0.18
						分红比率	5.3%	0.0%	8.4%	4.5%	4.3%
						股息收益率	0.1%	0.0%	1.0%	0.6%	0.7%

## 资产负债表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,986.1	935.6	1,217.7	9,170.7	10,215.0
交易性金融资产	41.4	1,503.7	1,503.7	1,503.7	1,503.7
应收帐款	690.1	645.2	4,703.7	1,900.4	5,496.6
应收票据	7.3	1.1	250.3	71.9	127.8
预付帐款	82.4	241.6	306.1	543.1	597.6
存货	451.9	1,212.8	3,091.1	2,441.9	4,703.1
其他流动资产	411.4	916.8	538.9	622.4	692.7
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	686.2	698.4	698.4	698.4	698.4
投资性房地产	37.7	35.8	35.8	35.8	35.8
固定资产	1,397.1	1,414.7	1,257.2	1,099.7	942.2
在建工程	47.1	36.1	36.1	36.1	36.1
无形资产	541.3	581.4	561.3	541.2	521.1
其他非流动资产	576.5	848.8	670.9	696.0	734.6
资产总额	6,956.6	9,072.0	14,871.0	19,361.2	26,304.6
短期债务	134.9	23.2	386.5	-	-
应付帐款	455.8	1,137.2	2,619.2	2,555.7	4,037.6
应付票据	100.4	296.6	312.6	685.9	661.1
其他流动负债	318.8	434.0	414.6	393.4	412.8
长期借款	81.5	126.3	308.5	-	-
其他非流动负债	422.8	329.6	523.9	425.4	426.3
负债总额	1,514.1	2,346.9	4,565.4	4,060.4	5,537.7
少数股东权益	311.7	356.1	604.0	1,501.3	2,364.4
股本	1,128.8	1,152.6	1,152.6	1,152.6	1,158.6
留存收益	3,974.6	5,074.8	8,549.0	12,646.9	17,243.9
股东权益	5,442.4	6,725.1	10,305.6	15,300.8	20,766.9

## 现金流量表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	344.5	983.8	3,790.9	4,293.1	4,803.5
加:折旧和摊销	161.3	180.1	177.6	177.6	177.6
资产减值准备	56.4	109.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-0.1	-	-	-
财务费用	47.7	20.6	24.0	86.3	111.8
投资损失	-33.1	-32.7	-32.7	-32.7	-32.7
少数股东损益	20.7	47.1	261.0	912.5	882.7
营运资金的变动	-36.8	-1,173.3	-4,335.9	3,603.6	-4,580.2
经营活动产生现金流量	529.3	630.9	-115.1	9,040.3	1,362.7
投资活动产生现金流量	20.9	-1,588.2	32.7	32.7	32.7
融资活动产生现金流量	1,066.8	-178.5	364.6	-1,120.0	-351.2

## 业绩和估值指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS(元)	0.28	0.81	3.29	3.72	4.15
BVPS(元)	4.45	5.53	8.42	11.97	15.88
PE(X)	97.1	33.6	8.3	7.3	6.6
PB(X)	6.1	4.9	3.2	2.3	1.7
P/FCF	-71.4	94.6	100.0	4.3	75.2
P/S	9.7	6.0	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA	33.0	20.3	6.1	3.5	3.2
CAGR(%)	147.2%	79.5%	275.2%	147.2%	79.5%
PEG	0.7	0.4	0.0	0.0	0.1
ROIC/WACC	1.0	2.6	9.9	6.1	12.3
REP	6.3	2.9	0.4	0.8	0.2

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