

民爆业务稳健上行，氢氧化锂或迎爆发

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年度报告, 报告期内实现营业收入 15.8 亿元, 同比增长 17.6%; 实现归属上市公司股东净利润 1.34 亿元, 同比增长 12.9%; 实现扣非归母净利润 1.25 亿元, 同比增长 40.4%。
- **产业转型稳步推进, 多点开花促业绩增长。** 报告期内, 公司军工、锂产业等产业发展迅速, 海外业务成效持续显现, 为公司业绩增长和产业转型提供了强有力支撑。随着新能源行业的快速发展, 公司大力拓展锂盐产品销售, 锂产业实现营业收入 3.4 亿元, 同比增长 184.7%, 利润 4268 万元, 同比增长 403.3%, 成为公司新的业绩增长点。军工业务取得实质性突破, 业务渠道稳定拓展, 全年实现营业收入 642 万元。海外新西兰红牛公司持续稳健发展, 全年实现营业收入 1.1 亿元, 同比增长 17.8%, 贡献利润 1068 万元, 同比增长 47.7%。此外, 报告期内公司计提商誉减值准备 9881 万元, 抑制经营业绩释放。
- **氢氧化锂或量价齐升, 公司享受龙头溢价。** 在新补贴政策影响下, 高能量密度的高镍三元电池将成为市场主流, 而氢氧化锂必须作为其锂源, 行业有望迎来爆发期。预计未来几年需求增速将高达 27%, 而产能由于技术和社区等因素短期内释放有限。受益于行业供需格局持续改善, 氢氧化锂价格上涨势在必行。近日氢氧化锂涨价 3000-4000 元/吨, 证实供需格局实质向好, 涨价潮已拉开帷幕。公司拥有 1.6 万吨氢氧化锂权益产能, 将于 17 年贡献业绩弹性。同时, 公司在所有同业公司中业绩弹性最大, 氢氧化锂产品每涨一万元 EPS 增厚 0.11 元/股。
- **民爆业务逆势增长, 未来发展看点十足。** 公司为四川省最大的综合民用爆炸物品服务商, 一直坚持民爆生产、配送、爆破服务为一体的全产业链布局。公司积极对国内外同业公司进行并购, 在国内收购山西金恒, 民爆产能再大幅扩张; 在海外收购新西兰红牛公司和澳洲尼德鲁, 完善产业国际化精准布局, 未来长期发展值得期待。民爆行业经过长期低迷, 行业在房地产和基建带动下将逐步回暖。公司作为行业佼佼者, 可享受全球行业回暖带来的市场红利。
- **盈利预测与估值。** 考虑氢氧化锂业务带来增量以及民爆行业转好, 调增公司盈利预测, 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.62 元、1.09 元、1.34 元, 对应动态 PE 分别为 14 倍、8 倍和 6 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 氢氧化锂价格大幅波动的风险、民爆业务回暖低于预期的风险、氢氧化锂产能释放或不及预期的风险。

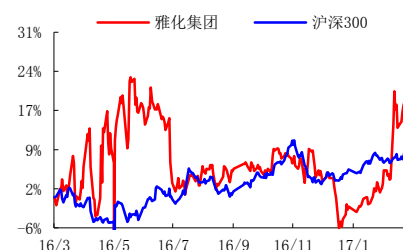
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1579.43	3262.07	4862.72	5431.61
增长率	17.57%	106.53%	49.07%	11.70%
归属母公司净利润 (百万元)	133.81	590.59	1048.43	1285.09
增长率	12.89%	341.35%	77.52%	22.57%
每股收益 EPS (元)	0.14	0.62	1.09	1.34
净资产收益率 ROE	5.71%	19.51%	25.73%	23.97%
PE	60	14	8	6
PB	3.10	2.65	1.97	1.50

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 李海勇
电话: 0755-23617478
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.60
流通 A 股(亿股)	7.77
52 周内股价区间(元)	6.27-8.75
总市值(亿元)	80.26
总资产(亿元)	30.51
每股净资产(元)	2.36

相关研究

1. 雅化集团 (002497): 民爆行业整合者, 积极拓展军工和新材料领域 (2016-09-19)
2. 雅化集团(002497): 民爆龙头国际整合, 新材料看点十足 (2016-08-29)
3. 雅化集团(002497): 民爆龙头国际整合, 新材料看点十足 (2016-08-28)

关键假设：

假设 1：炸药业务因收购山西金恒新增产能与民爆行业景气度回升，逐渐回暖，预计 2017-2019 年毛利率保持稳定；工程爆破业务因公司运营重心转移而保持快速发展态势，但受整体环境影响，毛利率维持当前水平；

假设 2：17-19 年电子雷管每年增加 700 万发，毛利率也随着雷管业务的产品结构优化而逐步提升，该业务体现在工业起爆器材分类中；

假设 3：新补贴政策下，氢氧化锂供需格局持续改善，公司产品有望量价齐升；假设公司仍以国外进口矿作为主要原材料来源且同汇率波动不大。预计 17 年氢氧化锂均价为 18 万元/吨，毛利率为 59%；18 年均价为 20 万元/吨，毛利率为 63.5%；19 年均价为 22 万元/吨，毛利率 66.8%；假设公司 17 年氢氧化锂销量 1 万吨，18-19 年销量均为 1.6 万吨；

假设 4：军工产品体量较小，放量较快；三费率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
炸药	收入	719.53	935.39	1,122.47	1,234.71
	增速	-2.8%	30.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	55.96%	51.00%	51.00%	51.00%
工程爆破	收入	314.02	376.82	480.00	552.00
	增速	27.2%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	26.03%	26.00%	26.00%	26.00%
工业起爆器材	收入	172.91	268.01	375.21	476.52
	增速	6.6%	55.00%	40.00%	27.00%
	毛利率	55.64%	56.00%	57.00%	58.00%
锂产品	收入	347.31	1,649.57	2,846.15	3,119.66
	增速	184.7%	374.96%	72.54%	9.61%
	毛利率	20.67%	57.17%	62.04%	65.37%
军工业务	收入	6.42	12.84	19.26	28.89
	增速	-	100.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	51.25%	51.00%	51.00%	51.00%
其他	收入	19.24	19.44	19.63	19.83
	增速	-73.2%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	24.38%	24.00%	24.00%	24.00%
合计	收入	1,579.43	3,262.07	4,862.72	5,431.61
	增速	17.57%	106.53%	49.07%	11.70%
	毛利率	41.81%	51.48%	55.35%	57.23%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1579.43	3262.07	4862.72	5431.61	净利润	147.72	590.59	1048.43	1285.09
营业成本	919.09	1582.69	2171.33	2323.27	折旧与摊销	75.87	72.52	86.38	93.40
营业税金及附加	16.47	32.62	48.63	54.32	财务费用	10.49	27.40	26.24	8.17
销售费用	72.67	198.99	330.67	407.37	资产减值损失	128.61	14.00	10.00	11.00
管理费用	284.97	685.04	972.54	1032.01	经营营运资本变动	189.57	-314.10	-339.77	-111.38
财务费用	10.49	27.40	26.24	8.17	其他	-466.65	-59.00	-72.00	-88.00
资产减值损失	128.61	14.00	10.00	11.00	经营活动现金流净额	85.61	331.40	759.29	1198.28
投资收益	43.12	45.00	62.00	77.00	资本支出	31.63	-70.00	-90.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-131.36	45.00	62.00	77.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-99.73	-25.00	-28.00	-23.00
营业利润	190.24	766.34	1365.32	1672.47	短期借款	-119.00	236.37	-252.43	0.00
其他非经营损益	3.58	3.97	4.86	5.90	长期借款	25.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	193.83	770.31	1370.18	1678.37	股权融资	13.65	0.00	0.00	0.00
所得税	46.10	179.72	321.75	393.28	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	147.72	590.59	1048.43	1285.09	其他	88.69	-180.23	-26.24	-8.17
少数股东损益	13.91	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	8.33	56.14	-278.67	-8.17
归属母公司股东净利润	133.81	590.59	1048.43	1285.09	现金流量净额	-9.15	362.54	452.61	1167.11
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	126.77	489.31	941.93	2109.04	成长能力				
应收和预付款项	488.66	950.81	1438.87	1585.34	销售收入增长率	17.57%	106.53%	49.07%	11.70%
存货	208.32	358.74	492.16	526.60	营业利润增长率	16.83%	302.82%	78.16%	22.50%
其他流动资产	88.55	177.85	265.12	296.14	净利润增长率	15.59%	299.79%	77.52%	22.57%
长期股权投资	436.42	436.42	436.42	436.42	EBITDA 增长率	19.82%	213.17%	70.61%	20.03%
投资性房地产	18.73	18.73	18.73	18.73	获利能力				
固定资产和在建工程	707.74	698.22	676.16	648.75	毛利率	41.81%	51.48%	55.35%	57.23%
无形资产和开发支出	797.81	805.61	832.08	866.88	三费率	23.31%	27.94%	27.34%	26.65%
其他非流动资产	367.13	366.34	365.55	364.76	净利率	9.35%	18.10%	21.56%	23.66%
资产总计	3240.14	4302.03	5467.02	6852.65	ROE	5.71%	19.51%	25.73%	23.97%
短期借款	16.06	252.43	0.00	0.00	ROA	4.56%	13.73%	19.18%	18.75%
应付和预收款项	267.81	459.25	654.10	709.69	ROIC	7.55%	27.55%	38.26%	40.50%
长期借款	25.00	25.00	25.00	25.00	EBITDA/销售收入	17.51%	26.56%	30.39%	32.66%
其他负债	341.97	538.29	712.43	757.39	营运能力				
负债合计	650.84	1274.97	1391.53	1492.07	总资产周转率	0.52	0.87	1.00	0.88
股本	960.00	960.00	960.00	960.00	固定资产周转率	2.97	5.53	7.42	8.54
资本公积	378.47	378.47	378.47	378.47	应收账款周转率	5.80	7.55	6.65	5.85
留存收益	898.10	1488.69	2537.12	3822.21	存货周转率	5.92	5.58	5.10	4.56
归属母公司股东权益	2389.40	2827.17	3875.59	5160.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.18%	—	—	—
少数股东权益	199.89	199.89	199.89	199.89	资本结构				
股东权益合计	2589.30	3027.06	4075.48	5360.58	资产负债率	20.09%	29.64%	25.45%	21.77%
负债和股东权益合计	3240.14	4302.03	5467.02	6852.65	带息债务/总负债	6.31%	21.76%	1.80%	1.68%
					流动比率	1.64	1.68	2.42	3.23
					速动比率	1.27	1.37	2.04	2.86
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	276.61	866.26	1477.95	1774.05	每股收益	0.14	0.62	1.09	1.34
PE	59.98	13.59	7.65	6.25	每股净资产	2.70	3.15	4.25	5.58
PB	3.10	2.65	1.97	1.50	每股经营现金	0.09	0.35	0.79	1.25
PS	5.08	2.46	1.65	1.48	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	27.20	8.54	4.53	3.12					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn