

中小公司

2017年04月16日

# 雅化集团 (002497)

——高镍化成行业趋势，氢氧化锂巨头理清产权关系，享受由0到1的高弹性成长，首次覆盖，给予“买入”评级

报告原因：首次覆盖

## 买入 (首次评级)

市场数据：2017年04月14日

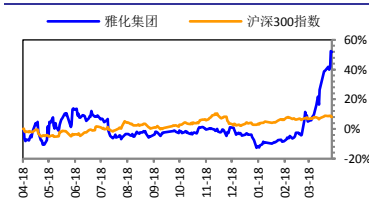
收盘价(元)	10.9
一年内最高/最低(元)	11.26/6.06
市净率	4.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	8771
上证指数/深证成指	3246.07/10519.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	2.49
资产负债率%	20.09
总股本/流通A股(百万)	960/805
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《2013年12月月度重点品种推荐》

2013/12/02

《动态组合精选版 20131128》

2013/11/28

证券分析师

马晓天 A0230516050002

maxt@swsresearch.com

研究支持

李凡 A0230115120005

lifan@swsresearch.com

联系人

李凡

(8621)23297818×7335

lifan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司综合性民用爆炸物品生产厂商，也是国内氢氧化锂产品主要供应商。2016年实现营业收入15.79亿元，同比增长17.57%，归属母公司净利润1.34亿元，同比增长12.89%，保持较高增速。传统民爆业务海内外外购拓展市场、锂产品进一步完善发展、军工业务逐步展开，收入结构更加多元，公司业绩前景可期。
- 民爆行业在经历过几年的行业下滑之后，行业产值下滑速度大幅收窄，今年民爆行业有望止住下跌趋势，企稳态势非常明显。民爆公司，特别是积极布局海外市场的，将受益于亚投行以及“一带一路”等多个国家战略。公司积极参与国内民爆行业整合，布局海外民爆市场。16年民爆业务12.5亿元收入，1.8亿源净利润水平，由于16年商誉减值准备9800万元，抑制了业绩释放，我们判断减值不具备持续性。
- 公司氢氧化锂产能优势明显，锁价得到海外锂精矿。公司合计拥有1.2万吨氢氧化锂、4000吨电池级碳酸锂及2000吨工业级碳酸锂等锂盐产能。公司拓展下游客户，目前订单充足，行业处于供应紧张状态。积极布局上游海外锂矿供应，与银河资源签署长期锂精矿购买协议，17年约有8万吨的锂精矿协议。资产权属明细，为公司深化锂电行业发展奠定基础，同时打消市场担心。
- 氢氧化锂进入供需紧张阶段，价格有望稳步上涨。新能源汽车电池对能量密度的要求、国家补贴政策以及海外特斯拉采用高镍动力电池的推广效应，高镍三元渗透率快速提升。高镍三元的趋势将有效提升氢氧化锂的需求量以及需求刚性，且全球氢氧化锂的产能布局释放时间最早是在2019年，所以氢氧化锂将至少有2~3年的供需紧张时间，期间氢氧化锂的价格大概率稳步上涨。
- 未来三年公司将充分受益氢氧化锂供需紧张带来的价格提升以及公司自身氢氧化锂的产能布局的有效释放，净利润将迎来爆发式增长，首次覆盖，给予“买入评级”。预计17~19年的净利润分别为5.10/6.98/8.17亿元，EPS分别为0.53/0.73/0.85，PE分别为21/15/13倍。可比公司赣锋锂业和天齐锂业17年的平均PE达到30倍，且可比公司的市值都比亚化集团规模大很多，所以即使保守给予雅化集团30倍估值，则目标价15.9元，有45%的上升空间，给予“买入”评级。
- 风险提示：氢氧化锂价格出现明显下滑趋势、新能源汽车销售低于市场预期、公司锂产业布局不达预期合并公司业绩不及预期。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,343	1,579	2,977	4,013	4,264
同比增长率(%)	-7.67	17.57	88.49	34.80	6.25
净利润(百万元)	119	134	510	698	817
同比增长率(%)	-47.89	12.89	281.13	36.86	17.05
每股收益(元/股)	0.12	0.14	0.53	0.73	0.85
毛利率(%)	40.7	41.8	40.5	42.9	43.7
ROE(%)	5.4	5.6	17.6	19.4	18.5
市盈率	88	78	21	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 投资案件

### 投资评级与估值

未来三年公司将充分受益氢氧化锂供需紧张带来的价格提升以及公司自身氢氧化锂的产能布局的有效释放，净利润将迎来爆发式增长，首次覆盖，给予“买入评级”。预计17~19年的净利润分别为5.10/6.98/8.17亿元，EPS分别为0.53/0.73/0.85，PE分别为21/15/13倍。可比公司赣锋锂业和天齐锂业17年的平均PE达到30倍，且可比公司的市值都比雅化集团规模大很多，所以即使保守给予雅化集团30倍估值，则目标价15.9块，有45%的上升空间，给予“买入”评级。

### 关键假设点

假设一：氢氧化锂供需紧张关系持续到2019年，17~19年氢氧化锂价格分别为14.5、17.5、15.5万元/吨。公司氢氧化锂布局完善，产能逐步得到释放，17~19年的产能分别为1.1、1.4、1.6万吨。17~19年氢氧化锂毛利率分别为35%、40%、40%。

假设二：工程爆破17~19年维持过去三年年均复合增速20%，毛利率32%、35%、40%，缓慢恢复到公司历史水平。炸药和工业起爆器材，17~19年给予10%的增速，毛利率维持过去三年平均的55%。

### 有别于大众的认识

市场对于锂产业的关注主要集中在行业龙头公司上，我们则另辟蹊径关注在细分锂盐氢氧化锂上，主要有以下原因。第一，市场还没充分认识到公司的氢氧化锂的产能优势。公司目前的产能状况1.2万吨，仅次于赣锋锂业的1.3万吨，大于天齐锂业的0.5万吨。第二，市场还没有认识到高镍三元渗透率提升带来的氢氧化锂的需求快速提升。第三、市场对于氢氧化锂的供需紧张关系持观望态度，而我们认为涨价趋势确定。

市场对民爆行业下滑过分担心。我们认为行业激烈竞争阶段已经过去，企稳复苏明显，行业集中度也在提升。同时公司在民爆行业布局非常稳健，且积极拓展海外市场，包括全球重要的民爆市场所在地，大洋洲，且公司积极布局西部地区的民爆产业，国内国外双轨布局，将受益“一带一路”国家大战略带来的民爆行业机遇。

### 股价表现的催化剂

新能源汽车销售超预期、氢氧化锂供给趋紧带动价格上涨、公司锂产业的持续布局和公司业绩兑现。

### 核心假设风险

氢氧化锂价格出现明显下滑趋势、新能源汽车销售低于市场预期、公司锂产业布局不达预期合并公司业绩不及预期。

## 目录

<b>1. 传统民爆企业寻求多元稳健发展路径</b>	<b>6</b>
<b>2. 打通民爆产业链，推进海内外市场扩张</b>	<b>8</b>
2.1 民爆业务立足一体化，产品与市场双向更新	8
2.2 民爆市场需求回暖，行业整合空间较大	9
2.3 民爆业务实现“走出去”，一带一路助力业绩逆势增长	12
<b>3. 氢氧化锂龙头，受益新能源汽车产业需求拉升</b>	<b>14</b>
3.1 新能源汽车需求大增，电池能量密度提升是关键	14
3.2 受益高镍三元材料需求向好，氢氧化锂供需趋紧	16
3.3 氢氧化锂龙头，受益于行业景气度持续上升	19
<b>4. 资本运作促使走进军工，探索新材料</b>	<b>21</b>
4.1 受益于军民融合，进军军工行业	21
4.2 探索新材料，投资气凝胶	22
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>24</b>
5.1 核心假设与毛利拆分	24
5.2 盈利预测与投资评级	25

## 图表目录

图 1: 公司现有两大业务板块的组织架构 .....	6
图 2: 近五年公司净利润水平与增速 .....	7
图 3: 近五年公司净利润水平与增速 .....	7
图 4: 公司主营业务构成.....	7
图 5: 民爆业务收入拆分增速.....	7
图 6: 公司近五年综合毛利率与净利率.....	8
图 7: 15&16 年公司主营业务毛利率情况 .....	8
图 8: 公司已覆盖民用爆破完整的产业链 .....	8
图 9: 2016 年员工结构 .....	9
图 10: 公司持续投入研发.....	9
图 11: 2015 年工业炸药销售流向分布 .....	10
图 12: 近 7 年我国 GDP 走势 .....	10
图 13: 近 7 年我国固定资产投资与增速.....	10
图 14: GDP、固定资产投资额与民爆生产企业销售总值增长趋势.....	10
图 15: 原煤产量增长趋势.....	11
图 16: 铁矿石原矿产量增长趋势 .....	11
图 17: 工业炸药产值 .....	11
图 18: 中国对“一带一路”沿线国家的投资额 .....	13
图 19: 2013-2016 年公司海外业务收入情况 .....	13
图 20: 2013-2016 年公司海外业务毛利情况 .....	13
图 21: 锂产业链 .....	14
图 22: 2016 年中国氢氧化锂流向 .....	14
图 23: 三元材料在新能源汽车中的渗透率 .....	15
图 24: 特斯拉 Model 3 .....	15
图 25: 特斯拉 Model S 所用松下 18650 锂电池组 .....	15
图 26: 镍是提高能量密度重要元素, 同时增加结构的不稳定性.....	16
图 27: 中国新能源汽车产量 .....	17

图 28: 中国锂电池产量 .....	17
图 29: 2010-2015 年中国锂精矿供需情况 (万吨) .....	18
图 30: 2010-2015 年中国锂精矿产量结构 (万吨) .....	18
图 31: 2016 年以来我国锂产品价格上涨 (元/吨) .....	18
图 32: 公司锂业务组织结构 .....	19
图 33: 公司锂业务发展迅猛 .....	20
图 34: 2014-2016 公司锂产品产销量情况 (吨) .....	20
图 35: 公司锂盐产能规划 (折合碳酸锂当量, 吨) .....	20
图 36: 国防预算逐年上升 .....	21
图 37: 中国国防支出比例相对较小, 增长空间广阔 .....	21
图 38: 军工产品毛利率可观, 盈利能力强 .....	22
图 39: 气凝胶形态 .....	23
图 40: 2019 年国内气凝胶应用占比预测 .....	23
图 41: 2008-2015 中国气凝胶行业市场规模 .....	23
表 1: 雅化集团主要业务 .....	6
表 2: 公司主要民爆产品 .....	9
表 3: 2014 年全国前 20 家民爆企业生产总值 .....	12
表 4: 公司海外民爆业务投资布局 .....	13
表 5: 近期新能源汽车政策 .....	14
表 6: 锂电池正极材料性能对比 .....	15
表 7: 国外锂离子电池正极材料产量 .....	16
表 8: 主要氢氧化锂生产商产能 .....	17
表 9: 全球氢氧化锂供求平衡情况 .....	18
表 10: 雅化锂业旗下成员 .....	19
表 11: 气凝胶的特性及应用 .....	22
表 12: 毛利拆分表 .....	24
表 13: 盈利预测表 .....	25
表 14: 可比公司估值分析 .....	26

# 1. 传统民爆企业寻求多元稳健发展路径

雅化集团是四川省最大的综合性民用爆炸物品生产厂商，也是国内氢氧化锂产品主要供应商。公司以民用爆破业务起家，通过并购等方式进入新产业领域，现主要包括民爆生产与销售、工程爆破服务、锂产业、运输业务、军工业务以及其他新材料产业。

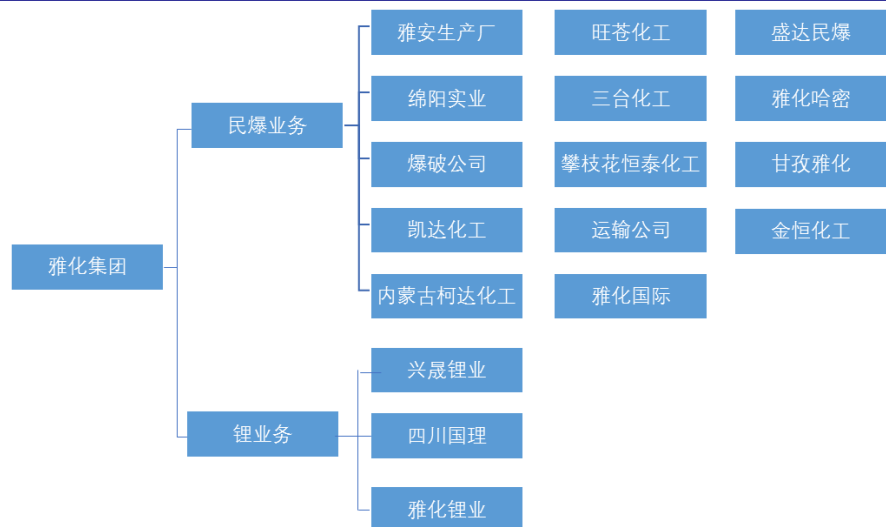
表 1：雅化集团主要业务

主要业务	业务介绍
民爆产品生产与销售	公司传统业务，主要产品为工业炸药、工业雷管、工业导爆索、工业导爆管以及根据用户特殊需求订制的个性化民用爆炸物品，生产基地分布于中国四川、内蒙、新疆以及新西兰、澳大利亚等地，各类产品广泛应用于矿山开采、水利水电、交通建设、城市改造、地质勘探及国防建设等领域。
工程爆破服务	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，以及现场混装炸药爆破一体化、矿山开采、城市整体拆迁等服务，目前有 20 余个爆破公司，拥有爆破施工一级、矿山施工总承包、土石方、隧道工程、地基与基础等专业施工承包资质，是国内工程爆破资质最齐备、矿山工程服务项目最配套的民爆一体化服务商之一。
锂产业	下属公司兴晟锂业、四川国理为碳酸锂、氢氧化锂等锂盐产品的生产企业，已建立稳定的销售渠道，形成稳定的下游客户群和锂资源供应渠道。
运输业务	拥有四川最大的一类危险化学品运输企业，提供危险品货物运输、普通货物运输、汽车修理等业务。
军工产业	四川省 50 户军民融合型企业大集团，四川军民融合高技术产业联盟首届副理事长单位。拥有蓝狮科技、久安芯、军品检测中心等军工发展平台，研发制造军用工药剂、点火系统、爆炸切割装置、微电子引信等产品，并提供军用工品检测和仓储物流服务。
其他新材料产业	投资参股部分具有良好市场前景的新材料产业公司，积极推进气凝胶等其他新兴产业。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司以民爆器材制造爆破业务和锂矿采选基础锂盐制造业务两大板块业务为基础，构建公司布局。以雅化民爆为主的板块包括民爆业务海内外相关企业，以雅化锂业为主的包括兴晟锂业、四川国理（参股）两家锂业公司，转型布局方向清晰。

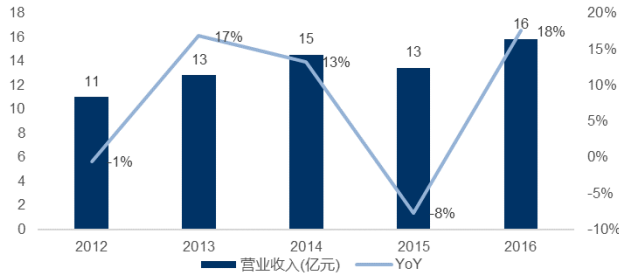
图 1：公司现有两大业务板块的组织架构



资料来源：公司官网，申万宏源研究

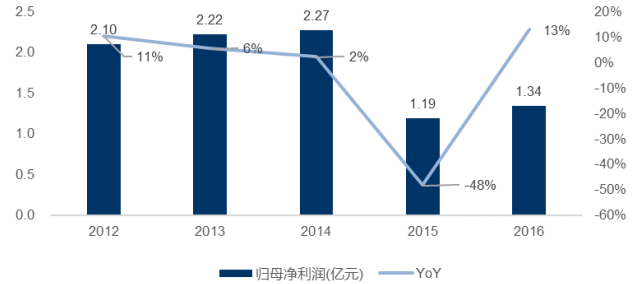
公司业务转型，锂产业的发展和逐步成熟推动业绩增长。2012-2016 年营业收入年复合增长率为 9.48%。2016 年实现营业收入 15.79 亿元，同比增长 17.57%，归属母公司净利润 1.34 亿元，同比增长 12.89%。随着民爆业务内部结构转型、锂产品进一步完善发展、军工业务逐步展开、海外市场扩展，公司业绩前景可期。

图 2：近五年公司净利润水平与增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

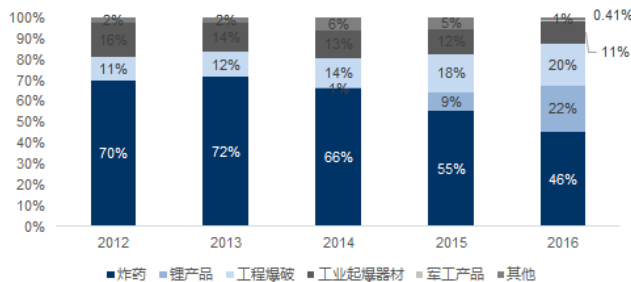
图 3：近五年公司净利润水平与增速



资料来源：WIND，申万宏源研究

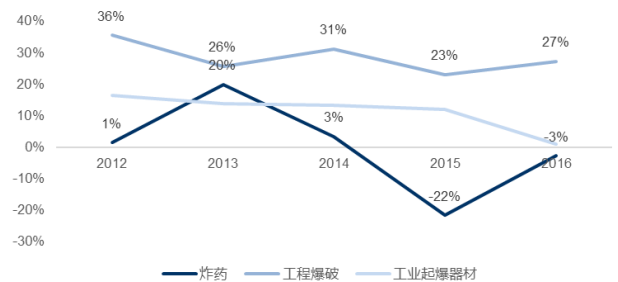
公司进驻锂行业、军工行业后，收入结构更加多元。2014 年公司开始涉足锂行业，经过两年的迅速发展，如今与工程爆破业务平分秋色，2015 年锂产品回报初现，营业收入增速高达 1402%，发展到 2016 年占营业收入比重达 22%。公司收入结构逐渐向均衡多元化发展，新开展业务对公司营业收入增长贡献作用愈发重要。

图 4：公司主营业务构成



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 5：民爆业务收入拆分增速

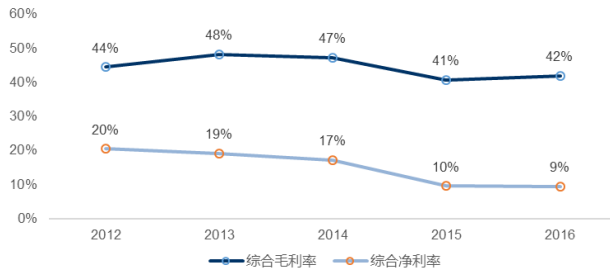


资料来源：WIND，申万宏源研究

公司民爆业务毛利率高，常年维持在 40% 以上。得益于民用爆炸物品生产、配送、爆破作业一体化的经营模式，公司毛利空间稳定在 40%-50%，变动趋势与同行业可比公司一致。

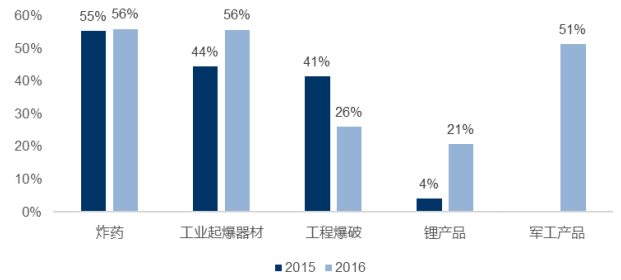
工程爆破拉低近两年公司盈利水平，锂产品销售占比和毛利率的提升将再次提升公司的盈利水平。近年来毛利率和净利率下降，主要是因为新投入生产的锂产品投资周期长，初期投入大，回报低，拉低了毛利率水平；同时工程爆破价格管理放开，行业竞争加剧以及公司商誉的减值准备。随着锂产品生产技术的成熟与业务扩大，锂产品的营收占比将会大幅提升，同时锂业的毛利率将稳步上升，带动综合毛利率进一步上升。

图 6：公司近五年综合毛利率与净利率



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 7：15&16 年公司主营业务毛利率情况



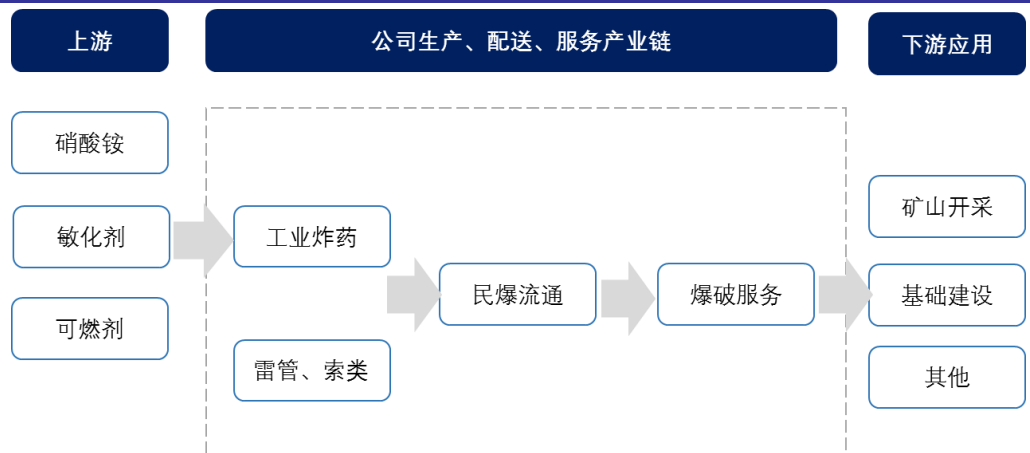
资料来源：WIND，申万宏源研究

## 2. 打通民爆产业链，推进海内外市场扩张

### 2.1 民爆业务立足一体化，产品与市场双向更新

民用爆破业务是公司的传统支柱业务，已覆盖完整产业链。公司在民爆产业上拥有研发、生产、流通、爆破、运输、技术咨询等完整产业链，为客户提供全方位服务。民爆产业一体化能够有效地降低产业链环节之间的成本，节省服务资源，提高整体效率，助力公司快速拓展民爆业务多个细分市场。

图 8：公司已覆盖民用爆破完整的产业链



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

技术创新提升爆破一体化服务水平。公司的民用爆破业务产品包括工业炸药、工业雷管、工业导爆索等。民爆业务的技术创新持续推进，公司对工业炸药生产线进行升级改造，起爆器材生产线打造智能制造示范基地，完成了高强管、DDNP 连续线等项目建设并获行业验收。爆破技术提升项目及技术改造项目有序推进。



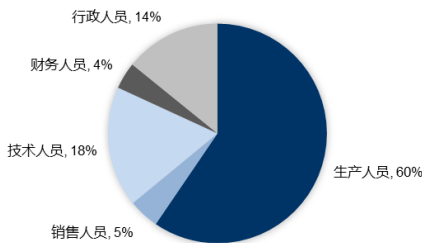
表 2：公司主要民爆产品

产品名称	产品图片	产品简介
工业炸药		工业炸药又称民用炸药，是以氧化剂和可燃剂为主体，按照氧平衡原理构成的爆炸性混合物，具有成本低廉、制造简单、应用可靠等特点，广泛应用于煤矿冶金、石油地质、交通水电、林业建筑、金属加工和控制爆破等各方面。
工业雷管		工业雷管是由导火索的火焰冲能激发而引起爆炸的工业雷管，组成部分有管壳、加强帽、装药（装药又分为主发装药和次发装药两种）部分。
工业导爆索		工业导爆索是传递爆轰波的一种爆破器材，用以传爆或引爆炸药装药，是工程爆破中广泛使用的一种爆破器材。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

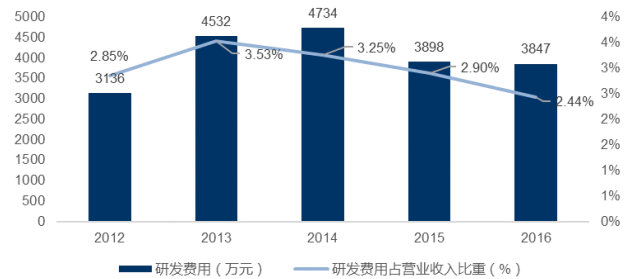
**研发基础深厚，技术有望持续提升。**公司拥有中国民爆行业唯一的国家认定企业技术中心以及国家认可监测和校准实验室，2015 年该技术中心在 1098 家国家级技术中心排名第 39 位；建有“博士后创新实践基地”、四川省民用爆炸物品与装备工程技术研究中心等多个创新平台，并与中国科技大学等国内知名高校、研究机构建立“先进民用爆破材料与安全技术协同创新中心”。

图 9：2016 年员工结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：公司持续投入研发



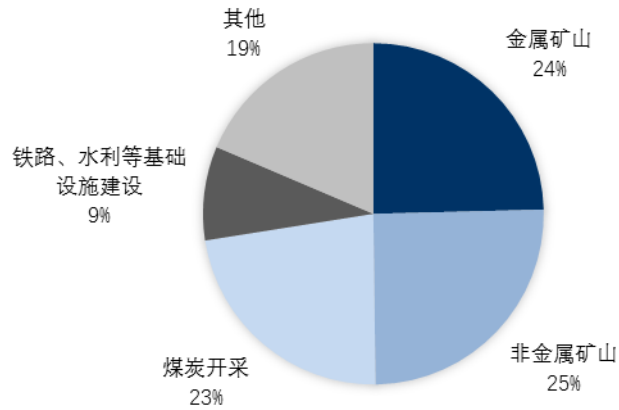
资料来源：WIND，申万宏源研究

**市场拓展成效显著，为民爆业务增长提供保证。**公司立足四川省的区域优势，持续拓展新市场。在国内，2016 年新开发广东、广西、湖北、江苏、山东 5 个省外市场，集团民爆业务现已覆盖全国 20 余个省市；在国外，通过同业并购实现自主出口的突破，开启海外市场。全年推进大型矿山项目 4 个，新签订重点区域项目 18 个，共新开发大型项目 20 余个。

## 2.2 民爆市场需求回暖，行业整合空间较大

民爆行业的下游主要为矿山工程、基础设施建设等，受 GDP 和固定资产投资影响大。行业产品包括工业炸药与工业雷管等起爆器材，主要应用于矿山工程、基础设施建设等领域，以主要产品工业炸药为例，2015 年矿山工程相关占民爆销售收入的 49.8%，煤炭开采占 22.7%。民爆爆破和服务集中服务的领域与宏观经济增长紧密相连，GDP 和固定资产投资金额的变动趋势直接影响民用爆破行业的需求。

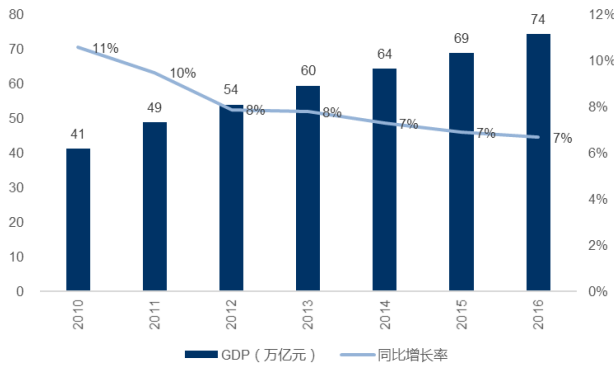
图 11: 2015 年工业炸药销售流向分布



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 申万宏源研究

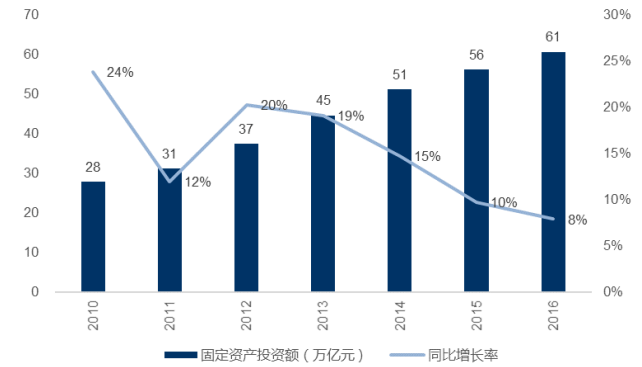
宏观经济增长放缓, 基础设施投入趋于平稳。2016 年我国 GDP 为 74 万亿元, 同比增长 6.7%, 增速持续放缓; 固定资产投资额为 61 万亿元, 同比增长 10%。GDP 与固定资产投资增长自 2012 年起放缓, 民爆行业下游需求受到影响, 增长放缓。

图 12: 近 7 年我国 GDP 走势



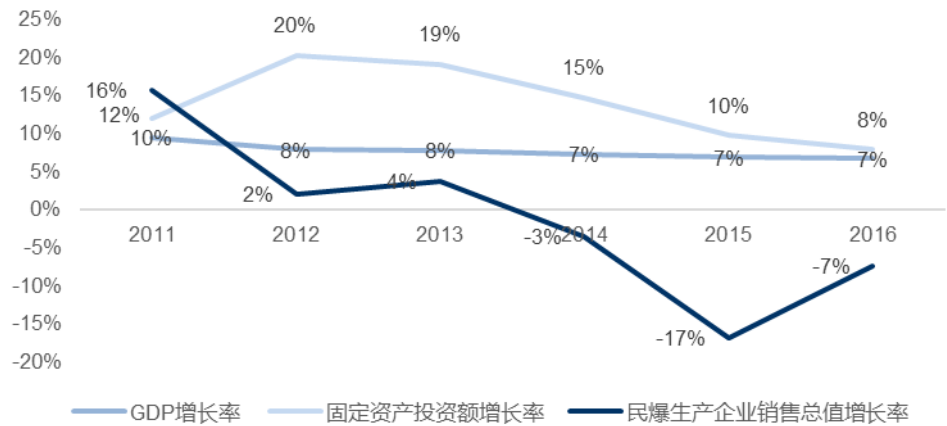
资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 13: 近 7 年我国固定资产投资与增速



资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 14: GDP、固定资产投资额与民爆生产企业销售总值增长趋势

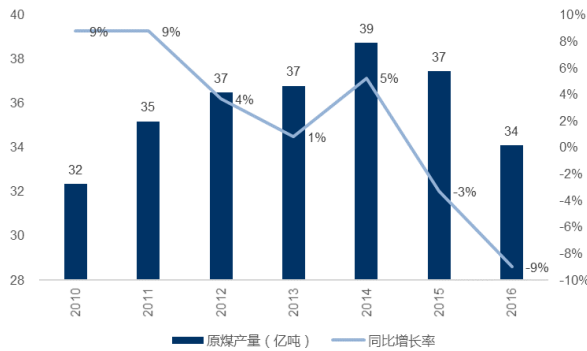


资料来源: WIND、中国爆破器材行业协会, 申万宏源研究

从下游需求来看, 业内产品产量增长放缓直接导致民用爆破在生产中的需求减少。我国宏观经济下行持续, 矿山工程、基础设施建设等领域相关指标持续下降, 对爆破服务需

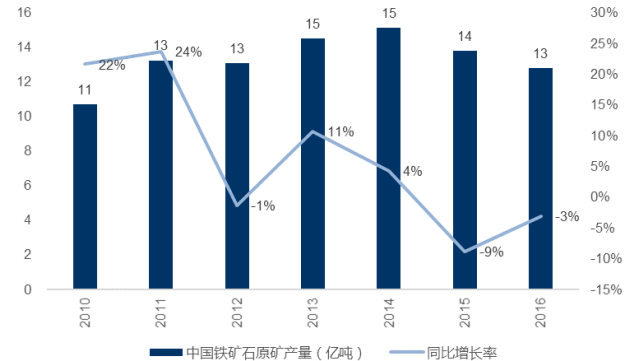
求减少，并导致民爆行业增长放缓。在煤炭行业，2016 年原煤产量为 34 亿吨，同比下降 9%，去产能效果显著；在钢铁行业，2016 年铁矿石原矿产量为 13 亿吨，同比减少 3%。

图 15：原煤产量增长趋势



资料来源：WIND，申万宏源研究

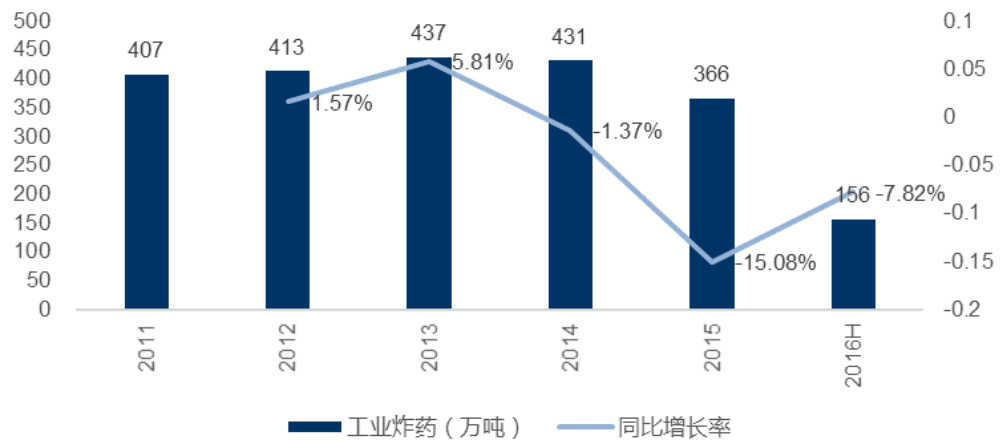
图 16：铁矿石原矿产量增长趋势



资料来源：WIND，申万宏源研究

经历整体受压后，民用爆破行业正逐步回暖。近年来宏观经济下行使民用爆破行业整体受压，行业各项指标持续下降，2016 年行业回暖为公司业绩转好提供动力。2016 民爆行业累计实现利润总额 41.72 亿元，同比下降 17.11%；生产企业累计完成生产总值 251.90 亿元，同比下降 7.56%，降速比 2015 年缩小约 10.8 个百分点。降幅有所收窄，回暖迹象显著。

图 17：工业炸药产值



资料来源：中国爆破器材行业协会，申万宏源研究

民爆行业行业仍以分散的区域性民爆企业为主体，集中度提高是民爆生产行业的趋势。民爆行业十三五规划指出，排名前 15 家生产企业生产总值在全行业占比由 2010 年的 35.45% 提高到 2015 年的 50.72%。十三五期间，将培育 3 至 5 具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业，并实现排名前 15 家生产企业生产总值在全行业占比突破 60% 的目标。2014 年民爆企业生产总值排名显示，公司市场份额为 3.39%，排名第六；前 20 家民爆企业市场份额为 54.77%，较 2013 年提升 4.27 个百分点。

表 3：2014 年全国前 20 家民爆企业生产总值

序号	企业名称	生产总值（亿元）	全行业生产总值占比
1	云南民爆集团有限责任公司	24.83	7.53%
2	保利久联控股集团有限责任公司	15.84	4.80%
3	安徽江南化工股份有限公司	14.13	4.28%
4	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	11.97	3.63%
5	北方特种能源集团有限公司	11.23	3.40%
6	四川雅化实业集团股份有限公司	11.2	3.39%
7	葛洲坝易普力股份有限公司	10.06	3.05%
8	广东宏大爆破股份有限公司	8.45	2.56%
9	内蒙古生力资源（集团）有限责任公司	8.09	2.45%
10	安徽雷鸣科化股份有限公司	7.5	2.27%
11	福建海峡科化股份有限公司	6.79	2.06%
12	江西国泰民爆器材股份有限公司	6.56	1.99%
13	重庆顺安爆破器材有限公司	6.01	1.82%
14	山西壶关化工集团有限公司	5.68	1.72%
15	四川通达化工有限责任公司	5.68	1.72%
16	凯龙化工	5.63	1.71%
17	前进民爆股份有限公司	5.48	1.66%
18	新疆雪峰科技（集团）股份有限公司	5.41	1.64%
19	贵州盘江民爆有限公司	5.37	1.63%
20	山西焦煤集团化工有限责任公司	4.81	1.46%
合计		180.71	54.77%

资料来源：中国爆破器材协会，申万宏源研究

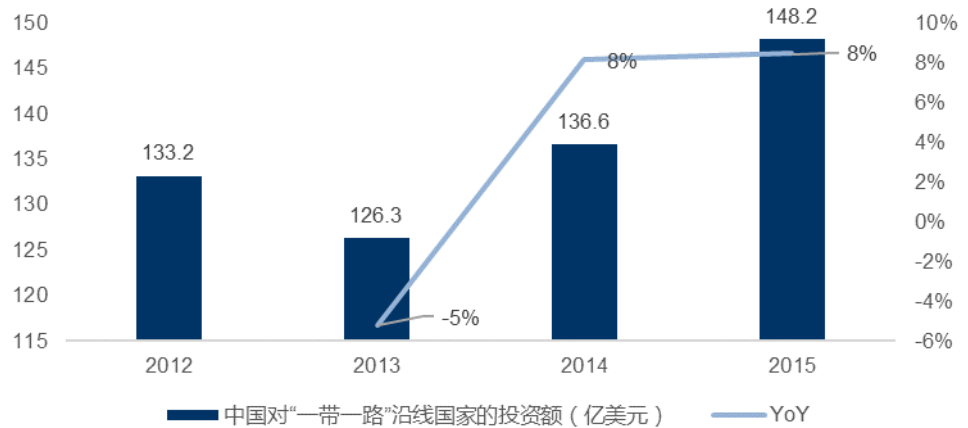
公司正通过同业并购提升市场份额。2017 年 3 月，公司通过竞拍以 2014 万元获得山西金恒化工集团 36.71% 的国有股权，后增资 1592 万元实现对金恒化工的绝对控股，持股 51%。金恒集团是一家覆盖山西全省及周边省区的民爆骨干企业，拥有炸药生产能力 5.5 万吨、雷管 2500 万发、石油聚能射孔弹 60 万发，拥有一家一级爆破公司和两家四级爆破公司。本次收购为公司晋中地区的爆破一体化服务市场开拓新的平台。

## 2.3 民爆业务实现“走出去”，一带一路助力业绩逆势增长

“一带一路”战略发展利好民爆行业在沿线的业务，公司业务持续受益。“一带一路”国家战略规划将形成基础设施建设、矿石资源开采等领域投资的高速增长，为民爆行业的产能提供转移路径。

“一带一路”战略对民爆行业提出新发展要求，公司紧跟布局。“一带一路”的实现要求民爆企业的产能转移至沿线相关地区，并实现“走出去”。在沿线地区，子公司凯达化工持股新疆民爆企业尼勒克公司 34% 股权，将持续受益“一带一路”沿线建设投资。

图 18: 中国对“一带一路”沿线国家的投资额



资料来源: 商务部、UNCTAD、FDI, 申万宏源研究

公司积极实现民爆产品业务“走出去”的发展战略，通过收购布局成熟的海外市场。2013 年公司收购新西兰红牛火药和红牛矿服（合称红牛公司）各 70% 的股权，开启在新西兰的民爆业务布局，成功实现自主出口。2016 年，公司收购尼德鲁和卡鲁阿那公司资产，组建集团在澳洲的民爆产业公司，形成了覆盖世界第三大民爆市场的产业布局。

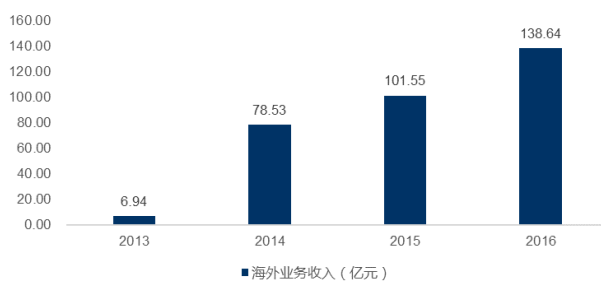
表 4: 公司海外民爆业务投资布局

公司	所在地	持股	投资主体	收购对象
红牛火药公司	新西兰	80%	雅化国际	红牛公司是新西兰最大民爆企业，占新西兰市场份额 50% 以上。主要业务包含提供采矿、采石以及建筑行业所需的爆破方案，负责为新西兰 120 多家石场、金矿及建筑公司提供优质综合服务。
红牛矿服公司	新西兰	80%	雅化国际	
尼德鲁公司	澳大利亚	100%	北方星辰	包括尼德鲁公司位于澳洲北领地的一系列资产。
卡鲁阿那公司	澳大利亚	80%	新设卡鲁阿那公司	卡鲁阿那公司群总部位于澳大利亚昆士兰州 Mackay，包括卡鲁阿那控股有限公司、卡鲁阿那采矿服务澳大利亚有限公司、卡鲁阿那爆炸品有限公司三家公司，公司主要为当地采石场和工程建设项目提供钻孔和爆破的专业化服务。

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

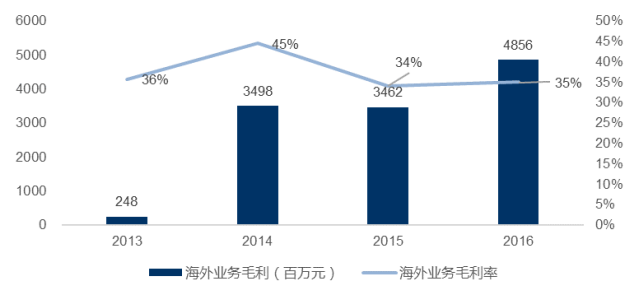
2013-2016 年，公司海外业务不断扩张，营业收入不断增长，从 2013 年的 694.36 万元发展壮大到 2016 年的 1.38 亿元，复合增长率为 171.29%，占营业收入比重从 2013 年 0.54% 上升为 2016 年 8.78%，发展势头迅猛；毛利从 2013 年的 247.91 万元上升为 2016 年 4856.17 万元，复合增长率为 169.57%，毛利率水平稳定在 35% 左右。

图 19: 2013-2016 年公司海外业务收入情况



资料来源: WIND, 申万宏源研究

图 20: 2013-2016 年公司海外业务毛利情况



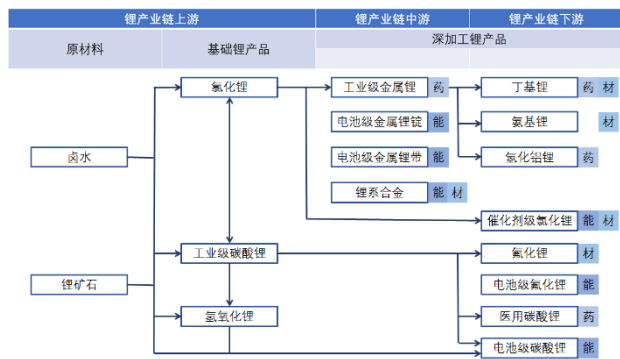
资料来源: WIND, 申万宏源研究

### 3. 氢氧化锂龙头，受益新能源汽车产业需求拉升

#### 3.1 新能源汽车需求大增，电池能量密度提升是关键

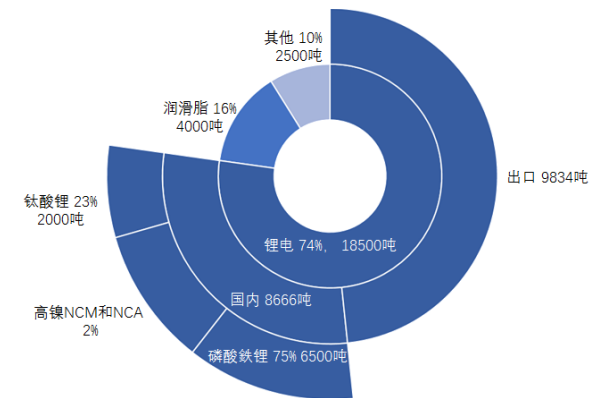
锂电池是氢氧化锂的主要需求领域。氢氧化锂是锂产业链中以卤水或锂精矿的制造的三大基础锂盐之一（其余二者为碳酸锂和氯化锂），用途包括锂离子电池材料、高级锂基润滑脂等。2016年中国氢氧化锂在电池领域的消费占比达74%，应用包括电池负极材料（钛酸锂23%）和正极材料（高镍三元材料2%、磷酸铁锂75%）。

图 21：锂产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：2016 年中国氢氧化锂流向



资料来源：有色金属协会锂业分会，申万宏源研究

政策与行业趋势显示，新能源汽车的电池能量密度提升大势所趋。新能源汽车政策从续航里程导向提升至能量密度导向，新能源汽车补贴政策调整与最新发展指导政策均聚焦能量密度提升，将利好能量密度高、技术水平先进的企业。而业内领先的新能源汽车厂商特斯拉将高能量密度的三元材料 NCA 用于电池，有望引领行业采用三元材料、提升能量密度的趋势。

表 5：近期新能源汽车政策

政策	时间	相关内容
新能源汽车推广应用财政支持政策调整	2016/12/30	1) 纯电动乘用车：新增要求电池能量密度不小于 90 Wh/Kg，能量密度越高，补贴也就越多；2) 混合动力汽车：对于能量密度≤120 Wh/Kg 的，根据续航的不同，分别给与 2 万，3.6 万，4.4 万的补贴，而能量密度高于 120 Wh/Kg 的则给予 1.1 倍，即 2.2 万，3.96 万，4.84 万的补贴；3) 非快充类纯电动客车：要求客车能量密度要≥85Wh/Kg，补贴基数为 1800 元/KWh，上限 23 万；4) 专用车：电池能量密度不小于 80Wh/Kg。
《促进汽车动力电池产业发展行动方案》	2017/3/1	到 2020 年，新型锂离子动力电池单体比能量超过 300 Wh/Kg；系统比能量力争达到 260 Wh/Kg、成本降至 1 元/瓦时以下，使用环境达-30℃到 55℃，可具备 3C 充电能力。到 2025 年，新体系动力电池技术取得突破性进展，单体比能量达 500 瓦时/公斤。

资料来源：工信部、申万宏源研究

在保证稳定性和循环次数的前提下，高镍三元材料是提升锂电池能量密度的最佳选择。在目前主流电池正极材料中三元材料是具有最高能量密度的材料，是实现政策的 2020 年目标的最佳材料。目前业内锂电池能量密度平均在 100-150 Wh/Kg，现主流的磷酸铁锂按照理论电容量 170 mAh/g 测算，最高能量密度约为 200Wh/Kg，实现政策目标的难度较大。

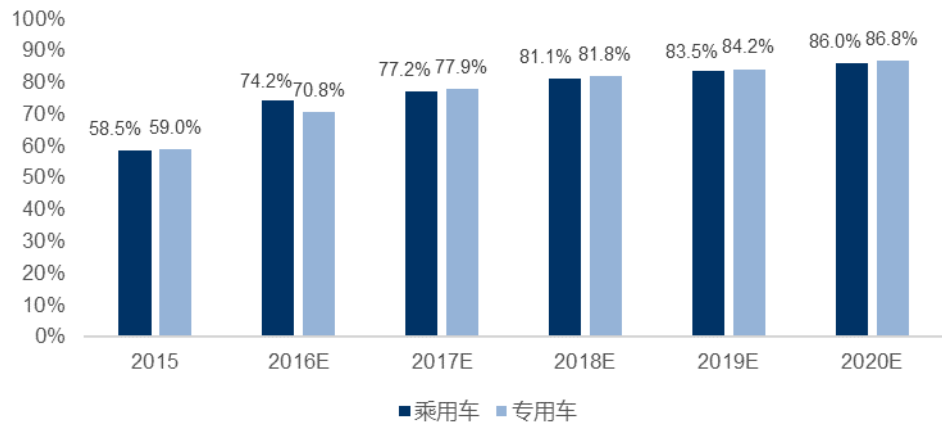
表 6: 锂电池正极材料性能对比

	磷酸铁锂	锰酸锂	镍钴锰三元材料	
材料主成分	LiFePO4	LiMn2O4	LiMnO2	LiNiCoMnO2
理论电容量 (mAh/g)	170	148	286	278
实际电容量 (mAh/g)	130-140	100-120	200	155-165
电压 (V)	3.3-3.7	3.8-3.9	3.4-4.3	3.0-4.5
循环性 (次)	>2000	>500	差	>800
适用温度 (°C)	-20~75	>50 快速衰减	高温不稳定	-20~55

资料来源: 新材料在线, 申万宏源研究

高镍三元材料的市场份额将持续上升。新能源汽车对电池能量密度要求的提升, 将释放国内高镍三元材料的市场需求, 在电池技术上与国外趋于相似方向。从汽车类型来看, 客车仍以磷酸铁锂为主要锂源, 乘用车的能量密度提升和市场拓展将提高三元材料的份额, 从约 50%有望提升至 80%。

图 23: 三元材料在新能源汽车中的渗透率



资料来源: 中国产业信息网, 申万宏源研究

特斯拉 Model 系列电动车应用 NCA, 加速电池高镍三元材料的推广运用。2017 国际电池会议上, 特斯拉分享了新型 2170 锂电池的镍钴铝 (NCA) 三元材料的改进。2170 锂电池被应用于特斯拉汽车 Model 3 上, 相同容量的 2170 锂电池组比传统的 18650 锂电池组重量更轻, 可以降低整车的重量, 未来可能全面取代后者。作为新型 2170 锂电池技术核心的镍钴铝三元材料发展前景可期。

图 24: 特斯拉 Model 3



资料来源: 特斯拉网站, 申万宏源研究

图 25: 特斯拉 Model S 所用松下 18650 锂电池组



资料来源: 电动汽车时代网, 申万宏源研究

海外三元正极材料产量高速增长，成为最重要的正极材料种类。在海外的锂电池正极材料中，三元材料产量达 6.4 万吨，同比增长 40%，其中以 NCA 和 NCM811 为代表的高镍三元材料产量达 2.69 万吨，同比增长 85%，增速远超其他种类的正极材料。非三元材料产量增速仅为 5%。

表 7: 国外锂离子电池正极材料产量

国外正极材料产量 (吨)	2015	2016	YoY
三元材料产量			
镍钴锰酸锂	31150	37180	19%
NCA/NCM811	14550	26850	85%
合计	45700	64030	40%
非三元材料产量			
钴酸锂	23450	23750	1%
锰酸锂	8850	9000	2%
磷酸铁锂	5460	6810	25%
合计	37760	39560	5%

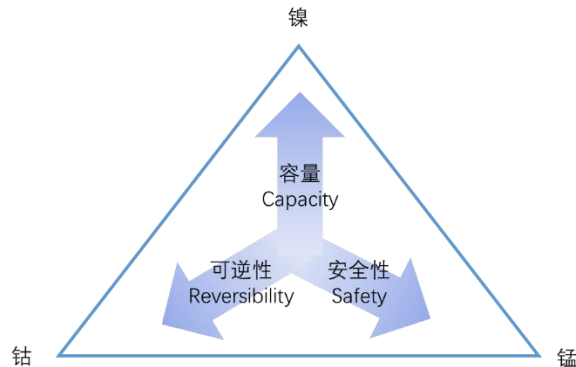
资料来源：锂业科技大会，申万宏源研究

### 3.2 受益高镍三元材料需求向好，氢氧化锂供需趋紧

高镍三元材料具有不稳定的结构，氢氧化锂可以显著提升高镍三元材料生产的稳定性。能量密度、成本、安全性、热稳定性、循环寿命是动力电池的 5 个关键指标，现有正极材料任何一个都不具备 5 方面的绝对优势。高镍三元材料具有高能量密度的同时容易热分解。镍的摩尔分数大于 7 时，三元材料会在 700 度以上高温中受镍的特性影响报废。

氢氧化锂是高镍三元材料生产必需材料。碳酸锂的熔化温度大于 700 度，高镍材料中无法使用，而活性温度为 400 多度的氢氧化锂成为高镍材料的必需品。镍钴锰（NCM）三元材料中，NCM811 必须使用氢氧化锂，NCM523、622 可采用水热法制备的磷酸铁锂或氢氧化锂；镍钴铝（NCA）主要使用氢氧化锂。

图 26: 镍是提高能量密度重要元素，同时增加结构的不稳定性

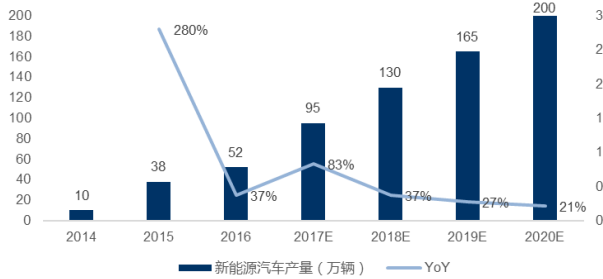


资料来源：Umicore，申万宏源研究



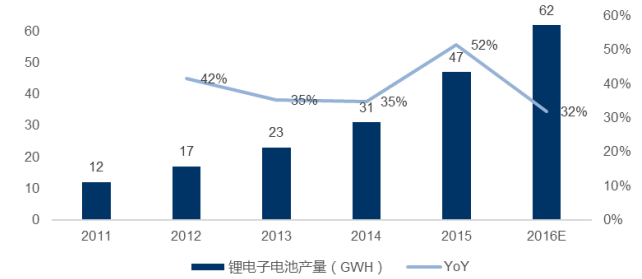
在需求端，以高镍三元材料为代表的新能源汽车电池需求将持续推动氢氧化锂需求快速增长。2016 年新能源汽车生产 51.7 万辆，销售 50.7 万辆，同比分别增长 51.7%和 53%。在 2017 年 1 月 14 至 15 日举办的“2017 电动汽车百人会论坛”上，工信部部长苗圩提出，2020 年国内新能源汽车产量要达到 200 万辆，2025 年在新车销量中的份额要达到 20%。由此可见，新能源汽车所带动的锂电产业在未来几年还将持续释放巨大需求。

图 27：中国新能源汽车产量



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

图 28：中国锂电池产量



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

在供给端，新增产能仍未释放，氢氧化锂供不应求趋势加强。全球主要氢氧化锂供应商包括 FMC、SQM 和雅宝化学，国内供应商主要包括雅化集团、天齐锂业、赣锋锂业以及雅宝化学（收购江西江锂和四川国润），高技术壁垒使得氢氧化锂生产商数量较少。从各供应商公布产能情况来看，2017 年国内产能在赣锋锂业放量后可增加 2 万吨，其余扩产计划均到 2019 年完成。

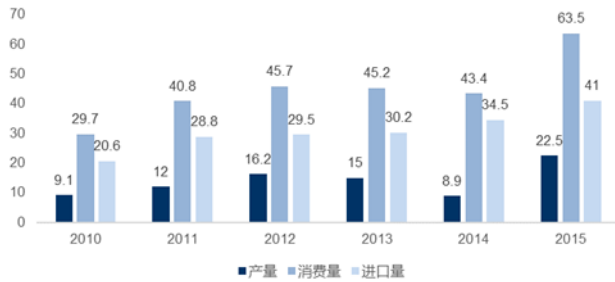
表 8：主要氢氧化锂生产商产能

公司名称	氢氧化锂 现有产能 (吨)	2016 年实际 产量 (吨)	2017 年产量 预测 (吨)	扩产计划
雅化集团	6000	1000-2000	7000	
国理公司	6000	1000	-	
天齐锂业	5000	3000	4000	计划在澳大利亚建设电池级氢氧化锂项目，产能 2.4 万吨，2018 年完工，2019 年投产
赣锋锂业	10000	8000	10000	万吨锂盐项目在建 2 万吨，其中 5000 吨工业级，15000 吨电池级，计划 2017 年下半年投产
众和股份	5000			
ALB 雅宝	15000	8000	15000	2016 年底收购江西江锂，年产量接近 1 万吨
FMC	10000	10000	-	计划 2017-2019 年分三期新增 2 万吨氢氧化锂产能，其中一期在 2017 年中完成扩产，2019 年完成三期建设
SQM	6000	4000	-	计划在 2017 年底前投资 3000 万美元，将氢氧化锂产能提高至 7500 吨
合计	63000	35500		

资料来源：公司公告、申万宏源研究

矿石供给对氢氧化锂生产存在一定制约。2015 年锂精矿进口量达 41 万吨，矿石进口依存度持续上升，目前国内锂矿资源仍在开发建设期，矿山新增产量主要在海外：凯特琳矿山预计新增 12 万吨锂精矿、MT Marion 预计新增 10 万吨锂精矿以上、ORL 扩产 4000 吨，全球 2017 年已公布新增矿石产能近 30 万吨，碳酸锂当量 3 万吨以上。

图 29：2010-2015 年中国锂精矿供需情况（万吨）



资料来源：矿业界，申万宏源研究

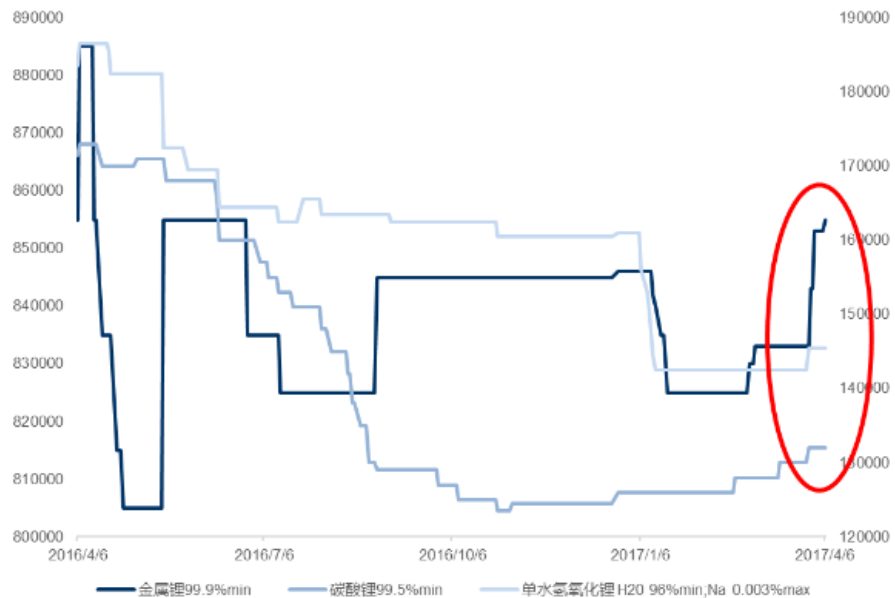
图 30：2010-2015 年中国锂精矿产量结构（万吨）



资料来源：矿业界，申万宏源研究

氢氧化锂供不应求，价格持续上涨。氢氧化锂市场在 2019 年前将以短缺为主，至 2019 年新增产能释放和矿石产能增加，有望缓解市场供不应求状况。在锂产品整体价格上涨的背景下，氢氧化锂价格随之攀升。2017 年 3 月底，单水氢氧化锂 H<sub>2</sub>O 96%min;Na 0.003%max 价格上升 3000 元/吨，涨幅 2.11%，目前价格为 14.55 万元/吨。

图 31：2016 年以来我国锂产品价格上涨（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，申万宏源研究

表 9：全球氢氧化锂供求平衡情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
世界需求量（吨）	43500	47000	61100	76375	95469	114563
世界产量（吨）	43500	47000	59000	74000	88000	110000
缺口	0	0	-2100	-2375	-7469	-4563

资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会，申万宏源研究

### 3.3 氢氧化锂龙头，受益于行业景气度持续上升

公司锂业务涉及锂资源开发、锂盐产品制造两大板块。2013 年底，公司收购国理公司 37.25% 股权，成为公司第一大股东；2014 年 9 月，兴晟锂业被收购为公司下属全资子公司，雅化集团正式开展锂产品业务，并设立雅化锂业组织管理锂业务顺利开展。随后，公司计划将公司的理资产出售给众和股份，以股权合作的间接方式参与锂业务的开展，2017 年初协议失效，公司旗下锂业务保持稳定。

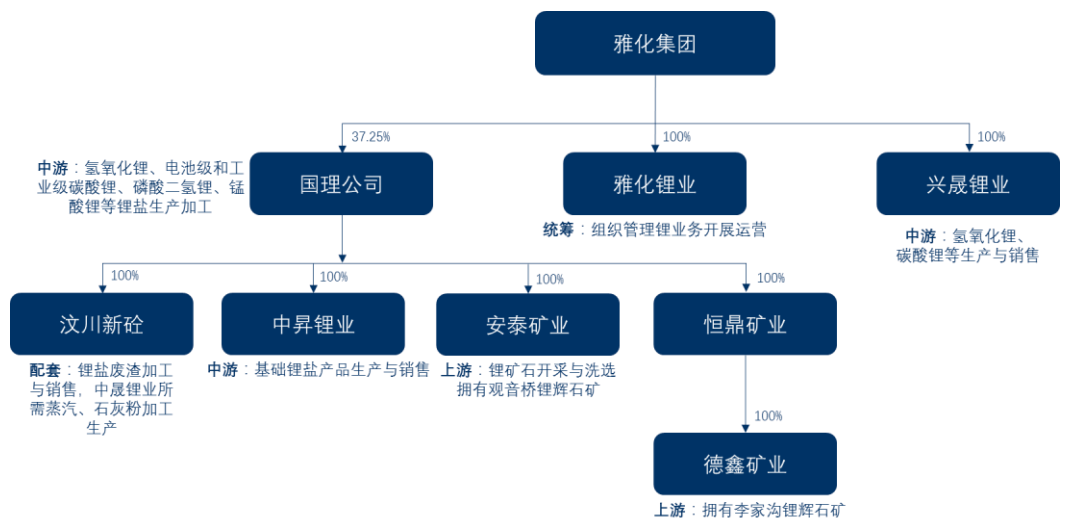
表 10：雅化锂业旗下成员

公司	所在地	持有比例	主要产品/业务	主要客户
国理公司	四川省	37.25%	锂精矿、氢氧化锂、高纯碳酸锂、磷酸二氢锂、锰酸锂	在国内拥有中石油、中石化、壳牌统一等大型优质长期合作客户，在国外远销俄罗斯、中东、印尼等国家和地区
兴晟锂业	四川省	100%	氢氧化锂、碳酸锂等锂盐系列产品及无水硫酸钠（元明粉）	是比亚迪、振华材料、当升科技等国内锂电行业知名企业的重要供应商，并与韩国 LG 化学、GSEM、日本松下（三洋）初步建立良好的合作关系
雅化锂业	四川省	100%	组织管理锂业务运营发展	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司合计拥有 1.2 万吨氢氧化锂、4000 吨电池级碳酸锂及 2000 吨工业级碳酸锂等锂盐产能。其中雅化集团全资子公司兴晟锂业拥有 6000 吨氢氧化锂产能；公司持股 37.25% 国理公司拥有 6000 吨氢氧化锂、4000 吨电池级碳酸锂和 2000 吨工业级碳酸锂等锂盐产能；上游锂矿资源方面，国理公司全资子公司德鑫矿业拥有李家沟锂辉石矿，是亚洲最大锂矿之一，锂资源量达 51 万吨（折合氧化锂），目前尚未开工建设。

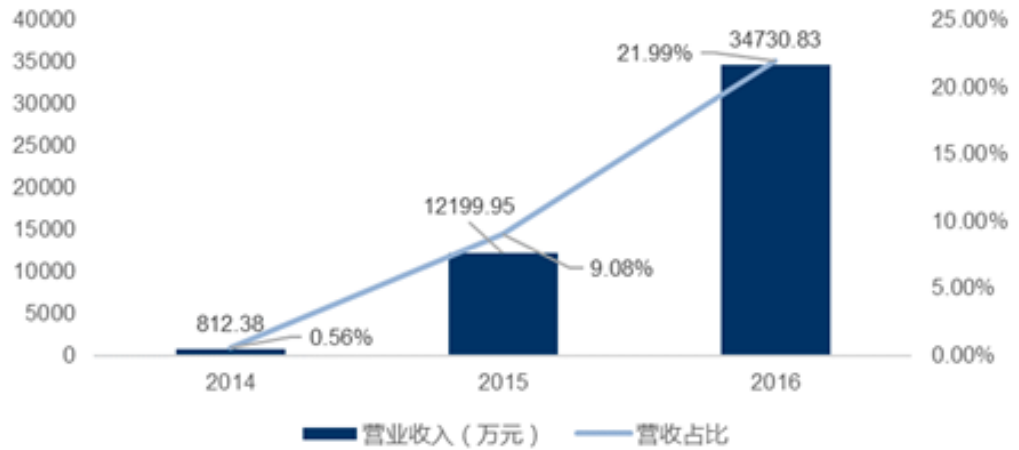
图 32：公司锂业务组织结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

锂业务上游原料供应取得新突破。近两年，公司锂业务产能利用率不高，主要受原料来源不稳定制约：国内锂矿生产不连续，海外锂矿石供应紧缺。公司积极布局海外进口锂精矿，与银河资源签订合约，2017年预计从海外获得7.5万吨锂精矿，解决公司锂矿石需求；同时，公司也在尝试开发海外矿石，寻求锂矿石需求更有利的解决方案，加速产能释放。

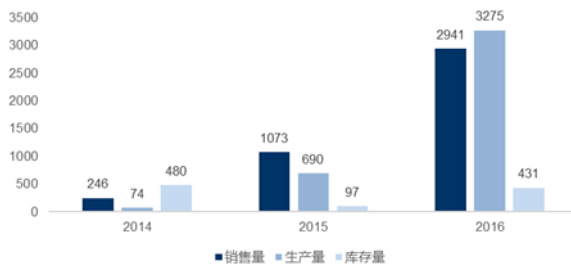
图 33：公司锂业务发展迅猛



资料来源：公司公告，申万宏源研究

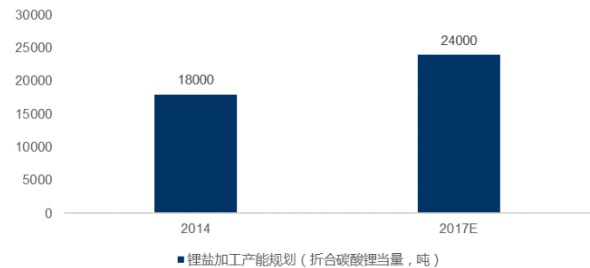
2016年，公司把握新能源产业的迅猛增长的良机，积极开拓锂业务市场，形成稳定上下游关系，锂业务营业收入3.47亿元，增幅184.68%，占营业收入21.98%，实现利润4268.13万元，增幅403.29%，成为公司新兴业绩增长亮点。

图 34：2014-2016 公司锂产品产销量情况 (吨)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：公司锂盐产能规划 (折合碳酸锂当量, 吨)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

此外，公司大力开展单水氢氧化锂生产线扩能技改，截至2016年12月31日，单水氢氧化锂生产线扩能改造账面余额5493.9万元，较期初增加金额203.94万元，增长38.55%，工程进度87.34%。技术改造完成后将拥有7000吨/年氢氧化锂，6000吨/年电池级碳酸锂生产能力，未来公司将拥有氢氧化锂产能1.3万吨。

得益于下游客户巨大需求拉动，上游开拓锂矿原料供应，资产权属明晰，未来公司锂业务将持续深化发展，为公司创造辉煌业绩。

## 4. 资本运作促使走进军工，探索新材料

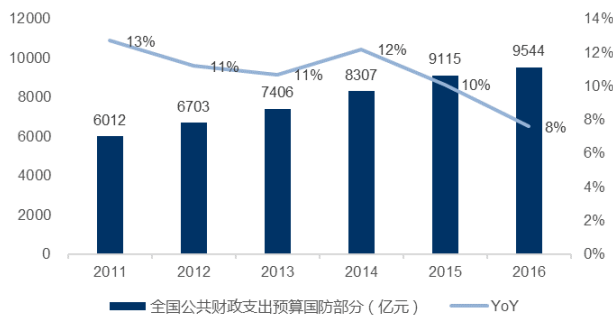
公司坚持“通过兼并重组将企业做大做强”的理念，通过并购重组，不断扩大公司的市场区域，将企业做大做强。公司通过资本运作进入新产业，聚焦于军工行业和新材料行业。

### 4.1 受益于军民融合，进军军工行业

军民融合即指把国防和军队现代化建设深深融入经济社会发展体系之中。2015年，习近平总书记首次提出把军民融合发展上升为中国国家战略，军民融合产业将越来越受到重视。

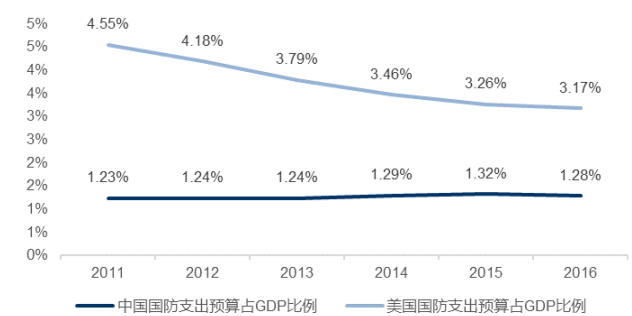
获益于国家战略需求，国防军工产业有很大增长空间。我国国防费用稳定增长，但国防军费占GDP的比重很小，始终在1.3%以下，而美国国防军费比例则在3%之上，远远低于美国。由于近年来中国积极参与国际事务，扮演负责任的大国形象，而目前的国防支出比例无法满足国防军工的需要，因此未来国防军工产业还有很大的增长空间。

图 36：国防预算逐年上升



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 37：中国国防支出比例相对较小，增长空间广阔

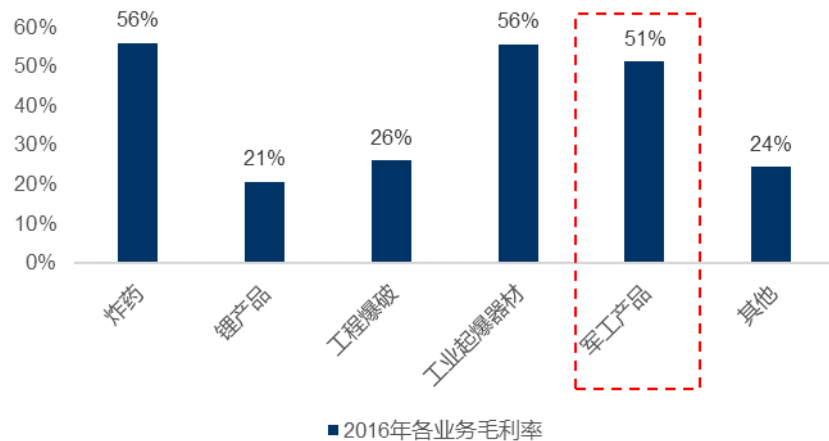


资料来源：WIND，申万宏源研究

顺应国家战略，公司积极发展军工业务。公司已打造拥有蓝狮科技、军品检测中心等军工发展平台，研发制造军用工药剂、点火系统、爆炸切割装置、微机电引信等产品，并提供军用工品检测和仓储物流服务。2016年2月，公司与中云辉资本合作共同设立产业并购基金，投资以军民相融合为主题的军工高端装备、军工信息化、军工新材料等投资方向。同年，公司被认定为四川省50户军民融合型企业大集团，被推选为四川军民融合高技术产业联盟首届副理事长单位。

军工产品毛利率可观，成为一大盈利点。2016年，公司军工业务实现营业收入642.03万元，占营业收入0.41%，毛利328.84万元，毛利率51.22%，尽管业务规模暂时还不小，但毛利率仅次于民爆产品生产的两项传统业务，是公司未来大力发展的新方向之一。

图 38：军工产品毛利率可观，盈利能力强



资料来源：WIND，申万宏源研究

**获得久安芯控股权，进军电子雷管领域。**电子雷管，又称数码电子雷管、数码雷管或工业数码电子雷管，即采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管，适用于精确控制爆破、微差减震爆破、露天台阶深孔爆破等大型复杂环境下的高端爆破工程。电子雷管未来发展空间广阔，《“十二五”规划》中指出：工业雷管向高可靠性、智能型方向发展。

2016年8月，公司收购取得久安芯电子科技有限公司60%的控股权。久安芯在数码电子雷管的核心——芯片的设计、研发、生产、装备与检测等方面具有强大的实力，现有年产1000万发数码电子雷管芯片的生产和测试能力，是我国极少数具备生产电子雷管芯片能力的公司，现已成为集团重要的军工发展平台之一。

## 4.2 探索新材料，投资气凝胶

**获益于其物理特性，气凝胶应用领域极广。**气凝胶是世界最轻的固体，密度仅为3.55千克每立方米，仅为空气密度的2.75倍，孔隙率可达到99%。由于它的密度极小，用于航空航天方面非常合适，此外在“863”高技术强激光研究，隔热、隔音材料，储能器件等方面都具有重要的应用前景。

表 11：气凝胶的特性及应用

参数	特性	应用
热学	所有固体材料中热导电率最低、轻质、透明	-
密度	超低密度材料	ICF 以及 X 光激光靶
孔隙率	高孔隙率、高比表面积	催化剂、吸附剂、缓释剂、离子交换剂、传感器等
光学	低折射率、透明	Cherenkov 探测器、光波导、低折射率光学材料及其它器件
声学	低声速	声耦合器件
电学	低介电常数、高介电强度、高比表面积	微电子行业中的介电材料、电极、超级电容器
机械	弹性、轻质	高能吸收剂、高速离子捕获剂

资料来源：公司公告，申万宏源研究

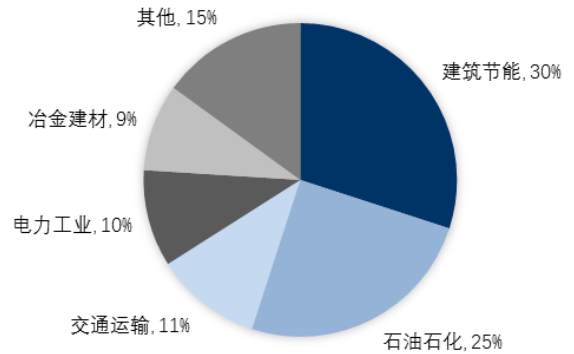
气凝胶是绝佳的工业保温材料。目前主要应用于建筑节能领域，利用其隔热等性能保持建筑内温度，降低能耗，可以节能门窗、管道保温、墙体保温、保温涂料、混凝土添加剂等形式应用。其次可应用于石油石化领域，作为保温材料应用于管道运输等。

图 39：气凝胶形态



资料来源：新材料在线，申万宏源研究

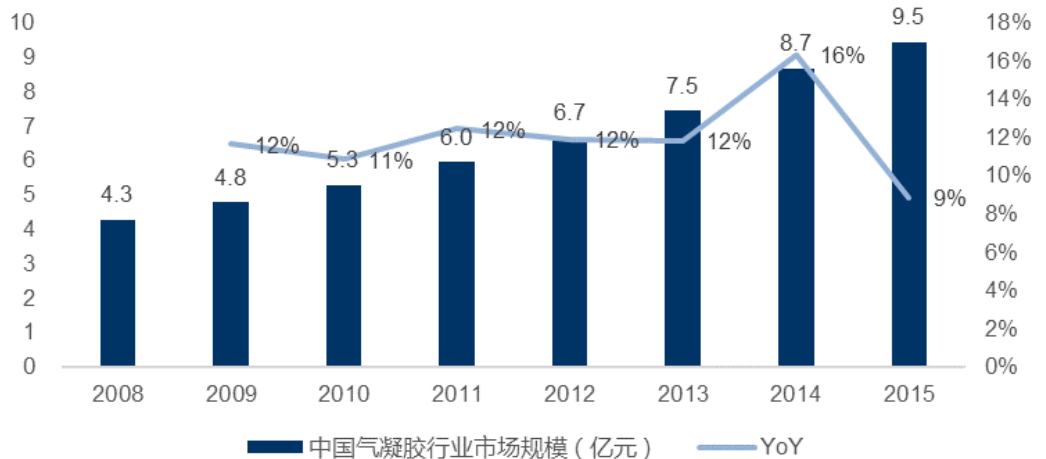
图 40：2019 年国内气凝胶应用占比预测



资料来源：新材料在线，申万宏源研究

气凝胶市场空间广阔，前景可期。2013 年全球气凝胶市场规模约 2.2 亿美元，估计到 2020 年可达 19 亿美元，2014-2020 年预测期内年复合增长率高达 36.4%。中国作为新兴经济体，在市场增长方面将会以快于国际平均水平的速度迅速增加，未来几年将进入快速增长阶段。2015 年中国气凝胶行业市场规模达到 9.45 亿元，较 2014 年同比增长 8.87%。随着国内气凝胶市场将日益成熟，预计到 2020 年市场规模将达 37 亿元，年复合增长率高达 61%。

图 41：2008-2015 中国气凝胶行业市场规模



资料来源：中国产业信息，申万宏源研究

投资澍澎公司，完善新材料产业布局。2016 年 4 月，公司受让澍澎公司部分股东转让的公司 10% 股权，合计持有澍澎公司 15% 的股权。澍澎公司拥有在非超临界条件下制备气凝胶产品的专有技术，与其他采用超临界法生产的气凝胶相比，澍澎公司采用的生产工艺下生产的气凝胶产品较强的成本竞争优势。投资澍澎公司有利于公司分享新材料科技发展领域所带来的红利，提升公司的盈利能力，促进公司经营多元化。

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 核心假设与毛利拆分

假设一：氢氧化锂供需紧张关系持续到 2019 年，17~19 年氢氧化锂价格分别为 14.5、17.5、15.5 万元/吨。公司氢氧化锂布局完善，产能逐步得到释放，17~19 年的产能分别为 1.1、1.4、1.6 万吨。根据可比公司锂盐 16 年的毛利率水平，假设 17~19 年氢氧化锂毛利率分别为 35%、40%、40%。

假设二：工程爆破 17~19 年维持过去三年年均复合增速 20%，毛利率 32%、35%、40%，缓慢恢复到公司历史水平。炸药和工业起爆器材，17~19 年给予 10% 的增速，毛利率维持过去三年平均的 55%。

表 12：毛利拆分表

		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
炸药	营业收入	945	740	720	720	792	871	
	营业成本	447	331	317	324	356	392	
	毛利	498	409	403	396	436	479	
	毛利率	52.7%	55.3%	56.0%	55.0%	55.0%	55.0%	
	收入占比	66%	55%	46%	24%	20%	20%	
	毛利占比	73%	75%	61%	33%	25%	26%	
		营业收入	8	122	347	1595	2450	2480
锂产品	营业成本	9	117	276	1037	1470	1488	
	毛利	-1	5	72	558	980	992	
	毛利率	-	4.13%	20.67%	35.0%	40.0%	40.0%	
	收入占比	1%	9%	22%	54%	61%	58%	
	毛利占比	0%	1%	11%	46%	57%	53%	
		营业收入	201	247	314	377	452	543
	营业成本	142	145	232	256	294	326	
工程爆破	毛利	58	102	82	121	158	217	
	毛利率	29.1%	41.5%	26.0%	32.0%	35.0%	40.0%	
	收入占比	14%	18%	20%	13%	11%	13%	
	毛利占比	9%	19%	12%	10%	9%	12%	
		营业收入	190	162	173	190	209	230
	营业成本	83	90	77	86	94	104	
	毛利	107	72	96	105	115	127	
工业起爆器材	毛利率	56.4%	44.4%	55.6%	55.0%	55.0%	55.0%	
	收入占比	13%	12%	11%	6%	5%	5%	
	毛利占比	16%	13%	15%	9%	7%	7%	
		营业收入	0.00	0.00	6	15	30	60
	营业成本	0.00	0.00	3	8	15	30	
	毛利	0.00	0.00	3	8	15	30	
	毛利率	-	-	51.2%	50.0%	50.0%	50.0%	
军工	收入占比	0%	0%	0%	1%	1%	1%	



	毛利占比	0%	0%	0%	1%	1%	2%
	营业收入	88	72	19	80	80	80
	营业成本	69	114	15	61	61	61
其他	毛利	19	-42	5	19	19	19
	毛利率	22.0%	-	24.4%	24.0%	24.0%	24.0%
	收入占比	6%	5%	1%	3%	2%	2%
	毛利占比	3%	-8%	1%	2%	1%	1%
综合	主营业务收入	1433	1343	1579	2977	4013	4264
	营业成本	751	797	919	1771	2290	2400
	毛利	682	546	660	1206	1723	1864
	毛利率	47.6%	40.7%	41.8%	40.5%	42.9%	43.7%

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 5.2 盈利预测与投资评级

盈利预测：预计公司 17~19 年分别实现营收 29.77、40.13、42.64 亿元，归属于母公司所有者净利润分别为 5.10、6.98、8.17 亿元。

表 13：盈利预测表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1343	1579	2977	4013	4264
营业总成本	1251	1432	2279	2981	3090
营业成本	797	919	1771	2290	2400
营业税金及附加	14	16	30	40	43
销售费用	84	73	119	161	171
管理费用	292	285	357	482	510
财务费用	18	10	6	(3)	(38)
资产减值损失	47	129	(4)	12	3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	71	43	74	82	96
营业利润	163	190	772	1114	1268
营业外收支	2	4	2	3	3
利润总额	165	194	774	1117	1271
所得税	37	46	211	345	368
净利润	128	148	563	771	902
少数股东损益	9	14	53	73	85
归属于母公司所有者的净利润	119	134	510	698	817

资料来源：Wind、申万宏源研究

未来三年公司将充分受益氢氧化锂供需紧张带来的价格提升以及公司自身氢氧化锂的产能布局的有效释放，净利润将迎来爆发式增长，首次覆盖，给予“买入评级”。预计 17~19 年的净利润分别为 5.10/6.98/8.17 亿元，EPS 分别为 0.53/0.73/0.85，PE 分别为 21/15/13 倍。可比公司赣锋锂业和天齐锂业 17 年的平均 PE 达到 30 倍，且可比公司的

市值都比雅化集团规模大很多,所以即使保守给予雅化集团 30 倍估值,则目标价 15.9 块,有 45% 的上升空间,给予“买入”评级。

表 14: 可比公司估值分析

证券代码	证券简称	2017/4/13		EPS			PE		
		收盘价	总市值(亿元)	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002466	天齐锂业	50.8	505.2	1.54	1.91	2.11	33	27	24
002460	赣锋锂业	44.75	336.8	0.62	1.37	1.85	73	33	24
	平均						53	30	24
证券代码	证券简称	收盘价	总市值(亿元)	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002497	雅化集团	10.95	105.1	0.14	0.53	0.73	79	21	15

资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewn@swsresearch.com">xiewn@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。