

民爆主业回暖，加码海内外锂矿资源布局

投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 2017年前三季度实现营业收入 16.87 亿元, 较上年同期增长 52.07%; 归属于上市公司股东的净利润 1.65 亿元, 较上年同期增长 68.79%。公司第三季度实现营业收入 6.59 亿元, 同比增长 67.76%, 实现归母净利润 0.38 亿元, 同比增长 113.62%。同时, 公司预计 2017 年归属上市公司股东净利润变动区间为 2.14-2.68 亿元, 同比增长 60%-100%。
- **资产减值损失冲淡业绩。** 公司第三季度资产减值损失 3850 万元, 而第三季度实现归母净利润 3805 万元, 资产减值损失大幅冲淡业绩。由于子公司经营情况好转, 预计未来资产减值损失将减少。
- **四川国理股权关系理清, 公司进军新能源方向目标明确。** 报告期内, 公司与四川省能源投资集团有限公司 (川能投) 共同收购除雅化集团外其他股东持有的四川国理锂材料有限公司 (国理公司) 剩余 62.75% 的股权, 目前已完成工商变更登记。收购完成之后, 国理公司将分为国理锂盐和国理矿业两个公司。其中雅化集团将共持有国理锂盐 56.26% 的股权和国理矿业 37.25% 股权; 川能投将负责国理矿业的经营, 其将通过与政府沟通协调, 尽快完成李家沟矿的开采和国理矿业的有效运营。
- **加码布局海外锂矿资源, 原料供应得以保障。** 报告期内, 公司拟认购澳大利亚 Core 公司定向发行的 3349 万股股份, Core 公司拥有菲尼斯锂矿 100% 矿权, 矿区大概 400 平方公里, 位于澳大利亚北领地, 由 BP33、Far West、Ahoy 和格兰茨 4 个矿组成, 于 2016 年 8 月开始勘探, 发现了氧化锂品位较高的伟晶岩, 2017 年, 公司对格兰茨地块储量进行勘探, JORC 标准的勘探报告显示该地块资源量为 49.2 万吨, 氧化锂净含量为 0.76 万吨, 推断资源量为 131.2 万吨, 氧化锂净含量为 1.96 万吨, 平均品位 1.5%, 指示加推断资源量为 180.4 万吨, 氧化锂含量为 2.72 万吨。包销协议, 向雅化国际提供锂矿床生产的平均品位在 1.4%-1.6% 的锂矿原矿产品的优先购买权。
- **氢氧化锂大周期即来, 看好公司未来锂产品业绩表现。** 在特斯拉 model 3 将平民化放量、传统车企如宝马等纷纷转型新能源汽车等的带动下, 全球电动化时代已逐步开启。在最新补贴政策引导下, 高能密的三元电池高速发展, 2017 年产能扩张达 56Gwh。随着三元电池的逐步投产, 氢氧化锂的需求将得到大幅提升。同时受益于海外新能源车企多采用三元电池, 上半年我国氢氧化锂出口近

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1579.43	2360.51	3171.22	3778.86
增长率	17.57%	49.45%	34.34%	19.16%
归属母公司净利润 (百万元)	133.81	268.01	468.42	700.93
增长率	12.89%	100.28%	74.78%	49.64%
每股收益 EPS (元)	0.14	0.28	0.49	0.73
净资产收益率 ROE	5.71%	11.50%	16.71%	20.84%
PE	132	66	38	25
PB	6.82	6.59	5.77	4.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

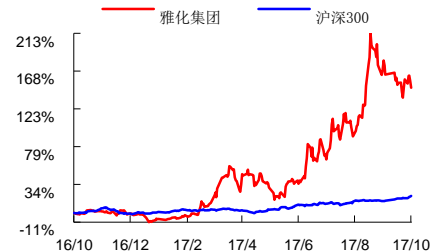
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@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)	8.15
52周内股价区间(元)	6.27-21.89
总市值(亿元)	176.64
总资产(亿元)	40.68
每股净资产(元)	2.56

相关研究

1. 雅化集团 (002497): 业绩高增长, 氢氧化锂有望迅速放量 (2017-04-20)
2. 雅化集团 (002497): 民爆业务稳健上行, 氢氧化锂或迎爆发 (2017-03-31)

8500 吨，同比增长 119%。受益于海内外需求的爆发，氢氧化锂行业有望迎来行业大景气周期。公司拥有 1.2 万吨氢氧化锂产能和 6000 吨碳酸锂产能，将充分受益行业大周期的到来。同时，公司三季度末库存余额为 1.11 亿元，同比增长 53.37%，主要是公司加大锂精矿采购，我们预计原材料供应将得到有效保障，同时可降低原材料成本，低成本的氢氧化锂有望下半年开始放量。



- **民爆业务景气上行，全球布局助力成长。**民爆的主要下游行业如煤炭、铁矿石等产品价格于 2016 年出现回升，带动民爆业务底部回暖。同时 2017 年 1-9 月我国基础设施建设投资完成额近 12.4 万亿，同比增速高达 15.9%，基建助力民爆业务开启景气周期。公司是国内工程爆破资质最齐全、矿山工程服务最配套的民爆一体化服务商之一，同时积极对国内外民爆公司进行整合，已逐步形成覆盖世界的民爆产业布局。在国内，由于民爆企业跨区域经营放开，公司通过金恒集团等公司，利用卡位优势和资源整合优势，已实现对四川、新疆、内蒙等全国 20 多个省市实现覆盖，率先抢占全国市场，提升行业竞争力；对国外，在“一带一路”倡议下，公司加大海外产业布局，已实现对于新西兰红牛公司、澳洲尼德鲁、澳洲卡鲁阿那和澳大利亚西科等公司股权收购，逐步实现全球化精准布局，有望受益于全球经济复苏。此外，公司积极布局渠道，在营销和业务方面进行相应拓展，以提升毛利率水平和爆破工程的收入。我们认为，公司有望充分受益行业回暖带来的红利，民爆业绩有望维持高增长。
- **盈利预测与估值。**由于氢氧化锂业务不达预期，同时考虑公司资产减值损失，我们下调公司业绩预测。充分考虑氢氧化锂业务带来的业绩增量以及民爆行业高景气，我们预计 17-19 年 EPS 分别为 0.28 元、0.49 元、0.73 元，对应动态 PE 分别为 66 倍、38 倍和 25 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**氢氧化锂价格大幅波动的风险、氢氧化锂销量不及预期的风险、民爆业务低于预期的风险。

关键假设：

假设 1：炸药业务因产能新增与民爆行业景气度回升，预计 2017-2019 年毛利率下降，但下降趋势趋缓；工程爆破业务因公司运营重心转移而保持快速发展态势，同时由于下游煤炭、钢铁等价格回升，预计 17-19 年毛利率维持稳定；17-19 年电子雷管每年增加 700 万发，预计 2017-2019 年毛利率将稳步提升，该业务体现在工业起爆器材分类中；军工产品体量较小，放量较快。

假设 2：由于公司上半年锂盐原材料成本较高，所以我们下调全年锂产品业务业绩预期。但考虑到由于今年三元电池大幅扩产 56Gwh，随着三元电池的逐步投产，氢氧化锂需求有望大幅提升带来公司业务量价齐升，叠加公司 17 年 4 月份后开始使用低成本的锂精矿，预计 2018-2019 年锂盐产品毛利率将逐步提升。

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
合计	收入	1,579.43	2,360.51	3,171.22	3,778.86
	增速	17.57%	49.45%	34.34%	19.16%
	成本	919.09	1,483.67	1,906.24	2,089.74
	毛利率	41.81%	37.15%	39.89%	44.70%
炸药	收入	719.53	1,007.34	1,108.08	1,163.48
	增速	-2.8%	40.00%	10.00%	5.00%
	成本	316.89	554.04	609.44	639.91
	毛利率	55.96%	45.00%	45.00%	45.00%
工程爆破	收入	172.91	259.37	337.17	421.47
	增速	6.6%	50.00%	30.00%	25.00%
	成本	76.71	142.65	185.45	231.81
	毛利率	55.64%	45.00%	45.00%	45.00%
工业起爆器材	收入	314.02	486.73	480.00	576.00
	增速	27.2%	55.00%	30.00%	20.00%
	成本	232.28	311.51	302.40	357.12
	毛利率	26.03%	36.00%	37.00%	38.00%
军工	收入	6.42	12.84	19.26	28.89
	增速	-	100.00%	50.00%	50.00%
	成本	3.13	6.29	9.44	14.16
	毛利率	51.25%	51.00%	51.00%	51.00%
锂产品	收入	347.31	574.80	1,207.08	1,569.20
	增速	184.7%	65.50%	110.00%	30.00%
	成本	275.53	454.41	784.60	831.68
	毛利率	20.67%	20.94%	35.00%	47.00%
其他主营业务	收入	19.24	19.44	19.63	19.83
	增速	-73.2%	1.00%	1.00%	1.00%
	成本	14.55	14.77	14.92	15.07
	毛利率	24.38%	24.00%	24.00%	24.00%

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	2360.51	3171.22	3778.86	净利润	147.72	308.01	511.42	745.93
营业成本	919.09	1483.67	1906.24	2089.74	折旧与摊销	75.87	82.82	95.17	99.49
营业税金及附加	16.47	23.61	31.71	37.79	财务费用	10.49	13.78	19.08	16.94
销售费用	72.67	82.62	110.99	132.26	资产减值损失	128.61	60.00	10.00	10.00
管理费用	284.97	354.08	475.68	566.83	经营营运资本变动	189.57	-334.67	-212.97	-178.96
财务费用	10.49	13.78	19.08	16.94	其他	-466.65	-105.00	-55.00	-55.00
资产减值损失	128.61	60.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	85.61	24.94	367.70	638.39
投资收益	43.12	45.00	45.00	45.00	资本支出	31.63	-180.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-131.36	160.56	45.00	45.00
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	-19.44	-5.00	-5.00
营业利润	190.24	387.77	662.51	970.31	短期借款	-119.00	445.78	-91.78	-220.06
其他非经营损益	3.58	13.97	5.86	3.90	长期借款	25.00	7.66	0.00	0.00
利润总额	193.83	401.74	668.37	974.21	股权融资	13.65	0.00	0.00	0.00
所得税	46.10	93.73	156.95	228.28	支付股利	-57.60	-65.03	-130.24	-227.63
净利润	147.72	308.01	511.42	745.93	其他	146.29	-166.60	-19.08	-16.94
少数股东损益	13.91	40.00	43.00	45.00	筹资活动现金流净额	8.33	221.81	-241.09	-464.62
归属母公司股东净利润	133.81	268.01	468.42	700.93	现金流量净额	-9.15	227.31	121.61	168.77
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	354.08	475.68	644.45	成长能力				
应收和预付款项	488.66	860.11	1148.51	1353.93	销售收入增长率	17.57%	49.45%	34.34%	19.16%
存货	208.32	287.48	390.26	420.19	营业利润增长率	16.83%	103.83%	70.85%	46.46%
其他流动资产	88.55	128.70	172.90	206.03	净利润增长率	15.59%	108.50%	66.04%	45.85%
长期股权投资	436.42	436.42	436.42	436.42	EBITDA 增长率	19.82%	75.11%	60.37%	39.91%
投资性房地产	18.73	18.38	18.38	18.38	获利能力				
固定资产和在建工程	707.74	819.49	788.89	753.97	毛利率	41.81%	37.15%	39.89%	44.70%
无形资产和开发支出	797.81	784.03	770.25	756.47	三费率	23.31%	19.08%	19.10%	18.95%
其他非流动资产	367.13	251.13	250.33	249.54	净利率	9.35%	13.05%	16.13%	19.74%
资产总计	3240.14	3939.81	4451.62	4839.38	ROE	5.71%	11.50%	16.71%	20.84%
短期借款	16.06	461.84	370.06	150.00	ROA	4.56%	7.82%	11.49%	15.41%
应付和预收款项	267.81	547.43	727.58	798.75	ROIC	7.55%	13.99%	19.90%	26.28%
长期借款	25.00	32.66	32.66	32.66	EBITDA/销售收入	17.51%	20.52%	24.49%	28.76%
其他负债	341.97	218.43	260.69	279.04	营运能力				
负债合计	650.84	1260.36	1390.99	1260.44	总资产周转率	0.52	0.66	0.76	0.81
股本	960.00	960.00	960.00	960.00	固定资产周转率	2.97	3.70	4.19	5.10
资本公积	378.47	378.47	378.47	378.47	应收账款周转率	5.80	6.25	5.73	5.44
留存收益	898.10	1101.08	1439.27	1912.57	存货周转率	5.92	5.98	5.63	5.16
归属母公司股东权益	2389.40	2439.56	2777.74	3251.05	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	239.89	282.89	327.89	资本结构				
股东权益合计	2589.30	2679.45	3060.64	3578.94	资产负债率	20.09%	31.99%	31.25%	26.05%
负债和股东权益合计	3240.14	3939.81	4451.62	4839.38	带息债务/总负债	6.31%	39.23%	28.95%	14.49%
					流动比率	1.64	1.41	1.70	2.27
					速动比率	1.27	1.16	1.39	1.90
					股利支付率	43.04%	24.26%	27.80%	32.48%
					每股指标				
					每股收益	0.14	0.28	0.49	0.73
					每股净资产	2.70	2.79	3.19	3.73
					每股经营现金	0.09	0.03	0.38	0.66
					每股股利	0.06	0.07	0.14	0.24
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	276.61	484.37	776.76	1086.73					
PE	132.00	65.91	37.71	25.20					
PB	6.82	6.59	5.77	4.94					
PS	11.18	7.48	5.57	4.67					
EV/EBITDA	62.05	36.14	22.26	15.55					
股息率	0.33%	0.37%	0.74%	1.29%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn