

锂盐产能大幅扩张、坐享行业景气周期

投资要点

- **事件:** 公司公告于2017年11月20日审议通过《关于锂产业扩能规划暨启动第一期年产2万吨电池级碳酸锂(氢氧化锂)生产线建设项目的议案》, 同意公司未来锂产业的扩能规划并正式启动第一期2万吨碳酸锂(氢氧化锂)生产线建设。
- **产能将大幅扩张, 锂盐业务得以进一步夯实。** 公司目前具有锂盐权益产能1.33万吨, 其中氢氧化锂9920吨和碳酸锂3360吨。按照公司最新产能规划, 公司拟按年产4万吨电池级碳酸锂(氢氧化锂)生产线进行规划, 该扩能计划拟按两期进行建设, 第一期年产2万吨电池级碳酸锂(氢氧化锂)项目拟于今年内全面启动建设, 目前项目建设前期准备工作正在筹备中; 第二期年产2万吨电池级碳酸锂(氢氧化锂)生产线建设项目公司将于未来建设。随着公司一期项目投产之后, 公司锂盐权益产能将扩张至3.33万吨, 大幅增长150.4%。按照公司预测, 一期项目满产后, 保守估计将为公司带来营业收入增量25亿元, 净利润增量4亿元, 公司锂盐业务业绩将大幅增长, 从而使该业务得以进一步夯实。
- **锂盐有望长期量价齐升。** 据中汽协数据显示, 2017年1-10月, 新能源汽车产销分别完成51.7万辆和49万辆, 比上年同期分别增长45.7%和45.4%, 2017年全年有望实现70万辆的销售目标。同时, 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。新能源汽车的快速放量带动锂盐(碳酸锂和氢氧化锂)需求的爆发, 但供给端受到上游资源紧缺、锂盐扩产和认证周期较长的限制, 造成锂盐供需失衡, 从而导致锂盐有望长期出现量价齐升。根据百川资讯数据, 碳酸锂价格自2017年5月份开始上涨, 已从12.0万/吨上涨34.6%, 至目前的16.2万/吨。
- **看好公司锂盐业绩表现。** 公司目前拥有1.33万吨锂盐权益产能, 将充分受益于行业的大景气周期。此外, 公司持续加码上游资源布局, 低成本锂盐有望放量。目前公司已与澳洲银河签订锂精矿供应协议; 同时公司收购澳大利亚Core Exploration公司定向发行的3400万股, 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7600吨, 推断资源量为13.12万吨, 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18.04万吨, 氧化锂含量为2.72万吨。公司就菲尼斯锂项目合作及获得Core公司锂矿包销权达成意向, 按照包销协议, 将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。海外锂矿资源的持续布局, 将有效保障公司原材料供应, 且原材料成本有望下降, 低成本的锂盐已于下半年开始放量。
- **盈利预测与估值。** 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, 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50倍、29倍和19倍。考虑未来几年锂资源仍具备稀缺属性, 给予一定估值溢价, 给予2018年35倍估值(可比公司估值方面, 按照wind一致预期, 赣锋锂业2017年38倍估值和天齐锂业2017年32倍估值), 对应目标价17.2元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 锂盐价格大幅波动、锂盐销量不及预期、民爆业务低于预期等风险。

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	100	50	29	19
PB	5.18	5.00	4.38	3.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

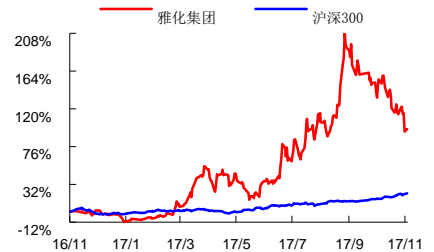
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

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

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihaiy@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)	134.02
总资产(亿元)	40.86
每股净资产(元)	2.62

相关研究

1. 雅化集团(002497): 民爆主业回暖, 加码海内外锂矿资源布局 (2017-10-29)
2. 雅化集团(002497): 业绩高速增长, 氢氧化锂有望迅速放量 (2017-04-20)
3. 雅化集团(002497): 民爆业务稳健上行, 氢氧化锂或迎爆发 (2017-03-31)

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，预计公司 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，预计公司 2017-2019 年毛利率维持稳定。预计公司 2017-2019 年电子雷管每年将增加 700 万发，且毛利率将稳步提升，该业务体现在工业起爆器材分类中。军工产品体量较小，预计放量较快。

假设 2：考虑到今年三元电池大幅扩产 56Gwh，随着三元电池的逐步投产，氢氧化锂供需格局优异，有望量价齐升，预计 2017-2019 年氢氧化锂含税均价将分别为 15 万/吨、17 万元/吨和 18 万元/吨。此外，由于公司 2017 年 4 月份后开始使用低成本的锂精矿，预计公司 2018-2019 年锂盐产品毛利率将逐步提升，分别为 35%和 47%。

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)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		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)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		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	0.12	0.19
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	276.61	484.37	776.76	1086.73					
PE	100.15	50.00	28.61	19.12					
PB	5.18	5.00	4.38	3.74					
PS	8.49	5.68	4.23	3.55					
EV/EBITDA	46.64	27.34	16.77	11.63					
股息率	0.45%	0.51%	0.91%	1.43%					

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
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
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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