

民爆、锂产业双轮驱动公司业绩上涨

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年半年报, 上半年实现营业收入 13.6 亿元, 同比增长 32.7%; 实现归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 21.2%。
- **民爆、锂产业双主, 上半年业绩大幅提升。** 公司上半年民爆业务与锂业务收入分别同比增 67.3%、40.6%。爆破业务方面, 受益于爆破业务转型成效显著, 爆破业务整体发展迅速。2018 年上半年, 销售炸药 77183 吨, 同比增长 17.7%; 销售雷管 3759 万发, 同比增长 3.7%。锂业务方面, 公司拓展锂矿资源储备, 生产线技改逐步到位, 经营规模持续扩大。2018 年公司从银河锂业采购不低于 10 万吨锂辉石精矿, 同比增约 25%。
- **锂资源量长期拥有保证, 未来业绩可期。** 公司目前锂资源来源有三大主要渠道。
 (1) 公司已与银河锂业续签未来五年锂精矿采购协议, 2018、2019 采购量不低于 10 万吨, 2020-2022 采购量不低于 12 万吨。
 (2) 公司参股子公司下属子公司德鑫矿业预计 2018 年内开始建设李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目, 该项目短期对公司业绩无影响, 但长期来看有利于提升公司锂资源量。
 (3) 公司目前持有澳大利亚 Core 公司 9.4% 股份, 包销锂业发展未来菲尼斯项目的 DSO 锂矿, 对 Core 其他锂矿项目的锂矿拥有优先合作权。
- **下半年碳酸锂价格有望探底企稳。** 根据锂业分会统计, 2018 年全球锂需求将达到 26.06 万吨, 同比增速为 14.4%; 截止 2017 年底, 国内生产商总共具备 25 万吨碳酸锂当量的锂盐加工产能。目前锂盐产品整体市场供需处于紧平衡局面。随着下游新能源汽车行业需求进一步提高, 且 2018 年全球主要锂资源公司新项目投产有限, 下半年碳酸锂价格有望探底企稳。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.40 元、0.47 元、0.57 元, 对应 PE 分别为 23 倍、19 倍和 16 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 锂盐价格或大幅波动、重点在建项目进度或不及预期的风险。

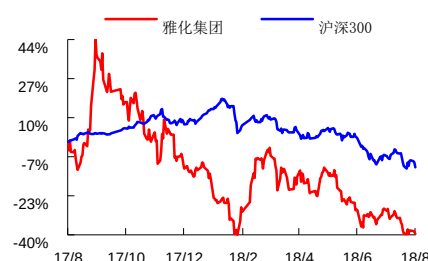
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2358.50	3245.64	4036.08	4902.10
增长率	49.33%	37.61%	24.35%	21.46%
归属母公司净利润 (百万元)	238.33	381.00	450.96	546.25
增长率	78.11%	59.86%	18.36%	21.13%
每股收益 EPS (元)	0.25	0.40	0.47	0.57
净资产收益率 ROE	9.48%	13.90%	14.43%	15.21%
PE	37	23	19	16
PB	3.10	2.84	2.49	2.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-57631191
 邮箱: lg@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)	9.07-21.89
总市值(亿元)	87.65
总资产(亿元)	47.41
每股净资产(元)	2.77

相关研究

1 公司概况：上市民爆企业，锂业务发展迅速

公司主要业务包括民爆和锂业务两个板块，同时还不断拓展海外、运输、军工业务。

（1）民爆业务主要涵盖民爆产品的生产与销售、工程爆破服务等。民爆产品的生产与销售：民爆产品的生产与销售是公司传统产业，通过近年来的不断拓展，已形成分布于中国四川、内蒙、山西、新疆以及新西兰、澳大利亚等地的生产基地，可为用户提供品种齐全、规格配套的工业炸药、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爆产品，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、爆炸加工及国防建设等领域。

表 1：公司爆破子公司国内布局

内蒙古			山西	新疆	四川						
84.54%	62.01%	56.02%	51%	55%	63.72%	51%	93.47%	100%	100%	100%	100%
柯达	资盛	佳成	金恒	雅化	盛达	雅化	凯达	绵阳	雅化	三台	旺苍
化工	民爆	爆破	化工	哈密	民爆	恒泰	化工	实业	爆破	化工	化工

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：公司爆破子公司国外布局

澳大利亚			新西兰
100%	100%	100%	100%
亚尼德鲁	卡鲁阿那	西科公司	红牛矿服

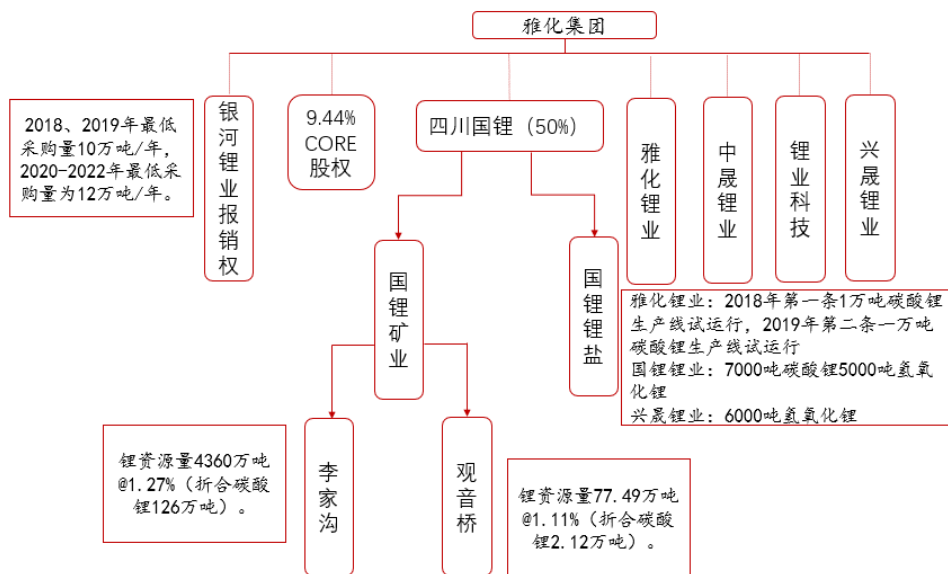
数据来源：公司公告，西南证券整理

（2）锂业务方面主要涵盖上游锂资源的保障，中游碳酸锂、氢氧化锂等基础锂盐产品的生产与销售。

上游锂资源的保障：公司通过与澳洲银河锂业签署了五年的锂精矿采购协议，为公司未来五年锂盐生产提供了矿源基本保障，同时，公司通过参股澳大利亚 CORE 公司并获得其锂矿包销权，与川能投合作开发李家沟锂辉石矿，为公司锂产业未来持续发展提供锂矿资源支撑。

基础锂盐产品加工：公司下属公司兴晟锂业、四川国理为碳酸锂、氢氧化锂等锂盐产品的生产企业，通过近年来的市场拓展，已建立了稳定的销售渠道，形成了稳定的下游客户群；雅安锂业公司新建的 2 万吨碳酸锂（氢氧化锂）生产线建设项目将在更大范围和更深层次上提升锂盐产品的生产技术和生产能力，为国际国内客户提供更优质的锂盐产品奠定了坚实的基础。

图 1：公司锂资源布局情况

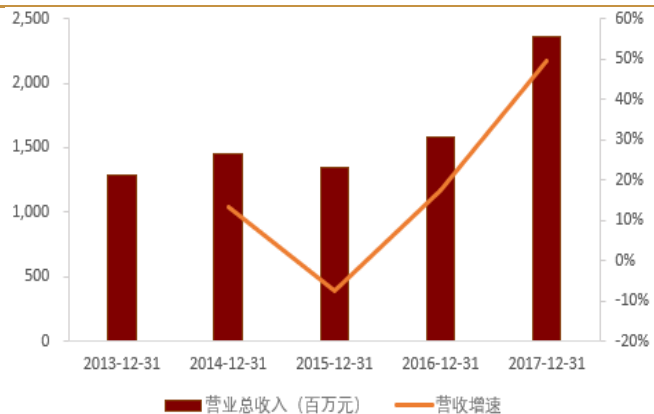


数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司业绩：锂业务迅速发展，业绩整体大幅增加

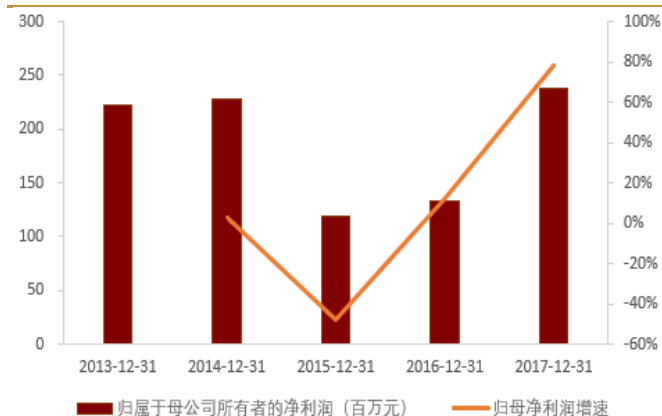
2016、2017 年公司业绩大幅增长，营收同比增长 17.57%、49.33%；归母净利润同比增长 12.89%、78.11%。

图 2：公司 2013-2017 年营业收入



数据来源：WIND，西南证券整理

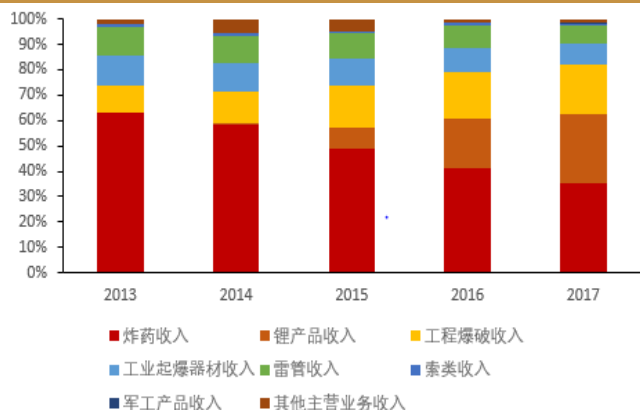
图 3：公司 2013-2017 年归母净利润



数据来源：WIND，西南证券整理

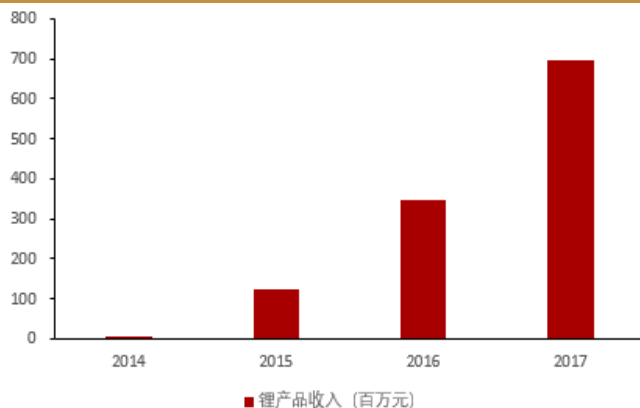
自 2014 年开始，公司锂业务从无到有，快速发展。锂业务收入占公司总营业收入的比例稳步上升，2017 年，锂业务收入占总收入的比例已达到 27.3%。

图 4：公司 2013-2017 各项业务占比情况



数据来源：WIND，西南证券整理

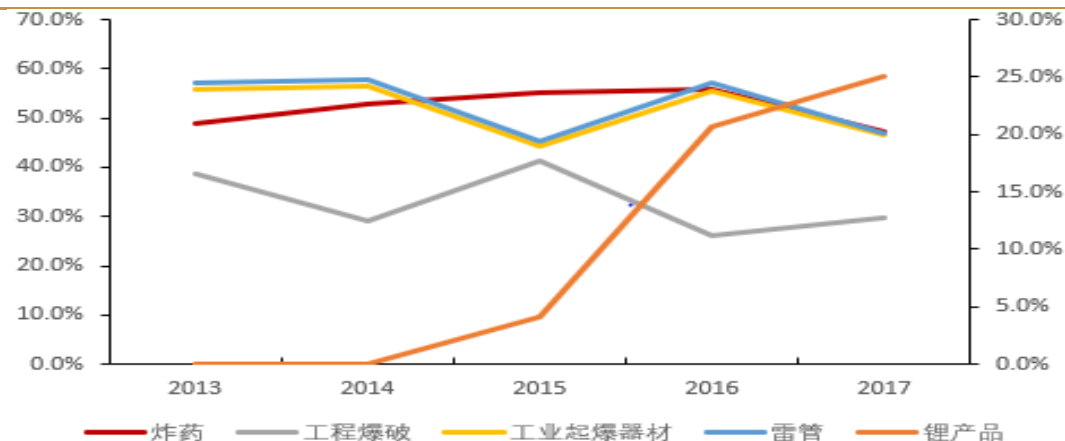
图 5：公司 2014-2017 年锂业务收入



数据来源：WIND，西南证券整理

公司主要产品毛利率稳定，随着锂业务的发展，锂产品毛利率有上升的趋势。

图 6：公司重要业务毛利率水平



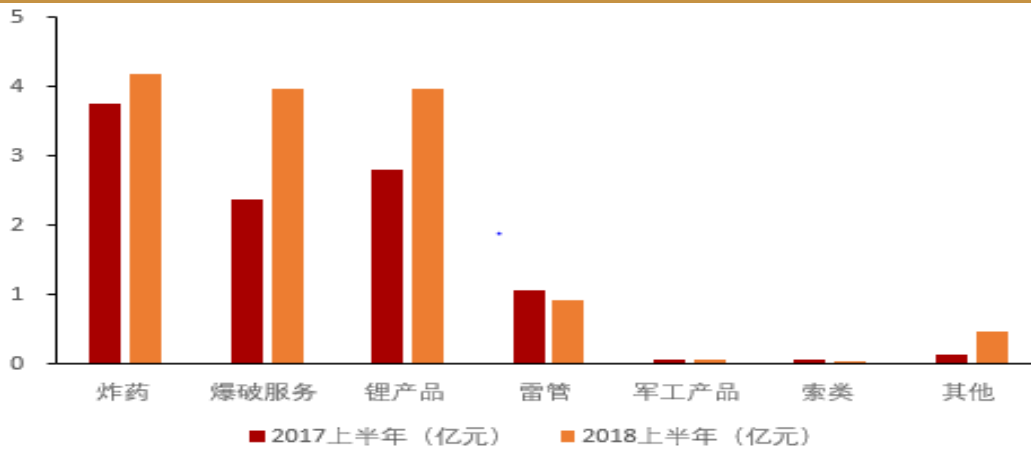
数据来源：Wind，西南证券整理

3 2018 年上半年业绩分析：主要业务业绩均大幅提升

2018 年上半年实现营业收入 13.6 亿元，同比增长 32.7%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 21.2%。

（1）民爆、锂产业双主，上半年业绩大幅提升：公司上半年业绩民爆业务与锂业务收入分别同比增 67.33%、40.55%。爆破业务方面，受益于爆破业务转型成效显著，爆破业务整体发展迅速。2018 年上半年，销售炸药 77183 吨，同比增长 17.67%；销售雷管 3759 万发，同比增长 3.73%。锂业务方面，公司拓展锂矿资源储备，生产线技改逐步到位，经营规模持续扩大。2018 年公司从银河锂业采购不低于 10 万吨锂辉石精矿，同比增约 25%。

图 7：17、18 年上半年各项业务收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

（2）**锂资源量长期拥有保证，未来业绩可期。**公司目前锂资源来源有三大主要渠道。

①公司已与银河锂业续签未来五年锂精矿采购协议，2018、2019 采购量不低于 10 万吨，2020-2022 采购量不低于 12 万吨。②公司参股子公司下属子公司德鑫矿业预计 2018 年内开始建设李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目，该项目短期对公司业绩无影响，但长期来看有利于提升公司锂资源量。③公司目前持有澳大利亚 Core 公司 9.44%股份，包销锂业发展未来菲尼斯项目的 DSO 锂矿，对 Core 其他锂矿项目的锂矿拥有优先合作权。

4 盈利预测与估值

关键假设：

公司主营业务分为民爆行业、锂行业两大板块。

假设 1：公司 2018-2020 年炸药毛利率较为稳定，分别为 47.0%、46.5%、46.0%。

假设 2：2018 年从银河锂业采购锂精矿对应碳酸锂约 12500 吨。

假设 3：2018-2020 年锂加工产品毛利率稳定，分别为 29%、29%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
炸药	收入	904.57	1085.5	1194.0	1313.4
	增速	25.7%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	47.3%	47.0%	46.5%	46.0%
锂加工产品	收入	697.81	1116.5	1563.1	2110.2
	增速	100.9%	60.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	25.1%	29.0%	29.0%	30.0%
工程爆破	收入	504.09	730.9	913.7	1050.7
	增速	60.5%	45.0%	25.0%	15.0%
	毛利率	29.8%	33.0%	33.0%	33.0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
雷管	收入	188.42	235.5	270.9	311.5
	增速	20.8%	25.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	46.8%	46.5%	45.5%	45.5%
索类	收入	11.68	11.8	11.9	12.0
	增速	-31.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	43.0%	44.0%	45.0%	45.0%
军工产品	收入	20.97	25.2	30.2	36.2
	增速	226.64%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	48.6%	50.0%	50.0%	50.0%
其它主营业务	收入	30.96	40.2	52.3	68.0
	增速	60.8%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	22.7%	22.0%	21.0%	20.0%
合计	收入	2358.5	3245.6	4036.1	4902.1
	增速	49.3%	37.6%	24.4%	21.5%
	毛利率	36.6%	37.3%	36.3%	36.0%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 32.5、40.4、49.0 亿元，归母净利润分别为 3.8、4.5、5.5 亿元，EPS 分别为 0.40、0.47、0.57 元，对应 PE 分别为 23、19、16 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002466.SZ	天齐锂业	39.03	2.46	3.24	4.02	15.8801	12.0437	9.7126
002460.SZ	赣锋锂业	31.51	2.06	2.59	3.04	15.2754	12.1679	10.3522
平均值						15.58	12.11	10.03
002497.SZ	雅化集团	9.13	0.40	0.47	0.57	23.00	19.44	16.05

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2358.50	3245.64	4036.08	4902.10	净利润	268.24	428.81	507.55	614.79
营业成本	1494.53	2034.33	2571.36	3139.27	折旧与摊销	179.26	128.49	128.49	128.49
营业税金及附加	21.82	30.03	37.35	45.36	财务费用	39.80	30.27	25.30	14.69
销售费用	92.95	127.91	159.07	193.20	资产减值损失	55.60	35.00	35.00	35.00
管理费用	370.26	509.54	633.63	769.59	经营营运资本变动	-429.10	-216.08	-208.53	-256.47
财务费用	39.80	30.27	25.30	14.69	其他	67.72	-79.30	-77.30	-74.80
资产减值损失	55.60	35.00	35.00	35.00	经营活动现金流净额	181.53	327.19	410.51	461.70
投资收益	39.78	41.00	41.00	41.00	资本支出	-321.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	135.86	41.00	41.00	41.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-185.83	41.00	41.00	41.00
营业利润	335.15	519.55	615.37	746.00	短期借款	762.12	20.25	-270.97	-311.22
其他非经营损益	0.59	3.38	3.59	3.75	长期借款	36.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	335.73	522.94	618.96	749.75	股权融资	11.24	0.00	0.00	0.00
所得税	67.49	94.13	111.41	134.95	支付股利	-48.00	-47.67	-76.20	-90.19
净利润	268.24	428.81	507.55	614.79	其他	-746.98	-155.95	-25.30	-14.69
少数股东损益	29.91	47.81	56.59	68.55	筹资活动现金流净额	15.04	-183.37	-372.47	-416.10
归属母公司股东净利润	238.33	381.00	450.96	546.25	现金流量净额	7.97	184.82	79.04	86.60
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	139.75	324.56	403.61	490.21	成长能力				
应收和预付款项	744.79	1006.37	1243.86	1528.08	销售收入增长率	49.33%	37.61%	24.35%	21.46%
存货	431.16	592.57	751.17	916.32	营业利润增长率	76.17%	55.02%	18.44%	21.23%
其他流动资产	50.18	69.05	85.87	104.29	净利润增长率	81.58%	59.86%	18.36%	21.13%
长期股权投资	648.46	648.46	648.46	648.46	EBITDA 增长率	100.36%	22.39%	13.39%	15.60%
投资性房地产	18.04	18.04	18.04	18.04	获利能力				
固定资产和在建工程	970.65	897.97	825.30	752.63	毛利率	36.63%	37.32%	36.29%	35.96%
无形资产和开发支出	965.92	911.18	856.45	801.72	三费率	21.33%	20.57%	20.27%	19.94%
其他非流动资产	373.59	372.51	371.43	370.35	净利率	11.37%	13.21%	12.58%	12.54%
资产总计	4342.53	4840.73	5204.19	5630.09	ROE	9.48%	13.90%	14.43%	15.21%
短期借款	778.18	798.43	527.46	216.24	ROA	6.18%	8.86%	9.75%	10.92%
应付和预收款项	392.48	554.21	696.84	845.43	ROIC	13.07%	15.95%	17.52%	19.58%
长期借款	61.66	61.66	61.66	61.66	EBITDA/销售收入	23.50%	20.90%	19.06%	18.14%
其他负债	280.04	340.80	401.25	465.17	营运能力				
负债合计	1512.37	1755.10	1687.21	1588.51	总资产周转率	0.62	0.71	0.80	0.90
股本	960.00	960.00	960.00	960.00	固定资产周转率	3.20	3.57	4.83	6.43
资本公积	389.72	389.72	389.72	389.72	应收账款周转率	6.12	5.78	5.65	5.56
留存收益	1089.10	1422.43	1797.19	2253.25	存货周转率	4.63	3.94	3.81	3.75
归属母公司股东权益	2564.49	2772.15	3146.91	3602.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.22%	—	—	—
少数股东权益	265.67	313.48	370.07	438.62	资本结构				
股东权益合计	2830.17	3085.63	3516.98	4041.58	资产负债率	34.83%	36.26%	32.42%	28.21%
负债和股东权益合计	4342.53	4840.73	5204.19	5630.09	带息债务/总负债	55.53%	49.01%	34.92%	17.49%
					流动比率	1.02	1.26	1.64	2.15
					速动比率	0.70	0.89	1.15	1.50
					股利支付率	20.14%	12.51%	16.90%	16.51%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.40	0.47	0.57
					每股净资产	2.95	3.21	3.66	4.21
					每股经营现金	0.19	0.34	0.43	0.48
					每股股利	0.05	0.05	0.08	0.09
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	554.21	678.32	769.16	889.17					
PE	36.78	23.00	19.44	16.05					
PB	3.10	2.84	2.49	2.17					
PS	3.72	2.70	2.17	1.79					
EV/EBITDA	16.33	13.10	11.09	9.15					
股息率	0.55%	0.54%	0.87%	1.03%					

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悉范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn