



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

民爆为盾，锂业为矛

—— 雅化集团（002497.SZ）深度报告

2020 年 10 月 08 日

娄永刚 首席分析师

黄礼恒 资深分析师

雅化集团：民爆为盾，锂业为矛

2020年10月8日

本期内容提要：

- ◆ **民爆+锂产业双主业驱动。**公司成立于2001年，前身是创立于1952年的四川省雅安化工厂，2010年上市，传统主业为民爆器材生产及工程爆破服务，目前为四川省民爆器材生产龙头。2013年，公司通过收购四川国理公司部分股权介入锂盐业务，后通过并购和新建产能发展为国内二线锂业龙头。公司未来将继续坚持民爆和锂产业双主业发展。
- ◆ **二线锂业龙头，加快扩产步伐。**公司锂业板块主要由四川国理公司、兴晟锂业和雅安锂业负责运营，目前拥有年产能氢氧化锂3.2万吨、碳酸锂6000吨，另有2万吨氢氧化锂生产线已启动建设安排，公司在行业周期底部加快了扩产步伐。同时，公司拥有德鑫矿业控制的李家沟锂矿的优先采购权，同时与银河锂业、CORE公司签署了锂精矿包销协议，为资源安全供应提供了有效保障。另外，公司积极拓展海外客户，以期尽快切入国际电池厂商及车企供应链，一旦通过国际龙头电池厂商认证并签订供货协议，公司的锂盐产品销量和盈利水平将有很大提升。
- ◆ **夯实民爆业务，强化区域龙头地位。**公司为四川省内规模最大的民爆器材生产企业，在国内拥有四川、山西和内蒙古三个生产基地，在海外拥有新西兰、澳大利亚等两大生产基地。因公司主要生产点位于国家西部大开发地区，加之区域内水利和矿产资源丰富，民爆市场空间相对较大且具备一定成本优势。近年来民爆企业加紧并购整合的步伐，行业逐步呈现以优势企业为龙头的区域化发展、产业集中度提高和以爆破技术服务为主的发展格局，公司将通过整合当地小产能强化区域龙头地位。公司民爆产业未来的增量主要来自于工程爆破业务，同时川藏铁路建设有望为公司带来较大的业务增量。
- ◆ **锂价有望继续反弹。**随着国内新能源汽车销量逐步恢复至同比正增长，锂盐企业库存持续去化，锂盐厂议价能力不断提升，在此情况下，企业通过提价扭转亏损局面的意愿强烈，9月底碳酸锂价格有所反弹，我们认为碳酸锂价格反弹短期可持续，反弹至5-6万元是比较合理且上下游企业均可接受的水平。同时，欧洲新能源车销量快速增长，将有效支撑高端氢氧化锂价格。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**结合公司产能释放节奏和行业发展情况，预计公司2020-2022年EPS分别为0.31、0.52、0.82元/股，对应当前股价的PE分别为31x、18x、11x。考虑公司未来业绩增长主要来自锂盐业务，我们选取赣锋锂业和威华股份为可比公司，根据Wind，可比公司2021年PE均值为58x，公司估值明显低于可比公司估值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**公司积极拓展海外客户、锂价反弹、民爆业务业绩提升。
- ◆ **风险因素：**新能源汽车需求增长不及预期或锂市场供给释放超预期导致锂价继续下跌；公司海外客户认证进度低预期或新增锂盐产能释放进度低预期。

证券研究报告

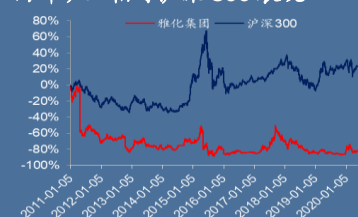
公司研究——深度研究

雅化集团（002497.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次覆盖

西部矿业相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.9.30）

收盘价（元）	9.47
52周内股价波动区间（元）	5.73-12.41
最近一月涨跌幅（%）	1.18
总股本（亿股）	9.57
流通A股比例（%）	88.33
总市值（亿元）	90.66

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

姜永刚 金属&新材料行业
首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业
资深分析师

执业编号：S1500520040001

邮箱：huangliheng@cindasc.com

重要财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位: 百万元				
营业收入	3196.74	3010.99	4292.35	5374.97
增长率 (%)	4%	-6%	43%	25%
归母净利润	71.68	296.12	493.14	789.66
增长率 (%)	-61%	313%	67%	60%
EPS (元/股)	0.07	0.31	0.52	0.82
市盈率 (P/E)	103.77	30.62	18.38	11.48
市净率 (P/B)	2.63	2.81	2.34	1.86

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 09 月 30 日

目 录

投资聚焦	1
核心推荐逻辑	1
与市场不同之处	1
民爆+锂产业双主业驱动	2
坚守民爆，发展锂业	2
2020 年上半年公司业绩实现较大幅度增长	3
二线锂盐龙头，加快扩产步伐	6
通过并购逐步进军锂行业	6
通过签订包销协议保证锂矿资源供应	7
继续扩大氢氧化锂产能规模，积极拓展海外客户	8
夯实民爆业务，强化区域龙头地位	10
公司为四川省民爆器材生产龙头	10
公司民爆产业未来的增量主要来自于工程爆破业务	10
西部基建支撑民爆需求，行业集中度提升龙头受益	13
锂价有望继续反弹	15
盈利预测、估值与投资评级	17
盈利预测及假设	17
估值与投资评级	19
风险因素	19

表 目 录

表 1: 公司锂矿资源保障情况	8
表 2: 近年来公司锂产品产销情况	9
表 3: 公司民爆产品生产许可产能	10
表 4: 盈利预测关键条件假设	18

图 目 录

图 1: 雅化集团股权结构 (截止 2020-06-30)	3
图 2: 公司营业收入情况	4
图 3: 公司归母净利润情况	4
图 4: 公司经营利润率	4
图 5: 公司各产品毛利率	4
图 6: 公司主营产品营收结构 (万元)	5
图 7: 公司主营产品毛利结构 (万元)	5
图 8: 公司费用率	5
图 9: 公司资产负债率	5
图 10: 雅化集团子公司业务情况	7
图 11: 公司锂盐产品盈利情况 (万元)	9
图 12: 公司锂盐产品价格和成本 (万元/吨)	9
图 13: 公司工业炸药销售情况 (万吨, 元/吨)	11
图 14: 公司工业炸药盈利情况 (万元)	11
图 15: 公司工业雷管销售情况 (万发, 元/发)	12
图 16: 公司工业雷管盈利情况 (万元)	12
图 17: 公司工业索类销售情况 (万米, 元/米)	12
图 18: 公司工业索类盈利情况 (万元)	12
图 19: 公司 2019 年民爆产品销售区域分布	13
图 20: 公司工程爆破服务盈利情况 (万元)	13
图 21: 中国固定资产投资完成额累计值 (亿元)	14
图 22: 中国民爆生产企业生产总值及增速	14
图 23: 锂价走势	15
图 24: 中国新能源汽车销量 (万辆)	15
图 25: 中国碳酸锂产量 (吨)	16
图 26: 中国碳酸锂销量 (吨)	16
图 27: 中国氢氧化锂产量 (吨)	16
图 28: 中国氢氧化锂销量 (吨)	16
图 29: 中国碳酸锂生产商库存 (吨)	17
图 30: 中国氢氧化锂生产商库存 (吨)	17

投资聚焦

核心推荐逻辑

二线锂业龙头，加快扩产步伐，积极拓展海外客户。公司锂业板块主要由四川国理公司、兴晟锂业和雅安锂业负责运营，目前拥有年产能氢氧化锂 3.2 万吨、碳酸锂 6000 吨，另有 2 万吨氢氧化锂生产线已启动建设安排，公司在行业周期底部加快了扩产步伐。同时，公司拥有德鑫矿业控制的李家沟锂矿的优先采购权，同时与银河锂业、CORE 公司签署了锂精矿包销协议，为资源安全供应提供了有效保障。另外，公司积极拓展海外客户，以期尽快切入国际电池厂商及车企供应链，一旦通过国际龙头电池厂商认证并签订供货协议，公司的锂盐产品销量和盈利水平将有很大提升。

夯实民爆业务，强化区域龙头地位。公司为四川省内规模最大的民爆器材生产企业，在国内拥有四川、山西和内蒙古三个生产基地，在海外拥有新西兰、澳大利亚等两大生产基地。因公司主要生产点位于国家西部大开发地区，加之区域内水利和矿产资源丰富，民爆市场空间相对较大且具备一定成本优势。近年来民爆企业加紧并购整合的步伐，行业逐步呈现以优势企业为龙头的区域化发展、产业集中度提高和以爆破技术服务为主的发展格局，公司将通过整合当地小产能强化区域龙头地位。公司民爆产业未来的增量主要来自于工程爆破业务，同时川藏铁路建设有望为公司带来较大的业务增量。

锂价有望继续反弹。随着国内新能源汽车销量逐步恢复至同比正增长，锂盐企业库存持续去化，锂盐厂议价能力不断提升，在此情况下，企业通过提价扭转亏损局面的意愿强烈，9 月底碳酸锂价格有所反弹，我们认为碳酸锂价格反弹短期可持续，反弹至 5-6 万元是比较合理且上下游企业均可接受的水平。同时，欧洲新能源车销量快速增长，将有效支撑高端氢氧化锂价格。

与市场不同之处

民爆业务提供稳定现金流且维持一定幅度增长。由于民爆业务有一定的运输半径，因此公司的区域龙头优势明显，可保证民爆业务业绩稳定，为公司提供稳定持续的现金流，平滑锂业务的周期波动带来的公司业绩波动。另外，公司可借助西部大开发带动的基建投资，维持民爆业务产值持续增长。

锂盐业务提供较大的成长空间和估值弹性。由于锂离子电池处于快速成长期，因此公司锂盐业务的成长空间更大。公司可通过不断扩大锂盐产能及拓展海外客户来提升市场份额，在锂行业周期上行阶段业绩有望快速增长。另外，锂电行业也具备充足的估值弹性。

民爆+锂产业双主业驱动

坚守民爆，发展锂业

雅化集团由雅化有限整体变更设立，雅化有限成立于 2001 年，前身是创立于 1952 年的四川省雅安化工厂。60 多年来，公司历经国有企业改制、并购扩张、公司上市、产业拓展，现有 60 余个全资和控股子公司，分布于中国四川、内蒙、山西、云南、青海、福建、贵州、香港等省区和新西兰、澳大利亚等国家。公司具有 60 多年民爆器材生产经营历史，2010 年公司于深交所上市，2013 年涉足锂产业。

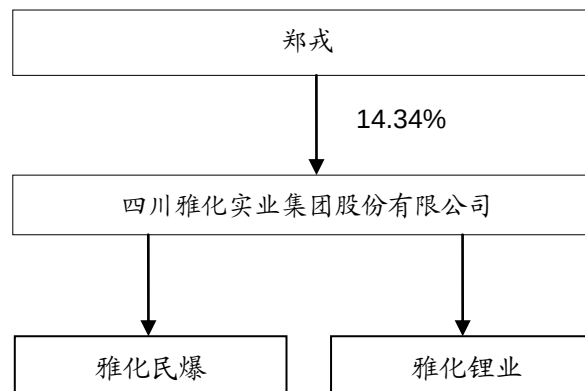
目前公司主要从事民爆器材制造及爆破业务（雅化民爆）和锂矿采选基础锂盐制造业务（雅化锂业）两大板块业务。

雅化民爆创立于 1952 年，现有 20 个民爆生产点，主要分布在中国四川、山西、内蒙等矿产资源丰富和水利交通开发集中区域以及新西兰、澳大利亚等国家，具有广阔的市场空间和发展前景。主要生产工业炸药、工业雷管、工业导爆索、工业导爆管等民用爆破器材，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、石油勘探、爆破加工及国防建设等领域。具有完善的危险品运输、仓储系统，产品销售和服务范围覆盖中国全境及亚洲、非洲、欧洲、大洋洲各个国家。

雅化锂业专业从事锂矿采选与基础锂盐制造业务，参股目前探明并取得采矿权证的亚洲最大锂辉石矿—李家沟锂辉石矿，折合氧化锂资源量达 51 万吨。公司具有李家沟锂矿优先供应权、参股澳大利亚 Core 公司并签订锂矿承购协议、与澳大利亚银河资源签订锂精矿承购协议，具有锂资源保障优势。现有锂业科技、国理锂业、中晟锂业、兴晟锂业、雅安锂业等 5 家业务公司，拥有年产能氢氧化锂 32000 吨、碳酸锂 6000 吨、磷酸二氢锂 2500 吨、锰酸锂 1000 吨，另有 20000 吨氢氧化锂生产线已启动建设安排。

公司第一大股东和实际控制人均为郑戎女士，持有公司股权 14.34%。

图 1: 雅化集团股权结构 (截止 2020-06-30)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

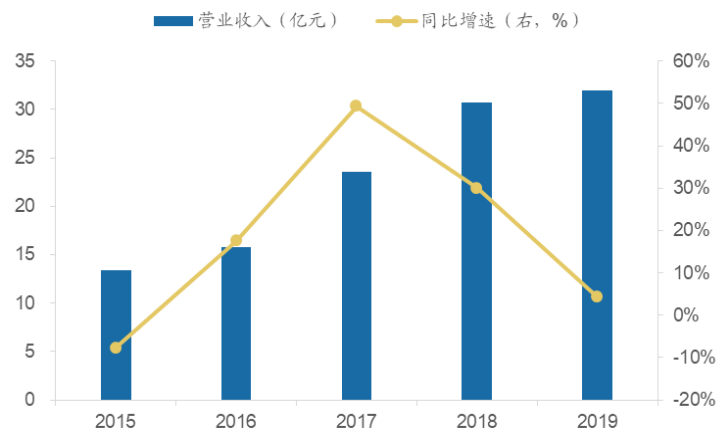
2020 年上半年公司业绩实现较大幅度增长

公司主要盈利业务是民爆产品、工程爆破服务和锂产品, 民爆产品和工程爆破盈利能力较为稳定, 业绩保持稳定的增长, 而锂产品受锂价周期波动影响, 盈利波动也比较大。2017 年公司归母净利为 2.38 亿元, 达到上市以来的业绩最高点, 主要因为锂价大幅上涨以及公司锂盐产品销量提升所致。2017 年之后, 公司业绩逐年下滑, 除了民爆产品毛利率下滑之外, 锂价下跌是主要因素。

2020 年上半年, 受新冠肺炎疫情的影响, 公司民爆行业与锂行业经营均受到了不同程度的冲击。面对严峻的疫情和复杂的国际形势, 公司积极应对, 采取各种措施有效推动各项工作, 取得了较好的成效, 实现营业收入 12.92 亿元, 同比下降 17.76%; 实现归母净利 1.31 亿元, 同比增长 12.87%; 销售毛利率提升至 31%。

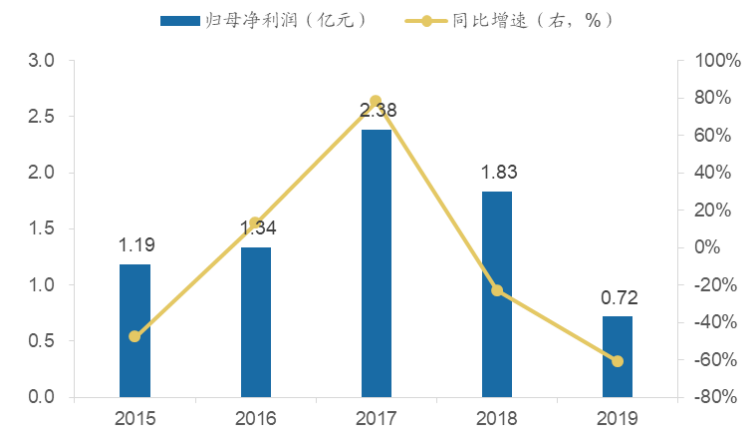
2020 年上半年, 虽然公司工业炸药和工业雷管的销量同比略有小幅下降, 但仍好于全国平均水平, 同时公司通过调整产品结构和优化市场布局, 使公司民爆产品销售收入同比增长了 2.12%, 增速远高于全国平均水平。另外在疫情及供求关系的双重影响下, 公司锂业务业绩有所下滑, 但目前锂行业下游市场正在逐步恢复, 预计下半年市场将得到一定的改善。

图 2: 公司营业收入情况



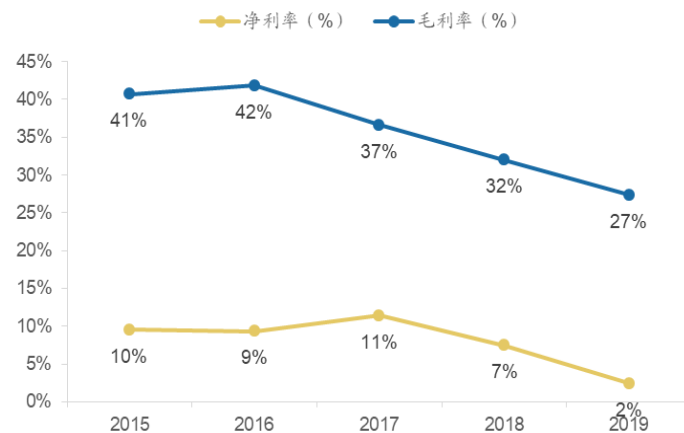
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 公司归母净利润情况



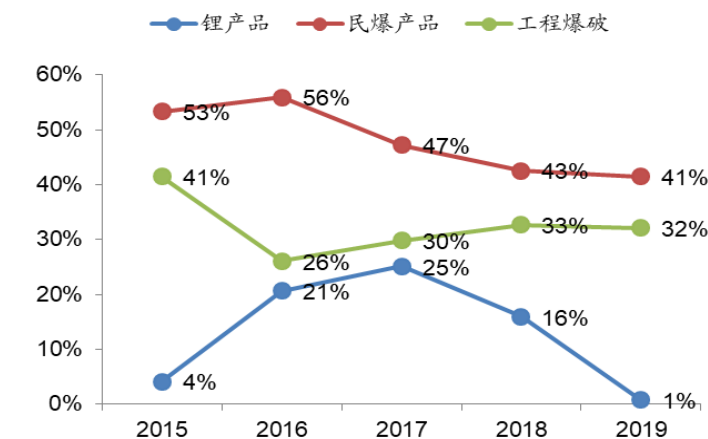
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司经营利润率



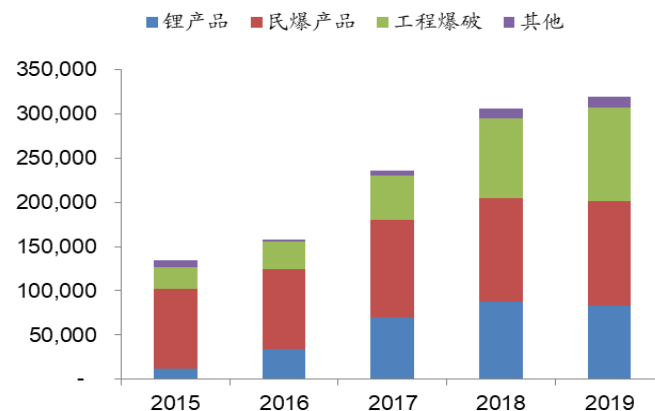
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司各产品毛利率



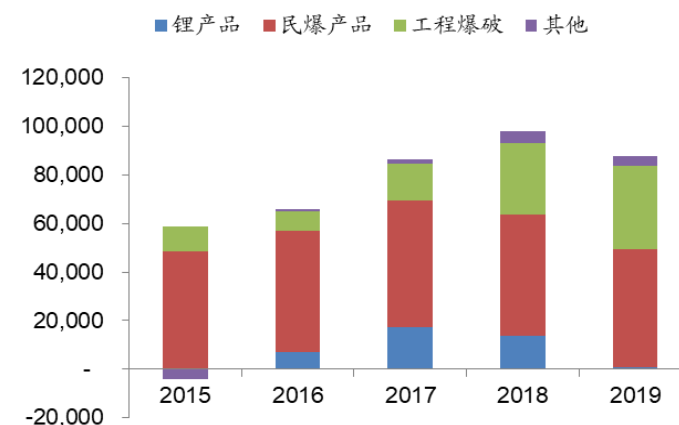
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 公司主营产品营收结构 (万元)



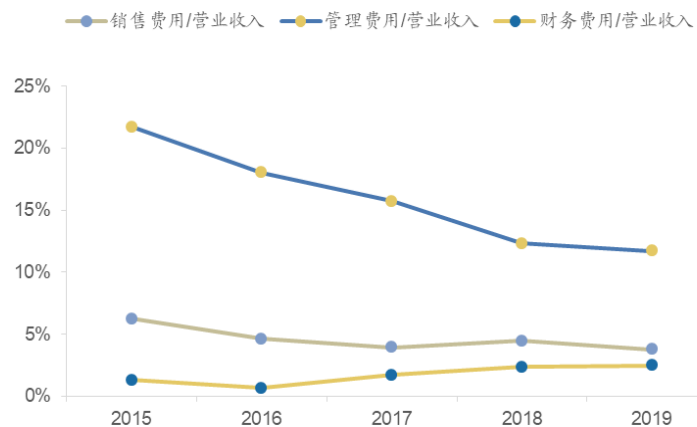
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 公司主营产品毛利结构 (万元)



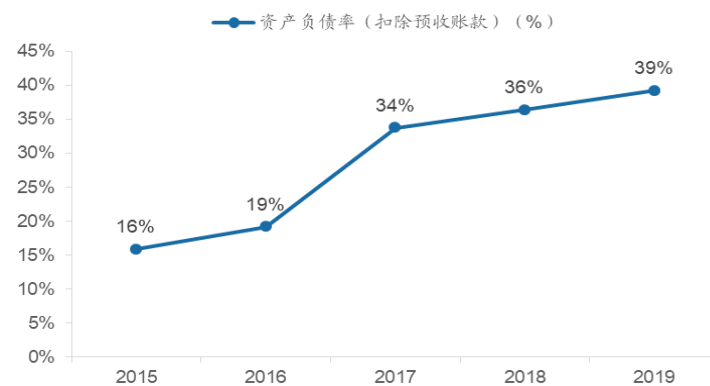
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 公司费用率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 公司资产负债率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二线锂盐龙头，加快扩产步伐

通过并购逐步进军锂行业

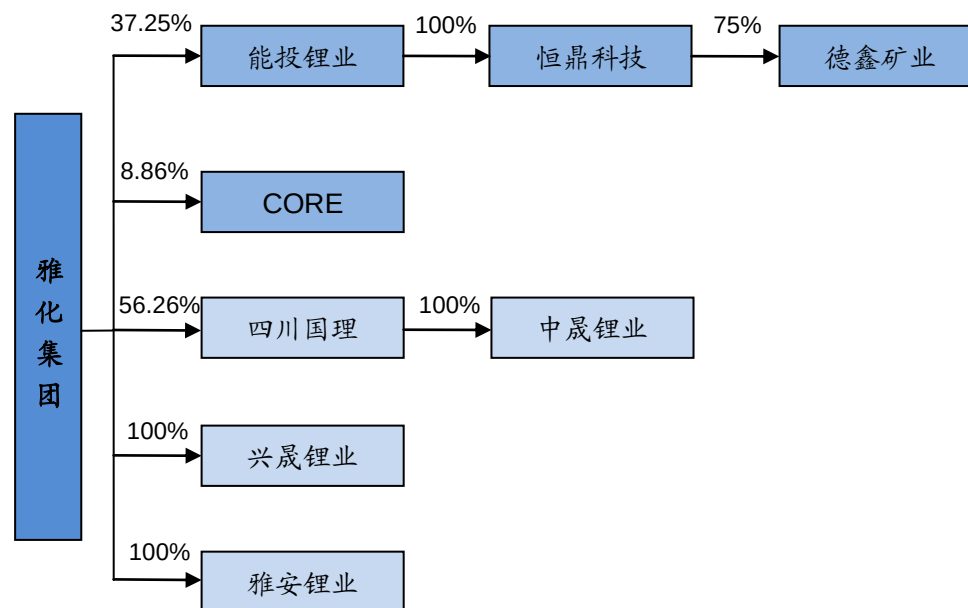
2013 年，公司以自有资金向国理公司增资的方式取得增资后的国理公司 37.25%的股权，总出资额 3 亿元，成为国理公司的第一大股东。国理公司本次增资扩股所筹集的资金主要用于支付收购四川恒鼎锂业科技 100%的股权对价，恒鼎科技下设德鑫矿业、阿坝恒鼎锂盐两个全资子公司，其中德鑫矿业拥有已探明锂资源储量约 51.21 万吨（折氧化锂）的李家沟锂辉石矿的采矿权。国理公司成立于 2007 年 1 月 8 日，是专业从事锂铷铯盐系列产品的应用技术研究和生产及销售的专业性综合公司，拥有中晟锂业、新砦建材、安泰矿业三家全资子公司。

2014 年，公司完成兴晟锂业 100%的股权收购。

2017 年，公司与川能投以自筹资金共同收购国理公司除雅化集团外其他股东所持 62.75%的股权，并将国理公司存续分立为国理锂盐公司和国理矿业公司两个独立的法人主体，2018 年完成存续分立工作，实现公司控股经营四川国理锂材料有限公司（雅化集团持股 56.26%、川能投持股 43.74%）、川能投控股经营四川能投锂业有限公司（雅化集团持股 37.25%、川能投持股 62.75%）。国理锂材控制全资子公司中晟锂业和新砦建材，能投锂业通过全资子公司恒鼎科技控制四川德鑫矿业 75%的股权和恒鼎锂盐 100%的股权。

2017 年，公司设立了全资子公司雅安锂业，并启动第一期年产 2 万吨电池级碳酸锂（氢氧化锂）项目建设。该项目于 2020 年建成投产，并启动了二期 2 万吨电池级氢氧化锂项目。

图 10：雅化集团子公司业务情况



锂矿资源

公司拥有德鑫矿业控制的李家沟锂矿的优先采购权，同时与银河资源、CORE 公司签署了包销协议。

锂盐冶炼

国理公司及旗下中晟锂业拥有锂盐产能：碳酸锂 6000 吨、氢氧化锂 6000 吨；兴晟锂业拥有 6000 吨氢氧化锂产能；雅安锂业拥有 2 万吨氢氧化锂产能，拟再建 2 万吨氢氧化锂产能。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

通过签订包销协议保证锂矿资源供应

为保证锂产品主要原材料锂精矿资源供应渠道，公司与银河锂业签署了 5 年期（2018 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 31 日）锂精矿采购协议，近期公司公告双方将履行期限延长 3 年至 2025 年 12 月 31 日，协议规定银河锂业向雅化国际供应的产品为锂辉石精矿，2020 年度供应量不低于 4.5 万吨；2021 年-2025 年每个合同年度供应量不低于 12 万吨，超出 12 万吨时，在同等条件下雅化国际有优先购买权。银河锂业拥有西澳 Mt Cattlin 锂辉石矿 100% 股权，拥有矿石资源量 1670 万吨，平均氧化锂品位 1.2%，目前锂精矿年产能 22 万吨。

同时，公司参股子公司四川能投锂业下属四川德鑫矿业拥有李家沟锂辉石矿采矿权，能投锂业持股比例为 75%。李家沟锂辉石矿是目前探明并取得采矿权证的亚洲最大锂辉石矿，截至 2020 年 3 月末共探获矿石资源量 4,036 万吨，折合氧化锂资源

量 51.2 万吨，氧化锂品位 1.3%，矿山服务年限为 38 年。根据公司年报，李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目（可年产 18 万吨的 5.5% 锂精矿和 60 吨的钽铌精矿，锂精矿回收率 80%）于 2019 年 1 月开工建设，总投资 11.51 亿元，预计于 2021 年 5 月建成投产，公司拥有李家沟锂矿的优先包销权，未来李家沟锂辉石矿资源的开采将成为公司锂业务长期的资源保障。

另外，公司全资子公司雅化国际持有澳大利亚 CORE 公司 8.86% 的股权，并于 2019 年 3 月与 CORE 公司全资子公司锂业发展签署了关于锂精矿的《承购协议》，从锂矿床商业化生产开始至 2023 年 11 月 30 日，雅化国际将向锂业发展购买至少 30 万干吨约 6% 的锂精矿；在锂矿床开始投产后，雅化国际每年将购买 7.5 万干吨（上下浮动不超过 10%）的锂精矿，亦将成为公司未来锂盐生产原材料保障渠道之一。

表 1: 公司锂矿资源保障情况

锂矿	公司持股	矿石资源量 (万吨)	Li ₂ O 品位	锂精矿年产能 (万吨)	包销权	开采状态
银河锂业 (Mt Cattlin)	无	1670	1.2%	22	2021-2025 年每年包销不低于 12 万吨锂精矿	正常开采
李家沟锂矿	28%	4036	1.3%	18	拥有优先包销权	矿山建设
CORE	8.86%	180	1.5%		投产后每年包销 7.5 万吨锂精矿	矿山建设

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

继续扩大氢氧化锂产能规模，积极拓展海外客户

公司锂业板块主要由四川国理公司、兴晟锂业和雅安锂业负责运营，主要发展以锂盐为核心的锂产业链中上游业务。国理公司、兴晟锂业是国内较早开始锂盐生产的企业，业务涵盖氢氧化锂制备、电池级高纯度碳酸锂提纯、电池正极材料前驱体磷酸二氢锂的生产以及产品销售等全链条。国理公司及旗下中晟锂业拥有锂盐年产能：碳酸锂 6000 吨、氢氧化锂 6000 吨；兴晟锂业拥有 6000 吨氢氧化锂年产能；雅安锂业年产 2 万吨电池级碳酸锂（氢氧化锂）生产线目前已正式全面投产。2020 年 4 月 30 日，公司发布关于非公开发行 A 股股票预案的公告称，拟将非公开发行股票数量不超过 28,700 万股，拟募集资金总额不超过 15 亿元，所募集资金扣除发行费用后，拟将用于建设年产 2 万吨电池级氢氧化锂、1.1 万吨氯化锂及其制品项目和补充流动资金。公司继续扩大氢氧化锂产能规模。

公司 2019 年锂盐产量为 6662 吨，销量为 11725 吨，销量远大于产量主要因为公司外购了部分工业级碳酸锂进行深加工导致。

表 2: 近年来公司锂产品产销情况

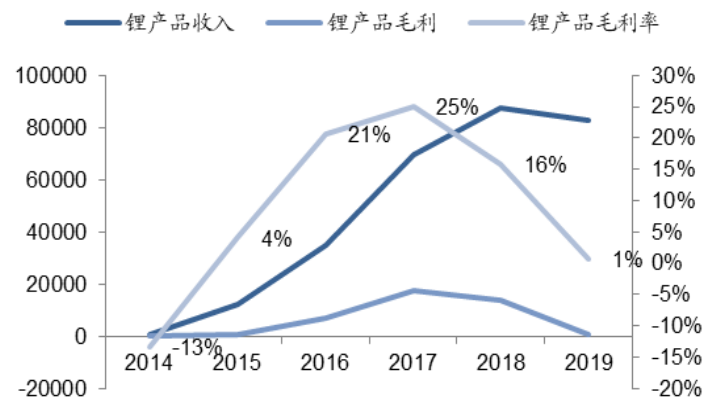
(吨/年、吨)	2017	2018	2019	2020Q1
有效产能	6000	11000	11000	11000
产量	4362	5122	6662	2444
外购量	928	1322	7071	347
销量	5531	7044	11725	2479

资料来源: 2020 年公司可转债评级报告, 信达证券研发中心

2014-2017 年, 公司锂盐产品随着锂价持续上涨, 毛利率不断提升, 最高至 25%, 2018 年后又随着锂价开始下滑, 目前碳酸锂产品基本处于盈亏平衡线或微亏状态, 氢氧化锂略有盈利。另外, 公司锂盐产品产销量随着市场需求扩大不断提升, 但总体产能利用率始终偏低, 主要因为老产线比较落后导致产量较低。过去两年公司也不断地进行技改, 但随着市场需求和锂价下滑, 公司采取以销定产的业务模式, 目前锂盐产能利用率仍处于较低水平。

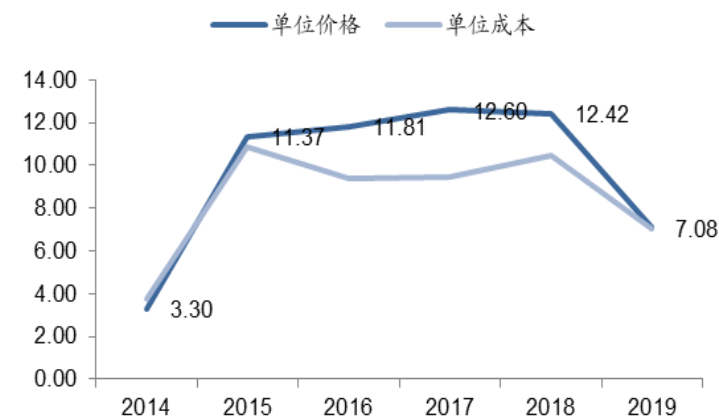
随着雅安锂业 2 万吨氢氧化锂新产线投产, 公司积极拓展海外客户, 以期尽快切入国际电池厂商及车企供应链, 一旦通过国际龙头电池厂商认证并签订供货协议, 公司的氢氧化锂产品销量和盈利水平将会有较大提升。

图 11: 公司锂盐产品盈利情况 (万元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 12: 公司锂盐产品价格和成本 (万元/吨)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

夯实民爆业务，强化区域龙头地位

公司为四川省民爆器材生产龙头

公司的民爆产业链贯穿研发、生产、销售、配送、使用等全过程，可为客户提供全方位的服务。公司拥有齐全的产品品种，是中国民爆行业产品品种最为齐全的企业之一。同时公司为四川省内规模最大的民爆器材生产企业，在国内拥有四川、山西和内蒙古三个生产基地，在海外拥有新西兰、澳大利亚等两大生产基地。因公司主要生产点位于国家西部大开发地区，加之区域内水利和矿产资源丰富，民爆市场空间相对较大且具备一定成本优势。受益于新疆区域公司股权转让后划出的 0.25 万吨/年工业炸药产能重新转回内蒙古区域公司，带动 2019 年末工业炸药产能增至 22.8 万吨/年；其他民爆产品产能保持稳定。

目前民爆行业产能审批尚未放开，生产仍有瓶颈，同时民爆行业集中度较高，区域龙头尤其是形成地域定价话语权的企业有望实现保持民爆器材价格的相对稳定。公司在四川省内具备区域龙头优势，可以有效控制民爆产品价格和成本，并通过整合当地小产能扩大产能规模 and 市场份额。

表 3: 公司民爆产品生产许可产能

民爆产品	2017	2018	2019	2020Q1
工业炸药（万吨/年）	22.60	22.55	22.80	22.80
工业雷管（万发/年）	17,950	17,950	17,950	17,950
工业索类（万米/年）	13,000	13,000	13,000	13,000

资料来源：2020 年公司可转债评级报告，信达证券研发中心

公司民爆产业未来的增量主要来自于工程爆破业务

公司民爆业务继续实行“以销定产”的模式，受益于产能扩张以及市场拓展力度加大，近几年民爆产品产销量均有不同程度的增长；2020 年 Q1，新冠疫情等因素导致下游需求不足，加之开工率较低，产销量整体大幅下降，但 Q2 随着疫情缓和以及国家基建投资力度加大，下游需求快速恢复。2020 年上半年，全国民爆生产企业工业炸药销量 193.97 万吨，同比下降 3.56%；工业雷管销量为 4.17 亿发，同比减少 20.18%。同期公司工业炸药和工业雷管的销量同比也略有下降，但总体好于全国平均水平，同时公司通过调整产品结构和优化市场布局，使公司民爆产品销售收入同比增长了 2.12%，增速远高于全国平均水平。

另外，随着国家发改委放开民爆器材产品的出厂价，市场竞争日趋激烈，近几年公司工业炸药和工业索类销售均价和毛利率均有所下滑；而受益于工业雷管产品结构的调整，价格较高的数码电子雷管销售占比增加带动工业雷管毛利率有所回升。

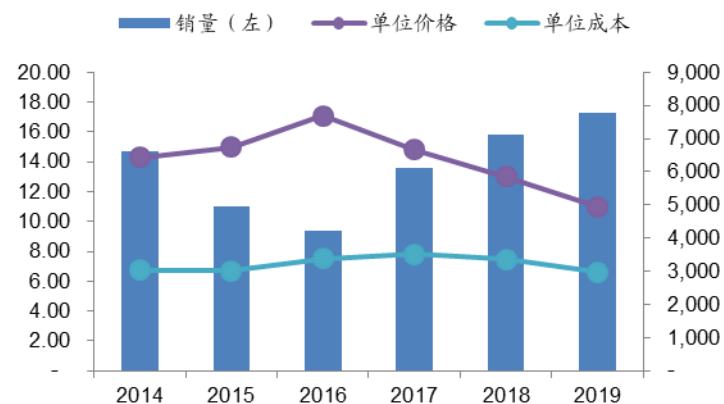
公司民爆业务生产基地大多布局于国家西部大开发的中心地带，该等区域拥有丰富的水利和矿产资源。在经济新常态和供给

侧改革的大背景下，各地政府必将全力推进重点项目的建设，特别是在铁路、公路、水利、机场以及其他基础设施建设方面必将加大投入，以尽快实现区域经济的转型升级，这些举措必将为这些地区未来民爆产品市场需求带来巨大潜力，也为公司业绩持续增长提供区位上的天然优势。另一方面，随着市场竞争的进一步加剧，公司通过前瞻布局，在积极维护区域市场稳定的基础上，通过大力开发传统区域外市场和对接大型终端客户，市场空间进一步拓展。

公司民爆产业未来的增量主要来自于工程爆破业务。公司在工程爆破服务领域主要承做矿山总承包、一体化爆破业务、钻爆业务、现成混装炸药供应及服务、爆破服务、拆除爆破及其他业务、爆破评估监理及咨询业务，拥有矿山施工总承包一级资质，公路路基工程、隧道工程和土石方工程等专业承包资质，同时拥有爆破安全资质和现场混装炸药生产许可能力。随着在手项目的持续推进，近几年公司工程爆破业务收入稳步增长。公司将依托丰富的工程爆破经验以及行业领先的工程爆破技术，不断拓展业务范围。近年来公司爆破业务均呈较快增长态势，在国家加大铁路、公路以及水利水电等基础设施投资力度的大环境下，公司爆破业务的持续增长将会得到有力保障。

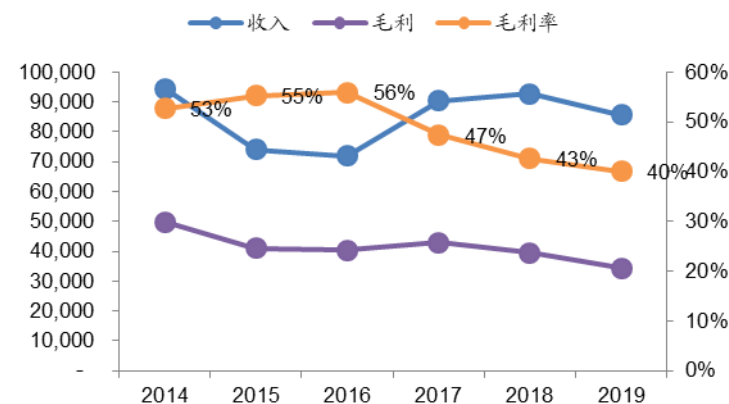
川藏铁路建设有望为公司带来较大的业务增量。川藏铁路实行分段建设，东段为成都经雅安至康定，中段为康定至林芝，西段为拉萨至林芝，其中成都至雅安段已于 2018 年底通车，拉萨至林芝段也于 2020 年 4 月全线贯通。目前重点是中段的建设，发改委近日批复同意新建川藏铁路雅安至林芝段，项目估算总投资约 3198 亿元，新建正线 1011 公里，全线共设 26 座车站。该铁路的桥隧比高达 80% 左右，将带来较大的炸材使用量和爆破服务工程量。该工程覆盖公司传统优势区域，公司将全力参与炸材保供和爆破方案设计工作，有望争取最大的市场份额。

图 13: 公司工业炸药销售情况 (万吨, 元/吨)



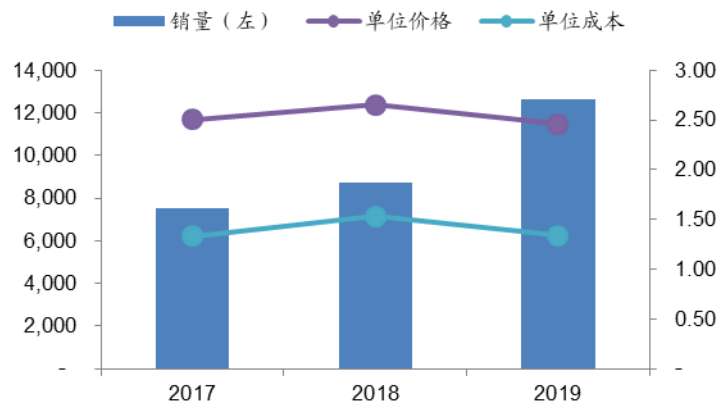
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 14: 公司工业炸药盈利情况 (万元)



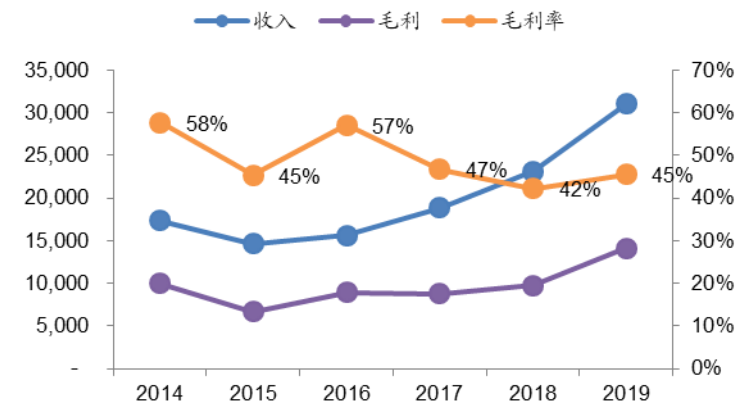
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 15: 公司工业雷管销售情况 (万发, 元/发)



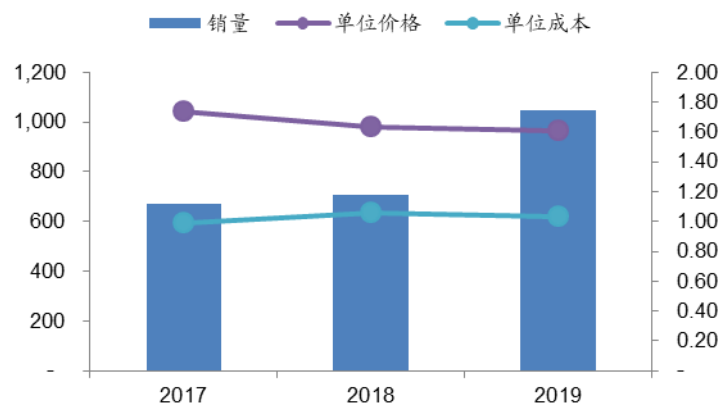
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 16: 公司工业雷管盈利情况 (万元)



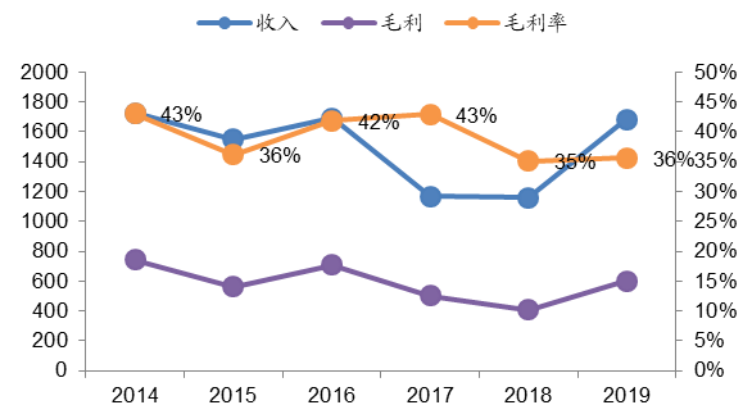
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 17: 公司工业索类销售情况 (万米, 元/米)



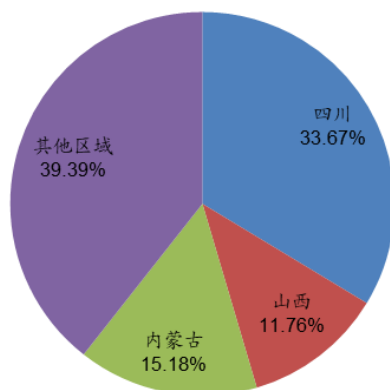
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 18: 公司工业索类盈利情况 (万元)



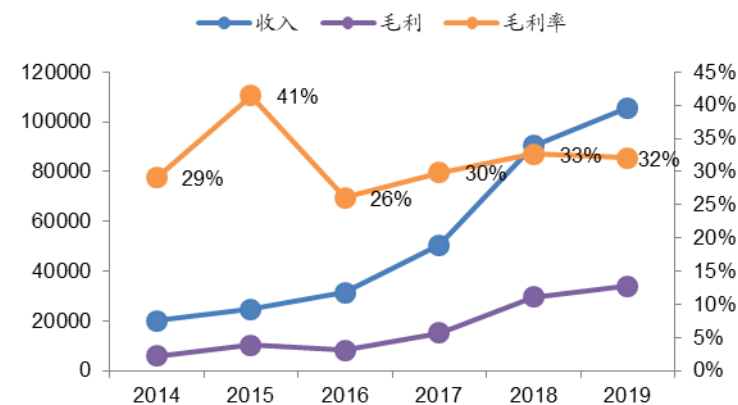
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 19：公司 2019 年民爆产品销售区域分布



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 20：公司工程爆破服务盈利情况（万元）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

西部基建支撑民爆需求，行业集中度提升龙头受益

民爆行业的上游主要为生产所需的硝酸铵、乳化剂和油性材料等原材料供应行业，上述原材料的价格波动对民爆生产企业的利润会造成直接影响。民爆行业下游则主要面向基础设施建设及资源开采等行业需求，下游行业企业需求是否旺盛也将直接影响民爆行业企业的业绩。民爆产品主要应用于煤炭、金属、非金属矿产资源开采和基础设施建设。

由于民爆产品具有高危险性和公共安全等原因，民用爆炸物品的生产、销售、购买、运输、爆破作业均受到国家严格管控，同时民爆产品若远距离运输，势必造成单位成本的急剧上升，因此民用爆炸物品大范围、远距离经营能力受到较大限制，造成了民爆行业较强的地域性。此外，由于自然资源和经济水平差异的原因，水利和矿产资源较丰富的地区以及经济欠发达、基础设施建设不足的地区，对民爆产品的潜在需求通常较为旺盛，这也构成了我国民爆行业区域化特征的另一个方面，即中西部地区的民爆产品市场需求明显高于东部沿海地区。

随着国内产业分工的调整，我国东部沿海地区产业向中西部地区转移步伐加快，在未来几年内，东部沿海、东北以及长三角经济发达地区对民爆产品的需求或将呈现下降态势，而西部地区由于“一带一路”倡议的实施，我国加大对西部基础建设的

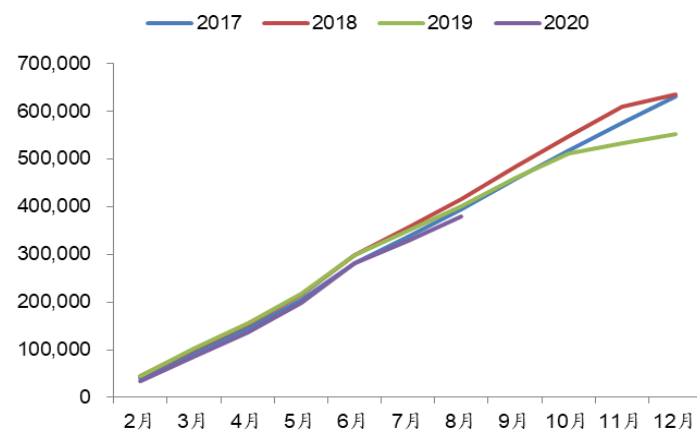
投入，也将为区域内民爆行业发展带来一定正面影响。

2016-2019 年，我国民爆行业企业生产总值逐年增长，增速呈现波动变化趋势。**截至 2019 年末，行业内生产企业累计完成生产总值 332.5 亿元，同比增长 10%。**2020 年上半年，受疫情影响，民爆行业一季度主要统计指标与去年同期相比有所下降，自二季度开始，企业逐渐复工复产，逐步好转，行业总体运行形势平稳、可控。2020 年 1-6 月，民爆生产企业工业炸药累计产、销量分别为 195.10 万吨和 193.97 万吨，同比分别下降 3.70%和 3.56%；工业雷管累计产、销量分别为 4.07 亿发和 4.17 亿发，同比分别减少 22.39%和 20.18%；民爆行业累计实现利润总额 22.67 亿元，同比下降 5.03%。

总体来看，在国家加大基础设施领域补短板力度等政策推动下，近两年我国固定资产投资规模趋稳，增速降幅继续收窄，为民爆行业需求提供有力支撑。

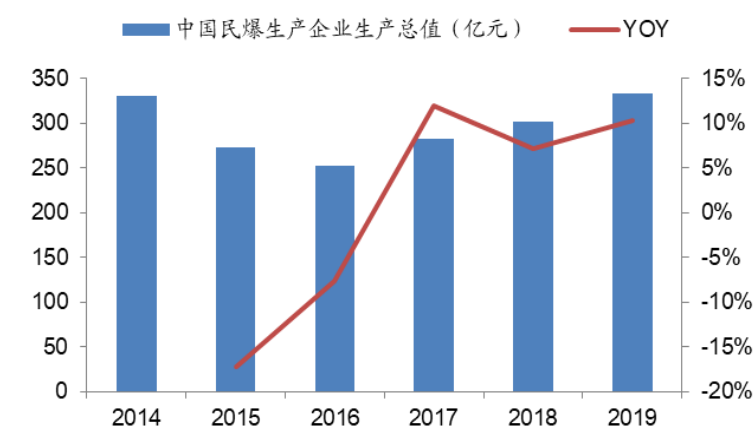
近年来民爆企业加紧并购整合的步伐，行业逐步呈现以优势企业为龙头的区域化发展、产业集中度提高和以爆破技术服务为主的发展格局。民爆企业的重组，将进一步强化我国民爆行业同质化及细分业务整合，能够有效化解同质化经营和无序竞争等问题。在此过程中，具备雄厚资金、业务规模化、产业链完整等优势龙头企业或将保持更强的竞争及抗风险能力。

图 21: 中国固定资产投资完成额累计值 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 中国民爆生产企业生产总值及增速



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 信达证券研发中心

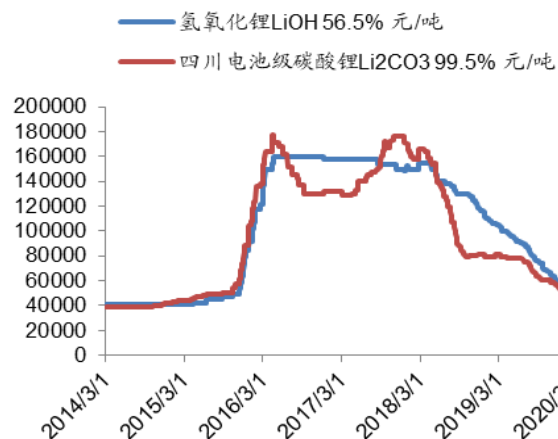
锂价有望继续反弹

2020 年上半年，疫情影响，新能源汽车销量大幅下滑，导致锂需求下滑，企业库存不断累积，即使在如此恶劣条件下，电池级碳酸锂价格始终维持在 4 万元/吨左右的水平，主要因为 4 万元的价格下，大部分锂盐企业处于亏损状态，与此同时锂辉石价格也跌破了 400 美元/吨，大部分锂矿也处于亏损状态，因此成本对锂价形成了刚性支撑。目前碳酸锂价格底部已经确认。氢氧化锂受动力电池高镍化趋势带动，需求较好，价格持稳运行，目前百川价格为 5.28 万元/吨。

随着国内新能源汽车销量逐步恢复至同比正增长，锂盐企业控制产量以消化库存，随着库存持续去化，锂盐厂议价能力不断提升，在此情况下，企业通过提价扭转亏损局面的意愿强烈，9 月底碳酸锂价格有所反弹，我们认为碳酸锂价格反弹短期可持续，反弹至 5-6 万元是比较合理且上下游企业均可接受的水平。

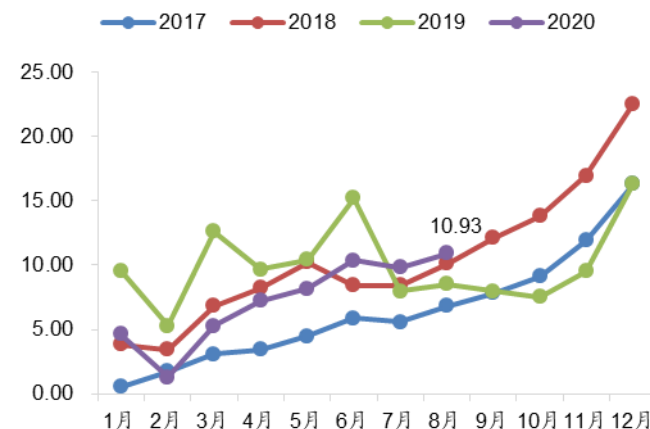
对于氢氧化锂，由于欧美新能源新车型更青睐于高镍三元电池，因此目前氢氧化锂需求主要在海外，但通过海外供应链认证的氢氧化锂厂家较少，加之欧洲新能源车销量在补贴政策刺激下高速增长，因此这部分氢氧化锂供应更为紧缺。氢氧化锂市场未来将更多以长单形式存在，因此其价格波动较小，但也会随着市场现货价的波动而滞后波动，只不过长单多是龙头企业与蓝筹客户之间的合作形式，因此其产品在市场低迷时期相对市场价具有一定的溢价。

图 23：锂价走势



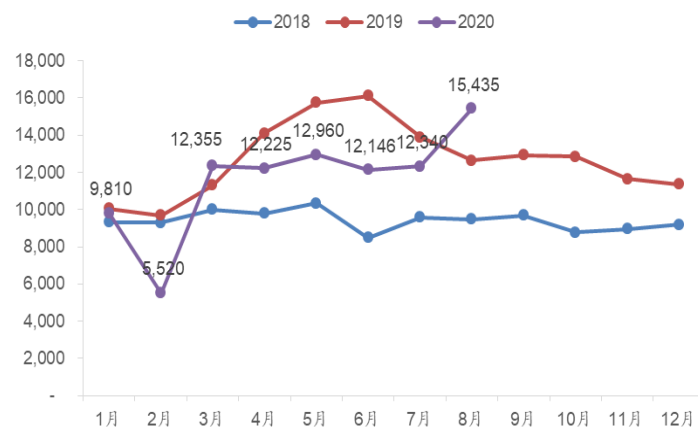
资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 24：中国新能源汽车销量（万辆）



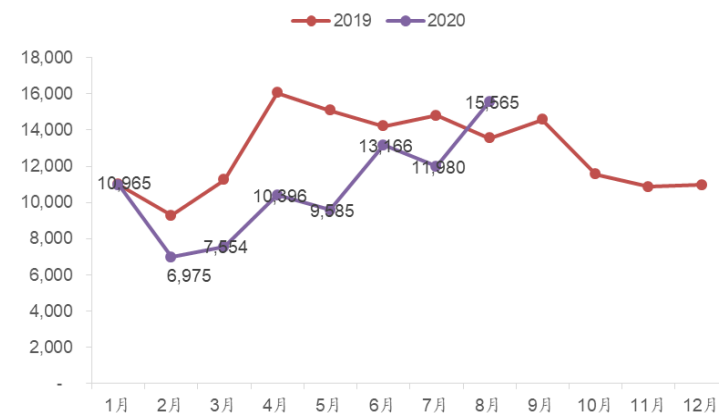
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 25: 中国碳酸锂产量(吨)



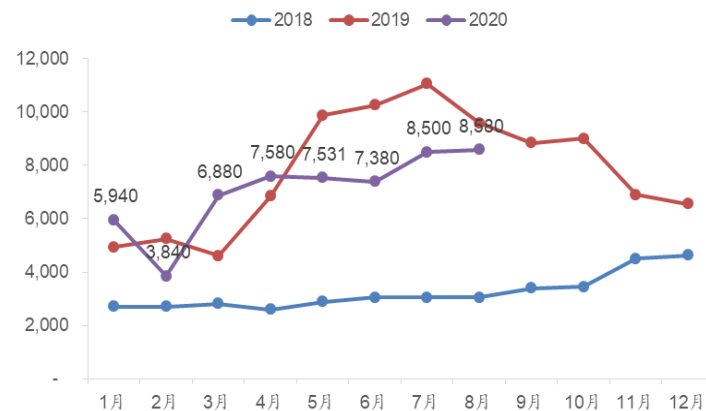
资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

图 26: 中国碳酸锂销量(吨)



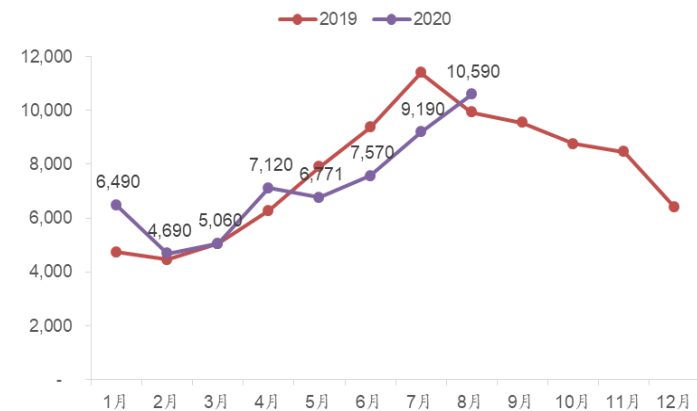
资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

图 27: 中国氢氧化锂产量(吨)



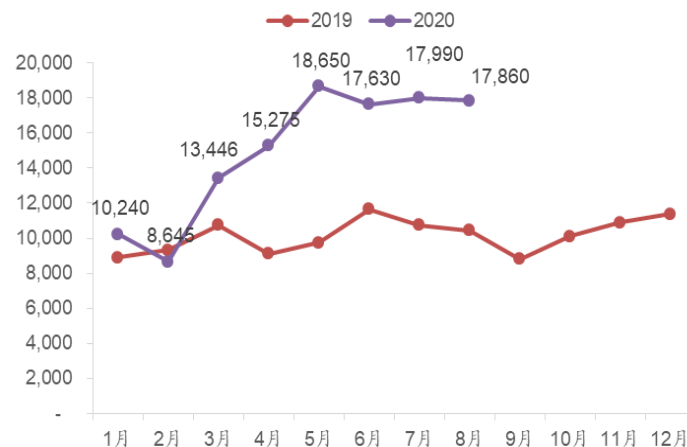
资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

图 28: 中国氢氧化锂销量(吨)



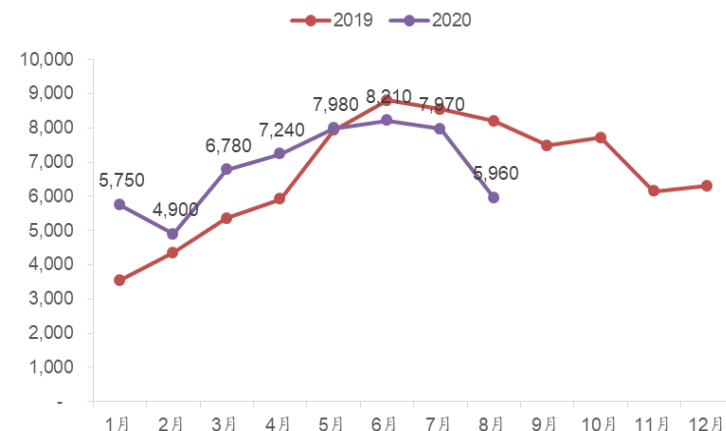
资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

图 29: 中国碳酸锂生产商库存 (吨)



资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

图 30: 中国氢氧化锂生产商库存 (吨)



资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

锂盐业务: 公司原有 1.2 万吨/年氢氧化锂和 0.6 万吨/年碳酸锂产能, 雅安 2 万吨/年氢氧化锂年中已投产, 目前有 3.2 万吨/年氢氧化锂产能。公司 2019 年锂盐产量为 0.67 万吨、销量为 1.17 万吨, 2020-2022 年随着产能不断释放产销量将持续提升, 预计碳酸锂销量分别为 1000、3000、5000 吨, 氢氧化锂销量分别为 1.2、2.5、3.2 万吨。

目前碳酸锂和氢氧化锂价格处于周期底部, 预计未来几年随着新能源汽车需求的提升, 价格有望底部上涨, 我们假设 2020-2022 年碳酸锂税后价格分别为 3.5、4.4、4.4 万元/吨, 氢氧化锂税后价格分别为 4.4、5.8、7.1 万元/吨。销售成本主要受锂精矿价格波动影响较大, 目前锂精矿市场价基本触及大部分矿山成本线, 预计下行空间有限, 我们假设 2021-2022 年锂精矿售价维持 450 美元/吨, 对应当前人民币汇率, 碳酸锂生产成本约为 4.5 万元/吨、氢氧化锂生产成本约 4.1 万元/吨。

民爆业务: 公司工业炸药产能利用率接近满产, 因此产销量按照产能预测, 2020 年销售价格参考上半年价格, 2021、2022

年价格预计略有回升。工业雷管销量增速预计为 10%，价格和成本维持 2019 年水平。工业索类产能利用率达到 100%，因此按照产能预计销量，价格和成本维持 2019 年水平。工程爆破服务业务预计未来三年维持 10% 的营收增速，毛利率维持 2019 年的水平。

表 4：盈利预测关键条件假设

产品	项目	单位	2019A	2020E	2021E	2022E
锂盐	产能	万吨/年	1.8	3.8	3.8	3.8
	其中：碳酸锂	万吨/年	0.6	0.6	0.6	0.6
	其中：氢氧化锂	万吨/年	1.2	3.2	3.2	3.2
	碳酸锂销量	万吨		0.1	0.3	0.5
	碳酸锂价格	万元/吨（不含税）		3.54	4.42	4.42
	碳酸锂成本	万元/吨（不含税）		4.24	4.52	4.52
	氢氧化锂销量	万吨		1.2	2.5	3.2
	氢氧化锂价格	万元/吨（不含税）		4.42	5.75	7.08
	氢氧化锂成本	万元/吨（不含税）		3.82	4.07	4.07
工业炸药	销量	万吨	17.31	20.70	22.80	22.80
	售价	元/吨	4,946	3,800	4,000	4,000
	成本	元/吨	2,964	2,200	2,200	2,200
工业雷管	销量	万发	12,615	14,368	15,805	17,386
	售价	元/发	2.46	2.46	2.46	2.46
	成本	元/发	1.34	1.34	1.34	1.34
工业索类	销量	万米	1,046	1,000	1,000	1,000
	售价	元/米	1.61	1.61	1.61	1.61
	成本	元/米	1.04	1.04	1.04	1.04
工程爆破	收入	万元	105,628	116,191	127,810	140,591
	毛利	万元	33,913	37,181	40,899	44,989
	毛利率	%	32%	32%	32%	32%
合计	营业收入	万元	319,674	301,099	429,235	537,497

营业成本	万元	232,128	203,516	283,192	331,519
毛利	万元	87,546	97,583	146,043	205,978

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

估值与投资评级

结合公司产能释放节奏和行业发展情况, 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.31、0.52、0.82 元/股, 对应当前股价的 PE 分别为 31x、18x、11x。考虑公司未来业绩增长主要来自锂盐业务, 我们选取赣锋锂业和威华股份为可比公司, 根据 Wind, 可比公司 2021 年 PE 均值为 58x, 公司估值明显低于可比公司估值。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 5: 可比公司估值比较表 (2020-9-30)

公司名称	公司代码	主营业务	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE (x)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
赣锋锂业	002460.SZ	锂盐	678	358	608	1136	126	119	64
威华股份	002497.SZ	锂盐	87	-59	54	168	-	161	52

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

新冠疫情持续时间以及对经济的影响程度超预期, 导致全球经济下滑, 公司产品需求受到较大影响, 从而导致产销量下滑。

新能源汽车需求增长不及预期或锂市场供给释放超预期导致锂价继续下跌。

公司氢氧化锂产品国际客户认证进度低预期, 并导致新增氢氧化锂产能投放进度低预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,757	1,861	1,738	2,271	2,685
货币资金	249	333	301	429	538
应收票据	136	5	5	7	9
应收账款	525	540	509	725	908
预付账款	26	31	27	37	44
存货	670	409	358	499	584
其他	151	543	538	573	603
非流动资产	2,984	3,357	3,873	4,437	5,049
长期股权投资	570	647	647	647	647
固定资产(合计)	983	942	1,005	1,116	1,276
无形资产	589	562	534	506	478
其他	842	1,206	1,687	2,167	2,648
资产总计	4,740	5,218	5,611	6,707	7,734
流动负债	1,332	921	892	1,308	1,289
短期借款	765	253	291	503	351
应付票据	4	30	26	37	43
应付账款	248	300	263	365	428
其他	315	338	312	404	467
非流动负债	418	1,140	1,140	1,140	1,140
长期借款	284	320	320	320	320
其他	134	819	819	819	819
负债合计	1,750	2,061	2,032	2,448	2,428
少数股东权益	332	326	347	382	438
归属母公司股东权益	2,658	2,831	3,231	3,877	4,867
负债和股东权益	4,740	5,218	5,611	6,707	7,734

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,067	3,197	3,011	4,292	5,375
同比(%)	30.0%	4.2%	-5.8%	42.6%	25.2%
归属母公司净利润	183	72	296	493	790
同比(%)	-23.1%	-60.9%	313.1%	66.5%	60.1%
毛利率(%)	32.0%	27.4%	32.4%	34.0%	38.3%
ROE%	6.9%	2.5%	9.2%	12.7%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.07	0.31	0.52	0.82
P/E	34.66	103.77	30.62	18.38	11.48
P/B	2.39	2.63	2.81	2.34	1.86
EV/EBITDA	13.88	19.88	19.26	13.05	8.37

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,067	3,197	3,011	4,292	5,375
营业成本	2,086	2,321	2,035	2,832	3,315
营业税金及附加	26	24	23	33	41
销售费用	137	120	90	129	161
管理费用	378	374	353	503	630
研发费用	63	74	69	99	124
财务费用	72	79	73	69	69
减值损失合计	59	-259	9	9	9
投资净收益	27	29	27	39	48
其他	-109	175	19	27	34
营业利润	281	149	422	703	1,126
营业外收支	13	-7	1	1	1
利润总额	294	141	423	704	1,127
所得税	65	65	106	176	282
净利润	229	77	317	528	845
少数股东损益	45	5	21	35	56
归属母公司净利润	183	72	296	493	790
EBITDA	519	425	527	783	1,190
EPS(当年)(元)	0.19	0.07	0.31	0.52	0.82

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	211	286	454	434	767
净利润	229	77	317	528	845
折旧摊销	142	142	86	86	86
财务费用	66	72	67	72	74
投资损失	-27	-29	-27	-39	-48
营运资金变动	-241	-67	24	-200	-174
其它	42	92	-13	-14	-15
投资活动现金流	-149	-341	-458	-445	-434
资本支出	-163	-213	-485	-483	-482
长期投资	-7	-149	0	0	0
其他	21	21	27	39	48
筹资活动现金流	46	143	-28	139	-225
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	157	365	38	211	-151
支付利息或股息	-89	-85	-67	-72	-74
现金流净增加额	107	85	-32	128	108

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色金属行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。