

证券研究报告

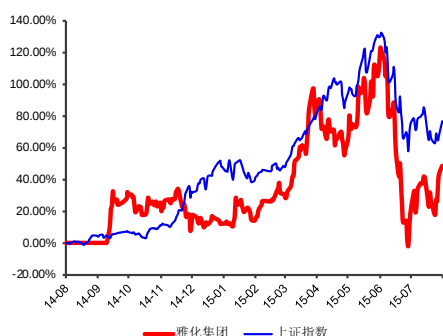
基础化工

需求低迷致民爆业务大幅下滑

2015 年 8 月 11 日

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

雅化集团(002497)深度报告：民爆龙头，锂电新贵-2014/3/24

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：

马松

电话：0510-82832380

Email: mas@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

——雅化集团（002497）2015 年半年报点评

事件：8 月 11 日雅化集团发布 2015 年半年报，公司上半年实现营业收入 6.49 亿元，同比下降 8.26%，归属上市公司净利润 7269.2 万元，同比下降 38.42%，扣非后净利润 6638.9 万元，同比下降 42.51%，基本每股收益 0.0757 元。公司同时预计 1-9 月归属净利润变动区间为 -50%-0%。

点评：

- **民爆业务大幅下滑至业绩不及预期。**上半年来，国内宏观经济疲弱，固定资产投资增速持续回落，对民爆需求也持续低迷，公司民爆业务收入和毛利均有所下滑，同时锂业务继续亏损，造成公司业绩不及预期。
- **民爆需求低迷，竞争加剧，收入毛利双降，并购是公司未来民爆业务主要成长之路。**上半年，作为公司主要产品的工业炸药收入 3.4 亿元，同比下降 26.37%，毛利率 50.3%，同比下降 1.5 个百分点。与民爆业务紧密相关的煤炭、钢铁、水泥、冶金等行业均在经历需求萎缩、去产能的过程，短期内下游行业仍将持续低迷，因此公司内生性增长难度较大。随着需求的放缓，同时发改委于 2014 年底放开了民爆产品的价格管制，民爆行业之间的整合将加剧，公司也在不断寻找外延机会，5 月 8 日公司同山西金恒化工签署了重组合作框架协议，通过增资控股金恒化工。公司未来仍将不断通过并购整合来实现增长。同时公司在产业链上也在向下游爆破服务拓展，相比于单纯的炸药生产，提供一体化爆破解决方案是未来方向。上半年公司爆破业务收入 1.03 亿元，同比微降 2.93%，公司爆破服务占比较小，提升空间较大。
- **锂业务亏损收窄，全年有望大幅减亏。**上半年锂行业在动力电池旺盛需求带动下，表现优异，碳酸锂和氢氧化锂等主要锂产品价格持续上升，同比涨幅在 20% 左右。公司控股的四川国理上半年确认投资收益为 -223.3 万元，虽然仍未实现盈利，但亏损额已经大幅减少。报告期内，公司锂业务实现收入 8124.1 万元，毛利率仅

为 2.89%，一般锂产品加工的正常水平在 17%-20%左右，主要由于国理和兴晟的产能未充分利用所致，因此随着市场的逐步拓展，公司未来毛利率提升的空间较大，全年亏损将大幅减少。更长远看，国理旗下锂辉石矿价值的充分挖掘才是公司锂业的最大亮点。

- **推员工持股计划，彰显未来信心。** 7月17日，公司发布员工持股计划，参与员工总数合计 288 人，筹集资金总额为不超过 1.6 亿元。公司高管 17 人合计出资 8226 万元，占比 51.41%。此次较大范围员工持股计划的推出将理顺管理层和骨干员工的激励问题，也表明公司对公司股价的信心。
- **维持“推荐”评级。** 基于公司民爆业务收入和毛利大幅下滑的情况，我们下调了公司盈利预测，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.17 元、0.19 元、0.21 元，对应目前股价，市盈率分别为 46 倍、42 倍、38 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：** 1、民爆产品需求持续下滑；2、对国理整合工作不达预期；

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,454.9	1,477.9	1,575.1	1,748.1
YOY	13.28%	1.58%	6.58%	10.98%
归属母公司净利润	227.5	164.8	178.7	199.0
EPS(元)	0.24	0.17	0.19	0.21
P/E	33.1	45.7	42.1	37.8
P/B	3.5	3.3	3.2	3.1

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,284.3	1,454.9	1,477.9	1,575.1	1,748.1
YOY(%)	16.8%	13.3%	1.6%	6.6%	11.0%
营业成本	664.6	768.0	903.0	961.6	1,077.7
营业税金及附加	16.5	17.0	17.0	18.1	20.1
销售费用	75.3	96.4	76.9	86.6	101.4
占营业收入比(%)	5.9%	6.6%	5.2%	5.5%	5.8%
管理费用	244.8	286.2	280.8	299.3	323.4
占营业收入比(%)	19.1%	19.7%	19.0%	19.0%	18.5%
EBIT	284.4	307.2	206.3	217.5	238.5
财务费用	-6.9	7.4	8.1	3.1	-0.2
占营业收入比(%)	-0.5%	0.5%	0.5%	0.2%	0.0%
资产减值损失	8.1	8.9	10.0	8.0	8.0
投资净收益	16.0	32.8	14.0	16.0	20.0
营业利润	297.8	303.9	196.2	214.4	237.7
营业外净收入	-3.3	0.9	7.0	6.0	7.0
利润总额	294.5	304.8	203.2	220.4	244.7
所得税	49.0	55.8	28.4	30.7	33.7
所得税率(%)	16.6%	18.3%	14.0%	13.9%	13.8%
净利润	245.5	248.9	174.8	189.7	211.0
占营业收入比(%)	19.1%	17.1%	11.8%	12.0%	12.1%
少数股东损益	23.5	21.5	10.0	11.0	12.0
归属母公司净利润	222.0	227.5	164.8	178.7	199.0
YOY(%)	5.7%	2.4%	-27.6%	8.4%	11.4%
EPS (元)	0.23	0.24	0.17	0.19	0.21

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	16.8%	13.3%	1.6%	6.6%	11.0%
营业利润	-17.3%	2.0%	-35.4%	9.3%	10.9%
净利润	5.7%	2.4%	-27.6%	8.4%	11.4%
获利能力					
毛利率(%)	48.3%	47.2%	38.9%	39.0%	38.4%
净利率(%)	19.1%	17.1%	11.8%	12.0%	12.1%
ROE(%)	10.8%	10.5%	7.3%	7.6%	8.1%
ROA(%)	10.5%	10.9%	7.5%	7.6%	7.9%
偿债能力					
流动比率	1.83	1.82	2.84	3.44	3.58
速动比率	1.23	1.04	1.60	2.19	2.36
资产负债率%	17.0%	16.1%	10.3%	9.5%	10.3%
营运能力					
总资产周转率	47.5%	51.7%	53.8%	55.4%	58.2%
应收账款周转天数	60.8	65.7	57.0	53.9	45.1
存货周转天数	50.1	71.3	51.7	42.7	53.1
每股指标 (元)					
每股收益	0.23	0.24	0.17	0.19	0.21
每股净资产	1.89	2.02	2.14	2.25	2.35
估值比率					
P/E	33.9	33.1	45.7	42.1	37.8
P/B	3.7	3.5	3.3	3.2	3.1

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	266.2	117.4	104.8	213.0	361.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	266.7	310.0	285.8	289.4	276.8
存货	91.3	150.0	127.8	112.6	156.9
其他流动资产	169.0	174.2	174.2	174.2	174.2
流动资产总额	793.2	751.6	692.7	789.2	969.8
固定资产净值	486.3	598.1	587.9	577.3	568.6
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	486.3	598.1	587.9	577.3	568.6
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	46.3	66.0	68.0	75.0	60.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	532.6	664.1	655.9	652.3	628.6
无形资产	856.8	919.0	906.6	894.2	881.7
长期股权投资	152.0	392.2	406.2	422.2	442.2
其他长期资产	370.3	89.1	87.2	85.3	83.5
资产总额	2,704.9	2,816.0	2,748.6	2,843.2	3,005.8
循环贷款	275.7	188.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	157.4	214.6	234.6	219.9	261.0
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	9.6	9.6
流动负债	433.1	402.6	234.6	229.5	270.6
长期借款	0.0	22.0	22.0	22.0	22.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	459.8	452.1	284.1	269.4	310.6
少数股东权益	126.6	186.3	203.0	213.0	224.0
股东权益	2,245.2	2,363.9	2,464.5	2,573.8	2,695.3
负债和股东权益	2,704.9	2,816.0	2,748.6	2,843.2	3,005.8

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	245.5	248.9	174.8	189.7	211.0
加: 少数股东损益	23.5	21.5	10.0	11.0	12.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	49.9	63.6	80.4	85.0	90.0
营运资金的变动	(48.3)	(110.0)	59.5	(19.0)	(14.7)
经营活动现金流	247.2	202.5	314.7	255.7	286.3
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(839.3)	(78.3)	(62.1)	(69.9)	(54.1)
投资活动现金流	(839.3)	(78.3)	(62.1)	(69.9)	(54.1)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	96.0	120.0	96.0	120.0	74.2
计入循环贷款前融资活动	(76.4)	(109.8)	(98.4)	(123.1)	(71.3)
循环贷款的增加(减少)	210.4	(170.8)	36.6	136.9	(119.8)
融资活动现金流	134.0	(280.6)	(265.2)	(77.6)	(83.3)
现金净变动额	(458.9)	(157.2)	(12.6)	108.2	148.9

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。