

民爆行业整合者，积极拓展军工和新材料领域

投资要点

- **国内民爆优质企业，持续推进同业并购整合。**公司一直坚持民爆生产、配送、爆破服务为一体的全产业链布局，在四川、新疆、内蒙等省区均拥有生产基地，可为用户提供品种齐全、规格配套的工业炸药、工业雷管等产品。目前公司已经成为四川省最大的综合民用爆炸物品服务商。在不断对国内同业企业进行并购以扩大产能并延伸产业链的同时，公司积极布局海外，打开主业成长空间。2013 年公司控股新西兰最大民爆企业红牛公司，收购后红牛公司业绩年年稳步增长。以新西兰成功整合经验为基础，2016 年公司再度收购澳洲尼德鲁公司全部民爆与资产业务，组建北方星辰爆破公司，迈出进军澳洲市场的第一步。我们认为公司正通过产业并购，逐渐成为具有国际竞争实力的民爆产业集团。
- **积极布局军工领域，军民融合创造价值。**雅化集团与中国工程物理研究院电子工程研究所、化工材料研究所等单位建立了公司化平台、战略合作平台和项目合作平台等多种方式，形成了军民深度融合发展的新格局。子公司四川久安芯电子科技有限公司具有二级保密单位资质，在数码电子雷管的核心——芯片的设计、研发、生产、装备与检测等方面具有强大的实力，现有年产 1000 万发数码电子雷管芯片的生产和测试能力，是我国极少数具备生产电子雷管芯片能力的公司；同时该公司还研发了一些电子产品用于军工，为民参军奠定了一定基础。此外，公司于 2015 年 8 月新设立的全资子公司四川蓝狮科技有限公司也于今年年初获得三级保密单位资质，目前已承接部分军民火工品的研发和生产。
- **布局新材料，气凝胶看点十足。**气凝胶是具有纳米尺度的相连骨架和孔结构的一类凝胶结构，是已知最轻、保温效果最好的一类材料，近年来发展十分迅速。但因其复杂的生产工艺及昂贵的价格，国内市场尚未完全打开，处于产业化初期。2016 年 4 月，公司对上海澍澎公司持股比例增加至 15%，后者拥有在非超临界条件下制备气凝胶产品专有技术，该技术能大幅降低气凝胶产品生产成本。我们认为通过本次合作，公司有望抢占气凝胶快速成长市场，未来看点十足。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.15 元、0.19 元、0.23 元，未来三年将保持 23.5% 的复合增长率，对应动态 PE 分别为 45 倍、36 倍和 29 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，军工业务拓展进度低于预期的风险，气凝胶下游市场开拓低于预期的风险。

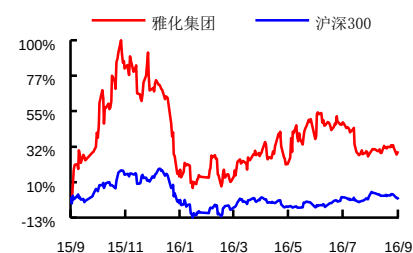
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1343.35	1546.77	1870.51	2139.97
增长率	-7.67%	15.14%	20.93%	14.41%
归属母公司净利润 (百万元)	118.53	143.75	179.84	223.00
增长率	-47.89%	21.27%	25.11%	24.00%
每股收益 EPS (元)	0.12	0.15	0.19	0.23
净资产收益率 ROE	5.34%	6.30%	7.39%	8.51%
PE	55	45	36	29
PB	2.73	2.66	2.49	2.31

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
 联系人: 张汪强
 电话: 021-68415687
 邮箱: zwwq@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)	7.77
52 周内股价区间(元)	5.2-10.7
总市值(亿元)	65.38
总资产(亿元)	29.84
每股净资产(元)	2.34

相关研究

1. 雅化集团(002497): 民爆龙头国际整合, 新材料看点十足 (2016-08-29)

目 录

1 公司概况：四川民爆一体化龙头公司	1
2 民爆行业整体业绩下滑，爆破业务成公司新亮点	3
2.1 民爆行业低迷，公司有望受益于行业整合	3
2.2 民爆产品盈利水平稳定，爆破服务业务逆势增长	5
3 持续开展资本运作，实现跨越式发展	6
3.1 推进同业整合并购，提升竞争实力	6
3.2 设立产业基金，形成项目储备	8
3.3 携手众和股份，轻资产运营锂产业	8
4 积极布局军工领域，军民融合创造价值	9
5 布局新材料，气凝胶看点十足	11
5.1 参股公司掌握常压干燥工艺，成本优势明显	12
5.2 填补市场空白，成长空间巨大	13
6 盈利预测	14
7 风险提示	15

图 目 录

图 1：公司产业链情况	1
图 2：公司 2011 年以来营业收入及增速	2
图 3：公司 2011 年以来净利润及增速	2
图 4：公司 2011 年以来主营业务收入结构情况（亿元）	2
图 5：公司 2011 年以来主营业务毛利结构情况（百万）	2
图 6：公司分业务毛利率情况	2
图 7：公司三费率情况	2
图 8：我国工业炸药销售流向分布（2014 年）	3
图 9：采矿业固定资产投资累计额	3
图 10：煤炭开采和洗选业固定资产投资累计额	3
图 11：我国工业炸药产量	4
图 12：公司炸药毛利率与硝酸铵价格关系	5
图 13：公司民爆产品收入	5
图 14：民爆上市公司炸药毛利率情况	5
图 15：公司工程爆破服务收入及增速	5
图 16：公司上市以来主要并购企业（含达成合作意向）	6
图 17：公司国内产业布局情况	7
图 18：公司 2011 年以来四川省内、省外收入情况	7
图 19：公司 2013 年以来国外销售收入与毛利情况	7
图 20：产业并购基金情况	8
图 21：2011-2016 年我国国防预算与增长率	9
图 22：中国与美国信息化装备开支占总装备开支对比	9
图 23：久安芯数码电子雷管延时芯片模组	10
图 24：2014 年国内工业雷管市场份额	10
图 25：2011-2015 我国国防费用占 GDP 比例	11
图 26：2015 年部分国家国防费用占 GDP 比例	11
图 27：气凝胶是最轻的一类材料	11
图 28：气凝胶的结构特点	11
图 29：二氧化硅气凝胶的制备路径	12
图 30：2011-2015 年我国建材家居市场规模	14
图 31：全球隔热材料与气凝胶市场规模对比	14
图 32：国内气凝胶市场规模预测	14
图 33：2020 年国内气凝胶市场分布预测	14

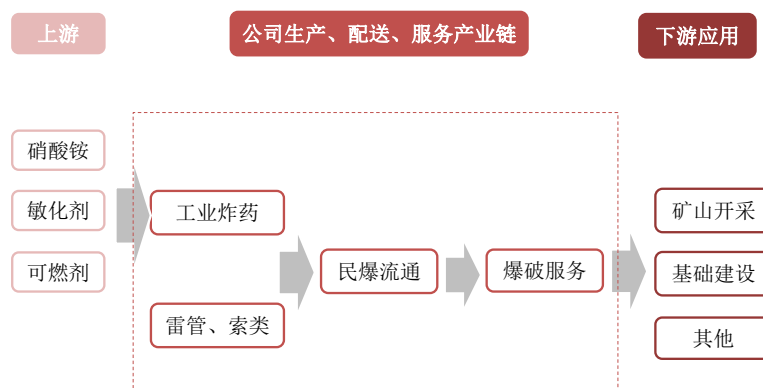
表 目 录

表 1：公司民爆产品与服务举例	1
表 2：2015 年度全国民爆器材生产企业总值前 10 名公司	4
表 3：气凝胶干燥工艺成本的对比	12
表 4：管路用气凝胶隔热材料与传统材料对比	13
表 5：分业务收入及毛利率	15
附表：财务预测与估值	16

1 公司概况：四川民爆一体化龙头公司

雅化集团一直坚持“民爆科研、生产、配送、爆破服务”为一体的全产业链布局，在四川、内蒙、新疆等省区均拥有生产基地，同时还控股了新西兰最大的民爆企业—红牛公司，可为用户提供品种齐全、规格配套的工业炸药、工业雷管等产品以及订制民爆产品，广泛应用于矿山开采、水利水电、交通建设、城市改造以及国防建设等领域。目前公司已成为四川省最大的综合民用爆炸物品服务商。

图 1：公司产业链情况



数据来源：西南证券整理

表 1：公司民爆产品与服务举例

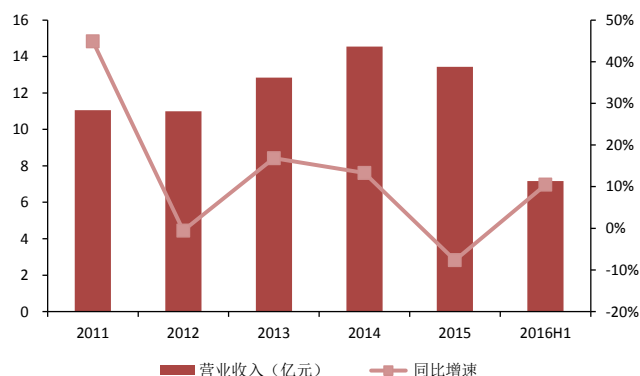
产品、服务	简介	
工业炸药	二号岩石乳化炸药	适用于无沼气和矿尘爆炸危险的爆破工程
	三级煤矿许用乳化炸药	适用于高瓦斯区域工作面的爆破作业
	岩石粉状乳化炸药	适用于露天及无可燃气体和矿尘爆炸危险的地下爆破
起爆器材	电子雷管	具有精确定时的电子芯片、可现场编程的雷管，延时精度高、可双向通讯
	普通电雷管	能用电能进行起爆的雷管
	导爆管雷管	导爆管激发的工业雷管，广泛用于矿山开采、筑路修桥等
	塑料导爆管	传递低爆速轰爆波的塑料细管，具有优良的抗静电及抗杂散电流性能
物流配送	拥有 1 类危险品货物运输车 70 辆，已成为四川省专业从事道路危险货物运输的骨干企业	
工程爆破	具有营业性爆破作业单位一级资质、爆破与拆除专业承包二级、土石方工程专业承包资质	

数据来源：西南证券整理

公司业绩状况：公司 2015 年营业收入和净利润保持有所下滑。2015 年实现营业收入 13.4 亿元，同比下降 7.7%；归属母公司净利润 1.2 亿元，同比减少 47.9%。2015 年净利润大幅下降是受民爆行业整体不景气及商誉减值准备计提等因素影响。

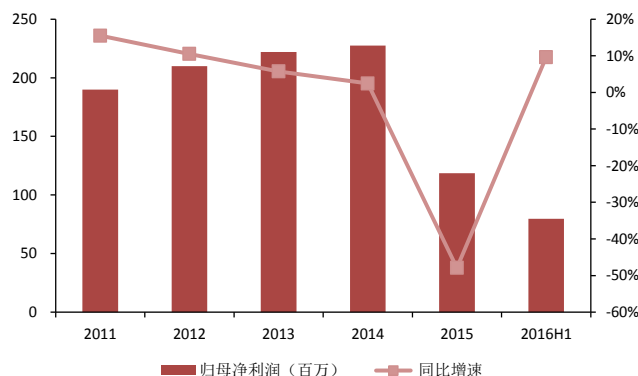
2016 年上半年，公司一方面大力推进业务转型，完成生产线改造，降低产品生产成本，另一方面积极开发和拓展新产业，军工和锂产业都取得了较好成效，双管齐下带动公司营业收入和净利润逆势增长，实现营业收入 7.1 亿元，同比增长 10.5%，归属母公司净利润 7969 万元，同比增长 9.6%。

图 2：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券

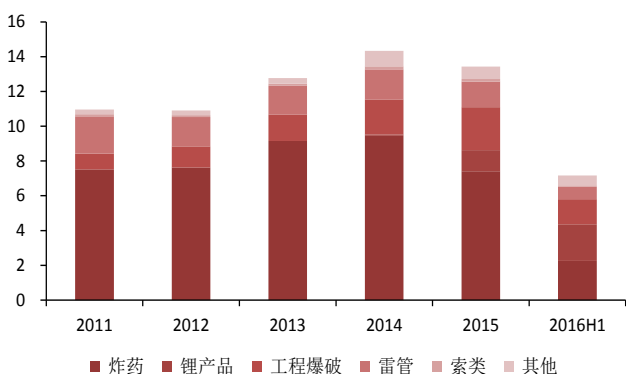
图 3：公司 2011 年以来净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券

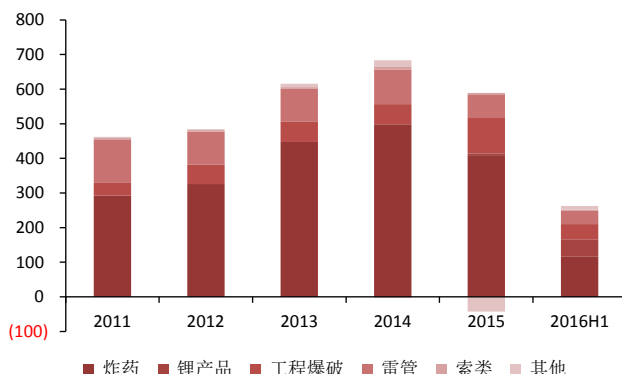
公司主营业务结构：2015 年公司主要收入来自炸药，占比 55.1%，其次为工程爆破和雷管；从毛利构成来看，2015 年炸药毛利贡献 74.9%。2016 年 H1 炸药和锂产品占比分别为 31.4%和 29.4%，炸药贡献毛利额 44%，仍为公司利润的主要来源。

图 4：公司 2011 年以来主营业务收入结构情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券

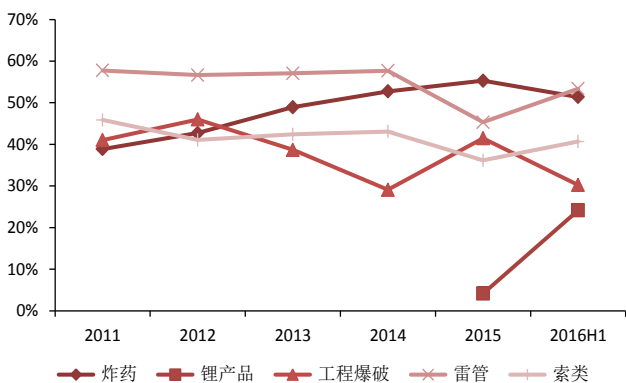
图 5：公司 2011 年以来主营业务毛利结构情况（百万）



数据来源：Wind，西南证券

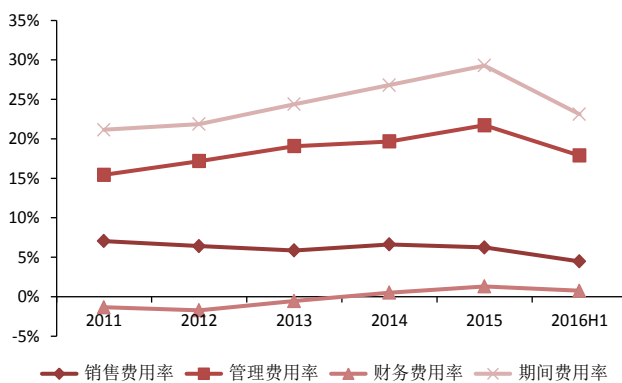
2016 年 H1，公司管理费用率同比下降 1.1 个百分点至 17.9%，销售费用率和财务费用率也有一定程度的下降，公司降本增效成果突出，助力业绩增长。

图 6：公司分业务毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券

图 7：公司三费率情况



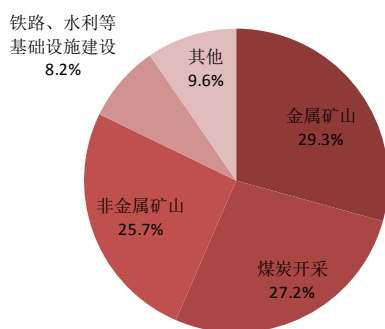
数据来源：Wind，西南证券

2 民爆行业整体业绩下滑，爆破业务成公司新亮点

2.1 民爆行业低迷，公司有望受益于行业整合

民爆产品广泛应用于矿业开采及能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、石油勘探等领域。从 2014 年我国工业炸药销售流向分布来看，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药用量占工业炸药总用量的绝大部分，所占比例为 82.2%；其中金属矿山的工业炸药用量比例最大，占工业炸药总用量的 29.3%，其次为煤炭开采和非金属矿山，分别占到 27.2%和 25.7%。此外，用于铁路建设、水利水电等基础建设方面的炸药量占 8.2%。

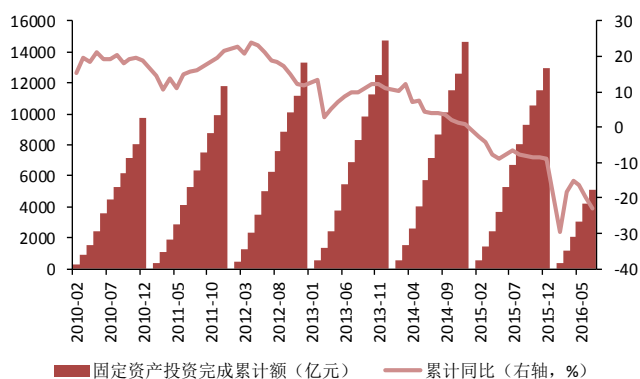
图 8：我国工业炸药销售流向分布（2014 年）



数据来源：Wind，西南证券

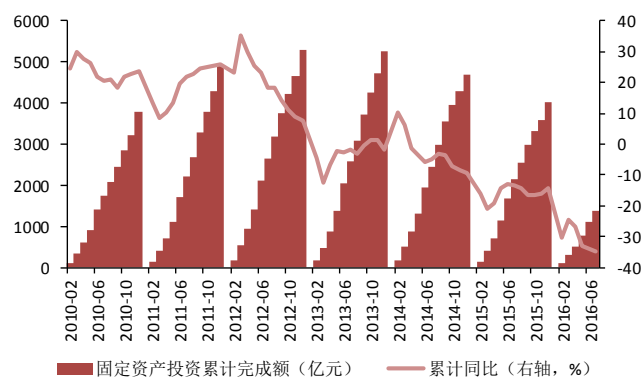
民爆器材的需求与矿山开采、基础设施建设等固定资产投资密切相关，产品需求受到经济景气周期的波动影响较为明显。2009 年金融危机中国家实施“四万亿”经济刺激计划，固定资产投资额快速增长。进入 2012 年以后，宏观经济增速明显放缓，我国经济进入新常态，近期的供给侧改革将煤炭、钢铁等行业列入重点领域，采矿业投资额增速明显下降。

图 9：采矿业固定资产投资累计额



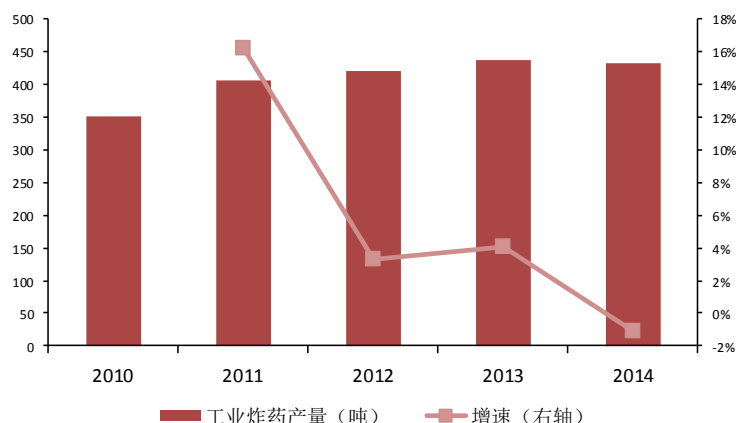
数据来源：wind，西南证券

图 10：煤炭开采和洗选业固定资产投资累计额



数据来源：wind，西南证券

受宏观经济增速放缓特别是煤炭、钢铁行业的供给侧改革影响，民爆产品需求受到了较大影响，增速明显放缓。2011-2014 年，我国工业炸药的产量从 406.6 万吨增加至 432.3 万吨，年均复合增长率为 2.07%，较 2006-2010 年年均复合增长率下降 5.7 个百分点，其中 2014 年全国工业炸药产量为 432.35 万吨，同比下降 1.1%，近年来首次出现下降。

图 11：我国工业炸药产量


数据来源：Wind，西南证券

我国民爆行业集中度不高，整体结构尚处于“小、散、低”的阶段。根据民爆行业的政策目标，行业新增产能受到严格限制，民爆行业未来主要的发展方向是优化产品结构、加快技术进步、大幅压缩企业数量，鼓励有实力、有优势的企业进行并购和重组，实现规模化经营，培育大型企业集团。因此，行业内企业的快速发展将主要依赖于兼并收购等行业整合行为。由于进入民爆行业的政策壁垒较高，行业内部的结构调整将主要在现有企业间进行，已在行业内占据优势竞争地位的企业将获得更有利的发展机遇。

雅化集团是民爆行业的龙头企业，公司在民爆行业深耕多年，技术先进，拥有“国家级技术中心”和“国家认可实验室”、“博士后创新实践基地”等研发平台，市场份额居于四川省内第一位，全国范围内也处于前列。根据民爆行业择优扶强的发展计划，下一步发展重点之一是“培育扶植 20 家左右的大型企业集团”，公司将成为政策扶植的对象之一。

表 2：2015 年度全国民爆器材生产企业总值前 10 名公司

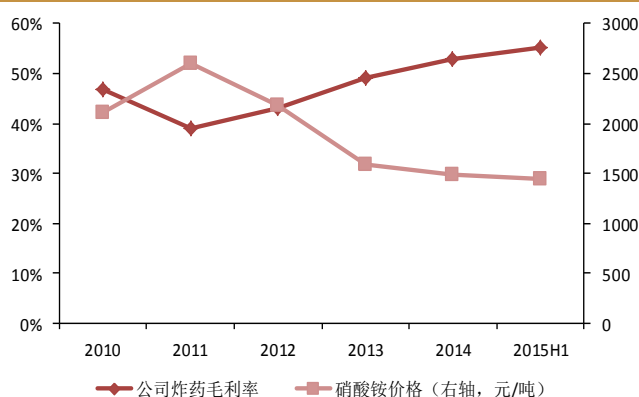
序号	企业名称	生产总值 (亿元)	占全行业生产总值比例
1	云南民爆集团有限责任公司	20.6	7.6%
2	保利久联控股集团有限责任公司	19.2	7.1%
3	葛洲坝易普力股份有限公司	12.6	4.6%
4	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	11.2	4.1%
5	安徽江南化工股份有限公司	10.7	3.9%
6	四川雅化实业集团股份有限公司	9.3	3.4%
7	北方特种能源集团有限公司	8.6	3.1%
8	广东宏大爆破股份有限公司	7.6	2.8%
9	安徽雷鸣科化股份有限公司	6.4	2.3%
10	内蒙古生力资源（集团）有限责任公司	6.1	2.2%
	前十名完成额合计	112.3	41.1%
	行业合计	272.71	100%

数据来源：中国爆破器材行业工作简报，西南证券

2.2 民爆产品盈利水平稳定，爆破服务业务逆势增长

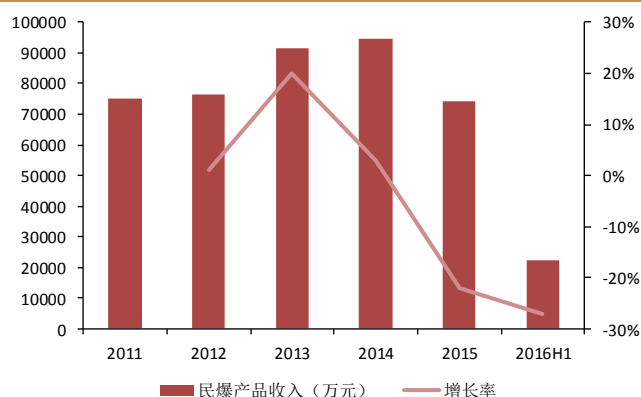
受民爆行业整体下行趋势影响，公司近两年来的民爆产品收入出现负增长，但是得益于公司先进的生产技术、优秀的成本控制能力以及炸药上游原材料硝酸铵价格的降低，公司民爆产品的毛利水平保持稳定。

图 12：公司炸药毛利率与硝酸铵价格关系



数据来源：Wind，西南证券

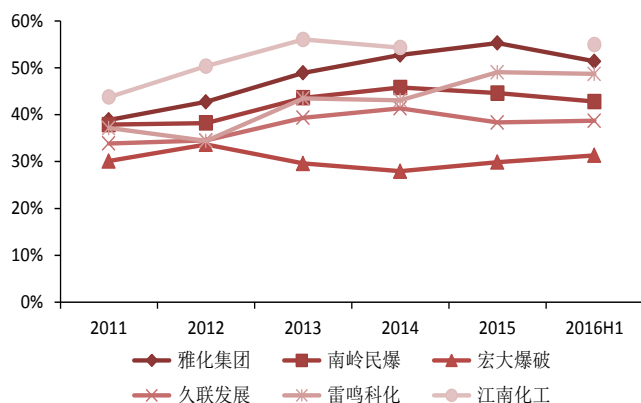
图 13：公司民爆产品收入



数据来源：Wind，西南证券

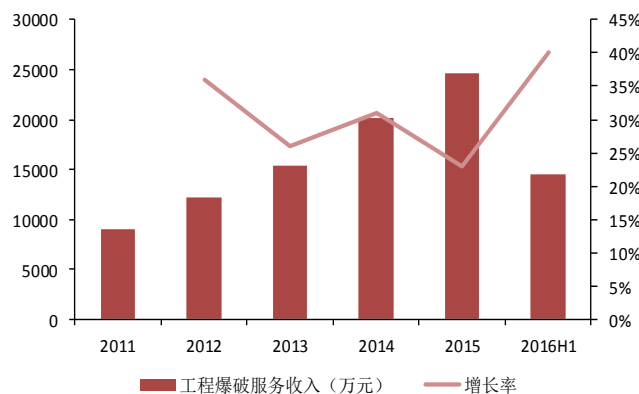
与其他民爆行业的上市公司相比，公司民爆产品的毛利率居于前。在民爆行业上市公司里与江南化工相当，大幅领先其他上市公司。

图 14：民爆上市公司炸药毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券

图 15：公司工程爆破服务收入及增速



数据来源：Wind，西南证券

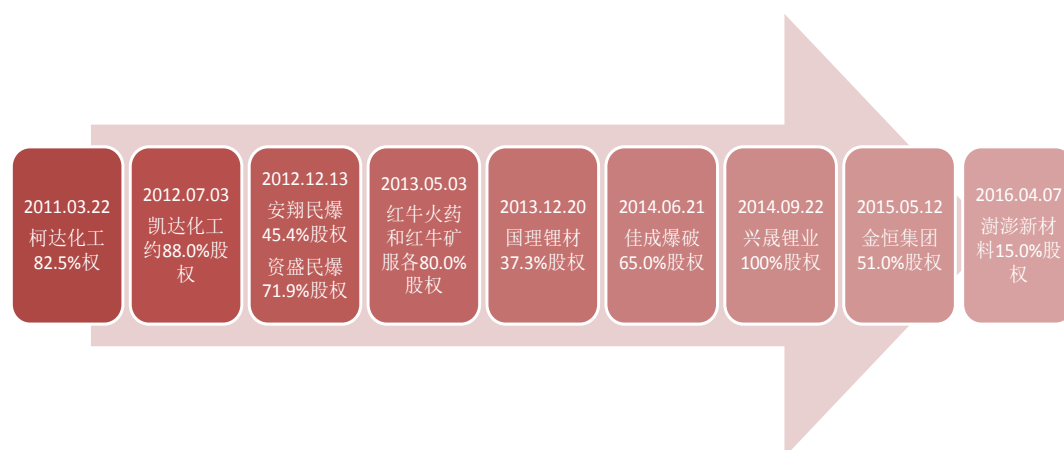
公司成功推行营销转型，主要业务模式已从“传统的产品销售为主导”转化为“以爆破业务和一体化服务为主导”。面向终端，实施全方位、多维度的营销策略，业务覆盖范围得到有效拓展，市场竞争力不断提升。在市场对“一体化”需求越来越强烈的阶段，公司依托资源优势，通过整合自身资源，迅速为用户提供从新产品研发、生产、配送、爆破服务等全方位的经营模式，在为节约用户时间和成本的同时，也为公司获取到更为可观的效益。

3 持续开展资本运作，实现跨越式发展

3.1 推进同业整合并购，提升竞争实力

从民爆行业现状看，全国民爆物品许可生产能力远大于实际市场需求水平，行业政策将严格控制新增产能，以纯粹的产能扩张为主的增长方式是不可行的，新增产能最好的办法是收购兼并。公司也始终坚持“通过兼并重组将企业做大做强”的理念。

图 16：公司上市以来主要并购企业（含达成合作意向）



数据来源：公司公告，西南证券

整合能力突出，不断拓展国内市场

公司在国内不断寻求与生产企业、爆破企业和大型业主的合作，持续推进同业企业并购整合。上市以来，公司每年都至少有一个并购项目，并购次数之多与并购业务范围之广在同行业公司中十分少见。从并购产生的协同效果看，公司整合能力十分出色。

从被并购公司的类型来看，既有扩大公司工业炸药产能的生产企业，又有向下游产业链延伸的爆破服务企业。收购柯达化工、凯达化工和金恒集团将分别新增工业炸药产能 3.8 万吨、4.7 万吨和 5.6 万吨，为公司业务体量带来可观的增长空间。公司对内蒙古佳成爆破有限公司的收购则是向下游的延伸，爆破服务业务市场空间数十倍于炸药生产，为公司提供新的利润增长点。通过不断的并购整合，公司已经从单一生产企业发展成生产、配送、爆破服务为一体的全产业型企业。

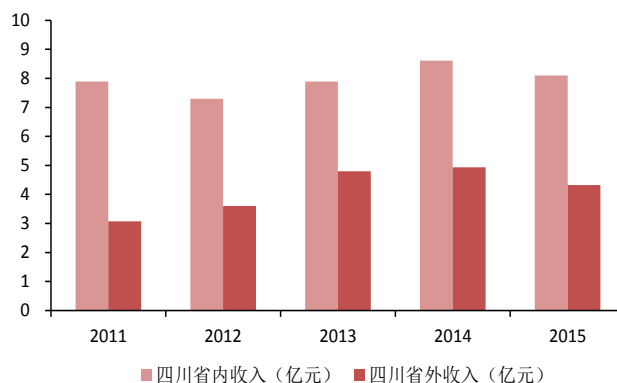
从被并购公司所在的地理位置看，公司以四川为中心，不断向外围辐射业务范围。在民爆需求旺盛的新疆、内蒙、云南、贵州、湖北、山西等省份均有雅化相应的产业，产业布局优势显著。未来有望受益一带一路战略布局，获得更快发展。

图 17：公司国内产业布局情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 18：公司 2011 年以来四川省内、省外收入情况



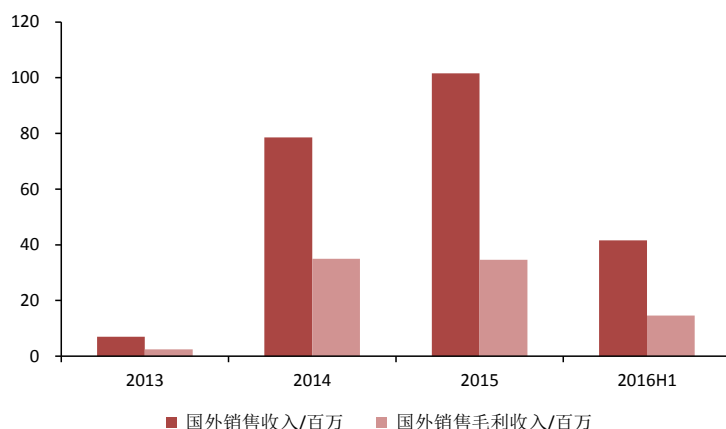
数据来源：Wind，西南证券

积极布局海外，实现协同效应

国内民爆行业存在天花板，进行海外整合，有利于公司打开主业成长空间。2013 年，雅化成功控股新西兰最大民爆企业红牛公司，成为第一家走出国门的民爆企业。2016 年，雅化下属子公司北方星辰爆破有限公司对澳大利亚尼德鲁等公司进行资产收购，进一步开拓国外市场。

新西兰红牛公司成立于 1997 年 3 月，包括专注于新西兰北岛采石场和建筑业的红牛火药和专注于新西兰南岛矿业的红牛矿服两个实体，是新西兰最大的炸药制造商、民用炸药供应商和爆破服务提供商，占新西兰 50% 以上的市场份额。不仅技术先进，产业链齐全，还具有成熟的国际市场和开展国际爆破一体化业务的经验。红牛公司非常认可雅化管理方式，收购以来业绩稳步增长，未来将继续为公司承接国际市场炸药的生产、矿山爆破业务等提供良好平台。

图 19：公司 2013 年以来国外销售收入与毛利情况



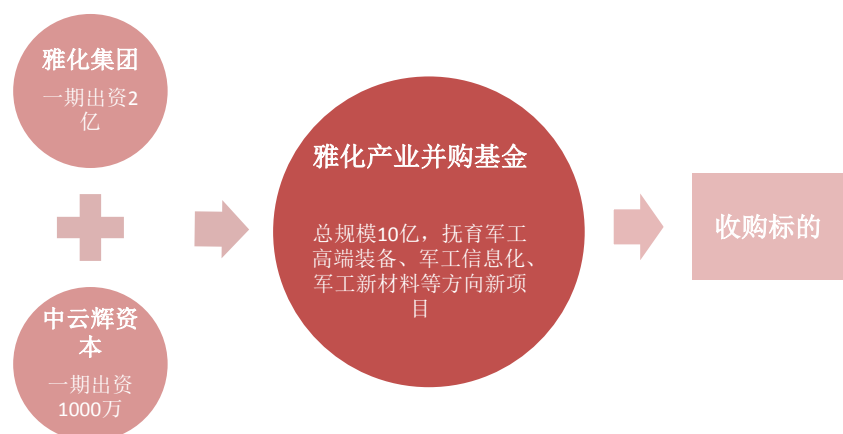
数据来源：Wind，西南证券

新西兰的成功整合，为公司开辟澳洲市场奠定了坚实基础。澳大利亚是全球第三大矿业国家，每年炸药用量超过 200 万吨，是全球主要的民爆市场之一。澳洲市场潜力巨大，双寡头澳瑞凯和戴诺占据了近 70% 份额，未来雅化有望凭借专注于细分采石等市场的服务优势逐步渗透进入澳洲市场，把集团建设成具有国际竞争力的产业集团。

3.2 设立产业基金，形成项目储备

公司于 2016 年 3 月与中云辉资本签署协议，约定共同发起“雅化产业基金”，该基金总规模为 10 亿，以军民融合为主题的军工高端装备、军工信息化、军工新材料等为主要投资方向，包括军工电子、信息化、卫星通讯、激光技术应用、通用导航、应用系统开发以及军工领域高端精密装备制造等。并购基金旨在提升公司产业运作效率，培育和发展新的业务增长点，为公司业务横向拓展和纵向延伸，以及未来整体布局储备更多并购标的，以进一步提升公司的业务开拓能力和核心竞争力。

图 20：产业并购基金情况



数据来源：公司公告，西南证券

3.3 携手众和股份，轻资产运营锂产业

2016 年 6 月，众和股份拟通过发行股份购买资产形式收购雅化集团持有的四川国锂 37.25% 的股权及兴晟锂业 100% 的股权。交易完成后，雅化集团将从直接经营锂产业转为通过持有众和股份间接参与锂产业，从直接获取锂产业实体经济收益转为通过投资方式分享锂产业成长利益。

公司是将重资产运营交给众和股份，自己则以上游锂资源、下游客户资源以及锂盐的技术工艺成为自身盈利模式，转为轻资产运营模式。一方面有利于阿坝州锂矿资源的集中规划和统筹发展，进一步发挥资源的规模优势和协同效应；另一方面，更有利于公司集中精力加快民爆产业的转型升级，实现“具有国际竞争力的民爆产业集团”的战略远景目标。

4 积极布局军工领域，军民融合创造价值

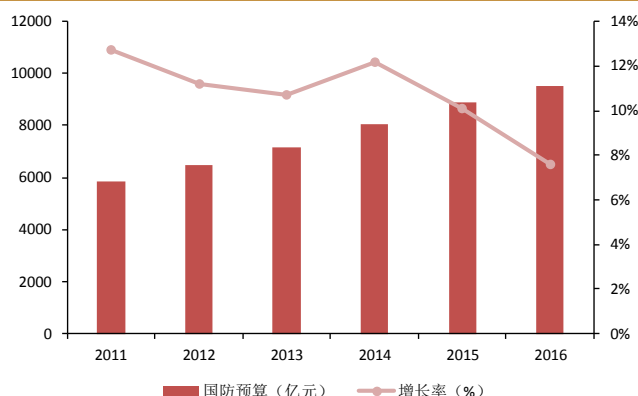
雅化集团作为民爆龙头企业，也积极在军工领域进行布局。子公司四川久安芯电子科技有限公司具有二级保密单位资质，致力于高技术、高安全、高环保性电子技术、专用器件、专用软件研发；公司于 2015 年 8 月新设立的全资子公司四川蓝狮科技有限公司也于今年年初获得三级保密单位资质。此外，雅化集团与中国工程物理研究院化工材料研究所建立了战略合作平台。经过不断建设，公司形成了军民全面深度融合发展的新格局。

军民融合是国家战略

2016 年 3 月 25 日，中央政治局会议审议通过《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》，军民融合上升为国家战略。我国“十三五”期间大力推进军民融合，有望建立一个更市场化、效率更高、对经济科技发展影响更大、结构更科学的现代国防装备工业体系。根据国家统计局数据，2011 年到 2015 年我国国防预算以两位数以上百分比增长，2016 年国防预算较 2015 年增长 7.6%，达到 9543.54 亿元，预计 2017 年之后将达到万亿元以上规模。

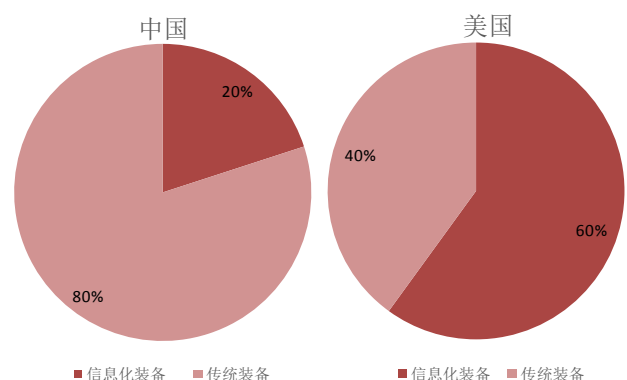
目前国有资产在军工、电信、民航、能源等重要领域占比达到 90% 以上，积极“参军”的民营企业将有效打开军工市场，万亿国防装备市场大门将加速向民营企业敞开，技术和产品优势突出的企业有望借此机会迅速成长壮大。雅化集团的相关布局有望将带动公司市场拓展与盈利。

图 21：2011-2016 年我国国防预算与增长率



数据来源：新华网，西南证券

图 22：中国与美国信息化装备开支占总装备开支对比



数据来源：西南证券

军工信息化建设是我国国防的重点发展方向

随着规划纲要的发布，预计未来军费结构中武器装备的占比，特别是信息化武器装备的占比将会持续提升。目前我国国防信息化程度较为薄弱，装备体系整体处于机械化向信息化的转变的过程中。随着未来我国军费开支提升以及国防信息化建设加速，军工电子信息化有很大上升空间，军工电子信息化也是军民融合的重点领域。

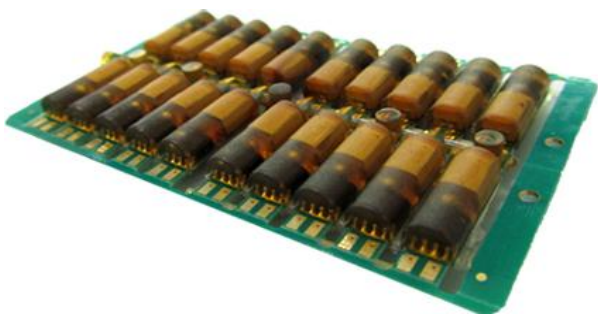
久安芯利用雅化集团产业化以及市场推广的优势，中国工程物理研究院电子工程研究所技术优势和中科芯集成电路股份有限公司研制芯片的优势，实现强强联合，立足军工信息化装备建设，进行高技术、高安全电子技术、专用器件、专用软件的研发。而相关芯片、元器件、开发工具、数据与软件等位于信息化装备产业链上游，是当前我国信息化装备建设的最薄弱环节，也是产业化的重点。

久安芯尤其重视军工信息化方面的自主创新与自主设计生产，实现了科研、生产一体化，拥有专利 9 项，其中发明专利 4 项。其完全自主设计、拥有自主知识产权的军用高精度延期驱动器芯片产品可实现微秒级精度延期，工作温度范围宽，通过了国军标环境适应性指标考核。我们认为随着相关项目的不断推进，久安芯未来前景十分广阔。

电子雷管产品市场潜力巨大

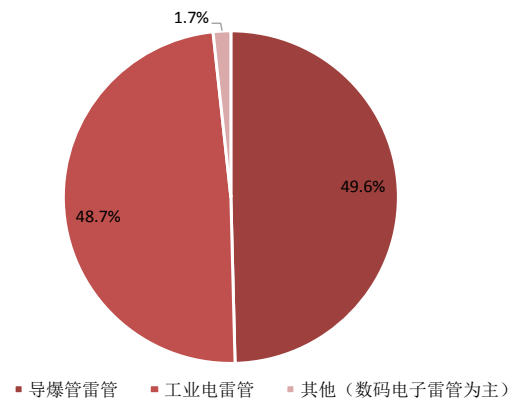
久安芯目前具有数码电子雷管的完整自主研发、生产、装备与检测体系，具备年产 1000 万发数码电子雷管芯片的生产和测试能力。数码电子雷管是采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管，集密码控制、精确延时、专用起爆、GPS 定位、指纹识别、区域限制、起爆信息存储等多功能于一身，具有延期精度高、安全性好、网络可检测等优点。随着工程爆破效率和安全要求的提升，数码电子雷管成为未来民爆行业发展的方向。工信部发布的《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》明确提出，要“加快高强度导爆管和电子雷管的产业化进程，积极推动提高市场比例”。

图 23：久安芯数码电子雷管延时芯片模组



数据来源：公司官网，西南证券

图 24：2014 年国内工业雷管市场份额



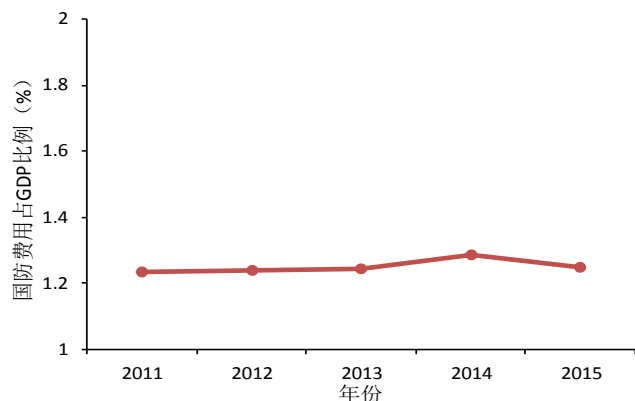
数据来源：中国产业信息网，西南证券

本世纪初，电子雷管技术，尤其是其芯片技术主要掌握在奥瑞凯等大型跨国公司手中，国内市场完全被进口产品占据。目前全国只有 5 家企业的相关技术和产品通过了技术鉴定或生产定型。据《中国工程科学》相关统计，2008-2013 年，国内电子雷管总用量超过 100 万发，并以每年近 100% 的速度持续快速增长。《中国爆破器材行业工作简报》中估计，到“十三五”末，数码电子雷管占国内工业雷管市场份额将从 2014 年的 1.7% 快速增长至 5%，保守估计届时电子雷管年消耗量将达到 5000 万发以上。久安芯具备芯片核心技术，随着产业化的不断推进，将迅速替代国外进口产品，占领国内新兴的数码电子雷管市场。

国防工业领域增长空间广阔

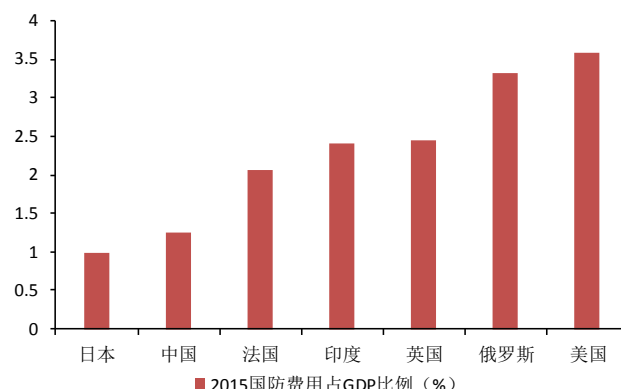
近几年来，我国国防费用稳定增长，国防军费占 GDP 的比重很小，始终在 1.3% 以下。横向来看，2015 年我国国防费用比例远低于世界军事强国美国（3.59%）、俄罗斯（3.32%），甚至低于同为发展中国家与人口大国的印度（2.40%）。随着综合国力的提升，我国越来越多地参与到了国家和地区事务中，较低的国防费用与我国的国际地位不符，无法满足日益增长的国防与国际义务需求。因此，我国国防工业增长的空间依旧广阔。

图 25：2011-2015 我国国防费用占 GDP 比例



数据来源：国家统计局，西南证券

图 26：2015 年部分国家国防费用占 GDP 比例



数据来源：中金网，西南证券

随着国家国防工业建设的不断推进，积极布局军工领域的雅化集团有望将乘军工信息化建设与军民融合发展之风，取得新的市场突破，分享国内万亿级别的庞大军工市场。

5 布局新材料，气凝胶看点十足

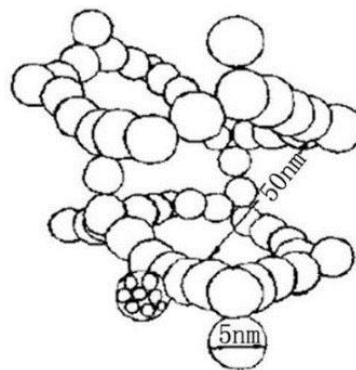
2016 年 4 月 7 日，雅化集团公告以 1150 万元受让澍澎公司 10% 股权，转让完成后公司合计持有澍澎公司 15% 的股权。澍澎公司拥有常压条件下制备气凝胶产品的专有技术，通过本次合作，可利用公司的实业管控经验，尽快实现澍澎公司现有气凝胶产品规模化和新产品研发应用的产业化，拓展气凝胶产品相关的应用领域，抢占气凝胶领域快速成长的市场。

图 27：气凝胶是最轻的一类材料



数据来源：公开资料，西南证券

图 28：气凝胶的结构特点



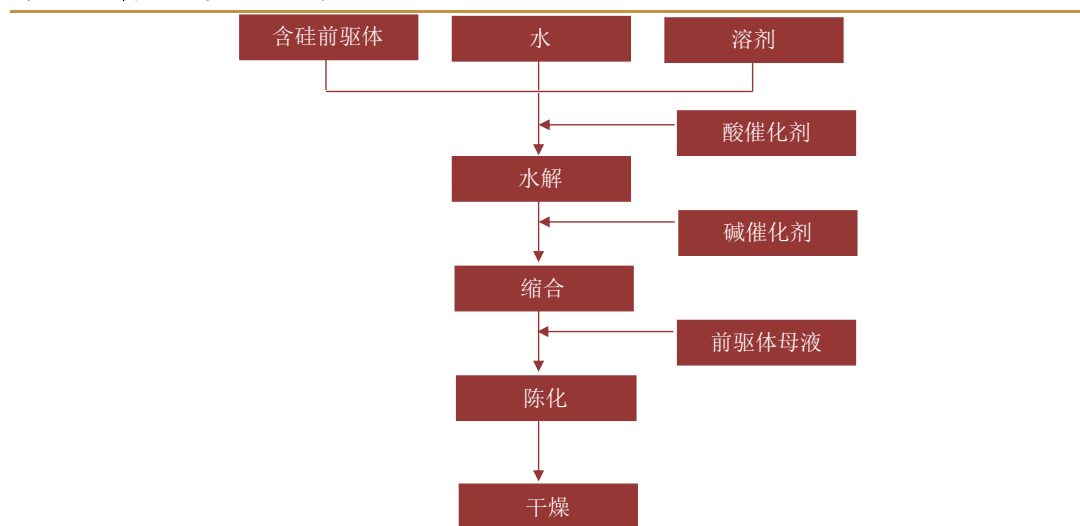
数据来源：CNKI，西南证券

气凝胶是具有纳米尺度的相连骨架和孔结构的一类凝胶结构，其中以二氧化硅气凝胶的产业化与应用最为成熟。气凝胶的密度很小，一般为 $3-250\text{mg}/\text{cm}^3$ ，是已知最轻的材料之一。气凝胶中含有大量平均孔径多在 50nm 以下的介孔，比表面积为 $500-1000\text{m}^2/\text{g}$ ，孔隙率可达到 99%。气凝胶具有极低的热导率，其最多的应用集中在保温绝热领域。已初步用于石化行业、化工行业、冶金行业、热力管网等隔热节能与建筑保温中。

5.1 参股公司掌握常压干燥工艺，成本优势明显

气凝胶制备过程主要包括凝胶制备、陈化和干燥三个过程。其中干燥工艺是目前控制气凝胶产品品质的决定性因素，因而成为了其生产的核心，已产业化的常用干燥方式有超临界干燥和常压干燥。

图 29：二氧化硅气凝胶的制备路径



数据来源：西南证券

超临界干燥是通过加温加压使凝胶中溶剂处于超临界状态，使表面张力的差异不再存在，微观的孔隙结构不会被破坏。这是最早投入批量生产的方法，技术成熟度高，但需要使用进口特种高压釜等设备，设备运行与维护成本高，能耗大，投资门槛很高。谢瀚公司掌握的常压干燥则通常采用疏水改性、溶剂置换与梯度升温等技术，设备投入低，设备系统简单，运行投入与能耗小。

常压干燥的另一大优点体现在原材料上。工业上气凝胶的原材料主要有水玻璃和有机硅两种。有机硅主要是正硅酸乙酯，工艺适应性好但价格较为昂贵，约在 1 万元/吨以上。水玻璃价格低廉，约 600-700 元/吨，需要一定去除杂质的工艺。由于纯度要求，超临界干燥法只能使用有机硅作为原料，而常压干燥则可使用廉价的水玻璃，这进一步增大了常压干燥法的成本优势。

表 3：气凝胶干燥工艺成本的对比

		超临界干燥	常压干燥
设备投入		高，设备系统复杂，运行和维护成本高，业主议价能力弱	低，设备投入低，设备系统较简单，业主议价能力强
生产成本	硅源	高，一般仅能使用昂贵的有机硅源	低，可使用较廉价的水玻璃硅源
	折旧	高	低
	能耗	差别不大	
产品性能		差别不大	
技术门槛		低，主要依赖生产系统	高，配方设计和流程组合优化要求高
拓展空间		小，固定资产投入大，过程优化自由度小，成本下降空间小	大，规模效应明显，过程优化自由，成本下降空间大

数据来源：西南证券整理

目前国内外大多数厂商采用技术上较成熟的超临界干燥法，其产能扩展主要依靠固定资产投入，成本下降空间小。常压干燥对于配方设计和流程组合优化要求高，有较高的技术门槛，目前仅为极少数公司掌握，其规模效应明显，过程优化自由，成本下降空间大。我们认为**瀚彭公司采用的常压干燥法有望解决气凝胶生产工艺复杂、成本昂贵的难题，摆脱对进口设备和技术的依赖，并快速打开应用市场。**

5.2 填补市场空白，成长空间巨大

气凝胶热导率很低，可达 12-15mW/mK，是传统隔热材料聚氨酯泡沫（20-40mW/mK）的一半左右，更具有密度低的特点。可使用温度范围在-100℃-1200℃。在高温下气凝胶的导热系数仍保持很小，而其他种类隔热材料性能均会有明显下降。气凝胶隔热材料另一巨大优势是其防水性，弥补了无机隔热材料耐潮湿、耐水性差的缺陷。因此**气凝胶被称为“保温绝热领域的终极材料”**，在航天、兵器及舰艇等军工领域，石油化工、轨道交通、电力工业、城镇热力管网、建筑保温等民用领域都有初步应用与较大潜力并持续快速增长。

2014 和 2015 年，国家发改委连续两年将气凝胶材料列入《国家重点节能低碳技术推广目录》，开始了对气凝胶材料的初步推广应用。预计未来五年相关投资将达到 50 亿元，二氧化碳减排能力 349 万吨/年。建筑保温材料与工业保温节能材料领域的需求增长将成为气凝胶行业未来成长的主要动力。

表 4：管路用气凝胶隔热材料与传统材料对比

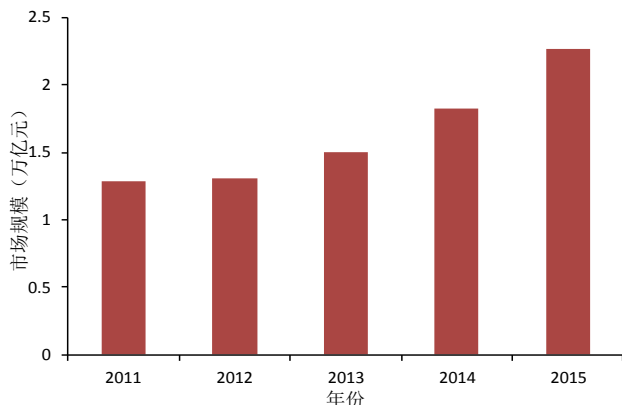
性能	气凝胶	传统保温材料	
		复合硅酸盐	岩棉
常温下导热系数(mW/mK)	18	36	55
350℃下导热系数(mW/mK)	30	110	130
350℃下保温厚度(mm)	30	100	110
防水性	憎水率≥99%	不完全防水，需特殊处理	
使用寿命	10 年	3-5 年	
三通、阀门等保温	可拆卸保温套	填充或保温盒，效果较差	

数据来源：西南证券

气凝胶在工业领域的应用主要集中在石化行业、化工行业、冶金行业、热力管网等，用以替代传统保温材料提升节能效果。其优势体现在：（1）隔热效果好，尤其是高温条件下；（2）材料整体憎水，防水效果好，保护管路不受腐蚀；（3）性能稳定，使用周期长；（4）易于裁剪，能方便地适用于复杂的空间与形状；（5）材料用量少，密度低，能有效降低运输和储存成本。

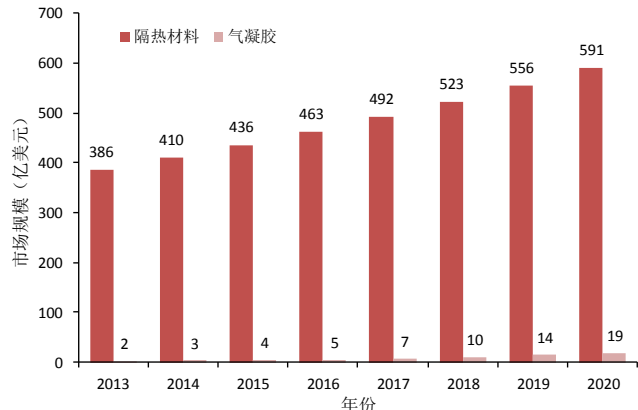
Allied 市场研究公司 2014 年 6 月发布的报告称，全球气凝胶市场规模占世界隔热材料中的比例仍很小，市场成长空间巨大。全球气凝胶的市场价值在 2013 年为 2.2 亿美元，估计到 2020 年可达 19 亿美元，在 2014-2020 年的年复合增长率为 36.4%。

图 30: 2011-2015 年我国建材家居市场规模



数据来源: 2015 年中国建材家居产业发展报告, 西南证券

图 31: 全球隔热材料与气凝胶市场规模对比

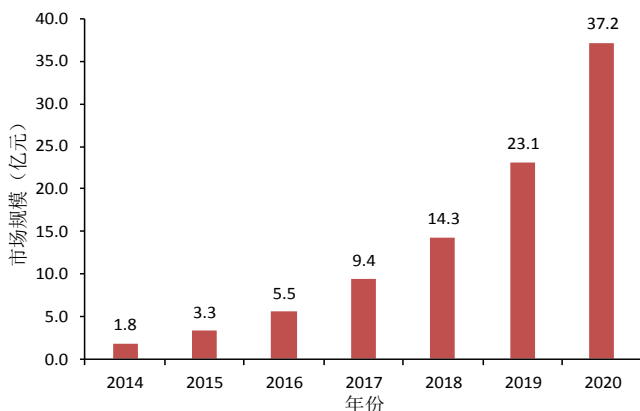


数据来源: Freedonia, Allied, 西南证券

2014 年市场规模约为 1.82 亿元, 处于产业化起步阶段。Allied 预计到 2020 年中国市场规模将达到 37.2 亿元, 2015-2020 年的复合增长率约 61.1%。圣诺节能公司推断, 2015-2020 年气凝胶材料将在工业和设备领域获得大批量应用, 2020 年开始在建筑领域将开始大规模的应用, 2025 年将全面替代传统建筑保温材料, 分享国内每年 1000 多亿的保温材料市场。

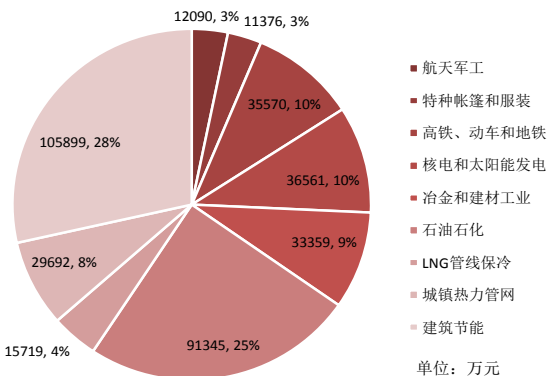
目前限制气凝胶材料市场拓展的主要因素是高昂的价格, 我们看好公司常压干燥项目的投产, 其较低的生产成本有利于公司在气凝胶产业化初期抢占市场。

图 32: 国内气凝胶市场规模预测



数据来源: Allied, 西南证券

图 33: 2020 年国内气凝胶市场分布预测



数据来源: 圣诺节能研究报告, 西南证券

6 盈利预测

假设 1: 炸药业务因原材料成本的降低和民爆行业低迷影响, 营收下滑。但因原材料成本持续降低, 预计 2016-2018 年毛利率保持稳定。

假设 2: 假设 2016 年雷管业务实现销量 300 万发, 2017 年增加 700 万发, 毛利率也随着雷管业务的产品结构优化而逐步提升。

假设 3：工程爆破业务因公司运营重心转移而保持快速发展态势，但受整体环境影响，毛利率维持当前水平。锂产品盈利能力持续提升，销量保持较快增长速度，毛利率维持在当前水平。

假设 4：其他业务保持平稳，三费率逐渐下降。

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
炸药	收入	740.39	518.27	440.53	436.13
	增速	-21.7%	-30.00%	-15.00%	-1.00%
	毛利率	55.28%	54.00%	54.00%	54.00%
雷管	收入	146.74	146.01	248.21	347.49
	增速	-15.3%	-0.50%	70.00%	40.00%
	毛利率	45.31%	52.00%	54.00%	56.00%
索类	收入	15.49	18.59	20.45	21.47
	增速	-10.3%	20.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	36.15%	41.00%	41.00%	41.00%
工程爆破	收入	246.96	345.74	480.00	528.00
	增速	23.0%	40.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	41.46%	32.00%	32.00%	32.00%
锂产品	收入	122.00	305.00	457.50	571.88
	增速	1402.5%	150.00%	50.00%	25.00%
	毛利率	4.13%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	收入	193.78	213.16	223.82	235.01
	增速	63.7%	10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-19.26%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	1343.35	1546.77	1870.51	2139.97
	增速	-7.67%	15.14%	20.93%	14.41%
	毛利率	40.68%	38.33%	37.05%	37.28%

数据来源：公司公告，西南证券

预测与估值：根据以上说明和假设，我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 15.5 亿元、18.7 亿元和 21.4 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 1.4 亿元、1.8 亿元和 2.2 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益分别为 0.15 元、0.19 元和 0.23 元。

7 风险提示

原材料价格大幅波动的风险，军工业务拓展进度低于预期的风险，气凝胶下游市场开拓低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1343.35	1546.77	1870.51	2139.97	净利润	127.80	154.99	193.90	240.44
营业成本	796.89	953.84	1177.46	1342.13	折旧与摊销	50.42	53.95	59.49	63.26
营业税金及附加	14.17	17.50	20.80	23.73	财务费用	17.60	12.37	16.83	21.40
销售费用	83.91	92.81	102.88	115.56	资产减值损失	46.95	15.00	10.00	10.00
管理费用	291.78	304.71	362.88	406.59	经营营运资本变动	-93.62	-14.81	-103.82	-84.97
财务费用	17.60	12.37	16.83	21.40	其他	80.36	-60.00	-72.00	-87.00
资产减值损失	46.95	15.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	229.51	161.50	104.41	163.13
投资收益	70.80	45.00	62.00	77.00	资本支出	33.69	-70.00	-90.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-128.35	45.00	62.00	77.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-94.66	-25.00	-28.00	-23.00
营业利润	162.84	195.54	241.65	297.56	短期借款	-52.93	65.13	19.31	-40.36
其他非经营损益	1.89	0.78	5.39	8.19	长期借款	-22.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	164.74	196.32	247.04	305.74	股权融资	-7.32	0.00	0.00	0.00
所得税	36.94	41.34	53.14	65.30	支付股利	-48.00	-25.01	-30.33	-37.95
净利润	127.80	154.99	193.90	240.44	其他	-54.00	-76.33	-16.83	-21.40
少数股东损益	9.27	11.24	14.06	17.44	筹资活动现金流净额	-184.26	-36.21	-27.85	-99.71
归属母公司股东净利润	118.53	143.75	179.84	223.00	现金流量净额	-55.54	100.28	48.56	40.42
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	131.73	232.02	280.58	321.00	成长能力				
应收和预付款项	388.52	395.75	491.18	568.22	销售收入增长率	-7.67%	15.14%	20.93%	14.41%
存货	101.97	122.05	150.66	171.74	营业利润增长率	-46.41%	20.08%	23.58%	23.13%
其他流动资产	258.06	297.14	359.33	411.10	净利润增长率	-48.66%	21.27%	25.11%	24.00%
长期股权投资	382.44	382.44	382.44	382.44	EBITDA 增长率	-38.58%	13.43%	21.43%	20.20%
投资性房地产	5.05	5.05	5.05	5.05	获利能力				
固定资产和在建工程	654.41	664.66	670.68	674.62	毛利率	40.68%	38.33%	37.05%	37.28%
无形资产和开发支出	877.97	884.50	909.69	943.22	三费率	29.28%	26.50%	25.80%	25.40%
其他非流动资产	93.16	92.44	91.72	91.01	净利率	9.51%	10.02%	10.37%	11.24%
资产总计	2893.31	3076.04	3341.34	3568.38	ROE	5.34%	6.30%	7.39%	8.51%
短期借款	135.07	200.20	219.51	179.15	ROA	4.42%	5.04%	5.80%	6.74%
应付和预收款项	229.34	264.55	323.67	371.40	ROIC	6.60%	7.61%	8.90%	10.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.19%	16.93%	17.00%	17.86%
其他负债	134.74	151.10	174.42	191.58	营运能力				
负债合计	499.15	615.85	717.59	742.13	总资产周转率	0.46	0.52	0.58	0.62
股本	960.00	960.00	960.00	960.00	固定资产周转率	2.37	2.65	2.91	3.30
资本公积	364.83	364.83	364.83	364.83	应收账款周转率	5.73	6.00	6.53	6.22
留存收益	821.89	940.63	1090.14	1275.19	存货周转率	6.33	8.52	8.64	8.33
归属母公司股东权益	2210.67	2265.45	2414.96	2600.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.92%	—	—	—
少数股东权益	183.49	194.73	208.79	226.23	资本结构				
股东权益合计	2394.17	2460.18	2623.75	2826.25	资产负债率	17.25%	20.02%	21.48%	20.80%
负债和股东权益合计	2893.31	3076.04	3341.34	3568.38	带息债务/总负债	27.06%	32.51%	30.59%	24.14%
					流动比率	1.97	1.86	1.92	2.13
					速动比率	1.74	1.64	1.70	1.88
					股利支付率	40.50%	17.40%	16.87%	17.02%
					每股指标				
					每股收益	0.12	0.15	0.19	0.23
					每股净资产	2.49	2.56	2.73	2.94
					每股经营现金	0.24	0.17	0.11	0.17
					每股股利	0.05	0.03	0.03	0.04
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	230.86	261.86	317.98	382.21					
PE	55.15	45.48	36.35	29.32					
PB	2.73	2.66	2.49	2.31					
PS	4.87	4.23	3.50	3.05					
EV/EBITDA	27.89	24.46	20.05	16.47					
股息率	0.73%	0.38%	0.46%	0.58%					

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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn