

民爆和锂双主业有望共同改善



——雅化集团深度报告 (002497)

核心观点

❖ 双主业发展，兼具安全垫与估值

公司传统主营业务为民爆产品的生产、运输和服务。民爆企业盈利水平高、现金流好、且成立时间较早积累了一定的资金，有拓展第二主业的需求。

公司在过去多年持续发力建设锂产品生产线，目前为民爆和锂产业双主业发展。公司依靠民爆的高壁垒和较高的毛利率作为安全垫，同时依托地域优势，拓展未来需求广阔的锂产品。双主业使得公司增长空间扩大，国内锂行业估值普遍较高。

❖ 民爆业务壁垒高，工程爆破业务快速发展

2016年后，公司民爆业务逐渐向主流发展方向靠拢。工程爆破服务逐渐成为公司最大的细分业务板块。公司在该领域的毛利率维持30%的较高水平，高于奥瑞凯和宏大爆破在该领域的毛利率。公司的炸药和雷管业务的营业规模维持稳定，毛利率维持40%的较高水平。

因炸药的运输成本及法规要求，民爆行业普遍地域壁垒高，公司主要业务在四川、山西和内蒙古，对爆破业务的需求量普遍高于其他省份。

❖ 雅安锂生产线投产，并且公司定增继续扩大锂产能

公司锂盐产能不断增加，2019年锂盐产品实现销量1.17万吨，同比增长66.49%。2020年4月公司拟募集15亿元，总计13.9亿元用于新增年产2万吨电池级氢氧化锂、1.1万吨氯化锂及其制品项目。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司民爆业务毛利率高、规模稳定增长，工程爆破服务业务快速增长。考虑川藏铁路带给公司炸药和服务市场空间，锂盐价格有望持续上行。预计2020-2022年营业收入分别为34、47、60亿元，实现EPS分别为0.17、0.22、0.34元/股，对应PE分别为55、42、27倍，首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**原材料价格大幅上涨、宏观经济持续收缩、锂盐价格持续下降、川藏铁路开工时间大幅延后、突发安全事故风险。

盈利预测与估值

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	3196.74	3400.00	4700.00	5974.00
+/-%	4.24%	6.36%	38.□4%	27.11%
归属母公司净利润(百万)	56.10	161.27	210.86	329.63
+/-	-64.34%	187.46%	30.75%	56.33%
EPS(元/股)	0.06	0.17	0.22	0.34
PE	158.36	55.09	42.13	26.95

资料来源：公司公告、川财证券研究所，估值截止于2020年6月24日

📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	化工
报告时间	2020/6/29
前收盘价	9.28元
公司评级	增持评级

📌 分析师

白竣天

证书编号：S1100518070003
baijuntian@cczq.com

黄博

证书编号：S1100519090001
huangbo@cczq.com

📌 川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000
成都	中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、公司概况	5
1. 公司简介	5
2. 业务简介	5
2.1 民爆业务	7
2.2 锂产业	10
二、财务情况	14
1. 经营情况	14
2. 财务情况	15
三、投资机会	17
1. 民爆业务将受益川藏铁路建设	17
2. 公司在民爆业务上具备传统优势	19
3. 锂产业持续扩产	22
4. 回购股份彰显管理层信心	23
四、营业预测与估值评级	24
1. 营业预测	24
2. 估值评级	25

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	分产品收入结构.....	6
图 3:	分产品毛利率情况.....	6
图 4:	各地区营业收入情况.....	7
图 5:	各地区毛利率情况.....	7
图 6:	民爆产业链示意图.....	8
图 7:	民爆业务的营业收入.....	9
图 8:	民爆业务的毛利率.....	9
图 9:	硝酸铵出口平均单价.....	10
图 10:	锂产业链示意图.....	11
图 11:	2019 年锂矿储量分布.....	12
图 12:	2019 年锂矿产量.....	12
图 13:	氢氧化锂和碳酸锂的价格.....	13
图 14:	氢氧化锂和碳酸锂的产量.....	13
图 15:	2019 年分业务毛利构成.....	14
图 16:	民爆业务成本构成.....	14
图 17:	炸药产品成本构成.....	14
图 18:	工程爆破成本构成.....	15
图 19:	锂行业成本构成.....	15
图 20:	三费占营业收入的比重.....	15
图 21:	资产负债率.....	16
图 22:	资产减值损失占营业利润的比重.....	16
图 23:	应收账款周转率和存货周转率.....	16
图 24:	研发人员和支出占比.....	17
图 25:	川藏拉林段长钢轨无缝焊接.....	17
图 26:	施工实例炸药用量.....	18
图 27:	光面爆破图片.....	19
图 28:	工业炸药行业的销售情况及利润.....	20
图 29:	炸药、火工及焰火产品的 PPI 同比数据.....	20
图 30:	四川采掘 PPI 指数.....	20
图 31:	四川固定资产投资完成额当季同比.....	20
图 32:	国内民爆企业市占率排名.....	21
图 33:	四川及全国水资源量.....	22
图 34:	公司的锂矿石采矿权.....	23
表格 1:	常用炸药简介.....	8
表格 2:	含锂矿物及产品.....	10
表格 3:	锂产业的应用领域.....	12
表格 4:	现代爆破技术分类.....	18

表格 5:	业务预测	24
表格 6:	雅化集团可比公司	25

一、公司概况

1. 公司简介

四川雅化实业集团股份有限公司（简称“雅化集团”，以下简称“公司”），主营民爆和锂产业。公司拥有爆破施工一级、矿山施工总承包和土石方、隧道工程、地基与基础等专业承包资质，是国内工程爆破资质最齐备、矿山工程服务项目最配套的民爆一体化服务商之一。公司也是国内最早生产锂盐产品的企业之一，是全球锂盐产品的主要供应商。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

2010年，公司在深交所上市（股票代码002497.SZ）。公司现有总股本9.57亿股，流通A股8.46亿股，限售A股1.11亿股。公司第一大股东为郑戎，也为公司董事长，持股比例达14.34%。

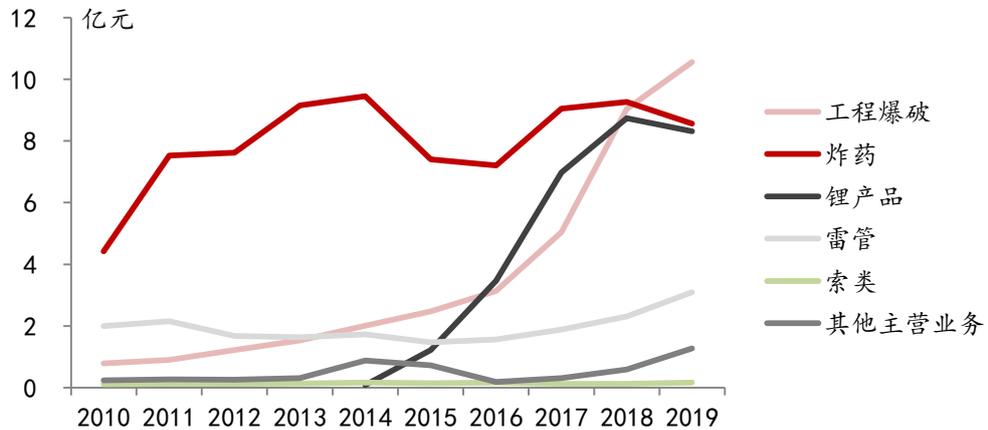
2. 业务简介

公司传统主营业务为民爆产品的生产、运输和服务，并在过去多年持续发力建设锂产品生产线，目前为民爆和锂产业双主业发展。公司依靠民爆的高壁垒和较高的毛利率作为安全垫，同时依托地域优势，拓展未来需求广阔的锂产品。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司增长空间得到提升，估值长期向好。

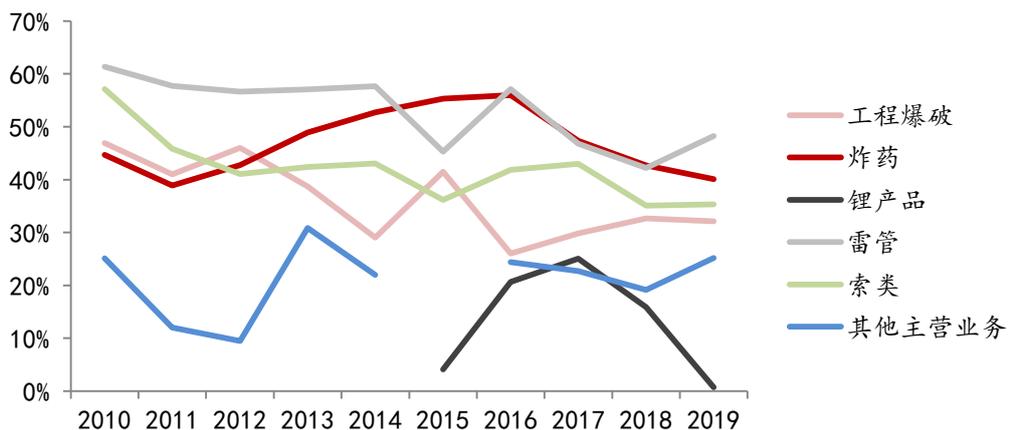
图 2：分产品收入结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

过去多年公司的业务板块为炸药业务，2014年以后公司逐渐培育出工程爆破和锂产品业务，并且他们的规模已经超过公司传统的炸药业务，未来仍将高速增长。

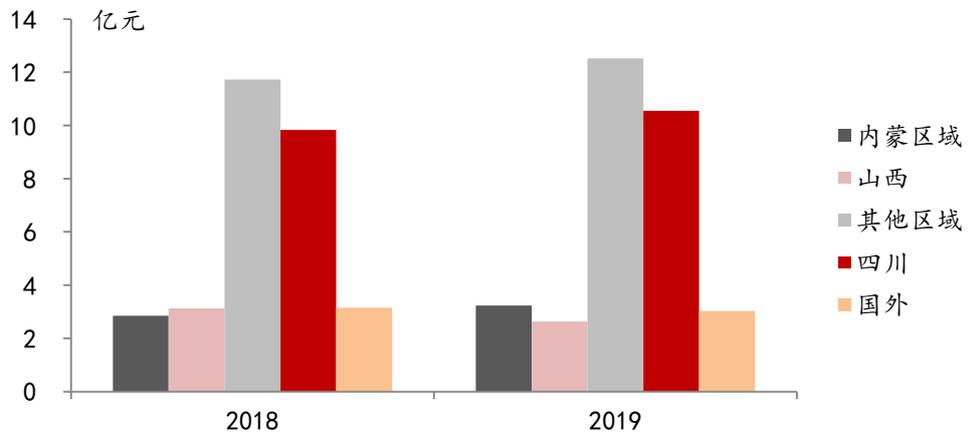
图 3：分产品毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司民爆业务的毛利率普遍较高，炸药、雷管和索类的毛利率维持较高水平。

图 4：各地区营业收入情况

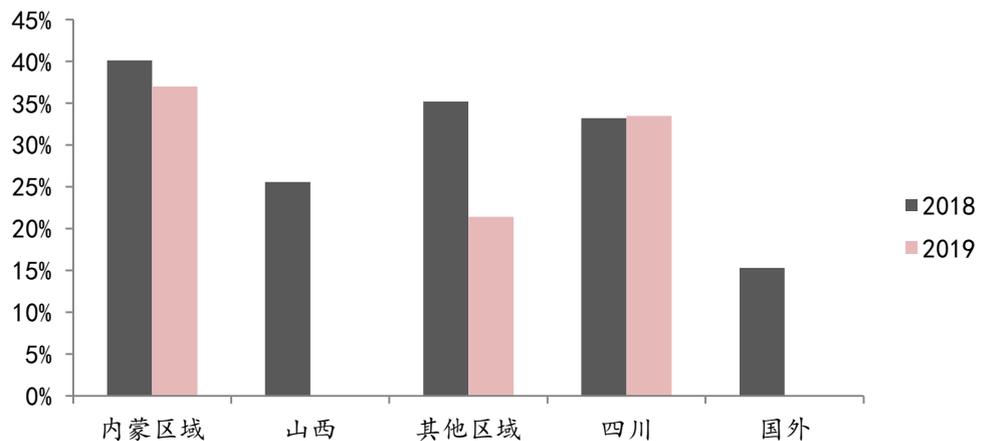


资料来源：Wind，川财证券研究所

近两年，公司在四川、山西和内蒙区域的营业收入略有增长。

公司主要销售市场的毛利率变化明显，山西、国外和其他区域的毛利率下滑明显。

图 5：各地区毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.1 民爆业务

民爆行业集中度提升且壁垒较高。过去我国民爆行业集中度低，中小企业居多，企业数量多大 400 多家，经过十多年的发展，集中度逐渐提升，现已经集中到 40 家左右。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

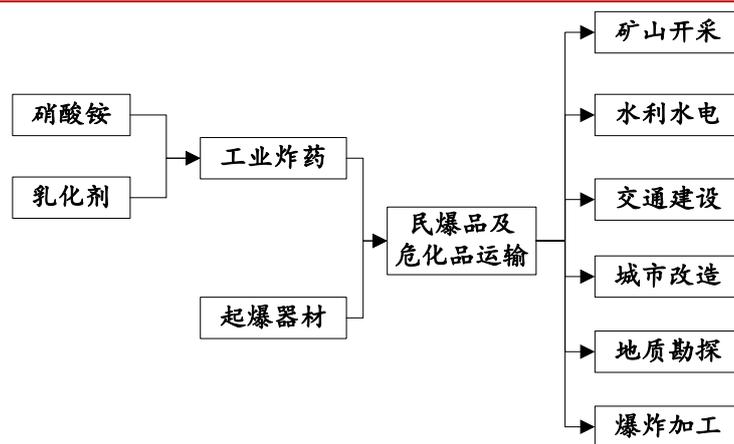
表格1：常用炸药简介

名称	简介
胶状乳化炸药	第三代含水炸药，抗水性强，安全性好
粉状乳化炸药	具有抗水性，外观为粉末状，贮存期长
铵油炸药	硝酸铵和燃料油为主要成分，不抗水
改性铵油炸药	爆炸性能和储存稳定性提升
膨化硝酸铵炸药	成本低、环保

资料来源：百度百科，川财证券研究所

公司民爆业务主要包括工业炸药和起爆器材的生产、民爆品及危化品的运输，以及工程爆破服务。

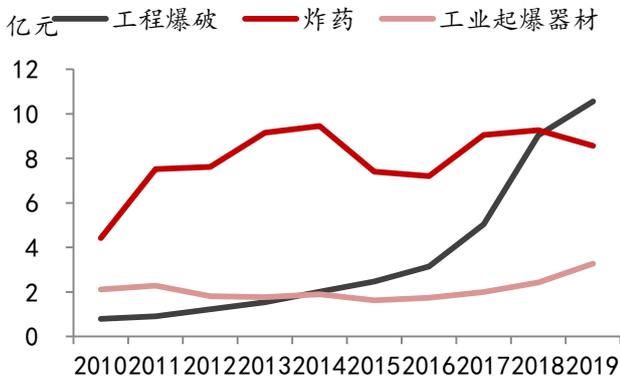
图 6：民爆产业链示意图



资料来源：公司年报，川财证券研究所

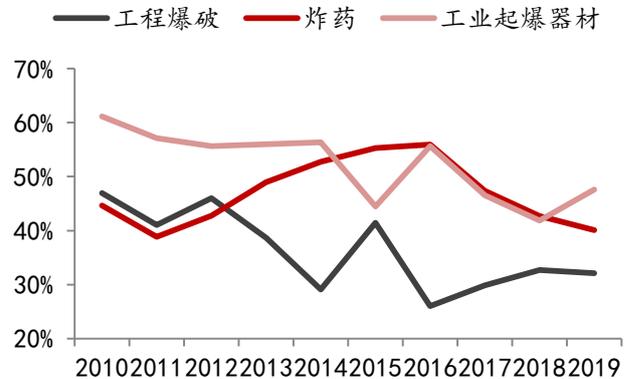
公司现有 20 余个爆破公司，拥有 13 个现场混装炸药生产点，拥有爆破施工一级、矿山施工总承包和土石方、隧道工程、地基与基础等专业承包资质，是国内工程爆破资质最齐备、矿山工程服务项目最配套的民爆一体化服务商之一。

图 7：民爆业务的营业收入



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：民爆业务的毛利率



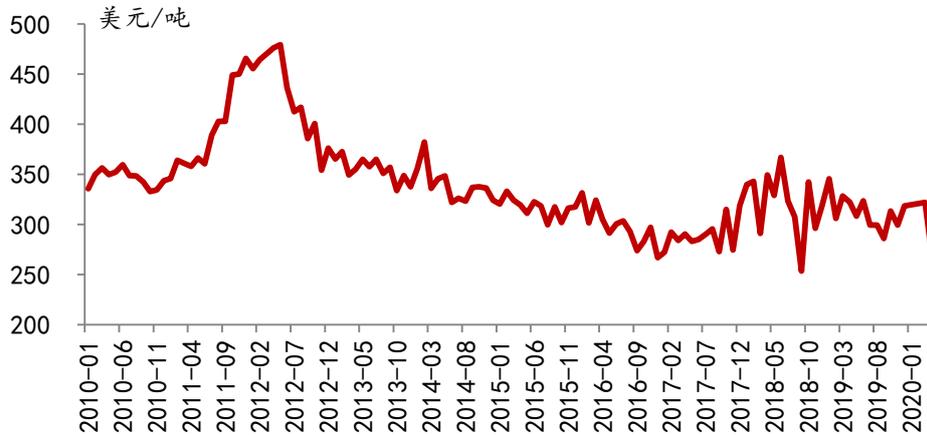
资料来源：Wind，川财证券研究所

公司逐渐向民爆业务主流发展方向靠拢。2016年后，雅化集团快速向工程爆破服务领域进展，并向主流民爆企业的方向考虑，同时带动营业收入快速增长。澳大利亚企业奥瑞凯（Orica）是全球商用炸药和爆破系统的最大供应商，在澳大利亚和美国矿市场的市占率最高。公司即是以矿山爆破业务为主。国内宏大爆破也是以矿山开采爆破业务为主。

雅化集团的工程爆破服务业务快速发展，由2016年的3亿元收入增长到2019年的10.6亿元的收入，一举成为公司最大的细分业务板块。其业务主要也是矿山服务，但不仅是露天矿山的爆破服务也包含较多的地下爆破作业。同时因公司走高技术服务路线，公司在该领域的毛利率维持30%的较高水平，高于奥瑞凯和宏大爆破的在该领域的毛利率。

原材料价格维持低位。公司炸药的原材料主要为硝酸铵，其价格基本处于震荡下行趋势，2020年以来价格大幅下行，近期价格接近1900元/吨。炸药中的原材料成本占84%，其中硝酸铵的成本占炸药成本的50%左右，是原材料成本中最关键的一项。硝酸铵价格的下跌降低了公司原材料的采购成本，有助于炸药业务毛利率的提升。

图 9：硝酸铵出口平均单价



资料来源：Wind，川财证券研究所

硝酸铵的原材料为煤炭和天然气，公司所在地四川为我国天然气的主要产地，因节约天然气管输费等相关优势，当地天然气销售价格较低。

2.2 锂产业

氢氧化锂需求增速超过碳酸锂，高镍三元锂电池仍是主流趋势。电池级氢氧化锂主要用于高镍三元电池。三元锂电池从原来的 333、523、622 一路发展到现在的 811。市场普遍预计 2020 年氢氧化锂需求量将超过碳酸锂。2019 年国内碳酸锂产量 15.9 万吨，氢氧化锂产量 7.6 万吨仅为碳酸锂的一半。

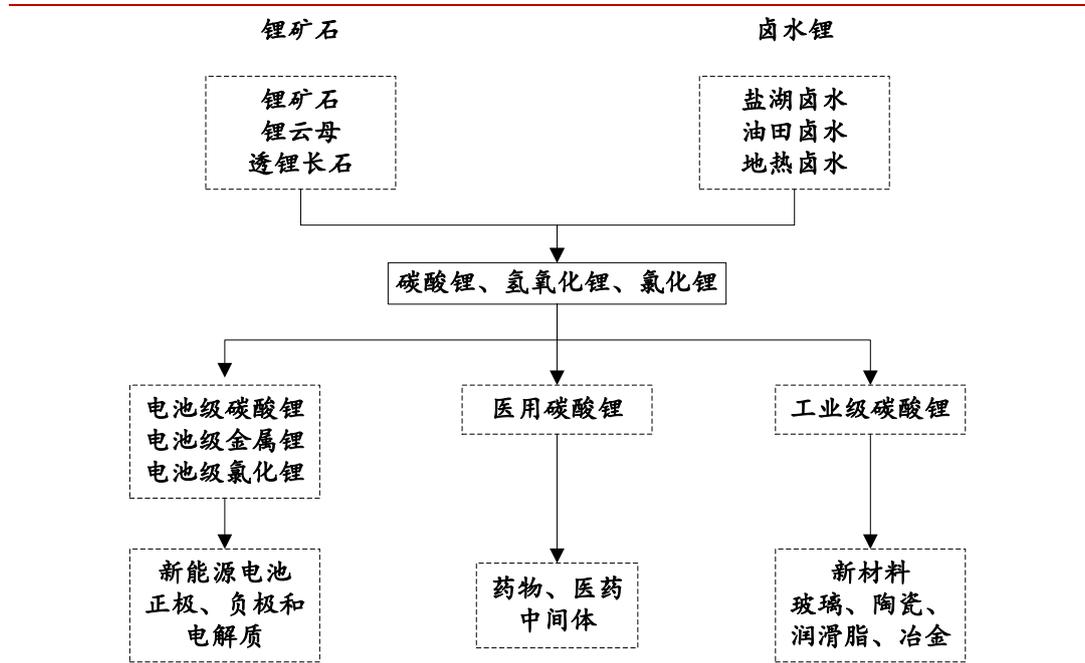
表格2：含锂矿物及产品

锂盐	对碳酸锂、氯化锂、氢氧化锂等锂化合物的统称
碳酸锂	分子式为 Li_2CO_3 ，是用量最大、应用范围最广的锂产品，可以用于锂离子电池正极材料的生产
氢氧化锂	分子式为 LiOH ，行业内一般指单水氢氧化锂（ $\text{LiOH} \cdot \text{H}_2\text{O}$ ），主要应用于润滑剂、净化剂、催化剂、锂离子电池正极材料制备等方面
锰酸锂	分子式为 LiMn_2O_4 ，是一种尖晶石结构的金属复合氧化物，用作锂离子电池的正极材料
磷酸二氢锂	分子式为 LiH_2PO_4 ，生产锂离子电池正极材料的原料
锂辉石	分子式为 $\text{LiAl}[\text{Si}_2\text{O}_6]$ ，主要应用于氢氧化锂及碳酸锂的制取及玻璃、陶瓷工业的添加剂等领域，是目前主要锂矿物资源之一
锂精矿	锂辉石原矿经碎磨、浮选、重选、浸出、烘干等选矿工艺处理后，获得的富含氧化锂的产品

资料来源：百度百科，川财证券研究所

公司将成为国内主要的氢氧化锂生产商。国内锂行业估值明显超过民爆，公司锂产能在国内占比较大，将明显提升公司估值。公司主要产品为氢氧化锂，现有氢氧化锂产能 1.2 万吨，碳酸锂产能 0.6 万吨，雅安项目投产后，新增氢氧化锂产能 2 万吨。今年的定增投产后，公司将再增长氢氧化锂产能 2 万吨、氯化锂产能 1.1 万吨。公司产能相对国内产量有高集中度的优势，2019 年国内氢氧化锂产量仅为 7.6 万吨。

图 10：锂产业链示意图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

近年来，全球锂盐产品的增量主要用于制造新能源电池，其次用于制造医药中间体和部分工业材料。

表格3: 锂产业的应用领域

电池	用于锂离子二次电池的材料, 包括正极材料(钴酸锂、锰酸锂、三元材料、磷酸铁锂等)、负极材料(钛酸锂等)、电解质(六氟磷酸锂、四氟硼酸锂等); 以及一次锂电池(锂硫电池等)。
玻璃	锂精矿或锂化物在制造玻璃时有较大的助熔作用, 添加到玻璃配料中能够降低玻璃熔化时的温度和熔体的粘度, 能降低玻璃热膨胀的系数。
陶瓷	陶瓷中加入少量锂辉石可降低烧结温度, 缩短烧结时间, 应用到微波炉内的托盘、电磁灶面板、汽轮机叶片、火花塞、低热膨胀系数泡沫陶瓷等陶瓷中。
润滑脂	锂基润滑脂具有抗氧、耐压、润滑性能好的优点, 抗水性能好, 应用到飞机、坦克、火车、汽车、冶金、石油化工、无线电探测等设备上。
冶金	锂能改善合金性能, 也是有效的脱气剂
医药	碳酸锂、丁基锂、氨基锂等可用于生产抗血脂药物、抗病毒类药物等药物, 以及医药中间体等。

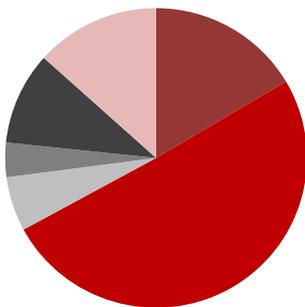
资料来源: 公司年报, 川财证券研究所

阿根廷、玻利维亚和智利等地区锂资源丰富。全球每年大约 60% 的锂产品来自阿根廷、玻利维亚和智利区域。世界范围内伟晶岩类锂矿主要分布在澳大利亚、加拿大、芬兰、中国、津巴布韦、南非和刚果等国。

我国锂资源丰富, 储量居世界前列, 其中约 80% 为盐湖卤水锂, 盐湖卤水锂主要分布于青海和西藏。锂辉石主要分布于四川、新疆、江西等地, 其中四川占 57%、江西占 33%。

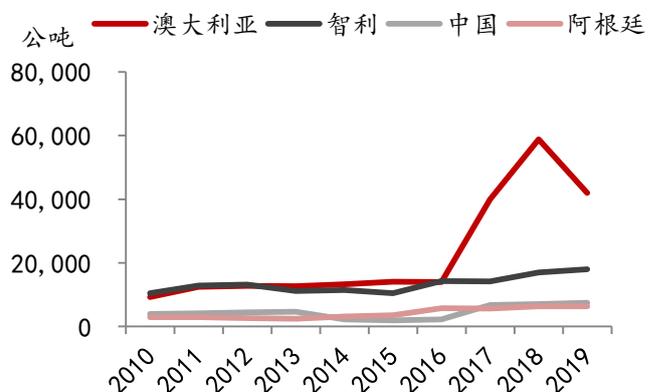
图 11: 2019 年锂矿储量分布

■ 澳大利亚 ■ 智利 ■ 中国 ■ 美国 ■ 阿根廷 ■ 其他



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 12: 2019 年锂矿产量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

四川锂资源主要集中在甘孜、阿坝两州。锂辉石矿主要分布于甲基卡、可尔因等地。甲基卡是亚洲最大的锂辉石矿区，以往探明的储量占全国 1/3 强。可尔因地质成矿带上的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。

近几年锂矿价格下降主要与海外扩产有较大关系。2017-2018 年澳大利亚锂矿大幅扩产，使得全球锂矿产量大幅增长。2019 年澳大利亚锂矿产量占全球产量的 54.5%。

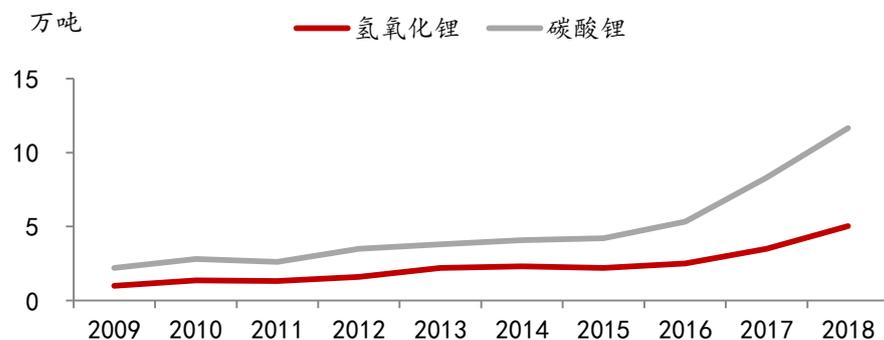
图 13：氢氧化锂和碳酸锂的价格



资料来源：Wind，川财证券研究所

2018 年国内碳酸锂产量 11.65 万吨，氢氧化锂产量 5.02 万吨，氢氧化锂出口量 2.73 万吨，氢氧化锂出口量占产量的 54.4%。2019 年国内碳酸锂产量 15.9 万吨，同比增长 31.8%，氢氧化锂产量 7.6 万吨，同比增长 29.7%。

图 14：氢氧化锂和碳酸锂的产量



资料来源：Wind，川财证券研究所

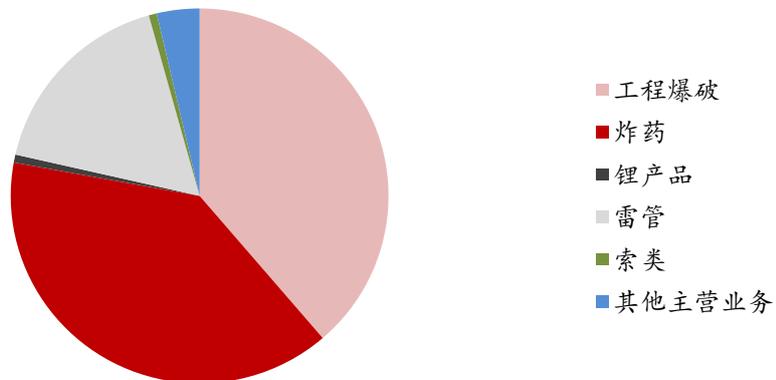
二、财务情况

1. 经营情况

从营业收入构成来看，公司炸药、工程爆破和锂产品的营收规模占比最大。

从毛利构成来看，公司炸药和工程爆破的毛利占比超过 78%、其次为雷管业务占比 17%。

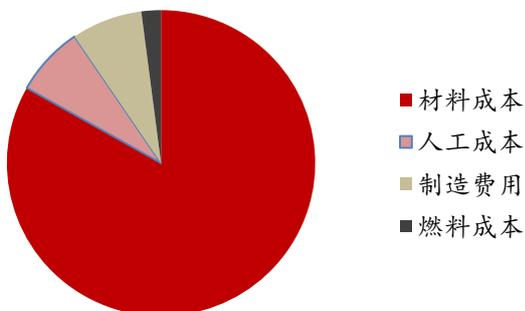
图 15：2019 年分业务毛利构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

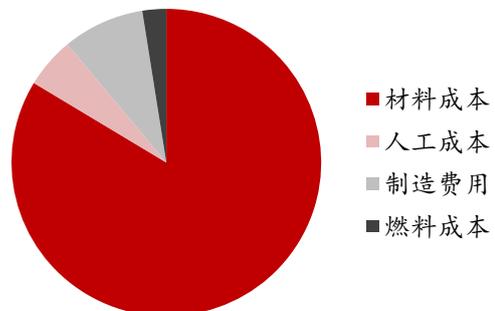
民爆和炸药业务的成本构成中，材料成本占比都是最大的，占比超过 80%，其次是人工和制造费用。

图 16：民爆业务成本构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

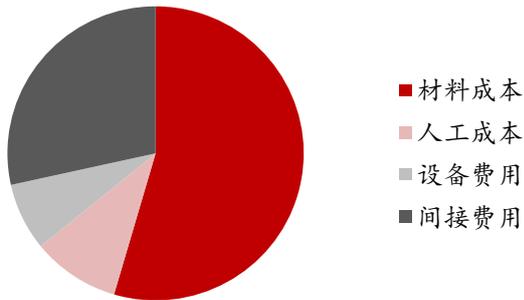
图 17：炸药产品成本构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

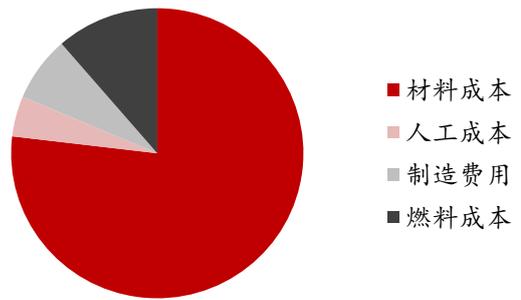
工程爆破服务的成本构成与前两种细分业务有所不同，材料成本占比下降到54%，人工成本提高到10%。

图 18：工程爆破成本构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19：锂行业成本构成



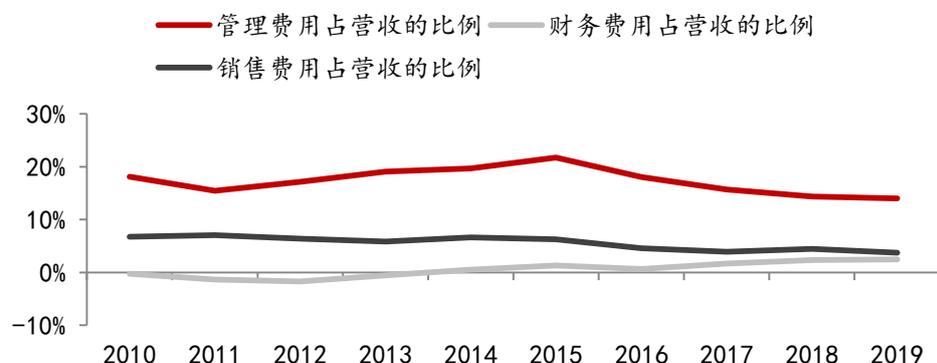
资料来源：Wind，川财证券研究所

公司锂行业的成本构成中，材料成本占比达到77%，主要是锂矿石；燃料成本是第二大构成因素，占比达到11%。

2. 财务情况

公司的成本管控占据优势。公司管理费用占比多年来呈现下降趋势，由最高的21%下降到14%；销售费用也是持续下降趋势，由最高的6.7%持续下滑到3.8%；受公司锂产业发展的影响，财务费用略有增长，但占营业收入的比重仅为2.5%。

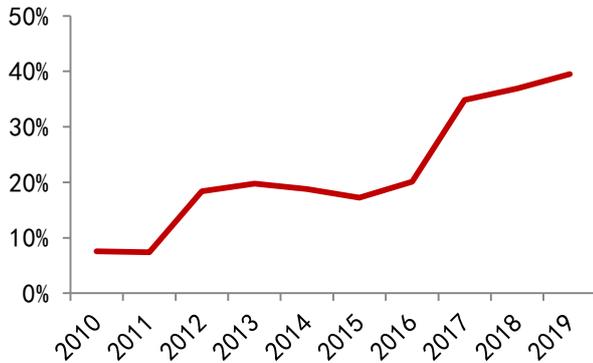
图 20：三费占营业收入的比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

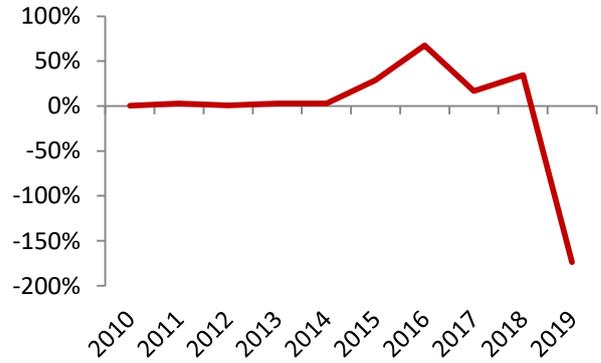
公司的资产负债率逐渐增长，由过去的不到 10% 增长到 2019 年的 39.5%。

图 21：资产负债率



资料来源：Wind，川财证券研究所

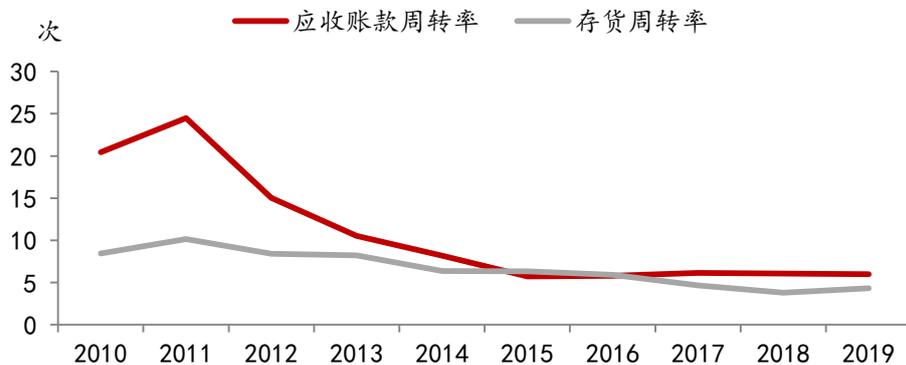
图 22：资产减值损失占营业利润的比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

2015 年前公司的应收账款周转率下降速度较快，15 年之后维持 6 次的水平。公司存货周转率相对稳定，2019 年为 4.3 次。

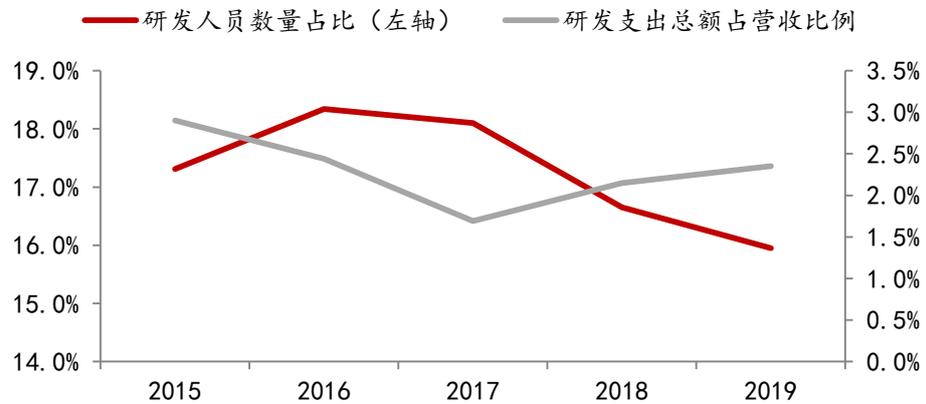
图 23：应收账款周转率和存货周转率



资料来源：Wind，川财证券研究所

最近几年，公司研发人员数量占比略有下滑，但研发支出占比持续提升，表明人均研发投入有较大提升，研发效率得到提升。

图 24：研发人员和支出占比



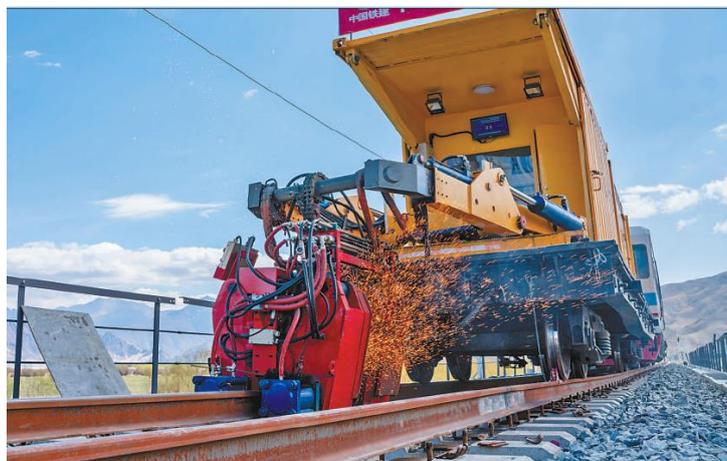
资料来源：Wind，川财证券研究所

三、投资机会

1. 民爆业务将受益川藏铁路建设

川藏铁路康林段有望全面动工。2018年10月10日，习近平主持召开中央财经委员会第三次会议，全面启动川藏铁路规划建设。川藏铁路起于四川省成都市，包括三大路段：成康铁路（成都至康定又包括成雅铁路和雅康铁路）、康林铁路（康定-林芝）、拉林铁路（拉萨-林芝），其中成雅铁路已于2018年建成投用。里程最长、施工难度最大的康林铁路也有望全面动工。

图 25：川藏拉林段长钢轨无缝焊接



资料来源：人民日报，川财证券研究所

公司总部所在地为四川省雅安市，在川藏铁路沿线雅安、泸定、康定、雅江、理塘、巴塘等地均设有分公司或项目部，有长期在西部大开发建设中积累的高海拔、复杂地形桥隧等线性工程作业经验。川藏铁路在四川的下一步建设在主要集中在雅安市及甘孜州，其全线规划隧道总长达 1400km，占线路总长的 80%，几乎把川藏铁路变为一条“地铁”。大量众多的控制性工程预计对民爆产品及服务的需求也有望超预期。

表格4：现代爆破技术分类

微差爆破	又称毫秒爆破，是40年代出现的爆破新技术。被爆破的岩块在移动过程中互相撞击，形成极其复杂的能量再分配，使岩石破碎均匀，缩短抛掷距离，减弱地震波和空气冲击波的强度，在采矿和采石工程中广泛应用。
光面爆破、预裂爆破	起源于50年代末期，由于钻孔机械的发展，出现了一种密集钻孔小装药量的爆破新技术，是隧道和地下厂房以及路堑和基坑开挖工程中常用的爆破技术。
定向爆破	起源于50年代末和60年代初期。这种技术已广泛地应用在水利筑坝、矿山尾矿坝和填筑路堤等工程上。它的突出优点是在极短时间内，通过一次爆破完成土石方工程挖、装、运、填等多道工序。

资料来源：中国爆破器材行业协会，川财证券研究所

川藏铁路炸药用量测算。目前岩体爆破用药量多采用被爆破岩体体积与单位岩体爆破用药量成正比的方法加以确定。

$$Q=q*V$$

Q 为装药量 (kg)；q 为爆破单位体积岩石的炸药耗药量 (kg/m³)；V 为被爆破岩石的体积 (m³)。

图 26：施工实例炸药用量

工程名称	隧道断面面积	岩石类别	炸药单位耗药量
湖北省水布垭水电工程偏岩隧道	84	石灰岩	1. 1 kg
赣龙铁路峡山隧道	64		1. 1 kg
浙赣铁路板背隧道	108	泥质页岩	风镐、挖机
陕西省柞小高速公路柞水隧道	86	变粒岩	1. 1 kg
陕西省柞小高速公路纸坊沟隧道	86	花岗岩	1. 3 kg

资料来源：杨宝鸿《隧道光面爆破中各孔位炸药用药量分配》，川财证券研究所

单孔 100 平方米截面的隧道，按 1kg/m³ 的较低用药量计算，1 米的隧道长度需要 0.1 吨炸药，800 公里需要 8 万吨炸药。

川藏铁路 800 多公里，平均单个隧道需要炸药 8 万吨。辅助隧道还需要炸药，再考虑其他附属工程，预计全部工程共需要 30 万吨炸药左右。公司炸药销售价格 6000 元/吨，预计该项目炸药采购需求将达到 18 亿元。同时匹配炸药的还需要运输、库存的服务费用。若考虑获得部分爆破工程服务的费用，整合工程对盈利规模的提高有很大推动左右。

图 27：光面爆破图片



资料来源：中国爆破器材行业协会，川财证券研究所

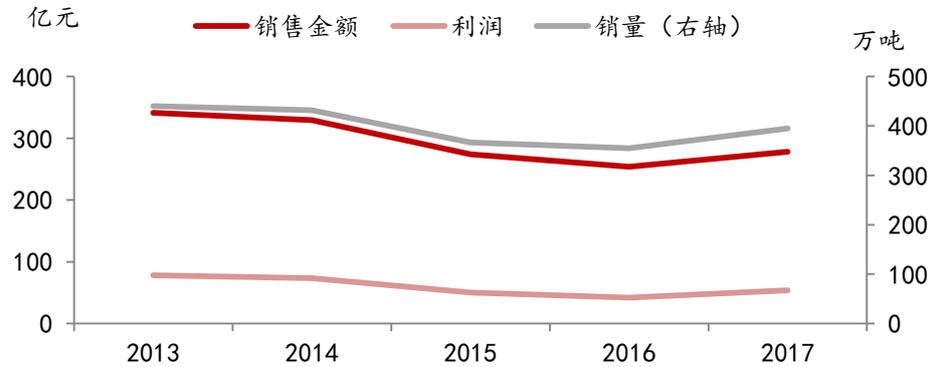
炸药爆破的配套服务的市场空间更为广阔。以国际和国内的主流企业来看，国际市场市占率第一的澳瑞凯和国内的宏大爆破，他们的爆破服务业务都是公司内部营业规模最大的板块。公司 1 吨炸药的配套服务规模可以达到 6-10 万元，是炸药销售的 10-15 倍。川藏铁路的爆破配套服务规模将超过 200 亿元，而公司 2019 年的工程爆破营业收入为 10.6 亿元，仍有非常大的增长空间。

2. 公司在民爆业务上具备传统优势

民爆行业的集中度仍在持续提升，爆破服务行业市场增速最快。

2019 年，民爆行业生产总值为 332.49 亿元，并且产业集中度在稳步提高。前 20 名生产企业市占率约为 65%，且在逐年增长。国内全部企业炸药销量 441 万吨，同比增加约 3%。2019 年，民爆行业爆破服务收入为 228 亿元，同比增长 27%。

图 28：工业炸药行业的销售情况及利润



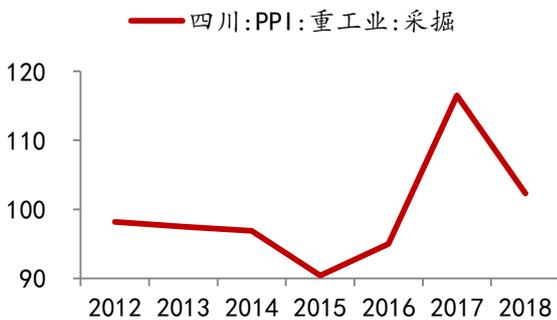
资料来源：公司年报，川财证券研究所

图 29：炸药、火工及焰火产品的 PPI 同比数据



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30：四川采掘 PPI 指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：四川固定资产投资完成额当季同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司民爆产能仍有空间，行业市占率排名相对靠前。2019年，公司生产总值位列行业第五位，工业雷管年产量位列行业第二位。公司民爆业务范围覆盖四川全境、新疆、内蒙、云南、贵州、湖北、福建、山西、辽宁、广东、广西、湖北、江苏、山东、新西兰和澳大利亚等地。

图 32：国内民爆企业市占率排名

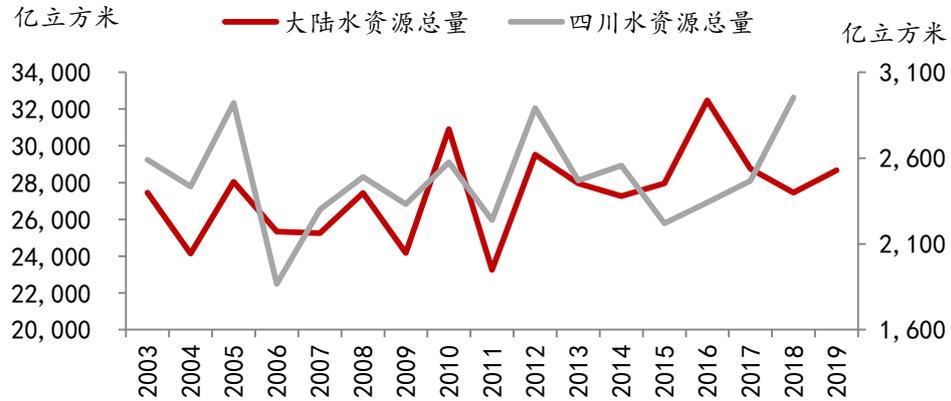
序号	企业名称	生产总值（亿元）	占行业比例
1	云南民爆集团有限责任公司	21.50	7.63%
2	保利久联控股集团有限责任公司	18.51	6.57%
3	中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	12.69	4.51%
4	广东宏大爆破股份有限公司	11.99	4.26%
5	四川雅化实业集团股份有限公司	11.36	4.03%
6	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	11.13	3.95%
7	安徽江南化工股份有限公司	11.00	3.91%
8	北方特种能源集团有限公司	9.79	3.48%
9	内蒙古生力资源（集团）有限责任公司	8.93	3.17%
10	福建海峡科化股份有限公司	7.07	2.51%
合计		123.97	44.02%
2017年民爆行业生产总值		281.63	100.00%

资料来源：公司债券募集说明书，川财证券研究所

民爆产业方面，公司拥有炸药生产许可产能 20 余万吨、工业雷管许可产能近 1.8 亿发、工业导爆索和塑料导爆管许可产能 1.3 亿米。2019 年公司实现民爆产品销售 18.67 万吨·亿米·亿发，同比增长 11.24%；爆破业务实现营业收入 10.56 亿元，同比增长 16.83%；实现营业利润 3.39 亿元，同比增长 14.78%。

民爆业务的地域优势较为明显。公司所在四川地区为西部大开发主要省份，山区多、水力和矿产资源丰富，基础设施相对不完善。随着人口和城市规模的扩大，对建筑、交通和矿产的需求都将扩大。而民爆产品就主要用在矿山开采、水利水电建设、交通建设、城市改造等领域。其景气程度与这些需求相关度较高。公司民爆业务也拓展到内蒙和山西地区，主要覆盖矿石开采等。

图 33：四川及全国水资源量



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司民爆业务配套危化品运输，在产业链上具有优势。公司下属全资子公司运输公司是四川省最大的一类危险化学品运输企业，可提供民爆产品、危化品、危废品等运输，在四川、山西、内蒙、新疆等省区建立了专业的运输服务基地和网络。2019年运输业务营业收入同比增长49%，营业利润同比增长19.34%。

3. 锂产业持续扩产

2020年4月公司拟募集15亿元，总计13.9亿元用于新增年产2万吨电池级氢氧化锂、1.1万吨氯化锂及其制品项目。

公司拥有锂业科技子公司，有国理公司、兴晟锂业、雅安锂业三个生产点，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。

2019年锂盐产品实现销量1.17万吨，同比增长66.49%。2020年初，公司成立“雅化锂业技术研发中心”，新建雅安锂业2万吨电池级锂盐产品生产线。

图 34：公司的锂矿石采矿权

矿山名称	矿石储量 (万吨)	Li ₂ O 资源量 (万吨)	矿权情况	采矿权人
四川省金川县李家沟 锂辉石矿	4,036.17	51.22	采矿权	德鑫矿业
四川省康定甲基卡锂 辉石矿	2,899.5	41.23	采矿权	甘孜州融达锂业有限 公司
四川省雅江县措拉锂 辉石矿	1,971.4	25.57	采矿权	四川天齐盛合锂业有 限公司
四川省马尔康县党坝 锂辉石矿	4,919.0	66.09	采矿+探矿权	马尔康金鑫矿业有限 公司

资料来源：公司年报，川财证券研究所

公司锂原料供应有较高稳定性。

2017 年 12 月，全资子公司香港公司与银河锂业澳大利亚有限公司签署了关于采购锂精矿的《承购协议》。2018 年和 2019 年每年的最低采购量为 10 万吨，2020 年至 2022 年每个年度的最低采购量为 12 万吨。

公司拥有能投锂业 37.25% 的股份，能投锂业拥有李家沟锂辉石矿采矿权。2018 年，金川县李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目开始施工。该项目建设规模为年开采锂辉石矿 105 万吨，项目总投资 11.5 亿元，预计于 2021 年内建成投产。

4. 回购股份彰显管理层信心

2019 年 3 月 7 日，公司首次通过回购专用证券账户，以集中竞价方式回购公司股份。3 月 7 日至 3 月 15 日，公司累计回购股份 1204.2 万股，占公司总股本的 1.25%；本次回购股份最高成交价为 8.47 元/股，最低成交价为 8.06 元/股，已支付的总金额为 1 亿元。

四、营业预测与估值评级

1. 营业预测

- 1、考虑公司民爆业务外延拓展及省内省外业务增长，相关业务毛利率维持正常水平；
- 2、考虑川藏铁路对 2020 年后业绩的拉动作用，但较为保守的估计其对业绩的影响；
- 3、考虑公司锂行业正常发展速度，判断锂盐价格缓慢回升。

表格5： 业务预测

		2018	2019	2020	2021	2022
民爆	炸药销量 (万吨)	15.84	17.31	19	22.5	22.5
	雷管销量 (万发)	9274	11795	14	17	18
	索类销量 (万米)	1410	2267	3000	4500	6000
	炸药单价 (元/吨)	5845.96	4945.118	5100	5200	5300
	雷管单价 (元/发)	2.49	2.62	2.6	2.62	2.65
	索类单价 (元/米)	0.85	0.75	0.75	0.75	0.75
	工程爆破收入 (亿元)	9.04	10.56	12	16	20
	工程爆破毛利率	32.68%	32.11%	32%	32%	32%
锂	产量 (吨)	5122	6662	15000	25000	32000
	销量 (吨)	7043	11726	20000	31000	38000
	单价 (万元/吨)	12.4	7.1	5.4	6.1	7.2

资料来源：Wind，川财证券研究所

2. 估值评级

公司民爆业务毛利率高、规模稳定增长，工程爆破服务业务快速增长。考虑川藏铁路带给公司炸药和服务市场空间，锂盐价格有望持续上行。预计2020-2022年营业收入分别为34、47、60亿元，实现EPS分别为0.17、0.22、0.34元/股，对应PE分别为55、42、27倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表格6：雅化集团可比公司

代码	简称	收盘价 20200624 (人民币： 元)	总市值 20200624 (人民币：亿 元)	ROE-2019 年报 (%)	PE20200624 (TTM)(倍)	EPS (TTM) (元/股)
002497.SZ	雅化集团	9.28	88.84	2.61	123.94	0.05
002683.SZ	宏大爆破	35.80	253.13	9.66	82.51	0.44
002827.SZ	高争民爆	12.65	34.91	3.06	145.56	0.06
002096.SZ	南岭民爆	5.87	21.79	1.19	91.32	0.04
002783.SZ	凯龙股份	9.52	35.96	3.10	71.95	0.06
民爆均值				4.25	98	0.15
002460.SZ	赣锋锂业	54.03	698.51	4.40	195.08	0.09
002466.SZ	天齐锂业	25.80	381.09	-69.98	952	-4.46
锂均值				-	574	-

资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

原材料价格大幅上涨

硝酸铵和锂矿石等原材料价格大幅上涨将提高公司采购成本

宏观经济持续收缩

民爆行业整体与固定资产投资增速相关，宏观经济萎缩将抑制行业发展

锂盐价格持续下降、

锂盐价格持续下行将减少公司锂板块的盈利水平

川藏铁路开工时间大幅延后

川藏铁路有很大部分在四川地区，开工大幅延后将影响公司未来业绩表现

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004