

雅化集团 (002497.SZ)

锂产业+民爆双轮驱动，长效成长远景可期

公司起步于民爆业务，再布局锂产业打开业绩成长瓶颈。公司为老牌民爆企业，通过爆破一体化业务模式与并购扩张维持民爆主营稳步成长。与此同时，公司积极布局锂产业，新建2万吨锂盐项目顺利投产兑现自身综合实力，并形成保障资源+巩固客户群体的业务生态。目前，公司已成为民爆产业综合实力龙头企业之一，锂产业核心竞争者，后续具备广阔成长空间。

民爆产业集中化发展趋势明晰，“强者恒强”为长期趋势。民爆产业规模优势与平台化管理模式是当前市场风格下主要竞争点，并购管理经验与业务一体化经营成为核心竞争点，具备规模化与平台化运营能力企业才能在产业并购浪潮中持续做强，享受市场规模与业务覆盖的双重增长。

民爆产业龙头地位牢固，产业规模+集中化趋势同向驱动业务成长。公司作为民爆产业龙头企业之一，长期通过兼并收购方式提升市场覆盖范围，有效搭建平台化并购通道，产业规模提升显著。此外，公司业务布局符合政策端鼓励方向，在炸药、民爆服务、运输以及军工方面搭建立体化产业协作模式，有效提升利润水平与产业地位。

疫情扰动不改氢氧化锂需求远景，应用场景高端化加深供给竞争格局。2020年尽管受疫情影响，但下挖产业数据依然能看到氢氧化锂需求韧性。下游差异化的应用场景与精细化的产品性能对上游产线提出更高需求，仅有具备稳定锂矿供应、优质产线建设、丰富加工经验与技术沉淀等多方面优势才能优先受益于产业成长，并转化为产销率、产能利用率、毛利率等指标提升，形成由自身优势向业绩兑现上的逻辑印证。

当下雅化正通过资源渠道优化、产线再造、客户对接等方面重塑自身锂产业发展，长效成长前景可期。新建成2万吨锂盐产线建成后将成为海外客户认证平台，在品质与数量双重保障下为产品挺进全球核心供应链提供背书，而后续远景发展规划也向市场进一步证实公司长期发展锂产业决心与潜力。

投资建议：民爆行业景气修复，公司向业务一体化与管理平台化转型，收入水平与利润空间将进一步提升；同时，公司锂盐新产线顺利投产证明自身综合实力，上游资源供给保障与优质客户群体贡献协同效应，成本转移与品质溢价有望提升毛利空间。根据估值模型测算 2020-2022 年归母净利润为 2.0/3.1/3.7 亿元，EPS 为 0.21/0.32/0.38 元，对应 PE 分别为 40.7/26.1/22.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：3C 及新能源汽车产业等下游领域需求增速不及预期风险；盐湖或锂矿供给超预期风险；公司新扩产产线品质不及预期风险；民爆市场景气不及预期影响。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,067	3,197	3,792	4,840	5,812
增长率 yoy (%)	30.0	4.2	18.6	27.6	20.1
归母净利润（百万元）	183	72	200	311	366
增长率 yoy (%)	-23.1	-60.9	178.6	55.7	17.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.19	0.07	0.21	0.32	0.38
净资产收益率 (%)	7.7	2.4	4.6	6.7	7.3
P/E (倍)	44.3	113.3	40.7	26.1	22.2
P/B (倍)	3.1	3.0	1.9	1.7	1.6

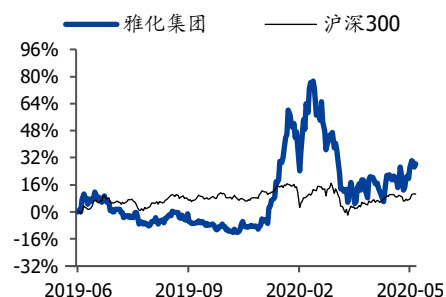
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	化学制品
最新收盘价	8.47
总市值(百万元)	8,120.57
总股本(百万股)	958.75
其中自由流通股(%)	88.24
30 日日均成交量(百万股)	31.22

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1757	1861	3384	3152	3709	营业收入	3067	3197	3792	4840	5812
现金	249	333	1305	818	872	营业成本	2086	2321	2817	3561	4286
应收票据及应收账款	660	545	762	966	1147	营业税金及附加	26	24	28	36	44
其他应收款	109	87	107	157	173	营业费用	137	120	136	169	198
预付账款	26	31	35	49	52	管理费用	378	374	417	508	596
存货	670	409	718	706	1008	研发费用	63	74	83	109	129
其他流动资产	42	456	456	456	456	财务费用	72	79	69	59	85
非流动资产	2984	3357	3681	4335	4948	资产减值损失	97	-259	0	0	0
长期投资	570	647	778	897	1014	其他收益	19	17	0	0	0
固定资产	983	942	1148	1503	1823	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	589	562	585	616	653	投资净收益	27	29	35	33	31
其他非流动资产	841	1206	1169	1319	1458	资产处置收益	28	165	0	0	0
资产总计	4740	5218	7065	7488	8657	营业利润	281	149	275	430	506
流动负债	1332	921	1198	1368	2289	营业外收入	21	10	14	15	15
短期借款	765	253	266	270	1026	营业外支出	8	17	12	13	12
应付票据及应付账款	252	330	376	516	558	利润总额	294	141	277	432	508
其他流动负债	315	338	557	582	705	所得税	65	65	55	86	102
非流动负债	418	1140	1002	946	833	净利润	229	77	222	346	406
长期借款	284	989	848	791	675	少数股东损益	45	5	22	35	41
其他非流动负债	134	151	153	156	158	归属母公司净利润	183	72	200	311	366
负债合计	1750	2061	2200	2314	3122	EBITDA	512	371	487	678	837
少数股东权益	332	326	349	383	424	EPS (元/股)	0.19	0.07	0.21	0.32	0.38
股本	960	959	1146	1146	1146	主要财务比率					
资本公积	389	455	1768	1768	1768	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	1240	1306	1487	1783	2125	成长能力					
归属母公司股东权益	2658	2831	4516	4790	5112	营业收入 (%)	30.0	4.2	18.6	27.6	20.1
负债和股东权益	4740	5218	7065	7488	8657	营业利润 (%)	-16.0	-47.1	84.8	56.3	17.6
						归属母公司净利润 (%)	-23.1	-60.9	178.6	55.7	17.6
						获利能力					
						毛利率 (%)	32.0	27.4	25.7	26.4	26.3
						净利率 (%)	6.0	2.2	5.3	6.4	6.3
						ROE (%)	7.7	2.4	4.6	6.7	7.3
						ROIC (%)	7.5	2.9	4.6	6.3	6.6
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	36.9	39.5	31.1	30.9	36.1
						净负债比率 (%)	31.6	35.9	3.4	12.4	22.8
						流动比率	1.3	2.0	2.8	2.3	1.6
						速动比率	0.8	1.2	2.0	1.5	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	4.8	5.3	5.8	5.6	5.5
						应付账款周转率	8.9	8.0	8.0	8.0	8.0
						每股指标 (元)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.07	0.21	0.32	0.38
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.22	0.30	-0.02	0.45	0.35
						每股净资产 (最新摊薄)	2.77	2.80	4.56	4.84	5.18
						估值比率					
						P/E	44.3	113.3	40.7	26.1	22.2
						P/B	3.1	3.0	1.9	1.7	1.6
						EV/EBITDA	21.5	29.7	20.7	15.6	13.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1.民爆+锂产业双主营布局，业务成长空间广阔	5
1.1 公司是老牌民爆综合供应商及锂行业中上游布局者	5
1.2 民爆业务稳步增长，锂业务受价格影响利润下滑	7
2.民爆行业增量回暖，集中化提升助力公司业绩增长	9
2.1 民爆行业是“能源工业的能源，基础工业的基础”	9
2.2 民爆行业盈利规模增长可期，集中化发展方向明确	11
2.3 扎根四川民爆龙头地位，公司充分受益于行业集中化趋势	13
3.氢氧化锂赛道革命，竞争格局走向多元化	14
3.1 重估高端氢氧化锂供需市场，远景兑现正当时	14
3.2 竞争壁垒深化，综合实力为核心竞争要素	17
3.3 锂产线综合能力跨步式提升，公司有望晋升核心供应商	18
3.3.1 内改外建，新旧产能同步提升	18
3.3.2 国内外多渠道巩固资源供应，成本、品质双保证	22
3.3.3 优质产能提升打破渠道壁垒，公司有望实现“破壁”收益	25
4.盈利预测	27
4.1 盈利预测及假设	27
4.2 投资建议	28
风险提示	29

图表目录

图表 1: 雅化集团民爆产业历史沿革	5
图表 2: 雅化集团锂产业历史沿革	6
图表 3: 公司前十大股东情况	6
图表 4: 公司下属主要子公司及合营公司业务分类	7
图表 5: 2019 年公司收入结构	7
图表 6: 2019 年公司毛利结构	7
图表 7: 公司民爆业务收入变化情况（百万元）	8
图表 8: 公司民爆业务毛利变化情况（百万元）	8
图表 9: 公司民爆相关业务毛利率变化情况	8
图表 10: 公司锂业务收入变化情况（百万元）	9
图表 11: 公司锂业务毛利变化情况（百万元）	9
图表 12: 公司锂产品业务毛利率变化情况及成本构成	9
图表 13: 民爆产业链结构示意图	10
图表 14: 2018 年工业炸药销售流向结构	10
图表 15: 2017 年我国民爆行业资产规模分布	10
图表 16: 政策落地将推进西部民爆需求长期增长	11
图表 17: 煤炭行业固定资产投资完成额累计同比数据变化（%）	11
图表 18: 采矿业固定资产投资完成额累计同比数据变化（%）	11
图表 19: 民爆行业销售总值变动情况	12
图表 20: 民爆行业利润总额变动情况	12
图表 21: 政策鼓励推进民爆业务一体化与集中化发展	12
图表 22: 公司爆破项目承包规模迅速提升（亿元）	13

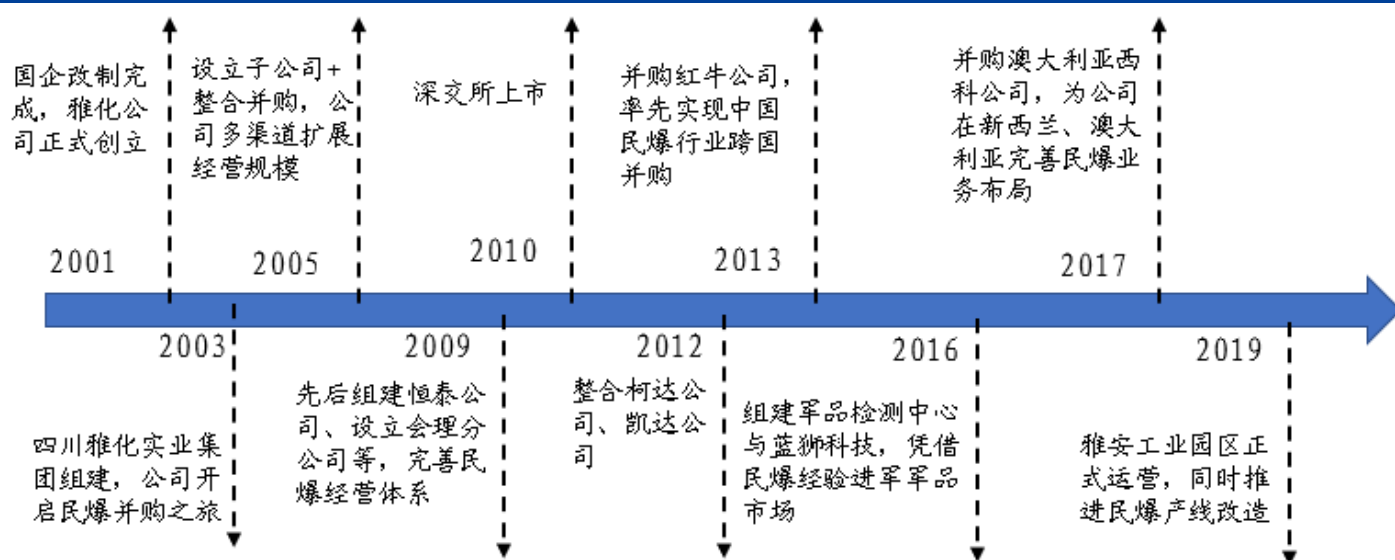
图表 23: 2019 年以来公司主要签约项目	13
图表 24: 雅化集团将充分受益民爆产业集中化发展趋势	14
图表 25: 疫情期间氢氧化锂出口量仍维持正向增长	15
图表 26: 出口均价三月触底反弹	15
图表 27: 氢氧化锂与碳酸锂价格重新回升	15
图表 28: 氢氧化锂加工厂商利润空间触底回升	15
图表 29: 氢氧化锂厂商开工率复苏更为迅速	16
图表 30: 氢氧化锂库存仍处合理区间	16
图表 31: 高镍三元渗透率提升加快电池级氢氧化锂需求成长	16
图表 32: 未来电池级氢氧化锂供应增量规划统计	17
图表 33: 具备“破局”实力的二线厂商有望突围承接全球增量需求	17
图表 34: 高端氢氧化锂竞争内核不断提升带动行业壁垒增厚	18
图表 35: 公司锂产业核心发展进程与远景规划	19
图表 36: 2017 年以来自产量占比持续提升但委托加工及外购比重仍处于相对高位	19
图表 37: 公司坚持推进旧产线技术改造以提升有效产能供应	20
图表 38: 2 万吨电池级碳酸锂（氢氧化锂）生产线建设项目成本低于行业均值	20
图表 39: 不同锂精矿成本假设下公司新产线成本变化估算（万元）	21
图表 40: 公司拟非公开增发募集新产线建设资金	21
图表 41: 公司旧产线受制于产能利用率偏低(单位: 吨)	22
图表 42: Fniss 项目各项指标在新可研报告下预计将优化	22
图表 43: 公司预计 Finniss 项目在 2020Q1 启动投产并步入爬坡期	23
图表 44: Mt Cattlin 矿山开采情况及销售价格	23
图表 45: 银河资源大幅调低 Mt Cattlin 矿区 2020 年产量指引	24
图表 46: 李家沟矿山主要指标及开采规划	24
图表 47: 雅化集团与川能投对国理增资分离后股权结构规划	24
图表 48: 公司三重渠道确保锂精矿充足供应量	25
图表 49: 未来三年公司锂精矿需求量与协议供给量测算	25
图表 50: 雅化集团已与国内多家锂盐下游企业建立合作关系	26
图表 51: 雅化集团有望凭借新建高品质产线进入全球核心锂电供应体系	26
图表 52: 公司主营业务关键假设	27
图表 53: 未来三年公司盈利预测	28
图表 54: 可比公司估值比较	29
图表 55: 过去 5 年公司 PE 变化情况	29
图表 56: 过去 5 年公司 PB 变化情况	29

1.民爆+锂产业双主营布局，业务成长空间广阔

1.1 公司是老牌民爆综合供应商及锂行业中上游布局者

公司起步于民爆业务，并围绕民爆服务完善产业布局。公司创立于1952年，在2001年完成国企改制后正式成立雅化公司，并于2003年组建四川雅化实业集团，2010年深交所上市。公司成立后围绕民爆业务提升行业竞争实力，通过项目投入、公司并购、厂区建设等方式扩大民爆业务覆盖范围。此外，公司向民爆业务一体化进军，先后布局民爆产品科研、运输配送及工程爆破业务，并顺利进军军品市场。同时，公司积极向海外扩张，先后并购红牛公司、西科公司等海外民爆企业，提升市场空间与发展前景。

图表1：雅化集团民爆产业历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告。国盛证券研究所

布局锂产业，构建双主营模式。公司在民爆需求增速放缓背景下，主动布局锂产业以寻求新的增长点。公司先后收购兴晟锂业与国理公司，组建自有锂盐产线，积累生产经验与加工技术，为后续做大做强锂盐加工提供发展基石。2018年公司启动自建雅安2万吨电池级碳酸锂（氢氧化锂）生产线建设项目，并进一步完善资源端与锂化工产能匹配。此外，公司拟以非公开发行方式融资扩建2万吨电池级氢氧化锂、1.1万吨氯化锂产线项目，进一步夯实自身在锂盐供给市场地位。

图表 2: 雅化集团锂产业历史沿革



资料来源: 公司官网, 公司公告。国盛证券研究所

公司控股股东为郑戎女士, 同时长期任职公司董事长职务。截至 2020 年 3 月 31 日, 公司控股股东郑戎女士持股比例 14.34%, 2001 年雅化公司成立后持续担任董事长职务。公司其他核心管理人员多数从公司基层做起, 跟随公司一同成长, 奠定公司稳健的发展风格。

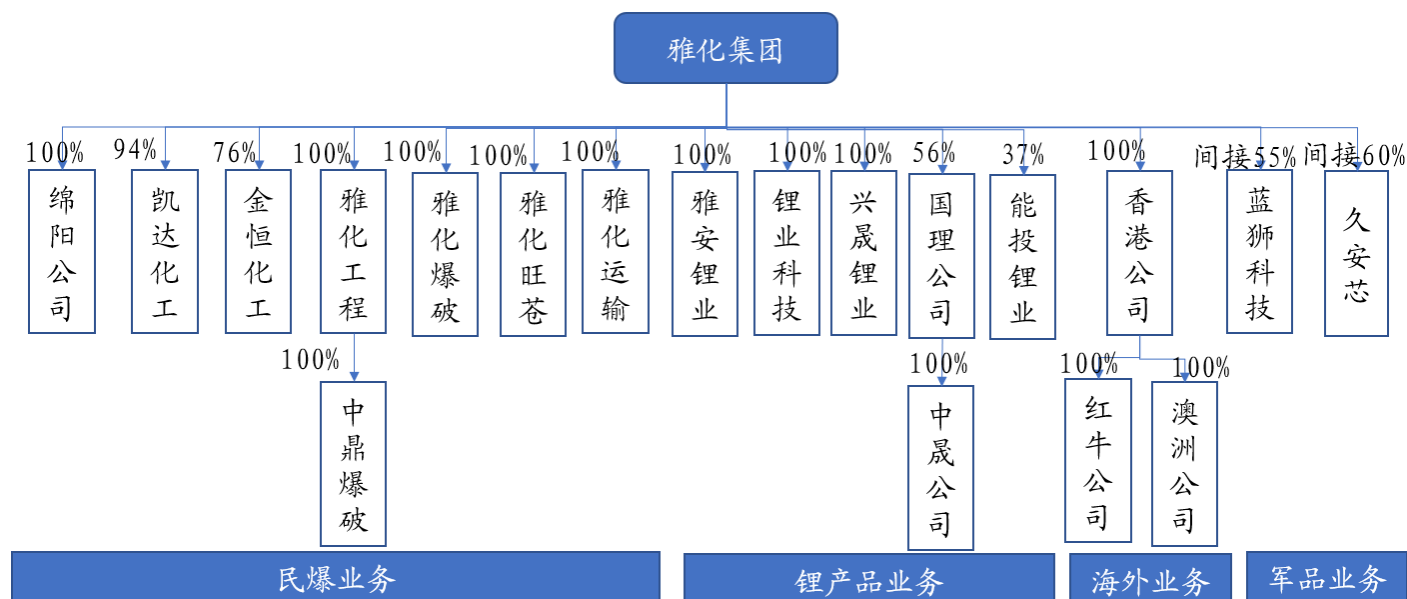
图表 3: 公司前十大股东情况

排名	股东名称	持股比例
1	郑戎	14.34%
2	张婷	3.33%
3	交通银行股份有限公司—汇丰晋信低碳先锋股票型证券投资基金	1.91%
4	王崇盛	1.84%
5	樊建民	1.60%
6	新华人寿保险股份有限公司—分红—个人分红-018L-FH002 深	1.26%
7	中央汇金资产管理有限责任公司	1.21%
8	交通银行股份有限公司—汇丰晋信智造先锋股票型证券投资基金	1.03%
9	阳晓林	0.89%
10	刘平凯	0.88%
合计		28.29%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股权统计日期为 2020 年 3 月 31 日

由于公司在主营业务方面长期采用并购方式进行扩张, 旗下参控股公司较多, 公司通过设立雅化国际、雅化工程等包含平台化管理功能企业对子公司股权进行整合。按照所属业务范围, 可把子公司分为民爆板块、锂产品板块、海外板块及军品板块。

图表4：公司下属主要子公司及合营公司业务分类

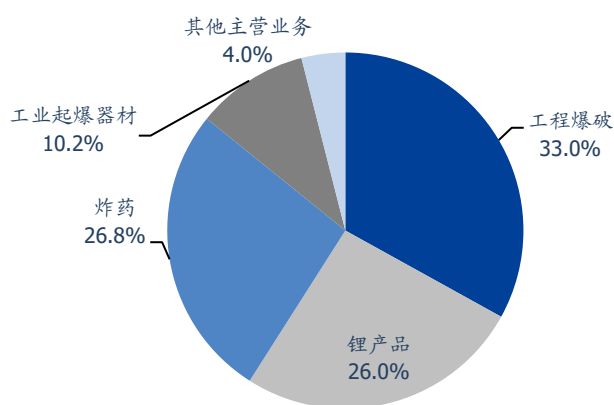


资料来源：公司官网，公司公告。国盛证券研究所 注：子公司股权结构数据选取日期为2019年12月31日

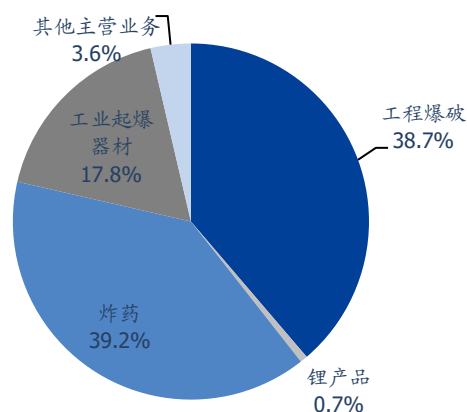
1.2 民爆业务稳步增长，锂业务受价格影响利润下滑

公司当前营收核心来自民爆业务，锂产品售价下滑导致利润降低。从收入结构上看，公司核心营收来自工程爆破、锂产品及炸药三大板块，占2019年营收比重达85.8%，其中锂产品收入占比26.0%，锂板块虽有公司产线技改以及外购总量提升带来销量增长，但锂产品价格下跌导致收入同比下滑5.02%。毛利方面，2019年公司利润核心来自工程爆破与炸药板块，合计占比77.9%，锂产品板块毛利占比仅为0.7%。

图表5：2019年公司收入结构



图表6：2019年公司毛利结构



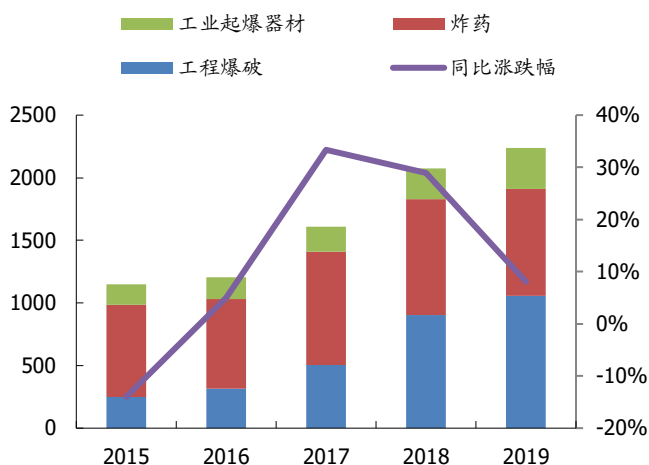
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司民爆业务规模稳步增长，毛利增速良性运转。2017年以来公司在传统民爆业务上积极转型，一方面整合自身资源，推进爆破服务的承揽承做规模，另一方面通过新增爆破业务提升民爆品销售量，形成一体化服务为主导的规模提升。根据公司公告，2017年涵盖工程爆破、炸药及工业起爆器材(雷管、索类)在内的民爆业务收入同比增速达33.3%，

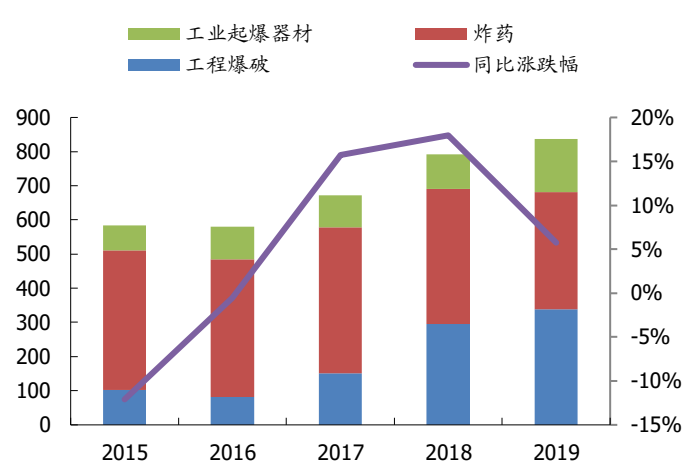
2018年为28.9%，2019年8.0%。公司在维持收入稳步增长状态下仍维持较为优质的毛利率水平，主要受益于业务优化与产品升级带来毛利率水平提升。

图表7：公司民爆业务收入变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表8：公司民爆业务毛利变化情况（百万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

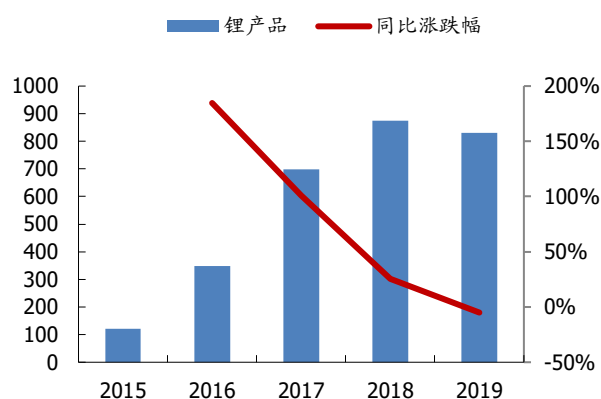
图表9：公司民爆相关业务毛利率变化情况

项目毛利率水平	2014	2015	2016	2017	2018	2019
工程爆破	29.1%	41.5%	26.0%	29.8%	32.7%	32.1%
同比绝对变化量	-	12.4%	-15.4%	3.8%	2.8%	-0.6%
炸药	52.7%	55.3%	56.0%	47.3%	42.7%	40.1%
同比绝对变化量	-	2.6%	0.7%	-8.6%	-4.7%	-2.6%
工业起爆器材	56.4%	44.4%	55.6%	46.6%	41.8%	47.6%
同比绝对变化量	-	-11.9%	11.2%	-9.1%	-4.7%	5.7%
民爆业务合计	49.7%	50.8%	48.1%	41.8%	38.2%	37.4%
同比绝对变化量	-	1.1%	-2.7%	-6.4%	-3.5%	-0.8%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

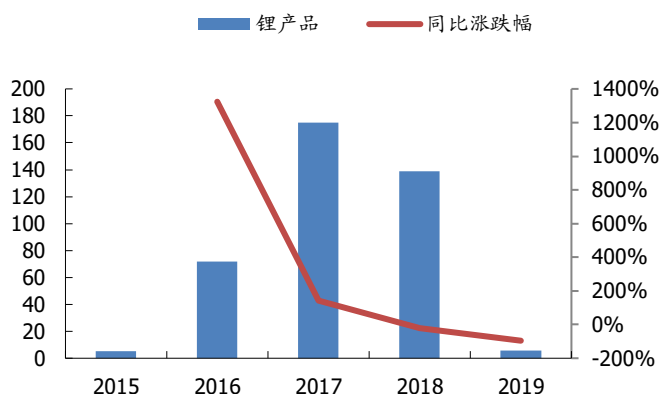
2019年锂产品收入同比回落，毛利水平先高后低。公司锂产品收入自2015年以来呈现高速增长态势，其中2016年与2017年同比增速均超100%。2018年并表四川国理后公司锂盐名义产能收获提升，同时借助于锂产品市场价格维持增长态势，锂业务收入同比进一步提升25.3%。2019年受锂价下滑影响，虽然销量同比明显提升，收入同比下滑5.0%。毛利水平上看，锂产品销售均价大幅下滑进一步侵蚀毛利率空间，2019年毛利润同比降低95.8%。从成本构成上看，公司依托动态采购价格及外购产品方式快速转移降价压力，在**2019年平均售价同比下滑42.9%**情况下，材料成本在收入占比仅小幅上升**2.3PCT至76.3%**。此外，由于新建雅安产线在**2019年步入试生产阶段**，新产线生产初期导致燃料、人工等费用占比小幅提升，**2020年正式投产后单位间接成本有望降低。**

图表 10: 公司锂业务收入变化情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司锂业务毛利变化情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司锂产品业务毛利率变化情况及成本构成

锂产品	2015	2016	2017	2018	2019
毛利率	4.1%	20.7%	25.1%	15.9%	0.7%
同比绝对变化量	-	16.5%	4.4%	-9.2%	-15.2%
材料成本占收入比重	83.53%	76.27%	73.28%	74.03%	76.3%
人工成本占收入比重	2.77%	0.57%	0.36%	2.10%	4.5%
制造费用占收入比重	5.79%	0.97%	0.71%	2.55%	7.2%
燃料成本占收入比重	3.79%	1.53%	0.58%	5.42%	11.3%

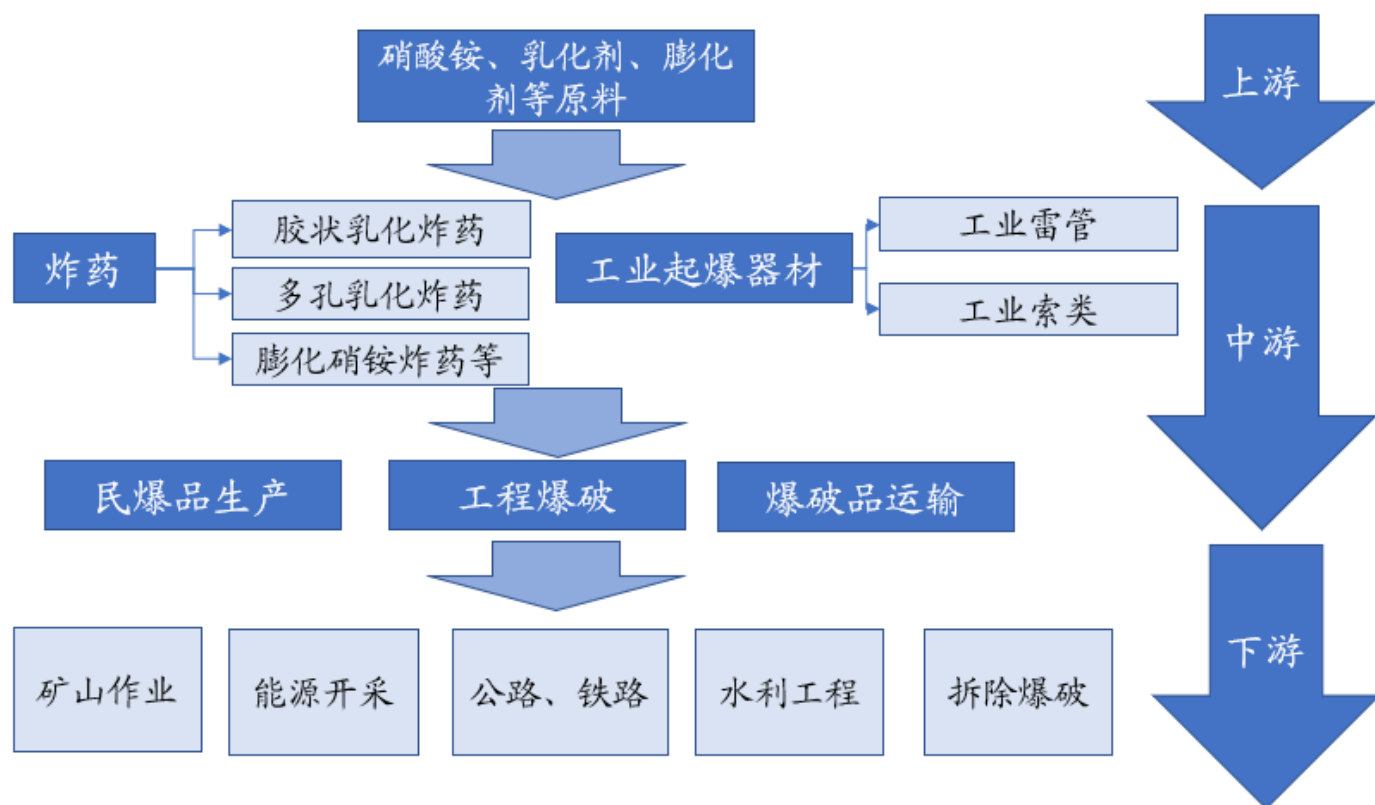
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 民爆行业增量回暖, 集中化提升助力公司业绩增长

2.1 民爆行业是“能源工业的能源, 基础工业的基础”

民爆行业主要从事爆破器材及其装备的科研、生产、销售、储运、爆破工程设计等活动, 是国家基础性行业, 产品与服务广泛应用于采矿、冶金、交通、水利、建筑等多类领域, 其作为矿山、煤炭开采开发、铁路建设的辅助产业, 在基础工业和大型基础设施领域具有不可替代的作用, 被称为“能源工业的能源, 基础工业的基础”。

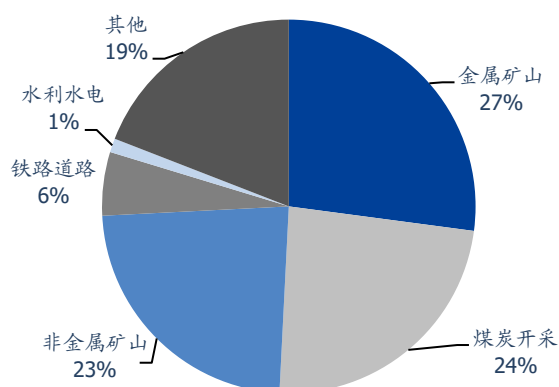
图表 13: 民爆产业链结构示意图



资料来源:《同德化工:公开发行可转换公司债券募集说明书》,国盛证券研究所整理

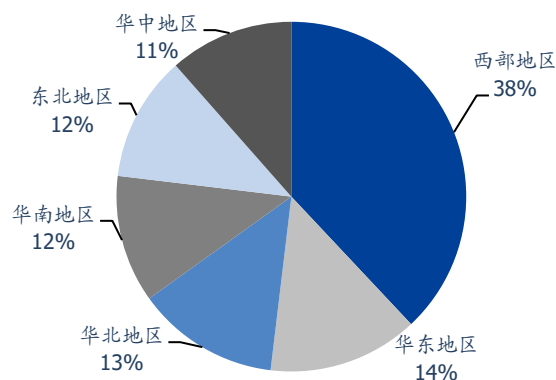
从需求结构上看,国内工业炸药下游需求在煤炭开采、非金属与金属矿山等应用场景较为集中,2018年占工业炸药销售总量接近75%,铁路公路占比约6%。从区域结构上看,随着国内产业结构调整,中西部地区逐渐替代东部沿海地区成为民爆产业消费主力。西部地区凭借资源丰富、生产要素成本低、基建市场潜力大等优势,为民爆市场后续增量贡献实力,而东部沿海及长三角经济发达地区呈现产能过剩场景。

图表 14: 2018 年工业炸药销售流向结构



资料来源:中国爆破器材行业协会,国盛证券研究所

图表 15: 2017 年我国民爆行业资产规模分布



资料来源:中国报告网,国盛证券研究所

2.2 民爆行业盈利规模增长可期，集中化发展方向明确

1.西部开发打开民爆需求新增量，产业格局东部西迁：从地区行业发展看，西部建设水平较东部沿海地区差异明显，城市化建设、公共交通运输、资源类矿山开采等维度存在长期民爆需求市场，西部地区将承接东部市场规模，继续维持民爆产业体量上的稳步增长。此外，2020年宏观经济受疫情影响下，基建类投资对经济拉动承担更为重要角色，西部基建将成为投资关注重点，总体建设体量与项目投资额度有望明显抬升，带动中西部地区民爆市场景气度。

图表 16: 政策落地将推进西部民爆需求长期增长

《中共中央国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》

总体要求	(1) 确保到 2020 年西部地区生态环境、营商环境、开放环境、创新环境明显改善，与全国一道全面建成小康社会
	(2) 到 2035 年，西部地区基本实现社会主义现代化，基本公共服务、基础设施通达程度、人民生活水平与东部地区大体相当
意见强调	能源方面 能源结构优化，优化煤炭生产与消费结构，推动煤炭清洁生产与智能高效开采，积极推进煤炭分级分质梯级利用，稳步开展煤制油、煤制气、煤制烯烃等升级示范。建设一批石油天然气生产基地。加快煤层气等勘探开发利用
	基建方面 加强横贯东西、纵贯南北的运输通道建设，拓展区域开发轴线 加快川藏铁路、沿江高铁、渝昆高铁、西（宁）成（都）铁路等重大工程规划建设

资料来源：《中共中央国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，国盛证券研究所

煤炭与矿山开采受益于基建与城镇化建设推进，有效拉动民爆市场业务需求。2020 年一季度受疫情影响，煤炭与采矿行业固定资产投资增速出现边际下滑，至 4 月煤炭产业在疫情阶段固定资产投资累计完成额同比增长 3.7%，增速较 2019 年下滑 9.5%，同期采矿行业投资完成额在 2019 高基数下同比录得-9.2%。后续随着复工复产推进及基建投资加速，叠加西部开发政策落地与基建专项债持续增长，炸药需求与爆破服务市场有望复苏。

图表 17: 煤炭行业固定资产投资完成额累计同比数据变化 (%)



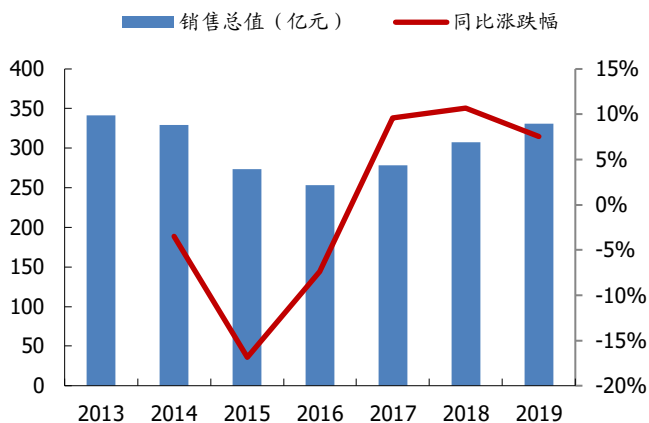
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 采矿业固定资产投资完成额累计同比数据变化 (%)



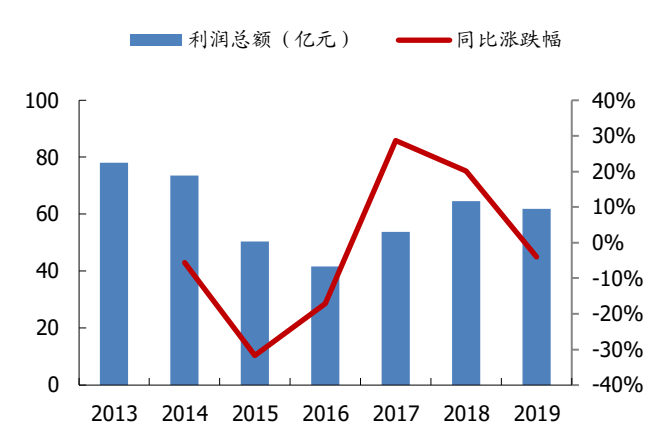
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 民爆行业销售总值变动情况



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 20: 民爆行业利润总额变动情况



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

2.政策引导行业规范化发展, 爆破一体化与集中度提升是发展核心方向:

- 民爆市场在政策长期引导下, 由原本“生产企业->经营企业->使用单位”的产品流通格局转变为提供一体化服务, 上游炸药生产厂商逐步增添产品运输、爆破服务、爆破咨询等产线全套解决方案, 上游厂商市场规模明显受益。终端消费将优先倾向于可提供整套爆破业务的企业, 而垂直化业务扩张提升企业在产业链条上盈利空间与成本优势。
- 提升行业集中度同样为政策明确目标。根据政策规划指引, 2020 年行业内排名前 15 家生产企业总值在全行业占比进一步提升至 60%以上, 同时培育 3 至 5 家具有行业带动力与国际竞争力民爆龙头。行业集中度提升将优先受益于地方龙头企业, 行业逐步呈现以优势企业为龙头的区域化发展, 同质化经营与无序竞争问题将逐步缓解。

图表 21: 政策鼓励推进民爆业务一体化与集中化发展

法规政策	颁布部门	一体化方向相关内容
《民用爆炸物品行业“十三五”发展规划》	工信部	产业结构进一步优化, 现场混装炸药占工业炸药比重突破 30%, 导爆管雷管占工业雷管比重超过 70%, 高强度型塑料导爆管产品占比超过 50%, 安全环保型震源药柱产品占比超过 50%。 产业集中度进一步提高, 培育 3 至 5 家具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业, 扶持 8 至 10 家科技引领作用突出、一体化服务能力强的优势骨干企业, 排名前 15 家生产企业生产总值在全行业占比突破 60%。
《民用爆炸物品行业发展规划(2016-2020 年)》	工信部	产品结构进一步优化。现场混装炸药占工业炸药比重突破 30%; 进一步推广导爆管雷管应用, 使其占工业雷管比重超过 70%; 高强度型塑料导爆管产品占比超过 50%; 安全环保型震源药柱产品占比超过 50%。 优化产业体系。推动民爆生产、爆破服务与矿产资源开采、基础设施建设等有机衔接, 推进生产、销售、爆破作业一体化服务, 鼓励民爆企业延伸产业链, 完善一体化运行机制, 提升一体化运作水平。引导民爆销售企业充分利用良好的仓储、运输、配送能力, 积极与上下游企业整合, 提高服务能力, 开创新的服务模式。
《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》	工信部	供给结构进一步优化。包装炸药产能利用率达到 80%, 现场混装炸药占工业炸药比重突破 30%, 一体化服务水平显著提升; 实现雷管逐步全面升级换代为数码电子雷管。 产业集中度进一步提升。培育 3 至 5 家具有一定行业带动力与国际竞争力的龙头企业, 形成 8 至 10 家科技引领作用突出、一体化服务能力强的骨干企业, 排名前 15 家生产企业生产总值在全行业占比超过 60%。

资料来源: 工信部网站, 国盛证券研究所

2.3 扎根四川民爆龙头地位，公司充分受益于行业集中化趋势

公司民爆业务立足四川龙头地位，布局西部大开发中心地带及海外区域。西部较独特自然地貌、丰富自然资源及基础设施建设不足等情况促使民爆产品潜在需求旺盛，明显高于东部沿海地区。公司维持自身在四川地区核心产业地位同时，将民爆业务生产基地多数布局于西部大开发中心地带，已基本完成未来民爆需求最旺盛区域产业与市场布局，未来有望在产业链集中度提升背景下实现优于行业的增速扩张。

民爆业务一体化模式推进，爆破工程与民爆产品销售构建协同效应。在新民爆管理条例打破行业一体化瓶颈后，公司从爆破工程、运输等协同业务一同推进民爆产业垂直化覆盖。从爆破项目承包规模上看，2017与2018年同比增速分别达到60.5%和79.4%，工程爆破业务推进同步提升公司民爆产品销售渠道与产销规模，未来在公司进一步推进承包业务规模下，民爆品产能利用率有望稳步提升。

图表 22：公司爆破项目承包规模迅速提升（亿元）

类别	2016	2017	2018	2019	2020Q1
总承包	0.54	1.23	1.98	2.14	0.47
分包	2.6	3.81	7.06	8.42	1.27
合计	3.14	5.04	9.04	10.56	1.74
同比涨幅	-	60.5%	79.4%	16.8%	-

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在手签约项目充裕，川藏铁路建设为公司业绩增长奠定广阔空间。工程爆破项目具有完工周期长、单手签约金额大等特点。根据公司《雅化集团公开发行可转换公司债券跟踪评级（2019）》中披露，2019年以来公司主要新签约项目累计金额达12.6亿元，为爆破业务奠定长期增长基础。此外，川藏铁路建设于2018年10月全面启动，其中施工难度最大的康林铁路于2018年底动工，工期7年。公司作为深度布局西部地区民爆市场龙头企业，在成雅铁路建设中承担所有民爆产品提供及爆破服务，并受铁建办深度认可。铁路在雅安市及甘孜州需建设200公里以上隧道路段，对民爆业务需求巨大，公司有望维持跟进相关需求覆盖，为后续民爆业务增长提供广阔空间。

图表 23：2019年以来公司主要签约项目

项目名称	签约时间	预计完工时间	合同额（亿元）
北川曲山海光黑石窑矿山爆破施工合同	2019.4	2029.4	9
会理县小黑箐经质铁矿爆破工程	2019.3	2029.3	1.1
海市北洋涂围垦工程下山头建筑石料爆破工程	2019.13	2021.4	1.02
香格里拉华隆实业矿山开采及破碎项目	2020.1	2025.1	0.9
冀东水泥凤翔项目建设工程	2019.12	2021.8	0.57
冀东水泥铜川有限公司杨泉山民采采坑恢复治理及附属设施建设	2019.12	2020.1	0.28
成都市李家岩水库钻爆工程	2019.3	2022.3	0.28
和丰矿业开元乡花岗岩矿山石料开采	2019.3	2022.3	0.22
合计			13.37

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

受益产业集中化趋势，尽享强者恒强市场格局。如我们上文所述，当前民爆市场已形成

固有化产业壁垒，行业趋势向产能集中化、产业链一体化发展，在市场格局已明显稳固情况下，二线民爆厂商想实现弯道超车几乎不再具备市场基础，而产业龙头通过并购方式维持自身体量扩张是主要趋势。从产业格局上看，雅化集团正充分受益于民爆产业集中化趋势，公司作为民爆产业龙头企业之一，长期通过兼并收购方式提升市场覆盖范围，并有效搭建平台化并购通道，市场产业规模有效提升。与此同时，公司已布局海外民爆市场，符合政策端鼓励方向，并积极推进爆破一体化业务体系，在炸药、民爆服务、运输以及军工方面搭建立体化产业协作模式，有效提升利润质量及自身在民爆市场地位。

图表 24：雅化集团将充分受益民爆产业集中化发展趋势

雅化集团	业务体量	市场占有率	市场排名	前 20 名市场占有率
工业炸药产量（万吨）	18.13	4.24%	5	66.37%
民爆企业集团生产总值（亿元）	13.51	4.35%	4	64.17%
爆破服务收入（亿元）	5.73	3.84%	7	-

资料来源：《2019 年中国爆破器材行业协会工作简报》，国盛证券研究所

综合来看，雅化集团多重优势明显，未来有望成为政策指引下的民爆市场核心培育企业，强者恒强地位明显。此外，在民爆需求市场重新复苏背景及爆破服务市场规模持续提升下有望展现优质成长，夯实企业利润。

3. 氢氧化锂赛道革命，竞争格局走向多元化

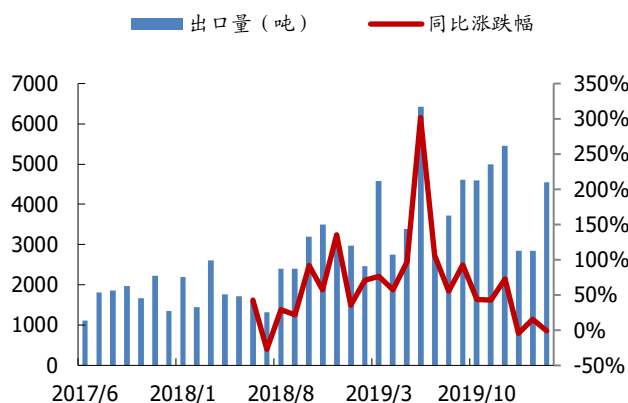
3.1 重估高端氢氧化锂供需市场，远景兑现正当时

疫情扰动下供需仍具韧性，再次印证新能源车浪潮下的核心方向。2020 年在新冠疫情扰动下，国内新能源车市场率先承压，终端产销量下行趋势下锂盐价格再次承压，而后续疫情向欧美国家扩散并超预期恶化导致海外需求预期下滑，引发市场对氢氧化锂价格担忧。然而，下挖到产业端数据层面，氢氧化锂市场实际交投热度并未产生明显恶化，海外出口增量仍保持稳健增长，加工端收入触底反弹，氢氧化锂较碳酸锂仍维持合理溢价。总体来看，本轮疫情窗口期对锂盐产线进行一次压力测试，氢氧化锂在需求层面虽有扰动但韧性较强，核心厂商在业绩上表现出优质韧性以及逆周期下的成长特性。

多重角度论述疫情当下氢氧化锂产业链条仍在良性运转，产业供需维持改善预期：

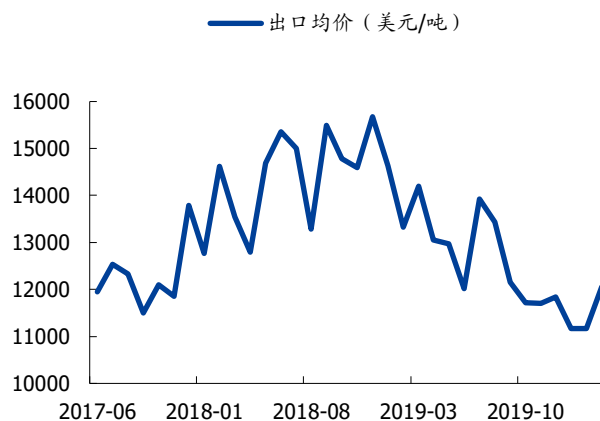
1. 出口方面：氢氧化锂一季度出口同比在 2019 高增长基数下仍维持小幅上涨，且出口均价在三月回归上扬，海外下游厂商在疫情窗口期仍维持采购热情，并接受价格回调，进一步证明氢氧化锂市场热度未减，需求增长动力强劲且趋势性明确。

图表 25: 疫情期间氢氧化锂出口量仍维持正向增长



资料来源: 百川数据, 国盛证券研究所

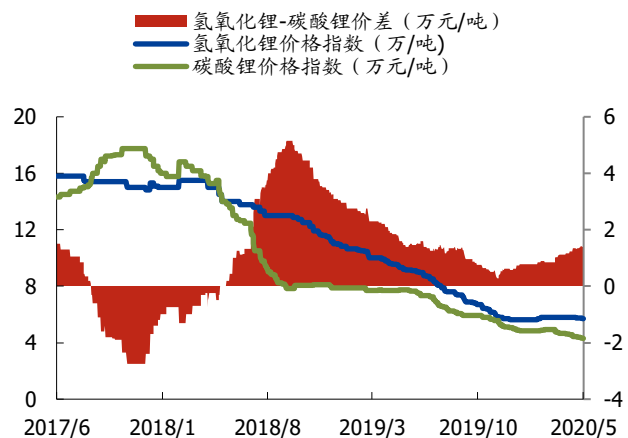
图表 26: 出口均价三月触底反弹



资料来源: 百川数据, 国盛证券研究所

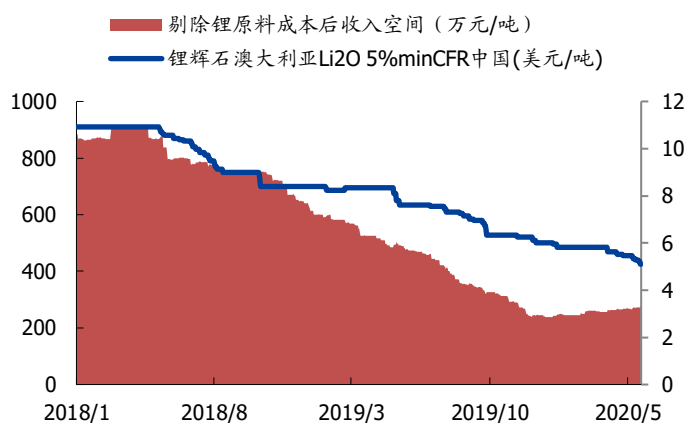
2.收入方面: 氢氧化锂国内价格在年内表现较为刚性, 价格下行幅度明显收窄且更为缓慢, 我们认为当下氢氧化锂价格承压更多来自碳酸锂价格下跌以及原料端成本下移。一方面, 碳酸锂供需关系在疫情期进一步弱化, 价格再次走弱后导致氢氧化锂与碳酸锂价差重新打开并逐步恢复合理成本区间; 另一方面, 海外锂精矿受库存压力与现金流影响维持降价趋势, 上游成本降低带来降价压力。剔除成本端影响后一季度氢氧化锂厂商盈利水平平缓上升, 市场赚钱效益边际好转。

图表 27: 氢氧化锂与碳酸锂价格重新回升



资料来源: 百川数据, 国盛证券研究所

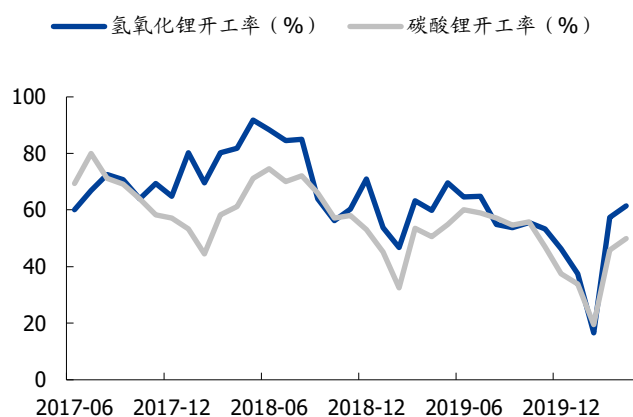
图表 28: 氢氧化锂加工厂商利润空间触底回升



资料来源: 百川数据, 国盛证券研究所

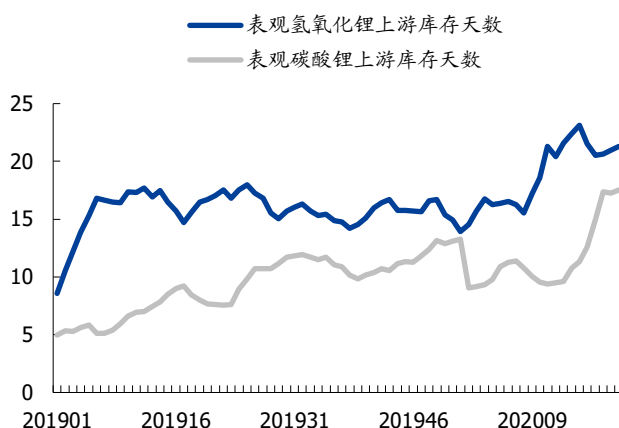
3.供给生态: 长期以来氢氧化锂厂商开工率持续高于碳酸锂, 一季度虽受疫情影响导致开工率下滑, 但三月以来厂商复工效果明显, 且开工状态依然优于碳酸锂厂商。库存方面在海外出口维持同比增长状态下略有提升, 主因为国内下游厂商受疫情影响导致阶段性停产, 疫情过后有望逐渐缓解。

图表 29: 氢氧化锂厂商开工率复苏更为迅速



资料来源: 百川数据, 国盛证券研究所

图表 30: 氢氧化锂库存仍处合理区间



资料来源: 百川数据, 国盛证券研究所

氢氧化锂需求增量重估, 供需格局仍在改善。考虑到 2020 年短期疫情冲击对终端新能源车产销影响, 我们重新评估 2020 年电池级氢氧化锂需求体量: 全球新能源车市场对动力电池需求增速预计由 32.5% 下滑至 20%, 国内高镍化渗透率预计将受磷酸铁锂电池返潮影响增速下滑。整体来看, 预计 2020 年内电池级氢氧化锂新增需求量为 3.1 万吨, 即便疫情影响短期需求增速, 但在政策护航与高镍化发展背景下, 边际需求增量仍将维持优质增长。同时, 短期需求扰动不会影响远景发展, 未来氢氧化锂需求规模仍具备乐观前景。

图表 31: 高镍三元渗透率提升加快电池级氢氧化锂需求成长

国内	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2025E
车用动力电池需求量/GWh	36.5	56.8	64.5	77.4	104.5	141.1	311.7
三元电池占比	45%	58.17%	71.14%	75.00%	78.00%	80.00%	82.00%
国内三元消费量 (GWh)	16	33	46	58	82	113	256
高镍三元渗透率	13%	26%	48%	50%	55%	65%	85%
高镍三元消费量 (GWh)	2	9	22	29	45	73	217
氢氧化锂消费量 (万吨)	0.3	1.0	2.3	2.8	4.1	5.9	17.6
折算碳酸锂当量 (万吨)	0.2	0.9	2.0	2.4	3.6	5.2	15.5
海外	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2025E
车用动力电池需求量/GWh	16.3	26.8	38.1	59.1	85.6	124.2	345
高镍三元渗透率	50%	68%	80%	85%	90%	93%	95%
高镍三元消费量 (GWh)	8	18	30	57	99	139	328
氢氧化锂消费量 (万吨)	0.8	1.9	3.1	5.8	10.1	14.3	33.6
折算碳酸锂当量 (万吨)	0.7	1.6	2.7	5.1	8.9	12.6	29.5
合计氢氧化锂消费量 (万吨)	1.1	2.9	5.4	8.6	14.2	20.2	51.2
氢氧化锂需求增量 (万吨)	-	1.8	2.5	3.1	5.6	6.0	7.6

资料来源: GGII, 动力电池应用分会研究部, 第一电动网, 国盛证券研究所预测

图表 32: 未来电池级氢氧化锂供应增量规划统计

企业名称	扩建产能	项目概述	计划建成时间
当前全球一线供应厂商			
赣锋锂业	5 万吨氢氧化锂	江西新余三期建设项目, 包含 2.5 万吨氢氧化锂完整产线及 2.5 万吨后端改制产线 (碳酸锂转为氢氧化锂)	预计 2020 年建成, 2020Q4 开始投产
Kemerton (雅宝/MRL)	5 万吨氢氧化锂	雅宝与 MRL 合资新建 5 万吨氢氧化锂转化能力	计划 2021 年建成
SQM	合计 1.6 万吨氢氧化锂	Atacama 盐湖配套氢氧化锂产能, 生产原料为碳酸锂	产能将在 2021 年与 2023 年分别释放 0.8 万吨
Livent	0.5 万吨氢氧化锂	在美国新建氢氧化锂产线	投产时间预计为 2021 年中期
具备“破局”资质的二线厂商			
天宜锂业	2 万吨氢氧化锂	公司规划在四川宜宾建设 4 万吨锂电材料电池级氢氧化锂项目, 当前在建一期 2 万吨氢氧化锂产线	目前仍处建设阶段
雅化集团	2 万吨氢氧化锂	四川雅安建设 2 万吨电池级氢氧化锂产线	目前已建设完毕, 2020 年 5 月已正式投产
威华股份	碳酸锂与氢氧化锂合计 2 万吨	建设于四川绵竹, 一期已于 2018 年投产	2020 年底前
Naraha Lithium	1 万吨氢氧化锂	Orocobre 在日本建设氢氧化锂项目, 上游对接公司旗下 Olaroz 盐湖碳酸锂产能	2021 年中期至年底

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所整理

图表 33: 具备“破局”实力的二线厂商有望突围承接全球增量需求

年份	单位: 万吨	2020E	2021E	2022E
氢氧化锂需求增量		3.1	5.6	6.0
供给实际产能增量	一线供应厂商	1.5	6.6	4.7
	优质二线厂商	2.4	2.9	0.5
电池级氢氧化锂边际供需变化量		-0.8	-3.9	0.8
流入二线厂商需求增量		1.6	-	1.3

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所整理预测 注: 产能边际增量考虑现有产线的产量爬坡及新产线产能释放

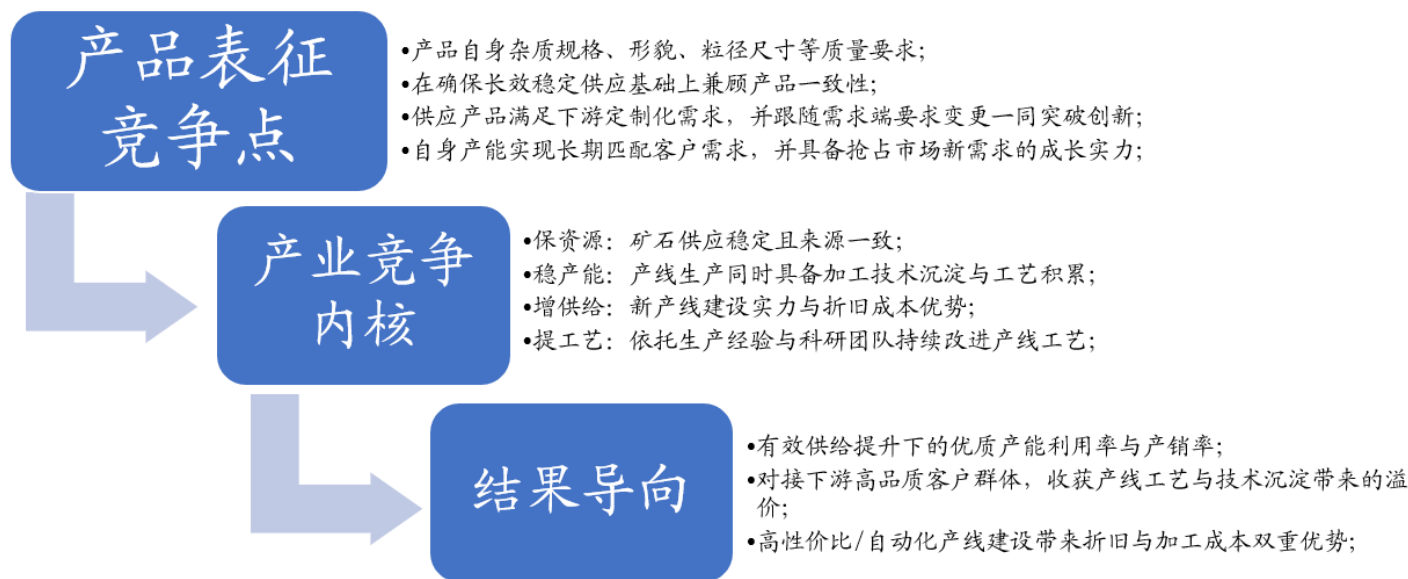
3.2 竞争壁垒深化, 综合实力为核心竞争要素

尽管当前氢氧化锂需求具备优质成长空间, 但下游差异化的应用场景与精细化的产品性能对上游供应提出更高端需求。从产品表征特性上看, 可长效供应优质锂盐并满足客户定制化需求企业有望赢得市场增量, 进一步看则是对生产企业自身内核竞争实力的全面考核, 仅有具备稳定锂矿供应、优质产线建设、加工技术提升与技术积累等多方面综合优势才能优先受益于产业成长, 并最终转化为产销率、产能利用率、毛利率等指标优化, 形成由自身优势向业绩兑现上的逻辑印证。

氢氧化锂核心供应链壁垒加深, 高品质供应成为制胜法宝。由于在安全性和品控要求更为细化的欧美车企将优先于中国步入高镍化时代, 未来电池级氢氧化锂需求将首先来自海外核心电池厂商, 而已步入全球核心供应链体系厂商将优先瓜分市场规模增长红利,

尤其提前签订高端车企长单合同将提前锁定产品销量去向及未来增产潜力，而非核心供应商将受到严格认证的高壁垒阻隔，弱化业绩表现。

图表 34：高端氢氧化锂竞争内核不断提升带动行业壁垒增厚



资料来源：国盛证券研究所整理

3.3 锂产线综合能力跨步式提升，公司有望晋升核心供应商

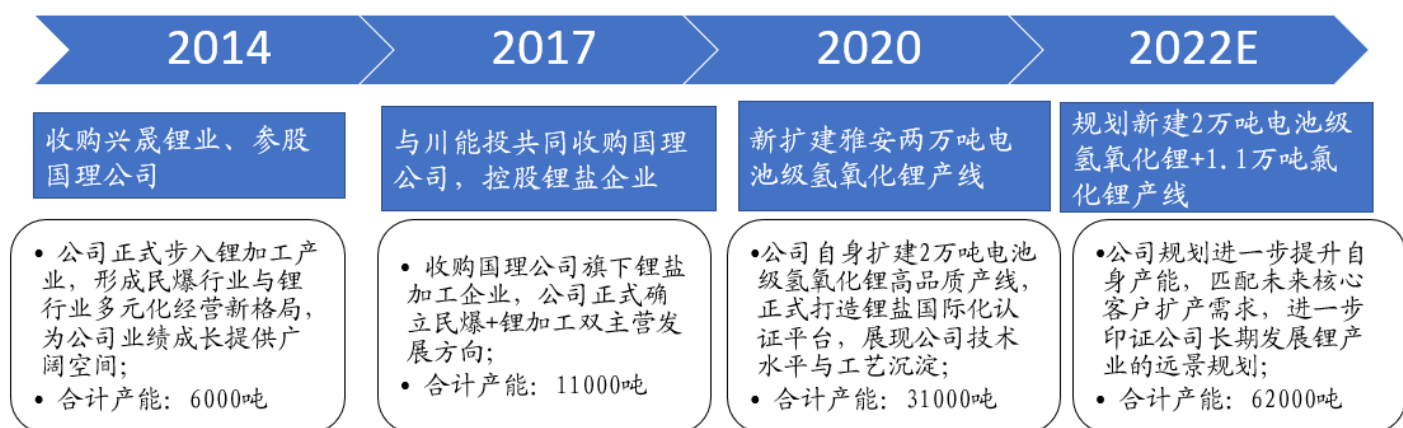
我们认为公司当下锂产业核心关注点应在于如何提升产能利用率以及在锂盐供需恶化环境下推进降本增效机制。雅化集团锂产业布局以 2017 年作为布局转折点，明确锂盐加工作为核心主营之一并加大投资建设力度，主要表现在雅安 2 万吨锂盐产线建设规划、现有产线启动技改项目、明确规划国理公司拆分计划、多重渠道优先确保锂矿供应等。尽管公司在 2019 年前产线产能利用率处于相对低位，但在公司多维提升锂板块综合实力下有望打破当前困境。

多角度提升综合实力，雅化正用产线革命印证自身价值，在行业洗牌中有望逆流而上，重塑行业地位。如我们上文论述，终端应用场景高端化趋势倒逼上游上游企业技术创新，差异化的电池性能催生产品定制化需求，上游产线应对不同参数需求更加需要生产经验上的积累。我们认为，当下雅化正通过资源渠道优化、产线再造、客户对接等方面重塑自身锂产业发展，公司 2 万吨锂盐产线建成后有望成为产品海外销售平台，在品质与数量双重保障下为产品挺进全球核心供应链提供背书，而后续远景发展规划也向市场进一步证实公司长期发展锂产业决心与潜力，长效成长前景可期。

3.3.1 内改外建，新旧产能同步提升

雅化集团锂产业四步规划与跨步式前进：公司锂加工链布局始于 2014 年，初期采用并购及参股方式直接参与锂加工企业布局，为公司在民爆产业增速回落状态下提供新业绩发展潜力；2017 年公司与川能投共同收购国理公司，随后公司控股旗下锂加工产线，明确自身民爆+锂加工双主营的发展方向，并开始逐步推进产线改进与上下游产业生态建设；2020 年公司自建雅安两万吨电池级氢氧化锂产线正式投产，成为公司技术积累与加工经验展现平台，向市场进一步验证自身加工实力以及上下游产线构建水平，并成为公司向海外锂盐市场迈进的认证平台；未来规划上，根据公司公告，后续将进一步搭设电池级氢氧化锂及氯化锂生产线，承接核心客户下游需求增长预期，规划发展远景并确保自身市场占有率。

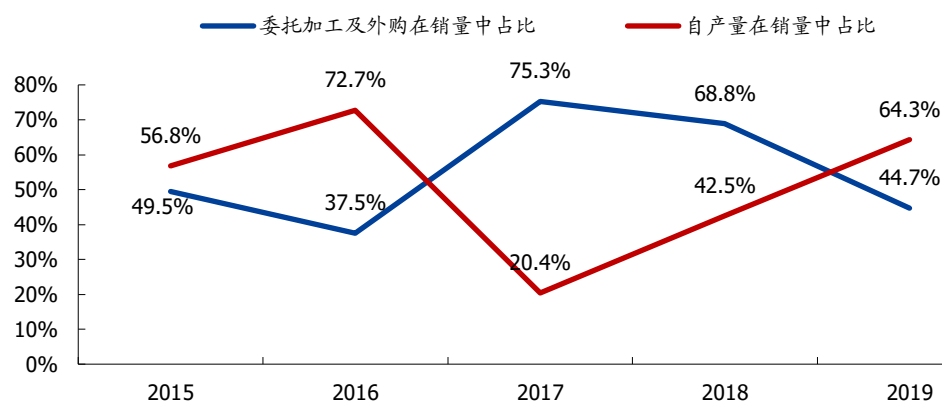
图表 35: 公司锂产业核心发展进程与远景规划



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司产能利用率长期较低另一关键因素为现有产能上的历史遗留问题。从公司产销结构上看，对外采购与代工比重较高，自有产能整体利用率偏低。根据公司公告提供数据，2018年并表国理公司后，氢氧化锂委托加工与外购量明显减少，而碳酸锂外购占比仍处高位。以此推断，公司前期委托加工与外购氢氧化锂主要来自于国理公司，并表后公司氢氧化锂权益产量收获有限提升。但由于旧产线建设较早且受制于早期投资局限性，目前未能有效匹配下游电池级锂盐消费趋势以及公司自身客户需求。公司锂板块业绩提升另一渠道在于通过新产线建设与老产线技改来匹配下游需求，从而给与自身客户资源与加工技术经验上的变现渠道。

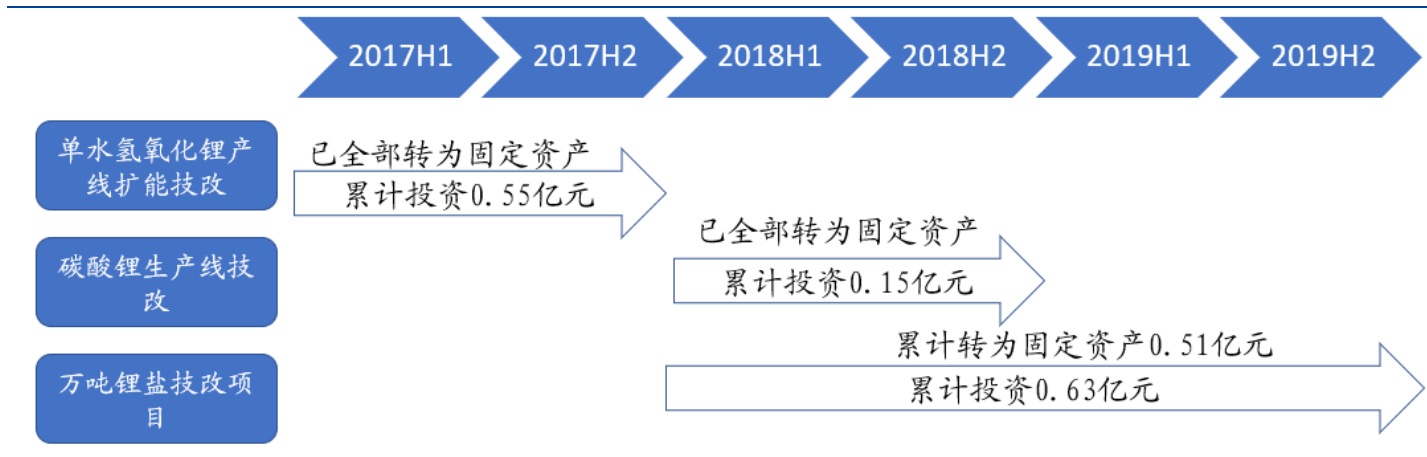
图表 36: 2017年以来自产量占比持续提升但委托加工及外购比重仍处于相对高位



资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理 注：委托加工及外购量通过每年自产量、库存量及销量倒推算出，部分年份自产量、委托加工及外购在销量中占比合计不为100%是由于库存变化影响

旧产线技改升级，产能利用率持续提升。公司与川能投一同增资收购四川国理后开启产线技改扩能步伐，先后对兴晟锂业、四川国理（含中晟锂业）进行技改升级，推进“单水氢氧化锂生产线扩能技改”、“碳酸锂生产线技改”、“万吨锂盐技改工程”等工程建设，产能利用率由2017年的18.8%提升至2019年60.6%。

图表 37: 公司坚持推进旧产线技术改造以提升有效产能供应

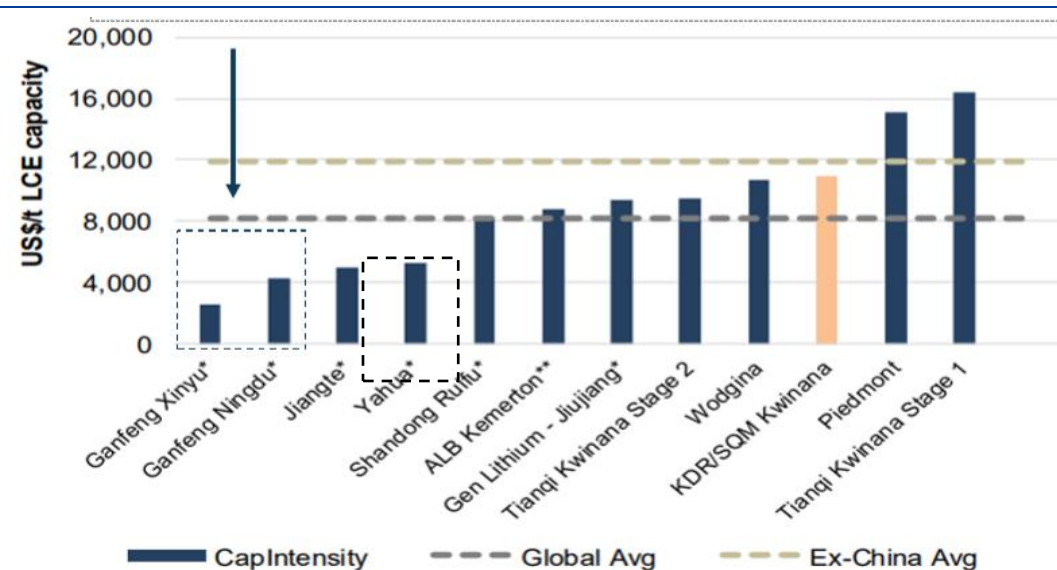


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2万吨电池级氢氧化锂生产线正式投产, 高品质产能打造国际认证平台。公司通过旗下全资子公司雅安公司投资新建年产2万吨电池级氢氧化锂生产线正式投产, 是公司在收购国理公司后在锂盐产能的第三次提升, 有效解决旧产线技改期的产能错位问题并有望通过新产线平台印证自身生产实力: 一方面, 公司现有产能改制仍需窗口期, 公司积累的开发技术与生产经验需要依托高质量产线向产品品质上兑现; 另一方面, 市场边际需求正向高端化、定制化发展, 而新能源产业链对产品认证周期、长期一致性与供应稳定性具有更严苛要求, 公司需求高品质产能打通产业壁垒, 跨入新增需求市场。向后看, 新产线在凭借产品质收获核心客户后, 有望依托长单协议确保产能利用率长期处于较高水平。

新产线建设成本明显低于行业均值, 预计单吨锂盐折旧成本可节约 0.27 万元。根据公司公告, 新厂区资本性支出合计 5.8 亿元, 平均每万吨锂盐冶金+化工产线建设成本为 2.9 亿元, 粗略估算下平均每年每吨锂盐产能分配折旧成本为 0.29 万元。而全球氢氧化锂厂区单吨建设成本普遍高于 0.8 万美元/吨, 则每吨产能每年至少需折旧约 0.56 万元, 公司在产线建设上为单吨锂盐贡献 0.27 万元/吨成本优势。考虑到公司新建产线建立在新工业园区, 建设投入同时包含基本厂区设施建设, 在剔除这一影响后, 我们认为公司产线建设成本与赣锋锂业新产线投入基本一致, 进一步验证公司产能扩张的竞争实力。

图表 38: 2万吨电池级碳酸锂(氢氧化锂)生产线建设项目成本低于行业均值



资料来源: Canaccord Genuity, 国盛证券研究所

新产线具备加工端成本优势。根据公司公告，2 万吨氢氧化锂新产线建设具备较为出众成本优势，从公司发布成本构成数据来看，我们估算在提出矿石成本后单吨氢氧化锂完全生产成本为 1.77 万元，与国内第一梯队锂盐厂商成本基本一致。在公司较为灵活的锂精矿采购模式下，实际采购成本与市场价值较为接近，为公司在锂矿价格下移背景下有效转移成本重心下移影响，维持自身加工端有效利润空间。

图表 39：不同锂精矿成本假设下公司新产线成本变化估算（万元）

科目	项目测算成本	单位成本 (万元)	假设锂精矿单吨成本 550 美元/吨下单位 成本（万元）	假设锂精矿单吨成本 500 美元/吨下单位 成本（万元）	假设锂精矿单吨成本 450 美元/吨下单位 成本（万元）
生产成本	144328	7.22	5.19	4.86	4.52
直接材料	124870	6.24	4.22	3.88	3.55
燃料及动力费	13251	0.66	0.66	0.66	0.66
工资及福利	272	0.01	0.01	0.01	0.01
制造费用	5935	0.30	0.30	0.30	0.30
管理费用	272	0.01	0.01	0.01	0.01
销售费用	4303	0.22	0.22	0.22	0.22
财务费用	527	0.03	0.03	0.03	0.03
总成本费用	149429	7.47	5.44	5.11	4.78
剔除矿石后成本	35400			1.77	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理估算

新规划 2 万吨电池级氢氧化锂、1.1 万吨氯化锂建设项目，做大做强锂主业方目标明晰。根据 20200430 公告内容，公司拟继续增资投建年产 2 万吨电池级氢氧化锂、1.1 万吨氯化锂及其制品项目，在提升现有锂工业品产能同时丰富可供应产品种类，助力公司持续维持产业活力。从产能规划上看，2 万吨电池级氢氧化锂有望进一步对接下游客户后续扩产需求，1.1 万吨氯化锂后续亦具备进一步改建成金属锂产线潜力，为公司对接后续金属锂需求增量提供基础产线保证。

图表 40：公司拟非公开增发募集新产线建设资金

非公开发行业拟募资总额		不超过 15 亿元
融资项目	投资金额（万元）	在总投资额中占比
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	138,906	100%
其中：建筑工程投资	30,375	22%
设备投资	50,110	36%
安装工程投资	7,643	6%
主要材料投资	6,010	4%
固定资产及其他投资	11,610	8%
募集资金拟投资额	105,700	76%
募集资金补充流动性	44,300	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3.2 国内外多渠道巩固资源供应，成本、品质双保证

由于原材料供应紧张及旧产线产品质量滞后问题，公司经历 3 年低产效周期。根据公司公告披露，2015 年前公司原料端主要依赖于澳洲泰利森矿山的锂精矿供应，而 2014 年泰利森被天齐锂业和雅宝收购后，锂精矿基本不再对外出售，导致公司上游原材料出现短缺。公司仅能选择对外高价采购粗品碳酸锂及氢氧化锂作为原料补充，对产线成本与产量保证形成双重打击，公司产能利用率连续四年维持较低水平。

图表 41：公司旧产线受制于产能利用率偏低(单位：吨)

年份	产量	有效产能	产能利用率(自产)	库存量	外购量	销量
2019	6662	11000	60.6%	1646	7071	11726
2018	5122	11000	46.6%	911	1322	7043
2017	4362	6000	18.8%	190	928	5531
2016	1251	6000	20.9%	431	2024	2941
2015	690	6000	11.5%	97	480	1073

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：兴晟锂业与四川国理产线自 2018 年 2 月并入公司统计范围内；

内增外储，三条渠道确保未来锂精矿供应来源。公司在资源端供应陷入困局后积极寻找新供给来源，当前主要通过三条渠道：（1）入股澳洲 Core 公司，签订优先采购精矿协议；（2）与银河资源签署采购协议；（3）李家沟锂辉石矿优先供应权。从签署渠道与供应体量上看，我们认为三条渠道已可以充分满足公司未来产能扩增下的原料需求。具体来看：

- （1）入股 Core 并签订锂矿承购协议：Core Lithium 旗下拥有 Finniss 硬岩锂项目，根据公司公告，项目被分为数十座矿山区域，公司采用“低投入、优先包销、开采+勘探同步进行”等方式维稳现金流。目前矿产储量评估仅限于 Grants 和 BP33 区域，项目仍有较大勘探前景，后续有望维持长期稳定供应。
- 根据 Core 公司 2020 年 4 月 1 日公告显示，雅化集团将包销协议规模进一步提升至 2023 年 11 月 30 日前累计采购 30 万吨锂精矿，平均每年 7.5 万吨采购量。此外，采购协议规定未来 2 年价格将设定下限与上限来确保 Core 公司一定盈利空间。尽管当前并未公布价格区间，但考虑 Grants 与 BP33 矿区优质品位及可研报告中规划的较为优势的开采成本，我们认为 Core Lithium 将在 2020H2 开始为雅化集团持续供应价格具有相对优势的锂精矿产品。

图表 42：Finniss 项目各项指标在新可研报告下预计将优化

指标名称	单位	2019 年 4 月可研报告	新可研报告目标
矿石储量	百万吨	2.2	大幅度提升
矿山开采周期	年	3.5	7~10
开采方式	-	露天开采	露天&低下开采
锂精矿产品质量	%	5.5	5.8~6.0
产品收率	%	>70%	70%+/-5%
前期投入成本（CAPEX）	百万澳元	73	73+/-5%
C1 开采成本	美元/吨	300	全球前 25%~50%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 43: 公司预计 Finniss 项目在 2020Q1 启动投产并步入爬坡期

Activity	2019				2020				2021/22
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	CY
Mining Lease	✓								
Feasibility Study		✓							
Offtake and Customer Finance			✓						
Environmental and Approvals			✓						
FID			✓						
Mining and Construction					✓				
Stage 1 - Commissioning and Production Ramp-up							✓		
Stage 2 - Potential Flotation Expansion Feasibility									✓
Stage 3 - Potential LIOH Feasibility									✓
Exploration and Resource Upgrades	✓	●	→

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- (2) 与银河资源签订锂精矿承购协议: 银河资源旗下在产矿山为 Mt Cattlin, 2019 年矿区完成 YOP(收率提升)项目后矿石处理产能提升至 180 万吨/年, 可实现年产 22~24 万吨 6%品位锂精矿。2019 年矿区精矿产量同比提升 22.3%至 19.2 万吨, 但受销量不及预期影响公司锂精矿库存再次增加 5.9 万吨至大约 6.5 万吨。根据协议声明, 2018~2019 公司向银河锂业每年采购最低 10 万吨锂精矿数量, 2020~2022 年每年最低采购 12 万吨。
- 2020 年公司大幅调低开采指引, 预计锂精矿产量同比下滑约 50%, 但考虑公司当前较高水平精矿库存, 可提供销量仍可充分满足雅化集团采购协议。2018Q4 银河资源锂精矿平均售价接近 900 美元/干吨水平, 而 2019Q4 澳洲锂矿 CFR 现货均价仅为 518 美元/干吨, 我们认为公司与银河资源签署长单协议下有望赢得更具竞争力的采购价格, 矿石品质一致性也收获保证。

图表 44: Mt Cattlin 矿山开采情况及销售价格

指标	单位	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 全年	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 全年
合计开采量	bcm	843,308	846,830	779,485	988,387	3,458,010	1,168,120	1,178,925	1,186,040	1,092,259	4,625,344
矿石品位	%Li2O	1.01	1.11	0.89	0.98	1	1.03	1.39	1.19	1.34	1.24
回收率	%	52	56	42	47	49	51	58	57	54	55
锂精矿生产量	干吨	43,852	47,901	31,156	33,780	156,689	41,874	56,460	50,014	43,222	191,569
锂精矿销售量	干吨	44,258	45,761	29,555	39,682	159,256	15,192	29,439	58,278	29,778	132,687
精矿平均销售价格	%Li2O	5.7	5.83	5.65	5.81	5.75	5.6	5.9	6	6	6
生产现金成本	美元/吨 FOB	358	332	391	577	415	453	337	387	406	391

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 银河资源大幅调低 Mt Cattlin 矿区 2020 年产量指引

科目	单位	2019	2020 指引	同比变化区间
总开采体积	bcm	4625344	1600000~1800000	(65.4%)~(61.1%)
矿石处理量	湿吨	1695369	900000~1000000	(46.9%)~(41.0%)
矿石处理品位	%Li ₂ O	1.23	1.1~1.2	(10.6%)~(2.4%)
回收率	%	55	58~62	5.5%~12.7%
锂精矿产量	干吨	191569	90000~105000	(54.0%)~(45.2%)
锂精矿品位	%Li ₂ O	6	6	0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- (3) 与川能投签署《合作协议》, 能投锂业日后开采、加工锂精矿按照市场价格优先满足四川国理生产: 能投锂业旗下拥有李家沟锂辉石矿采矿权, 是目前已探明并取得采矿权证的亚洲最大锂辉石矿。根据公司公告, 已探获矿石资源量 4036 万吨, 折合氧化锂资源量 51.2 万吨, 采矿设计服务年限 38 年。2017 年 9 月雅化集团与川能投一同完成国理公司收购后, 通过公司分立方式分别推进国理旗下锂盐产线及李家沟矿山改建与开采。根据公司投资者交流平台回复, 目前李家沟矿石少量出矿已用于雅化锂业生产, 预计 2020 年底建成, 2021 年 5 月投产, 成为公司资源端在国内供给方面保障。

图表 46: 李家沟矿山主要指标及开采规划

指标	单位	公示结果
矿区面积	平方公里	3.878
总投资规模	亿元	11.51
锂矿石资源量	万吨	4036.172
折合氧化锂资源量	万吨	51.2185
设计开采规模	万吨/年	105
达产后精矿产量	万吨/年	17.25
精矿产出品位	%	5.50%
预期服务年限	年	38

资料来源: 公司公告, 《李家沟项目环境影响报告书公示》, 国盛证券研究所

图表 47: 雅化集团与川能投对国理增资分离后股权结构规划

股东名称	持股比例			
	国理锂盐公司		国理矿业公司	
	增资前	增资后	增资前	增资后
雅化集团	50%	56.26%	50%	37.25%
川能投	50%	43.74%	50%	62.75%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综合来看, 在考虑雅安新建 2 万吨碳酸锂 (氢氧化锂) 产线后, 公司合计锂盐产能将达到 3.1 万吨, 对应锂精矿需求量约 25 万吨, 公司三条原料渠道预计可供应 20~37 万吨可充分保障产能扩充后原料需求规模, 有效解决公司前期因锂精矿供给不足导致需采用

外购+委托加工方式填补订单需求情况。此外，三重渠道在采购价格方面一定程度上参考市场定价，定价模式较为灵活，在锂价走弱行情下可有效规避高成本原料采购情况。品质方面，公司锚定锂矿长期供给来源，资源端原料稳定有助于产品品质一致性，更有助于公司通过高端锂电产业链认证，提升长期订单占比，为确保产能利用率与产销率增长提供资源端保证。

图表 48: 公司三重渠道确保锂精矿充足供应量

项目	Core 锂矿承购协议	银河资源锂精矿承购协议	李家沟优先采购协议	合计可采购规模
采购规模	年均 7.5 万吨锂精矿采购量	每年至少 12 万吨采购量	拥有 17.25 万吨锂精矿产量优先采购权	19.5~36.75 万吨/年锂精矿, 折合约 2.89~5.22 万吨碳酸锂当量
当前状态	2020H1 开启商业化生产	2020 年矿山减产约 50%, 产能与库存量仍高于公司采购需求	预计 2020 年底建成, 2021Q5 投产	-
价格协定方式	设定采购价格上限与下限	每年四季度协定	参考市场价采购	-
时间周期	协议至 2023.11.30	2020~2022	-	-

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 未来三年公司锂精矿需求量与协议供给量测算

年份	单位	2020E	2021E	2022E
锂产品产量	吨	18000	29000	30000
折合碳酸锂需求量	吨	16920	26700	27500
折合锂精矿需求量	吨	135360	213600	220000
协议可供给锂精矿总量	吨	195000	281250	367500

资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所测算

3.3.3 优质产能提升打破渠道壁垒，公司有望实现“破壁”收益

公司在国内已建立稳定销售渠道。公司在数年锂业务布局期间已在国内形成稳定客户群，主要客户包括优美科、振华新材、贝特瑞、比亚迪、厦门钨业等正负极材料厂商。公司在克服有效产能瓶颈后，有望充分发挥销售渠道价值，自产产量有望步入快速提升期，从而将销售渠道向收入变现。

图表 50: 雅化集团已与国内多家锂盐下游企业建立合作关系



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

新产线有望打开海外认证平台, 成功“破壁”海外海外订单有望收获产品溢价。公司新产线建成将进一步提升电池级产品供应规模与供给体量。从经营模式上看, 公司有望效仿雅宝、赣锋锂业等国际核心锂盐供应商, 优先与终端车企签订长期供应协议, 在产业链上提前锁定消费出口, 确保产品销售渠道。当前锂盐行业仍处于振荡期, 成功绑定下游核心客户不仅为公司生产确保优质产销比及产能利用率, 同时在产品品质与一致性方面给予溢价, 兑现公司自身产业价值, 并未有望优先抢占后续增量市场, 实现强者恒强的良性循环。

图表 51: 雅化集团有望凭借新建高品质产线进入全球核心锂电供应体系



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测

4.1 盈利预测及假设

1.民爆板块业绩增长: 公司民爆业务同时受益于产业集中化与服务一体化发展趋势,炸药、雷管、索类等爆破器材销量维持稳步增长态势,爆破服务收入规模实现跨步式同比增长。考虑当前民爆市场一体化趋势下,可提供运输、爆破服务企业更具备爆炸品销售优势,产业生态良性促进下民爆产品销量与爆破服务将一同迎来持续增长期。此外,民爆上游核心材料成本趋于平缓,炸药毛利率水平具备韧性,后续规模化效应带动下实际毛利率有望边际回调。

2.锂产品产量提升: 2020 年 5 月公司新建雅安 2 万吨电池级氢氧化锂产线正式投产,考虑到新产线已经历半年以上试生产阶段,预计正式投产后产能利用率有望迅速提升,我们预计 2020 年新产线将为公司新增约 1 万吨有效产量,旧产线在持续推进技改进程下产能利用率也有望稳步提升。

3.单位锂盐毛利水平: 根据我们测算,公司新建产线剔除锂矿石成本后仅为 1.7 万元/吨,行业内具备相应成本优势。此外,当前公司锂盐采购价格较为灵活,实际成交价格较接近当前市场价,因此,公司在锂产品价格下跌行情下可有效下移成本重心,维持自身加工端利润区间,而新产线供应为电池级氢氧化锂,公司有望通过产品品质收获相应溢价。基于以上原因,我们预计 2020 年公司单位锂盐产品盈利水平维持在 0.2 万元/吨,后续随着锂盐价格触底回调后盈利空间有望进一步提升。

图表 52: 公司主营业务关键假设

民爆板块						
产品销量	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E
工业炸药	万吨	15.82	17.31	18.17	19.99	21.59
同比增速	%	15.8%	9.4%	5.0%	10.0%	8.0%
工业雷管	万发	8551	11795	12974	14272	15699
同比增速	%	10.1%	37.9%	10.0%	10.0%	10.0%
工业索类	万米	654	1000	1000	1000	1000
同比增速	%	-10.4%	52.9%	0.0%	0.0%	0.0%
单位售价	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E
工业炸药	元/吨	5855.61	4947.01	5045.95	5197.32	5197.32
同比涨跌幅	%	-11.6%	-15.5%	2.0%	3.0%	0.0%
工业雷管	元/发	2.70	2.63	2.55	2.55	2.55
同比涨跌幅	%	11.5%	-2.8%	-3.0%	0.0%	0.0%
工业索类	元/米	1.77	1.68	1.60	1.57	1.57
同比涨跌幅	%	10.7%	-5.1%	-5.0%	-2.0%	0.0%
单位成本	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E
工业炸药	元/吨	3356.13	2964.68	3113.62	3265.00	321.00
同比涨跌幅	%	-3.8%	-11.7%	5.0%	4.9%	-1.5%
工业雷管	元/发	1.56	1.36	1.18	1.13	1.13
同比涨跌幅	%	21.1%	-13.0%	-13.1%	-4.2%	0.0%
工业索类	元/米	1.15	1.09	1.00	0.97	0.97
同比涨跌幅	%	26.0%	-5.5%	-7.7%	-3.2%	0.0%

爆破服务	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	百万元	904.11	1056.28	1267.54	1457.67	1632.59
同比增速	%	79.4%	16.8%	20.0%	15.0%	12.0%
毛利	百万元	295.45	339.13	380.26	437.30	489.78
同比增速	%	96.4%	14.8%	12.1%	15.0%	12.0%
锂产品板块						
锂盐	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E
自产量	吨	5122	6662	15000	23000	30000
同比增速	%	353.6%	30.1%	125.2%	53.3%	30.4%
销量	吨	7043	11726	20379	29198	36899
同比增速	%	27.2%	66.5%	73.8%	43.3%	26.4%
平均单价	万元/吨	12.42	7.08	5.30	6.20	6.70
平均成本	万元/吨	10.44	7.03	5.20	5.50	5.80

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

按照上述假设, 我们预计公司 2020~2022 年收入分别为 37.9/48.4/58.2 亿元, 归属母公司净利润分别为 2.00/3.11/3.66 亿元, 利润年度增速分别为 178.6%/55.7%/17.6%, 每股收益分别为 0.21/0.32/0.38 元。2020 年利润增速较高主要由于 2019 年公司计提 2.59 亿元资产减值损失导致利润基数较低, 2020 年在减值压力得到有效释放下公司利润水平预计回归增长态势。

图表 53: 未来三年公司盈利预测

	单位	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	百万元	3067	3197	3792	4840	5812
营业成本	百万元	2086	2321	2817	3561	4286
销售费用	百万元	137	120	136	169	198
管理费用	百万元	378	374	417	508	596
财务费用	百万元	72	79	69	59	85
营业利润	百万元	281	149	275	430	506
利润总额	百万元	294	141	277	432	508
归属母公司净利润	百万元	183	72	200	311	366
EPS	元	0.19	0.07	0.21	0.32	0.38
ROE	%	7.7	2.4	4.6	6.7	7.3

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

4.2 投资建议

民爆行业景气修复, 公司向业务一体化与管理平台化转型, 收入水平与利润空间将进一步提升; 同时, 公司锂盐新产线顺利投产证明自身综合实力, 上游资源供给保障与优质客户群体贡献协同效应, 成本转移与品质溢价有望提升毛利空间。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.0/3.1/3.7 亿元, EPS 为 0.21/0.32/0.38 元, 对应 PE 分别为 40.7/26.1/22.2 倍。从相对估值看, 公司目前 PE/PB 估值水平低于行业可比公司均值, PB 估值也处于自身过去 5 年均线下方 (3.44x), 考虑到公司后续盈利能力有望持续提升,

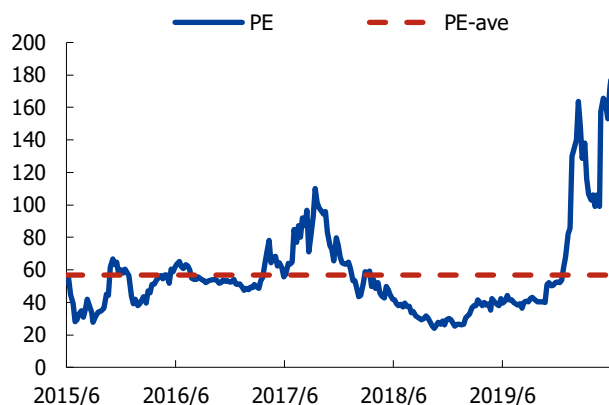
ROE 触底反弹将带来 PB 估值修复动力。此外，公司锂业务扩张后将明显受益于锂价回升，业绩具备更广阔的上行空间。我们认为公司兼具优质成长逻辑及估值修复预期，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 54: 可比公司估值比较

公司名称	当前市值 (亿元)	股价 (元)	EPS(元/股)				PE				PB(2019A)
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
赣锋锂业	606	50.57	0.28	0.56	0.91	1.21	125.7	91.3	55.6	43.2	8.09
天齐锂业	355	24.00	-4.05	0.17	0.53	0.24	-5.76	886.3	52.2	101.3	5.31
威华股份	75	10.09	-0.09	0.22	0.36	0.48	-88.2	45.1	28.4	21.0	2.17
宏大爆破	252	35.64	0.43	0.59	0.86	1.17	43.5	60.1	41.3	30.6	7.33
均值			-0.86	0.39	0.67	0.78	27.0	65.5	44.4	49.0	5.86
雅化集团	81	8.47	0.07	0.21	0.32	0.38	113.3	40.7	26.1	22.2	3.04

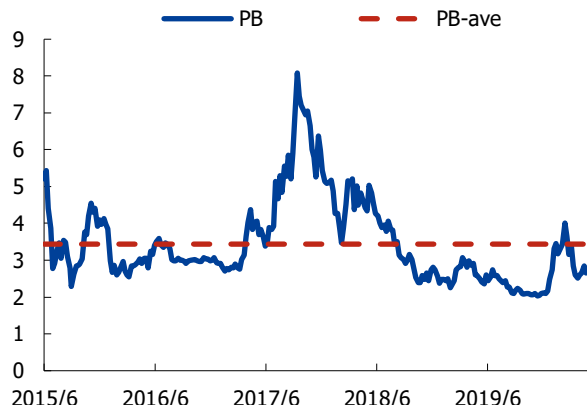
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 数据取自 2020 年 6 月 4 日收盘价

图表 55: 过去 5 年公司 PE 变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 56: 过去 5 年公司 PB 变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

3C 及新能源汽车产业等下游领域需求增速不及预期风险: 新能源汽车及 3C 是锂电池下游核心消费场景，也是未来预计消费的关键增速来源。如果关键应用场景消费增长不及预期，行业的需求或将难以改善，导致行业供需关系更加恶化。

氢能源、小型核电等新型电池替代风险: 尽管锂电池是当前主流二次电池，在成本和性能方面已具有明显优势，但未来仍存在被其他类能源替代的可能性。在技术趋向成熟下，氢能源或小型核电可能会在部分场景替代锂电池，从而导致锂需求下降。

盐湖或锂矿供给超预期风险: 尽管盐湖提锂产能扩张存在技术与资源难度，主流盐湖扩产多次推延，但仍存在盐湖供给短期扩张可能性；目前全球矿石供给主要集中于澳洲，假如澳洲矿区能实现技术迅速突破改善精矿成本，澳矿可能会加快产能释放，同时新矿区或将加速开采，导致短期产能释放速度超预期。

公司新扩产产线品质不及预期风险。公司当前业绩增长核心动力来自 2 万吨氢氧化锂产线扩建，新产线已经历试生产及客户送样检验过程，但仍存在正式投产后产品品质下滑导致产销率降低风险。

民爆市场景气不及预期影响。2020 年西部开发与基建投资建设预计将带动民爆产业景气度，但当前仍处疫情窗口期，后续仍存在风险事件导致民爆产业正常经营受阻风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com