

## 雅化集团(002497)/化学制品

## 控股国理锂盐资产，强化市场地位

**评级：买入(维持)**

市场价格：17.55

目标价格：20

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

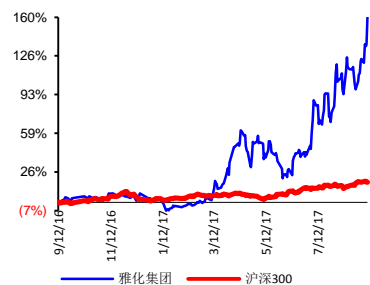
联系人：张强

电话：0755-22660869

Email: zhangqiang@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	960
流通股本(百万股)	815
市价(元)	17.55
市值(百万元)	16,848
流通市值(百万元)	14,300

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《三大锂电材料，布局“旺季”行情》2017.08.22
- 《民爆已回暖，锂业花待开》2017.08.25
- 《中国若禁售燃油车或将把锂电材料推升至新高度》2017.09.10

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,343.35	1,579.43	2,554.04	3,452.74	4,379.86
增长率 yoy%	-7.67%	17.57%	61.71%	35.19%	26.85%
净利润	118.53	133.81	413.18	654.69	787.70
增长率 yoy%	-47.89%	12.89%	208.77%	58.45%	20.32%
每股收益(元)	0.12	0.14	0.43	0.68	0.82
每股现金流量	0.24	0.09	0.52	0.79	0.89
净资产收益率	5.36%	5.60%	15.00%	19.76%	19.67%
P/E	70.79	49.21	40.78	25.73	21.39
PEG	—	3.82	0.20	0.44	1.05
P/B	3.80	2.76	6.12	5.09	4.21

备注：

**投资要点**

- **事件**：9月11日，雅化集团公告称将与四川省能源投资集团有限责任公司共同收购四川国理锂材料有限公司股权，并与相关人签署了《股权转让协议》和《合作协议》。
- **公司获得国理锂盐资产的控股权**。根据《股权转让协议》与《合作协议》经过股权收购与调整后，公司将持有四川国理锂盐公司(原国理公司锂盐冶炼资产)56.26%的股权，同时仍持有四川国理矿业(原国理公司，李家沟矿等矿山资产)37.25%。
- **国理公司股权的理清，预示着公司锂业务将进入到新的发展阶段**。自4月初中止重组以来，公司在理清国理公司股权方面做了大量的工作。此次协议的达成，是公司落实锂产业发展的战略规划和布局，将锂打造为双主业之一的重要举措。此后，公司将有更多的精力来发展锂业务，锂业务也有望进入到新的发展阶段。

1) 协议的达成，有望加快李家沟资源开发进度，增强公司长期资源保障能力。协议的达成，有利于借助四川能投的国企地位与实力，及矿山开发经验，加快李家沟锂辉石矿山的建设和开采进程，尽快实现资源向产能转化，成为国理公司锂盐产品生产重要的锂精矿资源保障。结合此前公司与澳矿企的战略合作，入股 Core 公司等举措，公司正通过多种渠道布局上游资源，突破资源瓶颈，未来有望形成多元化的原料供应格局。

2) 协议的达成，有望强化公司锂盐市场地位。四川国理拥有 1.2 万吨锂盐产能，在锂盐的生产上有丰富的经验与积累，协议的达成，也将提升公司锂盐的产能与控制力，巩固公司在锂盐市场中的地位。同时，我们也期待公司以此为基础，加快推进锂盐业务的布局与扩张。

- **盈利预测**：我们预估公司 2017 年和 2018 年归属母公司净利润分别为 4.1 亿元和 6.5 亿元，对应当前公司股价的 PE 水平为 41 倍和 26 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件**：锂价与锂原料供应风险，安全生产与环保风险等。

**图表 1：交易标的基本情况**

交易标的公司	四川国理锂材料有限公司
注册地址	四川省阿坝州汶川县漩口镇
法定代表人	高欣
统一社会信用代码	91513200797856972D
注册资本	11,185 万元人民币
公司类型	其他有限责任公司
注册日期	2007 年 1 月 8 日
营业期限	2007 年 1 月 8 日至 2027 年 1 月 7 日
经营范围	生产锂系列产品，经营锂铷铯产品；其他有色金属、化工产品、建材、冶金、进出口业务。

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 2：国理公司最近一年及一期的主要财务数据：(单位：万元)**

项目	2016 年 12 月 31 日 (经审计)	2017 年 6 月 30 日 (未经审计)
资产总额	57,365.46	52,079.92
负债总额	12,276.92	7,136.98
净资产	45,088.54	44,942.94
营业收入	18,929.3	9,726.90
净利润	2,895.05	-384.65

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3：本次交易前的股权结构**

序号	股东名称	出资额 (万元)	出资比例 (%)
1	四川雅化实业集团股份有限公司	4,166.67	37.25
2	张京云	1,394.55	12.47
3	林忠群	963	8.61
4	杭州融高股权投资有限公司	932.96	8.34
5	成都亚商富易投资有限公司	790.7	7.07
6	陈思伟	514.91	4.6
7	李洪	450	4.02
8	西藏融德投资管理有限公司	416.66	3.73
9	上海辰祥投资中心 (有限合伙)	396.44	3.54
10	田树鳌	300	2.68
11	黄健斌	237.8	2.13
12	成都易高成长创业投资有限公司	170	1.52
13	李梁	164	1.67
14	四川恒鼎实业有限公司	138.89	1.24
15	杨春晖	123	1.1
16	兰英	25.42	0.23
	合计	11,185.00	100

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4: 本次交易完成后的股权结构

序号	股东名称	持股比例 (%)	
		国理锂盐公司	国理矿业公司
1	四川雅化实业集团股份有限公司	56.26	37.25
2	四川省能源投资集团有限责任公司	43.74	62.75
3	杭州融高股权投资有限公司	100	100

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 公司财务报表及预测

## 损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>1,455</b>	<b>1,343</b>	<b>1,579</b>	<b>2,554</b>	<b>3,453</b>	<b>4,380</b>
增长率	13.28%	-7.7%	17.6%	61.7%	35.2%	26.9%
营业成本	-768	-797	-919	-1,515	-1,963	-2,633
% 销售收入	52.8%	59.3%	58.2%	59.3%	56.9%	60.1%
毛利	687	546	660	1,039	1,490	1,747
% 销售收入	47.2%	40.7%	41.8%	40.7%	43.1%	39.9%
营业税金及附加	-17	-14	-16	-26	-29	-37
% 销售收入	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
营业费用	-96	-84	-73	-89	-110	-131
% 销售收入	6.6%	6.2%	4.6%	3.5%	3.2%	3.0%
管理费用	-286	-292	-285	-332	-414	-460
% 销售收入	19.7%	21.7%	18.0%	13.0%	12.0%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	287	157	286	592	936	1,119
% 销售收入	19.7%	11.7%	18.1%	23.2%	27.1%	25.5%
财务费用	-7	-18	-10	-10	-18	-15
% 销售收入	0.5%	1.3%	0.7%	0.4%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-9	-47	-129	-20	-10	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	33	71	43	50	50	50
% 税前利润	10.8%	43.0%	22.2%	8.1%	5.2%	4.3%
营业利润	304	163	190	612	958	1,153
营业利润率	20.9%	12.1%	12.0%	23.9%	27.7%	26.3%
营业外收支	1	2	4	5	5	5
税前利润	305	165	194	617	963	1,158
利润率	20.9%	12.3%	12.3%	24.1%	27.9%	26.4%
所得税	-56	-37	-46	-142	-212	-255
所得税率	18.3%	22.4%	23.8%	23.0%	22.0%	22.0%
净利润	249	128	148	475	751	904
少数股东损益	21	9	14	62	96	116
归属于母公司的净利润	227	119	134	413	655	788
净利率	15.6%	8.8%	8.5%	16.2%	19.0%	18.0%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	249	128	148	475	751	904
少数股东损益	0	0	0	62	96	116
非现金支出	73	97	204	93	101	105
非经营收益	-20	-60	-36	-45	-37	-40
营运资金变动	-105	65	-231	-24	-59	-110
经营活动现金净流	198	230	86	561	852	975
资本开支	76	51	169	228	194	62
投资	-97	-91	59	0	0	0
其他	95	47	11	50	50	50
投资活动现金净流	-78	-95	-100	-178	-144	-12
股权募资	11	4	3	0	0	0
债权募资	-140	-95	46	284	0	-100
其他	-152	-99	-45	-10	-66	-111
筹资活动现金净流	-281	-190	5	274	-66	-211
现金净流量	-162	-56	-9	656	643	751

资料来源: 中泰证券研究所

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	202	132	127	722	1,268	1,904
应收款项	275	371	415	489	545	623
存货	150	102	208	249	323	433
其他流动资产	209	276	163	210	206	247
流动资产	837	880	912	1,670	2,342	3,206
% 总资产	28.7%	30.4%	28.2%	40.3%	47.7%	55.9%
长期投资	409	398	679	679	679	679
固定资产	664	654	708	798	910	878
% 总资产	22.8%	22.6%	21.8%	19.3%	18.5%	15.3%
无形资产	925	885	806	856	842	836
非流动资产	2,074	2,013	2,328	2,468	2,566	2,528
% 总资产	71.3%	69.6%	71.8%	59.7%	52.3%	44.1%
<b>资产总计</b>	<b>2,911</b>	<b>2,893</b>	<b>3,240</b>	<b>4,138</b>	<b>4,908</b>	<b>5,734</b>
短期借款	197	135	16	0	0	0
应付款项	215	207	282	381	404	486
其他流动负债	76	106	257	345	438	475
流动负债	488	447	556	727	842	961
长期贷款	22	0	25	325	325	225
其他长期负债	11	11	26	26	26	26
负债	547	499	651	1,122	1,237	1,256
普通股股东权益	2,161	2,211	2,389	2,755	3,313	4,005
少数股东权益	203	183	200	262	358	474
负债股东权益合计	2,911	2,893	3,240	4,138	4,908	5,734

## 比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.474	0.123	0.139	0.430	0.682	0.821
每股净资产 (元)	4.502	2.303	2.489	2.869	3.451	4.172
每股经营现金流 (元)	0.411	0.239	0.089	0.520	0.787	0.895
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.53%	5.36%	5.60%	15.00%	19.76%	19.67%
总资产收益率	7.81%	4.10%	4.13%	9.99%	13.34%	13.74%
投入资本收益率	11.90%	6.08%	11.86%	23.30%	35.36%	40.85%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	13.28%	-7.67%	17.57%	61.71%	35.19%	26.85%
EBIT 增长率	1.49%	-45.49%	82.78%	106.71%	58.14%	19.54%
净利润增长率	2.45%	-47.89%	12.89%	208.77%	58.45%	20.32%
总资产增长率	4.90%	-0.61%	11.99%	27.78%	18.60%	16.83%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	44.6	63.7	62.9	45.0	40.0	38.0
存货周转天数	57.3	57.7	61.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	38.7	40.2	44.2	50.0	35.0	30.0
固定资产周转天数	136.0	154.0	122.9	85.5	74.4	62.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	0.70%	0.14%	-3.31%	-13.15%	-25.69%	-37.48%
EBIT 利息保障倍数	38.8	8.9	27.3	59.2	52.3	74.0
资产负债率	18.79%	17.25%	20.09%	27.11%	25.20%	21.90%

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。