雅化集团（002497）

公司研究/点评报告

产能逐步释放，有望加速切入海外供应链

—雅化集团（002497）点评报告

点评报告/有色金属　　2020 年 09 月 23 日

一、事件概述

公司于 9 月 18 日更新非公开发行股票申请反馈意见回复，详细说明了商誉减值、存货减值准备具体项目，募投项目的收入预测、成本拆分。

二、分析与判断

➢ 募投项目建成投产后净利润 2.8 亿元

本次募投项目建设周期 24 个月，将新增电池级氢氧化锂产能 2 万吨/年、氯化锂产能 1 万吨/年、金属锂产能 1000 吨/年。建成达产后，将实现年不含税销售收入 18.83 亿元，年净利润 2.80 亿元，综合毛利率为 23.03%，净利率 15.3%。

➢ 订单充裕，积极拓展下游新客户

公司目前已签订的锂产品销售合同超 4 万吨。同时公司还与国内多家正极厂商，韩国、日本动力电池厂商针对长期合作展开了洽谈。后续，公司将积极进行客户拓展，争取早日签署合作协议。另外，公司还在积极打通终端客户，目前正与部分车企进行合作商谈，力争 2020 年底或 2021 年初进入部分车企供应链。

➢ 高价库存影响逐步消除，锂精矿采购方式获优化

2019 年，公司在锂业务上计提存货减值准备 2.08 亿元，其中锂精矿计提 1.7 亿元，锂精矿存货数量 7.06 万吨，平均单价 2500 元/吨。足额计提存货跌价准备后，前期高价库存对业绩的负面影响逐步消除。同时，7 月 1 日，子公司雅化国际与银河锂业对原销售合同部分条款进行了变更，约定 2020 年下半年及后续初始期限合同年度价格将在每批预计发货日期前确定，避免了原协议中一年一锁业务模式所带来的风险。

三、投资建议

锂：未来 2 年内氢氧化锂依然处于供需紧平衡，对碳酸锂的溢价有望维持。一线产能暂时无法满足需求，看好二线梯队进入海外供应商体系。公司新建 2 万吨电池级氢氧化锂投产后，公司锂盐产能已达 3.8 万吨，看好公司后续加速进入海外锂电供应商体系。民爆：川藏铁路的建设有望拉动炸药和爆破业务稳定增长。预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.31/0.44/0.57 元，对应 PE 分别为 31/22/17 倍，与同业上市公司赣锋锂业（2020PE 为 112）、威华股份（2020PE 为 197）相比较低，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

项目进展不及预期；新能源汽车销售不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,197	3,112	4,061	4,954
增长率（%）	4.2%	-2.6%	30.5%	22.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	72	300	421	543
增长率（%）	-60.9%	318.2%	40.6%	28.9%
每股收益（元）	0.07	0.31	0.44	0.57
PE（现价）	137.0	30.6	21.8	16.9
PB	3.2	2.8	2.5	2.2

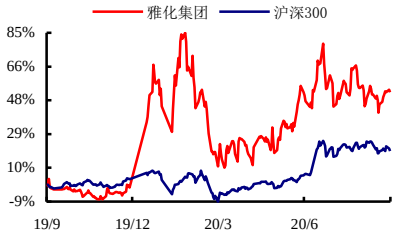
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：　9.59 元

交易数据	2020-9-22
近 12 个月最高/最低(元)	11.7/5.8
总股本（百万股）	957
流通股本（百万股）	846
流通股比例（%）	88.33
总市值（亿元）	92
流通市值（亿元）	81

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：方驭涛

执业证号：　S0100519070001

电话：　021-60876718

邮箱：　fangyutao@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,197	3,112	4,061	4,954
营业成本	2,321	2,180	2,801	3,381
营业税金及附加	24	22	28	35
销售费用	120	59	77	94
管理费用	374	373	487	594
研发费用	74	53	69	84
EBIT	283	426	598	765
财务费用	79	42	51	53
资产减值损失	(259)	0	0	0
投资收益	29	20	20	20
营业利润	149	404	568	733
营业外收支	(7)	(2)	(2)	(2)
利润总额	141	405	569	734
所得税	65	81	114	147
净利润	77	324	456	587
归属于母公司净利润	72	300	421	543
EBITDA	425	562	758	949

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	333	1551	1678	1868
应收账款及票据	545	778	1015	1238
预付款项	31	44	56	68
存货	409	560	685	818
其他流动资产	84	84	84	84
流动资产合计	1657	3357	3853	4491
长期股权投资	647	667	687	707
固定资产	942	1142	1342	1542
无形资产	562	550	539	529
非流动资产合计	3561	3354	3514	3650
资产合计	5218	6711	7367	8141
短期借款	253	453	453	453
应付账款及票据	330	436	560	676
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	921	1302	1522	1728
长期借款	320	320	320	320
其他长期负债	796	1479	1479	1479
非流动负债合计	1140	1823	1823	1823
负债合计	2061	3126	3346	3551
股本	959	957	957	957
少数股东权益	326	351	385	429
股东权益合计	3157	3585	4022	4590
负债和股东权益合计	5218	6711	7367	8141

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	4.2%	-2.6%	30.5%	22.0%
EBIT 增长率	-24.7%	50.3%	40.6%	27.9%
净利润增长率	-60.9%	318.2%	40.6%	28.9%
盈利能力				
毛利率	27.4%	30.0%	31.0%	31.8%
净利润率	2.2%	9.6%	10.4%	11.0%
总资产收益率 ROA	1.4%	4.5%	5.7%	6.7%
净资产收益率 ROE	2.5%	9.3%	11.6%	13.1%
偿债能力				
流动比率	1.8	2.6	2.5	2.6
速动比率	1.4	2.1	2.1	2.1
现金比率	0.5	1.3	1.2	1.2
资产负债率	0.4	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	60.0	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	83.6	80.0	80.0	80.0
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
每股指标（元）				
每股收益	0.1	0.3	0.4	0.6
每股净资产	3.0	3.4	3.8	4.3
每股经营现金流	0.3	0.2	0.5	0.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	137.0	30.6	21.8	16.9
PB	3.2	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	20.4	16.0	11.7	9.2
股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	77	324	456	587
折旧和摊销	400	136	160	184
营运资金变动	(67)	(300)	(149)	(242)
经营活动现金流	279	185	504	569
资本开支	213	(215)	299	299
投资	(149)	0	0	0
投资活动现金流	(341)	215	(299)	(299)
股权募资	0	(1)	0	0
债务募资	365	684	0	0
筹资活动现金流	143	817	(77)	(80)
现金净流量	81	1,218	128	190

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

方驭涛，民生证券有色金属行业分析师，上海对外经贸大学金融学硕士，3年行研经验，曾就职于华安证券研究所，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。