

公司点评
雅化集团 (002497)
化工 | 化学制品
电动化浪潮下，氢氧化锂一线企业受益
2021 年 07 月 01 日
评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 24.9-29.1 元
交易数据

当前价格 (元)	21.84
52 周价格区间 (元)	8.81-30.50
总市值 (百万)	25171.97
流通市值 (百万)	20424.47
总股本 (万股)	115256.25
流通股 (万股)	93518.67

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
雅化集团	-10.6	27.7	143.3
化学制品	5.6	20.1	61.6

周策

 执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

尹盟

yinmeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理
相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	3196.74	3250.16	5297.76	6410.29	8910.30
净利润 (百万元)	71.68	323.84	956.85	1328.09	1629.81
每股收益 (元)	0.06	0.28	0.83	1.15	1.41
每股净资产 (元)	2.46	4.45	5.18	6.19	7.46
P/E	361.62	80.04	27.09	19.52	15.90
P/B	9.16	5.05	4.34	3.63	3.01

资料来源: 贝格数据, 财信证券

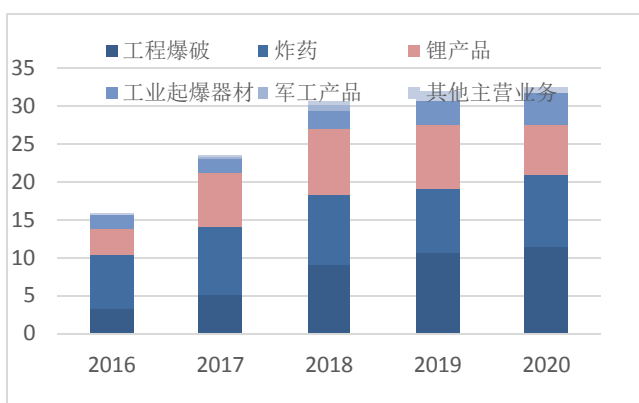
投资要点:

- **公司是老牌氢氧化锂生产商:** 公司氢氧化锂产能全球第三, 国内第二。公司在行业中拥有众多优质客户, 已与特斯拉, 优美科、振华新材、贝特瑞、比亚迪、厦门钨业等行业优质客户达成了良好合作关系。
- **氢氧化锂远期产能维持行业前列:** 公司目前锂盐产能 4.3 万吨, 其中国理公司碳酸锂年产能 0.6 万吨, 氢氧化锂年产能 0.7 万吨, 其他锂盐年产能 0.4 万吨; 雅安锂业氢氧化锂年产能 2 万吨; 兴晟锂业氢氧化锂年产能 0.4 万吨。公司 2022 年预计产能将达到 7.3 万吨, 主要是新氢氧化锂产线投产贡献。远期来看, 公司计划将在 2025 年达到 10 万吨以上的锂盐年产能, 其中氢氧化锂产能将达 8.3 万吨以上。从未来的产能规划来看, 公司氢氧化锂产能将维持在行业头部的地位。
- **氢氧化锂价格具备支撑:** 后面看, 美国新能源汽车刺激计划超预期, 海外电动车预期销量上调, 我们因此认为氢氧化锂有望受益于海外三元装机的高景气拉动, 氢氧化锂价格有望延续强势, 此外氢氧化锂的危化品属性使之具备技术壁垒, 或将享受更高的溢价。另外, 从矿端来看, 锂辉石价格上涨至 715 美元/吨, 澳矿本年新增产量寥寥, 全球范围内新建矿山和复产或在明年释放, 矿端的紧缺或导致国内锂盐加工产能难以开足, 锂矿, 锂盐的供需错配或在今年延续。我们认为下半年锂盐价格中枢或进一步向上冲击到 10 万元/吨左右。结构上看, 氢氧化锂将领涨锂盐, 公司锂盐产品以氢氧化锂为主, 价格带上涨将为公司贡献业绩弹性。
- **投资建议:** 我们预计公司 2021-2023 实现营收 52.98、64.10、89.10 亿元, 实现归母净利润 9.57、13.28、16.29 亿元, 对应 EPS 分别为 0.83、1.15、1.41 元, 2021 年对应 27.1 倍 PE, 我们考虑行业增速, 氢氧化锂需求有望不断攀升, 公司地位将稳定维持在行业领先水平, 我们给予 2021 年 30-35 倍 PE, 对应股价区间 24.9-29.1 元, 给予公司“推荐”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期; 原材料价格波动; 国际关系风险; 磷酸铁锂装机超预期抢占高镍份额

1 公司是老牌氢氧化锂生产商，民爆业务业绩稳定

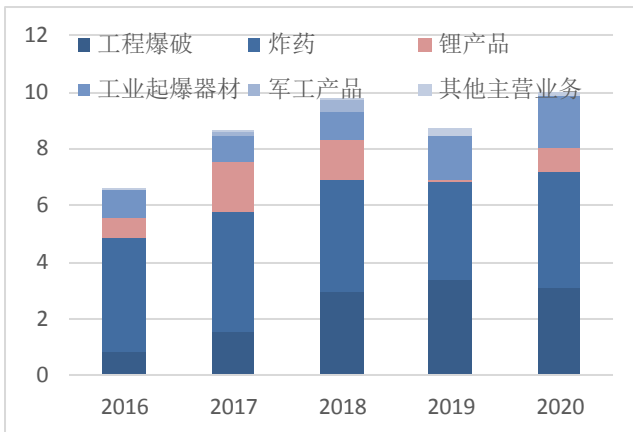
公司成立于 2001 年，先前以民用爆破的生产销售为主业，2013 年公司参股四川国理公司，正式进军锂电材料业务，随后 2014 年收购兴晟锂业，2017 年成立雅安锂业，公司下属四川国理、兴晟锂业是国内较早开始锂盐生产的企业，是国内重要的锂盐生产企业，发展前景较好。

图 1：公司主营业务收入情况



资料来源：wind，财信证券

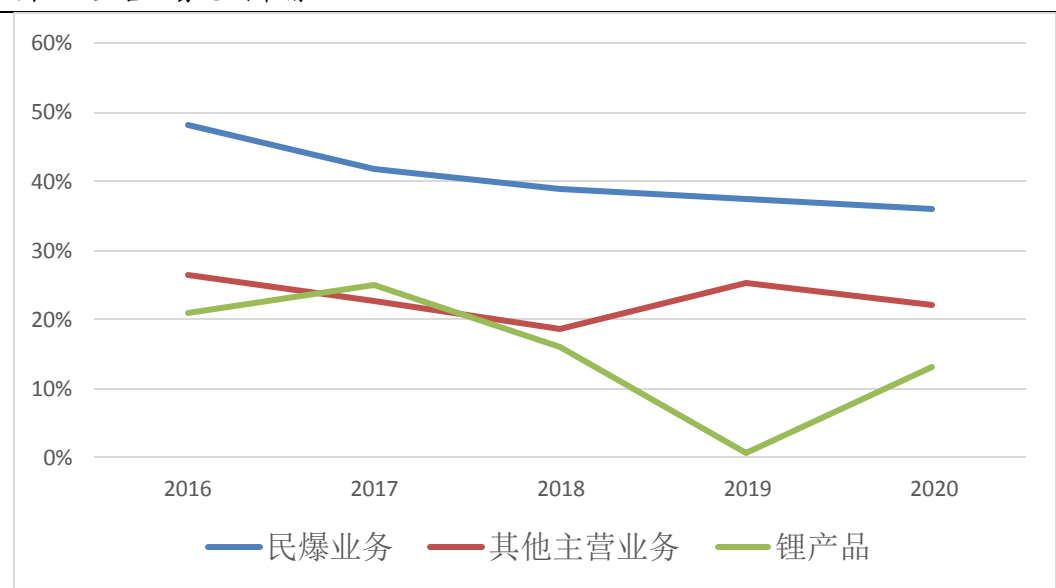
图 2：公司主营业务毛利贡献情况



资料来源：wind，财信证券

毛利率来看，公司民爆业务毛利率水平稳健，锂盐业务受行业周期性波动影响较大，毛利率水平大幅波动，后面看随着汽车电动化趋势不断演绎，锂盐需求将不断提升，目前公司产品以氢氧化锂为主，氢氧化锂的需求在于高镍三元正极材料，随着人们对高能量密度的追求，高镍趋势来势汹汹，氢氧化锂价格中枢本年或继续上行，此外公司老产线改造等因素都将支撑锂盐业务毛利率水平。

图 3：主营业务毛利率情况



资料来源：wind，财信证券

1.1 公司是老牌氢氧化锂生产商

公司氢氧化锂产能全球第三，国内第二，国内仅次于赣锋锂业。公司在行业中拥有众多优质客户，已与优美科、振华新材、贝特瑞、比亚迪、厦门钨业等行业优质客户达成了良好合作关系，公司于 2020 年 12 月 30 日发布公告，下属全资子公司雅安锂业有限公司与美国特斯拉公司签订电池级氢氧化锂供货合同，约定从 2021 年起至 2025 年，特斯拉向雅安锂业采购价值总计 6.3 亿美元~8.8 亿美元的电池级氢氧化锂产品。

表 1：公司产能及产能规划

	2019	2020	2021E	2022E	2025E
产能（合计万吨）	1.8	4.3	4.3	7.3	10+
碳酸锂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6+
氢氧化锂	1.2	3.3	3.3	6.3	8.3+
其他	-	0.4	0.4	0.4	1.5

资料来源：公司公告，财信证券

公司目前锂盐产能 4.3 万吨，其中国理公司碳酸锂年产能 0.6 万吨，氢氧化锂年产能 0.7 万吨，其他锂盐年产能 0.4 万吨；雅安锂业氢氧化锂年产能 2 万吨；兴晟锂业氢氧化锂年产能 0.4 万吨。公司 2022 年预计产能将达到 7.3 万吨，主要是雅安新氢氧化锂产线投产贡献。远期来看，公司计划将在 2025 年达到 10 万吨以上的锂盐年产能，其中氢氧化锂产能将达 8.3 万吨以上。2021 年 4 月，公司变更了非公开发行所募资金投向，鉴于锂行业景气度回升，对锂盐产品的需求不断增长，为持续满足下游客户需求，在综合并审慎考虑锂业务整体发展规划及产能布局的前提下，将“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”调整为“新增年产 5 万吨电池级氢氧化锂、1.1 万吨氯化锂及其制品项目”。其中 1.1 万吨氯化锂及其制品项目预计包括 1 万吨氯化锂以及 0.1 万吨金属锂产能，公司在媒体上称，金属锂产能规划是为了未来固态电池做储备。从未来的产能规划来看，公司氢氧化锂产能将维持在行业头部的地位。

1.2 民爆业务提供稳定支撑

公司的民爆产业链贯穿研发、生产、销售、配送、使用等全过程，可为客户提供全方位的服务，是中国民爆行业产品品种最为齐全的企业之一。公司依托完整产业链和品种齐全等资源优势，通过整合各种资源要素，能最迅速为用户提供从新产品研发、生产、配送、爆破等为一体的全方位的服务模式，实现用户在时间和成本上的最大节约，在提升公司市场竞争力的同时，也为公司带来丰厚的业绩回报。公司民爆业务生产基地主要布局于我国水利和矿产资源丰富的中心区域，在经济新常态和供给侧改革的大背景下，各地政府将全力推进重点项目的建设，以尽快实现区域经济的转型升级，这些举措将使这些地区未来民爆产品市场需求巨大，为公司业绩持续增长提供区位上的天然优势。

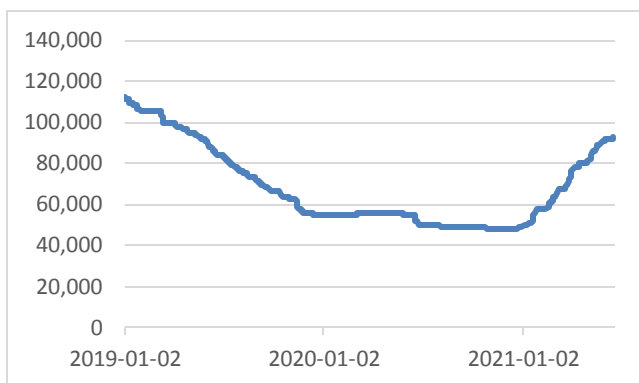
目前公司民用爆炸产品的许可产能为 25.562 万吨/亿米/亿发。其中：工业炸药 22.8 万吨，工业雷管 14620 万发，工业导爆索和塑料导爆管 13000 万米。2020 年产能综合利

用率为 85.87%。

2 上游矿端紧，下游需求旺，氢氧化锂价格具备支撑

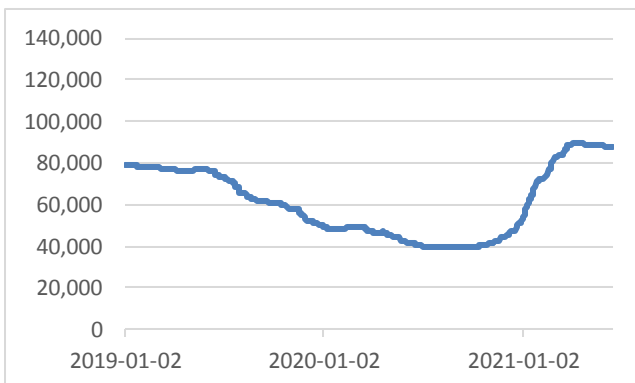
氢氧化锂领涨锂盐，上海有色金属单水氢氧化锂现货价格 6 月 17 号来到 92500 元/吨，6 月报价累计上调 2000 元/吨；电池级碳酸锂报价 88000 元/吨，6 月报价下调 1000 元/吨。回顾本轮锂盐行情，18 年后补贴退坡导致中游电池端无效产能被挤出，锂盐需求最终向终端的汽车消费回归，加之上一轮新建产能的投产，锂盐端供需结构恶化，锂盐价格持续走低。随着最上游矿端的减产，锂盐行业的出清以及下游需求的回暖，2020 年 10 月，碳酸锂在 40000 元/吨的价格止跌回升。随后锂盐价格迅速走升，结构上，2020 年由于磷酸铁锂体系电池的超预期装机，拉动了碳酸锂的需求预期，碳酸锂领涨；随后氢氧化锂补涨，后面看，美国新能源汽车刺激计划超预期，海外电动车预期销量上调，我们因此认为氢氧化锂有望受益于海外三元装机的高景气拉动，氢氧化锂价格有望延续强势，此外氢氧化锂的危化品属性使之具备技术壁垒，或将享受更高的溢价。另外，从矿端来看，锂辉石价格上涨至 715 美元/吨，澳矿本年新增产量寥寥，全球范围内新建矿山和复产或在明年释放，矿端的紧缺或导致国内锂盐加工产能难以开足，锂矿，锂盐的供需错配或在今年延续。我们认为下半年锂盐价格中枢或进一步向上冲击到 10 万元/吨左右。结构上看，氢氧化锂将领涨锂盐，公司锂盐产品以氢氧化锂为主，价格带上涨将为公司贡献业绩弹性。

图 4：氢氧化锂（单水，56.5%）价格（元/吨）



资料来源：wind，财信证券

图 5：碳酸锂（电池级，99.5%）价格（元/吨）



资料来源：wind，财信证券

矿端来看，公司通过协议与参股国内外锂矿公司保障资源供应，公司与银河资源签订采购协议，银河资源 2021 年-2025 年每个合同年度银河锂业向公司供应量不低于 12 万吨，超出 12 万吨时，在同等条件下雅化国际有优先购买权。此外公司参股澳洲 Core 公司并签订锂精矿承购协议，Core 公司已完成终可研，旗下锂矿开采成本较低，开采价值较高。另外公司拥有李家沟锂矿开采公司能投锂业 37.25%的股权，李家沟矿是目前亚洲取得采矿权证最大的锂辉石矿，目前基建设施基本完成，选矿厂建设中，待矿石正式开采，公司享有优先采购权。公司将继续寻求与其他国内外锂矿、盐湖的合作，积极扩大上游锂资源的储备。

3 投资建议

行业层面，本年拜登政府出台了电动车刺激法案，美国电动车产销量有望大幅提升，特斯拉将领衔，特斯拉高镍三元体系车型居多，将拉动氢氧化锂需求。此外欧洲碳排放法案逐渐趋严，电动车渗透率逐渐提高，以及国内高镍趋势都将支撑氢氧化锂需求端旺盛。民爆方面，民爆产品的生产和销售实行许可证制度，开放程度有限，行业竞争相对温和，但同时由于国内大基建时代将结束，国内民爆行业规模增长将转向低增速，公司民爆业务未来增量主要来自于行业并购整合带来的规模扩张、电子雷管放量、及爆破业务的拓展。

公司层面，公司为老牌氢氧化锂企业，目前具备 4.3 万吨锂盐产能，产能全国第二，全球第三。其中 3.3 万吨氢氧化锂产能，公司在氢氧化锂周期行情中弹性最大。公司定增 15 亿扩 5 万吨氢氧化锂产能，2022 年一期 3 万吨投产，届时 6.3 万吨 LiOH 产能。公司目前与特斯拉签订供货协议，打入高端市场，特斯拉的品牌效应将使公司进一步打开销路。民爆端来看，有望获得川藏线中段爆破业务较大份额，公司民爆业务相对稳定。

我们预计公司 2021-2023 实现营收 52.98、64.10、89.10 亿元，实现归母净利润 9.57、13.28、16.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.83、1.15、1.41 元，2021 年对应 27.1 倍 PE，我们考虑行业增速，氢氧化锂需求有望不断攀升，公司地位将稳定维持在行业领先水平，我们给予 2021 年 30-35 倍 PE，对应股价区间 24.9-29.1 元，给予公司“推荐”评级。

4 风险提示

下游需求不及预期；原材料价格波动；国际关系风险；磷酸铁锂装机超预期抢占高镍份额

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3196.74	3250.16	5297.76	6410.29	8910.30	成长性					
减:营业成本	2,321.28	2,246.87	3,189.25	3,647.45	5,372.91	营业收入增长率	4.2%	1.7%	63.0%	21.0%	39.0%
营业税费	24.31	23.32	41.30	48.24	66.81	营业利润增长率	-47.1%	192.6%	188.7%	38.8%	22.7%
销售费用	119.98	78.23	185.42	224.36	311.86	净利润增长率	-60.9%	351.8%	195.5%	38.8%	22.7%
管理费用	374.43	358.47	588.05	711.54	989.04	EBITDA 增长率	54.0%	-1.3%	87.9%	33.4%	20.2%
财务费用	79.00	49.11	66.75	64.95	60.27	EBIT 增长率	74.1%	-4.5%	115.1%	36.7%	21.6%
资产减值损失	-258.72	-38.95	-	-	-	NOPLAT 增长率	-55.0%	217.5%	173.0%	36.7%	21.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.4%	-1.3%	17.9%	-10.9%	31.5%
投资和汇兑收益	28.68	33.06	29.67	30.47	31.06	净资产增长率	5.6%	72.4%	16.5%	19.7%	20.7%
营业利润	148.78	435.28	1,256.65	1,744.21	2,140.46	利润率					
加:营业外净收支	-7.44	-10.27	-	-	-	毛利率	27.4%	30.9%	39.8%	43.1%	39.7%
利润总额	141.35	425.02	1,256.65	1,744.21	2,140.46	营业利润率	4.7%	13.4%	23.7%	27.2%	24.0%
减:所得税	64.62	80.51	238.76	331.40	406.69	净利润率	2.2%	10.0%	18.1%	20.7%	18.3%
净利润	71.68	323.84	956.85	1328.09	1629.81	EBITDA/营业收入	24.5%	23.8%	27.5%	30.3%	26.2%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	20.2%	18.9%	25.0%	28.2%	24.7%
货币资金	333.13	1,986.08	2,010.46	3,735.59	4,087.97	运营效率					
交易性金融资产	167.70	41.37	41.37	41.37	41.37	固定资产周转天数	108	130	91	69	45
应收帐款	626.96	690.08	1,456.70	1,140.91	2,469.77	流动营业资本周转天数	98	91	86	84	81
应收票据	5.32	7.32	13.28	11.65	23.01	流动资产周转天数	204	306	287	305	297
预付帐款	30.57	82.41	77.96	105.45	164.72	应收帐款周转天数	65	73	73	73	73
存货	408.70	451.86	769.63	627.35	1,430.48	存货周转天数	61	48	42	39	42
其他流动资产	288.59	411.42	411.42	411.42	411.42	总资产周转天数	561	674	506	478	416
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	407	412	274	231	182
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	647.05	686.17	686.17	686.17	686.17	ROE	2.5%	6.3%	16.0%	18.6%	18.9%
投资性房地产	31.40	37.75	37.75	37.75	37.75	ROA	1.5%	5.0%	12.8%	15.5%	15.1%
固定资产	941.85	1,396.62	1,284.27	1,171.91	1,059.56	ROIC	3.5%	10.5%	29.0%	33.6%	45.9%
在建工程	562.28	47.15	47.15	47.15	47.15	费用率					
无形资产	561.63	541.29	522.07	502.84	483.61	销售费用率	3.8%	2.4%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	612.81	577.05	574.71	572.38	570.05	管理费用率	11.7%	11.0%	11.1%	11.1%	11.1%
资产总额	5,217.99	6,956.56	7,932.93	9,091.93	11,513.02	财务费用率	2.5%	1.5%	1.3%	1.0%	0.7%
短期债务	252.92	134.93	-	-	-	三费/营业收入	17.9%	14.9%	15.9%	15.6%	15.3%
应付帐款	387.73	455.83	741.54	627.86	1,389.35	偿债能力					
应付票据	30.00	100.38	84.68	126.97	184.81	资产负债率	39.5%	21.8%	20.0%	16.5%	20.4%
其他流动负债	250.02	318.75	341.26	323.58	352.12	负债权益比	65.3%	27.8%	25.1%	19.8%	25.6%
长期借款	320.46	81.46	-	-	-	流动比率	2.02	3.63	4.09	5.63	4.48
其他非流动负债	819.41	422.76	422.76	422.76	422.76	速动比率	1.58	3.19	3.44	5.05	3.74
负债总额	2,060.54	1,514.12	1,590.25	1,501.17	2,349.03	利息保障倍数	8.15	12.53	19.83	27.85	36.51
少数股东权益	326.44	311.69	372.73	457.45	561.42	分红指标					
股本	958.71	1,128.81	1,152.56	1,152.56	1,152.56	DPS(元)	0.01	0.01	0.10	0.14	0.14
留存收益	1,761.30	3,974.60	4,817.39	5,980.75	7,450.01	分红比率	20.1%	5.2%	11.9%	12.4%	9.9%
股东权益	3,157.45	5,442.44	6,342.68	7,590.76	9,163.99	股息收益率	0.1%	0.1%	0.5%	0.7%	0.7%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	76.73	344.50	956.85	1,328.09	1,629.81	EPS(元)	0.06	0.28	0.83	1.15	1.41
加:折旧和摊销	141.55	161.27	131.58	131.58	131.58	BVPS(元)	2.46	4.45	5.18	6.19	7.46
资产减值准备	265.81	56.36	-	-	-	PE(X)	361.62	80.04	27.09	19.52	15.90
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.16	5.05	4.34	3.63	3.01
财务费用	71.56	47.65	66.75	64.95	60.27	P/FCF	382.18	-58.88	329.55	14.38	63.75
投资收益	-28.68	-33.06	-29.67	-30.47	-31.06	P/S	8.11	7.98	4.89	4.04	2.91
少数股东损益	5.05	20.66	61.04	84.72	103.97	EV/EBITDA	25.50	27.17	16.71	11.68	9.62
营运资金的变动	-359.52	-36.82	-791.04	345.47	-1,352.43	CAGR(%)	164.1%	71.4%	64.5%	164.1%	71.4%
经营活动产生现金流量	286.09	529.29	395.51	1,924.35	542.14	PEG	2.20	1.12	0.42	0.12	0.22
投资活动产生现金流量	-340.66	20.95	29.67	30.47	31.06	ROIC/WACC	0.34	1.01	2.79	3.24	4.42
融资活动产生现金流量	143.10	1,066.79	-400.79	-229.69	-220.82	REP	15.63	5.64	2.00	1.80	0.99

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438