

公司研究

锂盐业务推动二季度净利创历史新高

——雅化集团 (002497.SZ) 2021 年半年报点评

要点

事件：公司于2021年8月29日发布半年报，实现营收21.24亿元，同比增长64%；实现归母净利润3.3亿元，同比增长151%；公司二季度归母净利润达到2.52亿元，为单季度历史最高值。

点评：锂盐板块是驱动业绩增长的主要动因。公司上半年锂盐收入8.36亿元，同比增长257%，毛利率28.6%，同比增长16.5pct。锂盐业务营收占比由去年同期的18.11%增加至39.36%。公司在锂盐的布局收效显现，成为业绩增长的主要动因。

现有氢氧化锂产能国内第二，2025年锂盐产品综合产能规划达到10万吨。公司目前锂盐产能合计约4.3万吨，其中氢氧化锂产能3.3万吨，国内位居第二，其余为碳酸锂和其他锂盐产品。全资子公司雅安锂业规划新增年产5万吨电池级氢氧化锂、1.1万吨氯化锂及其制品项目，预计2025年公司锂盐产品综合产能规划将达到10万吨，位列国内第一梯队。

国内外锂资源协同布局，产品已进入国际一流整车厂供应链。公司与银河锂业续签了关于采购锂精矿的《承购协议》，合同期限延长至2025年12月31日，银河锂业向雅化国际每年供应的锂辉石精矿不低于12万吨/年；公司间接持股28%的德鑫矿业拥有李家沟锂辉石采矿许可，李家沟预计明年下半年投产，产能18万吨/年；此外公司入股澳洲上市公司Core并达成后续锂精矿合作意向。与特斯拉签署的协议保障锂盐产品销售，雅安锂业与特斯拉签订长期的电池级氢氧化锂供货合同，约定2021年至2025年，特斯拉采购价值总计6.3亿美元~8.8亿美元的电池级氢氧化锂产品。

氢氧化锂价格涨幅超锂矿石涨幅，公司冶炼端盈利能力可持续。截至2021年8月28日，5%氧化锂锂辉石中国到岸价格915美元/吨，较年初上涨118%；氢氧化锂价格11.76万元/吨，较年初上涨140%。锂盐价格上涨带来的收入提升仍高于锂精矿价格上涨带来的原材料成本提升，公司冶炼端盈利能力仍可持续。

盈利预测与评级：鉴于公司未来锂盐产品的量价提升，我们上调盈利预测，预计2021-2023年EPS分别为0.75元、1.1元、1.67元，对应上调7%/8%/11%。2021-2023PE为45倍、31倍、20倍。鉴于公司全球行业龙头地位及资本结构的逐步改善，我们维持“增持”评级。

风险提示：下游电动车产量不及预期；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；行业供给侧产能过快释放；公司项目建设达产不及预期；安全环保风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,197	3,250	5,683	7,972	11,254
营业收入增长率	4.24%	1.67%	74.85%	40.28%	41.17%
净利润(百万元)	72	324	864	1,265	1,924
净利润增长率	-60.91%	351.79%	166.71%	46.51%	52.01%
EPS(元)	0.07	0.29	0.75	1.10	1.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.53%	6.31%	14.45%	17.58%	21.24%
P/E	455	119	45	31	20
P/B	11.5	7.5	6.6	5.4	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-31

增持（维持）

当前价：34.01元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

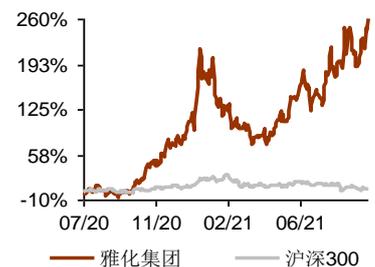
021-52523811

wangzh@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.53
总市值(亿元)	391.99
一年最低/最高(元)	8.81/34.80
近3月换手率	431.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.39	48.46	253.75
绝对	7.80	38.65	253.69

资料来源：Wind

表 1: 雅化集团单季度主要财务指标 (亿元, %)

单位: 亿元	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
主营业务收入	7.93	8.32	4.58	8.35	9.20	10.38	8.57	12.67
同比增长率	41.80%	3.34%	-39%	-12%	16%	25%	87%	52%
毛利	2.20	2.22	1.30	2.67	3.31	2.76	2.33	4.60
毛利率	27.80%	26.65%	28.41%	31.94%	35.92%	26.61%	27.16%	36.34%
销售费用	0.09	0.81	0.09	0.14	0.33	0.22	0.16	0.14
财务费用	0.25	0.20	0.16	0.09	0.13	0.11	0.04	0.06
管理费用	1.04	0.92	0.82	0.70	1.09	0.98	0.94	1.03
研发费用	0.26	0.11	0.08	0.15	0.19	0.25	0.12	0.17
期间费用率	20.70%	24.60%	24.89%	12.93%	18.87%	15.07%	14.68%	11.04%
税前利润	0.07	-0.34	0.20	1.61	0.85	1.58	1.09	3.16
归属母公司净利润	-0.12	-0.33	0.06	1.26	0.62	1.30	0.78	2.52
净利率	-1.54%	-3.92%	1.30%	15.04%	6.78%	12.52%	9.10%	19.90%
同比增长率	-123%	-133%	-75%	1784%	NA	NA	1212%	101%
扣非净利润	-0.24	-1.47	0.02	1.21	0.56	1.21	0.72	2.44
期末净资产	32	32	31	33	34	54	57	60
年化 ROE	-1.51%	-4.14%	0.76%	15.20%	7.39%	9.55%	5.43%	16.80%
存货/销售收入	22.97%	12.27%	20.14%	12.38%	11.21%	10.89%	12.40%	10.79%
带息负债	14.9	13.3	12.8	11.4	10.3	5.1	2.9	3.0
货币资金	2.9	3.3	4.0	4.4	4.1	19.9	7.0	5.3
资产负债率	41.61%	39.49%	38.96%	37.75%	36.47%	21.77%	20.41%	21.46%
存货金额	7.3	4.1	3.7	4.1	4.1	4.5	4.3	5.5
自由现金流	-0.3	1.5	-0.0	2.1	1.1	0.7	-1.0	-0.7
最新总股本 (亿股)	11.53	11.53	11.53	11.53	11.53	11.53	11.53	11.53
摊薄 EPS (元/股)	-0.011	-0.028	0.005	0.109	0.054	0.113	0.068	0.219

资料来源: Wind、光大证券研究所

风险提示

下游电动车产量不及预期; 行业供给侧资本开支加剧, 全球产能过快释放, 锂盐价格下跌; 公司债务流动性风险; 公司项目建设达产不及预期; 安全环保风险; 地缘政治因素以及海外公司运营风险; 估值过高风险; 技术路径变化的风险; 宏观政策以及流动性调整的风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,197	3,250	5,683	7,972	11,254
营业成本	2,321	2,247	3,688	5,117	7,095
折旧和摊销	140	159	163	172	183
税金及附加	24	23	45	56	79
销售费用	120	78	137	192	271
管理费用	374	358	627	879	1,241
研发费用	74	66	115	162	229
财务费用	79	49	-12	-18	-27
投资收益	29	33	0	0	0
营业利润	149	435	1,107	1,589	2,380
利润总额	141	425	1,098	1,580	2,371
所得税	65	81	184	265	397
净利润	77	345	914	1,315	1,974
少数股东损益	5	21	50	50	50
归属母公司净利润	72	324	864	1,265	1,924
EPS(元)	0.07	0.29	0.75	1.10	1.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	286	529	576	1,171	1,710
净利润	72	324	864	1,265	1,924
折旧摊销	140	159	163	172	183
净营运资金增加	-153	55	1,101	872	1,238
其他	227	-9	-1,551	-1,139	-1,634
投资活动产生现金流	-341	21	-268	-325	-300
净资本支出	-213	-118	-250	-250	-250
长期投资变化	647	686	0	0	0
其他资产变化	-775	-547	-18	-75	-50
融资活动现金流	143	1,067	-141	-28	-39
股本变化	-1	170	24	0	0
债务净变化	255	-813	-136	0	0
无息负债变化	56	266	398	551	786
净现金流	85	1,607	167	818	1,371

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.4%	30.9%	35.1%	35.8%	37.0%
EBITDA 率	21.9%	21.7%	21.8%	22.6%	23.1%
EBIT 率	17.5%	16.8%	18.9%	20.4%	21.5%
税前净利润率	4.4%	13.1%	19.3%	19.8%	21.1%
归母净利润率	2.2%	10.0%	15.2%	15.9%	17.1%
ROA	1.5%	5.0%	11.3%	13.2%	15.6%
ROE (摊薄)	2.5%	6.3%	14.4%	17.6%	21.2%
经营性 ROIC	7.6%	11.5%	17.5%	22.1%	26.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	39%	22%	22%	23%	25%
流动比率	2.02	3.63	3.62	3.44	3.39
速动比率	1.58	3.19	3.05	2.89	2.85
归母权益/有息债务	2.13	9.98	15.83	19.06	23.98
有形资产/有息债务	3.15	11.62	18.79	23.51	30.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,218	6,957	8,115	9,936	12,630
货币资金	333	1,986	2,153	2,971	4,342
交易性金融资产	168	41	10	10	10
应收帐款	540	607	1,023	1,435	2,026
应收票据	5	7	11	16	23
其他应收款 (合计)	87	84	115	161	226
存货	409	452	734	1,019	1,415
其他流动资产	288	359	408	454	519
流动资产合计	1,861	3,671	4,661	6,330	8,905
其他权益工具	124	127	127	127	127
长期股权投资	647	686	686	686	686
固定资产	942	1,397	1,365	1,320	1,284
在建工程	559	47	144	213	265
无形资产	562	541	582	614	652
商誉	407	383	378	378	378
其他非流动资产	15	4	4	4	4
非流动资产合计	3,357	3,286	3,454	3,606	3,725
总负债	2,061	1,514	1,776	2,327	3,113
短期借款	253	135	0	0	0
应付账款	300	374	553	768	1,064
应付票据	30	100	37	51	71
预收账款	14	0	57	80	113
其他流动负债	0	6	250	479	807
流动负债合计	921	1,010	1,287	1,839	2,625
长期借款	320	81	81	81	81
应付债券	668	196	196	196	196
其他非流动负债	120	193	193	193	193
非流动负债合计	1,140	504	488	488	488
股东权益	3,157	5,442	6,339	7,609	9,517
股本	959	1,129	1,153	1,153	1,153
公积金	593	2,508	2,571	2,697	2,890
未分配利润	1,169	1,467	2,227	3,320	4,986
归属母公司权益	2,831	5,131	5,978	7,197	9,055
少数股东权益	326	312	362	412	462

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.75%	2.41%	2.41%	2.41%	2.41%
管理费用率	11.71%	11.03%	11.03%	11.03%	11.03%
财务费用率	2.47%	1.51%	-0.21%	-0.22%	-0.24%
研发费用率	2.30%	2.03%	2.03%	2.03%	2.03%
所得税率	46%	19%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.02	0.02	0.04	0.06	0.09
每股经营现金流	0.30	0.47	0.50	1.02	1.48
每股净资产	2.95	4.55	5.19	6.24	7.86
每股销售收入	3.33	2.88	4.93	6.92	9.76

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	455	119	45	31	20
PB	11.5	7.5	6.6	5.4	4.3
EV/EBITDA	48.9	53.4	31.4	21.5	14.7
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE