

雅化集团 (002497.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 31.08 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 11.53 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 10.34 |
| 总市值(亿元) | 358.22 |
| 年内股价最高最低(元) | 44.21/21.01 |
| 沪深 300 指数 | 4166 |
| 深证成指 | 11938 |



Q2 受益氢氧化锂领涨，长期看资源自给率提升

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3,250 | 5,241 | 15,410 | 18,806 | 20,053 |
| 营业收入增长率 | 1.67% | 61.26% | 194.02% | 22.04% | 6.63% |
| 归母净利润(百万元) | 324 | 937 | 3,944 | 4,550 | 4,706 |
| 归母净利润增长率 | 351.79% | 189.22% | 321.10% | 15.36% | 3.43% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.317 | 0.813 | 3.422 | 3.948 | 4.083 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.52 | 0.55 | 2.18 | 3.65 | 4.17 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 6.31% | 14.71% | 45.15% | 39.68% | 32.93% |
| P/E | 69.25 | 35.27 | 7.52 | 6.52 | 6.30 |
| P/B | 4.37 | 5.19 | 3.40 | 2.59 | 2.08 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 6 月 6 日晚发布 2022 年半年度业绩预告, 2022 上半年预计实现归母净利润 21.22 亿元-23.72 亿元, 同比增长 542.79%-618.52%; 实现扣非归母净利润 21.03 亿元-23.53 亿元, 同比增长 565.10%-644.18%; 实现 EPS 为 1.8411 元-2.0580 元, 同比增长 538.38%-613.59%。

评论

- Q2 受益氢氧化锂价格上涨, 业绩符合预期。** Q2 公司归母净利润 11 亿元-13.5 亿元, 环比增长 7.6%-32.1%, 预计民爆业务利润 1 亿元, 锂盐业务利润 10 亿元-12.5 亿元, 取中值 11.25 亿元, 预计 Q2 锂盐出货量 0.9 万吨, 测算公司 Q2 锂盐单吨净利 12.5 万元。Q2 氢氧化锂均价截至目前 47.49 万元/吨, 环比上涨 26%; Q2 锂精矿均价截至目前 3789.53 美元/吨, 环比上涨 46%。考虑到公司消耗部分低成本精矿库存, Q2 业绩基本符合预期。
- 资源保供率、自给率持续提升。** 23-24 年公司协议精矿包销产能约 50 万吨/年, 保供比例接近 100%。资源布局: 国内李家沟 (28%) 优先供应权; 澳洲 Cattlin 包销精矿 12 万吨/年; 澳洲 Core (4.76%) 22Q4 包销精矿 7.5 万吨/年; 澳洲 ABY (3.4%) 23Q2 包销精矿 12 万吨/年; 澳洲 EFE (4.6%) 勘探中; 澳洲 EVR (9.5%) 勘探中; 加拿大超锂全资子公司 (60%) 勘探中。公司持续跟进国内外其他项目, 计划到 25 年资源自给率将超过 50%。
- 雅安规划 5 万吨氢氧化锂产能, 预计 25 年锂盐产能 10.4 万吨/年。** 目前公司产能: 氢氧化锂 3.3 万吨/年、碳酸锂 0.6 万吨/年。雅安二期规划 3 万吨氢氧化锂预计 22 年底投产、三期规划 2 万吨氢氧化锂与 1.1 万吨氯化锂。预计 25 年公司锂盐规划产能 10.4 万吨/年, 其中氢氧化锂 8.3 万吨/年, 在全球总规划产能中位列第五。公司与下游特斯拉签订 5 年氢氧化锂供货协议, 预计累计采购额 6.3-8.8 亿美元。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 22-24 年归母净利润分别为 39.44 亿元、45.50 亿元、47.06 亿元; 对应 EPS 分别为 3.42 元、3.95 元、4.08 元; 对应 PE 分别为 7.5 倍、6.5 倍、6.3 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期; 实控人、一致行动人、监事股票减持风险等。

相关报告

- 《民爆行业领军者, 氢氧化锂龙头雏形已现-雅化集团公司深度》, 2022.5.18

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 主营业务收入 | 3,197 | 3,250 | 5,241 | 15,410 | 18,806 | 20,053 | 货币资金 | 333 | 1,986 | 936 | 1,552 | 2,516 | 4,556 | |
| 增长率 | 1.7% | 61.3% | 194.0% | 22.0% | 6.6% | | 应收款项 | 836 | 1,008 | 1,444 | 3,496 | 4,266 | 4,549 | |
| 主营业务成本 | -2,321 | -2,247 | -3,398 | -8,115 | -10,272 | -11,150 | 存货 | 409 | 452 | 1,213 | 1,833 | 2,320 | 2,519 | |
| %销售收入 | 72.6% | 69.1% | 64.8% | 52.7% | 54.6% | 55.6% | 其他流动资产 | 283 | 225 | 1,865 | 2,119 | 2,262 | 2,318 | |
| 毛利 | 875 | 1,003 | 1,844 | 7,295 | 8,534 | 8,903 | 流动资产 | 1,861 | 3,671 | 5,457 | 9,000 | 11,364 | 13,942 | |
| %销售收入 | 27.4% | 30.9% | 35.2% | 47.3% | 45.4% | 44.4% | %总资产 | 35.7% | 52.8% | 60.1% | 67.8% | 70.1% | 71.9% | |
| 营业税金及附加 | -24 | -23 | -34 | -108 | -132 | -140 | 长期投资 | 803 | 851 | 1,011 | 1,011 | 1,011 | 1,011 | |
| %销售收入 | 0.8% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 固定资产 | 1,505 | 1,444 | 1,451 | 2,063 | 2,619 | 3,169 | |
| 销售费用 | -120 | -78 | -68 | -385 | -470 | -501 | %总资产 | 28.8% | 20.8% | 16.0% | 15.6% | 16.1% | 16.3% | |
| %销售收入 | 3.8% | 2.4% | 1.3% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 无形资产 | 976 | 933 | 975 | 1,014 | 1,052 | 1,090 | |
| 管理费用 | -374 | -358 | -409 | -1,541 | -1,881 | -2,005 | 非流动资产 | 3,357 | 3,286 | 3,615 | 4,265 | 4,857 | 5,443 | |
| %销售收入 | 11.7% | 11.0% | 7.8% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | %总资产 | 64.3% | 47.2% | 39.9% | 32.2% | 29.9% | 28.1% | |
| 研发费用 | -74 | -66 | -108 | -318 | -388 | -414 | 资产总计 | 5,218 | 6,957 | 9,072 | 13,265 | 16,221 | 19,385 | |
| %销售收入 | 2.3% | 2.0% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 2.1% | 短期借款 | 337 | 236 | 77 | 620 | 54 | 54 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 283 | 477 | 1,225 | 4,943 | 5,663 | 5,842 | 应付款项 | 418 | 556 | 1,434 | 2,169 | 2,744 | 2,977 | |
| %销售收入 | 8.9% | 14.7% | 23.4% | 32.1% | 30.1% | 29.1% | 其他流动负债 | 165 | 217 | 380 | 884 | 1,057 | 1,117 | |
| 财务费用 | -79 | -49 | -17 | -104 | -136 | -136 | 流动负债 | 921 | 1,010 | 1,891 | 3,674 | 3,855 | 4,148 | |
| %销售收入 | 2.5% | 1.5% | 0.3% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 长期贷款 | 320 | 81 | 126 | 126 | 126 | 126 | |
| 资产减值损失 | -266 | -56 | -109 | -57 | -15 | -6 | 其他长期负债 | 819 | 423 | 330 | 323 | 319 | 316 | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 2,061 | 1,514 | 2,347 | 4,123 | 4,300 | 4,590 | |
| 投资收益 | 29 | 33 | 33 | 30 | 30 | 30 | 普通股股东权益 | 2,831 | 5,131 | 6,369 | 8,735 | 11,465 | 14,289 | |
| %税前利润 | 20.3% | 7.8% | 2.9% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 其中：股本 | 959 | 1,129 | 1,153 | 1,153 | 1,153 | 1,153 | |
| 营业利润 | 149 | 435 | 1,164 | 4,812 | 5,542 | 5,730 | 未分配利润 | 1,169 | 1,467 | 2,341 | 4,708 | 7,437 | 10,261 | |
| 营业利润率 | 4.7% | 13.4% | 22.2% | 31.2% | 29.5% | 28.6% | 少数股东权益 | 326 | 312 | 356 | 406 | 456 | 506 | |
| 营业外收支 | -7 | -10 | -20 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 5,218 | 6,957 | 9,072 | 13,265 | 16,221 | 19,385 | |
| 税前利润 | 141 | 425 | 1,145 | 4,812 | 5,542 | 5,730 | 比率分析 | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 利润率 | 4.4% | 13.1% | 21.8% | 31.2% | 29.5% | 28.6% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | -65 | -81 | -161 | -818 | -942 | -974 | 每股收益 | 0.075 | 0.317 | 0.813 | 3.422 | 3.948 | 4.083 | |
| 所得税率 | 45.7% | 18.9% | 14.1% | 17.0% | 17.0% | 17.0% | 每股净资产 | 2.953 | 5.022 | 5.526 | 7.579 | 9.948 | 12.398 | |
| 净利润 | 77 | 345 | 984 | 3,994 | 4,600 | 4,756 | 每股经营现金净流 | 0.298 | 0.518 | 0.547 | 2.175 | 3.647 | 4.169 | |
| 少数股东损益 | 5 | 21 | 47 | 50 | 50 | 50 | 每股股利 | 0.015 | 0.015 | 0.030 | 1.369 | 1.579 | 1.633 | |
| 归属于母公司的净利润 | 72 | 324 | 937 | 3,944 | 4,550 | 4,706 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 2.2% | 10.0% | 17.9% | 25.6% | 24.2% | 23.5% | 净资产收益率 | 2.53% | 6.31% | 14.71% | 45.15% | 39.68% | 32.93% | |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 1.37% | 4.66% | 10.32% | 29.73% | 28.05% | 24.28% | |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 3.42% | 6.47% | 15.05% | 41.23% | 38.64% | 32.25% | |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 4.24% | 1.67% | 61.26% | 194.02% | 22.04% | 6.63% | |
| | | | | | | | EBIT增长率 | -24.72% | 68.54% | 156.60% | 303.61% | 14.58% | 3.16% | |
| | | | | | | | 净利润增长率 | -60.91% | 351.79% | 189.22% | 321.10% | 15.36% | 3.43% | |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 10.07% | 33.32% | 30.41% | 46.21% | 22.29% | 19.50% | |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 60.8 | 64.4 | 40.4 | 40.0 | 40.0 | 40.0 | |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 84.8 | 69.9 | 89.4 | 85.0 | 85.0 | 85.0 | |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 43.1 | 54.7 | 75.8 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 107.6 | 156.9 | 98.5 | 40.9 | 38.5 | 39.7 | |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | 26.15% | -27.81% | -33.25% | -25.26% | -32.21% | -39.74% | |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 3.6 | 9.7 | 73.8 | 47.7 | 41.6 | 42.9 | |
| | | | | | | | 资产负债率 | 39.49% | 21.77% | 25.87% | 31.08% | 26.51% | 23.68% | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 3 | 11 | 12 | 20 |
| 增持 | 0 | 0 | 3 | 3 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.21 | 1.20 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2022-05-18 | 买入 | 28.67 | 39.48 ~ 39.48 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402