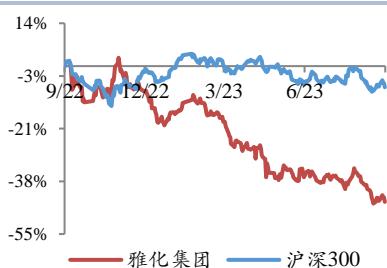


# Q2 盈利承压，锂矿资源加速布局

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2023-09-08

收盘价（元）	15.60
近 12 个月最高/最低（元）	28.88/15.44
总股本（百万股）	1,153
流通股本（百万股）	1,052
流通股比例（%）	91.31
总市值（亿元）	180
流通市值（亿元）	164

**公司价格与沪深 300 走势比较**

**分析师：许勇其**

执业证书号: S0010522080002

邮箱: xuqy@hazq.com

**联系人：汪浚哲**

执业证书号: S0010121070002

邮箱: wangjz@hazq.com

**联系人：黄玺**

执业证书号: S0010122060011

邮箱: huangxi@hazq.com

**主要观点：**
**● 公司发布 2023 年半年报**

23H1 公司营收 62.16 亿元，同比+3.53%，归母净利润 9.51 亿元，同比-57.98%。23Q2 营收 31.79 亿元，同比/环比-4.96%/+4.64%，归母净利润 3.58 亿元，同比/环比-71.16%/-39.67%。

**● 锂价下滑拖累业绩，逆势韧性凸显**

1) 锂盐产品：23H1 公司锂盐产品营收 45.42 亿元，同比-1.19%，毛利率下滑 38.8pct 至 19.88%。根据 wind，23H1 我国氢氧化锂均价 35 万元，同比-16.9%，电池级碳酸锂均价 33 万元，同比-26.39%。受锂行业市场供需及锂盐产品价格下跌影响，公司锂盐产品盈利承压，但营收表现彰显韧性。2) 民爆业务：23H1 公司民爆业务营收 10.14 亿元，同比 29.21%，毛利率 37.86%，同比小幅-2.24pct。其中工业炸药、起爆器材营收分别 6.02/1.02 亿元，同比+42.8%/+13.1%。

**● 锂盐产能计划扩张至 17 万吨，多渠道储备锂矿资源**

**锂盐产能：**公司现有雅安、兴晟、国理三大锂盐生产基地，已建成 3.3 万吨电池级氢氧化锂、2.6 万吨电池级碳酸锂、4000 吨其他锂盐产能。目前雅安锂业三期 10 万吨高等级锂盐生产线有序推进，预计到 2025 年公司锂盐综合产能将达到 17 万吨。**锂矿资源：**公司多渠道布局上游锂矿资源，其中通过控股 KMC60% 股权持有的 Kamativi 矿区，预期 9 月完成一期建设，二期将于 24 年 3 月完成；通过参股及包销锁定李家沟锂辉石矿、Core、银河锂业、DMCC 锂精矿长期供应。

**● 绑定龙头客户，订单成长及确定性兼备**

根据公告，公司 8 月与特斯拉续签氢氧化锂供货协议，有效期延长至 2030 年底，2023-2030 年交易数量合计 20.7~30.1 万吨；此外，公司还与宁德签署电池级氢氧化锂采购协议，2023 年 8 月至 2025 年底，宁德时代将向雅安锂业采购合计 4.1 万吨电池级氢氧化锂。公司锂盐产能持续扩张，并深度绑定龙头客户，订单成长及确定性兼备。

**● 投资建议**

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 18.86/24.76/32.35 亿元，同比分别-58.4%/31.3%/30.6%，对应 PE 为 9.5X/7.3X/5.6X，维持“买入”评级。

**● 风险提示**

锂价持续回落、产能投放不及预期、海外锂矿开发不及预期等。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14457	12720	13473	18238
收入同比（%）	175.8%	-12.0%	5.9%	35.4%
归属母公司净利润	4538	1886	2476	3235
净利润同比（%）	384.5%	-58.4%	31.3%	30.6%
毛利率（%）	44.5%	23.0%	27.1%	26.2%

**相关报告**

	41.7%	15.4%	16.8%	18.0%
每股收益 (元)	3.94	1.64	2.15	2.81
P/E	5.90	9.53	7.26	5.56
P/B	2.46	1.47	1.22	1.00
EV/EBITDA	4.26	6.04	3.71	2.41

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10125	11737	14254	18757	营业收入	14457	12720	13473	18238
现金	2953	4225	7699	10036	营业成本	8017	9798	9826	13467
应收账款	921	1517	384	1623	营业税金及附加	81	75	78	106
其他应收款	192	232	157	396	销售费用	62	76	58	89
预付账款	435	843	741	1063	管理费用	534	572	570	788
存货	3154	3160	3390	3344	财务费用	5	-94	-82	-114
其他流动资产	2470	1760	1884	2294	资产减值损失	-121	-59	-61	-60
非流动资产	4521	4853	5250	5608	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	958	1135	1339	1535	投资净收益	52	57	56	78
固定资产	1810	2009	2229	2415	营业利润	5520	2254	2975	3880
无形资产	574	582	585	590	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	1180	1127	1096	1068	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	14646	16590	19504	24365	利润总额	5513	2254	2975	3880
流动负债	2695	3028	3248	4633	所得税	882	311	432	554
短期借款	296	441	629	803	净利润	4631	1943	2543	3326
应付账款	574	841	763	1351	少数股东损益	93	57	67	91
其他流动负债	1824	1745	1856	2480	归属母公司净利润	4538	1886	2476	3235
非流动负债	623	828	978	1128	EBITDA	5782	2461	3165	4036
长期借款	291	491	641	791	EPS (元)	3.94	1.64	2.15	2.81
其他非流动负债	332	337	337	337					
负债合计	3318	3856	4227	5762					
少数股东权益	438	495	561	652					
股本	1153	1153	1153	1153					
资本公积	2704	2704	2704	2704					
留存收益	7034	8383	10859	14094					
归属母公司股东权	10891	12240	14716	17951					
负债和股东权益	14646	16590	19504	24365					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1325	2057	3808	2652	成长能力				
净利润	4631	1943	2543	3326	营业收入	175.8%	-12.0%	5.9%	35.4%
折旧摊销	185	230	248	270	营业利润	374.1%	-59.2%	32.0%	30.4%
财务费用	39	15	22	30	归属于母公司净利	384.5%	-58.4%	31.3%	30.6%
投资损失	-52	-57	-56	-78	获利能力				
营运资金变动	-3653	-167	980	-964	毛利率 (%)	44.5%	23.0%	27.1%	26.2%
其他经营现金流	8458	2203	1633	4358	净利率 (%)	31.4%	14.8%	18.4%	17.7%
投资活动现金流	284	-582	-649	-608	ROE (%)	41.7%	15.4%	16.8%	18.0%
资本支出	-166	-453	-482	-472	ROIC (%)	38.9%	13.9%	14.9%	15.8%
长期投资	522	-186	-223	-214	偿债能力				
其他投资现金流	-72	57	56	78	资产负债率 (%)	22.7%	23.2%	21.7%	23.6%
筹资活动现金流	344	-203	315	293	净负债比率 (%)	29.3%	30.3%	27.7%	31.0%
短期借款	273	145	188	173	流动比率	3.76	3.88	4.39	4.05
长期借款	165	200	150	150	速动比率	2.34	2.50	3.06	3.05
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	135	0	0	0	总资产周转率	1.22	0.81	0.75	0.83
其他筹资现金流	-229	-548	-22	-30	应收账款周转率	19.63	10.29	13.85	18.00
现金净增加额	1996	1272	3474	2337	应付账款周转率	9.95	13.85	12.25	12.74

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。  
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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。