

锂盐业务成本倒挂，期待自有矿放量

➤ **事件：公司发布 2023 年三季报。** 2023Q1-Q3 公司实现营收 94.7 亿元，同比-6.4%，归母净利 8.1 亿元，同比-77.2%，扣非归母净利 7.6 亿元，同比-78.4%。单季度看，2023Q3 公司实现营收 32.6 亿元，同比-20.8%，环比+2.4%，归母净利-1.4 亿元，同比-111.2%，环比-140.1%，扣非归母净利-1.6 亿元，同比-112.2%，环比-144.6%。

➤ **分析：外购矿价格下跌滞后，锂盐业务成本倒挂出现亏损。** 1) 据亚洲金属网数据，2023Q3 电氢不含税均价 21.0 万元/吨，环比-20.5%，电碳不含税均价 22.1 万元/吨，环比-0.4%，而锂精矿 (SC6) 到岸均价 3360 美元/吨，环比-19.2%，仍处高位，假设不考虑折扣，理论上外购矿电氢单吨生产成本 19.0 万元、电碳单吨生产成本 21.3 万元。目前公司锂精矿原料依赖与 Allkem、Core 等澳矿企业签署的包销协议，矿端价格下跌滞后，锂盐价格快速下跌，公司锂盐业务成本倒挂出现亏损。2) 展望 2023Q4，随着澳矿价格快速下跌，预计锂盐冶炼端成本压力或将有所缓解，盈利能力有望边际改善。

➤ **经营性现金流：** 2023Q1-Q3 公司经营性现金流净额-1.6 亿元，同比-13.8 亿元，其中 2023Q3 经营性现金流净额-0.4 亿元，环比+3.3 亿元。主要由于锂盐价格快速下跌，而锂精矿价格下跌滞后，购买锂矿的现金流支出相对增加。

➤ **自有矿进度：** 2022 年公司在津巴布韦和纳米比亚布局自有锂矿，其中津巴布韦 Kamativi 矿一期采矿产能 30 万吨，预计 2023Q4 投产，二期采矿产能 200 万吨，预计 2024 年 3 月建成，投产后锂精矿合计产能 35 万吨；纳米比亚项目拥有 4 个锂矿矿权，目前勘探中。

➤ **核心看点：** 1) **自有矿即将放量：** 公司在津巴布韦布局的 Kamativi 矿 2024 年将投产放量，自有矿有望缓解锂盐业务成本压力，改善盈利能力；2) **氢氧化锂龙头，锂盐产能加速扩张：** 2023Q1 雅安二期 3 万吨电氢产线已投产，目前锂盐产能合计 7.3 万吨，雅安三期 10 万吨锂盐项目 (6 万吨电氢+4 万吨电碳) 已启动，预计 2024 年底建成投产，投产后锂盐产能将大幅扩张至 17 万吨；3) **在手订单充足，保障产能如期消化：** 公司锂盐产品主要为氢氧化锂，客户口碑良好，2022 年公司积极调整客户结构，海外客户份额获得较大提升，与 LG、特斯拉、宁德时代等产业链头部企业签订长期供货协议，保障扩张产能如期消化，看好龙头客户良好的履约能力。

➤ **投资建议：** 公司在津巴布韦布局的自有锂矿 2024 年放量，锂盐产能持续扩张，与产业链龙头客户签订长期供货协议，民爆业务贡献稳定利润，我们预计公司 2023-2025 年归母净利 8.5、7.8 和 13.1 亿元，对应 10 月 27 日收盘价的 PE 为 19、21 和 13 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 锂价超预期下跌，海外锂矿项目、锂盐扩产项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14,457	11,420	7,801	12,157
增长率 (%)	175.8	-21.0	-31.7	55.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,538	854	778	1,312
增长率 (%)	384.5	-81.2	-8.9	68.7
每股收益 (元)	3.94	0.74	0.67	1.14
PE	4	19	21	13
PB	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
14.34 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1. 雅化集团 (002497.SZ) 2023 年半年报点评：锂价下跌盈利能力大幅下滑，期待自有锂矿投产-2023/08/27

2. 雅化集团 (002497.SZ) 事件点评：拿下龙头客户长单，产能消化有保障-2023/08/05

3. 雅化集团 (002497.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩环比增长，看好 4680 体系下氢氧化锂放量-2022/06/07

4. 雅化集团 (002497.SZ) 2021 年年报及 22 Q1 季报点评：“民爆+锂”双轮驱动增厚业绩，资源布局持续进行-2022/04/24

5. 雅化集团 (002497.SZ) 事件点评：认购超锂公司股权，远期锂资源有望实现自给-2022/04/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,457	11,420	7,801	12,157
营业成本	8,017	9,731	6,410	9,924
营业税金及附加	81	73	50	78
销售费用	62	34	23	36
管理费用	534	422	288	449
研发费用	162	114	78	122
EBIT	5,597	1,044	952	1,558
财务费用	5	-5	1	-25
资产减值损失	-121	-59	-21	-12
投资收益	52	46	16	24
营业利润	5,520	1,041	949	1,600
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	5,513	1,041	949	1,600
所得税	882	170	155	261
净利润	4,631	871	794	1,339
归属于母公司净利润	4,538	854	778	1,312
EBITDA	5,782	1,235	1,155	1,772

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,953	2,911	5,100	5,606
应收账款及票据	1,705	1,267	884	1,384
预付款项	435	526	346	536
存货	3,154	3,407	2,086	2,435
其他流动资产	1,878	2,304	1,850	2,396
流动资产合计	10,125	10,414	10,266	12,357
长期股权投资	958	1,004	1,019	1,043
固定资产	1,810	1,881	1,881	1,883
无形资产	574	574	573	572
非流动资产合计	4,521	5,019	5,022	5,035
资产合计	14,646	15,433	15,288	17,393
短期借款	296	296	296	296
应付账款及票据	1,140	1,354	892	1,381
其他流动负债	1,258	1,403	1,028	1,398
流动负债合计	2,695	3,054	2,216	3,075
长期借款	291	578	578	578
其他长期负债	332	303	302	302
非流动负债合计	623	881	880	880
负债合计	3,318	3,935	3,097	3,955
股本	1,153	1,153	1,153	1,153
少数股东权益	438	455	471	498
股东权益合计	11,328	11,499	12,191	13,438
负债和股东权益合计	14,646	15,433	15,288	17,393

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	175.82	-21.01	-31.69	55.85
EBIT 增长率	360.20	-81.34	-8.82	63.60
净利润增长率	384.53	-81.19	-8.88	68.66
盈利能力 (%)				
毛利率	44.55	14.79	17.82	18.37
净利润率	31.39	7.47	9.97	10.79
总资产收益率 ROA	30.99	5.53	5.09	7.54
净资产收益率 ROE	41.67	7.73	6.64	10.14
偿债能力				
流动比率	3.76	3.41	4.63	4.02
速动比率	2.34	2.02	3.41	2.95
现金比率	1.10	0.95	2.30	1.82
资产负债率 (%)	22.65	25.49	20.26	22.74
经营效率				
应收账款周转天数	23.25	22.00	22.00	22.00
存货周转天数	143.59	130.00	120.00	90.00
总资产周转率	1.22	0.76	0.51	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	3.94	0.74	0.67	1.14
每股净资产	9.45	9.58	10.17	11.23
每股经营现金流	1.15	1.01	2.22	0.72
每股股利	0.47	0.09	0.08	0.13
估值分析				
PE	4	19	21	13
PB	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	2.63	12.32	13.17	8.59
股息收益率 (%)	3.28	0.61	0.56	0.94
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	4,631	871	794	1,339
折旧和摊销	185	190	203	214
营运资金变动	-3,653	44	1,505	-753
经营活动现金流	1,325	1,162	2,554	833
资本开支	-166	-369	-176	-186
投资	522	0	0	0
投资活动现金流	284	-621	-176	-186
股权募资	0	0	0	0
债务募资	420	172	-40	0
筹资活动现金流	344	-583	-189	-141
现金净流量	1,996	-42	2,189	506

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026