

2024年05月08日
雅化集团 (002497.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

锂

锂盐扩能项目有序推进，自有矿山投产提供资源保障

公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报

2023 年公司全年营业收入 118.95 亿元，同比-17.72%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比-99.11%；实现扣非归母净利润-2.14 亿元，同比-104.76%。

2024 年 Q1 实现营业收入 18.52 亿元，环比-23.58%，同比-39.03%；实现归母净利润 0.15 亿元，环比由亏转盈，同比-97.48%；实现扣非归母净利润 0.08 亿元，环比由亏转盈，同比-98.64%。

锂价波动毛利率承压，民爆业务毛利率同比改善

2023 年公司毛利合计 16.02 亿元，锂盐业务贡献 4.66 亿元，占比 29.1%；民爆行业贡献 10.82 亿元，占比 67.5%。

√**锂业务**：2023 年碳酸锂由短缺转至过剩，锂价承压。公司锂业务毛利率同比下降 43.56pct 至 5.62%；重点子公司方面，雅安锂业实现净利润 4.74 亿元。

√**民爆业务**：民爆业务营收 33.96 亿元，同比提升 12.21%。毛利率较上年同期上升 2.52pct 至 31.85%。重点子公司方面，雅安公司实现净利润 5.56 亿元。

锂盐产量同比增加，扩能项目有序推进

2023 年，公司全年实现锂盐产品产量、销量分别为 31261 吨、29397 吨，分别同比+9.89%、-7.16%。截至 2023 年末，公司拥有锂盐综合产能 7.3 万吨，主要产品产能为氢氧化锂 6.3 万吨、碳酸锂 0.6 万吨。公司雅安锂业二期 3 万吨氢氧化锂生产项目已于 2023 年建成投产，且已达产。公司对锂产业进行扩能规划，2023 年已启动雅安锂业三期高等级锂盐生产线建设项目，目前该项目有序推进中。

公司锂业务客户订单充足。(1) 与特斯拉合同续签至 2030 年，每年 20.7 万吨-30.1 万吨氢氧化锂。(2) 供给 SK ON 氢氧化锂至 2025 年，合同数量不少于 2 万吨，不高于 3 万吨。(3) 供给 LGES 氢氧化锂至 2025 年，不超过 3 万吨。(4) 供给宁德时代氢氧化锂至 2026 年，合同数量 4.1 万吨。(5) 供给 LGC 氢氧化锂至 26 年，合同数量 3 万吨。

Kamativi 锂精矿已完成首批发运，自控+外购实现资源保障

公司目前开采项目为津巴布韦 Kamativi 锂矿，已完成项目一期建设，首批锂精矿已于 2024 年发运回国。随着 2024 年二期项目的建成

投资评级	增持-A 维持评级
6 个月目标价	15.5 元
股价 (2024-05-07)	11.00 元

总市值(百万元)	12,678.19
流通市值(百万元)	11,579.80
总股本(百万股)	1,152.56
流通股本(百万股)	1,052.71
12 个月价格区间	8.58/19.46 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.5	-1.4	-30.8
绝对收益	-3.9	8.1	-39.8

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinj1@essence.com.cn

周古玥 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123050031

zhouguyue@essence.com.cn

相关报告

自有矿山投产在即，优质产品订单充足	2023-08-25
冶炼产能目标提升至 17 万吨，资源布局具备成长性	2023-04-28
资源冶炼布局具备成长性，Q3 业绩再超预期	2022-08-30

投产，将实现年供给 35 万吨以上自控锂精矿，自给率超过 60%，能满足公司现有大部分锂盐产能对锂精矿的需求，公司也实现了自控锂矿+外购锂矿的资源保障体系。

√包销方面：主要有银河锂业 12 万吨/年锂精矿、Core 7.5 万吨/年锂精矿（2023 年 3 月额外获得 1.85 万吨）、ABY 12 万吨/年锂精矿。公司 2023 年与 DMCC 签订锂辉石矿承购协议，每年提供至少 50 万吨锂辉石 DSO 矿产品，4 年合计 200 万吨，另外公司 2024 年与 DMCC 签订 5 年协议，约定 2024 年交付第一批产品，锂辉石精矿不少于 1.5 万吨/年，将在 Q4 发运，2025 年-2028 年交付数量不少于 12.5 万吨/年。公司与 Pilgangoora 协议约定，2024 年公司供应锂辉石精矿 2-8 万吨，2025-2026 年供应锂辉石精矿 10-16 万吨。

√参控股方面：李家沟产能计划 18 万吨/年，公司拥有优先供应权；参股澳洲 EFE、EVR 公司，公司拥有项目优先合作权，其中 EVR 拥有澳大利亚肖河锂锡钽项目及奥地利韦因贝尼项目和东阿尔卑斯山锂矿等锂资源项目。公司控股中非实业，其拥有纳米比亚达马拉兰矿区 4 个矿权。公司控股普得科技，间接持有 KMC 公司 60% 股权。KMC 公司拥有津巴布韦 Kamativi 矿区锂锡钽铌铍等伟晶岩多金属矿 100% 矿权。

目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 55.98、76.54、125.49 亿元，实现净利润 9.87、11.57、16.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.86、1.00、1.44 元/股，目前股价对应 PE 为 12.6、10.8、7.5 倍。公司维持“增持-A”评级，6 个月目标价调整为 15.5 元/股，对应 24 年 PE 为 18 倍。

目 风险提示：锂价大幅波动，需求不及预期，项目进展不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	14,456.8	11,895.3	5,598.4	7,653.5	12,549.4
净利润	4,538.3	40.2	986.5	1,156.8	1,660.9
每股收益(元)	3.94	0.03	0.86	1.00	1.44
每股净资产(元)	9.45	8.97	9.90	10.84	12.23

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	2.7	310.1	12.6	10.8	7.5
市净率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
净利润率	31.4%	0.3%	17.6%	15.1%	13.2%
净资产收益率	41.7%	0.4%	8.6%	9.3%	11.8%
股息收益率	4.3%	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%
ROIC	116.3%	-0.7%	13.5%	18.8%	30.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,456.8	11,895.3	5,598.4	7,653.5	12,549.4	成长性					
减:营业成本	8,016.7	10,293.6	4,211.5	5,686.9	9,640.0	营业收入增长率	175.8%	-17.7%	-52.9%	36.7%	64.0%
营业税费	80.5	58.3	27.4	37.5	61.5	营业利润增长率	374.1%	-99.6%	5187.4%	27.9%	38.9%
销售费用	61.9	66.6	-26.4	42.9	70.3	净利润增长率	384.5%	-99.1%	2353.0%	17.3%	43.6%
管理费用	534.4	553.2	260.4	356.0	583.7	EBITDA 增长率	294.5%	-62.0%	-34.7%	30.1%	34.5%
研发费用	162.0	153.7	72.3	98.9	162.1	EBIT 增长率	334.5%	-65.0%	-41.3%	32.5%	38.4%
财务费用	5.2	-49.3	24.0	86.3	111.8	NOPLAT 增长率	357.4%	-101.2%	-1987.0%	32.5%	38.4%
资产减值损失	-121.0	-1,167.1	-77.2	-77.2	-77.2	投资资本增长率	91.3%	-0.1%	-4.5%	-15.6%	62.2%
加:公允价值变动收益	-0.1	0.1	-	-	-	净资产增长率	68.5%	-4.7%	9.9%	10.3%	13.2%
投资和汇兑收益	52.0	86.0	56.9	65.0	69.3	利润率					
营业利润	5,520.4	22.0	1,163.3	1,487.3	2,066.5	毛利率	44.5%	13.5%	24.8%	25.7%	23.2%
加:营业外净收支	-7.3	0.5	-22.4	-5.2	-4.5	营业利润率	38.2%	0.2%	20.8%	19.4%	16.5%
利润总额	5,513.0	22.5	1,140.9	1,482.1	2,062.0	净利润率	31.4%	0.3%	17.6%	15.1%	13.2%
减:所得税	881.9	-22.5	149.1	193.7	269.5	EBITDA/营业收入	41.1%	19.0%	26.4%	25.1%	20.6%
净利润	4,538.3	40.2	986.5	1,156.8	1,660.9	EBIT/营业收入	39.9%	17.0%	21.2%	20.6%	17.4%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	40	57	135	109	71
货币资金	2,952.6	3,384.5	4,715.6	6,825.0	4,723.2	流动营业资本周转天数	68	112	184	92	91
交易性金融资产	695.2	593.5	593.5	593.5	593.5	流动资产周转天数	194	287	579	466	337
应收帐款	1,112.4	1,152.6	528.8	749.1	1,536.1	应收帐款周转天数	22	34	54	30	33
应收票据	783.9	386.9	144.0	376.9	534.8	存货周转天数	54	81	142	71	72
预付帐款	435.4	242.1	102.8	337.3	385.9	总资产周转天数	295	443	952	744	511
存货	3,153.7	2,231.4	2,186.8	821.7	4,227.8	投资资本周转天数	145	231	480	316	231
其他流动资产	991.7	843.2	917.2	917.4	892.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	41.7%	0.4%	8.6%	9.3%	11.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	31.6%	0.3%	6.6%	7.7%	9.4%
长期股权投资	957.8	994.3	994.3	994.3	994.3	ROIC	116.3%	-0.7%	13.5%	18.8%	30.8%
投资性房地产	32.4	30.2	30.2	30.2	30.2	费用率					
固定资产	1,810.2	1,989.6	2,223.0	2,398.8	2,516.9	销售费用率	0.4%	0.6%	-0.5%	0.6%	0.6%
在建工程	35.5	357.1	357.1	357.1	357.1	管理费用率	3.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
无形资产	573.8	982.1	959.5	936.9	914.3	研发费用率	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	1,111.7	1,421.8	1,232.6	1,303.4	1,300.0	财务费用率	0.0%	-0.4%	0.4%	1.1%	0.9%
资产总额	14,646.2	14,609.2	14,985.4	16,641.5	19,006.8	四费/营业收入	5.3%	6.1%	5.9%	7.6%	7.4%
短期债务	296.5	1,182.6	1,000.0	800.0	800.0	偿债能力					
应付帐款	841.2	1,032.4	341.9	1,038.2	1,288.0	资产负债率	22.7%	26.1%	20.8%	21.3%	22.0%
应付票据	566.0	72.5	329.7	172.9	617.2	负债权益比	29.3%	35.3%	26.3%	27.1%	28.2%
其他流动负债	990.8	739.8	721.5	817.3	759.7	流动比率	3.76	2.92	3.84	3.75	3.72
长期借款	291.4	477.0	400.0	400.0	400.0	速动比率	2.59	2.18	2.93	3.46	2.50
其他非流动负债	331.8	307.7	323.1	320.9	317.2	利息保障倍数	1,113.74	-41.03	49.51	18.24	19.49
负债总额	3,317.8	3,812.0	3,116.1	3,549.3	4,182.2	分红指标					
少数股东权益	437.6	458.1	463.3	594.9	726.5	DPS(元)	0.47	-	0.04	0.06	0.05
股本	1,152.6	1,152.6	1,152.6	1,152.6	1,152.6	分红比率	11.8%	0.0%	5.2%	5.7%	3.6%
留存收益	9,727.1	9,318.0	10,253.4	11,344.6	12,945.5	股息收益率	4.3%	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%
股东权益	11,328.4	10,797.2	11,869.3	13,092.1	14,824.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	3.94	0.03	0.86	1.00	1.44
净利润	4,631.1	45.0	986.5	1,156.8	1,660.9	BVPS(元)	9.45	8.97	9.90	10.84	12.23
加:折旧和摊销	172.6	242.4	289.1	346.8	404.5	PE(X)	2.7	310.1	12.6	10.8	7.5
资产减值准备	183.7	1,176.9	-	-	-	PB(X)	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
公允价值变动损失	0.1	0.1	-	-	-	P/FCF	8.6	11.5	11.8	5.9	-5.7
财务费用	39.2	20.3	24.0	86.3	111.8	P/S	0.9	1.0	2.2	1.6	1.0
投资损失	-52.0	-86.0	-56.9	-65.0	-69.3	EV/EBITDA	4.0	5.5	5.7	3.2	3.2
少数股东损益	92.8	4.8	5.3	131.6	131.6	CAGR(%)	-34.7%	241.5%	0.3%	-34.7%	241.5%
营运资金的变动	-3,641.3	-597.1	742.6	1,219.5	-3,729.7	PEG	-0.1	1.3	46.8	-0.3	0.0
经营活动产生现金流量	1,325.0	830.8	1,990.6	2,875.9	-1,490.2	ROIC/WACC	12.0	-0.1	1.4	1.9	3.2
投资活动产生现金流量	283.8	-815.0	-443.1	-435.0	-430.7	REP	0.3	-22.0	0.8	0.5	0.3
融资活动产生现金流量	344.4	583.7	-216.4	-331.5	-180.9						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034