

2023年08月25日
雅化集团 (002497.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

锂

自有矿山投产在即，优质产品订单充足

公司发布 2023 年半年报

2023 年 H1 公司营业收入 62.16 亿元，同比+3.5%；归母净利润 9.51 亿元，同比-58%。其中 2023 年 Q2 营业收入 31.79 亿元，同比-5%、环比+19.5%；归母净利润 3.58 亿元，同比-71.2%、环比-65%。

锂盐业务贡献主要毛利，矿盐价格波动施压毛利率。2023 年 H1 公司毛利合计 14.2 亿元，锂盐业务贡献 9 亿元，占比 63.7%，民爆业务贡献 3.8 亿元，占比 26.8%。

锂业务：上半年由于锂价波动，以及锂精矿供给紧张、价格高企，公司锂业务毛利率同比下降 38.81pct 至 19.88%，致使 Q2 公司毛利率环比下降 11.73pct 至 17.09%，重点子公司方面，雅安锂业实现净利润 4.38 亿元。

民爆业务：民爆业务营收 10 亿元，同比提升 29.2%，毛利率同比略有下降 2.24pct 至 37.86%。重点子公司方面，绵阳公司是目前国内最大的电子雷管研发、生产制造企业，上半年实现净利润 1.11 亿元。

锂盐产能目标提升至 17 万吨，主流供应链订单充足。

产能端：据公告，公司锂盐综合产能规划达到 17 万吨以上。(1) 雅安锂业现有 5 万吨氢氧化锂产能，目前三期年产 10 万吨高等级锂盐生产线正在分期建设中；(2) 兴晟锂业现有 6000 吨氢氧化锂产能；(3) 国理公司现有 7000 吨氢氧化锂、6000 吨碳酸锂以及 4000 吨其他锂盐产品产能。

客户端：据公告，(1) 续签特斯拉合同至 2030 年，合同数量合计为 20.7-30.1 万吨。(2) 供给 SK ON 氢氧化锂，合同数量不少于 2 万吨，不高于 3 万吨。(3) 供给 LGES 氢氧化锂，合同数量不超过 3 万吨。(4) 供给宁德时代氢氧化锂，合同数量 4.1 万吨。(5) 供给 LGC 氢氧化锂，合同数量 3 万吨。

主导项目投产在即，资源布局成长性逐步兑现。

包销方面：据公告，主要有银河锂业 12 万吨/年、Core 7.5 万吨/年、ABY 12 万吨/年、DMCC 50 万吨 DS0/年。

参股方面：李家沟有望贡献部分资源增量，参股 EFE、EVR 并合作开发相关项目。

控股方面：(1) 收购得普得科技股权，控股 KMC 60% 股权，KMC 全资持有的 Kamativi 矿区，一期通过露天开采形式，在原厂址对选矿

投资评级	增持-A 维持评级
6 个月目标价	24.36 元
股价 (2023-08-25)	15.44 元

交易数据

总市值(百万元)	17,795.57
流通市值(百万元)	16,248.37
总股本(百万股)	1,152.56
流通股本(百万股)	1,052.36
12 个月价格区间	15.44/29.65 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.8	-13.5	-35.3
绝对收益	-11.1	-17.1	-45.2

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

郑九洲

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122020020

zhengjz@essence.com.cn

相关报告

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

厂进行改造，预计 23 年 9 月完成建设投产，年内可实现向国内提供一定数量的锂精矿；二期矿建工作将于 2024 年 3 月完成，届时矿山每年开采和处理锂矿石约 230 万吨、产出锂精矿 35 万吨以上。(2) 控股中非实业，其拥有纳米比亚达马拉兰矿区四个锂矿矿权。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 125.78、111、129.86 亿元，实现净利润 20.18、25.68、32.59 亿元，对应 EPS 分别为 1.75、2.23、2.83 元/股，目前股价对应 PE 为 8.8、6.9、5.5 倍。维持“增持-A”评级，6 个月目标价维持 24.36 元/股。

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	5,241.3	14,456.8	12,577.5	11,099.8	12,986.4
净利润	936.6	4,538.3	2,017.6	2,567.6	3,258.7
每股收益(元)	0.81	3.94	1.75	2.23	2.83
每股净资产(元)	5.53	9.45	11.07	13.13	15.71

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	19.0	3.9	8.8	6.9	5.5
市净率(倍)	2.8	1.6	1.4	1.2	1.0
净利润率	17.9%	31.4%	16.0%	23.1%	25.1%
净资产收益率	14.7%	41.7%	15.8%	17.0%	18.0%
股息收益率	0.2%	3.0%	0.8%	1.1%	1.6%
ROIC	27.4%	116.3%	31.1%	57.5%	51.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,241.3	14,456.8	12,577.5	11,099.8	12,986.4	成长性					
减: 营业成本	3,397.8	8,016.7	9,072.3	7,238.0	8,199.6	营业收入增长率	61.3%	175.8%	-13.0%	-11.7%	17.0%
营业税费	33.8	80.5	70.1	61.8	72.3	营业利润增长率	167.5%	374.1%	-49.2%	13.6%	24.9%
销售费用	68.4	61.9	53.8	47.5	55.6	净利润增长率	189.2%	384.5%	-55.5%	27.3%	26.9%
管理费用	408.5	534.4	464.9	410.3	480.1	EBITDA 增长率	112.7%	294.5%	-49.1%	16.2%	24.6%
研发费用	108.2	162.0	140.9	124.4	145.5	EBIT 增长率	142.0%	334.5%	-51.0%	15.7%	25.0%
财务费用	16.6	5.2	24.0	86.3	111.8	NOPLAT 增长率	158.5%	357.4%	-48.8%	19.7%	25.0%
资产减值损失	-71.6	-121.0	-13.5	-13.5	-13.5	投资资本增长率	7.9%	91.3%	-35.2%	39.0%	-10.0%
加: 公允价值变动收益	0.1	-0.1	-	-	-	净资产增长率	23.6%	68.5%	19.3%	19.0%	19.7%
投资和汇兑收益	32.7	52.0	39.2	41.3	44.2						
营业利润	1,164.4	5,520.4	2,804.2	3,186.3	3,979.2	利润率					
加: 营业外净收支	-19.6	-7.3	-22.4	-13.1	-11.0	毛利率	35.2%	44.5%	27.9%	34.8%	36.9%
利润总额	1,144.8	5,513.0	2,781.8	3,173.1	3,968.2	营业利润率	22.2%	38.2%	22.3%	28.7%	30.6%
减: 所得税	161.1	881.9	445.0	414.7	518.6	净利润率	17.9%	31.4%	16.0%	23.1%	25.1%
净利润	936.6	4,538.3	2,017.6	2,567.6	3,258.7	EBITDA/营业收入	28.7%	41.1%	24.1%	31.7%	33.8%
						EBIT/营业收入	25.4%	39.9%	22.5%	29.5%	31.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	97	40	56	74	70
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	71	68	78	67	68
货币资金	935.6	2,952.6	7,541.0	8,046.2	11,889.5	流动资产周转天数	313	194	327	414	429
交易性金融资产	1,503.7	695.2	695.2	695.2	695.2	应收帐款周转天数	46	22	47	38	36
应收帐款	645.2	1,112.4	2,164.3	192.0	2,381.0	存货周转天数	57	54	61	59	58
应收票据	1.1	783.9	125.4	155.3	275.5	总资产周转天数	550	295	456	567	567
预付帐款	241.6	435.4	260.5	358.4	315.7	投资资本周转天数	264	145	180	192	181
存货	1,212.8	3,153.7	1,133.3	2,502.9	1,650.4						
其他流动资产	916.8	991.7	773.3	893.9	886.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.7%	41.7%	15.8%	17.0%	18.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	31.6%	13.6%	15.6%	14.9%
长期股权投资	698.4	957.8	957.8	957.8	957.8	ROIC	27.4%	116.3%	31.1%	57.5%	51.7%
投资性房地产	35.8	32.4	32.4	32.4	32.4	费用率					
固定资产	1,414.7	1,810.2	2,131.5	2,406.1	2,634.1	销售费用率	1.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	36.1	35.5	35.5	35.5	35.5	管理费用率	7.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
无形资产	581.4	573.8	553.9	533.9	514.0	研发费用率	2.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	848.8	1,111.7	817.5	909.2	942.0	财务费用率	0.3%	0.0%	0.2%	0.8%	0.9%
资产总额	9,072.0	14,646.2	17,221.5	17,718.9	23,209.4	四费/营业收入	11.5%	5.3%	5.4%	6.0%	6.1%
短期债务	23.2	296.5	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,137.2	841.2	2,458.3	145.8	2,506.2	资产负债率	25.9%	22.7%	21.5%	9.2%	17.1%
应付票据	296.6	566.0	288.2	480.5	361.3	负债权益比	34.9%	29.3%	27.4%	10.2%	20.6%
其他流动负债	434.0	990.8	599.5	671.4	752.6	流动比率	2.89	3.76	3.79	9.90	5.00
长期借款	126.3	291.4	-	-	-	速动比率	2.24	2.59	3.45	7.97	4.54
其他非流动负债	329.6	331.8	361.4	341.0	344.7	利息保障倍数	80.06	1,113.74	117.93	37.94	36.60
负债总额	2,346.9	3,317.8	3,707.4	1,638.6	3,964.7	分红指标					
少数股东权益	356.1	437.6	756.8	947.6	1,138.4	DPS(元)	0.03	0.47	0.12	0.17	0.25
股本	1,152.6	1,152.6	1,152.6	1,152.6	1,152.6	分红比率	3.7%	11.8%	6.9%	7.5%	8.8%
留存收益	5,074.8	9,727.1	11,604.8	13,980.1	16,953.7	股息收益率	0.2%	3.0%	0.8%	1.1%	1.6%
股东权益	6,725.1	11,328.4	13,514.1	16,080.3	19,244.7						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	983.8	4,631.1	2,017.6	2,567.6	3,258.7
						加: 折旧和摊销	180.1	172.6	198.6	245.3	292.0
						资产减值准备	109.4	183.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.1	0.1	-	-	-
						财务费用	20.6	39.2	24.0	86.3	111.8
						投资收益	-32.7	-52.0	-39.2	-41.3	-44.2
						少数股东损益	47.1	92.8	319.1	190.8	190.8
						营运资金的变动	-1,173.3	-3,641.3	3,283.1	-1,764.2	861.9
						经营活动产生现金流量	630.9	1,325.0	5,803.3	1,284.4	4,671.0
						投资活动产生现金流量	-1,588.2	283.8	-460.8	-458.7	-455.8
						融资活动产生现金流量	-178.5	344.4	-754.1	-320.6	-371.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.81	3.94	1.75	2.23	2.83
						BVPS(元)	5.53	9.45	11.07	13.13	15.71
						PE(X)	19.0	3.9	8.8	6.9	5.5
						PB(X)	2.8	1.6	1.4	1.2	1.0
						P/FCF	53.5	12.3	4.3	29.7	4.5
						P/S	3.4	1.2	1.4	1.6	1.4
						EV/EBITDA	20.3	4.0	3.3	2.7	1.3
						CAGR(%)	41.0%	-9.4%	89.3%	41.0%	-9.4%
						PEG	0.5	-0.4	0.1	0.2	-0.6
						ROIC/WACC	2.6	11.1	3.0	5.5	5.0
						REP	2.9	0.3	0.7	0.3	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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

安信证券股份有限公司 (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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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