

# 雅化集团 (002497.SZ) ——半年度报告点评

## 保持高盈利水平，多渠道储备锂矿资源

买入

### 核心观点

**公司发布半年报：**上半年实现营收 60.04 亿元，同比+182.64%；实现归母净利润 22.62 亿元，同比+585.30%；实现扣非归母净利润 22.48 亿元，同比+611.08%。公司 22Q2 单季度实现营收 33.45 亿元，同比+163.97%，环比+25.75%；实现归母净利润 12.40 亿元，同比+391.99%，环比+21.33%；实现扣非归母净利润 12.33 亿元，同比+406.06%，环比+21.48%。

**公司发布前三季度业绩预告：**预计前三季度实现归母净利润 34.62-36.62 亿元，同比+447.53%-479.16%；实现扣非归母净利润 34.40-36.40 亿元，同比+462.47%-495.18%。预计第三季度实现归母净利润 12-14 亿元，同比+297.05%-363.22%，环比[-3.23%，+12.90%]；实现扣非归母净利润 11.92-13.92 亿元，同比+303.45%-371.15%，环比[-3.33%，+12.90%]。

### 锂盐加工产能规模不断扩大，多渠道储备锂矿资源

公司现有国理、兴晟、雅安三个生产基地，锂盐加工产能合计约 4.3 万吨。其中雅安锂业一期 2 万吨产能基本处于满产状态，雅安二期年产 3 万吨电池级氢氧化锂产能预计将于今年年底前建成投产，另外雅安三期项目正在规划当中。公司目标是 2025 年锂盐产品综合产能将超过 10 万吨。

**公司通过多渠道储备锂矿资源，为锂盐扩能提供安全充足的资源保障。**公司目前已布局的锂资源包括：①与银河锂业签订包销协议，每年提供不少于 12 万吨锂精矿；②参股 Core 公司且已签订包销协议，每年提供至少 7.5 万吨锂精矿；③参股 ABY 公司 3.4% 股权，核心资产 Kenticha 锂矿项目一期 20 万吨/年产线的锂精矿将在 2023 年 2 季度开始交付，每年为公司提供不少于 12 万吨的锂精矿；④参股李家沟锂辉石矿项目计划年产 18 万吨锂精矿，项目投产后将优先满足国理公司的生产供应；⑤收购普得科技 70.59% 股权，控股 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；⑥参股加拿大超锂公司 13.23% 股权且现金收购旗下全资子公司 60% 股权；⑦参股澳洲 EFE 公司 4.6% 股权且已签署战略合作协议；⑧参股 EVR 公司 9.5% 股权。

**风险提示：**原材料供应不足；产品价格下跌；产销量不达预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。

**上调盈利预测。**预计公司 2022-2024 年营收为 154.06/186.70/211.31 亿元，同比增速 193.9%/21.2%/13.2%；归母净利润为 45.15/50.70/55.84 亿元，同比增速 382.0%/12.3%/10.1%；摊薄 EPS 为 3.92/4.40/4.85 元，当前股价对应 PE 为 7/6/6X。公司作为国内主流锂盐企业，加工端产能快速扩张，同时多渠道锂资源端布局为锂盐产能释放提供安全、充足的资源保障，未来锂盐产品市占率有望进一步提升，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,250	5,241	15,406	18,670	21,131
(+/-%)	1.7%	61.3%	193.9%	21.2%	13.2%
净利润(百万元)	324	937	4515	5070	5584
(+/-%)	351.8%	189.2%	382.0%	12.3%	10.1%
每股收益(元)	0.29	0.81	3.92	4.40	4.85
EBIT Margin	14.7%	23.4%	38.3%	35.6%	34.6%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	14.7%	47.4%	38.8%	32.9%
市盈率 (PE)	99.0	34.9	7.3	6.5	5.9
EV/EBITDA	52.8	25.0	6.2	5.8	5.5
市净率 (PB)	6.25	5.14	3.44	2.50	1.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·能源金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

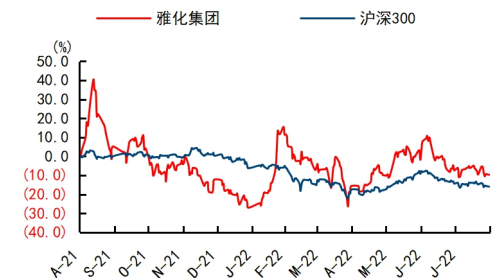
yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	28.40 元
总市值/流通市值	32745/29366 百万元
52 周最高价/最低价	45.06/22.64 元
近 3 个月日均成交额	1622.52 百万元

#### 市场走势



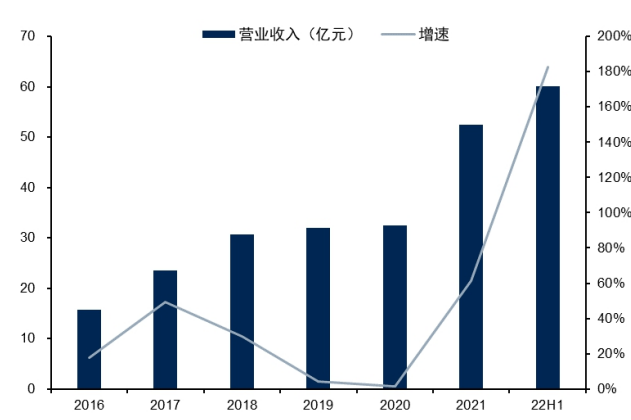
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

◆ 22H1 年实现归母净利润 22.62 亿元，22Q2 实现归母净利润

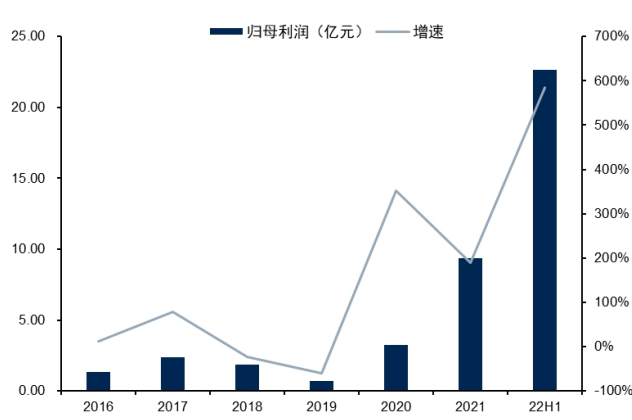
公司发布半年报：上半年实现营收 60.04 亿元，同比+182.64%；实现归母净利润 22.62 亿元，同比+585.30%，业绩在此前预告指引 21.22-23.72 亿元范围；实现扣非归母净利润 22.48 亿元，同比+611.08%，业绩在此前预告指引 21.03-23.53 亿元范围内。公司 22Q2 单季度实现营收 33.45 亿元，同比+163.97%，环比+25.75%；实现归母净利润 12.40 亿元，同比+391.99%，环比+21.33%；实现扣非归母净利润 12.33 亿元，同比+406.06%，环比+21.48%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

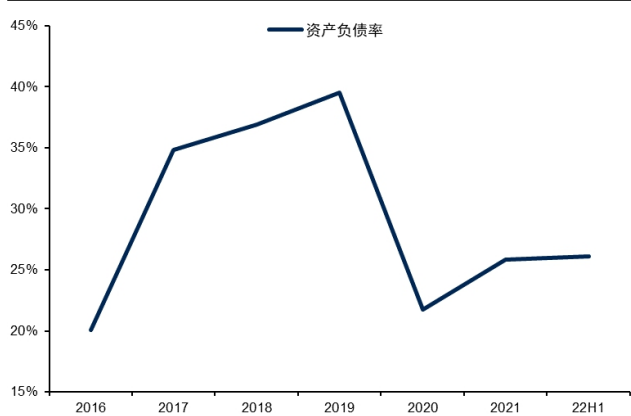


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司同时发布 2022 年前三季度业绩预告：预计前三季度实现归母净利润 34.62-36.62 亿元，同比+447.53%-479.16%；实现扣非归母净利润 34.40-36.40 亿元，同比+462.47%-495.18%。预计第三季度实现归母净利润 12-14 亿元，同比+297.05%-363.22%，环比[-3.23%，+12.90%]；实现扣非归母净利润 11.92-13.92 亿元，同比+303.45%-371.15%，环比[-3.33%，+12.90%]。

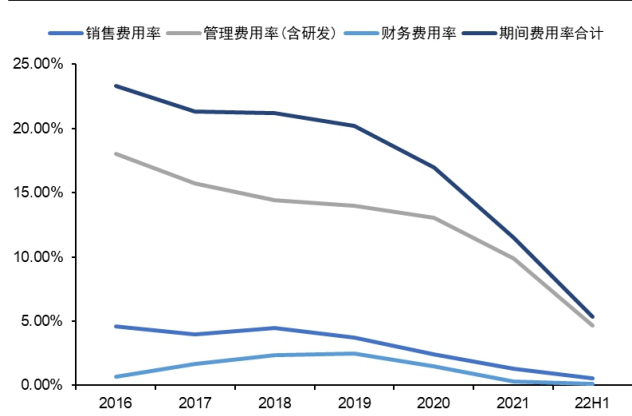
从业务结构上来看：公司主营业务包括锂业务和民爆业务两大板块；上半年锂盐业务实现营收 45.97 亿元，占比 76.56%，净利润 20.99 亿元，占比 92.79%；民爆业务实现营收 14.07 亿元，占比 23.44%，净利润 1.63 亿元，占比 7.21%。

图3：公司资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面：截至半年报，公司资产负债率为 26.13%，相比 2021 年末提升 0.26 个百分点；货币资金 15.80 亿元，相比 2021 年末提升 68.80%；存货 28.04 亿元，

相比 2021 年末提升 131.16%。期间费用方面，公司上半年销售费用约 3232 万元，同比+9.91%；管理费用约 2.28 亿元，同比+15.92%；研发费用约 5238 万元，同比+79.57%；财务费用约 594 万元，同比-41.59%；公司上半年期间费用率合计约为 5.31%，相比 2021 年全年下降 6.18 个百分点。

#### ◆ 锂盐加工产能规模不断扩大，多渠道储备锂矿资源

公司现有国理、兴晟、雅安三个生产基地，锂盐加工产能合计约 4.3 万吨。其中雅安锂业一期年产 2 万吨电池级氢氧化锂生产线已于 2020 年正式投产，雅安二期年产 3 万吨电池级氢氧化锂生产线已于 2021 年启动建设，预计将于今年年底前建成投产，另外雅安三期项目正在规划当中。公司目标是 2025 年锂盐产品综合产能将超过 10 万吨。公司通过多渠道储备锂矿资源，为锂产业扩能提供安全充足的资源保障。公司目前已布局的锂资源包括：

①公司与银河锂业续签锂精矿包销协议至 2025 年。银河锂业每年提供不低于 12 万吨锂精矿供应。银河锂业所属 Cattlin 矿山 2022 财年生产锂精矿约 19.36 万吨，预计 2023 年财年生产锂精矿 16-17 万吨。

②参股澳洲 Core 公司并签订锂精矿包销协议，每年提供至少 7.5 万吨锂辉石精矿，Core 公司旗下 Finniss 项目目前已开始进行矿山建设，项目一期建设年产 19.7 万吨锂辉石精矿产能，预计将于 2022 年第四季度开始向公司供应锂精矿。

③参股澳洲 ABY 公司 3.4% 股权并签署锂精矿包销协议。ABY 公司在苏丹和埃塞俄比亚等非洲国家拥有矿产资源，核心资产主要为埃塞俄比亚 Kenticha 锂矿（持有 51% 股权）。Kenticha 锂矿氧化锂资源量达 100 万吨以上，平均品位 1.03%。Kenticha 锂矿整体技术、运营团队来自原澳大利亚银河锂业，与雅化集团有着长期的良好合作，一期 20 万吨/年产线的锂精矿将在 2023 年 2 季度开始交付，预计矿山寿命超过 18 年。此次投资为公司在锂产业上游资源端提供了新的保障渠道，预计 2023 年 2 季度将开始每年为公司供应不低于 12 万吨的锂精矿。

④李家沟锂辉石矿优先供应权。公司参股 37.25% 的能投锂业拥有李家沟锂辉石矿采矿权，矿区氧化锂资源量约为 51 万吨，氧化锂平均品位 1.3%，目前已进入实质性建设阶段，计划年产 18 万吨锂精矿，根据协议约定，李家沟锂矿日后开采、加工的锂精矿将优先满足公司旗下控股子公司国理公司的生产供应。

⑤收购普得科技 70.59% 股权，控股 KMC 公司 60% 股权，KMC 公司拥有位于津巴布韦西部北马塔贝莱兰省境内的 Kamativi 矿区锂锡钽铌铍等伟晶岩多金属矿的 100% 矿权，其中 4 号矿脉规模最大，对应氧化锂储量从 15 万吨到 45+ 万吨。结合历史勘探数据，仅 4 号矿区部分勘探区域矿石资源量 1822 万吨，氧化锂平均品位 1.25%，折合氧化锂资源量约 22.78 万吨。公司计划 2022 年至 2023 年一季度继续完成 15000 米钻孔，以进一步增加项目资源量，并在 2023 年 3 月 31 日前完成 JORC 资源报告、最终可行性研究报告及氧化锂储量确认工作，预计 2024 年 6 月 30 日前完成矿建工作。

⑥公司全资子公司雅化国际出资 500 万加元参股加拿大超锂公司 13.23% 的股权，且现金收购旗下全资子公司 60% 的股权，控股福根湖硬岩石锂辉石型锂矿项目和佐治亚湖硬岩石锂辉石型锂矿项目。根据初探结果，上述两个项目的氧化锂储量超过 20 万吨，首期将设计建设 20 万吨/年锂精矿采选厂，持续运营时间不低于 10 年，后期将根据进一步详勘情况，建设二期再将产能扩大至 40 万吨。

⑦参股澳洲 EFE 公司（Eastern Resources Limited，东部资源有限公司）4.6% 股权，且已签署战略合作协议，公司已与 EFE 公司锁定锂矿标的，并将继续通过合资形式共同开发锂矿资源。

⑧公司全资子公司雅化国际于 2021 年 12 月以每股 0.045 澳元价格认购澳大利亚 EVR 公司 8000 万股股份，占 EVR 公司 9.5% 股权。EVR 公司拥有澳大利亚肖河锂锡钽项目 (80% 权益) 及奥地利韦因贝尼项目和东阿尔卑斯山锂矿项目 (80% 权益) 等锂资源项目，公司将与其共同开发上述资源项目。

**此外，公司在锂盐产业链延伸方面也有初步规划。**全资子公司雅安锂业拟与厦钨新能、仓雅投资共同投资在四川省雅安市经济技术开发区设立合资公司，分期建设年产 10 万吨锂电正极材料生产线，从事磷酸铁锂产品研发、制备及销售。其中雅安锂业以自有资金出资 5,000 万元，占合资公司注册资本的 10%。

**投资建议：维持“买入”评级。**预计公司 2022-2024 年营收为 154.06/186.70/211.31 亿元，同比增速 193.9%/21.2%/13.2%；归母净利润为 45.15/50.70/55.84 亿元，同比增速 382.0%/12.3%/10.1%；摊薄 EPS 为 3.92/4.40/4.85 元，当前股价对应 PE 为 7/6/6X。考虑到公司作为国内主流锂盐企业，加工端产能快速扩张，同时多渠道锂资源端布局为锂盐产能释放提供安全、充足的资源保障，未来锂盐产品市占率有望进一步提升，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1986	936	1166	4375	8397	营业收入	3250	5241	15406	18670	21131
应收款项	697	646	1900	2302	2606	营业成本	2247	3398	8691	11047	12701
存货净额	452	1213	3184	4043	4638	营业税金及附加	23	34	85	103	116
其他流动资产	494	1158	3405	4126	4670	销售费用	78	68	77	93	106
<b>流动资产合计</b>	<b>3671</b>	<b>5457</b>	<b>11159</b>	<b>16350</b>	<b>21815</b>	管理费用	358	409	562	677	763
固定资产	1444	1450	2171	2842	3449	研发费用	66	108	108	131	148
无形资产及其他	541	581	558	535	512	财务费用	49	17	15	19	21
投资性房地产	615	885	885	885	885	投资收益	33	33	10	10	10
长期股权投资	686	698	748	798	848	资产减值及公允价值变动	39	72	(50)	(50)	(50)
<b>资产总计</b>	<b>6957</b>	<b>9072</b>	<b>15521</b>	<b>21410</b>	<b>27509</b>	其他收入	(131)	(256)	(65)	(87)	(105)
短期借款及交易性金融负债	236	77	200	200	200	营业利润	435	1164	5871	6604	7280
应付款项	474	1334	3504	4448	5104	营业外净收支	(10)	(20)	0	0	0
其他流动负债	300	480	1184	2245	3408	<b>利润总额</b>	<b>425</b>	<b>1145</b>	<b>5871</b>	<b>6604</b>	<b>7280</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1010</b>	<b>1891</b>	<b>4888</b>	<b>6893</b>	<b>8712</b>	所得税费用	81	161	939	1057	1165
长期借款及应付债券	278	126	126	126	126	少数股东损益	21	47	417	478	531
其他长期负债	227	330	330	330	330	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>324</b>	<b>937</b>	<b>4515</b>	<b>5070</b>	<b>5584</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>504</b>	<b>456</b>	<b>456</b>	<b>456</b>	<b>456</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1514</b>	<b>2347</b>	<b>5344</b>	<b>7349</b>	<b>9168</b>	净利润	324	937	4515	5070	5584
少数股东权益	312	356	648	983	1354	资产减值准备	(209)	53	47	39	44
股东权益	5131	6369	9529	13078	16987	折旧摊销	159	178	205	263	323
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6957</b>	<b>9072</b>	<b>15521</b>	<b>21410</b>	<b>27509</b>	公允价值变动损失	(39)	(72)	50	50	50
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	49	17	15	19	21
每股收益	0.29	0.81	3.92	4.40	4.85	营运资本变动	(197)	(448)	(2551)	63	419
每股红利	0.05	0.04	1.18	1.32	1.45	其它	227	(8)	245	295	328
每股净资产	4.55	5.53	8.27	11.35	14.74	<b>经营活动现金流</b>	<b>264</b>	<b>640</b>	<b>2511</b>	<b>5780</b>	<b>6748</b>
ROIC	8%	21%	77%	66%	70%	资本开支	0	(290)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	6%	15%	47%	39%	33%	其它投资现金流	126	(1462)	0	0	0
毛利率	31%	35%	44%	41%	40%	<b>投资活动现金流</b>	<b>87</b>	<b>(1764)</b>	<b>(1050)</b>	<b>(1050)</b>	<b>(1050)</b>
EBIT Margin	15%	23%	38%	36%	35%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	27%	40%	37%	36%	负债净变化	(239)	45	0	0	0
收入增长	2%	61%	194%	21%	13%	支付股利、利息	(56)	(42)	(1354)	(1521)	(1675)
净利润增长率	352%	189%	382%	12%	10%	其它融资现金流	1901	68	123	0	0
资产负债率	26%	30%	39%	39%	38%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1301</b>	<b>74</b>	<b>(1231)</b>	<b>(1521)</b>	<b>(1675)</b>
息率	0.2%	0.1%	4.1%	4.6%	5.1%	<b>现金净变动</b>	<b>1653</b>	<b>(1050)</b>	<b>230</b>	<b>3209</b>	<b>4022</b>
P/E	99.0	34.9	7.3	6.5	5.9	货币资金的期初余额	333	1986	936	1166	4375
P/B	6.2	5.1	3.4	2.5	1.9	货币资金的期末余额	1986	936	1166	4375	8397
EV/EBITDA	52.8	25.0	6.2	5.8	5.5	企业自由现金流	0	492	1616	4906	5891
						权益自由现金流	0	605	1751	4951	6012

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032