



2022-04-25

公司点评报告

买入/首次

雅化集团(002497)

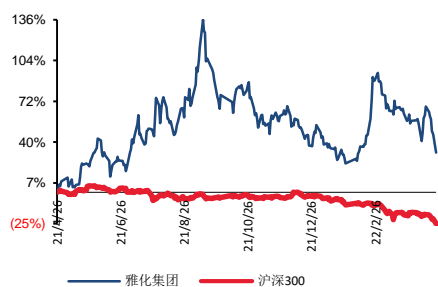
目标价: 37.6

昨收盘: 24.56

基础化工 化学制品

扩产加速，雅化集团发展进入快车道

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,153/1,046
总市值/流通(百万元)	28,307/25,695
12个月最高/最低(元)	44.21/18.73

相关研究报告:

证券分析师: 李帅华

电话: 010-88695231

E-MAIL: lish@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521070002

事件: 公司近日发布 2021 年报及 2022Q1 季报, 2021 年实现营收 52.41 亿元、同比增长 61.26%, 其中 2021Q4 实现营收 17.95 亿元, 同比增长 73.05%、环比增长 35.87%。2021 年归母净利润为 9.37 亿元、同比增长 189.22%, 其中 2021Q4 归母净利润为 3.04 亿元, 同比增长 134.22%、环比增长 0.67%。2022Q1 公司实现营收 26.6 亿元, 同比增长 210.22%、环比增长 48.14%; 归母净利润为 10.22 亿元, 同比增长 1210.02%、环比增长 235.88%。

点评:

锂盐业务量价齐升, 2022 年全年锂盐产量预计 3.8 万吨。2021 年公司锂产品业务实现营收 24.66 亿元, 同比增长 265.94%。(1) 2021 年公司锂盐产量为 27330 吨, 销量为 29136 吨, **对应的年销售价格在 9.56 万元/吨** (2021 年 SMM 氢氧化锂的平均价格为 11.4 万元/吨), 按照 1.5 万元的加工费, **测算出对应的锂精矿成本 650 美金/吨** (2021 年 SMM 锂精矿均价为 915 美元/吨)。(2) 假设公司民爆、工程爆破盈利不变, 公司锂销量不变, 2021Q4 盈利 3.04 亿元、氢氧化锂均价为 19 万, 2022Q1 盈利 10.22 亿元、氢氧化锂均价为 29W, **预计公司锂产量为 8100 吨/季左右, 再考虑到由于春节期间公司停工一段时间, 预计公司全年产量在 3.8 万吨。**目前公司的 5 万吨氢氧化锂、1.1 万吨氯化锂项目已启动建设, 未来规划 2025 年产能达到 10 万吨, 公司将充分受益于量价齐升的红利。

包销+李家沟+参股加拿大超锂公司, 公司锂矿资源有保障。(1) 雅化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少于 12 万吨锂精矿。(2) 公司参股的李家沟锂矿稳步推进, 预计 2022 年将投产, 其开采锂矿优先供给雅化生产。(3) 公司参股澳洲 Core 公司并签订锂精矿包销协议, Core 预计将于 2022 年 Q4 向公司供应锂精矿。(4) 公司参股加拿大超锂公司 13.23% 的股权, 并且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, 合计资源量为 20.5 万吨氧化锂。首期将设计建设 20 万吨/年氧化锂 6% 的锂精矿采选厂, 持续运营时间不低于 10 年, 后期规划建设二期再将产能扩大至 40 万吨。(5) 公司还参股澳洲 EFE 和 EV 公司共同开发锂资源, 参股澳洲 ABY 公司包销不低于 12 万吨锂精矿。

进入特斯拉产业链, 成长可期。2020 年 12 月公司与特斯拉签订电池级氢氧化锂供货合同, 从 2021 年起至 2025 年, 特斯拉向雅安锂

业采购价值总计 6.3 亿美元-8.8 亿美元的电池级氢氧化锂产品。根据公告，2021 年该合同已履行 2491 万元，待履行金额为 6.26-8.76 亿美元。随着未来新能源汽车渗透率不断提升，公司成长可期。

公司民爆业务和工程爆破业务毛利率略有下滑或因硝酸铵价格上涨。硝酸铵是公司生产工业炸药的主要原材料，其材料成本约占公司营业成本的 30%左右。根据隆众化工统计，2021Q3 硝酸铵均价在 2193 元/吨，2021Q4 硝酸铵均价为 2963 元/吨，价格上涨 23%，或由此原因公司民爆、工程爆破毛利率分别下滑 7.08pct、6.61pct。目前硝酸铵价格开始企稳，并略有回调，预计公司未来毛利率将保持稳定。

投资建议：给予“买入”评级，目标价 37.6 元。预期 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 37.62/43.28/50.20 亿元，对应 EPS 为 3.26/3.76/4.36 元，对应 PE 为 8.36/7.27/6.27 倍。参考同行业估值，给与 12 个月内 10 倍估值，对应股价 37.6 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情风险；项目落地进度不及预期；新能源需求不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5241	15099	18975	22217
(+/-%)	61.26	188.09	25.67	17.09
净利润(百万元)	937	3762	4328	5020
(+/-%)	1.89	3.02	0.15	0.16
摊薄每股收益(元)	0.82	3.26	3.76	4.36
市盈率(PE)	34.95	8.36	7.27	6.27

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

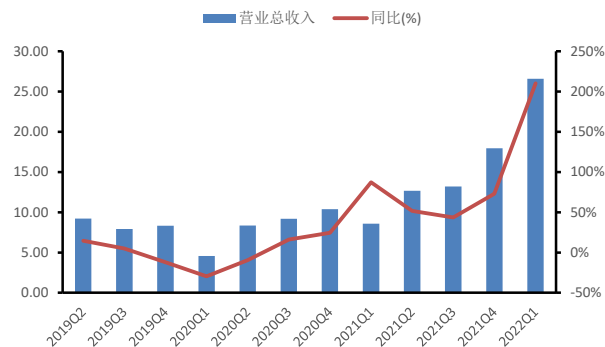
一、事件

公司发布2021年度报告及2022Q1季报，2021年实现营收52.41亿元、同比增长61.26%；2021年归母净利润为9.37亿元。2022Q1公司实现营收26.6亿元，归母净利润为10.22亿元。

二、点评

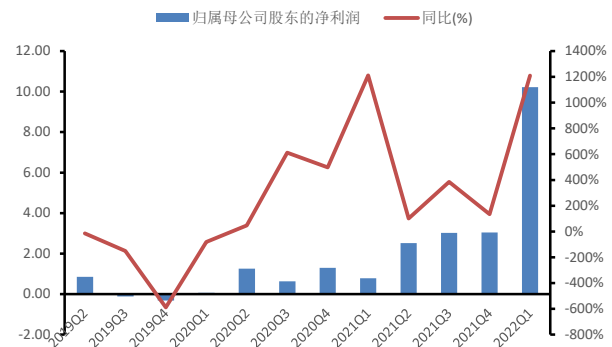
公司业绩表现亮眼。公司发布2021年度报告，2021年实现营收52.41亿元、同比增长61.26%，其中2021Q4实现营收17.95亿元，同比增长73.05%、环比增长35.87%。2021年归母净利润为9.37亿元、同比增长189.22%，其中2021Q4归母净利润为3.04亿元，同比增长134.22%、环比增长0.67%。2022Q1公司实现营收26.6亿元，同比增长210.2%、环比增长48.1%；归母净利润为10.22亿元，同比增长1210.02%、环比增长235.88%。

图表 1：雅化集团营收及同比情况（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：雅化归母净利润及同比情况（亿元）



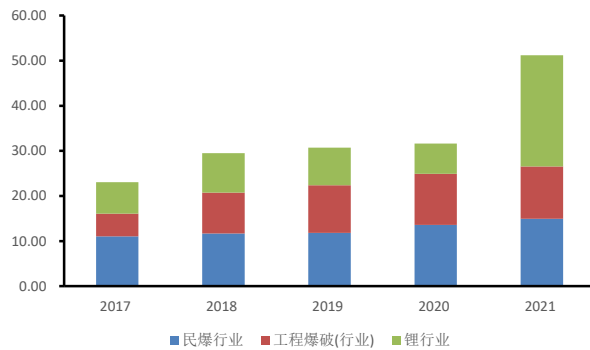
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

锂盐业务快速增长，为业绩主要驱动力。2021年公司锂产品业务实现营收24.66亿元，同比增长265.94%；民爆业务实现营收14.96亿元，同比增长9.98%；工程爆破业务实现营收11.58亿元，同比增长2.49%。2021年锂盐业务毛利率为42.35%，同比增加29.32pct。

锂盐业务量价齐升，2022年全年锂盐产量预计3.8万吨。（1）2021年公司锂盐产量为27330吨，销量为29136吨，对应的年销售价格在9.56万元/吨（2021年SMM氢氧化锂的平均价格为11.4万元/吨），按照1.5万元的加工费，测算出对应的锂精矿成本650美金/吨（2021年SMM锂精矿均价为915美元/吨）。（2）假设公司民爆、工程爆破盈利不变，公司锂销量不变，2021Q4盈利3.04亿元、氢氧化锂均价为19万，2022Q1盈利10.22

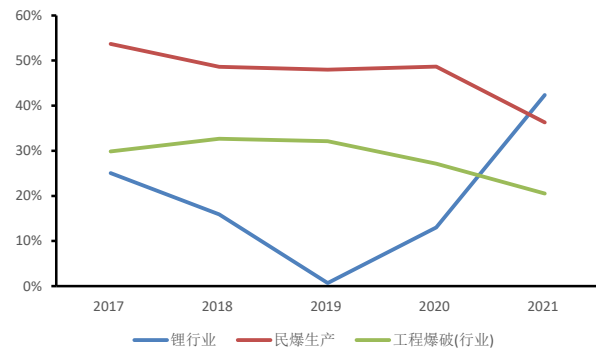
亿元、氢氧化锂均价为29W，则预计公司锂产量为8100吨/季左右。再考虑到由于春节期间公司停工一段时间，预计公司全年产量在3.8万吨。目前公司的5万吨氢氧化锂、1.1万吨氯化锂项目已启动建设，未来规划2025年产能达到10万吨，公司将充分受益于量价齐升的红利。

图表 3：雅化集团分业务营收情况（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：雅化分业务毛利率情况（%）

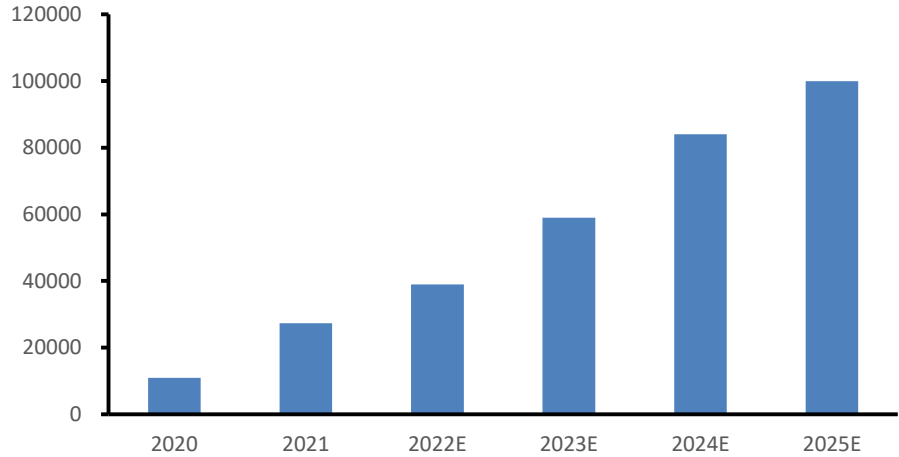


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

包销+李家沟，公司锂矿资源有保障。（1）雅化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少于12万吨锂精矿。（2）公司参股的李家沟锂矿稳步推进，预计2022年将投产，其开采锂矿优先供给雅化生产。（3）公司参股澳洲Core公司并签订锂精矿包销协议，Core预计将于2022年Q4向公司供应锂精矿。（4）公司参股加拿大超锂公司13.23%的股权，并且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，合计资源量为20.5万吨氧化锂。首期将设计建设20万吨/年氧化锂6%的锂精矿采选厂，持续运营时间不低于10年，后期规划建设二期再将产能扩大至40万吨。（5）公司还参股澳洲EFE和EVR公司共同开发锂资源，参股澳洲ABY公司包销锂精矿。

图表5：雅化集团锂盐产量情况（吨）

雅化集团锂盐产量情况（吨）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

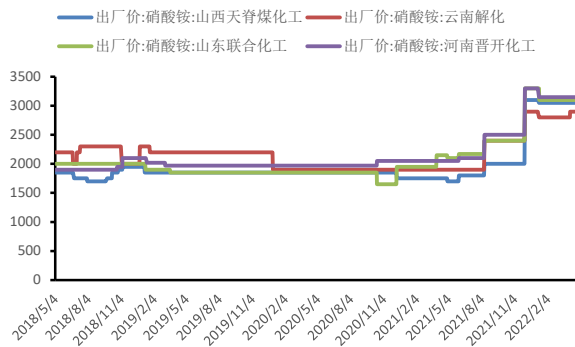
进入特斯拉产业链，成长可期。2020年12月公司与特斯拉签订电池级氢氧化锂供货合同，从2021年起至2025年，特斯拉向雅安锂业采购价值总计6.3亿美元-8.8亿美元的电池级氢氧化锂产品。根据公告，2021年该合同已履行2491万元，待履行金额为6.26-8.76亿美元。随着未来新能源汽车渗透率不断提升，公司成长可期。

公司民爆业务和工程爆破业务毛利率略有下滑或因硝酸铵价格上涨。硝酸铵是公司生产工业炸药的主要原材料，其材料成本约占公司营业成本的30%左右。根据隆众石化统计，2021Q3硝酸铵均价在2193元/吨，2021Q4硝酸铵均价为2963元/吨，价格上涨23%，因此公司民爆、工程爆破毛利率分别下滑7.08pct、6.61pct。目前硝酸铵价格开始企稳，并略有回调，预计公司未来毛利率将保持稳定。

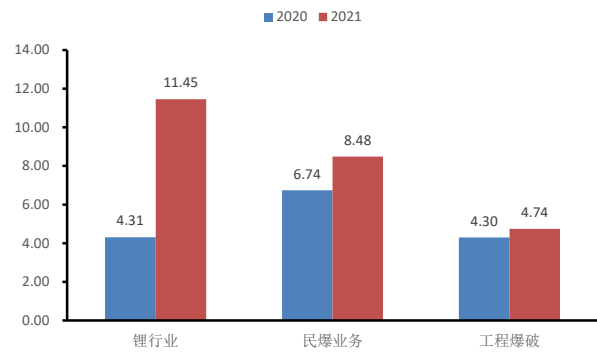
民爆业务稳扎稳打，龙头地位不断巩固。经过前瞻布局，公司在民爆需求最旺盛的中西部以及内蒙、山西、云南、吉林等区域不多扩展市场。随着川藏铁路的开工建设，以及国家对基建的进一步投入，公司民爆业务持续稳步持续增长。

图表 6：国内硝酸铵出厂价（元/吨）

图表 7：雅化集团分业务材料成本情况（亿元）



资料来源：隆众石化，太平洋研究院整理



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、风险提示

疫情风险；项目落地进度不及预期；新能源需求不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,986	936	2,431	5,974	10,774	营业收入	3,250	5,241	15,099	18,975	22,217
应收和预付款项	689	794	2,632	3,353	3,297	营业成本	2,247	3,398	7,729	10,796	13,446
存货	452	1,213	1,891	3,012	4,799	营业税金及附加	23	34	98	118	139
其他流动资产	534	2,661	3,426	4,476	5,882	销售费用	78	68	311	320	366
流动资产合计	3,671	5,457	10,448	16,673	24,200	管理费用	358	409	1,691	1,962	2,089
长期股权投资	0	0	0	0	698	财务费用	49	17	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(39)	(72)	0	0	0
固定资产	1,397	1,414	1,313	1,211	1,073	投资收益	33	33	151	190	222
在建工程	47	36	36	36	36	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	541	581	581	581	581	营业利润	435	1,164	5,247	5,779	6,174
长期待摊费用	9	7	7	7	7	其他非经营损益	(54)	(106)	0	0	0
其他非流动资产	232	499	499	499	499	利润总额	425	1,145	5,247	5,779	6,174
资产总计	6,957	9,072	13,962	20,085	27,474	所得税	81	161	1,485	1,452	1,154
短期借款	135	23	0	0	0	净利润	345	984	3,762	4,328	5,020
应付和预收款项	374	1,038	1,548	2,546	4,107	少数股东损益	21	47	0	0	0
长期借款	81	126	126	126	126	归母股东净利润	324	937	3,762	4,328	5,020
其他负债	924	1,159	1,801	2,597	3,406						
负债合计	1,514	2,347	3,475	5,270	7,639	预测指标					
股本	1,129	1,153	1,153	1,153	1,153		2020	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	2,360	2,569	2,569	2,569	2,569	毛利率	0.31	0.35	0.49	0.43	0.39
留存收益	1,615	2,506	6,268	10,596	15,616	销售净利率	0.13	0.22	0.35	0.30	0.28
归母公司股东权益	5,131	6,369	10,131	14,459	19,479	销售收入增长率	0.02	0.61	1.88	0.26	0.17
少数股东权益	312	356	356	356	356	EBIT 增长率	6.53	1.51	3.11	0.09	0.06
股东权益合计	5,442	6,725	10,487	14,815	19,835	净利润增长率	3.52	1.89	3.02	0.15	0.16
负债和股东权益	6,957	9,072	13,962	20,085	27,474	ROE	0.06	0.15	0.37	0.30	0.26
						ROA	0.05	0.10	0.27	0.22	0.18
现金流量表(百万)						ROIC	0.07	0.15	0.34	0.27	0.24
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(X)	0.34	0.82	3.26	3.76	4.36
经营性现金流	529	631	1,368	3,353	4,578	PE(X)	64.56	34.95	8.36	7.27	6.27
投资性现金流	21	(1,588)	151	190	222	PB(X)	4.37	5.19	3.10	2.18	1.61
融资性现金流	1,067	(178)	(24)	0	0	PS(X)	2.44	4.83	2.19	1.66	1.42
现金增加额	1,607	(1,141)	1,495	3,543	4,800	EV/EBITDA(X)	32.45	23.01	5.74	4.61	3.51

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。