

民爆现金奶牛，孕育氢氧化锂龙头

雅化集团(002497)

评级:	买入	股票代码:	002497
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	30.5/7.31
目标价格:	26.73	总市值(亿)	234.55
最新收盘价:	20.35	自由流通市值(亿)	190.31
		自由流通股数(百万)	935.19

事件概述

事件一：公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 32.50 亿元，同比增长 1.67%，实现归母净利润 3.24 亿元，同比增长 351.79%，经营现金流量净额 5.29 亿元，同比增长 85.00%，EPS0.34 元。

事件二：公司发布 2021 年一季报，2021 年 Q1 公司实现营业收入 8.57 亿元，同比增长 87.31%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 1211.58%。同时，公司预计 2021 年上半年归母净利润区间为 2.37-3.02 亿元，同比增长 80%-130%。

分析判断：

► 民爆业务贡献主要利润，锂盐项目未来提供弹性。

2020 年公司民爆业务实现销售收入约 24.90 亿元，同比增长 11.23%，实现毛利润约 8.96 亿元，同比增长 7.01%，民爆业务贡献了 75%以上的营业收入与 90%左右的毛利润，仍然为业绩贡献主要来源，同时民爆业务优异的现金流为公司双轮驱动战略提供了长期保障。公司 2020 年各类锂盐产品实现销售 1.75 万吨，同比增长 48.95%，实现销售收入 6.74 亿元，同比下降 18.90%，主要系 2020 年锂盐整体处于下行周期，根据高工锂电数据显示，2020 年市场电池级氢氧化锂均价约 50000 元/吨，同比下降 37.10%，结合公司历年年报数据我们测算随着公司雅安新线的开工，以及高价位锂辉石库存消耗完毕，公司 2020 年锂盐单吨成本显著下降。整体来看，民爆业务利润维持稳定、锂盐成本大幅下降是公司 2020 年净利润大幅增长的主要原因，这与我们此前判断 2020 年为公司经营的拐点相一致。

2021 年一季度公司营业收入和净利润较去年同期大幅增长，主要原因是 2020 年一季度因疫情原因公司各项生产经营基本停滞，2021 年基本恢复正常，同时 2021 年公司加大了市场开发，同时氢氧化锂、碳酸锂价格触底大幅反弹，公司业务有序增长，即使在一季度淡季的情况下整体业绩仍有不错的表现。

根据高工锂电数据显示，截止 2021 年 4 月 30 日，电池级氢氧化锂价格上涨至 81000 万元/吨，较年初低点涨幅约 70%，随着未来新能源车销售持续向好，以及高镍化和 LFP 两极分化的加大，市场对氢氧化锂需求有望持续提升，我们判断 2021 年氢氧化锂价格有望维持在 8-10 万元/吨，锂盐在触底反弹后的新一轮上涨周期里有望为公司提供巨大弹性。

► 斩获特斯拉超大订单，持续扩展彰显信心。

2020 年 12 月 30 日，公司宣布与特斯拉签订电池级氢氧化锂供货合同，约定从 2021 年起至 2025 年，特斯拉向雅安锂业采购价值总计 6.3-8.8 亿美元的电池级氢氧化锂产品。公司本次与特斯拉签订超大采购合同标志着公司锂盐产品在质量和稳定性上已经有了重大突破，公司已经从准一线龙头晋升为国内一线锂盐企业。

此前公司非公开发行 15 亿元用于“2 万吨氢氧化锂、1.1 万吨的氯化锂项目的建设”，已于 2021 年 4 月 23 日变更为“5 万吨氢氧化锂、1.1 万吨的氯化锂项目的建设”。公司 2020 年 7 月雅安锂业 2 万吨电池级氢氧化锂项目正式宣布投产，截止目前公司拥有各项锂盐产能超 3 万吨/年，随着 5 万吨/年氢氧化锂项目逐步投产，未来公司氢氧化锂产能将超 8 万吨/年，处于行业绝对领先地位。

投资建议

目前川藏铁路已经正式宣布开始建设，未来有望持续贡献业绩，同时锂盐较底部区间有较大涨幅，未来公司锂

盐新产能将逐步投产，锂盐板块将呈现量价齐升的态势，我们调整此前的盈利预测，预计 2021-2023 年营业收入分别为 49.73/67.26/81.04 亿元（此前 2021-2022 年预测值分别为 47.16/62.20 亿元），归母净利润分别为 5.90/8.80/11.87 亿元（此前 2021-2022 年预测值分别为 4.37/6.26 亿元），EPS 分别为 0.51/0.76/1.03 元，对应 PE 分别为 40/27/20 倍，我们长期持续看好公司在锂盐、民爆双轮驱动下的持续成长，未来业绩持续释放，目标价由 17.94 元上调至 26.73 元，对应 2022 年 35 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

川藏铁路开工进度不及预期、锂精矿价格大幅上涨、锂盐需求不及预期，产能释放不及预期等风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,197	3,250	4,973	6,726	8,104
YoY (%)	4.2%	1.7%	53.0%	35.3%	20.5%
归母净利润(百万元)	72	324	590	880	1,187
YoY (%)	-60.9%	351.8%	82.2%	49.2%	34.9%
毛利率 (%)	27.4%	30.9%	37.3%	41.5%	42.5%
每股收益 (元)	0.06	0.28	0.51	0.76	1.03
ROE	2.5%	6.3%	10.3%	13.1%	14.9%
市盈率	327.21	72.43	39.76	26.64	19.75

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

联系人：毛晓龙

邮箱：maoxl@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,250	4,973	6,726	8,104	净利润	345	641	936	1,291
YoY (%)	1.7%	53.0%	35.3%	20.5%	折旧和摊销	161	78	74	76
营业成本	2,247	3,116	3,935	4,661	营运资金变动	-68	-191	-304	-288
营业税金及附加	23	75	108	127	经营活动现金流	529	546	741	1,125
销售费用	78	189	269	324	资本开支	-118	-362	-525	-346
管理费用	358	597	928	1,094	投资	114	-98	-25	-83
财务费用	49	-11	-9	-17	投资活动现金流	21	-450	-532	-405
资产减值损失	-39	-5	-17	-32	股权募资	1,487	0	0	0
投资收益	33	12	20	24	债务募资	260	371	89	50
营业利润	435	851	1,250	1,657	筹资活动现金流	1,067	292	-47	-17
营业外收支	-10	4	-1	-2	现金净流量	1,607	388	161	703
利润总额	425	855	1,249	1,655					
所得税	81	214	312	364	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	345	641	936	1,291	成长能力				
归属于母公司净利润	324	590	880	1,187	营业收入增长率	1.7%	53.0%	35.3%	20.5%
YoY (%)	351.8%	82.2%	49.2%	34.9%	净利润增长率	351.8%	82.2%	49.2%	34.9%
每股收益	0.28	0.51	0.76	1.03	盈利能力				
					毛利率	30.9%	37.3%	41.5%	42.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	10.6%	12.9%	13.9%	15.9%
货币资金	1,986	2,375	2,536	3,239	总资产收益率 ROA	4.7%	7.2%	9.3%	10.7%
预付款项	82	77	106	130	净资产收益率 ROE	6.3%	10.3%	13.1%	14.9%
存货	452	601	769	907	偿债能力				
其他流动资产	1,150	1,545	1,960	2,351	流动比率	3.63	3.08	3.05	3.25
流动资产合计	3,671	4,598	5,371	6,626	速动比率	3.06	2.63	2.56	2.74
长期股权投资	686	698	700	732	现金比率	1.97	1.59	1.44	1.59
固定资产	1,397	1,520	1,804	2,058	资产负债率	21.8%	25.5%	25.1%	23.8%
无形资产	541	636	671	717	经营效率				
非流动资产合计	3,286	3,612	4,132	4,507	总资产周转率	0.47	0.61	0.71	0.73
资产合计	6,957	8,210	9,503	11,133	每股指标 (元)				
短期借款	135	356	325	364	每股收益	0.28	0.51	0.76	1.03
应付账款及票据	474	625	803	945	每股净资产	4.45	4.99	5.81	6.91
其他流动负债	401	512	632	730	每股经营现金流	0.46	0.47	0.64	0.98
流动负债合计	1,010	1,493	1,759	2,039	每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
长期借款	81	231	351	362	估值分析				
其他长期负债	423	373	273	243	PE	72.43	39.76	26.64	19.75
非流动负债合计	504	604	624	605	PB	4.93	4.08	3.50	2.94
负债合计	1,514	2,097	2,384	2,644					
股本	1,129	1,129	1,129	1,129					
少数股东权益	312	363	419	522					
股东权益合计	5,442	6,113	7,119	8,489					
负债和股东权益合计	6,957	8,210	9,503	11,133					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

毛晓龙：助理分析师，化学工程与工艺学士，工商管理硕士，五年化工实业经验，两年买方从业经验，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。