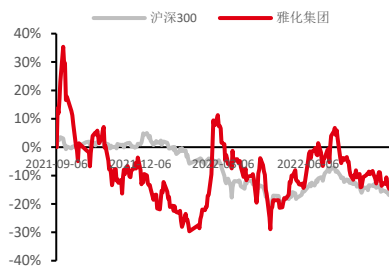


## 股票投资评级

**推荐|首次覆盖**

## 个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	27.83
总股本/流通(百万股)	1153/1034
总市值/流通(百万元)	32076/28776
12个月最高/最低(元)	45.02/22.64

## 研究所

分析师：李帅华

SAC 登记编号：S1340522060001

Email: lishuaihua@cnpsc.com

**雅化集团 (002497.SZ):**
**业绩继续高增长，多方布局原料有保障**
**● 事件：**

公司公布 2022 年半年度报告，2022H1 公司实现营收 60.04 亿元，同比增长 182.6%；归母净利润为 22.62 亿元，同比上涨 585.3%；22Q2 实现营收 33.45 亿元，同比增长 164.0%，环比增长 25.8%，归母净利润为 12.40 亿元，同比增长 392.0%，环比增长 21.4%。

**● 点评：**

**Q3 业绩继续高增长，锂盐持续高景气。**公司发布 2022 前三季度业绩，预计归母净利润 34.62-36.62 亿元，其中 2022 Q3 归母净利润 12-14 亿元，同比增加 297.1%至 363.2%。2022H1 公司锂盐业务实现营收 45.97 亿元，同比增加 449.8%，归母净利润为 20.99 亿元，占比总归母净利润的 92.79%，主要是由于锂行业市场前景持续向好，锂盐产品价格维持在较高水平。

**当前锂盐产能 4.3 万吨，2025 年超过 10 万吨。**随着雅安锂业一期年产 2 万吨电池级碳酸锂（氢氧化锂）生产线全面达产，公司锂盐综合设计产能达到 4.3 万吨，二期 3 万吨电池级氢氧化锂产线预计将于今年年底建成投产，三期规划正在制定中。到 2025 年，预计公司锂盐产品综合产能将超过 10 万吨。

**锂资源供货完全可满足当前生产，预计 2025 年自给率达到 50%。**锂资源布局方面：（1）银河锂业每年提供不少于 12 万吨锂精矿。（2）李家沟锂矿项目快速推进，其开采锂矿优先共给雅化生产。（3）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，其首期将设计建设 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。**雅化目前的锂资源供应渠道已能满足 2022 年及即将投产的 3 万吨产线生产需要，公司布局上游锂资源，计划到 2025 年锂资源自给率将超过 50%。**

**民爆业务龙头地位巩固，数码雷管市占率超过 20%。**上半年公司民爆业务实现营收 14.07 亿元，同比增长 19.98%，归母净利润为 1.63 亿元，占总归母净利润的 7.21%。上半年公司抓住工业数码电子雷管全面替代电子雷管的政策导向，依托电子雷管技术和渠道优势，电子

数码雷管全国市占率已超过 20%。同时公司也在布局民爆业务需求最旺盛的中西部、内蒙等地区，龙头地位不断巩固。

### ● 盈利预测

预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 46.73/50.12/53.19 亿元，对应 EPS 为 4.05/4.35/4.61 元，对应 PE 为 6.86/6.40/6.03 倍，考虑到公司是国内锂盐和民爆业务的龙头，未来产能快速扩张，给予公司 2023 年 10 倍估值，对应目标价为 43.5 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### ● 风险提示

需求不及预期，锂价大幅下跌等风险。

公司财务及预测数据摘要	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	5241	15099	18975	22217
增速	61.3%	188.1%	25.7%	17.1%
归属母公司股东净利润（百万）	937	4673	5012	5319
增速	189.2%	398.9%	7.2%	6.1%
每股收益 EPS（元）	0.81	4.05	4.35	4.61
市盈率 PE	34.25	6.86	6.40	6.03
市净率 PB	5.04	2.91	2.00	1.50
净资产收益率 ROE	14.7%	42.5%	31.3%	24.9%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	5,241	15,099	18,975	22,217	营业总收入增长率	61.3%	188.1%	25.7%	17.1%
营业成本	3,398	7,729	10,796	13,446	EBIT 增长率	151.0%	362.0%	6.4%	3.6%
毛利润	1,844	7,370	8,179	8,771	归母净利润增长率	189.2%	398.9%	7.2%	6.1%
税金及附加	34	91	114	133	总资产增长率	30.4%	73.5%	38.0%	31.8%
销售费用	68	226	285	333	<b>获利能力</b>				
管理费用	409	1,208	1,518	1,777	净资产收益率	14.7%	42.5%	31.3%	24.9%
研发费用	108	302	380	444	总资产收益率	10.3%	29.7%	23.1%	18.6%
财务费用	17	-18	-39	-171	投入资本收益率	15.0%	40.4%	29.7%	23.2%
息税前利润	1,216	5,618	5,977	6,194	<b>偿债能力</b>				
投资收益	33	151	190	222	资产负债率	25.9%	26.3%	22.3%	21.5%
<b>营业利润</b>	<b>1,164</b>	<b>5,787</b>	<b>6,206</b>	<b>6,586</b>	流动比率	2.89	3.30	4.13	4.39
营业外收支	-20	0	0	0	速动比率	2.05	2.39	3.27	3.49
<b>利润总额</b>	<b>1,145</b>	<b>5,787</b>	<b>6,206</b>	<b>6,586</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	161	868	931	988	应收账款周转天数	40	39	39	39
<b>少数股东损益</b>	<b>47</b>	<b>246</b>	<b>264</b>	<b>280</b>	存货周转天数	88	88	88	88
<b>归母净利润</b>	<b>937</b>	<b>4,673</b>	<b>5,012</b>	<b>5,319</b>	总资产周转天数	550	296	356	408
<b>资产负债表</b>					<b>每股指标(元)</b>				
货币资金	936	2,014	8,590	11,318	每股收益	0.81	4.05	4.35	4.61
应收票据	1	32	10	40	每股净资产	5.53	9.55	13.90	18.51
应收账款	552	2,719	1,392	3,422	<b>估值比率</b>				
其他应收款	94	409	223	517	PE	34.25	6.86	6.40	6.03
存货	1,213	2,566	2,712	3,861	PB	5.04	2.91	2.00	1.50
<b>流动资产合计</b>	<b>5,457</b>	<b>12,128</b>	<b>18,118</b>	<b>25,026</b>	<b>现金流量表</b>				
长期股权投资	698	698	698	698	净利润	937	4,673	5,012	5,319
固定资产	1,414	1,414	1,414	1,414	非现金支出	298	0	0	0
在建工程	36	36	36	36	非经营收益	12	-150	-189	-221
无形资产	581	581	581	581	营运资金变动	-663	-3,806	1,300	-2,870
商誉	387	387	387	387	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>631</b>	<b>963</b>	<b>6,387</b>	<b>2,507</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,615</b>	<b>3,615</b>	<b>3,615</b>	<b>3,615</b>	资本开支	-124	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9,072</b>	<b>15,743</b>	<b>21,733</b>	<b>28,642</b>	投资	-1,506	0	0	0
短期借款	23	23	23	23	其他	42	151	190	222
应付票据	297	562	637	857	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1,588</b>	<b>151</b>	<b>190</b>	<b>222</b>
其他流动负债	434	892	1,177	1,421	股权融资	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1,891</b>	<b>3,678</b>	<b>4,392</b>	<b>5,702</b>	债务融资	-126	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>2,347</b>	<b>4,134</b>	<b>4,848</b>	<b>6,158</b>	其他	-53	-35	-1	-1
股本	1,153	1,153	1,153	1,153	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-178</b>	<b>-35</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
资本公积金	2,569	2,569	2,569	2,569	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-1,141</b>	<b>1,079</b>	<b>6,575</b>	<b>2,728</b>
其他综合收益	153	153	153	153	<b>期初现金</b>	<b>1,929</b>	<b>788</b>	<b>1,867</b>	<b>8,442</b>
归母所有者权益	6,369	11,008	16,019	21,338	<b>期末现金</b>	<b>788</b>	<b>1,867</b>	<b>8,442</b>	<b>11,171</b>
少数股东权益	356	602	866	1,146					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,725</b>	<b>11,610</b>	<b>16,885</b>	<b>22,484</b>					
<b>负债和所有者权益总</b>	<b>9,072</b>	<b>15,743</b>	<b>21,733</b>	<b>28,642</b>					

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。