

2023年04月29日

证券研究报告|公司研究|公司点评

中钢天源 (002057)

2022 年报&2023Q1 点评：新材料+检测双轮驱动，公司盈利大放异彩

业绩概要：2022 年公司实现营业收入 27.6 亿元（同比+5.7%）；实现归母净利润 3.90 亿元（同比+80.8%）；扣非后归母净利润为 3.37 亿元（同比+94.6%），对应 EPS 为 0.52 元。公司拟每 10 股派发现金红利 2.41 元（股息率 2.55%）。2023Q1 公司实现营收 6.07 亿元（同比-12.7%，环比-10.9%），归母净利润 5614 万元（同比-8.53%，环比-49.1%）；

新材料+检测业务营收稳中有进：2022 年，公司积极应对需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，整体营收表现稳中有进。分产品营收来看，①**工业原料**（主要为四氧化三锰等）实现营收 8.53 亿元（同比-10.6%），销量 4.53 万吨（同比-9.9%），主要受宏观经济下行影响，下游汽车、家电等终端领域对软磁铁氧体产品的需求相对疲软，从而对电子级四氧化三锰原料需求造成影响，但下游锰酸锂、磷酸锰铁锂厂商对电池级四氧化三锰的需求依然向好；②**电子元器件**实现营收 6.58 亿元（同比+10.4%），销量 1.42 万吨（同比-2.2%），主要由于其中钕铁硼永磁器件产品单价受稀土原料价格大幅上涨而提升较多，产品价格的大幅上涨带动整体营收增长；③**金属制品**实现营收 4.16 亿元（同比-4.8%），销量 3.42 万吨（同比-5.2%），略微波动主要受宏观经济压力影响；④**检验检测业务**实现营收 5.68 亿元（+26.4%），营收增长迅速主要得益于公司持续扩充检测项目和服务范围，同时基建、环境、金属制品等领域检测需求向好；

投资收益助力业绩实现高增：2022 年公司毛利率达 23.7%（同比+1.0pct），净利率达 15.5%（同比+6.2pct）。毛利率提升主要得益于四氧化三锰产品盈利性大幅提升，且检验检测业务发展态势良好；净利率大幅提升主要由于对参股公司铜陵纳源（公司持股 27.12%）的投资收益同比大幅增长 208%至 9196 万元，原因系铜陵纳源的磷酸铁产品受终端需求拉动而产销两旺。2022Q4 公司毛利率为 21.5%（同比-4.9pct），我们推测原因为高毛利率的检测业务收入确认递延导致业务发生结构性变化。分产品盈利性来看，①**工业原料**毛利率为 14.8%，同比提升 3.99pct 主要得益于具有高附加值的电池级四氧化三锰产品产销两旺，产品结构得到优化；②**电子元器件**毛利率为 10.4%，同比下滑 6.46pct 主要由于稀土永磁器件的稀土原料成本大幅抬升，以及软磁铁氧体器件需求受宏观经济下行影响而走弱；③**金属制品**毛利率为 21.0%，同比下滑 6.83pct 主要受宏观经济扰动影响；④**检测业务**毛利率为 56.6%，大幅提升 7.11pct 主要得益于国内外基建、金属制品等领域检测业务需求旺盛，在扩大业务范围的同时规模效应得以显现，且公司仍在持续积极开拓环境、电子检测等增量市场；

2023Q1 投资收益回落，后续盈利性扰动有限：2023Q1 归母净利润环比波动较大，主要受公司业务季节性因素影响以及投资收益环比回落影响综合所致。2023Q1 投资净收益环比大幅下滑 84.3%至 1013 万元，原因为参股公司铜陵纳源一季度盈利受磷酸铁产

投资评级

买入

维持评级

2023 年 04 月 28 日

收盘价(元): 9.45

公司基本数据

总股本(百万股)	759.05
总市值(百万)	7,173.00
流通股本(百万股)	746.19
流通市值(百万)	7,051.47
12 月最高/最低价(元)	14.88/7.30
资产负债率(%)	32.27
每股净资产(元)	3.99
市盈率(TTM)	18.65
市净率(PB)	2.37
净资产收益率(%)	1.85

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
联系电话: 021-2356 3561
邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2022 年中报点评：检测、磁材齐头并进，大基建+新能源助力业绩高增 —2022-08-23

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

品降价影响而下滑较多，以及公司 2022 年转让持有的贵州金瑞部分股权本期未确认其投资收益。磷酸铁产品价格经历了 2022 年的高位震荡后已逐步回归至 2021 年水平，我们认为后续铜陵纳源盈利或趋于稳定，同时在铜陵纳源以价换量的策略之下，公司后续投资收益有望企稳回升；

产能扩张助力跨领域成长：公司规划各业务条线 2022 至 2025 年扩产规划包括①电池级四氧化三锰由 5000 吨增至 2.5 万吨；②永磁铁氧体器件由 2 万吨增至 4 万吨；③软磁铁氧体器件由 5000 吨增至 2 万吨；④稀土永磁器件由 2000 吨增至 1 万吨；⑤金属制品由 7 万吨增至 10 万吨。截至 2022 年年底，①“新型金属制品检测检验技术服务项目”已全部完成，预计 2023 年 5 月底前验收完成；②计划新增年产 1 万吨高性能软磁铁氧体材料及器件的生产能力正在进行项目建设前期准备工作；③“检测检验智能化信息化建设项目”已开始实施，预计 2023 年底前完成智能化信息化建设，未来公司检测业务市占率有望进一步提升。此外，在电池级四氧化三锰方面，公司在完成了 2022 年的 1 万吨产能扩建的基础上，计划将于 2023Q3 完成下一个 1 万吨新增扩产规划。多业务条线产能扩张将助力公司实现跨产品、跨领域式成长；

宝武入主中钢，深化改革协同发展：据公司 2022 年 12 月公告，宝武集团与中钢集团实施重组，中钢集团整体划入中国宝武，本次划转完成后，中国宝武将通过中钢集团间接控制中钢天源 32.85% 的股份，并实现对公司的控制。宝武为全球最大的钢铁集团，基于“一基五元”产业协同发展理念，其入主有望持续深化中钢集团内部改革，改善生产经营状况。同时，宝武作为全球最大的钢铁企业，有望为公司提供充足的铁红原料以生产永磁铁氧体。公司有望与宝武在产业资源和经营机制方面形成协同，从而持续受益加速成长；

投资建议：公司作为全球主要的高纯四氧化三锰制造商、我国权威的金属制品检验检测机构，以及位居前列的永磁器件供应商，未来检验检测业务的扩增及多方材料业务产能的齐头并进有望帮助公司提升细分领域中龙头企业的市场占有率，并持续助推业绩释放。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 38.3/ 46.4/ 56.2 亿元，同比增长 38.5%/ 21.4%/ 21.0%，实现归母净利润分别为 4.3/ 5.5/ 7.1 亿元，同比增长 10.2%/ 27.4%/ 29.9%，对应 PE 16.7X/ 13.1X/ 10.1X。维持“买入”评级。

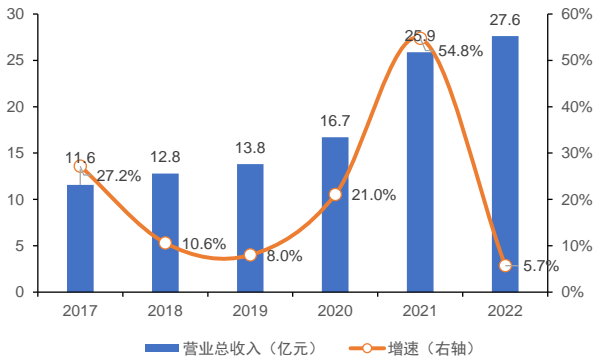
风险提示：原料价格大幅波动，扩产项目进程不及预期，下游需求不及预期等。

盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	25.9	27.6	38.3	46.4	56.2
增速（%）	54.8%	6.7%	38.5%	21.4%	21.0%
归母净利润（亿元）	2.14	3.90	4.29	5.47	7.11
增速（%）	23.6%	82.4%	10.2%	27.4%	29.9%
每股收益（元）	0.28	0.51	0.57	0.72	0.94
市盈率（倍）	33.6	18.4	16.7	13.1	10.1

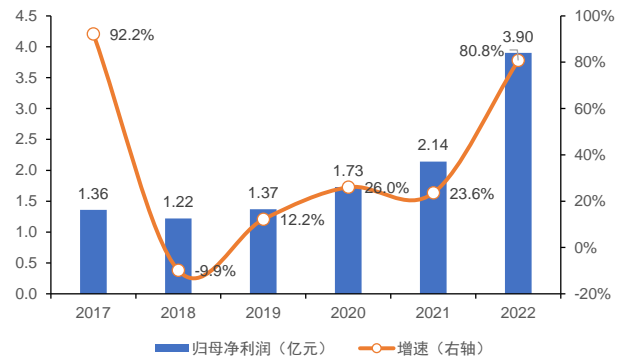
来源：iFind，中航证券研究所

图1 营业收入及增速



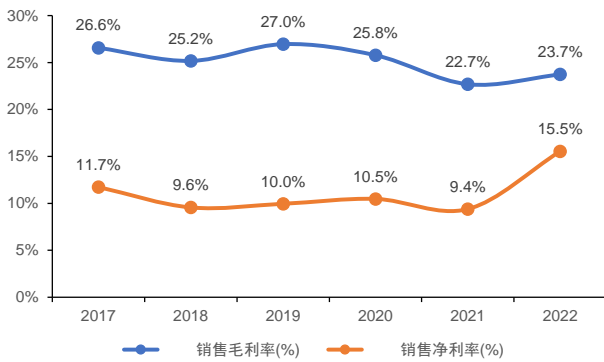
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 归母净利润及增速



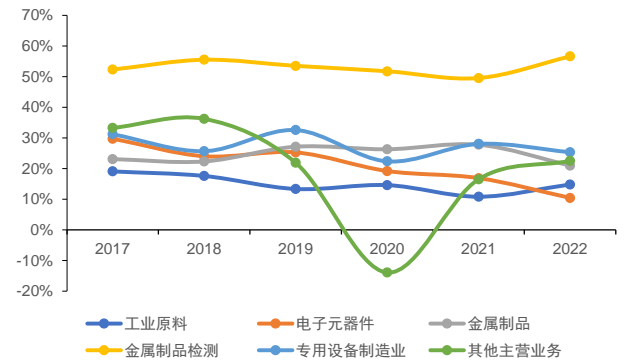
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 销售毛利率及净利率



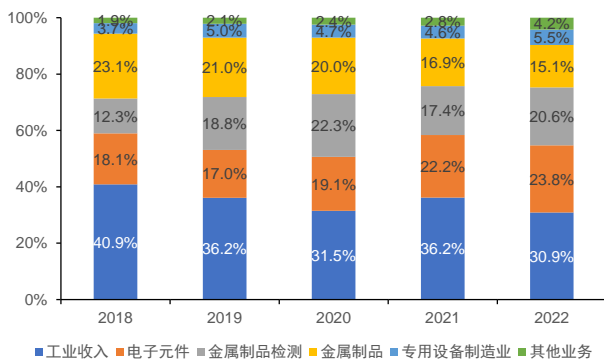
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 分业务毛利率



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5 分业务营收占比



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6 2021年以来磷酸铁价格走势



资料来源: Wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637