

2017年10月20日

华宏科技 (002645.SZ)

动态分析

再生资源设备需求增长，多元化发展趋势起航

事件:2017年10月19日，公司发布第三季度报告，前三季度公司实现营业收入9.33亿元，同比上涨30.94%；归母净利润8753万元，同比上涨78.72%，其中第三季度实现净利4799万元，同比增长197.31%，毛利率稳步提升至21.44%，业绩大幅上涨主要是由于再生资源装备及废钢业务量增加所致。

投资要点

◆ **地条钢产能清退基本完成，废钢价格回暖，再生资源产业迎来发展良机。**2016年以来，国家重拳出击整治地条钢，截至今年6月底，我国取缔、关停“地条钢”生产企业600多家，涉及产能约1.2亿吨。国内地条钢影响逐渐消除，钢价回暖，废钢使用将进入良性循环轨道，使用量和比例将呈现长期增长趋势，废钢再生资源产业迎来发展机会。2017年7月4日，公司全资子公司东海华宏取得“废钢铁加工配送中心示范基地”称号，根据公司发展规划，东海华宏将积极拓展循环经济产业，择机开展报废汽车拆解相关业务，“废钢处理设备+加工”的模式有望培育新的业绩增长点，提高公司盈利能力。

◆ **资源加工设备、废钢与电梯零部件多轮驱动成型，多元化运营为业绩增长筑底。**公司原主业产品为再生资源加工设备和废钢业务，2015年收购威尔曼涉足电梯零部件领域，成为迅达、通力核心设备供应商，同时国内电梯保有量逐年升高，电梯维修保养市场的市场空间将逐步扩大。2017年上半年电梯零部件的销售已成为第一大营收来源，占比43.2%。

◆ **投资建议：**我们继续维持下半年业绩增速加快的判断，预测2017-2019年营业收入分别为13.86亿元、18.28亿元和21.95亿元，净利润分别为1.23亿元、1.67亿元、1.98亿元，每股收益分别为0.59元、0.80元、0.94元，维持“买入-A”建议，6个月目标价为24元，相当于2018年30倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**废钢行业回暖不及预期；电梯零部件行业市场竞争加剧；钢材、铁矿石价格大幅波动等。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	307.0	1,005.5	1,385.6	1,828.2	2,195.4
同比增长(%)	-14.8%	227.6%	37.8%	32.0%	20.1%
营业利润(百万元)	-19.9	64.6	129.4	183.4	221.5
同比增长(%)	-438.4%	-423.9%	100.4%	41.7%	20.8%
净利润(百万元)	-8.7	63.0	122.7	167.1	197.8
同比增长(%)	-186.2%	-820.7%	94.8%	36.1%	18.4%
每股收益(元)	-0.04	0.30	0.59	0.80	0.94
PE	-435.4	60.4	31.0	22.8	19.2
PB	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

机械 | 金属制品 III

买入-A(维持)

投资评级

6个月目标价

24元

股价(2017-10-19)

20.99元

交易数据

总市值(百万元)

4,396.25

流通市值(百万元)

3,119.69

总股本(百万股)

209.45

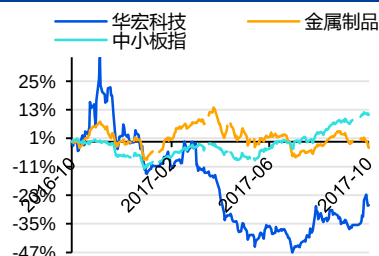
流通股本(百万股)

148.63

12个月价格区间

15.20/39.82元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.21	18.16	-38.25
绝对收益	11.18	32.93	-27.36

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.cn

021-20377099

报告联系人

王志杰

wangzhijie@huajinsec.cn

021-20377179

相关报告

华宏科技：周期来袭 再生资源业务回暖
2017-08-10

内容目录

一、2017Q3 业绩增长符合预期	3
二、钢铁去产能成效显著，废钢加工行业回暖	3
三、电梯巨头核心设备供应商，威尔曼业务稳步发展	5
四、投资建议	6
五、风险提示	6

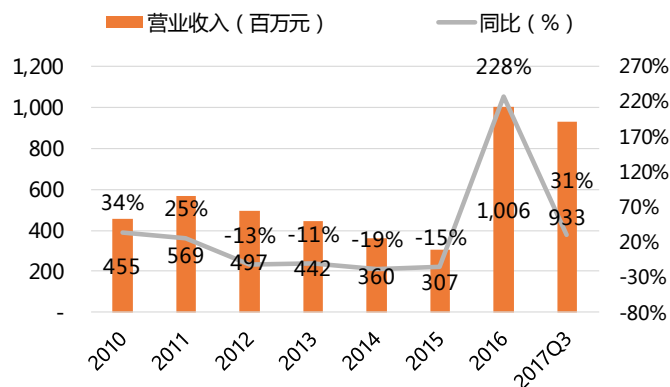
图表目录

图 1：2010-2017Q3 公司营业收入及增速	3
图 2：2010-2017Q3 公司归母净利润及增速	3
图 3：2017 上半年公司营收结构	3
图 4：2010-2017H1 分业务营收变动情况及毛利率	3
图 5：2012-2017 年江阴 6-8mm 废钢市场价走势	4
图 6：2011-2016 年公司再生资源装备销量、生产量	4
图 7：威尔曼 2013-2017H1 营收及利润情况	5
图 8：威尔曼主要客户	5
图 9：2003-2016 年中国电梯产量（万台）	5
图 10：2003-2016 年中国电梯保有量（万台）	5
表 1：2016 年以来部分钢铁行业去产能政策及举措	4

一、2017Q3 业绩增长符合预期

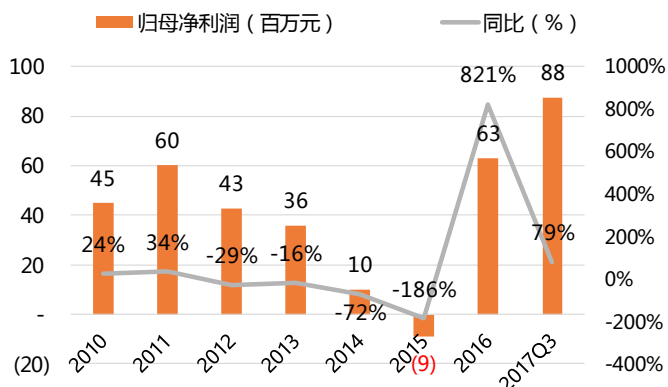
业绩保持高速增长，毛利率有所提升：2017 年前三季度公司实现营业收入 9.33 亿元，较去年同期上涨 30.94%；归母净利润 8752.84 万元，同比增长 78.72%。公司业绩增长绝对值较大，主要系再生资源装备及废钢业务量增加所致。由于基数效应，业绩增速较去年年报披露有所下滑，属于正常现象。从盈利能力来看，公司前三季度实现毛利率 21.44%，环比增加 2.29pct，主要是由于再生资源装备及废钢业务量增加所致。

图 1：2010-2017Q3 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

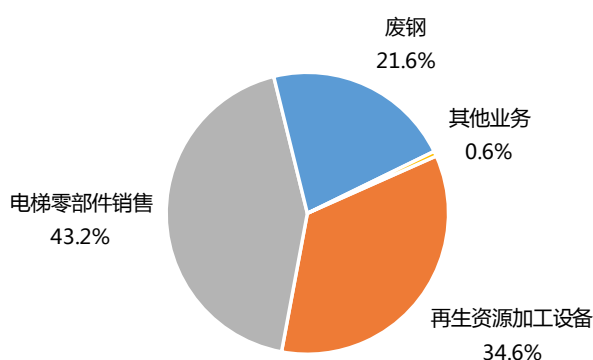
图 2：2010-2017Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

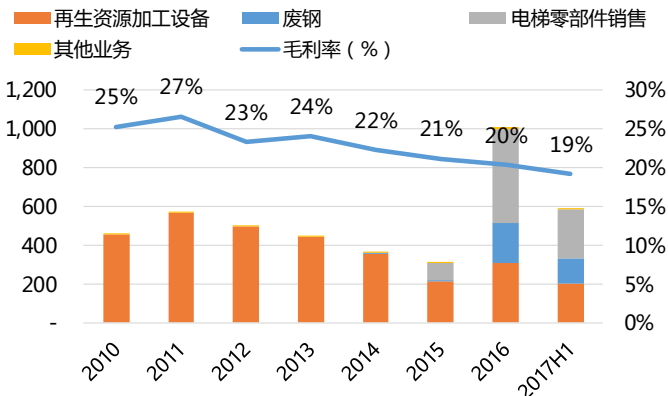
资源加工设备、废钢与电梯零部件多轮驱动成型，多元化运营为业绩增长筑底。公司原主业产品为再生资源加工设备，2015 年收购江苏威尔曼科技有限公司，转型电梯零部件领域。从半年报披露的数据来看，电梯零部件的销售已超越再生资源加工设备成为第一大营收来源，占比 43.2%；纵向来看，2017 年上半年各业务增长态势良好。其中再生资源加工设备营收 2.03 亿元 (+49.88pct)，电梯零部件营收 2.54 亿元 (+11.35pct)，废钢营收 1.27 亿元 (+46.18pct)。

图 3：2017 上半年公司营收结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：2010-2017H1 分业务营收变动情况及毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、钢铁去产能成效显著，废钢加工行业回暖

地条钢产能清退基本完成，再生资源产业迎来发展良机。2016 年以来，国家重拳出击整治地条钢，并制订取缔地条钢时间表，要求 2017 年 6 月 30 日前必须清除全部地条钢产能。截至

今年6月底,我国上半年共取缔、关停“地条钢”生产企业600多家,涉及产能约1.2亿吨。2017年7月4日,公司全资子公司东海华宏取得“废钢铁加工配送中心示范基地”称号,根据公司发展规划,东海华宏将积极拓展循环经济产业,择机开展报废汽车拆解相关业务,“废钢处理设备+加工”有望培育新的业绩增长点,提高公司盈利能力。

表1: 2016年以来部分钢铁行业去产能政策及举措

日期	政策/会议	内容
2016年2月	《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	对生产地条钢的企业,要立即关停,拆除设备,并依法处罚。
2016年10月	《钢铁工业调整升级规划(2016~2020年)》	明确要求全面取缔生产“地条钢”的中频炉、工频炉产能,并依法严肃查处“地条钢”生产企业,包括采用中频炉、工频炉进行炼钢的企业。
2017年1月	中钢协2017年理事(扩大)会议	发改委副主任林念修表示,要在2017年6月30日前全面取缔“地条钢”
2017年1月	《关于运用价格手段促进钢铁行业供给侧结构性改革有关事项的通知》	对列入《产业结构调整指导目录(2011年本)(修正)》钢铁行业限制类、淘汰类装置所属企业实行更加严格的差别电价政策
2017年3月	钢铁去产能工作会议	必须从5个方面将钢铁去产能工作推向深入,其中坚决依法取缔“地条钢”是一个重要方面。

资料来源:发改委、工信部、国务院、华金证券研究所

受钢铁行业落后产能清退影响,自2016年初以来,我国废钢价格触底回升。据Wind统计,2017年10月中旬江阴地区6-8mm废钢市场价已达1690元/吨,较年初上涨9.03%,较去年同期上涨12.67%。**随着钢铁价格回暖,废钢加工企业资产负债表得到修复,对上游废钢处理设备的采购预期增强。**从公司年报披露的数据来看,自2011年至2015年公司金属打包设备、金属剪切设备、废钢破碎生产线等金属再生资源加工设备的销量与生产量基本呈现下跌趋势;2016年随着行业升温,产品销售量同比上涨29%,生产量同比上涨12.44%,基本与废钢价格走势相吻合。**预计未来随着宏观经济的企稳回升以及供给侧改革的持续深入,废钢处理行业将加速洗牌,行业集中度进一步提高。华宏科技作为国内废钢加工设备龙头,有望充分受益下游行业整合,全年高增长可期。**

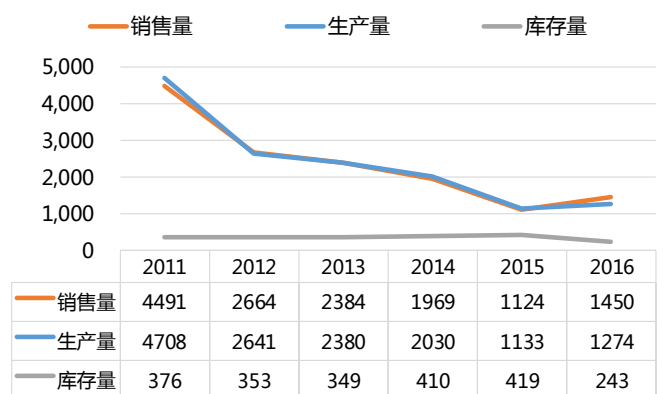
图5: 2012-2017年江阴6-8mm废钢市场价走势

江阴6-8mm废钢市场价(不含税,元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图6: 2011-2016年公司再生资源装备销量、生产量

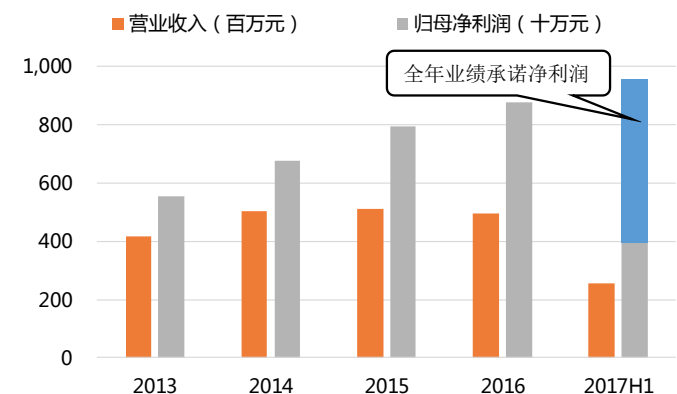


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

三、电梯巨头核心设备供应商，威尔曼业务稳步发展

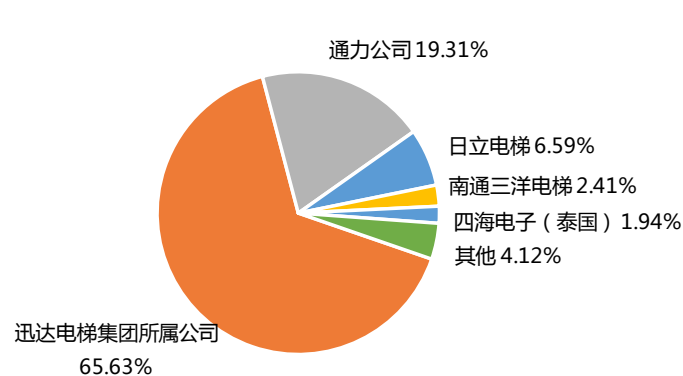
威尔曼客户资质良好，进入电梯巨头全球供应链。2015 年，公司在行业低迷的背景下借助资本市场收购威尔曼全部股权，实现外延式发展。威尔曼是国内领先的电梯零部件企业，专业为客户提供信号系统、操纵箱、控制柜、IC 卡等产品。根据公告，公司主要客户均为全球八大电梯制造商，并成功融入电梯厂商全球供应链体系，产品远销海外。2017 年上半年，威尔曼实现营业收入 2.56 亿元，同增 10.88%。根据公司业绩承诺，2016 年及 2017 年归母净利润合计不低于 1.84 亿元，截至 2017 年上半年公司已实现归母净利润 1.27 亿元，完成度 69.02%。我们预计威尔曼可以完成业绩承诺，支撑公司全年业绩增长。

图 7：威尔曼 2013-2017H1 营收及利润情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

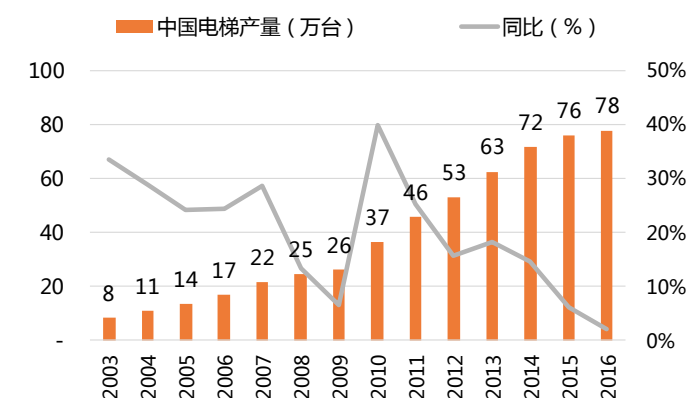
图 8：威尔曼主要客户



资料来源：公司公告，华金证券研究所

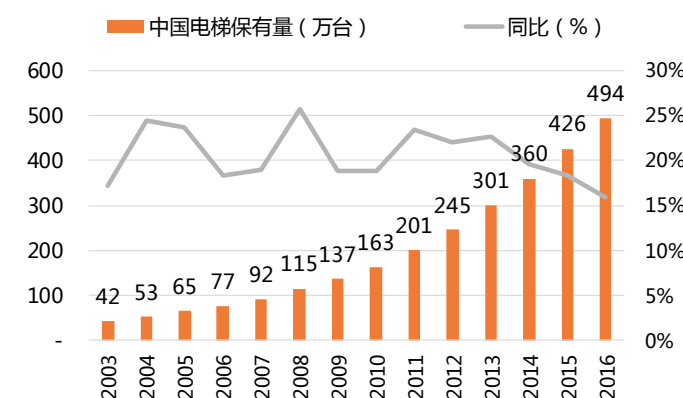
电梯保有量持续攀升，存量市场依然蕴藏巨大机遇。2016 年中国电梯产量 78 万台，连续两年增幅低于 10%，行业进入个位数增长时期，开始由增量市场转变为存量市场。但我国电梯市场依然不乏增长点，随着国内电梯保有量逐年升高，电梯后市场——维修保养市场的市场空间将逐步扩大。根据公开资料，国外电梯企业维保收入占总收入比例超过 40%，而国内电梯维保市场收入占比偏低，离发达国家尚有较大差距，有望形成新“蓝海”。

图 9：2003-2016 年中国电梯产量（万台）



资料来源：中国电梯协会，华金证券研究所

图 10：2003-2016 年中国电梯保有量（万台）



资料来源：国家质检总局，华金证券研究所

四、投资建议

我们继续维持下半年业绩增速加快的判断，预测 2017 – 2019 年营业收入分别为 13.86 亿元、18.28 亿元和 21.95 亿元，净利润分别为 1.23 亿元、1.67 亿元、1.98 亿元，每股收益分别为 0.59 元、0.80 元、0.94 元，维持“买入-A”建议，6 个月目标价为 24 元，相当于 2018 年 30 倍的动态市盈率。

五、风险提示

废钢行业回暖不及预期；电梯零部件行业市场竞争加剧；钢材、铁矿石价格大幅波动等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	307.0	1,005.5	1,385.6	1,828.2	2,195.4	年增长率					
减:营业成本	242.1	800.9	1,082.8	1,424.3	1,710.5	营业收入增长率	-14.8%	227.6%	37.8%	32.0%	20.1%
营业税费	2.1	7.2	9.3	12.2	14.7	营业利润增长率	-438.4	-423.9	100.4%	41.7%	20.8%
销售费用	22.9	36.9	50.8	64.0	76.8	净利润增长率	-186.2	-820.7	94.8%	36.1%	18.4%
管理费用	64.4	94.5	117.8	150.8	181.1	EBITDA 增长率	-86.4%	3950.7	52.1%	34.9%	18.2%
财务费用	-2.1	-3.2	-2.2	-4.7	-7.4	EBIT 增长率	-1811.7	-378.5	107.3%	40.5%	19.8%
资产减值损失	3.0	9.1	3.7	3.5	3.5	NOPLAT 增长率	-1598.5	-407.1	105.7%	40.5%	19.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	177.2%	1.8%	1.2%	-2.3%	-4.0%
投资和汇兑收益	5.4	4.5	5.9	5.3	5.2	净资产增长率	118.7%	4.2%	6.4%	8.7%	9.5%
营业利润	-19.9	64.6	129.4	183.4	221.5						
加:营业外净收支	4.6	6.9	11.4	7.9	8.5	盈利能力					
利润总额	-15.3	71.5	140.8	191.2	230.0	毛利率	21.1%	20.3%	21.9%	22.1%	22.1%
减:所得税	-3.3	9.5	19.7	26.8	32.2	营业利润率	-6.5%	6.4%	9.3%	10.0%	10.1%
净利润	-8.7	63.0	122.7	167.1	197.8	净利润率	-2.8%	6.3%	8.9%	9.1%	9.0%
						EBITDA/营业收入	0.8%	10.2%	11.3%	11.6%	11.4%
						EBIT/营业收入	-7.2%	6.1%	9.2%	9.8%	9.8%
						偿债能力					
						资产负债率	13.7%	14.6%	22.9%	27.3%	32.4%
						负债权益比	15.8%	17.2%	29.6%	37.5%	47.9%
						流动比率	3.22	3.21	2.33	2.16	1.99
						速动比率	2.45	2.53	1.55	1.52	1.37
						利息保障倍数	10.54	-18.92	-57.23	-37.97	-28.86
						营运能力					
						固定资产周转天数	303	124	89	69	59
						流动营业资本周转天数	362	128	97	69	48
						流动资产周转天数	755	267	248	249	268
						应收帐款周转天数	120	54	54	54	54
						存货周转天数	182	60	70	78	82
						总资产周转天数	1,510	641	520	459	446
						投资资本周转天数	1,073	486	358	270	218
						费用率					
						销售费用率	7.4%	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%
						管理费用率	21.0%	9.4%	8.5%	8.3%	8.3%
						财务费用率	-0.7%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
						三费/营业收入	27.7%	12.7%	12.0%	11.5%	11.4%
						投资回报率					
						ROE	-0.6%	4.1%	7.4%	9.3%	10.0%
						ROA	-0.7%	3.4%	5.6%	6.6%	6.7%
						ROIC	-3.6%	4.0%	8.0%	11.1%	13.6%
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.03	0.09	0.09	0.12
						分红比率	0.0%	8.3%	14.5%	11.4%	13.0%
						股息收益率	0.0%	0.1%	0.5%	0.5%	0.7%
资产负债表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
货币资金	173.8	206.7	260.4	436.5	662.3						
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收帐款	126.3	176.6	239.0	304.4	354.3						
应收票据	1.7	8.4	23.3	18.5	22.3						
预付帐款	4.1	23.6	14.3	29.6	27.7						
存货	165.3	170.7	370.7	420.6	577.2						
其他流动资产	221.2	210.7	202.5	211.5	208.2						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	348.9	343.9	344.5	353.5	364.1						
在建工程	11.9	3.4	12.9	11.4	10.7						
无形资产	82.6	80.1	88.0	98.8	101.7						
其他非流动资产	608.6	614.4	609.4	610.8	611.5						
资产总额	1,744.8	1,838.7	2,165.3	2,495.9	2,940.3						
短期债务	35.0	35.0	-	-	-						
应付帐款	144.7	154.4	362.8	586.3	800.6						
应付票据	-	-	-	-	-						
其他流动负债	35.3	58.5	114.0	73.0	131.6						
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	23.2	21.4	18.2	20.9	20.2						
负债总额	238.2	269.2	495.1	680.3	952.4						
少数股东权益	16.1	15.0	13.4	10.8	10.8						
股本	209.4	209.4	209.4	209.4	209.4						
留存收益	1,279.5	1,342.5	1,447.4	1,595.4	1,767.6						
股东权益	1,506.6	1,569.5	1,670.3	1,815.7	1,987.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-12.1	61.9	122.7	167.1	197.8	EPS(元)	-0.04	0.30	0.59	0.80	0.94
加:折旧和摊销	24.6	41.7	29.6	32.8	36.0	BVPS(元)	7.12	7.42	7.91	8.62	9.44
资产减值准备	3.0	9.1	-	-	-	PE(X)	-435.4	60.4	31.0	22.8	19.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9
财务费用	1.5	-0.0	-2.2	-4.7	-7.4	P/FCF	-4.6	98.1	53.9	19.1	15.1
投资损失	-5.4	-4.5	-5.9	-5.3	-5.2	P/S	12.4	3.8	2.7	2.1	1.7
少数股东损益	-3.3	-1.1	-1.7	-2.6	-	EV/EBITDA	1,439.6	35.2	22.6	15.9	12.5
营运资金的变动	7.3	-38.4	5.9	49.2	66.3	CAGR(%)	-339.0	47.3%	129.3%	-339.0	47.3%
经营活动产生现金流量	54.1	63.3	148.4	236.5	287.5	PEG	1.3	1.3	0.2	-0.1	0.4
投资活动产生现金流量	-367.7	-30.4	-41.7	-45.9	-43.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	312.8	-2.7	-53.1	-14.4	-18.2						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn