



## 增持(首次)

所属行业: 机械  
当前价格(元): 15.00

# 华宏科技(002645): 再生资源利用新星, 受益稀土价格上涨

### 投资要点

- **稀土回用细分冠军, 充分受益稀土价格上涨。**2020年公司完成对于稀土回用龙头鑫泰科技的收购, 进一步拓宽再生资源利用业务版图, 同时有望与汽车拆解业务形成良好协同。我们预计鑫泰科技2023年利润将占到公司的近50%, 而其收购价格对应20年利润仅9xPE。去年9月公司公告了与南方稀土6万吨磁材废料回收利用项目的合作, 该项目有望在今年内促成鑫泰科技产能的翻倍, 同时打开其远期持续增长的空间。下游新能源汽车、工业机器人等需求向好, 同时过去对于稀土黑产能的打击成效显著, 20Q4起稀土价格持续上涨, 21Q1氧化镨钕同比上涨70%, 氧化镱、氧化铽等重稀土涨价更多, 有望在提升公司收入的同时提升一定的毛利率。公司21Q1利润同比大幅+768%, 预计H1实现2.4~2.8亿利润(同比+219%~272%), 稀土回用业务将贡献其中的绝大多数增量;
- **公司成长逻辑由周期向运营切换, 看好拆解及废钢运营产能持续提升。**公司早年以废钢设备业务起家, 除去年外延并购的稀土回用业务外, 公司2018年起布局汽车拆解, 目前在全国拥有三大废钢及汽车拆解运营基地。作为新进入者, 公司的核心优势包括稀土回用协同带来的精细化拆解能力、与钢厂的长期合作带来的废钢销售渠道优势、设备销售带来的信息优势和引流作用以及扎实稳健的管理团队。2020年东海汽车拆解中心已能够贡献1565万的盈利, 北京全国汽车拆解样板蓄势待发, 未来公司拆解基地有望在全国范围内持续异地复制;
- **设备业务: 稳定的现金流创造器, 废钢设备助力碳中和。**我们测算废钢设备市场需求约为30亿元/年, 公司作为行业龙头近年来与主要竞争对手差距持续拉大, 碳达峰承诺增强废钢使用占比提升的确定性, 废钢设备市场有望持续扩容, 同时汽车拆解政策的落地有望为市场短期带来一定的需求增量。电梯零部件方面, 子公司威尔曼盈利稳定, 信号系统市占率持续提升, 新开拓的电梯安全部件业务有望在未来3年再造一个威尔曼。
- **投资建议。**假设未来3年稀土价格维持现阶段水平不变, 公司现有运营业务产能如期爬坡, 则预计公司2021~2023年有望实现归母净利润4.3、5.9和6.6亿元, 同比增速93%、36%和12%, 对应当前87亿市值下的PE分别为20、15和13x。这一估值水平显著低于稀土行业22年29x的平均预测PE, 与已经步入成熟期的垃圾发电行业头部企业估值相当, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 1、稀土价格下跌; 2、在手项目建设进度不及预期; 3、汽车拆解政策落地不及预期。

### 证券分析师

#### 倪正洋

资格编号: S0120521020003

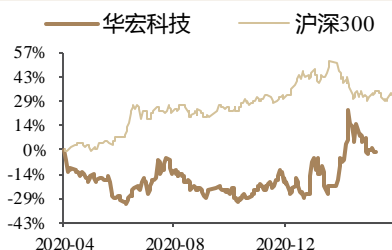
邮箱: nizy@tebon.com.cn

#### 杨任重

资格编号: S0120521030002

邮箱: yangrz@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.52	8.54	6.54
相对涨幅(%)	-8.34	17.45	15.00

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

### 股票数据

总股本(百万股):	582.69
流通A股(百万股):	440.08
52周内股价区间(元):	8.00-15.98
总市值(百万元):	8,740.37
总资产(百万元):	4,242.08
每股净资产(元):	5.44

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,161	3,376	4,496	7,680	8,805
(+/-)YOY(%)	12.8%	56.2%	33.2%	70.8%	14.7%
净利润(百万元)	179	225	434	588	660
(+/-)YOY(%)	14.0%	25.8%	92.7%	35.5%	12.2%
全面摊薄EPS(元)	0.31	0.39	0.74	1.01	1.13
毛利率(%)	21.0%	14.2%	18.4%	17.4%	17.2%
净资产收益率(%)	9.2%	7.6%	12.9%	15.0%	14.6%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1. 公司简介：废钢设备龙头转型资源回收利用，成长逻辑由周期向运营切换.....	5
1.1. 废钢设备龙头，围绕再生资源行业持续布局.....	5
1.2. 稀土+废钢+电梯零部件三轮驱动，成长逻辑由周期向运营切换.....	6
2. 稀土回收利用：受益稀土价格上涨，南方稀土项目合作打开产能增长空间.....	8
2.1. 稀土回收利用：牌照稀缺，盈利能力较强.....	8
2.2. 南方稀土合作项目带来产能翻倍的空间，下游需求快速增长.....	9
3. 汽车拆解：市场化进程刚刚开启，精细化拆解能力是核心竞争力.....	11
3.1. 政策缺位、正规企业竞争力不足，2019年前汽车拆解行业畸形发展.....	11
3.2. 不只是五大总成的放开，政策细则发布、新资本流入、国三提前报废将共同开启汽车拆解行业市场化进程.....	12
3.3. 行业整合势在必行，公司具备成长为行业龙头的潜力.....	15
4. 废钢及汽车拆解设备：稳定的现金流创造器，成套拆解设备有一定弹性.....	18
5. 电梯零部件：信号系统市占率持续提升，安全部件有望再造一个威尔曼.....	20
5.1. 信号系统：市占率持续提升，带来过去五年年均8000万以上的稳定盈利.....	20
5.2. 安全部件：导入原有客户供应链，空间是信号系统的两倍.....	21
6. 估值与盈利预测.....	22
6.1. 盈利预测与业绩拆分.....	22
6.2. 估值分析：历史低位，显著低于稀土行业平均水平.....	23
7. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司历史营收及增速.....	6
图 4: 公司历史归母净利润及增速.....	6
图 5: 2020 年预计各板块利润占比.....	7
图 6: 2022 年预计各板块利润占比.....	7
图 7: 稀土回收利用行业产业链.....	8
图 8: 鑫泰科技历史毛利率与稀土价格对比.....	9
图 9: 2019 年稀土冶炼分离指标(吨).....	9
图 10: Q1 新能源汽车产量快速增长.....	10
图 11: Q1 工业机器人产量快速增长.....	10
图 12: 全球永磁材料市场规模预测(亿美元).....	10
图 13: 稀土氧化物及磁材近三年月度均价(元/kg).....	10
图 14: 全国汽车保有量及增速情况.....	11
图 15: 2019 年约八成报废汽车未进入正规渠道.....	11
图 16: 汽车拆解流程图.....	12
图 17: 正规渠道报废汽车量和同比情况.....	13
图 18: 报废汽车行业销售额及回用件销售额.....	13
图 19: 按排放标准阶段划分的汽车保有量构成(2017).....	14
图 20: 东海桃林镇废旧轮胎直接堆放在庄稼地旁.....	15
图 21: 不同报废汽车年回收量企业数量占比.....	15
图 22: LKQ 在上市 18 年间创造了 25 倍的收益.....	15
图 23: 氧化镨钕价格历史波动情况.....	16
图 24: 公司产品介绍.....	18
图 25: 废钢使用量和增速预期.....	18
图 26: 中国废钢使用比例低于全球平均水平.....	18
图 27: 公司废钢设备收入与废钢和铁矿石价格相关性较强.....	19
图 28: 公司净利润与经营活动现金流净流入情况(百万元).....	19
图 29: 华宏设备结构拆分(百万元).....	19
图 30: 华宏科技设备销售与湖北力帝收入对比(百万元).....	19
图 31: 威尔曼收入及增速.....	20
图 32: 威尔曼利润、增速及业绩对赌.....	20

图 33: 威尔曼主要产品 .....	20
图 34: 全球电梯销量及增速 .....	21
图 35: 2019 年全球电梯整机厂市占率 .....	21
图 36: 公司历史 PE 估值情况 .....	23
表 1: 小型轿车拆解价值量拆分 .....	12
表 2: 2017 年主要城市报废汽车收购价格 .....	12
表 3: 新规+细则+两个规范将保障行业未来健康发展 .....	13
表 4: 地方报废汽车补贴政策 .....	14
表 5: 新规牌照准入产能及经营面积要求 .....	16
表 6: 三大基地收入利润预测 .....	17
表 7: 安全部件及信号系统价值量对比 .....	21
表 8: 华宏科技历史收入及盈利预测 (百万元) .....	22
表 9: 稀土、固废企业 PE 估值情况 .....	23

# 1. 公司简介：废钢设备龙头转型资源回收利用，成长逻辑由周期向运营切换

## 1.1. 废钢设备龙头，围绕再生资源行业持续布局

废钢设备龙头，围绕再生资源行业持续布局，18年起切入汽车拆解。公司成立于2004年，逐步发展为废钢设备行业龙头，并于2011年在深交所上市。废钢设备周期性较强，2015年以来公司不断通过收购的方式扩大业务范围，增强盈利稳定性并寻找新的增长机会。公司于2015年和2020年先后完成了对于威尔曼和鑫泰科技的收购，目前主营业务涵盖废钢及汽车拆解装备制造、废钢及汽车拆解运营、电梯零部件和稀土资源综合利用四大板块。

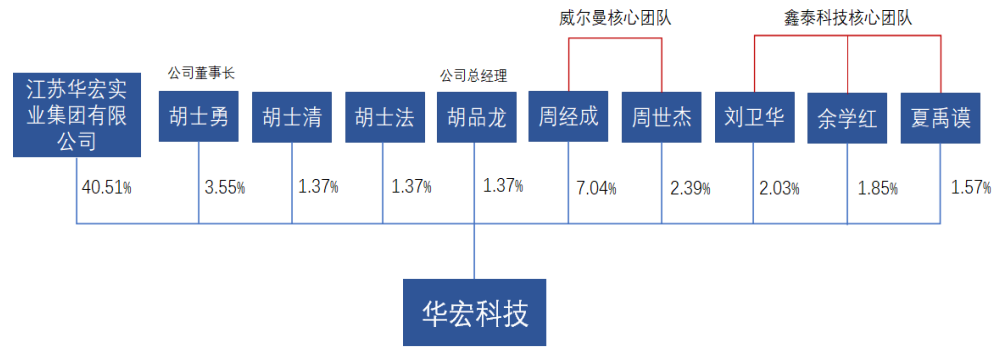
图 1：公司发展历程



资料来源：德邦研究所

大股东华宏实业集团综合实力强劲，核心高管持股比例较高。胡士勇、胡士清、胡士法、胡士勤四兄弟为公司实际控制人，通过集团以及直接持有合计公司48%的股份。华宏实业集团是一家以化纤、机械、铜制品、人造革、医药产业为主的综合性集团公司，为中国制造业500强企业。集团公司董事长胡士勇担任董事长，胡士清为集团董事兼副总经理。除此之外的公司前十大股东为电梯零部件板块和稀土回收利用板块的核心高管，合计持有公司约15%的股份。

图 2：公司股权结构



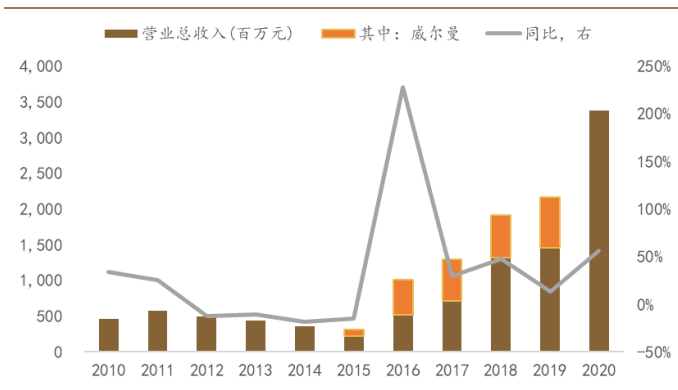
资料来源：公司 2020 年年报，德邦研究所

## 1.2. 稀土+废钢+电梯零部件三轮驱动，成长逻辑由周期向运营切换

传统主业废钢设备周期性较强，电梯零部件平滑波动。公司传统主业废钢设备受下游废钢行业周期影响较大，2011~2015 年钢铁价格持续下行，公司收入持续萎缩。2015 年公司定增收购业务发展较为稳定的电梯安全部件龙头江苏威尔曼，增强盈利稳定性。2016 年末国家打击地条钢，带来废钢破碎线需求的爆发式增长，带动公司设备收入在 2018~2019 年达到历史最高的 11 亿的水平。

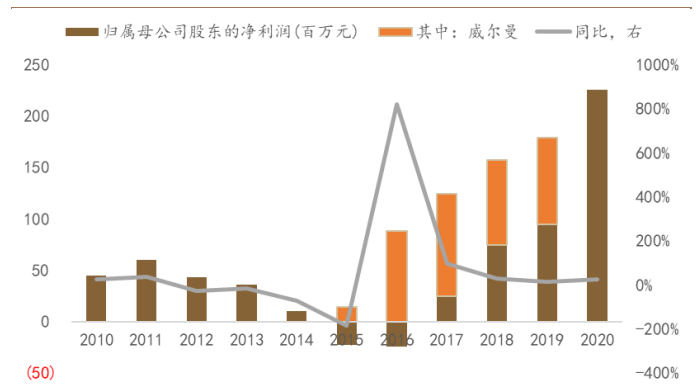
2020 年，公司收入、利润分别同比增长 56%和 26%，除鑫泰科技并表影响外，主要系疫情影响减弱后下游废钢及汽车拆解行业恢复正常运行，单月设备需求恢复至历史较好水平。

图 3：公司历史营收及增速



资料来源：公司年报，德邦研究所

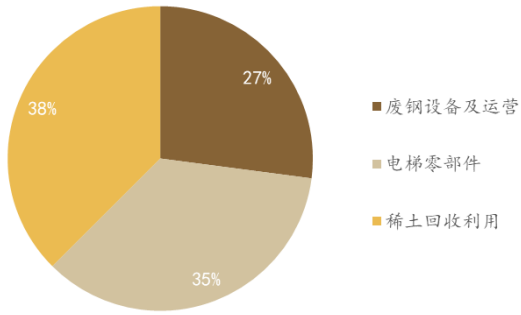
图 4：公司历史归母净利润及增速



资料来源：公司年报，德邦研究所

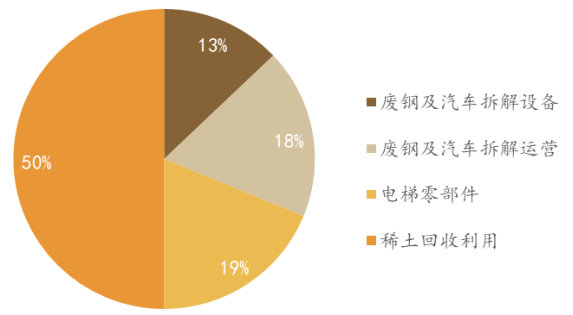
收购鑫泰科技进一步布局资源回收利用行业，运营类业务将成为业绩增长的主要驱动力。2019 年 7 月公司公告发行股份及支付现金收购鑫泰科技的预案，2020 年 3 月底完成资产过户。2020 年公司废钢设备及运营、电梯零部件、稀土回收利用的毛利占比大致在 30%/40%/30%，随着公司三大废钢及汽车拆解基地的逐步落地，废钢及汽车拆解运营业务将成为业绩增长的主要来源，同时稀土回收利用板块亦有较大弹性，我们预计 2023 年公司运营类业务利润占比将提升至接近 70%的水平。

图 5：2020 年预计各板块利润占比



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 6：2023 年预计各板块利润占比



资料来源：公司年报，德邦研究所

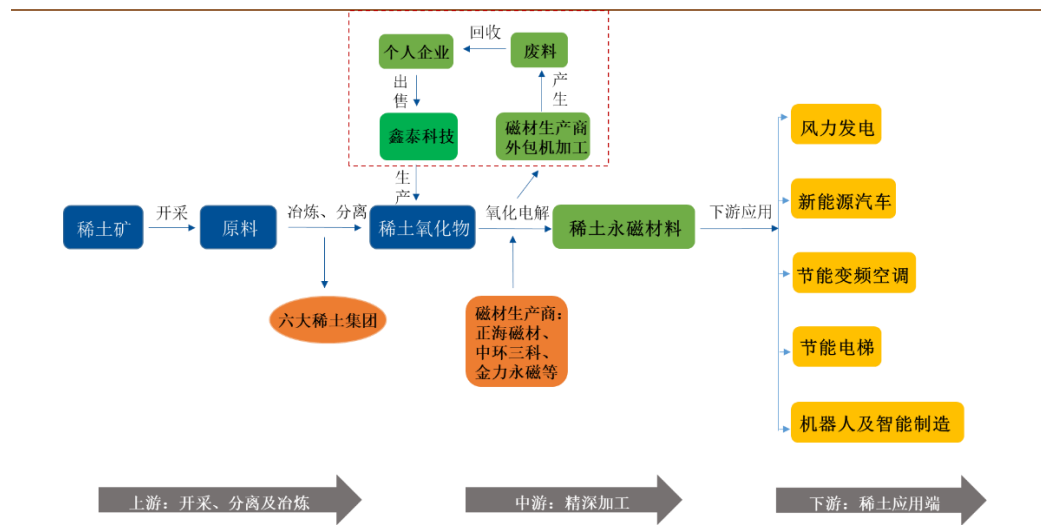
## 2. 稀土回收利用：受益稀土价格上涨，南方稀土项目合作打开产能增长空间

### 2.1. 稀土回收利用：牌照稀缺，盈利能力较强

公司于2020年完成对于稀土回收利用行业龙头鑫泰科技收购。2020年3月，公司完成对于鑫泰科技100%股权的收购，整体估值8.1亿，2020年~2022年承诺利润0.85、1.00、0.97亿元，收购价格对应2020年PE约9.5x。鑫泰科技的业务模式为从个人供应商处收购磁材机加工环节产生的稀土废料，进行萃取、焙烧等工艺后生产氧化镨钕等稀土氧化物，再销售给磁材生产商，同时子公司中杭新材亦开展稀土永磁材料的生产业务。鑫泰科技在吉安市吉安县和吉水县拥有两座较为现代化的稀土废料综合利用生产工厂，具有超过2900吨/年稀土氧化物的产能，现有产能的持续爬坡将成为未来业绩对赌完成的主要保障。

稀土回收利用贴合国家严控上游开采的监管方向，磁材产品应用范围广泛。稀土是国家重要战略资源，非法开采稀土资源在干扰稀土市场价格的同时带来严重的环保问题。工信部对于每年生产总量和原矿开采进行严格的总量控制，2019年冶炼分离环节产生的稀土氧化物总指标为12.7万吨，全部分配给北方稀土、南方稀土、中铝、广东稀土、五矿和厦门钨业六大稀土集团。稀土回收利用本质上提升了原料利用率，符合国家严控上游开采的监管方向。其产品稀土氧化物主要用以生产磁材，后者广泛应用于风力发电、新能源汽车、节能变频空调等领域，具备良好的市场需求。

图7：稀土回收利用行业产业链

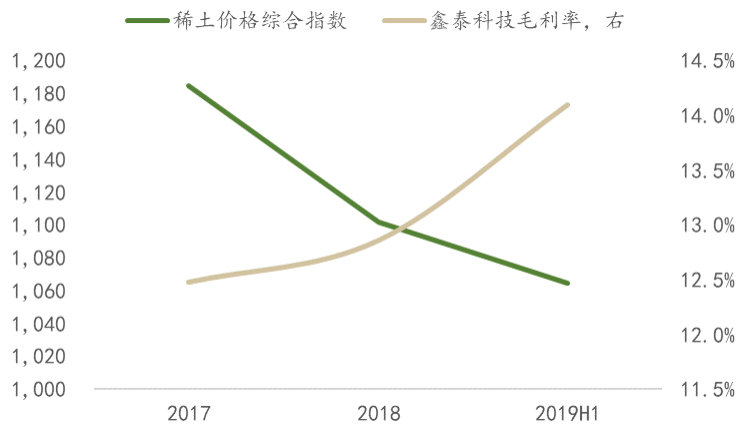


资料来源：德邦研究所

鑫泰科技掌握技术和工艺优势，盈利能力较强。稀土回收利用行业的实质是提升原料在整个生产环节中的利用率，行业盈利的来源类似于加工费，收货价格根据下游稀土氧化物大宗商品价格倒推，毛利率的核心盈利因素是产能利用率，当下游产品价格上涨时毛利率因为公司收率较高会略有提升，更多会表现在收入端。由于过去不少稀土回收利用企业借回收之名行冶炼分离之实，监管要求下2013年以来行业持续整合，合规企业数量由13年的55家下降到目前的19家，其中9家已被整合入六大稀土集团的序列。鑫泰科技核心团队深耕行业数十年，公司在研发水平和生产工艺方面行业领先，我们测算公司2019年的市场占有率已经达到了15%，规模位居行业首位。



图 8：鑫泰科技历史毛利率与稀土价格对比



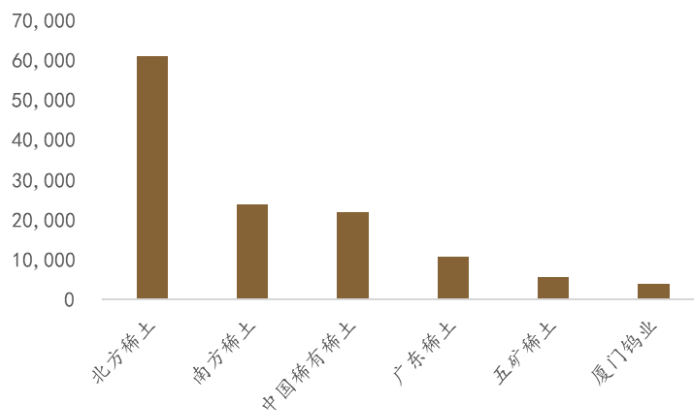
资料来源：WIND、公司公告，德邦研究所

## 2.2. 南方稀土合作项目带来产能翻倍的空间，下游需求快速增长

与南方稀土的 6 万吨磁材废料项目合作有望进一步打开公司盈利空间。2020 年 9 月，公司公告与南方稀土集团签署了《年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目框架协议》，拟联合在赣州市龙南经济技术开发区内兴建年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目。南方稀土在自有 2 块稀土回收利用牌照的前提下，依然选择外部的鑫泰科技进行合作，从侧面体现出鑫泰的技术实力和盈利能力。按照每万吨磁材废料对应 3000 吨稀土氧化物的比例测算，先期 2 万吨货源能够保障公司约 6000 吨的稀土氧化物产品，较目前 2900 吨的产能翻倍。按照一年的建设期推算，该项目有望于 2021 年四季度投产运行，进一步增厚公司利润。

对于南方稀土而言，其自身拥有 2.4 万吨的轻重稀土冶炼分离指标，位居行业第二，与北方稀土 6 万吨的规模存在较大差距，远期 6 万吨磁材废料如能全部转化为稀土氧化物，则南方稀土的体量有望提升至 4.2 万吨，进一步缩小与行业龙头的差距，提升行业地位。项目的重要性不言而喻，南方稀土方面有足够的动力保障废料来源和项目的稳步落地。

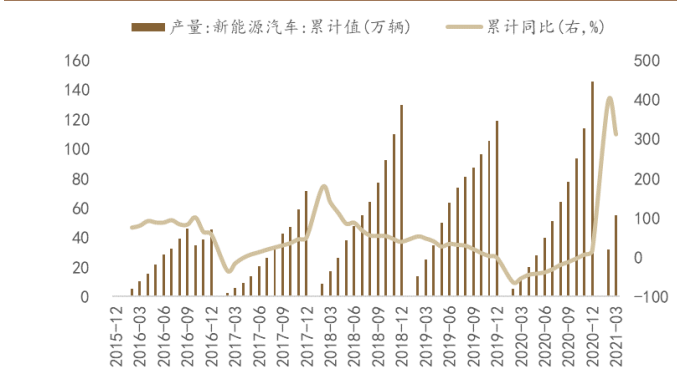
图 9：2019 年稀土冶炼分离指标(吨)



资料来源：公司公告，德邦研究所

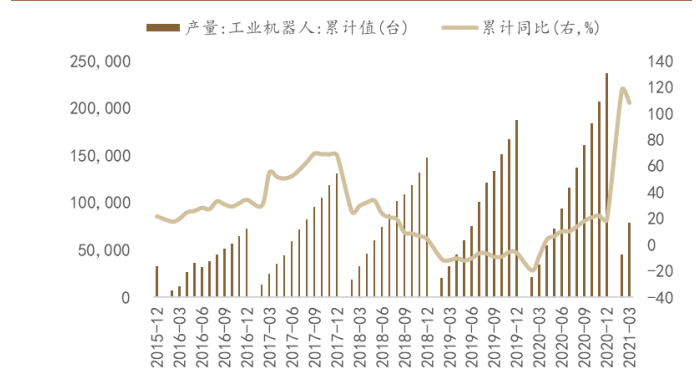
**Q1 下游新能源等行业需求迎来爆发，稀土消费持续向好。**随着疫情影响的逐步消退，Q1 磁材下游需求持续爆发。据统计局数据，21Q1 我国新能源汽车产量累计 55.3 万辆，同比+313%(较 19 年同期+119%)，工业机器人产量累计 7.9 万台，同比+108%(较 19 年同期+143%)，持续带动磁材消费。

图 10: Q1 新能源汽车产量快速增长



资料来源：统计局，德邦研究所

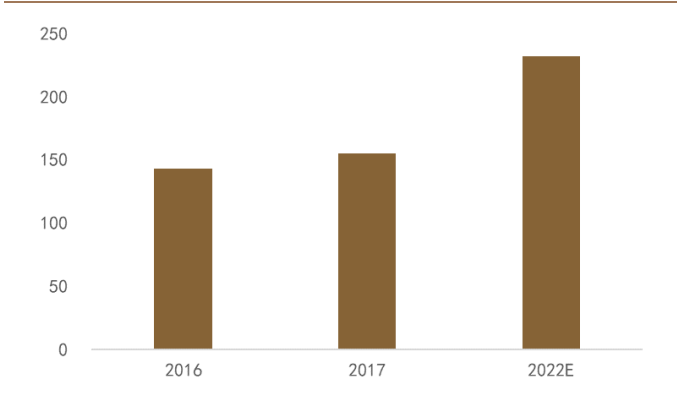
图 11: Q1 工业机器人产量快速增长



资料来源：统计局，德邦研究所

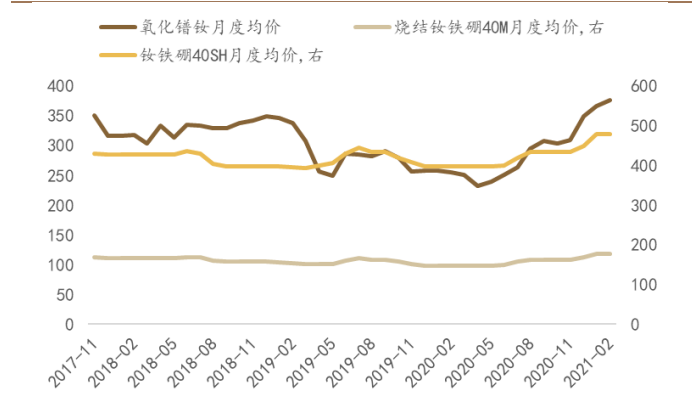
**远期市场需求有望持续增长，稀土氧化物价格持续回升。**根据 BBC research 的预测，2022 年全球永磁材料市场规模将达 230 亿美元，近两年复合增速 8%。未来新能源汽车、风电的逐步放量将持续提升磁材市场的需求，2020 年下半年以来，稀土产业链相关产品价格持续上涨，且稀土氧化物涨幅高于下游产品的涨幅，说明近年来对于黑稀土产能的持续打击成效初步显现，产能过剩情况有所改观，公司未来产品消纳具备保障。

图 12: 全球永磁材料市场规模预测(亿美元)



资料来源：BBC research，德邦研究所

图 13: 稀土氧化物及磁材近三年月度均价(元/kg)



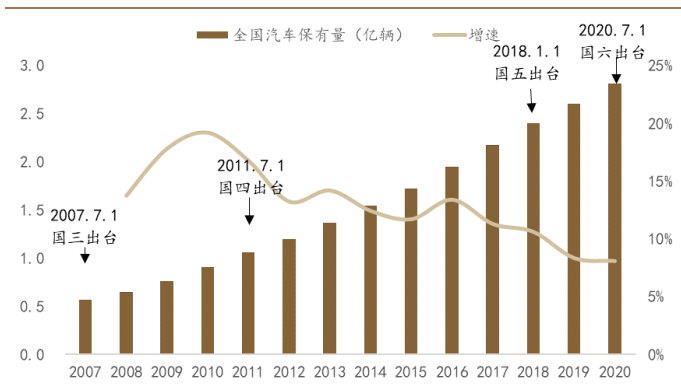
资料来源：WIND，德邦研究所

### 3. 汽车拆解：市场化进程刚刚开启，精细化拆解能力是核心竞争力

#### 3.1. 政策缺位、正规企业竞争力不足，2019年前汽车拆解行业畸形发展

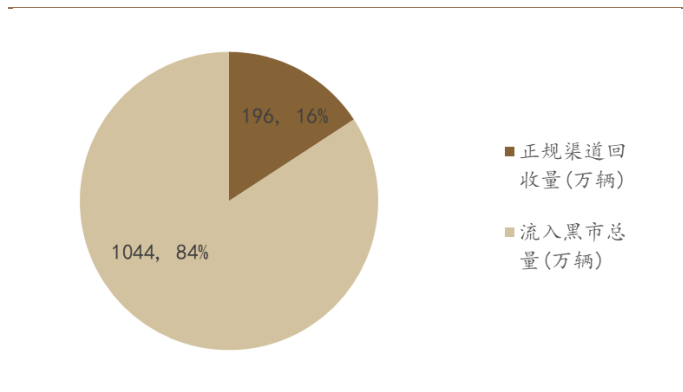
**行业现状：八成报废汽车流入黑市，汽车拆解行业存在6倍增长空间。**2020年全国汽车保有量已达到2.8亿量，按照20年报废即5%的国际平均报废率推算，全国每年报废汽车的数量已达1400万辆，而2019年全国正规渠道报废总量仅不到200万辆，约85%的汽车被弃置路边或流入黑市。2019年正规企业销售额仅300亿，按照1.5万元/车的价值量测算，若报废汽车全部回流正规渠道，则行业市场空间在2000亿以上，存在6倍以上的增长空间。

图 14：全国汽车保有量及增速情况



资料来源：WIND，德邦研究所

图 15：2019 年约八成报废汽车未进入正规渠道



资料来源：中国物资再生协会，德邦研究所

**场地外包**是过去正规持牌企业广泛使用的一种经营模式，实质上助长了报废车流入黑市。根据我们的草根调研，过去70%以上的正规持牌企业未投入相关设备，而是将场地外包给个人团队，并从中收取一定的提成。过去为防范收车价格市场化带来恶性竞争从而导致五大总成违规销售，在政策实际运行过程中，监管对于电话收车价格进行窗口指导，加上大量牌照方本身来自于物资系统，主动经营性不足，正规牌照方更倾向于使用外包来兑现特许经营的价值。这种模式难以把控报废车的最终去向，从结果上助长了报废车流入黑市的现象。

**政策监管缺位、行业精细化拆解能力不足是黑市和小作坊具备收车价格优势的原因。**2019年以前正规企业低价收车现象普遍，在废钢价格低下的2015年收车价格甚至低至300~500元/辆，严重打击了车主正规渠道申请报废的积极性。黑市和小作坊能够给予车主更高的收车价格，整体价格优势能达到2~2.5倍。我们将汽车拆解的主要产品按价值量进行进一步拆分，发现黑市及小作坊过去的价格优势主要来源于以下几方面：

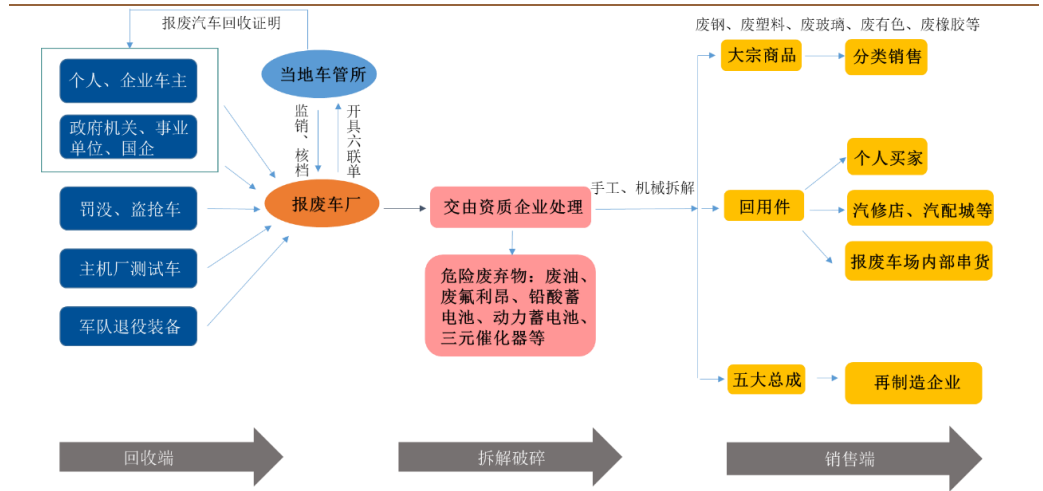
1) **五大总成**，发动机+变速箱+前后桥等，最高占到全部价值量的30%，19年以前的老版回收管理办法不允许汽车拆解企业销售，新规放开后双方回到同一起跑线竞争；

2) **回用件**，三元催化器、轮毂等，可达全部价值量的30%以上，一方面特许经营制致持牌企业主动经营性不足，不具备精细化拆解能力，低价进出情况普遍，另一方面此前报废车辆以国I国II标准为主，回用件销路较差，导致2018年以前回用件市场尚未启动；

3) 废钢等资源品，拆除可用五大总成、回用件后的剩余部分，主要销售给钢企用作炼钢，资源回收利用行业利润率薄，无进项税额抵扣，小作坊普遍偷税漏税，且政府对于其环保问题监管不足。

4) 黑市将报废车作为整车违法销售至农村或是海外，带来严重的道路安全问题，也是当前重点监管的行为。

图 16：汽车拆解流程图



资料来源：德邦研究所

表 1：小型轿车拆解价值量拆分

名称	价格（元）	名称	价格（元）
变速箱	209	转向机总成	28
发动机	475	铜线	90
前后桥	649	前后杠	45
废钢（车身）	744	工作台总成	70
传动轴	19	其他回用件	700
排气管	32	废三元催化器	300-2500 元不等

资料来源：中国物资再生协会，德邦研究所

表 2：2017 年主要城市报废汽车收购价格

地区	回收价格		
	小型车	中型车	大型车
北京	1200 元/台	1250 元/台	1300 元/吨
上海	400-600 元/吨	400-600 元/吨	1000 元/吨
深圳	360 元/吨	360 元/吨	360 元/吨
重庆	600-900 元/吨	600-900 元/吨	900-1400 元/吨
承德	300-500 元/台	500-800 元/台	800-1000 元/吨
成都	150-400 元/吨	350 元/吨	700-1100 元/吨

资料来源：中国物资再生协会，德邦研究所

### 3.2. 不只是五大总成的放开，政策细则发布、新资本流入、国三提前报废将共同开启汽车拆解行业市场化进程

近两年政策密集出台，行业有望重构，产业资本热情高涨。2019 年 6 月，新版《报废机动车回收管理办法》正式实施，允许汽车拆解企业将五大总成销售给具备再制造能力的企业。2020 年 9 月，《报废机动车回收管理办法实施细则》正

式执行，规定取得报废机动车回收拆解资质认定的企业，需要符合《报废机动车回收拆解企业技术规范》以及《报废机动车拆解环境保护技术规范》。实际执行中，此前享有资质的 700 多家汽车拆解企业需要在 2 年的缓冲期内完成资质的重新认证，行业有望迎来重构。同时产业资本显示出了很强的参与热情，据协会数据，仅江苏和辽宁两地，2019 年咨询意向申请牌照的企业数量就达 700 家，格力集团、华宏科技、格林美等深耕行业多年和实力强劲的新资本的进入有望为行业发展带来新的活力。

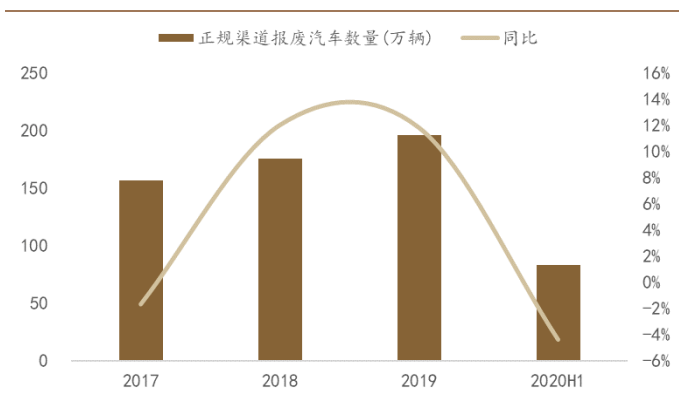
表 3：新规+细则+两个规范将保障行业未来健康发展

时间	政策名称	内容
2001	《报废汽车回收管理办法》	“五大总成”只能作为废金属强制回炉，已经废止
2007	《报废机动车拆解环境保护技术规范》	规定污染控制要求及环境保护要求，目前该规范正在着手修订，尚未正式出台新版本
2008	《汽车零部件再制造试点管理办法》	确定了首批 14 家汽车零部件再制造试点企业，同时将零部件产品范围定为发动机、变速器、发电机、起动机、转向机
2019	《报废汽车回收管理办法》	于 2019 年 6 月正式落地实施，“五大总成”再制造解禁，完善进入退出机制，取消总量控制，不再按照报废金属价格回收，按照市场价，完善监管
2019	《报废机动车回收拆解企业技术规范》	于 2019 年底正式实施，对 08 年的版本进行了更新，根据我国地区差异较大的国情，将回收拆解企业分成 6 个档位进行管理，增加企业建设和拆解技术要求等内容；新增拆解电动汽车相关要求；强化场地建设和设施设备环境保护要求
2020	《报废机动车回收管理办法实施细则》	于 2020 年 9 月正式落地实施，包括拆解企业资质认定和管理、回收拆解行为规范、回收利用行为规范、监督管理等

资料来源：国务院、发改委，德邦研究所

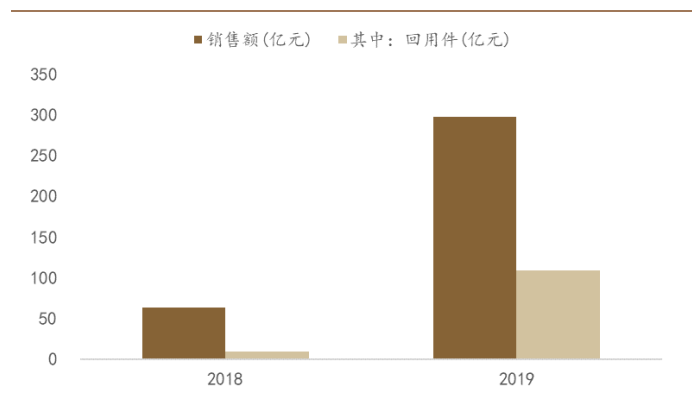
**政策落地初见成效，精细化拆解趋势出现。**2019 年新规出台后正规渠道报废汽车总量稳步提升，同比+12%，2020H1 受到疫情影响，在行业停工停产 3 个月的情况下，上半年报废汽车量仍与去年同期基本持平。从正规企业销售额情况来看，经营模式已出现较大的转变，2019 年行业销售额达到 300 亿元，同比提升接近 5 倍，其中回用件销售额从 18 年的不到 10 亿增长到 19 年接近 110 亿元，占到全部销售额的 30%以上，精细化拆解趋势出现。国 III 排放标准于 07 年出台，其后 4 年国 IV 出台，国 III 汽车本身将于未来 5 年逐步进入报废周期，加上各地近年来陆续出台的鼓励国 III 提前报废的补贴政策，国 III 汽车逐渐成为报废汽车的主要部分，高价值的 C 类车占比持续提升，拆解价值持续提升，对于拆解企业精细化拆解能力的要求也会相应提高。

图 17：正规渠道报废汽车量和同比情况



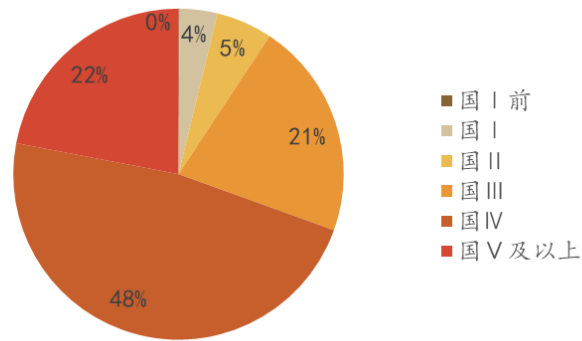
资料来源：中国物资再生协会，德邦研究所

图 18：报废汽车行业销售额及回用件销售额



资料来源：中国物资再生协会，邦研究所

图 19：按排放标准阶段划分的汽车保有量构成（2017）



资料来源：中国物资再生协会，德邦研究所

**未来地方补贴和车牌限制会进一步促进报废汽车回流正规渠道。**为治理大气污染、刺激汽车消费，各地在近几年持续给予不同车型一定的报废补贴。从汽车保有量 300 万辆以上的大型城市来看，当前补贴的主要对象是老旧国 III 标准汽车。由于黑市和小作坊无法提供报废汽车回收证明从而享受补贴，陆续出台的补贴政策进一步增强了正规渠道的价格竞争力。对于汽车保有量较高的上海、杭州等城市，道路的拥挤导致新车牌需要摇号申请，部分城市车牌拍卖价格高达 3~5 万，车牌限号城市的增多有望进一步带动报废汽车的回流。

表 4：地方报废汽车补贴政策

发布时间	区域	政策名称	有效时间	补贴对象	补贴金额(元/辆)
2018.12	上海	《市交通委、市环保局、市商务委关于调整本市老旧车辆提前淘汰补贴政策的的通知》	2018.12-2019.12.31	国 III 柴油车（国 III 柴油公交车除外）	5000-18000
2020.3		《2020 上海老旧汽车报废更新补贴范围和补贴标准》	2020.4.23-2020.12.31	国 IV 及以下排放标准的燃油汽车、符合要求的国 VI 排放标准燃油新车	4000
2017.6	北京	《北京市促进高排放老旧柴油货车淘汰方案》	2017.9.21-2019.9.20	柴油货车	2800-40000
2020.3		《北京市进一步促进高排放老旧机动车淘汰更新方案(2020-2021 年)》	2020.4.1-2021.12.31	国 III 汽油载客汽车和汽油载货汽车	1600-22000
2018.4	济南	《济南市老旧柴油车报废更新资金补贴实施方案》	2018.1.1-2019.12.31	国 III 老旧柴油车	7000-40000
2020.8		《济南市老旧柴油货车报废更新资金补贴实施方案》	2020.1.1-2021.6.31	国 III 柴油货车	4900-32000
2018.10	深圳	《深圳市老旧车提前淘汰奖励补贴办法(2018-2020 年)》	2018.7.1-2020.6.30	高排放老旧国 I 国 II 汽油车及国 III 柴油车	2000-95000
2020.9	天津	《天津市推进国三及以下排放标准中重型营运柴油货车提前淘汰补贴的通告》	2020.9.24-2021.6.30	国 III 及以下中重型营运柴油货车	9000-38000
2018.11	苏州	《苏州市人民政府关于对国一、国二高排放汽油车鼓励淘汰补助的通告》	2018.12.1-2020.12.31	国 I 国 II 微、小型汽油车	4000

资料来源：各地政府官网，德邦研究所

**管中窥豹：东海汽车拆解产业发展困局。**据新华网 2019 年 1 月报道，江苏连云港东海县桃林镇为周边的报废汽车零部件大型集散地，当地镇区有 3 万多人，有 1.5 万人从事相关行业，全年交易额达到 30 多亿元。当地从正规拆解企业处低价收购报废汽车后进行拆解后销售，存在违法出售二手发动机、翻新件的情况。这门生意兴旺了当地的经济，却带来三方面的问题：1) 非法拆解带来严重的环境污染：人工拆解对发动机、变速器里的废油废液收集不到位，重金属直接排入土壤和水，长时间不能降解；2) 违规出售的五大总成和未标明的翻新件带来道

路安全隐患；3) 小作坊偷税漏税导致当地政府实际未享受到相关税收增量。

**产业园模式实现多方共赢，东海拆解企业有望持续整合。**为引领产业健康发展，当地政府力推循环经济产业园建设，该园区规划面积约6平方公里，定位为国家级汽车循环经济产业园。截止2019年初，一期16栋厂房已建成，老货场140家拆解户被动员入驻。园区投建了日处理1000吨油污废水的污水处理厂，实现废水达标循环再利用，一定程度上改善了污染问题。2019年10月，中央环保督察“回头看”进驻江苏期间，督查组要求对当地汽车拆解产业进行进一步整改。当地绝大多数货场没有拆解资质，可以预见的是，在两年的政策缓冲期后，当地分散的参与者将被进一步整合至少数几家环保达标、具备精细化拆解能力和资质的企业。

图 20：东海桃林镇废旧轮胎直接堆放在庄稼地旁



资料来源：新华网，德邦研究所

### 3.3. 行业整合势在必行，公司具备成长为行业龙头的潜力

**新规有条件地放开了行业竞争，2000亿汽车拆解市场有望诞生高市占率龙头。**对于全国绝大多数汽车保有量200万辆以下的城市，从《报废机动车回收拆解企业技术规范》的最低产能要求推算，未来核发牌照量的上限在6块以下。短期政策放开后市场竞争势必加剧，但行业未来仍是类特许经营的模式。目前国内汽车拆解行业集中度极低，规模最大的成都兴原2019年汽车回收量仅在5万辆规模，仅12家企业达到年回收量2万辆的规模，约95%的企业回收规模在1万辆以下。参考较为成熟的美国市场，汽车拆解龙头LKQ在上市后持续依靠并购进行扩张，目前其北美本土汽车回收规模在30~50万辆，市占率在3%左右，同时在欧洲等海外市场持续扩张。政策细则补齐叠加报废周期的来临，未来国内同样可以期待百亿收入规模的拆解企业的出现。

图 21：不同报废汽车年回收量企业数量占比

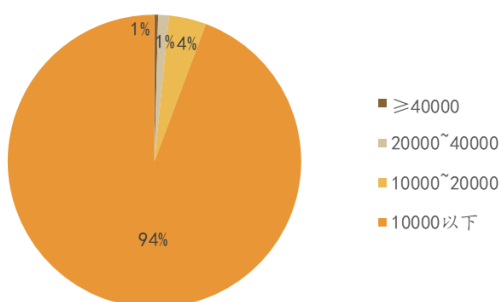


图 22：LKQ 在上市 18 年间创造了 25 倍的收益



资料来源：中国物资再生协会，德邦研究所

资料来源：WIND，德邦研究所

表 5：新规牌照准入产能及经营面积要求

	地区年机动车保有量/ 万辆	单个企业最低年拆解 产能/万辆	报废量估算/万辆	牌照量上限	最低经营面积/平方米
I 档	500(含)以上	3	25+		
II 档	200(含)~500	2	10~25	12	20000
III 档	100(含)~200	1.5	4~10	6	15000
IV 档	50(含)~100	1	2.5~4	4	
V 档	20(含)~50	1	1~2.5	2	10000
VI 档	20 以下	0.5	1 以下	1	

资料来源：《报废机动车回收拆解企业技术规范》，德邦研究所

对于华宏而言，稀土回收利用有望与汽车拆解形成良好协同，进一步提升其精细化拆解能力。公司于 2020 年内完成对于稀土回收利用龙头鑫泰科技的收购，鑫泰科技拥有行业领先的从钕铁硼废料中提取稀土氧化物的技术。根据我们的调研，钕铁硼广泛应用于汽车领域，包括传统汽车的 EPS 转向系统、玻璃、音响喇叭以及新能源汽车的永磁同步电机。我们推算一辆传统汽车中的钕铁硼用量在 1~2kg，而纯电动车的用量更高达 5~10kg。按照当前 500 元/kg 的氧化镨钕价格测算，传统汽车中稀土的价值量在 500~1000 元，对于利润率较薄的资源回收利用行业已经较为可观，能够进一步提升公司拆解流程的附加值，提升收车价格，从而保障货源。

图 23：氧化镨钕价格历史波动情况



资料来源：WIND，德邦研究所

东海华宏已实现稳定盈利，看好三大汽车拆解及废钢加工基地如期投产。华宏目前在全国布局了江苏东海、北京、河北迁安三大废钢及汽车拆解基地，其中东海华宏废钢业务以汽车拆解件为主，在 2020 年已实现 4.0 亿的收入和 1565 万表观净利润，2020 年产能进一步提升，后续有望对于周边产能进行持续整合。公司于 2018 年收购北京中物博汽车拆解牌照，2020 年三季度已完成场地搬迁，未来有望打造全国汽车拆解样板工程。迁安聚力废钢加工及贸易则定位为首钢配套废钢加工基地，达产后亦有望贡献可观的利润增量。



**表 6：三大基地收入利润预测**

区域	原料	预测 23 年废钢 产能/万吨	满产收入/亿元	净利率	满产利润/万元
东海	报废汽车件	30	7.5	6%	4500
北京	报废汽车件	10	2.5	6%	1500
迁安	废钢	50	12.5	4%	5000

资料来源：公司公告，德邦研究所

不止于三大基地，轻资产模式下看好未来公司汽车拆解基地持续异地扩张。2019 年东海华宏实现表观净利润 1475 万元，实际注册资本 2000 万元，总资产不到 9000 万元，ROA 达到 16% 以上，如使用一定的杠杆，ROE 可达 30% 以上。公司 2020Q3 负债率仅为 24%，现金流回款较好，在手资金足以支持未来新布局拆解基地的持续投入。和近几年新进入行业的格力、格林美等产业资本相比，公司未来异地扩张还存在以下几方面优势：

**1) 精细化拆解能力和产品渠道的把控：**北京拆解基地打造全国样板，后续有望实现良好的标杆效应；稀土回收利用的独特协同优势使得公司产品附加值更高；和下游钢厂的长期业务合作保障了废钢（短期内仍是最主要的产品）的销路。

**2) 设备销售带来的信息优势和引流作用：**公司与部分汽车拆解企业此前就有设备销售方面的合作，对于客户情况较为了解。新规出台后部分牌照方并不希望介入需要增加人员和资金投入的后端运营业务，希望快速实现渠道和牌照价值，从而带来一系列并购整合机会。

**3) 扎实稳健的管理团队：**无论是从历史并购标的的业绩兑现情况还是汽车拆解行业的介入时机，都显示出管理团队谨慎稳健的经营风格，对于利润率较薄的资源回收利用行业而言，踏踏实实做好每一个区域运营中心、培养出具备核心竞争力的自有团队，是实现未来快速异地复制的必要条件。

**6000 亿废钢市场更为广阔，公司同样有望占据一席之地。**我们预计 2020 年全国废钢使用量在 2.5 亿吨左右，按照 2400 元/吨的均价测算，市场空间达到 6000 亿。废钢回收利用市场极度分散，根据我们对全国各省市 2019 年增值税申报情况的不完全统计，废钢综合利用行业规模最大的中再生集团市占率仅 2%，其他绝大多数企业来源于供销系统和个人民营。虽然对于单纯的废钢运营而言公司不再具备稀土回收利用的协同优势，但设备销售同样带来信息优势和引流作用，亦有望占据一席之地。

## 4. 废钢及汽车拆解设备：稳定的现金流创造器，成套拆解设备有一定弹性

废钢设备市场需求约为 30 亿元/年,长期增长来源于废钢比的持续提升。废钢设备包括剪切机、打包机和破碎线,剪切机和打包机主要应用于废钢回收企业,破碎线主要用于钢厂,帮助其完成杂质的筛分以保障入炉废钢的各元素含量达标。我们测算破碎线的单位投资在 60 万元/万吨,剪切和打包机单位投资更高,整体废钢设备的单位投资在 60~90 万元/万吨,对应设备存量市场 150~230 亿元,按照 5~8 年的使用期测算,稳态更新需求在 30 亿元/年左右。

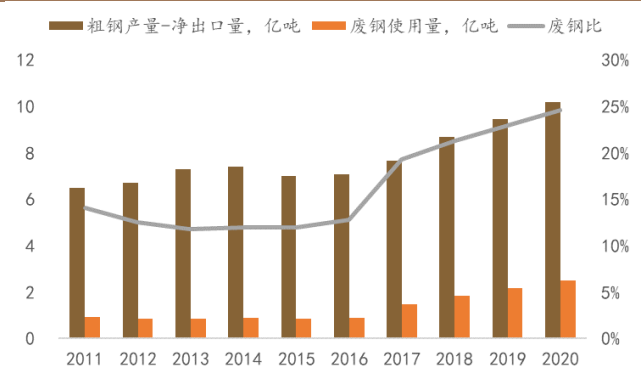
由于烧结环节产生了炼钢过程中 70% 的污染,电炉短流程炼钢较高炉长流程炼钢更为环保,2016 年起环保要求下新建电炉产能持续提升,同时高炉技术工艺改进,带来废钢使用量的持续提升。当前我国铁矿石高度依赖进口,铁矿石价格居高不下,加上环保监管的持续趋严,后续废钢比有望持续提升。我们预计 2020 年全国废钢使用量在 2.5 亿吨左右,废钢比达到 25%,与美国 70% 和欧盟 55% 的废钢比,后续仍有翻倍以上的提升空间。假设未来每年粗钢产量不变,废钢比提升 0/2%/4% 的不同情景下,未来每年废钢设备增速将在 0/8%/16%。

图 24：公司产品介绍



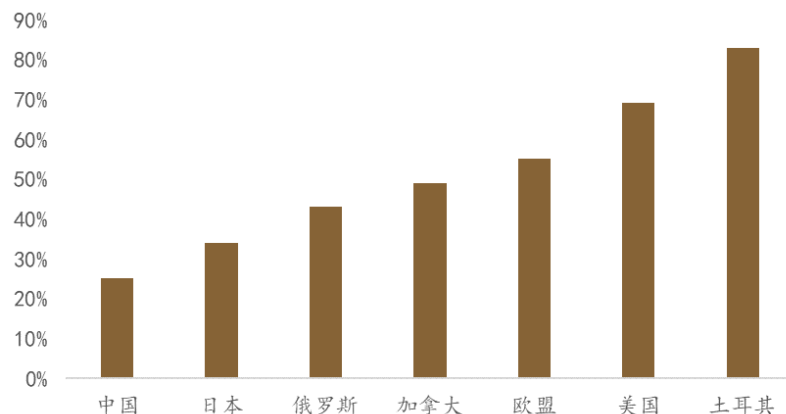
资料来源：公司官网，德邦研究所

图 25：废钢使用量和增速预期



资料来源：WIND，德邦研究所

图 26：中国废钢使用比例低于全球平均水平

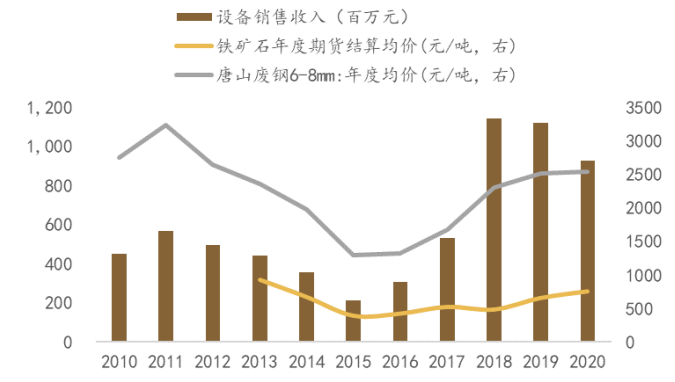


资料来源：废钢协会，德邦研究所

短期销售与废钢价格正相关,现金流回款情况较好。废钢设备的长期成长属性来源于废钢比的提升,但短期受废钢价格周期波动影响较大,历史上公司设备销售与废钢价格存在较大相关性。2020 年铁矿石价格持续上涨,支撑废钢价格,废钢运营商盈利能力得到保证,公司设备销售持续向好。现金流方面,在

2011~2015 年废钢价格持续下跌的行业下行期，公司累计实现净利润 1.37 亿元，期间经营活动现金流净流入 1.55 亿元，与利润较好匹配。2016~2019 年，打击地条钢带来破碎线需求的大幅提升，破碎线相对传统设备回款周期更长，期间现金流创造能力略有下降，但应收款周转次数仍保持在 7 次以上的良好水平。2020 年随着破碎线产品出清，公司经营活动现金流和净利润重归较好匹配的水平。

图 27：公司废钢设备收入与废钢和铁矿石价格相关性较强



资料来源：WIND，德邦研究所

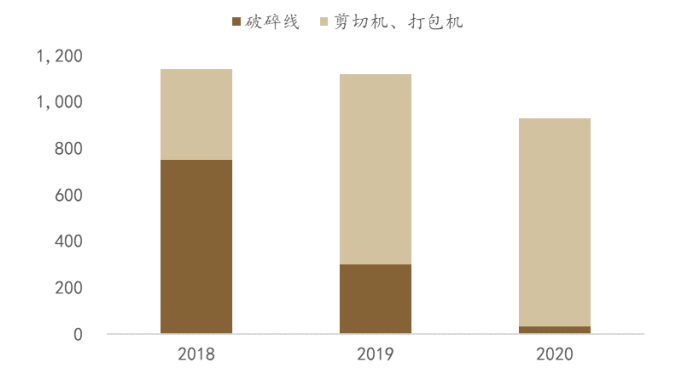
图 28：公司净利润与经营活动现金流净流入情况(百万元)



资料来源：WIND，德邦研究所

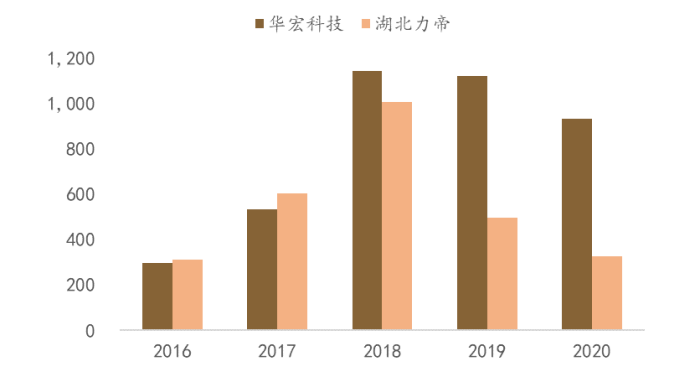
订单修复、结构改善，一轮周期后华宏设备龙头优势进一步扩大。与剪切机和打包机相比，破碎线更多涉及施工和集成，毛利相对低，回款相对慢，但单体投资规模较大。2017 年国家打击地条钢带来破碎线需求的快速放量，增量需求在 18~19 年基本完成消化。2020 年公司订单结构发生转变，以竞争力较强的传统剪切机和打包机为主，并且单月订单在下半年疫情影响减弱后修复至历史较好水平，我们判断这主要系废钢价格稳定后下游运营商进入良性竞争阶段，带来传统设备需求的持续回升。2019 年公司设备收入展现出较好韧性，与规模第二的湖北力帝收入差距拉大，验证了公司在废钢传统设备上杰出的竞争力。

图 29：华宏设备结构拆分(百万元)



资料来源：WIND，德邦研究所

图 30：华宏科技设备销售与湖北力帝收入对比(百万元)



资料来源：WIND，德邦研究所

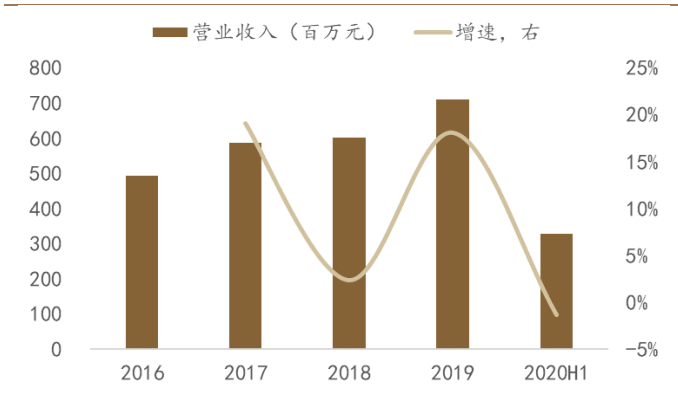
快速响应市场需求，汽车拆解设备有望率先受益。由于原有持牌企业需要在 2 年内完成重新申请，而此前 70% 的企业未投资相关设备，我们判断精细化拆解趋势下设备端有望率先放量。《报废机动车回收拆解企业技术规范》对申请牌照企业的最低设备投入提出了具体要求，我们测算 2 万辆产能的汽车拆解厂相应成套设备投资在 300 万元左右，保守假设未来两年新增 500 万辆拆解产能，则相应年化市场空间在 7.5 亿左右，占到当前废钢设备市场的 25%。2020 年 9 月，公司公告其高值废旧产品资源化利用系统集成应用解决方案获得最终验收成功，汽车拆解用剪切机与废钢剪切机并无太大技术差异，公司有望在这一领域持续领跑行业。

## 5. 电梯零部件：信号系统市占率持续提升，安全部件有望再造一个威尔曼

### 5.1. 信号系统：市占率持续提升，带来过去五年年均 8000 万以上的稳定盈利

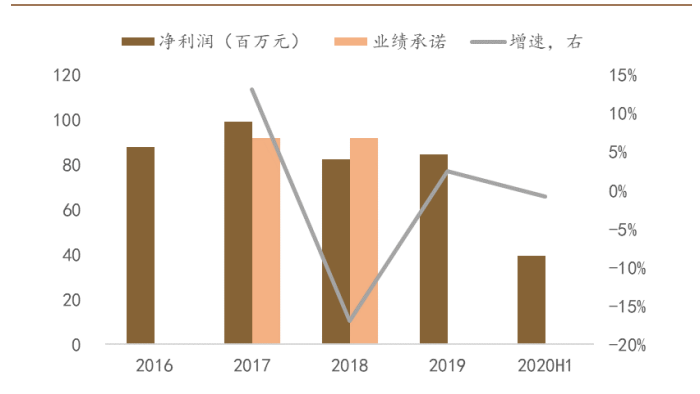
收购威尔曼切入电梯零部件，业绩承诺完成后营收利润增速平稳。2015 年公司以 8.13 亿元收购江苏威尔曼科技有限公司 100% 的股权，切入电梯零部件赛道，增强公司盈利稳定性。威尔曼主营业务为电梯信号系统研发和制造，产品包括电梯操纵箱、多媒体显示器、到站指示灯等，是迅达、通力等国际电梯巨头信号系统的主要供应商，此外也与日立、富士达、三菱等国际领先整机厂商建立了良好客户关系。2016~2019 年，威尔曼的收入由 5 亿增长到 7 亿元，各年实现利润 8766 万、9917 万、8239 万、8441 万元，较好地完成了业绩承诺，且在业绩承诺期结束后利润情况依然保持平稳。

图 31：威尔曼收入及增速



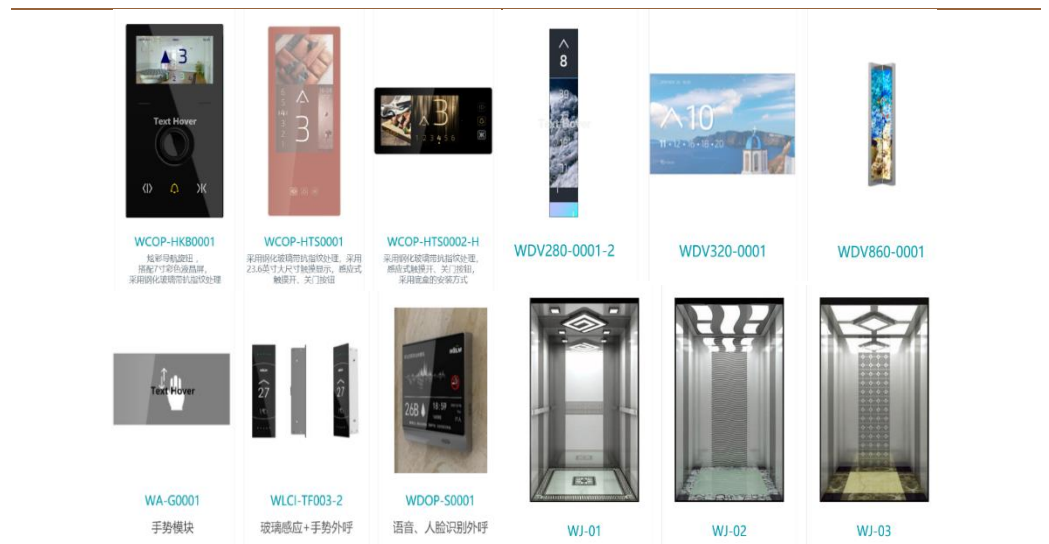
资料来源：WIND，德邦研究所（威尔曼 2020 年数据未披露）

图 32：威尔曼利润、增速及业绩对赌



资料来源：WIND，德邦研究所

图 33：威尔曼主要产品



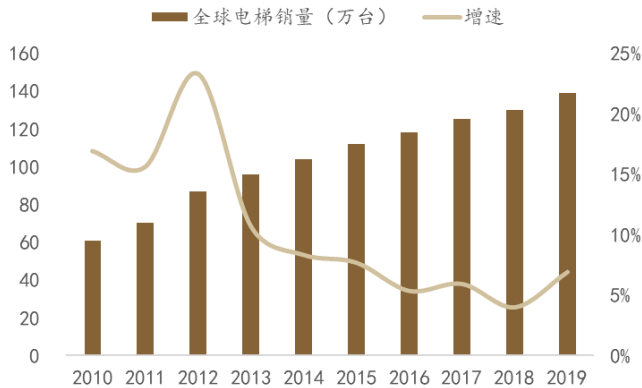
资料来源：公司官网，德邦研究所

全球电梯销量稳健增长，8 大头部品牌掌握 70% 的市场份额。全球电梯销量在过去 4 年保持了每年 5%-7% 的稳定增长，主要来源于英、美、日等发达国家的更新替换需求和发展中国家的增量需求。全球电梯市场目前基本被奥的斯、通力、迅达、蒂森、三菱、东芝、日立、富士达八大巨头垄断瓜分，其合计约占 70-80%

的全球市场份额，竞争格局相对稳定，而威尔曼则与八大巨头中的五家都享有业务合作。

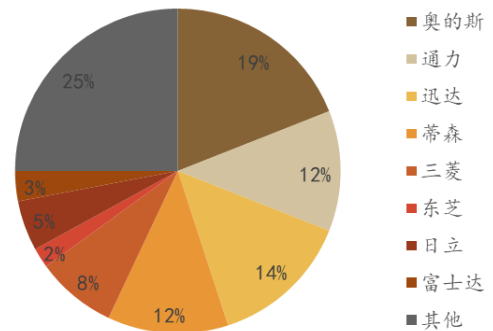
不断开拓新的客户，威尔曼信号系统份额有望持续提升。目前迅达和通力为公司的主要客户，2009年公司成为迅达在人机交互方面的唯一全球供应商。我们测算收购前公司占到迅达全部信号系统份额的70%和通力的30%，2019年进一步提升至接近90%和50%的水平。现有客户占有率持续提升的同时，公司逐步与日立、蒂森、上海三菱等世界一线整梯品牌建立了战略合作关系，未来市场份额有望持续提升。

图 34：全球电梯销量及增速



资料来源：中国产业信息网，德邦研究所

图 35：2019 年全球电梯整机厂市占率



资料来源：中国产业信息网，德邦研究所

## 5.2. 安全部件：导入原有客户供应链，空间是信号系统的两倍

收购苏州尼隆拓宽产品品类至安全部件，进一步打开了2倍以上的成长空间。2017年3月威尔曼收购苏州尼隆51%的股权，进入安全部件领域，我们测算单台电梯上的安全钳、缓冲器等安全部件价值量可达2400元，超过信号系统的两倍。按照中国产业信息网2020年150万台的全球电梯销量推算，全球安全部件市场空间超过36亿元。由于安全部件事关电梯的安全性，整机厂商不会轻易压价和更换核心供应商，导致行业竞争格局更好，相关企业盈利能力更强。2019年沪宁股份安全部件的毛利率为35%，高于威尔曼信号系统26%的毛利率。

表 7：安全部件及信号系统价值量对比

	安全部件价值量（单台电梯测算）			信号系统
	安全钳	缓冲器	滚轮导靴	
价值量（单价*单台电梯用量，元）	800	600	960	1000
平均毛利率		35%		26%
全球市场规模（亿）		36		15

资料来源：沪宁股份、华宏科技公告，德邦研究所

电梯安全部件全球龙头发生变故，苏州尼隆迎来扩张机遇。据中国质量报报道，此前河北东方富达为电梯安全部件行业的龙头，全球市场占有率超过30%。根据天眼查信息，2019年东方富达机械有限公司发生大规模股权变更，原始自然人股东基本全部退出，同时法人更换，推测企业经营发生较大变动。当前电梯安全部件的主要厂商包括汇川技术收购的贝思特，沪宁股份、德国威特等。与同业相比威尔曼具备一定的技术实力和渠道优势，未来有望将江苏尼隆的安全部件产品逐步导入到迅达和通力等现有优势客户的供应体系，打开新的业绩增长点。

## 6. 估值与盈利预测

### 6.1. 盈利预测与业绩拆分

#### 核心假设：

1、汽车拆解及废钢运营：东海华宏、北京中物博、迁安聚力三大基地如期投产，未考虑未来潜在的全国布点项目。

2、废钢及汽车拆解设备：市占率回升至 30%，同时汽车拆解成套设备带来少量增量。

3、稀土回收利用：假设未来 3 年稀土价格维持现阶段水平不变，公司现有产能如期爬坡，南方稀土项目一期于今年年内投产。

4、电梯领部件：信号系统维持过去复合增速，安全部件实现一定销售。

当前稀土价格下，我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 45、77 和 88 亿元，归母净利润 4.3、5.9 和 6.6 亿元，同比增速 93%、36%和 12%，对应当前 87 亿市值下的 PE 分别为 20、15 和 13x。

表 8：华宏科技历史收入及盈利预测（百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>稀土回收利用</b>						
收入	633	760	912	1551	3400	3910
同比增速	23%	20%	20%	70%	119%	15%
毛利	82	125	129	310	680	782
毛利率	13%	17%	14%	20%	20%	20%
<b>废钢加工及贸易</b>						
收入	167	327	624	925	1875	2250
同比增速	-1%	42%	91%	48%	103%	20%
毛利	21	17	8	46	94	113
毛利率	13%	5%	1%	5%	5%	5%
<b>再生资源加工设备销售及其他</b>						
收入	1,143	1120	929	1115	1282	1410
同比增速	114%	-2%	-17%	20%	15%	10%
毛利	211	246	136	245	282	310
毛利率	18%	22%	15%	22%	22%	22%
<b>电梯零部件销售</b>						
收入	590	702	724	906	1123	1235
同比增速	2%	21%	10%	25%	24%	10%
毛利	153	184	178	226	281	309
毛利率	26%	26%	25%	25%	25%	25%
<b>其他业务</b>						
收入	16	14	37	0	0	0
毛利	9	9	9	0	0	0
毛利率	60%	60%	0%	0%	0%	0%
<b>营业收入</b>	1916	2163	3227	4496	7680	8805
<b>同比增速</b>	47%	13%	49%	39%	71%	15%
<b>毛利</b>	385	456	460	828	1,336	1,513

毛利率	20%	21%	14%	18%	17%	17%
归母净利润	157	179	225	434	588	660
同比增速	142%	158%	26%	93%	36%	12%
净利率	8%	8%	7%	10%	8%	7%

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 6.2. 估值分析：历史低位，显著低于稀土行业平均水平

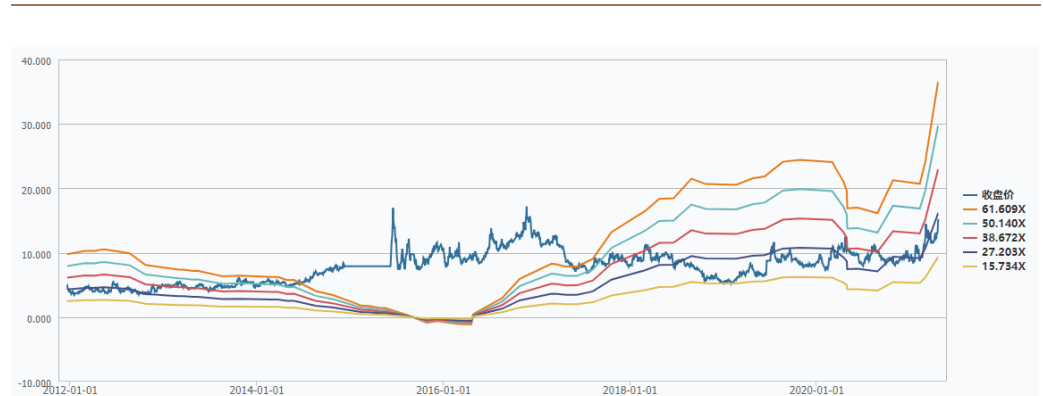
公司估值与固废头部企业近似，远低于稀土行业平均水平。公司业务复合性强，2023年汽车拆解以及稀土回收利用运营利润将占到公司利润的近70%。稀土方面，以盛和资源、北方稀土等稀土矿企为可比对象，其2022年的一致预测PE为29x左右，高于公司22年预测PE。汽车拆解方面目前国内并无可以直接对标的公司，我们以同样属于固废领域的垃圾发电以及家电拆解行业进行类比，目前头部公司2023年的一致预测PE为12x左右，略微低于公司2023年预测PE。但和已进入成熟期的垃圾发电和家电拆解行业相比，汽车拆解行业刚刚起步，未来还有较大的发展空间，应当给予更高的估值。历史情况来看，公司过去10年PE中位数39x，当前滚动市盈率位于历史20%分位数以下，处于历史较低水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9：稀土、固废企业 PE 估值情况

行业	股票简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		
			2021E	2022E	2023E
稀土	盛和资源	311	124	40	29
	北方稀土	752	33	19	16
	平均		78	29	23
固废运营	伟明环保	297	19	15	13
	瀚蓝环境	200	15	13	11
	上海环境	125	17	15	13
	中再资环	72	16	13	11
	平均		17	14	12
	华宏科技	87	20	15	13

资料来源：公司公告、WIND 一致预期（取 4 月 22 日收盘数据），德邦研究所

图 36：公司历史 PE 估值情况



资料来源：WIND，德邦研究所

## 7.风险提示

1、稀土价格下跌；2、在手项目建设进度不及预期；3、汽车拆解政策落地不及预期。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.39	0.74	1.01	1.13
每股净资产	5.09	5.78	6.71	7.76
每股经营现金流	0.42	0.63	0.84	1.08
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.08
价值评估(倍)				
P/E	23.49	20.14	14.86	13.24
P/B	1.78	2.60	2.24	1.93
P/S	2.56	1.98	1.16	1.01
EV/EBITDA	19.02	16.46	13.51	11.91
股息率%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.2%	18.4%	17.4%	17.2%
净利润率	6.7%	9.7%	7.7%	7.5%
净资产收益率	7.6%	12.9%	15.0%	14.6%
资产回报率	5.7%	9.6%	10.2%	10.0%
投资回报率	5.4%	9.7%	10.5%	10.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	56.2%	33.2%	70.8%	14.7%
EBIT 增长率	9.7%	102.2%	25.0%	10.6%
净利润增长率	25.8%	92.7%	35.5%	12.2%
偿债能力指标				
资产负债率	23.6%	24.8%	31.2%	30.7%
流动比率	2.2	2.3	2.1	2.2
速动比率	1.1	1.1	1.0	1.2
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	38.3	38.3	38.3	38.3
存货周转天数	122.9	122.9	100.0	100.0
总资产周转率	0.9	1.0	1.3	1.3
固定资产周转率	6.0	6.6	9.5	9.5

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	225	434	588	660
少数股东损益	3	7	9	10
非现金支出	81	130	130	130
非经营收益	-1	2	-3	-5
营运资金变动	-66	-204	-237	-165
经营活动现金流	243	368	487	630
资产	-37	-220	-220	-220
投资	-333	0	0	0
其他	-162	7	12	14
投资活动现金流	-531	-213	-208	-206
债权募资	198	0	0	0
股权募资	306	15	0	0
其他	-216	-55	-55	-55
融资活动现金流	289	-40	-55	-55
现金净流量	-1	115	224	368

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为4月22日  
 资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,376	4,496	7,680	8,805
营业成本	2,895	3,668	6,343	7,292
毛利率%	14.2%	18.4%	17.4%	17.2%
营业税金及附加	17	23	39	45
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	38	51	87	100
营业费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	122	219	474	544
管理费用率%	3.6%	4.9%	6.2%	6.2%
研发费用	112	149	254	292
研发费用率%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
EBIT	191	385	482	533
财务费用	9	4	2	-1
财务费用率%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	5	7	12	14
营业利润	254	488	661	742
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	253	488	661	742
EBITDA	264	516	612	663
所得税	25	47	64	72
有效所得税率%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
少数股东损益	3	7	9	10
归属母公司所有者净利润	225	434	588	660

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	303	418	642	1,010
应收账款及应收票据	379	504	861	988
存货	975	1,236	1,738	1,998
其它流动资产	351	366	414	432
流动资产合计	2,008	2,523	3,655	4,427
长期股权投资	58	58	58	58
固定资产	563	684	805	927
在建工程	49	49	49	49
无形资产	223	192	160	129
非流动资产合计	1,929	2,019	2,109	2,199
资产总计	3,937	4,542	5,764	6,626
短期借款	168	168	168	168
应付票据及应付账款	559	708	1,224	1,407
预收账款	18	24	42	48
其它流动负债	158	199	337	385
流动负债合计	903	1,099	1,771	2,008
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	28	28	28	28
非流动负债合计	28	28	28	28
负债总计	931	1,127	1,798	2,036
实收资本	568	583	583	583
普通股股东权益	2,965	3,367	3,908	4,522
少数股东权益	42	48	57	68
负债和所有者权益合计	3,937	4,542	5,764	6,626

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

倪正洋，2021 年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有 5 年机械研究经验，1 年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020 年获得 iFinD 机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业 2019 年新财富第三名，2017 年新财富第二名，2017 年金牛奖第二名，2016 年新财富第四名。

杨任重，2021 年加入德邦证券，3 年卖方行业研究经验，香港理工大学硕士，主要覆盖工程机械、检测设备、缝纫机械、阀门、仪器仪表等行业。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。