

稀土再生资源龙头，发展进入快车道 买入（首次）

2021年05月10日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

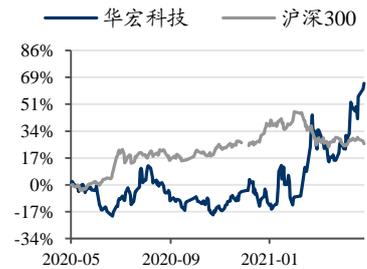
yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,376	5,030	5,533	5,809
同比（%）	56.2%	49.0%	10.0%	5.0%
归母净利润（百万元）	225	551	676	801
同比（%）	25.8%	144.5%	22.7%	18.6%
每股收益（元/股）	0.39	0.94	1.16	1.37
P/E（倍）	41.91	17.14	13.97	11.78

投资要点

- **华宏科技：再生资源新星。**华宏科技是国内领先的再生资源加工装备专业制造商和综合服务提供商，通过收购及参股，业务不断拓宽，公司目前为稀土回收、废钢设备和电梯零部件细分领域的三大龙头。
- **稀土回收业务：并购行业龙头，乘新能源东风。**公司在2020年收购鑫泰科技100%股权，回收钕铁硼废料等再生产得到稀土氧化物以及永磁材料，年回收11000吨钕铁硼废料，年产超3000吨稀土氧化物，是国内稀土回收利用领域龙头企业。2020年9月，公司披露了《年处理6万吨磁材废料综合利用项目框架协议》，拟联合中国南方稀土集团共同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，根据每万吨磁材废料得到3000吨氧化物的比例测算，约共得到1.8万吨稀土氧化物。政策限制稀土供应，下游需求增长趋势明显，我们预测全球稀土需求2020-2025年复合增速高达14.5%；供需偏紧拉升稀土价格，2021年4月氧化镨钕价格同比增长120%，稀土回收业务具备广阔空间。政策引导下，我国稀土回收行业集中度提高，且原料端钕铁硼产量的增长对行业提供了支撑。根据USGS统计，2019年我国稀土储量在全球占比相比2010年下降至37%，多政策鼓励稀土回收行业的发展；行业目前仍有较大技术上升空间。
- **废钢再生设备与汽车拆解协调发展。**华宏科技是废钢设备细分领域的龙头企业，根据智研咨询，公司2019年废钢设备市占率近40%。在铁矿石高位运行、碳中和下环保政策趋严的大背景下，我们预计我国废钢比例有望逐步提升，废钢需求将稳步增长，公司作为废钢处理设备龙头有望充分受益；公司于2018年进军汽车拆解业务，2020年汽车拆解政策放开，汽车拆解比例有望逐步提升，我们预计2020-2025年汽车拆解市场有望迎来30%以上的增速。
- **电梯零部件：细分领域龙头，客户资源优质。**公司在2015年和2017年分别收购威尔曼100%股权以及苏州尼隆51%股权，主要产品包括电梯信号系统以及安全部件，帮助公司稳定营业收入。我们预计在房地产、轨道交通、旧房改造等多重因素的推动下我国电梯市场仍具有较大的增长空间，未来我国电梯产量将进一步增长，带动公司电梯零部件业务。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021/2022/2023年收入分别为50.3/55.3/58.1亿元，增速分别为49%/10%/5%；归母净利分别为5.5/6.8/8.0亿元，对应增速分别为145%/23%/19%；对应PE分别为17.1x/14.0x/11.8x。考虑公司为废钢加工设备、电梯零部件及稀土废料回收行业的细分龙头，需求叠加政策护航进一步拉升废钢、稀土废料回收行业高景气，故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**废钢价格波动超预期；稀土回收业务进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.45
一年最低/最高价	7.93/16.92
市净率(倍)	3.02
流通A股市值(百万元)	7239.24

基础数据

每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	23.79
总股本(百万股)	582.69
流通A股(百万股)	440.08

相关研究

内容目录

1. 华宏科技：再生资源新星	5
1.1. 精耕资源再生业务，进军稀土回收领域	5
1.2. 家族控股，并购参股拓宽业务线	6
1.3. 稀土废料回收、汽车拆解、电梯零部件三大业务齐发力	6
2. 稀土回收业务：并购行业龙头，乘新能源东风	8
2.1. 并购稀土回收龙头鑫泰科技，稀土氧化物年产量超 3000 吨	8
2.2. 携手南方稀土，锁定六万吨合作	10
2.3. 稀土供需紧张，回收业务顺势而行	11
2.3.1. 需求端：新能源+节能环保双轮驱动	11
2.3.2. 供给端：立法护航+总量控制，供给刚性	14
2.3.3. 价格端：逐渐攀升，回收响应市场趋势	16
2.4. 稀土回收行业：顺势而为，政策市场齐助力	17
2.4.1. 政策引领整合，原料端给予支撑	17
2.4.2. 我国稀土储量锐减，多政策支持废料回收业	18
3. 废钢再生设备与汽车拆解协调发展	21
3.1. 废钢设备业务：龙头地位稳固，有望受益碳中和	21
3.1.1. 废钢设备领域龙头企业，市占率近 40%	21
3.1.2. 铁矿价高+环保趋严拉升废钢需求，废钢设备景气上行	22
3.2. 汽车拆解业务：布局高附加值环节，乘市场化东风	24
3.2.1. 汽车解体全产业链布局	24
3.2.2. 政策放开，2020-2025 年汽车拆解市场增速有望超 30%	25
4. 电梯零部件：细分领域龙头，客户资源优质	28
4.1. 收购威尔曼，布局信号系统及安全部件	28
4.2. 旧梯更新+旧房改造，电梯产量仍具较大空间	29
5. 盈利预测、估值与投资建议	30
6. 风险提示	32

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (2021 年 5 月 10 日)	6
图 3: 2020 年公司营业收入构成占比.....	7
图 4: 公司 2016-2020 年营业收入	7
图 5: 公司 2016-2020 年归母净利润	7
图 6: 鑫泰科技归母净利润.....	8
图 7: 鑫泰科技业务流程图.....	9
图 8: 华卓再生资源回收利用有限公司股权结构 (2021 年 5 月 10 日)	10
图 9: 全球钕铁硼下游需求结构 (2018 年)	11
图 10: 新能源汽车产量累计同比及渗透率.....	12
图 11: 变频家电生产景气.....	12
图 13: 我国风电装机量增速高于全球.....	13
图 14: 我国稀土开采指标缓慢增长 (单位: 折氧化物, 吨)	15
图 15: 氧化镨钕库存低位 (单位: 吨)	16
图 16: 重点稀土品种开工率持续景气.....	16
图 17: 轻稀土价格逐步攀升.....	17
图 18: 我国钕铁硼产量上涨明显.....	18
图 19: 2010-2020 年我国稀土储量以及全球占比	19
图 20: Y81K-500 金属打包机	21
图 21: Q91Y-630W 龙门剪切机.....	21
图 22: 公司废钢业务收入一览.....	22
图 23: 公司废钢业务毛利水平上升.....	22
图 24: 公司废钢设备业务市占率高 (2019 年)	22
图 25: 铁矿石价格高位运行.....	23
图 26: 废钢价格上涨反映需求景气 (单位: 元/吨)	23
图 27: 我国废钢比例增长迅速.....	24
图 28: 我国废钢比例仍具备提升空间.....	24
图 29: 我们预计 2020-2025 年全国废钢需求复合增速 5%.....	24
图 30: 废钢设备景气度 (以行业龙头华宏科技废钢设备收入为表征) 与废钢价格具备较强相关性.....	24
图 31: 公司汽车拆解业务.....	25
图 32: 我国汽车产量出现大幅回升.....	26
图 33: 我国汽车保有量稳步增长.....	26
图 34: 2020 年我国汽车拆解率仅为 0.7%.....	26
图 35: 我国汽车拆解率较仍处较低水平 (2020 年)	26
图 36: 2020 年主要国家千人汽车保有量 (辆)	27
图 37: 公司两大板块营业收入情况 (百万元)	28
图 38: 2018-2020 我国电梯产量	29
图 39: 2017-2021 我国房屋竣工面积累计同比	30
图 40: 2016-2019 我国城轨建设情况	30

表 1: 公司参控股公司.....	6
表 2: 国内稀土回收企业一览.....	9
表 3: 我国稀土需求拆分.....	13
表 4: 打击黑产及行业整顿行动常态化.....	14
表 5: 我国稀土回收行业在政府规范下从粗放走向整合.....	17
表 6: 国家大力发展稀土回收在内的循环经济.....	19
表 7: 稀土废料回收技术介绍.....	20
表 8: 汽车拆解相关政策.....	25
表 9: 汽车拆解市场测算.....	28
表 10: 公司分业务营收毛利预测 (单位: 百万元).....	30
表 11: 公司可比公司估值 (2021 年 5 月 10 日).....	32

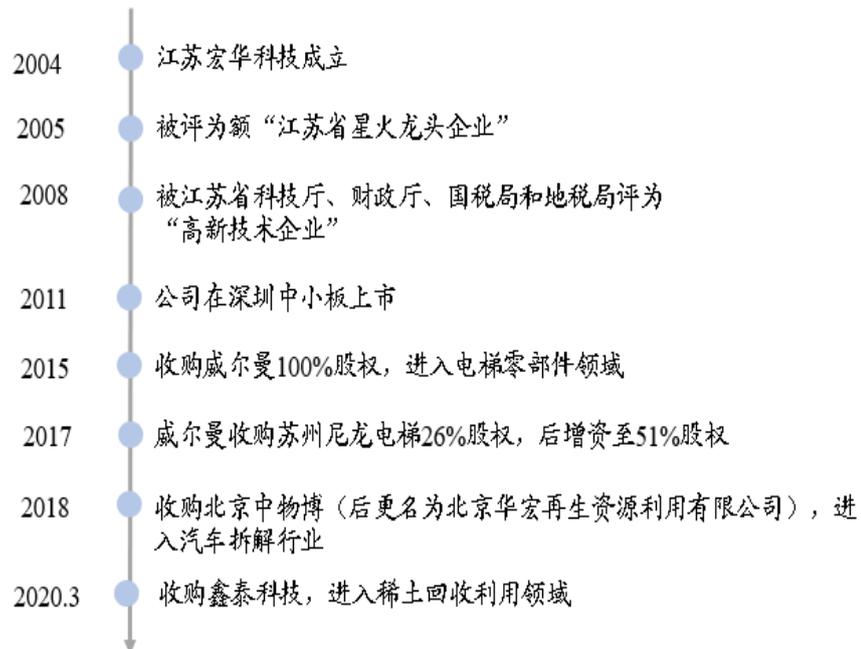
1. 华宏科技：再生资源新星

1.1. 精耕资源再生业务，进军稀土回收领域

华宏科技成立于2004年8月，总部位于江苏省江阴市，于2011年12月在深交所上市，是国内领先的再生资源加工装备专业制造商和综合服务提供商，业务涉及废钢加工及贸易、稀土废料综合利用、报废汽车综合回收利用，以及电梯零部件研发制作与销售。

公司以废钢设备起家，是中国废钢铁应用协会、中国物资再生协会、中国再生资源回收利用协会、美国废料回收工业协会(ISRI)中东回收局(BMR)的成员企业的副会长单位。2015年，公司收购江苏威尔曼，进入电梯零部件市场。2018年，公司收购了北京中物博汽车拆解牌照，向汽车拆解市场进军。2020年公司收购鑫泰科技100%股股权，将业务领域再次拓宽到稀土废料综合利用。

图 1: 公司发展历程

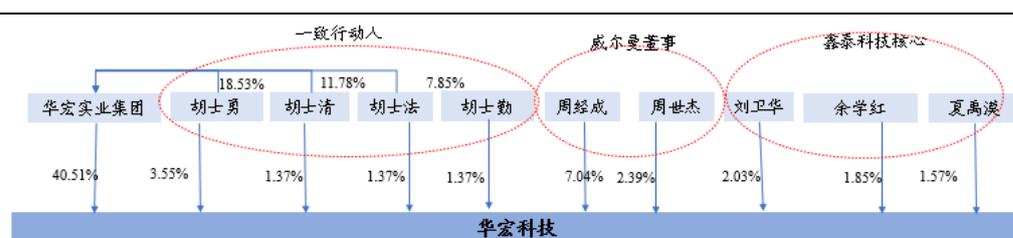


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 家族控股，并购参股拓宽业务线

公司控股股东为华宏集团，持股比例为 40.51%；股东胡士勇、胡品龙、胡士清、周经成等人皆占有董事席位。胡士勇家族同时是华宏集团的主要股东及董事，通过集团以及直接持有公司总计 48.17% 的股份。

图 2：公司股权结构（2021 年 5 月 10 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：公司参控股公司

投资年份	参控股公司名称	持股比例(%)	主营业务
2013	东海县华宏再生资源有限公司	90.00	再生物资回收、加工与销售
2015	江苏纳鑫重工机械有限公司	100.00	海工设备等的制造与销售
2015	江苏威尔曼科技有限公司	100.00	电梯部件生产、销售
2017	苏州尼隆电梯部件有限公司	51.00	电梯部件生产、销售
2017	苏州华卓投资管理有限公司	100.00	投资管理、创业投资业务
2018	北京华宏再生资源利用有限公司	100.00	收购、加工、拆解报废汽车
2019	迁安聚力再生资源回收有限公司	60.00	生产性废旧金属回收等
2020	吉安鑫泰科技有限公司	100.00	荧光粉废料、钕铁硼废料的综合回收利用
2020	吉水金诚新材料加工有限公司	100.00	磁材废料、钕铁硼废料的加工与销售
2020	浙江中杭新材料科技有限公司	100.00	稀土、磁性材料、钕铁硼的制造、加工

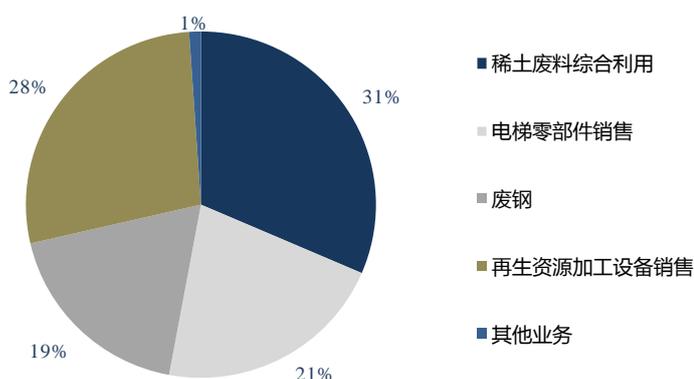
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 稀土废料回收、汽车拆解、电梯零部件三大业务齐发力

公司主营业务分为两大板块、三大类：再生资源板块及电梯部件板块，再生资源板

块包括汽车拆解&废钢回收、稀土废料回收；公司 2020 年通过收购鑫泰科技积极拓展稀土废料综合利用。电梯部件业务的主要产品包括电梯操纵箱、召唤盒、多媒体显示器、到站指示灯、按钮等。

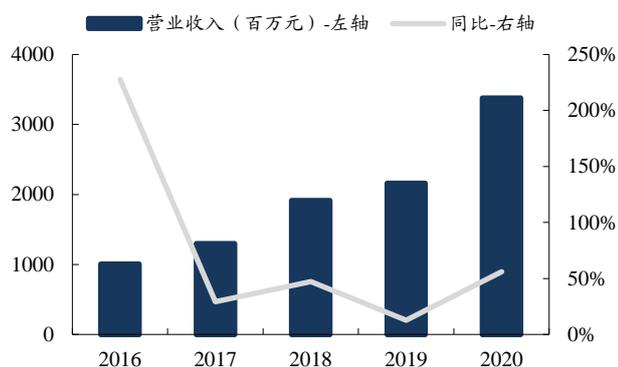
图 3：2020 年公司营业收入构成占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

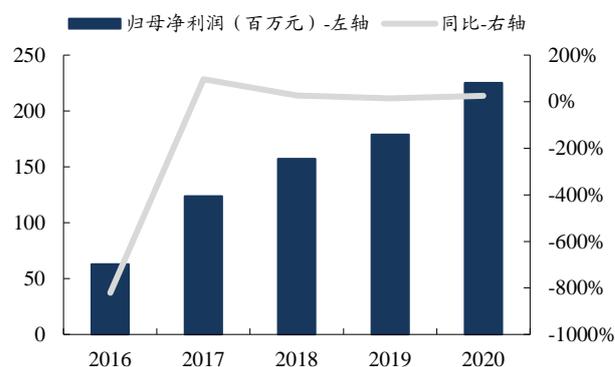
2019 年公司再生资源板块实现主营业务收入 14.46 亿元，同比增长 10.42%。其中再生资源运营业务(废钢加工+废旧汽车拆解)实现主营收入 3.27 亿元，同比增长 95.43%。电梯部件板块实现主营业务收入 7.02 亿元，同比增长 18.91%。

图 4：公司 2016-2020 年营业收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司 2016-2020 年归母净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 2020 年实现营业收入 33.76 亿元，同比增长 56%；实现归母净利润 2.25 亿元，

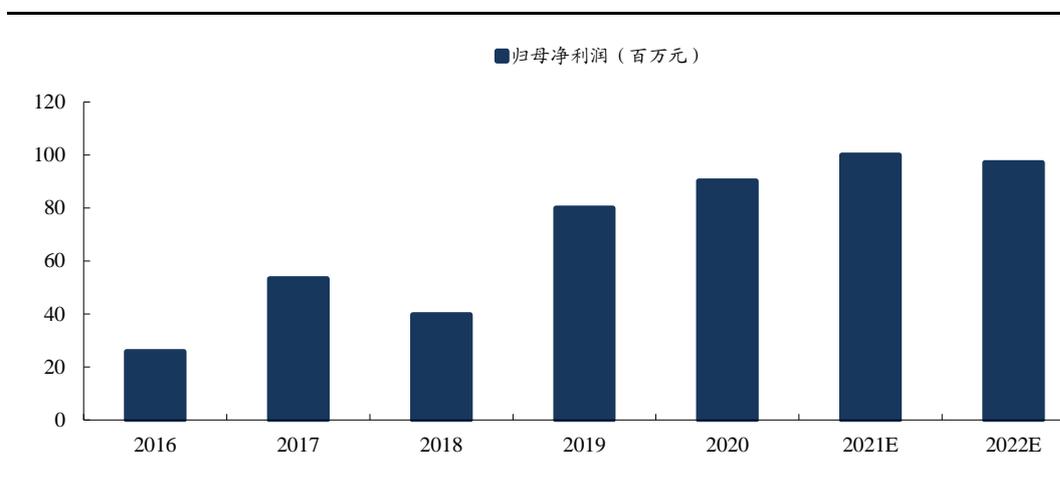
同比增长 26%。公司 2020 年下半年实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 105.5%。同比增长较多的主要原因为鑫泰科技从 4 月起纳入公司合并报表范围，同时第三季度公司的各项业务从疫情的影响中开始恢复。

2. 稀土回收业务：并购行业龙头，乘新能源东风

2.1. 并购稀土回收龙头鑫泰科技，稀土氧化物年产量超 3000 吨

2020 年 3 月公司以 8.1 亿元收购鑫泰科技 100% 股权，包括现金 3.01 亿元，与以发行价格 7.7 元增发股份 6616.21 万股得到的 5.09 亿元，并且鑫泰科技 2020 年~2022 年承诺利润 0.85、1.00、0.97 亿元。2020 年鑫泰科技实现归母净利润 0.9 亿元，完成率 101.76%。

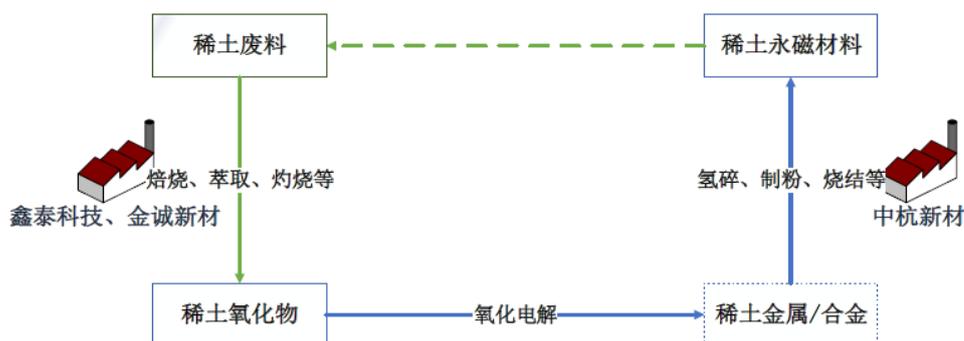
图 6：鑫泰科技归母净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

鑫泰科技成立于 2012 年，以稀土资源综合利用为龙头，带动稀土金属、磁材的发展，形成了一个具有稀土资源综合利用特色的稀土产业链内部循环。公司主要采购原材料钕铁硼废料的供货来源主要分为钕铁硼磁材生产加工企业和钕铁硼废料回收企业，由于单个生产加工企业的钕铁硼废料量较小，公司主要向废料回收企业采购钕铁硼废料。在进行萃取、焙烧等工艺后，公司得到氧化镨钕等稀土氧化物，再销售给磁材生产商。公司有两家子公司，分别为主要生产稀土氧化物的金诚新材和主要生产永磁材料的中航新材。

图 7: 鑫泰科技业务流程图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

目前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，根据鑫泰科技公司官网，公司目前具备年产 4000 吨稀土氧化物，2800 吨稀土永磁材料能力，回收料再提炼的细分市场占有率约为 17.5%，为国内稀土综合利用龙头企业，在国内六大稀土回收企业中产能排名第一。

表 2: 国内稀土回收企业一览

公司名称	产能（稀土处理能力，单位：吨）	公司介绍
鑫泰科技	11000	华宏科技全资子公司，江西省吉安市吉安县吉安高新技术产业开发区，已形成 1.1 万吨稀土废料处理能力，年产稀土氧化物 4000 吨，稀土废料综合利用行业的龙头企业之一。
步莱钽新资源	10000	盛和资源全资二级子公司，位于赣州赣州市章贡区水西有色冶金基地，已建成年处理 10000 吨钽铁硼废料和 1000 吨荧光粉综合利用生产线，是国内最大的钽铁硼废料回收企业之一。
恒源科技	5000	位于江西省赣州市寻乌县石排工业园区，截至 2016 年，恒源科技已建成年回收处理 5000 吨钽铁硼废料的生产流水线。
正潭新材料	4800	位于江西省吉安市新干县盐化城，截至 2017 年，正潭股份已建成年综合处理回收利用 4800 吨钽铁硼废料项目。
包钢新利稀土	5000	北方稀土控股子公司，江西省信丰工业园区内，现已形成年处理 3500 吨南方离子型稀土矿、年综合回收利用 5000 吨钽铁硼废料的生产能力。
中稀天马新材料科技	5000	位于梁山县马营乡，中稀天马已建成年回收处理 5000 吨钽铁硼废料综合利用项目。

数据来源：公司公告，亚洲金属网，东吴证券研究所

在近十年的耕耘下，公司先后通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、ISO45001 职业健康安全管理体系、IATF16949 汽车行业质量管理体系等国际认证，经济指标与生产水平皆位于国内领先水平，是国家高新技术企业、省级企业技术中心、省发展升级示范企业、省专业化小巨人企业、省专精特新中小企业、节能减排示范企业。

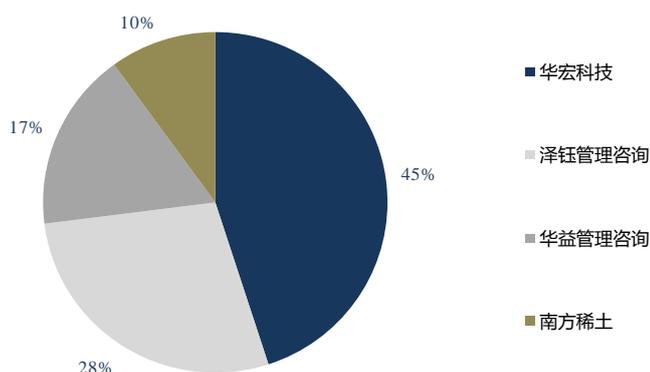
2.2. 携手南方稀土，锁定六万吨合作

2020 年 9 月，公司披露了《年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目框架协议》，拟联合中国南方稀土集团共同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，建设内容主要包括氧化焙烧及制粉车间、智能仓储及行政办公等。根据每万吨磁材废料得到 3000 吨氧化物的比例测算，约共得到 1.8 万吨稀土氧化物。

通过此次合作，将充分发挥南方稀土与公司全资子公司鑫泰科技各自在稀土开采、稀土金属冶炼分离及永磁材料制作和磁材废料综合回收利用领域的优势，实现产业链上下游紧密结合，在帮助南方稀土弥补与北方稀土的指标差距的同时，保障了鑫泰科技在磁材废料的供应，利于未来产能扩张。

同时，子公司鑫泰科技分别与五矿稀土集团有限公司、包钢稀土国贸(赣州)有限公司和有研稀土新材料股份有限公司签订了“长期供货协议”。此协议锁定了鑫泰科技 2021 全年的稀土氧化物供货量，具体交易价格为未来现货的交易价格。

图 8: 华卓再生资源回收利用有限公司股权结构 (2021 年 5 月 10 日)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

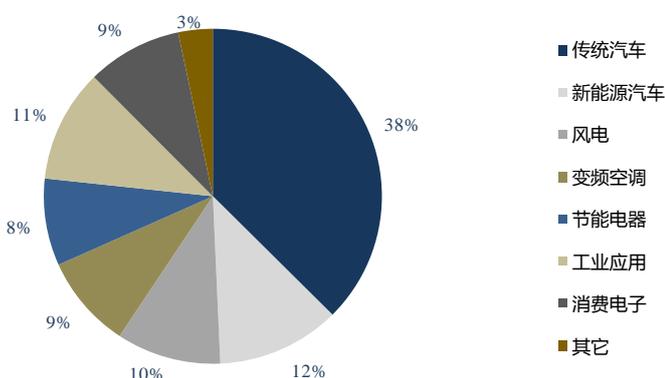
2021 年拟与南方稀土、赣州泽钰管理咨询有限公司和赣州华益管理咨询有限公司共同投资设立“赣州华卓再生资源回收利用有限公司”，注册资本 12000 万元人民币，公司作为新设立公司的控股股东。新设公司的主营业务包括钕铁硼废料、废旧磁材、稀土金属废料的运输、回收、储存、加工以及销售，可帮助公司完善稀土回收产业链。

2.3. 稀土供需紧张，回收业务顺势而行

2.3.1. 需求端：新能源+节能环保双轮驱动

稀土是不可再生资源，是高科技领域多种功能性材料的关键元素。钕铁硼是目前应用最广泛的稀土永磁材料，根据安泰科的数据，2018 年全球高性能钕铁硼需求主要集中在汽车（50%）、风电（10%）和变频空调（8.4%）；汽车领域中，传统汽车占比 38%，新能源汽车占比 12%。

图 9：全球钕铁硼下游需求结构（2018 年）

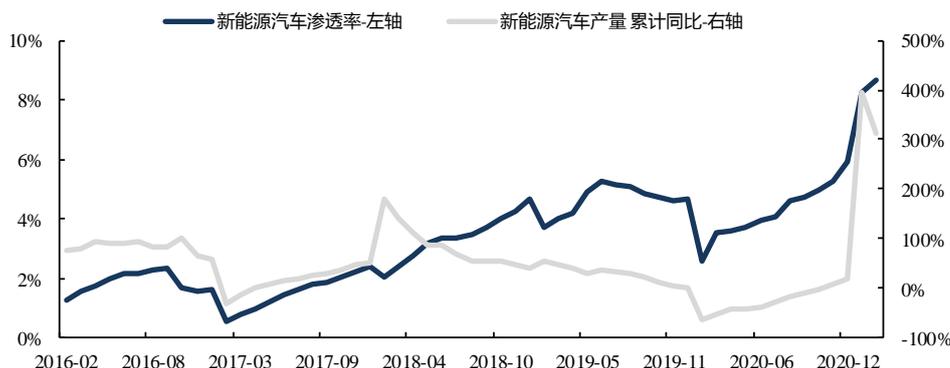


数据来源：安泰科，东吴证券研究所

新能源汽车领域中钕铁硼永磁材料主要应用在永磁驱动电机以及一些汽车零部件的生产，随着车载零部件向智能化、电子化和微型化发展，新能源汽车对于稀土永磁材料的市场需求将持续增长。

根据国家统计局，2021 年 3 月我国新能源汽车销产量累计同比增长 313%；渗透率达 8.7%。根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，要求 2025 年纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新能源汽车销量占比达到 20%，即 500 万辆左右。政策驱动下，新能源汽车销量以及驱动电机的市场需求有望持续增大。

图 10: 新能源汽车产量累计同比及渗透率



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

家电行业是钕铁硼另一重要应用场合，钕铁硼永磁材料用于变频家电的电机。根据产业在线，2020 年我国变频空调销量为 8336 万台，2016-2020 年我国变频空调销量年复合增速达到 17%。根据中国标准化研究院测算，2020 年 1 月新版空调能效标准的实施，将淘汰市面上 99% 的定频空调和近 30% 的变频空调，高效能的变频空调将逐步成为市场主流。2021 年 Q1 变频空调销量同比增长 119%。

图 11: 变频家电生产景气

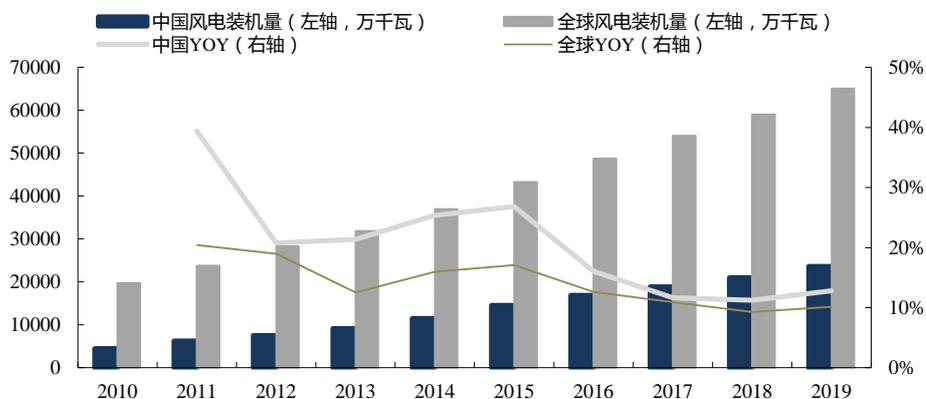


数据来源：国家统计局，产业在线，东吴证券研究所

永磁直驱风力发电机相比于双馈式风力发电机具有安全可靠、更能适应低风速环境、电网兼容性和发电效率高等优势，同时后期维护成本较低，在风力发电领域的发展前景广阔。根据 wind 统计，全球风电装机量 2010、2019 年分别为 19764、65056 万千瓦，年复合增速为 14%；我国风电装机量 2010、2019 年分别为 4473、23632 万千瓦，年复

合增速为 20%。

图 12: 我国风电装机量增速高于全球



数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们预测, 到 2025 年我国钕铁硼需求将达 12.3 万吨; 其中, 高端钕铁硼需求将达到 9.5 万吨, 2020-2025 年复合增速为 21%; 中低端钕铁硼需求将达到 2.8 万吨。2025 年全球对应的氧化镨钕需求为 4.3 万吨, 2020-2025 年复合增速高达 14.5%。

表 3: 我国稀土需求拆分

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
风电新增装机量 (万千瓦)	2679	7160	5200	5720	6406	7560	8542
直驱永磁渗透率	30.0%	30.0%	32.0%	34.0%	38.0%	41.0%	44.0%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/千瓦)	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67
风电高性能钕铁硼需求 (万吨)	0.5	1.4	1.1	1.3	1.6	2.1	2.5
YOY		167.3%	-22.5%	16.9%	25.2%	27.3%	21.3%
传统汽车产量 (万辆)	2434	2317	2419	2504	2599	2700	2811
传统车 EPS 渗透率	45.0%	48.0%	53.0%	58.0%	60.0%	62.0%	65.0%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/辆)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
传统汽车钕铁硼需求 (万吨)	0.27	0.28	0.32	0.36	0.39	0.42	0.46
YOY		1.5%	15.3%	13.3%	7.4%	7.4%	9.1%
新能源汽车产量 (万辆)	119	146	204	289	408	571	794
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/辆)	4.4	4.6	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9
新能源汽车钕铁硼需求 (万吨)	0.52	0.67	0.98	1.42	2.00	2.80	3.89
YOY		27.9%	46.1%	45.0%	41.0%	40.0%	39.0%
变频空调产量 (万台)	6941	8346	9848	11325	12798	14333	15910

高端变频空调渗透率	65.0%	67.0%	70.0%	72.0%	75.0%	80.0%	80.0%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/辆)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
变频空调钕铁硼需求 (万吨)	0.45	0.56	0.69	0.82	0.96	1.15	1.27
YOY		23.9%	23.3%	18.3%	17.7%	19.5%	11.0%
电梯产量 (万台)	100	80	109	123	140	152	162
节能电梯渗透率	85%	87%	90%	92%	93%	93%	94%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/台)	6	6	6	6	6	6	6
节能电梯钕铁硼需求量 (吨)	0.51	0.42	0.59	0.68	0.78	0.85	0.91
YOY		-18.1%	40.9%	15.4%	15.1%	8.6%	7.7%
消费电子钕铁硼需求量 (吨)	0.11	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13	0.13
YOY		4.7%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
其它高端钕铁硼需求	0.15	0.17	0.2	0.22	0.24	0.25	0.28
高端钕铁硼需求总计 (万吨)	2.56	3.65	4.01	4.92	6.13	7.67	9.47
YOY		42.7%	9.9%	22.7%	24.5%	25.2%	23.4%
中低端钕铁硼需求	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
钕铁硼需求合计 (万吨)	5.36	6.45	6.81	7.72	8.93	10.47	12.27
对应氧化镨钕需求 (万吨)	1.79	2.19	2.32	2.66	3.10	3.66	4.32
YOY		22.3%	6.0%	14.3%	16.6%	18.2%	18.0%

数据来源：百川资讯，中国稀土协会，东吴证券研究所

2.3.2. 供给端：立法护航+总量控制，供给刚性

我国拥有丰富的稀土资源，根据 USGS 统计，2019 年中国稀土储量为 4400 万吨，在全球稀土储量中的占比约 37%，位居全球第一。过去“偷采、超采”一直是稀土行业供给过剩的最大原因。自 2017 年工信部组织稀土打黑专项行动，后续实行稀土专业发票等举措，稀土行业的炒作氛围愈淡、规范化逐步提高。2021 年 1 月 15 日，为依法规范稀土开采、冶炼分离等生产经营秩序，有序开发利用稀土资源，推动稀土行业高质量发展，工业和信息化部起草了《稀土管理条例（征求意见稿）》，其中提到了立法管理稀土行业的必要性，体现在“切实维护国家利益和产业安全的需要、依法规范稀土生产经营秩序的需要和完善稀土管理体制的需要”。

表 4：打击黑产及行业整顿行动常态化

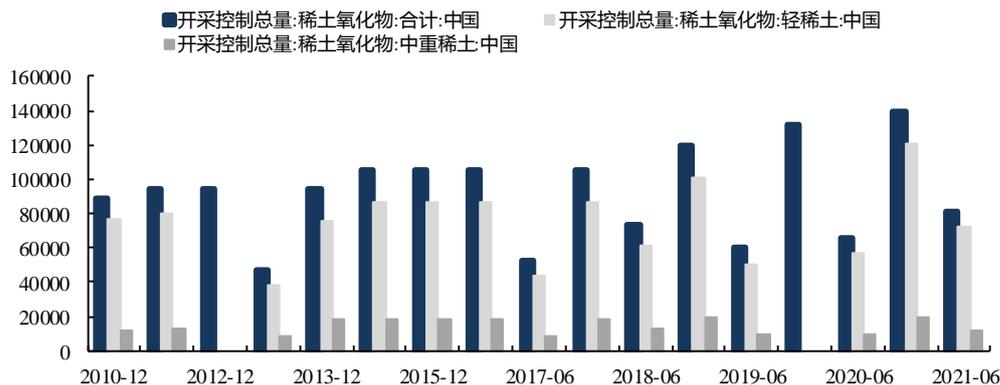
时间	开展部门	政策名称	政策内容
2010/5/18	国土资源部	《关于开展全国稀土等矿产开发秩序专项行动的通知》	从 2010 年 6 月至 11 月集中开展稀土等矿产开发秩序专项整治。

2011/8/1	工信部等六部联合	《关于开展全国稀土生产秩序专项整治行动的通知》	自 2011 年 8 月 1 日至 12 月 31 日开展为期 4 个月的稀土生产秩序专项整治行动。
2012/10/15	工信部	《关于核查整顿稀土违法违规行为的通报》	立即组织开展并于 11 月 15 日前完成核查整顿工作。
2013/8/5	工信部等八部门联合	《关于组织开展打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动的函》	自 2013 年 8 月 15 日至 11 月 15 日开展为期 3 个月的打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动。
2014/1/1	江西省龙南县	稀土违法行为专项整治行动	对非法开采稀土、违规收取稀土尾水和非法购销稀土行为进行查处打击。
2014/8/5	八部委联合	《打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动方案》	自 8 月 15 日至 11 月 15 日，八部委联合开展打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动。
2016/3/1	福建省国土资源厅	严厉打击稀土无证开采行为	加强全年稀土开采总量控制，打击无证开采行为。
2018/9/1	江西省八部门联合	打击稀土违法违规行为专项行动	自 2018 年 9 月至 2019 年 1 月组织开展专项行动，严厉打击稀土非法开采。
2019/1/4	工信部	《十二部门关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》	明确了加强稀土行业秩序整顿的任务分工、主要目标和落实举措，便于中央和各地形成部门合力，加强对违法违规行为的惩治力度。
2021/1/15	工信部	《稀土管理条例（征求意见稿）》	建立投资项目核准制度；拟定稀土开采及冶炼分离总量指标制度；加强采矿、产品进出口及储备管理，建立检查制度；明确相关违法行为惩罚措施。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

2021 年 2 月，工信部、自然资源部下发 2021 年第一批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，分别为 8.4 万吨和 8.1 万吨，全部分配给北方稀土、南方稀土、中国稀土、广东稀土、五矿和厦门钨业六大稀土集团。

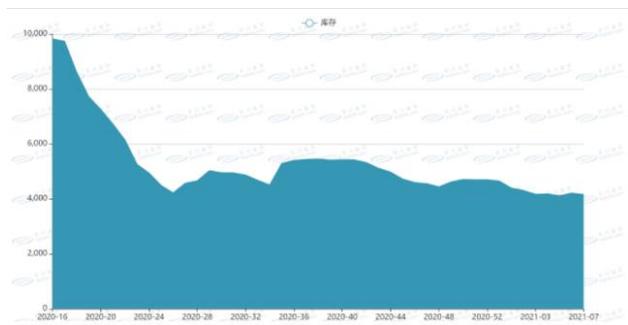
图 13: 我国稀土开采指标缓慢增长 (单位: 折氧化物, 吨)



数据来源: 工信部, 东吴证券研究所

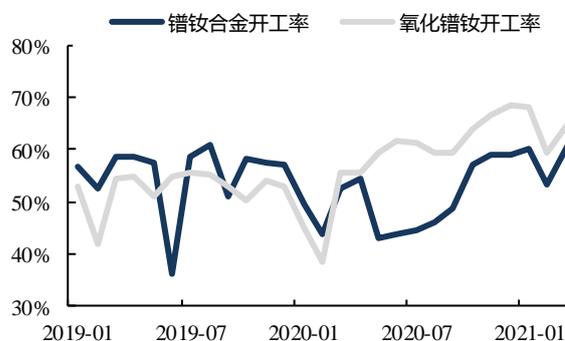
下游高景气造成上游低库存。根据百川数据, 2021年4月氧化镨钕生产商库存从1万吨快速降至0.4万吨附近, 库存去化60%。复工复产以来, 制造业持续回暖, 需求驱动拉升镨钕合金、氧化镨钕开工率, 2021年2月开工率分别为60%、65%。

图 14: 氧化镨钕库存低位 (单位: 吨)



数据来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图 15: 重点稀土品种开工率持续景气

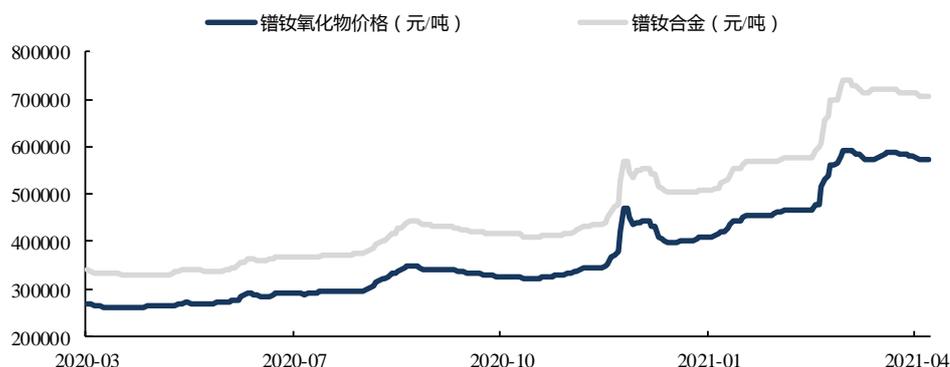


数据来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

2.3.3. 价格端: 逐渐攀升, 回收响应市场趋势

2021年4月13日氧化镨钕、镨钕金属平均价格达到575、708元/千克, 年同比121%、110%; 稀土价格的大幅上涨说明稀土需求仍然旺盛。在下游需求旺盛, 上游供给受限的情况下, 稀土价格维持高位具备持续性; 因此在稀土价格高位运行的大背景下, 稀土回收行业具备较大市场空间。

图 16: 轻稀土价格逐步攀升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.4. 稀土回收行业: 顺势而为, 政策市场齐助力

2.4.1. 政策引领整合, 原料端给予支撑

稀土废料回收即从稀土生产中产生的废料以及终端含稀土商品中中提取稀土元素生成稀土氧化物的过程, 稀土氧化物在进一步加工后可得到稀土金属。在稀土需求良好但供应收到指令性生产指标的限制背景下, 稀土废料回收行业的产能大幅上涨, 行业内曾产能严重过剩。经过政府有关部门的持续整改, 行业集中度逐渐提高, 目前全国钕铁硼废料处理企业中稀土氧化物年产量超过 1100 吨的企业只有 3 家。基于现有产业政策, 原则上稀土资源回收利用行业的新进企业难以完成开展业务所必要的立项审批。

表 5: 我国稀土回收行业在政府规范下从粗放走向整合

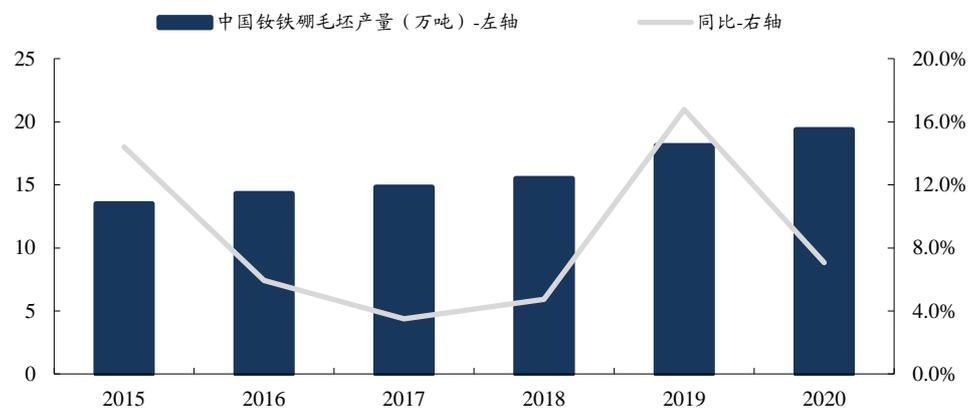
时间	稀土回收行业格局
2013 年	全国共有稀土废料综合回收企业 55 家, 稀土废料处置加工产能达到 20 万吨, 严重过剩; 一些企业以“资源回收利用”为名, 变相建设冶炼分离生产线, 收购加工稀土矿产品, 冲击和扰乱稀土市场秩序。
2014 年	工信部下发《关于清理规范稀土资源回收利用项目的通知》, 明确要求凡建有稀土冶炼分离生产线的稀土资源回收利用项目均须由工业和信息化部核准, 已被列入限批行业。
2018 年	工信部等部门要求严控新增稀土资源综合利用 (含独居石处理) 企业数量和规模。
2020 年	目前仅有不到 19 家稀土资源综合利用企业被允许保留下来, 并且已有 9 家整合进入到六大稀土集团之列。

数据来源: 工信部, 中国稀土协会, 公司公告, 东吴证券研究所

稀土废料综合利用行业除政策壁垒外，还具有资金、技术、规模上多项壁垒。稀土回收项目投资规模大、建设周期长，属于资金密集型行业；行业生产工艺以及环保要求较高，需要前期大量投入研发资金及时间；同时已形成规模的企业在原料、客户控制上均具有较大优势。因此未来行业内集中度或将进一步提高。

在原料端，钕铁硼产量增加支撑回收行业。在钕铁硼生产过程中，原材料的利用率只有 70%左右，产生约 30%的废料。钕铁硼废料基本与钕铁硼磁性材料的成分一致，由稀土（钕 24%、镨 5%、镝 2%、铽 1%）、铁和硼（1%）组成。2020 年我国钕铁硼产量为 19.4 万吨，2014 年至 2020 年的年复合增长率为 8.62%，产量的大幅上涨在原料端保证了钕铁硼废料的增长。

图 17：我国钕铁硼产量上涨明显



数据来源：百川盈孚，东吴证券研究所

钕铁硼废料的原材料来源较为分散，行业内已形成由个人以地区为据点，在该地区统一收集废料后卖给钕铁硼废料回收利用企业的现象。稀土回收行业集中度的提高也将使规模企业有更好的原材料供应保障。

2.4.2. 我国稀土储量锐减，多政策支持废料回收业

根据 USGS，2010 年到 2015 年，我国稀土的储量从 5500 万吨降至 4400 万吨，在全球稀土储量中的占比从 50%下降至 37%。稀土回收业务可以有效减少国家稀土资源的开采，根据公司测算，每回收并提炼 1 吨氧化镨钕相当于少开采 1 万吨稀土离子矿，对不可再生的稀土资源有重要意义。2015 年，工信部公布了 902 项行业标准，其中包括 5 项稀土行业标准，均涉及废旧稀土回收。2015 年至今，我国稀土储量在全球占比的下降趋势得到缓解，占比维持在 37%。

图 18: 2010-2020 年我国稀土储量以及全球占比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

国家在过去十多年内出台了大量的法律法规和优惠政策来大力扶持发展循环经济产业，我国稀土产业也已经将推动资源节约和综合利用工作作为稀土产业升级调整的优先方向。

表 6: 国家大力发展稀土回收在内的循环经济

日期	政策	发布机构	具体内容
2008	《循环经济促进法》	人大常委会	国家对促进循环经济发展的产业活动给予税收优惠
2010	《关于支持循环经济发展的投融资政策措施意见的通知》	发改委、人民银行、银监会、证监会	在规划、投资、产业、价格、信贷、债权融资产品、股权投资基金、创业投资、上市融资、利用国外资金等方面支持循环经济发展的具体措施
2011	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	发改委	将有色金属产业的高效、节能、低污染、规模化再生资源回收与综合利用列入鼓励类项目
2011	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	发改委、科技部、工信部等	将“固体废弃物的资源综合利用”列为 137 项高技术产业化重点领域之一
2012	《中国的稀土状况与政策》	国务院	中国大力支持发展循环经济，积极开展稀土二次资源回收再利用
2015	《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》	财政部、国家税务总局	从事“稀土产品加工废料，废弃稀土产品及拆解物”类资源综合利用的企业可申请享受增值税退税 30%
2016	《关于推进再生资源回收行业转型升级的意见》	商务部、发改委、工信部等	顺应“互联网+”发展趋势，促进行业转型升级，建立健全完善的再生资源回收体系
2016	《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》	工信部、商务部、科技部	以废钢铁、废有色金属等为重点领域，推动再生资源产业发展成为绿色环保产业的重要支柱和新的经济增长点

2016	《稀土行业规范条件》、《稀土行业规范条件公告管理办法》	工信部	首次将稀土资源综合回收利用企业的冶炼分离项目纳入管理范围，规定其生产规模应不低于 3,000 吨/年
2017	《循环发展引领行动》	发改委、科技部、工信部等	大力发展循环经济，强化制度和政策供给

数据来源：政府网站，东吴证券研究所

稀土回收技术仍存在较大进步空间。目前技术上根据不同稀土废料特性采取湿法回收、火法回收等不同方法，但均仍存在一定的限制。在市场需求增长与政府对产业的升级调整双重激励下，未来若在工业量产技术上尤其是在效率以及环保方面有所突破，将会再次提升行业的规模水平以及利润增长空间。

表 7: 稀土废料回收技术介绍

处理类型	回收方法	适用废料	工艺	优势	劣势
废料回收	湿法回收	烧结及机加工过程产生的氧化严重的废料	以酸作为浸出剂，通过合理控制 pH 值将稀土与其他元素分离	对原料的适应性强，稀土回收率及产品纯度高	流程较长，且会产生一定环境问题
	火法回收	氧化程度较轻的废料	借助氧化/氯化等反应改变物料中元素的化学状态，在高温下回收稀土元素	流程短、环境友好	处理量小，回收率低，能耗高，会产生大量温室气体以及污染物，对原料品质要求相对较高，且通常得到混合稀土产品
	电解法、离子液体法、水解法		有技术问题，并且经济性不理想，仍在研究之中		
废料再生制造	氢爆法、掺杂法、热压法、钙还原扩散法	氧化程度较轻的块状废料		流程短、无污染	部分再生磁体的使用性能通常会有一定程度的降低

数据来源：《材料导报》，东吴证券研究所

3. 废钢再生设备与汽车拆解协调发展

3.1. 废钢设备业务：龙头地位稳固，有望受益碳中和

3.1.1. 废钢设备领域龙头企业，市占率近 40%

公司自 2004 年成立开始，专注于生产废钢设备，逐步发展成废钢设备领域的龙头企业。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。公司拥有金属打包设备、金属剪切设备、废钢破碎生产线和非金属打包压缩设备等多系列产品，涵盖常规的 Y81 系列中小型液压金属打包机、Q43 系列液压废金属剪断机、HPM 系列卧式液压打包机、Y63 系列生活垃圾压缩机等中小型再生资源加工设备和 Q91 系列大型龙门式废钢剪断机、PSX 系列废钢破碎生产线等大型高端废金属加工设备，广泛应用于冶金、物资回收、环卫等多个领域。

图 19: Y81K-500 金属打包机


华宏科技
 HUAHONG TECHNOLOGY


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 20: Q91Y-630W 龙门剪切机


华宏科技
 HUAHONG TECHNOLOGY


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司废钢设备业务受益废钢景气度。2019 年，全国废钢消耗总量 2.15 亿吨，废钢综合单耗 215kg/吨，废钢比为 21.5%，这三项指标均创我国钢铁工业去除大平炉冶炼工艺后的历史最好水平。公司废钢业务收入于 2018 年超过 10 亿元水平，毛利率从 2016 年的 15% 上升至 2019 年的 22%。

图 21: 公司废钢业务收入一览



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

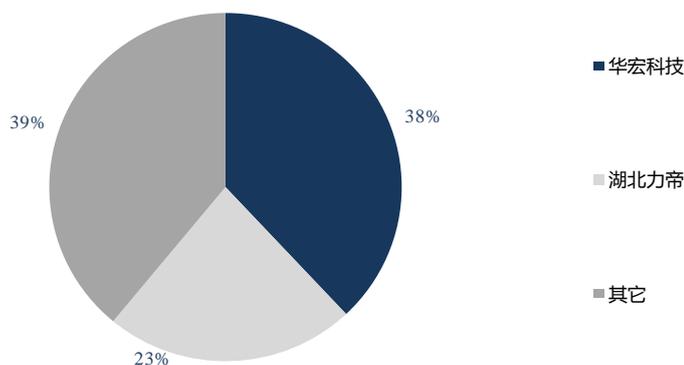
图 22: 公司废钢业务毛利水平上升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

市占率高, 坐拥行业龙头地位。我国废钢设备行业为“双寡头”竞争格局, 头部玩家分别为华宏科技、湖北力帝(2015年被天奇股份收购)。根据前瞻产业研究院测算, 2019年我国废钢设备行业市场空间近30亿元, 华宏科技当年废钢业务收入为11.2亿元, 市占率近40%; 湖北力帝当年相关业务收入为6.8亿元, 市占率为23%; 行业其余者为安阳锻压、常熟机床、江苏东方等。

图 23: 公司废钢设备业务市占率高(2019年)



数据来源: 前瞻产业研究院, 各公司公告, 东吴证券研究所

3.1.2. 铁矿价高+环保趋严拉升废钢需求, 废钢设备景气上行

1) 铁矿石价格历史高位, 废钢需求增长。2020年由于海外疫情冲击, 铁矿石原产国发货量缩减, 供应减速; 国内经济率先复苏, 海外订单积压国内, 导致铁矿石需求高增; 同时叠加全球流动性宽松, 铁矿石价格较底部上涨80%。根据大连商品交易所, 2021年5月7日铁矿石期货价格为1206元/吨, 创历史新高, 同比增长95%。

图 24: 铁矿石价格高位运行



数据来源: 大连商品交易所, 东吴证券研究所

铁矿石成本占据炼钢成本的 50%以上, 因此铁矿价格暴涨将较大压缩钢厂盈利空间。因此作为铁矿替代品, 废钢需求进一步提升; 根据 Mysteel 调研, 2021 年 4 月国内废钢价格为 3100 元/吨, 同比增长 38%。

图 25: 废钢价格上涨反映需求景气 (单位: 元/吨)



数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

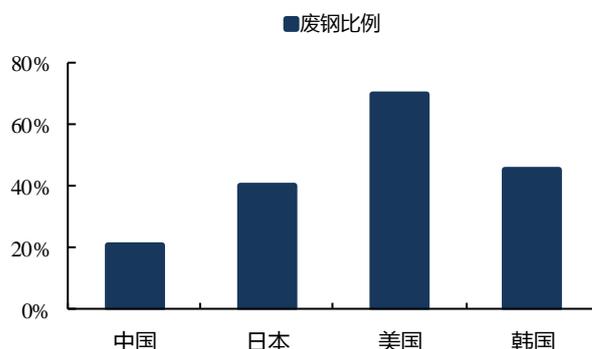
2) 碳中和大背景下, 短流程比例有望提升。钢铁行业碳达峰目标初步定为: 2025 年前, 钢铁行业实现碳排放达峰; 到 2030 年, 钢铁行业碳排放量较峰值降低 30%; 中国宝武集团更是提出 2023 年碳达峰、2050 年实现碳中和。根据 Mysteel 调研, 我国长流程 (铁矿石为原料) 炼钢吨钢排放量为 2.2 吨, 而短流程 (废钢为原料) 吨钢排放仅为 0.8 吨。我国废钢应用比例增长迅速, 根据中钢协, 2020 年我国废钢应用比例为 20.8%, 但对标世界发达国家仍具备较大差距。

图 26: 我国废钢比例增长迅速



数据来源: 中钢协, 东吴证券研究所

图 27: 我国废钢比例仍具备提升空间



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

工信部在其《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见(征求意见稿)》中提出到 2025 年将行业废钢比提升到 30%。根据我们测算, 2025 年我国废钢需求可提升至 2.8 亿吨, 2020-2025 年复合增速为 5%。废钢设备行业景气度与废钢价格走势呈现较强相关性, 我们认为, 在铁矿价格高企、碳中和相关环保政策趋严的大背景下, 废钢需求将稳步上行; 需求拉升将托底废钢价格运行空间, 因此废钢设备行业景气度有望上行。

图 28: 我们预计 2020-2025 年全国废钢需求复合增速 5%



数据来源: mysteel, 东吴证券研究所测算

图 29: 废钢设备景气度(以行业龙头华宏科技废钢设备收入为表征)与废钢价格具备较强相关性



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

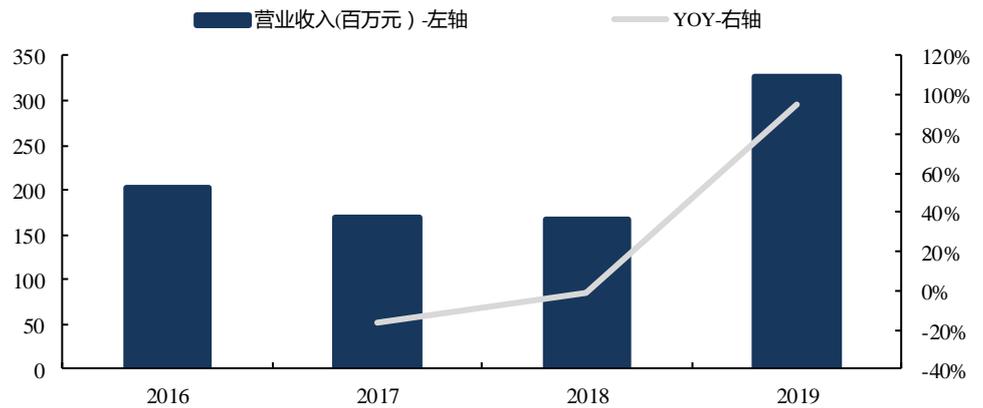
3.2. 汽车拆解业务: 布局高附加值环节, 乘市场化东风

3.2.1. 汽车解体全产业链布局

汽车拆解回收是指，根据国家相关法律法规，对报废的机动车进行回收并进行无公害化处理，拆除可在利用的零部件和总成，报废的汽车中含有大量的废钢铁等再生资源，目前以及未来短期内主要成品都是废钢。

2018年8月，收购北京中物博汽车解体公司，北京中物博（现改名为北京华宏）是北京7家报废汽车企业之一，拥有军队退役装备报废资质。自此开始布局汽车解体行业，目前公司基本形成了拆解设备、汽车拆解运营、深加工的全产业链体系。

图 30: 公司汽车拆解业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.2. 政策放开，2020-2025 年汽车拆解市场增速有望超 30%

2020 年落地实施的《报废机动车回收管理办法实施细则》和《报废机动车回收拆解企业技术规范》为 19 年新办法的落地实施提供了更为详细的依据，现有 700 家持牌企业需要在未来两年内对牌照进行重新申请，汽车拆解行业将进入发展快车道。

表 8: 汽车拆解相关政策

时间	政策	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
2013	《机动车强制报废标准规定》	规定了各种机动车的报废年限，所有人应该将机动车交与机动车回收拆解企业

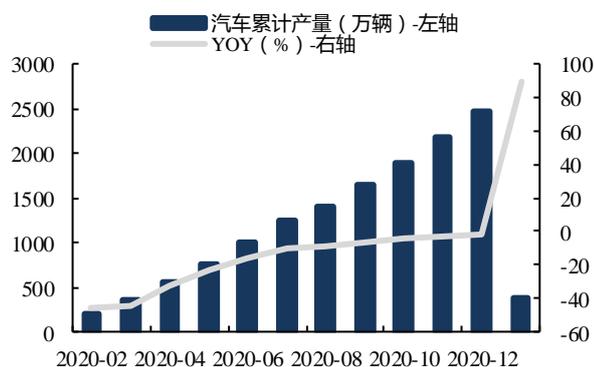
2019	《报废汽车回收管理办法》	“五大总成”再制造解禁，完善进入退出机制，取消总量控制，不再按照报废金属价格回收，按照市场定价，完善监管
2020	《报废机动车回收管理办法实施细则》	包括拆解企业资质认定和管理、回收拆解行为规范、回收利用行为规范、监督管理等

数据来源：国务院，东吴证券研究所

新办法对于回收和拆解等工序有了更高的环保要求，这将很好提高行业门槛，有利于龙头企业；新办法放开了“五大总成”再制造，这对于回收拆解业务来说能够有效的提升盈利能力，从而能够更好的利用自主价格引导废旧汽车回流正规拆解企业，实现良性循环。

中国汽车行业正处于增长时期，根据汽车工程学会预测，2021年预计汽车行业产销量将实现3-5%增长。根据国家统计局，2021年2月我国汽车累计产量为386万辆，同比增长90%。

图 31：我国汽车产量出现大幅回升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 32：我国汽车保有量稳步增长



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

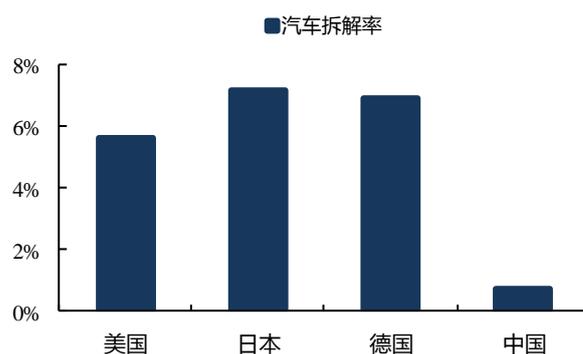
我国汽车保有量逐年上升，但报废率远低于发达国家水平，汽车拆解回收市场发展空间较大。根据国家统计局，2020年我国汽车保有量达2.7亿辆，2015-2020年复合增速高达10%；而我国汽车报废拆解率低于1%。2020年，我国汽车报废拆解量突破200万辆，为208万辆，但当年汽车拆解率仅为0.74%；而2020年美国、日本和德国的汽车拆解率均超过5%。对标汽车工业强国，我国汽车拆解率仍具较大提升空间。

图 33：2020 年我国汽车拆解率仅为 0.7%

图 34：我国汽车拆解率较仍处较低水平（2020 年）



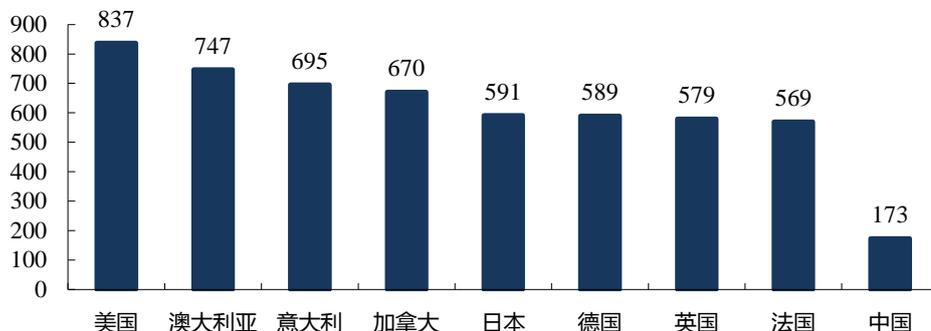
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所



数据来源：立鼎产业研究网，东吴证券研究所

然而，目前从全球千人汽车保有量来看，2020年中国每千人汽车保有量仅为173辆，美国为837辆、澳大利亚为747辆、日本591辆，世界中等发达国家千人保有量为283辆。因此，对标世界中等发达国家水平，我国汽车保有量仍存在较大增长空间。

图 35：2020 年主要国家千人汽车保有量（辆）



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

对标世界发达国家 5% 以上的汽车拆解率，我们认为在拆解新规的刺激下，2025 年我国汽车拆解率有望达到 2.0%；根据前瞻产业研究院预测，2020-2025 年我国汽车保有量有望维持 8% 以上的增速。因此我们预计，2025 年我国汽车拆解市场收入超过 1200 亿元，2020-2025 年复合增速高达 32%。

表 9: 汽车拆解市场测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
汽车保有量(万辆)	26000	28100	30550	33110	35760	38530	41350
YOY		8.1%	8.7%	8.4%	8.0%	7.7%	7.3%
汽车报废率	0.8%	0.7%	1.0%	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%
单车价值(万元/辆)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汽车拆解市场(亿元)	293	312	458	596	805	983	1241
YOY		7%	47%	30%	35%	22%	26%

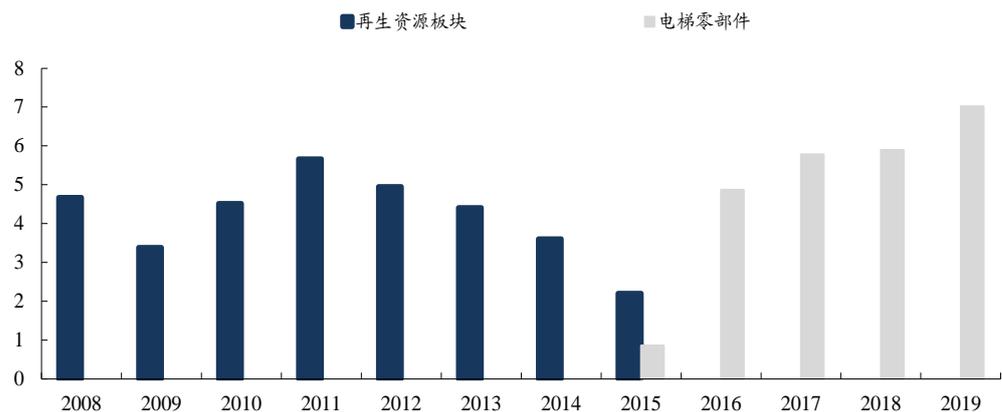
数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所测算

4. 电梯零部件: 细分领域龙头, 客户资源优质

4.1. 收购威尔曼, 布局信号系统及安全部件

2015 年公司以 8.13 亿元收购江苏威尔曼科技有限公司 100% 股权, 正式进入电梯零部件行业, 弥补再生资源板块的营业收入的不稳定。2016 年至 2019 年, 公司电梯零部件领域的营业收入稳定增长, 且年复合增长率达到 13%, 市占率不断提高。该业务毛利润从 2016 年的 148 万元增长至 2019 年 183 万元, 其中 2019 年电梯零部件毛利润同比增长 19.6%。

图 36: 公司两大板块营业收入情况(百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

江苏威尔曼科技有限公司是专业的国际电梯信号系统和安全部件制造商, 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, 下

游为电梯整梯制造企业等。凭借多年深耕电梯信号系统、门系统和其他电梯精密零部件积累的市场口碑、模块化技术及平台化产品、行业定制化经验等综合优势，威尔曼迅速成为迅达、通力等国际电梯巨头的信号系统的主要供应商之一，并且与日立、富士达、蒂森克虏伯、三菱等国际领先整机厂商和江南嘉捷、上海永大等国内知名整机企业建立良好客户合作关系，为亚非拉美欧等区域市场提供可信赖的产品和卓越的服务。

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。苏州尼隆电梯部件有限公司是国内专业从事电梯安全部件研发、制造和销售的企业，为国内外知名品牌电梯提供服务。主要产品包括限速器、张紧装置、液压缓冲器、安全钳等。

4.2. 旧梯更新+旧房改造，电梯产量仍具较大空间

随着我国工业化、城镇化进程的加快，以及城市土地资源的制约，国内多层、高层住宅、商务楼等建筑的需求增长较快；此外，随着电梯保有量的增加，我国将逐步进入电梯更新的高峰期，原有电梯的维修及更换也成为我国电梯市场发展的坚实基础。根据国家质检总局，中国电梯保有量从2009年的137万台上升至2019年的710万台左右，年复合增长率为18%；根据中国电梯工业协会数据，我国电梯（含扶梯）产量从2009年的26.3万台增长至2018年的85.0万台，国家统计局最新数据显示，2019年我国电梯产量增长至117.3万台（包含升降机）。

图 37：2018-2020 我国电梯产量



数据来源：中国电梯工业协会，国家统计局，东吴证券研究所

房地产开发投资额和房屋新开工面积增速均有所回升，电梯加装改造业务增速较快，带动了电梯整机销量增速的回升。在以高铁及地铁为代表的轨道交通系统的大力发展的影响下，轨道交通站点设施已成为了电梯市场需求的有力增长点。十三届全国人大二次会议上，“支持老旧小区加装电梯”再一次出现在了政府报告当中，且内容较之以前更加

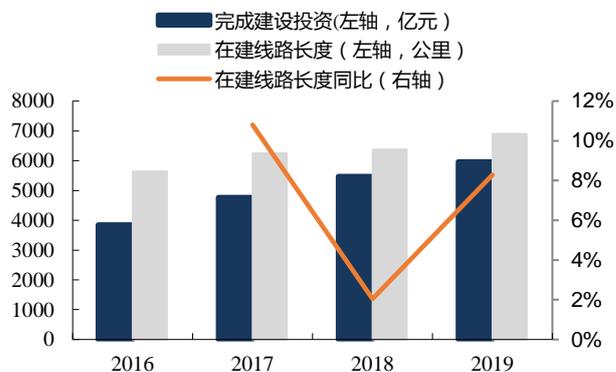
细致、详实。2020年7月20日，国务院办公厅印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，指出为满足居民生活便利需要和改善型生活需求，鼓励有条件的楼栋加装电梯；同时支持小区居民提取住房公积金，用于加装电梯等自住住房改造。

图 38: 2017-2021 我国房屋竣工面积累计同比



数据来源: choice, 东吴证券研究所

图 39: 2016-2019 我国城轨建设情况



数据来源: choice, 东吴证券研究所

我们预计在房地产、轨道交通、旧房改造等多重因素的推动下我国电梯市场仍具有较大的增长空间，未来我国电梯产量将进一步增长，从而带动公司电梯零部件领域的业务。

5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设:

- 1) 公司布局汽车拆解产业链多环节，有望充分受益汽车拆解新政带来行业利好，废钢及加工设备业务将保持较高增速；
- 2) 受益新能源及节能领域高增长，稀土需求拉升同样带来稀土废料回收行业景气度提升；公司 2020 年并表鑫泰科技，稀土废料回收及磁性材料业务将稳步增长。

表 10: 公司分业务营收毛利预测 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	724.4	843.3	864.4	890.3
YOY	3.20%	16.42%	2.50%	3.00%
成本	545.9	609.2	615.7	634.1
毛利率	24.64%	27.50%	29.00%	29.00%

废钢&报废汽车	毛利	178.5	231.1	251.5	259
	YOY	-2.73%	29.46%	8.83%	3.00%
	收入	623.89	873.4	917.1	935.5
	YOY	90.85%	40.00%	5.00%	2.00%
	成本	616.3	812.3	843.7	855.9
	毛利率	1.22%	7.00%	8.00%	8.50%
	毛利	7.6	61.1	73.4	79.5
	YOY	-56.00%	703.28%	20.00%	8.38%
再生资源设备	收入	928.85	1142.5	1188.2	1235.7
	YOY	-17.04%	23.00%	4.00%	4.00%
	成本	792.8	891.1	914.9	951.5
	毛利率	14.65%	22.00%	23.00%	23.00%
	毛利	136.1	251.3	273.3	284.2
	YOY	-44.71%	84.71%	8.73%	4.00%
稀土废料	收入	1062.13	2124.3	2506.6	2682.1
	YOY		100.00%	18.00%	7.00%
	成本	912.4	1752.5	2030.4	2118.9
	毛利率	14.10%	17.50%	19.00%	21.00%
	毛利	149.8	371.7	476.3	563.2
	YOY		148.23%	28.11%	18.26%
其它业务	收入	36.5	46.3	56.5	65.8
	YOY	180.46%	26.85%	22.07%	16.40%
	成本	28	34.1	38.1	46.4
	毛利率	23.31%	30.82%	29.00%	26.30%
	毛利	8.5	15.2	15.6	16.6
	YOY	6.24%	78.88%	2.40%	6.37%
合计	收入	3375.69	5029.8	5532.8	5809.4
	YOY	56.19%	49.00%	10.00%	5.00%
	成本	2895.26	4099.3	4442.8	4606.8
	毛利率	14.23%	18.50%	19.70%	20.70%
	毛利	480.4	930.5	1090	1202.5
	YOY	5.61%	93.68%	17.14%	10.33%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

因此我们预计公司 2021/2022/2023 年收入分别为 50.3/55.3/58.1 亿元，增速分别为 49%/10%/5%；归母净利分别为 5.5/6.8/8.0 亿元，对应增速分别为 145%/23%/19%；对应

PE 分别为 17.1x/14.0x/11.8x。考虑公司为废钢加工设备、电梯零部件及稀土废料回收行业的细分龙头，需求叠加政策护航进一步拉升废钢、稀土废料回收行业高景气，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 11: 公司可比公司估值 (2021 年 5 月 10 日)

	代码	最新收盘价 (元/股)	PE (元)			EPS		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
盛和资源	600392.SH	18.30	25.1	18.5	14.0	0.7	1.0	1.3
北方稀土	600111.SH	22.27	23.9	17.1	14.3	0.9	1.3	1.6
均值			24.5	17.8	14.1			
华宏科技	002645.SZ	16.20	17.1	14.0	11.8	0.9	1.2	1.4

数据来源: wind, 东吴证券研究所; 非加粗部分来自 wind 一致预期, 其余为东吴证券研究所预测

6. 风险提示

- 1) 废钢价格波动超预期; 公司废钢业务和再生资源设备的需求主要取决于废钢价格相对铁矿石价格的经济性。若废钢价格波动超预期将影响废钢需求, 从而对公司业绩造成影响。
- 2) 稀土回收业务进展不及预期。公司稀土业务的进展取决于所并表的鑫泰科技的经营情况。若鑫泰科技稀土回收业务进展不及预期, 将对公司整体经营造成较大影响。

华宏科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,008	2,864	2,749	4,301	营业收入	3,376	5,030	5,533	5,809
现金	303	349	848	1,546	减:营业成本	2,895	4,104	4,443	4,601
应收账款	379	772	439	843	营业税金及附加	17	29	30	32
存货	975	1,370	1,098	1,531	营业费用	38	35	57	58
其他流动资产	351	374	364	381	管理费用	234	286	300	285
非流动资产	1,929	2,254	2,327	2,368	研发费用	112	125	127	117
长期股权投资	58	77	107	132	财务费用	9	14	6	-11
固定资产	563	833	868	875	资产减值损失	-2	2	-1	1
在建工程	49	75	69	62	加:投资净收益	5	5	5	5
无形资产	223	233	246	263	其他收益	75	65	68	67
其他非流动资产	1,036	1,036	1,036	1,036	资产处置收益	-0	0	0	-0
资产总计	3,937	5,119	5,076	6,669	营业利润	254	630	770	916
流动负债	903	1,556	870	1,693	加:营业外净收支	-1	2	0	0
短期借款	168	168	168	168	利润总额	253	633	771	916
应付账款	559	1,018	542	1,146	减:所得税费用	25	73	84	102
其他流动负债	176	369	160	379	少数股东损益	3	9	11	13
非流动负债	28	28	28	28	归属母公司净利润	225	551	676	801
长期借款	0	0	0	0	EBIT	254	633	763	890
其他非流动负债	28	28	28	28	EBITDA	328	715	867	1,007
负债合计	931	1,583	898	1,721	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	42	51	61	74	每股收益(元)	0.39	0.94	1.16	1.37
归属母公司股东权益	2,965	3,485	4,118	4,875	每股净资产(元)	5.09	5.95	7.04	8.34
负债和股东权益	3,937	5,119	5,076	6,669	发行在外股份(百万股)	568	583	583	583
					ROIC(%)	9.0%	18.7%	21.9%	25.2%
					ROE(%)	7.6%	15.9%	16.5%	16.5%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	14.2%	18.4%	19.7%	20.8%
经营活动现金流	243	492	720	884	销售净利率(%)	6.7%	10.9%	12.2%	13.8%
投资活动现金流	-531	-402	-171	-152	资产负债率(%)	23.6%	30.9%	17.7%	25.8%
筹资活动现金流	289	-44	-49	-33	收入增长率(%)	56.2%	49.0%	10.0%	5.0%
现金净增加额	-1	46	499	698	净利润增长率(%)	25.6%	144.6%	22.7%	18.6%
折旧和摊销	73	82	104	116	P/E	41.91	17.14	13.97	11.78
资本开支	37	305	43	17	P/B	3.18	2.72	2.30	1.94
营运资本变动	-69	-158	-71	-30	EV/EBITDA	27.88	12.73	9.94	7.87

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>