

2022 年 08 月 21 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

中钢天源 (002057)

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

业绩概要：2022 年上半年公司实现营业收入 14.3 亿元 (+25.0%)；实现归母净利润 1.98 亿元 (+89.4%)，对应 EPS 为 0.26 元；扣非后归母净利润为 1.64 亿元 (+138%)。Q2 归母净利润为 1.36 亿元 (同比+77.5%，环比+119%)，单季度 EPS 为 0.18 元；

双碳背景助推业绩表现：公司主营业务包括检验检测服务业务及各类磁性材料的研发、生产及销售，检测服务主要围绕铁路、公路等大基建领域以及磁性材料等新材料领域，同时公司具备较为完善的磁性材料产业链，是业绩高增的核心推动力。分产品营收来看，2022H1 公司工业原料（主要为电子级和电池级四氧化三锰）实现营收 5.07 亿元 (+41.8%)，主要由于在双碳背景下，下游锰酸锂电池厂商客户对电子级四氧化三锰的接受度提升带来订单增量，以及电池级四氧化三锰的产销两旺；检验检测业务实现营收 2.46 亿元 (+46.0%)，营收增长迅速主要得益于下游大基建领域需求向好。2022H1 公司销售毛利率达到 23.6%，单 Q2 销售净利率更是大幅提升至 20.2% (同比+7.3pcts，环比+10.3pcts)，业绩高增主要得益于主营业务的盈利性大幅抬升，以及投资收益受参股公司的业绩高增而牵动，其中铜陵纳源（公司持股 27.1%）2022H1 净利润达到 1.22 亿元 (+623%)；分产品业务来看，2022H1 工业原料/电子元器件/检验检测业务毛利率分别 +7.38pcts/-9.95pcts/+19.5pcts 至 17.7%/7.9%/56.3%，工业原料毛利率大幅上升主要得益于新开发的电子级四氧化三锰高附加值产品订单增量，我们推测电子元器件毛利率下滑主要由于磁性材料的成本抬升以及部分行业的竞争有所加剧，而检测业务毛利率大幅提升主要由于公司大基建领域检验检测业务需求较为景气，并且公司在原有的检测市场基础上积极开拓环境、EMC 和电子等增量市场；

财务数据：2022 年上半年，公司财务费用同比下降 70.4%，主要由于本期归还银行贷款利息减少且存款利息增加；研发费用同比上升 39.0%，主要由于本期加大科技投入所致，铁氧体关键技术研究项目、低成本四氧化三锰关键技术研

投资评级

买入

首次评级

2022 年 08 月 19 日

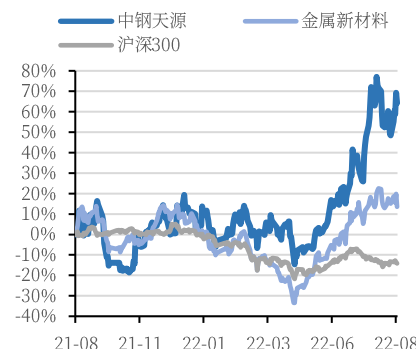
收盘价(元)：

13.40

公司基本数据

总股本(百万股)	759.05
总市值(百万)	10,171.24
流通股本(百万股)	746.19
流通市值(百万)	9,998.92
12 月最高/最低价(元)	14.88/6.66
资产负债率(%)	37.81
每股净资产(元)	3.66
市盈率(TTM)	41.06
市净率(PB)	3.66
净资产收益率(%)	2.27

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书：S0640521070001

联系电话：

邮箱：dengke@avicsec.com

相关研究报告

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

究及产业化等研发项目均开展顺利；经营活动产生的现金流量净额同比增长 154% 主要由于公司本期收到的递延收益款项增加；

子公司业绩贡献突出，检验检测业务未来空间广阔：控股子公司中钢集团郑州金属制品研究院主要从事检验检测技术服务以及金属丝绳制品的生产和销售，公司于 2022 年上半年录得 4.57 亿元的营收规模及 9938 万元的净利润，较高的业绩贡献主要得益于检验检测业务的快速增长。2021 年我国检验检测行业市场规模突破 4000 亿元，尽管行业保持快速增长趋势，行业整体呈现出“小、散、弱”的特征。由于未来大型综合性检验检测机构有望通过较高的规范化程度、较强的技术能力和自身规模优势来获取更大的市场份额，检验检测行业整体集中度将不断上升。公司检验检测业务网络覆盖全国，未来检测业务市场空间十分广阔；

多个扩产项目助力公司跨领域式成长：公司规划到 2025 年，对现有产品产能实施如下扩张计划：电子级三氧化二钒由 5 万吨增至 6 万吨、电池级三氧化二钒由 5000 吨增至 15000 吨、永磁铁氧体器件由 2 万吨增至 4 万吨、软磁铁氧体器件由 5000 吨增至 2 万吨、稀土永磁器件由 2000 吨增至 1 万吨、金属制品由 7 万吨增至 10 万吨。从产能口径来看，2021-2025 年公司总产能扩产 CAGR 达 12.7%，产品下游领域涵盖新能源汽车、风电、光伏、5G 新基建、轨道交通、工业节能电机、消费电子等多重领域，多个项目将助力公司实现跨产品、跨领域式成长。同时，公司规划建设各地分公司和海外检测机构，通过扩大服务范围 and 地域来扩充检测项目，未来市占率有望进一步攀升；

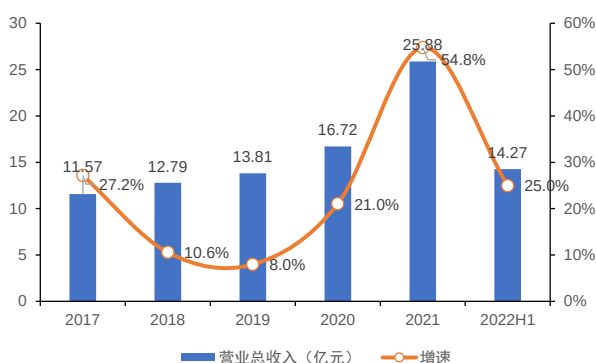
投资建议：公司作为我国权威的金属制品检验检测机构、全球主要的高纯三氧化二钒制造商、我国位居前列的永磁器件供应商，未来检验检测业务的扩增及多方材料业务产能的齐头并进有望帮助公司提升细分领域中龙头企业的市场占有率，并持续助推业绩释放。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 36.3/46.3/58.5 亿元，同比增长 40%/28%/26%，实现归母净利润分别为 3.31/5.03/6.25 亿元，同比增长 55%/52%/24%，对应 PE 31X/20X/16X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，扩产项目进程不及预期，疫情影响超预期等。

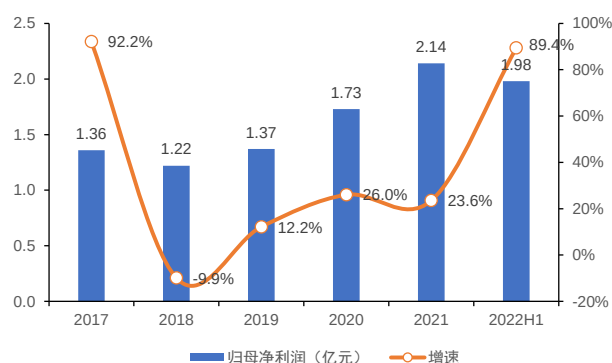
盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	16.72	25.88	36.27	46.29	58.52
增速（%）	21.04%	54.76%	40.17%	27.61%	26.41%
归母净利润（亿元）	1.73	2.14	3.31	5.03	6.25
增速（%）	26.04%	23.56%	54.89%	51.94%	24.29%
每股收益（元）	0.23	0.28	0.44	0.66	0.82
市盈率（倍）	58.81	47.60	30.73	20.22	16.27

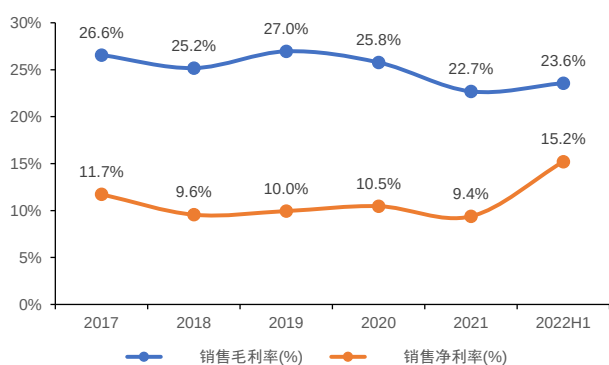
来源：iFinD，中航证券研究所

图1 近年营收及增速


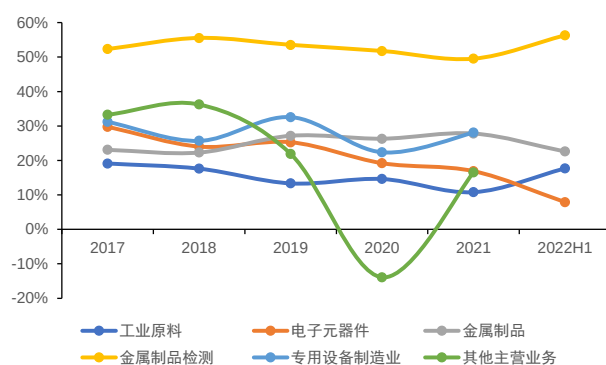
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 近年归母净利润及增速


资料来源：iFinD，中航证券研究所

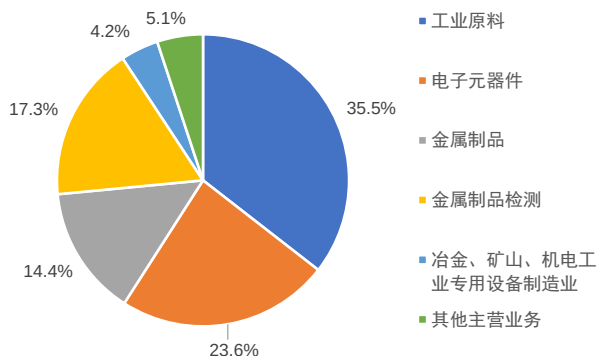
图3 销售毛利率及销售净利率


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 近年各业务毛利率


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 公司分产品营收占比



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 单季度财务数据

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	735.84	691.27	767.14	678.68	661.08	480.94
营业成本(百万元)	518.36	572.35	565.00	549.50	499.21	386.83
销售费用率	2.39%	0.89%	2.89%	1.30%	0.93%	3.27%
管理费用率	5.00%	5.44%	5.22%	3.92%	5.76%	6.60%
财务费用率	0.05%	0.14%	0.59%	0.08%	0.07%	0.86%
研发费用率	5.60%	5.81%	7.09%	6.06%	5.96%	3.97%
资产减值损失(百万元)	-0.47	7.41	-7.27	-0.59	3.45	-2.18
利润总额(百万元)	152.95	70.45	75.52	59.31	100.30	32.86
所得税费用(百万元)	4.28	2.10	5.99	1.16	15.04	2.73
净利润(百万元)	148.67	68.35	69.53	58.15	85.26	30.14
EPS(元)	0.18	0.08	0.08	0.07	0.10	0.04
毛利率	29.56%	17.20%	26.35%	19.03%	24.49%	19.57%
期间费用率	7.44%	6.48%	8.70%	5.30%	6.77%	10.73%
所得税率	2.80%	2.98%	7.93%	1.96%	15.00%	8.31%
净利润率	20.20%	9.89%	9.06%	8.57%	12.90%	6.27%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图7 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	432.09	561.45	1041.81	979.53	1180.62	1391.24	营业收入	1381.48	1672.12	2587.85	3627.44	4629.07	5851.61
应收票据及账款	609.49	922.23	1484.34	1629.86	1864.31	2148.26	营业成本	1009.21	1241.14	2000.55	2783.55	3437.45	4330.02
预付账款	19.62	22.28	26.26	39.75	50.73	64.13	税金及附加	10.72	11.94	12.72	21.76	32.40	40.96
其他应收款	4.65	4.26	11.09	14.91	19.02	24.05	销售费用	47.77	19.33	52.86	71.10	86.56	101.23
存货	148.77	227.50	434.60	648.22	753.41	889.73	管理费用	92.47	96.54	136.47	188.63	239.79	299.02
其他流动资产	9.18	9.37	407.93	544.12	555.49	702.19	研发费用	71.36	95.08	153.96	213.66	279.13	358.12
流动资产总计	1223.80	1747.08	3406.02	3856.40	4423.58	5219.60	财务费用	5.28	13.23	9.70	10.43	13.66	16.20
长期股权投资	102.92	170.88	208.13	284.43	372.53	466.13	资产减值损失	-2.89	-12.94	-6.59	-10.88	-18.52	-29.26
固定资产	510.28	629.34	777.23	829.46	934.18	1128.44	信用减值损失	-7.29	-21.39	-31.65	-47.16	-60.18	-76.07
在建工程	83.93	57.30	162.41	319.77	417.14	366.50	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	155.29	152.61	173.09	157.78	160.60	193.21	投资收益	3.01	9.83	39.34	88.80	102.70	111.80
长期待摊费用	2.61	10.66	9.98	4.99	0.00	0.00	公允价值变动损益	1.35	0.00	-1.05	-0.50	-0.20	-0.20
其他非流动资产	46.75	48.89	125.73	196.75	294.92	424.50	资产处置收益	-0.78	0.69	-3.09	-0.40	0.20	0.30
非流动资产合计	901.78	1069.68	1456.57	1793.19	2179.37	2578.77	其他收益	21.38	28.19	35.00	31.00	45.00	48.00
资产总计	2125.58	2816.76	4862.60	5649.58	6602.95	7798.37	营业利润	159.47	199.24	253.54	399.18	609.08	760.64
短期借款	50.17	32.52	183.11	256.67	327.55	414.05	营业外收入	1.99	0.82	16.50	18.00	24.00	26.00
应付票据及账款	340.70	678.18	1163.87	1448.97	1666.93	1957.41	营业外支出	1.18	3.01	2.04	2.50	3.00	3.50
其他流动负债	132.70	194.98	353.11	341.88	431.79	549.88	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	523.57	905.67	1700.10	2047.53	2426.26	2921.34	利润总额	160.27	197.06	268.00	414.68	630.08	783.14
长期借款	104.11	217.31	85.47	95.99	99.14	89.18	所得税	22.82	22.05	24.92	38.57	58.60	72.83
其他非流动负债	64.40	60.88	60.45	60.00	60.00	60.00	净利润	137.46	175.00	243.08	376.11	571.48	710.30
非流动负债合计	168.51	278.19	145.92	155.99	159.14	149.18	少数股东损益	0.25	2.06	29.39	45.13	68.58	85.24
负债合计	692.07	1183.86	1846.02	2203.52	2585.40	3070.52	归属母公司股东净	137.21	172.94	213.69	330.98	502.90	625.07
股本	575.29	575.29	746.19	759.05	759.05	759.05	EBITDA	203.13	260.28	353.35	506.97	750.66	949.52
资本公积	342.62	380.70	1139.05	1179.56	1179.56	1179.56	NOPLAT	140.80	188.25	242.53	372.33	564.82	704.50
留存收益	514.39	647.58	784.37	1115.35	1618.25	2243.32	EPS(元)	0.18	0.23	0.28	0.44	0.66	0.82
归属母公司权益	1432.29	1603.57	2669.61	3053.95	3556.86	4181.93	主要财务比率						
少数股东权益	1.21	29.33	346.97	392.11	460.69	545.92	会计年度						
股东权益合计	1433.51	1632.90	3016.58	3446.06	4017.55	4727.85	成长能力						
负债和股东权益合计	2125.58	2816.76	4862.60	5649.58	6602.95	7798.37	营业收入增长率	7.98%	21.04%	54.76%	40.17%	27.61%	26.41%
现金流量表							营业利润增长率	23.40%	24.94%	27.25%	57.44%	52.58%	24.88%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	16.80%	27.03%	32.06%	53.08%	51.43%	24.17%
税后经营利润	137.46	175.00	243.08	254.21	418.47	544.87	EBITDA增长率	15.53%	28.14%	35.76%	43.47%	48.07%	26.49%
折旧与摊销	37.58	49.99	75.65	81.86	106.92	150.19	归母净利润增长率	12.19%	26.04%	23.56%	54.89%	51.94%	24.29%
财务费用	5.28	13.23	9.70	10.43	13.66	16.20	经营现金流增长率	-2.06%	150.21%	-27.69%	29.73%	254.57%	10.63%
投资损失	-3.01	-9.83	-39.34	-88.80	-102.70	-111.80	盈利能力						
营运资金变动	-125.19	-93.89	-227.06	-238.78	-58.24	-176.82	毛利率	26.95%	25.77%	22.69%	23.26%	25.74%	26.00%
其他经营现金流	13.59	29.89	56.83	135.30	168.70	182.30	净利率	9.95%	10.47%	9.39%	10.37%	12.35%	12.14%
经营性现金净流量	65.71	164.40	118.87	154.22	546.81	604.93	营业利润率	11.54%	11.92%	9.80%	11.00%	13.16%	13.00%
资本支出	128.48	119.89	140.38	347.45	408.00	458.00	ROE	9.58%	10.78%	8.00%	10.84%	14.14%	14.95%
长期投资	32.04	-34.50	-472.62	0.00	0.00	0.00	ROA	6.46%	6.14%	4.39%	5.86%	7.62%	8.02%
其他投资现金流	13.07	4.86	13.50	3.93	1.91	3.34	ROIC	13.73%	14.55%	16.29%	14.95%	17.81%	18.96%
投资性现金净流量	-83.36	-149.52	-599.50	-343.52	-406.09	-454.66	估值倍数						
短期借款	50.17	-17.65	150.59	73.56	70.87	86.51	P/E	74.13	58.81	47.60	30.73	20.22	16.27
长期借款	36.00	113.20	-131.84	10.52	3.14	-9.96	P/S	7.36	6.08	3.93	2.80	2.20	1.74
普通股增加	191.76	0.00	170.90	12.86	0.00	0.00	P/B	7.10	6.34	3.81	3.33	2.86	2.43
资本公积增加	-191.76	38.08	758.35	40.51	0.00	0.00	股息率	0.40%	0.73%	1.04%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	-77.56	-120.91	-187.84	-10.43	-13.66	-16.20	EV/EBIT	31.06	18.99	24.08	24.20	16.05	13.02
筹资性现金净流量	8.60	12.72	760.17	127.02	60.35	60.35	EV/EBITDA	25.32	15.34	18.92	20.30	13.76	10.96
现金流量净额	-9.05	27.60	279.24	-62.28	201.08	210.62	EV/NOPLAT	36.52	21.21	27.57	27.63	18.29	14.77

资料来源：iFinD，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。

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起。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