

# 华宏科技 (002645.SZ)

再生资源设备与运营共进，稀土回收业务快速发展

买入

## 核心观点

**“再生资源”和“电梯部件”两大板块布局，再生资源运营业务快速发展。**“内生+外延”共驱，公司业务领域由再生资源加工设备制造延伸至再生资源运营领域。其中，再生资源运营包括废钢加工及贸易、报废汽车综合回收利用、稀土回收料综合利用三项业务。此外，公司通过外延并购的方式切入电梯零部件领域。随着公司于2020、2021年先后收购鑫泰科技、万弘高新，公司稀土回收料利用业务快速发展，已成为公司主要的收入和业绩来源。

**稀土回收行业发展向好，市场集中度提升。**稀土回收利用具有刚需属性，稀土下游行业市场需求快速增加，以及政策鼓励稀土回收利用，驱动稀土回收利用行业发展。据我们测算，到2025年，稀土回收利用产生的氧化镨钕供给量为39184吨，较2021年增长86.3%。同时，稀土供需格局偏紧下，支撑稀土氧化物价格，利好稀土回收利用企业。稀土回收行业具有政策、资金、回收渠道三大壁垒，行业集中度较高，前5家企业稀土回收产量占比为50%。其中，华宏科技稀土回收利用市场份额为20%（鑫泰科技15%、万弘高新5%），为市场份额占比最大的公司。未来随着行业龙头企业产能扩张，抢占市场发展先机，行业市场集中度或将进一步提升。

**三关键要素兼具，市场竞争优势突出。**公司稀土回收利用业务具有回收渠道、技术工艺、市场等方面的优势，市场竞争力较强。公司稀土回收利用产能有望大增，预计到2023年产能将超过10000吨，进一步强化行业龙头地位。随着下游需求快速增长，预计稀土氧化物市场可能持续供不应求，公司新增稀土氧化物产能消化有保障，从而推动公司业绩确定性增长。

**产能扩张强化龙头地位，盈利能力有望提升。**“双碳”驱动废钢回收利用，未来我国废钢比将进一步提升，促进废钢加工设备需求释放。再生资源加工设备大型化趋势下，推动行业格局优化，公司作为行业龙头，技术优势凸显，未来新增产能投运，市场份额有望增加。同时，大宗原料价格下降及大型化设备销量增加，公司再生资源加工设备业务盈利水平有望改善。

### 风险提示

新增产能项目投运不及预期，稀土氧化物价格波动，市场竞争加剧。

### 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司22-24年每股收益1.19/1.62/1.99元，利润增速分别为30%/36%/23%。通过多角度估值，公司合理估值区间为20.94-23.26元，较当前股价有20%-34%的溢价。我们认为，公司在2022-2024年期间业绩将持续高增，远期具有持续成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,376	6,777	9,777	12,300	15,662
(+/-%)	56.2%	100.8%	44.3%	25.8%	27.3%
净利润(百万元)	225	532	691.29	940.09	1159.76
(+/-%)	25.8%	136.2%	29.9%	36.0%	23.4%
每股收益(元)	0.40	0.94	1.19	1.62	1.99
EBIT Margin	7.9%	8.9%	8.3%	8.2%	8.0%
净资产收益率(ROE)	7.6%	15.3%	17.0%	19.4%	19.9%
市盈率(PE)	43.8	18.5	14.6	10.8	8.7
EV/EBITDA	31.9	16.5	13.8	11.7	10.1
市净率(PB)	3.33	2.83	2.49	2.08	1.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 公司研究·深度报告

### 环保·环保设备 II

证券分析师：黄秀杰 021-61761029  
huangxiujie@guosen.com.cn  
S0980521060002

证券分析师：郑汉林 0755-81982169  
zhenghanlin@guosen.com.cn  
S0980522090003

### 基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	20.94 - 23.26元
收盘价	17.38元
总市值/流通市值	10115/8256百万元
52周最高价/最低价	28.60/14.83元
近3个月日均成交额	191.17百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

<b>“内生+外延”共驱，再生资源运营快速发展</b>	<b>5</b>
聚焦再生资源领域，由设备制造拓展至运营	5
业绩持续快速增长，盈利能力提升	7
稀土回收产业链布局全面，产能规模有望大幅增长	9
<b>稀土回收行业高景气，公司综合实力不断提升</b>	<b>11</b>
再生资源行业发展三大关键要素：回收渠道、技术工艺及市场	11
稀土供给稳步提升，下游需求快速增长	12
稀土回收行业发展向好，市场集中度提升	17
稀土回收利用行业龙头，三关键要素兼具，市场竞争优势突出	23
<b>再生资源运营稳健，加工设备业务迎发展机遇</b>	<b>26</b>
“双碳”驱动废钢回用，再生资源加工设备需求持续释放	26
产能扩张强化龙头地位，盈利能力有望提升	29
<b>盈利预测</b>	<b>32</b>
假设前提	32
未来3年盈利预测	33
盈利预测的敏感性分析	34
<b>估值与投资建议</b>	<b>34</b>
绝对估值：19.89-21.61元	34
绝对估值的敏感性分析	35
相对法估值：20.94-23.26元	35
投资建议	36
<b>风险提示</b>	<b>36</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>39</b>
<b>免责声明</b>	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历史沿革	5
图 2: 公司营业收入结构 (亿元)	6
图 3: 公司股权结构	7
图 4: 公司营业收入及增长率情况	8
图 5: 公司归母净利润及增长率情况	8
图 6: 公司再生资源运营业务收入及增长率情况	8
图 7: 公司再生资源运营毛利及增长率情况	8
图 8: 公司毛利率及净利率情况	9
图 9: 公司主要业务毛利率情况	9
图 10: 公司 ROE 及杜邦分析	9
图 11: 公司现金流情况 (亿元)	9
图 12: 公司实现稀土回收全产业链布局	10
图 13: 鑫泰科技年产 5000 吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目环评公示	10
图 14: 万弘高新年产 4500 吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目环评公示	10
图 15: 公司稀土氧化物产能 (吨)	11
图 16: 公司稀土氧化物产销量情况 (吨)	11
图 17: 再生资源行业发展关键因素	12
图 18: 国内稀土开发控制总量指标 (吨)	13
图 19: 2020 年全球高性能钕铁硼材料下游应用占比	15
图 20: 国内氧化镨钕价格走势 (万元/吨)	17
图 21: 2020 年全球稀土矿资源分布情况 (万吨)	17
图 22: 钕铁硼产量及对应稀土废料产量 (万吨)	18
图 23: 稀土产业链与稀土回收产业链	20
图 24: 稀土回收废料在营业成本中占比较大	20
图 25: 稀土废料采购价格计算公式	20
图 26: 稀土氧化物价格与钕铁硼产量与稀土回收企业毛利率的关系	21
图 27: 稀土废料回收产量占比情况	22
图 28: 稀土废料回收量区域分布情况	22
图 29: 稀土永磁材料在汽车中的应用	23
图 30: 公司稀土回收业务与可比公司毛利率比较	24
图 31: 鑫泰科技与可比公司净利率比较	24
图 32: 中杭新材磁材产能与主要磁材生产企业比较 (万吨)	25
图 33: 国内废钢利用量及未来增长空间	27
图 34: 世界主要国家和地区废钢比	28
图 35: 公司废钢及报废汽车业务和东海华宏毛利率情况	28
图 36: 废钢加工设备主要企业收入比较 (亿元)	29
图 37: 废钢加工设备主要企业毛利率比较	29

图 38: 公司再生资源加工设备业务收入、销量及均价 .....	29
图 39: 公司大型设备与小型设备毛利率 .....	30
图 40: 公司募投项目产品的同型号产品毛利率 .....	30
图 41: 公司废钢回收利用产能 (万吨) .....	31
图 42: 公司废钢回收利用产销量情况 (万吨) .....	31
图 43: 国内汽车累计保有量情况 .....	32
表 1: 公司业务及主要产品 .....	6
表 2: 2020-2022 年稀土开采、冶炼分离总量控制指标 .....	13
表 3: 全球氧化镨钕供给测算 (吨) .....	14
表 4: 全球氧化镨钕需求测算 (吨) .....	16
表 5: 国家推动稀土回收利用的政策 .....	19
表 6: 国内稀土废料回收利用企业 .....	22
表 7: 公司与客户的长期供货协议 .....	24
表 8: 2021 年公司稀土回收料综合利用业务前五大客户 .....	25
表 9: 近年来废钢回收利用政策梳理 .....	26
表 10: 《“十四五”循环经济发展规划》确定的资源回收目标 .....	27
表 11: 公司部分主要产品近两年价格具体变动情况 .....	30
表 12: 公司再生资源设备扩能项目产品设备具体情况 .....	30
表 13: 公司主营业务运营情况假设 .....	33
表 14: 未来 3 年盈利预测表 (百万元) .....	33
表 15: 2022 年归母净利随稀土氧化物销售均价及毛利率的敏感性分析 (亿元) .....	34
表 16: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	34
表 17: 资本成本假设 .....	35
表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	35
表 19: 可比公司估值表 .....	36

## “内生+外延”共驱，再生资源运营快速发展

### 聚焦再生资源领域，由设备制造拓展至运营

华宏科技成立于2004年，公司发展初期，主要业务为再生资源加工设备研发、生产及销售，主要产品为金属打包设备、金属剪切设备等各类再生资源加工设备。2011年，公司于深交所上市，募集资金用于发力废旧金属再生处理设备、非金属打包压缩设备等业务。

“内生+外延”共驱，业务领域由再生资源加工设备制造延伸至再生资源运营领域。2013年，公司成立东海华宏，打造废钢加工配送基地，此后公司于2019年获得迁安聚力60%股权，扩大废钢加工及废钢贸易生产经营规模。除废钢综合利用业务外，公司于2018年收购北京中物博100%股权，拓展汽车拆解业务；同时，公司分别于2020、2021年收购鑫泰科技、江西万弘100%股权，新增稀土回收综合利用业务，且于2021年与南方稀土共同投资设立赣州华卓，建设年处理6万吨磁材废料综合利用项目，延伸稀土废料回收利用产业链布局。

此外，公司通过外延并购的方式切入电梯零部件领域。2015年，公司收购江苏威尔曼100%股权，实现电梯信号部件业务布局。此后，2017年，江苏威尔曼获得苏州尼隆51%股权，新增电梯安全部件业务，电梯部件业务实现进一步拓展。

图1：公司发展历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主营业务分为“再生资源”和“电梯部件”两大板块。公司主要从事再生资源加工装备的研发生产、再生资源运营以及电梯零部件业务。公司“再生资源”板块包括再生资源加工装备、再生资源运营两大细分板块，其中再生资源运营可进一步细分为废钢加工及贸易、报废汽车综合回收利用、稀土回收料综合利用三项业务。“电梯部件”板块则主要为电梯信号系统、门系统及安全部件的研发、设计、制造和销售。

综合公司业务布局以及各项业务发展态势来看，预计未来稀土回收料综合利用业务为公司重点发展的业务；同时，公司将推动废钢加工及贸易、报废汽车综合回收利用等再生资源运营业务发展，而这将会与公司再生资源加工设备业务发展产生协同，一方面再生资源加工设备业务可为废钢加工和汽车拆解业务供应设备，降低固定资产投资成本，另一方面废钢加工和汽车拆解业务将为再生资源加工设备业务发展提供支撑。

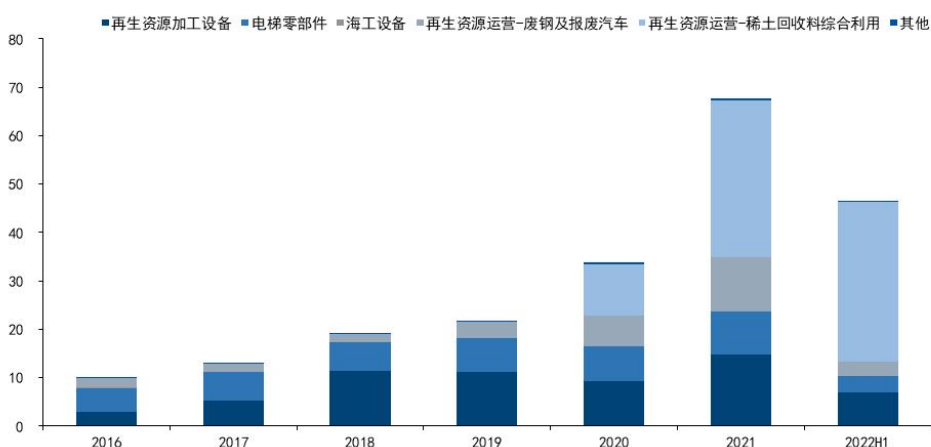
表1：公司业务及主要产品

业务板块	细分业务	主要产品
再生资源	再生资源加工设备	各类金属破碎、液压剪切、金属打包、金属压块等设备，各类非金属打包、压缩设备，以及报废汽车拆解设备。产品应用于再生资源产业的国家循环经济园区、国家城市矿产示范基地、废钢加工配送中心（基地）、报废机动车回收拆解企业，以及环卫等行业。
	废钢加工及贸易	对回收的社会废钢进行分拣、破碎、去杂、打包等专业化处理，直接为钢厂提供优质废钢炉料。
	报废机动车拆解	通过对报废汽车进行回收拆解，可提供钢材、有色金属、贵金属、塑料、橡胶等材料，公司已形成从报废机动车拆解装备生产，到回收企业整体解决方案设计，再到报废机动车资源化利用的完整产业链
	稀土回收料综合利用	利用钕铁硼回收料、荧光粉废料生产高纯度稀土氧化物，如氧化镨、氧化钕、氧化镝、氧化铈、氧化铈、氧化钐、氧化钇、氧化钆、氧化铈、氧化钐、氧化钇、氧化钆等稀土氧化物，可广泛应用于钕铁硼磁性材料、计算机、通讯设备、三基色荧光粉等领域。
电梯部件	电梯操纵箱、召唤盒、多媒体显示器、到站指示灯、按钮等电梯信号系统、门系统产品，以及限速器、张紧装置、液压缓冲器、安全钳等电梯安全产品。	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司收入主要来自再生资源板块，稀土回收料综合利用业务营收贡献大。**2021年，公司再生资源、电梯零部件板块的收入分别为58.32、8.99亿元，占比分别为86.06%、13.27%。在再生资源板块中，稀土回收料综合利用、再生资源加工设备收入占比较大，分别为32.52、14.76亿元，在总营收中的占比分别为47.98%、21.78%。2022H1，公司再生资源加工设备、电梯零部件、废钢及报废汽车、稀土回收料综合利用业务的收入分别为6.87、3.38、3.03、33.04亿元，在总营收中的占比分别为14.74%、7.26%、6.51%、70.92%，稀土回收料综合利用业务占比较2021年底增加22.94pct，对收入的贡献进一步加大。

图2：公司营业收入结构（亿元）

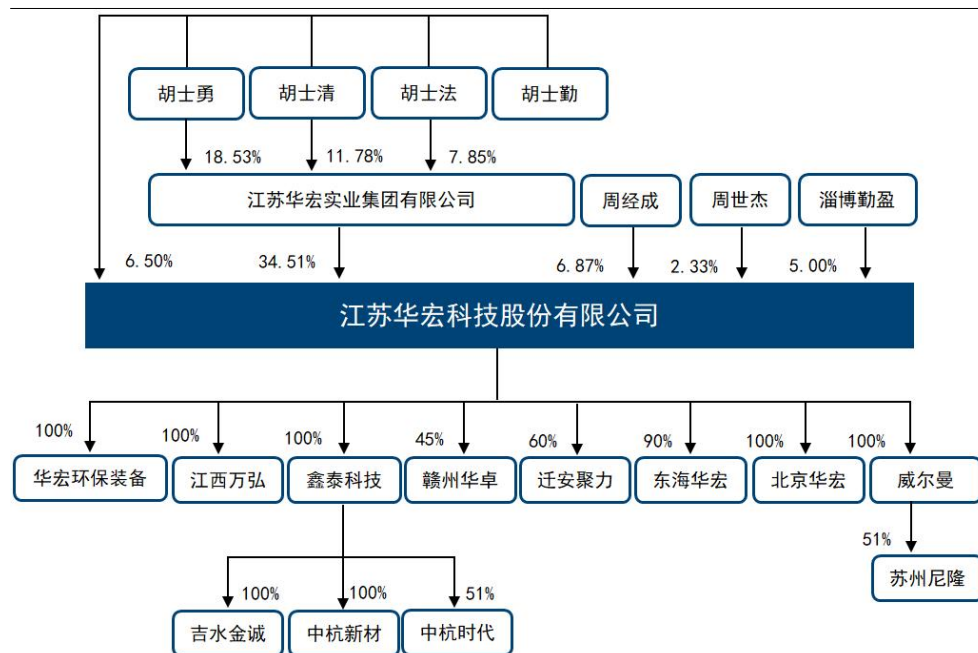


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司实际控制人为胡士勇兄弟4人。**截至2022年6月，公司控股股东为华宏集团，其持有给公司34.51%股权。胡士勇兄弟4人通过华宏集团间接持有公司13.17%

股权，同时直接持有公司 6.50% 股权，合计共持有公司 19.67% 股权，为公司实际控制人。公司股权结构稳定，保障公司稳健发展和战略决策推行。

图3：公司股权结构



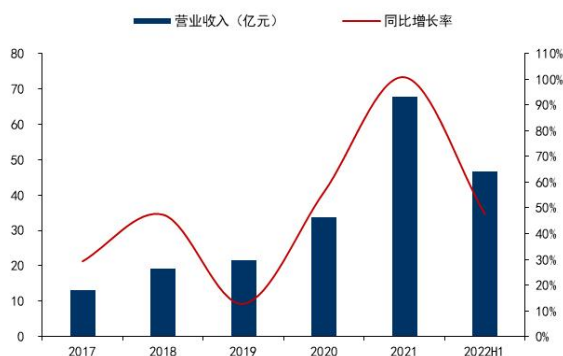
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 业绩持续快速增长，盈利能力提升

受益于“双碳”目标政策推进，资源循环再生利用需求增加，公司再生资源加工设备订单快速增长，废钢回收利用及汽车拆解亦取得较快发展。同时，由于新能源汽车、风电、节能家电、机器人等领域对稀土产品需求不断增长，稀土产品价格持续走高，公司稀土资源综合利用业务收入快速增长。公司再生资源板块发展向好，驱动公司收入和业绩高增。2021年，公司实现营业收入 67.77 亿元（+100.75%），实现归母净利润 5.32 亿元（+132.60%）。2022H1，公司实现收入 47.59 亿元（+47.57%），实现归母净利润 3.88 亿元（+51.06%），主要系稀土回收料综合利用业务持续增长。

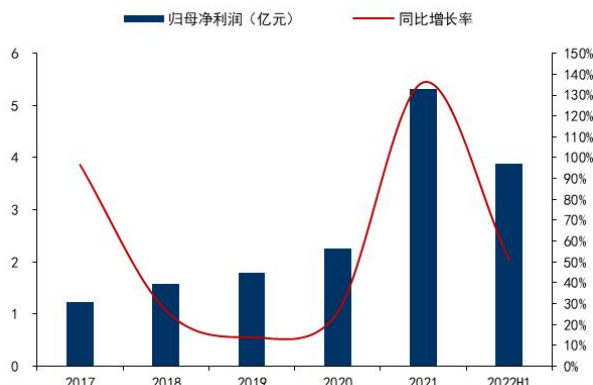
**再生资源运营板块快速发展，稀土回收利用为主要驱动力。**2021年，公司再生资源运营板块实现营业收入 43.56 亿元（+158.34%），实现毛利润 5.87 亿元（+273.30%），公司再生资源运营板块收入高增主要得益于公司分别于 2020、2021 年收购鑫泰科技、江西万弘两家稀土回收料综合利用公司，稀土回收料综合利用产能大幅增长，同时稀土下游需求释放驱动稀土产品价格走高，稀土回收料综合利用业务收入显著增加。2021年，公司稀土回收料综合利用业务收入为 32.52 亿元（+206.15%），毛利润为 5.70 亿元（+280.41%）。2022H1，公司稀土回收料综合利用业务收入为 33.04 亿元（+148.86%），毛利润为 4.26 亿元（+45.17%），保持快速增长态势。

图4：公司营业收入及增长率情况



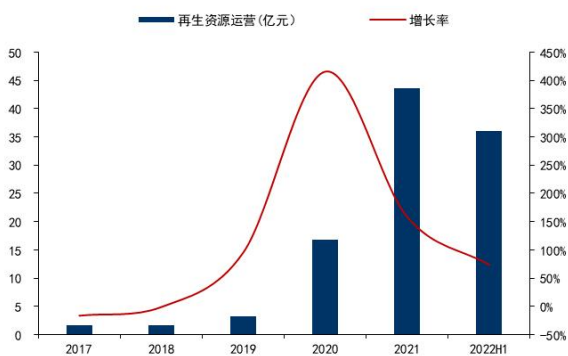
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润及增长率情况



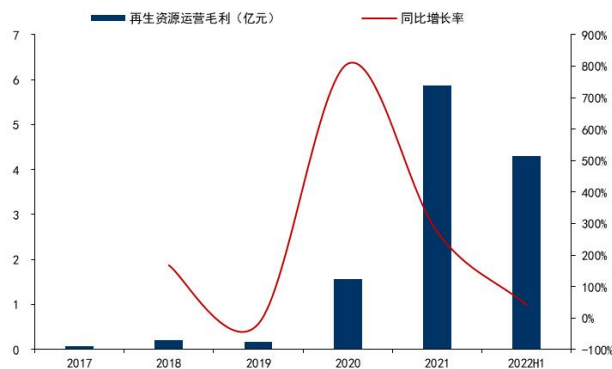
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司再生资源运营业务收入及增长率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司再生资源运营毛利及增长率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**毛利率有所下降，净利率保持平稳。**由于稀土回收料综合利用业务毛利率低于再生资源加工设备业务，随着稀土回收料综合利用业务收入占比提升，公司毛利率有所下降，由2017年的22.96%降至2021年的15.71%，下降7.25pct。净利率方面，公司净利率较为稳定，2021年的净利率为7.99%，同比增加1.21pct，主要受益于再生资源加工设备、稀土回收料综合利用业务毛利率水平提升。2022H1，公司净利率为8.31%，较2021年底增加0.33pct，主要得益于公司加强费用管控，销售费用率、管理费用率下降。

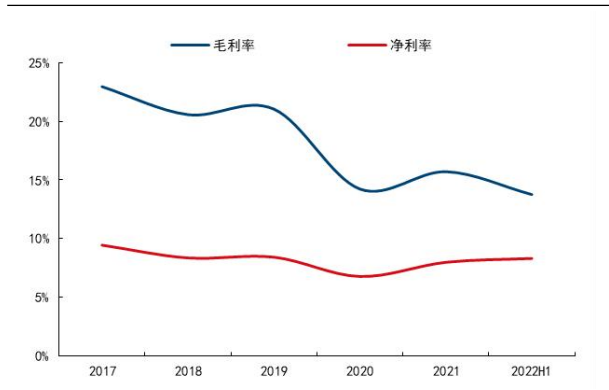
**ROE提升，盈利能力增强。**尽管公司净利率较为稳定，但公司权益乘数、资产周转率提升，驱动公司ROE增长。公司ROE由2017年的7.67%增至2021年的16.18%，增加8.51pct，盈利能力显著增强。2022H1，公司ROE为10.04%，同比增加2.17pct，保持增长态势。

**提前备货致经营性净现金流下降。**2021年，公司经营性净现金流为1.95亿元，同比下降19.72%，主要系公司业务规模增加，为满足市场需求，公司进行提前备



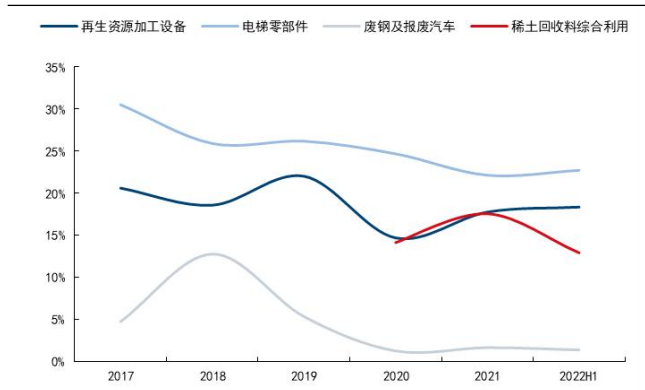
货，购买商品支出增加导致现金流下降。2022H1，公司经营性净现金流为 0.94 亿元，同比大幅下降 79.73%，仍主要是由于公司为满足业务规模而提前备货所致；同期内，公司筹资性净现金流为 2.72 亿元，同比大幅增加 1833.75%，主要系取得借款收到现金增加。

图8：公司毛利率及净利率情况



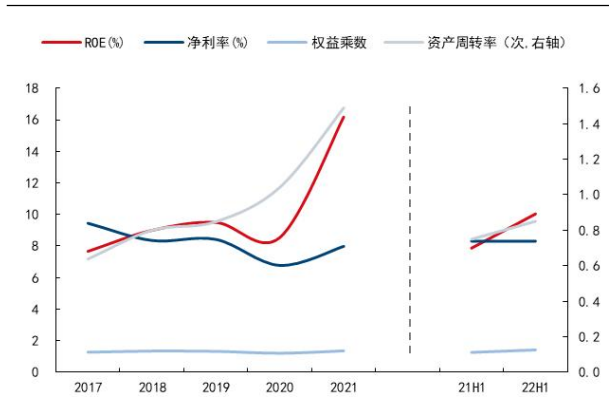
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司主要业务毛利率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司ROE及杜邦分析



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 稀土回收产业链布局全面，产能规模有望大幅增长

华宏科技在吉安县设立稀土事业部，实现稀土回收利用全产业链布局，稀土废料来源领域由赣州华卓开展业务，鑫泰科技、吉水金诚、万弘高新则布局稀土废料回收利用业务，而中杭新材开展钕铁硼永磁材料生产。

图12：公司实现稀土回收全产业链布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**稀土回收利用产能有望大增。**根据江西省环境保护厅出具的关于环境影响报告书的批复鑫泰科技、吉水金诚、万弘高新稀土氧化物产能分别为 1777、1182、1048 吨。截至 2022 年 6 月，公司具有超过 4100 吨/年稀土氧化物产能。从公司稀土氧化物项目技改规划来看，预计到 2023 年下半年，公司稀土氧化物产能有望超 10000 吨，其中鑫泰科技、吉水金诚、万弘高新分别为 5000、1182、4500 吨，产能有望实现大幅增长。

**公司稀土氧化物产销两旺，未来新产能投运将确定性推动公司业绩增长。**随着稀土永磁材料在新能源汽车、风电、变频家电、工业机器人等领域的广泛应用，钕铁硼永磁材料的市场需求旺盛，稀土氧化物供不应求。公司稀土氧化物产量、销量快速增长，呈现供不应求态势。未来随着下游需求快速增长，预计稀土氧化物市场可能持续供不应求，公司新增稀土氧化物产能消化有保障，从而推动公司业绩确定性增长。

图13：鑫泰科技年产5000吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目环评公示

索引号:	D21-1127-2022-0923	分类:	公告公示
责任部门:	环评与生态法规股	发文日期:	2022-08-24 15:21:39
标题:	吉安鑫泰科技有限公司年产5000吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目环评信息第二次公示		
公开方式:	主动公开	公开时限:	常年公开
公开范围:	面向社会		
有效性:	有效	浏览:	139

吉安鑫泰科技有限公司年产5000吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目环评信息第二次公示

根据《环境影响评价公众参与办法》（生态环境部令[2018]第4号）规定，建设项目环境影响报告书征求意见稿形成后，建设单位应向公众公示相关环评信息。现将吉安鑫泰科技有限公司年产5000吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目环评信息进行第二次公示，广泛征求社会公众对项目建设的意见和建议。

资料来源：吉安县政府官网，国信证券经济研究所整理

图14：万弘高新年产4500吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目环评公示

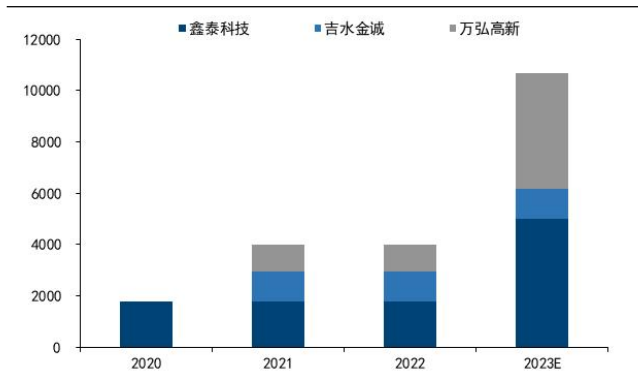
索引号:	D29000-2022-0293	分类:	环境保护
发文机关:	吉安市万安生态环境局	发文日期:	2022-07-22 16:34:33
标题:	江西万弘高新技术材料有限公司年产4500吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目第一次公示		
公开方式:	主动公开	公开时限:	常年公开
公开范围:	面向社会		

江西万弘高新技术材料有限公司年产4500吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目第一次公示

一、建设项目的名称及概要  
建设单位：江西万弘高新技术材料有限公司。  
建设项目名称：年产4500吨稀土氧化物稀土二次资源回收利用技改项目。  
项目性质：改扩建。

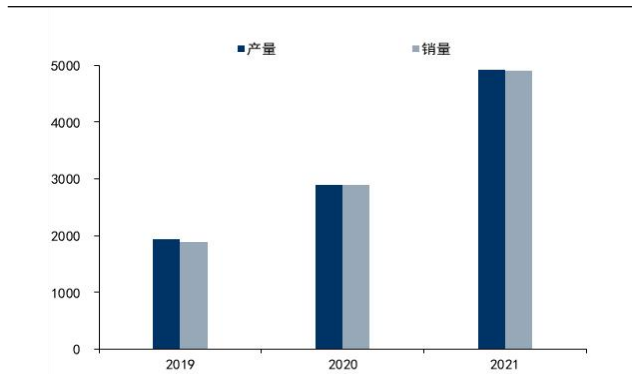
资料来源：万安县政府官网，国信证券经济研究所整理

图 15: 公司稀土氧化物产能 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 公司稀土氧化物产销量情况 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 稀土回收行业高景气, 公司综合实力不断提升

### 再生资源行业发展三大关键要素: 回收渠道、技术工艺及市场

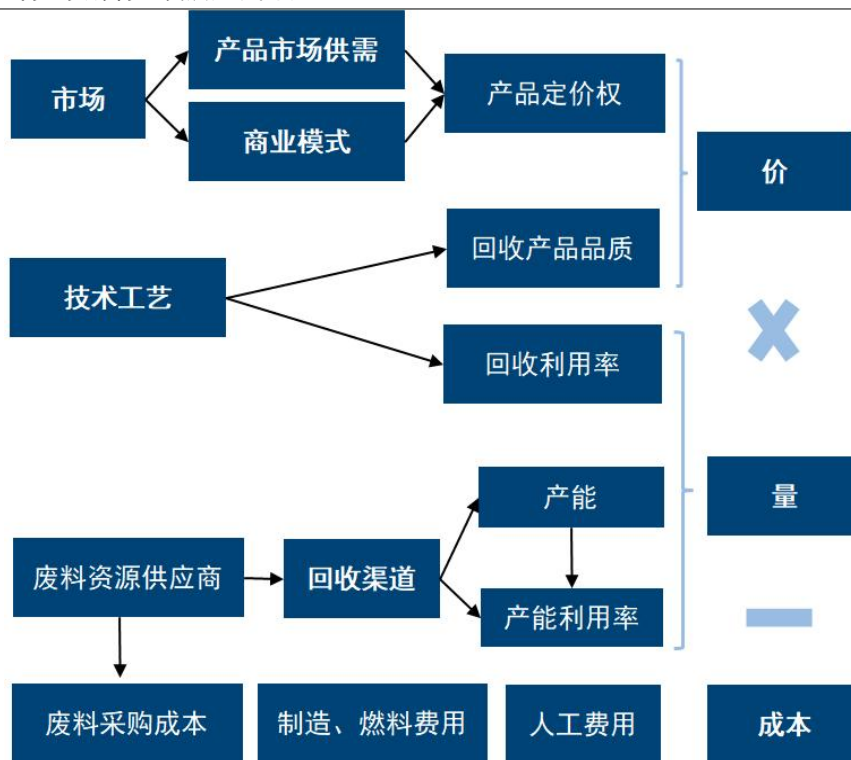
再生资源可实现资源节约和提高资源使用效率, 是实现“双碳”目标的重要举措, 长期发展空间广阔。而若要在再生资源行业中选择具有竞争优势的企业, 或选择比较理想的投资标的, 我们认为可从回收渠道、技术工艺以及市场三个方面着手:

**回收渠道:** 充足的废料来源是再生资源企业产能规模以及产能利用率的基础, 因而回收渠道建设对于再生资源企业发展至关重要, 多元的回收渠道将保障较大的产能规模及较高的产能利用率, 并可能在此基础上形成规模效应, 在获取废料资源的竞争中更具优势。此外, 资源再生企业具备多元的回收渠道, 将拥有对上游废料资源供应企业的议价权, 从而有望实现更低的原料采购成本, 盈利能力或更为突出。

**技术工艺:** 技术工艺水平决定回收利用率和回收产品品质, 易形成竞争壁垒。回收利用率越高, 单位废料资源产出的再生品产量更高, 相应收入、利润规模越大。再生品的品质越高, 一方面若再生品的品质接近原品, 再生品将会对原品形成较强的替代效应, 抢占原品的市场; 另一方面, 售价亦会较高, 同等条件下收入、利润规模可能会更大。

**市场:** 一方面, 下游市场供需影响再生品销售价格, 供不应求的再生品价格更高, 相应再生资源企业盈利水平会更好; 另一方面, 再生资源企业商业模式及下游客户类型, 将会影响再生品的定价权, 具备定价权的再生资源企业竞争优势将更为突出。

图17：再生资源行业发展关键因素



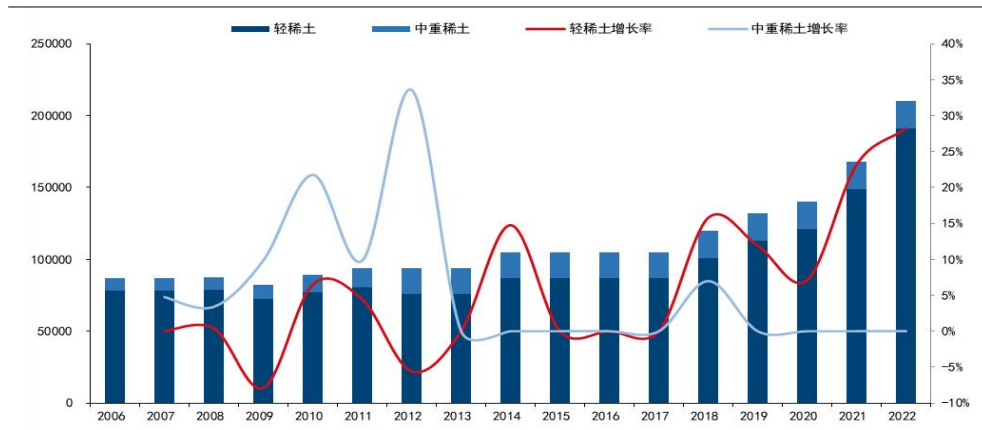
资料来源：国信证券经济研究所整理

综上，我们认为，回收渠道多元、技术工艺领先的再生资源企业竞争优势更为突出，是资源再生行业中的“好公司”。而判定一家再生资源企业是否是一个“好投资标的”，除其是一家“好公司”外，其商业模式、所处的市场格局以及是否具备产品定价权，亦是不可或缺的重要考量因素。

### 稀土供给稳步提升，下游需求快速增长

**稀土开采冶炼采取配额制，产能供给增长受保护性控制。**为促进稀土行业持续健康发展和保护生态环境，工信部于2012年6月印发《稀土指令性生产计划管理暂行办法》，对稀土开采、冶炼分离实施指令性生产计划管理。2021年1月，工信部发布《稀土管理条例（征求意见稿）》，提出国家对稀土开采、稀土冶炼分离实现总量指标管理，由工信部等管理部门根据市场需求、资源潜力、行业发展规划等因素确定稀土配额指标。回顾历史稀土配额指标发放情况，可以看到稀土配额指标增幅有限，且主要来自轻稀土开发控制总量指标增长。工信部数据显示，2022年国内轻稀土、中重稀土总量控制指标分别为190850、19150吨，分别同比增长28.22%、0.00%，2017-2022年期间轻稀土、中重稀土总量控制指标的年复合增长率分别为16.99%、1.36%。

图18: 国内稀土开发控制总量指标 (吨)



资料来源: Wind, 工信部, 国信证券经济研究所整理

表2: 2020-2022年稀土开采、冶炼分离总量控制指标

	2020年			2021年			2022年		
	岩矿型 稀土 (轻)	离子型 稀土(中 重为主)	冶炼分 离产品	岩矿型 稀土 (轻)	离子型 稀土(中 重为主)	冶炼分 离产品	岩矿型 稀土 (轻)	离子型 稀土(中 重为主)	冶炼分 离产品
中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	73550		63784	100350		89634	141650		128934
五矿稀土集团有限公司		2010	5658		2010	5658			
中国稀有稀土有限公司	14550	2500	23879	14550	2500	23879			
其中: 中国钢研科技集团有限公司	4300		1700	4300		1700			
中国南方稀土集团有限公司	32750	8500	27112	33950	8500	28262			
其中: 四川江铜稀土参控股企业	32750		1950	33950		20670			
中国稀土集团有限公司	47300	13010	56649	48500	13010	57799	49200	13010	58399
广东省稀土产业集团有限公司		2700	10604		2700	10604		2700	10604
其中: 中国有色金属建设股份有限公司			3610			3610			3610
厦门钨业股份有限公司		3440	3963		3440	3963		3440	3963
<b>合计</b>	<b>120850</b>	<b>19150</b>	<b>135000</b>	<b>148850</b>	<b>19150</b>	<b>162000</b>	<b>190850</b>	<b>19150</b>	<b>201900</b>
<b>总计</b>	<b>140000</b>		<b>135000</b>	<b>168000</b>		<b>162000</b>	<b>210000</b>		<b>201900</b>

资料来源: 工信部, 自然资源部, 国信证券经济研究所整理

### 全球稀土氧化镨钕供给测算: 预计到2025年达到13.1万吨

预计国内未来稀土增量配额指标主要集中在轻稀土, 而预计中重稀土指标量持平, 假设2023-2025年轻稀土指标配额保持25%左右增速, 中重稀土配额指标持平。根据不同稀土矿中氧化镨钕含量, 测算得出到2025年, 国内稀土矿供给的氧化镨钕量为6.83万吨。

海外方面, 美国Mountain Pass矿山产能稳定在4万吨, 且短期无扩产计划。澳大利亚方面, Lynas产能为2.5万吨, 而过往产量未超过2万吨, 且未来暂无扩产计划; Iluka resources limited的独居石-钆石精矿项目第二期或在2022年下半年投产, 同时公司将继续推进Eneabba矿场建设, 项目产能1.75万吨, 预计

在 2025 年首次投产。缅甸方面，受疫情及政治因素影响，预计未来增量有限。根据海外主要矿山产能规划，预计到 2025 年，海外氧化镨钕供给量为 2.08 万吨。

此外，考虑钕铁硼废料回收利用，假设废料回收比例为 30%。综合以上测算，我们预计到 2025 年，全球氧化镨钕供给量为 13.06 万吨。

表3: 全球氧化镨钕供给测算（吨）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>中国稀土矿氧化镨钕供给</b>						
中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	73550	100350	141650	177063	221328	276660
中国稀土集团有限公司	60310	61510	62210	63686	64700	65733
广东省稀土产业集团有限公司	2700	2700	2700	2700	2700	2700
厦门钨业股份有限公司	3440	3440	3440	3440	3440	3440
稀土矿供给合计	140000	168000	210000	246889	292168	348533
增长率		20%	25%	18%	18%	19%
中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	14710	20070	28330	35413	44266	55332
中国稀土集团有限公司	10773	10977	11096	11347	11519	11695
广东省稀土产业集团有限公司	567	567	567	567	567	567
厦门钨业股份有限公司	722	722	722	722	722	722
<b>合计</b>	<b>26773</b>	<b>32337</b>	<b>40716</b>	<b>48049</b>	<b>57074</b>	<b>68316</b>
		21%	26%	18%	19%	20%
<b>海外稀土矿氧化镨钕供给</b>						
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
海外稀土矿氧化镨钕供给						
美国 Mountain Pass	5775	5820	5850	5850	5850	5850
澳洲 Lynas	2912	3152	3625	3600	3600	3600
澳洲 Iluka resources limited	1865	2423	3150	3150	4200	4935
缅甸	4500	3900	3900	3900	3750	3750
其他	2250	2250	2400	2400	2700	2700
<b>合计</b>	<b>17302</b>	<b>17545</b>	<b>18925</b>	<b>18900</b>	<b>20100</b>	<b>20835</b>
增长率		1%	8%	0%	6%	4%
<b>其他氧化镨钕供给</b>						
独居石	2277	2277	2277	2277	2277	2277
废料回收	18996	21033	26536	29668	34051	39184
<b>全球氧化镨钕供给</b>	<b>65348</b>	<b>73192</b>	<b>88454</b>	<b>98894</b>	<b>113502</b>	<b>130612</b>
增长率		12%	21%	12%	15%	15%

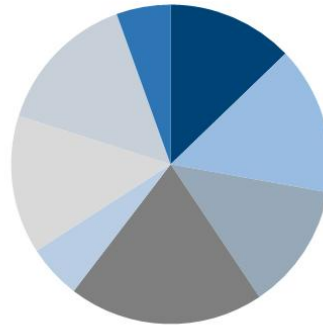
资料来源：工信部，中国稀土行业协会，公司公告，国信证券经济研究所整理预测

### 全球氧化镨钕需求测算：预计到 2025 年达到 13.2 万吨

氧化镨钕加工成钕铁硼磁性材料主要应用于汽车、风电设备、节能电梯、变频空调、工业电机、机器人以及消费电子等领域。据此，我们对全球氧化镨钕的需求量进行测算：

图19：2020 年全球高性能钕铁硼材料下游应用占比

■传统汽车 ■新能源汽车 ■工业机器人 ■风电 ■消费电子 ■变频空调 ■节能电梯 ■其他



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

**新能源汽车领域：**“双碳”及能源紧缺背景下，新能源汽车销量及渗透率快速提升。BNEF《新能源汽车市场长期展望》预测，到2025年全球新能源汽车销量将达到2060万辆，假设2022-2025年全球新能源汽车销量增速分别为50%、30%、30%、25%。同时，假设单车钕铁硼用量为4.5kg。综合以上假设，测算得出到2025年，新能源汽车领域氧化钕的需求量为4.24万吨。

**风电设备领域：**能源结构转型背景下，风光新能源装机规模有望持续快速增长。根据GWEC预测，2022-2025年全球风电新增装机容量分别为100.6、102.4、105.7、119.4GW。同时，预计永磁直驱风机渗透率将持续上升，到2025年达到45%，且在永磁直驱风机中，钕铁硼的用量为0.67kg/KW。综合以上假设，测算得出到2025年，风电设备领域氧化钕的需求量为1.28万吨。

**工业电机领域：**永磁电机节能效应突出，政策支持推动永磁电机渗透率提升。根据《电机能效提升计划(2021-2023年)》，2023年高效节能电机年产量达到170GW。假设未来国内工业电机的产量增长率在2%，而永磁电机渗透率持续提升，到2025年达到45%；同时，假设永磁电机钕铁硼用量为0.3kg/KW。综合以上假设，测算得出到2025年，中国工业电机领域氧化钕的需求量为2.10万吨。

**变频空调领域：**能耗标准提升推动变频空调渗透率持续提升，据弗若斯特沙利文预测，到2025年，中国变频空调产量将达到2.23亿台。据此，估算全球的变频空调产量为2.58亿台。同时，假设变频空调的钕铁硼用量为0.1kg/台，则到2025年，变频空调领域氧化钕的需求量为1.18万吨。

**节能电梯领域：**随着城镇化、老旧小区改造以及存量电梯更新，我国电梯生产量稳步增长。节能电梯具备噪音小、能耗低、效率高等诸多优势，未来渗透率仍有提升空间。假设2021-2025年期间中国电梯产量增速为7%，海外电梯产量增速为3%，节能电梯渗透率稳步提升，到2025年达到85%；同时，节能电梯钕铁硼用量为7kg/台。综合以上假设，测算得出到2025年，节能电梯领域氧化钕的需求量为0.48万吨。

**机器人领域：**受劳动力成本上升及人口老龄化影响，“机器换人”趋势日益显著，智能化改造升级推动机器人销量快速增加，IFR数据显示，2021年全球机器人销量为48.68万台。随着特斯拉人形机器人逐步产业化，以及产业应用场景逐步成熟，预计未来全球机器人销量将持续增长，为稀土永磁材料带来新增量。假设

2022-2025 年全球机器人销量增速在 10%左右，机器人钕铁硼用量为 20kg/台，则机器人领域氧化镨钕的需求量为 0.65 万吨。

**传统汽车领域：**传统汽车使用钕铁硼材料的零部件主要是 EPS 系统和微型电机，EPS 系统渗透率已较高，预计未来保持小幅提升态势，假设到 2025 年渗透率达到 85%；微型电机方面，舒适性需求拉动微型电机装配数量增加，假设到 2025 年单车微型电机数量有望达到 60 个，且钕铁硼微型电机渗透率升至 38%。此外，假设单车 EPS 钕铁硼的用量为 0.15kg，单个钕铁硼微型电机的钕铁硼用量为 0.009kg。综合以上假设，测算得出到 2025 年，传统汽车领域氧化镨钕的需求量为 1.17 万吨。

**消费电子领域：**受通胀、地缘政治等因素影响，消费电子产品的市场需求被抑制，预计 2022 年消费电子产品出货量将有所下降。根据 IDC 预测，预计到 2023 年手机销量有望重归增长，而平板电脑、PC 则或在 2024 年实现销量回升。此外，假设单台消费电子设备的钕铁硼用量为 2g。综合以上假设，测算得出到 2025 年，消费电子领域氧化镨钕的需求量为 0.20 万吨。

综合以上细分领域的测算，同时考虑其他领域对氧化镨钕需求量变化的影响，测算得出到 2025 年，全球对于氧化镨钕的需求为 13.22 万吨。

表 4: 全球氧化镨钕需求测算 (吨)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车	6440	13373	20060	26078	33901	42382
增长率		108%	50%	30%	30%	25%
风电设备	6868	7135	8148	9270	10575	12799
增长率		4%	14%	14%	14%	21%
工业电机	1521	3888	13218	17976	19253	21040
增长率		156%	240%	36%	7%	9%
变频空调	4539	5830	7397	9196	10418	11778
增长率		28%	27%	24%	13%	13%
节能电梯	3354	3603	3884	4170	4490	4815
增长率		7%	8%	7%	8%	7%
机器人	3501	4450	4895	5385	5923	6516
增长率		27%	10%	10%	10%	10%
传统汽车	8767	8817	9470	10160	10888	11655
增长率		1%	7%	7%	7%	7%
消费电子	1876	1997	1847	1910	1977	2016
增长率		6%	-8%	3%	3%	2%
其他领域	32547	29292	26363	23727	21354	19219
增长率		-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
<b>全球需求合计</b>	<b>69414</b>	<b>78390</b>	<b>95286</b>	<b>107873</b>	<b>118780</b>	<b>132223</b>
增长率		13%	22%	13%	10%	11%

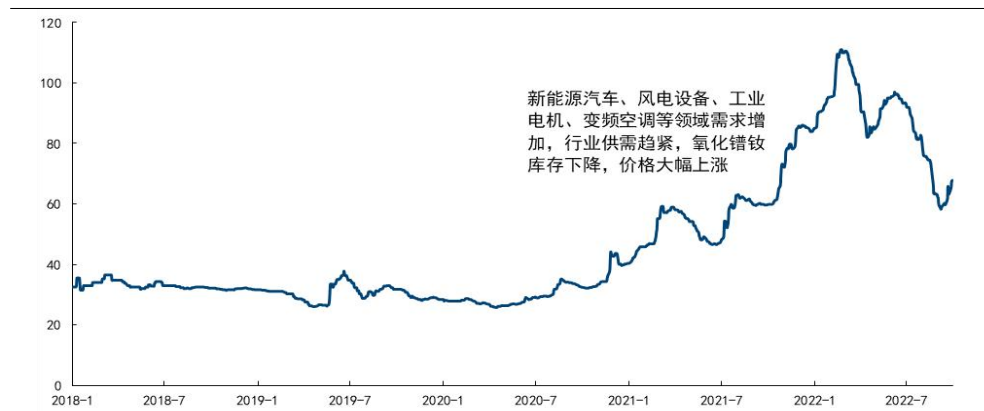
资料来源：BNEF, GWEC, 国家统计局, 中汽协, IFR, IDC, 国信证券经济研究所整理预测

**氧化镨钕供需缺口将持续存在，有力支撑稀土氧化物价格。**据我们测算，2022-2025 年全球稀土供不应求，供需缺口分别为-6829、-8978、-5277、-1610 吨。氧化镨钕供需紧平衡格局下，预计氧化镨钕价格有望得到支撑，长期价格或维持高位，实现稀土“稀”的价格。2022 年以来，尽管受政策面因素、下游企业



库存消化等因素影响，氧化镨钕价格回落。而随着四季度稀土生产进入旺季，下游企业补库需求增加，预计氧化镨钕价格有望回暖。

图20：国内氧化镨钕价格走势（万元/吨）

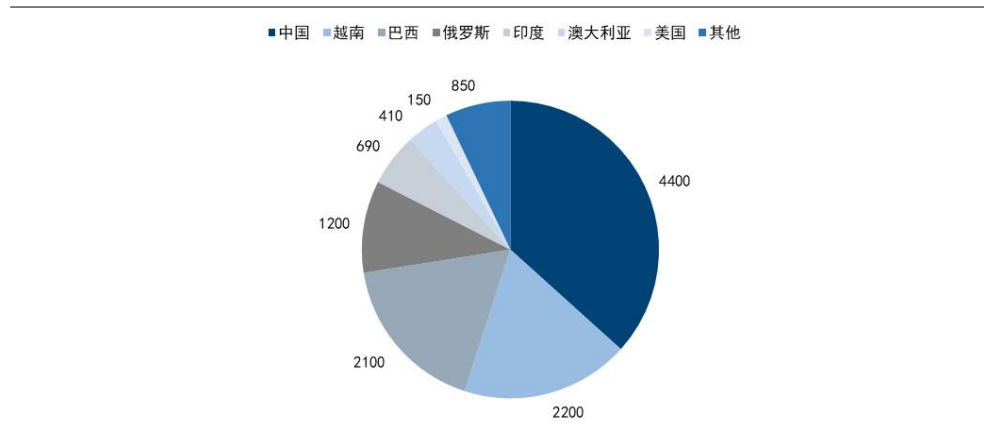


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

### 稀土回收行业发展向好，市场集中度提升

**稀土是不可再生的战略资源，回收利用具有刚需属性。**稀土是供给有限的金属资源，美国地质调查局数据显示，2020 年全球稀土储量达 1.2 亿吨，分布于中国、越南、巴西、俄罗斯等国家。其中，我国稀土资源储量最为丰富。2020 年，我国稀土矿储量为 4400 万吨，占全球储量的 36.7%。稀土供给刚性下，稀土废料回收对于满足下游行业需求和推动经济社会可持续发展意义重大，这也决定了稀土回收利用的刚需属性。

图21：2020 年全球稀土矿资源分布情况（万吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

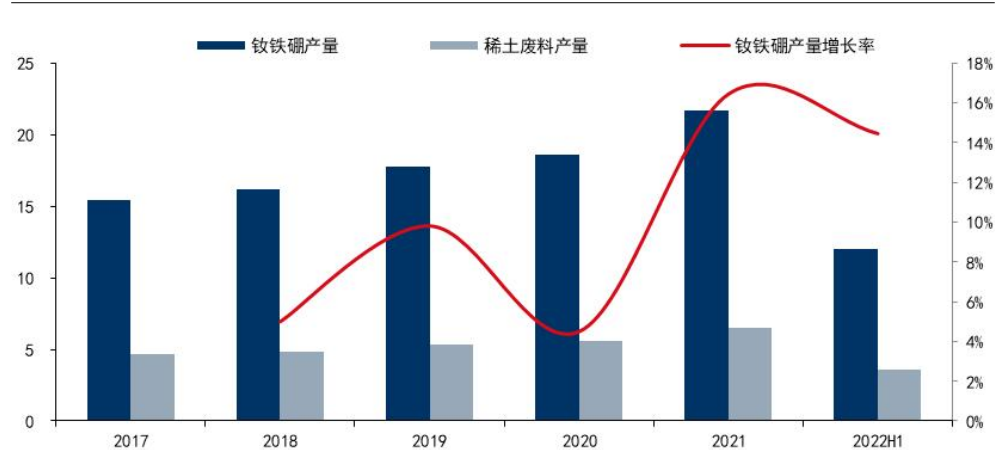
稀土废料资源回收利用是将生产永磁材料过程中产生的边角料或废弃的磁材废料进行回收后，通过焙烧、溶解、萃取、沉淀以及灼烧等工艺流程，从磁性材料加工厂商的废旧磁性物料中分离得到镨、钕、镝、铽等不同的稀土氧化物，实现稀土资源再生利用。

**稀土废料回收有四大来源：**1) 永磁材料废料。永磁材料生产过程中约产生 25-30% 的边角废料，钕铁硼废料成分基本与钕铁硼磁性材料一致，稀土含量约为 31%，其中钕占比约为 21%，镨占比约为 7%。2) 消费电子产品、稀土荧光粉废料等废弃

物。3) 石油裂化催化剂、汽车催化剂等废弃催化剂。4) 稀土尾矿、稀土工业废水等工业固废固液。目前，国内稀土废料回收来源主要是永磁材料生产过程中的废料，占比近 90%。

**钕铁硼永磁材料产量逐年增长，从供给端为钕铁硼废料综合利用行业提供了发展空间。**随着钕铁硼永磁材料下游需求持续释放，稀土矿配额指标增加，国内钕铁硼产量呈持续增长趋势。根据中国稀土行业协会数据，2021 年，国内钕铁硼产量为 21.65 万吨，其中烧结钕铁硼毛坯产量 20.71 万吨，粘结钕铁硼产量 0.94 万吨，2017-2021 年期间钕铁硼产量年复合增长率为 8.84%。根据钕铁硼生产过程中产生 30%废料，则 2021 年钕铁硼生产产生的稀土废料为 6.50 万吨。

图 22: 钕铁硼产量及对应稀土废料产量 (万吨)



资料来源：中国稀土行业协会，国信证券经济研究所整理

**稀土下游产业需求爆发，驱动稀土回收产业高景气。**稀土产能供给受保护性控制背景下，新能源汽车、永磁节能电机、风电设备、伺服电机等稀土下游产业需求持续快速释放，稀土废料回收利用产出的稀土氧化物产品成为满足稀土供需缺口的重要来源，稀土回收行业迎来发展机遇。目前，稀土回收是稀土原料来源的重要组成部分，占比近 30%。

**稀土回收优势显著，顺应循环经济发展趋势。**相比原矿生产同类产品，稀土回收利用具有工序缩短、成本降低、“三废”减少等优势，有助于减少环境污染和提高稀土资源使用效率，有效保护国家的稀土资源。每回收提炼 1 吨氧化镨钕相当于少开采 1 万吨稀土离子矿，稀土回收利用的经济价值和环保效益突出。

**政策推动稀土回收利用，促进产业规范发展。**稀土作为重要的战略储备资源，国家长期以来重视稀土有序高效开发利用。同时，国家持续出台系列产业政策支持循环经济发展，稀土回收利用作为循环经济的重要组成部分，国家出台税收优惠、推动技术研发、设备生产和基地建设支持等举措，促进稀土回收利用产业持续健康发展。

**表5：国家推动稀土回收利用的政策**

时间	颁发部门	政策	相关内容
2008年8月	全国人大代表大会	《循环经济促进法》	提出国家鼓励和推进废物回收体系建设，地方人民政府应当按照城乡规划，合理布局废物回收网点和交易市场，支持废物回收企业和其他组织开展废物的收集、储存、运输及信息交流。同时，国家对促进循环经济发展的产业活动给予税收优惠。
2011年5月	国务院	《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》	发展循环经济，加强尾矿资源和稀土产品的回收再利用，提高稀土资源采收率和综合利用水平，降低能耗物耗，减少环境污染。
2012年6月	国务院新闻办	《中国的稀土状况与政策》白皮书	支持积极开展稀土二次资源回收再利用，鼓励开发稀土废旧物收集、处理、分离、提纯等方面的专用工艺、技术和设备，支持建立专业化稀土材料综合回收基地，对稀土火法冶金熔盐、炉渣、稀土永磁废料和废旧永磁电机、废镍氢电池、废稀土荧光灯、失效稀土催化剂、废弃稀土抛光粉以及其他含稀土的废弃元器件等二次稀土资源回收再利用。
2015年6月	财政部、国家税务总局	《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》	从事“稀土产品加工废料，废弃稀土产品及拆解物”的企业可申请享受增值税即征即退政策，退税比例为30%。
2016年6月	工信部	《稀土行业发展规划（2016-2020年）》	发展循环经济，加强尾矿资源、伴生资源的综合利用，研发废旧稀土产品再利用成套技术，建立健全回收制度，完善稀土回收利用体系，提升稀土资源综合利用水平。
2021年1月	工信部	《稀土管理条例（征求意见稿）》	国家鼓励支持利用环境友好的技术、工艺，对含有稀土的二次资源进行回收利用。
2021年7月	国家发改委	《“十四五”循环经济发展规划》	着力建设资源循环型产业体系，加快构建废旧物资循环利用体系，全面提高资源利用效率，提升再生资源利用水平。推进废有色金属、报废机动车等城市废弃物分类利用和集中处置，引导再生资源加工利用项目集聚发展。实施废有色金属等再生资源回收利用行业规范管理。
2021年12月	财政部、国家税务总局	《关于完善资源综合利用增值税政策的公告》	从事再生资源回收的增值税一般纳税人销售其收购的再生资源，可以选择适用简易计税方法依照3%征收率计算缴纳增值税，或适用一般计税方法计算缴纳增值税

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

从稀土回收利用产业链来看，稀土回收行业产业链上游为磁材生产加工企业或磁材废料回收企业，中游为稀土废料提取加工企业，下游则为稀土金属加工企业和稀土贸易企业。稀土回收产业链构成决定了稀土回收行业具备以下特征：

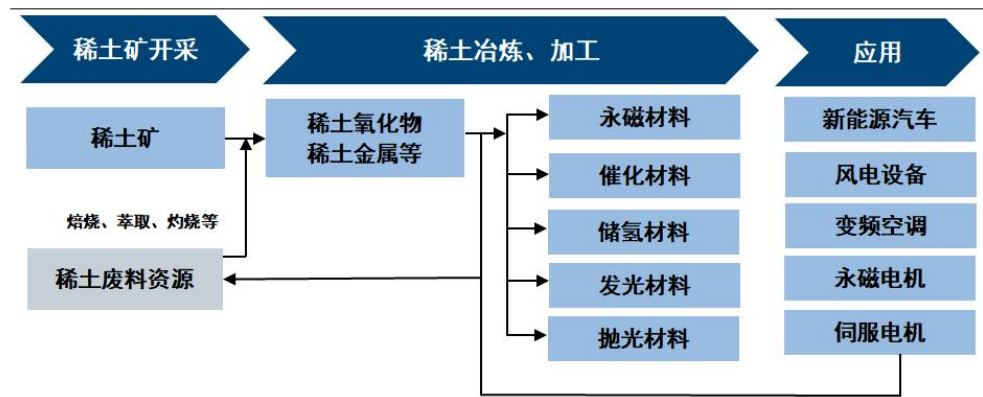
**一是稀土回收废料业务采购模式形成行业资金壁垒。**钕铁硼废料供货来源主要分为钕铁硼磁材生产加工企业和钕铁硼废料回收企业。由于国内永磁材料加工企业分布范围广泛，单个生产加工企业的钕铁硼废料量较小，稀土回收利用企业一般主要向废料回收企业采购钕铁硼废料。稀土回收的原材料来源分散，在采购原材料过程中面临与其他厂商竞争，在采购合同签署后，稀土回收企业会向稀土废料供应商预付部分货款，此后由供应商负责将原料送达，并由第三方机构对原料成分进行检测，根据检测结果制作结算单，确定最终成交金额并支付尾款。原料采购是稀土回收企业的主要成本，若产能规模较大，则需预付的货款金额较大，需要稀土回收企业具备足够强的资金实力，由此也就形成行业的资金壁垒。此外，根据稀土废料采购结算公式，原料采购价格与即时的稀土氧化物市场价格具有相对稳定的对应关系，因而稀土废料回收企业具有相对稳定的预期毛利率。

**二是上游供应商分散，凸显稳定多元回收渠道的重要性。**由于稀土废料采购价格

随行就市，采购价格较为公开透明，不同稀土回收企业无充分激励去提高原料采购价格。采购价格无显著差异情形和其他条件相同下，废料供应商对不同稀土废料回收利用企业无明显偏好倾向。因而，建立稳定可靠、多元的回收渠道体系，对于保障稀土回收企业经营发展具有重要意义，这就形成稀土回收利用的回收渠道壁垒。此外，根据《全球稀土二次资源回收利用进展》一文，国内钕铁硼加工废料产能过剩，这进一步突出建立稳定可靠回收渠道的重要性。

**三是稀土回收行业具有政策准入壁垒。**稀土回收利用产业嵌套于稀土产业链内，国家对稀土全产业链管理趋严态势下，国家政策对稀土资源综合利用企业生产规模、新项目投运制定了严格的政策规定，新增稀土资源综合利用项目受到严格限制，形成了稀土回收利用行业的政策准入壁垒。其中，工信部于2014年发布《关于清理规范稀土资源回收利用项目的通知》提出，为规范稀土资源回收利用项目管理，对于已投产的项目，要核实稀土废料来源、产销、环保等相关情况；对于已建成但未投产项目，要核实是否建有稀土冶炼分离生产线，明确不得加工处理稀土矿产品；对于在建项目和备案未建项目，要区分情况，引导企业停止建设，或着手转产；《稀土行业规范条件（2016年本）》提出稀土综合利用企业的冶炼分离项目生产规模应不低于3000吨/年；工信部等12部门于2018年12月发布的《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》，提出严控新增稀土资源综合利用企业数量和规模。

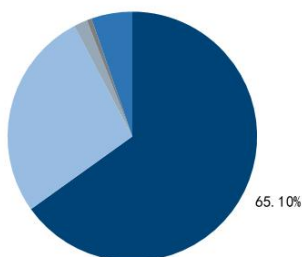
图23：稀土产业链与稀土回收产业链



资料来源：中国稀土行业协会，国信证券经济研究所整理

图24：稀土回收废料在营业成本中占比较大

■ 钕铁硼废料 ■ 镨钕金属混合物 ■ 电力 ■ 燃气 ■ 其他



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：图中为鑫泰科技2018年数据。

图25：稀土废料采购价格计算公式

$$\text{采购价格} = \frac{(P \times (1 + T) \times RE_c \times r - \text{CMT})}{(1 + T)}$$

式中：

P：稀土氧化物不含税市场价格，根据亚洲金属网、上海有色网等公布价格确定；

RE<sub>c</sub>：钕铁硼废料中相应稀土元素检测含量；

r：结算收率，结算收率根据行业惯例确定；

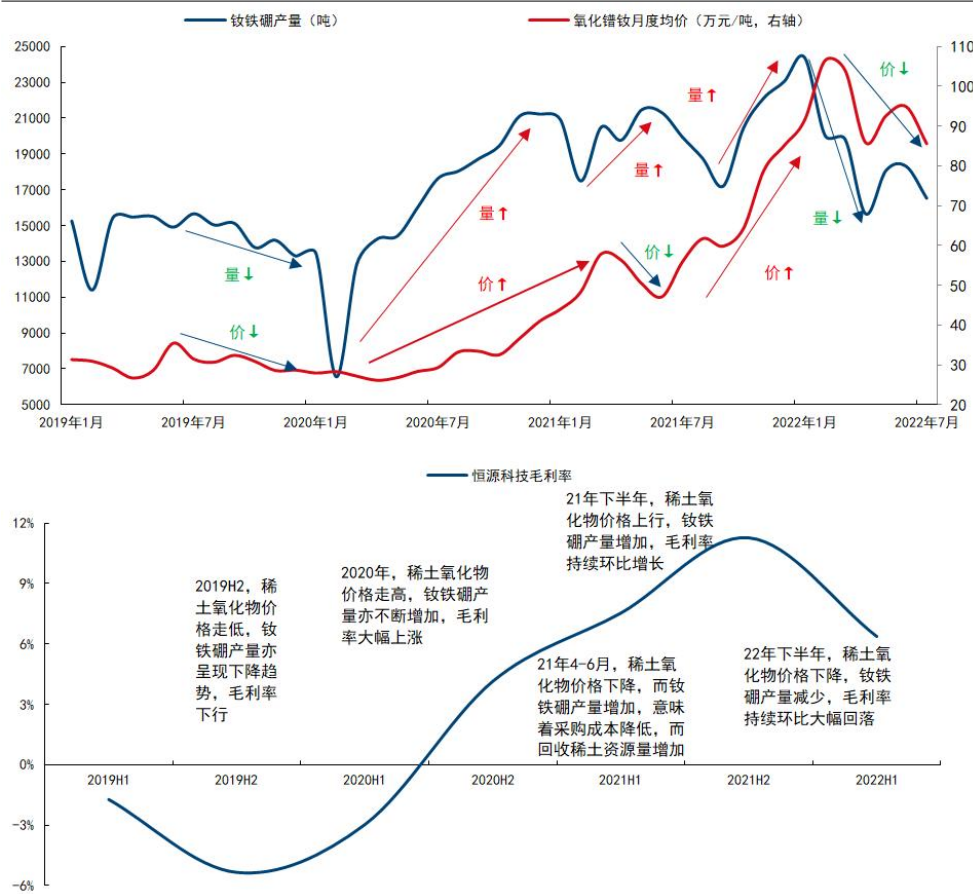
CMT：加工费用，加工费用根据行业惯例确定；

T：增值税税率。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

四是废料采购与稀土氧化物产品销售时间差，价格、产量波动影响稀土回收利用企业毛利率。稀土氧化物产品销售多以现货价格进行结算，而废料采购结算价格随行就市，由于稀土氧化物现货市场价格波动，且废料采购与稀土氧化物产品之间存在时间差，这将导致稀土回收企业毛利率变化滞后于稀土氧化物产品价格变化。此外，钹铁硼产量与稀土废料数量相关性高，进而会对稀土回收利用企业生产利用率产生影响，由此导致毛利率变化。整体来看，稀土氧化物价格波动对稀土回收利用企业毛利率影响大且直接，同时稀土废料产量亦具有一定影响。

图26: 稀土氧化物价格与钹铁硼产量与稀土回收企业毛利率的关系



资料来源: 百川盈孚, Wind, 国信证券经济研究所整理

**稀土回收行业市场集中度高。**由于国家对稀土资源回收利用行业管理趋严，对不规范的稀土资源回收利用项目持续清理整顿，部分回收利用企业退出稀土回收利用市场。同时，大型稀土产业集团、上市公司切入稀土资源回收利用赛道，其在资金、回收资源渠道、技术上更有优势，加速稀土回收利用行业市场集中度提升。根据《全球稀土二次资源回收利用进展》一文，国内目前现有稀土回收企业超 30 家。2020 年，稀土回收利用市场前 5 家稀土回收产量占比为 50%。其中，华宏科技稀土回收利用市场份额为 20%（鑫泰科技 15%、万弘高新 5%），为市场份额占比最大的公司。此外，从稀土废料回收区域分布来看，稀土废料回收量主要分布于江西地区，占比为 67%。

图 27: 稀土废料回收产量占比情况

■ 鑫泰科技 ■ 中稀天马 ■ 步莱斌 ■ 包钢新利 ■ 友利科技 ■ 集盛科技 ■ 万弘高新 ■ 恒源科技 ■ 其他公司

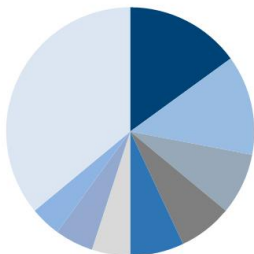
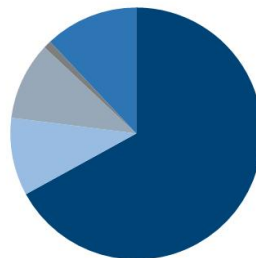


图 28: 稀土废料回收量区域分布情况

■ 江西 ■ 江苏 ■ 内蒙 ■ 山西 ■ 山东



资料来源: 百川盈孚, 中国稀土行业协会, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 百川盈孚, 中国稀土行业协会, 国信证券经济研究所整理

**未来稀土回收利用产能将扩张, 行业集中度有望进一步提升。**目前, 明确扩张稀土回收利用产能的企业有华宏科技 (未来鑫泰科技、万弘合计新增稀土废料处理产能 28000 吨)、恒源科技 (综合回收利用钨铁硼废料年产 3300 吨稀土氧化物产能)、集盛科技 (与三川智慧合作投资年产 3200 吨 REO 二次资源综合利用项目) 等企业, 行业产能保持增长态势。未来随着稀土配额指标增长, 钨铁硼产量增加, 可利用的钨铁硼废料保持增长态势, 而稀土回收利用企业数量有限, 新增产能的企业或享受行业发展的红利, 行业市场集中度将进一步提升, 行业龙头企业有望强者恒强。

表 6: 国内稀土废料回收利用企业

公司	废料处理产能 (吨/年)	2021 年营业收入 (亿元)	区域	备注
吉安鑫泰科技有限公司	9800, 远期 19800	28.99	江西	华宏科技持有 100% 股权
中稀天马新材料科技股份有限公司	36000	-	山东	三川智慧持有 16.57% 股权
江苏广晟健发再生资源股份有限公司	年处置钨铁硼废料、废稀土抛光粉、稀土荧光粉废料等稀土废料近 2 万吨	3.73	江苏	广东稀土产业集团持有 35% 股权
赣州市恒源科技股份有限公司	已具备 5000 吨/年废料出料产能+3000 吨/年稀土氧化物产能, 未来将拥有钨铁硼废料年产 3300 吨稀土氧化物产能	6.29	江西	
赣州步莱斌新资源有限公司	10000	-	江西	盛和资源持有 100% 股权
信丰县包钢新利稀土有限责任公司	8000	15.06	江西	北方稀土持有 48% 股权
江西万弘高新技术材料有限公司	6000, 远期 24000	4.63	江西	华宏科技持有 100% 股权
赣州市稀土友利科技开发有限公司	6000	-	江西	南方稀土持有 77.2% 股权
巴彦淖尔市银海新材料有限责任公司	已建成稀土产品废弃物综合利用年产 5000 吨氧化物	-	内蒙古	金力永磁持有 51% 股权
江西正潭新材料股份有限公司	4800	2.45	江西	
赣州天和永磁材料有限公司	3000	2.70	江西	三川智慧持有 67% 股权

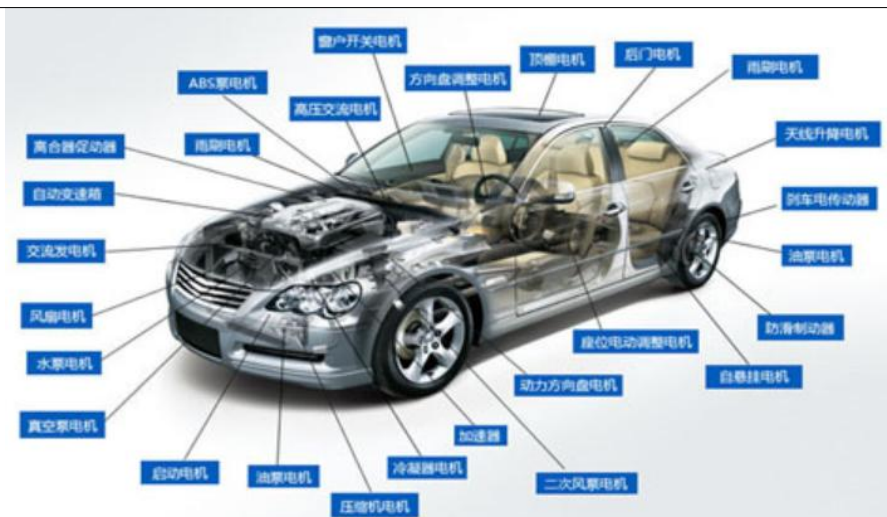
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 稀土回收利用行业龙头，三关键要素兼具，市场竞争优势突出

公司具备废料资源回收渠道优势，合作设立赣州华卓，渠道优势进一步强化。公司在稀土回收行业经营发展多年，与多家上游废料供应商建立了长期、稳定的合作关系。公司依托在产能规模、资金实力、品质管控等方面优势，建立了较为稳定、可靠的回收渠道，保障公司稳定稀土废料供应。此外，公司实现稀土回收料综合利用产业链前延，于2021年1月与南方稀土等3家主体成立赣州华卓再生资源回收利用有限公司，共同投资建设年处理6万吨磁材废料综合利用项目，与公司的全资子公司鑫泰科技在稀土资源综合利用领域形成产业协同，鑫泰科技的磁材废料供应有望进一步保障，强化回收渠道优势。赣州华卓已于2022年8月正式投入生产运营，达产后可产出混合氧化稀土原料68000吨（折REO约17000吨）。公司持有赣州华卓45%股权，除可保障公司废料供应来源外，也将为公司带来可观的投资收益。

报废汽车可回收稀土资源可观，或与公司汽车拆解业务产生协同。高性能钕铁硼材料在驱动电机（新能源汽车）、EPS、ABS等零部件用量较大，是性能钕铁硼材料的主要应用领域。随着未来新能源报废汽车数量增加，可回收的稀土废料资源将快速增长。公司下属子公司北京华宏从事汽车拆解业务，未来或有望与鑫泰科技在稀土回收利用业务方面进行合作，保障公司稀土废料来源。

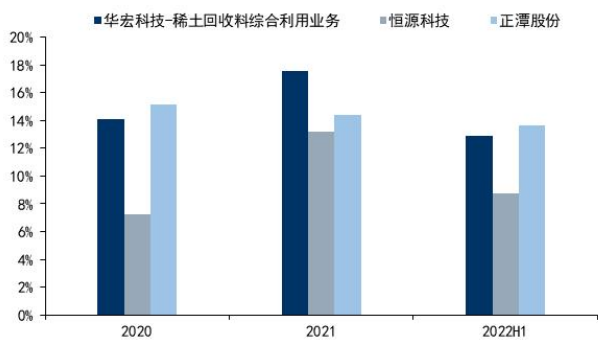
图29：稀土永磁材料在汽车中的应用



资料来源：新材料在线，国信证券经济研究所整理

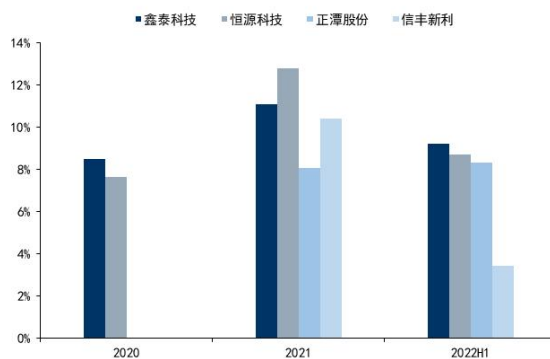
公司技术工艺领先，产品收率居于行业前列。经过在稀土回收行业多年生产积累和研发创新，公司在稀土回收利用领域积累了布袋除尘技术、淋洗技术、联动萃取技术、钙皂化工艺和萃取富集技术等多项核心技术。依靠公司长期发展积累的核心技术，可有效降低生产成本，提高稀土氧化物综合回收率和产品品质，从而提高盈利能力。凭借长期发展积累的技术工艺和生产经验，公司产品收率达97%，高于行业平均水平，具备较强的技术优势，公司毛利率、净利率等盈利能力指标好于同类可比公司。

图30: 公司稀土回收业务与可比公司毛利率比较



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 鑫泰科技与可比公司净利率比较



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**公司与下游客户关系稳定, 市场优势较强。**公司下游客户主要为大型稀土金属冶炼企业, 凭借长期发展积累的良好市场口碑, 公司稀土氧化物产品深受下游客户认可, 公司与国内南方稀土、五矿稀土等国内知名稀土企业或稀土磁材生产企业签订长期供货协议, 提前锁定公司稀土产品的年度供货量。据测算, 2021 年公司通过长期供货协议给客户的稀土氧化物供货量为 2690 吨, 2022 年则为 2446 吨。

**公司成为苹果公司供应商, 凸显公司产品品质与 ESG 属性。**2019 年 10 月开始, 公司与苹果公司进行前期合作沟通, 先后通过该公司产品性能、环保、安全、社会责任等验证、审核和评价。根据鑫泰科技与苹果公司签署的《总体开发与供应协议》要求, 提供给苹果公司及授权采购商的货物应当仅由可再生材料构成。公司与苹果公司授权采购商赣州科力签署长期供货协议, 一方面锁定稀土氧化物产品未来的持续供货量, 另一方面凸显公司在稀土资源综合利用领域的综合实力。全球低碳发展趋势下, 跨国公司 & 大型制造公司积极践行 ESG 理念, 原料的 ESG 属性已成为选择供应商的重要考量因素。公司稀土氧化物产品具备 ESG 属性, 相较于原矿产品具有优势, 未来有望持续在跨国公司 & 大型制造公司中取得发展。

表7: 公司与客户的长期供货协议

客户	合作内容	公告时间	供应企业
五矿稀土集团有限公司	2022 年稀土氧化物年度协议订销量约 1200 吨	2022/1/15	鑫泰科技
宁波复能稀土新材料股份有限公司	2022 年稀土氧化物年度协议订销量 390 吨	2022/1/15	鑫泰科技
赣州科力稀土新材料有限公司	2022 年稀土镨钕年度协议订销量 600 吨	2022/1/12	鑫泰科技
<b>2022 年合计</b>	<b>2446</b>		
甘肃稀土新材料股份有限公司	2021 年 5 月-2022 年 4 月供货氧化镨钕 768 吨	2021/5/11	吉水金诚
五矿稀土集团有限公司	2021 年稀土氧化物协议年度总量 1080 吨	2020/12/31	鑫泰科技
包钢稀土国贸(赣州)有限公司	2021 年氧化镨钕协议年度总量 360 吨	2020/12/31	鑫泰科技
有研稀土新材料股份有限公司	2021 年稀土氧化物协议年度总量 138 吨	2020/12/31	鑫泰科技
南方稀土国际贸易有限公司	2020 年 11 月-2021 年 11 月供货氧化镨钕 720 吨	2020/10/28	鑫泰科技
<b>2021 年合计</b>	<b>2690</b>		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测



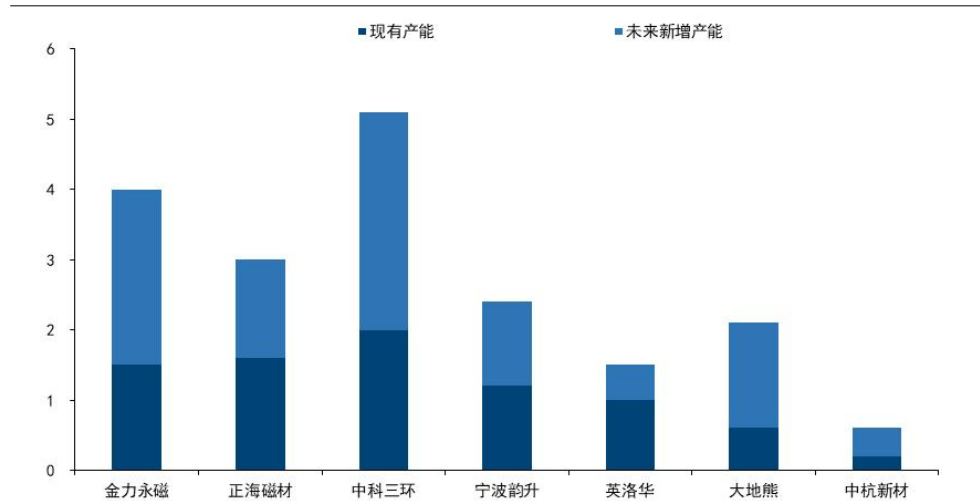
表8: 2021年公司稀土回收料综合利用业务前五大客户

序号	客户名称	销售额（万元）	占该业务收入比例
1	五矿稀土集团所属公司	77614.90	23.87%
2	北方稀土集团所属公司	57369.36	17.64%
3	南方稀土集团所属公司	46141.58	14.19%
4	宁波复能稀土新材料股份有限公司	29038.07	8.93%
5	江西钨业集团所属公司	18708.85	5.75%
	合计	228872.76	70.39%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

**后延产业链至稀土磁材生产领域，打造产业链互补优势。**公司通过中杭新材开展钕铁硼永磁材料生产业务，中杭新材在生产过程中产生的钕铁硼废料是鑫泰科技主要原材料，鑫泰科技生产的稀土氧化物又可加工成稀土金属，作为中杭新材的原材料投入使用，形成产业闭环，降低生产成本，进一步提升公司盈利水平。目前，中杭新材具备年产烧结钕铁硼 2000 吨生产能力，未来将新建“年产 4000 吨高性能磁性材料项目”，产能进一步扩大。同时，未来公司会积极拓展产品在新能源、3C 消费类电子等高端领域的应用，促进公司的整体竞争力和盈利能力提升。

图32: 中杭新材磁材产能与主要磁材生产企业比较（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 再生资源运营稳健，加工设备业务迎发展机遇

### “双碳”驱动废钢回用，再生资源加工设备需求持续释放

**废钢回收利用是降低碳排放的重要举措。**钢铁行业碳排放量占全国碳排放总量的15%左右，仅次于电力。促进钢铁行业节能降碳，是实现“双碳”目标的重要路径，用废钢生产1吨钢，可节约铁矿石（62%铁精粉）1.6吨左右，减少约0.35吨标准煤，减少约1.6吨二氧化碳排放，减少约3吨固体废弃物排放。加强废钢铁的综合利用，提高废钢比，将是钢铁工业减少碳排放量的重要途径之一。此外，根据工信部编制的《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》，提出到2025年，铁金属国内自给率达到45%以上。通过对废钢进行回收利用，降低铁矿石的进口依赖度，增强我国铁矿石资源的保障能力，实现铁金属自给率提升，在当今全球经济发展格局下具有重要意义。

**政策持续推动废钢回收利用。**近年来，随着“双碳”目标提出，国家持续推出支持废钢回收利用的相关政策，驱动废钢回收利用产业发展。2021年7月，国家发布《“十四五”循环经济发展规划》，提出到2025年，废钢利用量达3.2亿吨，较2020年的2.6亿吨增长23.08%。中国废钢铁应用协会于2021年9月发布《废钢铁产业“十四五”发展规划》，提出到十四五末，全国炼钢综合废钢比达到30%。

表9：近年来废钢回收利用政策梳理

时间	政策文件	发布部门	相关内容
2021/7/1	《“十四五”循环经济发展规划》	国家发改委	将国内废钢供应量的发展目标进一步提升至2025年达到3.2亿吨，将废钢对粗钢总产量的贡献值从2020年的仅10%提升至2025年的30%。
2021/9/17	《废钢铁产业“十四五”发展规划》	中国废钢铁应用协会	到十四五末全国炼钢综合废钢比达到30%；废钢铁加工准入企业年加工能力达到2亿吨。积极推广先进国产化的汽车拆解生产线，以满足今后汽车报废高峰期的需求，增加废钢铁资源总量；提高废钢加工设备技术水平；建议修订2015年出台的财税【2015】78号文，将规范企业退税比例由30%提高到70%，并推动政策落实，以降低企业税负，平抑“税收洼地”的影响。
2021/10/26	《2030年前碳达峰行动方案》	国务院	要推动钢铁行业碳达峰，继续压减钢铁产能，提升废钢资源回收利用水平，推行全废钢电炉工艺；到2025年，废钢铁等9种主要再生资源循环利用量达到4.5亿吨，到2030年达到5.1亿吨。
2021/12/30	2022年版《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	产品原料95%以上来自废钢铁，且符合《废钢铁加工行业准入条件》的企业销售给符合《钢铁行业规范条件》和《铸造行业准入条件》的企业的符合国家标准的“炼钢炉料”产品给予增值税即征即退30%的优惠政策。
2022/1/17	《关于加快废旧物资循环利用体系建设的指导意见》	国家发改委、工信部等七部委	到2025年，废旧物资循环利用政策体系进一步完善，资源循环利用水平进一步提升。废钢铁、废铜、废铝、废铅、废锌、废纸、废塑料、废橡胶、废玻璃等9种主要再生资源循环利用量达到4.5亿吨。
2022/2/1	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	工信部、国家发改委、生态环境部	废钢回收加工体系基本健全，利用水平显著提高，钢铁工业利用废钢资源量达到3亿吨以上。有序发展电炉炼钢。推进废钢资源高质高效利用，推进废钢回收、拆解、加工、分类、配送一体化发展，进一步完善废钢加工配送体系建设。
2022/2/10	《关于加快推动工业资源综合利用的实施方案》	工信部、国家发改委等八部门	到2025年，钢铁等重点行业工业固废产生强度下降，大宗工业固废的综合利用水平显著提升，再生资源行业持续健康发展。废钢铁利用量超过3.2亿吨。钢铁行业科学有序推进废钢铁先进电炉短流程工艺。
2022/7/7	《工业领域碳达峰实施方案》	工信部、国家发改委、生态环境部	鼓励适度稳步提高钢铁先进电炉短流程发展；到2025年，废钢铁加工准入企业年加工能力超过1.8亿吨，短流程炼钢占比达15%以上。到2030年，短流程炼钢占比达20%以上。

资料来源：政策文件，国信证券经济研究所预测

表10: 《“十四五”循环经济发展规划》确定的资源回收目标

	2020年	2025年目标
农作物秸秆综合利用率	86%以上	86%以上
大宗固废综合利用率	56%	60%
建筑垃圾综合利用率	50%以上	60%以上
废纸利用量(万吨)	5490	6000
<b>废钢利用量(亿吨)</b>	<b>2.6</b>	<b>3.2</b>
再生有色金属产量(万吨)	1450	2000
其中:再生铜	325	400
再生铝	740	1150
再生铅	240	290

资料来源:《“十四五”循环经济发展规划》,国信证券经济研究所预测

**废钢利用量持续增长,未来有望进一步增加。**自2017年以来,受国内打击地条钢的影响,国内大型炼钢企业的市场销售规模显著增加,向社会采购的废钢量同步增加,驱动我国废钢利用量不断增加,2020年废钢利用量为2.6亿吨,2016-2020年期间国内废钢利用量年复合增长率为14.59%,呈快速增长态势。未来在政策驱动下,随着积蓄钢铁大规模进入回收期,预计废钢回收利用量有望不断增加。根据中国废钢铁应用协会预测,我国废钢供给在2030年、2035年分别达到3.4、3.9亿吨。

图33: 国内废钢利用量及未来增长空间

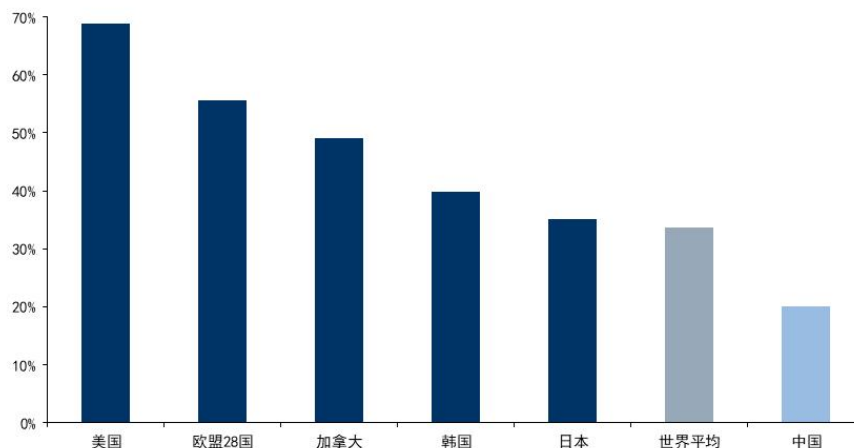


资料来源: Wind, 《“十四五”循环经济发展规划》, 国信证券经济研究所整理

**废钢比低于世界平均水平, 废钢回收利用提升空间大。**国际回收局(BIR)数据显示, 美国、欧盟28国、韩国、日本炼钢废钢比为68.8%、55.7%、39.9%、35.1%, 世界废钢比平均为33.6%, 而我国废钢比仅在20%左右, 显著低于世界平均水平, 未来仍有较大提升空间。在国内政策大力推动废钢回收利用, 以及增强铁矿石资源保障能力的需求下, 我国废钢比将有望持续提升。

整体而言, 国内废钢回收利用仍有提升空间, 废钢加工行业具有较大的发展潜力, 而废钢资源应用及进口放开将有效带动国内废钢加工设备需求。此外, 报废汽车、废铜、废铝、废不锈钢等领域回收利用需求亦不断增加, 打包机、龙门剪等再生资源加工装备需求将持续增长。

图 34：世界主要国家和地区废钢比

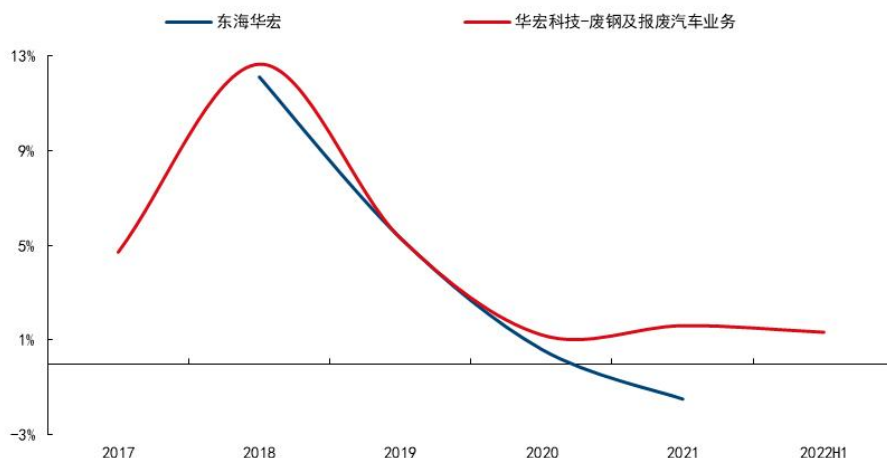


资料来源：BIR，国信证券经济研究所整理

废钢加工装备主要包括液压金属打包机、鳄鱼式剪断机、龙门式液压废钢剪断机、金属屑压块机等，从事相关产品生产的企业超百余家，除华宏科技和湖北力帝（天奇股份子公司）可批量生产大型废钢加工装备外，大部分企业只能生产中小型设备，由于其技术门槛相对较低，导致市场供应过剩，市场竞争较为激烈。

**大型化再生资源加工设备需求增加。**随着行业竞争加剧，废钢加工毛利呈下降态势。以公司子公司东海华宏为例，其毛利率由 2018 年的 12.11% 降至 2021 年的 -1.49%，下降 13.60pct。大型设备处理能力、效率超过小型设备，有助于废钢加工企业增加处理规模，提升加工效率和降低单位成本，进而形成规模效应，使用大型设备成为废钢企业实现盈利提升的主要举措。因而，由于下游废钢加工行业生产规模提升，以及市场收购兼并推进，引致上游再生资源加工设备生产行业对大型设备的需求旺盛，再生资源加工设备大型化趋势明显。此外，再生资源加工设备大型化趋势下，对设备制造企业的技术工艺要求提升，有望增强再生资源设备行业的技术壁垒，推动行业市场集中度提升，龙头企业的领先优势持续强化。

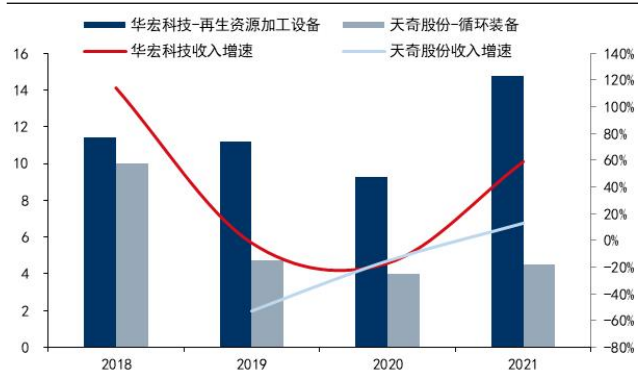
图 35：公司废钢及报废汽车业务和东海华宏毛利率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

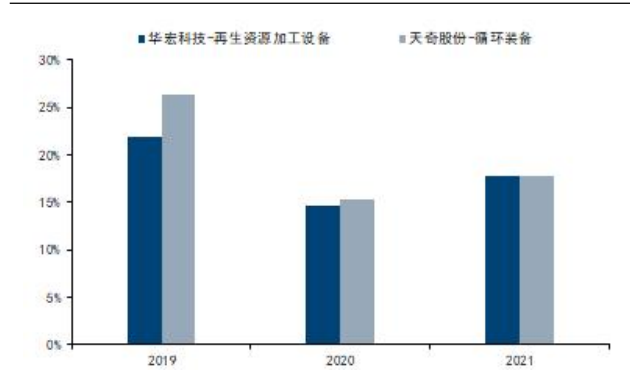
行业龙头企业收入快速增长，市场格局有望优化改善。华宏科技再生资源加工设备业务收入快速增长，龙头地位稳固，与主要竞争对手的收入差距不断加大，竞争格局明显改善。据中国废钢铁应用协会统计，华宏科技生产的废钢循环利用设备已连续多年营收位居国内第一。展望未来，随着市场需求逐步以大型化设备为主，部分中小企业退出市场，预计未来行业市场集中度有望提升。

图 36: 废钢加工设备主要企业收入比较 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 废钢加工设备主要企业毛利率比较

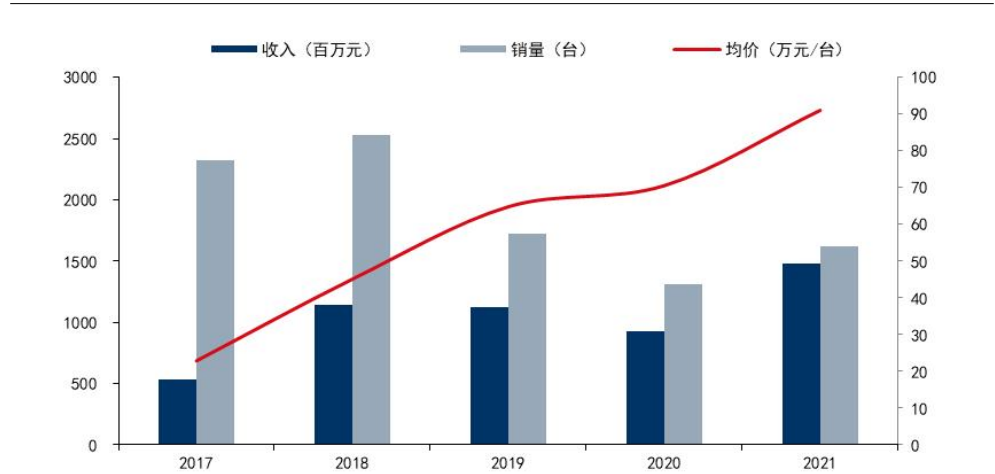


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 产能扩张强化龙头地位，盈利能力有望提升

公司转向大型化设备销售，单台设备销售价格提升。公司顺应设备大型化发展趋势，因此生产、销售大型设备为主，尽管再生资源加工设备销售台数下降，但单台设备价格持续上升。据测算，公司单台设备的销售均价由 2017 年的 20.90 万元/台增至 2021 年的 91.07 万元/台。

图 38: 公司再生资源加工设备业务收入、销量及均价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 11: 公司部分主要产品近两年价格具体变动情况

产品名称	2021 年较 2020 年变动幅度	2020 年较 2019 年变动幅度
Y81/K-1500A 型液压金属打包机	7.71%	-5.89%
Y81/K-1000 型液压金属打包机	9.24%	-5.42%
Y81/K-1000 液压金属打包机	5.94%	-8.62%
Y83W-1250 型卧式金属屑块机	9.77%	-5.02%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

**公司发行可转债进一步增加再生资源加工设备产能。**公司拟发行可转债募投 1.05 亿元用于“大型智能化再生金属原料处理装备扩能项目”，新增产能的产品为大型液压龙门剪切机、大型液压金属打包机和报废汽车拆解成套装备，上述产品均为公司现有成熟产品。募投项目实施，有利于扩大公司大型设备生产规模，丰富公司产品结构，满足高端化、差异化市场需求，实现再生资源加工设备市场占有率进一步提升，强化公司行业龙头地位。

表 12: 公司再生资源设备扩能项目产品设备具体情况

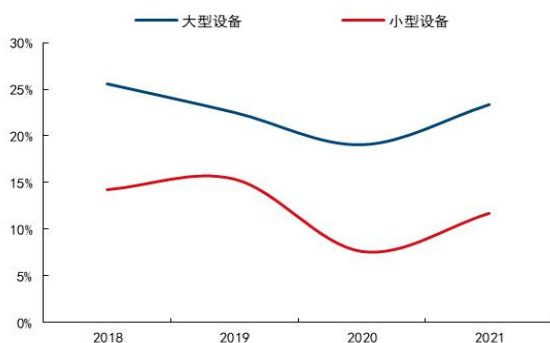
设备名称	型号	产能数量(台)
Q91 大型液压龙门剪切机	1250/1600/2000	27
Y81 大型液压金属打包机	1000/1500/2000	70
报废汽车拆解成套装备	/	5

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

**募投项目投产增强公司再生资源加工设备业务的盈利能力。**公司为大型设备行业龙头，具有一定的议价权，因而公司大型设备毛利率较为稳定，而小型设备毛利呈下降趋势。公司募投项目新增产品以大型设备为主，未来公司产能结构中大型设备占比预计有望提升，这将促进公司再生资源加工设备业务毛利率改善。同时，从募投项目产品的同型号产品毛利率情况来看，募投项目产品的毛利率高于公司再生资源加工设备业务的毛利率，进一步验证项目投运将增长公司再生资源装备业务盈利能力。

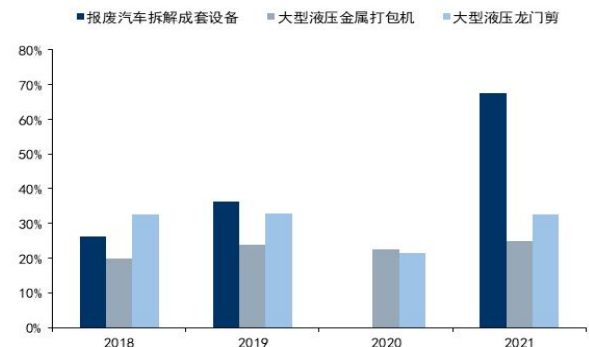
**募投项目产品市场需求有保障，项目投运有望驱动公司业绩增长。**公司再生资源设备需求旺盛，工艺控制技术稳定，产品品质深受下游客户认可。截至 2022 年 3 月 31 日，募投项目相关产品的在手订单金额达到 4.35 亿元，占募投项目达产时预测年收入 2.8 亿元的 155.41%。

图 39: 公司大型设备与小型设备毛利率



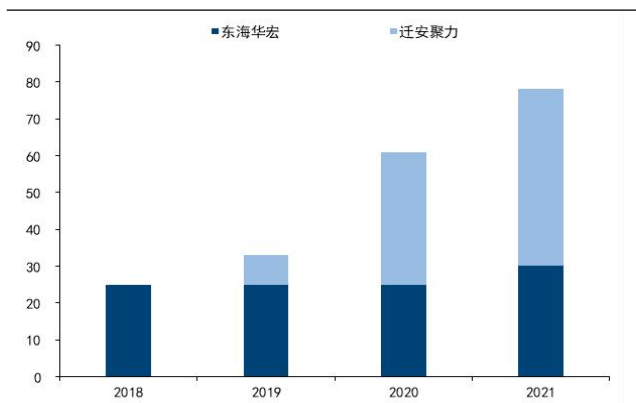
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 40: 公司募投项目产品的同型号产品毛利率

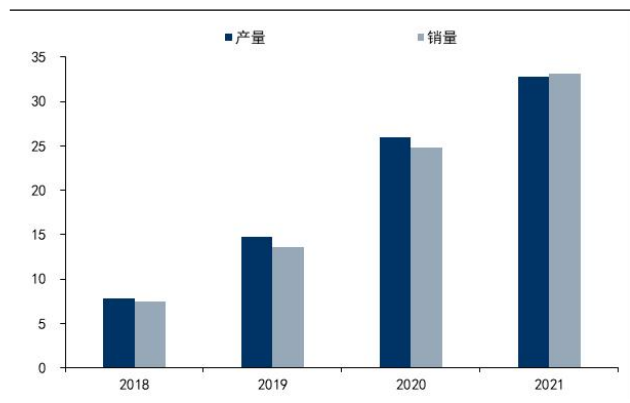


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**再生资源加工设备业务有望与公司废钢回收利用、报废汽车拆解业务形成协同，推动公司整体竞争力进一步增强。**公司再生资源加工设备业务下游主要是废钢回收利用、报废汽车拆解等领域，截至 2021 年，公司废钢回收利用产能达 78 万吨（其中东海华宏、迁安聚力的产能分别为 30、48 万吨），且公司废钢回收利用产销量呈持续增长趋势。公司废钢回收利用及报废汽车拆解业务可依托公司再生资源加工设备行业龙头地位，降低固定资产投资成本，并为公司再生资源加工设备业务发展提供支撑。

**图 41: 公司废钢回收利用产能（万吨）**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图 42: 公司废钢回收利用产销量情况（万吨）**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**汽车保有量持续增加，政策出台促进“五大总成”循环利用。**截至到 2022 年 6 月，国内累计机动车保有量达 3.10 亿辆，汽车保有量规模大，这决定了未来报废汽车数量增长潜力较大。《报废机动车回收管理办法》于 2019 年 5 月发布，提出拆解的报废机动车“五大总成”（发动机、方向机、变速器、前后桥、车架）具备再制造条件的，可按照国家有关规定出售给具有再制造能力的企业经过再制造予以循环利用。随着政策支持对报废汽车的“五大总成”循环利用，报废汽车“五大总成”部件售价有望显著改善，报废汽车收益增加，汽车拆解产业链附加值提升，推动报废汽车数量快速增加。

**报废汽车拆解设备及运营业务发展前景向好。**公司稳步开展报废汽车拆解业务，公司子公司北京华宏主要从事报废机动车拆解业务。公司在北京通州区规划近 70 亩的报废机动车拆解基地，目前已基本建设完成，预计年内可投产。同时，公司子公司东海华宏地处国内主要的报废汽车集散地，具备明显的区位优势，当前正积极申请报废机动车拆解从业资质。

随着报废汽车数量增加，以及报废汽车回收利用行业政策放开，公司报废汽车拆解设备下游市场需求持续释放，推动公司再生资源加工设备业务发展。此外，公司报废汽车拆解设备业务可为公司报废汽车拆解回收业务提供支持，利用自动化拆解设备提高报废机动车拆解的效率，增强公司报废汽车拆解设备业务的市场竞争力。

图43: 国内汽车累计保有量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

**2023 年公司新增稀土废料回收产能逐步释放，再生资源加工设备业务盈利边际改善。**根据公司稀土废料回收产能扩张规划，2023 年鑫泰科技、万弘高新新扩产能将逐步投运，驱动公司收入和业绩上行。同时，赣州华卓在今年已经建成投运，但目前仍处于产能爬坡期，2023-2025 年随着产能利用率提升，逐步对公司收入和业绩产生显著贡献。此外，由于大宗原材料价格下降，以及再生资源加工设备大型化趋势推进，预计公司再生资源加工设备业务盈利有望迎来边际改善。

### 我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) 稀土回收料综合利用业务：**随着稀土配额指标增加，以及公司稀土废料回收产能增加，公司稀土氧化物产量将逐步增加。假设公司 2022-2024 年稀土氧化物产量逐年增加，同时价格保持稳定小幅下降。毛利率则参考公司过往毛利率水平及稀土氧化物价格走势进行设定。此外，此处在测算时，将赣州华卓投产带来的影响考虑在内。
- 2) 再生资源加工设备业务：**2022 年，由于疫情影响，预计公司再生资源加工设备业务销量小幅增长。未来随着公司可转债募投产能将逐步落地，假设再生资源加工设备业务销量回归增长。同时，考虑市场竞争影响，假设价格保持稳定小幅下降。毛利率方面，大宗原材料价格下降，以及再生资源加工设备大型化趋势推进，预计未来公司再生资源加工设备业务毛利率将有所提升。
- 3) 电梯零部件业务：**2022 年，由于疫情影响以及下游房地产市场景气度低迷，预计公司电梯零部件业务销量将有所下降，后续或将迎来改善。价格方面，参考过往情况，假设保持稳定。毛利率方面，参考过往毛利率水平，同时考虑大宗原材料价格下降，预计毛利率未来有所提升。
- 4) 废钢及报废汽车业务：**2022 年，由于疫情影响，预计废钢及报废汽车业务营



收出现大幅下降，而未来将逐步改善。毛利率则参考公司该业务过往情况进行设定。

5) 成本及期间费用方面，根据公司过往的成本及期间费用率水平，同时考虑公司下属的重要子公司的成本及期间费用率水平，并结合公司中报已披露的数据做出假设。

表 13: 公司主营业务运营情况假设

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>稀土废料回收综合利用</b>						
销量 (吨)		2886	4928	6000	9000	11000
单价 (万元/吨)			71	82	80	78
营业收入 (亿元)		10.6	32.5	62.7	89.7	115.8
毛利率		14.1%	17.5%	15.8%	15.8%	15.7%
<b>再生资源加工设备</b>						
销量 (台)	1727	1316	1621	1702	1957	2251
单价 (万元/台)	65	71	91	92	90	90
营业收入 (亿元)	11.2	9.3	14.8	15.7	17.6	20.3
毛利率	22.0%	14.7%	17.7%	18.0%	19.0%	19.0%
<b>电梯零部件</b>						
销量 (套)		137112	153660	135221	128460	134883
单价 (万元/套)		0.53	0.59	0.59	0.58	0.58
营业收入 (亿元)	7.0	7.2	9.0	7.9	7.5	7.8
毛利率	26.1%	24.6%	22.1%	23.0%	23.0%	23.0%
<b>废钢及报废汽车</b>						
营业收入 (亿元)	3.3	6.2	11.0	7.7	12.4	16.1
毛利率	5.3%	1.2%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## 未来 3 年盈利预测

表 14: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6777	9777	12300	15662
<b>营业成本</b>	5712	8294	10339	13233
<b>销售费用</b>	46	64	80	102
<b>管理费用</b>	229	318	454	544
<b>财务费用</b>	7	1	2	-3
<b>营业利润</b>	582	788	1072	1322
<b>利润总额</b>	580	787	1070	1320
<b>归属于母公司净利润</b>	532	691	940	1160
<b>EPS</b>	0.94	1.19	1.62	1.99
<b>ROE</b>	15.3%	17.0%	19.4%	19.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得到公司 2022–2024 年收入分别为 97.77/123.00/156.62 亿元，归属母公司净利润 6.91/9.40/11.60 亿元，归母净利润年增速分别为 29.9%/36.0%/23.4%。每股收益 2022–2024 年分别为 1.19/1.62/1.99 元。

## 盈利预测的敏感性分析

我们的预测模型中，2022 年公司稀土废料回收利用业务中稀土氧化物销售均价为 82 万元/吨，毛利率为 16%。现将公司 2022 年的归母净利润与稀土氧化物、毛利率做敏感性分析，稀土氧化物销售均价在原始值 82 万元/吨的基础上上浮 10 万元/吨，就会使归母净利润将较原始估值提升 8%。毛利率在原始值的基础上提高 1pct，会使归母净利润将较原始估值提升 6%。

表 15：2022 年归母净利润随稀土氧化物销售均价及毛利率的敏感性分析（亿元）

归母净利润		稀土氧化物销售均价（万元/吨）				
		62	72	82	92	102
毛 利 率	13%	4.82	5.21	5.58	5.96	6.34
	14%	5.16	5.60	6.03	6.46	6.89
	15%	5.50	5.98	6.47	6.96	7.44
	16%	5.83	6.37	6.91	7.45	7.99
	17%	6.17	6.76	7.36	7.95	8.54
	18%	6.50	7.15	7.80	8.45	9.09
	19%	6.84	7.54	8.24	8.94	9.65

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：19.89-21.61 元

公司稀土废料回收业务新增产能于 2023 年下半年开始投运，稀土废料回收业务业绩释放，叠加再生资源加工设备募产能增加，我们预计 2022、2023、2024 年营收增速分别为 44.3%、25.8%、27.3%。2025 年以后，由于公司稀土废料回收业务新增产能的不确定性，保守假设预计未来暂无新增产能。

输入条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定目标权益资本比为 70%，2 年期的日度数据计算贝塔系数为 0.92，无风险利率根据 10 年期国债到期收益率设定为 3.0%，风险溢价为 7.0%，债务资本成本为 4.0%，计算得出 WACC 值为 7.68%。

FCFF 估值结果：在永续增长率为 1%的假设条件下，测算华宏科技对应每股权益价值为 19.89-21.61 元，高于目前股价 14%-24%。

表 16：公司盈利预测假设条件（%）

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	44.3%	25.8%	27.3%	8.1%	2.1%	1.6%	2.0%	1.7%	1.9%	1.7%
毛利率	15.2%	15.9%	15.5%	15.1%	14.8%	14.7%	14.5%	14.3%	14.2%	14.1%
管理费用/营业收入	3.0%	3.5%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
销售费用/销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业税及附加/营业收入	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%	0.43%
所得税税率	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
股利分配比率	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

**表 17: 资本成本假设**

无杠杆 Beta	0.97	T	10.58%
无风险利率	3.00%	Ka	9.79%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.92
公司股价 (元)	17.38	Ke	9.44%
发行在外股数 (百万)	582	E/(D+E)	70.00%
股票市值 (E, 百万元)	10114	D/(D+E)	30.00%
债务总额 (D, 百万元)	314	WACC	7.68%
Kd	4.00%	永续增长率 (10 年后)	1.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 表 18 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

**表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		6.68%	7.18%	7.68%	8.18%	8.68%
永续增长率变化	1.6%	28.11	25.33	23.00	21.04	19.35
	1.4%	27.35	24.72	22.51	20.63	19.01
	1.2%	26.64	24.15	22.05	20.25	18.69
	1.0%	25.98	23.62	21.61	19.89	18.39
	0.8%	25.37	23.12	21.20	19.55	18.10
	0.6%	24.80	22.65	20.81	19.22	17.83
	0.4%	24.26	22.21	20.45	18.92	17.57

资料来源: 国信证券经济研究所测算

## 相对法估值: 20.94-23.26 元

公司业务涉及领域较多, 各项业务主要由公司本部 (再生资源加工设备业务) 或全资子公司来开展, 将公司稀土料回收利用业务、再生资源加工设备及运营业务、电梯零部件业务进行分部估值。

稀土料回收利用业务方面, 选取生产稀土氧化物并从事稀土废料回收利用的盛和资源 (孙公司步莱斌开展稀土废料回收利用业务)、全球轻稀土龙头企业且稀土产业一体化优势突出的北方稀土以及稀土永磁材料生产龙头企业金力永磁作为可比公司, 上述可比公司 2022 年平均 PE 为 17.43 倍。同时, 选择从事废旧动力电池、电子废弃物、报废汽车回收利用的格林美和发展酒糟回收再生利用的路德环境作为再生资源行业的可比公司, 上述可比公司 2022 年平均 PE 为 22.93 倍。公司作为稀土回收利用行业的龙头, 且未来新增产能释放驱动公司业绩大幅增长, 综合考虑稀土行业和再生资源行业内可比公司的估值水平, 给予公司稀土料回收利用业务 18-20 倍 PE。

再生资源加工设备及运营业务方面, 对标公司为天奇股份, 天奇股份下属的湖北力帝为公司主要竞争对手, 公司再生资源加工设备业务收入规模显著大于湖北力帝。2022 年, 天奇股份的 PE 为 19.20 倍, 考虑到公司作为再生资源加工设备行

业龙头，市场优势突出，且未来新扩产能投运，进一步加大市场占有率。综合考虑给予公司再生资源加工设备及运营业务 18-20 倍 PE。

电梯零部件业务方面，选择生产扶梯部件、直梯部件等电梯零部件的同力日升和生产电梯的康力电梯作为可比公司，2022 年平均 PE 为 25.86 倍，参考同类可比公司估值水平，结合公司电梯零部件业务发展态势，给予电梯零部件业务 18-20 倍 PE。

根据我们测算，2022 年公司稀土料回收利用业务归母净利润为 5.24 亿元，再生资源加工设备及运营业务归母净利为 0.66 亿元，电梯零部件业务归母净利润为 0.87 亿元。综上，对应公司权益市值为 122-135 亿元，对应 20.94-23.26 元/股合理价值，较当前股价有 20%-34%的溢价。

表 19: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG 22E	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
600392.SH	盛和资源	14.89	261	0.61	1.41	1.52	1.61	24.41	10.56	9.80	9.25	0.06	无
600111.SH	北方稀土	25.77	936	1.41	2.04	2.43	2.88	18.28	12.63	10.60	8.95	0.10	无
300748.SZ	金力永磁	32.30	270	0.64	1.11	1.41	1.84	50.47	29.10	22.91	17.55	0.68	无
002340.SZ	格林美	7.28	374	0.19	0.33	0.48	0.62	38.32	22.06	15.17	11.74	0.99	无
688156.SH	路德环境	22.60	21	0.82	0.95	1.45	2.19	27.56	23.79	15.59	10.32	1.69	无
002009.SZ	天奇股份	16.90	64	0.40	0.88	1.38	1.81	42.25	19.20	12.25	9.34	0.29	无
605286.SH	同力日升	42.14	75	0.90	1.22	2.05	2.86	46.82	34.54	20.56	14.73	3.36	无
002367.SZ	康力电梯	6.53	52	0.51	0.38	0.41	0.43	12.80	17.18	15.93	15.19	2.77	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 盈利数据取自 Wind 一致预测。

## 投资建议

综合以上估值结果，我们认为公司合理股价 20.94-23.26 元/股之间，较当前股价有 20%-34%的溢价。我们认为，随着稀土回收料综合利用和再生资源加工设备业务新增产能投运，公司业绩将快速增长；长期来看，公司下游行业需求旺盛，公司市场竞争优势强，未来具有持续成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 20.94-23.26 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高

估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2022 年平均动态 PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司成长性和行业竞争格局，对行业平均动态 PE 进行修正。

最终，稀土料回收利用业务方面，参考稀土行业可比公司盛和资源、北方稀土、金力永磁对应 2022 年平均 PE 为 17.43 倍，以及再生资源行业可比公司格林美、路德环境对应 2022 年平均 PE 为 22.93 倍。公司作为稀土回收利用行业的龙头，且未来新增产能释放驱动公司业绩大幅增长，综合考虑稀土行业和再生资源行业内可比公司的估值水平，给予公司稀土料回收利用业务 18-20 倍 PE。

再生资源加工设备及运营业务方面，参考可比公司天奇股份 2022 年对应 PE 为 19.20 倍，考虑到公司作为再生资源加工设备行业龙头，市场优势突出，且未来新扩产能投运，进一步加大市场占有率。给予公司再生资源加工设备及运营业务 18-20 倍 PE。

电梯零部件业务方面，参考可比公司通力日升、康力电梯对应 2022 年平均 PE 为 25.86 倍，结合公司电梯零部件业务发展态势，给予电梯零部件业务 18-20 倍 PE。

可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，对公司 PE 估值做出过高或过低的假设，导致对公司内在价值测算不准确。

## 盈利预测的风险

在对公司稀土废料回收利用业务、再生资源加工设备及运营业务、电梯零部件业务未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

- 1、公司稀土回收料业务产量受产能、市场需求、环保政策、废料来源多种因素影响，若未来公司稀土氧化物产量不及预期，可能影响公司业绩增长；
- 2、若公司再生资源加工设备产能投放不及预期，或者由于市场竞争加剧，公司市场份额下降，导致再生资源加工设备业务销量不及预期，可能影响公司业绩增长；
- 3、若下游房地产市场景气持续低迷，电梯生产、安装数量下降，将导致公司电梯零部件业务需求下降，对公司电梯零部件业务发展带来不利影响，电梯零部件销量可能有所减少。

## 经营及其它风险

- 1、稀土配额指标发放不及预期。稀土配额指标决定了稀土氧化物的产量，由此也就决定了稀土废料可回收量的情况，若稀土配额指标发放不及预期，稀土废料可回收量增长有限，将可能会导致公司产能利用率下降，同时加剧稀土废料回收企业抢夺稀土废料，影响公司收入和盈利水平。
- 2、稀土下游市场需求不及预期。下游市场需求对稀土行业景气度具有重要影响，若下游行业市场需求不及预期，则可能会导致稀土氧化物出现供给过剩情况，稀土氧化物价格下降，将影响公司收入和盈利水平。
- 3、稀土氧化物价格波动风险。稀土氧化物价格受市场供需、企业库存等多方面因素影响，若未来供需格局变化，或由于磁材企业经营策略变化，稀土氧化物价格出现波动，将会导致公司盈利的不确定性提升。

4、新增产能投放不及预期风险。公司未来业绩增长的重要驱动力在于稀土废料回收利用业务、再生资源加工设备业务的产能扩张，若未来新增产能的项目建设、投产不及预期，一方面将可能导致公司收入和业绩增长不及预期；另一方面，公司失去发展先机，在一定程度上不利于公司市场竞争力进一步增强，影响公司长远持续发展。

5、政策变化风险。当前，国内对稀土废料回收利用领域政策管控严格；而未来若国家政策放开，允许新增稀土废料回收利用企业，则可能导致稀土废料回收利用市场竞争加剧，进而可能会对公司盈利带来影响。此外，若政策调控稀土氧化物价格，将影响公司收入和盈利水平。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	368	344	646	947	<b>营业收入</b>	<b>6777</b>	<b>9777</b>	<b>12300</b>	<b>15662</b>
应收款项	500	721	908	1156	营业成本	5712	8294	10339	13233
存货净额	1961	2856	3566	4570	营业税金及附加	29	42	52	67
其他流动资产	129	187	235	299	销售费用	46	64	80	102
<b>流动资产合计</b>	<b>2989</b>	<b>4156</b>	<b>5431</b>	<b>7094</b>	管理费用	229	318	454	544
固定资产	789	868	896	922	财务费用	7	1	2	(3)
无形资产及其他	221	263	304	345	投资收益	7	7	7	7
投资性房地产	1105	1105	1105	1105	资产减值及公允价值变动	(10)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	58	72	90	100	其他收入	(170)	(266)	(298)	(395)
<b>资产总计</b>	<b>5161</b>	<b>6464</b>	<b>7826</b>	<b>9567</b>	营业利润	582	788	1072	1322
短期借款及交易性金融负债	200	200	200	200	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	813	1184	1478	1894	<b>利润总额</b>	<b>580</b>	<b>787</b>	<b>1070</b>	<b>1320</b>
其他流动负债	512	744	934	1195	所得税费用	39	83	113	140
<b>流动负债合计</b>	<b>1524</b>	<b>2128</b>	<b>2612</b>	<b>3288</b>	少数股东损益	9	12	17	21
长期借款及应付债券	9	114	184	254	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>532</b>	<b>691</b>	<b>940</b>	<b>1160</b>
其他长期负债	30	33	37	39					
<b>长期负债合计</b>	<b>39</b>	<b>147</b>	<b>221</b>	<b>293</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1562</b>	<b>2274</b>	<b>2832</b>	<b>3582</b>	净利润	532	691	940	1160
少数股东权益	112	123	137	154	资产减值准备	8	(0)	(0)	(0)
股东权益	3486	4067	4857	5831	折旧摊销	87	93	98	104
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5161</b>	<b>6464</b>	<b>7826</b>	<b>9567</b>	公允价值变动损失	8	(0)	(0)	(0)
					财务费用	7	1	2	(3)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(516)	(570)	(460)	(640)
每股收益	0.94	1.19	1.62	1.99	其它	76	4	9	8
每股红利	0.15	0.19	0.26	0.32	<b>经营活动现金流</b>	<b>195</b>	<b>219</b>	<b>587</b>	<b>631</b>
每股净资产	6.14	6.99	8.35	10.02	资本开支	(174)	(214)	(167)	(171)
ROIC	22%	24%	27%	30%	其它投资现金流	190	(18)	(29)	(46)
ROE	15.26%	17.00%	19.36%	19.89%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(221)</b>	<b>(246)</b>	<b>(214)</b>	<b>(227)</b>
毛利率	16%	15%	16%	16%	权益性融资	131	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	8%	8%	负债净变化	9	105	70	70
EBITDA Margin	10%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(85)	(111)	(150)	(186)
收入增长	101%	44%	26%	27%	其它融资现金流	19	0	0	0
净利润增长率	136%	30%	36%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>76</b>	<b>4</b>	<b>(71)</b>	<b>(103)</b>
资产负债率	32%	37%	38%	39%	<b>现金净变动</b>	<b>65</b>	<b>(24)</b>	<b>301</b>	<b>301</b>
息率	0.9%	1.1%	1.5%	1.9%	货币资金的期初余额	303	368	344	646
P/E	18.5	14.6	10.7	8.7	货币资金的期末余额	368	344	646	947
P/B	2.8	2.5	2.1	1.7	企业自由现金流	(38)	30	370	412
EV/EBITDA	16.5	13.8	11.7	10.1	权益自由现金流	(11)	134	439	484

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032