

华宏科技 (002645.SZ)

再生资源龙头企业，稀土回收利用大有可为

再生资源领域龙头，业绩表现优异。公司以再生资源加工设备业务起家，后通过投资并购等方式持续拓展新业务，目前已成长为稀土综合回收利用、再生资源加工设备、废钢回收利用、报废汽车拆解与电梯零部件细分领域的龙头。公司盈利能力优异，2018-2022年，公司归母净利润由1.6亿元增长至4.1亿元，4年CAGR达26.9%。

稀土回收利用前景广阔，行业规范化发展促进市场集中度提升。（1）**需求端：**稀土磁材主要为钕铁硼，广泛应用于新能源汽车、节能家电、风力发电、工业自动化（伺服电机）等领域，“双碳”背景下下游行业的高速增长将拉动钕铁硼的需求持续增长，上游稀土氧化物需求亦将获益。经我们测算，2022-2025年我国高性能钕铁硼需求将由9.6万吨上升至14.9万吨，CAGR 15.7%。（2）**供给端：**据华经产业研究院，2021年我国再生稀土氧化物废料回收比例约为55%，存在进一步提升空间。此外，随着稀土综合利用行业监管趋严，不合规不合法产能将出清，市场份额将进一步向大型企业集中。（3）**公司为稀土回收龙头企业，**已通过子公司实现磁材废料回收（设计规模6.6万吨）、再生稀土氧化物生产加工（2022年产量6277吨）、下游钕铁硼磁材生产加工（2021年产量2591吨）全产业链布局，业绩望获益。

废钢及报废汽车运营景气度向上，可与稀土回收形成业务协同。政策放开“五大总成”再制造权限，激发报废汽车拆解需求。根据商务部统计，2021年我国报废汽车回收量达249.3万辆，同比增长20.7%，实现快速增长，而报废汽车拆解回收率仅为0.83%，对标2019年美国/日本/德国拆解率5.6%/7.2%/6.9%，我国汽车拆解市场空间广阔。公司布局汽车拆解全产业链，拆解后的电机材料可作为稀土回收废料来源，形成业务协同。

传统业务稳步增长，构成公司业绩基石。（1）**再生资源加工设备&废钢运营：**根据BIR数据，2021年中国废钢比为21.9%，而发达国家超过40%，存在较大提升空间。根据中国废钢铁应用协会预测，我国废钢供给预计在2025/2030/2035年分别达2.9/3.4/3.9亿吨，2021-2035年CAGR预计为4.0%。公司为废钢装备头部企业，产品线齐全，废钢运营产能达78万吨，产销量稳定增长。（2）**电梯零部件业务：**子公司威尔曼为行业龙头，智能制造以及物联网相关应用望成公司发展新动力。

投资建议：首次覆盖，予以“买入”评级。公司是再生资源领域龙头企业，技术与盈利能力较强，稀土回收与报废汽车运营市场空间广阔，预计公司业绩持续稳定增长。我们预计2023/2024/2025年公司实现归母净利润5.5/7.9/9.8亿元，对应PE13.1/9.0/7.3x。

风险提示：宏观经济波动、市场竞争加剧、原材料价格波动、测算风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,777	8,475	7,942	12,187	16,442
增长率 yoy (%)	100.8	25.1	-6.3	53.5	34.9
归母净利润(百万元)	532	407	545	790	975
增长率 yoy (%)	136.2	-23.6	34.1	44.8	23.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.91	0.70	0.94	1.36	1.68
净资产收益率 (%)	15.0	9.3	12.0	14.9	15.6
P/E (倍)	13.4	17.6	13.1	9.0	7.3
P/B (倍)	2.0	1.8	1.7	1.4	1.2

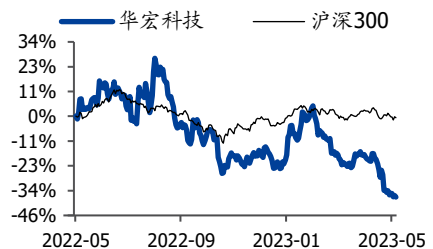
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年5月16日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	环保设备
5月16日收盘价(元)	12.28
总市值(百万元)	7,146.36
总股本(百万股)	581.95
其中自由流通股(%)	81.56
30日日均成交量(百万股)	6.26

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com

分析师 张一鸣

执业证书编号: S0680522070009

邮箱: zhangyiming@gszq.com

研究助理 沈佳纯

执业证书编号: S0680122070016

邮箱: shenjiaochun@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2989	4077	4154	5964	6151
现金	368	907	1022	1219	1644
应收票据及应收账款	489	536	1229	205	2535
其他应收款	11	13	9	25	21
预付账款	55	188	129	58	271
存货	1961	2212	1544	4237	1460
其他流动资产	104	220	220	220	220
非流动资产	2172	2395	2438	2888	3277
长期投资	58	59	59	59	60
固定资产	648	851	905	1270	1606
无形资产	221	214	220	231	245
其他非流动资产	1245	1272	1254	1328	1365
资产总计	5161	6473	6592	8852	9428
流动负债	1524	1744	1551	3190	2978
短期借款	192	667	667	966	1259
应付票据及应付账款	813	729	411	1695	1153
其他流动负债	519	348	473	529	566
非流动负债	39	637	523	428	329
长期借款	9	581	466	372	272
其他非流动负债	30	57	57	57	57
负债合计	1562	2381	2074	3618	3307
少数股东权益	112	94	91	82	65
股本	582	582	582	582	582
资本公积	1618	1635	1635	1635	1635
留存收益	1341	1689	2130	2757	3528
归属母公司股东权益	3486	3997	4426	5152	6056
负债和股东权益	5161	6473	6592	8852	9428

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	195	-364	422	663	901
净利润	541	379	542	781	958
折旧摊销	87	98	98	126	170
财务费用	7	29	37	42	52
投资损失	-7	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	-493	-920	-249	-280	-271
其他经营现金流	59	56	0	0	0
投资活动现金流	-221	-313	-135	-570	-552
资本支出	174	271	42	450	388
长期投资	0	0	0	0	-1
其他投资现金流	-47	-43	-93	-121	-164
筹资活动现金流	76	1091	-173	-195	-216
短期借款	24	474	0	0	0
长期借款	9	572	-114	-95	-99
普通股增加	15	0	0	0	0
资本公积增加	87	17	0	0	0
其他筹资现金流	-60	28	-58	-100	-117
现金净增加额	48	414	115	-102	133

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6777	8475	7942	12187	16442
营业成本	5712	7602	6842	10530	14242
营业税金及附加	29	49	40	61	82
营业费用	46	46	49	85	115
管理费用	207	183	207	317	427
研发费用	261	318	298	457	617
财务费用	7	29	37	42	52
资产减值损失	-10	-21	-19	0	0
其他收益	84	175	84	130	107
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	6	6	6	6
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	582	404	579	830	1020
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	3	6	3	3	4
利润总额	580	401	577	829	1018
所得税	39	22	35	48	60
净利润	541	379	542	781	958
少数股东损益	9	-27	-3	-9	-18
归属母公司净利润	532	407	545	790	975
EBITDA	669	551	704	985	1223
EPS (元)	0.91	0.70	0.94	1.36	1.68

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	100.8	25.1	-6.3	53.5	34.9
营业利润(%)	128.9	-30.6	43.4	43.5	22.9
归属于母公司净利润(%)	136.2	-23.6	34.1	44.8	23.5
获利能力					
毛利率(%)	15.7	10.3	13.8	13.6	13.4
净利率(%)	7.9	4.8	6.9	6.5	5.9
ROE(%)	15.0	9.3	12.0	14.9	15.6
ROIC(%)	14.6	8.1	10.0	12.2	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	30.3	36.8	31.5	40.9	35.1
净负债比率(%)	-4.2	9.5	5.7	5.1	0.7
流动比率	2.0	2.3	2.7	1.9	2.1
速动比率	0.6	0.9	1.5	0.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.5	1.2	1.6	1.8
应收账款周转率	15.6	16.5	9.0	17.0	12.0
应付账款周转率	8.3	9.9	12.0	10.0	10.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.70	0.94	1.36	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-0.63	0.73	1.14	1.55
每股净资产(最新摊薄)	5.99	6.69	7.42	8.67	10.22
估值比率					
P/E	13.4	17.6	13.1	9.0	7.3
P/B	2.0	1.8	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.6	13.7	10.5	7.5	5.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023年5月16日收盘价

内容目录

1、再生资源领域龙头，加速发力稀土回收利用	6
1.1 业务多点开花，稀土回收利用&报废汽车运营为战略重点	6
1.2 营收与利润短期承压，毛利率略有下降	7
1.3 再生资源占主要比重，稀土回收利用营收攀升	8
1.4 费用控制能力优异，经营现金流相对稳健	10
1.5 股权结构集中，员工利益深度绑定	11
2、稀土回收利用&报废汽车运营打开成长空间	12
2.1 稀土回收利用前景明朗，市场份额流向头部	12
2.1.1 稀土磁材需求广泛，供给受控支撑价格走势	12
2.1.2 再生利用优势明显，占比有望持续提升	16
2.1.3 行业逐步规范化，市场份额向头部集中	17
2.1.4 公司为稀土回收龙头企业，产能充足保障业绩释放	19
2.2 报废汽车拆解景气度向上，可与稀土回收形成业务协同	21
2.2.1 政策持续发布，行业景气度向上	21
2.2.2 公司全产业链布局，可与稀土回收形成业务协同	24
3.传统主业稳步增长，构成业绩压舱石	25
3.1.再生资源运营-废钢回收：产业迎机遇，公司产能稳步提升	25
3.1.1 “双碳”背景下废钢行业迎机遇	25
3.1.2 公司产能提升带动业绩稳步增长	27
3.2.再生资源加工设备：公司龙头地位稳固，募投项目驱动业务增长	28
3.2.1 公司龙头地位稳固，业绩快速回暖	28
3.2.2 公司募投项目产能扩张，把握大型设备市场快速发展机遇期	29
3.3.电梯零部件：新型城镇化政策利好电梯需求量释放	30
3.3.1 新型城镇化持续推进，电梯行业方兴未艾	30
3.3.2 公司通过并购切入市场，具备多重竞争优势	30
4.盈利预测	32
风险提示	34

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司业务板布局	7
图表 3: 参控股公司情况	7
图表 4: 2018-2023Q1 公司营业收入及增速	8
图表 5: 2018-2023Q1 公司归母净利润及增速	8
图表 6: 2018-2023Q1 公司整体毛利率情况	8
图表 7: 公司收入结构（分业务板块，亿元）	9
图表 8: 公司各板块业务营收占比（%）	9
图表 9: 公司各业务板块毛利率（%）	10
图表 10: 公司费用率情况	10
图表 11: 公司现金情况（亿元）	10
图表 12: 公司现金流情况	11
图表 13: 公司股权结构	11
图表 14: 2020 年限制性股票激励计划方案	12

图表 15: 激励计划拟授予限制性股票的分配情况	12
图表 16: 钕铁硼工艺路线对比	13
图表 17: 2019 年中国钕铁硼材料产量结构分布	13
图表 18: 2021 年钕铁硼下游应用及占比测算	14
图表 19: 2025E 钕铁硼下游应用及占比测算	14
图表 20: 高性能钕铁硼需求测算表	14
图表 21: 2017-2022 年稀土开采及分离总量指标	15
图表 22: 氧化镨钕价格走势 (元/吨)	15
图表 23: 稀土冶炼及综合利用产业链示意图	16
图表 24: 稀土氧化物产量与废料回收量	16
图表 25: 稀土行业规范政策	17
图表 26: 稀土回收相关政策	18
图表 27: 稀土回收主要企业及产能	19
图表 28: 公司稀土回收利用领域投资并购案例	19
图表 29: 公司生产稀土氧化物的相关工艺流程图	19
图表 30: 公司生产稀土磁材相关工艺流程图	20
图表 31: 公司稀土氧化物产销情况	21
图表 32: 公司钕铁硼磁钢毛坯产销情况	21
图表 33: 公司钕铁硼磁钢成品产销情况	21
图表 34: 报废汽车回收相关政策梳理	22
图表 35: 2013-2022 我国汽车保有量 (亿辆) 及增速 (%)	23
图表 36: 2017-2022 我国新能源汽车保有量 (万辆) 及增速 (%)	23
图表 37: 2015-2021 我国报废汽车回收量 (万辆) 及回收率 (%)	23
图表 38: 2019 年主要国家汽车拆解率水平 (%)	23
图表 39: 汽车拆解市场测算	24
图表 40: 报废汽车回收再利用体系	24
图表 41: 中国新能源汽车钕铁硼含量测算表	25
图表 42: 废钢铁回收相关政策梳理	25
图表 43: 2012-2021 全国粗钢产量 (亿吨) 及增速 (%)	26
图表 44: 2012-2021 全国废钢总消耗量 (百万吨) 及废钢比 (%)	26
图表 45: 2021 年主要国家废钢比情况	27
图表 46: 废钢供给量预测 (亿吨)	27
图表 47: 公司废钢回收营业收入 (亿元) 与增速 (%)	27
图表 48: 公司废钢回收业务前五大客户销售额 (万元) 及占比 (%)	27
图表 49: 公司废钢回收业务产能 (万吨)	28
图表 50: 公司废钢回收业务产销量情况 (万吨)	28
图表 51: 公司再生资源加工设备产品概览	28
图表 52: 2018-2022 再生资源加工设备业务收入及增速	29
图表 53: 2017-2021 公司大型设备, 小型设备以及综合毛利率 (%)	29
图表 54: 2022 年公司废钢加工设备市场占比 (%)	29
图表 55: 公司再生资源加工设备销量 (台) 与单价 (万元)	29
图表 56: 募投项目新增的产品设备的具体类型及数量	30
图表 57: 2002-2021 我国电梯保有量 (万台) 与增速 (%)	30
图表 58: 2002-2021 我国电梯产量 (万台) 与增速 (%)	30
图表 59: 威尔曼产品概览	31
图表 60: 2017-2022 公司电梯零部件营业收入 (亿元) 与增速 (%)	31
图表 61: 威尔曼竞争优势	31

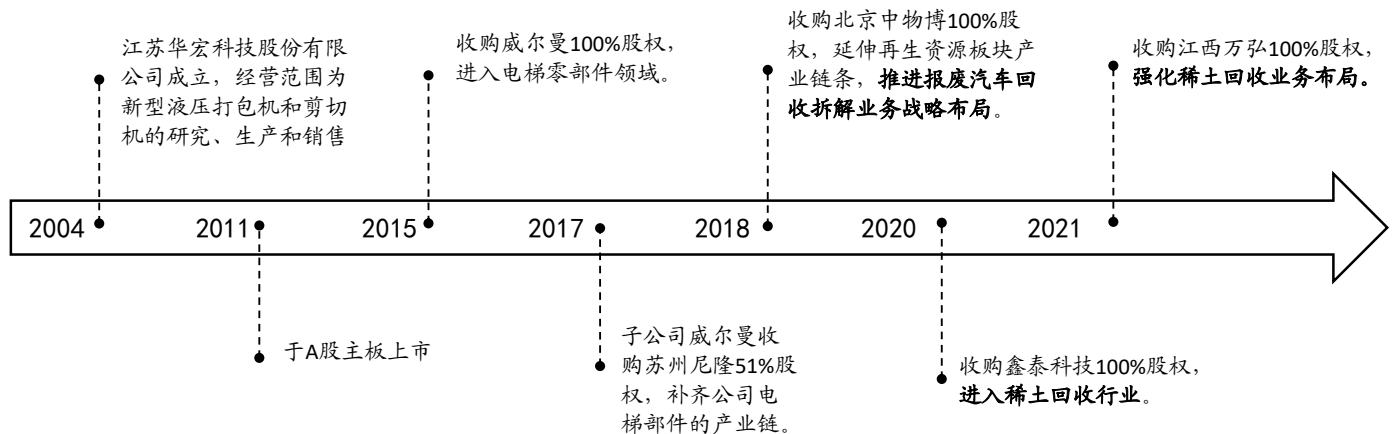
图表 62: 公司盈利预测.....	33
图表 63: 可比公司估值 (2023年5月17日)	33

1、再生资源领域龙头，加速发力稀土回收利用

1.1 业务多点开花，稀土回收利用&报废汽车运营为战略重点

公司是国内领先的再生资源加工装备制造制造商，不断拓展新业务增长点。公司成立于2004年，于2011年在A股主板上市。公司深耕再生资源加工设备研发20余年，产品主要应用于钢铁、有色金属等行业，与此同时，公司还通过收购等方式积极布局电梯部件与再生资源运营业务。公司具备领先的技术水平、突出的行业地位和丰富的市场经验，公司是“国家火炬重点高新技术企业”，华宏牌资源再生利用专用液压机被评为江苏省名牌产品。公司主要产品多次被列为“国家星火计划项目”、“国家火炬计划项目”、“国家重点新产品计划”、“江苏省科技支撑项目”和“江苏省成果转化项目”。

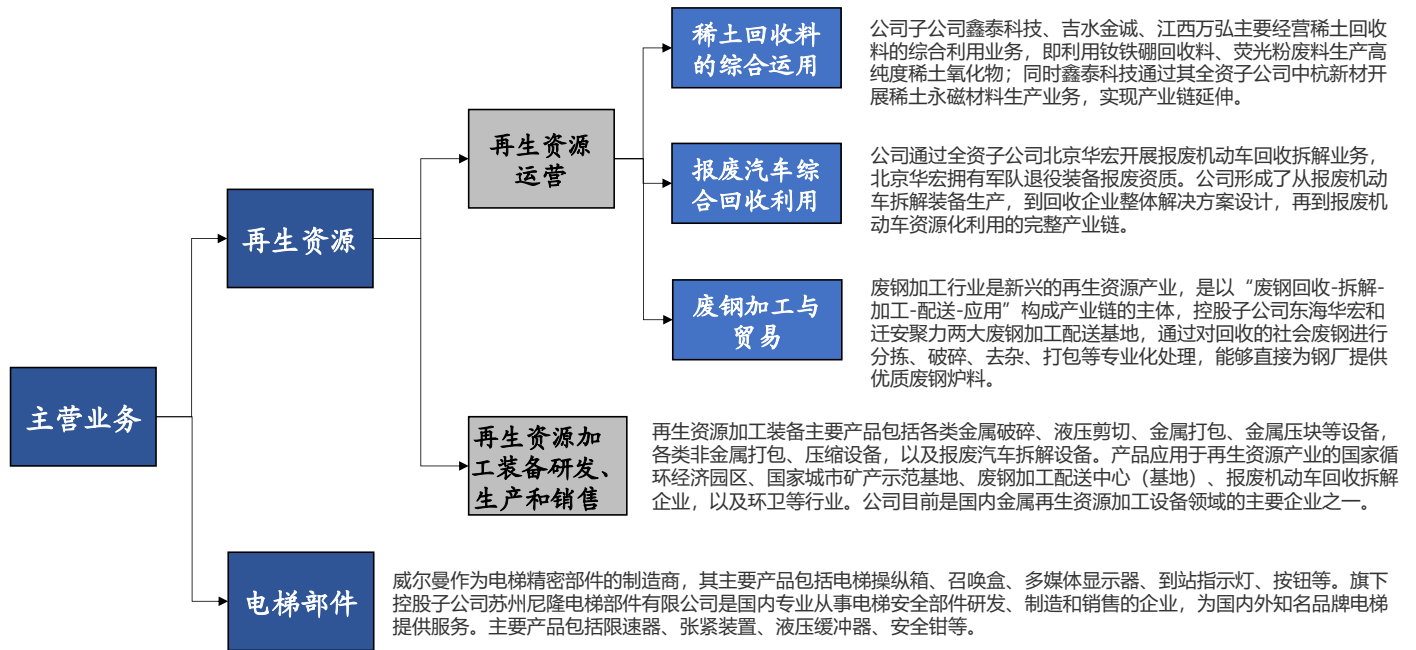
图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

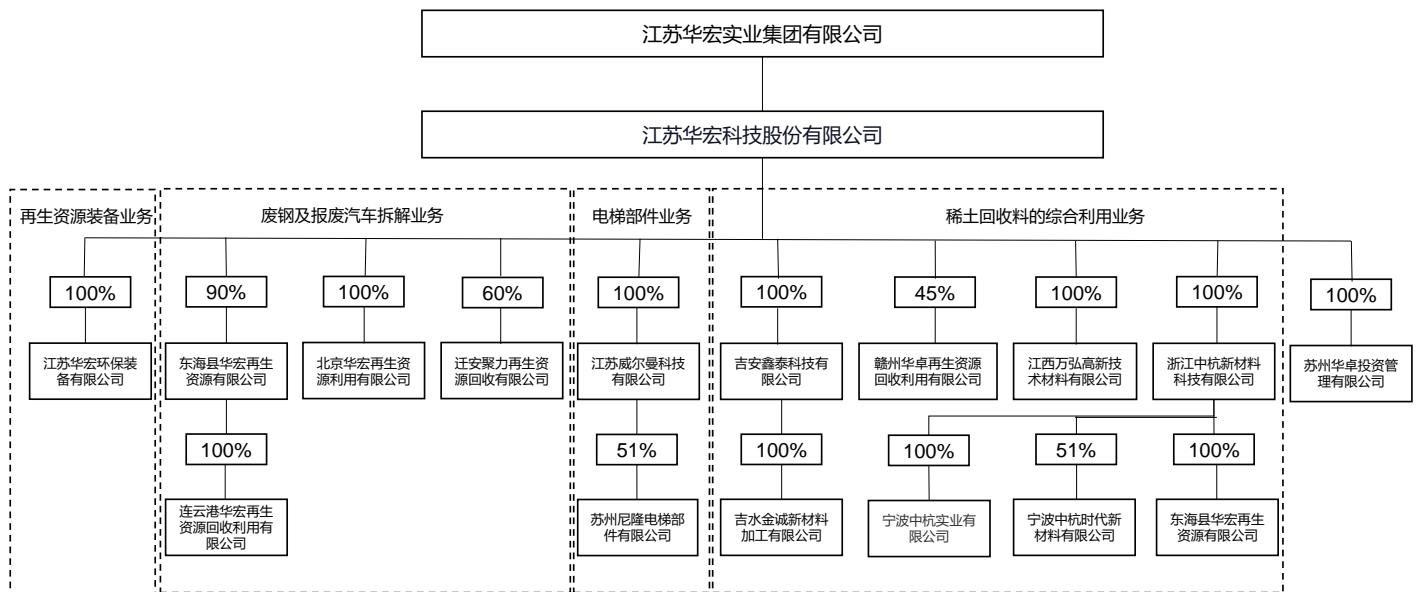
公司主营业务包括再生资源与电梯部件两大板块，稀土及报废汽车回收利用为发展重点。再生资源板块主要包括再生资源加工装备的研发、生产和销售，以及再生资源运营业务。再生资源运营业务主要以稀土回收料的综合利用、废钢加工及贸易、报废汽车综合回收利用为主。近年来，公司顺应“双碳”时代背景，抓住循环经济产业机遇，积极拓展稀土综合回收利用及报废汽车运营业务，打造新的增长极。

图表 2: 公司业务板布局



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 参控股公司情况

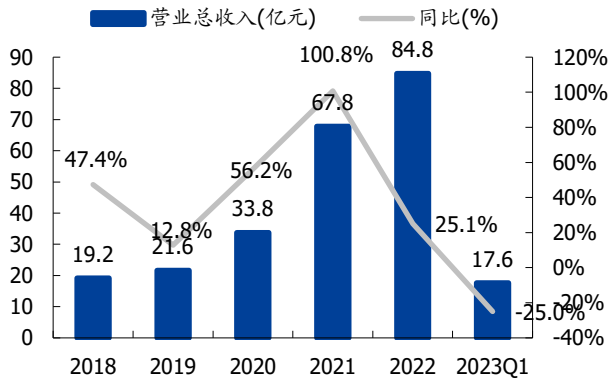


资料来源: Wind, 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 营收与利润短期承压，毛利率略有下降

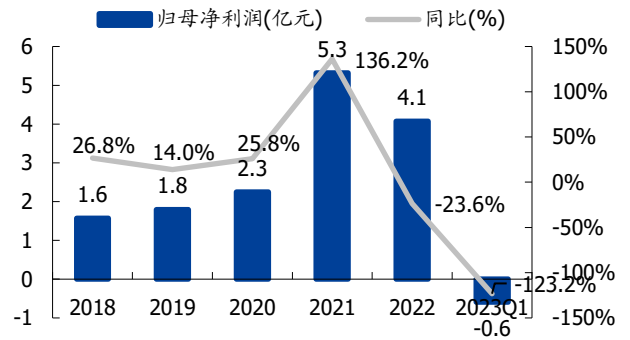
公司营收与利润短期承压。2018-2022年，受益于产品需求与产能的扩张，以及内部业务的降本增效，公司营收由19.2亿元增长至84.8亿元，年复合增长率达45.0%；归母净利润由1.6亿元增长至4.1亿元，年复合增长率达26.9%。2023年一季度，公司实现营收17.6亿元，同比下降25.0%；实现归母净利润-0.6亿元，同比下降123.2%。

图表 4: 2018-2023Q1 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

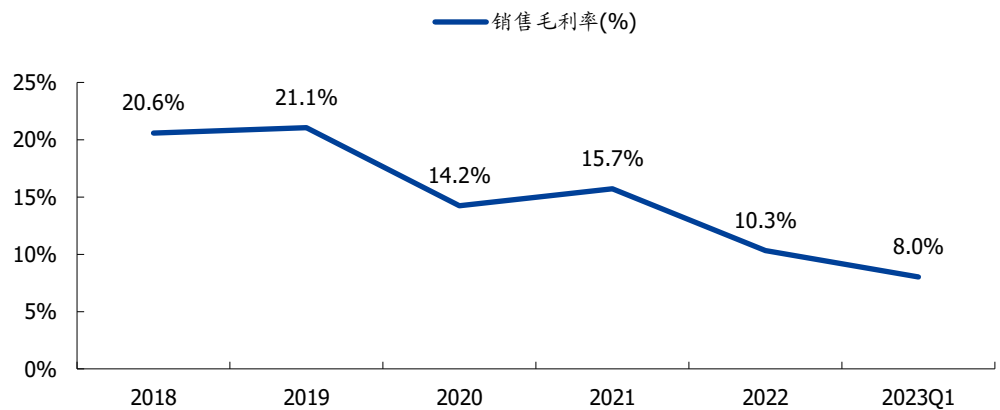
图表 5: 2018-2023Q1 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

公司毛利率水平有所下降。2020年起,由于再生资源加工设备市场竞争加剧及原材料价格上涨等因素影响,公司整体毛利率有所下降。未来,公司将进一步降本增效,以保持持续发展及盈利能力。

图表 6: 2018-2023Q1 公司整体毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 再生资源占主要比重, 稀土回收利用营收攀升

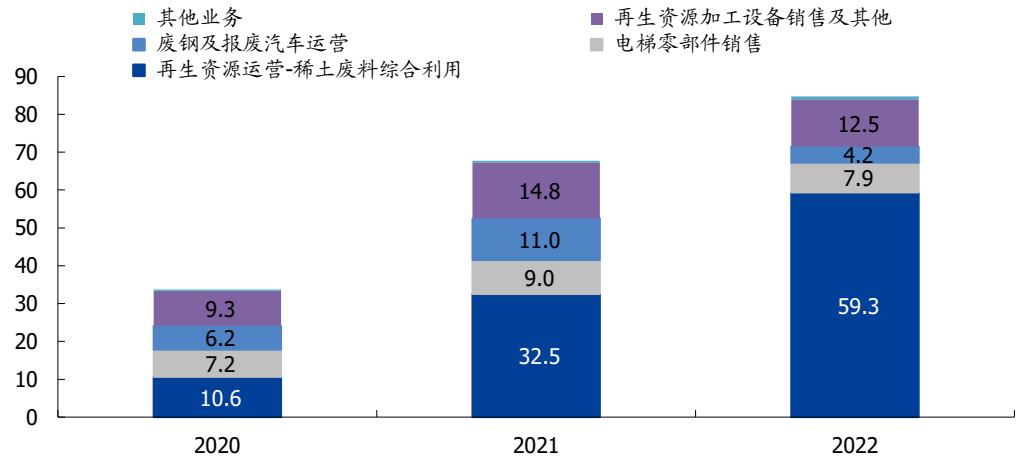
再生资源板块收入占主要比重。2022年再生资源板块实现营业收入76.0亿元,较上年同期增长30.4%,营收占比89.7%,同比上升3.7pct;电梯部件板块2022年收入7.9亿元,同比下降11.8%。营收占比9.4%,同比下降3.9pct。再生资源板块占比继续增大,电梯零部件板块继续保证质量,稳健提升营收。

细分板块角度,稀土回收利用营收攀升,2022年成为公司最主要收入来源。

- 2022年,稀土废料综合利用实现高速增长。稀土废料综合利用实现营收59.3亿元,同比增长82.4%,表现出高速增长趋势,营收占比达70.0%,同比上升22.0pct。国内“双碳”政策的持续推动下,新能源汽车、风力发电、节能家电等领域快速发展,带动稀土产品市场需求不断增长,在稀土资源开采总量得到保护性控制的背景下,公司再生稀土氧化物的市场需求量增加。
- 再生资源加工设备、废钢与报废汽车运营收入受行业周期影响有所下降。2022年再生资源加工设备板块实现营收12.5亿元,同比下降15.4%。废钢及报废汽车运营实现营收4.2亿元,同比下降61.7%,2022年,钢铁行业总体处于下游需求减弱、

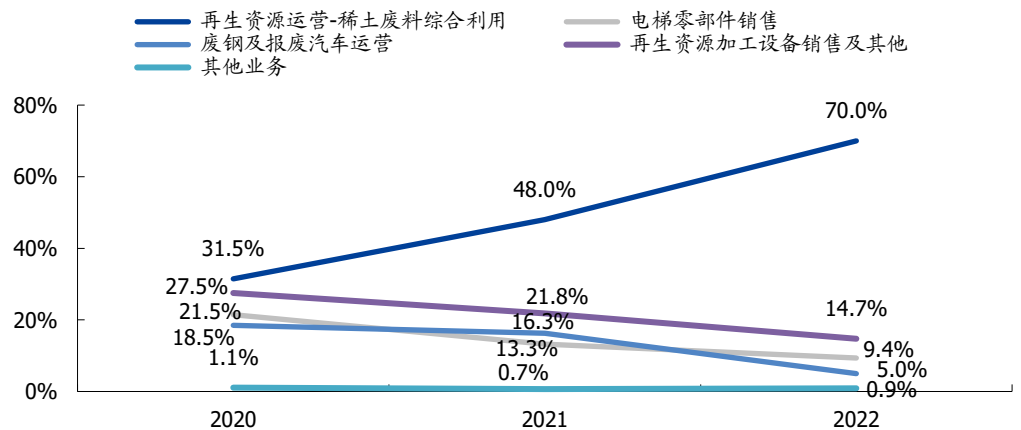
钢价下跌、原料成本上升的艰难境况，行业整体进入调整周期；废钢回收加工基地也受到较大影响，废钢加工行业利润水平大幅下降。公司始终贯彻“提质、降本、增效、服务”的经营理念，年度内，“精益数字化车间建设 LDC 最佳管理实践”项目以及“云星空 ERP 系统”的顺利上线运行，标志着再生资源装备制造板块全面开启智能化、信息化生产管理模式。

图表 7: 公司收入结构 (分业务板块, 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

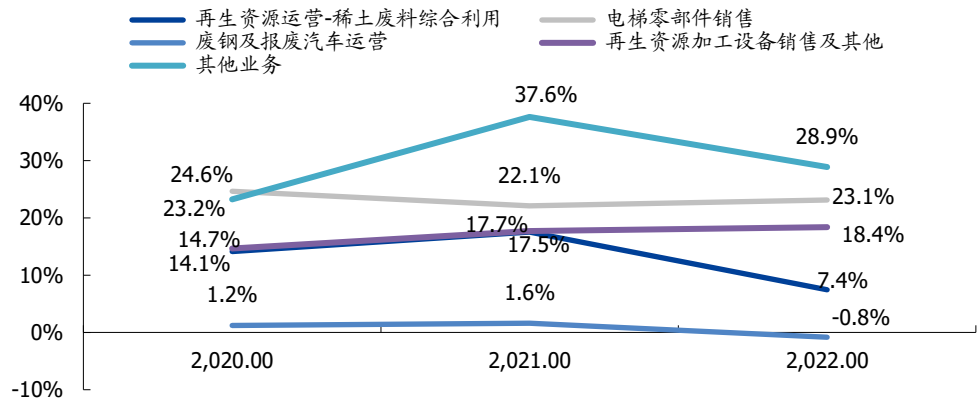
图表 8: 公司各板块业务营收占比 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2022 年公司稀土板块毛利有所下降，其他板块毛利率整体保持平稳。2022 年，稀土废料综合利用、电梯零部件销售、废钢回收及利用、再生资源加工设备销售及其他、其他业务的毛利率分别为 7.4%、23.1%、-0.8%、18.4%、28.9%。稀土废料综合利用板块毛利率有所下降，主要系稀土产品价格快速下跌，公司原料成本变动滞后于产品售价变动，导致公司产品毛利率下降，随着价格逐步传导，这一现象有望缓解。

图表 9: 公司各业务板块毛利率 (%)



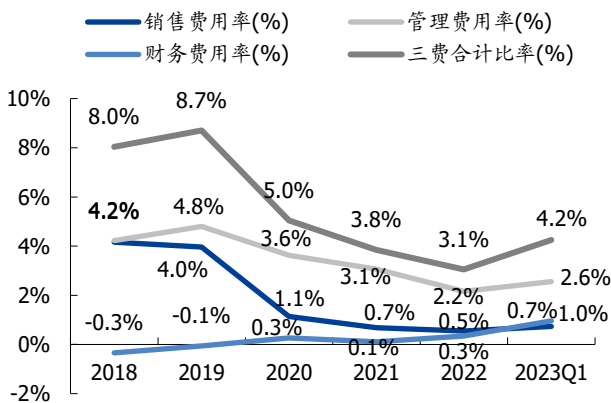
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 费用控制能力优异, 经营现金流相对稳健

管理优异, 公司费用控制能力强。2018-2022年, 公司销售费用率与管理费用率整体呈下降趋势, 其中, 2020年公司销售费用率大幅下降主要系公司执行新收入准则, 运输费用作为履行合同约定发生的成本, 调整至营业成本核算。至2022年公司三费比例仅3.1%, 体现出公司优异的管理能力。公司研发费用率呈现稳步上升趋势, 系公司想加速对新产品新技术研发。财务费用率趋稳定。

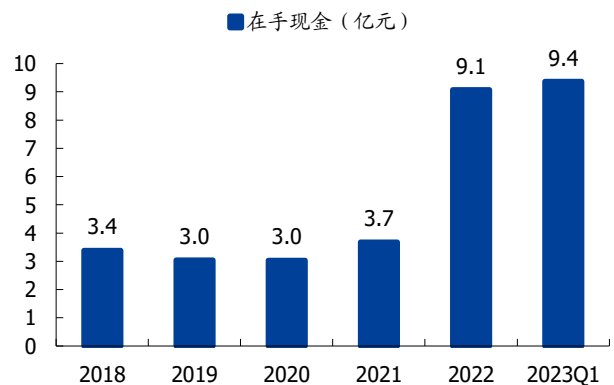
公司现金流相对稳健, 在手现金充足。2018-2022年公司经营净现金流相对稳健, 2020年公司经营净现金流2.4亿元, 较2019年大幅上升, 主要系收购吉安鑫泰科技有限公司, 增加合并报表范围所致, 2022年公司经营净现金流为-3.6亿元, 主要是公司主营业务收入增加, 应收账款增加, 战略采购及备货库存增加。公司**在手现金充足**, 企业财务状况稳定, 至2023年一季度末**在手现金9.4亿元**。

图表 10: 公司费用率情况



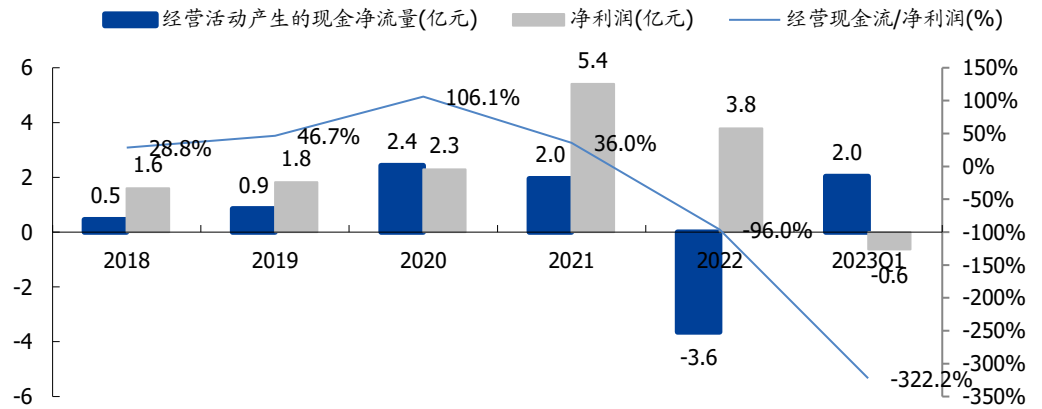
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 公司在手现金情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 公司现金流情况

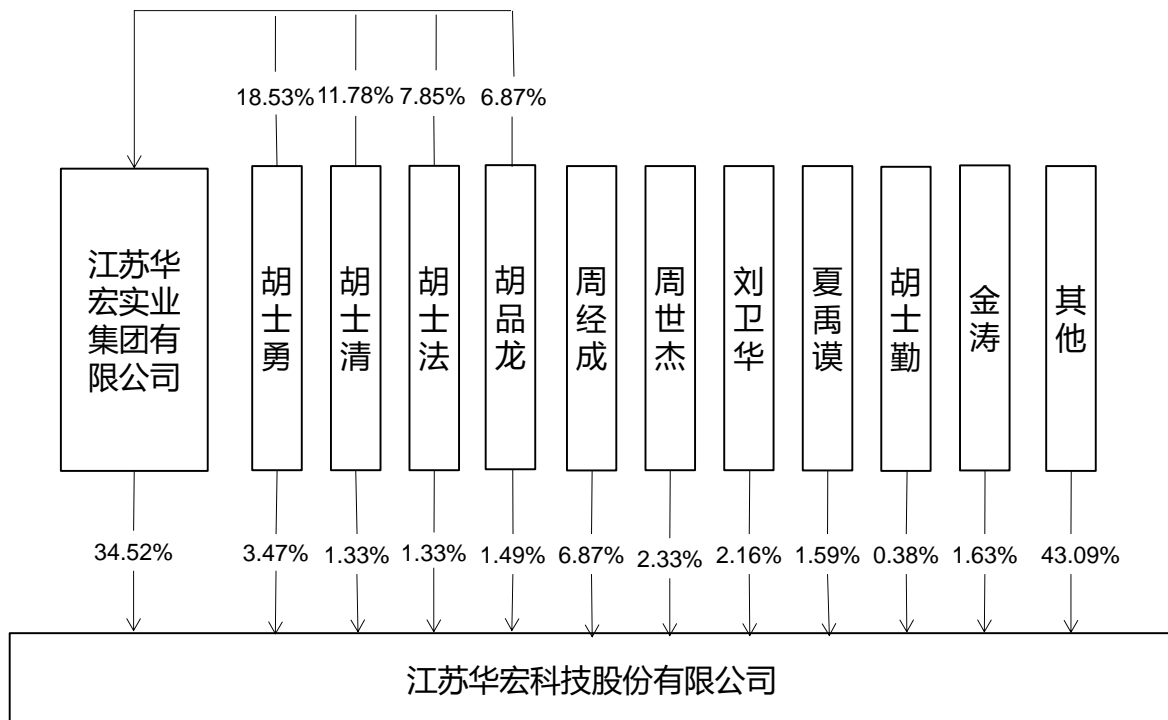


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.5 股权结构集中，员工利益深度绑定

公司股权结构集中、实控关系稳定。公司实控人为胡士勇（公司董事长）、胡士清、胡士法、胡士勤四兄弟，周经成、周世杰系一致行动人，该6人直接间接持有本公司合计28.9%的股份。自成立以来，胡士勇、胡士清、胡士法、胡士勤始终为本公司的实际控制人，与本公司的实际控制关系未发生变化。

图表 13: 公司股权结构



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

股权激励频出，深度绑定管理层利益。

- 2020年，公司发布股权激励计划，业绩考核目标年份覆盖2021-2022年，考核指标分别为2021年净利润不低于3.00亿元，2022年净利润不低于3.60亿元。激励对象全面涵盖中高层管理人员至技术/业务骨干员工，激励对象总人数91人，授予

股票期权数量 1497.0 万份。

- 2022年12月30日，公司审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》，同意使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购股份后续用于股权激励和/或员工持股计划。本次回购金额不低于人民币 3,000 万元且不超过人民币 5,000 万元，回购价格不超过人民币 23.00 元/股，回购股份实施期限为自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内，显示出公司推动业绩持续快速发展的坚定决心。

图表 14: 2020 年限制性股票激励计划方案

解除限售期	业绩考核指标	解除限售比例
第一个解除限售期	2021 年净利润不低于 3.00 亿元（相比 2019 年增长率约为 71%）	50%
第二个解除限售期	2022 年净利润不低于 3.60 亿元（相比 2019 年增长率约为 105%）	50%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 15: 激励计划拟授予限制性股票的分配情况

姓名	职务	授予的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的 比例	占本激励计划公告日公司 股本总额的比例
胡品龙	董事、总经理	90	6.01%	0.16%
朱大勇	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	70	4.68%	0.12%
陈方明	副总经理	30	2.00%	0.05%
路开科	副总经理	25	1.67%	0.04%
胡品荣	副总经理	25	1.67%	0.04%
顾瑞华	副总经理	20	1.34%	0.04%
刘卫华	董事	100	6.68%	0.18%
主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干（84 人）		1,137.00	75.95%	2.00%
合计（91 人）		1,497.00	100.00%	2.64%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2、稀土回收利用&报废汽车运营打开成长空间

2.1 稀土回收利用前景明朗，市场份额流向头部

2.1.1 稀土磁材需求广泛，供给受控支撑价格走势

钕铁硼磁材为目前应用最广泛的稀土永磁材料。钕铁硼永磁材料是目前能够工业化生产的最新一代永磁材料。与其它高磁性能材料相比，具有能量密度高、原材料丰富和易于加工等特点，从而使仪器仪表、电声电机、磁选磁化等设备的小型化、轻量化、薄型化成为可能。

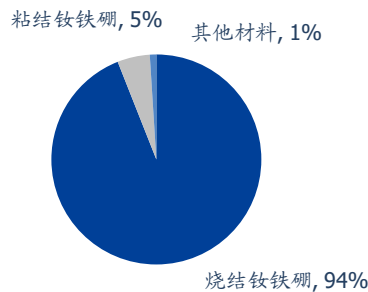
公司生产的烧结钕铁硼是目前产量最高、应用最广泛的稀土永磁材料。烧结钕铁硼、粘结钕铁硼和热压钕铁硼在性能和应用上各具特色，下游应用领域重叠范围比较少，相互之间更多起到功能互补而非替代或挤占的作用。

图表 16: 钕铁硼工艺路线对比

工艺路线	工艺简介	特点	应用领域
烧结钕铁硼	应用粉末冶金工艺，将预烧料制成微粉，压制成型制成坯料，再进行烧结而制成	具有高磁能积、高矫顽力和高工作温度等特性	大中型电动机、风力发电机等领域
粘结钕铁硼	把钕铁硼磁粉与高分子材料及各种添加剂均匀混合，再用模压或注塑等成型方法制造的磁体	粘结钕铁硼性能不如烧结钕铁硼，但其具备工艺简单、造价低廉、体积小、精度高、磁场均匀稳定等优点	信息技术、办公自动化、消费类电子等领域
热压钕铁硼	通过热挤压、热变形工艺制成的磁性能较高的磁体	致密度高、取向度高、耐腐蚀性好、矫顽力高和近终成型等优点	目前仅少数公司掌握了生产工艺，专利壁垒和制作成本高，总产量比较小。

资料来源：观研报告网，国盛证券研究所

图表 17: 2019 年中国钕铁硼材料产量结构分布



资料来源：中国稀土行业协会，公司公告，国盛证券研究所

稀土磁材供需偏紧，有望形成价格支撑

► **需求端：**下游钕铁硼应用广阔，新能源汽车等需求大量释放拉动行业持续增长。钕铁硼永磁材料凭借其优良的特性，广泛应用于新能源汽车、节能家电、风力发电、工业自动化（伺服电机）等领域，“双碳”背景下上述行业的高速增长将拉动钕铁硼行业的需求持续增加。

假设：

(1) 全球电动车销量预计保持快速增长，基于 2023Q1 新能源乘用车销量同比增速 28.5%，假设 2023-2025 年全球新能源汽车销量增长率为 30%/28%/25%；

(2) 全球汽车产量预计稳定增长，参照 2021-2022 年增速情况，假设 2023-2025 年全球汽车产量增速分别为 2%/2%/2%；

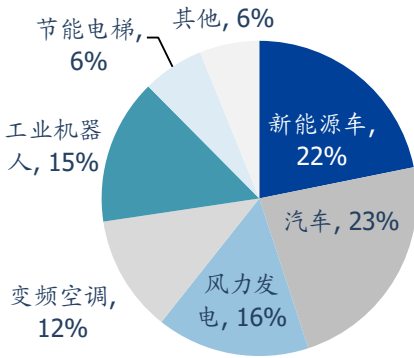
(3) 全球风电新增装机预计保持平稳增长，据全球风能理事会，2023-2025 年预计分别为 115/125/135GW，基于线性假设的方法，假设其中永磁风机渗透率分别为 26%/28%/30%；

(4) 全球家用变频空调产量预计平稳增长，结合过去增速情况，2023-2025 年，假设全球空调产量每年增速为 2%、变频空调渗透率线性递增至 80%，2023-2025 年预计分别为 11710/12797/13923 台；

(5) 全球工业机器人销量平稳增长，结合过去增速情况，2022-2025 年增速预计分别为 10%/10%/10%/10%；

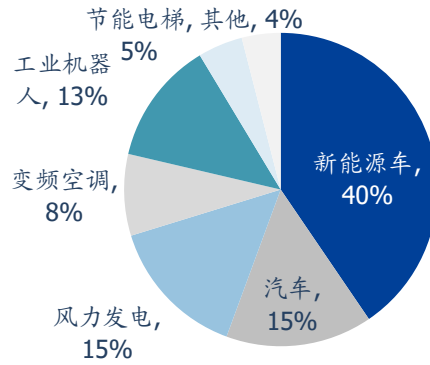
(6) 全球电梯产量平稳增长，结合过去增速情况，2022-2025 年预计增速分别为 5%/5%/5%/5%，其中节能电梯占比有望稳步提升，结合历史情况，2022-2025 年预计分别为 88%/88%/89%/90%。依据我们测算，到 2025 年我国高性能钕铁硼需求将达 14.9 万吨，2022-2025 年复合增速为 15.7%。

图表 18: 2021 年钕铁硼下游应用及占比测算



资料来源: 国际汽车制造协会 OICA, 中汽协, 全球风能理事会, 国家电网, 产业在线等, 国盛证券研究所测算

图表 19: 2025E 钕铁硼下游应用及占比测算



资料来源: 国际汽车制造协会 OICA, 中汽协, 全球风能理事会, 国家电网, 产业在线等, 国盛证券研究所测算

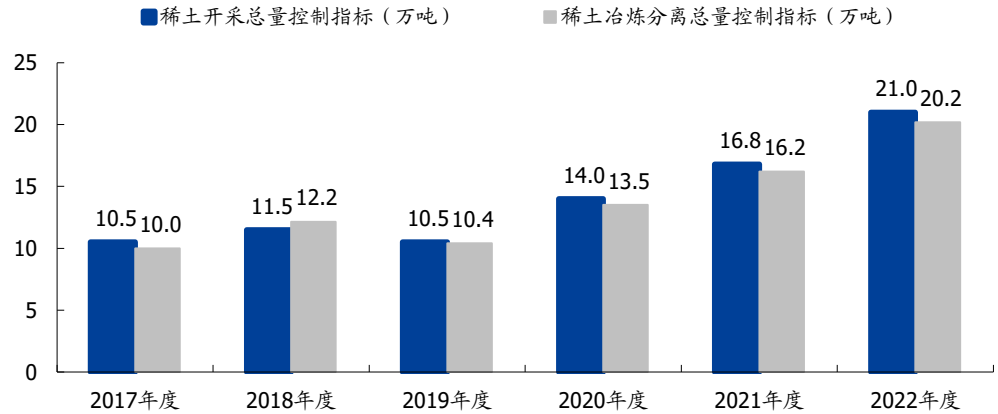
图表 20: 高性能钕铁硼需求测算表

高性能钕铁硼下游需求	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	22-25CAGR
电动车	万吨	0.6	0.9	1.9	2.8	3.7	4.8	6.0	
	YOY %		43%	110%	50%	32%	28%	25%	29%
	占比 %		11%	13%	22%	29%	33%	37%	40%
汽车	万吨	2.3	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	
	YOY %		-15%	3%	6%	2%	2%	2%	2%
	占比 %		28%	23%	22%	19%	17%	15%	
风力发电	万吨	0.8	1.3	1.4	1.2	1.8	2.0	2.2	
	YOY %		59%	3%	-14%	53%	11%	10%	23%
	占比 %		15%	19%	16%	12%	16%	15%	15%
变频空调	万吨	0.7	0.8	1.0	0.9	1.1	1.2	1.3	
	YOY %		18%	27%	-10%	13%	9%	9%	10%
	占比 %		12%	12%	10%	9%	9%	8%	
工业机器人	万吨	0.1	1.0	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	
	YOY %		931%	31%	10%	10%	10%	10%	10%
	占比 %		2%	14%	15%	15%	14%	13%	13%
节能电梯	万吨	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	
	YOY %		1%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
	占比 %		9%	7%	6%	6%	5%	5%	5%
其他	万吨	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	
	YOY %		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	占比 %		9%	7%	6%	6%	5%	4%	4%
高性能钕铁硼需求合计	万吨	5.6	7.0	8.7	9.6	11.5	13.1	14.9	
	YOY %		26.0%	23.8%	10.9%	19.6%	14.1%	13.7%	15.7%

资料来源: 国际汽车制造协会 OICA, 中汽协, 全球风能理事会, 国家电网, 产业在线等, 国盛证券研究所测算

- 供给端: 上游稀土开采总量受限, 可对稀土价格走势产生支撑。
 国家对稀土原矿开采实行指令性计划。稀土是不可再生的矿产资源, 国家对稀土开采实行指令性计划, 限制每年的开采与分离总量。根据 USGS 数据, 2021 年中国稀土产量占到世界稀土总产量的 57.93%, 我国对稀土开采量的指标控制在一定程度上具备定价权, 对稀土价格形成支撑作用。

图表 21: 2017-2022 年稀土开采及分离总量指标



资料来源: 工信部, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

2022年3月初, 工信部因稀土价格居高不下约谈重点稀土企业后, 稀土价格开始回落, 8月公布的第二批稀土配额放开及宏观经济降温等影响, 轻稀土价格继续承压下行。根据百川盈孚, 至2023年5月11日, 镨钕市场询单增加, 市场情绪有所好转, 价格弱稳调整。随着宏观经济回暖, 下游需求的释放及供给限制的支撑, 稀土价格2023年有望企稳, 且至2025年保持稳定。

图表 22: 氧化镨钕价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.1.2 再生利用优势明显，占比有望持续提升

稀土综合回收利用能够节约资源、降低污染，具备 ESG 属性，或形成更大吸引力。

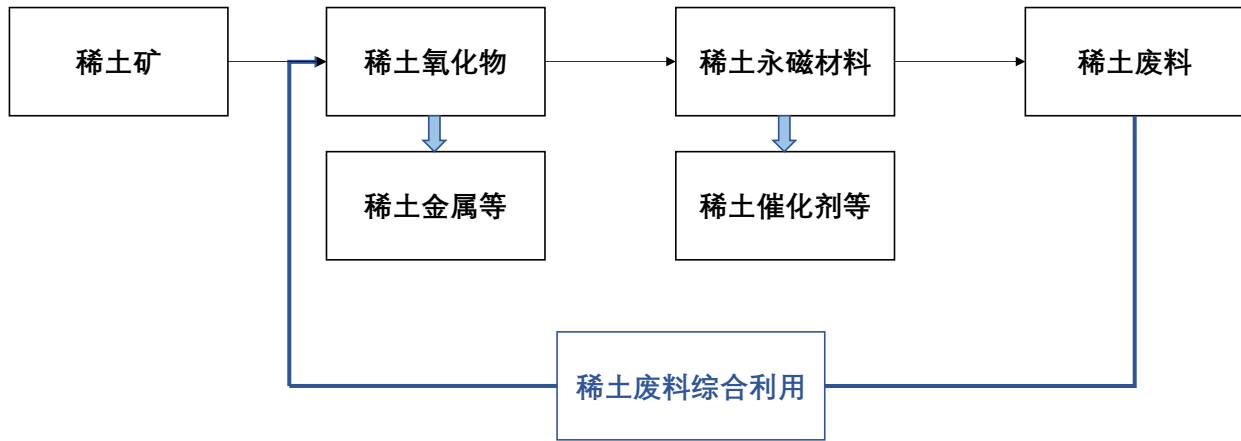
➤ 传统稀土产业链可分为三个阶段：

- (1) 上游为稀土原矿开采，即通过探矿、采矿获得稀土矿石、稀土精矿、碳酸稀土、氯化稀土等；
- (2) 中游为稀土冶炼，通过稀土的冶炼加工得到稀土化合物、稀土氧化物、单一稀土金属、稀土金属合金等；
- (3) 下游为稀土应用，如稀土永磁材料、稀土发光材料、稀土催化剂、稀土添加剂等。

➤ 稀土综合回收利用使得稀土冶炼与应用环节形成闭环，绕开了原矿开采环节。

- (1) 上游为钕铁硼废料，一般来源为稀土永磁材料生产企业产生的边角料及废旧电机等；
- (2) 中游为加工生产：稀土废料综合利用企业通过对钕铁硼废料冶炼加工来生产稀土氧化物，
- (3) 下游为稀土应用，将稀土氧化物销售给下游稀土金属制造商。

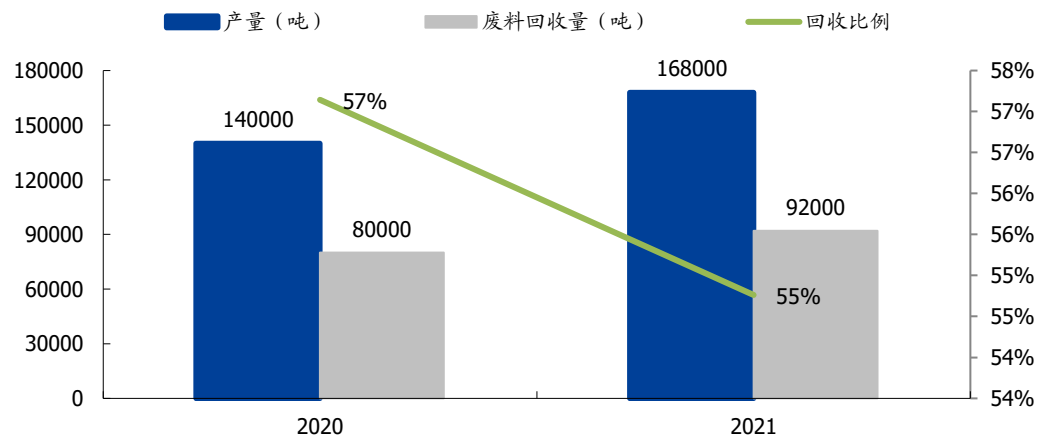
图表 23：稀土冶炼及综合利用产业链示意图



资料来源：国盛证券研究所

再生利用比例仍存在进一步提升空间。由于国家对稀土原矿开采实行指令性计划，供需偏紧状态下稀土废料回收或成重要补充。根据华经产业研究院，2020 与 2021 年，我国稀土氧化物废料回收比例分别为 57% 及 55%，稀土回收率未来仍有较大提升空间。

图表 24：稀土氧化物产量与废料回收量



资料来源：华经产业研究院，国盛证券研究所

2.1.3 行业逐步规范化，市场份额向头部集中

稀土废料回收行业逐步规范化，市场份额将向大型企业集中。

► 政策规范构建行业进入门槛。

根据国家工信部 2014 年发布的《关于清理规范稀土资源回收利用项目的通知》，全国钕铁硼废料处理能力出现严重过剩情况，极引导项目加入大型稀土企业集团。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。

图表 25: 稀土行业规范政策

发布时间	发布机构	文件名称	发布字号	主要内容
2021-01-15	工信部	《稀土管理条例（征求意见稿）》	-	规范稀土行业管理，保障稀土资源的合理开发利用，促进稀土行业持续健康发展，保护生态环境和资源安全。
2020-01-09	自然资源部	《自然资源部关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》	自然资规〔2019〕7号	全面推进矿业权竞争性出让、严格控制矿业权协议出让，和积极推进“净矿”出让，该意见进一步完善矿产资源管理。
2019-01-04	工信部等十二部门	《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》	工信部联原〔2018〕265号	加大查处、惩戒力度，以建立常态化工作机制为重点，将督查贯穿于依法整顿全过程，切实落实集团管控责任和地方监管责任，实现稀土开采、生产、流通以及进出口秩序规范有序，产品价格稳定合理，稀土资源战略支撑作用得到有效发挥。
2018-09-29	工信部	《工业和信息化部办公厅关于建立稀土矿山、冶炼分离企业定期公示制度的通知》	工信厅原〔2018〕62号	加强对稀土矿山、冶炼分离企业的监管，规范生产经营秩序，强化社会监督，便于国务院有关部门和地方管理部门掌握稀土生产企业情况，决定建立稀土生产企业定期公示制度。
2017-06-28	发改委、商务部	《外商投资产业指导目录（2017年修订）》	中华人民共和国国家发展和改革委员会 中华人民共和国商务部令 第4号	稀土硫化锦红色染料列入鼓励外商投资产业目录，稀土冶炼、分离列入限制外商投资产业目录，稀土勘查、开采、选矿列入禁止外商投资产业目录。
2017-02-16	商务部等七部门	《关于推进重要产品信息化追溯体系建设的指导意见》	商秩发〔2017〕53号	要求稀土交易必须使用专用牧票，并标明产品来源。
2016-06-30	工信部	《稀土行业规范条件（2016年本）》和《稀土行业规范条件公告管理办法》公告	2016年第31号	开采稀土矿产资源，应依法取得采矿许可证和安全生产许可证。矿山企业应严格按照批准的开发利用方案和开采计划进行开采，严禁无证、越界开采和超总量控制指标开采。
2016-01-12	国务院	《国务院办公厅关于加快推进重要产品追溯体系建设的意见》	国办发〔2015〕95号	加快推进稀土产品追溯体系建设，实现稀土产品从开采、冶炼分离到流通、出口全过程追溯管理。
2015-12-17	国务院办公厅	《国家标准化体系建设发展规划（2016-2020年）》	国办发〔2015〕89号	完善钢铁、有色金属、石化、化工、建材、黄金、稀土等原材料工业标准，加快标准制修订工作，充分发挥标准的上下游协同作用，加快传统材料升级换代步伐。
2014-05-16	工信部	《工业和信息化部关于清理规范稀土资源回收	工信部原函	在稀土资源回收利用项目中，凡建有稀土冶炼分离生产线的，由工业和信息化部核准；不涉及稀

		利用项目的通知》	[2014]239号	土冶炼分离的，由地方政府相关部门备案。
2012-10-11	工信部	《工业和信息化部办公厅关于核查整顿稀土违法违规行为的的通知》	工信厅原函 [2012]773号	要求有关省(区)组织开展稀土违法违规行为核查整顿工作。
2012-07-26	工信部	《稀土行业准入条件》	2012年第33号	设立生产规模稀土准入门槛，明确提出稀土分离冶炼工艺要求，能源消耗、保护、资源综合利用、产品质量等标准。规范稀土行业生产经营秩序。
2012-06-20	国务院	《中国的稀土状况与政策》白皮书	-	坚持保护环境和节约资源、控制总量和优化存量、兼顾国际国内两个市场方经济社会发展相协调。逐步建立统一、规范、高效的稀土行业管理体系
2011-05-18	国务院	《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》	国发〔2011〕12号	要进一步提高对有效保护和合理利用稀土资源重要性的认识，建立起规范有序的稀土资源开发、冶炼分离和市场流通秩序，初步建立统一、规范、高效的稀土行业管理体系，促进稀土行业持续发展。

资料来源：政府官网，国盛证券研究所

图表 26: 稀土回收相关政策

发布时间	发布机构	文件名称	发布字号	主要内容
2019-01-04	工信部等十二部门	《十二部门关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》	工信部联原〔2018〕265号	全面排查辖区内现有资源综合利用企业，限定资源综合利用企业只能以稀王功能材料及器件废料等二次资源为原料，禁止以稀土矿(包括常集物及稀土化合物等为原料。继续加强稀土行业数量和规模，严禁以综合利用为名变相核准冶炼分离企业，督促实际工艺、装备与核准文件不符的企业转产。
2016-09-29	工信部	《稀土行业发展规划(2016-2020年)》	工信部规[2016]319号	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。
2014-09-30	工信部等八部门	《关于组织开展打击稀土违法违规行为专项行动的函》	工信部联原函[2014]443号	要核实稀土废料来源、产销、环保等相关情况。对以“稀土资源回收利用”为名加工处理稀土矿产品的，查明非法矿产来源，并依法处罚；对安全、环保不达标的，要立即责令限期停产整改，整改后仍不能达标的，依法予以关闭；对符合要求的项目，要积极引导加入大型稀土企业集团。
2013-05-01	国土资源部	《关于开展稀土开采及工程建设项目稀土资源回收利用全面排查的通知》	-	全面清查建设项目稀土资源回收利用情况，全面清查稀土回收利用项目的工程分布区域；严格清理违规回收、未按要求回收、以其他矿种名义非法回收等行为；对环保、安全等不达标的项目，进行依法整改或取缔。

资料来源：政府官网，国盛证券研究所

➤ 中小企业出清，市场份额将向大型头部企业集中

伴随国家持续清理整顿不合法不合规的稀土资源回收利用项目，淘汰部分回收利用企业；同时伴随大集团、资本市场介入，在资金、技术等方面具备优势的稀土资源回收企业将在竞争中获益，预计稀土资源回收行业集中度将逐步提高。

图表 27: 稀土回收主要企业及产能

公司名称	稀土废料回收设计产能(吨)	最新信息披露时间
赣州华卓	60000	2022
万弘高新	6000	2021
中稀天马	66000	2022
包钢新利	8000	2022
友利科技	6600	2023

资料来源: 公司公告, 政府官网(环评文件), 国盛证券研究所

2.1.4 公司为稀土回收龙头企业, 产能充足保障业绩释放

公司是稀土回收行业龙头企业, 通过投资/并购等方式不断完善上下游产业链。公司稀土回收业务主要由其参控股子公司开展。2020年, 公司发行股份及支付现金购买了鑫泰科技股权, 进入了稀土回收料综合利用行业。2021年, 公司参股了赣州华卓再生资源回收利用有限公司, 投资新设了宁波中杭, 支付现金购买了万弘高新股权, 进一步提升了产能规模, 完善了稀土资源综合利用产业链。

图表 28: 公司稀土回收利用领域投资并购案例

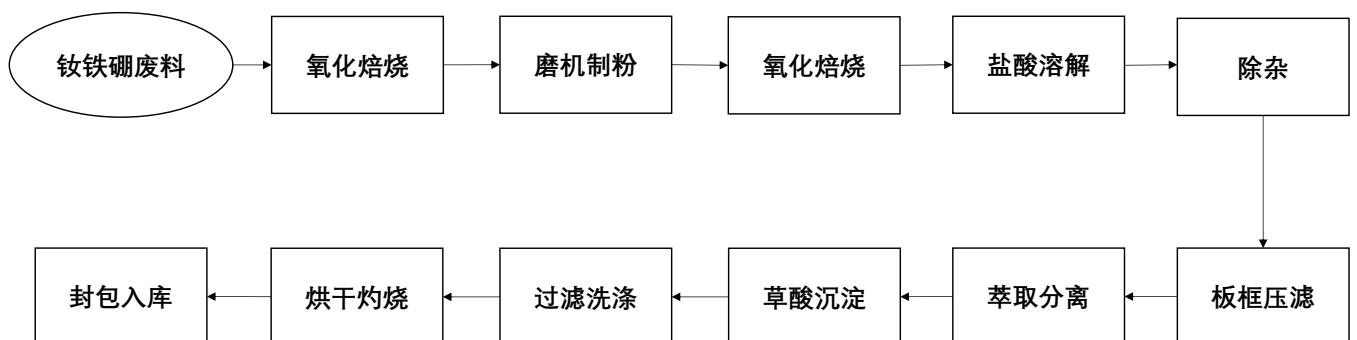
时间	事件	交易金额(万元)	完成后公司持股比例	备注
2022-11	宁波中杭实业有限公司	5000	100%	投资新设。浙江中杭全资子公司。
2021-05	江西万弘高新技术材料有限公司 100%股权	27000	100%	
2021-05	宁波中杭时代新材料有限公司	510	51%	投资新设。浙江中杭控股子公司。
2021-02	赣州华卓再生资源回收利用有限公司	5400	45%	投资新设。
2020-03	吉安鑫泰科技有限公司 100%股权	81000	100%	

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

钕铁硼废料回收与氧化物生产环节。

- 业务开展公司: 鑫泰科技、吉水金诚(鑫泰科技全资子公司)、万弘高新。
- 具体业务: 利用钕铁硼回收料、荧光粉废料生产高纯度稀土氧化物。
- 主要产品: 是氧化镨、氧化钕、氧化镨钕、氧化镱、氧化铽、氧化镱、氧化钆、氧化铈等高纯稀土氧化物。
- 应用领域: 可广泛应用于磁性材料、计算机、通讯设备、三基色荧光粉等高科技领域。

图表 29: 公司生产稀土氧化物的相关工艺流程图

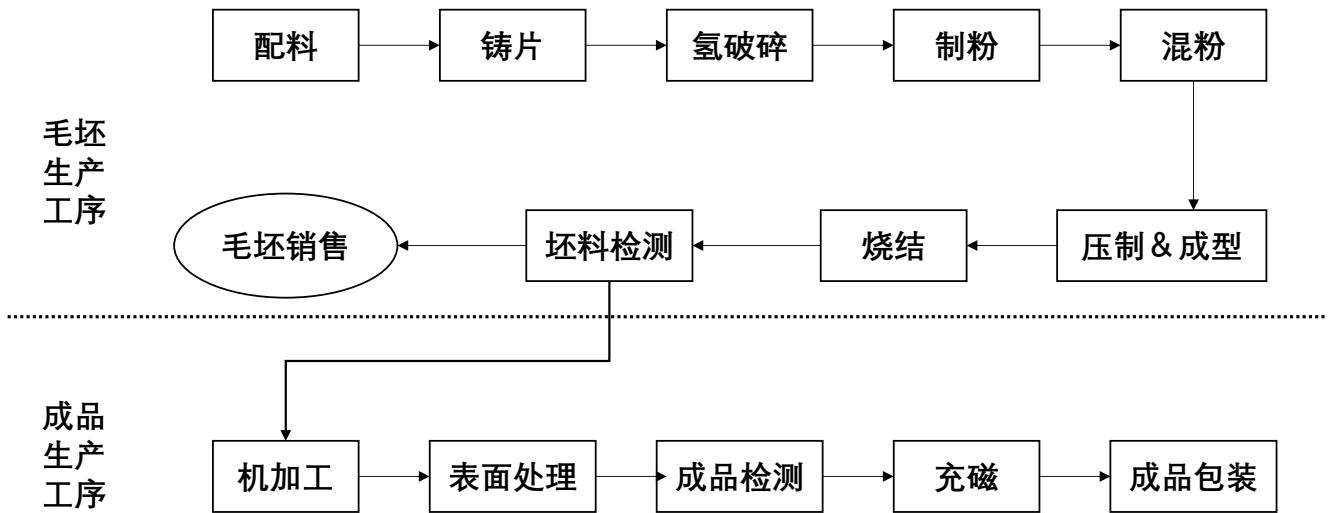


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

钕铁硼永磁材料生产环节

- 业务开展公司：浙江中杭、宁波中杭（浙江中杭控股子公司）。
- 主要产品：稀土永磁材料，包括（1）烧结钕铁硼磁钢毛坯产品，（2）烧结钕铁硼磁钢成品。
- 应用领域：（1）烧结钕铁硼磁钢毛坯产品的主要销售对象为各类磁材生产厂家；（2）烧结钕铁硼磁钢成品的主要销售对象为电动自行车及其配套零部件厂家、核磁共振设备及其配套零部件厂家等各类磁钢下游用户，用作电动自行车电机等各类永磁电机磁钢零部件、核磁共振设备磁钢零部件、以及磁选设备、电子产品、包装等各类磁钢零部件。

图表 30: 公司生产稀土磁材相关工艺流程图



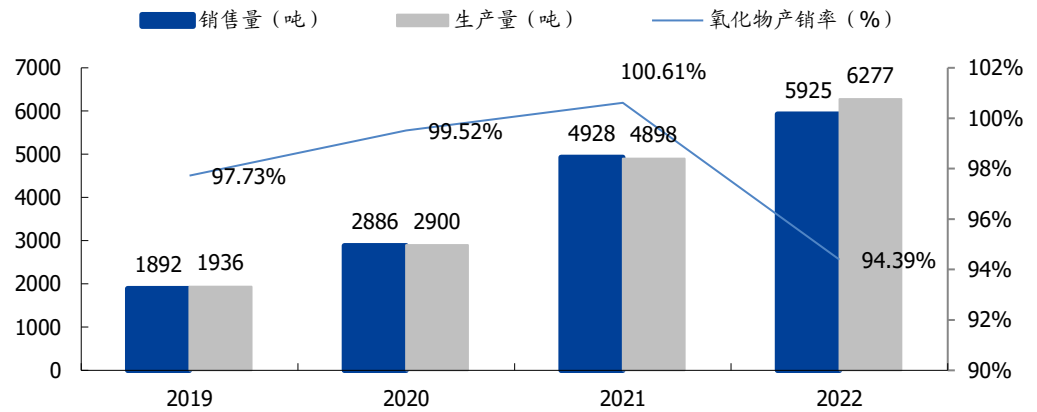
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资金技术优势明显，产能充足打开业绩增长空间。

- 公司稀土回收料综合利用业务竞争优势明显。
 - （1）技术研发优势。经过在稀土回收行业十余年的积累与沉淀，公司在稀土回收料的萃取、分离方面积累了多项核心技术。依靠这些核心技术，可有效降低生产成本，提高产品品质，提高稀土氧化物综合回收率，从而提高盈利能力。
 - （2）管理优势。公司核心管理团队在稀土行业从事生产、研发数十年，拥有丰富的市场和企业管理经验，通过对原料采购的严格把控，以及产销联动的运营模式，可有效降低稀土产品价格波动对收入和盈利的影响。
 - （3）客户优势。公司与国内主要稀土磁材企业签订了年度供货协议，提前锁定了公司稀土产品的年度供货量，保证了公司的可持续发展。
 - （4）产业链优势。通过设立赣州华卓，实现稀土回收料综合利用业务的产业链前延，利用规模效应确保原料供应的稳定；同时通过浙江中杭开展钕铁硼永磁材料的生产，形成产业闭环，进一步提升公司盈利水平。
- 生产规模业内领先，产能充足打开业绩增量空间。

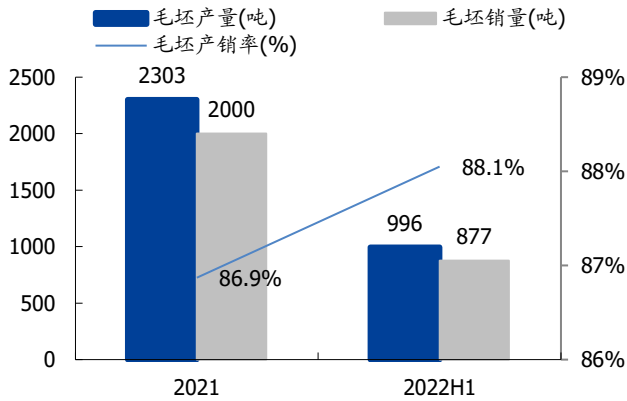
公司目前拥有赣州华卓、鑫泰科技（吉水金诚）、江西万弘三座现代化的稀土回收料综合利用生产工厂及浙江中杭（含宁波中杭）磁材生产线，具备年处理 6 万吨钕铁硼回收料项目、年产 9500 吨稀土氧化物、年产超过 2000 吨永磁材料项目。2022 年稀土氧化物实际产量达 6277 吨，2022H1 钕铁硼毛坯实际产量达 996 吨，钕铁硼成品产量达 98 吨，产能充足打开业绩增量空间。

图表 31: 公司稀土氧化物产销情况



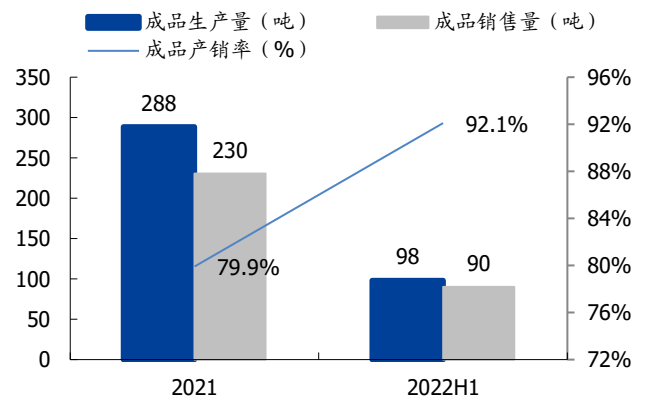
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 公司钕铁硼磁钢毛坯产销情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 公司钕铁硼磁钢成品产销情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 报废汽车拆解景气度向上, 可与稀土回收形成业务协同

2.2.1 政策持续发布, 行业景气度向上

放开“五大总成”再制造权限, 激发报废汽车拆解需求。2019年出台的《报废机动车回收管理办法》及2021年出台的《汽车零部件再制造管理暂行办法》两大新规从多个方面解除汽车拆解行业的政策藩篱, 新办法一方面允许符合条件的企业申请汽车报废回收资质, 将引导行业公平竞争, 加速市场化进程; 另一方面解除收车价格参照废旧金属市场价格计价这一限制, 调动车主报废汽车的积极性; 此外放开“五大总成”再制造的权限, 允许具有回收资质的企业按照相关规定将其出售给具有再制造能力的企业, 进而提高了回收企业利润率。根据新规, 具备再制造能力的企业需建立再制造产品全生命周期追溯系统全方位保障汽车拆解及其资源化利用有迹可循。前端车主报废积极性提高, 中端回收企业利润率提升, 后端再制造产业全面进入规范化、规模化发展新阶段, 汽车拆解再制造行业景气度上行。

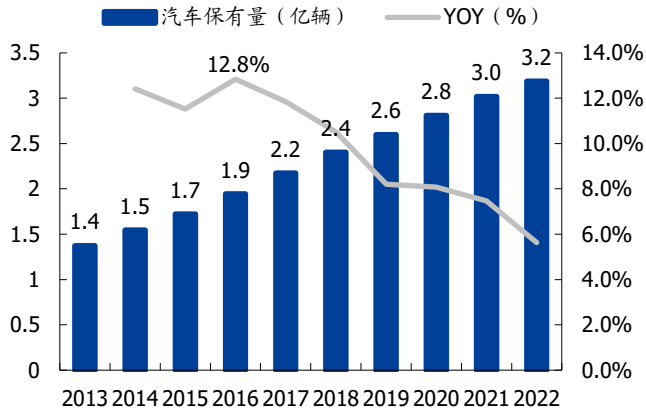
图表 34: 报废汽车回收相关政策梳理

政策名称	发布机关	发布日期	主要内容
《报废汽车回收管理办法》(已废止)	国务院	2001年6月	主管部门; 资格认定; 企业资质; 五大总成禁止流通交易。
《固体废物进口管理办法》	环境保护部、商务部、发改委等	2011年4月	禁止进口、限制进口和自动许可进口的固体废物目录; 固体废物进口相关许可证当年有效。
《机动车强制报废标准规定》	商务部	2012年12月	各类机动车使用年限; 达到强制报废的已注册机动车所有人交售报废机动车回收拆解企业。
《关于发布〈进口废物管理目录〉(2015年)的公告》	环境保护部、商务部、发改委等	2014年12月	废汽车压件属于“限制进口类可用作原料的固体废物目录”, 海关商品编码为 7204490010, 使用 GB16487.13 环境保护控制标准。
《关于全面推进黄标车淘汰工作的通知》	环境保护部、公安部、财政部、交通运输部、商务部等五部门	2015年5月	督促企业及时淘汰 2005 年底前注册登记的营运黄标车, 优先安排提前淘汰的黄标车补贴。
《关于印发〈循环发展引领行动〉的通知》	发改委等 14 个部门	2017年4月	明确提出支持再制造产业化规范化规模化发展。严格质量和标识管理, 推进汽车零部件、工程机械、大型工业装备、办公设备等的再制造。建立再制造产品质量保障体系, 将再制造产品纳入汽车维修备件体系。继续选择一批产业基础好的地区开展再制造产业示范基地建设。支持汽车维修、汽车保险、旧件回收、再制造、报废拆解等汽车产品售后全生命周期信息的互通共享。
《报废机动车回收管理办法》	国务院	2019年5月	《办法》禁止任何单位或者个人利用报废机动车“五大总成”和其他零部件拼装机动车, 禁止拼装的机动车交易。《办法》明确国家对报废机动车回收企业实行资质认定制度, 未经资质认定, 任何单位或者个人不得从事报废机动车回收活动。同时建立有效的安全管理制度, 要求回收企业如实记录报废机动车“五大总成”等主要部件的数量、型号、流向等信息并上传至回收信息系统, 做到来源可查、去向可追。
《新能源汽车废旧动力电池综合利用行业规范条件(2019年本)》	工信部	2019年12月	对动力电池回收过程中的金属综合回收率提出要求, 规定动力电池回收镍、钴、锰元素的回收综合率不低于 98%, 锂元素的回收率不低于 85%, 进一步加强电池回收企业技术上的要求。
《报废机动车回收管理办法实施细则》	商务部、发改委、工信部等	2020年7月	进一步强调对回收拆解企业实行资质认定制度, 设定企业场地、设备规范标准, 且此前已经取得资质的企业需在两年内重新资质认定, 若未通过需注销资质。
《汽车零部件再制造管理暂行办法》	发改委	2021年4月	规范汽车零部件再制造行为和市场秩序, 保障再制造产品质量, 推动再制造产业规范化发展, 鼓励再制造企业与原品生产企业建立合作关系。
《汽车产品生产者责任延伸试点实施方案》	工信部、科技部、财政部、商务部	2021年6月	到 2023 年, 报废汽车规范回收水平显著提升, 形成一批可复制、可推广的汽车生产企业为责任主体的报废汽车回收利用模式; 报废汽车再生资源利用水平稳步提升, 资源综合利用率达到 75%; 汽车绿色供应链体系构建完备, 汽车可回收利用率达到 95%, 重点部件的再生原料利用比例不低于 5%。
《十四五循环经济发展规划》	发改委	2021年7月	加强报废机动车等拆解利用企业规范管理和环境监管, 加大对违法违规企业整治力度。建立完善车辆等二手商品鉴定、评估、分级等标准。提升汽车零部件等再制造水平。

资料来源: 国务院、发改委、工信部等官网, 国盛证券研究所

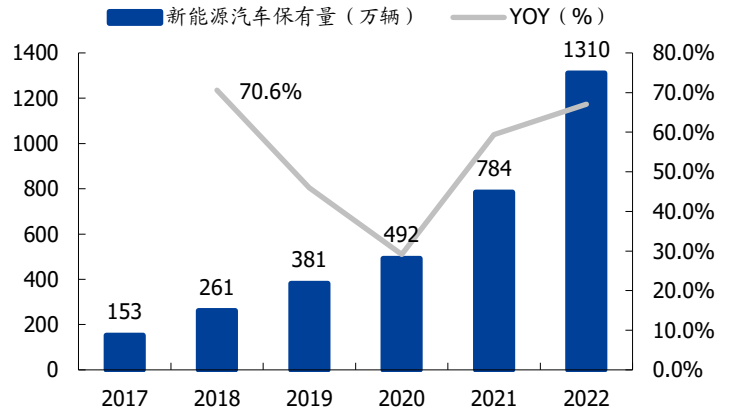
我国汽车保有量稳步增长,其中新能源汽车保有量快速增长。根据公安部统计,截至2022年底,全国汽车保有量达3.2亿辆,同比增长5.6%,近五年CAGR约8.0%。其中新能源汽车保有量1310万辆,同比增长67.1%,呈高速增长态势。

图表 35: 2013-2022 我国汽车保有量 (亿辆) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

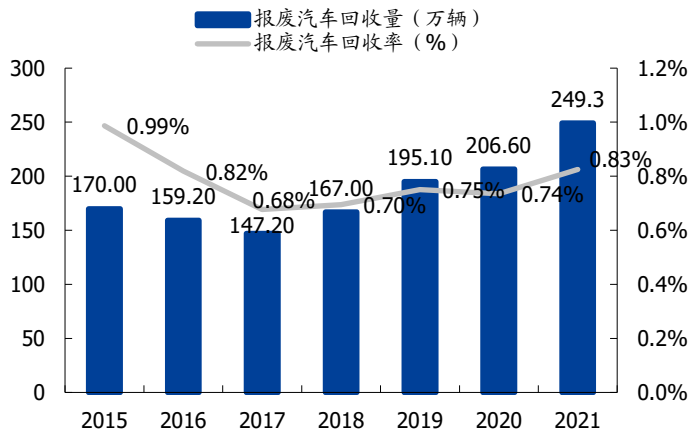
图表 36: 2017-2022 我国新能源汽车保有量 (万辆) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

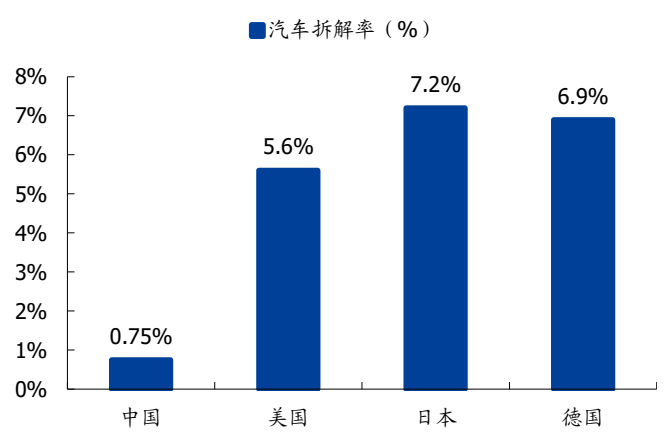
拆解率远低于发达国家水平,汽车拆解回收市场空间大。根据商务部统计,2021年我国报废汽车回收量达249.3万辆,同比增长20.7%,实现快速增长,而报废汽车拆解回收率仅为0.83%。2019年,美国、日本、德国汽车拆解率已达5.6%、7.2%、6.9%,对标汽车工业强国,我国汽车拆解率仍有较大提升空间。

图表 37: 2015-2021 我国报废汽车回收量 (万辆) 及回收率 (%)



资料来源: Wind, 天奇股份 2021 年报, 国盛证券研究所

图表 38: 2019 年主要国家汽车拆解率水平 (%)



资料来源: Wind, 立鼎产业研究院, 国盛证券研究所

对标发达国家,我国汽车拆解行业规模有望达700亿。2020-2021年我国汽车拆解率由0.74%上升至0.83%,对标世界发达国家5%以上的拆解率仍有较大差距,我们认为在拆解新规的刺激下,2022-2026年我国汽车拆解率有望每年提升0.2-0.3pct,2026年有望达到2.0%;根据商务部数据推算,报废汽车回收价值约8000元/辆;2017-2022我国汽车保有量年度复合增长率为8.0%,沿用此增速推算,我们预计,2026年我国汽车拆解市场行业规模约达700亿元,2021-2026年复合增速高达28.2%。

图表 39: 汽车拆解市场测算

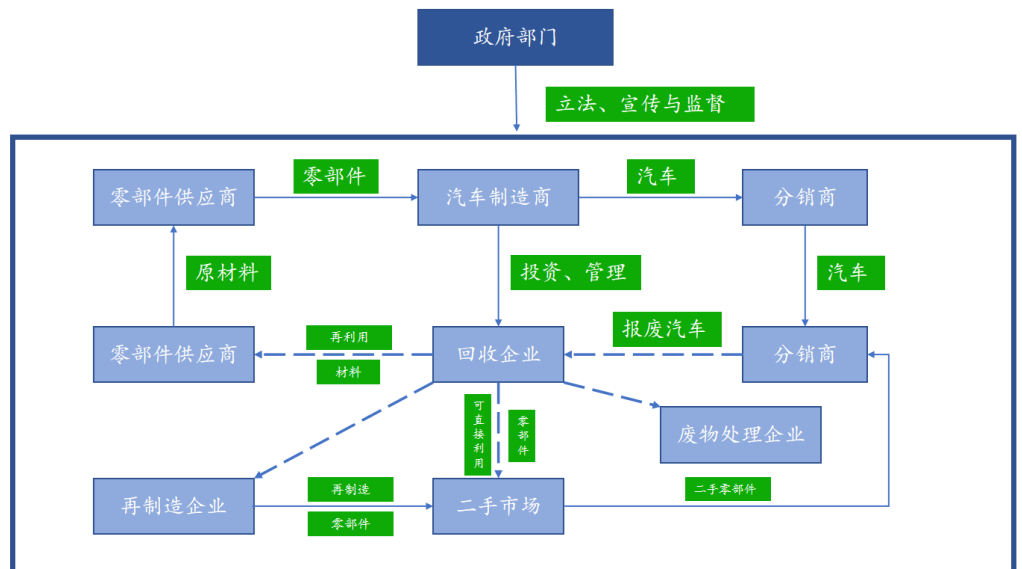
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
汽车保有量(万辆)	28100	30200	31900	34452	37208	40185	43400
YOY (%)	8.1%	7.5%	5.6%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
汽车拆解率 (%)	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%
单车价值(元/辆)	8000	8000	8000	8000	8000	8000	8000
汽车拆解市场(亿元)	166	201	281	372	476	579	694
YOY (%)		20.5%	40.0%	32.6%	28.0%	21.5%	20.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

2.2.2 公司全产业链布局, 可与稀土回收形成业务协同

报废汽车是循环经济上游重要原料来源, 经济价值高。报废汽车回收是指, 回收企业经过产品拆解处理之后, 将可用零部件投入二手市场, 将可再造部件投入再制造企业, 再利用材料(原料)售往原材料供应商, 剩余废弃物需交给相关废物处理企业。报废汽车拆解后可得到大量再生资源, 再生资源占比达 85%, 包括钢铁(五大总成)、有色金属(铅、铈、铝、锡)、贵金属(销)、玻璃、工程塑料、皮革等可再生材料和汽车电子、电器配件等可再生用件, 是循环经济上游原材料来源的重要支柱, 具有非常可观的经济价值。

图表 40: 报废汽车回收再利用体系



资料来源: 杨广宾, 侯晓晓. 报废汽车回收再利用行业体系分析[J]. 汽车维护与修理, 2021(12):75-77. 国盛证券研究所

公司布局汽车拆解全产业链, 2018年8月, 公司通过全资子公司北京华宏开展报废机动车回收拆解业务, 北京华宏拥有军队退役装备报废资质。公司在北京的通州区规划了近70亩的报废机动车拆解基地, 目前已基本建设完成。公司形成了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。

公司报废汽车业务有望与稀土回收业务产生协同。高性能钕铁硼是新能源汽车电机的重要原材料, 2022年, 我国新能源汽车销量渗透率仅为 25.6%, 新能源汽车保有量占比仅为 4.1%, 2023-2026年预计新能源汽车销量将持续上升, 带动钕铁硼需求增长, 至 2026年, 我国新能源保有汽车中钕铁硼含量将达 136.5 万吨, 后续随着越来越多汽车进入报废环节, 报废汽车将成为稀土回收原料的重要来源, 公司报废汽车拆解业务有望对稀土综合回收利用业务形成协同效应。

图表 41: 中国新能源汽车钕铁硼含量测算表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
中国汽车销量 (万辆)	2531	2628	2686	2740	2795	2851	2908
同比 (%)	-1.8%	3.8%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
中国新能源汽车销量 (万辆)	137	352	689	822	978	1140	1309
新能源汽车销量渗透率 (%)	5.4%	13.4%	25.6%	30.0%	35.0%	40.0%	45.0%
同比 (%)	13.4%	157.5%	95.6%	19.4%	19.0%	16.6%	14.8%
新能源汽车电机单位钕铁硼用量 (kg/辆)	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
新能源汽车新增钕铁硼含量 (万吨/年)	0.36	0.92	1.79	2.14	2.54	2.96	3.40
中国汽车保有量 (万辆)	28100	30200	31900	34452	37208	40185	43400
新能源汽车保有量占比 (%)	1.8%	2.6%	4.1%	6.1%	8.1%	10.1%	12.1%
新能源汽车保有量 (万辆)	492	785	1308	2102	3014	4059	5251
新能源保有汽车钕铁硼含量 (万吨)	12.8	20.4	34.0	54.6	78.4	105.5	136.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

3. 传统主业稳步增长, 构成业绩压舱石

3.1. 再生资源运营-废钢回收: 产业迎机遇, 公司产能稳步提升

3.1.1 “双碳”背景下废钢行业迎机遇

“双碳”背景下政策大力支持, 中国废钢铁行业迎发展机遇。根据华经产业研究院, 废钢作为铁矿石的替代原料, 每使用 1t 废钢可节约标准煤 0.35t, 减少固体废弃物 4.3t, 减少二氧化碳排放 1.6t, 环境价值显著, 将为我国钢铁工业完成“双碳”目标任务做出巨大贡献。2021年7月, 发改委出台《“十四五”循环经济发展规划》, 指出到2025年, 废钢利用量要达到3.2亿吨。由此可以预计, 中国废钢铁行业发展未来可期, 在国家碳达峰的任务要求下, “十四五”期间, 中国废钢铁行业将迎来重大的发展机遇。

图表 42: 废钢铁回收相关政策梳理

政策名称	发布机关	发布日期	主要内容
《“十四五”循环经济发展规划》	发改委	2021年7月	该规划指出到2025年, 我国资源利用效率大幅提高, 再生资源对原生资源的替代比例进一步提高, 循环经济对资源安全的支撑保障作用进一步凸显。大宗固废综合利用率达到60%, 建筑垃圾综合利用率达到60%, 废纸、废钢利用量分别达到6000万吨和3.2亿吨, 再生有色金属产量达到2000万吨, 资源循环利用产业产值达到5万亿元。
《废钢铁产业“十四五”发展规划》	中国废钢铁应用协会	2021年9月	提出到“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; 规钢铁渣的综合利用率达到85%, 其中高炉渣的综合利用率达到95%, 钢渣的综合利用率达到60%; 建议将规范企业退税比例由30%提高到70%。
《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	中共中央国务院	2021年9月	强调要强化绿色低碳发展规划引领, 优化绿色低碳发展区域布局, 加快形成绿色生产生活方式, 大力推动节能减排, 全面推进清洁产, 加快发展循环, 加强资源综合

利用，不断提升绿色低碳发展水平。

《国家工业资源综合利用先进适用工艺技术设备目录（2021年版）》

工信部等四部门

2021年12月

涉及再生资源、工业固废领域研发类、应用类、推广类技术、装备94项，加快工业资源综合利用先进适用技术装备推广应用，持续提高资源利用效率。

《“十四五”节能减排综合工作方案》

国务院

2021年12月

到2025年，全国单位国内生产总值能源消耗比2020年下降13.5%，能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总占比2020年分别下降8%、8%、10%以上、10%以上。重点行业绿色升级工程。以钢铁、有色金属、建材、石化化工等行业为重点，推进节能改造和污染物深度治理。推广高效精馏系统、高温高压干熄焦、富氧强化熔炼等节能技术，鼓励将高炉-转炉长流程炼钢转型为电炉短流程炼钢。推进钢铁、水泥、焦化行业及燃煤锅炉超低排放改造，到2025年，完成5.3亿吨钢铁产能超低排放改造，大气污染防治重点区域燃煤锅炉全面实现超低排放。

《关于加快推动工业资源综合利用的实施方案》

工信部等八部门

2022年2月

到2025年，钢铁、有色、化工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，工业资源综合利用效率明显提升。力争大宗工业固废综合利用率达到57%，其中，冶炼渣达到73%，工业副产石膏达到73%，赤泥综合利用水平有效提高。主要再生资源品种利用量超过4.8亿吨，其中废钢铁3.2亿吨。严控新增钢铁、电解铝等相关行业产能规模，钢铁行业科学有序推进废钢铁先进电炉短流程工艺。

《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》

工信部等三部门

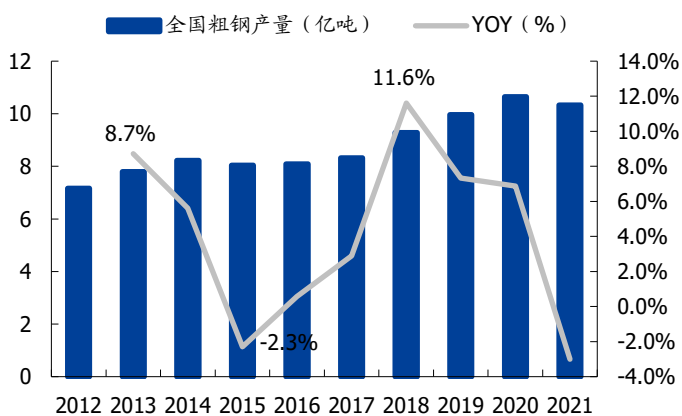
2022年2月

工艺结构明显优化，电炉钢产量占粗钢总产量比例提升至15%以上。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8亿吨以上。

资料来源：国务院、发改委、工信部等官网，国盛证券研究所

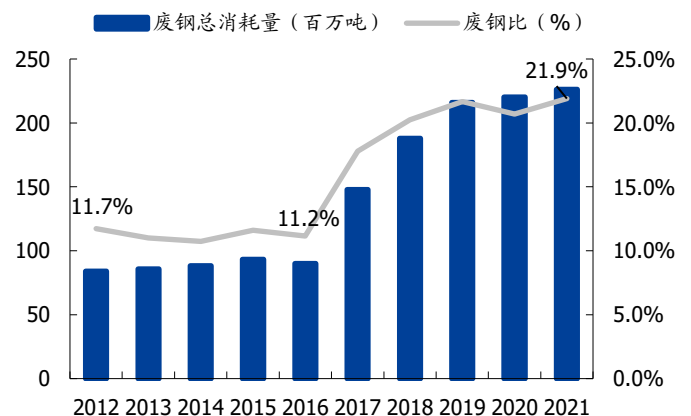
我国为世界最大废钢消费国，废钢比例稳步提升。2021年，中国粗钢产量10.3亿吨，同比下降3.0%；废钢消费量为2.3亿吨，同比增长2.7%，是世界上最大的废钢消费国。2021年中国废钢比（废钢消费量与粗钢产量的比值）较上年上涨1.2pct至21.9%，废钢比稳步提升。

图表 43: 2012-2021 全国粗钢产量 (亿吨) 及增速 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 44: 2012-2021 全国废钢总消耗量 (百万吨) 及废钢比 (%)

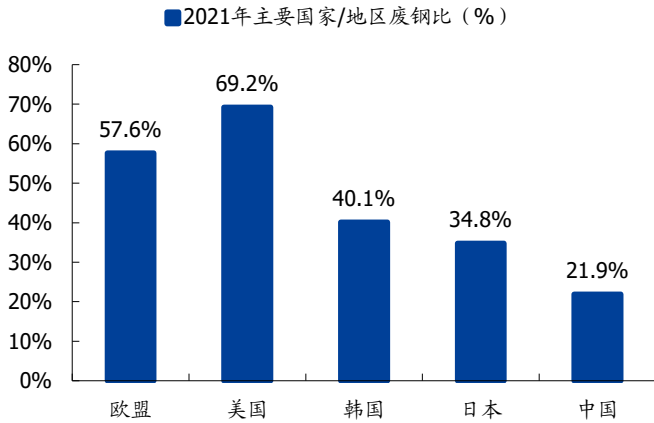


资料来源：BIR，中国钢铁工业协会，国盛证券研究所

废钢比远低于发达国家水平，可提升空间广阔。根据 BIR 统计，2021 年中国废钢比为 21.9%，而美国、欧盟、韩国等国家和地区废钢比已经超过 40%，对标发达国家，我国废钢回收利用还有较大提升空间。根据中国废钢铁应用协会预测，我国废钢供给将在

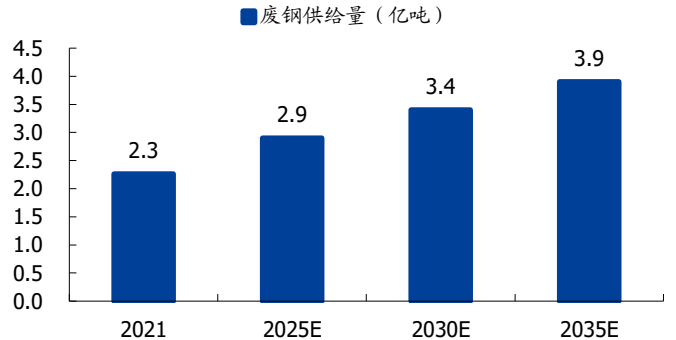
2025年、2030年、2035年分别达到2.9亿吨、3.4亿吨、3.9亿吨，2021-2035年复合增长率为4.0%，有望推动废钢回收利用与加工市场稳健增长。

图表 45: 2021 年主要国家废钢比情况



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 46: 废钢供给量预测 (亿吨)

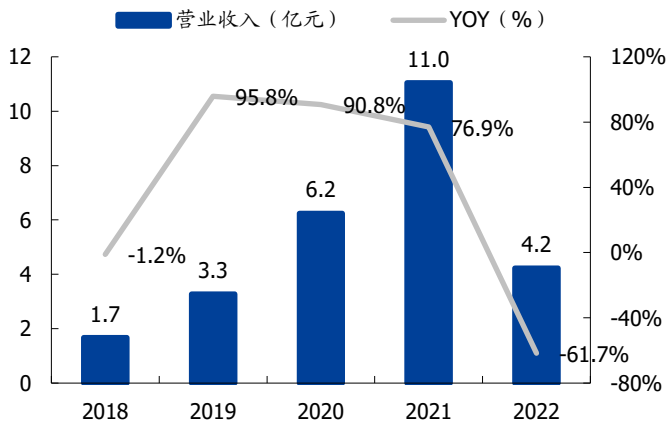


资料来源: 公司公告, 中国废钢铁应用协会, 国盛证券研究所

3.1.2 公司产能提升带动业绩稳步增长

业绩大幅增长, 客户关系稳定。废钢业务主要运营主体为东海华宏以及迁安聚力, 公司销售客户主要为首钢、日钢、宝钢等大型炼钢企业, 与客户保持长期稳定的战略合作关系。2017-2021 年公司废钢回收业务持续大幅增长, 主要由于 2017 年开始, 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, 公司作为大型炼钢企业的主要供应商, 销售规模逐年增加。2022 年公司废钢回收业务营收 4.2 亿元, 同比下降 61.7%, 主要由于钢铁行业总体处于下游需求减弱、钢价下跌、原料成本上升的艰难境况, 行业整体进入调整周期。

图表 47: 公司废钢回收营业收入 (亿元) 与增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

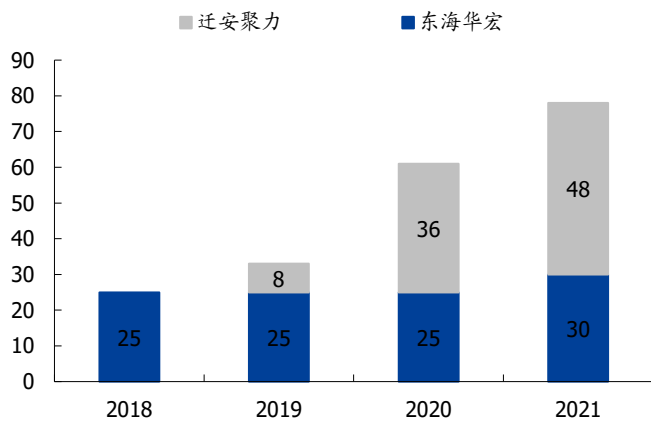
图表 48: 公司废钢回收业务前五大客户销售额 (万元) 及占比 (%)

客户名称	销售额 (万元)	占该业务收入比例 (%)
首钢集团所属公司	55845	50.58%
日照钢铁控股集团有限公司	39783	36.03%
江苏长强钢铁有限公司	8836	8%
山东鲁丽钢铁有限公司	1963	1.78%
徐州金虹钢铁集团有限公司	1770	1.60%
合计	108197	98%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

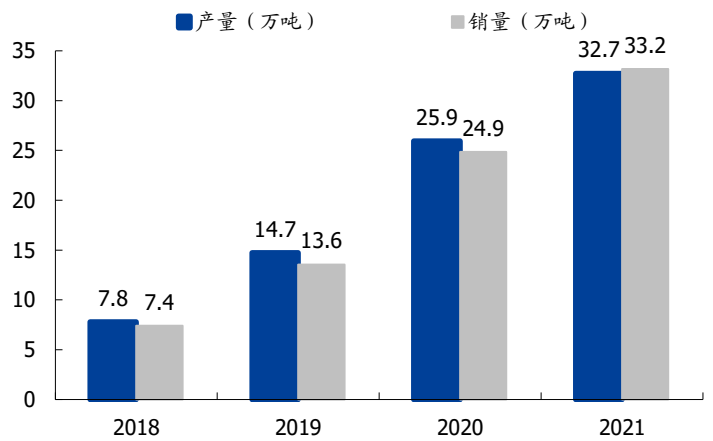
两大废钢加工基地产能达 78 万吨, 产销量稳定增长。公司于 2019 年 8 月收购了迁安聚力, 此后迁安聚力产能不断增加, 2021 年公司废钢回收业务产能达 78 万吨, 其中东海华宏 30 万吨, 迁安聚力 48 万吨。公司废钢回收业务产销量也保持持续增长态势, 根据公司战略规划, 公司将继续积极拓展废钢综合回收利用, 将公司打造成循环经济领域的知名企业。

图表 49: 公司废钢回收业务产能 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 公司废钢回收业务产销量情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 再生资源加工设备: 公司龙头地位稳固, 募投项目驱动业务增长

3.2.1 公司龙头地位稳固, 业绩快速回暖

公司是国内金属再生资源加工设备领域的主要企业之一, 产品线齐全。公司再生资源加工设备板块主要生产各类金属破碎、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。

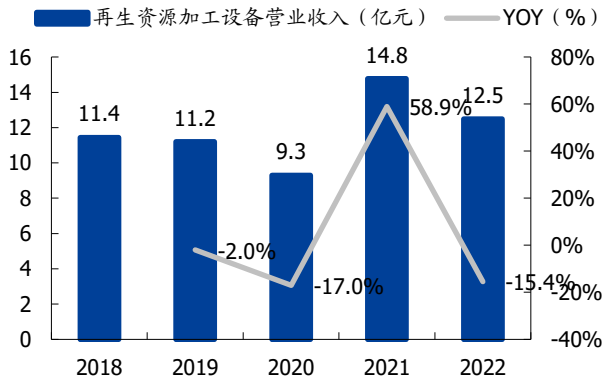
图表 51: 公司再生资源加工设备产品概览

Y81金属打包机	 Y81K-2000 液压金属打包机	 Y81K-1500 液压金属打包机	 Y81K-1300 液压金属打包机	 Y81K-1000 液压金属打包机
Q91龙门式液压废钢剪断机	 Q91Y-2000W 龙门剪切机	 Q91Y-500M 龙门剪切机	 Q91Y-1600W 龙门剪切机	 Q91Y-1250 龙门剪切机
Q43液压废金属剪断机	 Q43-3150 鳄鱼剪切机	 Q43-2500 鳄鱼剪切机	 Q43-2000 鳄鱼剪切机	 Q43-6000 鳄鱼剪切机

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

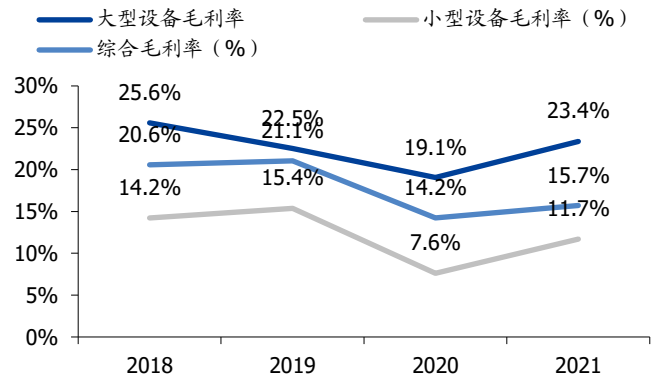
板块营收加速反弹, 毛利率稳步回升。受疫情影响, 2019与2020年公司再生资源与加工设备营收小幅回落。2021年公司再生资源加工设备板块实现营收14.8亿元, 同比增长58.9%, 板块收入创历史新高。近年公司订单量大幅增加, 公司购入大量原材料, 导致公司大型设备、小型设备及综合毛利率呈现出下降趋势, 随着产业转型的进行, 2021年大型设备毛利率和综合毛利率均有所回升。

图表 52: 2018-2022 再生资源加工设备业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

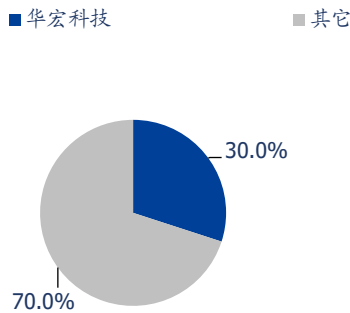
图表 53: 2017-2021 公司大型设备, 小型设备以及综合毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

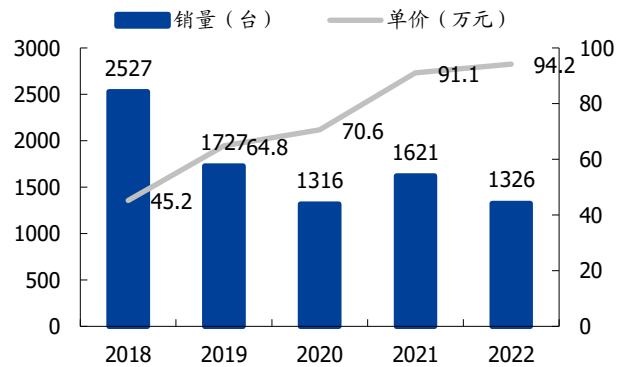
公司龙头地位稳固, 欲进军大型设备市场。2022 年公司废钢加工设备市场占有率约为 30% 左右, 是该领域的龙头企业。2018 年后公司销量下降, 系公司欲把握大型设备市场发展机遇, 转型产业模式, 加强内部管理, 提升设备质量的同时开始深耕大型设备领域。2018-2022 年, 公司再生资源加工设备销售单价持续上升, 符合公司发展方向。

图表 54: 2022 年公司废钢加工设备市场占比 (%)



资料来源: 前瞻企业研究院, 国盛证券研究所

图表 55: 公司再生资源加工设备销量 (台) 与单价 (万元)



资料来源: 国盛证券研究所

3.2.2 公司募投项目产能扩张, 把握大型设备市场快速发展机遇期

募投项目投产, 驱动公司业务增长。2023 年 1 月, 公司发行可转债募集资金 1.1 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。项目建设期 9 个月, 达产时预测年收入 2.8 亿元。项目预计于建成后的第 2 年达产, 产能可分阶段释放。项目新增产品均为公司现有成熟产品, 利润率较高、存在一定的技术门槛, 公司在核心技术、生产工艺、质量控制等方面存在一定的优势。项目建设有利于支持现有业务, 满足市场需求, 是公司坚持差异化、高端化引领发展战略的重要举措。

图表 56: 募投项目新增的产品设备的具体类型及数量

设备名称	规格	数量(台/套)
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

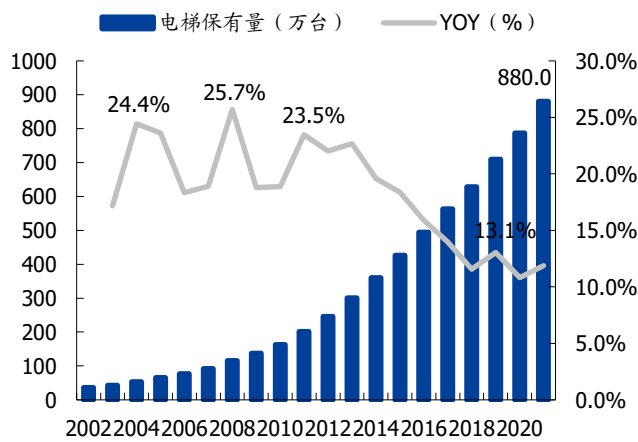
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3. 电梯零部件: 新型城镇化政策利好电梯需求量释放

3.3.1 新型城镇化持续推进, 电梯行业方兴未艾

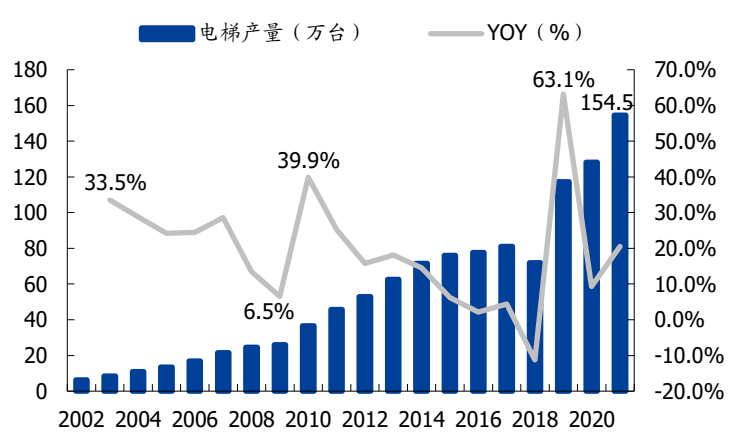
我国电梯行业快速发展, 政策加持推动电梯需求量释放。近三年我国深入推进新型城镇化, 以更好解决群众住房问题, 改革完善住房市场体系和保障体系, 促进房地产市场平稳健康发展。2020 年, 关键性文件《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》提出 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个, 涉及居民近 700 万户; 到 2022 年, 基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制; 到“十四五”期末, 力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。这使社会对电梯的需求量大增加, 推动电梯行业的迅速发展。在基础设施投资建设和旧楼加装电梯等动力推动下, 我国电梯行业也呈快速发展态势。根据 wind, 2021 年我国电梯保有量达 880 万台, 同比增长 11.9%, 5 年复合增速 12.3%; 电梯产量逐渐增多, 2021 年我国电梯产量达到 154.5 万台, 同比增长 20.5%, 5 年复合增速 14.8%。

图表 57: 2002-2021 我国电梯保有量(万台)与增速(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 2002-2021 我国电梯产量(万台)与增速(%)

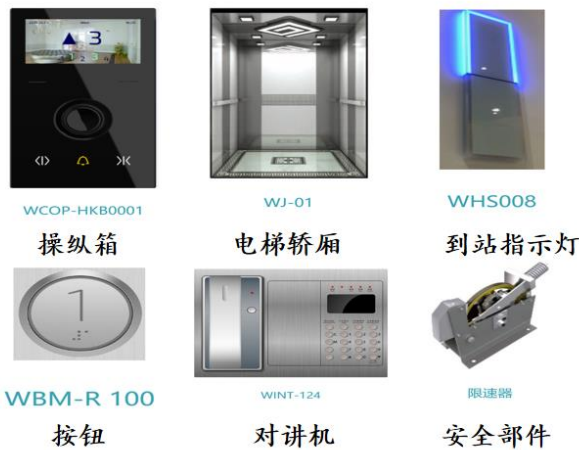


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

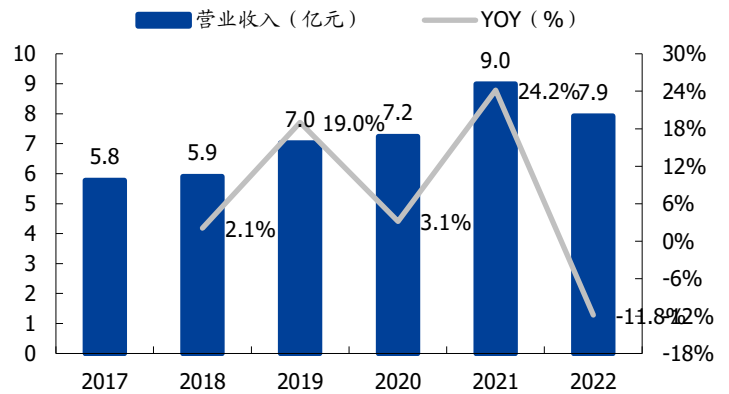
3.3.2 公司通过并购切入市场, 具备多重竞争优势

公司于 2015 年收购威尔曼, 布局电梯零部件业务。公司通过全资子公司江苏威尔曼科技有限公司开展电梯信号系统和安全部件的研发、生产与销售。威尔曼作为电梯精密部件的制造商, 其主要产品包括电梯操纵箱、到站指示灯、按钮、安全部件等。2017-2022 年, 公司电梯零部件业务营收由 5.8 亿元上升至 7.9 亿元, 年复合增长率为 8.2%, 2022 年受到宏观环境及地产开工率不足的影响, 收入有所下滑。

图表 59: 威尔曼产品概览



图表 60: 2017-2022 公司电梯零部件营业收入 (亿元) 与增速 (%)



资料来源: 威尔曼官网, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

威尔曼多重优势加身, 助力公司业务协同战略发展。威尔曼以“流程先进, 生产高效, 质量过硬”赢得市场的广泛赞誉, 具备客户、供应链、技术与服务多重优势, 与迅达、通力、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, 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。公司未来将持续推进双轮驱动战略, 加大电梯精密零部件研发、生产和销售, 进而将威尔曼打造成为全球电梯信号系统和安全部件的行业领跑者; 通过基金运作、股权投资、并购等资本运作模式, 加快提升公司资本运作能力, 实现资源优化整合, 持续关注公司上下游产业链的延伸机会, 积极探索公司在环保、智能制造以及物联网相关行业拓展的可能性, 形成驱动公司发展的新动力, 进一步提升公司的核心竞争力和盈利能力。

图表 61: 威尔曼竞争优势

竞争优势	具体内容
客户优势	威尔曼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, 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。除此之外, 威尔曼也与日立、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。与知名电梯厂商的长期合作为威尔曼未来的发展奠定了基础。
全球供应链优势	威尔曼不仅是迅达在国内业务的供应商, 还是迅达的全球合作伙伴。威尔曼为迅达瑞士、迅达巴西、迅达印度等迅达海外厂家提供电梯精密配件。威尔曼已经融入电梯厂商的全球供应链体系, 这为威尔曼的长期稳定发展打下了坚实的基础。
技术与服务优势	威尔曼专业从事电梯的智慧交互业务, 致力于为客户提供人机界面、智能楼宇、多媒体等系列产品, 其率先引进全自动生产设备及国际先进技术, 实现智能化生产。凭借优质的产品质量及服务, 2021 年, 威尔曼分别获得了通力金牌供应商、迅达中国最佳供应商、迅达美国最佳质量奖等客户奖项, 荣获“制造业单项冠军”。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测

根据公司产品销售及下游行业需求实际情况，我们作出以下假设：

- 稀土综合回收利用：基于公司过去的产能/产量数据及公司的战略规划，假设：
 - (1) 2023-2025年公司稀土氧化物的产量分别为9000/12000/14000吨，基于历史数据，假设对应的产销率分别为85%/95%/100%。
 - (2) 2023-2025年公司稀土磁材的产能分别为10000/20000/30000吨，基于历史数据及考虑到产能爬坡因素，假设2023-2025年公司产能利用率分别为60%/80%/95%，基于历史数据，假设对应的产销率分别为87%/88%/88%；
 - (3) 2022年稀土价格大幅下降，假设2023-2025年价格维持稳定，公司稀土氧化物价格稳定在50万元/吨，稀土磁材价格稳定在20万元/吨，在价格稳定的基础上，毛利率有望回升至2020年水平14.1%。
 - (4) 我们预计2023-2025年的营收分别为48.7/85.1/119.9亿元，同比增速-17.9%/74.7%/40.9%。
- 再生资源加工设备：近年来，再生资源加工设备市场发展迅速，尤其是大型设备市场迎来快速发展的机遇期，市场空间广阔。2022年，受到宏观及行业周期性需求减弱等因素影响，收入有所下降。随着需求回暖以及募投项目产能扩张，业绩有望稳定增长。我们预计2023-2025营收增长率为5%/10%/10%。毛利率方面，公司制定了积极调价的政策，2022年毛利率有所回升，当前公司产品单价持续上涨，同时公司可转债项目扩张产能，我们假设2023-2025年毛利率维持18%/18%/18%。
- 废钢及报废汽车：我国废钢利用率较发达国家仍有较大差距，废钢回收利用提升空间广阔。2022年公司受宏观环境、市场因素的影响，再生资源运营-废钢及报废汽车业务订单量减少，相应营业收入降低，预计2023年业绩有望反弹。北京华宏当前处于扩产建设中，投产后业绩有望快速释放，同时废钢回收业务位于再生资源加工设备下游及稀土回收上游，有助于公司布局产业链一体化，形成业务协同，我们假设2023-2025年营收增长率分别为100%/40%/40%。毛利率参考公司该业务过往情况进行设定，假设保持稳定，2023-2025年毛利率分别为1.5%/1.5%/1.5%。
- 电梯零部件：政策驱动行业增长加速，公司与主要客户迅达、日立、通力等签订了长期合作框架协议，业绩增长有保障。我们预计2023-2025年增长率15%/15%/15%。毛利率参考公司该业务过往情况进行设定，假设保持稳定，2023-2025年毛利率分别为25%/25%/25%。

图表 62: 公司盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
稀土综合回收利用 营收 (亿元)	32.5	59.3	48.7	85.1	119.9
同比 (%)	206.1%	82.4%	-17.9%	74.7%	40.9%
毛利率 (%)	17.5%	7.4%	14.1%	14.1%	14.1%
再生资源加工设备 营收 (亿元)	14.8	12.5	13.1	14.4	15.9
同比 (%)	58.9%	-15.4%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	17.7%	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%
废钢运营营收 (亿 元)	11.0	4.2	8.5	11.9	16.6
同比 (%)	77.0%	-61.7%	100.0%	40.0%	40.0%
毛利率 (%)	1.6%	-0.8%	1.5%	1.5%	1.5%
电梯部件营收 (亿 元)	9.0	7.9	9.1	10.5	12.1
同比 (%)	24.1%	-11.8%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)	22.1%	23.1%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务营收 (亿 元)	0.5	0.8	1.0	1.2	1.5
同比 (%)	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
毛利率 (%)	37.6%	30.4%	34.0%	32.2%	33.1%
总营收 (亿元)	67.8	84.8	79.4	121.9	164.4
同比 (%)	100.8%	25.1%	-6.3%	53.5%	34.9%
毛利率 (%)	15.7%	10.3%	13.8%	13.6%	13.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

公司是稀土回收行业龙头企业, 2022 年稀土综合回收利用业务营收占比达 70%, 具体可进一步分为稀土废料回收利用及稀土永磁材料生产两部分。我们选取稀土废料综合回收利用及稀土金属加工企业盛和资源、稀土永磁生产商金力永磁及宁波韵升作为可比公司进行估值分析, 根据 wind 一致预期, 上述三家公司 2023-2025 年预计净利润对应的 PE 平均值为 18.4/14.4/12.7x, 高于华宏科技的对应 PE13.1/9.0/7.3x, 华宏科技估值水平处于相对低位。

图表 63: 可比公司估值 (2023 年 5 月 17 日)

股票简称	总市值 (亿元)	股价	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
金力永磁	215	27.3	0.84	1.13	1.5	1.84	32.5	24.1	18.2	14.8
盛和资源	231	13.2	0.91	0.78	0.99	1.05	14.5	16.9	13.3	12.6
宁波韵升	91	8.2	0.32	0.58	0.70	0.77	25.6	14.1	11.7	10.6
平均值	179	16	0.69	0.83	1.06	1.22	24.2	18.4	14.4	12.7
华宏科技	71	12.3	0.70	0.94	1.36	1.68	17.6	13.1	9.0	7.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 金力永磁、盛和资源、宁波韵升为 wind 一致预期

投资建议: 首次覆盖, 予以“买入”评级。公司是再生资源领域龙头企业, 技术与盈利能力较强, 稀土回收与报废汽车运营市场空间广阔, 预计公司业绩持续稳定增长。相较于可比公司, 公司估值较低, 价值凸显。我们预计 2023/2024/2025 年公司实现归母净利润 5.5/7.9/9.8 亿元, 对应 PE13.1/9.0/7.3x。

风险提示

（1）宏观经济波动的风险。

公司产品应用广泛，公司行业发展与宏观经济形势具有较高的关联度，如果宏观经济出现较大波动，将影响公司产品的市场需求趋势，可能造成公司订单减少、业绩下滑。

（2）市场竞争加剧的风险。

在众多大小制造厂商竞相进入再生资源加工设备市场的背景下，市场竞争将更加激烈。未来，随着竞争的不断加剧，公司将面临着产业链毛利率进一步下降的风险。

（2）原材料价格波动风险。

上游原材料占公司设备成本的主要比重，与此同时，公司销售定价调整具有一定的滞后性。原材料价格上涨，一方面将直接导致公司生产成本增加，毛利率下降，产品市场竞争力减弱；另一方面也会占用公司更多流动资金，导致公司资金成本增加。

（4）测算风险。

市场规模测算及盈利预测包含假设值较多，最终结果存在对假设参数的依赖性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com