

2023年1月11日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

贵金属回收龙头，高成长与顺周期共振 买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,237	3,200	5,500	7,000
同比	108%	43%	72%	27%
归属母公司净利润（百万元）	246	181	363	521
同比	103%	-27%	100%	44%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.17	1.60	3.20	4.60
P/E（现价&最新股本摊薄）	17.55	23.90	11.93	8.30

投资要点

- **浩通科技：贵金属回收的优质企业。**浩通科技是国内重要的贵金属回收厂商之一，构建了“回收-新材料-贸易”的完整贵金属业务体系，主要产品为铂、钯、铑、银等贵金属及其系列新材料产品。贵金属回收业务2022H1毛利占比为91%，是公司核心业务。
- **贵金属回收行业：铂系金属日益紧缺，回收行业前景广阔。**铂族金属供给有限，我国现阶段主要依赖进口和回收，贵金属回收产业的发展是贵金属实现内循环的重要环节。根据WPIC，国五完全切换至国六将带动国内钯金用量增加40%，铑金用量增加50%-100%，铂金用量增加10%~15%。我国化工行业2016-2020年铂、钯需求量年复合增长24.06%和20.95%。
- **贵金属再生资源龙头呼之欲出，重点发力汽车废气催市场。**公司贵金属回收处理规模不断扩大，已成为国内石油及化工领域重要的贵金属回收厂商之一。公司贵金属回收业务主要集中于石油及化工领域，在该领域市占率从2018年的13%稳步上升至2020年的20%；2021年公司含贵金属废催化剂处理量1699吨，同比增14%。公司计划通过募投项目扩大产能，新增废催化剂处理能力1,500吨/年和贵金属新材料新增产能10吨/年。公司拟通过控股子公司江西浩博新材项目，预计建成一期处理废汽催3,000t/a；二期处理废汽催12,000t/a、含钯等废剂3,000t/a。2020-2022年国内废汽催年均复合增长率为15%，公司正积极布局汽催回收领域，有望成为新的利润增长点。
- **技术、管理赋能，软实力铸就护城河。**贵金属回收行业具有较高的资质、技术及客户壁垒。公司注重科技创新，目前公司的铂溶解液富集技术等多项自主研发的核心技术处于国内领先水平，并且参与制定了多项行业技术标准。公司目前与中石油、中石化、中海油、中化集团、巴斯夫等中外知名企业均建立了良好合作关系。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司主营业务产能稳步放量，我们预计公司2022-2024年收入为32/55/70亿元，同比增速为43%/72%/27%；归母净利润分别为1.8/3.6/5.2亿元，同比增速分别为-27%/100%/44%。对应PE分别为24/12/8x。此处我们选取以贵金属为业的贵研铂业、格林美为可比公司，得出2023-2024年PE均值为21/15x。公司估值较可比公司均值较低，故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**贵金属市场价格波动；贵金属回收业务集中风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.16
一年最低/最高价	24.30/70.15
市净率(倍)	3.17
流通A股市值(百万元)	2,127.26
总市值(百万元)	4,324.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.03
资产负债率(% ,LF)	8.38
总股本(百万股)	113.33
流通A股(百万股)	55.75

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢杨件和王钦扬的指导。

1. 浩通科技：国内贵金属回收的优质企业

浩通科技成立于 2005 年，是国内具综合优势的贵金属二次资源综合利用企业，主营业务分为贵金属回收、新材料和贸易三个业务板块。贵金属回收业务是从外购或受托的含贵金属废催化剂等原料中回收铂、钯、铑、银等贵金属并对外销售；新材料业务是贵金属回收的延伸和拓展，将贵金属等进一步加工为新材料，如二氯四氨铂、二氯二氨钯、高纯铑酸铵等；贸易业务是为客户提供专业、安全、高效的采购、运输、检测等一体化服务。贵金属回收和新材料业务包括自产自销、受托加工两种模式，是公司核心业务。2022Q1-3，公司实现营业收入 22 亿元，同比增长 39%；归母净利润 1.3 亿元，同比下滑 41%，主要由于贵金属价格有所下跌。贵金属回收为公司主要毛利来源，2021 年毛利占比为 93%，毛利率为 22.4%。

2. 贵金属回收行业：铂系金属日益紧缺，回收行业前景广阔

贵金属尤其是铂族金属在全球属于稀缺资源，二次利用是对稀缺贵金属的重要补充。铂族金属包括钌、铑、钯、铱、铂六种元素，其中铂钯铑应用最为广泛。根据 USGS 公布的 2020 年数据，全球已查明的铂族金属储量 6.9 万吨，其中南非以 6.3 万吨居首，其次为俄罗斯、津巴布韦和美国。若无新矿藏发现，市场需求逐年增加下其稀缺性将进一步提高。我国铂族金属资源极度匮乏，储量仅占全球总量的 0.5%，现阶段主要依赖进口和回收。2019 年世界上约 34% 的铂、84% 的钯、88% 的铑都用于催化剂的制备，从含贵金属废催化剂中回收贵金属比从矿石中提炼的品位高，投资少，成本低，效益高，还可以减少环境问题，因而贵金属回收是对贵金属资源稀缺的重要补充。

需求端：汽车尾气催化剂显著拉动，石化&精细化工为基本盘。

1) **国六排放标准显著拉升铂系金属需求：**汽车尾气催化剂是铂、钯、铑最主要的需求来源，2021 年分别占全球总需求的 31.23%，85.45% 和 93.74%。随着汽车工业的发展和后续国六标准的实施，汽车尾气催化剂将进一步升级和加大贵金属的使用量。根据 WPIC，国五完全切换至国六将带动国内钯金/铑金/铂金用量增加 40%/50%-100%/10%-15%。同时，含铂催化剂是新能源汽车使用的新一代发电技术质子交换膜燃料电池的关键技术之一，预计将带来大量铂需求。

2) **精细化工率提升有望带来新增量：**化工行业是铂、钯、铑的另一主要需求领域，预计我国对大型炼化一体化设施将持续投资，煤制乙二醇、对二甲苯(PX)等装置会刺激化工行业对贵金属催化剂的采购。电子信息制造业中，贵金属电接触材料、贵金属浆料、贵金属焊接材料等产品被广泛应用于电子元器件、电路板等产品的制作以及电子封装等生产过程。随着我国信息化进程的推进，对相关贵金属及新材料产品的需求将进一步提高。

3) **贵金属及其新材料产品在医疗和医药领域应用广泛。**如药物合成过程中作为催化剂、应用于牙科材料、体内置入式电子装置、药物、生物传感器等。我国人口众多且老龄化不断加剧，对医疗服务刚性需求将不断提升；国民消费观念转变下医疗服务非刚性需求也会逐渐增加，贵金属材料在医疗医药领域市场前景广阔。

稀贵金属回收行业集中度或将持续提升。竞争格局方面，1) 国际市场集中度高，欧美厂商占据较大份额。国外大型企业还利用其资金和技术优势，以设立独资或合资企业的形式进入以中国为代表的亚太市场。2) 我国产业技术水平距离国外先进水平存在一定差距，行业内许多企业规模小且不规范。但近年来国内贵研铂业、浩通科技等少数

几家企业逐渐缩小了与国外同行的距离并在细分领域有了明显优势。随着我国环保、安全生产等监管加强，不达标企业面临整顿或退出，未来行业集中度或将提升。

3. 贵金属再生资源龙头呼之欲出，重点发力汽车废气催市场

1) **业务结构不断优化，石化催化剂领域市场份额不断提升。**近年来公司贵金属回收业务产出金属结构不断优化，2020年公司贵金属回收业务同比增加2.79亿元，同比增长84.25%，主要因为自产自销铈、银业务增长。同时，公司贵金属回收业务在石化领域的市占率逐年上升，2020年达19.81%。2) **汽车废气催打造公司第二曲线。**2020-2022年国内废汽催年均复合增长率为15.05%，市场广阔且增速强劲。贵金属回收业务中汽催领域是公司正拓展的领域，该领域与石油及化工领域贵金属回收核心技术相近，产品、客户群体相同，公司多个在研项目积极进展为后续进军汽催领域提供技术支持。同时，公司已与奇瑞捷豹路虎汽车有限公司、扬州广发物资再生有限公司等多家废汽催供应单位建立合作关系，并进行初期小批量采购，为后续形成长期合作关系奠定基础。

4. 技术、管理赋能，软实力铸就护城河

贵金属回收行业具有资质壁垒和技术壁垒。公司注重研发合作，拥有多项国内领先水平的核心技术。同时，公司在原料获取阶段积极防范风险，动态管理贵金属库存。此外，贵金属回收行业的具有较高的客户壁垒，公司核心业务客户和供应商集中度较高，核心客户规模较大、抗风险能力较强，建立了良好的合作关系。

5. 新材料业务前景良好，不断丰富产品线

公司正积极开拓新材料市场需求，不断丰富公司贵金属材料产品线。根据招股说明书，公司正在开发从废催化剂直接制备硝酸铂的新工艺，处于小试阶段，该技术处于行业领先水平。目前新材料业务发展前景良好，根据公司规划，未来公司还将进一步拓展航空航天、医疗等应用领域。新材料业务有望成为公司业绩的重要增长点。

6. 盈利预测、估值与投资建议

考虑公司主营业务产能稳步放量，我们预计公司2022-2024年收入为32/55/70亿元，同比增长43%/72%/27%；归母净利润为1.8/3.6/5.2亿元，同比增长-27%/100%/44%，对应PE为24/12/8x，可比公司贵研铂业、格林美2023-2024年PE均值为21/15x。公司扩产迅速且业绩增速较高、估值较可比公司均值较低，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

7. 风险提示

贵金属市场价格波动、贵金属回收业务集中风险、市场竞争加剧风险、环保政策变动风险。

浩通科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,168	1,849	2,950	4,022	营业总收入	2,237	3,200	5,500	7,000
货币资金及交易性金融资产	438	462	838	1,220	营业成本(含金融类)	1,916	2,970	5,050	6,350
经营性应收款项	129	322	441	625	税金及附加	6	3	8	7
存货	565	1,021	1,612	2,105	销售费用	4	6	19	19
合同资产	0	0	0	0	管理费用	16	18	19	18
其他流动资产	36	45	59	72	研发费用	13	10	14	23
非流动资产	244	302	375	455	财务费用	1	2	21	39
长期股权投资	13	12	10	8	加:其他收益	18	6	11	16
固定资产及使用权资产	120	155	204	261	投资净收益	6	6	11	14
在建工程	38	57	80	101	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	11	17	20	24	减值损失	-38	-2	-1	-1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	-4	8	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	272	198	398	574
其他非流动资产	61	61	61	61	营业外净收支	-1	1	1	1
资产总计	1,413	2,151	3,325	4,477	利润总额	270	199	398	574
流动负债	124	763	1,756	2,648	减:所得税	24	18	36	53
短期借款及一年内到期的非流动负债	39	369	1,113	1,690	净利润	246	181	363	521
经营性应付款项	17	154	154	261	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	48	46	103	114	归属母公司净利润	246	181	363	521
其他流动负债	20	194	387	582	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.17	1.60	3.20	4.60
非流动负债	9	9	9	9	EBIT	263	193	390	583
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	275	210	411	608
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.35	7.19	8.18	9.29
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	11.02	5.65	6.59	7.45
其他非流动负债	8	8	8	8	收入增长率(%)	107.90	43.06	71.88	27.27
负债合计	133	772	1,765	2,657	归母净利润增长率(%)	103.22	-26.56	100.39	43.75
归属母公司股东权益	1,279	1,379	1,560	1,821					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,279	1,379	1,560	1,821					
负债和股东权益	1,413	2,151	3,325	4,477					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	101	-144	-82	210	每股净资产(元)	11.29	12.17	13.77	16.07
投资活动现金流	-363	-73	-76	-91	最新发行在外股份(百万股)	113	113	113	113
筹资活动现金流	397	240	534	264	ROIC(%)	24.02	11.47	16.03	17.12
现金净增加额	134	23	376	382	ROE-摊薄(%)	19.26	13.12	23.24	28.63
折旧和摊销	12	17	22	25	资产负债率(%)	9.44	35.90	53.09	59.34
资本开支	-61	-81	-89	-107	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.55	23.90	11.93	8.30
营运资本变动	-182	-514	-655	-558	P/B(现价)	3.38	3.14	2.77	2.38

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)
公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

