

投资评级 优于大市 维持

稀土回调致业绩放缓, 坚定推进长期布局

股票数据

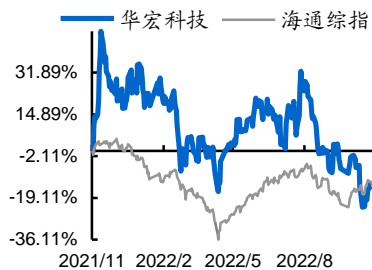
11月14日收盘价(元)	15.63
52周股价波动(元)	14.08-28.60
总股本/流通A股(百万股)	582/475
总市值/流通市值(百万元)	9096/7418

相关研究

《稀土再生利润贡献 81%, 持续成长可期》
2022.08.24

《低估值高成长, 稀土再生龙头扩张可期》
2022.04.29

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.9	-14.8	-33.9
相对涨幅(%)	-9.6	-7.3	-24.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 戴元灿

Tel: (021) 23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: S0850515120001

联系人: 余致翰

Tel: (021) 23154141

Email: ywh14040@htsec.com

投资要点:

- 稀土价格回调, 22Q3 营收同比+8.3%, 归母净利润同比-89.4%。**公司 22Q1-3 营收同比+33.6%至 65.5 亿元, 归母净利润同比+2.9%至 4 亿元, 毛利率同比-4.1pct 至 11.4%, 其中 22Q3 营收同比+8.3%至 18.9 亿元, 归母净利润同比-89.4%至 0.14 亿元。Q3 稀土价格大幅回调, 氧化镨钕从 Q2 末的 93.3 万元/吨下降至 58.3 万元/吨后, 反弹至 Q3 末的 67.3 万元/吨, 单季度累计下跌 26 万元/吨 (27.9%)。我们认为, Q3 稀土价格大幅回调是影响公司业绩的主因, 再生资源加工设备及电梯业务经营较稳定, 截止 11.10, 氧化镨钕 Q4 均价为 66.8 万元/吨, 基本与 Q3 末持平, Q4 存货下跌风险较小。
- 从废料回收到磁材生产, 构建稀土再生产业闭环。**10.21 公司公告调整子公司股权结构, 将鑫泰科技直接持有的浙江中杭 100% 股权全部划转给公司, 浙江中航主营稀土磁材 (钕铁硼) 制造、加工。9.30 公司公告浙江中航拟在宁波杭州湾新区投资兴建“年产 4000 吨高性能磁性材料项目”, 总投资 2.5 亿元, 预计建设期 6 个月, 公司目前具备年产烧结钕铁硼 2000 吨生产能力, 本项目在扩产同时将积极拓展在新能源、3C 消费类电子等高端领域的应用。我们认为, 公司将浙江中航收归集团管理, 并支持其扩张, 体现了布局磁材的决心。目前公司稀土再生板块, 拥有鑫泰科技、吉水金诚、江西万弘 3 座现代化稀土回收料综合利用生产工厂 (目前稀土氧化物年产能超 0.41 万吨, 规划扩产至 1.1 万吨), 通过设立赣州华卓 (6 万吨磁材废料), 实现产业链前延, 利用规模效应确保原料供应的稳定, 而浙江中航开展钕铁硼永磁材料的生产 (23 年达 0.6 万吨), 则形成产业闭环, 将进一步提升公司盈利水平。
- 受益报废汽车市场释放, 布局前端拆解, 保障原料供应。**公司目前是国内金属再生资源加工设备领域的主要企业, 拥有东海华宏、迁安聚力两大废钢加工基地 (年产能 80 万吨)、北京华宏 (报废汽车拆解厂, 拥有军队退役装备报废资质)。22H1, 我国汽车保有量 3.1 亿辆, 《报废机动车回收管理办法实施细则》自 2020 年 9 月 1 日起施行, 我们认为, 报废汽车拆解行业新政策体系已形成, 下游千亿市场启动在即。22H1 公司再生资源加工设备收入同比+1%至 6.9 亿元, 毛利率同比增长 1.9pct 至 18.3%, 我们认为, 在疫情影响下, 仍能实现营收及毛利率上升, 体现了设备产品的竞争力, 同时北京华宏的投运有望助力前端磁材报废料的收集, 进一步巩固公司稀土回收供应链。
- 估值与建议。**我们预计 22-24 年 EPS 分为 0.97/1.54/1.98 元。作为汽车拆解行业和稀土废料利用的双料龙头, 我们认为, 未来几年市场空间或将极大增长, 公司盈利增速或将大幅高于机械行业增速, 按分部估值, 给予再生资源加工设备板块市值 23.41-26.01 亿元, 废钢加工及报废汽车拆解 1.55-1.72 亿元, 电梯 14.86-16.52 亿元, 稀土废料利用 94.56-108.07 亿元 (详见表 3 分部估值表), 综合考虑, 合理市值区间约为 134.38-152.31 亿元, 对应合理价值区间为 23.09-26.17 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。稀土资源回收业务不达预期, 产业链布局不达预期。**

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3376	6777	8024	10728	13987
(+/-)YoY(%)	56.2%	100.8%	18.4%	33.7%	30.4%
净利润 (百万元)	225	532	565	897	1154
(+/-)YoY(%)	25.8%	136.2%	6.1%	58.9%	28.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.39	0.91	0.97	1.54	1.98
毛利率(%)	14.2%	15.7%	12.9%	14.5%	14.7%
净资产收益率(%)	7.6%	15.3%	14.1%	18.4%	19.1%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 盈利预测业务分拆

		2021	2022E	2023E	2024E
再生资源加工设备	收入 (亿元)	14.76	15.87	17.14	18.51
	YOY (%)	58.9%	7.5%	8.0%	8.0%
	毛利率 (%)	17.7%	18.3%	18.7%	19.1%
电梯零部件	收入 (亿元)	8.99	8.09	8.33	8.75
	YOY (%)	24%	-10%	3%	3%
	毛利率 (%)	22.1%	22.7%	22.7%	22.7%
废钢	收入 (亿元)	11.04	5.31	6.07	6.25
	YOY (%)	77%	-52%	14%	3%
	毛利率 (%)	1.6%	0.5%	0.5%	0.5%
报废汽车拆解	收入 (亿元)		0.10	1.0	1.5
	YOY (%)			2400%	50%
	毛利率 (%)		20%	35%	40%
稀土废料利用	收入 (亿元)	32.52	50.4	57.8	74.8
	YOY (%)		55%	14.7%	29.4%
	毛利率 (%)	17.5%	10.6%	12.5%	12.5%
稀土磁材	收入 (亿元)			16.4	29.5
	YOY (%)				80%
	毛利率 (%)			17.0%	17.0%
其他	收入 (亿元)	0.46	0.53	0.53	0.154
	YOY (%)	186%	15%	0%	0%
	毛利率 (%)	37.6%	34.5%	34.5%	34.5%
总计	营业总收入 (亿元)	67.77	80.24	107.28	139.87
总计	归母净利润 (亿元)	5.32	5.65	8.97	11.54

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E	2023E
002009	天奇股份	62	0.41	0.77	1.22	40	21	13	7.56	2.2
	工业机械行业中位数	39					30	20		2.9
	其他专用设备行业中位数	51					28	19		3.1
002367	康力电梯	56	0.51	0.36	0.39	14	19	18		
002527	新时达	43	0.24	0.37		27	18			
	电梯板块平均						18	18		
002340	格林美	410	0.19	0.33	0.48	42	24	17	3.57	2.2
300224	正海磁材	110	0.32	0.58	0.83	42	23	16	4.67	2.9
600392	盛和资源	265	0.61	1.34	1.42	25	11	11	7.63	2.0
	稀土废料利用平均						22	14		2.4

 注: 总市值为 2022 年 11 月 11 日价格, 可比公司 EPS、BPS 为 wind 一致预期, 工业机械行业及其他专用设备行业 PB 对应最新一期净资产
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 分部估值

		2023E (亿元)	2023E PE 估值 (倍)	分部估值 (亿元)
再生资源加工设备	利润贡献	1.30	18-20	23.41-26.01
废钢加工及报废汽车拆解运营	利润贡献	0.02	18-20	1.55-1.72
电梯	利润贡献	0.83	18-20	14.86-16.52
稀土废料利用 (含稀土磁材)	利润贡献	6.75	14-16	94.56-108.07
总计	归母净利润	8.97		134.38-152.31

资料来源: wind, 海通证券研究所测算

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	6777	8024	10728	13987
每股收益	0.91	0.97	1.54	1.98	营业成本	5712	6993	9167	11932
每股净资产	5.99	6.86	8.40	10.38	毛利率%	15.7%	12.9%	14.5%	14.7%
每股经营现金流	0.33	1.33	0.99	1.49	营业税金及附加	29	47	63	83
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	46	46	61	80
P/E	17.10	16.11	10.14	7.89	营业费用率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
P/B	2.61	2.28	1.86	1.51	管理费用	207	217	290	378
P/S	1.34	1.13	0.85	0.65	管理费用率%	3.1%	2.7%	2.7%	2.7%
EV/EBITDA	20.79	12.42	7.78	5.61	EBIT	582	601	947	1214
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	7	13	11	11
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
毛利率	15.7%	12.9%	14.5%	14.7%	资产减值损失	-10	0	0	0
净利润率	7.9%	7.0%	8.4%	8.2%	投资收益	7	6	9	11
净资产收益率	15.3%	14.1%	18.4%	19.1%	营业利润	582	594	945	1214
资产回报率	10.3%	9.4%	11.8%	12.6%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	14.2%	12.6%	16.6%	17.6%	利润总额	580	594	945	1214
盈利增长 (%)					EBITDA	676	676	1027	1300
营业收入增长率	100.8%	18.4%	33.7%	30.4%	所得税	39	30	47	61
EBIT 增长率	125.4%	3.4%	57.5%	28.2%	有效所得税率%	6.7%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	136.2%	6.1%	58.9%	28.5%	少数股东损益	9	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	532	565	897	1154
资产负债率	30.3%	32.0%	34.0%	32.8%					
流动比率	1.96	2.23	2.24	2.44	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.60	1.02	1.04	1.18	货币资金	368	1119	1522	2217
现金比率	0.24	0.66	0.65	0.80	应收账款及应收票据	489	539	836	956
经营效率指标					存货	1961	1924	2660	3306
应收账款周转天数	21.43	21.43	21.43	21.43	其它流动资产	170	192	226	271
存货周转天数	92.53	100.00	90.00	90.00	流动资产合计	2989	3773	5243	6750
总资产周转率	1.49	1.43	1.58	1.67	长期股权投资	58	58	58	58
固定资产周转率	11.19	11.58	13.76	16.25	固定资产	648	738	822	900
					在建工程	138	154	170	186
					无形资产	221	201	181	161
					非流动资产合计	2172	2258	2338	2412
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	5161	6031	7581	9162
净利润	532	565	897	1154	短期借款	192	200	200	200
少数股东损益	9	0	0	0	应付票据及应付账款	813	866	1335	1530
非现金支出	119	74	80	86	预收账款	14	17	23	29
非经营收益	-8	10	13	10	其它流动负债	505	607	785	1010
营运资金变动	-457	125	-415	-384	流动负债合计	1524	1690	2343	2770
经营活动现金流	195	774	575	866	长期借款	9	209	209	209
资产	-172	-160	-160	-160	其它长期负债	30	30	30	30
投资	-247	0	0	0	非流动负债合计	39	239	239	239
其他	198	6	9	11	负债总计	1562	1929	2581	3008
投资活动现金流	-221	-154	-151	-149	实收资本	582	582	582	582
债权募资	8	208	0	0	归属于母公司所有者权益	3486	3991	4888	6042
股权募资	131	-2	0	0	少数股东权益	112	112	112	112
其他	-63	-74	-21	-21	负债和所有者权益合计	5161	6031	7581	9162
融资活动现金流	76	131	-21	-21					
现金净流量	48	751	402	695					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 14 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

戴元灿 公用事业
吴杰 煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 宝光股份,中煤能源,靖远煤电,盛剑环境,华阳股份,黔源电力,郑煤机,赣能股份,兖矿能源,电投能源,安科瑞,天地科技,山西焦煤,山高环能,潞安环能,江苏国信,湖北能源,德创环保,普利特,长高电新,平煤股份,中国神华,华宏科技,陕西煤业,淮北矿业,太阳能,华能水电

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。