

华宏科技 (002645.SZ)

稀土价格波动致业绩短期承压，长期发展趋势向好

买入

核心观点

收入持续增长，净利润增速下降。2022年前三季度，公司实现营收 65.46 亿元 (+33.58%)，归母净利润 4.02 亿元 (+2.89%)，扣非归母净利润 3.30 亿元 (-10.27%)。其中，第三季度单季营收 18.87 亿元 (+8.25%)，归母净利润 0.14 亿元 (-89.43%)，扣非归母净利润-0.26 亿元 (-120.62%)。受益于稀土回收料综合利用业务持续增长，公司营收仍保持增长态势；然而，由于三季度稀土氧化市场价格快速下降，公司整体净利润同比大幅减少。

稀土氧化物市场价格企稳，盈利或迎来边际改善，长期稀土回收新扩产能落地驱动业绩高增。四季度稀土永磁材料生产进入旺季，稀土永磁材料企业补库需求增加，驱动稀土氧化物市场价格企稳，预计公司稀土废料综合利用业务毛利率将有望改善。长期来看，下游新能源汽车、风电设备、变频空调、机器人等领域对稀土永磁材料的需求持续释放，公司鑫泰科技、万弘高新新增稀土氧化物产能消化有保障，公司收入和净利润有望持续快速增长。

磁材产能进一步扩张，综合实力持续强化。鑫泰科技将其直接持有的中杭新材 100%股权划转给公司，中杭新材成为公司全资子公司，有助于公司整合内部资源、优化业务架构，促进管理效率、运营效率提升和降低公司运营成本。中杭新材拟设立宁波中杭新材投资兴建“年产 4000 吨高性能磁性材料项目”，未来项目建成后，公司磁材产能将增至 6000 吨/年，保障公司新增稀土氧化物产能消化，同时进一步提升公司整体竞争力和盈利能力。

再生资源加工设备产能进一步增加，盈利有望提升。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”，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。预计随着募投项目落地，公司再生资源加工设备业务业绩将进一步增长。同时，公司可转债募投项目以大型设备为主，大型设备毛利率相对较高，大型设备产品销量占比增加将驱动公司再生资源加工设备盈利提升。

风险提示：新增产能投运不及预期，稀土氧化物价格波动，市场竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 6/9/11 亿元，同比增速 12/50/18%；EPS 分别为 1.03/1.53/1.82 元，当前股价对应 PE=17/12/10x。公司稀土回收料业务和磁材生产业务的产能扩张，叠加再生资源加工设备业务产能增加和盈利改善，公司业绩有望保持快速增长态势。给予公司 2023 年 14-15 倍 PE，对应 21.42-22.95 元/股合理价值，较目前股价有 22%-30%的溢价空间，维持“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	9,132	11,580	14,568
(+/-%)	56.2%	100.8%	34.7%	26.8%	25.8%
净利润(百万元)	225	532	597.24	892.99	1057.01
(+/-%)	25.8%	136.2%	12.3%	49.5%	18.4%
每股收益(元)	0.40	0.94	1.03	1.53	1.82
EBIT Margin	7.9%	8.9%	7.7%	8.0%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	15.3%	15.0%	18.8%	18.8%
市盈率 (PE)	44.4	18.8	17.1	11.5	9.7
EV/EBITDA	32.3	16.7	15.7	12.6	11.4
市净率 (PB)	3.37	2.87	2.57	2.16	1.82

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

公司研究·财报点评

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(维持)
合理估值	21.42 - 22.95 元
收盘价	17.60 元
总市值/流通市值	10243/8360 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	179.84 百万元

市场走势



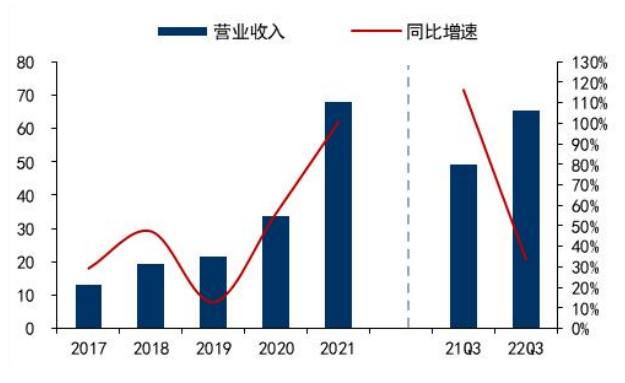
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《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》——2022-10-12

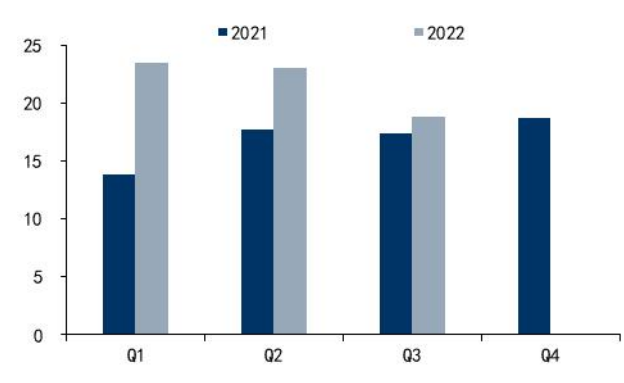
收入持续增长，净利润增速下降。2022 年前三季度，公司实现营收 65.46 亿元（+33.58%），归母净利润 4.02 亿元（+2.89%），扣非归母净利润 3.30 亿元（-10.27%）。其中，第三季度单季营收 18.87 亿元（+8.25%），归母净利润 0.14 亿元（-89.43%），扣非归母净利润-0.26 亿元（-120.62%）。受益于稀土回收料综合利用业务持续增长，公司营收仍保持增长态势；然而，由于三季度稀土氧化物市场价格快速下降，公司整体净利润同比大幅减少。

图1：华宏科技营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华宏科技单季度营业收入（单位：亿元）



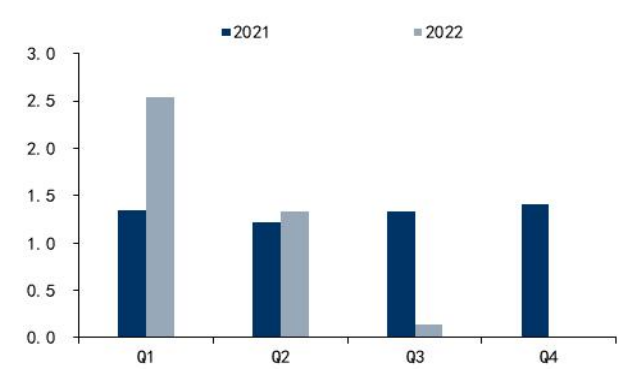
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华宏科技归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：华宏科技单季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

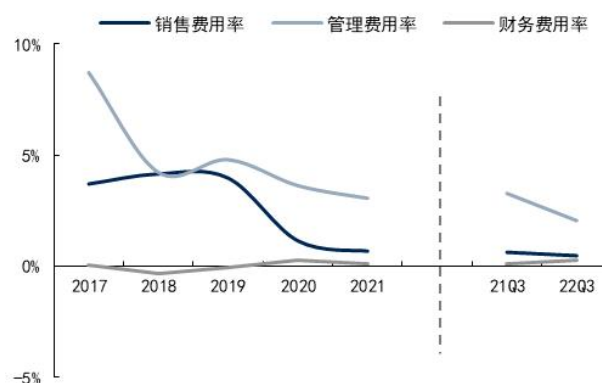
毛利率同比下滑致净利率有所下降，期间费用率减少。2022 年前三季度，公司毛利率为 11.44%，较 2021 年同期的 15.56% 下降 4.11pct；单三季度，公司毛利率为 5.73%，较 2021 年同期的 14.97% 下降 9.24pct。公司毛利率下降的原因在稀土氧化物市场价格快速下降，公司稀土回收料综合利用业务盈利减少。期间费用率方面，2022 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.47%、2.05%、0.26%，销售费用率、管理费用率较 2021 年同期分别下降 0.15、1.22pct，财务费用率则较 2021 年同期同比增加 0.16pct。净利率方面，2022 年前三季度，公司净利率为 6.07%，较 2021 年同期的 8.12% 下降 2.06pct。从毛利率、净利率指标来看，公司盈利能力有所弱化。

图5：华宏科技毛利率、净利率变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

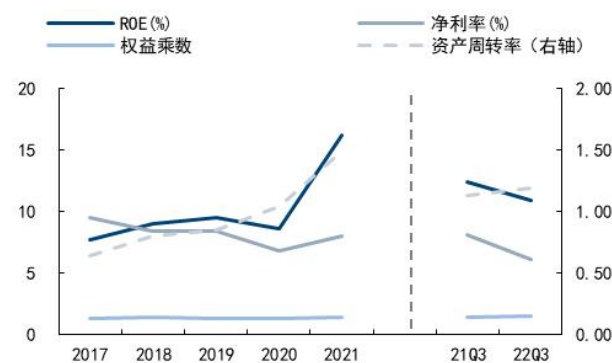
图6：华宏科技三项费用率变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ROE 有所下降，经营性净现金流显著减少。2022 年前三季度，公司 ROE 为 10.90%，较 2021 年同期的 12.37% 下降 1.47pct，ROE 下降的原因主要在于公司净利率同比下滑，公司权益乘数、资产周转率均呈上行态势。现金流方面，2022 年前三季度，公司经营性净现金流为 -0.66 亿元，同比下降 122.78%，主要系公司业务规模增加，购买商品、接受劳务支付的现金增加；公司融资性净现金流为 4.12 亿元，同比大幅增加，主要系公司取得借款收到现金增加。

图7：华宏科技 ROE 情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华宏科技现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

稀土氧化物市场价格企稳，盈利或迎来边际改善，长期稀土回收新扩产能落地驱动业绩高增。四季度稀土永磁材料生产进入旺季，稀土永磁材料企业补库需求增加，驱动稀土氧化物市场价格企稳，预计公司稀土废料综合利用业务毛利率将有望改善。长期来看，下游新能源汽车、风电设备、变频空调、机器人等领域对稀土永磁材料的需求持续释放，公司鑫泰科技、万弘高新新增稀土氧化物产能消化有保障，公司收入和净利润有望持续快速增长。

磁材产能进一步扩张，综合实力持续强化。鑫泰科技将其直接持有的中杭新材 100% 股权划转给公司，中杭新材成为公司全资子公司，有助于公司整合内部资源、优化业务架构，促进管理效率、运营效率提升和降低公司运营成本。中杭新材拟设立宁波中杭新材投资兴建“年产 4000 吨高性能磁性材料项目”，未来项目建成后，公司磁材产能将增至 6000 吨/年，保障公司新增稀土氧化物产能消化，同时进一步提升公司整体竞争力和盈利能力。

图9：稀土价格走势



资料来源：中国稀土行业协会，国信证券经济研究所整理

再生资源加工设备产能进一步增加，盈利有望提升。政策支持循环经济发展，资源再生行业需求持续增加驱动再生资源加工设备销量增长。再生资源加工设备行业需求持续增长背景下，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”，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。预计随着募投项目落地，公司再生资源加工设备业务业绩将进一步增长，市场份额也将持续提升。同时，公司可转债募投项目以大型设备为主，与行业大型化趋势相符，大型设备毛利率相对较高，大型设备产品销量占比增加将驱动公司再生资源加工设备盈利提升。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑稀土氧化物市场价格下降带来的收入和毛利率波动，下调盈利预测，预计 2022-2024 年收入分别为 91/116/146 亿元（原为 98/123/157 亿元），同比增速 34.7/26.8/25.8%，归母净利润分别为 5.97/8.93/10.57 亿元（原为 6.91/9.40/11.60 亿元），同比增速 12.3/49.5/18.4%；EPS 分别为 1.03/1.53/1.82 元，当前股价对应 PE=17/12/10x。公司稀土回收料业务和磁材生产业务的产能扩张，叠加再生资源加工设备业务产能增加和盈利改善，公司业绩有望保持快速增长态势。给予公司 2023 年 14-15 倍 PE，对应 21.42-22.95 元/股合理价值，较目前股价有 22%-30%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	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	14.86	260	0.61	1.44	1.56	1.64	24.36	10.32	9.53	9.06	0.05	无
600111.SH	北方稀土	25.50	926	1.41	1.92	2.30	2.71	18.09	13.28	11.09	9.41	0.11	无
300748.SZ	金力永磁	32.39	271	0.64	1.11	1.41	1.84	50.61	29.18	22.97	17.60	0.68	无
002340.SZ	格林美	7.60	390	0.19	0.33	0.48	0.62	40.00	23.03	15.83	12.26	1.03	无
688156.SH	路德环境	26.75	25	0.82	0.95	1.45	2.19	32.62	28.16	18.45	12.21	2.00	无
002009.SZ	天奇股份	18.57	70	0.40	0.88	1.38	1.81	46.43	21.10	13.46	10.26	0.32	无
605286.SH	同力日升	50.75	90	0.90	1.22	2.05	2.86	56.39	41.60	24.76	17.74	4.05	无
002367.SZ	康力电梯	6.68	53	0.51	0.38	0.41	0.43	13.10	17.58	16.29	15.53	2.84	无

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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	303	368	374	651	930	营业收入	3376	6777	9132	11580	14568
应收款项	386	500	674	854	1075	营业成本	2895	5712	7849	9799	12428
存货净额	975	1961	2701	3378	4290	营业税金及附加	17	29	39	49	62
其他流动资产	123	129	174	221	278	销售费用	38	46	59	75	95
流动资产合计	2008	2989	3971	5181	6696	管理费用	139	229	299	414	508
固定资产	614	789	868	896	922	财务费用	9	7	1	1	(3)
无形资产及其他	223	221	263	304	345	投资收益	5	7	7	7	17
投资性房地产	1035	1105	1105	1105	1105	资产减值及公允价值变动	(2)	(10)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	58	58	72	90	100	其他收入	(26)	(170)	(200)	(220)	(281)
资产总计	3937	5161	6279	7577	9169	营业利润	254	582	681	1018	1205
短期借款及交易性金融负债	168	200	200	200	200	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
应付款项	559	813	1119	1400	1778	利润总额	253	580	680	1017	1203
其他流动负债	176	512	704	884	1121	所得税费用	25	39	72	108	127
流动负债合计	903	1524	2023	2483	3098	少数股东损益	3	9	11	16	19
长期借款及应付债券	0	9	114	184	254	归属于母公司净利润	225	532	597	893	1057
其他长期负债	28	30	33	37	39						
长期负债合计	28	39	147	221	293	现金流量表（百万元）					
负债合计	931	1562	2169	2704	3392	净利润	225	532	597	893	1057
少数股东权益	42	112	121	135	151	资产减值准备	0	8	(0)	(0)	(0)
股东权益	2965	3486	3988	4738	5626	折旧摊销	73	87	93	98	104
负债和股东权益总计	3937	5161	6279	7577	9169	公允价值变动损失	0	8	(0)	(0)	(0)
						财务费用	9	7	1	1	(3)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(335)	(516)	(460)	(444)	(574)
每股收益	0.40	0.94	1.03	1.53	1.82	其它	278	76	3	8	(4)
每股红利	0.08	0.15	0.16	0.25	0.29	经营活动现金流	243	195	233	555	583
每股净资产	5.22	6.14	6.85	8.14	9.67	资本开支	(37)	(174)	(214)	(167)	(171)
ROIC	11.27%	22.07%	20%	25%	26%	其它投资现金流	(179)	190	(18)	(29)	(46)
ROE	7.60%	15.26%	14.98%	18.85%	18.79%	投资活动现金流	(531)	(221)	(246)	(214)	(227)
毛利率	14%	16%	14%	15%	15%	权益性融资	306	131	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	8%	8%	7%	负债净变化	0	9	105	70	70
EBITDA Margin	10%	10%	9%	9%	8%	支付股利、利息	(45)	(85)	(96)	(143)	(169)
收入增长	56%	101%	35%	27%	26%	其它融资现金流	26	19	0	0	0
净利润增长率	26%	136%	12%	50%	18%	融资活动现金流	289	76	19	(63)	(76)
资产负债率	25%	32%	36%	37%	39%	现金净变动	(1)	65	6	277	279
股息率	0.5%	0.9%	1.0%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	304	303	368	374	651
P/E	44.4	18.8	17.1	11.5	9.7	货币资金的期末余额	303	368	374	651	930
P/B	3.4	2.9	2.6	2.2	1.8	企业自由现金流	0	(38)	44	316	333
EV/EBITDA	32.3	16.7	15.7	12.6	11.4	权益自由现金流	0	(11)	148	385	406

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：518046 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