

浩通科技 (301026)

贵金属回收龙头，高成长与顺周期共振

买入 (首次)

2022年12月14日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

执业证书: S0600121040010

wangqy@dwzq.com.cn

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

关键词: #新产品、新技术、新客户 #产品价格上涨

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

内容目录

1. 浩通科技：国内贵金属回收的优质企业	4
1.1. 深耕贵金属回收领域，影响力不断扩大	4
1.2. 股权集中，结构稳定	4
1.3. 营收高速增长，构建完整贵金属业务体系	5
2. 贵金属回收行业：铂系金属日益紧缺，回收行业前景广阔	7
2.1. 二次利用是对稀缺贵金属的重要补充	7
2.2. 需求端：汽车废气催显著拉动，石化&精细化工为基本盘	8
2.2.1. 国六排放标准显著拉升铂系金属需求	9
2.2.2. 精细化工率提升有望带来新增量	10
2.3. 稀贵金属回收行业集中度或将持续提升	11
2.4. 政策护航，行业健康发展	13
2.5. 贵金属价格处于较高水平，钯铑供小于求	13
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	15
3.1. 募资扩产，贵金属再生资源龙头呼之欲出	15
3.2. 公司业务结构不断优化，石化催化剂领域市场份额不断提升	16
3.3. 汽车废气催打造公司第二曲线	17
4. 技术、管理赋能，软实力铸就护城河	18
4.1. 先进技术助力发展	18
4.2. 动态管理金属库存，积极应对贵金属价格波动	20
4.3. 形成品牌优势，核心客户抗风险能力强	21
5. 新材料业务前景良好，不断丰富产品线	22
6. 盈利预测、估值与投资建议	22
7. 风险提示	24

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构 (截至 2022 年 12 月 10 日)	4
图 3:	公司营收增长迅速.....	5
图 4:	公司主营业务毛利构成.....	6
图 5:	公司各业务毛利率.....	6
图 6:	2021 年全球铂族金属储量分布.....	7
图 7:	2015-2019 年国内铂族金属储量.....	7
图 8:	行业上下游产业链.....	8
图 9:	2021 年全球铂金需求分布.....	9
图 10:	2021 年全球钯金需求分布.....	9
图 11:	我国汽车尾气催化剂对铂、钯需求.....	9
图 12:	我国化工行业对铂、钯需求.....	10
图 13:	我国乙二醇行业产量.....	10
图 14:	规模以上电子信息制造业增加值增长率.....	11
图 15:	我国电子行业对铂、钯需求.....	11
图 16:	贵金属价格走势 (单位: 元/g)	14
图 17:	公司贵金属产量.....	16
图 18:	贵金属产品销量及交付量合计 (千克)	16
图 19:	自产自销贵金属产品收入占比.....	16
图 20:	公司石油及化工领域市场份额.....	17
图 21:	我国废汽催市场规模.....	18
图 22:	公司新材料业务收入情况.....	22
表 1:	公司主要产品介绍.....	6
表 2:	行业部分主要企业.....	12
表 3:	我国贵金属回收行业相关政策规定.....	13
表 4:	全球贵金属供需关系预测.....	14
表 5:	公司募集资金用途.....	15
表 6:	废汽催领域相关在研项目	18
表 7:	公司核心技术.....	19
表 8:	公司库存商品均价与市场均价比较 (元/克)	20
表 9:	2018-2020 年五大客户/供应商招投标情况.....	21
表 10:	公司盈利预测.....	23
表 11:	可比公司估值 (2022 年 12 月 13 日)	23

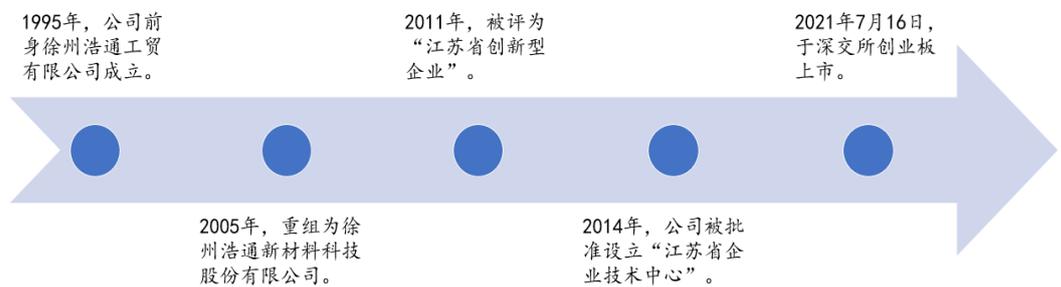
1. 浩通科技：国内贵金属回收的优质企业

1.1. 深耕贵金属回收领域，影响力不断扩大

浩通科技成立于 2005 年，是国内具有综合优势的贵金属二次资源综合利用企业。公司主营业务为贵金属回收及相关产品的研发、生产、销售和服务。公司是江苏省科技厅等部门联合认定的高新技术企业，是国家知识产权局认定的国家知识产权优势企业，是江苏省首批循环经济试点单位，并荣获江苏省创新型企业等荣誉称号。

经过多年发展，公司以先进的技术水平、完善的质量管控体系和丰富的业务经验为基础，形成贵金属回收、新材料和贸易业务三大板块协同发展的业务格局，与中石油、中石化、中海油等知名石化企业建立了长期良好的合作关系，在行业中确立了有利的竞争地位，“浩通”品牌的行业影响力不断扩大，已成为国内石油及化工领域重要的贵金属回收厂商之一。

图1：公司发展历程

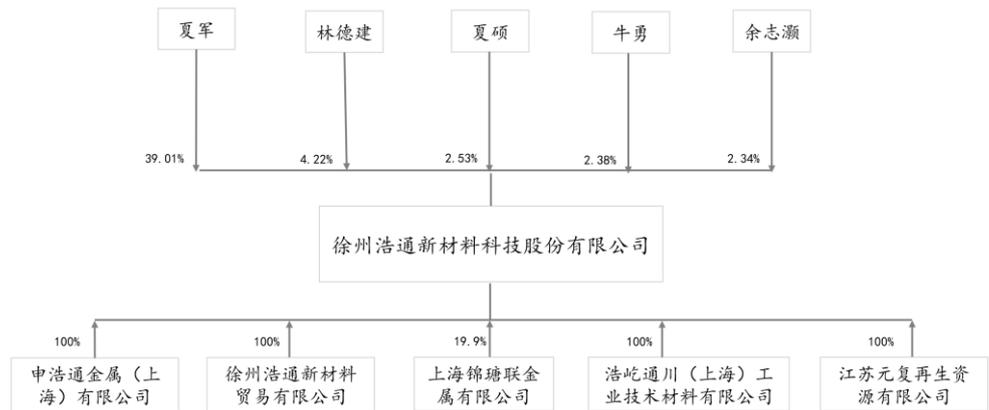


数据来源：公司官网、Choice，东吴证券研究所

1.2. 股权集中，结构稳定

截至 2022 年 Q3，公司第一大股东兼实际控制人夏军直接持股 39.01%；十大股东共计持股 58.66%。公司股权结构清晰，股权相对集中，有利于企业中长期战略的实施。

图2：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 10 日）

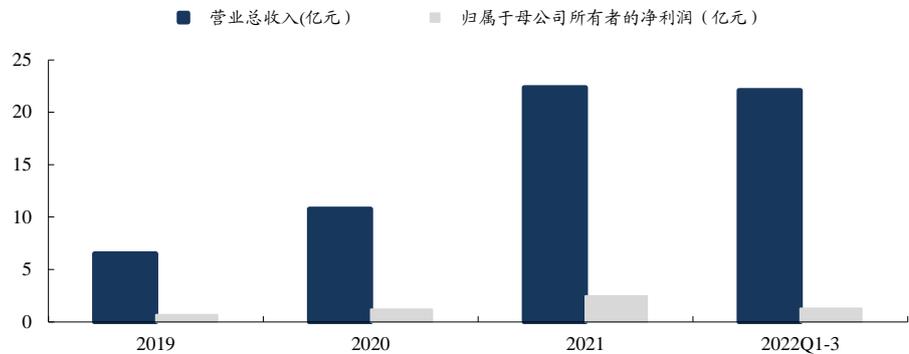


数据来源: Choice, 东吴证券研究所

1.3. 营收高速增长, 构建完整贵金属业务体系

浩通科技 2022Q1-3 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。

图3: 公司营收增长迅速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

打造“回收-新材料-贸易”的完整贵金属业务体系。公司的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, 比如二氯四氨铂、二氯二氨钯、高纯铼酸铵等; 贸易业务是公司为维护客户, 满足客户对铂、钯等相关商品的需求, 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, 是公司的核心业务。公司的主要产品为铂、钯、铑、银等贵金属及

其系列新材料产品。

表1: 公司主要产品介绍

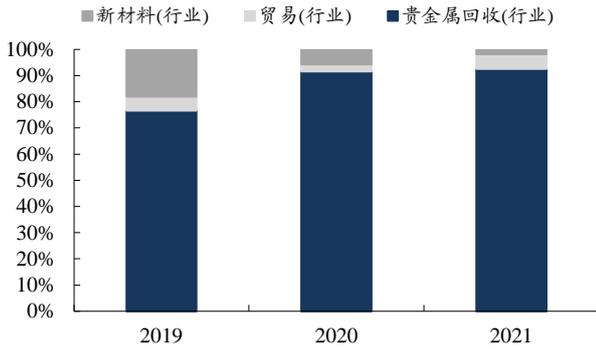
业务	产品名称	主要性状和用途
贵金属回收	铂 (Pt)	银白色金属, 具有可延展、色泽光亮、密度大、耐腐蚀、化学性质极稳定等特性, 可用于首饰, 汽催, 石化重整、异构化等催化剂, 医药, 合金, 电子元器件等。
	钯 (Pd)	银白色金属, 具有质软、良好延展性和可塑性、能大量吸氢和释放氢、与其它贵金属的合金能提高电阻率、强度、硬度等特性, 可用于首饰、汽催、石化氢化和脱氢催化剂、电子元器件等。
	铑 (Rh)	银白色金属, 具有质地坚硬, 耐磨、有延展性等特点, 可用作高质量科学仪器的防磨涂料和催化剂, 也可在一些铂合金中用作催化剂。
	银 (Ag)	银白色金属, 具有质软、极好延展性、化学性质稳定、导热、导电性好等特性, 可用于首饰, 石化催化剂, 合金, 电子元器件, 银币等。
新材料	二氯四氨铂	白色针状结晶, 具有极易溶于水、水溶液呈中性等特性, 是制作载铂催化剂的前驱化合物, 广泛应用于石化含铂催化剂等。
	二氯二氨钯	黄色粉末, 具有在空气中稳定、难溶于水等特性, 是制作各种载钯催化剂的前驱化合物、中间体化合物, 广泛应用于石化、精细化工含钯催化剂、生物医药、电子电镀等。
	铼酸铵	白色片状结晶, 具有微溶于冷水、极易溶于热水、化学性质稳定、能促进铂的催化活性等特性, 是制作铂铼催化剂的重要前驱化合物, 制取金属铼粉、微电子高新产业中新材料的基础原料, 广泛应用于石化含铂铼催化剂、电子、航天工业等。

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

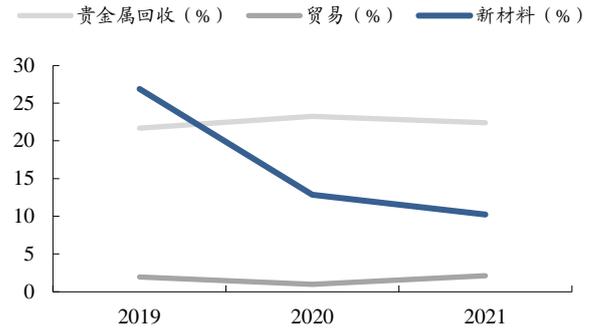
贵金属回收为公司主要毛利来源, 2021年公司贵金属回收毛利占比为93%, 毛利率为22.4%, 是公司核心业务。而贸易业务对公司利润的贡献较小。

图4: 公司主营业务毛利构成

图5: 公司各业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



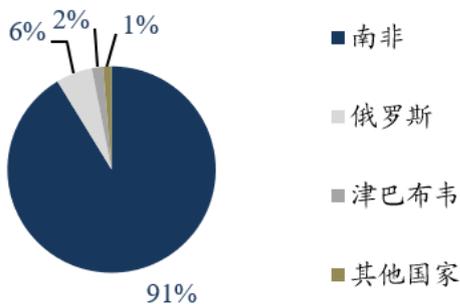
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 贵金属回收行业：铂系金属日益紧缺，回收行业前景广阔

2.1. 二次利用是对稀缺贵金属的重要补充

贵金属尤其是铂族金属在全球属于稀缺资源。铂族金属包括钌、铑、钯、铱、铂、锇六种元素，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 万吨高居首位，其次为俄罗斯、津巴布韦和美国。据其历年数据统计，2016-2018 年全球矿产铂、钯的年均产量约为 193 吨和 218 吨。若无新的矿藏发现，在市场需求逐年增量的情况下，其稀缺性将进一步提高。我国在铂族金属资源上属于极度匮乏的国家，却是贵金属消费大国。2017 年中国矿产资源报告显示我国铂系金属储量仅占全球储量的 0.5%，现阶段我国铂族金属主要依赖进口和回收。

图6：2021 年全球铂族金属储量分布



数据来源：USGS，东吴证券研究所

图7：2015-2019 年国内铂族金属储量



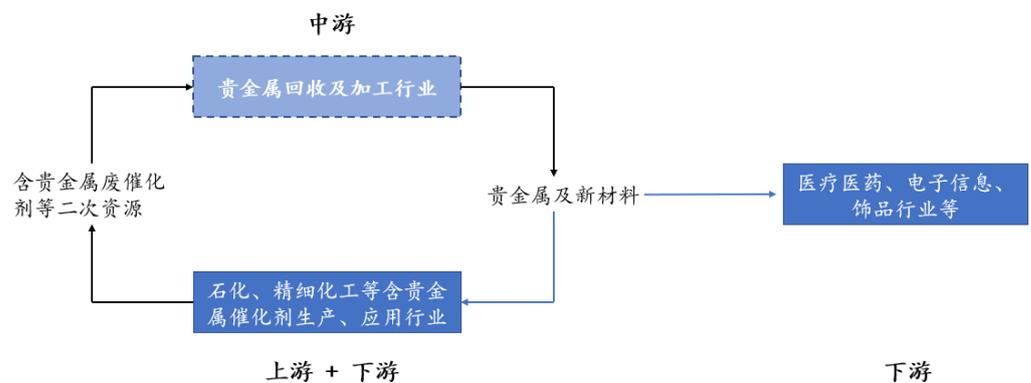
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

贵金属二次资源综合利用是对稀缺贵金属的重要补充。据统计，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相比从矿石中提炼，所得贵金属的品位高，投资少，成本低，效益高。因此含贵金属废催化剂回收不仅可以获得显著的经济效益，更可以提高资源利用率，减少环境问题。我国作为一个贵金属消费大国，每年产生大量的贵金属二次资源，贵金属回收是对贵金属资源稀缺的重要补充，符合我国可持续发展的目标要求。

贵金属回收行业的上游为石化、精细化工、汽车工业等产生含贵金属废催化剂等二次资源的行业。上述行业因需要使用贵金属生产催化剂，也是本行业的主要下游行业。公司从上述行业产生的贵金属二次资源中回收贵金属给上述行业使用，实现了贵金属的循环，同时公司生产的新材料也可作为上述催化剂的前驱体，这是贵金属回收行业的最大特点。此外，贵金属及其新材料产品也应用于医疗医药、电子、首饰饰品等行业。

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%

图8：行业上下游产业链

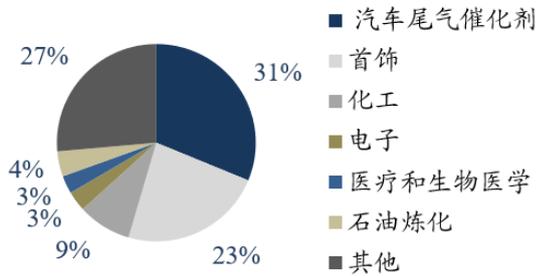


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 需求端：汽车废气催显著拉动，石化&精细化工为基本盘

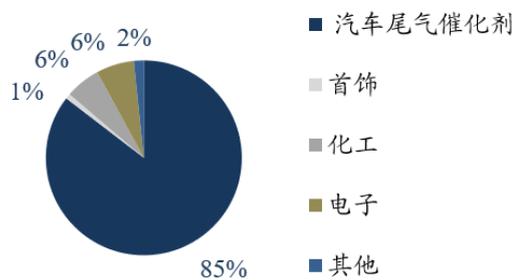
贵金属二次资源综合利用行业的主要产品为铂、钯、铑、银等贵金属及其新材料，广泛应用于石化、精细化工、汽车工业、医疗医药、电子信息以及饰品等行业。根据庄信万丰报告，2021 年全球铂的下游需求主要集中在汽车尾气催化剂（31.23%）、首饰（23.29%）、化工（8.73%）等领域；钯、铑主要应用于汽催、电子、化工等领域。我国是贵金属消费大国，据贺利氏统计，2018 年我国铂需求量占全球 26%，钯需求量占全球 24%，铑需求量占全球 20%。2019 年我国铂金需求 66.6 吨，钯金需求 97.8 吨。

图9：2021 年全球铂金需求分布



数据来源：庄信万丰，东吴证券研究所

图10：2021 年全球钯金需求分布



数据来源：庄信万丰，东吴证券研究所

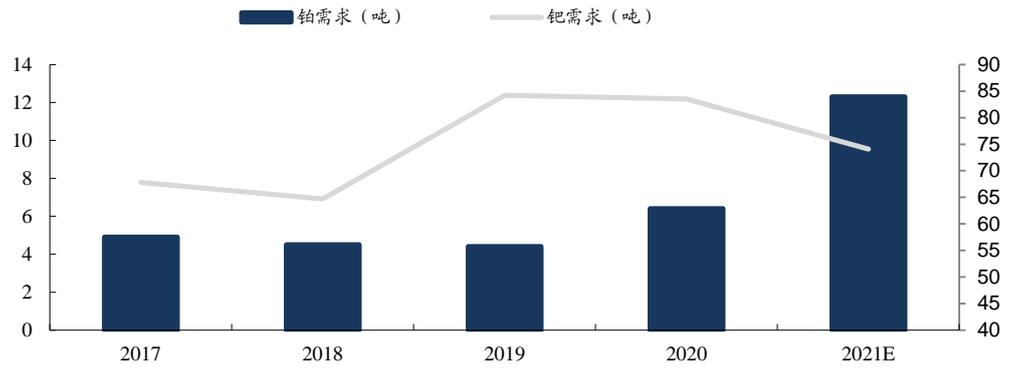
2.2.1. 国六排放标准显著拉升铂系金属需求

汽车工业对铂族金属的需求，目前主要来源于汽车尾气催化剂，未来新能源燃料电池的发展将大幅增加对铂的需求。汽车尾气催化剂中所含贵金属总含量约为 0.2%，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%。

国六标准分别于 2016 年、2018 年发布，对排放物一氧化碳、氮氧化物、碳氢化物要求将更加严格。为了符合国六标准，重型柴油车必须对后处理系统全面升级：原来满足低于国六标准的绝大部分车辆仅需要使用选择性催化还原（SCR，不需要任何铂族金属催化剂）后处理技术，而为了满足国六标准，需要加装柴油氧化剂（DOC）和柴油颗粒捕集器（DPF）。庄信万丰预计 2021 年中国重型柴油车的平均铂族金属含量将同比增长 3 倍以上，其中铂贡献了大部分增长。随着钯、铑价格急剧上升，汽车制造商开始节省汽车催化剂中的铂族金属用量，并且在后级催化剂中广泛使用铂代替钯。

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。同时，新能源汽车使用的新一代发电技术的质子交换膜燃料电池，含铂的催化剂是此类燃料电池的关键技术之一。根据《节能与新能源汽车技术路线图》，2030 年中国使用燃料电池的新能源汽车的规模将达到百万辆，预计将会带来大量对铂的需求。

图11：我国汽车尾气催化剂对铂、钯需求



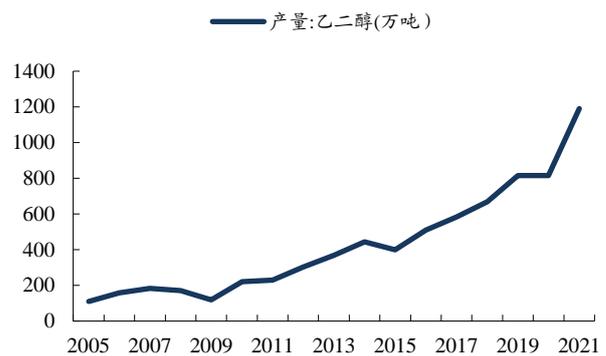
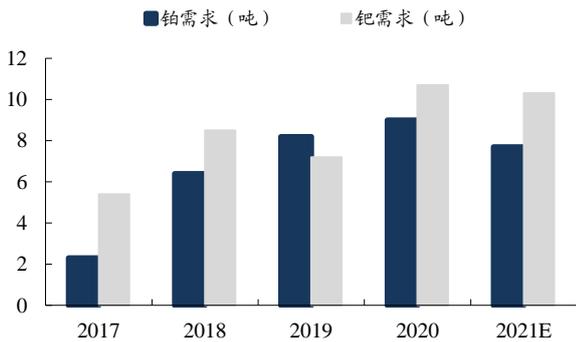
数据来源: 庄信万丰, 东吴证券研究所

2.2.2. 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。据庄信万丰报告, 地方炼化企业在 2017 年至 2019 年间新增大量产能, 使催化重整催化剂需求量至少提高四分之一。我国化工行业 2016-2020 年铂总需求量年复合增长 24.06%, 钯需求年复合增长 20.95%。中国煤制乙二醇 (MEG) 技术取得重大突破, 目前已经开始用于乙二醇生产。2020 年我国乙二醇产量 970 万吨, 同比增长 19%, 煤制乙二醇有望成为贵金属的重要消费领域。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。

图12: 我国化工行业对铂、钯需求

图13: 我国乙二醇行业产量



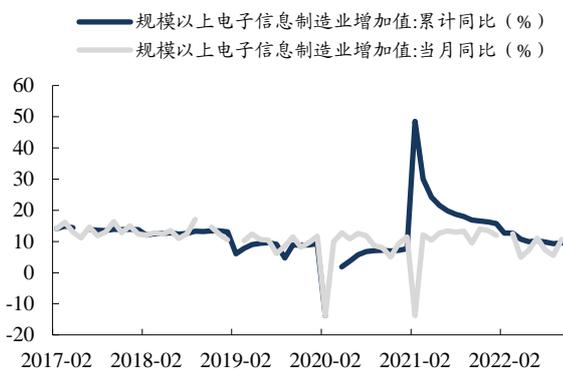
数据来源: 庄信万丰, 东吴证券研究所

数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

在电子信息制造业中, 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。2020 年电子占全球铂需求的 3.29%, 钯需求的 6.26%, 我国电子行业对铂、钯的需求分别约为 1.6

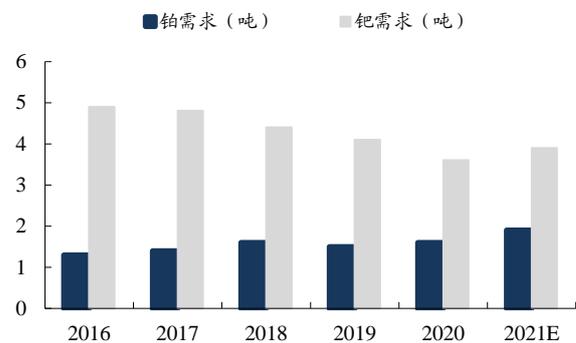
吨和 3.6 吨。随着中国产业结构升级转型，电子信息制造业的产业规模不断扩大。据工信部数据，2016-2020 年全国规模以上电子信息制造业增加值和主营业务收入均保持正增长，2020 年增加值同比增长 7.7%，主营业务收入同比增长 8.3%。2016 年底，我国“十三五”规划出台，代表新一轮科技革命和产业变革方向的战略性新兴产业将被摆在经济社会发展更加突出的位置。同期出台的《“十三五”国家信息化规划》中明确制定了我国信息化的发展目标。随着我国信息化进程的推进，对相关贵金属及新材料产品的需求将进一步提高。

图14: 规模以上电子信息制造业增加值增长率



数据来源: 工信部, 东吴证券研究所

图15: 我国电子行业对铂、钯需求



数据来源: 庄信万丰, 东吴证券研究所

贵金属及其新材料产品在医疗和医药领域的应用广泛。例如，在药物合成过程中作为催化剂；利用贵金属材料的抗腐蚀、无毒、生物相容等特性，将其应用于牙科材料、体内置入式电子装置、药物、生物传感器等。根据庄信万丰数据，2020 年医药在全球铂金需求中占比 2.94%。2020 年我国医药制造业利润总额达 3506.7 亿元，同比增长 12.41%。我国人口众多，且老龄化程度不断加剧，对医疗服务的刚性需求将不断提升；而随着国民消费观念的转变，人们更倾向于采用疗效更好、副作用更小的医疗方式，对医疗服务的非刚性需求也会逐渐增加，这使得独具特性的贵金属材料在医疗医药行业的市场前景广阔。

2.3. 稀贵金属回收行业集中度或将持续提升

由于贵金属的稀缺性，发达国家均把贵金属回收作为一个重要的产业关键环节加以布局和支持。当前国际贵金属回收产业主要集中于欧洲、日本、北美等发达国家和地区，英国庄信万丰、德国巴斯夫、贺利氏、比利时优美科、日本田中等大型跨国公司掌握着先进的贵金属回收技术，占领了较大的市场份额。我国贵金属回收于 1449-2002 年起步，铂系金属的回收及加工在此阶段比金、银起步慢。

国际跨国公司具有先发优势，我国产业技术水平仍有一定差距。目前贵金属回收市场呈现以下竞争格局：一方面，国际市场集中度高，欧美厂商占据较大份额。另外，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，例如贺利氏、优美科等。2018年9月，总投资约1.2亿美元的贺利氏贵金属工厂在江苏南京建成投产，该厂综合了贵金属回收及贵金属新材料等业务。另一方面，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，并且在各自的细分领域有了明显优势。

表2: 行业部分主要企业

区域	企业名称	基本情况
国际	庄信万丰	成立于1817年，在全球30多个国家和地区设有分支机构，是全球最大的贵金属交易商、产品制造商，主要产品包括汽车催化剂、精细化学品、贵金属以及玻璃和陶瓷工业的颜料和涂料等，广泛用于汽车尾气净化、化学品工业、石化等。
	贺利氏	成立于1851年，总部位于德国，供应贵金属产品及技术的全球性集团公司，贵金属业务主要涉及贵金属化学品、回收、合金材料、电子浆料等。
	优美科	成立于1906年，总部位于比利时，贵金属领域全球领先企业，专注于材料技术和回收，主要业务领域涵盖贵金属催化剂、贵金属和其它有色金属回收、能源及表面处理技术等。
	巴斯夫	成立于1865年，总部位于德国，是全球领先的化工企业，主要业务包括化学、材料、工业解决方案、表面技术、营养和保健、农业解决方案等。
国内	日本田中	成立于1885年，产品和业务主要包括印刷电路板和贵金属膜层材料、继电器和接插件、粘结技术和精密加工、仪器和测量装置、催化剂和化合物、贵金属回收等
	贵研铂业	成立于2000年，2020年营业收入289.26亿元。拥有较完整的贵金属产业链，业务领域涵盖了贵金属合金材料、化学品、电子浆料、汽车催化剂、工业催化剂、金银及铂族金属回收、贵金属贸易和分析检测。
	易门资源	贵研铂业的全资子公司，主营业务为贵金属资源冶炼技术的开发和应用、贵金属二次资源（废料）的收购和来料加工、贵金属基础化合物加工制造、特种粉体材料的制备、催化剂及其中间产品销售、经营本单位研制开发的技术和产品、经营铂族金属及其相关的技术与货物进出口等。
	惠城环保	成立于2006年，2020年营业收入3.24亿元。主营业务是为炼油企业提供废催化剂处理服务，研发、生产、销售FCC催化剂、复活催化剂、再生平衡剂等资源化综合利用产品。
	浩通科技	成立于2005年，2021年在深交所创业板上市，2020年营业收入10.76亿元。主营业务有贵金属回收、新材料、贸易。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

未来我国贵金属回收行业集中度或将提升。目前业内较大的国有、民营或合资企业

有 150~200 家，整体而言利润率低，市场定价机制不够健全。此外，本土企业较分散，无法形成规模效应，相较外资企业竞争能力弱。近年来，我国环保、安全生产等领域监管加强，对行业内不规范企业冲击较大，随着不达标企业的整顿或退出，客观上加速行业集中，为业内优势企业占据更大国内市场份额创造了良好的条件。

2.4. 政策护航，行业健康发展

政策驱动贵金属回收行业发展。近年来，国家对资源综合利用行业高度重视，相继出台了一系列促进行业发展的政策，随着行业的发展，从事贵金属回收的企业逐渐增多，技术也在不断进步。同时，我国也出台了一系列政策加大了环保监管的力度，用以规范行业健康有序发展。2020 年 7 月中共中央政治局会议指出：“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，我国主要贵金属原始矿产供小于求，对外依存度较高，贵金属回收产业的发展是贵金属实现内循环的重要环节。

表3: 我国贵金属回收行业相关政策规定

时间	部门	规定	主要相关内容
2016.12	工信部、商务部、科技部	《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》	到 2020 年，基本建成管理制度健全、技术装备先进、产业贡献突出、抵御风险能力强、健康有序发展的再生资源产业体系，再生资源回收利用量达到 3.5 亿吨。提高铜、镍、金、银、铂、钯等金属利用效率。建设再生贵金属吨级以上资源化示范企业。
2017.04	发改委	《循环发展引领行动》	明确到 2020 年，资源循环利用产业产值达到 3 万亿元，75% 的国家级园区和 50% 的省级园区开展循环化改造。
2019.02	发改委	《绿色产业指导目录（2019 年版）》	鼓励发展清洁生产产业中的危险废物处理处置产业。
2019.10	生态环境部	《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》	提出到 2025 年年底，建立健全“源头严防、过程严管、后果严惩”的危险废物环境监管体系；各省（区、市）危险废物利用处置能力与实际需求基本匹配，全国危险废物利用处置能力与实际需要总体平衡，布局趋于合理。
2019.10	发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	将“再生资源、建筑垃圾资源化回收利用工程和产业化”列为鼓励类。

数据来源：发改委、工信部、生态环境部，东吴证券研究所

2.5. 贵金属价格处于较高水平，钯铑供小于求

根据 2021 年信万丰铂族金属市场报告，2021 年全球铂的供应和回收总量将大于需求；钯金市场仍处于结构性短缺状态，2021 年短缺将扩大至 25.8 吨；铑的供应虽然加大，但预计仍有 1 吨的供给缺口。

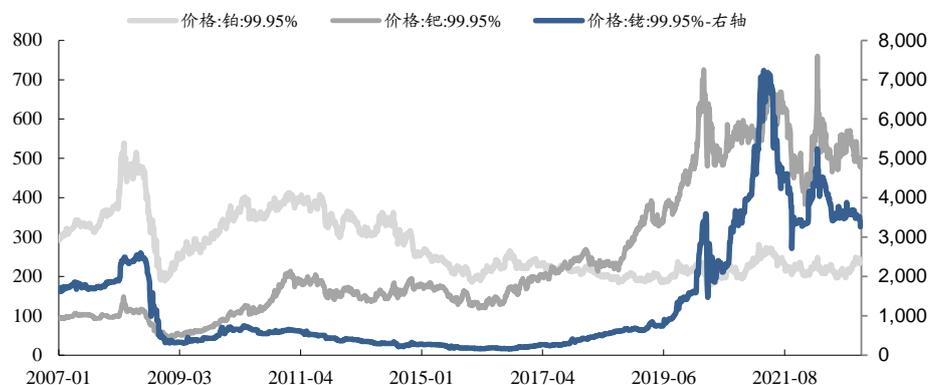
表4: 全球贵金属供需关系预测

	2019	2020	2021
铂			
供应 (吨)	187.3	153.8	189.7
回收 (吨)	65.1	53.4	59.2
需求 (吨)	263.8	228	229.8
供给缺口	11.4	20.8	-19.1
钯			
供应 (吨)	221	191.6	209.9
回收 (吨)	106.1	97	111
需求 (吨)	355.3	311.3	346.7
供给缺口	28.2	22.7	25.8
铑			
供应 (吨)	23.1	18.9	23.3
回收 (吨)	11.1	10.5	11.8
需求 (吨)	36.2	31.7	36.1
供给缺口	2	2.3	1

数据来源: 庄信万丰, 东吴证券研究所

贺利氏贵金属 2021 报告中指出, 铂相比黄金和钯更加划算, 氢经济的发展以及铂含量更高的汽油车催化剂的推广可能会帮助铂金继续吸引长期投资者的兴趣, 铂的价格不会大幅下跌。我国贵金属供给有限, 需求旺盛。

图16: 贵金属价格走势 (单位: 元/g)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

我国贵金属供给有限，需求旺盛。国产铂的价格自 2017 年以来较为稳定，而钯、铑的价格整体呈上升趋势。其中铑的价格上涨最快，2021 年 3 月曾达到 7237.5 元/克。

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

3.1. 募资扩产，贵金属再生资源龙头呼之欲出

根据公司公告，公司计划使用募集资金投资“新建贵金属二次资源综合利用项目”、“研发中心建设项目”、“工厂智能化改造建设项目”、“补充流动资金”、“浩博新材贵金属二次资源综合利用项目”。

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%。

1) 新建贵金属二次资源综合利用项目

公司将首次项目计划形成新增废催化剂处理能力 1,500 吨/年，建设期为 2 年，计划建成时间为 2023 年 12 月。项目建成后第一年产能利用率达 50%，第二年产能利用率 70%。该项目建设达产后废催化剂处理设计产能由现有 3,000 吨/年增至 4,500 吨/年。

2) 浩博新材贵金属二次资源综合利用项目

废汽催回收是贵金属回收市场的重要增长点，市场规模巨大且增长强劲、迅速。为满足日益增长的废汽催、石化和精细化工等行业贵金属废剂综合利用的需求，浩博新材拟在江西省抚州市抚北工业园区建设全国最大的贵金属二次资源回收基地。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。项目建设期为 3 年，其中一期项目 12 个月，二期项目 24 个月。

表5：公司募集资金用途

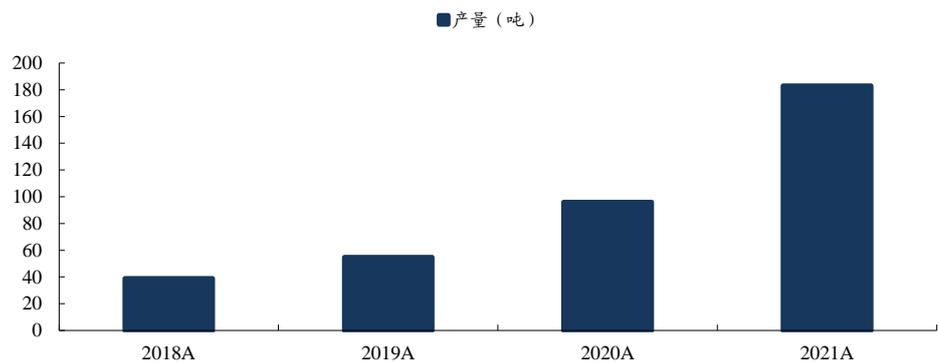
项目名称	投资总额 (万元)	建设期	扩产计划
新建贵金属二次资源综合利用项目	4,987.08	2 年	形成废催化剂处理能力 1,500 吨/年。
研发中心建设项目	55.34	2 年	/
工厂智能化改造建设项目	2,166.06	1 年	/
补充流动资金	19,900.15		
浩博新材贵金属二次资源综合利用项目	19,976.55	3 年	一期处理废汽催 3,000t/a；二期处理废汽催 12,000t/a、含钯等废剂 3,000t/a。
合计	47,085.18		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 公司业务结构不断优化，石化催化剂领域市场份额不断提升

贵金属回收处理规模不断扩大。公司贵金属回收业务的原材料为含贵金属废催化剂等。2021 年公司贵金属产量大幅增长至 184 吨，同比增 92%，主要系 2021 年度公司含银废催化剂处理量大幅增加所致。

图17: 公司贵金属产量

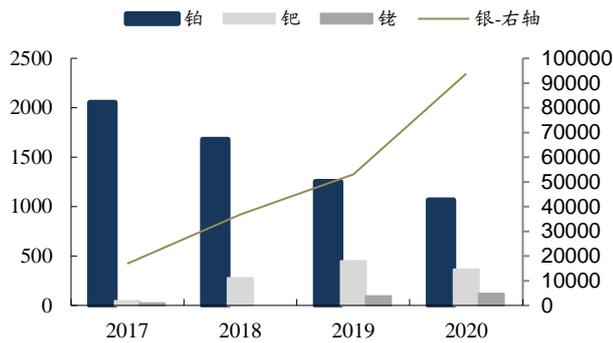


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

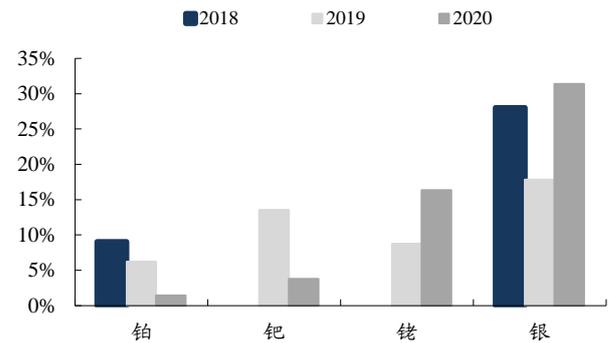
贵金属回收业务发展良好，业务结构不断优化。近年来公司贵金属回收业务产出金属结构不断优化，虽因上游企业卸剂类型差异、卸剂周期等因素影响，2018-2020 年铂回收暂时下降，但铑、银回收规模呈持续上升，钯回收整体亦呈良性发展。2020 年公司贵金属回收业务同比增加 2.79 亿元，同比增长 84.25%，主要因为自产自销铑、银业务增长。2020 年铑的市场价格大幅上涨，公司将自产自销铑的均价由 897.31 元/克提升至 2365.73 元/克，加之 2020 年公司铑的产量同比增加 36.76%，铑业务收入迅速增加。银业务增长同样是由于产品价格及产销量增长。

图18: 贵金属产品销量及交付量合计 (千克)

图19: 自产自销贵金属产品收入占比



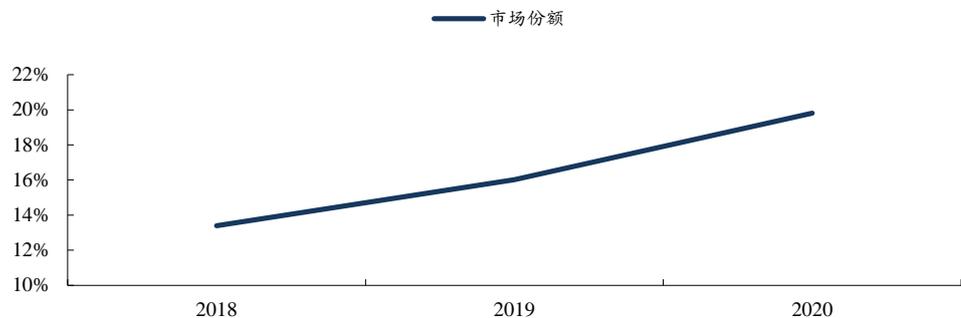
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

公司贵金属回收业务在石化领域的市占率逐年上升。目前公司贵金属回收业务主要集中于石油及化工领域, 已成为国内石油及化工领域重要的贵金属回收厂商之一。据公司测算, 2018-2020 年在该领域市场份额稳步上升, 2020 年达到 19.81%, 这是公司竞争优势提升的直接体现。

图20: 公司石油及化工领域市场份额

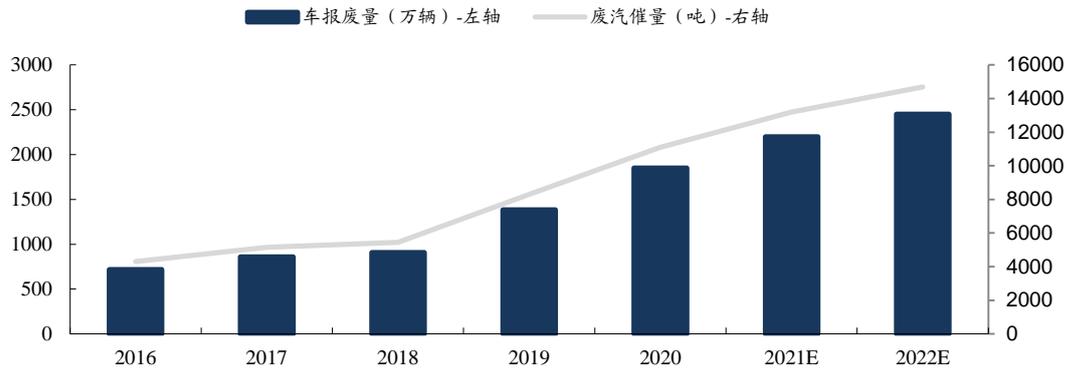


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

3.3. 汽车废气催打造公司第二曲线

汽车催化剂中所含贵金属为铂、钯、铑, 贵金属总含量约为 0.2%。理论上, 汽催在使用 5 年左右失效, 机动车需更换新的汽催。但现实中, 车主张常采用其他措施而非更换汽催来通过尾气年检, 故大多机动车在报废后才产出废汽催。根据测算, 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。

图21: 我国废汽催市场规模



数据来源: 中国产业信息网、中投顾问产业研究中心, 东吴证券研究所

废汽催领域贵金属回收业务有望成为公司新的盈利增长点。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“从废汽车尾气净化催化剂中回收铂钯铑的技术研究”、“废汽车尾气净化催化剂电弧炉熔炼关键技术及装备工程示范”等多个在研项目的积极进展亦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。

表6: 废汽催领域相关在研项目

项目名称	研发内容和目标	研发进度	经费预算 (万元)	技术水平
从废汽车尾气净化催化剂中回收铂钯铑的技术研究	开发环保、经济、高效的铂、钯、铑分离及提纯新技术, 解决铂、钯、铑分离难的问题, 从而提高铂、钯、铑的金属回收率	扩大试验	300	行业先进
废汽车尾气净化催化剂电弧炉熔炼关键技术及装备工程示范	实现贵金属成分的精准检测、减少贸易分歧, 实现废汽车尾气净化催化剂高值化、无害化、资源化回收	精准取样方法和技术方案论证	1,000	行业领先

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

4. 技术、管理赋能, 软实力铸就护城河

4.1. 先进技术助力发展

贵金属回收行业具有资质壁垒和技术壁垒。一方面, 《危险废物经营许可证》是从

事属于危险废物的含贵金属废催化剂处置、利用的必备资质，该证书申请要求较为严格，审批时间较长，获取难度较大，对新进入者构成较高的资质壁垒。公司持有的危险废物经营许可证核准经营规模为 4000 吨/年（其中包含汽车尾气净化催化剂 1000 吨/年）。另一方面，贵金属回收行业属于技术密集型产业，具有较高的技术壁垒。贵金属回收对工艺、产品、设备、材料及环保技术具有较高的要求，而包括离子交换、萃取、高温高压溶解、选择性溶解分离等在内的工艺技术是决定贵金属产品质量和生产经济性的最重要因素。

注重研发合作，拥有多项国内领先水平的核心技术。公司注重科技创新，坚持以技术进步带动业务发展，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。同时，公司拥有江苏省贵金属综合利用工程技术研究中心、江苏省认定企业技术中心、江苏省企业研究生工作站，同时不断巩固与东北大学、中国矿业大学等科研院所的产学研合作，并与夫·尼·古利朵夫克拉斯诺亚尔斯克有色金属厂开放式股份公司开展合作。

表7: 公司核心技术

技术名称	技术来源	创新类型	技术特点	技术所处阶段
铂溶解液的富集	自主研发	原始创新	利用特定离子交换树脂对铂的高效吸附作用，实现了高效、经济地富集溶液中铂的目的，经济、环保、劳动强度低	产业化
钯浸出液循环使用技术	合作研发	原始创新	钯浸出液富集钯后返回浸出，从而降低废催化剂的处理成本，实现生产过程减量化、资源化的目的	产业化
含铂废催化剂尾液制备硫酸铝净水剂技术	自主研发	原始创新	提取铂后的硫酸体系尾液，采用特定工艺净化溶液，制成硫酸铝净水剂产品，实现了液相、固相的零排放	产业化
含铂、含钯废催化剂物料的焙烧技术	自主研发	原始创新	利用含铂、含钯物料的不同成分特点，采用针对性的焙烧技术，脱除物料中的炭及有机物，达到降低焙烧时间和能耗的目的	产业化
火法回收铂族金属技术	合作研发	原始创新	利用电弧炉将物料中的铂族金属富集成合金，提高了金属回收率，无废水排放，玻璃体可用于建筑材料，实现了二次资源的减量化、无害化、资源化	产业化
含银废催化剂无污染回收技术	自主研发	原始创新	利用特定无污染选择性浸出、还原工艺，浸出液循环使用，较常规用酸量减少 40%以上，极大限度地节能减排	产业化

电镀用钯盐的制备技术	自主研发	原始创新	采用溶解竞争原理、创新配位体系，利用不同配位体溶解性质差异、配位数转移等创新技术，开发出不含氯、硝酸根的钯盐等新一代绿色电镀用新材料	已具备技术实力，待推向市场
------------	------	------	--	---------------

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司主持及参与制定的现行有效国标数量较多。凭借较强的技术研发实力，公司主持制定了 2 项国家、10 项行业、1 项团体标准，参与制定了 5 项国家、10 项行业、2 项团体标准，在行业技术标准制定和规范运作等方面具有较为广泛的影响力。

4.2. 动态管理金属库存，积极应对贵金属价格波动

公司在原料获取阶段积极防范风险。在贵金属价格处于历史低位、价格波动相对稳定、预计未来市场供求无重大不利变化等条件下，公司提高以自产自销方式获取原料的比例，并根据分析采取远期、期货等措施。2019 年和 2020 年，钯、铑、银价格处于高位，原料成本较高，公司通过远期交付合同、期货套期保值等方式采取了避险措施；2020 年 11 月，鉴于银原料价格较高，公司对银多批次原料进行了卖出期货的对冲操作。

动态管理贵金属库存。公司根据贵金属历史价格历史判断价格区位，并结合近期贵金属价格走势、库存成本、风险承受能力等因素综合考虑管理库存。除铂以外，公司各期末贵金属库存商品可承受的贵金属价格下降的空间均较大、安全边际较高。同时，公司不断拓展风险锁价措施，不断扩大可做避险交易群体，目前已开辟并积累了广发期货有限公司、永兴贵研资源有限公司等渠道和伙伴，可为公司提供期货合约、远期合约、点价结算、远期交付合同等锁价服务。

表8：公司库存商品均价与市场均价比较（元/克）

库存商品		铂	钯	铑	银
2020.12.31	库存均价（A）	168.99	426.55	2,972.64	-
	市场价格（B）	205.82	499.12	3,669.47	-
	可承受下跌空间（C=（A-B）/B）	-17.89%	-14.54%	-18.99%	-
2019.12.31	库存均价（A）	166.49	254.33	518.8	2.81
	市场价格（B）	198.74	430.09	1,584.50	3.87
	可承受下跌空间（C=（A-B）/B）	-16.23%	-40.87%	-67.26%	-27.26%
2018.12.31	库存均价（A）	161.25	112.39	-	2.63
	市场价格（B）	162.92	280.17	-	3.11
	可承受下跌空间（C=（A-B）/B）	-1.03%	-59.88%	-	-15.34%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4.3. 形成品牌优势，核心客户抗风险能力强

贵金属回收行业的具有较高的客户壁垒。石化、精细化工含贵金属废催化剂市场的供应方主要为中石油、中石化、中海油、大型地方炼油厂等石化企业以及中化集团、巴斯夫、陶氏化学等大型化学工业企业，该等企业倾向与规模较大、资质齐全、运营规范的贵金属回收企业进行合作。

公司核心业务客户和供应商集中度较高。一方面，是由于石化与精细化工行业集中度高，形成了以央企、地方国企及大型民营企业为主导，中小企业激烈竞争的行业格局。同时石化与精细化工行业卸剂存在时点集中性。另一方面，是贵金属贸易商、其他贵金属应用行业客户集中度高系择优销售的结果。

公司核心客户规模较大、抗风险能力较强，建立了良好的合作关系。公司客户主要包括两类，一是石油和化工行业企业，二是贵金属贸易商、其他贵金属应用行业企业，其中第一类客户为公司的主要服务对象。公司核心客户主要为石化与精细化工行业中的央企、地方国企和大型民营企业，该类优质企业具有资质情况良好、规模较大、抗风险能力较强等特点。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。公司被中国石化催化剂有限公司贵金属分公司在 2012 年评为“战略合作伙伴”、2018 年评为“战略合作供应商”；2016 年公司取得中石油“物资供应商准入证”。公司业已成为以上客户重要的贵金属回收服务商之一。此外，公司积极拓展地方性石油和化工行业合作伙伴，目前已与兖矿鲁南化工有限公司、陕西延长石油（集团）有限责任公司等形成良好的合作关系。

表9：2018-2020 年五大客户/供应商招投标情况

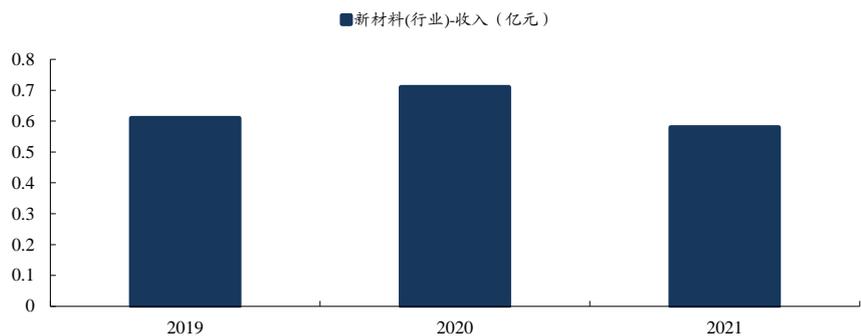
	客户/供应商名称	业务发生期间	业务类型	企业性质
中石化	中国石化催化剂有限公司贵金属分公司	2018-2020 年	贸易、新材料	国有
	上海赛科石油化工有限责任公司	2018 年	贵金属回收	国有
	中石化南光（上海）实业有限公司	2019 年	贸易	国有
	中石油	2018-2020 年	贵金属回收贸易新材料	国有
	中沙（天津）石化有限公司	2018 年、2020 年	贵金属回收	国有外资合营
	兖矿鲁南化工有限公司	2019 年	贵金属回收	国有
	山东玉皇化工	2019 年	贵金属回收	民营
	江苏斯尔邦石化有限公司	2020 年	贵金属回收	国有

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

5. 新材料业务前景良好，不断丰富产品线

公司对外销售或提供深加工服务的新材料产品主要包括：铂基材料（二氯四氨铂等）、钯基材料（二氯二氨钯、硝酸钯等）、铑基材料（乙酰丙酮三苯基膦羰基铑等）、铼酸铵等。公司新材料业务占比较小。

图22：公司新材料业务收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新材料业务以自产自销为主。自产自销模式下，公司与客户签署销售合同，生产加工新材料产品销售给客户。该业务模式下的原材料来源包括对公司自产的贵金属进行二次深加工或外购贵金属原材料，后者情况占大多数。

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

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 公司主营业务贵金属回收因生产周期、库存和套期保值敞口等原因，贵金属价格下跌时公司利润下降。
- 2) 公司产能增长较快。公司 2021 年废旧催化剂处理量约 1700 吨，但公司本部今年处理能力达到 4000 吨。子公司浩博新材规划一期废汽催处理规模为 3,000 吨；二期新处理规模为 12,000 吨，项目达产后，预计将成为国内最大的贵金属二次资源综合利用基地及智慧化工厂之一。

3) 铂族金属供给有限, 我国现阶段主要依赖进口和回收, 行业需求巨大。

表10: 公司盈利预测

		2021A	2022E	2023E	2024E
贵金属回收	收入 (百万元)	1323	1429	2458	3097
	YOY	117%	8%	72%	26%
	毛利率	22.40%	14%	17%	19%
	毛利 (百万元)	296	200	413	601
	YOY	-4%	-28%	65%	41%
贸易	收入 (百万元)	855	1710	2907	3721
	YOY	118%	100%	70%	28%
	毛利率	2.10%	1%	1%	1%
	毛利 (百万元)	18	17	19	30
	YOY	114%	-5%	11%	58%
其他	收入 (百万元)	58	61	135	182
	YOY	-19%	5%	121%	35%
	毛利率	2.50%	21%	13%	11%
	毛利 (百万元)	23	13	18	19
	YOY	2%	-44%	42%	7%
合计	收入 (百万元)	2237	3200	5500	7000
	YOY	108%	43%	72%	27%
	毛利率	14%	7%	8%	9%
	毛利 (百万元)	321	230	450	650
	YOY	11%	-26%	52%	40%

数据来源: 公司公告, WIND, 东吴证券研究所

因此, 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。

表11: 可比公司估值 (2022 年 12 月 13 日)

证券简称	股票代码	股价 (元/股)	PE			EPS (元)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E

贵研铂业	600459.SH	15.36	23	19	15	0.7	0.8	1.1
格林美	002340.SZ	7.72	41	23	16	0.2	0.3	0.5
行业平均			32	21	15			
浩通科技	301026.SZ	38.16	24	12	8	1.6	3.2	4.6

数据来源: wind, 东吴证券研究所 (估值非加粗数据来自 WIND 一致预测)

7. 风险提示

1) 贵金属市场价格波动。

公司利润主要来源为贵金属回收及新材料业务, 贵金属价格波动对公司业绩影响较大。以自产自销模式的贵金属回收为例, 作为原料的贵金属二次资源的定价主要由购买时点的贵金属价格决定, 从公司付款提货、运输至公司、投入生产至最终生产出贵金属, 时间跨度较长, 期间贵金属价格波动可能较大, 若采取价格风险管理措施不充分有效, 贵金属价格上涨有助于提升毛利率和公司盈利, 价格下跌则相反。

2) 贵金属回收业务集中风险。

我国石化行业目前形成了以中石化、中石油为主, 中海油、中化集团、中国兵器、地方炼厂、外资及煤基油品企业等多元化的发展格局, 公司贵金属回收业务也主要源于上述公司。如果中石油、中石化等主要合作对象经营环境、生产状况、含贵金属废催化剂处置政策发生重大变化, 可能在短期内对公司的生产经营造成一定影响。

3) 市场竞争加剧风险。

近年来, 贺利氏等全球领先的贵金属巨头也非常看好国内贵金属市场, 纷纷进入, 加速了国内业务布局。国外巨头境内布局, 公司等境内贵金属企业可能面临市场竞争加剧的风险。

4) 环保政策变动风险。

随着环境治理需求和国民环保意识的日益提高, 我国环保政策日益趋严, 若出台更为严格的环保法律法规及相关标准, 公司已有、在建及拟投资项目均有可能增加相应的运营成本或延长投资回收期, 从而对公司经营业绩产生一定影响。

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,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

