



买入 (上调)

所属行业: 机械
当前价格(元): 14.32

证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

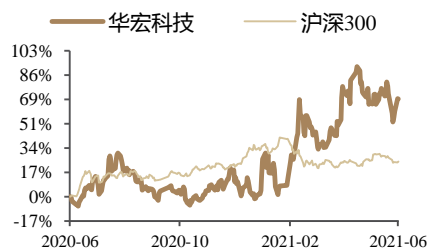
邮箱: nizy@tebon.com.cn

杨任重

资格编号: S0120521030002

邮箱: yangrz@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.72	-4.95	17.85
相对涨幅(%)	1.95	-5.41	15.55

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 1.公告点评《收购江西万弘, 稀土回用市占率持续提升》, 2021.5.6
- 2.首次覆盖《再生资源利用新星, 受益稀土价格上涨》, 2021.4.24

华宏科技(002645.SZ): 跳出周期看成长, 看好稀土回用业务潜力

投资要点

- **稀土供需转向偏紧, 未来价格不悲观。**稀土价格本轮已震荡上涨1年有余, 此次涨价有别于2017和2019年的短期炒作, 涨幅更大、时间更长, 驱动力在于供给出清后下游磁材需求的高速增长。需求来看, 钕铁硼磁材需求的本质是日益增长的节能减排需求, 未来3年新能源汽车、工业机器人、变频空调等有望带来钕铁硼磁材10%的复合增速。供给端来看, 进口矿山产能基本饱和且存在扰动因素, 国内稀土配额大增验证供需偏紧、未来或主要起调节作用。本轮重稀土涨幅>轻稀土>磁材的情况说明过去多年的稀土打黑已初现成效, 未来供需或维持紧平衡;
- **稀土回用: 受益稀土涨价, 但更重要的是成长逻辑。**2020年公司通过收购细分龙头鑫泰科技进入稀土回用行业, 稀土回用环保效益显著, 是政策支持的方向。磁材废料的产生与磁材需求量高度相关, 随着价格的提升, 废料供给仍有提升空间。而稀土回用产能受到政府管制, 2014年以来无新进入者。稀土回用业务的利润本质是固定加工费和具备价格弹性的不计价元素, 受益涨价的同时也受益稀土供需偏紧的转变, 而非涨价带来的短期库存收益, 即便未来稀土跌价, 净利率受到的影响也相对有限。鑫泰科技的核心壁垒在于原料管理和生产工艺的knowhow, 盈利能力远超行业平均水平, 具备内生外延扩产的能力。公司在2017年已有成功整合吉水金诚的先例, 近期收购的江西万弘已完成并表, 未来提效值得期待;
- **公司成长性存在预期差, 看好未来估值修复。**公司业务复合性强, 2021年起稀土回收利用以及汽车拆解及废钢运营利润将占到公司利润的70%, 由过去单纯的周期设备制造商转向资源回用运营商。今年16x的预测PE远低于稀土行业35x的一致预期, 同时我们对于公司今年的盈利判断包含了未来稀土跌价的一定预期, 较为谨慎。现阶段下游磁材行业估值普遍高于上游矿企, 溢价可能在于磁材市场竞争更好, 存在产生龙头企业的可能。而稀土回用作为资源回用的细分行业, 准入受限、技术和管理门槛更高, 业务运行市场化、不依赖补贴, 具备成长性和龙头企业诞生的可能。
- **投资建议。**通过调研和跟踪研究我们调整了公司稀土业务的盈利模型, 上调公司2021~2023年盈利预测至5.3、7.1和8.1亿元, 对应当前83亿市值下的PE分别为16、12和10x, 整体估值位于历史20%分位数以下, 处于历史较低水平, 和固废行业头部企业相当但成长性更强, 看好未来业绩表现, 上调至“买入”评级;
- **风险提示:** 1、钕铁硼磁材需求不及预期; 2、稀土价格大幅回调; 3、公司产能投运不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	582.69
流通A股(百万股):	458.11
52周内股价区间(元):	7.95-16.35
总市值(百万元):	8,396.59
总资产(百万元):	4,242.08
每股净资产(元):	5.44

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,161	3,376	5,797	8,186	9,359
(+/-)YOY(%)	12.8%	56.2%	71.7%	41.2%	14.3%
净利润(百万元)	179	225	531	709	810
(+/-)YOY(%)	14.0%	25.8%	135.8%	33.5%	14.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.39	0.91	1.22	1.39
毛利率(%)	21.0%	14.2%	19.9%	18.7%	18.5%
净资产收益率(%)	9.2%	7.6%	15.3%	17.2%	16.6%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



核心逻辑及区别于市场的观点

- 1) **稀土价格不悲观**: 本轮稀土价格上涨有别于 2017 和 2019 年, 涨幅更大、周期更长, 背后的原因在于供给出清后下游磁材需求的高速增长, 未来国内稀土指标释放主要起到调节作用、进口增量存在不确定性, 整体供给释放有限且滞后于价格波动, 对于未来 2 年的稀土价格不应过度悲观。
- 2) **稀土回用行业具备成长性, 不是简单的周期行业价格博弈**: 公司 Q1 业绩的快速增长是稀土涨价、产能释放以及磁材废料供应宽松形成的共振, 而非简单的涨价带来库存收益。稀土回用行业牌照受到国家管制, 近 7 年无新进入者。由于资源回用行业整体附加值较低, 市场尚未意识到公司优秀的管理能力和多年的工艺积累在行业中已形成很强的核心竞争力, 高于行业的盈利能力使其具备了内生外延扩张产能提升市占率的能力。

关键假设

- 1) 新能源汽车、机器人、变频空调等需求持续向好, 持续支撑钕铁硼磁材需求, 磁材废料供应保持宽松;
- 2) 公司产能如期释放, 同时回用行业监管政策不出现巨大改变。
- 3) 稀土价格基本维持现状, 即 2021~2023 年氧化镨钕均价分别为 50、40、40 万元/吨。

股价表现的催化因素

- 1) 公司业绩的快速增长;
- 2) 稀土价格的企稳;
- 3) 后续潜在的外延并购和内生产能扩张

主要风险

- 1) 钕铁硼磁材需求不及预期;
- 2) 稀土价格大幅回调
- 3) 公司产能投运不及预期。

内容目录

1. 稀土供需由宽松转向偏紧，未来价格不悲观	5
1.1. 近一年稀土价格震荡上涨，未来或难再卖到土的价格	5
1.2. 需求：钕铁硼磁材助力碳中和，看好氧化镨钕未来 10%复合增长	5
1.3. 供给：进口存在扰动，国内配额调节，稀土打黑初现成效	7
2. 稀土回用：受益稀土涨价，但更重要的是成长逻辑	10
2.1. 稀土回用环保效益显著，废料供给尚有提升空间	10
2.2. 管理和技术共筑行业壁垒，看好鑫泰科技市占率持续提升	11
2.3. 未来稀土价格波动对业绩影响有限，盈利稳定性无需过分担忧	13
3. 盈利预测和估值分析	15
3.1. 盈利预测与业绩拆分	15
3.2. 成长性有待市场认知，看好估值修复	16
4. 风险提示	17

图表目录

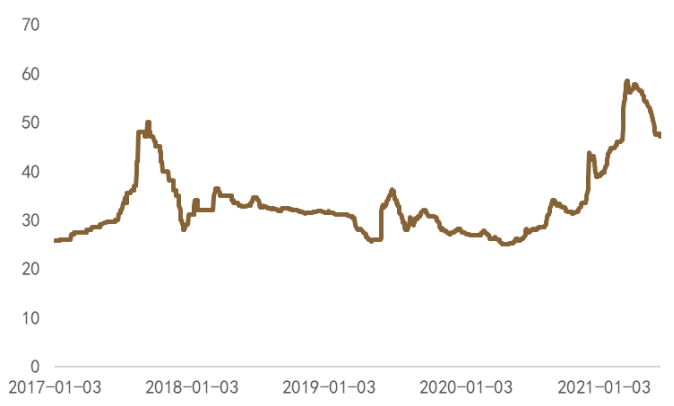
图 1: 氧化镨钕结算价 (万元/吨).....	5
图 2: 氧化镝、氧化铽结算价(万元/吨)	5
图 3: 2018 年稀土功能材料产值占比	6
图 4: 2018 年高性能钕铁硼磁材主要应用领域占比	6
图 5: 国内新能源汽车产量及同比.....	7
图 6: 变频空调月度产量情况.....	7
图 7: 机器人累计产量情况及增速.....	7
图 8: 全球风电新增装机情况.....	7
图 9: 缅甸进口海关数据	8
图 10: 美国进口海关数据	8
图 11: 钕铁硼磁材和氧化镨钕价格波动对比	8
图 12: 氧化镨钕和氧化镝价格波动对比	8
图 13: 氧化镨钕社会库存量情况(吨).....	10
图 14: 稀土及稀土回用行业产业链.....	10
图 15: 2019H1 公司分产品收入占比及毛利率情况	11
图 16: 公司氧化镨钕收入占比和毛利率相对稳定	11
图 17: 稀土回用流程图.....	12
图 18: 鑫泰科技历史业绩	12
图 19: 2020 年鑫泰科技和江西万弘单吨废料盈利对比(元/吨).....	12
图 20: 2020 年回收企业产量分布	12
图 21: 鑫泰科技历史收入、库存及库存周转率	14
图 22: 公司历史 PE (TTM) 估值情况.....	17
表 1: 2017~2021 年稀土冶炼分离总量控制指标.....	8
表 2: 2021 第一批指标稀土开采、冶炼分离总量(吨).....	9
表 3: 氧化镨钕供需平衡表(万吨).....	9
表 4: 鑫泰科技未来产量测算.....	13
表 5: 鑫泰科技 2021 年利润对氧化镨钕均价的敏感性分析.....	14
表 6: 华宏科技历史收入及盈利预测 (百万元)	15
表 7: 稀土、固废企业 PE 估值情况.....	16

1. 稀土供需由宽松转向偏紧，未来价格不悲观

1.1. 近一年稀土价格震荡上涨，未来或难再卖到土的价格

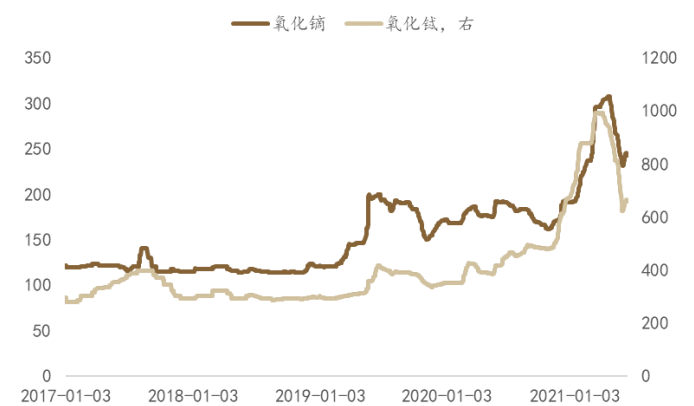
稀土价格震荡上行一年有余，近期回落企稳。2020年7月以来，稀土氧化物价格迎来震荡上涨，轻稀土方面，氧化镨钕从2020年5月初的25万/吨上涨至3月底接近60万/吨的水平，目前维持在48万元/吨，较去年全年上涨约60%。重稀土方面，年内氧化镱最高涨至300万元/吨，氧化铽最高近1000万元/吨，均创2011年以来新高。虽然4月中旬以来稀土价格持续回落，氧化镱、氧化铽近期价格也已企稳回升。

图 1：氧化镨钕结算价 (万元/吨)



资料来源：WIND、德邦研究所

图 2：氧化镱、氧化铽结算价(万元/吨)



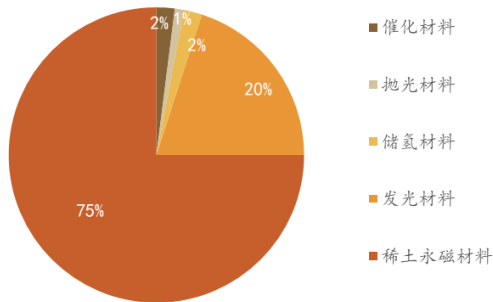
资料来源：WIND、德邦研究所

过去 30 万元/吨的氧化镨钕价格意味着行业恶性竞争下稀土卖出了“土”的价格。2021年1月，工信部发布了《稀土管理条例（征求意见稿）》，对稀土行业进行规范，旨在让市场决定资源配置，同时让政府更好地履行监管职能。3月1日，国务院新闻办公室举行的新闻发布会上，工信部部长肖亚庆表示过去稀土卖出“土”的价格值得关注，其原因在于行业恶性竞争、竞相压价，稀土行业存在环保问题和无序开采问题，资源利用效率低下，高端化产品较少。

1.2. 需求：钕铁硼磁材助力碳中和，看好氧化镨钕未来 10%复合增长

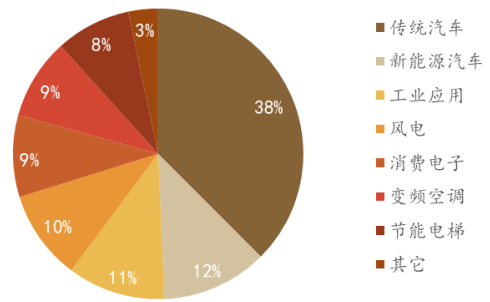
高性能钕铁硼磁材对应的镨钕镱为稀土中含金量最高的部分。稀土主要用于永磁、催化、抛光和冶金材料的制造，除稀土永磁材料外的其它应用虽然稀土用量较大，但以低价值品类为主，永磁材料约占到稀土下游价值量的 75%。镨钕的主要用途是生产高性能钕铁硼磁材，而磁材的具体应用领域包括传统汽车、新能源汽车、工业应用、风力发电、变频空调、节能电梯等。

图 3：2018 年稀土功能材料产值占比



资料来源：安泰科，德邦研究所

图 4：2018 年高性能钕铁硼磁材主要应用领域占比

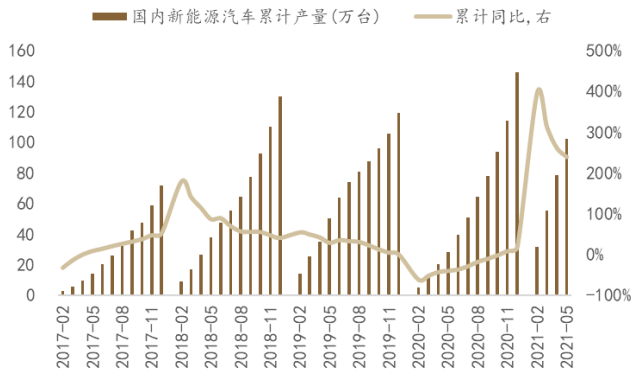


资料来源：安泰科，德邦研究所

受益碳中和，钕铁硼磁材需求有望持续增长。钕铁硼磁材应用领域众多，需求的本质是日益增长的节能减排需求，假设未来 3 年新能源汽车能够维持 35% 的复合增速，工业机器人、变频空调、节能电梯、电子行业能维持 10% 左右的增速，传统汽车、风电及其它领域保持 5% 的增长，则未来高性能钕铁硼的综合需求增速将保持在 10% 以上。

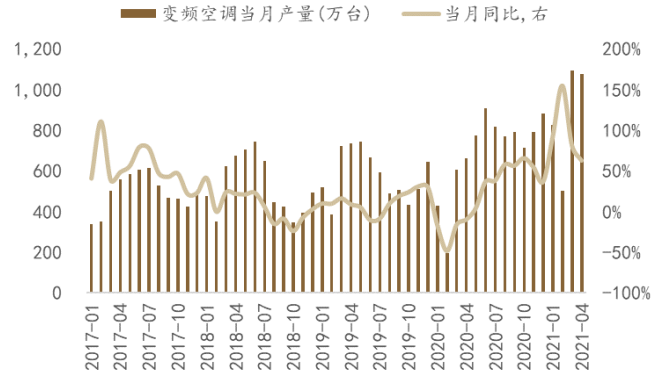
- **新能源汽车：**钕铁硼最大的应用场景在于汽车，主要用于 EPS 转向系统，单车用量在 1~2kg，而混合动力汽车的单车用量在 2~3kg，纯电动汽车用量 5~10kg，电动车的渗透率持续提升将成为钕铁硼需求增长的最大支撑。前 5 月我国新能源汽车累计产量同比+239%(较 19 年同期+104%)。
- **变频空调：**永磁材料主要用于变频空调压缩机中，其中中低端变频空调多使用铁氧体永磁材料，其在低温下会退磁，高端变频空调更多采用高性能钕铁硼材料。2021 年 1~4 月，国内累计生产变频空调 3500 万台，空调 5400 万台，同比+85%(较 19 年同期+48%)。虽然变频空调渗透率已达到约 65% 的水平，但随着节能要求的持续提升，高性能钕铁硼的需求也还有提升空间。
- **机器人：**工业上，高性能钕铁硼主要用于伺服电机中，据产业信息网估算一台 165kg 的焊接机器人需要消耗 25kg 高性能钕铁硼。2021 年 1~5 月，我国累计生产工业机器人 13.64 万台套，同比+73%(较 19 年同期+126%)。据 IFR 预计，2021 年我国工业机器人密度有望突破 130 台/万人的水平，但和德日 300~350 台/万人的水平相比仍有巨大提升空间。
- **风电：**高性能钕铁硼磁材主要应用于永磁直驱式风机，2020 年全球风电新增装机 87GW，同比+59%。据产业前沿，目前直驱电机的渗透率约为 40%，随着未来其渗透率的持续提升，风电领域对于钕铁硼磁材的需求也有望保持稳定的增长。

图 5: 国内新能源汽车产量及同比



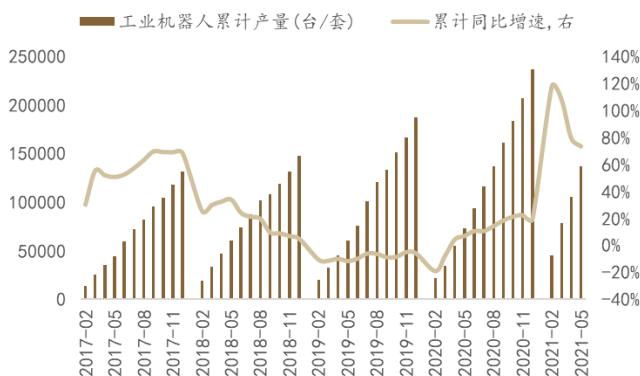
资料来源: 统计局, 德邦研究所

图 6: 变频空调月度产量情况



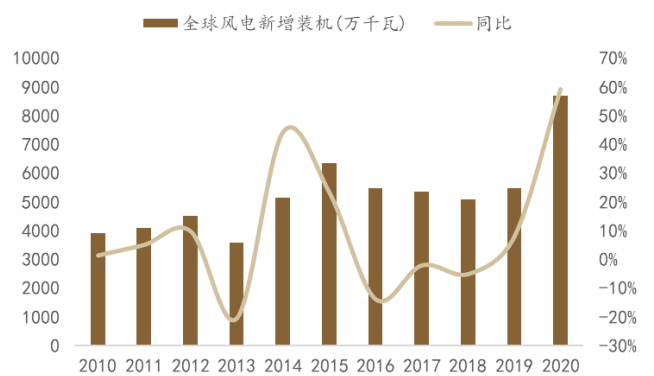
资料来源: 产业在线, 德邦研究所

图 7: 机器人累计产量情况及增速



资料来源: 统计局, 德邦研究所

图 8: 全球风电新增装机情况



资料来源: 全球风能协会, 德邦研究所

1.3. 供给: 进口存在扰动, 国内配额调节, 稀土打黑初现成效

稀土原料的主要来源为以下几方面:

1) 原矿开采: 2006 年起, 我国对于稀土行业实行配额制, 由工信部、自然资源部每年两批次对六大稀土集团分配上下半年的稀土矿产品和冶炼分离产品的生产配额, 严禁超计划生产, 过去三年供给端总量指标的复合增速在 10% 左右, 2020 年国内配额对应的氧化镨钕量大约为 2.8 万吨, 占到总供给的约 40%。

2) 海外进口: 我国目前是稀土净进口国, 2020 年进口氧化镨钕量约占到总供给的 25%, 过去两年增长较快, 主要来自于缅甸、美国和海外稀土巨头 Lynas (矿产地在北澳和马来西亚)。缅甸方面, 由于其稀土开发聚集区内存在地方武装和政府武装的矛盾, 导致务工人员安全难以保证, 2018 年底以来封关的情况时有发生, 进口量存在不确定性。美国出口稀土主要来源于 Mountain Pass, 由盛和资源包销至国内, 目前产能已经饱和。Lynas 短期矿山端无继续扩产计划, 增量有限。

3) 稀土废料回收: 当前磁材废料主要产生于磁材生产的机加工环节, 2020 年由废料回收生产的氧化镨钕约 2.1 万吨, 占到全部镨钕产量的 33%。实际上磁材生产的熔炼、制粉、烧结等环节也会产生一定的损耗, 随着稀土价格的水涨船高, 剩余稀土废料收集的经济性获得提升, 未来磁材废料的收集量仍有进一步提升的空间。

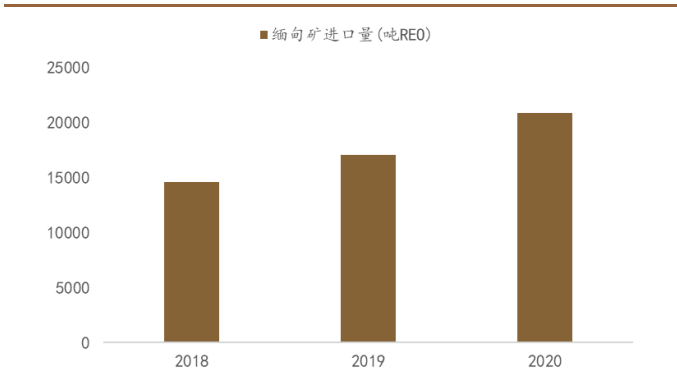
4) 黑稀土: 由于重稀土主要存在形式为分布于地表易于开采的离子吸附型矿石, 加上价值量高、分离萃取工艺难度低于轻稀土, 重稀土成为违法滥开黑稀土的主要构成。2010 年至今国家多次开展稀土打黑工作, 2017 年更是将六大稀土集团旗下企业纳入到主体名单。虽然我们难以准确评估表外黑稀土产能的总量, 但从 2013 年至今 3 轮大的磁材行业涨价情况来看, 氧化镨钕价格的弹性开始逐步体现, 在本轮上涨过程中氧化镨钕 77% 的涨幅远超磁材 25% 的涨幅, 而重稀土氧化铽的弹性又高于氧化镨钕, 说明过去稀土打黑对于供给端的出清已初步出现成效。

表 1: 2017~2021 年稀土冶炼分离总量控制指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一批
五矿稀土	2260	2010	2010	2010	1206
中国稀土(主要盛和资源)	12350	14350	16850	17050	10230
北方稀土	59500	69250	70750	73550	44130
南方稀土	26750	28250	36250	41250	24750
广晟有色	2200	2700	2700	2700	1620
厦门钨业	1940	3440	3440	3440	2064
总量	105000	120000	132000	140000	84000
同比		14%	10%	6%	27%

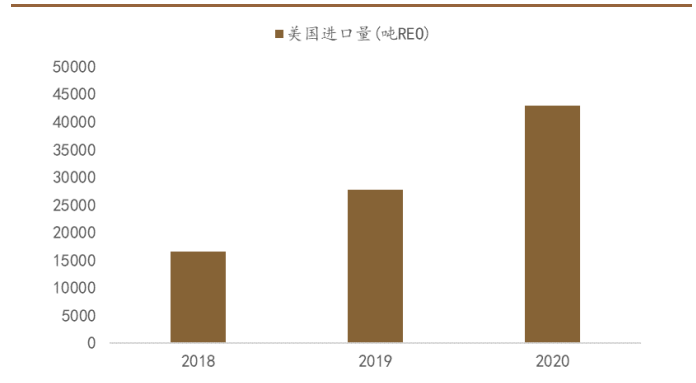
资料来源: 工信部、德邦研究所

图 9: 缅甸进口海关数据



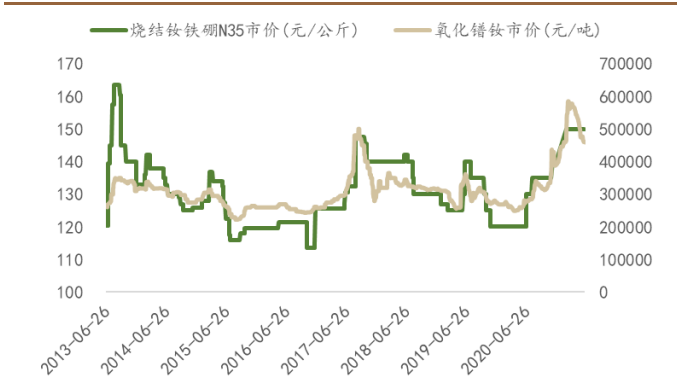
资料来源: 海关总署, 德邦研究所

图 10: 美国进口海关数据



资料来源: 海关总署, 德邦研究所

图 11: 钕铁硼磁材和氧化镨钕价格波动对比



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 12: 氧化镨钕和氧化铽价格波动对比



资料来源: WIND, 德邦研究所

21 年稀土指标超预期增长验证需求旺盛，未来或主要起调节作用。2021 年 2 月 19 日，工信部下达 2021 年第一批稀土开采、冶炼分离总量指标，其中轻稀土开采指标同比+28.5%，重稀土同比+20%，超过过去 3 年平均增幅，六大稀土集团各自增速相近。考虑到指标发布前氧化镨钕价格已经涨到 45 万/吨以上，上涨时间超过 8 个月，本次指标的上调主要是为了应对国内稀土原料供不应求的局面。从过去情况来看，2018~2020 年稀土开采指标增速持续下滑背后的原因或在于 2017~2020 年稀土年均价持续下滑，未来国内开采指标或主要发挥调节作用，且反馈滞后于整体价格的表现。

表 2：2021 第一批指标稀土开采、冶炼分离总量(吨)

六大稀土集团	岩矿型稀土（轻）	离子型稀土（以中重为主）	冶炼分离产品（折稀土氧化物，吨）
中国稀有稀土股份有限公司	7175	1250	10940
其中：中国钢研科技集团有限公司	2050		750
五矿稀土集团有限公司		1005	2829
中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	35375		30492
厦门钨业股份有限公司		1720	1981
中国南方稀土集团有限公司	13875	4250	11956
其中：四川江铜稀土参控股企业	13875		8160
广东省稀土产业集团有限公司		1350	5302
其中：中国有色金属建设股份有限公司			1805
合计	56425	9575	63500
总计		66000	63500

资料来源：工信部，德邦研究所

社会库存处于历史低位，看好未来供需紧平衡。据百川盈孚，氧化镨钕工厂库存量由过去 1 万吨左右的水平在 2020 年中持续下滑，目前仅 5000 吨左右的水平，处于历史低位。我们测算若 2021 年全年原矿开采指标维持第一批 28% 的增速，则全年总供给可基本匹配需求的增量，未来整体供需将处于紧平衡的状态，补库需求或对镨钕价格形成支撑。

表 3：氧化镨钕供需平衡表(万吨)

	2020	2021E	2022E	2023E
原矿开采	2.80	3.58	4.12	4.53
同比	8%	28%	15%	10%
进口	1.75	1.75	1.75	1.75
稀土回用	2.10	2.42	2.78	3.19
黑稀土(估算)	0.35	0.30	0.25	0.20
总供给	7.00	8.05	8.90	9.68
同比		15%	11%	9%
总需求	7.50	8.25	9.08	9.98
同比		10%	10%	10%
库存变化(供给-需求)	-0.50	-0.20	-0.18	-0.30

资料来源：德邦研究所

图 13: 氧化镨钕社会库存量情况(吨)



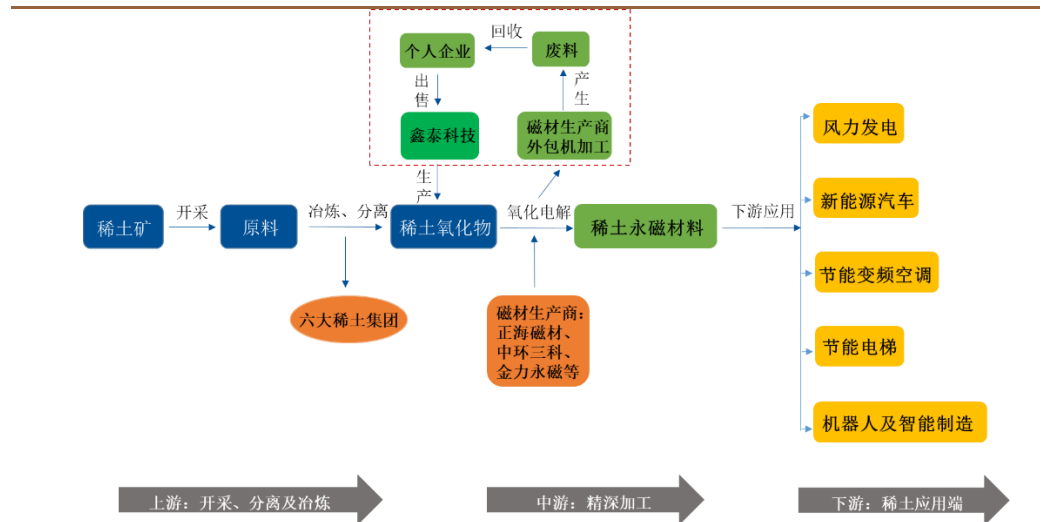
资料来源: 百川盈孚, 德邦研究所

2. 稀土回用: 受益稀土涨价, 但更重要的是成长逻辑

2.1. 稀土回用环保效益显著, 废料供给尚有提升空间

废料产生锚定磁材需求, 供给尚有提升空间。当前稀土回用行业主要的磁材废料来源于磁材生产商的机加工环节, 这一环节大约会产生占总产出 30% 的材料损耗, 主要由个体户进行收集, 此外磁材生产的熔炼、制粉、烧结等环节也会产生一定的损耗, 如能全部利用, 则未来整体回收料的占比有望提升到产出 50% 的水平。

图 14: 稀土及稀土回用行业产业链



资料来源: 德邦研究所

政策支持稀土回用行业发展, 其较原矿开采更为环保。据《稀土冶炼行业污染防治可行技术指南》, 稀土冶炼行业环境污染问题突出, 原矿萃取分离产生大量污染: 1) 皂化产生氨氮废水, 每年稀土分离过程产生 15 万吨氨氮, 2) 包头矿硫酸焙烧产生含氟废水和含氟和硫氧废气, 3) 伴生矿中含有放射性钍, 部分企业将放射性水浸渣排入尾矿坝或直接排入地表及地上水体。而稀土回用的原料本身已是经过萃取分离的磁材半成品, 产生的污染远小于原矿开采。2021 年 1 月, 工信部发布《稀土管理条例》征求意见稿, 其中明确指出鼓励和支持利用环境友好的

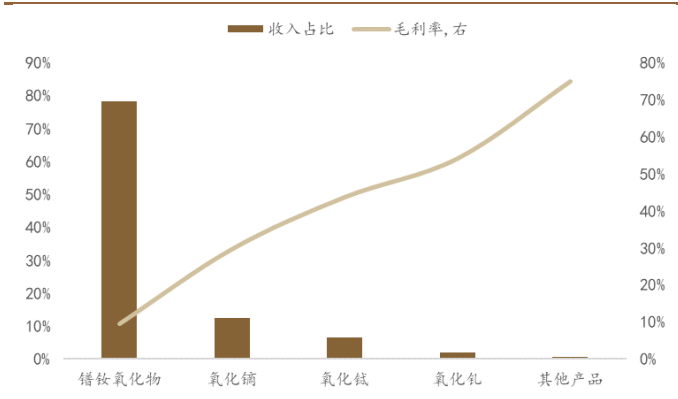
技术、工艺，对含有稀土的二次资源进行回收利用。

2.2. 管理和技术共筑行业壁垒，看好鑫泰科技市占率持续提升

稀土回用的利润本质是固定加工费和弹性的不计价元素，稀土供需偏紧带来毛利率提升。稀土废料采购价格锚定稀土氧化物市场价格，公司采购价格=稀土氧化物市价*废料的稀土元素检测含量*结算收率-加工费，利润来源于加工费以及实际元素收率和检测含量的差异，以氧化镨钕为例，公司实际收率在 96~97%之间，而行业结算收率为 92%，这块净利率相对稳定，而部分磁材废料中的镨、钕、钆等稀土元素会因为因含量低或是本身价值量低的原因不计价，我们测算在 2020 年以前公司利润的来源有一半是来源于加工费和收率较高的固定部分，另一半则是来源于不计价元素，这一半的利润会和稀土价格存在很高的相关性。

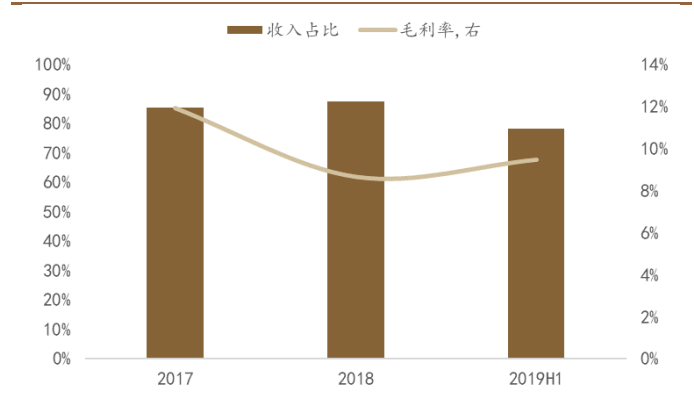
2021Q1 公司净利率由 2020 年 8%的水平提升到 16%的水平，除去少量氧化镨、氧化钕的库存收益外，主要原因在于 1) Q1 不计价元素价格快速上涨，氧化镨较 2020 年上涨 40%、氧化钕上涨 96%、氧化钆上涨 30%；2) Q1 巨量的磁材需求带来大量的磁材废料，废料供需由卖方市场变为买方市场，公司通过过去原料管控上的优势处理了更多的高价值废料。

图 15: 2019H1 公司分产品收入占比及毛利率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 16: 公司氧化镨钕收入占比和毛利率相对稳定

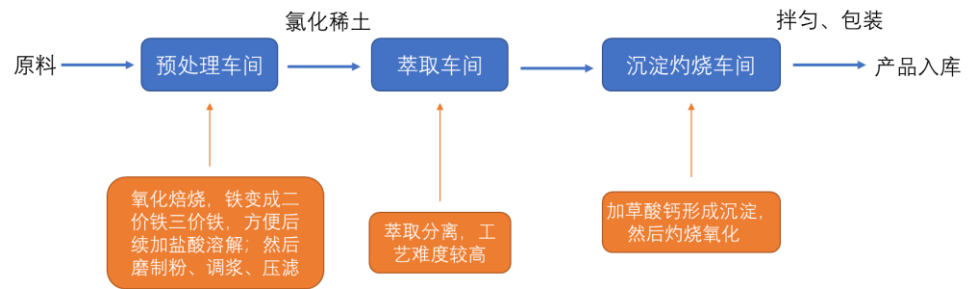


资料来源：公司公告，德邦研究所

管理和技术共铸行业壁垒，公司盈利能力远超行业平均水平。 1) 管理壁垒：由于资源回收利用行业原料收购价格锚定下游大宗商品产品价格，价格多变，需要频繁调整收货价格，一般国企或是物资系统企业的管理体制难以契合该业务模式，此外由于稀土单吨价值量较高，而收集环节多由个体户参与，导致掺假情况较为普遍，需要对于原料把控进行严格的把控并建立供应商信用清单；2) 技术壁垒：主要体现在萃取环节，由于不同稀土元素之间化学性质相近，需要对于酸碱环境等条件进行精准的控制，本质是一种 knowhow。

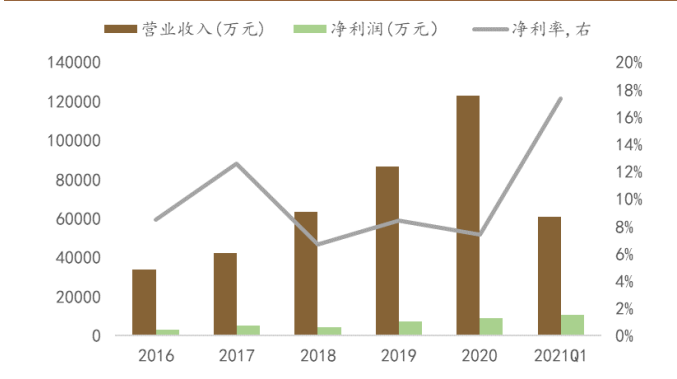
以公司近期收购的江西万弘为例，其 2020 年磁材废料处置产能为 6000 吨，全年实现收入 2.2 亿元、利润约 2500 万元，单吨废料盈利约 4200 元，而鑫泰科技在 2020 年产能仅为 10000 吨磁材废料，实现利润 1.2 亿，除去废料来源的影响单吨盈利也在江西万弘的两倍以上。2020 年江西万弘稀土氧化物产量在回用行业位居第 6，一定程度上能够代表行业平均水平。

图 17: 稀土回用流程图



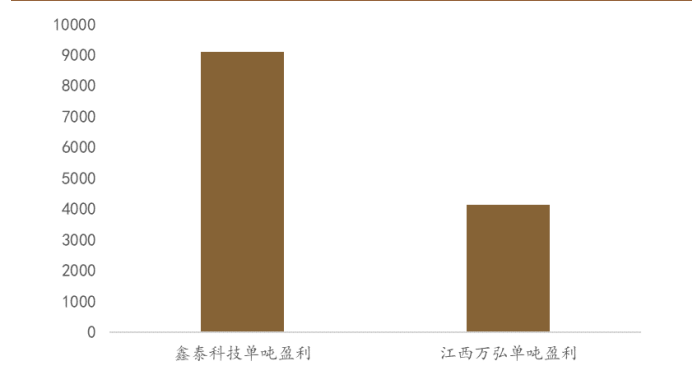
资料来源: 德邦研究所

图 18: 鑫泰科技历史业绩



资料来源: 公司公告、公司调研, 德邦研究所

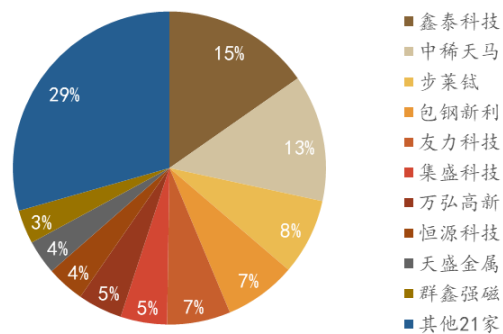
图 19: 2020 年鑫泰科技和江西万弘单吨废料盈利对比(元/吨)



资料来源: 公司公告、公司调研, 德邦研究所

稀土回用产能指标受到约束, 鑫泰科技市占率 15%。2014 年 5 月, 工信部发布《关于清理规范稀土资源回收利用项目的通知》, 要求各地清理稀土资源回用项目, 核实稀土废料来源、产销和环保情况, 明确不得加工稀土矿产品。稀土回用牌照受到政府管制, 2014 年以后无新牌照放出, 目前被允许保留的稀土回用企业共 19 家, 其中 9 家已被整合入六大稀土集团的序列, 但协会统计目前实际仍有 31 家企业在开展相关业务。2020 年鑫泰科技稀土氧化物产量约 3000 吨, 位列行业第一, 市占率为 15%。

图 20: 2020 年回收企业产量分布



资料来源: 稀土协会, 德邦研究所

公司在 2017 年已有成功整合吉水金诚的先例，江西万弘未来提效值得期待。2017 年 3 月，鑫泰科技收购吉水金诚 100% 股权，后者握有 4800 吨钕铁硼废料的项目资质。其后鑫泰科技分别于 2017 年 11 月和 2018 年 9 月对吉水金诚进行了累计 2500 万元的增资，对其产能进行了改造、并对其经营模式进行调整。2020 年吉水金诚稀土氧化物产量超 1100 吨，当年实现净利润 4000 万元，而最初吉水金诚的收购评估值仅 300 万元。

未来两年公司产能有望实现 30% 复合增长。据公司收购案公告，江西万弘享有 1.2 万吨废旧磁材处理资质，而当前处理产能仅 6000 吨，我们预计项目扩产有望于年底完成。万弘项目占地 200 多亩，参考吉水金诚在 53 亩土地上就形成了 1100 吨稀土氧化物的产量，未来万弘的产能还有较大的提升空间。2021 年 6 月初江西万弘完成工商变更登记，未来公司有望通过技改和管理改造提升该项目的盈利水平。

表 4：鑫泰科技未来产量测算

	2020	2021E	2022E	2023E
收入(亿元)	12.3	28.5	39.1	44.6
稀土氧化物产量(吨)	3000	4600	6400	7000
其中：本部	1900	2900	2900	2900
吉水金城	1100	1100	1100	1100
江西万弘		600	2400	3000

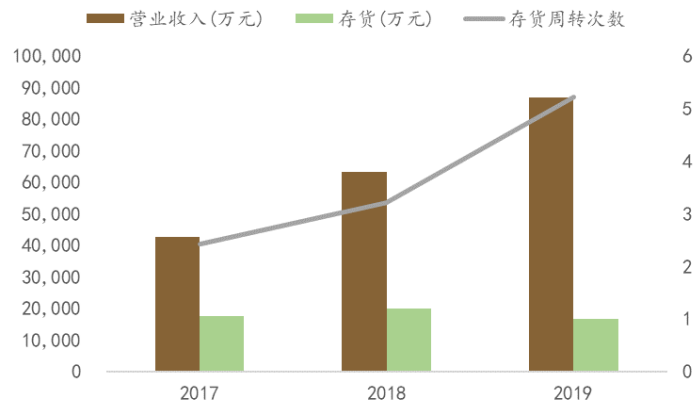
资料来源：公司调研，德邦研究所

公司与南方稀土合作布局前端废料预处理，投产后有望经手全国 50% 的磁材废料。2020 年 9 月，公司公告与南方稀土集团签署了《年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目框架协议》，拟联合在赣州市龙南经济技术开发区内兴建年处理 6 万吨磁材废料综合利用项目。目前项目主体为华卓投资，项目位于赣州市龙南经济技术开发区内，有望年底投运。预处理环节本身附加值较低，但 6 万吨磁材废料已占到 2020 年全国废料总量的 50%，一方面通过介入预处理环节公司能更好地掌握行业上游原料的信息，助力增产扩能，巩固龙头地位，另一方面预处理环节会产生大量热蒸汽，为项目所在工业园区的其它企业提供蒸汽，从而获得一定经济效益。

2.3. 未来稀土价格波动对业绩影响有限，盈利稳定性无需过分担忧

库存收益有限，长协保障产品消纳。稀土回用的熔炼、萃取分离产线需要 24 小时开启，除春节长假影响外公司生产较为稳定，不存在明显季节性，2019 年以来存货周转次数提升至 5 次，现阶段库存在 1~2 月产值的水平，库存调节对利润影响较小。销货方面，5 月公司公告了与甘肃稀土签署了每月 64 吨稀土氧化物长期协议，周期为一年，价格随行就市，下游需求旺盛的背景下公司产品消纳有保障。

图 21: 鑫泰科技历史收入、库存及库存周转率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

无需过分担心稀土价格波动带来对业绩的扰动。公司 2021Q1 净利率较 2020 年有明显提升, 除去涨价和库存影响外, 废料过剩带来原料的选择也带来了一定增量, 未来即便稀土价格因为供给原因出现下跌, 只要磁材的消费量增速快于回用行业产能的增速, 废料就会处于相对过剩的状态, 公司对原料就会有更强的议价权, 可以从中挑选价值量更高的部分进行回收利用, 对净利率起到支撑。截至 6 月 17 日, 氧化镨钕价格维持在 48 万元/吨左右的水平, 我们测算即便后续镨钕均价下跌到 40 万元/吨的水平, 2021 年公司仍有望实现 3 亿左右的净利润。

表 5: 鑫泰科技 2021 年利润对氧化镨钕均价的敏感性分析

氧化镨钕均价(万/t)	收入(百万元)	净利率	稀土板块净利润(百万元)
60	3200	16.7%	533
57.5	3067	16.3%	498
55	2933	15.8%	465
52.5	2800	15.4%	432
50	2667	15.0%	400
47.5	2533	14.6%	370
45	2400	14.2%	340
42.5	2267	13.8%	312
40	2133	13.3%	285

资料来源: 德邦研究所

3. 盈利预测和估值分析

3.1. 盈利预测与业绩拆分

核心假设（关于公司废钢设备、电梯零部件业务详见我们《再生资源利用新星，受益稀土价格上涨》的深度报告）：

1、稀土回收利用：假设 2021~2023 年氧化镨钕全年均价分别为 50、40、40 万元/吨的水平，公司现有产能如期释放。

2、汽车拆解、废钢运营和设备：东海华宏、北京中物博、迁安聚力三大基地如期投产，未考虑未来潜在的全局布点项目。废钢设备市占率回升至 30%，同时汽车拆解成套设备带来少量增量。

3、电梯零部件：信号系统维持过去复合增速，安全部件实现一定销售。

通过调研和跟踪研究我们对公司稀土业务的盈利模型进行了调整，我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 58、82 和 94 亿元，上调利润预测至 5.3、7.1 和 8.1 亿元，同比增速 136%、33%和 14%，对应当前 84 亿市值下的 PE 分别为 16、12 和 10x。

表 6：华宏科技历史收入及盈利预测（百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
稀土回收利用						
收入	633	760	1,062	2,852	3,906	4,464
同比增速	23%	20%	40%	169%	37%	14%
毛利	82	125	150	656	898	1027
毛利率	13%	17%	14%	23%	23%	23%
废钢加工及贸易						
收入	167	327	624	925	1875	2250
同比增速	-1%	95%	91%	48%	103%	20%
毛利	21	17	8	46	94	113
毛利率	13%	5%	1%	5%	5%	5%
再生资源加工设备销售及其他						
收入	1143	1120	929	1115	1282	1410
同比增速	114%	-2%	-17%	20%	15%	10%
毛利	211	246	136	223	256	282
毛利率	18%	22%	15%	20%	20%	20%
电梯零部件销售						
收入	590	702	724	906	1123	1235
同比增速	2%	19%	3%	25%	24%	10%
毛利	153	184	178	226	281	309
毛利率	26%	26%	25%	25%	25%	25%
其他业务						
收入	16	14	37	0	0	0
毛利	9	9	9	0	0	0
毛利率	60%	67%	24%	0%	0%	0%
营业收入	1,916	2,163	3,376	5,797	8,186	9,359
同比增速	47%	13%	56%	72%	41%	14%
毛利	385	456	481	1,152	1,529	1,730

毛利率	20%	21%	14%	20%	19%	18%
归母净利润	157	179	225	531	709	810
同比增速	142%	158%	26%	136%	33%	14%
净利率	8%	8%	7%	9%	9%	9%

资料来源：公司公告，德邦研究所（稀土业务 2018-2019 数据为子公司未合并前的数据，2020 为并表 3 个季度的数据）

3.2. 成长性有待市场认知，看好估值修复

公司估值远低于稀土行业平均水平。公司业务复合性强，2021 年起稀土回收利用以及汽车拆解及废钢运营利润将占到公司利润的 70%。稀土方面，稀土回用环节仅公司一家上市公司，以上游盛和资源、北方稀土和下游金力永磁、中科三环为可比对象，其 2021 年的一致预测 PE 为 35x 左右，高于公司 16x 的 PE 水平。值得注意的是，市场对于上游企业的盈利预测包含了对于未来稀土涨价的预期，而我们对公司的盈利预测则是基于现价进行判断，较为谨慎。现阶段下游磁材行业估值普遍高于上游矿企，背后的原因可能在于磁材市场竞争更为市场化，存在产生龙头企业的可能，溢价来源于成长性。而深厚的管理和技术壁垒已经使得公司具备内生外延不断扩张产能的能力，未来有望成为稀土回用行业的高市占率龙头。

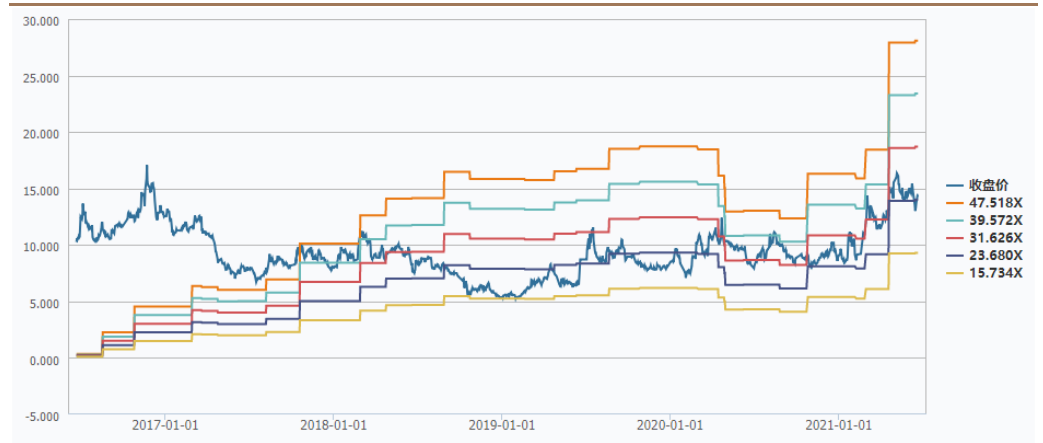
公司估值与固废头部企业近似，成长性有待市场认知。从资源回收利用业务的角度看，我们以同样属于固废领域的垃圾发电以及家电拆解行业进行类比，目前头部公司 2021 年的一致预测 PE 为 17x 左右，略高于公司。但和已进入成熟期的垃圾发电和家电拆解行业相比，稀土回用和汽车拆解行业刚刚起步，未来还有较大的发展空间，公司未来增速也快于其它资源回用行业。历史情况来看，公司过去 3 年 PE 中位数 32x，当前滚动市盈率位于历史 20%分位数以下，处于历史较低水平。综上，我们看好公司未来的估值修复，上调至“买入”评级。

表 7：稀土、固废企业 PE 估值情况

行业	股票简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		
			2021E	2022E	2023E
稀土	盛和资源	303	28	22	18
	北方稀土	744	22	16	13
	金力永磁	183	48	34	25
	中科三环	98	41	33	-
	平均		35	26	19
固废运营	伟明环保	278	17	14	12
	瀚蓝环境	184	14	12	10
	上海环境	135	18	16	14
	中再资环	70	15	12	12
	平均		17	14	13
	华宏科技	84	16	12	10

资料来源：公司公告、WIND 一致预期（取 6 月 22 日收盘数据），德邦研究所

图 22: 公司历史 PE (TTM) 估值情况



资料来源: WIND, 德邦研究所

4. 风险提示

1、钕铁硼磁材需求不及预期; 2、稀土价格大幅回调; 3、公司产能投运不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.39	0.91	1.22	1.39
每股净资产	5.09	6.05	7.28	8.69
每股经营现金流	0.42	0.38	1.35	1.33
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.08
价值评估(倍)				
P/E	23.49	15.71	11.78	10.31
P/B	1.78	2.37	1.97	1.65
P/S	2.42	1.45	1.03	0.90
EV/EBITDA	19.02	13.89	10.47	8.84
股息率%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.2%	19.9%	18.7%	18.5%
净利润率	6.7%	9.2%	8.7%	8.7%
净资产收益率	7.6%	15.1%	16.7%	16.0%
资产回报率	5.7%	10.7%	11.5%	11.1%
投资回报率	5.4%	11.2%	12.3%	11.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	56.2%	71.7%	41.2%	14.3%
EBIT 增长率	9.7%	143.5%	30.9%	12.8%
净利润增长率	25.8%	135.8%	33.4%	14.3%
偿债能力指标				
资产负债率	23.6%	27.8%	30.4%	29.2%
流动比率	2.2	2.1	2.1	2.3
速动比率	1.1	0.9	1.1	1.3
现金比率	0.3	0.2	0.4	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	38.3	38.3	38.3	38.3
存货周转天数	122.9	122.9	100.0	100.0
总资产周转率	0.9	1.2	1.3	1.3
固定资产周转率	6.0	7.8	8.9	8.5

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	225	531	709	810
少数股东损益	3	8	11	12
非现金支出	81	130	130	130
非经营收益	-1	0	-4	-6
营运资金变动	-66	-450	-59	-172
经营活动现金流	243	219	786	775
资产	-37	-230	-220	-220
投资	-333	0	0	0
其他	-162	9	13	15
投资活动现金流	-531	-221	-207	-206
债权募资	198	0	0	0
股权募资	306	15	0	0
其他	-216	-55	-55	-55
融资活动现金流	289	-40	-55	-55
现金净流量	-1	-42	524	514

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 24 日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,376	5,797	8,186	9,359
营业成本	2,895	4,646	6,656	7,629
毛利率%	14.2%	19.9%	18.7%	18.5%
营业税金及附加	17	29	41	47
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	38	66	93	107
营业费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	122	400	516	580
管理费用率%	3.6%	6.9%	6.3%	6.2%
研发费用	112	192	271	310
研发费用率%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
EBIT	191	464	608	686
财务费用	9	4	4	-3
财务费用率%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	5	9	13	15
营业利润	254	597	797	911
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	253	597	797	911
EBITDA	264	594	738	816
所得税	25	58	77	88
有效所得税率%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
少数股东损益	3	8	11	12
归属母公司所有者净利润	225	531	709	810

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	303	260	784	1,299
应收账款及应收票据	379	650	918	1,050
存货	975	1,565	1,824	2,090
其它流动资产	351	384	420	438
流动资产合计	2,008	2,859	3,947	4,877
长期股权投资	58	58	58	58
固定资产	563	743	923	1,103
在建工程	49	59	59	59
无形资产	223	192	160	129
非流动资产合计	1,929	2,088	2,237	2,386
资产总计	3,937	4,947	6,183	7,262
短期借款	168	168	168	168
应付票据及应付账款	559	896	1,285	1,472
预收账款	18	32	45	51
其它流动负债	158	250	354	404
流动负债合计	903	1,346	1,851	2,095
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	28	28	28	28
非流动负债合计	28	28	28	28
负债总计	931	1,374	1,879	2,123
实收资本	568	583	583	583
普通股股东权益	2,965	3,523	4,244	5,066
少数股东权益	42	50	61	73
负债和所有者权益合计	3,937	4,947	6,183	7,262

信息披露

分析师简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

杨任重，2021年加入德邦证券，3年卖方行业研究经验，香港理工大学硕士，主要覆盖工程机械、检测设备、缝纫机械、阀门、仪器仪表等行业。

分析师声明

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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
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	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。