

华宏科技(002645)

公司研究/深度报告

再生资源利用新星，汽车拆解成长潜力值得期待

深度研究报告/环保与公用事业

2020年12月16日

报告摘要:

● 汽车拆解市场化进程刚刚开启，精细化拆解能力将成为企业核心竞争力

政策缺位和特许经营致此前汽车拆解行业畸形发展，黑市价格优势显著，正规渠道回收量占比不足20%。2019年起行业监管政策出现较大变化，2020年9月《报废机动车回收管理办法实施细则》正式实施，对行业进行了重新规范。收车价格监管放开、新资本流入、国III报废周期提前来临，正规企业回收价格劣势消除，精细化拆解趋势出现，行业销售额在2019年实现5倍增长，而陆续出台的地方补贴有望进一步刺激报废汽车向正规渠道回流。新规有条件地放开了牌照申请，产业资本对此热情高涨，2000亿汽车拆解市场正在发生巨变，未来有望诞生百亿市值的龙头企业。

● 公司成长逻辑由周期向运营切换，看好三大拆解基地投产以及未来的异地复制

公司为废钢设备行业龙头，2018年起布局汽车拆解，目前在全国拥有三大废钢及汽车拆解运营基地，汽车拆解业务将成为未来业绩增长的核心驱动力。作为新进入者，公司的核心优势包括稀土回用协同带来的精细化拆解能力、与钢厂的长期合作带来的废钢销售渠道优势、设备销售带来的信息优势和引流作用以及扎实稳健的管理团队。2019年东海汽车拆解中心已能够贡献1500万的盈利，北京全国汽车拆解样板蓄势待发，未来公司拆解基地有望在全国范围内持续异地复制。

● 稀土回用和电梯零部件同样具备较大成长空间，存在一定预期差

2020年公司完成对于稀土回用龙头鑫泰科技的收购，进一步拓宽再生资源利用业务版图，同时有望与汽车拆解业务形成良好协同。9月公司公告了与南方稀土6万吨磁材废料回收利用项目的合作，该项目有望在2021年促成鑫泰产能的翻倍，同时打开其远期持续增长的空间。电梯零部件方面，子公司威尔曼盈利稳定，信号系统市占率持续提升，新开拓的电梯安全部件业务有望在未来3年再造一个威尔曼。

● 投资建议

谨慎原则下尚不考虑拆解基地异地复制对于业绩的提振，公司三大汽车拆解及废钢基地的如期投产有望带来1亿以上的利润增量，成为业绩主要驱动力。我们预计公司2020~2022年EPS分别为0.44、0.56和0.81元/股，对应当前股价PE 22、17和12x，2022年PE水平已与成熟期垃圾发电行业头部企业相当。从PB和ROE的角度看，公司盈利能力有望突破历史上界，而估值已处于历史底部，维持“推荐”评级。

● 风险提示

1、项目投产不及预期；2、废钢价格大幅下跌。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,161	3,085	4,119	6,808
增长率(%)	12.8%	42.7%	33.5%	65.3%
归属母公司股东净利润(百万元)	179	262	328	477
增长率(%)	14.0%	46.2%	25.3%	45.4%
每股收益(元)	0.39	0.44	0.56	0.81
PE(现价)	24.9	21.7	17.3	11.9
PB	2.3	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

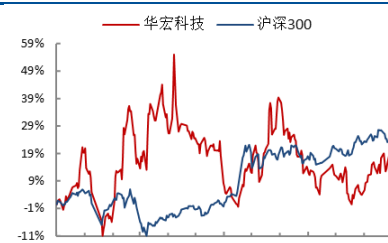
当前价格： 9.63

交易数据

2020-12-15

近12个月最高/最低(元)	11.73/7.15
总股本(百万股)	567.72
流通股本(百万股)	432.32
流通股比例(%)	76%
总市值(亿元)	54.67
流通市值(亿元)	41.63

该股与沪深300走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：杨任重

执业证号： S0100516120001

电话： 021-60876723

邮箱： yangrenzong@mszq.co

相关研究

- 1、《季报点评：Q3 单季度盈利同比+108%，汽车拆解运营放量值得期待》20201026
- 2、《调研简报：汽车拆解战略思路清晰，有望充分受益政策执行》20200915
- 3、《调研简报：收购鑫泰科技进军稀土回收利用，持续拓展再生资源版图》20200304

目录

一、前言：市场关心的几个问题.....	3
二、公司简介：废钢设备龙头转型资源回收利用，成长逻辑由周期向运营切换.....	5
（一）废钢设备龙头，围绕再生资源行业持续布局	5
（二）汽车拆解+稀土回收利用+废钢设备+电梯零部件四轮驱动，成长逻辑由周期向运营切换.....	6
三、汽车拆解：市场化进程刚刚开启，精细化拆解能力是核心竞争力	8
（一）政策缺位、正规企业竞争力不足，2019 年前汽车拆解行业畸形发展	8
（二）不只是五大总成的放开，政策细则发布、新资本流入、国三提前报废将共同开启汽车拆解行业市场化进程 ...	10
（三）行业整合势在必行，公司具备成长为行业龙头的潜力	13
（四）废钢及汽车拆解设备：稳定的现金流创造器，成套拆解设备有一定弹性.....	15
四、稀土回收利用：盈利能力稳定，南方稀土项目合作打开成长空间	18
（一）稀土回收利用：牌照稀缺，盈利能力稳定	18
（二）南方稀土合作项目带来产能翻倍的空间，稀土氧化物供不应求产品消纳有保障.....	19
五、电梯零部件：信号系统市占率持续提升，安全部件有望再造一个威尔曼.....	21
（一）信号系统：市占率持续提升，带来过去五年年均 8000 万以上的稳定盈利.....	21
（二）安全部件：导入原有客户供应链，空间是信号系统的两倍	22
六、估值与盈利预测：看好汽车拆解运营带动未来两年 30%以上的复合增速，拆解异地复制有望支撑估值..	24
（一）盈利预测与业绩拆分	24
（二）估值分析：估值水平历史低位，已可对标固废行业头部企业，但具备更大的成长空间.....	25
七、风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

一、前言：市场关心的几个问题

1、为什么看好汽车拆解行业？这两年出台的政策究竟有哪些影响？

汽车拆解是循环经济的重要组成部分。2019 年中国汽车保有量达到 2.6 亿，已与美国接近，但相关制度建设严重落后，正规渠道回收率仅不到 20%。报废汽车流入黑市和小作坊带来严重的道路安全和环保问题，这也是 2019 年新办法出台的主要动机。此前市场过多关注新规放开五大总成销售对于行业的影响，而忽视了收车价格监管放开、新资本流入、国 III 报废周期来临提升回用件价值量对于报废汽车市场化进程开启的重要意义，而这些也是我们看好黑市与正规渠道价格差修复最终推动报废汽车回流正规渠道的主要原因。2020 年落地实施的《报废机动车回收管理办法实施细则》和《报废机动车回收拆解企业技术规范》为 19 年新办法的落地实施提供了更为详细的依据，现有 700 家持牌企业需要在未来两年内对牌照进行重新申请，产业资本热情较高，行业格局有望迎来明显转变。未来精细化拆解能力将成为企业的核心竞争力，而 2019 年的行业销售额、回用件销售额也印证了这一观点。

2、汽车拆解运营是一门怎样的生意？行业壁垒是什么？

未来 3 年汽车拆解的主要产品仍是以废钢为主，同时回用件的占比会逐步提升。现阶段汽车拆解运营基地具备几个特点：1) 轻资产高 ROE，设备投入并不大，更多是人员管理成本和渠道费用；2) 净利率相对稳定，盈利模式类比加工费，成本由下游大宗商品价格倒推，毛利率较低但规模大；3) 现金流较好，完全市场化，并不像废旧家电拆解依赖政府补贴；4) 区域性强，未来仍是类特许经营制，需要地方政府给予一定的税收优惠。企业的竞争力主要在于两方面：1) 精细化拆解硬实力，能够拆解出更多、价值量更高的产品，从而提高收车价格保障货源；2) 运营团队软实力，信息和废钢、回用件销售渠道优势，业务员能够给予不同汽车更为准确的估值。随着国 III 汽车进入报废周期，行业对于精细化拆解能力的要求会越来越高，自有团队经营企业的优势也会越来越大。

3、同为汽车拆解行业的新进入者，华宏的优势是什么？

除了现有三大汽车拆解及废钢基地如期达产带来的盈利增量，我们看好公司拆解基地未来持续的异地复制。公司的核心优势包括稀土回用协同带来的精细化拆解能力，与钢厂的长期合作带来的废钢销售渠道优势，设备销售带来的信息优势和引流作用，以及扎实稳健的管理团队。我们测算汽车拆解运营年市场规模在 2000 亿规模，行业刚刚起步，未来具备诞生百亿市值龙头企业的可能。

4、公司业务看似较多较杂的原因？业务之间的协同性？

华宏科技以废钢设备起家，虽然做到了行业龙头，但是业绩波动周期性强，这也是公司 2015 年收购江苏威尔曼电梯零部件业务以增强盈利稳定性的原因。公司一直的诉求在于寻找稳定可增长的新市场，因此持续围绕下游资源回收利用行业进行布局，在 2018 年收购了北京中物博汽车拆解牌照，2020 年收购稀土回收利用龙头鑫泰科技进一步扩张业务版图。由于稀土磁材广泛应用于汽车 EPS 转向系统和电机中，鑫泰科技的技术有望进一步提升公司的精细化拆解能力，从而形成良好协同。从历史业绩看，威尔曼在业绩承诺期结束后依然保持了

稳定的盈利和良好的现金流，收购价格对应当前盈利仅 10xPE，是一次质量较高的收购，显示出管理层的审慎。单就稀土回收利用和电梯零部件两块业务看，未来也具备较大的增长潜力，而市场对此存在预期差。

二、公司简介：废钢设备龙头转型资源回收利用，成长逻辑由周期向运营切换

（一）废钢设备龙头，围绕再生资源行业持续布局

废钢设备龙头，围绕再生资源行业持续布局，18 年起切入汽车拆解。公司成立于 2004 年，逐步发展为废钢设备行业龙头，并于 2011 年在深交所上市。废钢设备周期性较强，2015 年以来公司不断通过收购的方式扩大业务范围，增强盈利稳定性并寻找新的增长机会。公司于 2015 年和 2020 年先后完成了对于威尔曼和鑫泰科技的收购，目前主营业务涵盖废钢及汽车拆解装备制造、废钢及汽车拆解运营、电梯零部件和稀土资源综合利用四大板块。

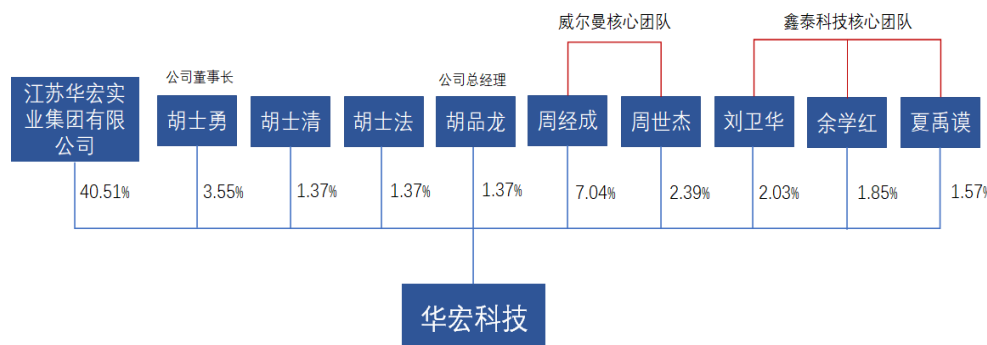
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

大股东华宏实业集团综合实力强劲，核心高管持股比例较高。胡士勇、胡士清、胡士法、胡士勤四兄弟为公司实际控制人，通过集团以及直接持有合计公司 48% 的股份。华宏实业集团是一家以化纤、机械、铜制品、人造革、医药产业为主的综合性集团公司，为中国制造业 500 强企业。集团公司董事长胡士勇担任董事长，胡士清为集团董事兼副总经理。除此之外的公司前十大股东为电梯零部件板块和稀土回收利用板块的核心高管，合计持有公司约 15% 的股份。

图 2：公司股权结构

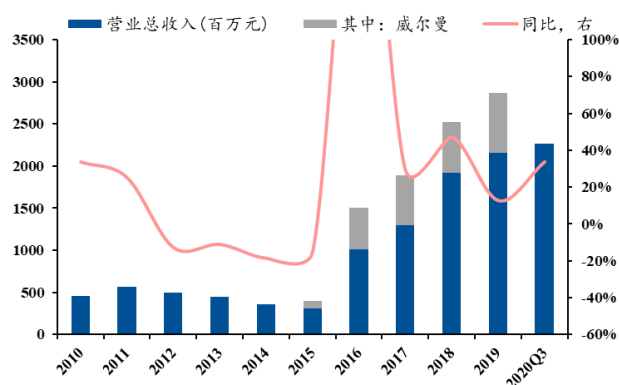


资料来源：公司公告，民生证券研究院

(二) 汽车拆解+稀土回收利用+废钢设备+电梯零部件四轮驱动，成长逻辑由周期向运营切换

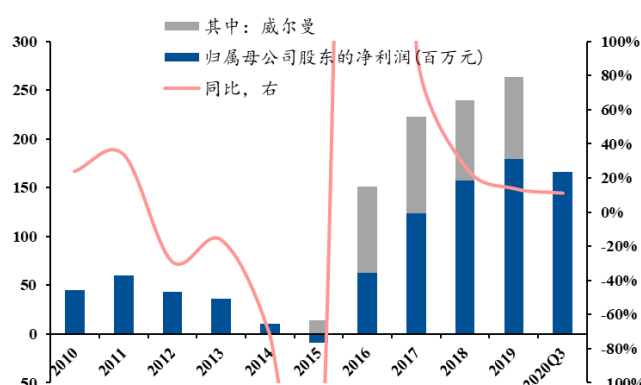
传统主业废钢设备周期性较强，电梯零部件平滑波动。公司传统主业废钢设备受下游废钢行业周期影响较大，2011~2015 年钢铁价格持续下行，公司收入持续萎缩。2015 年公司定增收购业务发展较为稳定的电梯安全部件龙头江苏威尔曼，增强盈利稳定性。2016 年末国家打击地条钢，带来废钢破碎线需求的爆发式增长，带动公司设备收入在 2018~2019 年达到历史最高的 11 亿的水平。2020 前三季度公司收入、利润分别同比增长 34%和 11%，Q3 单季度盈利+108%，除鑫泰科技并表影响外，主要系疫情影响减弱后下游废钢及汽车拆解行业恢复正常运营，单月设备需求恢复至历史较好水平。

图 3：公司历史营收及增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：公司历史归母净利润及增速

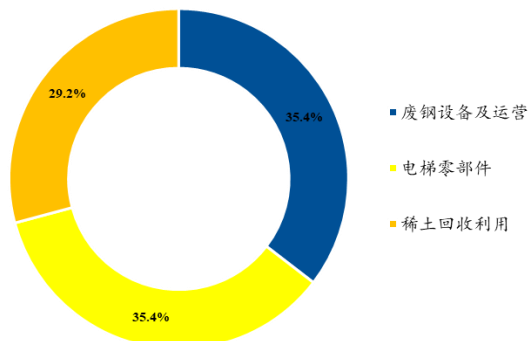


资料来源：WIND，民生证券研究院

收购鑫泰科技进一步布局资源回收利用行业，运营类业务将成为业绩增长的主要驱动力。2019 年 7 月公司公告发行股份及支付现金收购鑫泰科技的预案，2020 年 3 月底完成资产过户。我们预计 2020 年公司废钢设备及运营、电梯零部件、稀土回收利用的利润占比分别为 35%、35%和 30%，随着公司三大废钢及汽车拆解基地的逐步落地，废钢及汽车拆解运营业务将成为业绩增长的主要来源，同时稀土回收利用板块亦有较大弹性，我们预计 2022 年公司

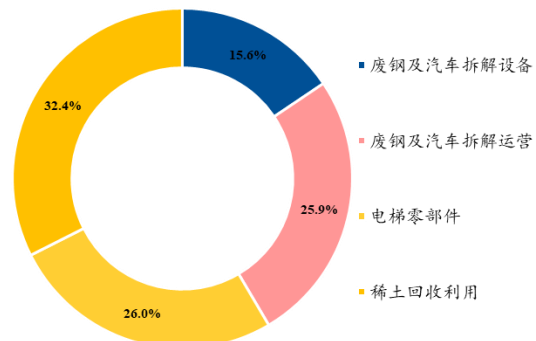
运营类业务利润占比将提升至 60%以上。

图 5：2020 年预计各板块利润占比



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：2022 年预计各板块利润占比



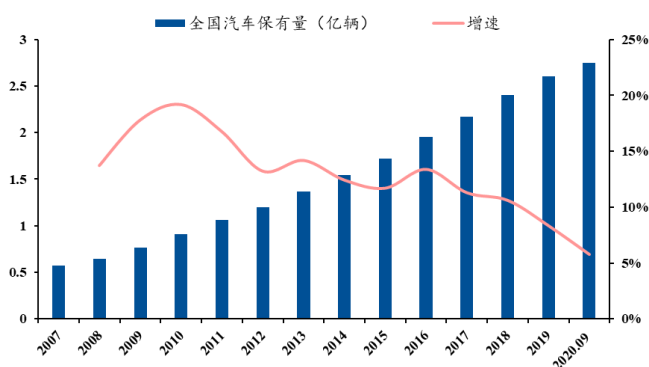
资料来源：WIND，民生证券研究院

三、汽车拆解：市场化进程刚刚开启，精细化拆解能力是核心竞争力

（一）政策缺位、正规企业竞争力不足，2019 年前汽车拆解行业畸形发展

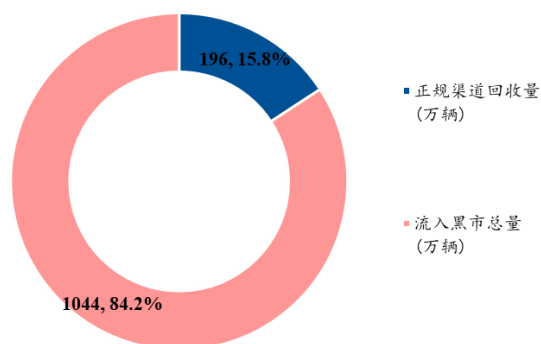
行业现状：八成报废汽车流入黑市，汽车拆解行业存在 6 倍增长空间。2019 年全国汽车保有量已达到 2.6 亿量，按照 20 年报废即 5% 的国际平均报废率推算，全国每年报废汽车的数量已达 1300 万辆，而 2019 年正规渠道报废总量仅不到 200 万辆，约 85% 的汽车被弃置路边或流入黑市。2019 年正规企业销售额仅 300 亿，按照 1.5 万元/辆的价值量测算，若报废汽车全部回流正规渠道，则行业市场空间在 2000 亿以上，存在 6 倍以上的增长空间。

图 7：全国汽车保有量及增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：2019 年约八成报废汽车未进入正规渠道



资料来源：民生证券研究院整理

场地外包是过去正规持牌企业广泛使用的一种经营模式，实质上助长了报废车流入黑市。根据我们的草根调研，过去 70% 以上的正规持牌企业未投入相关设备，而是将场地外包给个人团队，并从中收取一定的提成。过去为防范收车价格市场化带来恶性竞争从而导致五大总成违规销售，在政策实际运行过程中，监管对于电话收车价格进行窗口指导，加上大量牌照方本身来自于物资系统，主动经营性不足，正规牌照方更倾向于使用外包来兑现特许经营的价值。这种模式难以把控报废车的最终去向，从结果上助长了报废车流入黑市的现象。

政策监管缺位、行业精细化拆解能力不足是黑市和小作坊具备收车价格优势的原因。2019 年以前正规企业低价收车现象普遍，在废钢价格低下的 2015 年收车价格甚至低至 300~500 元/辆，严重打击了车主正规渠道申请报废的积极性。黑市和小作坊能够给予车主更高的收车价格，整体价格优势能达到 2~2.5 倍。我们将汽车拆解的主要产品按价值量进行进一步拆分，发现黑市及小作坊过去的价格优势主要来源于以下几方面：

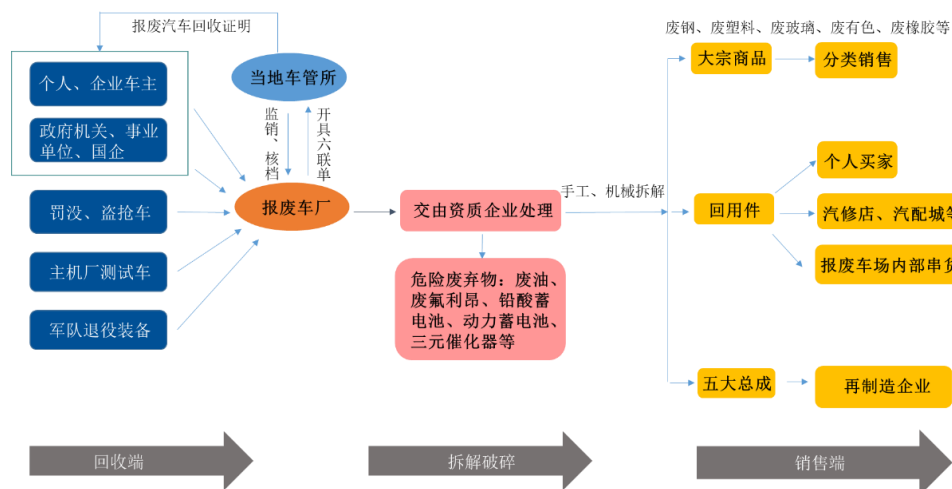
- 1) **五大总成**，发动机+变速箱+前后桥等，最高占到全部价值量的 30%，19 年以前的老版回收管理办法不允许汽车拆解企业销售，新规放开后双方回到同一起跑线竞争；
- 2) **回用件**，三元催化器、轮毂等，可达全部价值量的 30% 以上，一方面特许经营制致持牌企业主动经营性不足，不具备精细化拆解能力，低价进出情况普遍，另一方面此前报废车辆以

国Ⅰ国Ⅱ标准为主，回用件销路较差，导致 2018 年以前回用件市场尚未启动；

3) **废钢等资源品**，拆除可用五大总成、回用件后的剩余部分，主要销售给钢企用作炼钢，资源回收利用行业利润率薄，无进项税额抵扣，小作坊普遍偷税漏税，且政府对于其环保问题监管不足。

4) **黑市将报废车作为整车违法销售至农村或是海外**，带来严重的道路安全问题，也是当前重点监管的行为。

图 9：汽车拆解流程图



资料来源：民生证券研究院整理

表 1：小型轿车拆解价值量拆分

名称	价格（元）	名称	价格（元）
变速箱	209	转向机总成	28
发动机	475	铜线	90
前后桥	649	前后杠	45
废钢（车身）	744	工作台总成	70
传动轴	19	其他回用件	700
排气管	32	废三元催化器	300-2500 元不等

资料来源：中国物资再生协会、民生证券研究院

表 2：2017 年主要城市报废汽车收购价格

地区	回收价格		
	小型车	中型车	大型车
北京	1200 元/台	1250 元/台	1300 元/吨
上海	400-600 元/吨	400-600 元/吨	1000 元/吨
深圳	360 元/吨	360 元/吨	360 元/吨
重庆	600-900 元/吨	600-900 元/吨	900-1400 元/吨
承德	300-500 元/台	500-800 元/台	800-1000 元/吨
成都	150-400 元/吨	350 元/吨	700-1100 元/吨

资料来源：中国物资再生协会、民生证券研究院

(二) 不只是五大总成的放开，政策细则发布、新资本流入、国三提前报废将共同开启汽车拆解行业市场化进程

近两年政策密集出台，行业有望重构，产业资本热情高涨。2019年6月，新版《报废机动车回收管理办法》正式实施，允许汽车拆解企业将五大总成销售给具备再制造能力的企业。2020年9月，《报废机动车回收管理办法实施细则》正式执行，规定取得报废机动车回收拆解资质认定的企业，需要符合《报废机动车回收拆解企业技术规范》以及《报废机动车拆解环境保护技术规范》。实际执行中，此前享有资质的700多家汽车拆解企业需要在2年的缓冲期内完成资质的重新认证，行业有望迎来重构。同时产业资本显示出了很强的参与热情，据协会数据，仅江苏和辽宁两地，2019年咨询意向申请牌照的企业数量就达700家，格力集团、华宏科技、格林美等深耕行业多年和实力强劲的新资本的进入有望为行业发展带来新的活力。

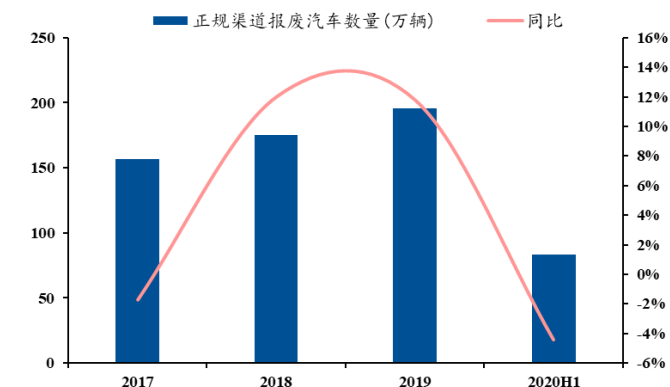
表3：新规+细则+两个规范将保障行业未来健康发展

时间	政策名称	内容
2001	《报废汽车回收管理办法》	“五大总成”只能作为废金属强制回炉，已经废止
2007	《报废机动车拆解环境保护技术规范》	规定污染控制要求及环境保护要求，目前该规范正在着手修订，尚未正式出台新版本
2008	《汽车零部件再制造试点管理办法》	确定了首批14家汽车零部件再制造试点企业，同时将零部件产品范围定为发动机、变速器、发电机、起动机、转向机
2019	《报废汽车回收管理办法》	于2019年6月正式落地实施，“五大总成”再制造解禁，完善进入退出机制，取消总量控制，不再按照报废金属价格回收，按照市场定价，完善监管
2019	《报废机动车回收拆解企业技术规范》	于2019年底正式实施，对08年的版本进行了更新，根据我国地区差异较大的国情，将回收拆解企业分成6个档位进行管理，增加企业建设和拆解技术要求等内容；新增拆解电动汽车相关要求；强化场地建设和设施设备环境保护要求
2020	《报废机动车回收管理办法实施细则》	于2020年9月正式落地实施，包括拆解企业资质认定和管理、回收拆解行为规范、回收利用行为规范、监督管理等

资料来源：国务院、发改委，民生证券研究院

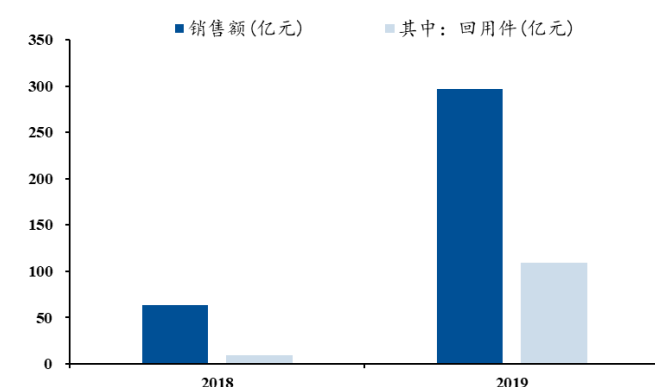
政策落地初见成效，精细化拆解趋势出现。2019年新规出台后正规渠道报废汽车总量稳步提升，同比+12%，2020H1受到疫情影响，在行业停工停产3个月的情况下，上半年报废汽车量仍与去年同期基本持平。从正规企业销售额情况来看，经营模式已出现较大的转变，2019年行业销售额达到300亿元，同比提升接近5倍，其中回用件销售额从18年的不到10亿增长到19年接近110亿元，占到全部销售额的30%以上，精细化拆解趋势出现。国III排放标准于07年出台，其后4年国IV出台，国III汽车本身将于未来5年逐步进入报废周期，加上各地近年来陆续出台的鼓励国III提前报废的补贴政策，国III汽车逐渐成为报废汽车的主要部分，高价值的C类车占比持续提升，拆解价值持续提升，对于拆解企业精细化拆解能力的要求也会相应提高。

图 10: 报废汽车量和行业销售额



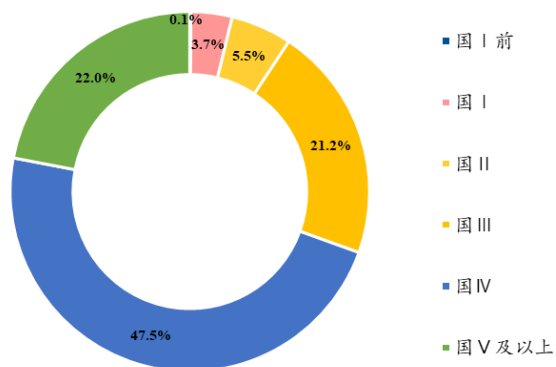
资料来源: 民生证券研究院整理

图 11: 报废汽车行业销售额及回用件销售额



资料来源: 民生证券研究院整理

图 12: 按排放标准阶段划分的汽车保有量构成 (2017)



资料来源: 民生证券研究院整理

未来地方补贴和车牌限制会进一步促进报废汽车回流正规渠道。为治理大气污染、刺激汽车消费，各地在近几年持续给予不同车型一定的报废补贴。从汽车保有量 300 万辆以上的大型城市来看，当前补贴的主要对象是老旧国 III 标准汽车。由于黑市和小作坊无法提供报废汽车回收证明从而享受补贴，陆续出台的补贴政策进一步增强了正规渠道的价格竞争力。对于汽车保有量较高的上海、杭州等城市，道路的拥挤导致新车牌需要摇号申请，部分城市车牌拍卖价格高达 3~5 万，车牌限号城市的增多有望进一步带动报废汽车的回流。

表 4：地方报废汽车补贴政策

发布时间	区域	政策名称	有效时间	补贴对象	补贴金额 (元/辆)
2018.12	上海	《市交通委、市环保局、市商务委关于调整本市老旧车辆提前淘汰补贴政策的通知》	2018.12-2019.12.31	国III柴油车（国III柴油公交车除外）	5000-18000
2020.3		《2020 上海老旧汽车报废更新补贴范围和补贴标准》	2020.4.23-2020.12.31	国IV及以下排放标准的燃油汽车、符合要求的国VI排放标准燃油新车	4000
2017.6	北京	《北京市促进高排放老旧柴油货运车淘汰方案》	2017.9.21-2019.9.20	柴油货运车	2800-40000
2020.3		《北京市进一步促进高排放老旧机动车淘汰更新方案(2020-2021 年)》	2020.4.1-2021.12.31	国III汽油载客汽车和汽油载货汽车	1600-22000
2018.4	济南	《济南市老旧柴油车报废更新资金补贴实施方案》	2018.1.1-2019.12.31	国III老旧柴油车	7000-40000
2020.8		《济南市老旧柴油货车报废更新资金补贴实施方案》	2020.1.1-2021.6.31	国III柴油货车	4900-32000
2018.10	深圳	《深圳市老旧车提前淘汰奖励补贴办法（2018-2020 年）》	2018.7.1-2020.6.30	高排放老旧国 I 国 II 汽油车及国III柴油车	2000-95000
2020.9	天津	《天津市推进国三及以下排放标准中重型营运柴油货车提前淘汰补贴的通告》	2020.9.24-2021.6.30	国III及以下中重型营运柴油货车	9000-38000
2018.11	苏州	《苏州市人民政府关于对国一、国二高排放汽油车鼓励淘汰补助的通告》	2018.12.1-2020.12.31	国 I 国 II 微、小型汽油车	4000

资料来源：民生证券研究院整理

管中窥豹：东海汽车拆解产业发展困局。据新华网 2019 年 1 月报道，江苏连云港东海县桃林镇为周边的报废汽车零部件大型集散地，当地镇区有 3 万多人，有 1.5 万人从事相关行业，全年交易额达到 30 多亿元。当地从正规拆解企业处低价收购报废汽车后进行拆解后销售，存在违法出售二手发动机、翻新件的情况。这门生意兴旺了当地的经济，却带来三方面的问题：1) 非法拆解带来严重的环境污染：人工拆解对发动机、变速器里的废油废液收集不到位，重金属直接排入土壤和水，长时间不能降解；2) 违规出售的五大总成和未标明的翻新件带来道路安全隐患；3) 小作坊偷税漏税导致当地政府实际未享受到相关税收增量。

产业园模式实现多方共赢，东海拆解企业有望持续整合。为引领产业健康发展，当地政府力推循环经济产业园建设，该园区规划面积约 6 平方公里，定位为国家级汽车循环经济产业园。截止 2019 年初，一期 16 栋厂房已建成，老货场 140 家拆解户被动员入驻。园区投建了日处理 1000 吨油污废水的污水处理厂，实现废水达标循环再利用，一定程度上改善了污染问题。2019 年 10 月，中央环保督察“回头看”进驻江苏期间，督查组要求对当地汽车拆解产业进行进一步整改。当地绝大多数货场没有拆解资质，可以预见的是，在两年的政策缓冲期后，当地分散的参与者将被进一步整合至少数几家环保达标、具备精细化拆解能力和资质的企业。

图 13: 东海桃林镇废旧轮胎直接堆放在庄稼地旁

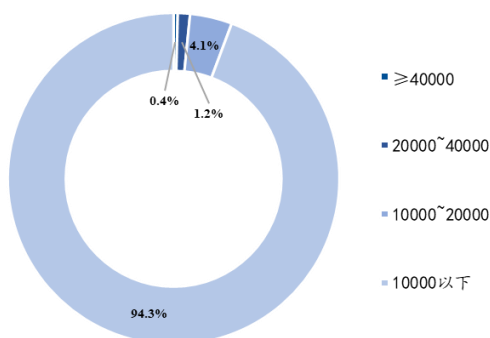


资料来源: 新华网, 民生证券研究院

(三) 行业整合势在必行, 公司具备成长为行业龙头的潜力

新规有条件地放开了行业竞争, 2000 亿汽车拆解市场有望诞生高市占率龙头。对于全国绝大多数汽车保有量 200 万辆以下的城市, 从《报废机动车回收拆解企业技术规范》的最低产能要求推算, 未来核发牌照量的上限在 6 块以下。短期政策放开后市场竞争势必加剧, 但行业未来仍是类特许经营的模式。目前国内汽车拆解行业集中度极低, 规模最大的成都兴原 2019 年汽车回收量仅在 5 万辆规模, 仅 12 家企业达到年回收量 2 万辆的规模, 约 95% 的企业回收规模在 1 万辆以下。参考较为成熟的美国市场, 汽车拆解龙头 LKQ 在上市后持续依靠并购进行扩张, 目前其北美本土汽车回收规模在 30~50 万辆, 市占率在 3% 左右, 同时在欧洲等海外市场持续扩张。政策细则补齐叠加报废周期的来临, 未来国内同样可以期待百亿收入规模的拆解企业的出现。

图 14: 不同报废汽车年回收量企业数量占比



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 15: LKQ 在上市 17 年间创造了 20 倍的收益



资料来源: WIND, 民生证券研究院

表 5: 新规牌照准入产能及经营面积要求

	地区年机动车保有量/万辆	单个企业最低年拆解产能/ 万辆	报废量估算/万辆	牌照量上限	最低经营面积/ 平方米
I 档	500(含)以上	3	25+		
II 档	200(含)~500	2	10~25	12	20000
III 档	100(含)~200	1.5	4~10	6	
IV 档	50(含)~100	1	2.5~4	4	15000
V 档	20(含)~50	1	1~2.5	2	
VI 档	20 以下	0.5	1 以下	1	10000

资料来源:《报废机动车回收拆解企业技术规范》, 民生证券研究院

对于华宏而言, 稀土回收利用有望与汽车拆解形成良好协同, 进一步提升其精细化拆解能力。公司于 2020 年内完成对于稀土回收利用龙头鑫泰科技的收购, 鑫泰科技拥有行业领先的从钕铁硼废料中提取稀土氧化物的技术。根据我们的调研, 钕铁硼广泛应用于汽车领域, 包括传统汽车的 EPS 转向系统、玻璃、音响喇叭以及新能源汽车的永磁同步电机。我们推算一辆传统汽车中的钕铁硼用量在 1~2kg, 而纯电动车的用量更高达 5~10kg。按照当前 300 元/kg 的氧化镨钕价格测算, 传统汽车中稀土的价值量在 300~600 元, 对于利润率较薄的资源回收利用行业已经较为可观, 能够进一步提升公司拆解流程的附加值, 提升收车价格, 从而保障货源。

图 16: 氧化镨钕价格历史波动情况



资料来源: WIND, 民生证券研究院

东海华宏已实现稳定盈利, 看好三大汽车拆解及废钢加工基地如期投产。华宏目前在全国布局了江苏东海、北京、河北迁安三大废钢及汽车拆解基地, 其中东海华宏废钢业务以汽车拆解件为主, 在 2019 年已实现 3.2 亿的收入和 1475 万表观净利润, 2020 年产能进一步提升, 后续有望对于周边产能进行持续整合。公司于 2018 年收购北京中物博汽车拆解牌照, 2020 年三季度已完成场地搬迁, 未来有望打造全国汽车拆解样板工程。迁安聚力废钢加工及贸易则定位为首钢配套废钢加工基地, 达产后亦有望贡献可观的利润增量。

表 6：三大基地收入利润预测

区域	原料	预测 22 年废钢 产能/万吨	满产收入/ 亿元	净利率	满产利润/ 万元
东海	报废汽车件	30	7.5	6%	4500
北京	报废汽车件	10	2.5	6%	1500
迁安	废钢	50	12.5	4%	5000

资料来源：民生证券研究院整理

不止于三大基地，轻资产模式下看好未来公司汽车拆解基地持续异地扩张。2019 年东海华宏实现表观净利润 1475 万元，实际注册资本 2000 万元，总资产不到 9000 万元，ROA 达到 16% 以上，如使用一定的杠杆，ROE 可达 30% 以上。公司 2020Q3 负债率仅为 24%，现金流回款较好，在手资金足以支持未来新布局拆解基地的持续投入。和近几年新进入行业的格力、格林美等产业资本相比，公司未来异地扩张还存在以下几方面优势：

1) 精细化拆解能力和产品渠道的把控：北京拆解基地打造全国样板，后续有望实现良好的标杆效应；稀土回收利用的独特协同优势使得公司产品附加值更高；和下游钢厂的长期业务合作保障了废钢（短期内仍是最主要的产品）的销路。

2) 设备销售带来的信息优势和引流作用：公司与部分汽车拆解企业此前就有设备销售方面的合作，对于客户情况较为了解。新规出台后部分牌照方并不希望介入需要增加人员和资金投入的后端运营业务，希望快速实现渠道和牌照价值，从而带来一系列并购整合机会。

3) 扎实稳健的管理团队：无论是从历史并购标的的业绩兑现情况还是汽车拆解行业的介入时机，都显示出管理团队谨慎稳健的经营风格，对于利润率较薄的资源回收利用行业而言，踏踏实实做好每一个区域运营中心、培养出具备核心竞争力的自有团队，是实现未来快速异地复制的必要条件。

6000 亿废钢市场更为广阔，公司同样有望占据一席之地。我们预计 2020 年全国废钢使用量在 2.5 亿吨左右，按照 2400 元/吨的均价测算，市场空间达到 6000 亿。废钢回收利用市场极度分散，根据我们对全国各省市 2019 年增值税申报情况的不完全统计，废钢综合利用行业规模最大的中再生集团市占率仅 2%，其他绝大多数企业来源于供销系统和个人民营。虽然对于单纯的废钢运营而言公司不再具备稀土回收利用的协同优势，但设备销售同样带来信息优势和引流作用，亦有望占据一席之地。

（四）废钢及汽车拆解设备：稳定的现金流创造器，成套拆解设备有一定弹性

废钢设备市场需求约为 30 亿元/年，长期增长来源于废钢比的持续提升。废钢设备包括剪切机、打包机和破碎线，剪切机和打包机主要应用于废钢回收企业，破碎线主要用于钢厂，帮助其完成杂质的筛分以保障入炉废钢的各元素含量达标。我们测算破碎线的单位投资在 60 万元/万吨，剪切和打包机单位投资更高，整体废钢设备的单位投资在 60~90 万元/万吨，对应设备存量市场 150~230 亿元，按照 5~8 年的使用期测算，稳态更新需求在 30 亿元/年左右。

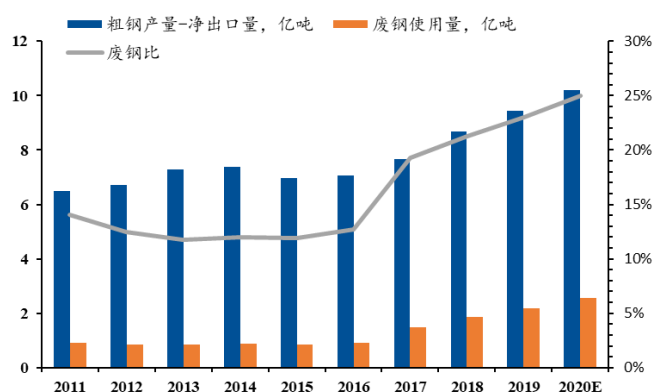
由于烧结环节产生了炼钢过程中 70% 的污染，电炉短流程炼钢较高炉长流程炼钢更为环保，2016 年起环保要求下新建电炉产能持续提升，同时高炉技术工艺改进，带来废钢使用量的持续提升。当前我国铁矿石高度依赖进口，铁矿石价格居高不下，加上环保监管的持续趋严，后续废钢比有望持续提升。我们预计 2020 年全国废钢使用量在 2.5 亿吨左右，废钢比达到 25%，与美国 70% 和欧盟 55% 的废钢比，后续仍有翻倍以上的提升空间。假设未来每年粗钢产量不变，废钢比提升 0/2%/4% 的不同情景下，未来每年废钢设备增速将在 0/8%/16%。

图 17：公司产品介绍



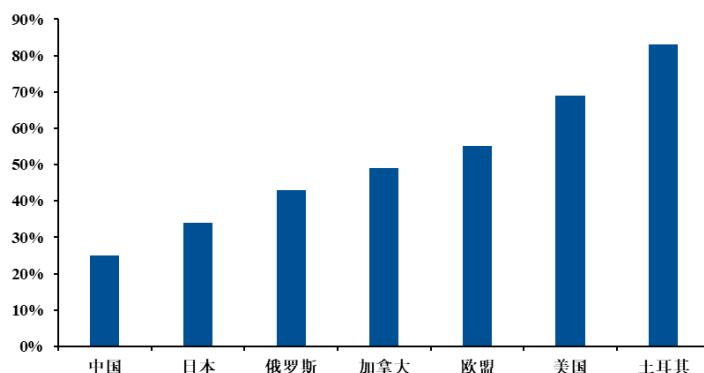
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 18：废钢使用量和增速预期



资料来源：WIND，民生证券研究院

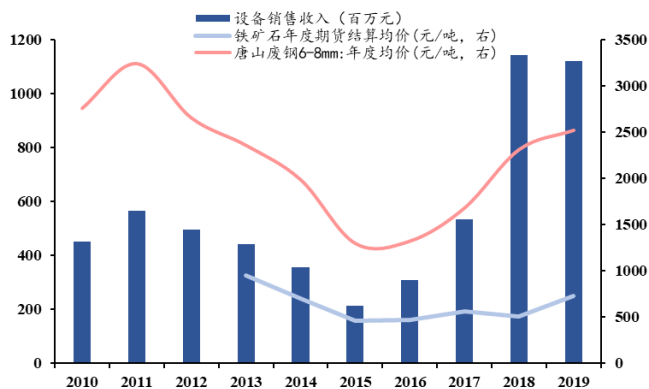
图 19：中国废钢使用比例低于全球平均水平



资料来源：民生证券研究院整理

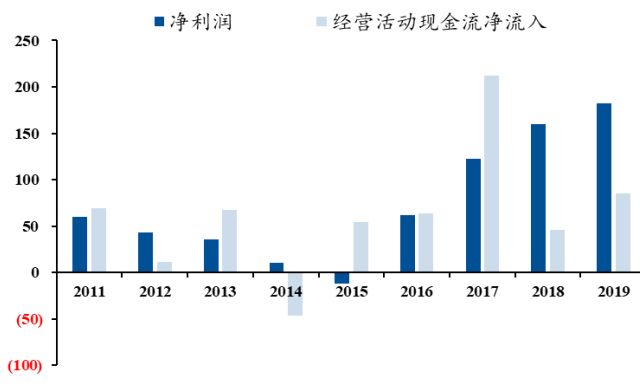
短期销售与废钢价格正相关，现金流回款情况较好。废钢设备的长期成长属性来源于废钢比的提升，但短期受废钢价格影响较大，历史上公司设备销售与废钢价格存在较大相关性。2020 年铁矿石价格持续上涨，支撑废钢价格，废钢运营商盈利能力得到保证，公司设备销售有望维持当前水平。现金流方面，在 2011~2015 年废钢价格持续下跌的行业下行期，公司累计实现净利润 1.37 亿元，期间经营活动现金流净流入 1.55 亿元，与利润较好匹配。2016~2019 年，打击地条钢带来破碎线需求的大幅提升，破碎线相对剪切机和打包机等传统设备回款周期相对较长，期间累计实现净利润 5.27 亿元，经营活动现金流净流入 4.07 亿元，现金流创造能力略有下降，但应收款周转次数仍保持在 7 次以上的良好水平。

图 20: 公司废钢设备收入与废钢和铁矿石价格相关性较强



资料来源: WIND, 民生证券研究院

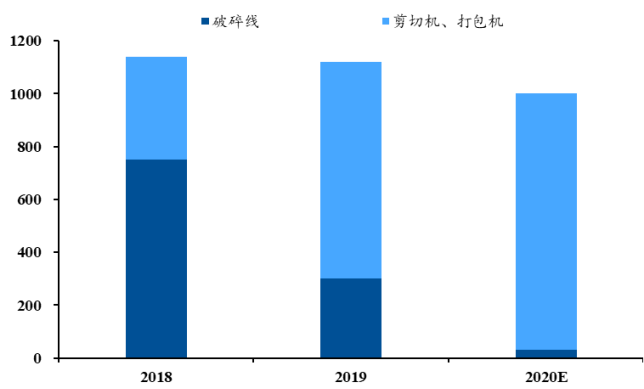
图 21: 公司净利润与经营活动现金流净流入情况(百万元)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

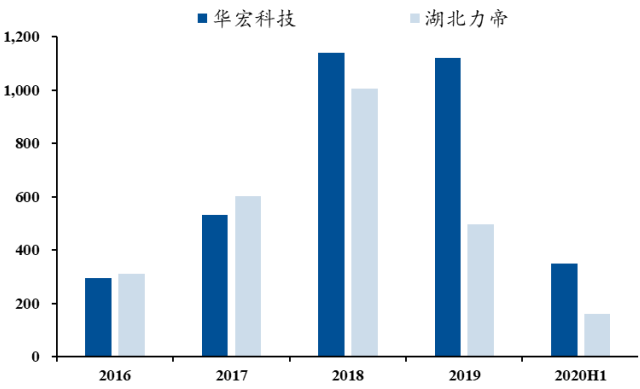
订单修复、结构改善，一轮周期后华宏设备龙头优势进一步扩大。与剪切机和打包机相比，破碎线更多涉及施工和集成，毛利相对低，回款相对慢，但单体投资规模较大。2017 年国家打击地条钢带来破碎线需求的快速放量，增量需求在 18~19 年基本完成消化。2020 年公司订单结构发生转变，以竞争力较强的传统剪切机和打包机为主，并且单月订单在下半年疫情影响减弱后修复至历史较好水平，我们判断这主要系废钢价格稳定后下游运营商进入良性竞争阶段，带来传统设备需求的持续回升。2019 年公司设备收入展现出较好韧性，与规模第二的湖北力帝收入差距拉大，验证了公司在废钢传统设备上杰出的竞争力。

图 22: 华宏设备结构拆分(百万元)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 23: 华宏科技设备销售与湖北力帝收入对比(百万元)



资料来源: WIND, 民生证券研究院

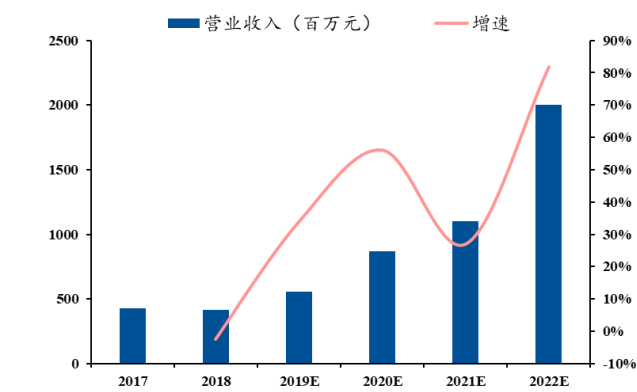
快速响应市场需求，汽车拆解设备有望率先受益。由于原有持牌企业需要在 2 年内完成重新申请，而此前 70% 的企业未投资相关设备，我们判断精细化拆解趋势下公司设备端有望率先放量。《报废机动车回收拆解企业技术规范》对申请牌照企业的最低设备投入提出了具体要求，我们测算 2 万辆产能的汽车拆解厂相应成套设备投资在 300 万元左右，保守假设未来两年新增 500 万辆拆解产能，则相应年化市场空间在 7.5 亿左右，占到当前废钢设备市场的 25%。2020 年 9 月，公司公告其高值废旧产品资源化利用系统集成应用解决方案获得最终验收成功，应时推出相关产品。汽车拆解用剪切机与废钢剪切机并无太大技术差异，公司有望在这一领域持续领跑行业。

四、稀土回收利用：盈利能力稳定，南方稀土项目合作打开成长空间

（一）稀土回收利用：牌照稀缺，盈利能力稳定

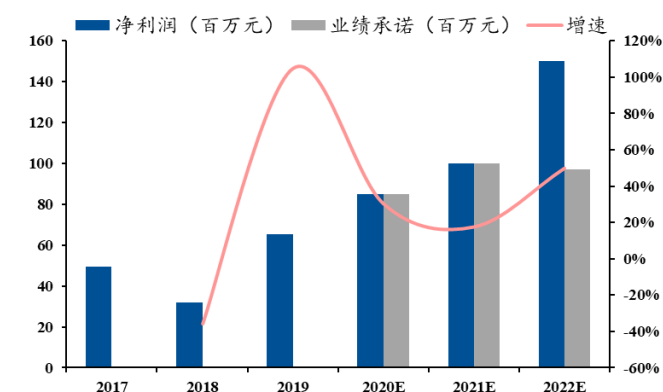
公司于 2020 年完成对于稀土回收利用行业龙头鑫泰科技收购。2020 年 3 月，公司完成对于鑫泰科技 100% 股权的收购，整体估值 8.1 亿，2020 年~2022 年承诺利润 0.85、1.00、0.97 亿元，收购价格对应 2020 年 PE 约 9.5x。鑫泰科技的业务模式为从个人供应商处收购磁材机加工环节产生的稀土废料，进行萃取、焙烧等工艺后生产氧化镨钕等稀土氧化物，再销售给磁材生产商，同时子公司中杭新材亦开展稀土永磁材料的生产业务。鑫泰科技在吉安市吉安县和吉水县拥有两座较为现代化的稀土废料综合利用生产工厂，具有超过 2900 吨/年稀土氧化物的产能，现有产能的持续爬坡将成为未来业绩对赌完成的主要保障。

图 24：鑫泰科技收入及增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

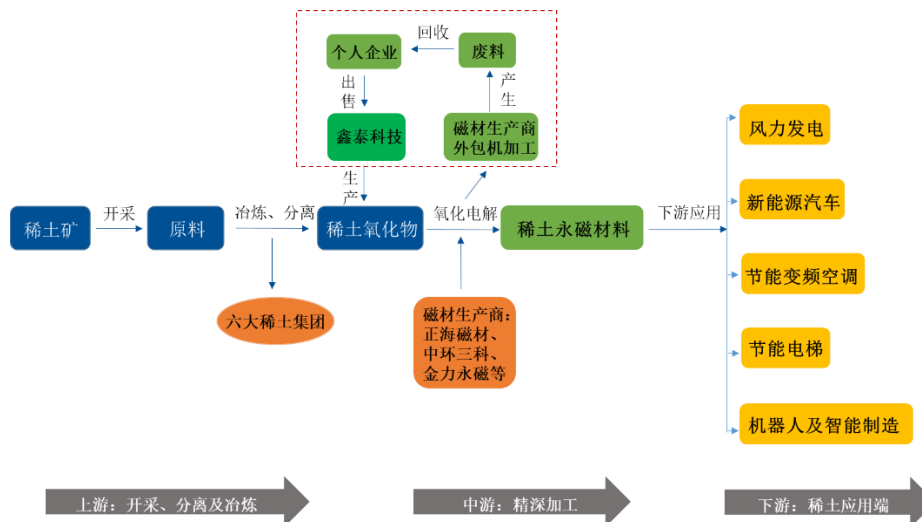
图 25：鑫泰科技利润、增速预测及业绩对赌



资料来源：WIND，民生证券研究院

稀土回收利用贴合国家严控上游开采的监管方向，磁材产品应用范围广泛。稀土是国家重要战略资源，非法开采稀土资源在干扰稀土市场价格的同时带来严重的环保问题。工信部对于每年生产总量和原矿开采进行严格的总量控制，2019 年冶炼分离环节产生的稀土氧化物总指标为 12.7 万吨，全部分配给北方稀土、南方稀土、中铝、广东稀土、五矿和厦门钨业等六大稀土集团。稀土回收利用本质上提升了原料利用率，符合国家严控上游开采的监管方向。其产品稀土氧化物主要用以生产磁材，后者广泛应用于风力发电、新能源汽车、节能变频空调等领域，具备良好的市场需求。

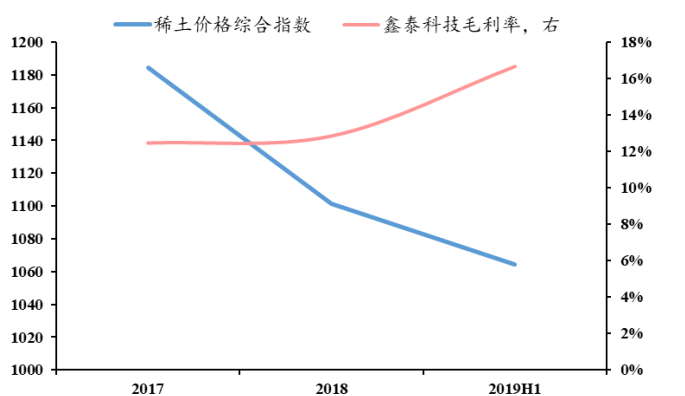
图 26：稀土回收利用行业产业链



资料来源：民生证券研究院整理

鑫泰科技掌握技术和工艺优势，盈利能力较为稳定。稀土回收利用行业的实质是提升原料在整个生产环节中的利用率，行业盈利的来源类似于加工费，收货价格根据下游稀土氧化物大宗商品价格倒推，带来较为稳定的盈利能力，毛利率的核心盈利因素是产能利用率而非产品价格。由于过去不少稀土回收利用企业借回收之名行冶炼分离之实，监管要求下 2013 年以来行业持续整合，合规企业数量由 13 年的 55 家下降到目前的 19 家，其中 9 家已被整合入六大稀土集团的序列。鑫泰科技核心团队深耕行业数十年，公司在研发水平和生产工艺方面行业领先，我们测算公司 2019 年的市场占有率已经达到了 15%，规模位居行业首位。

图 27：鑫泰科技历史毛利率与稀土价格对比



资料来源：WIND、公司公告，民生证券研究院

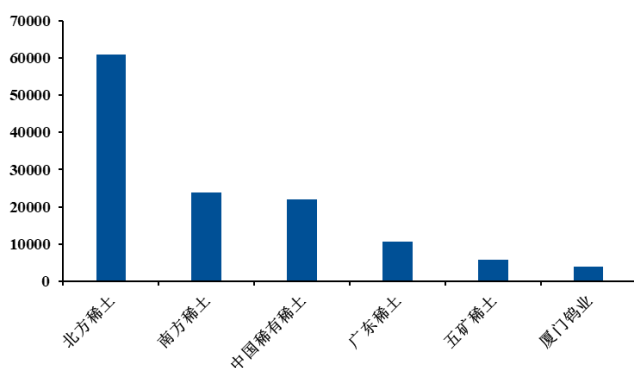
（二）南方稀土合作项目带来产能翻倍的空间，稀土氧化物供不应求产品消纳有保障

与南方稀土的 6 万吨磁材废料项目合作有望进一步打开公司盈利空间。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。南方稀土在自有 2 块稀土回收利用牌照的前提下，依然选择外部的鑫泰科技进行合作，从侧面体现出鑫泰的技术实力和盈利能力。按照每万吨磁材废料对应 3000 吨稀土氧化物的比例测算，先期 2 万吨货源能够保障公司约 6000 吨的稀土氧化物产品，较目前 2900 吨的产能翻倍。按照一年的建设期推算，该项目有望于 2021 年四季度投产运行，进一步增厚公司利润。

对于南方稀土而言，其自身拥有 2.4 万吨的轻重稀土冶炼分离指标，位居行业第二，与北方稀土 6 万吨的规模存在较大差距，远期 6 万吨磁材废料如能全部转化为稀土氧化物，则南方稀土的体量有望提升至 4.2 万吨，进一步缩小与行业龙头的差距，提升行业地位。项目的重要性不言而喻，南方稀土方面有足够的动力保障废料来源和项目的稳步落地。

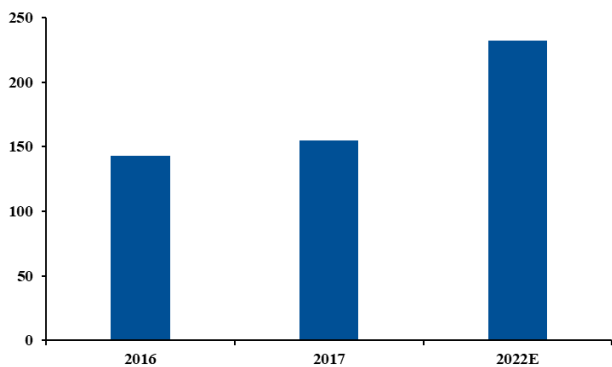
图 28：2019 年稀土冶炼分离指标(吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

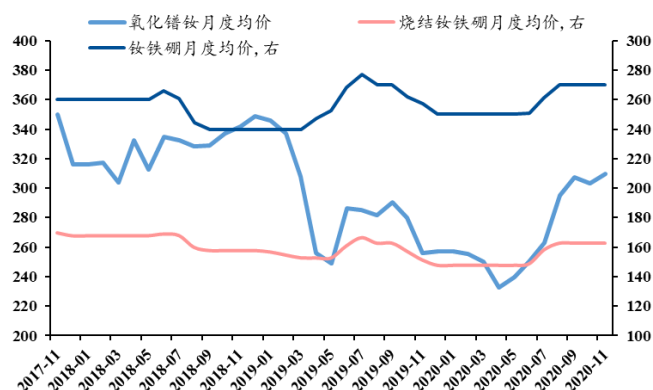
稀土氧化物供不应求，新能源支撑磁材需求。根据 BBC research 的预测，2022 年全球永磁材料市场规模将达 230 亿美元，近两年复合增速 8%。未来新能源汽车、风电的逐步放量将持续提升磁材市场的需求，2020 年下半年以来，稀土产业链相关产品价格持续上涨，且稀土氧化物涨幅高于下游产品的涨幅，说明近年来对于黑稀土产能的持续打击成效初步显现，产能过剩情况有所改观，公司未来产品消纳具备保障。

图 29：全球永磁材料市场规模预测(亿美元)



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 30：稀土氧化物及磁材近三年月度均价(元/吨)



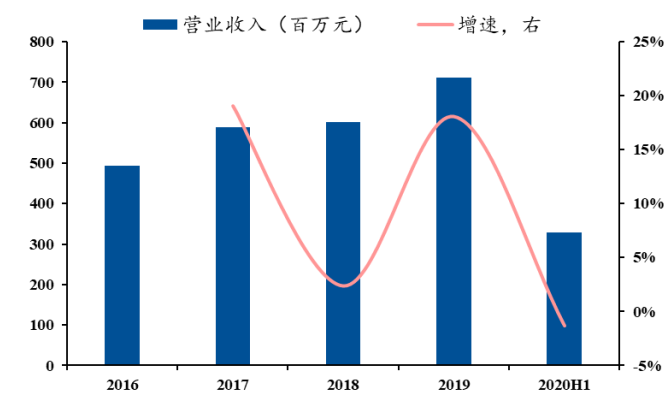
资料来源：WIND，民生证券研究院

五、电梯零部件：信号系统市占率持续提升，安全部件有望再造一个威尔曼

（一）信号系统：市占率持续提升，带来过去五年年均 8000 万以上的稳定盈利

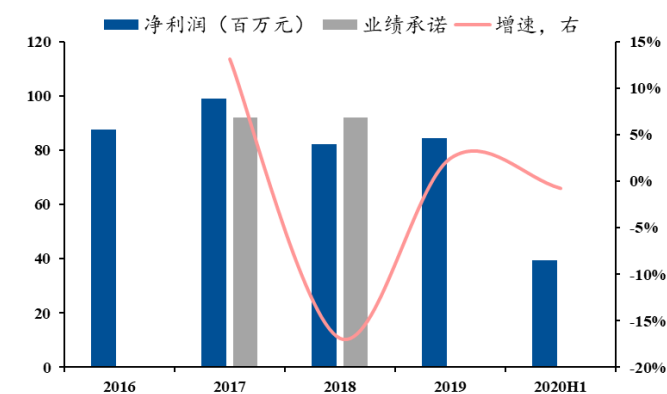
收购威尔曼切入电梯零部件，业绩承诺完成后营收利润增速平稳。2015 年公司以 8.13 亿元收购江苏威尔曼科技有限公司 100% 的股权，切入电梯零部件赛道，增强公司盈利稳定性。威尔曼主营业务为电梯信号系统研发和制造，产品包括电梯操纵箱、多媒体显示器、到站指示灯等，是迅达、通力等国际电梯巨头信号系统的主要供应商，此外也与日立、富士达、三菱等国际领先整机厂商建立了良好客户合作关系。2016~2019 年，威尔曼的收入由 5 亿增长到 7 亿元，各年实现利润 8766 万、9917 万、8239 万、8441 万元，较好地完成了业绩承诺，且在业绩承诺期结束后利润情况依然保持平稳。

图 31：威尔曼收入及增速



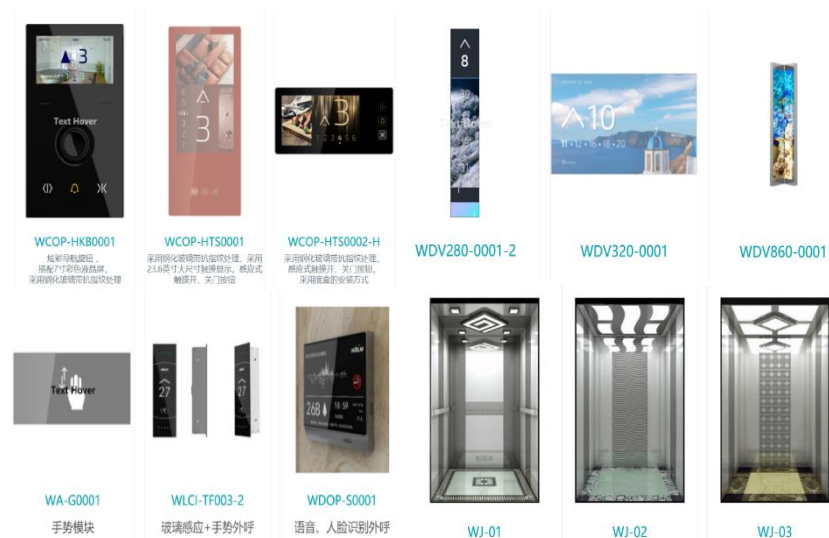
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 32：威尔曼利润、增速及业绩对赌



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 33：威尔曼主要产品

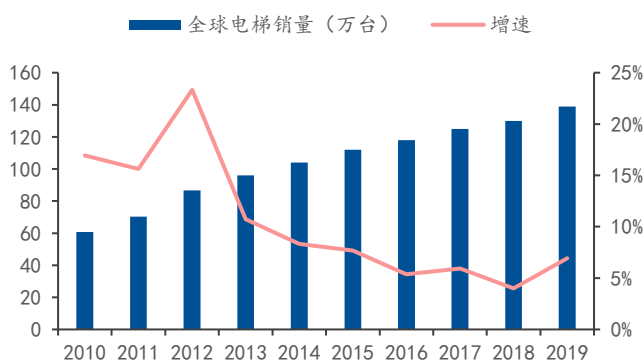


资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

全球电梯销量稳健增长，8 大头部品牌掌握 70% 的市场份额。全球电梯销量在过去 4 年保持了每年 5%-7% 的稳定增长，主要来源于英、美、日等发达国家的更新替换需求和发展中国家的增量需求。全球电梯市场目前基本被奥的斯、通力、迅达、蒂森、三菱、东芝、日立、富士达等八大巨头垄断瓜分，其合计约占 70-80% 的全球市场份额，竞争格局相对稳定，而威尔曼则与八大巨头中的五家都享有业务合作。

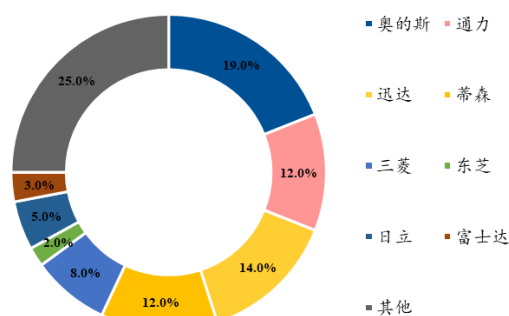
不断开拓新的客户，威尔曼信号系统份额有望持续提升。目前迅达和通力为公司的主要客户，2009 年公司成为迅达在人机交互方面的唯一全球供应商。我们测算收购前公司占到迅达全部信号系统份额的 70% 和通力的 30%，2019 年进一步提升至接近 90% 和 50% 的水平。现有客户占有率持续提升的同时，公司逐步与日立、蒂森、上海三菱等世界一线整梯品牌建立了战略合作关系，未来市场份额有望持续提升。

图 34：全球电梯销量及增速(右)



资料来源：民生证券研究院整理

图 35：2019 年全球电梯整机厂市占率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）安全部件：导入原有客户供应链，空间是信号系统的两倍

收购苏州尼隆拓宽产品品类至安全部件，进一步打开了 2 倍以上的成长空间。2017 年 3 月威尔曼收购苏州尼隆 51% 的股权，进入安全部件领域，我们测算单台电梯上的安全钳、缓冲器等安全部件价值量可达 2400 元，超过信号系统的两倍。按照中国产业信息网 2020 年 150 万台的全球电梯销量推算，全球安全部件市场空间超过 36 亿元。由于安全部件事关电梯的安全性，整机厂商不会轻易压价和更换核心供应商，导致行业竞争格局更好，相关企业盈利能力更强。2019 年沪宁股份安全部件的毛利率为 35%，高于威尔曼信号系统 26% 的毛利率。

表 7：安全部件及信号系统价值量对比

	安全部件价值量（单台电梯测算）			信号系统
	安全钳	缓冲器	滚轮导靴	
价值量（单价*单台电梯用量）	800	600	960	1000
平均毛利率		35%		26%
全球市场规模（亿）		36		15

资料来源：沪宁股份、华宏科技公告，民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告 22

电梯安全部件全球龙头发生变故，苏州尼隆迎来扩张机遇。据中国质量报报道，此前河北东方富达为电梯安全部件行业的龙头，全球市场占有率超过 30%。根据天眼查信息，2019 年东方富达机械有限公司发生大规模股权变更，原始自然人股东基本全部退出，同时法人更换，推测企业经营发生较大变动。当前电梯安全部件的主要厂商包括汇川技术收购的贝思特、上市公司沪宁股份、德国威特等。与同业相比威尔曼具备一定的技术实力和渠道优势，未来有望将江苏尼隆的安全部件产品逐步导入到迅达和通力等现有优势客户的供应体系，打开新的业绩增长点。

六、估值与盈利预测：看好汽车拆解运营带动未来两年 30% 以上的复合增速，拆解异地复制有望支撑估值

（一）盈利预测与业绩拆分

核心假设：

1、汽车拆解及废钢运营：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国布点项目。

2、废钢及汽车拆解设备：市占率回升至 30%，同时汽车拆解成套设备带来少量增量。

3、稀土回收利用：现有产能如期爬坡，南方稀土项目一期于 2021 年投产。

4、电梯领部件：信号系统维持过去复合增速，安全部件实现一定销售。

保守假设下，我们预计公司 2020~2022 年营收分别为 31、41 和 68 亿元，归母净利润 2.62、3.28 和 4.77 亿元，同比增速 46%、25%和 45%，对应 EPS 0.44、0.56 和 0.81 元/股，对应当前股价 PE 分别为 22、17 和 12x。

表 8：公司盈利预测拆分表（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车拆解及废钢运营						
收入	578	590	702	772	965	1197
同比增速	19%	2%	21%	10%	25%	24%
毛利	176	153	184	201	241	299
毛利率	30%	26%	26%	26%	25%	25%
废钢及汽车拆解设备						
收入	169	167	327	392	850	2250
同比增速	-16%	-1%	42%	20%	117%	165%
毛利	8	21	17	21	43	113
毛利率	5%	13%	5%	5%	5%	5%
稀土回收利用						
收入	534	1143	1120	1008	1210	1391
同比增速	73%	114%	-2%	-10%	20%	15%
毛利	108	211	246	222	266	320
毛利率	20%	18%	22%	22%	22%	23%
电梯零部件销售						
收入	515	633	760	912	1094	1970
同比增速		23%	20%	20%	20%	80%
毛利	64	82	125	150	181	325
毛利率	12%	13%	17%	17%	17%	17%
其他业务						
收入	19	16	14	0	0	0
毛利	6	9	9	0	0	0
毛利率	33%	60%	60%	0%	0%	0%
营业收入	1300	1916	2163	3,085	4,119	6,808
同比增速	29%	47%	13%	43%	34%	65%

毛利	292	385	456	594	730	1,057
毛利率	22%	20%	21%	19%	18%	16%
归母净利润	124	157	179	262	328	477
同比增速	106%	142%	158%	46%	25%	45%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

（二）估值分析：估值水平历史低位，已可对标固废行业头部企业，但具备更大的成长空间

2022 年预测估值和头部固废企业一致，汽车拆解尚在起步期可以支撑更高估值。公司业务复合性强，2022 年汽车拆解以及稀土回收利用板块利润将占到公司利润的近 70%。汽车拆解方面目前国内并无可以直接对标的公司，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 2020 年和 2022 年的一致预测 PE 分别在 19x 和 13x 左右。与已经入成熟期的垃圾发电行业相比，国内汽车拆解行业刚刚起步，2022 年远未到达成熟期，我们认为公司 2022 年可以给到 19x 的 2020 年垃圾发电的平均估值水平。

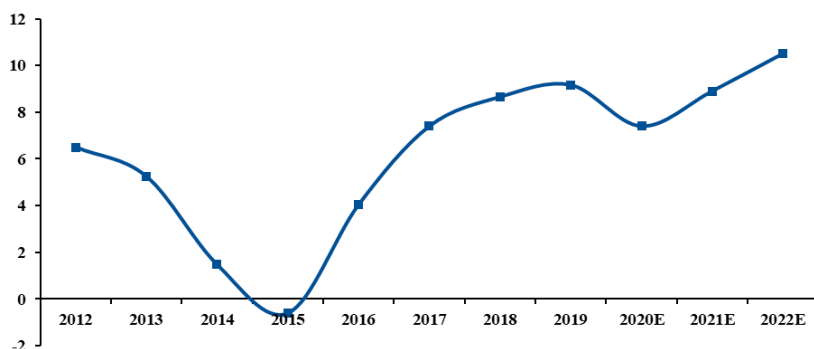
表 9：公司盈利预测拆分表（百万元）

	2020E	2021E	2022E
伟明环保	22	17	14
瀚蓝环境	18	14	12
上海环境	20	15	12
中再资环	17	15	13
平均	19	15	13
华宏科技	22	17	12

资料来源：WIND、民生证券研究院

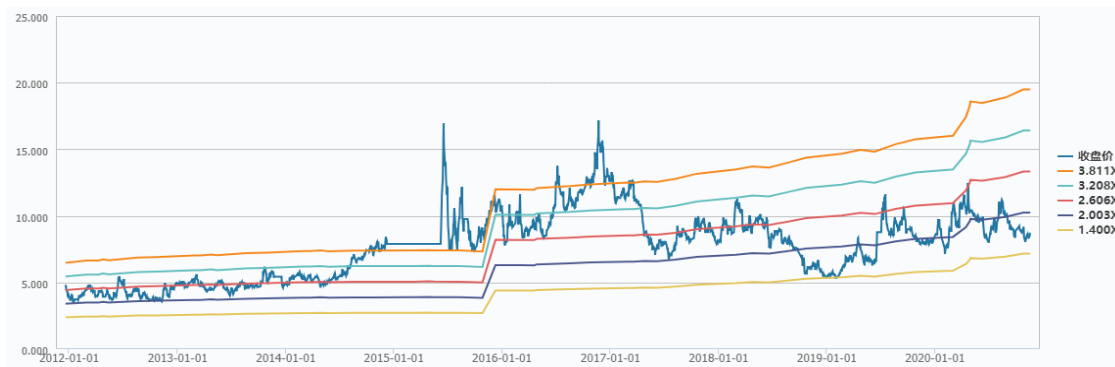
历史估值来看，公司当前 PB 1.7x，位于上市以来 10%分位数以下，而从 ROE 的角度分析，未来两年公司盈利能力有望持续提升，2022 年将突破历史上限，且增长逻辑由过去的周期向运营转变，利润稳定性提升，当前估值处于低估的水平。

图 36：公司 2022 年 ROE 有望提升至历史最高水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 37：公司 PB 位于上市以来 10%分位数以下



资料来源：WIND，民生证券研究院

绝对估值法下公司合理市值应在 77~130 亿元之间。我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，得出公司合理市值水平在 100 亿元附近。核心变量包括公司 WACC 约为 8.3%，永续增长率设为 5%。

表 10：FCFF 法下公司合理市值敏感性分析

WACC	永续增长率						
	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%
10.30%	54	58	63	69	75	84	94
9.30%	64	70	77	85	96	110	128
8.80%	71	77	86	97	111	122	157
8.30%	78	87	97	112	130	158	201
7.80%	87	98	113	132	160	203	279
7.30%	99	114	132	161	205	282	455

资料来源：WIND、民生证券研究院

七、风险提示

1、项目投产不及预期；2、废钢价格大幅下跌。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,161	3,085	4,119	6,808
营业成本	1,706	2,491	3,389	5,751
营业税金及附加	15	21	28	47
销售费用	86	70	103	170
管理费用	104	126	148	170
研发费用	77	93	124	231
EBIT	174	284	327	438
财务费用	(1)	(5)	(22)	(31)
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	4	4	4	4
营业利润	216	309	387	563
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	215	309	387	563
所得税	33	47	59	86
净利润	182	262	328	477
归属于母公司净利润	179	262	328	477
EBITDA	223	333	376	486

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	304	1137	1583	2189
应收账款及票据	292	417	556	919
预付款项	26	38	52	88
存货	527	1106	1116	1280
其他流动资产	26	26	26	26
流动资产合计	1224	2781	3390	4578
长期股权投资	17	21	26	30
固定资产	442	442	442	442
无形资产	70	65	60	55
非流动资产合计	1269	1223	1179	1134
资产合计	2544	4054	4619	5763
短期借款	15	15	15	15
应付账款及票据	379	553	752	1276
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	529	762	1027	1724
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	21	21	21	21
负债合计	550	783	1048	1745
股本	463	589	589	589
少数股东权益	39	39	39	39
股东权益合计	1994	3272	3570	4018
负债和股东权益合计	2544	4054	4619	5763

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	12.8%	42.7%	33.5%	65.3%
EBIT 增长率	14.1%	63.2%	15.3%	33.9%
净利润增长率	14.0%	46.2%	25.3%	45.4%
盈利能力				
毛利率	21.0%	19.2%	17.7%	15.5%
净利率	8.3%	8.5%	8.0%	7.0%
总资产收益率 ROA	7.0%	6.5%	7.1%	8.3%
净资产收益率 ROE	9.2%	8.1%	9.3%	12.0%
偿债能力				
流动比率	2.3	3.7	3.3	2.7
速动比率	1.3	2.2	2.2	1.9
现金比率	0.7	1.5	1.6	1.3
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	41.3	41.3	41.3	30.0
存货周转天数	118.0	118.0	118.0	75.0
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.4	0.6	0.8
每股净资产	4.2	5.5	6.0	6.8
每股经营现金流	0.2	(0.3)	0.8	1.1
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	24.9	21.7	17.3	11.9
PB	2.3	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	17.3	10.2	7.8	4.6
股息收益率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	182	262	328	477
折旧和摊销	51	49	49	49
营运资金变动	(150)	(491)	103	114
经营活动现金流	78	(183)	476	636
资本开支	153	(1)	0	0
投资	(6)	0	0	0
投资活动现金流	(90)	1	0	0
股权募资	17	1,046	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(27)	1,015	(30)	(30)
现金净流量	(39)	834	446	606

插图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 公司历史营收及增速	6
图 4: 公司历史归母净利润及增速	6
图 5: 2020 年预计各板块利润占比	7
图 6: 2022 年预计各板块利润占比	7
图 7: 全国汽车保有量及增速情况	8
图 8: 2019 年约八成报废汽车未进入正规渠道	8
图 9: 汽车拆解流程图	9
图 10: 报废汽车量和行业销售额	11
图 11: 报废汽车行业销售额及回用件销售额	11
图 12: 按排放标准阶段划分的汽车保有量构成 (2017)	11
图 13: 东海桃林镇废旧轮胎直接堆放在庄稼地旁	13
图 14: 不同报废汽车年回收量企业数量占比	13
图 15: LKQ 在上市 17 年间创造了 20 倍的收益	13
图 16: 氧化镨钕价格历史波动情况	14
图 17: 公司产品介绍	16
图 18: 废钢使用量和增速预期	16
图 19: 中国废钢使用比例低于全球平均水平	16
图 20: 公司废钢设备收入与废钢和铁矿石价格相关性较强	17
图 21: 公司净利润与经营活动现金流净流入情况	17
图 22: 华宏设备结构拆分 (百万元)	17
图 23: 华宏科技设备销售与湖北力帝收入对比 (百万元)	17
图 24: 鑫泰科技收入及增速	18
图 25: 鑫泰科技利润、增速预测及业绩对赌	18
图 26: 稀土回收利用行业产业链	19
图 27: 鑫泰科技历史毛利率与稀土价格对比	19
图 28: 2019 年稀土冶炼分离指标 (吨)	20
图 29: 全球永磁材料市场规模预测 (亿美元)	20
图 30: 稀土氧化物及磁材近三年月度均价 (元/吨)	20
图 31: 威尔曼收入及增速	21
图 32: 威尔曼利润、增速及业绩对赌	21
图 33: 威尔曼主要产品	21
图 34: 全球电梯销量及增速 (右)	22
图 35: 2019 年全球电梯整机厂市占率	22
图 36: 公司 2022 年 ROE 有望提升至历史最高水平	25
图 37: 公司 PB 位于上市以来 10%分位数以下	26

表格目录

表 1: 小型轿车拆解价值量拆分	9
表 2: 2017 年主要城市报废汽车收购价格	9
表 3: 新规+细则+两个规范将保障行业未来健康发展	10
表 4: 地方报废汽车补贴政策	12
表 5: 新规牌照准入产能及经营面积要求	14
表 6: 三大基地收入利润预测	15
表 7: 安全部件及信号系统价值量对比	22
表 8: 公司盈利预测拆分表 (百万元)	24
表 9: 公司盈利预测拆分表 (百万元)	25
表 10: FCFF 法下公司合理市值敏感性分析	26

分析师简介

杨任重：香港理工大学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。