



金属粉材国内龙头，积极开拓新能源版图再造二次成长 ——屹通新材（300930·SZ）投资价值分析报告

核心观点

● 国内金属粉材的龙头企业

公司是国内金属粉材龙头企业。铁基粉末的国内市场份额在 10.7% 左右，排在全国前三，民营企业第一；在汽车零部件粉材细分领域，公司 2021 年的市场份额我们预计在 41% 左右。公司位于长三角核心区，贴近客户端及原料供应端，拥有粉末冶金领域优质客户，汇集天时、地利、人和优势，具有较强的实力和根基。

● 粉末冶金符合后工业时代制造业的诉求

全球逐步进入后工业时代，产品逐渐向小型化、多功能化、定制化、多样化方向发展，而粉末冶金则适应了这一发展诉求。随着 3D 打印、增材制造、MIM 等先进的粉末冶金技术推广普及，未来金属粉末的市场前景十分广阔。

● 管理及规模化生产的优势明显

公司目前的生产规模在可比上市公司中是最大的，具备规模化生产的能力和管理经验，公司能够根据工艺流程的需求自主设计开发生产设备，优化工艺从而提高生产效率。公司 2021 年的人均收入及利润指标分别为 270 万、49 万，大大高于同行其他上市公司。我们认为粉材的成本降低是粉末冶金技术得以推广的重要因素，公司在这方面走在了行业前列。

● 乘新能源东风，积极布局软磁材料

公司积极开发软磁材料用的金属粉末。软磁材料作为新能源能量转换的关键，将随着新能源产业的发展保持快速增长势头，我们预计未来 5 年软磁材料国内需求能保持 16% 左右的复合增长率。目前这一领域竞争并不激烈，从多家上市公司公告看新投产第四代软磁材料项目的很少，公司计划投产的软磁项目大概率能实现预期。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.8 / 8.77 / 11.80 亿元，YOY 分别为 21% / 51% / 34%；EPS 分别为 1.20 / 1.82 / 2.44 元。公司的 PE(TTM) 为 29 倍，与可比公司悦安新材、博迁新材、铂科新材平均 56 倍相比处于较低的水平，我们给出未来 6 个月目标价 32 元，首次覆盖给予公司“推荐”投资评级。

● 投资风险提示

新项目进展不及预期；原料及能源价格的波动；疫情反复的影响。

● 核心业绩数据及预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	5.22	4.80	5.80	8.77	11.80
YOY	54%	-8%	20.83%	51.20%	34.55%
净利润(亿元)	0.96	1.01	1.20	1.82	2.44
ROE	13.39%	12.40%	12.72%	16.25%	18.05%
EPS(元)	0.96	1.01	1.20	1.82	2.44
YOY	51%	5.25%	18.83%	51.23%	34.12%
P/E	29	28	23	15	11

数据来源：Choice，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

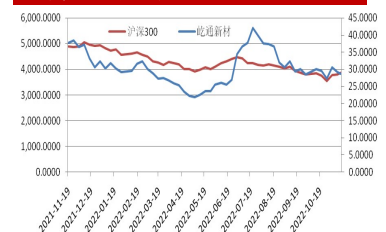
公司深度报告

华通证券国际研究部
有色金属行业组
SFC:AAK004
Email:yjb@waton.com

主要数据 2022.11.17

收盘价(元) 28.16
一年内最低/最高(元)
19.57/44.86
总市值(亿) 28.16
ROE(TTM) 11.97%
PE(TTM) 29

股价相对走势



目录

一、国内粉末冶金原材料的龙头企业	5
（一）主营业务	5
（二）粉末冶金适应了现代工业产品小型、零件复杂化的生产诉求	5
（三）国内粉末冶金的产业状况	6
（四）行业竞争情况与公司竞争优势	7
1、行业的竞争状况	7
2、与同行可比上市公司对比	7
3、公司竞争优势	8
4、公司未来发展方向：立足粉末冶金，拓展新能源赛道	9
二、粉末冶金将助力我国汽车产业升级	10
（一）我国已经成为全球最大的汽车消费国及生产制造国	10
（二）粉末冶金在汽车工业中的应用	10
1、汽车用粉末冶金零部件	10
2、高端粉材的进口替代	11
（三）新能源汽车对传统汽车替代效应分析	12
1、新能源汽车的渗透率不断提高	12
2、我国新能源汽车的快速发展得益于以下几个因素	12
3、新能源汽车的渗透率要进一步提高也遇到一些阻力	12
4、新能源汽车使用的粉末冶金件以功能件为主，用量少价值更高	12
5、公司积极布局软磁材料，开拓第二增长极	13
三、软磁材料是新能源实现能量转换的关键	13
（一）软磁材料的发展史	13
（二）近几年新能源产业蓬勃发展带动软磁材料旺盛需求	14
（三）软磁材料国内竞争格局	15
（四）若能突破非晶材料球形化难题，公司有望成为新一代软磁的领导者	16
四、盈利及估值预测	17
（一）盈利预测	17
（二）估值分析	18
（三）股价催化剂及六个月目标价	18
（四）投资建议及评级	18

五、风险提示	18
华通证券评级及说明	19
财务报表预测与比率分析	20
法律声明及风险提示	21

图表目录

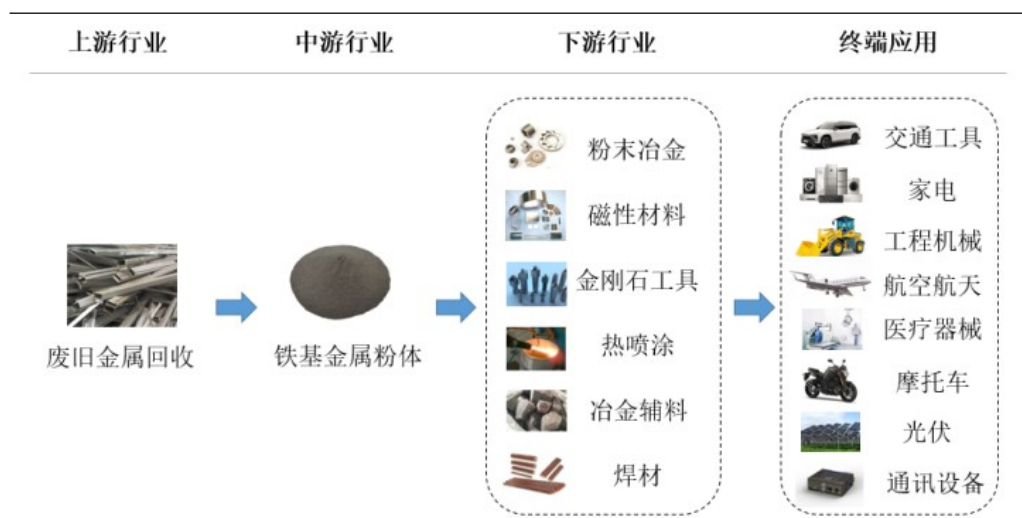
图表 1 屹通新材所处产业链	5
图表 2 近几年营收及利润（单位：万元）	5
图表 3 粉末冶金技术图解	6
图表 4 粉末冶金与传统加工方式的差别	6
图表 5 铁粉与螺纹钢价格对比	6
图表 6 粉末冶金上下游	7
图表 7 产业链企业毛利率水平	7
图表 8 可比公司运营指标的对比	8
图表 9 可比上市公司盈利及成长分析	8
图表 10 2021 年我国汽车零部件企业分布图	9
图表 11 公司几年项目投资情况	10
图表 12 我国汽车产量（单位：万辆）	10
图表 13 粉末冶金在汽车中的应用	11
图表 14 我国铁粉的进出口情况	11
图表 15 进口替代项目新增营收预测	11
图表 16 中国燃油汽车与新能源汽车销量（单位：万辆）	12
图表 17 燃油汽车与新能源汽车粉末冶金应用差别	13
图表 18 软磁材料的应用	13
图表 19 四代软磁材料基本情况	14
图表 20 主要软磁材料的物理特性	14
图表 21 我国光伏、风电、储能新增装机容量及复合增长率	14
图表 22 新能源汽车、充电桩、变频空调、UPS 电源年市场规模及复合增长率	15
图表 23 第四代金属粉芯软磁材料国内应用市场及预测	15
图表 24 国内第四代软磁金属粉芯的市场份额	16
图表 25 同行上市公司软磁材料新增及扩产情况	16
图表 26 气雾化法与水雾化法粉末显微图对比	17
图表 27 公司未来五年盈利预测	17
图表 28 可比上市公司市盈率	18

一、国内粉末冶金原材料的龙头企业

(一) 主营业务

屹通新材主要从事粉末冶金的上游，即金属粉末原材料的研发、生产、销售。公司的产品结构中，2021年高性能纯铁粉占59.26%，合金钢粉27.62%，其他产品占13.12%，公司的主营业务较为突出。公司的原料产品通过粉末冶金零部件制造客户加工成粉末冶金零部件，最终应用在汽车、摩托车、消费电子、家用电器等商品上，公司所处的行业的产业链情况如下：

图表 1 屹通新材所处产业链

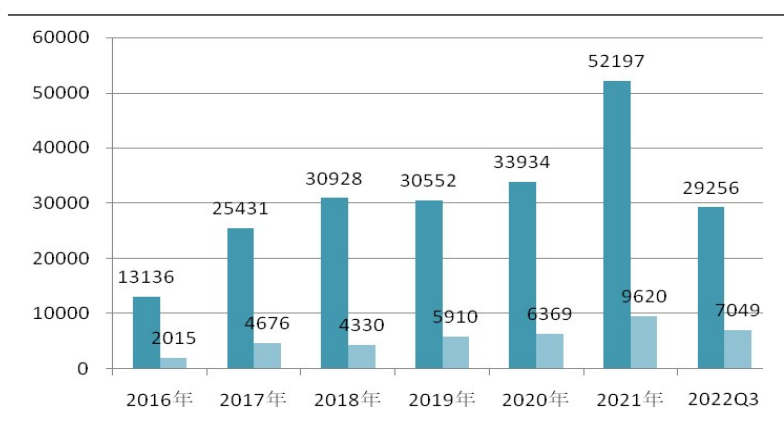


资料来源：招股说明书

我们初步推算，公司现有产品最终在汽车、摩托车领域的应用在60%-80%，在电器、工具、手机领域的应用在20%-40%左右。由于公司主要客户为东睦股份、常州迅达粉末冶金、无锡恒特力金属制品、朗迈冶金、扬州立德粉末冶金等以零部件加工为主的企业，因此很难准确地评估最终的产品流向。但通过以往经验，铁基粉体绝大多数用于汽车零部件领域，公司这块产品约占60%的销售；合金粉多用于工具、刀具以及手机结构支架领域，这块业务公司占销售额的25%左右。

公司近几年处于快速发展阶段，营业收入从2016年的1.31亿增长到2021年的5.22亿元，年复合增长率达到31.85%；净利润由0.2亿增长到0.96亿，年复合增长率达36.71%。

图表 2 近几年营收及利润（单位：万元）

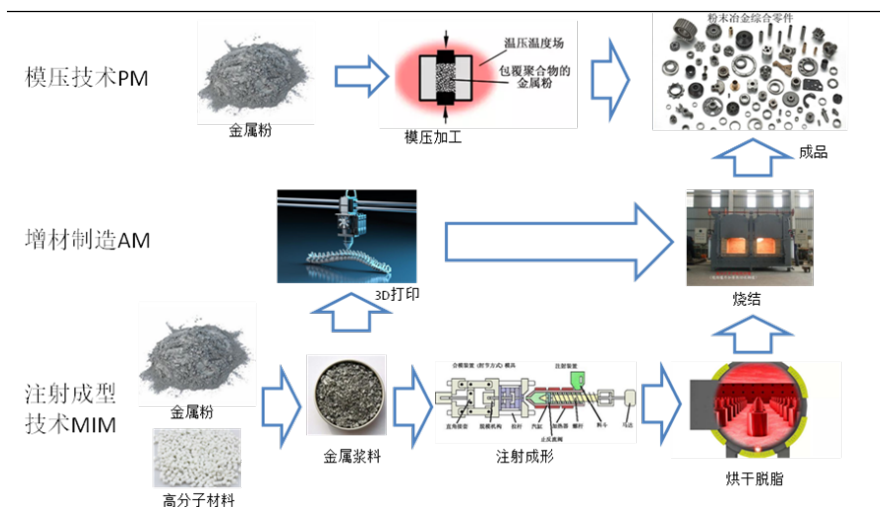


资料来源：上市公司公告

(二) 粉末冶金适应了现代工业产品小型、零件复杂化的生产诉求

粉末冶金是利用金属及非金属粉末，通过模压、注射、烧结等方法，制成零件的工业技术。常见的粉末冶金技术包括模压成型技术PM，注射成型技术MIM，以及增材制造技术AM。3D打印就是其中典型的增材制造技术。

图表 3 粉末冶金技术图解



资料来源： 华通证券研究部

粉末冶金与传统加工技术相比，其材料的利用率极高，生产能耗低，它适合形状复杂的小型结构件。相比于铸造，粉末冶金件的精度高，同时它的强度更高，接近锻造件的强度。相比机加工它能适应形状复杂的小型件，因此在现代工业中得到了广泛的应用。

图表 4 粉末冶金与传统加工方式的差别

	铸造	机加工	粉末冶金
材料利用率	90%	50%	95%
单位能耗 MJ / Kg	34	82	28
加工精度	低	极高	较高
适合的形状	复杂	简单	复杂
适合的机件	大型	中型	小型

资料来源： 公司招股说明书， 华通证券研究部

随着消费者要求的提高，现代工业品向小型化、精品化、多功能的趋势发展，使得粉末冶金技术得到了广泛的应用。首先在消费电子领域，粉末冶金件广泛用于手机结构件，如SIM卡槽、摄像头支架等；在电力能源领域，粉末冶金用于磁性材料，包括永磁材料、软磁材料等；在汽车制造领域，粉末冶金制造的零部件广泛应用于VVT、VCT、变量泵和刹车真空助力泵零件等；在医疗器械领域，粉末冶金用于义齿、人造骨格等；在机械加工领域，粉末冶金用于工具、刀具、齿轮的制造。

粉末冶金目前还只是用于一些高端领域，没有大面积普及，主要原因是粉末冶金所需的原料是金属粉末，同等重量的金属粉末制造成本要大大高于板材或块材。虽然在材料利用率及单位能耗上有优势，但整体的成本相对较高的。因此，如何降低粉体的成本是推动行业持续发展的动力所在。

图表 5 铁粉与螺纹钢价格对比

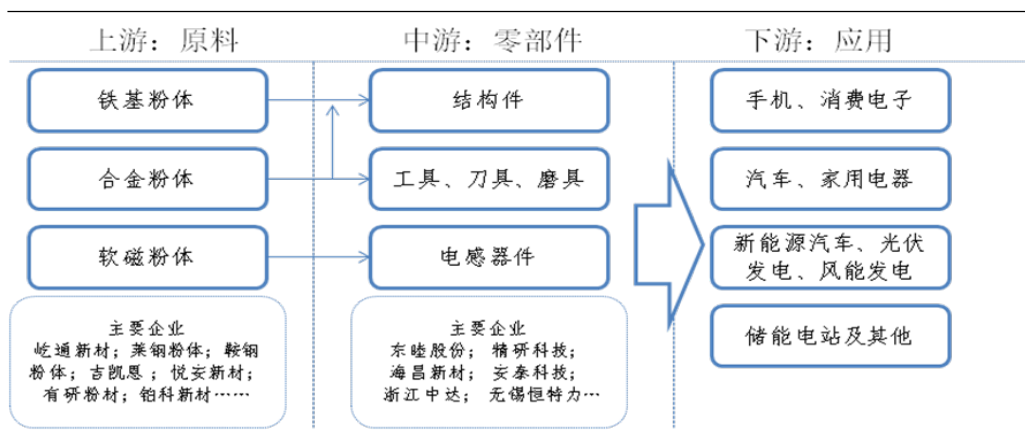
	产品	粒度	单价 (万元 / 吨)
悦安新材	羰基铁粉	10-50um	3.72
屹通新材	高纯铁粉 (水雾法)	100-1000um	0.66
螺纹钢	上海螺纹连续rb777	无	0.45

资料来源： 上市公司公告 华通证券研究部整理

(三) 国内粉末冶金的产业状况

粉末冶金从产业链来看，上游为原材料制造商，中游为零件制造商，下游为终端产品制造，其产业链及国内主要参与者如下：

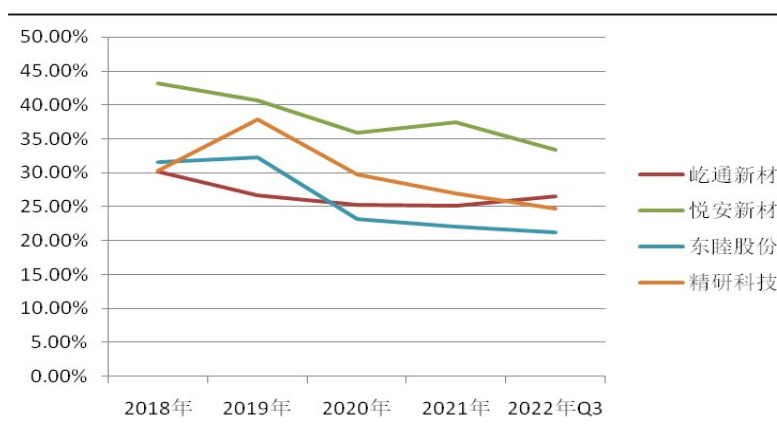
图表 6 粉末冶金上下游



资料来源：华通证券研究部

从产业链角度看，上游原料的技术门槛较高，行业集中度也较高，粉体的技术水平及成本决定了粉末冶金能否得到大规模推广应用。下游客户通常较为强势，其产品设计端决定了产品的选材和工艺线路。中游零部件制造相对较为被动，技术含量和毛利率相对偏低。我们选取上游、中游行业内典型企业毛利率作对比。可以看出以悦安新材、屹通新材为代表的上游原料行业毛利率要高于以东睦股份和精研科技为代表的中游零件制造行业。

图表 7 产业链企业毛利率水平



资料来源：上市公司公告，华通证券研究部整理

（四）行业竞争情况与公司竞争优势

1、行业的竞争状况

目前国内从事铁基粉体的企业有110家左右，大多以中小企业为主，集中在低端应用领域，用于摩托车、家电、农机的零件制造。但行业的集中度相对较高，以屹通新材、莱钢粉末、鞍钢粉末、吉凯恩四家大型企业占超过一半的市场，产品主要应用于汽车、新能源等领域。国内大部分企业产品以中低端为主，高端铁基粉体仍然需要大量进口，每年从国外进口的高端铁基粉体约9-15万吨，占全国消费量的20%，这为国内的领先企业留下了进口替代的空间。

公司是铁基粉体的龙头企业。据公司招股说明书披露的资料，2019年国内钢协会会员单位铁基粉体销量为56.8万吨，公司年销量为6.08万吨，占统计总量的10.7%，市场占有率居行业前三、民营企业第一位。

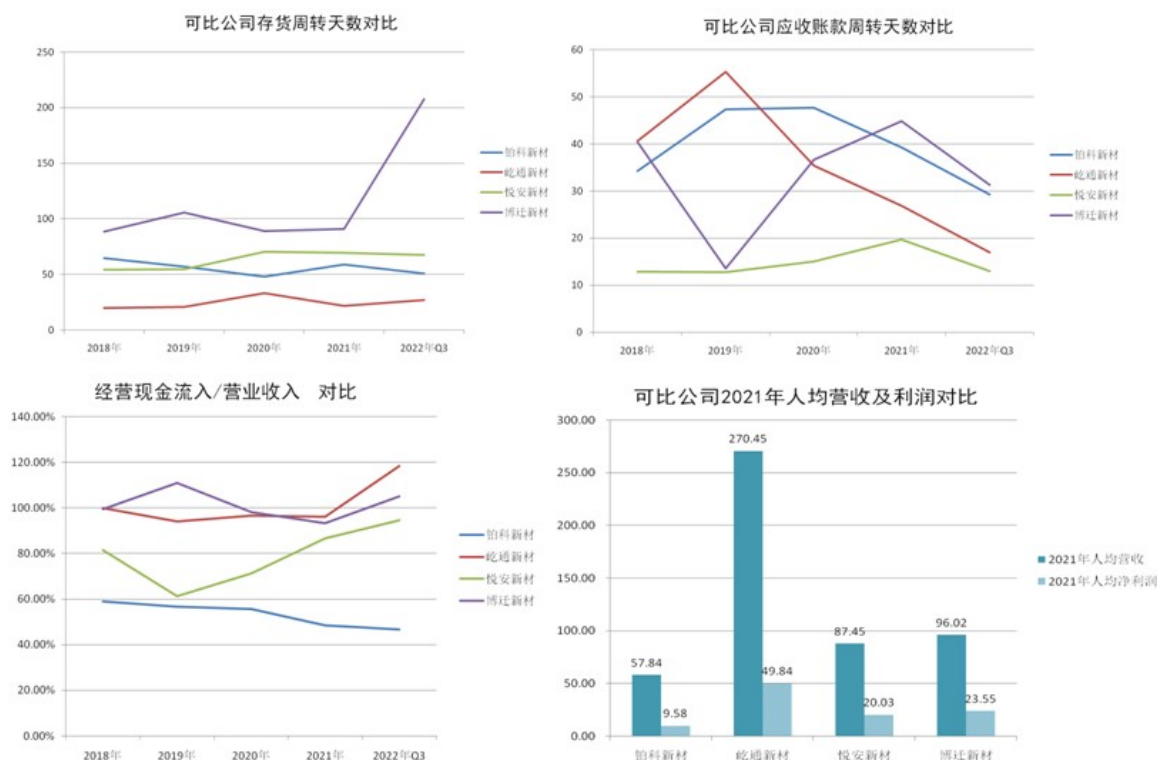
在汽车零部件细分领域，公司的市场份额预计更高。公司的前五大客户几乎全部是汽车粉末冶金件企业，假设公司粉材中60%的产品用于汽车，按2021年国内燃油车产量2285万辆，每辆车粉末冶金用量5Kg估算，公司在这一领域的市场份额达到41%，是业内龙头企业。

2、与同行可比上市公司对比

由于莱钢粉末、鞍钢粉末没有独立上市，吉凯恩为外资企业。在上游原料端，我们选择同行可比上市公司有：悦安新材、铂科新材、博迁新材。其中悦安新材主要产品为超细羰基铁粉及软磁材料；铂科新材主要做用于电感器的软磁合金粉体材料，用于新能源领域；博迁新材主要做用于电容器的超细镍粉，

主要用于电子、电器及新能源领域。

图表 8 可比公司运营指标的对比



资料来源：上市公司公告，华通证券研究部

通过以上运营指标的对比，我们可以看出屹通新材在存货周转天数、应收账款周转天数处于较低的水平，可能与细分行业的特征有关。在经营现金流方面，屹通新材也是处于较高水平，说明公司的现金流状况较为良好。另外在人均产出方面远远高于其他公司，对于这方面差异，在招股说明书里有说明。主要原因是公司的铁基粉体市场消耗量比较大，生产负载较大，以规模化生产为主；而铂科新材、博迁新材、悦安新材产品种类和批次多，单批量小，以小规模生产方式为主。因此公司在人均产出方面要高可比公司。

图表 9 可比上市公司盈利及成长分析



资料来源：上市公司公告，华通证券研究部

再从盈利及成长方面对比分析几家上市公司，我们发现屹通新材的毛利率要低于其他几家公司，在营收增长率方面也要低于其他几家上市公司。这与公司所处的行业发展阶段有一定的关系，公司产品主要用于汽车、家电、手机等领域的粉末冶金，这些领域发展较为成熟，粉体的应用量大，但毛利率及行业的增速也受到一定限制。但在ROE这个指标上，公司与其他几家上市公司没有明显的差异。

3、公司竞争优势

公司作为民营企业，在该细分领域的主要优势在以下几个方面：

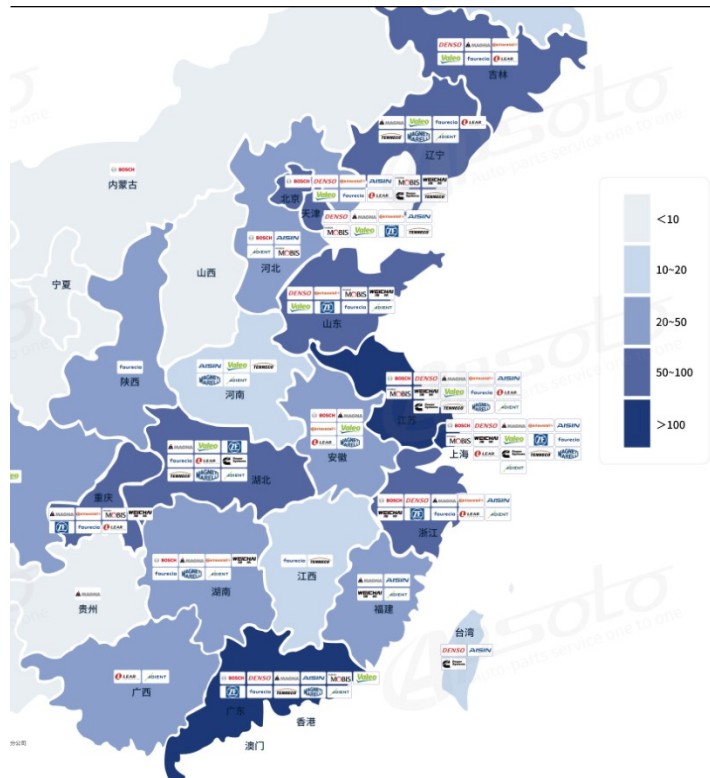
(1) 在对工艺的深度学习基础上成功开发出关键生产设备

公司在铁基粉体行业深耕二十年，积累了大量技术经验，对工艺有着深刻的理解。公司基于对工艺的深度学习，成功开发出了多种关键专用设备，不仅可以保证生产运行的平稳，还可以降低前期投入及运行维护成本。成为国内金属粉体生产企业中极少数使用自主设计年产2万吨大型带式还原炉的企业之一。

(2) 贴近用户及原料的区位优势

公司位于浙江，长三角地区是中国粉末冶金制品的集中地，也是全国汽车零部件生产制造的集中地，具有贴近客户与市场的优势。此外，浙江省内废钢供应量远大于需求，公司原材料供应充足，原料价格与同行相比也有一定优势。

图表 10 2021 年我国汽车零部件企业分布图



资料来源 爱普搜汽车

(3) 公司的主要客户为行业内龙头企业

公司的客户多为粉末冶金行业内龙头企业，据招股书披露的前五大客户中，东睦股份为粉末冶金行业龙头企业，也是国内粉末冶金规模最大的企业；常州迅达粉末冶金、无锡恒特力金属制品、朗迈冶金、扬州立德粉末冶金为行业排名靠前的企业。作为上游原料厂家，下游客户的质量对公司长远发展起着重要的作用。

(4) 大规模生产的能力，助力粉末冶金的应用普及

在可比上市公司中，目前公司的生产能力在7-8万吨，远远超过可比公司（均在2.5万吨以下）。大规模生产考验着企业品质管控、成本控制、工艺优化的能力。而屹通新材在这方面走在了前列，不仅能够根据需要优化流程，而且能够自主设计研发生产设备，这是大多数粉末冶金企业所不具备的。

而粉末冶金技术的推广，无论是PM、MIM、还是3D打印技术，最终都需要廉价的金属原料粉末，而廉价的金属原料粉末需要规模化生产才能实现。这是我们关注并推荐屹通新材这家企业的重要原因之一。

4、公司未来发展方向：立足粉末冶金，拓展新能源赛道

我们简单梳理一下公司近几年资金的投向，可以看到，除了巩固原有的铁粉业务，抢占进口替代市场之外，公司最大的投入在新能源赛道，积极布局软磁材料及清洁能源关键零部件。由于篇幅原因，本篇分别从汽车产业、进口替代、软磁材料行业三个方向进行探讨，后续报告中将对公司其他领域作进一步分析。

图表 11 公司几年项目投资情况

项目名称	建设时间	投产时间	投资金额
上市募投项目：7万吨高性能进口替代粉材	2021.9	2年	2.2亿
2万件清洁能源关键零部件项目	2022年6月公布计划	3年	7.13亿
2万吨软磁项目	2022年6月公布计划	3年	3.4亿

资料来源：上市公司公告，华通证券研究部整理

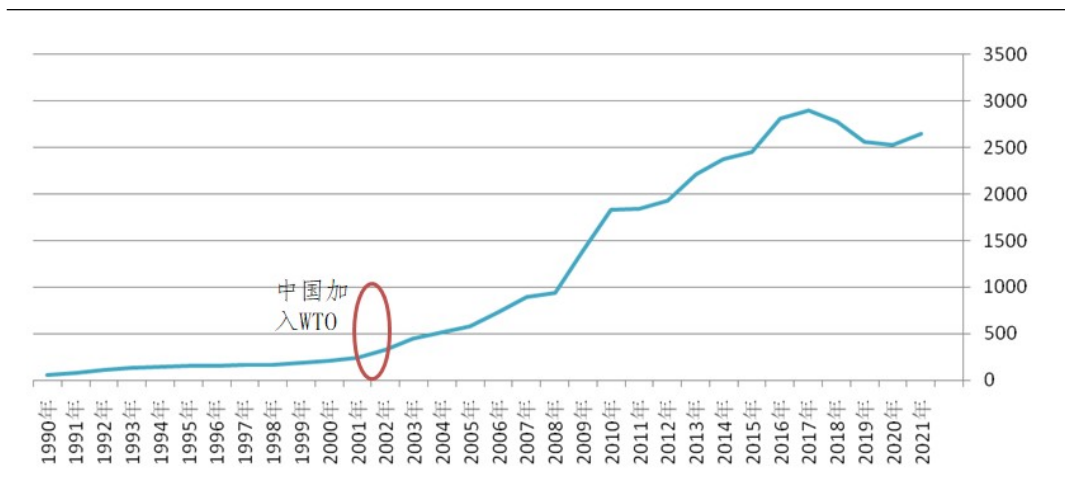
二、粉末冶金将助力我国汽车产业升级

（一）我国已经成为全球最大的汽车消费国及生产制造国

汽车产业是国民经济支持产业，汽车销售额占社会零售总额的10%以上，而围绕汽车的相关产业如维修护理、汽车零部件、汽车电子、保险、石油、车联网等同样构成庞大的商业体系，因此汽车产业对于国家经济的贡献是巨大的。同时汽车产业涉及广泛的工业制造技术，全球主要的发达国家如美国、德国、日本、韩国、法国等国都是传统的汽车制造强国，也是工业强国。因此，汽车产业的发展对于我国实现第二个百年强国战略，有着极为重要的战略意义。

我国汽车产业从建国到加入WTO近50年发展较为缓慢，加入WTO后的20年是我国汽车发展最快的黄金20年，汽车从无到有走进亿万的家庭，带来了中国汽车产业近20年的蓬勃发展。在2009年，我国就已经成为了全球最大的汽车消费市场，到2021年，我国汽车消费量占全球32%左右，排第二位的美国约18%，遥遥领先于其他国家。

图表 12 我国汽车产量（单位：万辆）



资料来源：国家统计局，中汽协，华通证券研究部整理

巨大的消费市场吸引了全球汽车生产企业、零部件生产企业的加入。外资品牌大量涌入带来了先进的技术和管理，本土企业奋起而追之，国资背景的上汽、一汽、东风、广汽、北汽、长安以及民营企业吉利、奇瑞、比亚迪等也在这二十年逐渐成长为全球性汽车企业。也使得我国成为了全世界最大的汽车生产制造国，在满足国内需求之后，汽车的出口也保持持续快速增长的势头，据中国海关统计，2022年1-8月，我国汽车出口191万辆，超越德国仅次于日本成为全球第二大汽车出口国。

（二）粉末冶金在汽车工业中的应用

1、汽车用粉末冶金零部件

粉末冶金广泛应用于汽车零部件中，在整车中约350个零部件用到粉末冶金件。具体包括：发动机导管、座圈、连杆、轴承座、可变气门正时系统VVT；变速器中的同步齿毂和行星齿轮架等零件；底盘系统减震器零件包括导向器、活塞和底阀座；制动系统的ABS传感器、刹车片；燃油泵、机油泵和变速器泵中的关键零部件等。

图表 13 粉末冶金在汽车中的应用



资料来源：公司招股说明书

据东睦股份披露的资料，北美平均每辆汽车中使用粉末冶金制品的重量达到了18.6kg，与之相对应的欧洲则为7.2kg，日本为8kg，中国约4.5kg，汽车工业仍然是粉末冶金行业最关注的产业和最大潜力市场。假设未来十年，中国在粉末冶金零部件用量上达到发达国家的水平8KG左右，静态来看（不考虑汽车产量增长的情况下），未来汽车领域金属粉末的需求每年可以保持6%复合增长。

2、高端粉材的进口替代

不同的汽车零部件对粉材的技术要求不同，目前国内每年仍有9-15万吨的铁基粉需要依赖进口，其中一部分用于汽车零部件，另一部分用于其他领域。公司上市募投项目主要为7万吨进口替代粉材，包括铁粉及铜粉。

图表 14 我国铁粉的进出口情况



资料来源：中国粉末冶金分会

目前国内铁基粉企业中实力最强的主要有：屹通新材、悦安新材、鞍钢粉末、莱钢粉末四家。静态来看，如果完全替代每年进口量10万吨，公司和其他三家平均能够分享大概2.5万吨的进口替代市场份额。公司进口替代项目于2023年底完成，2024年开始贡献营收和利润，我们预估从2024年开始，连续5年每年可新增0.5万吨的高端纯铁产量，以每吨1万元（进口价格在1.6万元左右，国产后预计同级产品价格会有所下降）的价格估算，预计带来的营收增加如下：

图表 15 进口替代项目新增营收预测

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
进口替代销量 (万吨)	0.5	1	1.5	2	2.5

单价 (万元/吨)	1	1	1	1	1
进口替代新增营收 (亿元)	0.5	1	1.5	2	2.5

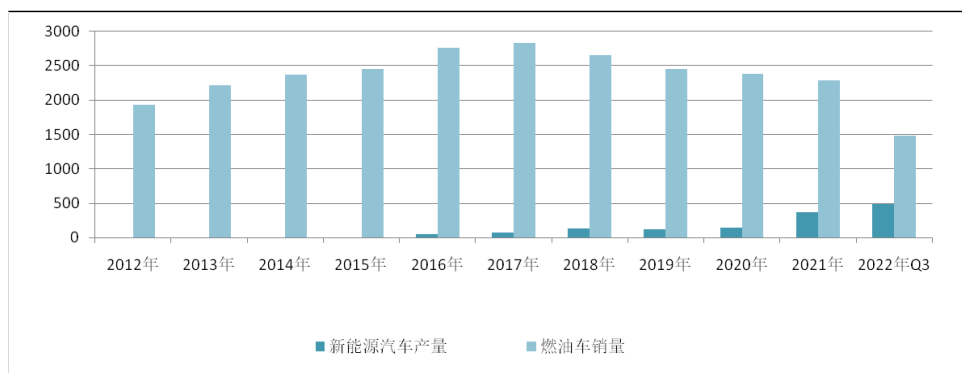
资料来源：华通证券研究部

(三) 新能源汽车对传统汽车替代效应分析

1、新能源汽车的渗透率不断提高

我国近几年新能源汽车的销量呈爆发式增长，年销量从2016年的46万辆增长到2021年的368万辆，年复合增长率高达52%，与之对应的燃油汽车销量则呈下滑的趋势。新能源汽车的渗透率不断提高，从2016年的不足2%，增加到2022年Q3的25%。

图表 16 中国燃油汽车与新能源汽车销量 (单位：万辆)



资料来源：中国汽车工业协会

2、我国新能源汽车的快速发展得益于以下几个因素

- (1) 多个城市出台燃油车限牌政策，使更多消费者选择了不限牌的新能源汽车作为替代。
- (2) 补贴延长、购置税免征等政府颁布了一系列相关的政策和措施，起到了非常积极的作用。
- (3) 油价上涨。近几年油价大幅上涨，与新能源汽车相比，燃油车1公里燃油成本为6-9毛钱；电动车电费1公里在2-3毛钱；电动车要大大低于燃油车。
- (4) 续航能力的提高。从最开始100km到现阶段的的电动车续航里程均达到的500km左右。配套的充电桩也在不断地完善，这些技术及配套的提升了新能源汽车的消费。
- (5) 网约车的推动。国内近几年网约车发展较为迅速，网约车主对成本较为敏感，因此电动车成为网约车主的首选。

3、新能源汽车的渗透率要进一步提高也遇到一些阻力

- (1) 新能源汽车虽然电费低于燃油，但是电池使用寿命有限，实际通常在5年左右，必然面临着更换和维修问题，而电池作为新能源汽车的核心部件，占新能源汽车成本的一半左右，更换及维修的成本将大大超过燃油车的维护成本。随着第一批新能源汽车临近电池寿命，这一问题目前业内还没有完美的解决方案，可能会对新能源汽车未来的销售形成一定的不利影响。
- (2) 电动汽车的续航里程仍然低于燃油车，充电难问题还是没有根本上解决。其便利性要大大低于燃油车。
- (3) 锂电池在现有技术突破的空间有限，全球锂矿资源的价格在上涨，这些因素不利于新能源汽车对燃油车的进一步渗透。

因此，我们认为燃油车未来被新能源汽车进一步渗透的速度会有所下降，空间也受到一定的限制。

4、新能源汽车使用的粉末冶金件以功能件为主，用量少价值更高

新能源汽车使用的粉末冶金件和燃油汽车有较大的差别。燃油汽车粉末冶金件主要用在变速箱、发动机等结构件上；而新能源汽车主要用在电感上的软磁材料及电机的永磁材料上，偏向于功能材料，据中科三环及铂科新材披露的信息，每辆纯电动新能源汽车永磁材料钕铁硼的用量在 2.5Kg 左右，软磁材料用量在 0.7Kg 左右。电动汽车的粉末冶金件用量虽少于燃油汽车，但价值却远大于燃油车。

图表 17 燃油汽车与新能源汽车粉末冶金应用差别

项目名称	类别	平均单价 (元/kg)	平均用量 (kg)	平均价值 (元)
燃油汽车	粉末冶金结构件	7	5	35
新能源汽车	永磁	250	2.5	625
	软磁	30	0.7	21
	小计			646

资料来源：上市公司公告，华通证券研究所

另外与新能源汽车配套的充电桩也会大量使用软磁材料，慢充充电桩单台需要消耗软磁材料 0.5Kg 左右，快充充电桩根据功率不同消耗量在 0.5-2Kg 左右。据中国充电桩联盟公布的数据，截止 2022 年 10 月我国累计运营的充电桩 470 万台，而新能源汽车累计存量已经超过 1300 万辆，充电桩与新能源汽车比例为 1: 2.8，远远低于 1: 1 的理想情况，因此未来充电桩的建设将会保持高速增长，从而带动软磁材料的需求。

5、公司积极布局软磁材料，开拓第二增长极

近年来，公司也在积极布局软磁材料生产线，以顺应行业的发展需要。2022 年 6 月 24 日，公司召开董事会决议，审议通过了《关于投资建设年产 2 万吨新能源用金属软磁粉体项目的议案》。此前，公司在湖塘区块原 156 亩土地上建设项目中包含了年产 5000 吨磁性材料生产，今年二季度该项目的厂房设备已经部分建成，处于试生产及工艺优化的过程，到三季度已经有小批量出货，处于产品验证阶段，目前还无大批量订单。

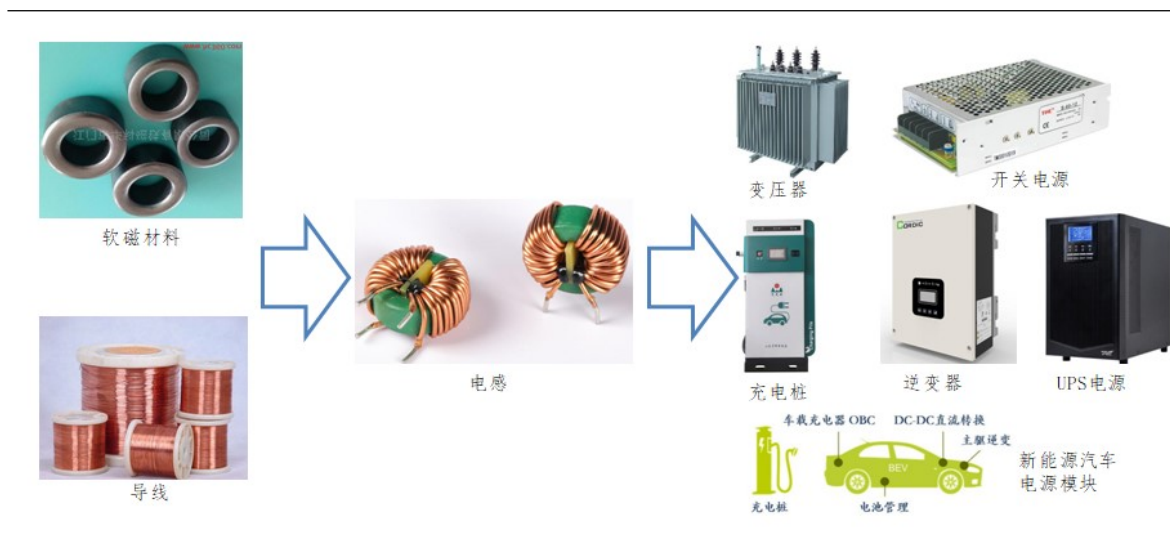
软磁材料用的粉末与汽车粉末冶金件用的粉末同属于金属粉末。两种粉末都是通过气雾法或水雾法工艺实现生产，生产工艺上是一致的。只是两种产品所用的金属成份不同，产品的性能要求有所不同，工艺上会有略微的差异。因此，我们认为公司投资软磁材料生产线不算是跨领域投资，而是在原有技术平台基础上的延伸，开发新的金属粉末材料以满足不断增长的新能源行业客户的需求。

三、软磁材料是新能源实现能量转换的关键

(一) 软磁材料的发展史

软磁性材料指的是当磁化发生在 H_c 不大于 1000A/m，这样的材料称为软磁体。软磁性材料的导磁性 强，剩磁与矫顽磁力都很小，即磁滞回线很窄，它与基本磁化曲线几乎重合。软磁性材料适合作为电感器 的磁芯，电力通过电感的磁电转换从而实现能量的转换。因此软磁材料大量应用在变压器、开关电源、 充电桩、逆变器、UPS 不间断电源、新能源汽车电源模块等新能源领域。

图表 18 软磁材料的应用



资料来源：华通证券研究部

新能源发展的每一步，都离不开软磁材料的支持。从发电端看，由于光伏、风电等清洁能源具有发电不稳定的特点，如何将不稳定的电力通过能量转换为稳定的符合要求的电力并网运行，是新能源发电的重要难题。同样在消费端，新能源汽车要实现快速稳定充电、放电，也需要解决能量转换的难题。这一过程中，电感器扮演着核心角色，电感器件的核心又在于软磁材料，软磁材料的性能对新能源设备有

着极为重要的影响。

软磁材料发展至今已经历了四代产品。产品的发展朝着高电阻低磁损、高磁导率、高饱和磁感强度、低矫顽力方向发展，产品要求的性能越来越高，转换效率越来越高，体积越来越小。四代产品主要如下：

图表 19 四代软磁材料基本情况

	代表性产品	出现时间	应用
第一代	纯铁、硅钢片	1900年左右	变压器、电感
第二代	铁氧体	1935年左右	高频低功率领域，如声电、传感器
第三代	非晶合金、纳米晶	1960年左右	变压器、消费电子、新能源
第四代	金属磁粉芯，铁硅粉、铁硅铝	1980年左右	新能源领域

资料来源：华通证券研究部

几种具有代表性产品的性能如下：

图表 20 主要软磁材料的物理特性

产品	第一代		第二代	第三代	第四代	
	纯铁	硅钢	铁氧体	非晶合金	铁硅粉	铁硅铝粉
饱和磁感应强度 (T)	1.4	1.8-2.1	0.35-0.4	0.55-1.56	1.5	1.05
初始磁导率 (u)	10-75	<1000	>1000	80K	50-70	26-125
电阻率 (欧米)	11	45	1K-10K	120	23-80	80
居里温度(摄氏度)	700	750	110-350	400	500	500

资料来源：立鼎产业研究，华通证券研究部整理

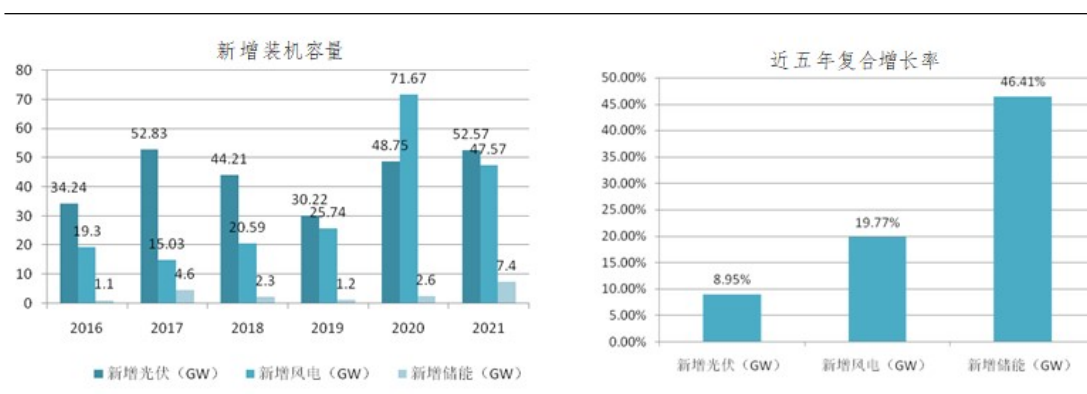
可以看到几种主要的软磁材料中：铁氧体电阻率和磁导率较高，但由于其饱和磁强度较低，导致磁能存储能力较低，故而在磁能密度要求较高和大功率领域的应用受限，更加适用于高频低功率场景，广泛应用于电子元件中，如滤波器、电磁感应线、录像磁头以及汽车中的传感器等；非晶合金是通过在金属软磁的冶炼过程中加入玻璃化元素（硅、硼、碳等），通过快淬技术使其成为非晶态，在保留金属软磁高饱和磁感应强度和高导磁率的同时提高了电阻率，涡流损耗得以降低，是中、低频领域电能传输优选材料。

非晶合金的主要缺点是脆性较强，难以加工成复杂的形状，这大大限制了它的应用。因此目前非晶软磁材料主要应用于变压器，用于替代传统的硅钢片。金属磁粉芯是在铁磁性粉末颗粒表面包裹绝缘介质后，采用粉末冶金工艺压制所需形状得到的粉体材料，具有高饱和磁通密度、高居里温度、软饱和特性以及更强的抗直流叠加能力、更宽的工作温度范围等优点，结合了传统金属软磁和铁氧体软磁的优势。金属磁粉芯可以满足电力电子器件小型化、高功率密度，高频化，集成化的要求，被作为功率因数校正（PFC）电感、输出滤波电感、谐振电感、EMI 差模电感和反激式变压器铁芯用于光伏逆变器、车载电源、开关电源、变频驱动等现代电力电子装置中。是新能源领域应用最为广泛的软磁材料。

（二）近几年新能源产业蓬勃发展带动软磁材料旺盛需求

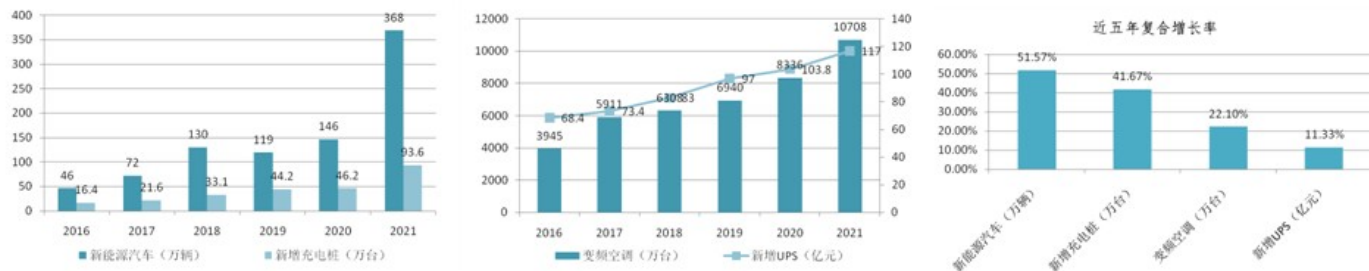
近几年我国新能源产业各领域都得到了高速发展。其中以光伏、风电等清洁能源及配套储能为代表的新能源发电端，以及以新能源汽车、充电桩、变频空调、UPS 为代表的消费端发展均极为迅猛，其主要细分领域市场增长如下：

图表 21 我国光伏、风电、储能新增装机容量及复合增长率



资料来源：国家能源局，华通证券整理

图表 22 新能源汽车、充电桩、变频空调、UPS 电源年市场规模及复合增长率



资料来源：中汽协、能源局，华通证券研究部整理

软磁材料在新能源领域的应用广泛，根据终端的应用情况，我们可以推算国内大致的市场需求。结合下游应用领域过去几年的增长情况以及第三方机构预测及考虑各种因素，我们可以大致预测未来几年金属粉芯软磁材料的需求。

图表 23 第四代金属粉芯软磁材料国内应用市场及预测

应用领域	2021年新增	单位用量	2021年材料需求	2025年预测值	CAGR
纯电动汽车	305万辆	0.7Kg/辆	0.28万吨	0.68万吨	25%
混合动力汽车	63万辆	2.5Kg/辆	0.16万吨	0.23万吨	10%
慢速充电桩	60万台	0.5Kg/台	0.03万吨	0.09万吨	30%
快速充电桩	34万台	0.5-2Kg/台	0.05万吨	0.14万吨	30%
光伏发电	55GW	250吨/GW	1.38万吨	2.86万吨	20%
储能电站	7.4GW	300吨/GW	0.22万吨	0.63万吨	30%
变频空调	1.07亿台	0.2Kg/台	2.14万吨	3.74万吨	15%
UPS电源	24GVA	310吨/GVA	0.744万吨	1.09万吨	10%
其他领域			1万吨	1.46万吨	10%
合计			6万吨	10.93万吨	16%

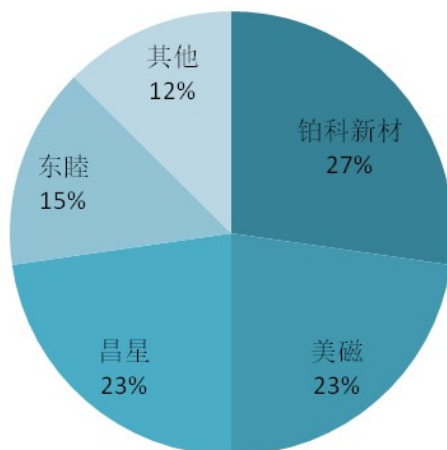
资料来源：智研咨询、国家能源局、铂科新材公告等，由华通证券研究部整理

就以上应用领域复合增长率预测作简单说明：（1）我们认为电动汽车过去几年 50% 的增长率很难持续，因此本篇报告保守估计在 25%；（2）充电桩的增长速度我们认为会快于电动车，但低于过去 40% 的增长；（3）光伏在本篇报告中我们预测 20% 增长率快于此前五年 9% 的增长率，主要是考虑 2016 年之前光伏增长速度较快，2016 年基数较大，导致后面五年增幅放缓。今年以来俄乌冲突加剧了全球能源危机，今年光伏的产量增幅在 40% 以上，预计未来较长的一段时间能保持较好的增长态势；（4）变频空调领域过去几年保持 22%，我们认为未来很难持续，原因是变频空调渗透率已经超过 50%，未来进一步渗透的速度将会放缓。

（三）软磁材料国内竞争格局

根据公司公告，公司计划建设的 2 万吨软磁项目产品类型主要有：大临界尺寸高球形非晶软磁粉体、兆赫兹超低损耗纳米晶软磁粉体、芯片电感用铁硅铬粉体、5G 基站用高直流偏置铁镍粉体、光伏逆变器用高饱和磁通密度铁硅粉体等。公司新项目产品以金属粉芯为代表的第四代产品为主。因此，我们重点关注这一块市场的主要竞争情况。

图表 24 国内第四代软磁金属粉芯的市场份额



资料来源：上市公司公告

目前国内能生产第四代软磁材料的厂家很少，市场集中度较高，铂科、美磁、昌星、东睦四家龙头企业的市场份额合计超过 80%。另外，从软磁材料相关的上市公司发布的项目投资公告情况看，未来计划新增或扩大产能大多集中在铁氧体领域，第四代软磁材料计划扩增的产能仅 0.9 万吨-2.5 万吨，远远低于未来四年新增 4.5 万吨的需求预测值。因此，我们认为如果公司 2 万吨软磁材料能够顺利投产，产品市场需求端是足够旺盛的，新项目效益大概率能达到预期值。

图表 25 同行上市公司软磁材料新增及扩产情况

	现有产品	现有产能	新增产能	新增产品类别	公告及进展
铂科新材	金属粉芯	2.5 万吨	0.9 万吨	金属粉芯	2021 年 9 月建设，第二年 40% 产能；第三年 70%；第四年 100%
东睦股份	铁氧体	1.5 万吨	无		
天通股份	铁氧体	3 万吨	1.58 万吨	铁氧体+金属粉芯	2022 年 3 月公告； 建设期 2 年
横店东磁	铁氧体	20 万吨	1.5 万吨	铁氧体	2022 年 1 月公告； 2022 年 9 月份计划第一条线投产
龙磁科技	铁氧体	3 万吨	0.6 万吨	铁氧体	2021 年 6 月公告，建设期 8 个月
悦安新材	金属粉芯	0.5 万吨	无		

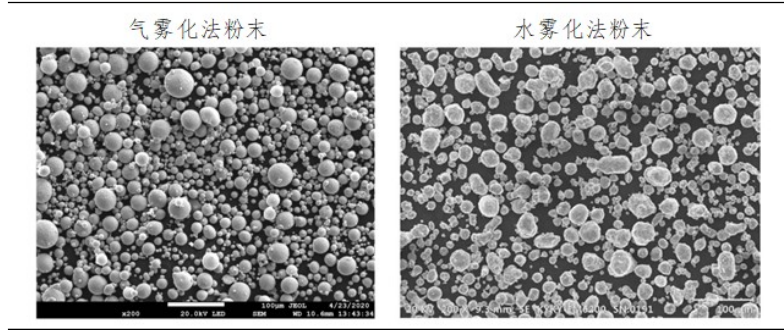
资料来源：上市公司公告

（四）若能突破非晶材料球形化难题，公司有望成为新一代软磁的领导者

通过前面分析我们知道软磁材料的市场需求端是不缺的，而且公司有东睦股份这样的优质客户作为渠道保障。我们接下来最关心的是，屹通新材作为传统粉末冶金材料的企业，能否顺利推出作为功能材料的第四代软磁材料？由于这一块公司对外公开的资料很少，我们仅从技术层面作为粗浅的探讨。

金属粉末的生产主要有气雾法和水雾法两种工艺。气雾法是用高压气体吹金属液体，金属液体被吹散成为金属液珠，在空中降落过程中失重情况下凝固形成球状粉末；水雾法是用高压水吹金属液体，金属液体被吹散并迅速凝固成接近于球形的粉末，通常形状不太规则。

图表 26 气雾化法与水雾化法粉末显微图对比



资料来源：华通证券研究部

金属软磁粉体（主要以铁硅系为主）的制备技术目前主流的是气雾化法，相比于水雾化法气雾化法的优势是粉体接近球形，形状规则，在后面制备磁芯的工艺中，球形粉体不容易冲破高分子包裹层，所以制备的磁芯涡流小，损耗更低。水雾化法制备的粉体颗粒相对不规则，容易冲破高分子包裹层，降低了整体电阻，涡流大损耗高。水雾化法的优势是粉体的粒度可以做得更小，而且生产效率可以大大提高。

公司在水雾法工艺的掌握是全国一流的，目前主要产品铁粉就是以水雾法为主。气雾法工艺与水雾法工艺有相似之处，这块突破难度不大，而且公司首批 5000 吨软磁材料生产线就同时运用了气雾法和水雾法两种生产工艺。走气雾法线路需要做的只是不断优化气雾化的工艺，从而使产品达到理想的效果。

在公司发布的项目公告中，我们注意到有两款产品：大临界尺寸高球形非晶软磁粉体、兆赫兹超低损耗纳米晶软磁粉体，这两款产品有很大的想象空间，有可能成为新一代革命性的产品。

非晶是金属液体经过急速冷却来不及结晶而成为一种金属玻璃体，这种材料是理想的软磁材料，各项性能均处于较佳的水平。但它的一个缺点是脆性比较大，很难形成球形，因此目前做成超薄带材主要应用于变压器替代硅钢片。如果金属气雾在极速冷却时能形成形状接近球形的非晶球体，那用在金属粉芯上将是开创性的，它融合了非晶在磁性能上的优势以及铁氧体在高性能方面的优势，综合性能将超越目前的第四代产品，成为全新的一代软磁材料。当然软磁材料有多种技术要求，最终实现球形非晶粉从实验室走向规模化生产还得解决很多的技术难题。

综合来看，从水雾法到气雾法生产铁硅系或铁硅铝系的产品没有实质性的技术障碍。如果公司能顺利突破非晶球形化难题，推出符合要求的球形非晶粉末软磁材料，公司将有可能成为新一代软磁材料的开创者和领导者。

四、盈利及估值预测

（一）盈利预测

基于以上分析，我们对公司未来五年营收及利润情况作如下预测，我们盈利预测基于如下的假设及条件：

- （1）传统业务汽车粉末冶金及合金钢粉收入，我们预计年营收增长率 6%；
- （2）进口高端铁粉替代项目，我们预计自 2024 年投产后，每年增加产销量 0.5 万吨，单价 1 万元；
- （3）软磁材料项目 2023 年达产 10%；2024 年达产 40%；2025 年达产 70%；2026 年及此后达产 100%，这一达产进度根据铂科新材同类项目推断，产品价格按 3 万元一吨，满产 2.5 万吨作保守估计，与公司公告中 8.7 亿元稍有不同。

图表 27 公司未来五年盈利预测

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
1. 汽车粉末冶金收入（亿）	2.50	2.65	2.81	3.00	3.18	3.37
汽车粉末冶金毛利率	26%	26%	26%	26%	26%	26%
2. 合金钢粉收入（亿）	1.30	1.40	1.46	1.55	1.64	1.74
合金钢粉毛利率	30%	30%	30%	30%	30%	30%
3. 高纯铁粉进口替代（亿）			0.5	1	1.5	2
进口替代产品毛利率			31%	31%	31%	31%
4. 软磁材料营收（亿）		0.75	3	5.25	7.5	7.5
软磁材料毛利率		30%	30%	30%	30%	30%
5. 其他业务营收（亿）	1	1	1	1	1	1
其他业务毛利率	32%	32%	32%	32%	32%	32%

营收合计 (亿)	4.80	5.80	8.77	11.80	14.82	15.61
毛利润合计 (亿)	1.36	1.65	2.54	3.45	4.35	4.59
净利润 (亿)	1.04	1.20	1.82	2.44	3.07	3.27
EPS (元/股)	1.04	1.20	1.82	2.44	3.07	3.27

资料来源：华通证券研究部

公司 2022 年预计营收 4.8 亿元，同比下降 8%；主要原因是，今年以来长三角地区的汽车制造业受到疫情影响较为严重，加之 2021 年的基数较高，几种因素叠加造成了今年营收出现下滑。利润方面，受原料钢铁价格下跌影响，净利润预计 1.04 亿元，同比增长 8.3%。我们预计 2023 年下半年随着软磁材料的逐渐量产，公司的业绩将逐渐改观。2024 年-2026 年，公司将重新步入快速增长的轨道。

(二) 估值分析

(1) 相对估值

截止 2022 年 11 月 17 日公司股票收盘价 28.16 元，对应的 PE(TTM) 为 29 倍，对比同行上市公司：铂科新材、悦安新材、博迁新材平均 56 倍市盈率，公司股价处于较低水平，具有明显估值优势。

图表 28 可比上市公司市盈率

	屹通新材	悦安新材	博迁新材	铂科新材
PE (TTM)	29	41	71	55

资料来源：东方财富终端，华通证券研究部

根据盈利预测，2023 年、2024 年、2025 年 EPS 分别为 1.20、1.82、2.44 元，对应于当前股价 28.16 元，PE 分别为 23X/15X/11X。同时公司 2023-2025 年 EPS 的年复合增长率为 33%，对应的 PEG 值为 0.88，同样显示公司股价处于被低估的水平。

(2) 绝对估值

我们根据 DCF 现金流量折现模型，假设折现率为 8%，永续增长率为 5%，计算公司合理的估值应该在 50.57 元，公司目前的股价相比于合理估值处于低估水平。

(三) 股价催化剂及六个月目标价

公司的营收状况预计在四季将有所改善；软磁材料产品已经小批量试产并送样检测；新材料的进口替代有望进一步加速。公司作为新材料行业细分领域的龙头企业，估值被低估，我们认为公司股票未来六个月以内的目标价为 32 元。

(四) 投资建议及评级

公司作为粉末冶金原料的龙头企业，具备较强的管理能力及大规模生产能力，拥有优质的客户和渠道资源。当前立足粉末冶金，积极开拓新能源赛道，未来成长可期。同时公司的估值水平处于同行较低水平，具有估值优势，首次覆盖给予公司“推荐评级”。

五、风险提示

- (1) 新项目投产及市场不及预期；
- (2) 近几年项目大量投资建设，可能会造成资金的紧张；
- (3) 原材料、能源价格的上涨对成本造成压力；
- (4) 疫情反复，可能影响上下游及本企业开工，从而影响公司业绩；

华通证券评级及说明

评级	标准
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；
港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

财务报表预测与比率分析

资产负债表							利润表								
单位:百万元							单位:百万元								
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
货币资金	23.94	86.36	5.80	8.77	111.19	330.61	694.20	营业收入	521.97	480.00	580.00	877.00	1180.00	1482.30	1561.24
应收和预付款项	233.42	161.69	315.73	406.14	565.12	654.95	630.09	减: 营业成本	390.53	344.00	414.60	622.64	835.00	1046.83	1102.35
存货	30.90	23.41	42.05	56.25	75.57	89.69	84.34	营业税金及附加	1.76	1.62	1.96	2.96	3.99	5.01	5.28
其他流动资产	294.23	294.23	294.23	294.23	294.23	294.23	294.23	营业费用	2.41	2.22	2.68	4.05	5.45	6.85	7.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	9.53	8.76	10.59	16.01	21.55	27.07	28.51
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-0.89	-0.94	-1.23	-0.12	2.11	1.37	-2.25
固定资产和在建工程	122.90	226.72	326.88	423.38	406.20	499.03	588.19	研发费用	17.78	16.79	20.22	30.37	41.09	51.54	54.24
无形资产和开发支出	30.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.05	0.07	0.07	0.06	0.07	0.07	0.06
其他非流动资产	25.53	25.53	25.53	25.53	25.53	25.53	25.53	加: 投资收益	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	761.62	817.93	1010.21	1214.29	1477.83	1894.05	2316.58	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	8.61	20.47	20.47	20.47	20.47	其他经营损益	-0.64	0.14	0.00	-0.17	-0.01	-0.06	-0.08
应付和预收款项	38.49	24.42	51.39	62.43	90.18	101.14	100.33	营业利润	105.15	107.62	131.12	200.85	270.74	343.52	365.76
长期借款	0.00	0.00	23.59	27.92	27.92	27.92	27.92	加: 其他非经营损益	3.95	7.19	5.32	5.49	6.00	5.60	5.70
其他负债	4.71	4.71	4.71	4.71	4.71	4.71	4.71	利润总额	109.09	114.82	136.44	206.34	276.74	349.12	371.46
负债合计	43.19	29.13	88.29	115.54	143.29	154.24	153.43	减: 所得税	12.90	13.57	16.13	24.39	32.72	41.27	43.91
股本	100.00	100.00	100.52	100.62	100.62	100.62	100.62	净利润	96.20	101.24	120.31	181.94	244.03	307.85	327.55
资本公积	395.25	395.25	409.74	412.40	412.40	412.40	412.40	减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	223.17	320.91	435.66	606.40	838.84	1130.75	1440.74	归属母公司股东净利润	96.20	101.24	120.31	181.94	244.03	307.85	327.55
归属母公司股东权益	718.42	816.16	945.92	1119.41	1351.86	1643.77	1953.76	EBIT	108.20	113.87	135.20	206.21	278.84	350.47	369.19
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	115.20	123.32	148.32	223.00	299.29	370.92	393.31
股东权益合计	718.42	816.16	945.92	1119.41	1351.86	1643.77	1953.76								
负债和股东权益合计	761.62	845.29	1034.22	1234.95	1495.15	1798.01	2107.19								
现金流量表							主要财务比率								
单位:百万元							单位:百万元								
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
净利润	91.28	94.90	115.62	177.11	238.74	302.91	322.53	毛利率	25.18%	28.33%	28.52%	29.00%	29.24%	29.38%	29.39%
折旧摊销	7.00	9.46	13.12	16.79	20.46	20.46	24.12	三费/营业收入	2.12%	2.09%	2.08%	2.27%	2.47%	2.38%	2.14%
净营运资金增加	-41.53	65.16	-145.71	-93.57	-150.55	-93.01	29.41	EBIT/营业收入	20.73%	23.72%	23.31%	23.51%	23.63%	23.64%	23.65%
经营活动产生现金流量净额	57.30	168.63	-18.14	100.26	110.80	231.77	373.85	EBITDA/营业收入	22.07%	25.69%	25.57%	25.43%	25.36%	25.02%	25.19%
投资活动产生现金流量净额	-317.13	-103.66	-105.31	-105.16	5.29	4.94	5.02	销售净利率	18.43%	21.09%	20.74%	20.75%	20.68%	20.77%	20.98%
融资活动产生现金流量净额	267.57	-2.56	42.90	7.87	-13.68	-17.28	-15.29	资产获利率							
现金净增加额(减)	7.73	62.42	-80.56	2.97	102.42	219.43	363.59	ROE	13.39%	12.40%	12.72%	16.25%	18.05%	18.73%	16.77%
								ROA	14.21%	13.92%	13.38%	16.98%	18.87%	18.50%	15.94%
								ROIC	28.69%	13.95%	16.15%	18.58%	21.06%	23.84%	23.73%
估值和财务指标汇总							增长率								
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	108.20	113.87	135.20	206.21	278.84	350.47	369.19	销售收入增长率	53.82%	-8.04%	20.83%	51.21%	34.55%	25.62%	5.33%
EBITDA	115.20	123.32	148.32	223.00	299.29	370.92	393.31	EBIT 增长率	50.19%	5.24%	18.73%	52.52%	35.22%	25.69%	5.34%
NOPLAT	87.52	94.06	114.53	176.99	240.58	304.10	320.52	EBITDA 增长率	45.33%	7.05%	20.27%	50.35%	34.21%	23.93%	6.04%
净利润	100.15	107.62	131.12	200.85	270.74	343.52	365.76	净利润增长率	51.04%	5.25%	18.83%	51.23%	34.12%	26.15%	6.40%
EPS	0.96	1.01	1.20	1.82	2.44	3.08	3.28	总资产增长率	94.56%	7.39%	23.51%	20.20%	21.70%	28.16%	22.31%
BPS	7.18	8.16	9.46	11.19	13.52	16.44	19.54	股东权益增长率	104.26%	13.60%	15.90%	18.34%	20.76%	21.59%	18.86%
PE	29.80	28.32	23.83	15.76	11.75	9.31	8.75	经营营运资本增长率	172.53%	-12.60%	32.25%	16.04%	21.99%	11.27%	-3.02%
PB	3.99	3.51	3.03	2.56	2.12	1.74	1.47	资本结构							
PS	5.49	5.97	4.94	3.27	2.43	1.93	1.84	资产负债率	5.67%	3.56%	8.74%	9.51%	9.70%	8.14%	6.62%
PCF	50.03	17.00	-158.01	28.60	25.87	12.37	7.67	投资资本/总资产	88.52%	86.69%	94.30%	94.07%	86.30%	71.32%	56.03%
EV/EBIT	26.09	24.24	21.37	14.10	10.07	7.40	6.04	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	36.47%	41.89%	33.78%	31.38%	31.54%
EV/EBITDA	24.50	22.38	19.48	13.04	9.38	6.99	5.67	流动比率	13.49	19.42	10.17	8.74	9.07	10.84	13.57
EV/NOPLAT	32.25	29.34	25.22	16.43	11.67	8.52	6.95	速动比率	12.77	18.61	9.52	8.09	8.41	10.13	12.90
EV/IC	4.19	3.89	3.03	2.55	2.20	1.92	1.72	股利支付率	10.40%	3.47%	4.62%	6.16%	4.75%	5.18%	5.36%
ROIC-WACC	17.56%	2.82%	5.02%	7.44%	9.93%	12.71%	12.59%	收益留存率	89.60%	96.53%	95.38%	93.84%	95.25%	94.82%	94.64%
股息率%	0.35	0.12	0.19	0.39	0.40	0.56	0.61	资产管理效率							
								总资产周转率	0.91	0.61	0.63	0.79	0.88	0.88	0.74
								固定资产周转率	10.07	5.70	3.48	3.31	3.28	3.27	2.87
								应收账款周转率	2.44	2.44	2.44	2.44	2.44	2.44	2.44
								存货周转率	12.67	12.67	12.67	12.67	12.67	12.67	12.67

资料来源: Choice 估值模型



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。