

天奇股份(002009)/专用设备

布局新能源电池回收, 打通循环产业全产业链

评级: 买入(首次)

市场价格: 17.02

目标价格:

分析师: 王华君

执业证书编号: S0740517020002

电话: 01059013814

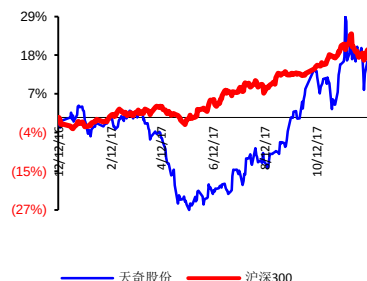
Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人: 朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	371
流通股本(百万股)	281
市价(元)	17.02
市值(百万元)	6,307
流通市值(百万元)	4,790

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《汽车拆解: 有望逐步进入较快发展期——潜在市场较大, 关注全产业链布局行业龙头》-2017.06.05

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,174.79	2,436.79	2,720.00	3,990.00	4,760.00
增长率 yoy%	12.45%	12.05%	11.62%	46.69%	19.30%
净利润	98.65	103.94	139.63	342.71	449.01
增长率 yoy%	-24.12%	5.37%	34.34%	145.44%	31.02%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.38	0.92	1.21
每股现金流量	1.95	0.09	0.32	0.73	0.96
净资产收益率	5.65%	5.44%	6.87%	14.43%	15.90%
P/E	77	52	44	18	14
PEG	—	9.61	1.27	0.12	0.44
P/B	4.34	2.81	3.01	2.57	2.16

备注:

投资要点
■ 天奇股份: 国内汽车自动化生产线先驱, 循环业务为公司战略重点

公司主要业务包括自动化装备业务、风电零部件业务、循环业务以及分布式光伏业务。公司 2017 年前 3 季度实现营收 17.39 亿元, 同比增长 10.3%; 实现归母净利润 0.80 亿元, 同比增长 21.1%。

■ 钢铁价格快速上涨, 带动破碎线设备订单高速增长, 保障公司明年业绩

截止到 2017 年 12 月, 力帝机床 2017 年已新接订单约 12.7 亿元, 同比大幅增加。主要原因是: 在钢铁产业供给侧改革的背景下, 废钢铁市场呈现出废钢价格触底反弹, 钢厂对炼钢设备的升级改造, 促进破碎料对打包料的取代。

■ 国内汽车行业保持平稳增长, 汽车制造设备厂商充分受益: 根据中国产业信息网的数据, 2015 年我国汽车制造设备整体市场规模为 1,593 亿元, 同比增长 22.54%。
■ 我国报废汽车回收拆解行业: 未来 2-3 年有望进入较快发展阶段

- 1) **2014 年黄标车淘汰政策, 促使报废汽车回收量大幅增加:** 2014 年 4 季度开始, 由于一些省市逐步加大了对黄标车提前报废资金补贴的力度, 促使报废汽车回收数量大幅提升。
- 2) **国家政策将逐步助推行业发展, “五大总成”可再回收:** 2016 年 9 月,《国务院关于修改〈报废汽车回收管理办法〉的决定(征求意见稿)》公开征求意见。规定拆解的报废汽车“五大总成”, 可按照规定回收。
- 3) **汽车回收拆解市场空间广阔, 未来有望达千亿元:** 按照 10-15 年平均报废年限算, 2020 年左右报废比例将逐渐上涨, 有望逐渐接近发达国家的 6-7% 报废比率水平。经测算, 我们预计得到 2020 年汽车回收行业产值将近 1000 亿元。

■ 收购乾泰技术, 切入新能源电池回收后市场

- 1) **2017 年 12 月 10 日, 公司与张树全签订《投资框架协议》:** 公司通过增资收购方式, 获得乾泰技术 51% 的股权。若乾泰技术 2018、2019、2020 年净利润累计低于人民币 16,000 万元, 差额部分由甲方及管理层股东对目标公司予以补偿。
- 2) **实现循环业务板块全产业链布局:** 公司循环业务板块目前已建立了从回收、拆解到交易的较为完整的产业链。公司收购乾泰技术, 推进报废汽车循环产业的进一步延伸, 完善公司在汽车全生命周期的产业布局。
- 3) **动力电池回收将迎来 100 亿蓝海市场:** 动力电池按照 3-5 年的淘汰年限, 预计到 2018 年回收市场初具规模。根据测算, 2018 年市场规模将达到 53.23 亿元, 2020 年达到 100 亿元, 2023 年有望达到 250 亿元。

■ 公司为国内汽车自动化生产线龙头, 受益于循环业务的快速的发展: 在不考虑乾泰技术收购的前提下, 我们预计 2017-2019 年营收有望达 27.2、39.9、47.6 亿元, 实现净利润 1.40、3.43、4.49 亿元, EPS 分别为 0.38、0.92、1.21 元, 对应 PE 为 44x、18x、14x。首次覆盖, 给予“买入”评级。
■ 风险提示: 市场风险、政策风险、订单履行风险、原材料价格和运输成本波动风险、投资收购事件不达预期的风险、由于信披违规被立案调查的风险。

内容目录

一、天奇股份：国内智能化装备解决方案龙头企业	- 4 -
1. 国内汽车自动化生产线先驱，循环业务为公司战略重点	- 4 -
2. 依靠循环业务的快速发展，公司业绩有望实现反转	- 4 -
3. 公司战略业务方向：智能自动化生产线及循环业务板块	- 5 -
(1) 自动化装备业务：发家之本，营收占比近 50%	- 5 -
(2) 循环业务：主要包括“汽车拆解”+“动力电池”	- 6 -
(3) 分布式光伏业务：新兴板块，初探光伏 EPC	- 7 -
(4) 风电零部件业务：平稳发展，结构件产品出口优势明显	- 7 -
二、国内汽车行业保持平稳增长，汽车制造设备厂商充分受益	- 8 -
1. 近年国内汽车行业继续呈现高速发展势头，年产量屡创新高	- 8 -
2. 我国千人汽车保有量仍远低于发达国家，汽车存量发展空间大	- 8 -
3. 汽车制造设备整体市场规模有望保持中高速增长	- 9 -
三、报废汽车回收拆解行业：未来 2-3 年有望进入较快发展阶段	- 10 -
1. 汽车拆解：通过可用零部件、废金属获得回收受益	- 10 -
2. 我国报废汽车回收拆解业有望进入新的发展阶段	- 10 -
3. 目前我国报废汽车回收拆解行业稳步发展	- 11 -
4. 政策松绑助推行业发展	- 12 -
5. 汽车拆解市场空间广阔，未来有望逐步达千亿元	- 13 -
(1) 中短期的市场依靠黄标车和老旧车的淘汰	- 13 -
(2) 长期市场依靠存量车的淘汰和正规回收率的提高	- 14 -
四、收购乾泰技术，切入新能源车电池回收后市场	- 15 -
1. 投资乾泰技术，布局新能源车电池回收后市场	- 15 -
2. 动力锂电池回收将迎来 100 亿蓝海市场	- 15 -
五、盈利预测与估值	- 17 -
1. 盈利预测	- 17 -
2. 估值分析与投资建议	- 17 -
六、风险提示	- 17 -

图表目录

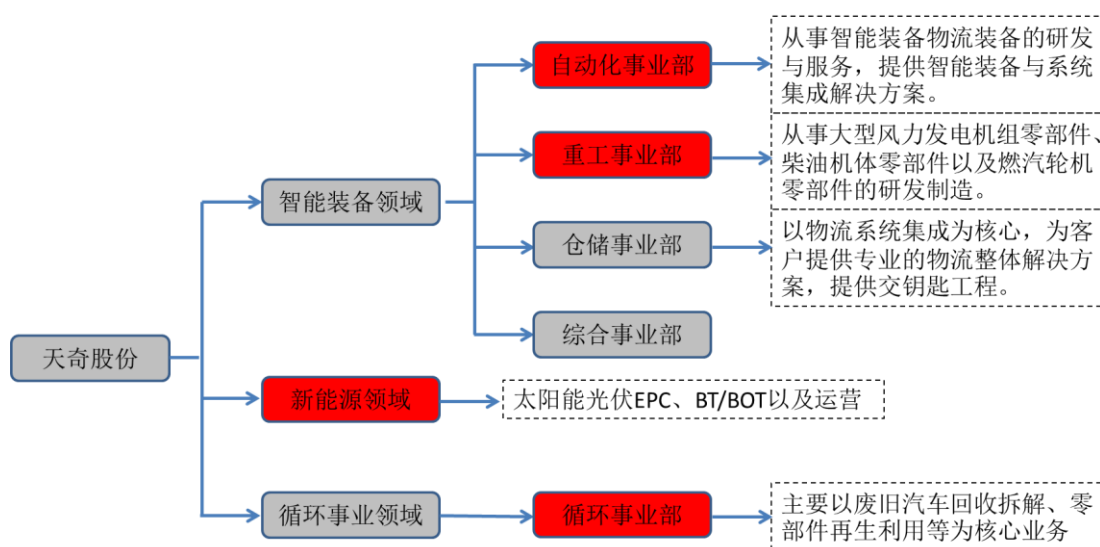
图表 1：公司架构：主要从事智能装备物流、循环产业、新能源业务	4 -
图表 2：2017 年前 3 季度公司营收达 17.9 亿元，同比增长 10.3%	5 -
图表 3：2017 年前 3 季度公司净利润达 0.80 亿元，同比增长 21.1%	5 -
图表 4：2017 年上半年公司主营构成（单位：万元）	5 -
图表 5：2017 年上半年公司综合毛利率稳中有升	5 -
图表 6：公司自动化装备生产线的应用	6 -
图表 7：公司自动化装备业务合作伙伴	6 -
图表 8：我国主要地区的废钢价格变化情况（单位：元/吨）	6 -
图表 9：截至目前，力帝机床 2017 年已新接订单 约 12.7 亿元	7 -
图表 11：2016 年国内汽车产销量均突破 2800 万辆	8 -
图表 12：2017Q1，全国汽车保有量突破 2 亿辆	8 -
图表 13：我国千人汽车保有量低于世界平均水平，远低于发达国家	8 -
图表 14：2015 年中国汽车制造设备市场规模已近 1600 亿元	9 -
图表 15：我国汽车制造装备四大工艺装备市场规模占比	9 -
图表 16：汽车注销、报废、拆解的流转过程	10 -
图表 17：国内报废汽车回收拆解行业发展稳步推进	11 -
图表 18：2014 年起开始报废汽车回收量明显增加	11 -
图表 19：近年国内的汽车回收量稳中有升，实际回收率依旧偏低	11 -
图表 20：近年我国关于汽车拆解出台的系列政策	12 -
图表 21：正规渠道回收车辆占比只有近一半	13 -
图表 22：车辆拆解产值中钢铁占比最大，7 成左右	13 -
图表 23：中国黄标车数量 2013 年约有 1300 万辆	14 -
图表 24：中国汽车注销比例远低于发达国家	14 -
图表 25：预计 2020 年汽车回收行业产值将约千亿元	14 -
图表 26：国内动力电池市场规模（带电量：GWh）	16 -
图表 27：动力锂电池回收市场规模（亿元）	16 -
图表 28：汽车拆解设备行业公司估值	17 -
图表 29：天奇股份三张表	19 -

一、天奇股份：国内智能化装备解决方案龙头企业

1. 国内汽车自动化生产线先驱，循环业务为公司战略重点

- 天奇股份以汽车自动化生产线起家，于 2004 年在深交所上市。公司目前致力于为规模化产品的全生命周期提供高端智能化装备的解决方案和服务，广泛应用于汽车、家电、机场机床、内燃机、冶金、化工等众多行业，集团产业主要分为**智能装备、新能源、循环事业**三大领域，自动化事业部、重工事业部、仓储事业部、循环事业部、综合事业部五大事业部。

图表 1：公司架构：主要从事智能装备物流、循环产业、新能源业务

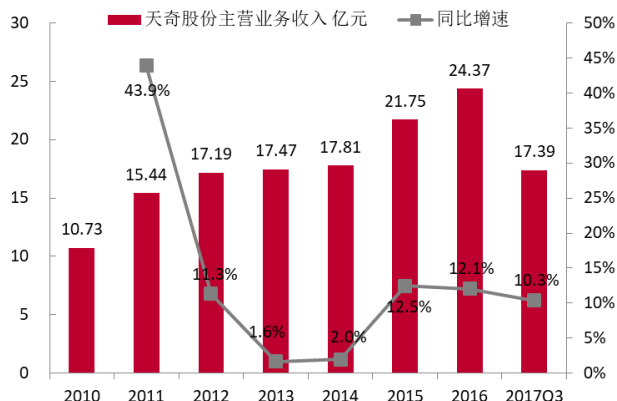


来源：公司官网，中泰证券研究所

2. 依靠循环业务的快速发展，公司业绩有望实现反转

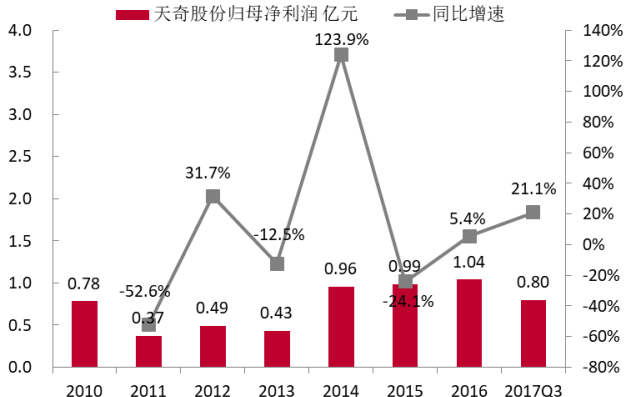
- **2017 年上半年公司实现营业收入 10.74 亿元，同比增长 16.62%：**其中物流自动化装备系统营业收入 5.00 亿元，同比增长 7.85%，毛利率 23.02%，同比上升 6.26%；风电零部件业务营业收入 3.40 亿元，同比减少 2.49%，毛利率 22.78%，同比下降 1.32%；循环业务营业收入 1.20 亿元，同比增长 62.43%，毛利率 38.57%，同比上升 2.17%；分布式光伏业务营业收入 7,996.80 万元，毛利率 14.43%。
- 公司 2017 年前 3 季度实现营收 17.39 亿元，同比增长 10.3%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 21.1%。
- **综合毛利率稳中有升：**公司上半年毛利率稳中有升，达 25.87%，主要是由于物流自动化装备系统业务毛利率大幅增长，由 2016 年的 13.99% 增长至 23.02%。

图表 2：2017 年前 3 季度公司营收达 17.9 亿元，同比增长 10.3%



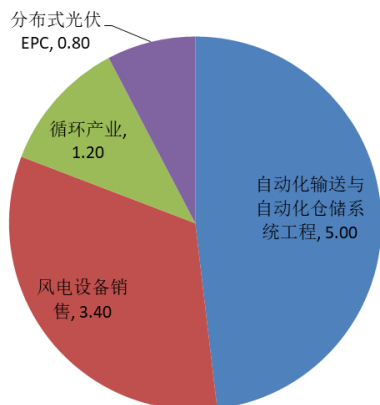
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：2017 年前 3 季度公司净利润达 0.80 亿元，同比增长 21.1%



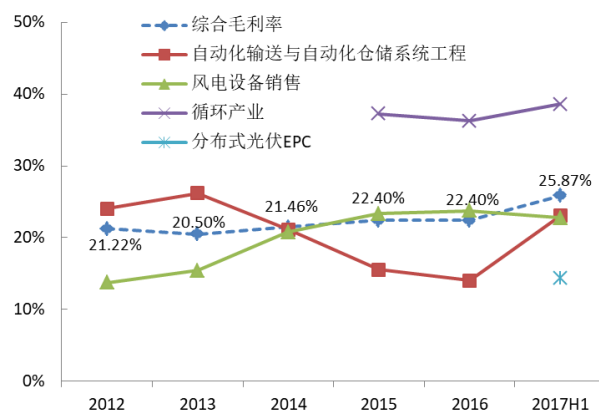
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：2017 年上半年公司主营构成 (单位：万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：2017 年上半年公司综合毛利率稳中有升



来源：公司公告，中泰证券研究所

3. 公司战略业务方向：智能自动化生产线及循环业务板块

- 公司从事的主要业务包括自动化装备业务、风电零部件业务、循环业务以及分布式光伏业务。

(1) 自动化装备业务：发家之本，营收占比近 50%

- 公司在自动化装备业务领域发展多年，客户覆盖众多知名汽车厂商，产品包括汽车总装物流自动化系统、汽车焊装物流自动化系统、车身储存物流自动化系统、汽车涂装物流自动化系统、基于工业 4.0 技术的远程诊断智能装备系统等。其中，基于工业 4.0 技术的远程诊断智能装备系统，是在自动化的汽车生产线上，通过集成应用物联网技术，利用传感器采集各装备的状态，建立云服务中心和专家分析系统，对数据进行智能分析，实时监控生产线装备的设备状态，从而实现对汽车装配线综合工况的自动收集、智能分析和主动维保。本系统的推广应用，能够有效减少意外停产时间，缩短汽车制造企业检修维护的周期，降低备件库存成本和维保人员数量，提升装备可靠性，提高生产效率，降低设备能耗。

- 公司上半年着力开展 EPC 总包模式，利用 EPC 总包模式，公司将为客户提供从工程咨询、设计、采购、施工、试运行全过程服务，结合 HSE 和质量体系管理，有效整合技术、销售、制造、采购等各个模块的资源。这是公司在原有业务板块的基础上，利用公司自动化装备业务的优势，向业务上下游拓展，进一步增强公司盈利能力的有效手段。

图表 6：公司自动化装备生产线的应用



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 7：公司自动化装备业务合作伙伴

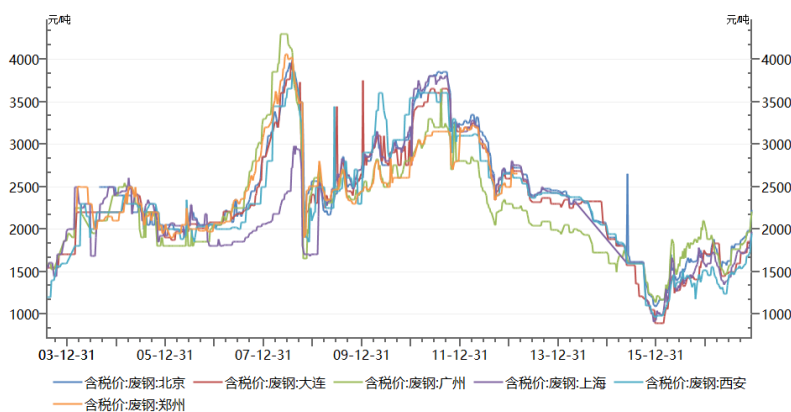


来源：公司官网，中泰证券研究所

(2) 循环业务：主要包括“汽车拆解”+“动力电池”

- 公司循环业务主要包括：废旧汽车回收拆解、零部件再生利用、破碎分拣资源利用、汽车拆解装备技术研究与应用、汽车再生零部件交易电子商务等。

图表 8：我国主要地区的废钢价格变化情况（单位：元/吨）



来源：wind，中泰证券研究所

- 钢铁价格快速上涨，带动破碎线设备订单高速增长：2017 年上半年力帝股份订单量大增，签订订单 4.93 亿元，上半年已签订的破碎线设备订单 32 台，较去年同期增加 26 台。主要原因是：在钢铁产业供给侧改革的背景下，地条钢产能快速退出，废钢铁市场呈现出废钢价格触底反弹，

全国钢铁工业实现了扭亏为盈。钢材产业市场回暖,对废钢的需求增大,相应地对废钢加工设备的需求也增大。此外,随着钢铁工业的复苏,各大钢厂对炼钢设备进行升级改造,拆除原来炼钢用的中频炉改为电炉,从而对炼钢料有新的要求,在一定程度上促进破碎料对打包料的取代。**截止到 2017 年 12 月,力帝机床 2017 年已新接订单约 12.7 亿元。**

图表 9: 截至目前, 力帝机床 2017 年已新接订单 约 12.7 亿元

合作方	合同标的	合同金额
葛洲坝环嘉(大连)再生资源有限公司	四条废钢破碎生产线等装备	8.4 亿元
河北东海特钢集团有限公司	3 台套废钢破碎机等设备	5,070 万元

来源:公司公告,中泰证券研究所

(3) 分布式光伏业务: 新兴板块, 初探光伏 EPC

- 分布式光伏板块是国家近年来重点扶持和发展的产业,符合公司“轻资产、高效率”的发展思路。公司上半年切入光伏 EPC 领域实现营收 7997 万元,

(4) 风电零部件业务: 平稳发展, 结构件产品出口优势明显

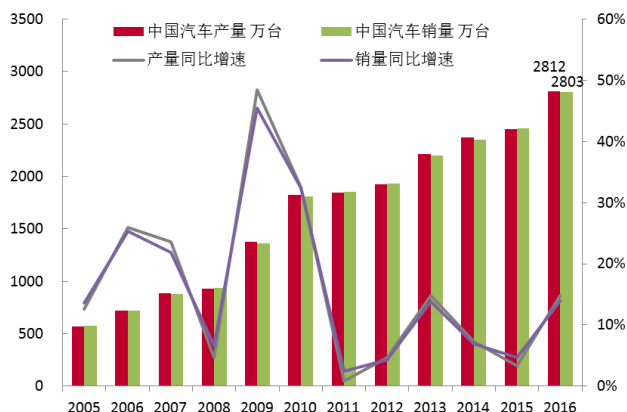
- 公司该板块的业务主要是结构件产品的生产和销售,风电产品主要为轮毂、底座、轴承座、行星架、输入/输出箱体等,公司成功开发并批量生产的有 0.85MW、1.25MW、1.5MW、2.0MW、2.4MW、2.5MW、3MW、3.6MW、5MW 和 6MW 的风电铸件。主要客户为 GE、VESTAS、MHI、GEMESA、ALSTOM、Repower 等世界知名风机制造商。
- 风电设备业务平稳发展,结构件产品出口优势明显: 2017 年上半年,国内业务进一步压缩,外销呈增长趋势。江苏一汽铸造与 GE、西门子、歌美飒、远景风能等国内外客户共计签订 46,108 吨订单,实际完成订单销售 26,908 吨。

二、国内汽车行业保持平稳增长，汽车制造设备厂商充分受益

1. 近年国内汽车行业继续呈现高速发展势头，年产量屡创新高

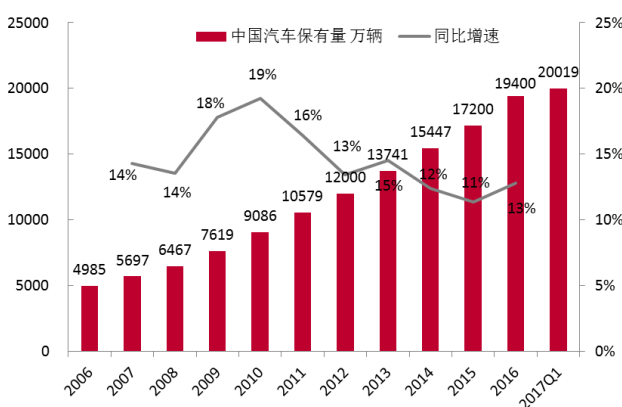
- 2016 年国内汽车产销量分别为 2812 万辆和 2803 万辆,同比增长 14.8% 和 13.9%, 产销量双双突破 2800 万辆大关, 连续 8 年保持全球第一。

图表 10:2016 年国内汽车产销量均突破 2800 万辆



来源: 中国汽车市场年鉴, wind, 中泰证券研究所

图表 11: 2017Q1, 全国汽车保有量突破 2 亿辆



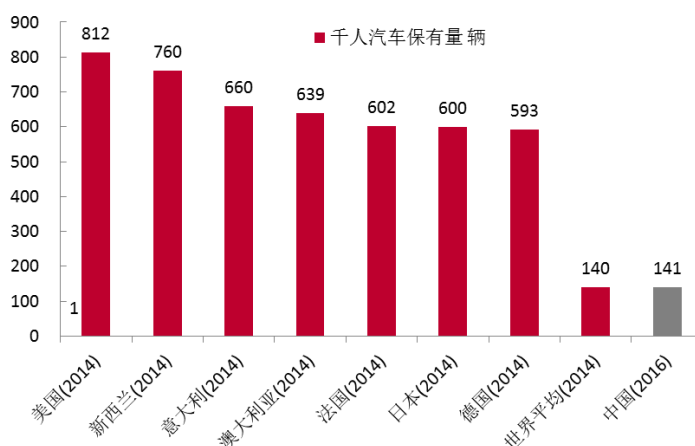
来源: 公安部, wind, 中泰证券研究所

- 消费升级促进汽车保有量持续提高: 截至 2016 年末, 全国民用汽车保有量达到 20019 万辆, 新注册登记的汽车达 2752 万辆, 保有量净增 2212 万辆。理论注销辆 540 万辆, 占全国民用汽车保有量 2.70%。

2. 我国千人汽车保有量仍远低于发达国家, 汽车存量发展空间大

- 我国与西方发达国家比较, 汽车产业发展还有很大空间: 千人汽车保有量是衡量一个国家经济发展水平的一个重要标志。截至 2014 年底, 世界平均千人汽车保有量为 140 辆, 与我国 2016 年底的千人保有量数据持平。

图表 12: 我国千人汽车保有量低于世界平均水平, 远低于发达国家



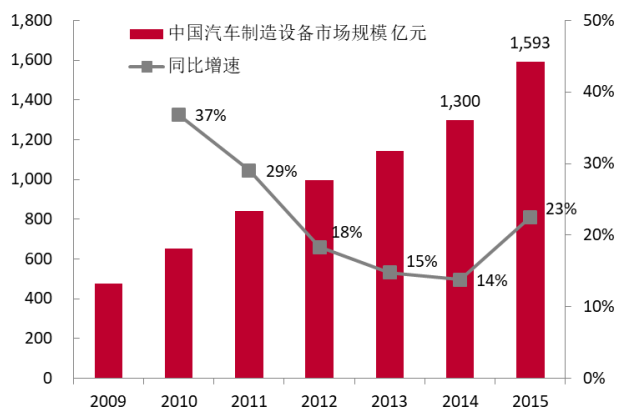
来源: 中国汽车市场年鉴, 中泰证券研究所 (国外数据、世界平均数据统计截至于 2014 年)

- 比较于西方发达国家 2014 年的水平，如美国千人汽车保有量达到 800 量，日本平均达到 600 辆，我国仍远远落后，汽车产业发展还有很大空间。

3. 汽车制造设备整体市场规模有望保持中高速增长

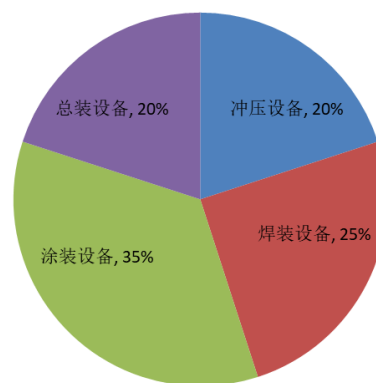
- 汽车整车制造包括冲压、焊装、涂装和总装四大工艺。根据汽车整车制造四大工艺，汽车整车制造装备可分为冲压自动化生产线、车身焊接和装配自动化生产线、涂喷自动化生产线和整车装配自动化生产线四大生产线。
- 根据中国产业信息网的数据，2014 年我国汽车制造设备整体市场规模为 1,300 亿元，同比增长 13.54%，2015 年整体市场规模达 1,593 亿元，同比增长 22.54%。

图表 13：2015 年中国汽车制造设备市场规模已近 1600 亿元



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 14：我国汽车制造装备四大工艺装备市场规模占比



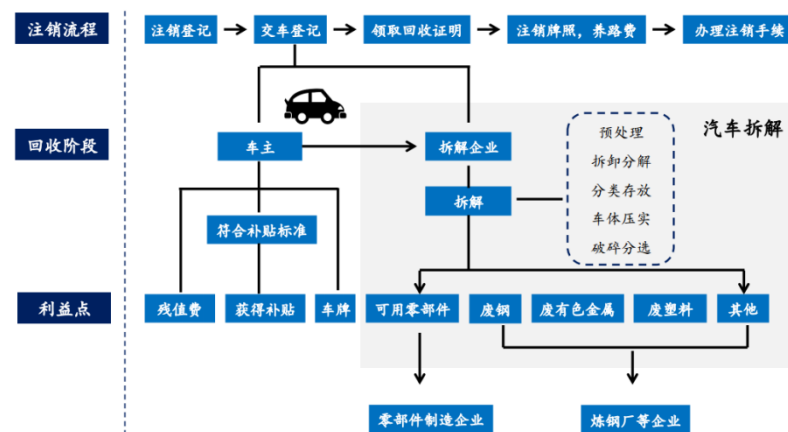
来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

三、报废汽车回收拆解行业：未来 2-3 年有望进入较快发展阶段

1. 汽车拆解：通过可用零部件、废金属获得回收受益

- **汽车拆解是汽车报废后的后处理过程：**车主报废车辆可以获得残值费，若报销车辆符合补贴标准，可获得国家补贴。而拆解企业通过将报废汽车拆解成可用零部件、废钢、废有色金属等获得回收收益。

图表 15：汽车注销、报废、拆解的流转过程



来源：中泰证券研究所

2. 我国报废汽车回收拆解业有望进入新的发展阶段

- 我国汽车行业近 20 年才呈现爆发式的发展，前期回收拆解行业的发展受限于汽车保有量规模较小的原因发展较慢。截至 2017 年一季度，我国汽车保有量已突破 2 亿辆，汽车回收拆解行业有望得到快速发展。整体来看，我国的汽车回收拆解行业可以简单分为以下几个阶段：
- **1) 创始阶段（~1982 年）：**我国汽车拥有量在解放初期只有几万辆，发展到八十年代初期才达 200 万辆。1983 年国家成立全国老旧汽车更新改造领导小组，要求各地地方物资部门要指定和适当增设回收、拆车网点，加快汽车更新步伐。此阶段属于国内汽车回收行业的初始摸索阶段。
- **2) 快速发展阶段（1982~2001 年）：**进入 80 年代，全国汽车拥有量从 1982 年的 216 万辆增长到 2001 年的 1845 万辆。与此相适应，我国汽车报废更新速度也相应加快。2000 年报废更新汽车 58 万辆，比 1986 年至 1989 年四年的报废更新总量还多 15 万辆。
90 年代，国家规定对收购的报废汽车，回收单位要及时进行解体加工，发动机、前后桥、变速器、车架、方向机等几大总成主要件，必须作废钢铁处理，禁止出售报废旧车和总成。还规定了全国报废汽车回收（拆解）企业控制在 400 家，企业年回收（拆解）量不低于 900 辆和禁止审批新的报废汽车回收（拆解）企业等。80-90 年代是汽车拆解行业得到快速发展的阶段。
- **3) 规范约束阶段（2001 年至今）：**进入 21 世纪，多个地区无证擅自回收拆解报废汽车、利用报废汽车五大总成和零配件拼装汽车的现象层出，导致报废汽车回收拆解秩序混乱。2001 年 6 月，国务院颁布了《报废汽

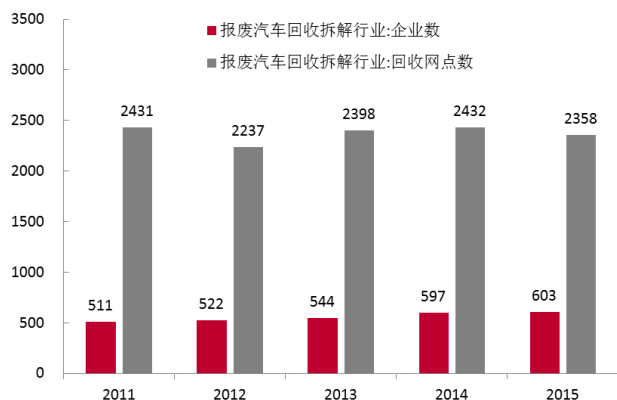
车回收管理办法》，明确了报废汽车车主和回收企业的行为规范，报废汽车回收监管部门职责分工，以及地方政府报废汽车回收工作职责。

- **4) 展望新阶段 (2018 年~2020 年，汽车使用周期决定报废高峰将至)：**我国《机动车强制报废标准规定》在 2012 年 8 月 25 日通过审议，在 2013 年 5 月 1 日起正式实行。我国各种机动车报废年限如下表所示，基本各类汽车报废年限为 10-15 年。而我国汽车保有量中中小型民用汽车占绝大部分。我国民用汽车保有量从 2003 年开始进入较快增长阶段，2010 年开始保有量较均匀增长趋势。按照平均年限 10-15 年的报废年限，预计 2018-2020 年左右，我国汽车报废高峰将逐步来临。

3. 目前我国报废汽车回收拆解行业稳步发展

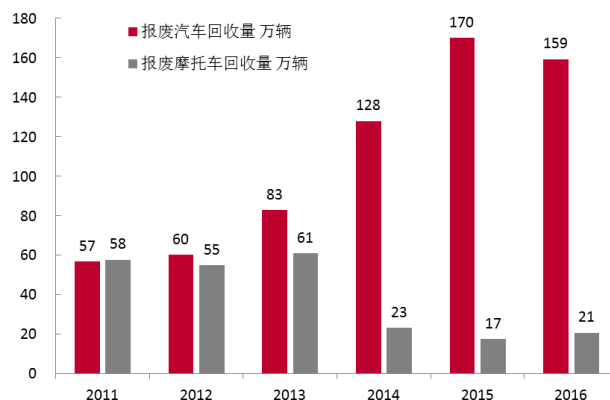
- 目前我国报废汽车回收拆解行业发展稳步推进，截至 2015 年，全国获得拆解资质的企业数量 603 家；隶属回收网点 2358 个。报废汽车回收网店已覆盖全国 80% 以上的县级行政区域，从业人员 2.8 万余人。全国回收拆解汽车报废汽车 220 万辆，其回收比率占汽车保有量的 1.42%。从回收比率分析，我国的报废汽车回收比率一直都很低，这与国外发达国家回收比率 6%-8% 差距很大。

图表 16：国内报废汽车回收拆解行业发展稳步推进



来源：中国物资再生协会，wind，中泰证券研究所

图表 17：2014 年起开始报废汽车回收量明显增加

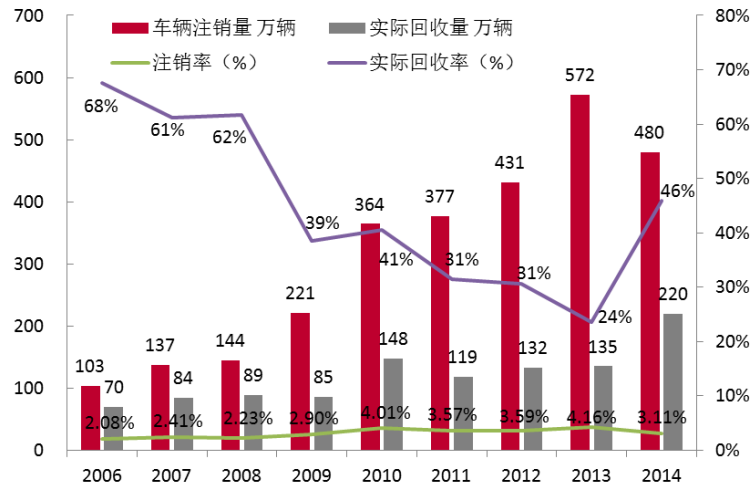


来源：中国物资再生协会，wind，中泰证券研究所

- **2014 年，黄标车淘汰运动促使报废汽车回收量大幅增加：**全国报废汽车回收量按月份回收统计波动很大，尤其是从 2014 年 4 季度开始，由于一些省市逐步加大了对黄标车提前报废资金补贴的力度，促使报废汽车回收数量大幅提升。

随着中央和地方政府持续推进包括黄标车在内的老旧汽车报废淘汰工作不断深入，2015 年，报废汽车回收量延续了 2014 年快速增长的势头，除 2 月份受春节假期影响回收量小幅下降外，其他各月回收量均超过 10 万辆，12 月份达到 36.2 万辆。与此同时，由于摩托车保有量的下降以及现行鼓励报废回收政策中不包括摩托车等方面原因，摩托车的回收量变化比较平稳。

图表 18：近年国内的汽车回收量稳中有升，实际回收率依旧偏低



来源：中国汽车市场年鉴，中泰证券研究所

- **车辆注销比例与实际回收率依旧偏低：**总的看近些年来，我国报废汽车注销比例（当年汽车注销量与汽车保有量之比）和汽车实际回收率（当年报废汽车回收量与当年汽车注销量之比）一直都很低，这与国外发达国家差距很大。2014 年我国汽车注销量 481 万辆，测算我国回收拆解企业实际回收报废汽车量在 220 万辆左右，占汽车注销量的 45.7%，即约有一半以上被注销的报废车辆没有流入正规的报废拆解市场。

4. 政策松绑助推行业发展

- **我国 2001 年颁布的《报废汽车回收管理办法》是对汽车拆解行业影响最为深远的政策之一。**办法自公布实施以来，对于规范报废汽车回收活动，放置报废汽车和拼装车上路行驶，维护交通秩序，保障人民生命财产安全，发挥了积极作用。但是关于报废汽车回收企业拆解的“五大总成”应当作为废金属交售给钢铁企业作为冶炼原料的规定，已经不能适应开展汽车再制造的需要。
- **2016 年 9 月，《国务院关于修改〈报废汽车回收管理办法〉的决定（征求意见稿）》公开征求意见。**根据意见稿，报废汽车回收业务的审核部门将由经贸管理部门变为报废汽车回收主管部门和环保部门，报废汽车回收业不再纳入特种行业管理。且拆解的报废汽车“五大总成”，可按照国务院报废汽车回收主管部门会同国务院循环经济发展综合管理部门制定的有关规定交售给零部件再制造企业。
- **待“五大总成”交售给零部件再制造企业的正式文件出台后，有望给拆解企业的盈利带来利好。**

图表 19：近年我国关于汽车拆解出台的系列政策

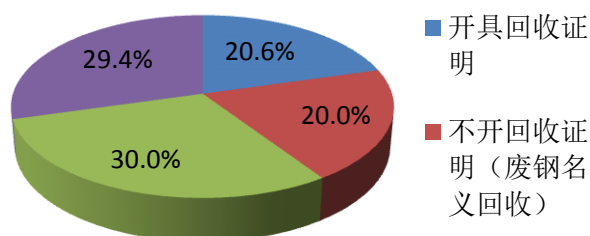
年份	政策法规	主要内容
2001	《报废汽车回收管理办法》	汽车拆解“五大总成”（发动机、方向机、变速器、前后桥、车架）只能作为废金属强制回炉冶炼。
	《报废汽车回收企业总量控制方案》	地级市原则上只设一家报废汽车拆解回收企业。
2008	《汽车零部件再制造试点管理办法》	确定了首批 14 家汽车零部件再制造试点企业，同时将开展再制造试点的汽车零部件产品范围暂定为发动机、变速器、发电机、启动机、转向器。

2013	《机动车强制报废标准规定》	规定了各类机动车的报废年限，所有人应当将机动车交售给报废机动车回收拆解企业。
2016	《国务院关于修改〈报废汽车回收管理办法〉的决定（征求意见稿）》	拆解的报废汽车“五大总成”，可按照有关规定交售给零部件再制造企业。

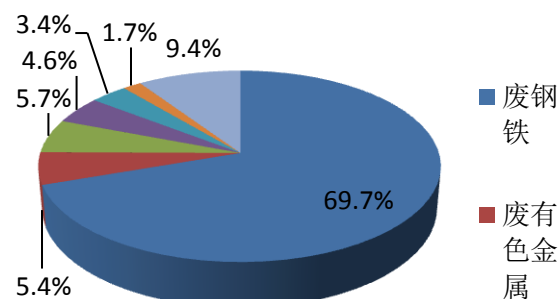
来源：中泰证券研究所

5. 汽车拆解市场空间广阔，未来有望逐步达千亿元

- 由于“准报废车”低廉的价格，二手车商和非法经营企业变通手段灵活，大范围地高价收购报废车辆，滋长了报废车流向非正规市场的需求空间，报废车以“假转籍”、“假过户”等形式大量流入非正规市场。目前，国内正规渠道回收车辆占比只有近一半，提高空间大。

图表 20：正规渠道回收车辆占比只有近一半


来源：中国汽车市场年鉴，中泰证券研究所

图表 21：车辆拆解产值中钢铁占比最大，7 成左右


来源：中国汽车市场年鉴，中泰证券研究所

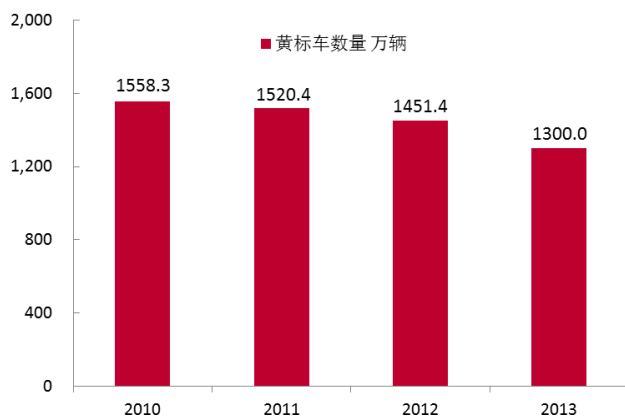
- 拆解汽车的“五大总成”部件法律严禁销售，拆解其他可回用零部件的销售比例低。报废汽车回收拆解企业 90%经营利润依赖于废钢铁材料销售，企业利润受制于废钢、废金属市场的影响。由于近两年来废钢铁销售价格低迷，汽车拆解的废钢价格出现倒挂现象，报废汽车回收拆解企业也出现惜拆惜售现象。

(1) 中短期的市场依靠黄标车和老旧车的淘汰

- **城市大气污染加重促使加速淘汰黄标车和老旧车：**机动车尾气成为城市大气污染重要来源。黄标车是指排放水平低于国一排放标准的汽油车和国三排放标准的柴油车，老旧车是指使用时间较长，污染控制水平较差的车辆。据环保部统计，截至 2013 年底，全国共有黄标车 1300 余万辆，约占汽车保有量的 10%，排放的污染物占汽车污染物排放总量的 50%左右。因此，加速淘汰黄标车和老旧车是改善城市大气质量的重要举措。
- **2014 年国家强制淘汰黄标车，造就上一轮高峰：**2014 年国务院总计下达黄标车及老旧车淘汰任务 600 万辆，其中京津冀、长三角和珠三角等重点地区 7 省市淘汰黄标车和老旧车 243 万辆，占淘汰任务的 40.5%；非重点地区 24 个省（区、市）淘汰 357 万辆，占淘汰任务的 59.5%。
- **新一轮黄标车淘汰政策有望出台：**2013 年末，国内还有约 1300 万辆黄标车，即使不考虑自然衰减，上一轮淘汰政策过后，现仍有 700 万辆左

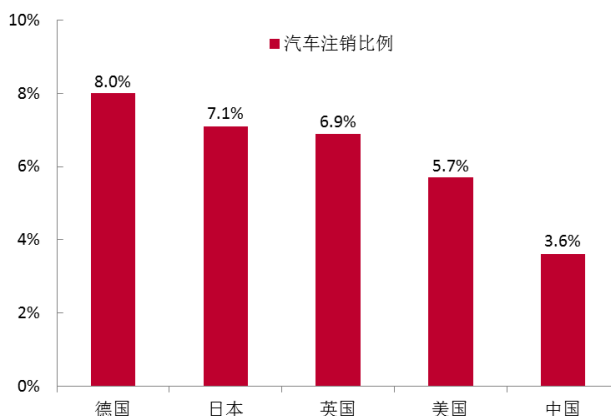
右的黄标车。我们粗略预计新一轮黄标车淘汰政策有望 17 年底至 18 年初出台，将引领新一轮的汽车淘汰潮。

图表 22：中国黄标车数量 2013 年约有 1300 万辆



来源：中泰证券研究所

图表 23：中国汽车注销比例远低于发达国家



来源：中国汽车市场年鉴，中泰证券研究所

(2) 长期市场依靠存量车的淘汰和正规回收率的提高

- 世界产车大国德国日本的报废率最高，其次是英国和美国，平均在 6-7% 左右，中国报销量还有很大增长空间。背后的原因有两个：1) 大量汽车通过非法渠道拆解或者重新流通。2) 2008-2010 年是我国汽车消费逐渐增长期，按照 10-15 年报废期计算，2020 年左右汽车报废量预计才步入高峰。

图表 24：预计 2020 年汽车回收行业产值将约千亿元

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
民用汽车保有量(万)	13741	15447	17200	19400	21350	23500	25100	26900	28500	30000
注销比例	4.2%	3.1%	3.5%	2.7%	3.1%	3.4%	3.8%	4.4%	5.0%	5.6%
汽车注销量(万)	572	480	604	540	662	799	954	1184	1425	1680
正规回收比例	23.6%	45.8%	46%	48%	48%	48%	51%	53%	55%	57%
正规回收(万)	135	220	278	259	318	384	486	627	784	958
单车产值(元)	10703	11239	11801	12391	13011	13661	14344	15061	15814	16605
总产值(亿)	144	247	328	321	413	524	698	945	1239	1590

来源：国家统计局，中国汽车市场年鉴，中泰证券研究所

- 我国汽车 2009-2011 年呈现快速增长，之后呈现持续稳定增长。按照 10-15 年平均报废年限算，2020 年左右注销比例将逐渐上涨，有望逐渐接近发达国家的 6-7% 注销比率水平。参考欧美 70% 以上的报废汽车回收率，随着汽车回收工业化，我国正规回收比率有很大提升空间，我们假设 2016-2018 年正规回收比例不变，2019 年开始以每年 2%-3% 的比率上涨。

考虑到美国单车产值约合人民币 22261 元，随着五大总成和零部件的再制造放开，车均产值将逐渐接近国际水平，我们保守预计未来几年单车产值年均增长 5%。如上表所示，我们得到 2020 年汽车回收行业产值将近 1000 亿元。

四、收购乾泰技术，切入新能源电池回收后市场

1. 投资乾泰技术，布局新能源电池回收后市场

- **事件：**2017 年 12 月 10 日，公司与张树全（甲方）在江苏省无锡市签订了关于深圳乾泰能源再生技术有限公司（目标公司）的《投资框架协议》，各方就天奇股份投资持有乾泰股权事宜达成一致，签订本框架协议。

天奇股份将通过转让和增资后合计持有乾泰技术 51% 的股权。甲方承诺，若目标公司 2018、2019、2020 三年实现的经审计的合并报表净利润累计低于人民币 16,000 万元，差额部分由甲方及管理层股东对目标公司予以补偿。

- **乾泰技术主要业务为报废新能源汽车动力电池后市场的循环综合应用。**乾泰技术正在建设中的乾泰技术（深汕）动力电池生态产业园主要用于：动力电池回收相关的新能源汽车智能拆解产线产业化、退役动力电池智能拆解产线研发及产业化、拆解后电池梯级利用 PACK 产线研发及产业化、报废电池物理分解产线研发及产业化、动力电池全生命周期追溯与监管平台运营等业务。

乾泰技术（深汕）动力电池生态产业园建设项目已列入 2016 年广东省重点建设项目和“十三五”国家重大建设项目库。服务内容涵盖信息化系统开发管理、梯次利用 PACK 和新型电池生产、智能产线研发、工艺研究等内容。目前乾泰技术拥有已获授权专利 12 项，在 2017 年 8 月通过国家高新技术企业认证。

- **交易背景：**近年来国内新能源汽车产销数量屡创新高，随之而来的动力电池回收成为新能源汽车行业长期、稳定发展亟需解决的问题，国家工业和信息化部和国家发展和改革委员会等相关部委对新能源汽车动力电池的回收利用给予了高度重视，国务院于 2016 年底颁布了【2016】99 号文，确定了“率先在深圳等城市开展电动汽车动力电池回收利用体系建设，并在全国逐步推广”。
- **助力公司实现循环业务板块全产业链布局：**公司循环业务板块主要以废旧汽车回收拆解、零部件再生利用、破碎分拣资源利用、汽车拆解装备技术研究与应用等为核心业务，目前已建立了从回收、拆解到交易的较为完整的产业链。如本公司最终完成本次投资，将有助于公司把握行业发展趋势，推进报废汽车循环产业的进一步延伸，完善公司在汽车全生命周期的产业布局，促进产业良性发展和实现更好的经济效益。

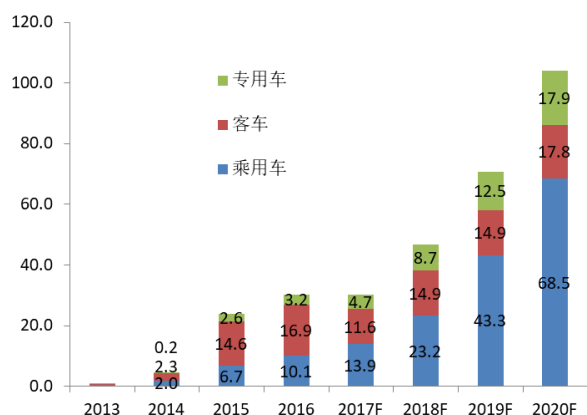
2. 动力锂电池回收将迎来 100 亿蓝海市场

- **目前国内动力电池回收主要有两条路径：**一是针对没有报废只是容量下降无法被电动汽车继续使用的电池，也就是二手电池的梯次利用，是指将电池组拆包，对模块进行测试筛选，再组装利用到例如储能等领域；二是对已经报废的动力电池拆解、回收与再利用，这是当前动力电池回收的重点。
- **梯次利用为理想方案，实行阻力大，目前报废处理方式以拆解回收为主：**国产动力电池型号众多、电池包结构不统一，组装工艺和技术千差万别，但真正在拆包过程中的技术要求则非常高，对生产线的技术和成本都要

求很高，导致梯次利用较难实行。目前动力电池的实际运行时间达 3-5 年后即接近报废。

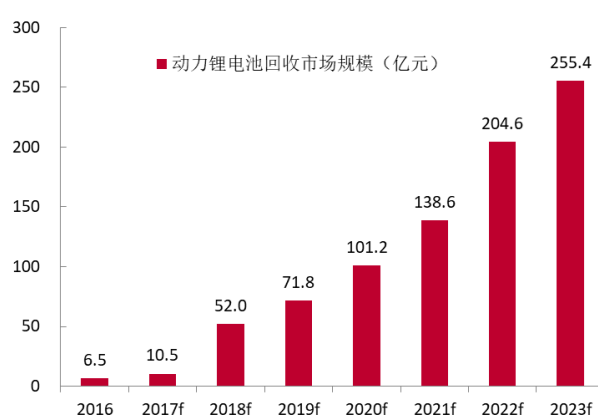
- **电池后处理市场空间未来有望达 100 亿元：**我国新能源汽车市场 2014 年起开始高速发展，按照 3-5 年的淘汰年限，预计到 2018 年中国动力电池废旧回收市场将初具规模。根据测算，2018 年对应的从废旧动力锂电池中回收钴、镍、锰、锂、铁和铝等金属所创造的回收市场规模将达到 53.23 亿元，2020 年达到 101 亿元，2023 年废旧动力锂电池市场将达到 250 亿元。

图表 25：国内动力电池市场规模（带电量：GWh）



来源：中泰证券研究所

图表 26：动力锂电池回收市场规模（亿元）



来源：电子发烧友，中泰证券研究所

五、盈利预测与估值

1. 盈利预测

- **核心假设：**汽车行业平稳发展，新能源汽车销量稳步增长；废钢价格保持中高位；公司废钢破碎线设备订单快速增长；核心产品毛利率稳定。
- 我们预计 2017-2019 年公司营收有望达 27.2、39.9、47.6 亿元，同比分别增长 11.6%、46.7%、19.3%。

其中自动化生产线业务为 14.0、16.0、18.0 亿元，同比分别增长 9.0%、14.3%、12.5%，毛利率分别为 18%、19%、20%；风电业务为 7.0、6.5、6.0 亿元，同比分别增长-4.1%、-7.1%、-7.7%，毛利率分别为 23%、23%、23%；循环业务为 5.0、15.0、20.0 亿元，同比分别增长 45.9%、200%、33.3%，毛利率分别为 36%、36%、36%。

2. 估值分析与投资建议

- **PE 估值分析：**公司为国内汽车自动化生产线龙头，循环业务领先企业，考虑到汽车拆解业务迎来较快发展期，动力锂电回收业务有望迎来高速增长，应给予高于行业平均估值的溢价。

图表 27：汽车拆解设备行业公司估值

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E
天奇股份	002009.SZ	17.02	0.27	0.28	0.52	0.88	1.06	77	52	32	19	16
华宏科技	002645.SZ	20.19	-0.05	0.30	0.59	0.85	1.05	-	131	34	24	19
格林美	002340.SZ	6.90	0.13	0.09	0.17	0.24	0.33	91	116	41	28	21
平均								84	100	36	24	19

来源：中泰证券研究所（估价更新至 2017.12.11，除天奇股份外估值均为 wind 一致性预期）

- **公司为国内汽车自动化生产线龙头，受益于循环业务的快速的发展：**在不考虑乾泰技术收购的前提下，我们预计 2017-2019 年营收有望达 27.2、39.9、47.6 亿元，实现净利润 1.40、3.43、4.49 亿元，EPS 分别为 0.38、0.92、1.21 元，对应 PE 为 44x、18x、14x。首次覆盖，给予“买入”评级。

六、风险提示

- **市场风险：**目前国内传统汽车市场趋于饱和，新能源汽车市场方兴未艾。国外汽车市场竞争日趋激烈，技术要求更加复杂、竞价更加规范。
- **政策风险：**报废汽车回收管理相关法规政策尚未正式出台。我国汽车回收拆解行业的发展仍有不确定性，尤其是在报废汽车拆解经营企业的经营税收和拆解企业资格认定等方面需要进一步法律明确。
- **原材料价格和运输成本波动风险：**原材料成本和运输成本是影响企业经营成本的重要因素。
- **投资收购事件不达预期的风险：**公司拟收购乾泰技术，切入新能源电池回收后市场，该投资仍存在不确定性。

- **信披违规被立案调查的风险：**若公司所涉及立案调查事项最终被中国证监会认定为重大信息披露违法行为，公司股票存在将退市风险。

图表 28：天奇股份三张表

损益表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,934	2,175	2,437	2,720	3,990	4,760
增长率	10.71%	12.4%	12.0%	11.6%	46.7%	19.3%
营业成本	-1,482	-1,688	-1,891	-2,103	-2,944	-3,456
% 销售收入	76.6%	77.6%	77.6%	77.3%	73.8%	72.6%
毛利	452	487	546	617	1,046	1,304
% 销售收入	23.4%	22.4%	22.4%	22.7%	26.2%	27.4%
营业税金及附加	-11	-19	-37	-38	-44	-58
% 销售收入	0.6%	0.9%	1.5%	1.4%	1.1%	1.2%
营业费用	-73	-91	-108	-112	-170	-203
% 销售收入	3.8%	4.2%	4.4%	4.1%	4.3%	4.3%
管理费用	-220	-225	-265	-295	-426	-514
% 销售收入	11.4%	10.3%	10.9%	10.9%	10.7%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	148	152	136	171	406	529
% 销售收入	7.6%	7.0%	5.6%	6.3%	10.2%	11.1%
财务费用	-60	-42	-30	-34	2	5
% 销售收入	3.1%	1.9%	1.2%	1.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-15	-28	-33	-25	-25	-25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	12	7	10	9	9
% 税前利润	6.8%	9.4%	4.9%	5.5%	2.1%	1.5%
营业利润	83	95	80	122	393	518
营业利润率	4.3%	4.4%	3.3%	4.5%	9.9%	10.9%
营业外收支	62	35	55	51	47	51
税前利润	145	130	135	173	440	569
利润率	7.5%	6.0%	5.5%	6.4%	11.0%	11.9%
所得税	-12	-9	-36	-24	-71	-108
所得税率	8.4%	7.3%	26.7%	14.1%	16.0%	19.0%
净利润	133	120	99	148	369	461
少数股东损益	3	22	-5	9	27	12
归属于母公司的净利润	130	99	104	140	343	449
净利率	6.7%	4.5%	4.3%	5.1%	8.6%	9.4%

现金流量表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	133	120	99	148	369	461
少数股东损益	0	0	0	9	27	12
非现金支出	110	145	173	169	185	200
非经营收益	61	54	38	-14	-56	-59
营运资金变动	-139	394	-277	-185	-227	-247
经营活动现金净流	165	713	32	127	297	366
资本开支	160	374	126	154	189	126
投资	-3	-22	-22	0	0	0
其他	11	143	211	10	9	9
投资活动现金净流	-152	-253	63	-144	-180	-117
股权募资	3	0	99	0	0	0
债权募资	-6	-75	139	-1,009	0	0
其他	-98	-80	-70	-49	-19	0
筹资活动现金净流	-100	-155	168	-1,059	-19	0
现金净流量	-87	305	264	-1,076	99	249

资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	629	855	1,161	1,076	1,172	1,474
应收账款	1,127	1,081	1,304	1,372	2,018	2,411
存货	828	750	653	1,033	1,303	1,500
其他流动资产	401	288	83	108	130	147
流动资产	2,985	2,975	3,201	3,589	4,623	5,533
% 总资产	70.5%	64.8%	66.4%	68.2%	72.5%	75.9%
长期投资	43	37	88	88	88	88
固定资产	864	1,017	1,020	1,046	1,081	1,091
% 总资产	20.4%	22.1%	21.2%	19.9%	16.9%	15.0%
无形资产	304	519	465	499	541	532
非流动资产	1,246	1,617	1,617	1,677	1,753	1,755
% 总资产	29.5%	35.2%	33.6%	31.8%	27.5%	24.1%
资产总计	4,231	4,592	4,818	5,267	6,376	7,288
短期借款	948	894	1,037	1,028	1,028	1,028
应付账款	1,280	1,411	1,371	1,664	2,315	2,649
其他流动负债	68	104	118	129	169	197
流动负债	2,296	2,409	2,527	2,821	3,512	3,874
长期贷款	19	8	4	4	4	4
其他长期负债	102	175	124	149	197	287
负债	2,417	2,593	2,655	2,974	3,713	4,165
普通股股东权益	1,621	1,746	1,911	2,032	2,375	2,824
少数股东权益	193	254	252	261	288	300
负债股东权益合计	4,231	4,592	4,818	5,267	6,376	7,288

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.405	0.270	0.281	0.377	0.925	1.212
每股净资产 (元)	5.050	4.785	5.157	5.484	6.409	7.621
每股经营现金净流 (元)	0.513	1.955	0.088	0.319	0.730	0.956
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.02%	5.65%	5.44%	6.87%	14.43%	15.90%
总资产收益率	3.15%	2.23%	2.21%	3.39%	6.62%	7.48%
投入资本收益率	6.42%	7.03%	5.09%	6.80%	13.88%	15.98%
增长率						
营业总收入增长率	10.71%	12.45%	12.05%	11.62%	46.69%	19.30%
EBIT增长率	24.33%	3.10%	-10.80%	25.96%	137.49%	30.11%
净利润增长率	204.21%	-24.12%	5.37%	34.34%	145.44%	31.02%
总资产增长率	7.07%	6.94%	6.27%	-11.44%	25.45%	15.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	157.5	161.8	152.5	157.3	157.2	155.6
存货周转天数	229.4	170.7	135.4	178.5	161.5	158.5
应付账款周转天数	131.9	125.0	116.3	124.4	121.9	120.9
固定资产周转天数	128.1	140.4	145.7	133.9	91.8	75.6
偿债能力						
净负债/股东权益	18.67%	2.36%	-5.54%	-1.94%	-4.39%	-11.33%
EBIT利息保障倍数	2.5	3.7	4.6	5.1	-180.3	-98.9
资产负债率	56.08%	54.74%	53.91%	44.31%	48.59%	47.95%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。