

投资评级 优于大市 维持

## 报废汽车实施细则出台, 千亿市场或可期

### 股票数据

07月31日收盘价(元)	9.69
52周股价波动(元)	6.87-12.87
总股本/流通A股(百万股)	568/396
总市值/流通市值(百万元)	5501/3833

### 相关研究

《定增获批助力布局, 再生资源龙头可期》  
2020.02.20

《多维度产业链布局, 再生资源龙头可期》  
2019.09.17

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	20.1	0.6	-7.1
相对涨幅(%)	7.3	-20.8	-27.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@htsec.com

证书: S0850515120001

分析师: 戴元灿

Tel: (021) 23154146

Email: dyc10422@htsec.com

证书: S0850517070007

分析师: 张磊

Tel: (021) 23212001

Email: zl10996@htsec.com

证书: S0850517070006

分析师: 傅逸帆

Tel: (021) 23154398

Email: fyf11758@htsec.com

证书: S0850519100001

### 投资要点:

- 报废汽车拆解实施细则出台, 有望开启行业新纪元。**7月31日, 商务部颁布《报废机动车回收管理办法实施细则》(以下简称细则), 自2020年9月1日起施行。2019年5月, 国务院颁布《报废机动车回收管理办法》(6月1日起施行), 2019年12月, 市场监管总局、国家标准委批准发布《报废机动车回收拆解企业技术规范》。我们认为, 随着细则的落地, 全新的报废汽车拆解行业政策体系已形成, 对行业的影响: **1) 五大总成可以直接回收, 拆解企业利润有望增加, 投资和回收报废汽车的动力增加。2) 放开行业准入将吸引新的投资者入场, 汽车拆解设备需求有望增加。3) 实施细则倒逼存量牌照两年内达到新版技术规范要求(设施、场地等)。**我们测算, 目前我国汽车拆解市场规模66亿元/年, 未来汽车拆解市场规模有望达1100亿元/年(其中“五大总成”700亿元), 2020年将开启行业整合升级, 公司有望显著受益。
- 明确职责、资质认定、强调监管、打击非法, 细则将全面规范行业。**1、细则明确了政府各部门监管职责; 2、资质认定, 符合《报废机动车回收拆解企业技术规范》和《报废机动车拆解环境保护技术规范》要求; 3、强化监管, 如建立生产经营全覆盖的电子监控系统, 录像保存至少1年; 4、处理违规, 停止业务12个月以上的企业, 撤销资质, **因违反细则被吊销《资质认定书》的企业, 禁止三年内再次申请资质认定;** 5、严打非法, 未取得资质认定而从事回收拆解的, 没收违法所得并处以违法所得2倍以上5倍以下的罚款。我们认为, 若全面落实, 行业有望全面规范。
- 依托设备优势, 积极布局全产业链。**1、投资中物博, 深度布局汽车拆解, 若按年拆解量4万辆、单车净利800-1000元估算, 中物博达产后有望贡献0.3-0.4亿净利润, 我们认为受疫情影响, 或在Q4投产; 2、收购鑫泰科技, 延伸循环链, 鑫泰科技在稀土废料的综合利用市场占有率约20%, 可回收利用报废汽车中的稀土材料, 生产工艺行业领先, 拥有2958吨稀土氧化物产能, 我们按85%产能利用率估算, 2020年吨净利可达3.4万元, 由于稀土氧化物的供给却相对有限, 未来还将受益通讯设备、新能源车等下游需求释放。3、深度布局大型废钢加工(东海华宏+迁安聚力), 我们认为, 除回用/回收外, 剩余部分均进入废钢加工, 回流至钢铁厂, 形成内循环, 提高资源利用效率。
- 估值与建议。**我们预计公司20-22年EPS分为0.52/0.72/0.98元, 工业机械行业20PE中值28倍, PB中值3.2倍, 其他专用设备20PE中值41倍, PB中值3.9倍。作为汽车拆解行业龙头, 面临行业放开市场准入的极优行业契机, 我们认为, 未来几年市场空间或将极大增长, 公司盈利增速或将大幅高于机械行业增速, 给予公司20年25-27倍PE, 合理价值区间13-14.04元, 20Q1BPS 4.69元, 给予公司2.8-3.0倍PB, 合理价值区间13.13-14.07元。综合考虑, 合理价值区间为13.13-14.04元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示: 汽车拆解市场需求不达预期, 稀土资源回收业务不达预期。**

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1916	2161	2895	3702	4489
(+/-)YoY(%)	47.4%	12.8%	34.0%	27.9%	21.3%
净利润(百万元)	157	179	293	409	554
(+/-)YoY(%)	26.8%	14.0%	63.4%	39.9%	35.3%
全面摊薄EPS(元)	0.28	0.32	0.52	0.72	0.98
毛利率(%)	20.6%	21.0%	21.8%	23.3%	24.3%
净资产收益率(%)	8.7%	9.2%	11.2%	13.6%	15.6%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元)	PB (倍)
			TTM	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	2020Q1	2020Q1
002009	天奇股份	30	0.08	0.42	0.73	105	20	11	5.4	1.4
	工业机械行业中位数	40				38	28	22		3.2
	其他专用设备行业中位数	47				40	41	32		3.9
002645	华宏科技	55	0.28	0.52	0.72	35	19	13	4.7	2.3

注: 收盘价为 2020 年 7 月 31 日价格, EPS 为 wind 一致预期  
资料来源: wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2161</b>	<b>2895</b>	<b>3702</b>	<b>4489</b>
每股收益	0.32	0.52	0.72	0.98	营业成本	1706	2265	2840	3397
每股净资产	3.44	4.61	5.31	6.24	毛利率%	21.0%	21.8%	23.3%	24.3%
每股经营现金流	0.15	0.31	0.51	0.79	营业税金及附加	15	20	26	31
每股股利	0.00	0.05	0.07	0.10	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	86	87	122	123
P/E	30.73	18.80	13.44	9.93	营业费用率%	4.0%	3.0%	3.3%	2.8%
P/B	2.81	2.10	1.83	1.55	管理费用	104	139	178	215
P/S	2.08	1.90	1.49	1.23	管理费用率%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
EV/EBITDA	16.30	16.88	11.23	7.39	EBIT	174	278	397	553
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	财务费用	-1	-8	-11	-10
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
毛利率	21.0%	21.8%	23.3%	24.3%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	8.3%	10.1%	11.1%	12.3%	投资收益	4	6	7	9
净资产收益率	9.2%	11.2%	13.6%	15.6%	<b>营业利润</b>	<b>216</b>	<b>351</b>	<b>492</b>	<b>665</b>
资产回报率	7.0%	8.7%	10.0%	11.3%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	7.3%	8.8%	10.5%	12.2%	<b>利润总额</b>	<b>215</b>	<b>351</b>	<b>492</b>	<b>665</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	223	279	398	554
营业收入增长率	12.8%	34.0%	27.9%	21.3%	所得税	33	54	75	102
EBIT 增长率	14.1%	59.8%	42.8%	39.5%	有效所得税率%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润增长率	14.0%	63.4%	39.9%	35.3%	少数股东损益	3	5	7	9
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>179</b>	<b>293</b>	<b>409</b>	<b>554</b>
资产负债率	21.6%	20.9%	25.0%	26.4%					
流动比率	2.41	3.01	3.18	3.39	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	1.36	1.93	2.10	2.32	货币资金	304	798	1175	1648
现金比率	0.57	1.17	1.37	1.60	应收账款及应收票据	292	391	500	606
<b>经营效率指标</b>					存货	527	700	878	1050
应收帐款周转天数	47.62	47.62	47.62	47.62	其它流动资产	151	162	174	185
存货周转天数	112.80	112.80	112.80	112.80	流动资产合计	1274	2051	2727	3489
总资产周转率	0.85	0.86	0.91	0.92	长期股权投资	17	17	17	17
固定资产周转率	4.89	6.20	7.47	8.51	固定资产	442	467	496	528
					在建工程	114	131	148	165
					无形资产	70	70	70	70
					非流动资产合计	1269	1311	1357	1406
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2544</b>	<b>3362</b>	<b>4084</b>	<b>4895</b>
净利润	179	293	409	554	短期借款	15	0	0	0
少数股东损益	3	5	7	9	应付票据及应付账款	379	503	630	754
非现金支出	58	1	1	1	预收账款	74	98	126	153
非经营收益	-5	-5	-3	2	其它流动负债	61	81	102	122
营运资金变动	-150	-115	-122	-119	流动负债合计	529	682	858	1029
<b>经营活动现金流</b>	<b>85</b>	<b>179</b>	<b>292</b>	<b>448</b>	长期借款	0	0	140	240
资产	-153	-17	-17	-17	其它长期负债	21	21	21	21
投资	-6	0	0	0	非流动负债合计	21	21	161	261
其他	69	6	7	9	<b>负债总计</b>	<b>550</b>	<b>703</b>	<b>1019</b>	<b>1290</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-90</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-8</b>	实收资本	463	568	568	568
债权募资	15	-15	140	100	归属于母公司所有者权益	1955	2616	3013	3545
股权募资	17	105	0	0	少数股东权益	39	44	51	60
其他	-59	237	-45	-67	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2544</b>	<b>3362</b>	<b>4084</b>	<b>4895</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-27</b>	<b>327</b>	<b>95</b>	<b>33</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-31</b>	<b>494</b>	<b>377</b>	<b>473</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 31 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

吴杰 公用事业；煤炭行业  
戴元灿 公用事业；煤炭行业  
张磊 公用事业  
傅逸帆 公用事业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：山西焦化,山煤国际,涪陵电力,赣能股份,京能电力,国投电力,开滦股份,兖州煤业,三峡水利,潞安环能,深圳燃气,华能国际,淮北矿业,华光环能,中国神华,华宏科技,兖州煤业股份,平煤股份,盘江股份,露天煤业,华测检测

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。