

中再资环 (600217.SH)

拆解结构持续优化, 19 年业绩增长 27%

核心观点:

- **2019 年归母净利润同比增长 27%。**公司发布 2019 年业绩快报, 2019 年公司实现收入 32.7 亿元, 同比增长 4.35%; 归母净利润 4.00 亿元, 同比增长 26.62%。公司利润增速高于收入增速, 主要是公司持续优化家电拆解品类结构, 并提升拆解物销售周转所致。
- **家电拆解: 龙头渠道优势明显, 盈利仍有提升空间。**根据中国家用电器研究院数据, 2018 年“四机一脑”理论报废量达 1.5 亿台, 但其中规范拆解量仅有 54%。公司是家电拆解当之无愧的龙头, 市占率超过 20%, 2018 年公司拆解量 1618 万台, 产能利用率 58%, 尚有提升空间。2019 年公司 ROE 为 25%, 相对较高, 主要源自公司较高的净利率。受制于家电拆解补贴发放拖欠, 公司应收账款周转天数长达 1 年左右, 若未来补贴基金账期缩短, 则公司 ROE 将实现进一步的提升。
- **工业废弃物、危废、环保资产等集团资产持续注入。**2018 年收购大股东中再生持有的中再环服, 从事产业园区固体废物一体化处置业务, 2018-2020 年利润承诺分别为 0.47/0.71/0.86 亿元。公司拟收购大股东旗下山东环科、森泰环保, 分别从事危废、工业污水处理业务, 2019-2021 年业绩承诺合计分别为 0.71/0.96/1.10 亿元。
- **完善控股股东管理层激励, 关注收购进程。**预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.00/4.90/6.16 亿元。公司控股股东中再生集团 2018 年收入 224 亿元, 控股股东管理层持股方案已获供销社办公厅批复同意, 完善激励机制, 关注收购山东环科和森泰环保的相关进程。考虑公司及集团在行业的龙头地位及渠道优势, 维持公司合理价值 8.4 元/股的观点不变, 对应 2020 年 PE 估值 24 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**家电拆解补贴发放进度低于预期的风险; 家电拆解补贴下调的风险; 资产收购进度低于预期。

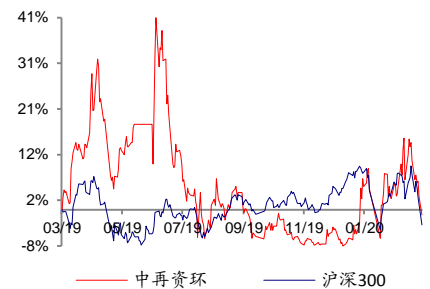
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,338	3,136	3,272	3,938	4,589
增长率(%)	60.0	34.1	4.4	20.4	16.5
EBITDA(百万元)	941	775	716	870	1,012
净利润(百万元)	218	316	400	490	616
增长率(%)	55.2	45.3	26.6	22.4	25.7
EPS(元/股)	0.16	0.23	0.29	0.35	0.44
市盈率(P/E)	41.48	17.97	18.39	15.02	11.95
市净率(P/B)	5.07	4.01	4.05	3.19	2.52
EV/EBITDA	11.20	8.67	12.84	9.54	8.11

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心, 本表净利润为归母净利润口径

公司评级	买入
当前价格	5.30 元
合理价值	8.4 元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-17

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师:

邱长伟



SAC 执证号: S0260517080016

SFC CE No. BOE192



021-60750631



qiuchangwei@gf.com.cn

相关研究:

- 中再资环(600217.SH):结构 2019-08-20
优化&资源化率提升, 上半年扣非净利润增长 43%
- 中再资环(600217.SH):集团 2019-06-19
资产注入再下一城, 垃圾分类下回收体系将受益
- 中再资环(600217.SH):再生 2019-04-17
资源龙头, 关注管理层持股&集团资产注入

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,158	3,886	4,950	4,804	5,581	经营活动现金流	-547	876	-507	1,162	324
货币资金	607	649	511	614	714	净利润	243	322	406	498	626
应收及预付	3,183	3,012	4,053	3,734	4,353	折旧摊销	57	64	67	72	78
存货	313	177	318	380	431	营运资金变动	-877	462	-1,156	380	-569
其他流动资产	56	48	67	76	83	其它	29	29	176	212	190
非流动资产	808	763	790	812	821	投资活动现金流	-150	-44	-86	-88	-80
长期股权投资	2	0	0	0	0	资本支出	-60	-66	-86	-88	-80
固定资产	477	472	484	491	487	投资变动	-90	21	0	0	0
在建工程	20	24	32	41	48	其他	1	1	0	0	0
无形资产	114	111	118	125	130	筹资活动现金流	1,151	-832	455	-972	-144
其他长期资产	196	155	155	155	155	银行借款	1,040	-395	653	-781	8
资产总计	4,967	4,649	5,740	5,617	6,402	股权融资	459	2	0	0	0
流动负债	2,398	1,930	2,615	1,993	2,153	其他	-347	-438	-197	-191	-152
短期借款	1,918	1,079	1,732	951	960	现金净增加额	454	1	-138	103	100
应付及预收	198	402	442	518	584	期初现金余额	138	592	649	511	614
其他流动负债	281	448	440	524	610	期末现金余额	592	593	511	614	714
非流动负债	781	1,287	1,287	1,287	1,287						
长期借款	141	569	569	569	569						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	640	718	718	718	718						
负债合计	3,179	3,217	3,901	3,280	3,440						
股本	839	839	839	839	839						
资本公积	68	0	0	0	0						
留存收益	873	578	979	1,468	2,084						
归属母公司股东权益	1,780	1,417	1,817	2,307	2,923						
少数股东权益	7	15	21	29	39						
负债和股东权益	4,967	4,649	5,740	5,617	6,402						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,338	3,136	3,272	3,938	4,589
营业成本	1,307	2,130	2,325	2,773	3,229
营业税金及附加	19	31	33	39	46
销售费用	14	64	69	87	98
管理费用	114	199	196	240	280
研发费用	0	1	1	1	1
财务费用	115	142	195	189	150
资产减值损失	533	218	-15	28	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	0	0	0
营业利润	258	393	493	606	765
营业外收支	7	8	7	7	7
利润总额	264	401	500	613	772
所得税	44	79	94	115	146
净利润	220	322	406	498	626
少数股东损益	3	6	6	8	10
归属母公司净利润	218	316	400	490	616
EBITDA	941	775	716	870	1,012
EPS (元)	0.16	0.23	0.29	0.35	0.44

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	60.0%	34.1%	4.4%	20.4%	16.5%
营业利润增长	56.7%	52.6%	25.4%	22.8%	26.2%
归母净利润增长	55.2%	45.3%	26.6%	22.4%	25.7%
获利能力					
毛利率	44.1%	32.1%	29.0%	29.6%	29.6%
净利率	9.4%	10.3%	12.4%	12.6%	13.6%
ROE	12.2%	22.3%	22.0%	21.2%	21.1%
ROIC	22.5%	23.2%	14.4%	19.8%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	64.0%	69.2%	68.0%	58.4%	53.7%
净负债比率	42.7%	36.2%	40.7%	27.7%	24.4%
流动比率	1.73	2.01	1.89	2.41	2.59
速动比率	1.57	1.86	1.71	2.13	2.30
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.65	0.63	0.69	0.76
应收账款周转率	0.95	1.05	0.84	1.11	1.11
存货周转率	3.09	8.69	7.30	7.30	7.50
每股指标 (元)					
每股收益	0.16	0.23	0.29	0.35	0.44
每股经营现金流	-0.65	1.04	-0.60	1.39	0.39
每股净资产	1.28	1.02	1.31	1.66	2.10
估值比率					
P/E	41.48	17.97	18.39	15.02	11.95
P/B	5.07	4.01	4.05	3.19	2.52
EV/EBITDA	11.20	8.67	12.84	9.54	8.11

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，带领团队荣获2019年新财富环保行业第一名。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。