

投资评级 优于大市 维持

多维度产业链布局，再生资源龙头可期

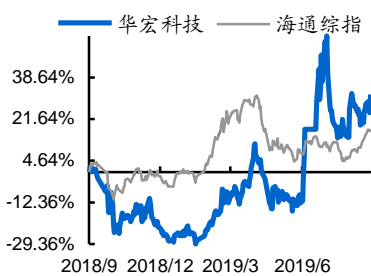
股票数据

09月16日收盘价(元)	9.83
52周股价波动(元)	6.47-12.46
总股本/流通A股(百万股)	463/396
总市值/流通市值(百万元)	4550/3888

相关研究

《汽车拆解迎变革，设备龙头将崛起》
2019.05.10

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.0	-14.7	49.6
相对涨幅(%)	-2.6	-18.7	41.3

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

联系人:傅逸帆

Tel:(021)23154398

Email:fyf11758@htsec.com

投资要点:

- 9770万元购置土地，深度布局汽车拆解。**9月12日，公司公告全资子公司中物博拍得北京工业用地4.4万m²，成交价为9770万元，将用于生产经营。我们认为，加上收购中物博的3000万元，公司累计投入1.3亿元布局汽车拆解下游，18年底北京市汽车保有量608万辆，对应报废量较大，仅有8家报废企业，土地购置完成后，中物博已满足2万m²的土地要求，考虑公司设备优势和行业政策利好，量价齐升可期，业绩有望迎来显著改善。
- 收购鑫泰科技，增资迁安聚力，持续加码再生资源布局。**1、**收购稀土废料回收龙头：**7月，公司拟以7.8-8.4亿元收购鑫泰科技100%股权，鑫泰科技在稀土废料的综合利用市场占有率约20%，生产工艺行业领先，主要通过钕铁硼废料、荧光粉废料生产高纯稀土氧化物，产品被广泛引用于新能源汽车、风电、变频电器、医疗器械等科技领域。目前，鑫泰科技拥有5000吨钕铁硼废料、1000吨荧光粉废料综合利用生产资质，其子公司金诚新材拥有4800吨钕铁硼废料综合利用资质（2019年初投入试生产），19H1年归母净利润0.4亿元，同比+187%，考虑19年新增产能约1倍，且稀土价格上涨，因此，我们认为其19年归母净利润或有望达0.8亿元。2、**加码京津冀布局：**8月8日，公司公告增资3000万元，获得迁安聚力60%的股权。
- 报废汽车拆解政策利好+垃圾分类升温，再生资源关注度提升。**1、2019年5月6日，李克强总理签署国务院令，公布《报废机动车回收管理办法》，6月1日起施行。我们认为影响：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。**目前我国汽车拆解市场仅有167万辆，金额66亿的规模，按照目前我国保有汽车2.4亿辆和时间推算年报废汽车可达1000万辆，汽车拆解市场规模有望达1100亿元（其中“五大总成”700亿元），下游潜在成长空间约16倍。2、**据新华社，6月习主席对垃圾分类作出重要指示，随后46城进入强制垃圾分类“快车道”，**我们认为公司未来有望显著受益行业成长。公司19H1归母净利润1.06亿元，同比+31%，延续较快增长态势。
- 估值与建议。**我们预计公司19-21年EPS分为0.45/0.63/0.88元，对应19年PE22倍，19年工业机械行业PE中值24倍，均值29倍，PB中值2.8倍，其他专用设备行业19PE中位数26倍，均值34倍，PB中值3.0倍。作为汽车拆解行业龙头，面临行业放开市场准入的极优的行业契机，我们认为，未来几年市场空间或将极大增长，公司的盈利增速或将大幅高于机械行业增速，给予公司19年24-26倍PE，对应合理价值区间10.8-11.7元，19H1BPS为4.06元，给予公司2.8-3.0倍PB，对应合理价值区间11.37-12.18元。综合考虑，公司合理价值区间为10.8-12.18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。**

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1300	1916	2509	3387	4696
(+/-)YoY(%)	29.3%	47.4%	30.9%	35.0%	38.6%
净利润(百万元)	124	157	206	293	409
(+/-)YoY(%)	96.6%	26.8%	31.4%	41.8%	39.9%
全面摊薄EPS(元)	0.27	0.34	0.45	0.63	0.88
毛利率(%)	23.0%	20.6%	20.5%	21.6%	22.1%
净资产收益率(%)	7.4%	8.7%	9.9%	12.3%	14.7%

资料来源:公司年报(2017-2018),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

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	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E	2019H1	2019H1
002009	天奇股份	32	0.22	0.59	0.74	39	15	12	5.6	1.7
	工业机械行业中位数	36				30	24	19		2.8
	其他专用设备行业中位数	29				39	26	22		3.0
002645	华宏科技	46	0.39	0.45	0.63	25	22	16	4.1	2.4

注：收盘价为 2019 年 9 月 16 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	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1916	2509	3387	4696
每股收益	0.34	0.45	0.63	0.88	营业成本	1522	1995	2654	3657
每股净资产	3.92	4.51	5.14	6.02	毛利率%	20.6%	20.5%	21.6%	22.1%
每股经营现金流	0.10	0.64	0.63	0.83	营业税金及附加	13	17	22	31
每股股利	0.00	0.09	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	80	104	141	195
P/E	20.98	22.05	15.55	11.12	营业费用率%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
P/B	1.82	2.18	1.91	1.63	管理费用	81	106	143	198
P/S	1.83	1.81	1.34	0.97	管理费用率%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
EV/EBITDA	11.23	16.04	10.45	6.90	EBIT	152	197	306	445
股息率%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	财务费用	-7	-9	-13	-18
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
毛利率	20.6%	20.5%	21.6%	22.1%	资产减值损失	6	0	10	15
净利润率	8.2%	8.2%	8.6%	8.7%	投资收益	5	5	5	5
净资产收益率	8.7%	9.9%	12.3%	14.7%	营业利润	187	246	350	489
资产回报率	6.2%	7.1%	8.4%	9.5%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	8.6%	11.0%	15.9%	21.3%	利润总额	188	247	350	490
盈利增长 (%)					EBITDA	197	248	362	508
营业收入增长率	47.4%	30.9%	35.0%	38.6%	所得税	28	37	52	73
EBIT 增长率	21.3%	29.3%	55.1%	45.7%	有效所得税率%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润增长率	26.8%	31.4%	41.8%	39.9%	少数股东损益	3	4	6	8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	157	206	293	409
资产负债率	28.2%	27.9%	31.0%	34.5%					
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.0	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.0	1.3	1.2	1.2	货币资金	338	579	764	1043
现金比率	0.5	0.7	0.7	0.7	应收账款及应收票据	247	272	367	509
经营效率指标					存货	592	613	816	1124
应收账款周转天数	39.5	39.5	39.5	39.5	其它流动资产	205	226	256	300
存货周转天数	112.2	112.2	112.2	112.2	流动资产合计	1382	1690	2202	2976
总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.2	长期股权投资	18	18	18	18
固定资产周转率	4.9	5.4	6.5	8.1	固定资产	428	494	554	608
					在建工程	10	9	7	6
					无形资产	76	72	68	63
					非流动资产合计	1170	1230	1285	1333
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	2552	2920	3487	4309
净利润	157	206	293	409	短期借款	15	0	0	0
少数股东损益	3	4	6	8	应付票据及应付账款	409	432	575	792
非现金支出	50	50	66	77	预收账款	221	290	391	542
非经营收益	-5	-5	-5	-5	其它流动负债	55	72	96	133
营运资金变动	-159	42	-68	-104	流动负债合计	700	793	1062	1467
经营活动现金流	46	298	291	385	长期借款	0	0	0	0
资产	-80	-110	-110	-110	其它长期负债	20	20	20	20
投资	-38	0	0	0	非流动负债合计	20	20	20	20
其他	-5	5	5	5	负债总计	720	813	1082	1487
投资活动现金流	-123	-106	-106	-106	实收资本	356	463	463	463
债权募资	0	-15	0	0	普通股股东权益	1816	2086	2379	2788
股权募资	0	107	0	0	少数股东权益	17	21	26	34
其他	-18	-43	0	0	负债和所有者权益合计	2552	2920	3487	4309
融资活动现金流	-18	49	0	0					
现金净流量	-94	240	185	279					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 16 日

资料来源: 公司年报 (2018), 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
张磊 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： 中闽能源,山西焦化,首钢资源,冀中能源,国投电力,华电国际,开滦股份,潞安环能,瀚蓝环境,深圳燃气,高能环境,华能国际,中国神华,华宏科技,露天煤业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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;	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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。	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。