

经营现金流显著改善, 龙头优势固化未来份额提升
买入 (维持)

2019年04月17日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,136	3,450	3,898	4,405
同比 (%)	34.1%	10.0%	13.0%	13.0%
归母净利润 (百万元)	316	393	470	565
同比 (%)	45.3%	24.2%	19.7%	20.3%
每股收益 (元/股)	0.23	0.28	0.34	0.41
P/E (倍)	30.22	24.33	20.33	16.90

股价走势



投资要点

- **事件:** 2018 年全年公司实现营业收入 31.36 亿元, 同比增长 14.61%; 归母净利润 3.16 亿元, 同比增长 31.58% (调整后同比口径), 扣除中再环服后公司原有业务实现归母净利润 2.67 亿元, 同比增长 22.49%; 扣非归母净利润为 2.72 亿元, 同比增长 28.39%; 加权平均 ROE 同比提高 1.42 个百分点至 17.11%。
- **拓展工业固废处置板块, 营收业绩增长。**分板块来看, 1) 废电回收及拆解处理板块实现营收 23.33 亿元, 同比减少 0.22%, 面对废电处理基金补贴标准结构调整, 公司及时优化处理品种结构确保主营业务稳定经营; 2) 工业固废处置板块实现营收 8.03 亿元, 同比增长 101.66%。报告期内公司继续聚焦废电回收拆解处理主业, 收购中再环服拓展业务至环境服务领域, 系公司经营业绩大幅增长的主要原因。加权平均 ROE 同比提高 1.42 个百分点至 17.11%。
- **废电回收处理板块实际毛利率提升。**2018 年公司总体毛利率为 32.09%, 较去年同期减少 8.49 个百分点。其中, 废电回收处理板块实际毛利率 27.62%, 同比提升 6.35 个百分点; 工业固废处置板块毛利率减少 2.26 个百分点至 17.69%。
- **期间费用率总体增长。**期间费用同比增长 38.44% 至 4.06 亿元, 期间费用率上升 2.23 个百分点至 12.95%。其中, 销售、管理 (加回研发费用)、财务费用同比分别增加 44.37%、增加 49.02%、增加 23.74% 至 0.64 亿元、2 亿元、1.42 亿元; 费用率分别上升 0.42、上升 1.47、上升 0.33 个百分点至 2.05%、6.37%、4.52%。
- **补贴发放加快, 经营性现金流改善显著。**2018 年公司经营性现金流净额 8.76 亿元, 同比增长 260.16%, 高于归母净利润 31.58% 的增速。投资活动现金流净额同比增长 70.73% 至 -0.44 亿元。筹资活动现金流净额同比减少 172.24% 至 -8.32 亿元。
- **落后产能出清, 龙头份额提升。**废电拆解行业面对补贴发放缓慢+环保政策趋严两重挑战, 部分渠道、环保、资金实力较弱的企业面临出清。公司实际毛利率高于同行 14pct 以上, 龙头护城河固化。公司当前产能负荷率 58%。补贴标准调整发放加快趋势中, 公司凭借资金、渠道、资金三大核心竞争力, 成本优势明显, 市场份额提升弹性大。
- **大股东实力雄厚, 经营者持股提升效率。**收购同一控制企业中再环服布局 to b 端, 公司凭借渠道、拆解产能优势快速周转, 该业务 roe 达到 36.79%, 18 年实现净利润 4961.41 万元, 超承诺业绩 6%。to b 端园区回收业务格局分散, 龙头有望快速整合, 公司承诺业绩年化增速 36%。2018 年 2 月大股东经营者持股计划已经供销总社批复同意, 体外资产 2017 年 6 倍于上市公司营收, 净利率 1.2% 提升空间显著。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.28、0.34、0.41, 对应 PE 为 24、20、17 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能利用率提升不达预期, 补贴基金拖欠风险, 政策落地不达预期, 行业竞争加剧

市场数据

收盘价(元)	6.88
一年最低/最高价	3.96/7.03
市净率(倍)	6.74
流通 A 股市值(百万元)	9074.11

基础数据

每股净资产(元)	1.02
资产负债率(%)	69.19
总股本(百万股)	1388.66
流通 A 股(百万股)	1318.91

相关研究

1、《中再资环 (600217): 再生资源龙头份额提升, 行业与公司潜力被低估》2019-03-28

事件：

2018 年全年公司实现营业收入 31.36 亿元，同比增长 14.61%；归母净利润 3.16 亿元，同比增长 31.58%（调整后同比口径），扣除中再环服后公司原有业务实现归母净利润 2.67 亿元，同比增长 22.49%；扣非归母净利润为 2.72 亿元，同比增长 28.39%；加权平均 ROE 同比提高 1.42 个百分点至 17.11%。

点评：

1. 拓展工业固废处置板块，营收业绩增长

拓展工业固废处置板块，营收大幅增长。2018 年全年公司实现营业收入 31.36 亿元，同比增长 14.61%；归母净利润 3.16 亿元，同比增长 31.58%；分板块来看，1) 废电回收及拆解处理板块实现营收 23.33 亿元，同比减少 0.22%。处理废电获取相应基金补贴是废电拆解板块重要收入来源，面对废电处理基金补贴标准结构调整，公司及时优化处理品种结构确保主营业务稳定经营；2) 工业固废处置板块实现营收 8.03 亿元，同比增长 101.66%。报告期内，公司继续聚焦废电回收拆解处理主业，收购中再环服拓展业务至环境服务领域，系公司经营业绩大幅增长的主要原因。

废电回收处理板块实际毛利率提升。2018 年公司总体毛利率为 32.09%，较去年同期减少 8.49 个百分点。其中，废电回收处理板块毛利率减少 7.05 个百分点至 37.05%。据公司的会计记账方式，毛利减存货跌价损失才是公司实际毛利更准确的反映，经过计算还原可得 2018 年废电回收处理板块实际毛利率为 27.62%，同比提升 6.35 个百分点；工业固废处置板块毛利率减少 2.26 个百分点至 17.69%。

期间费用率总体增长，管理（加回研发）费用增长较快。2018 年公司期间费用同比增长 38.44%至 4.06 亿元，期间费用率上升 2.23 个百分点至 12.95%。其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用同比分别增加 44.37%、增加 49.02%、增加 23.74%至 0.64 亿元、2 亿元、1.42 亿元；费用率分别上升 0.42、上升 1.47、上升 0.33 个百分点至 2.05%、6.37%、4.52%。其中销售费用增长主要系销售运营场所租金增加，劳务费用增加；管理费用增长系员工及其薪酬总额增加；财务费用的增长主要原因是公司融资规模的扩大。

2. 融资结构优化，运营效率提升

资产负债率增加，长期借款增加较快。2018 年公司资产负债率为 69.19%，同比提高 4.21 个百分点。长期借款同比增长 303.55%，主要系报告期内公司为进一步优化融资结构，长期融资增加。

存货/应收账款周转天数减少，缩短净营业周期。2018 年公司存货周转天数减少 73 天至 40 天，应收账款周转天数减少 30 天至 340 天，应付账款周转天数减少 22 天至 23 天，使得净营业周期缩短 81 天至 357 天。

ROE 提升，主要系存货周转加快及资产负债率上升。2018 年公司加权平均 ROE 17.11%，同比提高 1.42 个百分点。主要表现为报告期内净利率上升（同比上升 0.85 个百分点）、存货周转速度加快（同比下降 73 天）、资产负债率上升（同比提高 4.21 个百分点）。

3. 废电处理基金补贴发放加快，经营性现金流改善显著

经营性现金流净额增长高于业绩增速，投资活动现金流净额因企业购并下降。1) 2018 年公司经营性现金流净额 8.76 亿元，同比增长 260.16%，高于归母净利润 31.58% 的增速，主要原因是废电处理基金补贴发放速度加快，公司销售商品、提供劳务收到的现金增加，经营现金流改善显著。2) 投资活动现金流净额同比增长 70.73% 至 -0.44 亿元，主要系报告期间公司对外投资活动减少所致。3) 筹资活动现金流净额同比减少 172.24% 至 -8.32 亿元，主要是本期发生同一控制下，中再环服企业购并所致。经营活动现金流及投资活动现金流的大幅增加，显著改善了公司以往流动资金紧张局面。

4. 落后产能出清，龙头份额提升

补贴放缓+环保政策趋严，落后产能出清。“史上最严”的《环保法》于 2015 年 1 月 1 日起正式施行。随着《环保法》配套政策的出台和落实，废电拆解行业小而散的不正规拆解作坊的生存空间越来越窄。同时废电产品处理基金补贴发放速度缓慢，补贴的放缓及兑付周期的延长使废电拆解企业的资金流动性吃紧，部分渠道，环保，资金实力较弱的企业面临出清，让出市场份额。

表 1：公司固废项目运营情况

项目名称	地点	固废类型	总投资额 (万元)	设计产能 (万台)	产能利用率 (%)	投产时间	项目状态
山东中绿废弃电器电子综合利用项目	山东临沂	废电	7,757	280	68	2007 年 7 月	完工
洛阳废弃电器电子产品综合处理项目	河南洛阳	废电	7,321	460	43	2010 年 7 月	完工
绥化废弃电器电子产品综合利用项目	黑龙江绥化	废电	10,268	335	43	2011 年 1 月	完工
蕲春鑫丰废弃电器电子产品综合利用项目	湖北蕲春	废电	4,077	104	94	2011 年 1 月	完工
四川中再生废弃电器电子产品回收处理中心项目	四川内江	废电	9,486	185	90	2011 年 3 月	完工
浙江蓝天旧家电回收处理拆解生产线项目	浙江衢州	废电	19,518	200	65	2011 年 9 月	完工
江西废弃电器电子产品回收处理	江西南昌	废电	12,885	540	41	2012 年 8 月	完工

中心项目							
唐山中再生废弃电器电子产品综合利用项目	河北唐山	废电	15,000	280	63	2014年2月	完工
广东华清废弃电器电子产品综合利用项目	广东清远	废电	2,032	300	70	2014年3月	完工
云南巨路废旧家电拆解生产线建设项目	云南昆明	废电	10,000	120	70	2015年2月	完工

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三大优势助力龙头盈利能力&份额提升。公司现拥有 10 家废电拆解子公司，产能 2804 万台，同比增加 3.32%，产能利用率 58%。公司三大核心优势：1) 资质：行业目前共有 5 批 109 家企业获得废电拆解资质，且现有备案企业数不再增加，存量企业具有资质优势。2) 渠道：公司现有产能 2804 万台，合规拆解规模遥遥领先，并依托大股东中再生强大的渠道网络，渠道优势得天独厚。3) 资金：公司实控人为中华全国供销总社，拥有 AAA 级信用评级。11.6 亿元资产证券化规模行业领先，盘活存量资产，具备显著资金优势。**2018 年公司实际毛利率高于同行 14pct 以上，龙头护城河固化。补贴标准调整发放加快趋势中，公司凭借资金、渠道、资金三大核心竞争力，成本优势明显，市场份额提升弹性大。**

收购中再环服，实现业务多元化。中再环服主要开展 B2B 形式的产业园区一般固废处置业务。本次收购中再环服，有助于公司在原有废弃电器电子产品拆解业务基础上，增添新的业务板块，实现上市公司业务多元化，并且使上市公司再生资源回收业务从消费端扩展至生产端。公司业绩承诺 2018 年、2019 年和 2020 年实现归母净利润分别不低于 4,662 万元、7,055 万元和 8,576 万元，18-20 年实现的净利润之和不低于 20,293 万元，业绩年化增速 36%。18 年中再环服 ROE 36.79%，归母净利润 4961.41 万元，超承诺业绩 6%。**中再环服通过直接贴近产品生产企业，开展一体化产业园区固废处置业务，该业务将为公司未来发展带来新的增长动力。**

混改启动，集团经营能力提升可期。2018 年 2 月大股东经营者持股计划已经供销总社批复同意。2017 年中再生实现营业收入 150 亿元（6.4 倍于中再资环 17 年营收），净利润 1.78 亿元，净利率约为 1.19%，尚有广阔的提升空间。经营者持股计划推行后，期待混改红利下集团盈利能力快速增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.28、0.34、0.41，对应 PE 为 24、20、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能利用率提升不达预期，补贴基金拖欠风险，政策落地不达预期，行业竞争加剧

中再资环三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,886	4,102	4,752	5,168	营业收入	3,136	3,450	3,898	4,405
现金	649	61	582	82	减:营业成本	2,130	1,866	2,105	2,335
应收账款	2,870	3,644	3,717	4,601	营业税金及附加	31	19	25	33
存货	177	235	230	285	营业费用	64	37	49	64
其他流动资产	190	162	223	199	管理费用	199	193	223	255
非流动资产	763	896	947	1,032	财务费用	142	124	128	139
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	218	721	791	881
固定资产	472	625	705	794	加:投资净收益	2	5	6	3
在建工程	24	38	47	55	其他收益	0	0	0	0
无形资产	111	79	42	30	营业利润	393	494	583	702
其他非流动资产	155	154	153	152	加:营业外净收支	8	9	8	8
资产总计	4,649	4,998	5,699	6,200	利润总额	401	503	591	709
流动负债	1,930	1,827	2,120	1,976	减:所得税费用	79	97	109	132
短期借款	1,079	1,079	1,079	1,079	少数股东损益	6	13	12	13
应付账款	116	121	146	150	归属母公司净利润	316	393	470	565
其他流动负债	734	627	894	747	EBIT	485	574	663	781
非流动负债	1,287	1,333	1,259	1,325	EBITDA	549	632	737	870
长期借款	569	615	541	608					
其他非流动负债	718	718	718	718	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3,217	3,160	3,379	3,302	每股收益(元)	0.23	0.28	0.34	0.41
少数股东权益	15	28	40	53	每股净资产(元)	1.02	1.30	1.64	2.05
归属母公司股东权益	1,417	1,810	2,280	2,845	发行在外股份(百万股)	1389	1389	1389	1389
负债和股东权益	4,649	4,998	5,699	6,200	ROIC(%)	10.2%	10.6%	11.3%	11.6%
					ROE(%)	22.5%	22.1%	20.8%	19.9%
					毛利率(%)	32.1%	45.9%	46.0%	47.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	10.1%	11.4%	12.1%	12.8%
经营活动现金流	876	-443	822	-317	资产负债率(%)	69.2%	63.2%	59.3%	53.3%
投资活动现金流	-44	-185	-119	-170	收入增长率(%)	34.1%	10.0%	13.0%	13.0%
筹资活动现金流	-832	40	-182	-13	净利润增长率(%)	45.3%	24.2%	19.7%	20.3%
现金净增加额	1	-588	521	-500	P/E	30.22	24.33	20.33	16.90
折旧和摊销	64	57	74	89	P/B	6.74	5.28	4.19	3.36
资本开支	67	133	51	84	EV/EBITDA	20.61	19.12	15.62	13.97
营运资本变动	462	-1,025	144	-1,120					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

