

中再资环 (600217)

20Q2 业绩增速环比提升 52.91pct, 治理结构逐步改善经营能力提升可期

买入 (维持)

2020年08月30日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

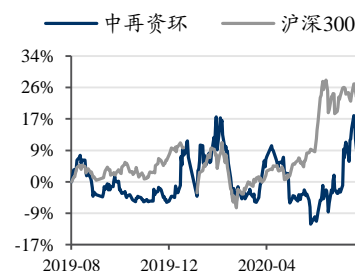
yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,272	3,549	4,208	4,839
同比 (%)	4.3%	8.5%	18.6%	15.0%
归母净利润 (百万元)	402	445	516	593
同比 (%)	27.1%	10.9%	15.9%	14.8%
每股收益 (元/股)	0.29	0.32	0.37	0.43
P/E (倍)	19.59	17.67	15.25	13.28

投资要点

- **事件:** 2020年上半年公司实现营业收入13.18亿元,同比减少15.74%;归母净利润1.64亿元,同比减少24.38%;扣非归母净利润1.63亿元,同比减少24.33%;加权平均ROE同比降低5.58pct,至8.72%。
- **受疫情及大宗商品价格影响, 2020H1 归母净利润同比减少 24.38%。** 20H1 营收13.18亿元,同减15.74%;归母净利润1.64亿元,同减24.38%,综合毛利率同增3.44pct至36.41%。其中,20H1 废电拆解营收10.44亿元,同减12.31%;工业固废营收2.7亿元,同减27.71%,净利润2743.34万元,同增2.03%,完成年度业绩承诺的31.99%。
- **2020Q2 业绩增速环比 Q1 提升 52.91pct, 单季度业绩改善明显。** 20年Q2 单季度归母净利润1.26亿元,增速环比Q1 归母净利润增速-56.18%提升52.91pct至-3.27%,单季度业绩改善显著,公司当前整体运营已恢复至疫情前水平,下半年业绩有望加速回暖。
- **2020H1 经营活动现金流净额同比减少 129.05%至-0.43 亿元。** 投资活动现金流净额-0.46亿元,同比减少58.77%;筹资活动现金流净额2.51亿元,同增619.08%。
- **拟发行 6 亿元废电补贴应收账款资产证券化, 助于优化资产结构。** 公司拟发行资产支持证券规模不超过6亿元,预计存续期限不超过36个月,其中前24个月为循环期,后12个月为摊还期。资产证券化若顺利发行将有助于公司优化资产结构,提升应收账款周转效率,补充营运资金。
- **治理结构逐步改善, 集团经营能力提升可期。** 19年从事再生资源的大股东中再生&中再生资源营收规模6倍于上市公司,随着集团管理层治理结构逐步理顺,后续有望推动激励机制推行及优质资产整合。
- **三大优势助力龙头盈利能力&份额提升。** (1) **资质:** 现有10家废电拆解子公司,资质占比近10%。(2) **渠道:** 依托大股东中再生渠道优势得天独厚: **a. 优化产品结构。** 高附加值白电拆解比例从13年4.5%升至19年30.78%,16-19年三年间白电拆解比例提升幅度同业最大,达24.06%。**b. 渠道优势带来议价能力提升。** 19年公司实际单台毛利达40.63元/台,较16年补贴标准调整后增长了58.45%。19年公司扣除存货跌价损失后的实际利润率仍高于同行约7%。(3) **资金:** 公司实控人供销总社拥有AAA级信用评级。**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。**
- **盈利预测:** 我们预计公司2020-2022年的EPS分别为0.32/0.37/0.43元,对应PE分别为18/15/13倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能利用率提升不达预期,补贴基金发放不达预期,政策落地不达预期,行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.67
一年最低/最高价	4.64/6.61
市净率(倍)	4.01
流通 A 股市值(百万元)	7873.70

基础数据

每股净资产(元)	1.41
资产负债率(%)	67.63
总股本(百万股)	1388.66
流通 A 股(百万股)	1388.66

相关研究

- 1、《中再资环 (600217): 拆解及销售力度加大营收增长, ROE 大幅提升》2020-04-26
- 2、《中再资环 (600217): 经营业绩大幅增长, 营运效率提升》2019-11-01
- 3、《中再资环 (600217): 内生增长良好, 货源优势带来盈利质量提升》2019-08-25

事件:

2020 年上半年公司实现营业收入 13.18 亿元, 同比减少 15.74%; 归母净利润 1.64 亿元, 同比减少 24.38%; 扣非归母净利润 1.63 亿元, 同比减少 24.33%; 加权平均 ROE 同比降低 5.58pct, 至 8.72%。

点评:**1. 整体经营先抑后扬, Q2 单季度业绩增速环比提升 52.91pct**

受疫情及大宗商品价格影响, 2020H1 归母净利润同比减少 24.38%。2020 年上半年公司实现营业收入 13.18 亿元, 同比减少 15.74%; 归母净利润 1.64 亿元, 同比减少 24.38%; 扣非归母净利润 1.63 亿元, 同比减少 24.33%; 加权平均 ROE 同比降低 5.58pct, 至 8.72%。受疫情和相关大宗商品价格波动的影响, 整体经营先抑后扬, 和上年同期相比, 废电拆解处理量和固体废弃物一体化处置量下降, 大宗拆解物销量下降。20H1 公司综合毛利率同比提升 3.44pct 至 36.41%。分业务来看, 1) 20H1 废电拆解业务实现营收 10.44 亿元, 同比下降 12.31%; 2) 工业固废回收处置业务由全资子公司中再环服运营, 20H1 环服公司实现营业收入 2.7 亿元, 同比减少 27.71%, 实现净利润 2743.34 万元, 同比增长 2.03%, 完成年度承诺净利润的 31.99%。

2020Q2 业绩增速环比 Q1 改善显著, 环比提升 52.91pct。2020 年 Q2 单季度实现营业收入 9.29 亿元, 同比增长 4.66%, Q2 单季度营收增速环比 Q1 营收增速-42.48%提升 47.14pct; 实现归母净利润 1.26 亿元, 同比下降 3.27%, Q2 单季度归母净利润增速环比 Q1 归母净利润增速-56.18%提升 52.91pct 改善显著。截止报告期末, 公司整体运营已恢复至疫情前水平, 下半年业绩有望加速回暖。

期间费用率上升 1.8pct 至 13.39%。2020 年上半年公司期间费用同比减少 2.64%至 1.76 亿元, 期间费用率上升 1.8pct 至 13.39%。其中, 销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 14.62%、减少 8.11%、增加 29.67%、减少 5.69%至 0.40 亿元、0.60 亿元、10.50 万元、0.76 亿元; 销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.8pct、上升 0.38pct、保持持平、上升 0.61pct 至 3.04%、4.59%、0.01%、5.76%。

净利率和总资产周转率下降使 ROE 同比下降 5.55pct。2020 年上半年公司净资产收益率同比下降 5.55pct 至 8.72%。对 ROE 采用杜邦分析可得, 2020 年上半年公司销售净利率为 12.47%, 同比下降 1.42pct, 总资产周转率为 0.22 (次), 同比下降 0.1 (次), 权益乘数从 19 年上半年的 3.2 下降至 20 年上半年的 3.14。

2. 资产负债率下降, 净营业周期延长

资产负债率较年初下降,净营业周期延长。2020年上半年公司资产负债率为67.63%,同比上升0.01pct,较年初下降0.5pct。2020年上半年公司应收账款同比增长29.59%至41.28亿元,应收账款周转天数同比增加193.87天至542.17天;存货同比减少6.83%至1.63亿元,存货周转天数同比增加3.54天至33.73天;应付账款同比增长38.8%至1.9亿元,应付账款周转天数同比增加21.38天至43.04天,使净营业周期同比增加176.03天至532.85天。

3. 受疫情和大宗商品影响,经营活动现金流净额减少

2020H1经营活动现金流净额同比减少129.05%至-0.43亿元。1)2020年上半年公司经营活动现金流净额-0.43亿元,同比减少129.05%,主要系公司受疫情及大宗商品价格波动影响,收入下降;2)投资活动现金流净额-0.46亿元,同比减少58.77%,主要系本期支付股权收购款所致;3)筹资活动现金流净额2.51亿元,同比增加619.08%,主要是因为公司融资规模扩大。

4. 三大优势助力龙头份额提升,治理结构改善集团经营能力提升可期

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1:2019年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	产量(万台)	投产时间
广东华清废弃电器电子产品综合利用项目	广东清远	废电	2,458	300	75%	225	2014年3月
山东中绿废弃电器电子产品综合利用项目	山东临沂	废电	8,099	280	76%	213	2007年7月
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	9,487	185	96%	178	2011年3月

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	330	62%	205	2014年2月
洛阳废弃电器电子产品综合处理项目	河南洛阳	废电	10,960	460	47%	216	2010年7月
蕲春鑫丰废弃电器电子产品综合利用项目	湖北蕲春	废电	8,000	208	49%	102	2011年1月
江西废弃电器电子产品回收处理中心项目	江西南昌	废电	15,735	540	44%	238	2012年8月
绥化废弃电器电子产品综合利用项目	黑龙江绥化	废电	10,365	335	50%	168	2011年1月
浙江蓝天旧家电回收处理拆解生产线	浙江衢州	废电	19,518	200	80%	160	2011年9月
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	54%	65	2015年2月
总计			109,622	2,958	59.77%	1,768	

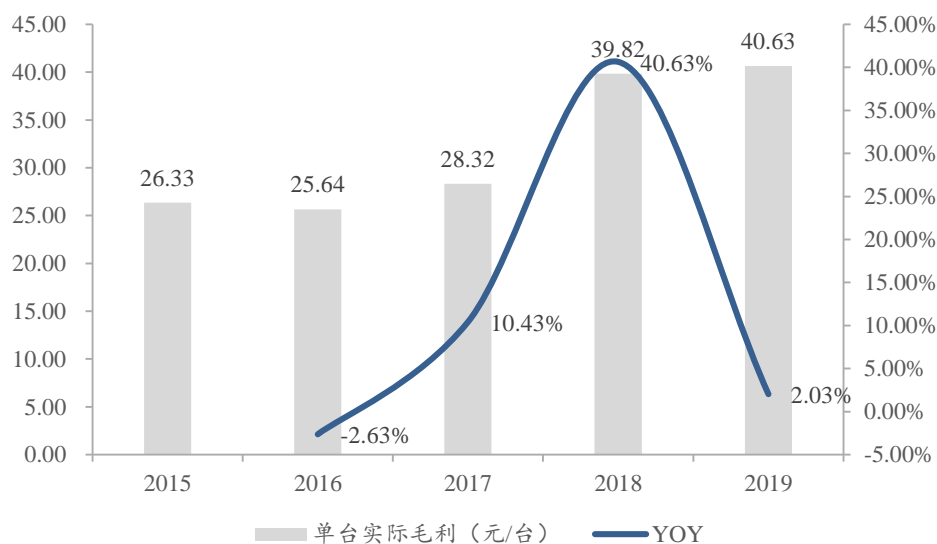
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

明确动态管理机制资金支持力度加大，利好行业龙头份额提升现金流改善。20年5月，国家发改委等七部委联合印发《关于完善废旧家电回收处理体系 推动家电更新消费的实施方案》。方案指出，**1)完善废电回收处理体系，促进废电规范回收处理量大幅增长**，鼓励回收企业建立多元化回收渠道，积极落实企业回收目标，推进规范生产者延伸责任制模式，3年左右基本建成有序、顺畅、高效的废电回收处理体系。**2)鼓励处理企业加强技术改造投入，提升处理产品附加值。**鼓励开展技术升级和设备更新，提升机械化、自动化、智能化水平，重点加强线路板处置、元器件无损化高效处理、稀贵金属提取等无害化、高值化利用技术研发与应用，提高处理产物附加值。**3)优化动态管理机制，促进行业集中度提升。**将研究开展废电处理企业资源环境绩效评价，推动补贴名单动态调整，形成优胜劣汰导向的基金补贴机制。**4)加大资金支持力度，将研究完善基金征收补贴政策，适当调整基金补贴标准，未来有望扩大基金征收补贴范围，调整基金征收标准，落实“以收定支，自我平衡”机制。****5)加强废旧家电监管，加大执法检查力度。**将加强废弃电器回收全程信息化管理，加大对处理企业违规处理、造假骗补、环保不达标等行为的查处力度。

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2958万台，同比增加5.49%；产量1768万台，同比增加9.25%；产能利用率59.77%，同比提升2.06pct。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2958万台，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。渠道优势具体体现在两个方面 **a.优化产品结构，选择高附加值产品。**

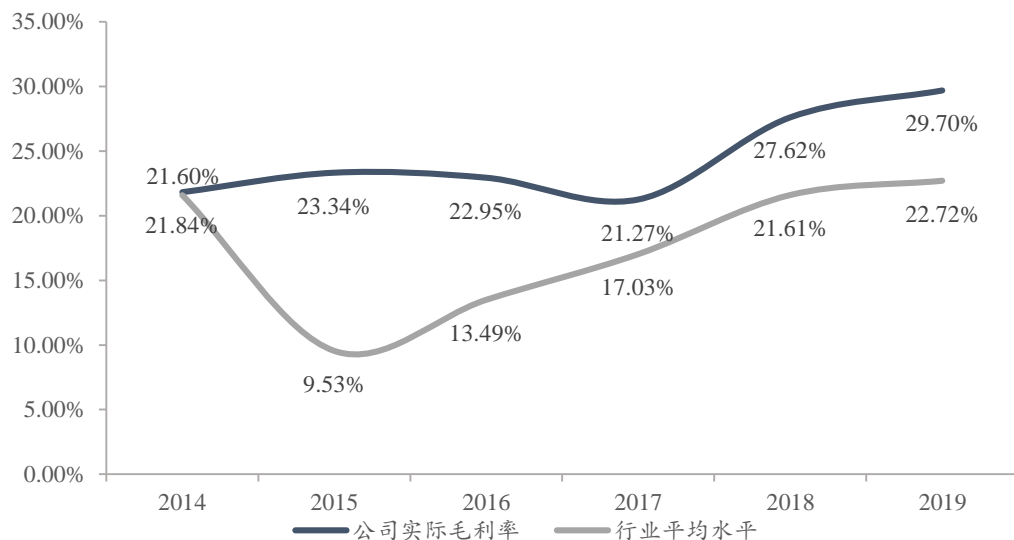
面对补贴标准的变化，中再资环充分利用渠道优势更多拆解高附加值产品，优化产品结构，白电（冰箱/空调/洗衣机）拆解比例从 13 年的 4.5% 提升至 19 年的 30.78%，且 16-19 年三年间白电拆解比例提升幅度在主要竞争对手中最大，达 24.06%。**b.渠道优势带来议价能力提升。**2019 年公司实际单台毛利达 40.63 元/台，同比增加 2.03%，且相对于 2016 年补贴标准调整后的单台实际毛利 25.64 元/台增长了 58.45%，体现出公司产品结构的快速优化和议价能力的提升。同时，公司拆解业务实际毛利率在行业中占优，自 2016 年实际毛利率有所下滑后，又于 2019 回升至 29.70%。**2019 公司扣除存货跌价损失后的利润率仍高于同行约 7%，利润率优势逐步扩大，较 2014 年（高于同行 0.24%）升高 7pct。**（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。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。

图 1：2015-2019 年公司废电拆解业务单台实际毛利变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2014-2019 年公司废电拆解业务实际毛利率与行业平均水平比较



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

拟发行6亿元废电补贴应收账款资产证券化，有望优化公司资产结构。2020年6月公司公告拟通过专项计划发行资产支持证券规模不超过6亿元，预计存续期限不超过36个月，其中前24个月为循环期，后12个月为摊还期。资产支持证券将分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券，其中：1) 优先级资产支持证券：占比95%，每6个月支付固定利息，循环期不还本，摊还期过手摊还本金。2) 次级资产支持证券：占比5%，不评级，由公司直接认购自持，无票面利率，优先级本息支付完毕后，兑付次级本金及收益。本次资产证券化若顺利发行，有助于公司优化资产结构，提升应收账款周转效率，补充公司营运资金。

治理结构逐步改善，集团经营能力提升可期。公司实际控制人为中国供销集团，通过第一大股东中再生和第二大股东中再生资源控股上市公司，公司董事长、原中再生董事长、原中再生资源董事长管爱国于2019年成为中国供销集团副董事长，徐如奎于2019年末及2020年4月分别接任中再生资源及中再生董事长职位，集团治理结构逐步理顺。大股东中再生及中再生资源均从事再生资源业务，是我国最大的专业性再生资源回收利用企业，2019年中再生及中再生资源分别实现营业收入123.78亿元、76.29亿元，合计营收规模是上市公司的6.1倍，随着公司股东结构的逐步完善，后续有望推动激励机制及优质资产整合，集团经营能力提升可期。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2020-2022年的EPS分别为0.32/0.37/0.43元，对应PE分别为18/15/13倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能利用率提升不达预期，补贴基金发放不达预期，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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,881	4,727	5,789	5,968	营业收入	3,272	3,549	4,208	4,839
现金	819	1,728	415	1,713	减:营业成本	2,253	2,311	2,776	3,220
应收账款	3,814	2,638	5,012	3,786	营业税金及附加	26	28	34	41
存货	151	185	219	250	营业费用	82	92	109	126
其他流动资产	98	175	143	219	管理费用	191	208	244	281
非流动资产	846	922	1,084	1,232	财务费用	149	154	168	179
长期股权投资	101	201	302	403	资产减值损失	-132	213	246	262
固定资产	521	517	569	607	加:投资净收益	7	7	4	5
在建工程	13	20	29	37	其他收益	0	0	0	0
无形资产	138	112	113	114	营业利润	493	549	635	734
其他非流动资产	73	71	71	71	加:营业外净收支	7	8	7	8
资产总计	5,727	5,649	6,872	7,200	利润总额	500	557	642	742
流动负债	3,387	2,758	3,481	3,090	减:所得税费用	94	102	118	140
短期借款	1,984	1,984	1,984	1,984	少数股东损益	4	9	8	9
应付账款	211	124	279	189	归属母公司净利润	402	445	516	593
其他流动负债	1,191	649	1,218	917	EBIT	616	658	747	849
非流动负债	515	612	588	705	EBITDA	681	716	811	923
长期借款	317	414	390	507					
其他非流动负债	198	198	198	198	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3,902	3,369	4,069	3,795	每股收益(元)	0.29	0.32	0.37	0.43
少数股东权益	19	28	36	45	每股净资产(元)	1.30	1.62	1.99	2.42
					发行在外股份(百万 股)	1389	1389	1389	1389
归属母公司股东权益	1,806	2,251	2,768	3,360	ROIC(%)	10.9%	10.9%	11.2%	11.1%
负债和股东权益	5,727	5,649	6,872	7,200	ROE(%)	22.2%	19.9%	18.7%	17.7%
					毛利率(%)	31.1%	34.9%	34.0%	33.5%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	12.3%	12.6%	12.3%	12.3%
经营活动现金流	-172	1,284	-920	1,519	资产负债率(%)	68.1%	59.6%	59.2%	52.7%
投资活动现金流	-135	-128	-222	-218	收入增长率(%)	4.3%	8.5%	18.6%	15.0%
筹资活动现金流	357	-247	-172	-3	净利润增长率(%)	27.1%	10.9%	15.9%	14.8%
现金净增加额	50	909	-1,313	1,299	P/E	19.59	17.67	15.25	13.28
折旧和摊销	65	58	64	74	P/B	4.36	3.50	2.84	2.34
资本开支	87	-24	61	48	EV/EBITDA	14.49	12.39	12.55	9.83
营运资本变动	-743	624	-1,672	669					

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>