

深康佳 A (000016)

公司研究/动态报告

环保助力二次腾飞，产业园模式成就多方共赢

——康佳振兴系列报告之一

动态报告/环保与公用事业

2019年9月24日

报告摘要：

● 转型开启二次腾飞之路，大股东华侨城倾力支持

公司系老牌黑电巨头，行业需求不振致彩电业务一度增长乏力，而较低的大股东持股比例也成为影响公司管理层稳定性的重要风险因素。2018年以来公司基本面发生较大转变，一方面大股东华侨城拟全额认购 30 亿定增巩固控制权，举集团之力振兴康佳，另一方面公司制定了“科技+产业+园区”的发展方向，明确了以科技创新为驱动的平台型公司的核心定位，年内环保、新材料、白电等业务多点开花，同时多个产业园项目完成落地。公司后续将通过园区开发打开实业板块的空间，进而强化研发和品牌投入，全力打造科技竞争力和社会影响力，从而实现康佳的二次腾飞。

● 环保：深度布局资源回收利用及水治理，产业园模式成就多方共赢

2018 年公司通过成立合资公司康佳环嘉和收购毅康科技 51% 股权的形式布局资源回收利用及水治理业务，环保板块也将成为公司未来两年盈利增长的重要驱动力。目前资源回收利用市场产值在 8000 亿左右，行业增速有望维持 15%。此前行业一直存在的规模优势难以体现、龙头企业市占率低下的问题，而康佳环嘉兼具央企信用及行业运营经验，未来将通过再生资源产业园建设的形式，吸引当地企业集聚、提升规模效应、开启行业整合，形成政府、康佳环嘉、企业的三方共赢，最终通过投资收益和运营利润增厚公司利润。

● 混改提升运营活力，将推动子公司分拆上市

管理体制方面，公司通过开启高管全球化竞聘、完善激励机制、全面推进混改等手段提升运营效率。资本运作方面，公司旗下公司易平方已列入国企改革“双百行动”名单，混改进程持续加速。同时在打造控股型平台的战略下，公司计划推动旗下已实施混改的子公司在科创板或海外独立上市，后续将受益证监会的分拆上市新政。

● 投资建议

我们预计固废与园区业务将成为公司 2019 年的主要业绩增量，假设定增事项年内能够落地，则预计 2019~2021 年 EPS 为 0.19/0.28/0.39，对应当前股价 PE 23/16/11x。公司当前 PS 仅 0.2x，位于近 10 年内 10% 分位数以下，开启二次转型后未来业绩增长值得期待，维持“推荐”评级。

● 风险提示

1、彩电硬件业务亏损；2、混改进程不及预期；3、产业园建设不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	46,127	64,637	80,290	100,637
增长率(%)	47.7%	40.1%	24.2%	25.3%
归属母公司股东净利润(百万元)	411	610	904	1,249
增长率(%)	-91.9%	48.3%	48.2%	38.2%
每股收益(元)	0.17	0.19	0.28	0.39
PE(现价)	25.4	22.9	15.5	11.2
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

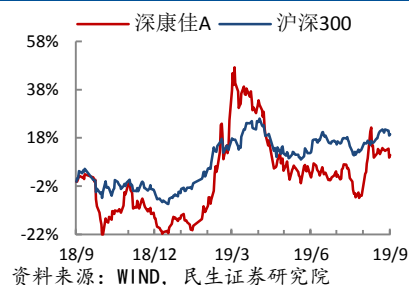
当前价格： 4.34

交易数据

2019-9-23

近 12 个月最高/最低(元)	5.9/3.12
总股本(百万股)	2407.95
流通股本(百万股)	1596.57
流通股比例(%)	66%
总市值(亿元)	104.50
流通市值(亿元)	69.29

该股与沪深 300 走势比较



分析师：黄彤

执业证号： S0100513080003

电话： 021-60876721

邮箱： huangtong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号： S0100118070006

电话： 021-60876723

邮箱： yangrenzhong@mszq.com

相关研究

1、调研简报《混改打造平台型公司，科技+产业+园区开启二次腾飞》20190709

目录

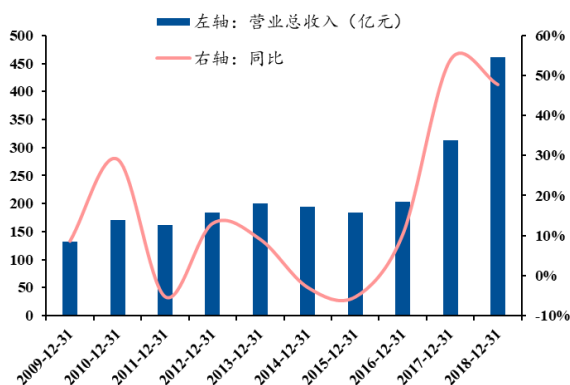
一、混改转型开启二次腾飞之路，环保板块潜力巨大	3
(一) 公司简介：老牌黑电巨头，行业不振致彩电营收增长乏力	3
(二) 二次腾飞：华侨城举集团之力振兴康佳，打造科技创新为驱动的平台型公司	3
(三) 环保板块：重点布局资源回收利用及水治理行业，混改提升运营活力	4
二、再生资源利用：行业产值近万亿，静待强者整合	5
(一) 8000 亿产值的巨大市场，行业发展面临新机遇	5
(二) 行业竞争格局松散，看好集中度提升	6
三、康佳环嘉：整合资源回收利用市场，产业园模式成就多方共赢	7
(一) 废钢回收：5000 亿规模的完全竞争市场，静待强者整合	7
(二) 产业园：体现规模优势的平台，行业整合的绝佳切入点	10
四、毅康科技：环保水务后起之秀，未来有望分拆上市	11
五、盈利预测与投资建议	12
六、风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

一、混改转型开启二次腾飞之路，环保板块潜力巨大

(一) 公司简介：老牌黑电巨头，行业不振致彩电营收增长乏力

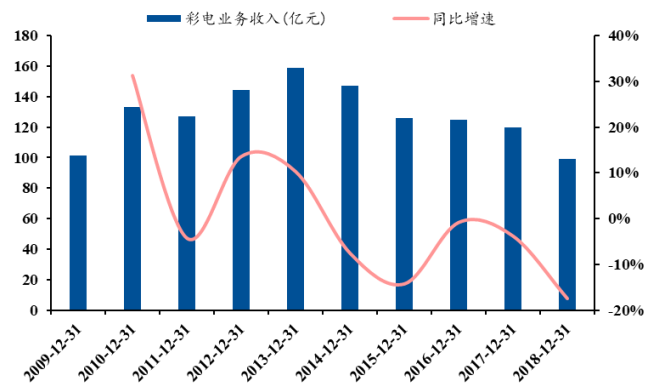
老牌黑电巨头，行业需求不振致彩电业务增长乏力。康佳集团股份有限公司成立于1980年，前身光明华侨，乘黑电行业高速增长之风，于1999年成为深圳首家营收过百亿的企业，与长虹、TCL并称老三大黑电巨头。但其后由于市场竞争激烈，上游及分销端议价权较强，随着电视机行业需求的逐步下滑，公司彩电主营业务始终难以实现突破，2016年前整体营收一直原地踏步。

图1：公司营收规模及同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图2：公司彩电业务营收及同比增速

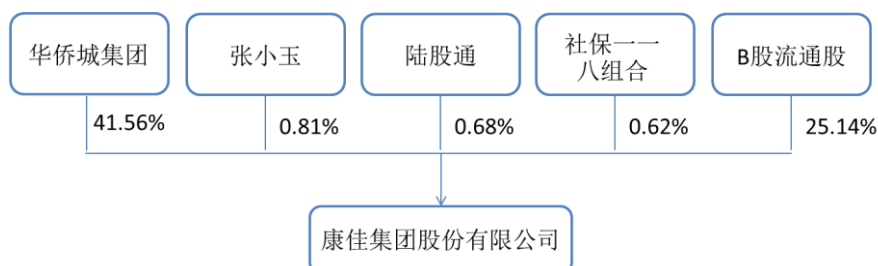


资料来源：WIND，民生证券研究院

(二) 二次腾飞：华侨城举集团之力振兴康佳，打造科技创新为驱动的平台型公司

华侨城全额认购30亿定增巩固控制权，2019年将举集团之力振兴康佳。随着公司高管及董事会人员的逐步稳定，2018年公司制定并推动实施了以转型升级为导向的发展新战略，而公司的二次腾飞也将获得大股东华侨城的鼎力支持。2019年2月的华侨城集团工作会议上，华侨城董事长段先念发表主题为《我们要振兴康佳》的重要讲话，表态2019年华侨城的重点就是“康佳年”，将举全集团之力支持康佳的振兴。3月公司公告总额不超过30亿非公开发行预案，用于偿还债务和补充流动资金，华侨城将全额认购，若能成功实施则华侨城集团持股比例将达40%以上，进一步捆绑双方利益。

图3：定增完成后华侨城将完成对其控股股东地位的巩固



资料来源：公司公告，民生证券研究院

*注：定增价格按 3.8 元/股估算

表 1：目前华侨城已占据董事四席中的三席

姓名	职位	经历
刘凤喜	董事局主席/董事	现任华侨城集团党委常委、副总经理，康佳集团董事局主席兼 CEO。历任康佳集团多媒体事业部市场部总经理、深圳康佳通信科技助理总经理/副总经理、康佳集团营运管理中心总监、集团总裁助理、副总裁、总裁等职务。
何海滨	董事	现任华侨城党委常委、董秘、总会计师，华侨城资本投资管理有限公司董事长。历任华侨城集团财务部主管、集团财务部副总监、深圳华侨城股份有限公司总会计师等。
张靖	董事	现任华侨城集团有限公司战略规划部总经理，康佳集团董事。历任华侨城集团总裁办公室经理，深圳华侨城股份有限公司战略发展部副总监、总监等职务。
周彬	董事	现任康佳集团总裁、董事，历任康佳集团营运管理中心总监助理、副总监、总监，董事局主席助理兼营运管理中心总监等职务。

资料来源：WIND，民生证券研究院

转型国家战略新兴产业，打造科技创新驱动的平台型公司。2018 年公司制定了“科技+产业+园区”的发展方向，明确了以科技创新为驱动的平台型公司的核心定位，2019 年环保、新材料、白电等业务多点开花，同时多个产业园项目完成落地。公司后续将持续以产业发展为核心，通过园区开发打开实业板块的空间，进而强化研发和品牌投入，全力打造科技竞争力和社会影响力，实现康佳的二次腾飞。

华侨城给予公司充分自主权及有力的资金支持。作为华侨城集团并表企业，大股东华侨城希望通过振兴公司这一科技与实业平台，解决华侨城产业体系发展不平衡不协调的问题并提升集团整体实力。除了给予管理层充分的自主权和鼓励改革外，华侨城还通过定增、委贷等方式支持公司融资，2018 年公司对华侨城委托贷款余额近 40 亿，一定程度上降低了公司的融资成本。

（三）环保板块：重点布局资源回收利用及水治理行业，混改提升运营活力

环保板块布局开花结果，子公司康佳环嘉与毅康将成为未来两年主要增长动力。环保板块系公司重点布局的国家战略新兴产业之一，在经历了对万容科技、天源环保等公司的投资摸索期，公司于 2018 年先后完成对山东毅康科技的收购和合资成立了康佳环嘉环保科技有限公司，重点布局水治理与资源回收利用，2018 年板块营收已达 30 亿元，我们认为公司 2020 年环保营收有望超 200 亿，成为公司近两年的主要增长动力。

表 2：公司环保产业收购布局情况

子公司	方式	时间	主营业务
康佳环嘉环保科技	与环嘉集团合资成立	2018.6	废钢铁、废塑料、废纸张、废有色金属再生资源利用及产业园建设
毅康科技	收购 51% 的股权	2018	通过 EPC、PPP 等模式参与城市供水、污水处理、河道综合治理、污泥资源化利用等环保及公共基础设施建设，具备环保水务全过程服务及运营能力
天源环保	收购 20.02% 的股权	2018.1	城市垃圾卫生填埋厂、垃圾焚烧厂、污水处理厂的 BOT、BT 项目投资建设，垃圾渗滤液治理，餐厨垃圾治理、污泥综合治理，环保、环卫设施设备制造
万容科技	收购 8.38% 的股		电子废弃物、报废汽车等再生资源加工及相关设备研发

权

资料来源：WIND，民生证券研究院

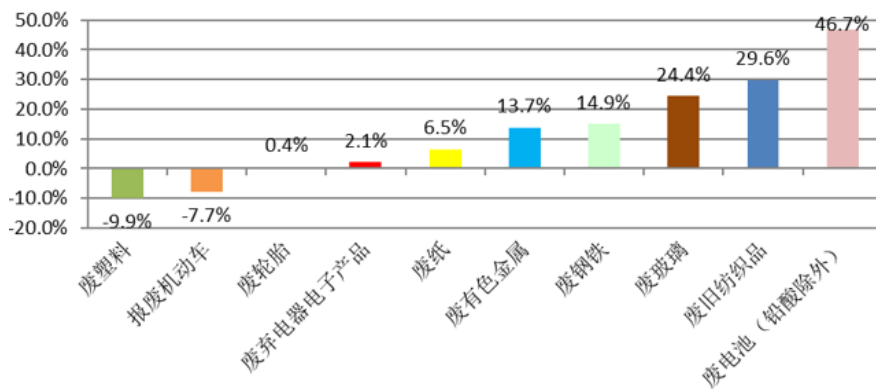
积极推行混改，提升运营活力。在管理体制方面，公司亦产生了较多积极转变 1) 2016 年起高管开始全球化竞聘，提升工作强度；2) 完善激励机制，实行 24 小时审批制；3) 全面推进混改，除 KKTV、易平方引进阿里外，收购的毅康和合资公司环康的持股比例均是 51%，合作方 49%，通过公司提供资金和输出管理的模式给予一定经营自主权的同时充分提升协同效应。

二、再生资源利用：行业产值近万亿，静待强者整合

（一）8000 亿产值的巨大市场，行业发展面临新机遇

回收行业市场产值达 8000 亿，从业企业众多。据商务部统计 2017 年，我国十大品种再生资源（废钢铁、废有色金属、废塑料、废轮胎、废纸、废弃电器电子产品、报废机动车、废旧纺织品、废玻璃、废电池）回收总量为 2.82 亿吨，总值为 7550.7 亿元，目前全国再生资源回收企业数量为 9 万多家，回收行业从业人员约为 1200 万人，并没有明显的龙头公司，行业较为分散，整合存在较大空间。

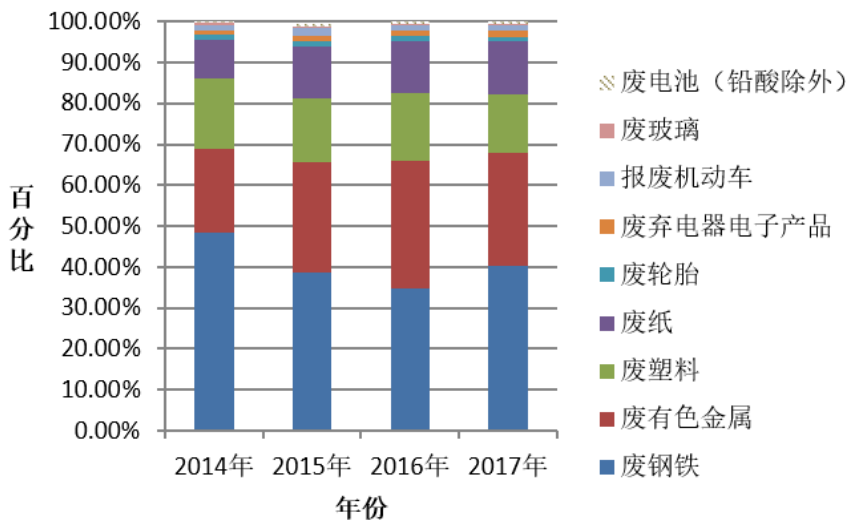
图 4：2017 年主要再生资源品种回收量同比增长情况



资料来源：商务部，民生证券研究院

资源回收比例低下，行业仍有较大发展空间。根据工信部于 2016 年 7 月印发《工业绿色发展规划（2016-2020 年）》，旨在到 2020 年将主要再生资源利用率提升至 70%，假设这一目标能够完成，按照 10%的再生资源增长率测算，未来两年行业增速将达 15%。目前我国的再生资源回收利用率较低，主要品种的回收率甚至低于 60%，一方面离规划有较大差距，另一方面于发达国家 80-90%回收率差距仍然较大。

图 5：2014-2017 年主要再生资源类别回收价值占比图



资料来源：商务部，民生证券研究院

垃圾分类推进两网融合，互联网+模式带来新机遇。《生活垃圾分类制度实施方案》要求到 2020 年底，基本建立垃圾分类相关法律法规和标准体系，形成可复制、可推广的生活垃圾分类模式，在实施生活垃圾强制分类的城市，生活垃圾的回收利用率达到 35%以上。一方面垃圾分类将降低废塑料、废玻璃等回收品的回收成本，提升资源回收比例，另一方面有望促进行业出现新的商业模式，如“互联网+便捷回收设备”实现智能分类回收、“互联网+废纸回收”等新商业模式。

（二）行业竞争格局松散，看好集中度提升

规模优势难以体现、龙头企业市占率低下，未来有望加速整合。目前涉及再生资源利用的主要上市公司有深康佳、葛洲坝、中再资环、格力电器、格林美、启迪环境等，其中康佳、葛洲坝在废钢、废塑料处于行业领先地位，但目前行业领军企业市场占有率不到 10%。再生资源利用行业大多毛利较薄，收货量对价格的敏感性较高，中小从业者偷逃税款现象普遍，同时部分地区环保标准相对宽松，导致大型企业难以体现规模优势，也是导致行业集中度低下的原因。我们认为随着静脉产业园模式的逐步推广，行业有望迎来兼并重组浪潮，集中度将进一步加强。

洋垃圾禁运压缩中小企业生存空间，降低行业整合难度。从 1995 年至 2016 年的 20 年间，中国的“洋垃圾”年进口量从 450 万吨增长到 4328 万吨，增长近十倍。2017 年 7 月 27 日，国务院办公厅发布了《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，要求全面禁止洋垃圾入境，推进固体废物进口管理制度改革，促进国内固体废物无害化、资源化利用。2019 年以来，生态环境部会同海关总署等有关部门继续落实禁止“洋垃圾”进口举措，平稳推进各项改革工作。禁止“洋垃圾”入境虽然会导致进口固废减少，但迫使国内回收企业更为注重行业内的整合，给国内垃圾回收、再生资源行业带来新的发展机遇。

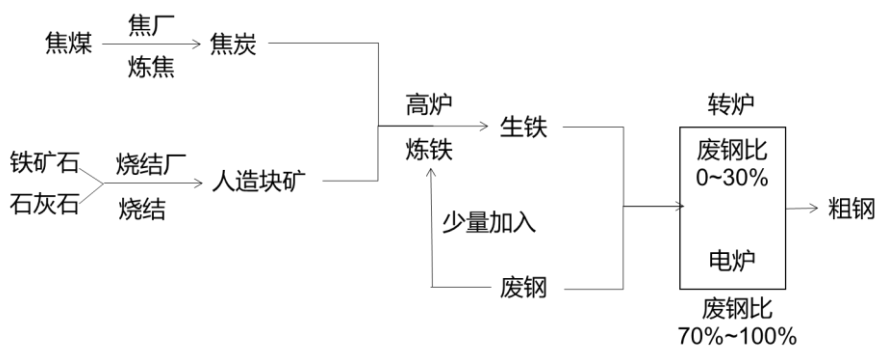
三、康佳环嘉：整合资源回收利用市场，产业园模式成就多方共赢

（一）废钢回收：5000 亿规模的完全竞争市场，静待强者整合

废钢主要用于钢铁冶炼，与铁矿石存在一定替代关系。废钢可添加与高炉炼铁和转炉/电炉炼钢流程，整体来看需求量受钢铁行业景气度主导，最终对应基建、地产、机械等下游需求，和铁矿石互为替代品。具体来看，转炉炼钢中废钢的添加比例可通过加入硅铁、增碳剂等方式提升，但受制于后续连铸流程对温度的要求，一般认为吨钢废钢添加量不会高于 300kg；电弧炉炼钢理论上可以全部使用废钢，现实中出于对电费、废钢和生铁价差等因素经济性的考量吨钢废钢添加量在 500kg~1t。

环保要求下电炉炼钢大势所趋，废钢比有望持续提升。长流程炼钢中的烧结和炼焦环节将产生大量的烟粉尘、二氧化硫和氮氧化物，占到钢铁行业总污染的 70%。相较而言，电弧炉短流程炼钢在环保和能耗方面具备极强优势，获得了国家政策支持，而较低的投资成本和停产成本也使得电炉炼钢受到钢厂的青睐。

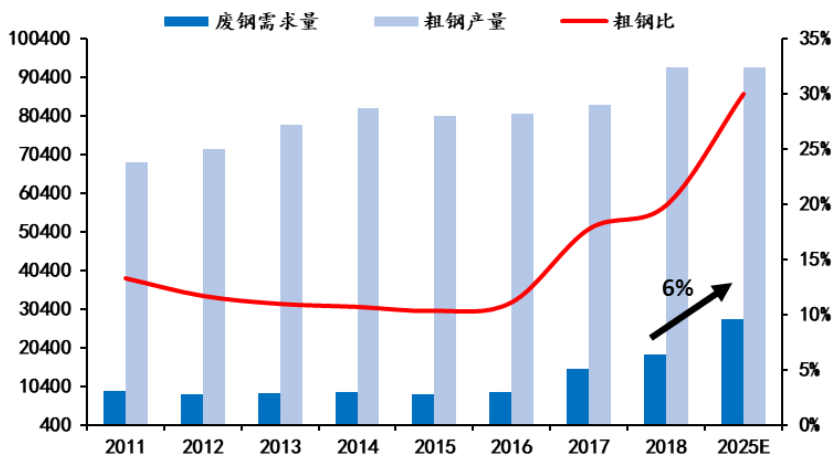
图 6：废钢产钢流程图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

粗钢产量维持当前水平的保守假设下，废钢需求量有望实现 6% 的平稳增长。2016 年以前我国废钢比维持在 11% 左右的水平，废钢需求量与粗钢产量直接相关，2017 年打击地条钢使得大量表外废钢进入表内，同时环保要求的提升使得废钢比有所提升，2018 年这一比例为 20%。工信部 2015 年修订的《钢铁产业调整政策》中要求 2025 年炼钢废钢比达到 30%，随着环保督察常态化带来钢铁企业环保成本内部化，电炉规模及产能利用率有望持续提升，该目标有望如期实现。假设 2025 年我国整体粗钢产量维持 2018 年规模，则废钢需求量将有 6% 的复合增长。

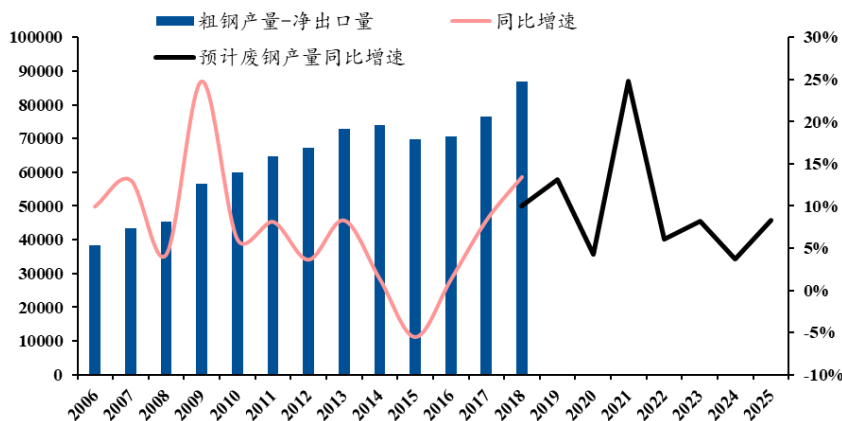
图 7：废钢历史消费量及废钢比(万吨)



资料来源：废钢协会、统计局，民生证券研究院

预计废钢供给量将有 9% 以上复合增长，或带动电炉产能提升。除极少量进口废钢外，回收行业废钢多来源于建筑垃圾、报废机械及汽车家电拆解等社会回收，产生量滞后钢铁产量 10~15 年，2006~2013 年我国粗钢产量复合增速 9.5%，略高于我们对于废钢需求量增速的预测，可充分满足钢企所需。同时供需格局的持续宽松有望降低废钢价格，提升电炉产能的经济性，加上建设时间较短，电炉产能有望持续提升。

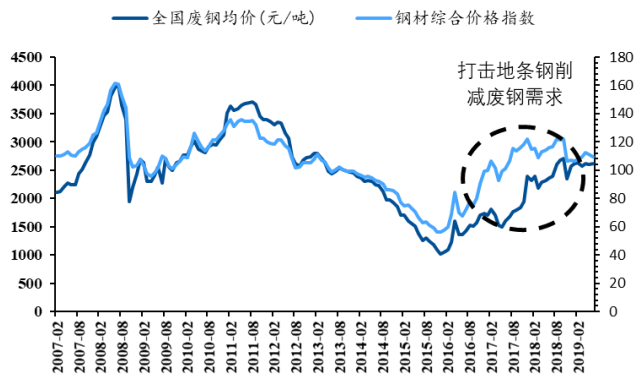
图 8：粗钢产量及预测废钢供给量



资料来源：WIND，民生证券研究院

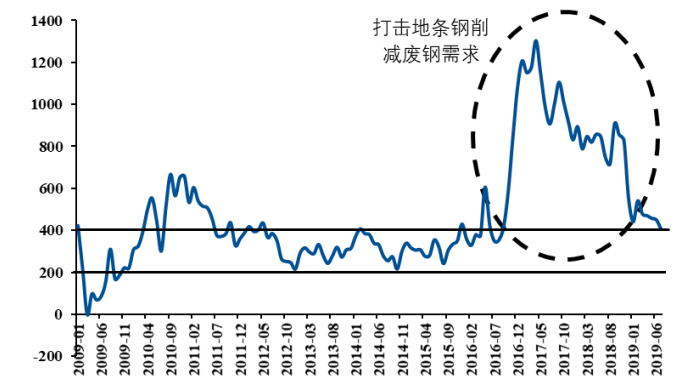
废钢回收市场规模在 5000 亿，定价机制类似于加工费。历史来看废钢价格走势与下游钢材价格高度相关，主要系行业处于充分竞争状态，对于下游钢厂议价权较弱。根据我们草根调研的情况，若不考虑增值税退税，废钢回收企业净利率仅在 1~2%。2015 年以来废钢价格随钢材价格快速上涨，逐步由 1100 元/吨的低点回升至目前 2600 元/吨，按此价格计算当前废钢市场规模在 5000 亿左右，并将在 2025 年提升至 7000~8000 亿。由于和铁水存在替代关系，历史来看区域废钢价格和生铁差价在 200~400 元/吨窄幅波动，2017 年对于地条钢的清理抑制废钢需求，随着正规钢厂废钢比的逐步提升，目前差价已回落至 400 以下，未来有望继续跟随钢材及铁矿石价格窄幅波动。

图 9：废钢均价与钢材价格呈现高度相关



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：唐山 L8-10 炼钢生铁市价-废钢:6-8mm 市场价



资料来源：WIND，民生证券研究院

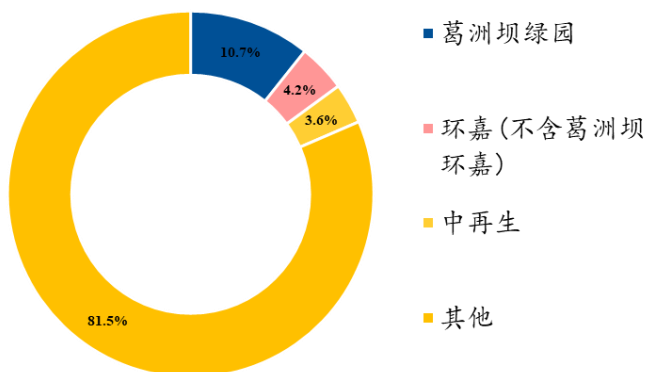
较低准入门槛下，废钢回收市场处于完全竞争状态。废钢加工行业为市场准入制，但从工信部于 2012 年颁布的《废钢铁加工行业准入条件》来看行业进入壁垒并不高，截至目前已发布 6 批新准入企业名单，合计 253 家企业。行业整体处于大行业、小公司的状况，根据我们对各省税务局披露的 2018 年《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的统计，纳入增值税退税范畴的企业总回收废钢 1415 万吨，其中占比最高的葛洲坝绿园回收量达 200 万吨，占比 11%，环嘉、中再生分别其后，剩余 80% 多为中小民企。

表 3：废钢铁加工行业准入条件

类别	具体要求
企业的设立和布局	符合法律法规规定，符合国家与地方的产业、土地政策及规划，选址应规避敏感区域
规模、工艺和装备	加工规模 新建年产能>15 万吨，改扩建年产能>10 万吨，其他钢加工年产能>3 万吨
	厂区规模 新建厂区面积≥3 万平方米，硬化面积≥1.5 万平方米 改扩建厂区面积≥2 万平方米，硬化面积≥1 万平方米 其他钢加工厂区面积≥1 万平方米，硬化面积≥0.5 万平方米
	设备要求 企业应配有打包设备、剪切设备等主要设备及环保设备
产品质量	达到废钢铁国家、行业标准；建立质量管理制度，通过 ISO 质量管理体系认证
能源消耗和资源综合利用	综合电耗低于 30 千瓦时/吨废钢铁，新水消耗低于 0.2 吨/吨废钢铁；回收处理加工过程中的夹杂物；加强环保管理，通过 ISO 环境管理体系认证

资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：2018 年度废钢回收再利用行业市占率情况



资料来源：废钢协会、统计局，民生证券研究院

(二) 产业园：体现规模优势的平台，行业整合的绝佳切入点

兰考产业园初现峥嵘，投资收益提升回报。2017年5月，国家发改委等14部委联合发布《循环发展引领行动》，明确要推进园区循环化发展、推动产业循环式组合、加强城市低值废弃物资源化利用，产业园亦将成为公司开拓废钢废塑料回收利用的重要模式。2019年5月，公司公告通过子公司康佳环嘉在河南省兰考县投资建设建设包含再生资源回收中心在内的环保业务产业基地，项目总体投资10亿元，建设周期18个月，运营项目以废塑料和废钢为主，我们认为项目满产后有望实现每年40亿营收，2亿利润。产业园投资规模较大，同时也帮助政府承接了部分社会职能，因此政府将给予相当规模的投资补贴政策。

减少污染、方便管理，政府有动力做强做大产业园。再生资源行业小型企业众多，废钢露天破碎易形成扬尘、废弃物随地堆放也易造成多方面污染。未来地方政府依法取缔大批散乱污小企业是大势所趋，而以循环经济产业园为中心，建成承接本地区域的再生资源循环利用的集中处理平台，除了解决散乱污的现状外，更是将资源再生利用和垃圾处理做了有效的衔接，是破解垃圾处置“邻避效应”的主要途径之一，是提高城市资源循环利用效率的重要方法。

园区将享受增值税返还政策优惠，吸引当地企业集聚、提升规模效应。废钢回收行业利润较薄，渠道对价格的敏感性较高，导致偷逃税款的中小企业具备较强竞争优势。而在产业园模式中，地方将留存的50%的增值税中的部分返还给入园企业，同时加大对于园区外企业偷逃税款行为的打击，大幅提升了合规企业的生存空间，同时通过将相关企业聚集形成产业，形成较强的区域竞争力，大型废钢破碎线的单位投资额及后续运营成本亦明显低于小型设备，具备较强的规模效应。

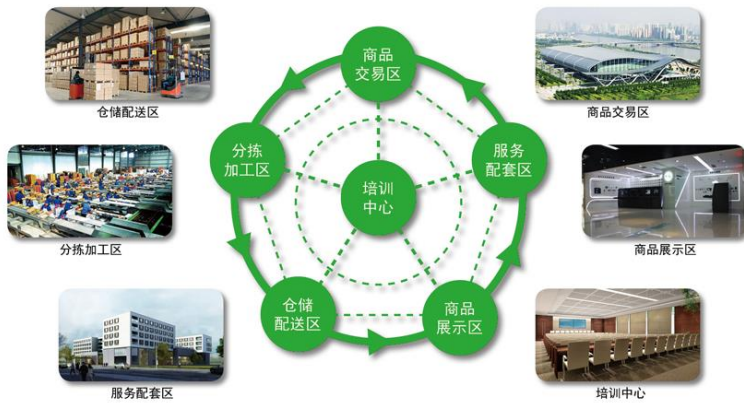
表 4：典型废钢破碎设备生产效率及售价

规格型号	匹配马力	生产效率(吨/小时)	投资额度(万元)	单位投资额(万元*小时/吨)
PSX-6080	1000	25	1500	60
98104	2000	30-40	3000	86
SHD124SXS	6000	100	4400	44
SHD124SXS	10000	300	8000	27

资料来源：民生证券研究院整理

康佳环嘉具备产业园模式推手核心要素，获取了行业整合的钥匙。想要推行产业园模式、与当地政府进行共同规划，一方面需要企业具备较强融资实力和信用，另一方面需要企业在资源回收利用行业具备长期的运营经验，康佳环嘉则兼具央企子公司身份以及行业经验，成为产业园模式的重要推手。对公司而言，产业园模式建成后，一方面可以节省运输成本和收购成本，体现以加工为核心的规模优势外，另一方面通过与园区内企业的密切接触，有望进一步加快行业整合步伐。

图 12：康佳环嘉产业园示意图



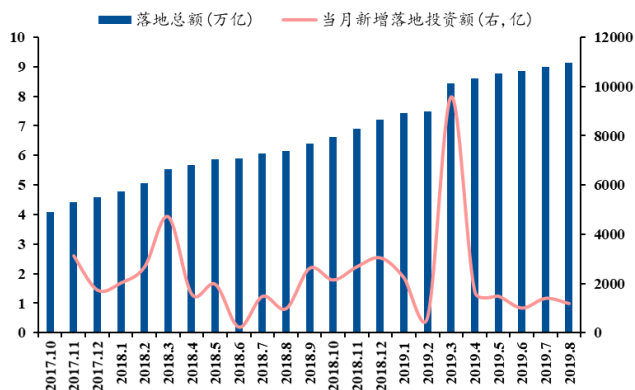
资料来源：公司官网、民生证券研究院

四、毅康科技：环保水务后起之秀，未来有望分拆上市

2018 年毅康并表，环保水务后起之秀。山东毅康科技成立于 2009 年，主要通过 EPC、PPP 等模式参与城市供水、污水处理、河道综合治理、污泥资源化利用等环保及公共基础设施建设，具备环保水务全过程服务及运营能力，为环保水务市场后起之秀。2018 年毅康正式并入康佳集团，当年实现营收 10.97 亿元，净利润 1.47 亿元。

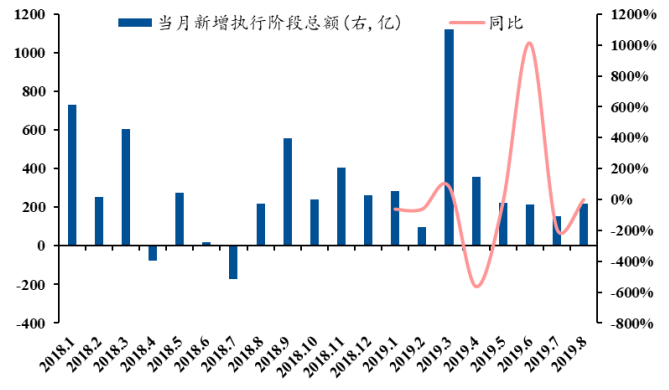
2019 年 PPP 落地总额小幅增长，环保工程行业有望逐步复苏。作为综合治理及水务主要模式之一的 PPP 模式，在经历了一年多的清理整顿后项目落地速率已有了一定修复，根据我们跟踪的 PPP 项目库数据，2019 年 1~8 月项目库新落地总额 1.92 万亿，同比提升 23%，除去 3 月近万亿项目的集中落地，7~8 月落地总额亦同比提升 5%，考虑到部分项目转为 EPC 模式进行，认为 2019 年环保工程行业的落地情况已较 18 年有所改善。

图 13：PPP 项目库每月落地额趋于平稳



资料来源：财政部 PPP 项目中心，民生证券研究院

图 14：环保项目落地情况已停止下滑趋势



资料来源：财政部 PPP 项目中心，民生证券研究院

不断拓展固废产业链布局，公司未来有望分拆上市。投资者纪要显示目前毅康正在积极布局垃圾焚烧业务，认为焚烧、餐厨垃圾处置等业务的拓展有望与环康资源回收利用产业园

的布局形成良好协同，成为公司未来新的增长点。据公司官网，在此前康佳集团召开的 2019 年度工作会议上，康佳集团曾表示要提高资本运营能力、推进子企业二次资本化，对于已经实施混改的子企业，包括易平方、KKTV、毅康科技、新飞公司、江西康佳新材料等，将谋求在科创板或海外独立上市。

五、盈利预测与投资建议

核心假设：

- 华侨城 30 亿定增年内落地。
- 在手环保产业园按期达产。
- 运营效率提升，彩电业务小幅减亏。

预计公司 2019~2021 年归母净利润 6.2、9.0、12.5 亿元，EPS 0.19、0.28、0.39，对应当前价格 PE 23/16/11x。

表 5：公司盈利分析

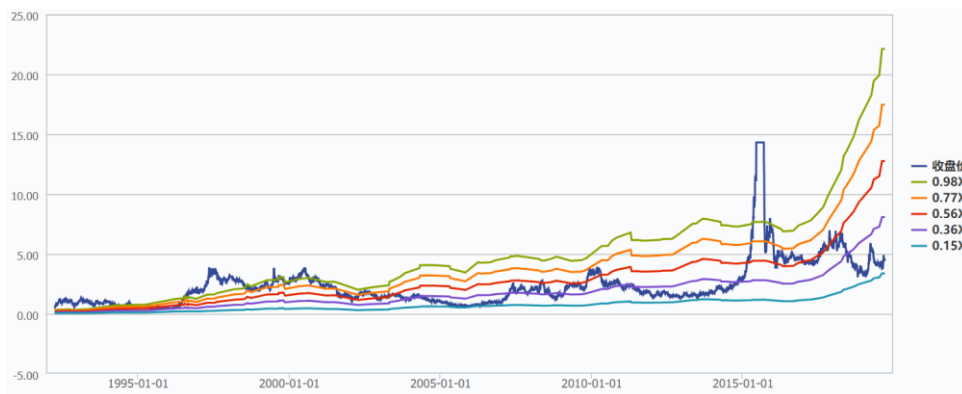
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
环保						
收入			3,021	15,000	20,000	30,000
同比				397%	33%	50%
毛利			386	2,607	4,237	5,638
毛利率 (%)			12.78	17.38	21.18	18.79
产业园投资收益				1450	1040	870
彩电						
收入	12,478	11,995	9,892	9500	12000	15000
同比	-1%	-4%	-18%	-15%	0%	20%
毛利	1,749	1,932	1,203	1,022	1,022	1,227
毛利率 (%)	14.02	16.11	12.16	10.76	8.52	8.18
白电						
收入	1,702	1,737	2,128	3,200	5,000	8,000
同比	8%	2%	22%	20%	18%	15%
毛利	347	333	360	433	510	587
毛利率 (%)	20.39	19.17	16.94	13.52	10.21	7.34
工贸业务						
收入		13,653	28,349	33,000	36,853	38,000
同比			108%	16%	12%	3%
毛利		151	280	365	365	365
毛利率 (%)		1.11	0.99	1.11	0.99	0.96
其他主营业务						
收入	6,119	3,843	2,737	3,937	6,437	9,637
毛利	685	1,022	670	1,090	1,782	2,668
毛利率 (%)	11.71	31.82	27.68	27.68	27.68	27.68

营业总收入	20,299	31,228	46,127	64,637	80,290	100,637
同比				40%	24%	25%
毛利	2,781	3,439	2,899	5,517	7,916	10,484
毛利率(%)	13.7%	11.0%	6.3%	8.5%	9.9%	10.4%
归母净利润	95	5057	411	610	904	1249
同比	108%	5186%	-92%	48%	48%	38%

资料来源：民生证券研究院整理

市销率处于上市以来底部，基本面出现较大边际改善。公司 2018 年制定并推动实施转型升级新战略以来，基本面出现较大边际改善，营收与盈利有望快速增长，目前上市 A 股中暂无与康佳战略类似的可比公司，考虑到公司目前市销率 0.2x，位于上市以来底部区间，距离 0.56x 的历史中位数有较大修复空间，维持“推荐”评级。

图 15：公司市销率位于上市以来底部区间



资料来源：WIND、民生证券研究院

六、风险提示

1、彩电硬件业务亏损；2、混改进程不及预期；3、产业园建设不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	46,127	64,637	80,290	100,637
营业成本	43,228	59,120	72,374	90,153
营业税金及附加	90	126	156	196
销售费用	2,282	3,198	3,972	4,979
管理费用	642	899	1,117	1,400
研发费用	396	1,254	1,823	2,435
EBIT	(511)	40	848	1,474
财务费用	399	675	675	675
资产减值损失	227	200	200	200
投资收益	927	1,448	1,032	867
营业利润	134	613	1,005	1,466
营业外收支	321	0	0	0
利润总额	455	813	1,205	1,666
所得税	(214)	203	301	416
净利润	669	610	904	1,249
归属于母公司净利润	411	610	904	1,249
EBITDA	(233)	344	1,258	1,989

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4348	2103	4712	2481
应收账款及票据	7788	10924	10438	12076
预付款项	1037	1418	1736	2163
存货	5488	8439	7243	10287
其他流动资产	2767	2767	2767	2767
流动资产合计	21843	26078	27513	30465
长期股权投资	2638	4086	5118	5985
固定资产	2410	3410	4410	5410
无形资产	738	1215	1671	2106
非流动资产合计	11142	13707	15861	17745
资产合计	32985	39785	43375	48210
短期借款	13884	13884	13884	13884
应付账款及票据	5225	7146	8748	10897
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	22676	25887	28573	32159
长期借款	445	445	445	445
其他长期负债	276	276	276	276
非流动负债合计	858	858	858	858
负债合计	23534	26745	29431	33017
股本	2408	3219	3219	3219
少数股东权益	1347	1347	1347	1347
股东权益合计	9451	13040	13944	15193
负债和股东权益合计	32985	39785	43375	48210

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	47.7%	40.1%	24.2%	25.3%
EBIT 增长率	-264.7%	-107.8%	2035.8%	73.8%
净利润增长率	-91.9%	48.3%	48.2%	38.2%
盈利能力				
毛利率	6.3%	8.5%	9.9%	10.4%
净利润率	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%
总资产收益率 ROA	1.2%	1.5%	2.1%	2.6%
净资产收益率 ROE	5.1%	5.2%	7.2%	9.0%
偿债能力				
流动比率	1.0	1.0	1.0	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.6
现金比率	0.2	0.1	0.2	0.1
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	30.8	30.8	26.5	24.5
存货周转天数	42.4	42.4	39.0	35.0
总资产周转率	1.6	1.8	1.9	2.2
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.2	0.3	0.4
每股净资产	3.4	3.6	3.9	4.3
每股经营现金流	(1.3)	(1.0)	1.5	(0.0)
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	25.4	22.9	15.5	11.2
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	126.0	14.3	6.6	5.1
股息收益率	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	669	610	904	1,249
折旧和摊销	505	504	610	716
营运资金变动	(3,688)	(3,266)	3,860	(1,596)
经营活动现金流	(3,230)	(3,126)	4,817	(23)
资本开支	484	1,421	1,533	1,533
投资	(1,358)	0	0	0
投资活动现金流	(2,252)	(1,421)	(1,533)	(1,533)
股权募资	333	2,979	0	0
债务募资	6,601	(2)	0	0
筹资活动现金流	5,797	2,302	(675)	(675)
现金净流量	315	(2,246)	2,609	(2,231)

插图目录

图 1: 公司营收规模及同比增速.....	3
图 2: 公司彩电业务营收及同比增速.....	3
图 3: 定增完成后华侨城将完成对其控股股东地位的巩固.....	3
图 4: 2017 年主要再生资源品种回收量同比增长情况.....	5
图 5: 2014-2017 年主要再生资源类别回收价值占比图.....	5
图 6: 废钢产钢流程图.....	7
图 7: 废钢历史消费量及废钢比(万吨).....	7
图 8: 粗钢产量及预测废钢供给量.....	8
图 9: 废钢均价与钢材价格呈现高度相关.....	9
图 10: 唐山 L8-10 炼钢生铁市价-废钢:6-8mm 市场价.....	9
图 11: 2018 年废钢回收再利用行业市占率情况.....	9
图 12: 康佳环嘉产业园示意图.....	10
图 13: PPP 项目库每月落地额趋于平稳.....	11
图 14: 环保项目落地情况已停止下滑趋势.....	11
图 15: 公司市销率位于上市以来底部区间.....	13

表格目录

表 1: 目前华侨城已占据董事四席中的三席.....	4
表 2: 公司环保产业收购布局情况.....	4
表 3: 废钢铁加工行业准入条件.....	9
表 4: 典型废钢破碎设备生产效率及售价.....	10
表 5: 公司盈利分拆.....	12

分析师与研究助理简介

黄彤，复旦大学金融学硕士。2011年进入证券行业，一直从事电力设备、新能源、环保等大能源方向的行业研究，现于民生证券研究院负责公用事业、环保方向研究。

杨任重：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。