

业绩符合预期，外延并购后综合治理规模优势将现

——中再资环(600217.SH) 2019 年年度报告点评

公司简报

◆**事件：**公司发布 2019 年年度报告，2019 年实现营业收入 32.72 亿元，同比+4.32%；实现归母净利润 4.02 亿元，同比+27.11%。公司同时发布 2020 年经营计划，2020 年计划实现营业收入 34.19 亿元，发生期间费用 4.5 亿元。

◆**废电回收拆解业务保持稳健，工业废弃物业务毛利率提升，公司管理持续优化致净利率提升。**2019 年，公司废电拆解业务实现销售量 42.43 万吨（同比+3.21%），库存量大幅减少 55.78%至 0.65 万吨，在加大销售力度加速存货周转的基础上，该板块实现营业收入 24.18 亿元（同比+3.67%），毛利率减少 1.88 个 pct 至 35.17%。公司工业废弃物业务 2019 年实现销售量 24.80 万吨（同比+11.96%），毛利率进一步上升 2.05 个 pct 至 19.74%，未来有望通过与废电拆解业务的有机结合，加大回收废弃物再生利用的深加工力度，实现板块营业收入的持续增长。公司整体毛利率下降 0.94 个 pct 至 31.15%，但管理的持续优化使得净利润率提升 2.15 个 pct 至 12.4%，使得公司净利润增速超过营业收入增速。

◆**持续扩张至危废处置/工业水处理领域，加快构建产业园区系统化规模化综合治理优势。**继成功购买淮安华科 13.29%股权后，公司拟通过现金和发行股份等方式收山东环科 100%股权，以及森泰环保 97.45%股权。此次外延扩张一方面将有效改善公司的现金流情况（危废、工业水处理业务现金流情况均较为良好），另一方面上述业务可以与公司原有的产业园区固废处置业务实现协同整合，发挥公司园区综合治理（固废、危废、工业废水）的规模优势，进一步增强公司的盈利能力。

◆**维持“增持”评级：**根据公司各项业务发展情况，小幅上调公司 20-21 年盈利预测，新增 22 年盈利预测，预计公司 20-22 年归母净利润为 4.85/5.26/5.47 亿元(20-21 年原值为 4.62/5.22 亿元)，对应 20-22 年 EPS 为 0.35/0.38/0.39 元，当前股价对应 20 年 PE 为 15 倍。公司作为废电回收拆解龙头经营稳定，未来现金流改善预期较强，背靠供销社改革力度可进一步持续，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**家电补贴基金发放改善不及预期，公司并购业务整合进度不及预期，公司财务状况改善不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,136	3,272	3,411	3,521	3,634
营业收入增长率	34.12%	4.32%	4.25%	3.25%	3.21%
净利润(百万元)	316	402	485	526	547
净利润增长率	45.29%	27.11%	20.79%	8.30%	4.11%
EPS(元)	0.23	0.29	0.35	0.38	0.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.31%	22.25%	21.18%	18.66%	16.27%
P/E	23	18	15	14	13
P/B	5.1	4.0	3.2	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 21 日

增持(维持)

当前价：5.25 元

分析师

殷中枢(执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

yinzs@ebscn.com

联系人

郝菁

021-52523827

haojian@ebscn.com

市场数据

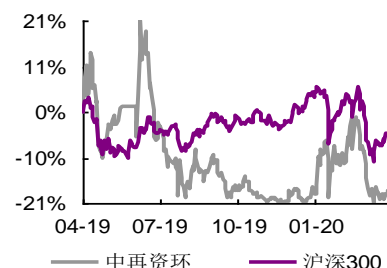
总股本(亿股)：13.89

总市值(亿元)：72.90

一年最低/最高(元)：5.02/8.15

近 3 月换手率：74.97%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.78	-0.61	-13.58
绝对	-0.55	-9.64	-21.17

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，持续关注外延并购推进情况——中再资环(600217.SH) 2019 年三季报点评

.....2019-10-29

业绩符合预期，园区综合治理规模优势将现——中再资环(600217.SH) 2019 年半年度报告点评

.....2019-08-19

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,136	3,272	3,411	3,521	3,634
营业成本	2,130	2,253	2,377	2,478	2,583
折旧和摊销	61	63	71	77	83
税金及附加	31	26	27	28	29
销售费用	64	82	102	113	116
管理费用	199	191	205	211	218
研发费用	1	0	0	0	0
财务费用	142	149	142	113	86
投资收益	2	7	10	10	10
营业利润	393	493	591	640	667
利润总额	401	500	598	647	674
所得税	79	94	108	116	121
净利润	322	406	490	531	552
少数股东损益	6	4	5	5	5
归属母公司净利润	316	402	485	526	547
EPS(按最新股本计)	0.23	0.29	0.35	0.38	0.39

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	876	-172	700	615	581
净利润	316	402	485	526	547
折旧摊销	61	63	71	77	83
净营运资金增加	-479	558	22	118	152
其他	978	-1,194	122	-107	-201
投资活动产生现金流	-44	-135	-90	-90	-70
净资本支出	-66	-87	-100	-100	-80
长期投资变化	0	101	0	0	0
其他资产变化	22	-149	10	10	10
融资活动现金流	-832	357	-746	-503	-489
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-427	911	-604	-390	-403
无息负债变化	509	-225	184	101	16
净现金流	1	50	-137	22	23

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	32.1%	31.1%	30.3%	29.6%	28.9%
EBITDA 率	19.1%	29.5%	24.8%	23.3%	22.7%
EBIT 率	17.0%	27.5%	22.8%	21.1%	20.4%
税前净利润率	12.8%	15.3%	17.5%	18.4%	18.5%
归母净利润率	10.1%	12.3%	14.2%	14.9%	15.1%
ROA	6.9%	7.1%	8.5%	8.8%	8.9%
ROE (摊薄)	22.3%	22.3%	21.2%	18.7%	16.3%
经营性 ROIC	14.0%	17.6%	15.2%	14.1%	13.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	69%	68%	60%	53%	45%
流动比率	2.01	1.44	1.66	1.92	2.32
速动比率	1.92	1.40	1.61	1.86	2.24
归母权益/有息债务	0.84	0.70	1.15	1.76	2.81
有形资产/有息债务	2.65	2.13	2.81	3.63	4.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	4,649	5,727	5,798	6,040	6,205
货币资金	649	819	682	704	727
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,870	3,814	3,974	4,103	4,235
应收票据	14	13	14	70	73
其他应收款(合计)	25	14	17	18	18
存货	177	151	150	158	167
其他流动资产	24	14	14	14	14
流动资产合计	3,886	4,881	4,923	5,143	5,311
其他权益工具	0	7	7	7	7
长期股权投资	0	101	101	101	101
固定资产	472	521	533	540	524
在建工程	24	4	6	7	7
无形资产	111	138	153	168	182
商誉	36	36	36	36	36
其他非流动资产	0	-	-	-	-
非流动资产合计	763	846	875	897	894
总负债	3,217	3,902	3,482	3,194	2,807
短期借款	1,079	1,984	1,473	1,084	680
应付账款	116	211	238	248	258
应付票据	245	578	713	744	775
预收账款	42	19	34	35	36
其他流动负债	3	0	0	0	0
流动负债合计	1,930	3,387	2,967	2,679	2,292
长期借款	569	317	317	317	317
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	61	61	61	61
非流动负债合计	1,287	515	515	515	515
股东权益	1,432	1,825	2,315	2,846	3,398
股本	839	839	839	839	839
公积金	0	17	66	118	173
未分配利润	578	950	1,387	1,860	2,352
归属母公司权益	1,417	1,806	2,291	2,817	3,364
少数股东权益	15	19	24	29	34

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	6%	6%	6%	6%	6%
财务费用率	5%	5%	4%	3%	2%
研发费用率	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	20%	19%	18%	18%	18%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.63	-0.12	0.50	0.44	0.42
每股净资产	1.02	1.30	1.65	2.03	2.42
每股销售收入	2.26	2.36	2.46	2.54	2.62

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	23	18	15	14	13
PB	5.1	4.0	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	10.2	7.0	7.5	7.3	6.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼