中再资环（600217）

拆解及销售力度加大营收增长，ROE 大幅提升

买入（维持）

2020 年 04 月 26 日

证券分析师 袁理
执业证号：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn
研究助理 王浩然
021-60199782
wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,272	4,402	5,033	5,780
同比（%）	4.3%	34.6%	14.3%	14.9%
归母净利润（百万元）	402	553	620	724
同比（%）	27.1%	37.7%	12.1%	16.7%
每股收益（元/股）	0.29	0.33	0.37	0.44
P/E（倍）	18.94	16.46	14.69	12.59

投资要点

- **事件：**2019 年全年公司实现营业收入 32.72 亿元，同比增长 4.32%；归母净利润 4.02 亿元，同比增长 27.11%；扣非归母净利润 3.93 亿元，同比增长 44.47%；ROE 同比上升 7.82pct 至 24.93%。
- **拆解及销售力度加大，营收稳定增长。**2019 年扣除环服公司以外公司内生业务实现营业收入 24.09 亿元，同增 3.19%；归母净利润 3.16 亿元，同增 19.14%。分板块来看，1）废电回收及拆解处理板块实现营收 24.19 亿元，同增 3.67%。2）工业固废处置板块实现营收 8.53 亿元，同增 6.24%。报告期内公司加大废电拆解力度和产品销售力度，实现业务稳定增长。
- **废电回收处理板块实际毛利率提升 2.08pct。**2019 年公司总体毛利率为 31.15%，同比减少 0.94pct。其中，废电处置板块实际毛利率达 29.70%，同比提升 2.08pct；工业固废板块毛利率增加 2.05pct 至 19.74%。
- **期间费用率保持稳定。**2019 年公司期间费用率下降 0.01pct 至 12.94%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.47pct、下降 0.48pct、下降 0.04pct、上升 0.05pct 至 2.52%、5.85%、0.01%、4.57%。
- **销售净利率/权益乘数增加使 ROE 大幅提升 7.82pct。**2019 年公司 ROE 同比上升 7.82pct 至 24.93%。采用杜邦分析可得 2019 年公司销售净利率为 12.41%，同比上升 2.15pct，总资产周转率为 0.63（次）,同比下降 0.03（次），权益乘数（杜邦分析口径）从 18 年的 3.06 上升至 19 年的 3.22。
- **行业出清，三大优势助力龙头份额提升。**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 2019 年废电拆解产能 2958 万台，同增 5.49%；产量 1768 万台，同增 9.25%，当前产能利用率 60%。2019 年公司实际单台毛利达 40.63 元/台，同增 2.03%，体现公司**产品结构的快速优化和议价能力的提升**。2019H1 公司扣除存货跌价损失后的实际**利润率仍高于同行约 7%**，利润率优势逐步扩大相较于 2014 年（高于同行 0.24%）升高 7pct（考虑同业可比公司 2019 年报未披露完全，此处用 2019H1 数据比较），**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。**
- **外延并购持续推进，发挥协同改善现金流。**公司继 18 年收购中再环服 100%股权拓展工业固废处置业务后，拟外延扩张切入危废处理、工业水处理领域，目前收购方案已获证监会受理，预计收购完成有利于 **1）发挥协同效应。**新拓展业务将与中再环服 toB 端工业园区业务形成良好协同。**2）改善现金流。**山东环科主营的危废业务毛利率高，现金流状况良好（2018 年经营性现金流净额 6,506 万元），森泰环保主营的工业水处理业务，运营周期较长，长期现金流稳定。通过以上收购，公司将进一步**实现业务多元化，完善环保产业链布局，有助于优化公司财务状况，提升公司资产规模与盈利水平。**
- **盈利预测与投资评级：**假设公司重大资产重组方案 20 年内实施完毕，我们预计公司 2020-2022 年考虑股份摊薄后的 EPS 分别为 0.33/0.37/0.44 元，对应 PE 分别为 17/15/13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能利用率提升不达预期，补贴基金拖欠风险，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)	5.48
一年最低/最高价	5.02/8.15
市净率(倍)	4.21
流通 A 股市值(百万元)	7609.86

基础数据

每股净资产(元)	1.30
资产负债率(%)	68.13
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）：经营业绩大幅增长，营运效率提升》2019-11-01
2、《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
3、《中再资环（600217）：外延扩张持续推进，危废再生资源协同发展》2019-06-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：

2019 年全年公司实现营业收入 32.72 亿元，同比增长 4.32%；归母净利润 4.02 亿元，同比增长 27.11%；扣非归母净利润 3.93 亿元，同比增长 44.47%；加权平均 ROE 同比提高 7.82pct，至 24.93%。

点评：

1. 营收业绩稳定增长，废电拆解实际毛利率持续提升

加大拆解及销售力度，实现营收稳定增长。2019 年全年公司实现营业收入 32.72 亿元，同比增长 4.32%；归母净利润 4.02 亿元，同比增长 27.11%；其中，扣除环服公司以外公司内生业务实现营业收入 24.09 亿元，同比增长 3.19%；归母净利润 3.16 亿元，同比增长 19.14%。分板块来看，1）废电回收及拆解处理板块实现营收 24.19 亿元，同比增加 3.67%。2019 年公司拆解废电产品 1768 万台，同比增加 9.25%，废电拆解物生产量 41.61 万吨，同比增加 7.13%，废电拆解物销售量 42.43 万吨，同比增加 3.21%。2）工业固废处置板块实现营收 8.53 亿元，同比增长 6.24%，工业废弃物生产量 24.12 万吨，同比增长 7.49%，工业废弃物销售量 24.80 万吨，同比增长 11.96%。报告期内公司主营业务为废电拆解处理与工业固体废弃物一体化处置，产品为废电拆解物和工业废弃物，公司加大废电拆解力度和产品销售力度，实现业务稳定增长。

废电回收处理板块实际毛利率提升。2019 年公司总体毛利率为 31.15%，较去年同期减少 0.94 个百分点。其中，废电回收处理板块毛利率减少 1.88 个百分点至 35.17%。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 2019 年废电回收处理板块实际毛利率为 29.70%，同比提升 2.08 个百分点；工业固废处置板块毛利率增加 2.05 个百分点至 19.74%。

期间费用率保持稳定，销售费用因营销力度及处置费用增加而增长较快。2019 年公司期间费用同比增长 4.29%至 4.23 亿元，期间费用率下降 0.01pct 至 12.94%。其中，销售费用同比增加 28.03%至 0.82 亿元，销售费用率同比上升 0.47pct 至 2.52%，销售费用的大幅增长主要系危废处置费用增加以及营销力度加大导致劳务费增加所致；管理费用同比减少 3.63%至 1.91 亿元，管理费用率同比下降 0.48pct 至 5.85%，管理费用的下滑主要由于上年咨询费用和中介机构费用较高而本期降低所致；研发费用同比减少 88.21%至 16 万元，研发费用率同比下降 0.04pct 至 0.01%;财务费用同比增加 5.49%至 1.49 亿元，财务费用率同比上升 0.05pct 至 4.57%。

2. 融资结构优化，ROE 大幅提升

应收账款周转天数增加，净营业周期变长。2019 年公司资产负债率为 68.13%，同

比降低 1.06 个百分点。2019 年公司应收账款同比增长 32.9%至 38.14 亿元，应收账款周转天数同比增加 27.81 天至 367.72 天；存货同比减少 14.56%至 1.51 亿元，存货周转天数同比减少 13.49 天至 26.21 天；应付账款同比增长 82.31%至 2.11 亿元，应付账款周转天数同比增加 3.35 天至 26.15 天，使净营业周期同比增加 10.98 天至 367.78 天。

ROE 提升 7.82pct，主要系销售净利率和权益乘数上升。2019 年公司加权平均净资产收益率同比上升 7.82pct 至 24.93%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年公司销售净利率为 12.41%，同比上升 2.15pct，总资产周转率为 0.63（次）,同比下降 0.03（次），权益乘数（杜邦分析口径）从 18 年的 3.06 上升至 19 年的 3.22。

3. 经营性现金流净额大幅减少，投资活动现金流净额下降

经营性现金流净额受销售商品提供劳务受到现金减少影响为负，投资活动现金流净额因加大投资活动而下降。 1）2019 年公司经营活动现金流净额-1.72 亿元，同比减少 119.6%，经营性现金流下滑主要受到本期销售商品提供劳务收到的现金减少所影响；2）投资活动现金流净额-1.35 亿元，同比减少 208.6%，主要系公司本期投资活动增加所致；3）筹资活动现金流净额 3.57 亿元，同比增加 142.89%，主要系公司本期融资工作力度加大所致。

4. 三大优势助力龙头份额提升，外延并购持续推进完善产业链

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

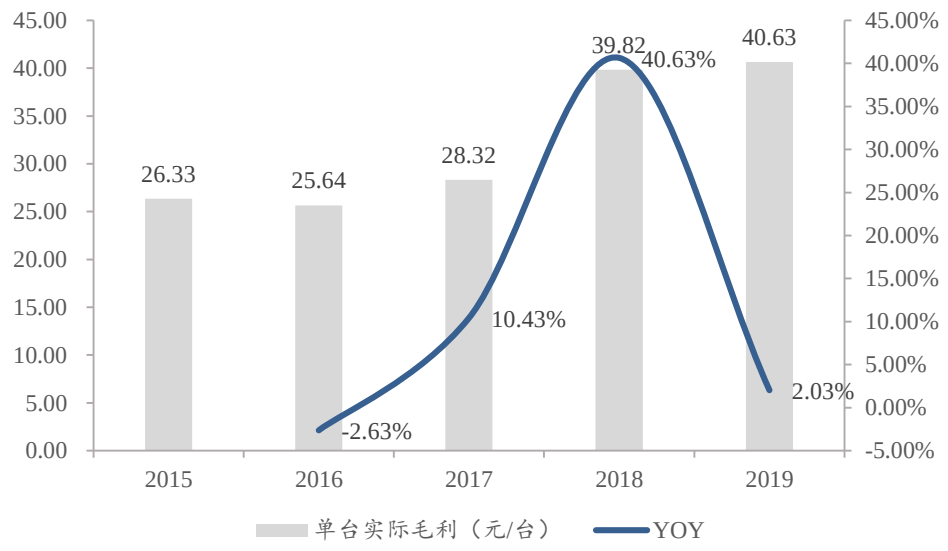
项目名称	地点	固废类型	总投资额（万元）	设计产能（万台）	产能利用率	产量（万台）	投产时间
广东华清废弃电器电子产品综合利用项目	广东清远	废电	2,458	300	75%	225	2014 年 3 月
山东中绿废弃电器电子综合利用项目	山东临沂	废电	8,099	280	76%	213	2007 年 7 月
四川中再生废弃电器电子产品回收处理中心项目	四川内江	废电	9,487	185	96%	178	2011 年 3 月

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

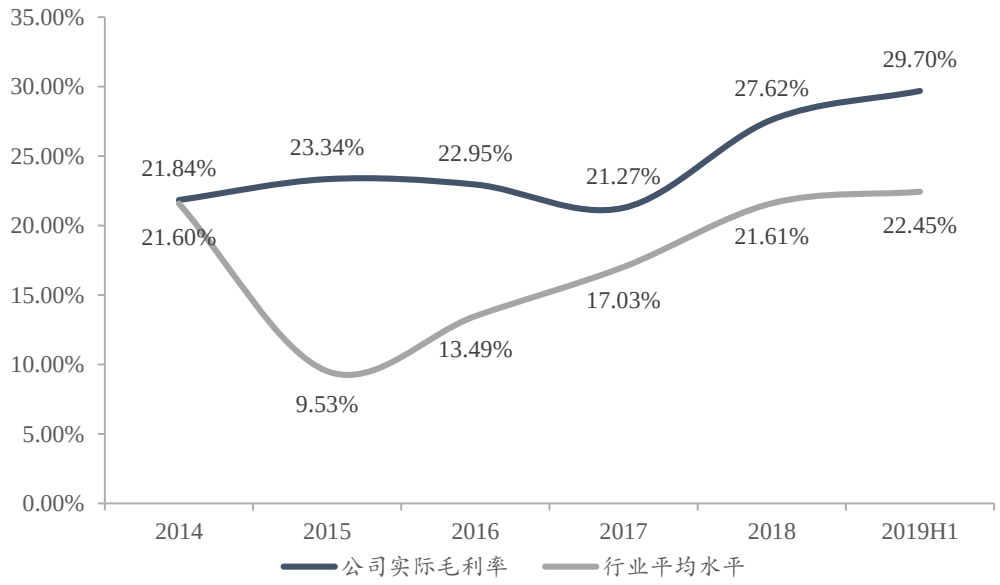
三大优势助力龙头盈利能力&份额提升。公司现拥有 10 家废电拆解子公司，产能 2958 万台，同比增加 5.49%；产量 1768 万台，同比增加 9.25%；产能利用率 59.77%，同比提升 2.06pct。公司三大核心优势：**（1）资质：**行业目前共有 5 批 109 家企业获得废电拆解资质，且现有备案企业数不再增加，存量企业具有资质优势。**（2）渠道：**公司现有产能 2958 万台，合规拆解规模遥遥领先，并依托大股东中再生强大的渠道网络，渠道优势得天独厚。渠道优势具体体现在两个方面 **a.优化产品结构，选择高附加值产品。**面对补贴标准的变化，中再资环充分利用渠道优势更多拆解高附加值产品，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 18 年的 31.4%，且 16-18 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 24.65%。**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%。**2019H1 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 2018 年（高于同行 6.01%）升高 1.24pct，较 2014 年（高于同行 0.24%）升高 7pct**（考虑同业可比公司 2019 年报尚未披露完全，此处用 2019H1 数据进行比较）。（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 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 2：2014-2019H1 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

外延并购持续推进，发挥协同改善现金流。公司继 18 年收购中再环服 100%股权拓展工业固废处置业务后，拟外延扩张切入危废处理、工业水处理领域，目前收购方案已上报中国证监会行政许可项目申请，相关工作正在积极推进，预计收购完成后，将对公司产生以下影响。**1）发挥协同效应。**新拓展业务将与中再环服 toB 端工业园区业务形成良好协同，有利于扩大收入来源，增厚经营业绩。其中，山东环科业绩承诺 2020 年、2021 年和 2022 年实现扣非归母净利润分别不低于 6,513 万元、7,473 万元、7323 万元，

业绩年化增速 5.8%；森泰环保业绩承诺 2020 年、2021 年和 2022 年实现扣非归母净利润分别不低于 3119 万元、3514 万元、4077 万元，业绩年化增速 14%。**2）改善现金流。**山东环科主营的危废业务毛利率高，现金流状况良好（2018 年经营性现金流净额 6,506 万元），森泰环保主营的工业水处理业务，运营周期较长，长期现金流稳定，预计该收购将有助于优化公司的财务结构，有效改善较为紧张的现金流局面。通过以上收购，公司将进一步实现业务多元化，完善环保产业链布局，有助于优化公司财务状况，提升公司资产规模与盈利水平。

盈利预测与投资评级：假设公司重大资产重组方案 20 年内实施完毕，我们预计公司 2020-2022 年考虑股份摊薄后的 EPS 分别为 0.33/0.37/0.44 元，对应 PE 分别为 17/15/13 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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,881**	**6,443**	**7,274**	**7,962**
现金	819	1,744	1,955	1,781
应收账款	3,814	4,190	4,961	5,549
存货	151	275	218	347
其他流动资产	98	234	141	286
非流动资产	**846**	**1,053**	**1,197**	**1,351**
长期股权投资	101	201	302	403
固定资产	521	644	680	724
在建工程	13	24	32	40
无形资产	138	112	113	114
其他非流动资产	73	71	71	71
资产总计	**5,727**	**7,496**	**8,472**	**9,313**
流动负债	**3,387**	**3,107**	**3,477**	**3,467**
短期借款	1,984	1,984	1,984	1,984
应付账款	211	214	278	286
其他流动负债	1,191	909	1,215	1,197
非流动负债	**515**	**612**	**588**	**705**
长期借款	317	414	390	507
其他非流动负债	198	198	198	198
负债合计	**3,902**	**3,719**	**4,065**	**4,172**
少数股东权益	19	30	39	51
归属母公司股东权益	1,806	3,747	4,367	5,091
负债和股东权益	**5,727**	**7,496**	**8,472**	**9,313**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-172	76	615	85
投资活动现金流	-135	-265	-217	-237
筹资活动现金流	357	1,114	-187	-22
现金净增加额	50	926	210	-174
折旧和摊销	65	64	76	88
资本开支	87	106	44	53
营运资本变动	-743	-726	-271	-931

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,272**	**4,402**	**5,033**	**5,780**
减:营业成本	2,253	2,927	3,385	3,878
营业税金及附加	26	39	44	51
营业费用	82	117	136	152
管理费用	191	258	289	338
财务费用	149	180	184	199
资产减值损失	-132	204	234	268
加:投资净收益	7	7	4	5
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**493**	**684**	**764**	**898**
加:营业外净收支	7	8	7	8
利润总额	**500**	**692**	**772**	**906**
减:所得税费用	94	127	142	171
少数股东损益	4	11	9	11
归属母公司净利润	**402**	**553**	**620**	**724**
EBIT	616	793	865	1,000
EBITDA	681	857	941	1,088

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.29	0.33	0.37	0.44
每股净资产(元)	1.30	2.25	2.63	3.06
发行在外股份(百万股)	1389	1662	1662	1662
ROIC(%)	10.9%	10.0%	10.0%	10.2%
ROE(%)	22.2%	14.9%	14.3%	14.3%
毛利率(%)	31.1%	33.5%	32.7%	32.9%
销售净利率(%)	12.3%	12.6%	12.3%	12.5%
资产负债率(%)	68.1%	49.6%	48.0%	44.8%
收入增长率(%)	4.3%	34.6%	14.3%	14.9%
净利润增长率(%)	27.1%	37.7%	12.1%	16.7%
P/E	18.94	16.46	14.69	12.59
P/B	4.21	2.43	2.09	1.79
EV/EBITDA	16.30	11.77	10.50	9.42

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