

中再资环 (600217.SH)

16年业绩小幅下滑，定增资金到位、渠道优势明显

● 受补贴标准调整影响，16年全年业绩下滑 14.61%

2016年公司实现营业收入14.23亿元，同比下滑11.43%；实现归母净利润1.5亿元，同比下滑14.61%。收入下降主要由于2016年起公司业务占比较大的废弃电视机补贴标准下调15-25元所致；综合毛利率减少17.56个百分点至47.38%。期间费用率同比增加2.39个百分点至11.24%，其中财务费用增幅加大(+23.24%)主要受补贴款延缓到位的影响，融资成本大幅增加导致（融资租赁及资产证券化融资额增加6.4亿元）。

● 1季度收入利润大幅增长，全年业绩有望持续提升

2017年1季度公司实现营业收入3.24亿元，同比增长43.99%，收入大增主要受益拆解量提升；实现归母净利润3756万元，相比同期大幅增加164倍。主营成本下降15.79%，带动综合毛利率大幅提升28个百分点至60.49%。伴随补贴目录新增9类市场空间逐步释放以及公司产品结构调整，我们预计公司业绩有望持续回升。

● 定增募集资金到位，拟增资子公司持续提升竞争力

今年4月公司非公开发行完成，4.6亿元募集资金到位，将全部用于补充流动资金，大幅缓解公司资金压力，降低财务成本；本次定增大股东大比例认购或将加速推动行业整合。公司拟对唐山、江西等5家子公司合计增资4亿元，进一步提升处理网点实力，有望提升市场占有率。

● 依托大股东渠道优势显著，给予“买入评级”

预计公司17-19年EPS分别为0.19元、0.24元、0.30元，对应PE分别为37、30、24倍。公司大股东中再生拥有强大的回收渠道体系，全国回收网络包括70多家分拣中心和5000多个回收网点，公司依托大股东资源，渠道优势明显，长期看好，给予“买入评级”。

● 风险提示

新品类牌照发放进度低于预期；产品结构调整不及预期；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,607.14	1,423.49	2,278.00	2,680.00	3,216.00
增长率(%)	138.36%	-11.43%	60.03%	17.65%	20.00%
EBITDA(百万元)	889.91	641.61	480.37	564.87	677.56
净利润(百万元)	175.15	149.56	273.14	336.11	417.96
增长率(%)	169.98%	-14.61%	82.63%	23.06%	24.35%
EPS(元/股)	0.124	0.106	0.194	0.238	0.296
市盈率(P/E)	83.96	79.65	36.53	29.69	23.87
市净率(P/B)	8.94	6.52	3.46	2.90	2.42
EV/EBITDA	17.59	19.91	20.74	17.57	14.53

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

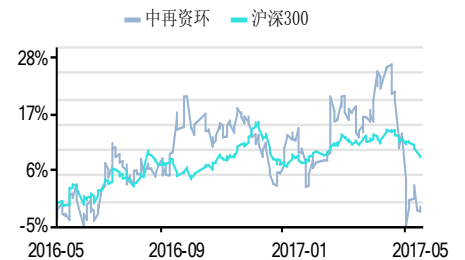
买入

当前价格 7.12元

前次评级 买入

报告日期 2017-05-17

相对市场表现



分析师：郭鹏 S0260514030003

021-60750631

guopeng@gf.com.cn

相关研究：

秦岭水泥(600217.SH)：公司更名获准，定增重启长期发展可期 2016-08-26

*ST秦岭(600217.SH)：毛利率逆势提升，再生王者摘帽在即 2016-03-02

*ST秦岭(600217.SH)：摘帽在即，尽显再生王者风范 2016-02-02

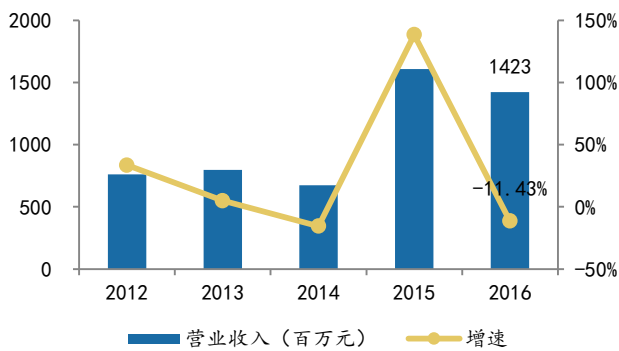
联系人：蒋昕昊 010-59136627

jiangxinhao@gf.com.cn

受补贴标准调整影响，16年全年业绩下滑14.61%

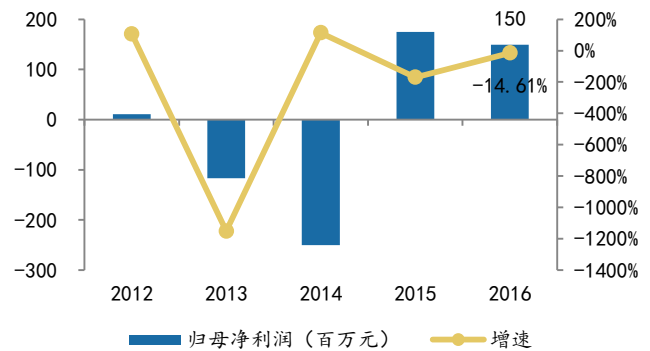
2016年公司实现营业收入14.23亿元，同比下滑11.43%；实现归母净利润1.5亿元，同比下滑14.61%。收入下降主要由于2016年起公司业务占比较大的废弃电视机补贴标准下调15-25元所致；综合毛利率减少17.56个百分点至47.38%。期间费用率同比增加2.39个百分点至11.24%，其中财务费用增幅加大（+23.24%）主要受补贴款延缓到位的影响，融资成本大幅增加导致（融资租赁及资产证券化融资额增加6.4亿元）。

图1：2016年公司收入同比下降11.43%



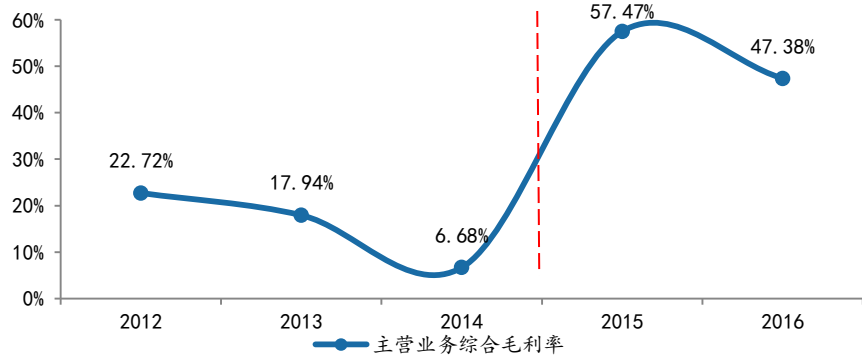
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：2016年公司净利润同比下降14.61%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图3：2016公司废弃电子拆解业务综合毛利率47.38%

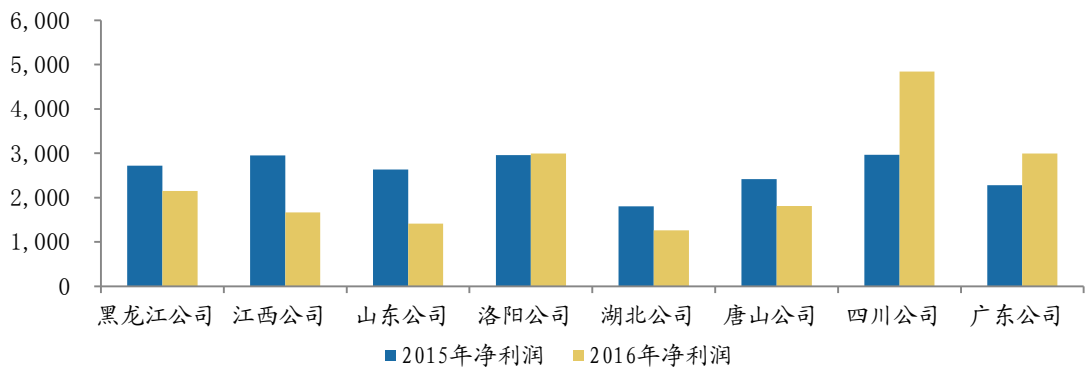


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2017年1季度公司实现营业收入3.24亿元，同比增长43.99%，收入大增主要受益拆解量提升；实现归母净利润3756万元，相比同期大幅增加164倍。主营成本下降15.79%，带动综合毛利率大幅提升28个百分点至60.49%。

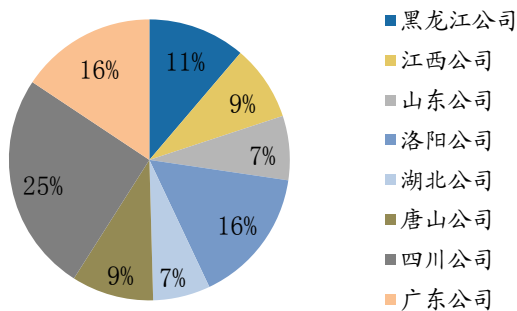
从各子公司业绩结构看，四川、广东、洛阳公司业绩逆势上涨，同比分别增长63%、32%、1%，其余5家子公司业绩均出现下滑，其中山东公司下滑幅度最大达46%。考虑四川、广东、洛阳公司为业绩占比最大3家子公司，净利润合计占比接近60%，致使8家子公司2016年合计净利润仅同比小幅下滑8%，共实现净利润1.91亿元。四川公司盈利能力最强，净利润率达26%，其余子公司利润率较为平稳。

图4：8个子公司2016年业绩情况



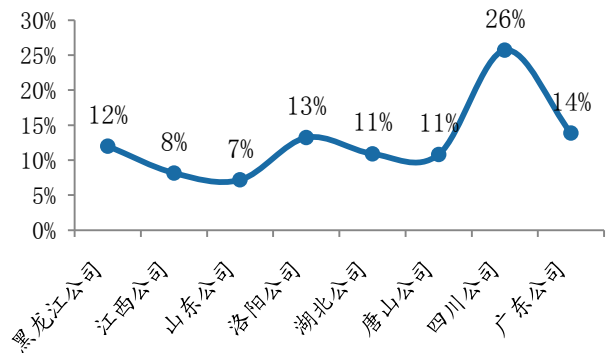
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5：2016年8家子公司净利润占比情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图6：8家子公司净利润率情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

非公募集资金到位，拟增资子公司持续提升竞争力

今年4月公司非公开发行完成，4.6亿元募集资金到位，将全部用于补充流动资金，大幅缓解公司资金压力，降低财务成本；本次定增大股东大比例认购或将加速推动行业整合。公司拟对唐山、江西等5家子公司合计增资4亿元，进一步提升处理网点实力，有望提升市场占有率。

截至2016年底，8家子公司合计电子废弃物拆解产能约1810万台，平均产能利用率约70%。除湖北公司产能利用率93%，达到基本满产状态，其余7家公司产能利用率仍有较大提升空间。伴随补贴目录新增9类市场空间逐步释放、公司产品结构调整以及增资子公司后处理能力提升，我们预计公司业绩有望持续回升。

表1：8个拆解子公司2016年产能及利用率情况

公司名称	产能(万台)	产能利用率	实际产能(万台)
黑龙江公司	280	46%	128.8
江西公司	270	71%	191.913
山东公司	280	67%	187.6
洛阳公司	295	65%	191.75
湖北公司	104	93%	96.72
唐山公司	196	85%	166.6

四川公司	185	75%	138.75
广东公司	200	86%	172
合计	1,810	70%	1,274

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

依托大股东渠道优势显著，给予“买入评级”

预计公司17-19年EPS分别为0.19元、0.24元、0.30元，对应PE分别为37、30、24倍。公司大股东中再生拥有强大的回收渠道体系，全国回收网络包括70多家分拣中心和5000多个回收网点，公司依托大股东资源，渠道优势明显，长期看好，给予“买入评级”。

风险提示

新品类牌照发放进度低于预期；产品结构调整不及预期；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1813	2537	2869	3266	3821
货币资金	137	161	832	871	947
应收及预付	1277	1839	1563	1839	2207
存货	393	528	470	553	664
其他流动资产	7	9	3	3	3
非流动资产	624	682	712	816	920
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	418	408	508	608	708
在建工程	8	4	9	14	19
无形资产	92	94	90	89	87
其他长期资产	107	176	106	106	106
资产总计	2484	3219	3581	4082	4740
流动负债	1228	1238	1563	1711	1929
短期借款	850	631	631	631	631
应付及预收	340	398	932	1080	1298
其他流动负债	38	209	0	0	0
非流动负债	282	898	185	185	185
长期借款	200	185	185	185	185
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	82	713	0	0	0
负债合计	1510	2136	1748	1895	2114
股本	792	792	862	862	862
资本公积	-389	-389	3	3	3
留存收益	474	623	896	1232	1650
归属母公司股东权	923	1026	1761	2097	2515
少数股东权益	51	57	72	89	111
负债和股东权益	2484	3219	3581	4082	4740

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	69	-358	1226	137	174
净利润	187	156	288	354	440
折旧摊销	45	47	1	1	1
营运资金变动	-308	-630	847	-238	-290
其它	144	69	90	20	22
投资活动现金流	5	-43	-96	-98	-98
资本支出	-35	-41	-102	-105	-105
投资变动	39	-3	6	7	7
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-37	441	-459	0	0
银行借款	1930	1527	0	0	0
债券融资	-1523	-1642	-921	0	0
股权融资	0	0	462	0	0
其他	-444	555	0	0	0
现金净增加额	36	40	672	39	76
期初现金余额	23	137	161	832	871
期末现金余额	60	177	832	871	947

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	138.4	-11.4	60.0	17.6	20.0
营业利润增长	192.3	-21.0	103.6	23.1	24.4
归属母公司净利润增长	170.0	-14.6	82.6	23.1	24.4
获利能力(%)					
毛利率	57.5	47.4	24.6	24.6	24.6
净利率	11.6	10.9	12.6	13.2	13.7
ROE	19.0	14.6	15.5	16.0	16.6
ROIC	34.8	26.4	21.8	21.7	22.1
偿债能力					
资产负债率(%)	60.8	66.4	48.8	46.4	44.6
净负债比率	1.0	0.8	-	-	-
流动比率	1.48	2.05	1.84	1.91	1.98
速动比率	1.13	1.57	1.45	1.50	1.54
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.50	0.67	0.70	0.73
应收账款周转率	2.54	0.95	1.83	1.83	1.83
存货周转率	2.64	1.63	3.65	3.65	3.65
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.11	0.19	0.24	0.30
每股经营现金流	0.05	-0.25	0.87	0.10	0.12
每股净资产	1.17	1.30	2.04	2.43	2.92
估值比率					
P/E	84.0	79.6	36.5	29.7	23.9
P/B	8.9	6.5	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	17.6	19.9	20.7	17.6	14.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1607	1423	2278	2680	3216
营业成本	683	749	1717	2020	2424
营业税金及附加	3	2	7	8	10
销售费用	6	9	5	5	6
管理费用	69	69	71	83	100
财务费用	67	82	90	90	90
资产减值损失	551	347	27	27	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	16	6	7	7
营业利润	229	181	369	454	564
营业外收入	13	13	0	0	0
营业外支出	2	4	0	0	0
利润总额	240	190	369	454	564
所得税	54	35	81	100	124
净利润	187	156	288	354	440
少数股东损益	12	6	14	18	22
归属母公司净利润	175	150	273	336	418
EBITDA	890	642	480	565	678
EPS(元)	0.12	0.11	0.19	0.24	0.30

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 陈子坤：首席分析师，金融学硕士，4年中国再生金属分会工作经历，2015年、2016年新财富环保行业第一名。再生资源等领域研究经验丰富。
- 邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡 屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6年中国有色研究设计总院工作经历，2年行业研究经验，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3年国家开发银行工作经历，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。