

公用事业

2017年08月18日

中再资环 (600217)

——金属价格持续回升，电废拆解龙头起航

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年08月18日

收盘价(元)	7.4
一年内最高/最低(元)	9.85/5.82
市净率	4.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5330
上证指数/深证成指	3268.72/10614.08

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	1.84
资产负债率%	62.01
总股本/流通A股(百万)	1411/720
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《1999-12-16_600217_新股分析》
1999/12/16

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
董宜安 A0230516050001
dongya@swsresearch.com

研究支持

王璐 A0230516080007
wanqlu@swsresearch.com

联系人

高蕾
(8621)23297818×7411
gaolei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司是电子废弃物拆解龙头，也是中再生集团旗下唯一上市平台，背靠中再生全国布局渠道及资金优势明显。中再生将旗下8家子公司的废弃电器电子产品(WEEE)拆解业务借壳上市，公司是WEEE拆解行业的龙头企业，共持有8张拆解牌照，占市场牌照总数7%，且WEEE牌照未来不再增长，具备稀缺性。2015年实际拆解量约为1300万台，占WEEE行业总拆解量16%，约超过第二大企业拆解量64%。公司作为中再生唯一上市平台，预计未来背靠供销社强大的全国性渠道，以及集团拥有的雄厚资金优势，借助行业快速增长势头，公司增发4.6亿元补流已于17年4月完成，资产负债率由Q1的70%降低到H1的62%，经过本次财务结构优化后，未来业绩快速增长值得期待。
- 公司核心竞争力之一：全国性网络布局，回收渠道优势明显。公司已有湖北、黑龙江、河南、山东、四川、江西、河北、广东等省份布局8个废弃电器电子产品拆解企业，并在全国建立了7大区域回收网络，11个大型国家级再生资源产业基地。基本覆盖我国经济较为活跃的主要区域。合理化的网络布局降低了物流成本，提高了协同效应。同时，废旧物资回收行业的从业者很多来自于供销系统，由于行业的天然联系和人脉资源关系，公司相对容易地与废弃资源回收大户保持着长期良好的合作关系。部分子公司入选公共机构回收体系中标单位，为回收处理提供稳定货源的有力保障。
- 公司核心竞争力之二：行业发展空间广阔，循环经济方向政策支持明显&大宗商品价格上涨业绩弹性大。废弃电器电子产品拆解未来市场广阔，预计到2020年可达328亿/年。同时，废弃电器电子产品补贴基金有望扩大补贴范围从原来的“四机一脑”至14种。公司已于16年7月22号公告全资子公司江西中再生将收购WEEE拆解公司山东中绿的股份至44%占比。未来公司预计将继续通过外延并购的方式扩大营收规模和区域布局。公司回收品价格较稳定，但拆解后的大宗商品价格过去一年处于上涨周期，17年中报公司毛利率存在明显提升，由16年H1的41%、16年全年47%提升到17年H1的55.28%，利润存在较大弹性空间。
- 公司核心竞争力之三：母公司唯一上市平台，资金雄厚且存在资产注入预期。中再资环是中再生及供销集团下唯一上市平台。中再生集团业务涵盖废旧汽车、废钢铁、废纸、废塑料、废有色、废家电等的资源再利用。目前上市资产为废家电板块，且公司于16年9月20日将公司更名为“中再资源环境股份有限公司”，主营业务战略重点清晰，我们预测未来不排除集团继续注入优质资产的可能。
- 投资评级与估值：我们预计17-19年净利润为2.93、3.75、4.39亿元，对应EPS为0.21、0.27、0.31元/股，对应17、18年35倍和27倍PE，低于行业平均PE的39倍，但我们认为公司作为WEEE行业细分龙头，未来借助集团渠道优势及行业产品补贴扩容，熟练利用ABS等工具优化财务结构，大宗商品整体回暖，公司有望进入业绩快速释放期。并且公司背后集团资产涵盖范围广泛，诸如汽车拆解等循环经济细分蓝海行业逐步进入上升阶段，公司作为集团唯一上市平台，未来资产运作空间大，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：补贴落地缓慢

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,423	875	2,261	2,816	3,300
同比增长率(%)	-11.43	53.98	58.84	24.55	17.19
净利润(百万元)	150	104	293	375	439
同比增长率(%)	-14.61	305.94	95.91	27.99	17.07
每股收益(元/股)	0.11	0.07	0.21	0.27	0.31
毛利率(%)	47.4	55.3	56.0	58.3	60.0
ROE(%)	14.6	6.6	16.5	17.4	16.9
市盈率	66		35	27	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计 17-19 年净利润为 2.93、3.75、4.39 亿元，对应 EPS 为 0.21、0.27、0.31 元/股，对应 17、18 年 35 倍和 27 倍 PE，低于行业平均 PE 的 39 倍，我们认为公司作为 WEEE 行业细分龙头，未来借助集团渠道优势及行业产品补贴扩容，熟练利用 ABS 等工具优化财务结构，大宗商品整体回暖，公司有望进入业绩快速释放期。并且公司背后集团资产涵盖范围广泛，诸如汽车拆解等循环经济细分蓝海行业逐步进入上升阶段，公司作为集团唯一上市平台，未来资产运作空间大，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

四机一脑补贴不变，未来三年拆解台数增长 10-20%

有别于大众的认识

1. 四机一脑的回收量在 2014-2015 年增速相比过去略有降低，市场或有担心未来拆解增速会有下滑。我们认为 WEEE 在近几年将持续保持高速增长。原因有三：

- (1) WEEE 基金新近的补贴调整是为了适应废旧电器品种结构特征，未来空调拆解将放量增长。过去因为拆解成本的原因，空调拆解始终处于停滞状态，基本 95% 以上的拆解品都是电视机。本轮补贴调低了已经接近拆解完毕的电视单台补贴（从 85 元到 65 元），大幅提升了空调的单台补贴力度（从 35 元提高到 130 元）。企业经过 4 年的回收积累，我们预计空调拆解量将进入井喷式增长。
- (2) 从 2016 年起，原有的四机一脑将扩容至 14 项，虽然目前仅有原来的 5 项电器有补贴，但新增 9 项未来有望进入补贴目录，将带来拆解行业大幅放量。且大宗商品价格处于上涨周期，拆解物回收成本较为稳定，公司利润将存在较大弹性。
- (3) 正规企业对非正规企业的替代效应正在逐步显现。从数据可以看出，2014-2015 年的四机一脑回收量增速只有 4%，但具有资质的拆解企业处理量增速却有 25% 之多，说明过去非正规企业对正规企业在抢货时候显现出来的干扰正在逐步降低，拆解数目正在逐步向拥有补贴的正规企业集中。

股价表现的催化剂

补贴扩容落地，外延扩张，集团资产注入，大宗商品涨价

核心假设风险

补贴扩容落地缓慢

目录

1. 公司为电废拆解龙头企业	5
1.1 中再生借壳，电废 WEEE 拆解龙头上市	5
1.2 近三年业绩持续稳定增长	5
1.3 增发补流调节财务结构，资产证券化盘活存量资产	6
2. 电废 WEEE 拆解市场看点：项目扩容+补贴调整+大宗涨价 .7	
2.1 预计补贴调整和项目扩容将带来行业拆解放量	7
2.2 预计 2016-2020 年间 WEEE 拆解市场合计将达到 1400 亿元	9
2.3 公司产品主要为废钢铁&废铜，价格不断上行	10
3.龙头强者愈强：WEEE 拆解市场扩大+深加工	12
3.1 WEEE 基金补贴将导致龙头公司强者恒强	12
3.2 理论市场和实际市场差距大，影响主要是牌照补贴和打击非正规拆解的政策实施力度	12
3.3 精细拆解提高利润空间	13
4. 中再生背靠供销社，为循环经济类航母企业	14
4.1 中国再生资源开发有限公司	14
4.2 中国供销集团有限公司	16
5. 投资建议与盈利预测	18

图表目录

图 1: 2016-2020 年 WEEE 拆解理论市场容量预测 (亿元)	10
图 2: 2007-2017 螺纹钢价格变化情况 (元/吨)	11
图 3: 2010-2017 年废铜价格变化情况 (元/吨)	11
图 4: 2010-2015 年废弃电器电子产品实际处理量 (万台)、理论报废量 (万台)、回收率	12
图 5: 电子废弃物中各组分含量	13
表 1: 2015 年上年年废弃电器电子产品规范处理数量前五名企业集团	5
表 2: 中再资环近三年主要财务指标.....	6
表 3: 增发后中再资环的股权结构	7
表 4: 废弃电器电子产品补贴调整	8
表 5: 其它相关行业政策情况	9
表 6: 电子垃圾拆解理论收益计算表报价.....	13
表 7: 精细拆解及粗放拆解收益对	14
表 8: 供销集团再生资源业务情况 (单位: 亿元, %)	16
表 9: 供销集团再生资源回收情况 (单位: 万吨)	16
表 10: 供销总社直接控股子公司、合营企业和联营企业情况	17
表 11: 环保公用板块重点标的盈利预测表.....	18
表 12: 公司营业收入预测 (单位: 百万元)	19
表 13: 公司营业成本预测 (单位: 百万元)	19
表 14: 公司盈利预测 (单位: 百万元)	19
表 15: 公司资产负债表 (百万元)	19
表 16: 现金流量表 (百万元)	21

1. 公司为电废拆解龙头企业

1.1 中再生借壳，电废 WEEE 拆解龙头上市

中再生借壳秦岭水泥完成废家电拆解资产上市。上市公司秦岭水泥在进行重大重组之前控股股东为冀东水泥，主营水泥业务，连续亏损。进行重大重组后秦岭水泥向控股股东冀东水泥出售公司原有全部资产（含负债），同时，秦岭水泥发行股份购买中再生旗下八家子公司。从而，秦岭水泥的控股股东和实际控制人从重组前的冀东水泥和冀东发展，变成中再生和供销总社。中再生完成废家电资产的借壳上市。

2015 年 4 月，重大资产重组事项获得中国证监会核准。2015 年 6 月，秦岭水泥董监高人员换届全部完成，正式成为中国供销集团控股的第一家上市公司。8 家标的公司股权全部置入上市公司。

公司于 2015 年 11 月起筹划非公开发行股份事宜，2016 年 8 月 31 日，公司本次非公开发行股票的申请获得审核通过。于 2017 年 4 月定增完成，公司总股本变为 14.11 亿股。

2015 年我国废弃电器电子产品实际处理量约为 7500 万台，中再资环实际拆解量约为 1194 万台。由此估算，中再资环 15 年市占率约为 16%，处于行业绝对领先地位。从 15 年 1、2 季度规范处理数据来看，中再生集团规范处理数量是排在第二位的格林美集团的约 1.6 倍，再次凸显了其行业龙头地位。

表 1：2015 年上年年废弃电器电子产品规范处理数量前五名企业集团

排名	集团名称	企业数量	规范处理数量（台）
1	中再生	8	6215756
2	格林美	5	3791359
3	格力	4	2180877
4	TCL	2	1698323
5	桑德	8	1632074

资料来源：环保部，申万宏源研究

根据 2016 年最新统计，中再生集团下辖 8 家子公司，仍占据最大市场份额。格林美下辖 7 家子公司，排名第二。启迪桑德下辖 12 家子公司（11 张资质）排名第三。

1.2 近三年业绩持续稳定增长

2015 年中再资环实现营业收入 16.07 亿元，归母净利润 1.75 亿元，同比增长 4%。近三年业绩持续稳定增长。主要得益于：

表 2：中再资环近三年主要财务指标

指标	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入（百万）	1423.49	1607.14	1499.35
营收增长率（%）	-11.43	7.19	31.47
净利润（百万）	155.79	175.15	168.41
净利增长率（%）	-16.57	4.00	35.22
净利率（%）	10.94	10.90	11.23
ROE（%）	15.73	22.22	29.11

来源：公司公告，申万宏源研究

网络布局初步完成，协同效应明显。中再资环在湖北、黑龙江、河南、山东、四川、江西、河北、广东等省份布局 8 个废弃电器电子产品拆解企业，并配套建设废弃电器电子产品回收网络，基本覆盖东北、华北、华中、华东、华南等我国经济较为活跃的主要区域，废弃电器电子产品回收处理的全国性区域布局已初步完成。合理化的网络布局降低了物流成本，提高了协同效应。

回收渠道多元化，资源有保障。中再资环有多元分散化的回收网络。首先，公司下属废弃电器电子产品拆解企业在周边均投建了大量布局合理、覆盖广泛的回收网点；其次，与废弃资源回收大户保持了长期良好的合作关系，废旧物资回收行业的从业者很多来自于供销系统，由于行业的天然联系和人脉资源关系，公司相对容易地与废弃资源回收大户保持着长期良好的合作关系。还有，部分子公司入选公共机构回收体系中标单位，为回收处理提供稳定货源的有力保障。

拆解物分选和深加工能力强，产品附加值高。中再资环目前已经实现了对 ABS、PS、PP 等废塑料的精细化分选，对废电机、变压器等金属部件的精细化拆解等；同时，实现了对废弃电器电子产品拆解物中的 CRT 锥玻璃、废电路板等产品的进一步加工，形成比较完整的分选和深加工产业链，提升了拆解物的价值。

1.3 增发补流调节财务结构，资产证券化盘活存量资产

大股东大幅参与定增彰显公司发展信心。公司在 17 年 4 月完成了 4.6 亿定增补流方案，面向 5 家机构发行 0.70 亿股，价格为 6.63 元。本次增发中再生及其控股机构银晟和鑫诚合计认购增发总额的 77%，合计 3.54 亿元，增发完成后，公司资产负债率由 70% 下降到 62%，有效缓解公司 WEEE 基金补贴回款慢的境况。公司大股东大幅参与定增彰显对公司未来发展的强烈信心。

表 3：增发后中再资环的股权结构

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1	中再生	340,060,867	25.35	366,887,408	26.00
2	银晟资本	-	-	16,095,925	1.14
3	鑫诚投资	-	-	10,730,616	0.76
4	财通基金管理有限公司 设立并管理的玉泉 399 号资管计划			5,365,308	0.38
	财通基金管理有限公司 设立并管理的玉泉 400 号资管计划			5,365,308	0.38
6	物流基金	-	-	5,365,308	0.38
7	其他股东	1,001,526,656	74.65	1,001,526,656	70.96
	合计	1,341,587,523	100.00	1,411,336,529	100.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2016年9月9日，公司公告称拟以子公司拥有的废弃电器电子产品处理基金补贴款收益权与华泰资管合作开展资产证券化业务，总融资规模不超过人民币5.6亿元。这是公司在盘活存量资产，改善现金流上所做的又一努力，电子废弃物回收补贴发放历时不断加长（3个月延长到12个月），而采购废弃电器电子的付款周期一直较短，截至2016年6月30日，公司应收账款为15.5亿元，公司需要补充流动资金满足业务需求。公司本次的资产证券化业务有望盘活存量资产，把超过30%的应收账款证券化，改善公司现金流，大大增强公司在资金方面的竞争优势，有助于进一步扩大市场份额。

2. 电废 WEEE 拆解市场看点：项目扩容+补贴调整+大宗涨价

2.1 预计补贴调整和项目扩容将带来行业拆解放量

中国 WEEE 拆解基数大，回收率提高明显。中国是电器电子产品生产大国，年生产量约20亿台，其中四机一脑8亿台。同时，中国也是产废大国，每年产生电器电子废弃物约2亿台，位居全球第二，仅次于美国。在 WEEE 基金成立前一直是小作坊拆解方式，这种拆解方式产生的污染严重（例如：广东贵屿和浙江台州），WEEE 基金为了更大的防范环境风险而生。自 WEEE 基金 2012 年成立以来，其补贴企业从 43 家增加到 109 家，累计共拆解

了约 2 亿台废弃电器电子产品。联合国 UNU 有关 2015 年全球电子废弃物研究报告显示：中国 WEEE 综合回收率 28%，仅次于欧盟，超过日本和美国。

WEEE 基金建立是行业发展的最关键因素，并为行业带来迅速成长时期。我国对废弃电器电子产品的管理在 2012 年 7 月 1 号之前采用以旧换新方式，之后借鉴欧美、日本等国惯例，采用生产者责任延伸制管理，并开设了 WEEE 基金。现在对废弃电器电子产品的政策体系日益完善，主要由三项法律和四个办法组成。三项法律包括：《循环经济促进法》、《清洁生产促进法》、《固体废物污染防治法》。四个办法包括：《WEEE 处理目录及调整规定》、《基金征收使用管理办法》、《企业资格许可管理办法》、《处理企业补贴审核指南》。

表 4：废弃电器电子产品补贴调整

产品名称	调整前补贴标准 (元/台)	品种	调整后补贴标准 (元/台)	调整后补贴标准备注
电视机	85	14 寸及以上且 25 寸以下阴极射线管（黑白、彩色）电视机	60	14 寸以下阴极射线管（黑白、彩色）电视机不予补贴
		25 寸及以上阴极射线管（黑白、彩色）电视机，等离子电视机、液晶电视、OLED 电视机、背投电视机	70	
微型计算机	85	台式微型计算机（含主机和显示器）、主机显示器一体形式的台式微型计算机、便携式微型计算机	70	平板电脑、掌上电脑补贴标准另行制定
洗衣机	35	单桶洗衣机、脱水机（3 公斤 < 干衣量 ≤ 10 公斤）	35	干衣量 ≤ 3 公斤的洗衣机不予补贴
		双桶洗衣机、波轮式全自动洗衣机、滚筒式全自动洗衣机（3 公斤 < 干衣量 ≤ 10 公斤）	45	
电冰箱	80	冷藏冷冻箱（柜）、冷冻箱（柜）、冷藏箱（柜）（50 升 ≤ 容积 ≤ 500 升）	80	容积 < 50 升的电冰箱不予补贴
空气调节器	35	整体式空调器、分体式空调器、一拖多空调器（含室外机和室内机）（制冷量 ≤ 14000 瓦）	130	

来源：环保部、申万宏源研究

补贴调整后的政策将改变拆解项目，预计空调拆解将出现井喷式放量。2012 年，财政部、环境保护部等五部委联合发布的《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》正式实施，对废弃电视机、微型计算机、洗衣机、电冰箱、空气调节器（简称“四机一脑”）产品的基金补贴标准做出了规定。2015 年 11 月，新版废弃电器电子产品处理基金补贴标准发布，新补贴标准对补贴做出了调整，自 2016 年 1 月 1 日起施行。

2015 年 2 月，财政部、环境保护部、发改委和工信部、海关总署、税务总局公布了《废弃电器电子产品处理目录（2014 年版）》，自 2016 年 3 月 1 日起实施。目录扩容至 14 种产品：电视机、电冰箱、洗衣机、房间空调器、微型计算机、吸油烟机、电热水器、燃气

热水器、打印机、复印机、传真机、监视器、手机、电话单机。**新增 9 项目录产品的补贴政策预计将在近年内落地，我们认为将带来行业进一步放量。**

表 5：其它相关行业政策情况

时间	政策	备注
2015. 7. 1	资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录	再生铅从 50 减到 30%，金属和非金属退税可观
2016. 1. 1	废弃电器电子产品处理基金补贴标准调整	调整各产品补贴金额
2016. 3. 1	废弃电器电子产品处理目录 2014 版	理论执行，但目前还未执行
2016. 7. 1	电器电子产品有害物质限制使用管理办法	现在所有电子产品含的有害物质要求达到欧盟的标准
2016. 8. 1	国家危险废物名录	把 PCB 和上面的插件定义成废弃物，处置成本一定会提高
2016. 12. 20	“十三五”节能减排综合工作方案	加快新型环保产业发展

资料来源：政府网站，申万宏源研究

2.2 预计 2016-2020 年间 WEEE 拆解市场合计将达到 1400 亿元

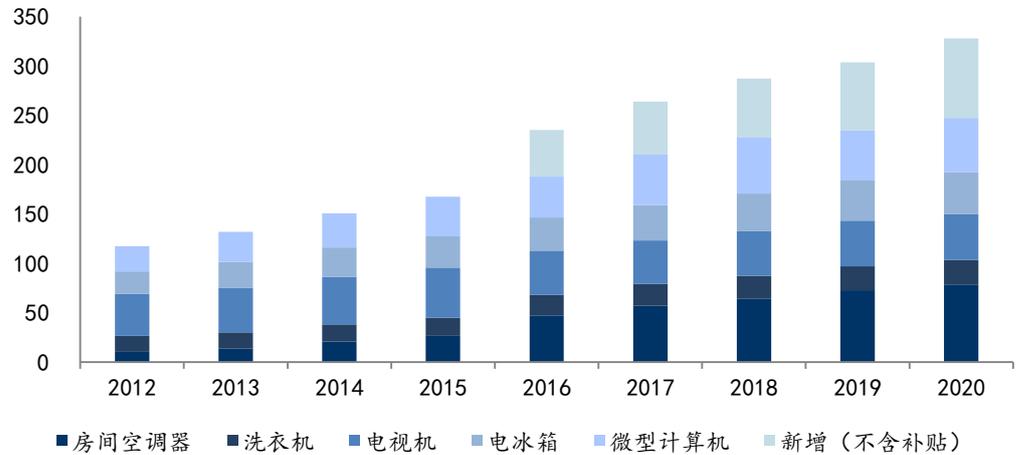
预计 2015 年 WEEE 理论市场大小为 168 亿元，2016 年 WEEE 拆解理论市场预计将达到 235 亿元，而到 2020 年预计市场将增长至 328 亿元，五年合计月 1400 亿元。2015 年我国四机一脑的回收量为 7453 万台。而实际拆解量超过了回收量，原因是消耗了库存。而回收率（实际回收量除以理论回收量）为 59.9%。与联合国的数据比较还存在差距。同时，过去 5 年，电视机的拆解量占比一直居于首位，但有下降趋势。2015 年其拆解量占比 69.7%。而计算机的拆解量占比则在逐年上升，由 2012 年的 4% 上升到 2015 年的 17.3%。

我国家用电器使用寿命为：空调洗衣机电视机 10 年，电冰箱 9 年，计算机 5 年。但因我国东中西不经济发展水平差异较大，二手家电市场活跃，我国空调洗衣机冰箱和电视机的使用寿命取 12 年，计算机取 6 年。比较符合我国实际情况。

根据居民保有量，假定空调、洗衣机、电视机、电冰箱在未来 12 年的后七年内报废 60%。计算机在未来 6 年的后 3 年内报废 60%。估算出理论报废量。

未来五年计算机和空调的理论报废量增长迅速。到 2020 年预计计算机理论报废量达 5812 万台；空调 2776 万台，同比 2015 年分别增长 57.66% 和 98.91%。

图 1：2016-2020 年 WEEE 拆解理论市场容量预测（亿元）



资料来源：WEEE、国家统计局、申万宏源研究

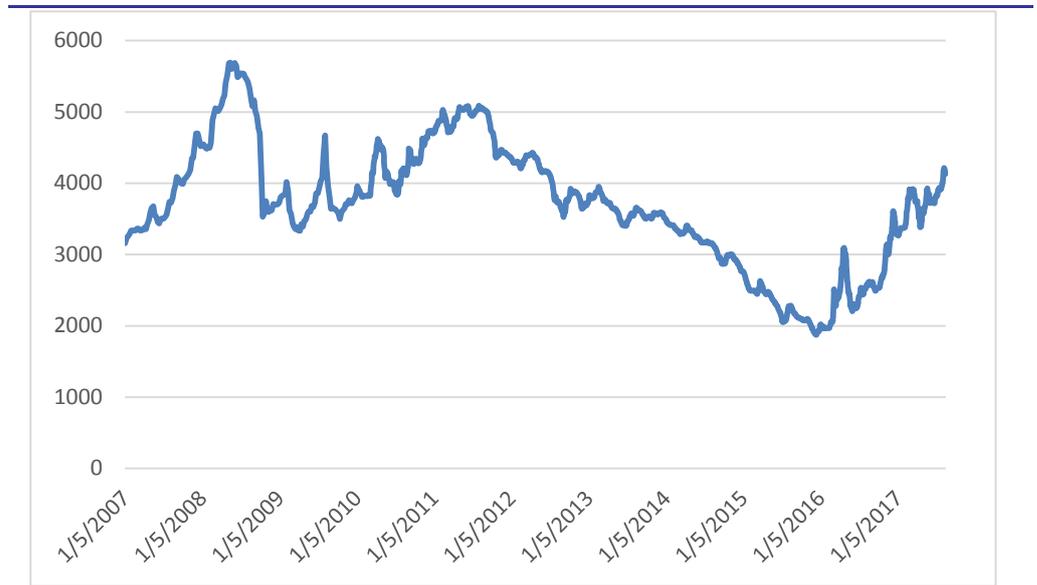
实施新的补贴目录后，2016 年 1-5 月底电视机拆解量出现大幅下降，占比为 55%，微型计算机占比 10%-15%，而洗衣机占比大幅增加达到 17%，电冰箱由于回收量大达到 10%，空调出现急剧上升占比达到 1.87%。

新的目录中电热水器、燃气热水器和油烟机的理论废弃量总重量加起来约等于洗衣机的总重量。打印机、复印机和传真机的总重量约等于冰箱。未来增量十分可观。手机资源价值偏高，但处理工艺会有风险因素，未来的管理可能会区别于其他的品种。根据产销量，假定手机、电话寿命为 6 年。其它产品在 12 年后报废，估算出理论报废量。手机在未来 5 年报废量将有爆发式增长。

2.3 公司产品主要为废钢铁&废铜，价格不断上行

废钢铁行业价格持续走高。近期钢铁价格持续上升，其中螺纹期货表现突出。由于近期的废钢税务稽查，主导钢企部合同户相继取消补贴，加上废钢需求强劲，促使厂家上调废钢采购价格吸引货源。

图 2：2007-2017 螺纹钢价格变化情况（元/吨）



资料来源：申万宏源钢铁，钢联，申万宏源研究

废铜禁止抬高铜价，价格预计进入上行周期。随着 7 月份大宗商品的持续上涨，废铜市场从 4 月份的冲击中逐渐恢复，并再次乐观预期。废铜的需求端主要是地产，目前地产市场还未出现严控之后的大幅度下滑，因此在短期内铜价快速冲高。废铜禁止令将在 19 年执行，预计将进入行业慢牛周期。

图 3：2010-2017 年度废铜价格变化情况（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，申万宏源研究

3.龙头强者愈强：WEEE 拆解市场扩大+深加工

3.1 WEEE 基金补贴将导致龙头公司强者恒强

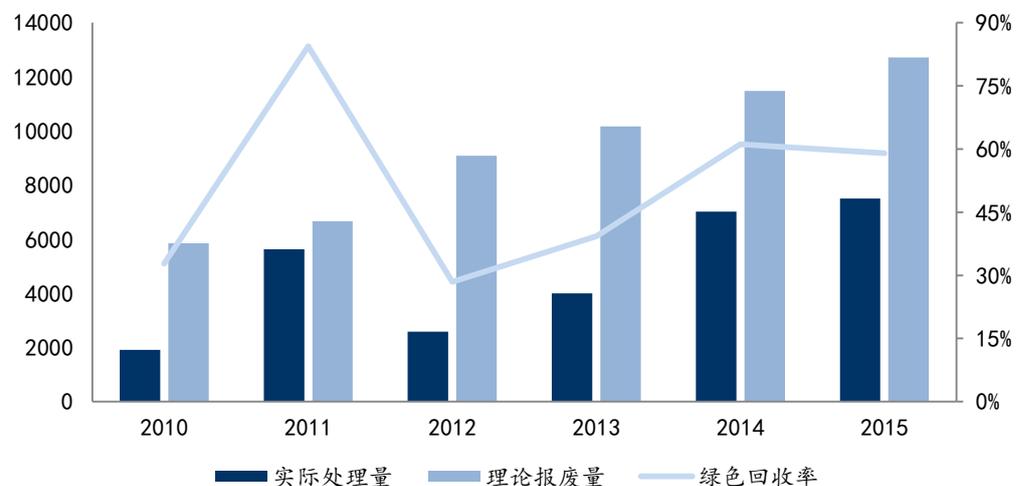
补贴牌照稀缺+资金到位缓慢，资本雄厚的龙头公司强者恒强。2012 年末，纳入处理基金补贴的处理企业为 43 家，2013 年末增加到 91 家，2014 年末增加到 106 家，2015 年第五批基金补贴名录公布后纳入处理基金补贴的企业达到 109 家。准入政策限制了行业竞争。未来 WEEE 为重资金投入行业，基金补贴半年-1 年才能到位（一般滞后 10 个月），国内能动辄拿出 10 个亿拆解 1000 万台的企业较少，中再资环有中再生和背后供销总社的支持，能够提供有力资金保证。

行业未来的重要看点为业内整合。行业内竞争已从以资质企业与不正规小作坊的竞争为主转为有资质企业间的竞争，未来龙头公司将进行业内收购兼并整合，积极加大在回收网络、技术等方面的投入，强者愈强，市场份额将更加集中在龙头公司手中。手机纳入补贴，电脑拆解放量，补贴名录预期从 5 项扩为 14 项，深加工能力成为行业技术壁垒，成就龙头公司技术成本优势。

3.2 理论市场和实际市场差距大，影响主要是牌照补贴和打击非正规拆解的政策实施力度

根据下图数据,可以看到，年处理量远小于理论报废量，原因有三种：1.非法拆解灰色产业链替代效应强；2.二手流通市场分流一部分理应报废的 WEEE（比如空调的再流通率很高）；3.由于假设的家用电器使用寿命年限与实际情况有误差，导致理论报废量和实际报废量有出入。

图 4：2010-2015 年废弃电器电子产品实际处理量（万台）、理论报废量（万台）、回收率



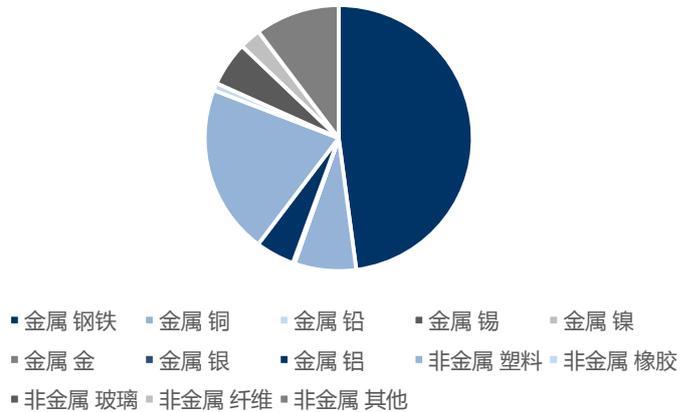
资料来源：WEEE 行业白皮书，申万宏源研究

随着《环保法》配套政策的出台和落实，小而散的不正规拆解作坊生存空间将越来越窄。而随着人均生活水平的提高，超寿命使用的家用电器也将减少。而随着回收网络等的发展预期未来绿色回收率将逐步增加，实际处理量和理论废弃量将越来越接近。

3.3 精细拆解提高利润空间

按照 WEEE 中各组分含量以及 2016 年金属等产出物报价计算可得，每吨 WEEE 完全精细拆解后能够得到收益 7664 元，一个 20kg 的电视机可得拆解收益 153 元；但如果粗放拆解，只按照铁、铜、塑料计算，一吨 WEEE 拆解仅能得到约 4000 元，一个 20kg 的电视机只能拆出约 80 元的收益。且从拆解收益表格中可以看到，金银等稀有金属虽然重量占比很小，但拆解收益很高，是未来精细化拆解的重点。并且注意到，此类贵金属在电路板（PCB）中的含量最为集中，未来手机和电脑中 PCB 占比最高，且保有报废量大，将会是未来 WEEE 拆解重要增长点。

图 5：电子废弃物中各组分含量



资料来源：WEEE 行业白皮书，申万宏源研究

表 6：电子垃圾拆解理论收益计算表报价

原材料	WEEE 含量/%	拆解收益 (2017 年价格为例, 元/吨 WEEE)	2017 年报价 (元/吨)	
金属	钢铁	47.90%	632	4200
	铜	7.44%	2404	49000
	铅	0.08%	11	19000
	锡	0.07%	60	144000
	镍	0.06%	42	84000
	金	0.00%	2616	2747000
	银	0.01%	191	3825
	铝	4.70%	484	16000
	非金属塑料			
非金属橡胶				
非金属玻璃				
非金属纤维				
非金属其他				

非金属	塑料	20.60%	927	7000
	橡胶	0.90%	23	13000
	玻璃	5.40%	97	1413
	纤维	2.60%	55	2100
	其他	10.24%	123	1200
合计		100.00%	7664	

资料来源：WEEE 基金，申万宏源研究

精细拆解收益将达到粗放拆解收益的约两倍。由粗放拆解转化为精细拆解市场容量将进一步扩大。

表 7：精细拆解及粗放拆解收益对

	电冰箱	空调	洗衣机	电视机 (CRT)	电脑
平均重量 (kg)	48.17	50.33	25.75	21.90	10.00
精细拆解收益	369.19	385.74	197.35	167.85	76.64
粗放拆解收益	190.92	199.48	102.06	86.80	39.63

资料来源：环保部，申万宏源研究

4. 中再生背靠供销社，为循环经济类航母企业

4.1 中国再生资源开发有限公司

中国再生资源开发有限公司为中华全国供销合作总社社属企业，是我国最大的专业性再生资源回收利用企业和行业领军企业。以销售收入计，中再生公司是业内规模最大的再生资源回收利用企业。公司以废钢铁、废纸、废塑料、废家电、废有色、废不锈钢、报废汽车等品种的回收加工利用为主营业务，在业内第一个通过 ISO9001 国际认证和 ISO14001 环境体系认证；第一个建立规范化的再生资源回收市场和无害化的再生资源示范基地；第一个用现代化连锁经营方式推动回收网络体系建设；第一个在废塑料处理中做到了水循环利用、污水集中处理。

公司同时在天津设有再生资源研究所、全国再生资源科技信息中心和全国再生资源行业特有工种技能鉴定站等科研机构，并积极与各科研机构、高等院校合作，研发制定废旧物资分类回收标准和处理技术，为提高行业整体水平作出贡献。

中再生在全国 23 个省（区、直辖市）初步建立起环渤海、东北、华东、中南、华南、西南和西北等七大区域回收网络，拥有近 50 家分、子公司，以及建立 11 个大型国家级再生资源产业示范基地、3 个区域性集散交易市场、70 多家分拣中心和 5000 多个回收网点。现拥有 27 家废钢经营分子公司及 40 多个废钢加工配送中心、70 余家废纸打包厂、8 家大型废家电拆解厂、4 家废塑料加工厂、2 家废不锈钢加工厂、2 家造纸厂、1 家再生铜厂、1 家再生铝厂，年回收加工能力可达 1000 万吨，废家电年拆解能力达 1,274 万台，初步形成了辐射全国，集回收、分拣、加工和成品销售于一体的网络体系。

中再生下有 5 个大型产业基地。其中西南再生资源产业园区（内江基地）由中再资环子公司四川中再生资源开发有限公司负责开发、运营、管理。山东临沂再生资源产业基地由中再资环子公司山东中绿资源再生有限公司联合山东临沂中再生联合开发有限公司负责开发、运营和管理。中国（洛阳）再生资源产业示范基地由中再资环子公司中再生洛阳投资开发有限公司投资运营。

而广东清远华清循环经济园（清远基地）是中再生投资建设的第一个大型再生资源产业园区，由全资子公司广东华清再生资源有限公司负责开发、运营和管理。华清循环经济园三期规划 2380 亩，建设 500 个拆解厂房、废钢铁分拣加工中心、废纸分拣加工中心、废旧灯管处理中心、废电池回收处理中心、有色金属商品交易中心和科技研发中心等。2015 年底可以全部投产，实现年循环利用各类“城市矿产”资源 120 万吨，其中：废铜 40 万吨，废钢铁 40 万吨，废铝 20 万吨，废塑料及其它 20 万吨。

中国·常州再生资源产业示范基地由公司全资子公司江苏中再生投资开发有限公司负责开发、运营和管理，规划占地 1000 亩，划分为市场交易区、示范加工区、无害化处理区、物流仓储区、管理服务区五个功能区。该项目全部建成投产后，可形成年回收处理废旧物资 150 多万吨，提供工业原料及再生制品 100 多万吨，产值超过 100 多亿的循环经济产业园区。

西南再生资源产业园区（内江基地）由公司子公司四川中再生资源开发有限公司负责开发、运营和管理。园区总投资 34 亿元，规划面积 5000 亩。是一个集回收分拣、集散交易、示范加工、物流配送、污染治理、管理培训、科技研发、公共服务等诸多功能于一体的再生资源循环利用产业示范区，通过自建深度加工项目和引入大型固废企业合作提升产业层次、扩大经营规模，通过多元化、多维度的发展，致力建设聚集型、生态型、服务型、科技型产业集群园区。最终达到年聚集并处理各类再生资源 185 万吨；拆解废弃电器电子产品 200 万台套；拆解报废汽车 5 万辆的规模；年累计销售收入实现 100 亿元。

山东临沂再生资源产业基地是我国最大的废旧家电拆解厂、最大的废旧家电回收中心，现有废弃电器电子产品拆解线 10 条，年拆解处理能力 150 万台。

中国（洛阳）再生资源产业示范基地由子公司中再生洛阳投资开发有限公司投资运营，总体规划占地 520 亩，投资 10.85 亿元。二期工程包括废钢回收加工项目、废纸废塑料加工项目、废旧家电拆解加工项目、报废汽车拆解及稀有贵金属提炼项目、再生资源交易市场项目、无害化处理项目、科技研发及信息服务平台。二期工程全部建成投产后，将实现年处理加工废旧钢铁 30 万吨，拆解废旧家电 90 万台，加工废纸 50 万吨，加工废塑料 8 万吨，拆解报废汽车 1.4 万台，交易各类废旧物资 80 万吨，无害化处理各种有害物质 10 万吨，形成年销售收入 30 亿元，缴纳税利 5 亿元的经营规模。

截至 2015 年末，中再生公司经审计总资产为 173.31 亿元，净资产为 6.33 亿元。2015 年度中再生公司实现营业收入 178.90 亿元，净利润为 -0.69 亿元，主要由于家电拆解补贴审核发放较慢，废钢等回收业务税收返还资金尚未到账，导致公司净利润为负。

4.2 中国供销集团有限公司

中国供销集团有限公司是国务院批准成立的我国大型涉农流通产业集团，截至 2016 年 9 月底，中国供销集团总资产超过 1000 亿元，营业收入达到 860 亿元。2015 年中国供销集团销售额 1392.97 亿元，同比增长 0.057%。其中农业生产资料类销售额 767.61 亿元，增长 1.98%；日用消费品零售额 84.91 亿元，增长 4.39%；棉花销售额 237.14 亿元，增长-8.70%；再生资源销售额 211.68 亿元，增长-10.93%。2015 年全国供销合作社全系统实现销售总额 43,052.5 亿元，同比增长 14.4%。其中，农业生产资料类销售额 7,205.1 亿元，同比增长 9.3%；日用消费品类销售额 13,232.9 亿元，同比增长 16.2%；主要农副产品类销售额 7,205.1 亿元，增长 9.3%；再生资源类销售额 2,369.1 亿元，增长 3%。

从公司收入结构来看，农资和再生资源业务是公司最主要的收入来源，其次是棉花业务和日用消费品业务。2013-2015 年度及 2016 年 1-3 月，公司农资业务收入占全部主营业务收入比例分别为 54.46%、54.05%、55.11%、43.73%，公司再生资源业务收入占全部主营业务收入比例分别为 18.39%、16.87%、15.20%、23.16%。

2013 年，再生资源业务毛利率较低，主要原因是：由于拆解物销售价格低于收购成本，四川中再生、洛阳中再生、黑龙江中再生、湖北鑫丰及山东中绿等废家电拆解企业毛利为负，直接影响再生资源业务整体毛利水平。2014 年，再生资源业务毛利率 2.99%，主要原因是：从 2014 年开始，废家电拆解补贴由国家财政补贴改为基金补贴，政策常态化，因此，财务核算上将废家电拆解补贴收入从营业外收入调入营业收入，废家电拆解业务毛利率高于 20%，拉高了再生公司整体毛利率。2015 年，再生资源业务毛利率 2.85%，低于 2015 年，主要原因为再生资源主要品种销售单价有所下降，但公司及时调整采购政策，毛利率下降幅度不大。

表 8：供销集团再生资源业务情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
业务收入	43.20	265.74	211.68	234.81
占主营业务比例	16.77	20.74	15.20	16.87
毛利	-0.25	10.01	11.74	10.55
毛利率	-0.57	3.77	5.55	4.49

来源：中国供销集团有限公司 2017 年度第二期超短期融资券募集说明书，申万宏源研究

资源回收量方面，公司再生资源类回收网络广泛，拥有回收网点 5,000 多个及各类再生资源分拣加工中心 78 个，年回收再生资源能力达 400 多万吨，具有较强的规模优势。2012 年公司与海尔集团签订战略合作协议，全面承接其 12 个工业园区的废弃物处理业务，并同沃尔玛、哈飞汽车等企业奠定废旧物资回收合作协议。此外，公司建立了广泛的点对点回收网络，目前承接全国 5,000 多家国家机关单位的电子废弃物独家回收处理业务。

表 9：供销集团再生资源回收情况（单位：万吨）

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
废钢	118.04	624.62	256.83	234.50
废纸	64.49	393.35	353.28	169.41
废有色	0.54	4.18	4.86	2.78

废塑料	5.26	17.05	71.51	55.89
其他	74.45	1220.40	994.60	529.51
合计	262.78	2259.60	1681.08	992.09

来源：中国供销集团有限公司主体与相关债项 2017 年度跟踪评级报告，申万宏源研究

表 10：供销总社直接控股子公司、合营企业和联营企业情况

序号	公司名称	主营业务	注册资本	持股比例
直接控股子公司				
1	中国农业生产资料集团公司	经营化肥、农药、农膜等	30200	100
2	中华棉花集团有限公司	棉花、麻类、棉短绒及副产品等	50000	100
3	中国再生资源开发有限公司	废旧物资、残次呆滞原料	10000	38
4	新合作商贸连锁集团有限公司	批发粮油食品、饮料、副产品等	30000	57.45
5	北京全国棉花交易市场有限责任公司	承办全国棉花交易市场	10160	59.05
6	中棉工业有限责任公司	棉花机械、农用机械等	6000	73.84
7	中合联投资有限公司	投资管理、资产管理	30000	83.84
8	中国供销农产品批发市场控股有限公司	投融资、农副产品市场开发建设、	12064.18	87.06
9	中国供销集团庐山北斗星国际饭店有限公司	主营餐饮、住宿	2100	100
10	中国供销（海南）实业发展有限公司	预制水产品加工、冷冻（藏）	3065	83.69
11	中国供销集团南通供销产业发展有限公司	农业生产资料、农副产品、日用消费品	21100	100
12	中再生资源再生开发有限公司	回收、开发、销售可利用再生资源	23900	100
13	中合置业有限公司	房地产开发与经营	30000	94
14	中合餐茂（北京）有限公司	餐饮服务	200	100
15	中国供销集团（宁波）海洋经济发展有限公司	农副产品初加工	20500	60.98
16	大连再生资源交易市场有限公司	承办再生资源交易所	5000	100
17	中国供销石油有限公司	成本油的仓储、批发和零售	50000	51
18	供销集团财务有限公司	信用鉴证和相关的业务咨询、代理业务等业务	50000	100
19	供销海外发展（深圳）供应链管	供应链管理及相关配套服务	3000	100

	理有限公司				
20	中国供销电子商务股份有限公司	互联网电子商务	20000		67
21	供销集团北京鑫诚投资基金管理有限公司	非证券业务的投资管理、咨询	3000		30
		合营公司			
22	天津汇贤房地产开发有限公司	房地产开发	4157		51
		联营公司			
23	北京中合启元商贸有限公司	销售定型包装食品及饮料	800		10
24	烟台北方城投资开发有限公司	开办市场、农副产品批发、零售	5000		12.5
25	浙江东海商品交易中心有限公司	大宗商品交易	10		10
26	供销集团慧农资本控股有限公司	投资管理；投资咨询；资产管理；企业管理；经济贸易咨询；销售机械设备、棉花、化肥、日用品、文化用品、体育用品、针纺织品、服装鞋帽、金属材料、塑料制品、橡胶制品	100		100
27	中合供销五期（上海）股权投资基金合伙企业	股权投资，创业投资，投资管理，投资咨询	32.49		32.49
28	北京九州星河酒店管理有限公司	酒店管理	2000		35

来源：中再生半年报，申万宏源研究

5. 投资建议与盈利预测

核心假定风险一：补贴基金标准降低

核心假定风险二：扩容补贴落地缓慢

我们预计 17-19 年净利润为 2.93、3.75、4.39 亿元，对应 EPS 为 0.21、0.27、0.31 元/股，对应 17、18 年 35 倍和 27 倍 PE，低于行业平均 PE 的 39 倍，我们认为公司作为 WEEE 行业细分龙头，未来借助集团渠道优势及行业产品补贴扩容，熟练利用 ABS 等工具优化财务结构，大宗商品整体回暖，公司有望进入业绩快速释放期。并且公司背后集团资产涵盖范围广泛，诸如汽车拆解等循环经济细分蓝海行业逐步进入上升阶段，公司作为集团唯一上市平台，未来资产运作空间大，首次覆盖给予“增持”评级。

表 11：环保公用板块重点标的盈利预测表

	代码	简称	2017/8/17	EPS			PE			PB
			最新收盘价	16A	17E	18E	16A	17E	18E	
WEEE 拆解行业 重点公司	002340.SZ	格林美	6.66	0.11	0.12	0.16	68	56	42	3.6
	000826.SZ	启迪桑德	33.98	1.1	1.26	1.61	31	27	21	3.1
	002672.SZ	东江环保	15.91	0.39	0.47	0.64	41	34	25	4.3
		合计					47	39	29	3.7

资料来源：WIND，申万宏源研究

表 12: 公司营业收入预测 (单位: 百万元)

营业收入	2014	2015	2016	2017	2018	2019
废电子产出物		1607.14	1423.49	2,261.0	2,816.1	3,299.7
合计	674.2	1,607.1	1423.49	2,261.0	2,816.1	3,299.7

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 13: 公司营业成本预测 (单位: 百万元)

营业成本	2014	2015	2016	2017	2018	2019
废电子产出物		683.5	749.1	994.7	1,173.9	1,319.0
合计	742.4	683.5	749.1	994.7	1,173.9	1,319.0

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 14: 公司盈利预测 (单位: 百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	760	798	1,499	1,607	1,423	2,261	2,816	3,300
二、营业总成本	778	927	1,302	1,380	1,259	1,889	2,337	2,738
其中: 营业成本	588	656	742	683	749	995	1,174	1,319
营业税金及附加	0	5	4	3	2	4	5	5
销售费用	29	33	5	6	9	14	17	20
管理费用	97	127	53	69	69	110	137	160
财务费用	52	99	70	67	82	44	39	44
资产减值损失	12	8	429	551	347	724	966	1,189
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	0	2	16	0	0	0
三、营业利润	(18)	(128)	197	229	181	372	479	562
加: 营业外收入	28	10	24	13	13	13	13	13
减: 营业外支出	1	0	1	2	4	4	4	4
四、利润总额	10	(117)	220	240	190	381	488	571
减: 所得税	0	0	42	54	35	76	97	114
五、净利润	10	(117)	178	187	156	305	391	458
少数股东损益	(1)	(0)	10	12	6	12	16	18
归属于母公司所有者的净利润	11	(117)	168	175	150	293	375	439
六、基本每股收益	0.02	(0.18)	(0.38)	0.17	0.11	0.34	0.44	0.51
全面摊薄每股收益	0.01	(0.08)	0.12	0.12	0.11	0.21	0.27	0.31

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 15: 公司资产负债表 (百万元)

资产负债表	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	51	29	125	137	161	295	74	74
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	157	154	1,131	1,277	1,839	2,872	3,557	4,153

其中： 应收账款	22	12	1,112	1,239	1,756	2,789	3,473	4,070
其他应收款	3	1	12	9	13	13	13	13
应收票据、预付款项	131	141	7	29	71	71	71	71
应收利息	0	0	0	0	0	0	0	0
应收股利	0	0	0	0	0	0	0	0
存货	136	123	296	393	528	86	149	595
其他流动资产	16	2	14	7	9	9	9	9
流动资产合计：	360	308	1,566	1,813	2,537	3,262	3,789	4,831
可供出售金融资产	0	2	7	7	26	26	26	26
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0	45	45	45	45
长期股权投资	2	0	0	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	32	31	34	(2)	(5)	(7)
固定资产	1,528	1,623	428	418	408	381	353	326
在建工程	114	41	2	8	4	4	4	4
无形资产类	226	257	93	91	92	92	92	92
其中： 无形资产	226	257	93	91	92	92	92	92
商誉	0	0	0	0	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	3	3	3	3
递延所得税资产	0	0	44	68	71	71	71	71
其他非流动资产	0	0	0	0	0	0	0	0
非流动资产合计：	1,870	1,924	608	624	682	619	589	560
资产总计	2,230	2,232	2,174	2,437	3,219	3,881	4,378	5,390
短期借款	571	50	597	887	840	631	666	1,166
其中： 短期借款	570	50	530	850	631	422	457	957
一年内到期的非流动负债	1	0	67	37	209	209	209	209
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	457	282	324	291	360	478	564	634
其中： 应付票据	39	19	92	70	30			
应付账款	253	180	171	80	173			
预收款项	21	17	6	27	65			
应付职工薪酬	152	63	10	29	14			
应交税费	(7)	4	45	84	78			
应付利息	0	0	0	1	0	0	0	0
应付股利	0	0	0	0	0	0	0	0
其他应付款	47	60	375	49	38			
其他流动负债	1	1	0	0	0	0	0	0
流动负债合计：	1,075	394	1,296	1,228	1,238	1,147	1,269	1,839
长期借款	1,030	1,730	60	200	185	170	155	140
应付债券	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	5	78	82	712	712	712	712
其中： 长期应付款	0	0	0	0	637			

专项应付款	0	0	0	0	0			
预计负债	0	0	0	0	0			
其它非流动负债	6	5	78	82	75			
递延所得税负债	0	0	0	1	1	1	1	1
非流动负债合计	1,036	1,801	139	282	898	883	868	853
负债合计	2,111	2,195	1,434	1,510	2,136	2,030	2,136	2,691
股本	661	661	402	792	792	862	862	862
资本公积	250	285	0	(389)	(389)	3	3	3
减：库存股	0	0	0	0	0	0	0	0
盈余公积	68	68	35	55	73	109	155	209
未分配利润	(857)	(974)	263	419	550	807	1,137	1,522
归属于母公司所有者权益合计	122	40	700	876	1,026	1,781	2,157	2,596
少数股东权益	(4)	(3)	39	51	57	70	85	103
股东权益合计	119	37	740	927	1,083	1,851	2,242	2,699
负债和股东权益总计	2,230	2,232	2,174	2,437	3,219	3,881	4,378	5,390

资料来源：wind, 申万宏源研究

表 16: 现金流量表 (百万元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	10	(117)	178	187	156	305	390	458
加：计提的资产减值准备	12	8	76	99	5	724	966	1,189
固定资产折旧	92	137	39	42	44	29	29	29
无形资产摊销	6	8	2	2	2	0	0	0
长期待摊费用摊销	0	0	0	1	1	0	0	0
公允价值变动损失 (收益以“—”号列示)	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用 (收益以“—”号列示)	49	95	71	70	82	44	40	44
投资损失 (收益以“—”号列示)	(0)	(2)	0	(2)	(16)	0	0	0
递延所得税资产减少 (增加以“—”列示)	0	0	(19)	(24)	(2)	0	0	0
递延所得税负债增加 (减少以“—”列示)	0	0	0	0	0	0	0	0
存货的减少 (增加以“—”列示)	(4)	13	(9)	(193)	(141)	(282)	(1,029)	(1,634)
经营性应收项目的减少 (增加以“—”列示)	41	(53)	(274)	(148)	(548)	(1,033)	(685)	(597)
经营性应付项目的增加 (减少以“—”列示)	(254)	(163)	113	34	59	118	86	70
其它						0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	(48)	(74)	179	69	(358)	(95)	(202)	(441)
收回投资所收到的现金	0	0	0	15	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	0	0	0	2	16	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	3	0	0	1	0	0	0	0

投资活动现金流入小计	3	1	0	33	16	0	0	0
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	263	28	108	36	41	0	0	0
投资所支付的现金	0	0	0	0	19	0	0	0
投资活动现金流出小计	263	28	108	28	60	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(260)	(28)	(107)	5	(43)	0	0	0
吸收投资收到的现金	0	0	25	0	0	462	0	0
取得借款收到的现金	1,365	750	1,735	1,930	1,527	(15)	264	694
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	16	46	1,141	0	0	0
筹资活动现金流入小计	1,365	750	1,776	1,976	2,668	447	264	694
偿还债务支付的现金	945	570	1,707	1,523	1,642	209	209	209
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	85	93	77	55	63	44	40	44
支付的其它与筹资活动有关的现金	1	1	159	435	523	0	0	0
筹资活动现金流出小计	1,031	664	1,943	2,013	2,227	253	249	254
筹资活动产生的现金流量净额	334	86	(166)	(37)	441	195	15	441
现金及现金等价物净增加额	26	(16)	(95)	36	40	100	(187)	0
货币资金的期初余额	12	39	132	37	74	161	261	74
货币资金的期末余额	39	23	37	74	113	261	74	74
每股现金流量								
资产负债表与现金流量表货币资金余额的差值	13	7	88	63	47			
误差	0	0	0	0	0	0	0	0

资料来源: wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。