

强烈推荐-A (维持)

中再资环 600217.SH

当前股价: 6.15 元

2018 年 02 月 27 日

集团股权激励计划获批, 优质资产注入预期增强

基础数据

上证综指	3292
总股本 (万股)	138866
已上市流通股 (万股)	72020
总市值 (亿元)	85
流通市值 (亿元)	44
每股净资产 (MRQ)	1.2
ROE (TTM)	14.6
资产负债率	65.0%
主要股东	中国再生资源开发有
主要股东持股比例	26.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-21	-31
相对表现	2	-30	-49



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《中再资环 (600217) — 环保部发改委等六部委发文, 废弃回收行业将迎产能控制》2017-08-21

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

事件:

2018 年 2 月 27 日, 公司发布关于控股股东拟实施经营者持股的公告。公司接中国再生资源开发有限公司 (以下简称“中再生”) 通知, 中再生经营者持股方案日前已经中华全国供销合作总社办公厅批复同意。中再生经营者拟受让除中国供销集团有限公司以外的其他三方股东持有的中再生的 25% 股权。

评论:

1、集团股权激励计划获批, 优质资产注入预期增强

2018 年 2 月 27 日, 公司公告, 接中国再生资源开发有限公司 (以下简称“中再生”) 通知, 中再生经营者持股方案日前已经中华全国供销合作总社办公厅批复同意。中再生经营者拟受让除中国供销集团有限公司以外的其他三方股东持有的中再生的 25% 股权。

股权受让前, 中国再生资源开发有限公司的主要股东及持股比例分别如下: 中国供销集团有限公司 (38%)、温州市远华企业有限公司 (27%)、上海明卓投资有限公司 (20%)、北京宝旺投资有限公司 (15%)。其中中国供销集团有限公司是中华全国供销合作总社的全资子公司。

表 1: 股权受让前中再生股东信息

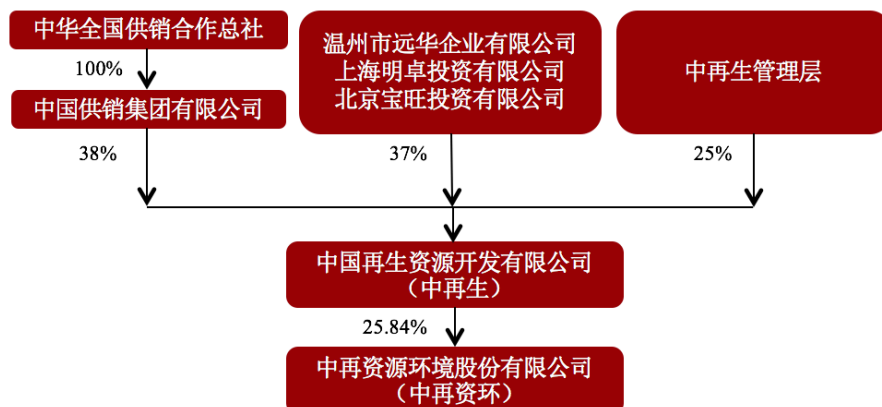
序号	股东	持股比例	认缴出资额 (万元)	认缴出资日期	股东类型
1	中国供销集团有限公司	38.00%	3800	2006-05-31	企业法人
2	温州市远华企业有限公司	27.00%	2700	2006-07-10	企业法人
3	上海明卓投资有限公司	20.00%	2000	2006-07-07	企业法人
4	北京宝旺投资有限公司	15.00%	1500	2006-07-07	企业法人

资料来源: 公司公告、招商证券

该经营者持股方案实施后, 中国供销集团有限公司持有中再生的股权比例不变, 中国供销集团有限公司仍为中再生的控股股东, 中华全国供销合作总社仍为实际控制人。

截止公告发布之日, 中再生持有中再资环股份 358,891,083 股, 占总股数的 25.84%, 为公司控股股东。中再生实施上述经营者持股方案后, 中再资环的控股股东仍为中再生, 实际控制人仍为中国供销集团有限公司, 最终控制人仍为中华全国供销合作总社。

图 1：股权受让后中再生股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

中再生是我国最大的专业性再生资源回收利用企业，在全国建立了 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，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。中再资环背靠中再生，为供销总社旗下再生资源业务的唯一整合平台。此次中再生经营者持股方案实行后，集团的优质资产注入的预期将进一步增强。在此背景下，公司当前市值处于显著低估水平。

2、上市公司行业龙头地位稳固，渠道和资源优势显著

中再资环是国内较早介入废弃电器电子产品回收处理业务的企业，主要通过回收废弃电器电子产品进行拆解、分拣和部分深加工，将其中可用二次资源出售获取部分收入，此外通过处理废弃电器电子产品获取相应基金补贴也是公司的重要收入来源。上市公司目前所属 8 家子公司均拥有国家废弃电器电子产品处理资格，均列入国家财政部、环境保护部、发展改革委、工业和信息化部共同公布的废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单。其中：5 家子公司为第一批基金补贴企业，1 家子公司为第二批基金补贴企业，2 家子公司为第三批基金补贴企业。

根据环境保护部废弃电器电子产品处理管理信息系统显示，全国纳入国家废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单的企业共计 109 家。故公司牌照市场占比为 7% 左右。公司背靠母公司和实际控制人具备强大的渠道和资源优势，行业龙头地位稳固。

3、下游商品价格上涨，上游回收价格维持低位

公司实现营业收入和归母净利润分别为 15.53 亿和 1.49 亿，同比增速分别为 75.32% 和 135.24%。公司业绩增长一方面来自于拆解量的增长，另一方面来自于下游大宗商品的价格上涨。16 年以来，受供给侧改革和环保督查持续趋严的政策压力，周期行业大宗商品价格出现持续上涨，公司下游拆解产物废旧钢铁、塑料、铜、玻璃等同样价格持续上涨，直接带来公司主营收入的增长。

行业内共计 109 家企业具备废弃电器电子产品回收资格，资格获取由于涉及危废业务需要市级环保局文件审核，短期新增可能性较小。由于补贴发放较慢，市场上已有一

半小公司倒闭，目前尚存桑德、格林美、TCL 长虹等主要竞争对手。此外，没有牌照的小作坊由于环保督察工作开展也面临关停压力，行业整合阶段开启，市场竞争格局也开始改变。公司凭借回收网络和规模优势，回收端价格将得到有效控制。大宗价格上涨，回收价格维持低位，将保证今年的利润空间。

4、行业补贴政策有望改善，资金压力缓解范围扩张

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。2015 年 2 月 9 日，国家发展改革委、环境保护部、工业和信息化部、财政部、海关总署、税务总局共同公布了《废弃电器电子产品处理目录（2014 年版）》，自 2016 年 3 月 1 日起，纳入国家废弃电器电子产品处理基金补贴目录的有电视机、电冰箱、洗衣机、空气调节器、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、移动通信手持机和电话单机等 14 类产品。目前，国家相关部委尚未发布新增吸油烟机、电热水器、燃气热水器、打印机、复印机、传真机、监视器、移动通信手持机和电话单机等 9 类废弃电器电子产品处理基金补贴的标准。待补贴政策新增 9 类落地后，一方面依赖于补贴基金的拆解企业现金流压力将在一定程度得到缓解，另一方面拆解业务范围也将进一步扩张，公司作为龙头企业的优势将进一步体现。

5、维持“强烈推荐”评级

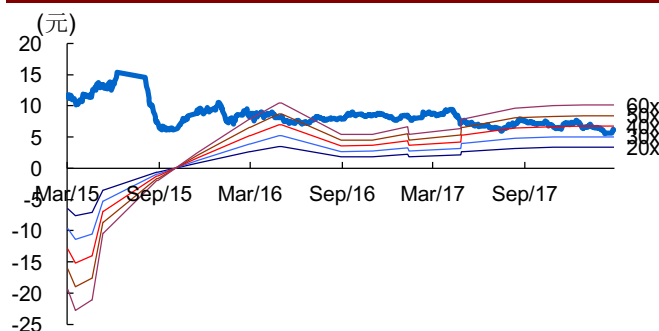
综合考虑行业整合趋势、上下游价格变化情况，预计 2017-2019 年公司归属净利润分别为 2.13、2.75、3.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.15、0.20、0.25，对应估值分别为 40.1、31.1、24.8 倍。考虑到未来集团资产注入预期和公司行业龙头地位，目前从市值来看仍处于低估水平，维持“强烈推荐-A”评级。

6、风险提示

若废弃电器电子产品收购价格上涨，回收端优势无法建立，毛利率回到正常水平，盈利能力将无法显著提升。

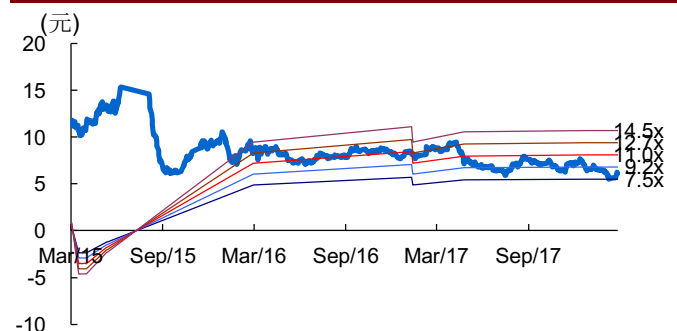
若补贴力度不及预期，未来现金流将受到影响，经营压力增加；若补贴范围扩大政策迟迟不落地，业务范围扩张将受影响。

图 2：中再资环历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：中再资环历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1813	2537	3257	4204	5277
现金	137	161	139	178	264
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	2	2	3
应收款项	1239	1756	2334	3000	3734
其它应收款	9	13	17	22	27
存货	393	528	665	871	1084
其他	35	78	101	132	164
非流动资产	624	682	663	647	632
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	418	408	399	391	384
无形资产	91	92	82	74	67
其他	115	183	182	182	181
资产总计	2437	3219	3921	4851	5909
流动负债	1228	1238	1648	2356	3138
短期借款	850	631	1176	1777	2449
应付账款	80	173	221	290	361
预收账款	27	65	83	109	135
其他	270	369	169	181	193
长期负债	282	898	898	898	898
长期借款	200	185	185	185	185
其他	82	713	713	713	713
负债合计	1510	2136	2546	3254	4035
股本	792	792	862	862	862
资本公积金	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)
留存收益	474	623	836	1047	1309
少数股东权益	51	57	66	78	92
归属于母公司所有者权益	876	1026	1308	1519	1782
负债及权益合计	2437	3219	3921	4851	5909

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	69	(358)	(321)	(358)	(314)
净利润	175	150	213	275	345
折旧摊销	45	47	53	51	49
财务费用	70	82	88	123	171
投资收益	(2)	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	(207)	(624)	(676)	(812)	(888)
其它	(13)	4	17	22	26
投资活动现金流	5	(43)	(18)	(18)	(18)
资本支出	(36)	(41)	(34)	(34)	(34)
其他投资	41	(3)	16	16	16
筹资活动现金流	(37)	441	317	414	418
借款变动	552	(107)	336	602	671
普通股增加	131	0	70	0	0
资本公积增加	(674)	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(64)	(82)
其他	(45)	548	(88)	(123)	(171)
现金净增加额	36	40	(22)	39	87

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1607	1423	1914	2460	3062
营业成本	683	749	957	1254	1562
营业税金及附加	3	2	3	4	5
营业费用	6	9	9	12	15
管理费用	69	69	88	113	141
财务费用	67	82	88	123	171
资产减值损失	551	347	521	625	750
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	16	16	16	16
营业利润	229	181	264	344	435
营业外收入	13	13	13	13	13
营业外支出	2	4	4	4	4
利润总额	240	190	273	353	445
所得税	54	35	51	67	85
净利润	187	156	222	286	359
少数股东损益	12	6	9	11	14
归属于母公司净利润	175	150	213	275	345
EPS（元）	0.17	0.11	0.15	0.20	0.25

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	138%	-11%	34%	28%	25%
营业利润	-192%	-21%	46%	30%	27%
净利润	-170%	-15%	42%	29%	26%
获利能力					
毛利率	57.5%	47.4%	50.0%	49.0%	49.0%
净利率	10.9%	10.5%	11.1%	11.2%	11.3%
ROE	26.5%	14.6%	16.3%	18.1%	19.4%
ROIC	11.4%	10.0%	10.3%	10.5%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	62.0%	66.4%	64.9%	67.1%	68.3%
净负债比率	44.6%	31.8%	34.7%	40.5%	44.6%
流动比率	1.5	2.0	2.0	1.8	1.7
速动比率	1.2	1.6	1.6	1.4	1.3
营运能力					
资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.6	1.6	1.6	1.6	1.6
应收帐款周转率	2.5	1.0	0.9	0.9	0.9
应付帐款周转率	5.7	5.9	4.9	4.9	4.8
每股资料（元）					
每股收益	0.17	0.11	0.15	0.20	0.25
每股经营现金	0.05	-0.27	-0.23	-0.26	-0.23
每股净资产	0.65	0.76	0.94	1.09	1.28
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.06	0.07
估值比率					
PE	35.5	55.2	40.1	31.1	24.8
PB	9.4	8.0	6.5	5.6	4.8
EV/EBITDA	72.2	79.3	60.2	47.0	37.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

丛逸：清华大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5% 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。