

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

业绩符合预期, 量价齐升促增长

——中再资环(600217)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2018-03-20)

发布日期: 2018年03月21日

收盘价(元)	6.52
一年内最高/最低(元)	9.85/5.45
沪深300指数	4077.7
市净率(倍)	5.38
流通市值(亿元)	46.96

基础数据(2017-12-31)

每股净资产(元)	1.21
每股经营现金流(元)	-0.39
毛利率(%)	44.09
净资产收益率-摊薄(%)	12.94
资产负债率(%)	64.98
总股本/流通股(万股)	138865.98/72019.77
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《中再资环(600217)公司深度分析: 废弃电器电子拆解龙头, 拆解物涨价助力业绩反弹》 2018-01-29

投资要点:

- **经营环境好转, 全年业绩增速符合预期。**18年3月20日, 公司发布17年年报, 全年公司实现营业总收入23.38亿元, 同比增长60%; 归母净利润2.18亿元, 同比增长55.22%; 17年公司营业总收入及归母净利润一举扭转14年来增速放缓局面, 整体经营状况符合预期。
- **废弃电器电子拆解量增长较快, 预计18年进一步增加。**17年公司废弃电器电子拆解物销售量45.76万吨, 同比增长52.1%。主要原因: 市场非理性竞争减弱、产能扩张、国内需求好转、资金压力减轻。值得关注的是, 公司在行业低迷期, 产能扩张迹象明显。剔除收购的云南巨路、浙江兴合, 原有清远、洛阳、江西、绥化子公司合计新增拆解产能589.7万台/年, 预计18年公司处理量进一步增长。
- **毛利率小幅下滑, 预计未来有望保持平稳。**17年公司销售毛利率44.09%, 同比下滑3.22个百分点。毛利率下滑可能的原因: 废弃电器电子收购成本上升, 并且中东部地区收购竞争压力高于西部地区; 另一方面, 公司根据市场资源情况主动调整拆解品种结构, 也影响公司拆解毛利率。
- **资产减值损失计提占比下降, 部分拆解基金补贴超预期收回。**17年底, 公司计提存货跌价准备5.34亿元, 资产减值准备/营收回落1.61个百分点; 应收账款余额30.52亿元, 同比增长69.7%, 应收账款结构中拆解基金补贴29.73亿元, 占比97.35%。18年2月, 公司收到财政部拨付的6.22亿元家电补贴基金款, 对后续补贴及时发放形成良好预期。
- **维持公司“增持”投资评级。**预计公司2018、2019年全面摊薄EPS分别为0.22元、0.29元, 按照2018年3月20日收盘价6.52元/股计算, 相应PE为29.5倍、22.5倍。公司目前估值水平相对于同行业稍微偏高, 但考虑公司经营环境的边际改善, 维持公司“增持”投资评级。

风险提示: 拆解基金补贴迟迟不到位, 资金占用增加; 拆解基金补贴标准下降; 大宗商品价格下跌, 下游拆解物价格下降。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1423.5	2338.2	2775.7	3303.1	3672.3
增长比率	-11.4%	60%	18.7%	19.0%	11.2%
净利润(百万元)	149.6	217.6	307.3	402.7	500.6
增长比率	-14.6%	55.22%	41.2%	31.1%	24.3%
每股收益(元)	0.11	0.16	0.22	0.29	0.36
市盈率(倍)	60.5	41.6	29.5	22.5	18.1

资料来源: 贝格数据, 中原证券

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

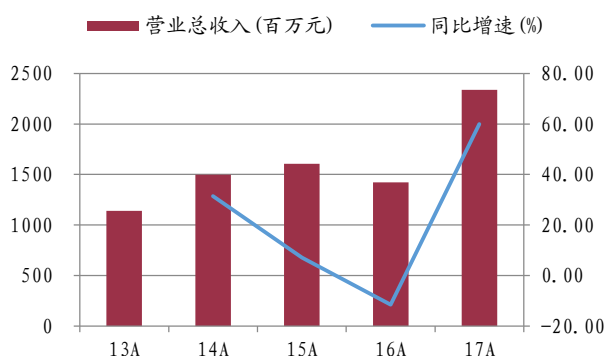
1. 事件:

18年3月20日,公司发布17年年报:全年公司实现营业总收入23.38亿元,同比增长60%;实现营业利润2.58亿元,同比增长49.12%;实现归属于上市公司股东的净利润2.18亿元,同比增长55.22%;扣非后归母净利润2.12亿元,同比增长53.32%;基本每股收益0.16元,同比增长52.54%;加权平均净资产收益率15.06%,同比提升0.49个百分点。

2. 点评:

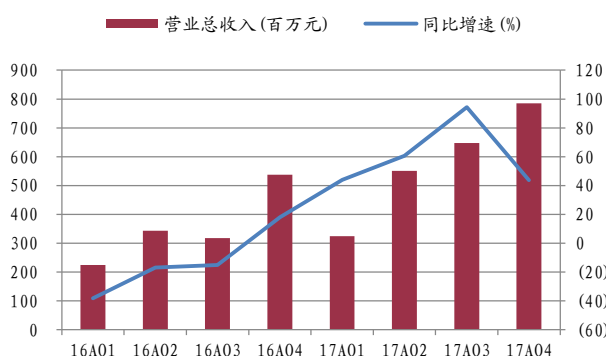
全年业绩增速符合预期。17年公司废弃电器电子业务取得较快发展,全年实现营业总收入23.38亿元、归母净利润2.18亿元,均创15年重组后新高。单季度来看,17年第一至第四季度分别实现营业总收入3.24、5.51、6.47、7.85亿元,呈现逐季度增长趋势,同比增长43.99%、60.52%、94.36%、43.73%。17年公司营业总收入及归母净利润一举扭转14年来增速放缓局面,并取得快速增长,主要得益于经营环境好转,拆解量价齐升、流动资金紧张问题得以缓解以及公司拆解品种结构优化等因素。公司整体经营状况符合预期,同时,公司预计18年第一季度归母净利润5500-6500万元,同比增长46.4%-73%,继续向好趋势明显。

图 1: 2013-17 年公司营业总收入及同比增速



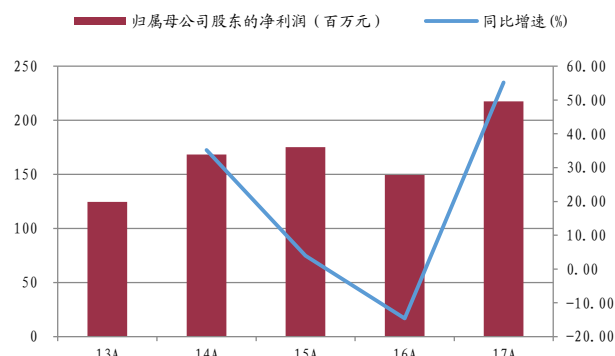
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2016-17 年公司单季度营收及同比增速



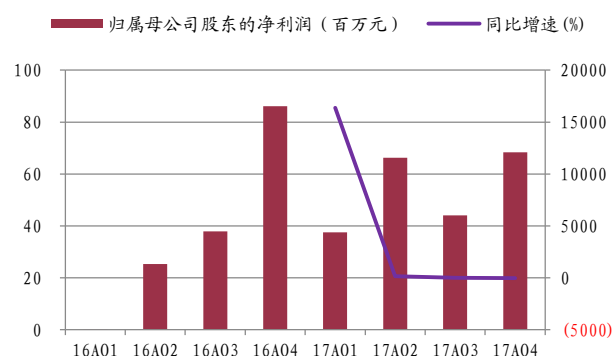
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2013-17 年公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2016-17 年公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

废弃电器电子拆解量增长较快,预计18年拆解量进一步增加。目前公司核心业务为“四机一脑”的拆解,收入占比100%。废弃电器电子拆解营业收入的增长主要归功于拆解物量价

齐升。其中，17 年公司生产废弃电器电子拆解物 41.72 万吨，同比增长 21.75%；销售量 45.76 万吨，同比增长 52.1%；库存量 3.73 万吨，同比下跌 51.19%。

销售量的增长主要原因有四：

其一，受益于国家环保政策趋严，手工作坊拆解处理厂退出市场，弱小正规企业降低开工率，市场非理性竞争减弱，龙头公司的市占率提升；其二，公司分别于 17 年 8 月收购兴合环保 100%股权、17 年 9 月收购云南巨路 60%股权，合计新增公司拆解产能 260 万台/年，拆解能力增加；其三，国家从 18 年开始禁止洋垃圾入境，以进口废塑料等原材料为主的再生料生产企业改由国内采购，市场需求好转，另外，拆解物挂钩的大宗商品价格维持高位，拆解物市场售价上升；其四，公司于 17 年 4 月完成 4.62 亿元的非公开发行股票，明显降低了流动资金压力，为公司增加拆解量奠定资金基础。

值得关注的是，公司在行业低迷期，产能扩张迹象明显。根据子公司披露的经营情况来看，公司合计设计产能 2660 万台/年，同比增长 46.94%。剔除新收购的云南巨路、浙江兴合，清远、洛阳、江西、绥化子公司分别新增拆解设计拆解能力 100、165、269.7、55 万台/年。另外，公司出资设立湖北丰鑫再生资源有限公司，进一步巩固公司对终端废弃资源的掌控能力。

预计 18 年随着产能利用率的提升，公司处理量有望进一步增长。

图 5: 17 年公司废弃电器电子拆解物销售量及同比增速

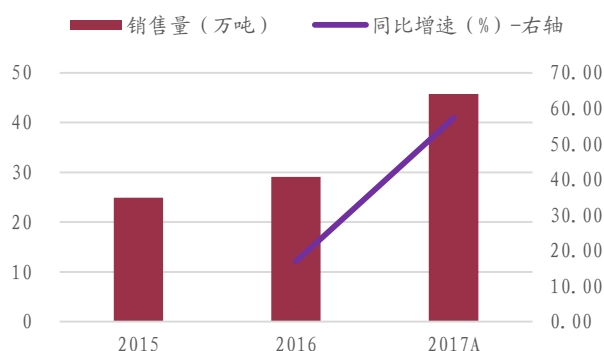
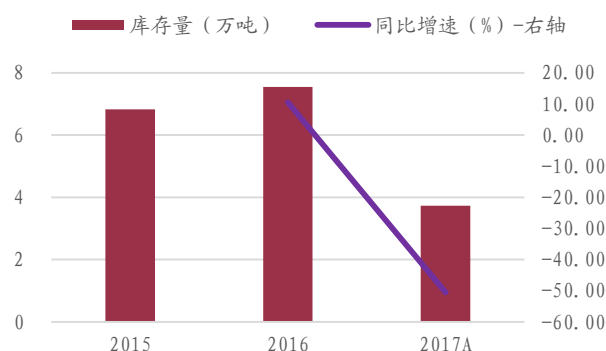


图 6: 17 年公司废弃电器电子拆解物库存量及同比增速



资料来源：公司公告，中原证券

资料来源：公司公告，中原证券

表 1: 17 年子公司废弃电器电子拆解处理能力及产能利用率情况

子公司名称	地点	总拆解能力 (万台)	产能利用率 (%)	实际拆解量 (万台)
广东华清废弃电器电子产品综合利用项目	广东清远	300	79	237
山东中绿废弃电器电子产品综合利用项目	山东临沂	280	80	224
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	185	100	185
唐山中再生废弃电器电子产品综合利用项目	河北玉田	196	55	107.8
洛阳废弃电器电子产品综合处理项目	河南洛阳	460	51	234.6
蕲春鑫丰废弃电器电子产品综合利用项目	湖北蕲春	104	98	101.92
江西废弃电器电子产品回收处理中心项目	江西新建	540	48	259.2
绥化废弃电器电子产品综合利用项目	黑龙江绥化	335	83	278.05
浙江蓝天废旧家电回收处理有限公司	衢州市	140	55	77
云南巨路环保科技有限公司	云南省昆明市	120	50	60
合计		2660	66.34	1764.57

资料来源：公司公告，中原证券

拆解物涨价提升单台拆解收入，预计未来涨幅趋缓。公司的废弃电器电子拆解物包括 CRT 屏玻璃、废塑料、废钢铁、废铜、PCB 板等。根据子公司拆解处理能力和产能利用率反推，公司 17 年拆解量约为 1764.57 万台，同比增长 38.49%。单台收入 132.51 元，同比增长 18.61%；单台拆解成本 74.08，同比增长 26%。公司单台收入增长的原因为：废弃电器电子拆解物拆解收入占比约 40%左右，受供给侧改革影响，大宗商品价格出现显著上涨，与大宗商品价格相关联的废弃资源出现涨价，从而带动均台收入增加，另一方面，可能与公司拆解品种的结构调整有关。预计 18 年废弃电器电子拆解物涨幅趋缓，其价格受大宗商品价格影响明显。

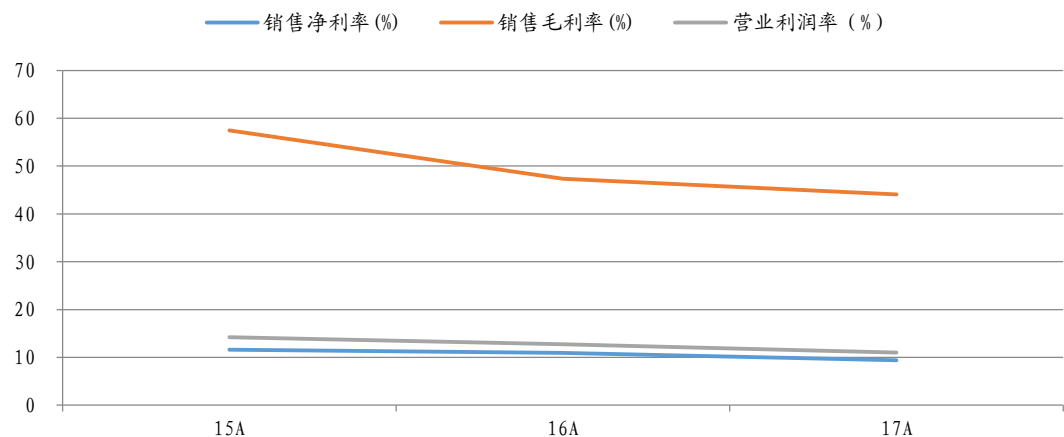
表 2：单台废弃电器电子拆解收入及成本粗略估算（拆解数量由反推而来，可能存在偏差）

	2016	2017
拆解数量（万台）	1274.13	1764.57
单台收入（元）	111.72	132.51
单台成本（元）	58.79	74.08

资料来源：中原证券

毛利率小幅下滑，预计未来有望保持平稳。17 年公司销售毛利率 44.09%，同比下滑 3.22 个百分点；营业利润率 11.02%，同比下滑 1.7 个百分点；销售净利率 9.41%，同比下滑 1.53 个百分点。销售毛利率下滑的直接原因为公司营业成本增幅超过营业收入增幅，尤其是中东部地区更为显著。可能的原因为，废弃电器电子的收购成本增速高于拆解收入增速，并且中东部地区的废弃电器电子收购竞争压力高于西部地区，另一方面，公司根据市场资源情况主动调整拆解品种结构，也影响公司拆解毛利率。

图 7：15-17 年公司盈利能力变化情况

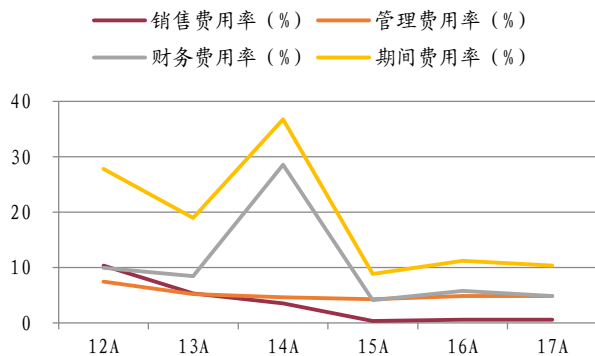


资料来源：Wind，中原证券

期间费用控制较好，财务费用率下降明显。17 年全年，公司三项费用合计支出 2.42 亿元，同比增长 51.53%；期间费用率 10.37%，同比回落 0.87 个百分点。具体至单项费用，销售费用 0.14 亿元，同比增长 65.04%；管理费用 1.14 亿元，同比增长 57.98%；财务费用 1.15 亿元，同比增长 33.17%。财务费用增速显著低于收入增速，主要原因为公司非公开发行股票募集资金减少了外部融资。考虑到补贴基金到账时间较长，预计未来财务费用仍可能较快增长，公司期间费用有望保持平稳。

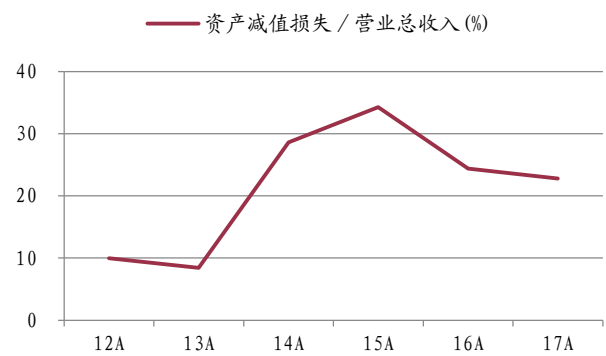
资产减值损失计提占比下降，未来仍具备下降空间。我国执行拆解基金补贴制度，拆解物价值与收购成本形成倒挂，公司期末对于剩余拆解物按照市场价值计提存货跌价准备。17 年年末，公司计提存货跌价准备 5.34 亿元，资产减值损失占营业收入比例 22.79%，同比回落 1.61 个百分点。在废弃钢铁、废塑料、废铜等拆解物价格提升背景下，公司积极去库存，对缓解资金压力、增加存货周转率显然有利。随着公司销售力度的增加、拆解物价格上行，公司计提的资产减值损失占比仍有下降空间。

图 8: 12-17 年公司期间费用率变化情况



资料来源: Wind, 中原证券

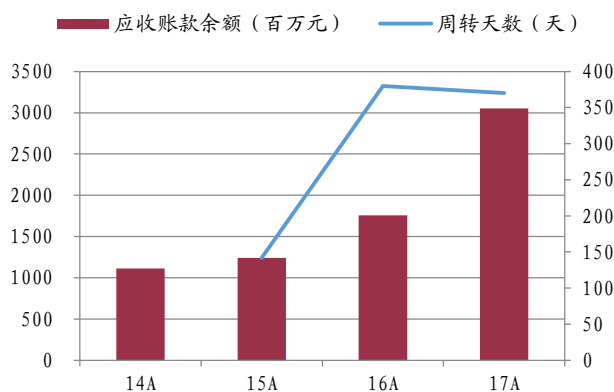
图 9: 12-17 年公司资产减值损失/营业总收入情况



资料来源: Wind, 中原证券

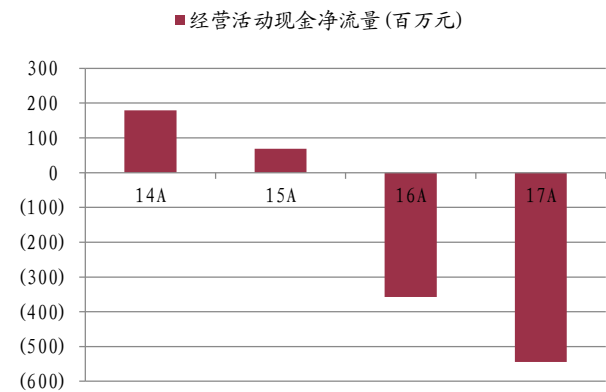
应收账款快速增长，部分拆解基金补贴超预期收回。由于拆解补贴到位时间长，公司营收增长的同时面临较大的资金垫付压力。截至到 17 年底，公司账上应收账款余额 30.52 亿元，同比增长 69.7%，资产占比 63.27%。应收账款结构中废弃家电拆解基金补贴 29.73 亿元，占比 97.35%。公司经营活动现金净流量-5.44 亿元，同比下降 45.61%。公司的废弃电器电子拆解补贴款项从 15 年下半年开始被延迟发放。而 18 年 2 月，公司收到财政部划拨的 6.22 亿元家电补贴基金款，显然对公司的资金压力形成明显缓解，以及对后续补贴及时发放形成良好预期。18 年 2 月 20 日，公司发布公告拟从中再生和供销财务公司拆借 16 亿元补充流动资金，融资成本不高于同期央行贷款基准利率。集团对公司积极的资金支持对公司业务拓展形成极大的促进作用，有利于拆解量进一步增加。

图 10: 14-17 年公司应收账款及周转天数



资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 14-17 年公司经营活动现金净流量



资料来源: Wind, 中原证券

3. 盈利预测及估值

维持公司“增持”投资评级。公司作为我国废弃电器电子拆解细分行业龙头公司，建立完善的全国网络回收体系，并依靠央企较强的融资能力，不断扩大处理规模，行业地位领先。随着下游拆解物价格回升，废弃电器电子拆解补贴逐步发放，集团公司的大力资金支持，以及公司优化处理品种、加强精细化生产，公司基本面呈现向好趋势发展。

预计公司 2018、2019 年全面摊薄 EPS 分别为 0.22 元、0.29 元，按照 2018 年 3 月 20 日收盘价 6.52 元/股计算，相应 PE 为 29.5 倍、22.5 倍。公司目前估值水平相对于同行业稍微偏高，但考虑到公司领先的行业地位，经营环境的边际改善，维持公司“增持”投资评级。

4. 风险提示

- 1) 拆解基金补贴迟迟不到位，资金占用增加；
- 2) 拆解基金补贴标准下降；
- 3) 大宗商品价格下跌，下游拆解物价格下降。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1423.5	2338.2	2775.7	3303.1	3672.3	成长性					
减: 营业成本	749.1	1,307.2	1,507.5	1,742.6	1,882.1	营业收入增长率	-11.4%	60%	18.7%	19.0%	11.2%
营业税费	2.3	19.4	23.0	27.4	30.5	营业利润增长率	-21.0%	49.12%	44.8%	31.1%	24.3%
销售费用	8.5	14.1	16.7	19.8	22.0	净利润增长率	-14.6%	55.22%	41.2%	31.1%	24.3%
管理费用	69.2	113.7	134.9	160.5	178.5	EBITDA 增长率	-8.9%	30.9%	26.1%	27.2%	18.8%
财务费用	82.3	114.5	87.9	110.8	114.4	EBIT 增长率	-11.0%	33.6%	31.1%	30.1%	20.4%
资产减值损失	347.3	533.0	632.6	752.8	836.9	NOPLAT 增长率	-6.3%	43.9%	23.9%	30.1%	20.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.2%	73.4%	34.4%	23.9%	-0.9%
投资和汇兑收益	16.4	0.9	-	-	-	净资产增长率	16.8%	56.0%	50.9%	16.0%	17.1%
营业利润	181.1	257.6	373.1	489.1	608.0	利润率					
加: 营业外净收支	9.3	6.6	-	-	-	毛利率	47.4%	44.1%	45.7%	47.2%	48.7%
利润总额	190.4	264.2	373.1	489.1	608.0	营业利润率	12.7%	11.0%	13.4%	14.8%	16.6%
减: 所得税	34.6	44.1	62.3	81.6	101.5	净利润率	10.5%	9.3%	11.1%	12.2%	13.6%
净利润	149.6	217.6	307.3	402.7	500.6	EBITDA/营业收入	21.8%	17.3%	18.4%	19.7%	21.0%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	18.5%	15.0%	16.6%	18.2%	19.7%
货币资金	160.6	577.4	685.3	815.5	906.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	104	68	58	44	35
应收帐款	1,768.5	3,070.1	3,535.5	5,111.2	4,501.8	流动营业资本周转天数	419	388	473	518	517
应收票据	1.3	24.9	6.1	30.8	10.3	流动资产周转天数	550	505	613	653	652
预付帐款	69.3	47.3	87.2	68.3	99.7	应收帐款周转天数	381	372	428	471	471
存货	528.1	292.8	1,107.1	511.2	1,236.5	存货周转天数	116	63	91	88	86
其他流动资产	9.1	9.4	9.4	9.4	9.4	总资产周转天数	715	619	715	734	720
可供出售金融资产	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	投资资本周转天数	447	372	466	502	498
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	14.6%	12.9%	12.1%	13.7%	14.5%
投资性房地产	34.0	32.3	32.3	32.3	32.3	ROA	4.8%	4.6%	5.0%	5.6%	6.8%
固定资产	407.9	473.8	427.0	380.2	333.3	ROIC	12.2%	17.5%	12.5%	12.1%	11.8%
在建工程	3.7	19.6	19.6	19.6	19.6	费用率					
无形资产	91.5	113.2	109.9	106.6	103.3	销售费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	118.6	137.3	151.9	151.7	151.7	管理费用率	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
资产总额	3,219.1	4,824.3	6,197.6	7,263.2	7,431.1	财务费用率	5.8%	4.9%	3.2%	3.4%	3.1%
短期债务	631.0	1,908.5	1,834.7	1,945.5	2,059.9	三费/营业收入	11.2%	10.4%	8.6%	8.8%	8.6%
应付帐款	211.1	213.0	276.1	289.3	321.3	偿债能力					
应付票据	30.0	11.0	36.3	18.4	40.7	资产负债率	66.4%	65.0%	58.9%	59.3%	53.4%
其他流动负债	366.3	221.3	258.5	213.5	280.5	负债权益比	197.2%	185.5%	143.0%	145.6%	114.5%
长期借款	185.0	141.0	529.1	1,126.1	551.7	流动比率	2.05	1.71	2.26	2.65	2.50
其他非流动负债	712.8	640.1	712.8	712.8	712.8	速动比率	1.62	1.58	1.80	2.45	2.05
负债总额	2,136.1	3,134.8	3,647.5	4,305.6	3,967.0	利息保障倍数	3.20	3.07	5.24	5.41	6.32
少数股东权益	57.3	7.5	11.1	15.8	21.7	分红指标					
股本	791.8	838.9	1,388.7	1,388.7	1,388.7	DPS (元)	-	-	-	-	-
留存收益	233.9	843.1	1,150.4	1,553.1	2,053.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,083.0	1,689.5	2,550.2	2,957.6	3,464.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	155.8	220.1	307.3	402.7	500.6	EPS (元)	0.11	0.16	0.22	0.29	0.36
加: 折旧和摊销	47.3	56.6	50.1	50.1	50.1	BVPS (元)	0.74	1.21	1.83	2.12	2.48
资产减值准备	4.8	-109.7	-	-	-	PE (X)	60.5	41.6	29.5	22.5	18.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	8.8	5.4	3.6	3.1	2.6
财务费用	82.1	120.0	87.9	110.8	114.4	P/FCF	99.5	1,230.0	-21.0	72.2	106.2
投资收益	-16.4	-0.9	-	-	-	P/S	6.4	3.9	3.3	2.7	2.5
少数股东损益	6.2	2.6	3.6	4.7	5.9	EV/EBITDA	19.1	16.9	20.8	17.3	13.8
营运资金的变动	-69.4	-856.1	-1,117.1	-1,035.2	-5.4	CAGR (%)	37.8%	32.0%	18.5%	37.8%	32.0%
经营活动产生现金流量	-357.7	-544.7	-668.3	-466.8	665.5	PEG	1.6	1.3	1.6	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-43.4	-148.2	-0.0	-	-	ROIC/WACC	1.3	1.9	1.4	1.3	1.3
融资活动产生现金流量	440.9	1,141.0	776.2	597.0	-574.4	REP	2.5	1.2	1.9	1.6	1.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券投资的低风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。