

2018年12月19日

分析师

梁晨

执业证书编号: S1380112050001

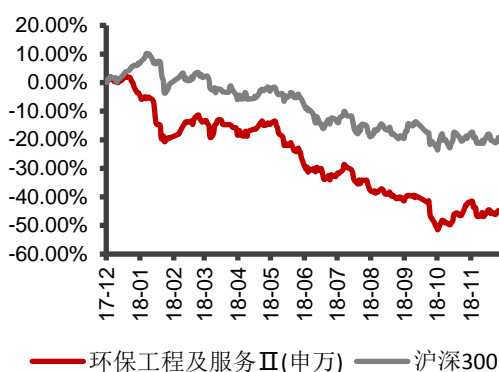
联系电话: 010-88300853

邮箱: liangchen@gkzq.com.cn

内容提要:

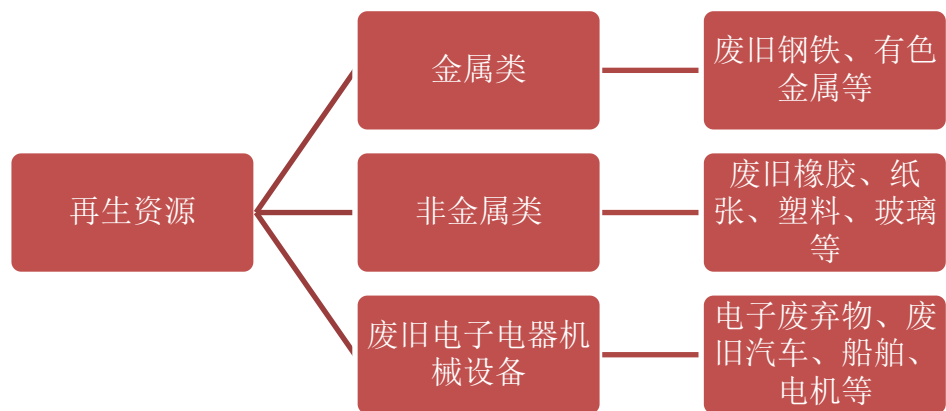
- 再生资源主要有三种类型: 金属类、非金属类和废旧电子电器机械设备。细分领域主要包括十大废弃物, 包括废钢铁、废有色金属、废塑料、废轮胎、废纸、废弃电器电子产品、报废汽车、废旧纺织品、废玻璃、废电池。2013-2017年再生资源回收量和回收总值年复合增长率分别为3.89%和3.12%, 行业增长率较低。2015年随着再生资源领域政策的开始完善和盈利模式的持续创新, 行业拐点渐显。
- 自2013年起, 废电器电子产品回收增速下滑较快, 2017年同比仅增1.96%。主要原因是竞争加剧以及部分品种基金补贴标准略有下降。此外, 由于此前发生的骗补事件, 环保部加大审核力度, 补贴到位时间延长, 对行业整体增速有一定影响。2016年起实施的新版目录促进了市场逐步扩容, 废电视机一家独大的情况逐渐走向多元化, 未来新目录产品配套政策出台后将进一步促进行业发展。此外, 按照一般家用电器8-10年的使用周期, 2018年起我国即将迎来电器电子产品的报废高峰期, 行业增速有望改善。
- 废汽车回收率自2014年起一路下滑, 2017年增长率仅达到-7.54%。主要原因是原版废汽车回收管理办法限制“五大总成”流回市场, 导致汽车拆解行业收入主要来源于废车钢铁销售, 行业盈利能力低下。新版办法即将出台, 有望松绑“五大总成”限制, 提升行业毛利率。
- **投资建议:** 建议关注启迪桑德。公司再生资源业务发展具有全产业链布局、多业务领域布局和线上线下全方位布局三大特点。截至2017年底, 电子废弃物年资质拆解能力2959万台, 位居行业第一。近年公司再生资源营收增长率和毛利率持续提升, 随着高毛利率的危废、医废、废电池回收业务的不断推进, 叠加废电子和废汽车政策的不断完善, 板块毛利率有望进一步提升。根据WIND一致预期, 预计公司2018-2019年EPS分别为1.02、1.26元, 以12月19日10.34元的收盘价计算, 对应PE分别为10.10、8.21倍。
- **风险提示。** 政策推进不及预期, 业绩不达预期, 订单执行不及预期, 市场恶性竞争, 国内外二级市场系统性风险。

环保与沪深300指数涨跌幅比较



再生资源主要分为三种类型：金属类、非金属类和废旧电子电器机械设备。细分领域主要包括十大废弃物，包括废钢铁、废有色金属、废塑料、废轮胎、废纸、废弃电器电子产品、报废汽车、废旧纺织品、废玻璃、废电池。目前来看，我国再生资源回收利用主要品种回收率基本低于 60%，与发达国家 80%以上的回收率相比仍存在较大差距，再生资源产业产值提升空间较大。

图 1：再生资源分类



资料来源：中国产业信息网，国开证券研究部

市场低迷态势逐步改善。整体来看，2013-2017 年再生资源回收量和回收总值年复合增长率分别为 3.89%和 3.12%，行业增长率较低。其中，2015 年随着再生资源领域政策的开始完善和盈利模式的持续创新，行业拐点渐显。根据《中国再生资源回收行业发展报告（2018）》数据，2017 年再生资源回收量实现 2.82 亿吨，同比增长 10.16%，回收总值达到 7551 亿元，同比增长 27.91%，主要原因是国际期货市场钢铁、有色金属等原料价格持续上升，叠加供给侧改革和去产能等政策推动，再生资源回收实现量价齐升。随着再生资源回收增长缓慢趋势的持续改善，行业将逐步走出效益低迷的态势。预测后十三五时期，再生资源回收体系制度将逐步完善，市场化程度也将逐步提高，行业有望延续景气度，假设回收量和回收总值年均增速分别为 10%和 15%，则 2020 年有望实现回收量 3.75 亿吨，回收总值达 11484 亿元。

图 2: 近年再生资源回收总量

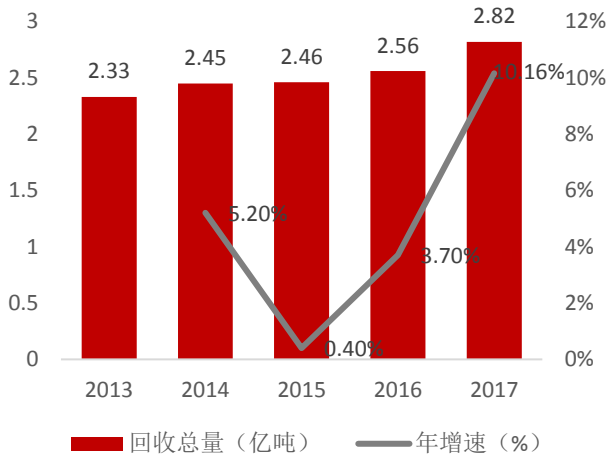
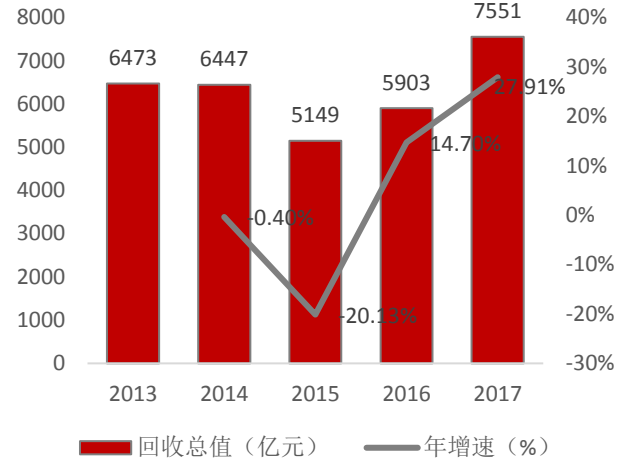


图 3: 近年再生资源回收总值



资料来源: 中国产业信息网, 《中国再生资源回收行业发展报告 (2018)》, 国开证券研究部

从细分领域来看, 2017 年回收量方面, 废电池回收增长率高达 46.7%, 远高于其他细分子行业, 仅报废机动车和废塑料回收量出现负增长。回收价值方面, 废钢铁、废有色金属、废塑料和废纸为主要细分子行业, 回收价值占总值的 95% 左右, 2017 年回收价值占比增长最多的是废钢铁 (+5.5%), 下降最多的是废有色金属 (-3.64%)。

图 4: 2017 年主要再生资源类别回收量同比增长情况

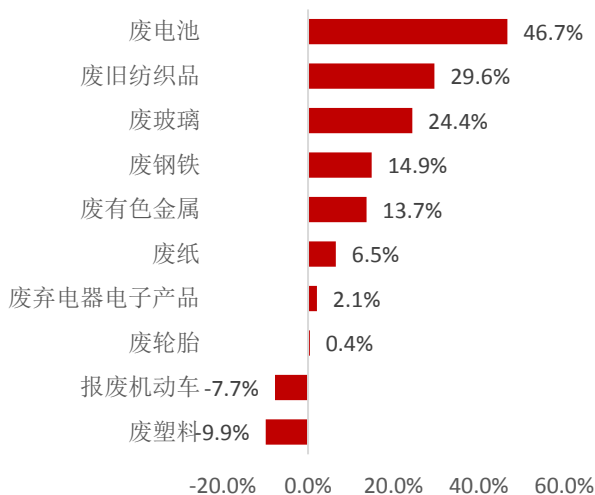
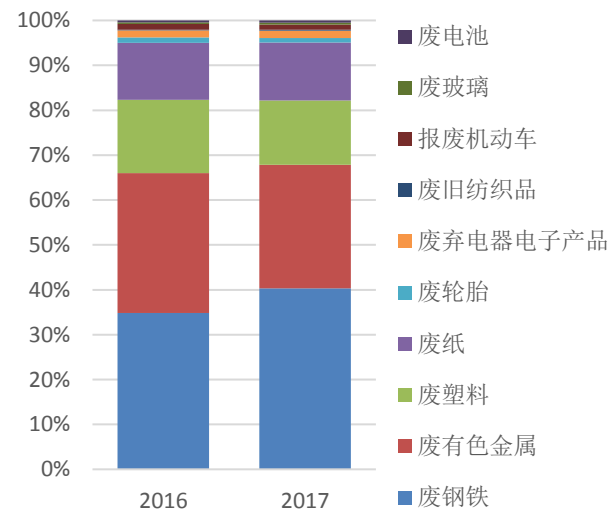


图 5: 2016-2017 年主要再生资源类别回收价值占比情况



资料来源: 《中国再生资源回收行业发展报告 (2018)》, 国开证券研究部

以下主要介绍废电器电子和废汽车回收拆解业务。两项业务回收量和价值在再生资源行业中占比均较小，行业尚未成熟，但随着政策的逐步细化和报废高峰期将至，行业有望迎来机遇期。

废电器电子行业维持低增速。自 2013 年起，废电器电子产品回收增速下滑较快，2017 年共回收产品 16370 台，同比仅增 1.96%，其中主要五大类产品，包括电视机、电冰箱、洗衣机、空调、微型计算机报废量均有增长。增速下滑的主要原因是竞争加剧以及部分品种基金补贴标准略有下降。基金补贴制度是促进废电器电子行业快速发展的重要动力，补贴收入约占拆解总收益的 30%左右。2015 年 11 月，财政部等四部委联合发布《新版废弃电器电子产品处理基金补贴标准》，自 2016 年 1 月 1 日起施行。此次调整中，占总报废量比重较大的电视机补贴价格下降最多，由 85 元降至 60 元，这也是影响行业增速的重要原因，空调补贴标准增长最多，由 35 元提升至 130 元。此外，由于此前发生的骗补事件，环保部加大审核力度，补贴到位时间由原来的半年延伸到一年半，这对行业整体增速有一定影响，小企业面临较大资金压力，龙头优势显著。

政策支持，报废高峰期来临。2015 年 2 月，《废弃电器电子产品处理目录（2014 年版）》发布，在原有五种产品基础上增加吸油烟机、电热水器、打印机、手机等至 14 种产品，自 2016 年 3 月 1 日起实施，新版目录促进了市场逐步扩容，废电视机一家独大的情况逐渐走向多元化，未来新目录产品配套政策出台后将进一步促进行业发展。此外，按照一般家用电器 8-10 年的使用周期，2018 年起我国即迎来电器电子产品报废高峰期，行业增速有望改善。

图 6: 废弃电器电子产品回收情况

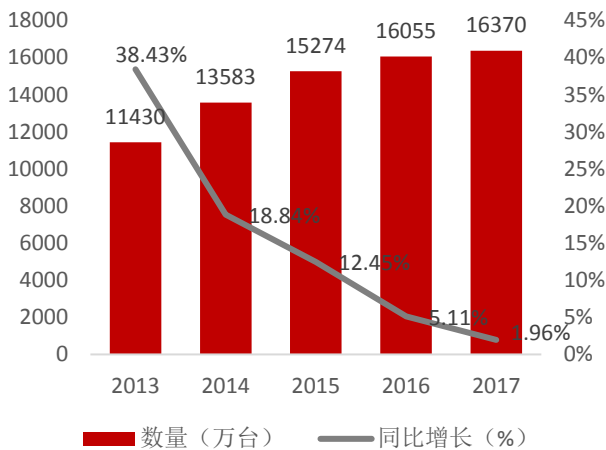
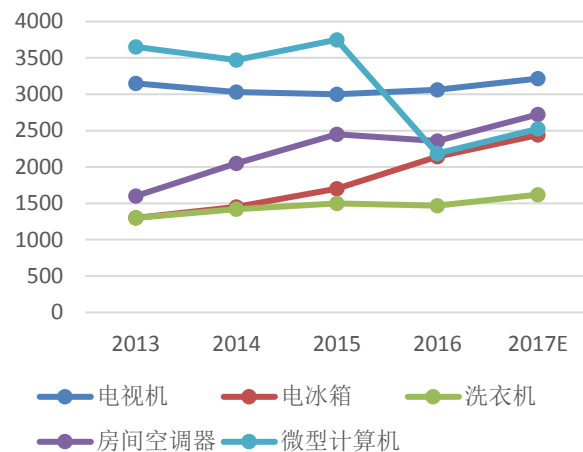


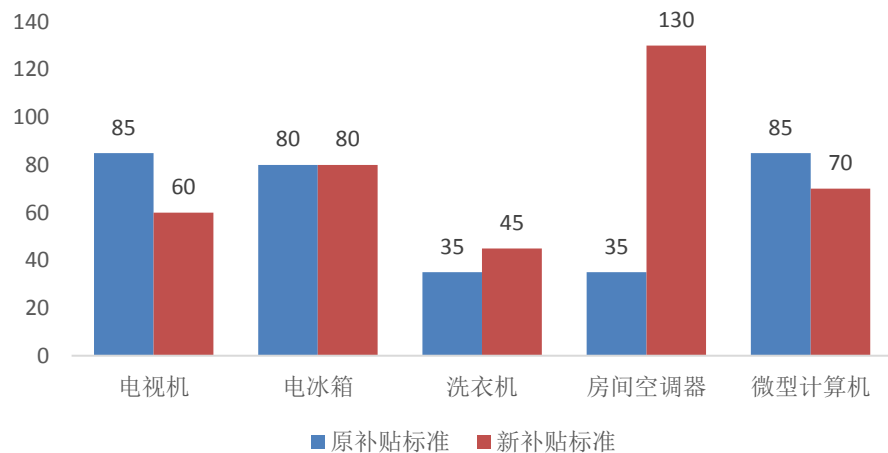
图 7: 首批目录产品理论报废量 (万台)



资料来源: 商务部, 《中国再生资源回收行业发展报告 (2018)》, 国开证券研究部

资料来源: 《中国废弃电器电子产品回收处理及综合利用行业白皮书 2017》, 国开证券研究部

图 8: 补贴标准对比 (元/台)



资料来源: 《新版废弃电器电子产品处理基金补贴标准》, 国开证券研究部

废汽车行业发展限制较多。我国汽车保有量逐年增加, 2017 年达到 2.17 亿辆, 增长率基本维持在 12-13% 之间。但废汽车回收率自 2014 年起一路下滑, 2017 年废汽车回收量仅为 147.2 万辆, 增长率为 -7.54%。我国废汽车回收率较低的原因主要来自四大主要处理环节 (回收、拆解、破碎、再制造), 其中, 最大的问题来自拆解和破碎阶段。汽车拆解行业盈利主要来自三方面: 政府补贴; “五大总成” (发动机、方向盘、变速器、前后桥、车架) 等零件再造、再利用;

销售拆解材料。2001年,《报废汽车回收管理办法》要求,废汽车的“五大总成”应作为废金属,交售给钢铁企业作为冶炼原料,严禁流回市场。因此,我国汽车拆解行业收入主要来源于废车钢铁销售,这导致了拆解企业盈利能力低以及回收利用率低,同时行业受钢铁价格影响较大。此外,回收阶段,黑市监管不足,降低了正规途径回收率;截至2016年底,受实施牌照管控影响,全国再制造企业仅有27家,极大地限制了行业发展。

图 9: 我国汽车保有量

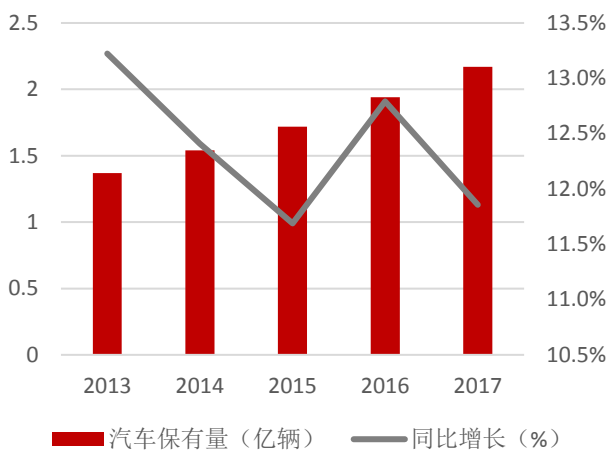
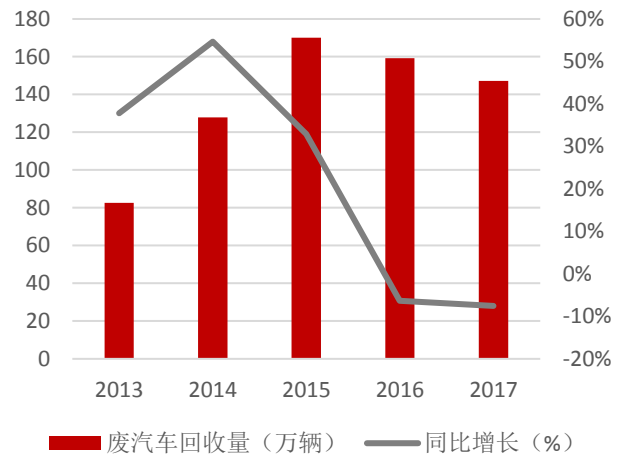


图 10: 我国废汽车回收量



资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 《中国再生资源回收行业发展报告(2018)》, 国开证券研究部

政策助力“五大总成”松绑,提升行业毛利率。《报废汽车回收管理办法》的修改计划列入了2018年立法工作计划,新办法有望取消废汽车回收拆解企业总量控制的要求,允许拆解回用件进入市场流通,开展绿色汽车消费,鼓励“五大总成”交给有资质的再制造企业进行再制造。其中,“五大总成”的松绑,有助于通过再制造循环使用,提升行业毛利率水平,进而促进废汽车回收率的良性改善。预计未来,随着政策的逐步完善以及行业模式的不断创新,废汽车行业有望迎来机遇期。

投资建议: 个股建议关注启迪桑德。自 2011 年起, 公司经历多次并购, 布局再生资源回收与利用领域, 业务涉及电子废弃物处置、报废汽车拆解及再制造、危险废物处置、产业园区运营、再生资源深加工、再生资源 B2B、锂电池回收与利用等。截至 2017 年底, 公司电子废弃物年资质拆解能力 2959 万台, 位居行业第一。

公司再生资源业务发展具有全产业链布局、多业务领域布局和线上线下全方位布局三大鲜明特点。其中, 公司构建易再生网 O2O 交易平台, 利用大数据、云平台等技术建立“供求信息及采销交易综合平台”, 形成“产业+互联网”模式, 撮合再生资源线上和线下、信息和资金匹配, 为供求双方提供多种便捷增值服务。公司目标是到 2020 年, 再生资源平台年交易额超 500 亿元。

近年公司再生资源营收增长率和毛利率持续提升, 随着高毛利率的危废、医废、废电池回收业务的不断推进, 叠加废电子和废汽车政策的不断完善, 板块毛利率有望进一步提升。截至 2018 年三季度末, 公司再生资源业务实现营收 10.14 亿元, 同比增长 23.27%, 毛利率增长 10.66 个百分点至 28.91%。

表 1: 重点公司盈利预测*

公司名称	12 月 19 日收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
启迪桑德	10.34	1.22	1.02	1.26	26.97	10.10	8.21

资料来源: 公司公告, WIND, 国开证券研究部

*2017年PE指标是以2017年12月31日价格计算, 2018-2019年预测值系WIND一致预期。

风险提示。 政策推进不及预期, 公司业绩不达预期, 订单执行不及预期, 市场恶性竞争, 国内外二级市场系统性风险。

分析师简介承诺

梁晨，环保行业研究员，2011年毕业于英国圣安德鲁斯大学，硕士，2011年至今就职于国开证券股份有限公司。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，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。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。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层