

# 中再资环 (600217)

## 经营业绩大幅增长，营运效率提升

买入 (维持)

2019年11月01日

证券分析师袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理王浩然

021-60199782

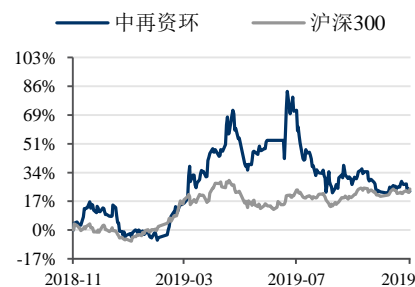
wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,136	3,923	4,485	5,071
同比 (%)	34.1%	25.1%	14.3%	13.1%
归母净利润 (百万元)	316	473	576	686
同比 (%)	45.3%	49.5%	22.0%	19.0%
每股收益 (元/股)	0.23	0.29	0.35	0.42
P/E (倍)	22.89	18.06	14.80	12.44

### 投资要点

- **事件:** 2019年前三季度公司实现营业收入24.31亿元,同比增长4.14%(调整后);归母净利润3.21亿元,同比增长34.07%(调整后);扣非归母净利润3.18亿元,同比增长56.47%(调整后);加权平均ROE同比提高7.83pct(调整后),至20.44%。
- **经营业绩大幅增长, ROE 同比提升 7.83pct。** 19年前三季度公司营收稳健,业绩大幅增长。对ROE采用杜邦分析可得,前三季度公司销售净利率为13.39%,同比上升1.48pct,总资产周转率0.48(次),同比上升0.12(次),权益乘数从去年同期的2.78上升至19年前三季度的3.21。
- **期间费用率基本持平。** 2019年前三季度公司期间费用同比增长2.18%(调整后)至3.1亿元,期间费用率下降0.25pct(调整后)至12.75%。其中,销售费用率同比上升0.43pct(调整后)至2.34%,管理费用率同比下降1.37pct(调整后)至5.10%;财务费用率同比上升0.68pct(调整后)至5.30%。
- **资产负债率较年初改善, 营运效率显著提高。** 2019年前三季度公司资产负债率为67.95%,同比上升5.12pct,较年初下降1.24pct。2019年前三季度公司应收账款周转天数同比减少121.23天至355.64天;存货周转天数同比减少34.38天至29.07天;应付账款周转天数同比减少13.83天至24.77天,使净营业周期同比减少141.77天至359.94天。
- **经营活动现金流净额同比减少 85.15%。** 2019年前三季度公司经营活动现金流净额0.41亿元,同比减少85.15%(调整后),主要系销售商品、提供劳务收到的现金大幅减少所致;投资活动现金流净额-0.88亿元,同比减少96.91%(调整后);筹资活动现金流净额1.47亿元,同比增加183.88%(调整后),主要是本期现金借款与银行贷款增加所致。
- **落后产能面临出清, 龙头份额有望提升。** 废电拆解行业面对补贴发放缓慢+环保政策趋严双重挑战,部分实力较弱的企业面临出清。公司凭借资金、渠道、资质三大核心竞争力,成本优势明显,19H1公司实际利润率高于同行约9pct。19H1公司废电拆解处理量同比增长,资源产出率上升,固废废弃物一体化处置业务收益保持增长,预计龙头份额有望进一步提升。
- **外延并购持续推进, 发挥协同改善现金流。** 公司拟收购山东环科、森泰环保100%股权切入危废、工业水处理领域,预计收购完成后有助于1)发挥协同效应。新拓展业务将与中再环服toB端工业园区业务形成良好协同,扩大收入来源,增厚经营业绩。2)改善现金流。山东环科主营危废业务毛利率高,现金流状况良好(2018年经营性现金流净额6506万元),森泰环保主营的工业水处理业务,运营周期较长,长期现金流稳定。预计该收购将有助于优化公司财务结构,改善经营现金流。
- **盈利预测与投资评级:** 假设公司重大资产重组方案19年内实施完毕,我们预计公司2019-2021年考虑股份摊薄后的EPS分别为0.29/0.35/0.42元,对应PE分别为18/15/12倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 拓展业务不达预期,收购整合不达预期,行业竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.21
一年最低/最高价	3.96/8.15
市净率(倍)	4.20
流通A股市值(百万元)	6871.53

### 基础数据

每股净资产(元)	1.24
资产负债率(%)	67.95
总股本(百万股)	1388.66
流通A股(百万股)	1318.91

### 相关研究

- 1、《中再资环 (600217): 内生增长良好, 货源优势带来盈利质量提升》2019-08-25
- 2、《中再资环 (600217): 外延扩张持续推进, 危废再生资源协同发展》2019-06-23
- 3、《中再资环 (600217): 一季报业绩符合预期, 龙头份额提升值得期待》2019-05-03

**事件:**

2019 年前三季度公司实现营业收入 24.31 亿元, 同比增长 4.14% (调整后); 归母净利润 3.21 亿元, 同比增长 34.07% (调整后); 扣非归母净利润 3.18 亿元, 同比增长 56.47% (调整后); 加权平均 ROE 同比提高 7.83pct (调整后), 至 20.44%。

**点评:**

## 1. 经营业绩大幅增长, ROE 同比提升 7.83pct

**营业收入稳健, 经营业绩大幅增长。**2019 年前三季度公司实现营业收入 24.31 亿元, 同比增长 4.14% (调整后), 其中 Q3 单季营业收入 8.67 亿元, 同比减少 2.84% (调整后); 归母净利润 3.21 亿元, 同比增长 34.07% (调整后), 其中 Q3 单季归母净利润 1.04 亿元, 同比增加 62.74% (调整后); 扣非归母净利润 3.18 亿元, 同比增长 56.47% (调整后), 其中 Q3 单季扣非归母净利润 1.03 亿元, 同比增长 94.54% (调整后); 加权平均 ROE 同比提高 7.83pct (调整后), 至 20.44%。

**期间费用率基本持平。**2019 年前三季度公司期间费用同比增长 2.18% (调整后) 至 3.1 亿元, 期间费用率下降 0.25pct (调整后) 至 12.75%。其中, 销售费用同比增加 27.89% (调整后) 至 0.57 亿元, 销售费用率同比上升 0.43pct (调整后) 至 2.34%, 销售费用增长主要系公司加大市场营销力度, 销售活动增加所致; 管理费用同比减少 17.86% (调整后) 至 1.24 亿元, 管理费用率同比下降 1.37pct (调整后) 至 5.10%; 研发费用 11.21 万元, 研发费用率 0.005%; 财务费用同比增加 19.50% (调整后) 至 1.29 亿元, 财务费用率同比上升 0.68pct (调整后) 至 5.30%。

**销售净利率、周转率、财务杠杆均升使 ROE 同比提高 7.83pct。**2019 年前三季度公司加权平均净资产收益率同比上升 7.83pct (调整后) 至 20.44%。对 ROE 采用杜邦分析可得, 2019 年前三季度公司销售净利率为 13.39%, 同比上升 1.48pct, 总资产周转率为 0.48 (次), 同比上升 0.12 (次), 权益乘数从 18 年前三季度的 2.78 上升至 19 年前三季度的 3.21。

## 2. 资产负债率较年初下降, 营运效率显著提高

**资产负债率较年初下降, 营运效率显著提高。**2019 年前三季度公司资产负债率为 67.95%, 同比上升 5.12pct, 较年初下降 1.24pct。2019 年前三季度公司应收账款同比增长 9.64% 至 35.35 亿元, 应收账款周转天数同比减少 121.23 天至 355.64 天; 存货同比减少 16.68% 至 1.78 亿元, 存货周转天数同比减少 34.38 天至 29.07 天; 应付账款 1.86 亿元, 应付账款周转天数同比减少 13.83 天至 24.77 天, 使净营业周期同比减少 141.77 天

至 359.94 天。

### 3. 经营性现金流净额减少，筹资活动现金流净额增加

**经营活动净现金流净额同比减少 85.15%。**1) 2019 年前三季度公司经营活动现金流净额 0.41 亿元，同比减少 85.15% (调整后)，主要系销售商品、提供劳务收到的现金大幅减少所致；2) 投资活动现金流净额-0.88 亿元，同比减少 96.91% (调整后)；3) 筹资活动现金流净额 1.47 亿元，同比增加 183.88% (调整后)，主要是本期现金借款与银行贷款增加所致。

### 4. 行业龙头份额提升，外延并购改善现金流

**落后产能面临出清，龙头份额有望提升。**废电拆解行业面对补贴发放缓慢+环保政策趋严双重挑战，部分渠道、环保、资金实力较弱的企业面临出清。公司凭借资金、渠道、资金三大核心竞争力，成本优势明显，19H1 公司扣除存货跌价损失后的利润率仍高于同行约 9pct。2019 年上半年公司废电拆解处理量同比增长，拆解处理品种结构相对稳定，资源产出率上升，固体废弃物一体化处置业务收益保持增长，公司经营总体向好，预计龙头份额有望进一步提升。

**外延并购持续推进，发挥协同改善现金流。**公司继 18 年收购中再环服 100% 股权拓展工业固废处置业务后，拟外延扩张切入危废处理、工业水处理领域，目前还在持续推进中，预计收购完成后，将对公司产生以下影响。**1) 发挥协同效应。**新拓展业务将与中再环服 toB 端工业园区业务形成良好协同，有利于扩大收入来源，增厚经营业绩。**2) 改善现金流。**山东环科主营的危废业务毛利率高，现金流状况良好 (2018 年经营性现金流净额 6,506 万元)，森泰环保主营的工业水处理业务，运营周期较长，长期现金流稳定，预计该收购将有助于优化公司的财务结构，有效改善较为紧张的现金流局面。

**盈利预测与投资评级：**假设公司重大资产重组方案 19 年内实施完毕，我们预计公司 2019-2021 年考虑股份摊薄后的 EPS 分别为 0.29/0.35/0.42 元，对应 PE 分别为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**拓展业务不达预期，收购整合不达预期，行业竞争加剧

中再资环三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3,886</b>	<b>5,738</b>	<b>6,436</b>	<b>7,135</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,136</b>	<b>3,923</b>	<b>4,485</b>	<b>5,071</b>
现金	649	953	2,095	1,182	减:营业成本	2,130	2,275	2,462	2,738
应收账款	2,870	4,263	3,892	5,327	营业税金及附加	31	24	32	42
存货	177	325	218	386	营业费用	64	67	86	109
其他流动资产	190	197	232	240	管理费用	199	241	279	318
<b>非流动资产</b>	<b>763</b>	<b>850</b>	<b>865</b>	<b>902</b>	财务费用	142	136	135	153
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	218	588	780	862
固定资产	472	573	616	660	加:投资净收益	2	5	6	3
在建工程	24	45	53	61	其他收益	0	0	0	0
无形资产	111	79	42	30	<b>营业利润</b>	<b>393</b>	<b>596</b>	<b>717</b>	<b>853</b>
其他非流动资产	155	154	153	152	加:营业外净收支	8	9	8	8
<b>资产总计</b>	<b>4,649</b>	<b>6,589</b>	<b>7,301</b>	<b>8,037</b>	<b>利润总额</b>	<b>401</b>	<b>605</b>	<b>725</b>	<b>861</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,930</b>	<b>1,930</b>	<b>2,124</b>	<b>2,093</b>	减:所得税费用	79	116	134	160
短期借款	1,079	1,079	1,079	1,079	少数股东损益	6	16	15	15
应付账款	116	172	140	207	<b>归属母公司净利润</b>	<b>316</b>	<b>473</b>	<b>576</b>	<b>686</b>
其他流动负债	734	678	905	806	EBIT	485	670	779	913
<b>非流动负债</b>	<b>1,287</b>	<b>1,333</b>	<b>1,259</b>	<b>1,325</b>	EBITDA	549	725	846	990
长期借款	569	615	541	608					
其他非流动负债	718	718	718	718	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,217</b>	<b>3,263</b>	<b>3,384</b>	<b>3,418</b>	每股收益(元)	0.23	0.29	0.35	0.42
少数股东权益	15	31	46	61	每股净资产(元)	1.02	2.01	2.36	2.78
归属母公司股东权益	1,417	3,295	3,872	4,558	发行在外股份(百万股)	1389	1638	1638	1638
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,649</b>	<b>6,589</b>	<b>7,301</b>	<b>8,037</b>	ROIC(%)	10.2%	9.2%	10.0%	10.3%
					ROE(%)	22.5%	14.7%	15.1%	15.2%
					毛利率(%)	32.1%	42.0%	45.1%	46.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	10.1%	12.0%	12.9%	13.5%
经营活动现金流	876	-993	1,405	-775	资产负债率(%)	69.2%	49.5%	46.3%	42.5%
投资活动现金流	-44	-137	-76	-111	收入增长率(%)	34.1%	25.1%	14.3%	13.1%
筹资活动现金流	-832	1,434	-188	-27	净利润增长率(%)	45.3%	49.5%	22.0%	19.0%
现金净增加额	1	305	1,141	-913	P/E	22.89	18.06	14.80	12.44
折旧和摊销	64	55	67	77	P/B	5.10	2.59	2.20	1.87
资本开支	67	87	15	37	EV/EBITDA	18.75	14.03	10.62	10.14
营运资本变动	462	-1,667	618	-1,703					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

