

产能陆续投产，业绩有望迎来拐点

买入 20.00元

投资要点:

- 2014 前三季度收入 28.92 亿元,净利润 1.55 亿元,同比增长 34.49%和 33.04%.
- 电子废弃物拆解业务规模扩张, 产能全面释放, 业绩翻番.
- 公司打通汽车拆解到零部件再造的产业链, 未来将是潜在增长点.

报告摘要:

- 2014 前三季度收入 28.92 亿元,净利润 1.55 亿元,同比增长 34.49%和 33.04%.**基本符合市场预期, 公司钴镍产品受新能源汽车业务积极影响, 且 WEEE 拆解业务开始放量 (较去年翻倍), 致使 2014 年业绩出现反转, 公司布局汽车拆解业务逐渐投产, 未来 3-5 年将是公司业绩兑现的高增长期。公司预计 2014 年净利润增长将在 30%-70%之间。
- 电子废弃物拆解业务规模扩张, 产能全面释放, 业绩高增可期。**公司紧抓再生资源回收行业关键点: 资质和渠道, 通过收购扬州宁达扩容自身 WEEE 拆解补贴资质与能力, 电子废弃物拆解基地个数增加 25%, 拆解能力提升 40%, 进军长三角, 提高未来增长空间。
- 新能源汽车放量是公司钴镍业务的强力增长点。**公司产品三氧化二钴占钴酸锂电池 85%成本, 受新能源汽车放量, 公司钴镍业务增长迅速。与金川垄断国内矿山、华友收购国外矿山的发展大方向相对应, 公司正在逐步垄断国内钴镍废旧金属回收再生的市场, 未来将有可能成为政府背书的, 国际钴镍大宗商品供应商。
- 汽车拆解将是未来潜在增长点。**未来汽车拆解市场广阔, 公司通过在江西和天津的两大汽车拆解基地的推进和动工, 同时加强与日本汽车拆解巨头合作的模式打通从汽车拆解到零部件再造的产业链模式, 为公司全面布局中国报废汽车产业, 把报废汽车发展成为公司未来的核心业务奠定坚实基础。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 2014-16 年的 EPS 为 0.27/0.38/0.50 元, 目标价 20 元, 维持“买入”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1418.42	3486.03	4621.32	6416.33	8237.73
增长率 (%)	54.41	145.77	32.57	38.84	28.39
归母净利润(百万)	134.64	144.12	252.47	354.78	462.07
增长率 (%)	11.69	7.04	75.19	40.52	30.24
每股收益	0.23	0.19	0.27	0.38	0.50
市盈率	55.19	67.02	51.81	36.87	28.31

环保行业研究组

分析师:

肖喆(S1180513070001)

电话: 010-88085269

Email: xiaozhe@hysec.com

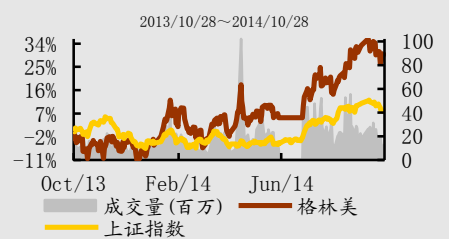
研究助理:

董宜安

电话: 010-88085990

Email: dongyian@hysec.com

市场表现



相关研究

《聚光科技: 收入利润双增, 未来看并购》

2014/10/26

《碧水源: 收入增长良好, 未来看异地扩张》

2014/10/26

《迪森股份: 异地扩张逐渐走出“迪森模式”》

2014/10/24

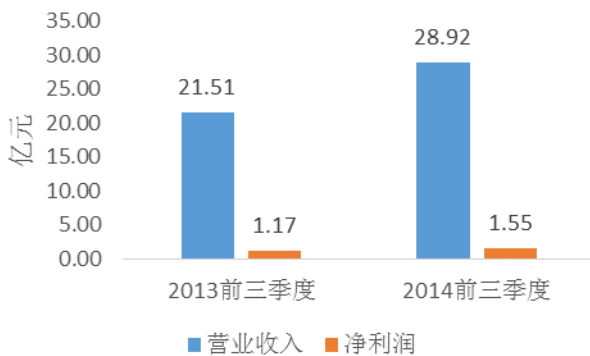
《国电清新: 大量在手项目保证未来业绩》

2014/8/26

一、业绩逐渐放量,未来高增长可期

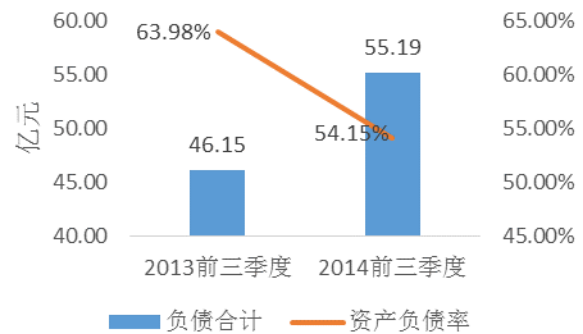
2014前三季度收入28.92亿元,净利润1.55亿元,同比增长34.49%和33.04%,基本符合市场预期。公司钴镍产品受新能源电池业务积极影响,且WEEE拆解业务开始放量(较去年翻倍)且并表扬州宁达,致使2014年业绩出现反转,此外,公司布局汽车拆解业务逐渐投产,三元材料+WEEE+汽车拆解三大业务的业绩兑现将逐渐推动公司进入高增长期。公司预计2014年净利润增长将在30%-70%之间。

图 1: 公司营业收入及净利润



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理

图 2: 公司资产及资产负债率



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所整理

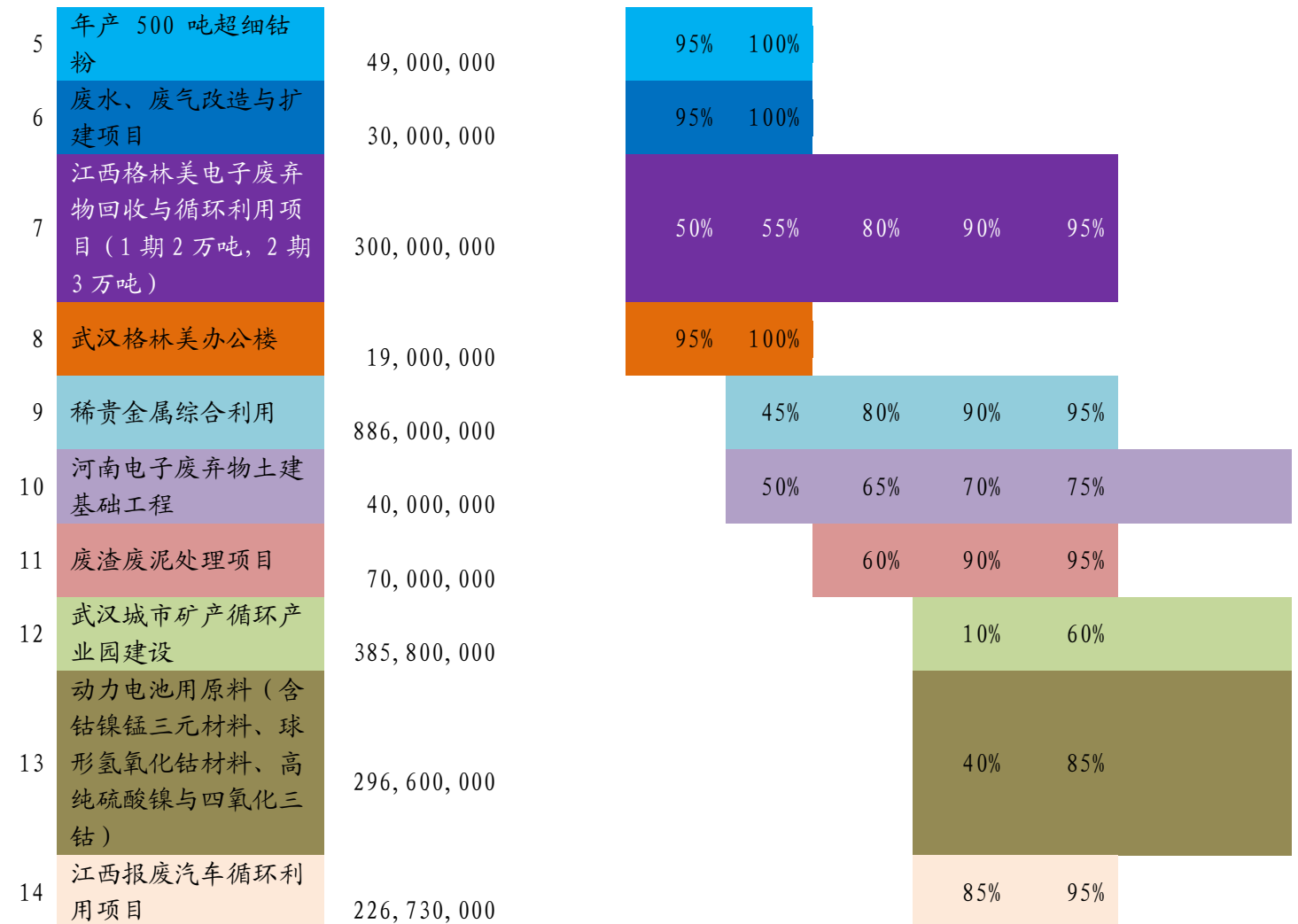
对公司上市以来的重大项目进行梳理发现: 公司共完成 11 个重大工程,其中 4 个为 2014 年上半年完成,占总完成项目投资比重为 62.6%,分别为:

1. “稀贵金属、废旧五金电器、废塑料循环利用”(8.86 亿)
2. “江西格林美电子废弃物回收与循环利用项目”(3.00 亿)
3. “废渣废泥处理项目”(0.70 亿)
4. “江西报废汽车循环利用项目”(2.27 亿)

可见,从公司上市以来 5 年内 62.6%的重大项目都在 2014 年上半年完成,可以预计公司将进入业绩快速释放期。

表 1: 公司历年重大在建工程一览

项目名称	预算数(元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014H1	2015 及之后
1 低成本稀土掺杂锡锌无铅焊接材料项目	67,060,000	100%						
2 二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品项目(3000吨)	272,500,000	70%	100%					
3 年处理 8 万吨电子废弃物综合利用项目(含荆门 3 万吨)	130,000,000	35%	70%	95%	98%	100%		
4 电子废弃物循环再造低成本塑木型材和铜合金制品项目	105,000,000	52%	75%	90%	100%			



资料来源: 公司公告, 宏源证券

二、电子废弃物拆解业务规模扩张, 产能全面释放, 业绩高增可期。

公司积极通过规模扩张和产能拓展, 使得电子废弃物拆解业务产能全面释放。报告期内电子废弃物拆解量由 2013 全年 200 万台提升到 2014H1 拆解超过 200 万台, 比去年同期增加 115.71%。公司紧抓再生资源回收行业关键点: 资质和渠道, 通过收购扬州宁达扩容自身 WEEE 拆解补贴资质与能力, 电子废弃物拆解基地个数增加 25%, 拆解能力提升 40%, 进军长三角, 提高未来增长空间。同时公司积极构建六大回收渠道, 形成以城市为主体, 以社区为单元的多层次、多方位、跨区域的再生资源回收渠道。

三、新能源锂电池放量是公司钴镍业务的强力增长点

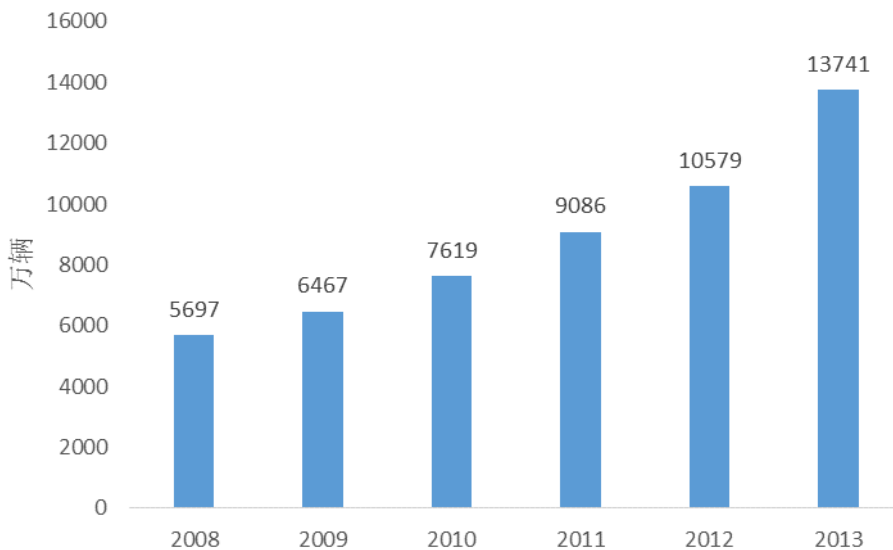
公司产品三氧化二钴是钴酸锂电池的主要成本来源 (占总成本的 85%), 受新能源电池放量, 公司钴镍业务增长迅速, 超细钴粉国内市场占有率达到 50% 以上, 成功将国际巨头优美科从中国超硬金属钴粉市场挤出; 超细镍粉成为世界三大镍粉品牌, 并成为力拓等世界巨头的供应商。与金川垄断国内矿山、

华友收购国外矿山的发展大方向相对应，公司正在逐步垄断国内钴镍废旧金属回收再生的市场，未来将有可能成为政府背书的，国际钴镍大宗商品供应商。

四、汽车拆解将是未来潜在增长点

2013年，全国汽车保有量为1.37亿辆，按照发达国家汽车报废量/保有量平均为6%，正规回收50%，单车产值10000万数据计算，汽车回收年产值超过400亿元市场空间巨大。

图3：全国机动车保有量



资料来源：Wind，宏源证券研究所整理

公司通过在江西和天津的两大汽车拆解基地的推进和动工，同时加强与日本汽车拆解巨头合作的模式打通从汽车拆解到零部件再造的产业链模式，为公司全面布局中国报废汽车产业，把报废汽车发展成为公司未来的核心业务奠定坚实基础。

表 2: 公司盈利预测及估值

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,418	3,486	4,621	6,416	8,238	货币资金	1,171	719	3,471	3,983	4,261
增长率	54.4%	145.8%	32.6%	38.8%	28.4%	应收款项	483	639	795	951	1,106
主营业务成本	-1,052	-2,908	-3,699	-5,121	-6,604	存货	1,209	1,620	1,830	2,440	2,850
%销售收入	74.2%	83.4%	80.0%	79.8%	80.2%	其他流动资产	193	345	498	650	803
毛利	366	578	922	1,296	1,634	流动资产	3,057	3,323	6,594	8,024	9,021
%销售收入	25.8%	16.6%	20.0%	20.2%	19.8%	%总资产	48.1%	43.9%	57.4%	58.9%	58.8%
营业税金及附加	-6	-9	-13	-20	-24	长期投资	97	85	85	85	85
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	2,848	3,643	4,188	4,768	5,358
营业费用	-22	-32	-52	-69	-89	%总资产	44.8%	48.2%	36.5%	35.0%	34.9%
%销售收入	1.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	无形资产	338	487	602	743	864
管理费用	-166	-226	-289	-413	-529	非流动资产	3,294	4,242	4,890	5,601	6,310
%销售收入	11.7%	6.5%	6.3%	6.4%	6.4%	%总资产	51.9%	56.1%	42.6%	41.1%	41.2%
息税前利润 (EBIT)	172	310	568	794	992	资产总计	6,350	7,566	11,484	13,625	15,331
%销售收入	12.1%	8.9%	12.3%	12.4%	12.0%	短期借款	2,207	2,347	4,848	5,743	6,202
财务费用	-91	-201	-294	-401	-504	应付款项	222	611	1,000	1,389	1,778
%销售收入	6.4%	5.8%	6.4%	6.2%	6.1%	其他流动负债	-63	51	166	280	395
资产减值损失	-4	-20	-20	-25	-31	流动负债	2,367	3,010	6,014	7,412	8,375
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	638	1,148	1,658	2,168	2,678
投资收益	-1	-10	-10	-10	-11	其他长期负债	856	926	997	1,067	1,137
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	3,861	5,084	8,668	10,647	12,190
营业利润	75	80	244	357	446	普通股股东权益	2,224	2,338	2,453	2,568	2,682
营业利润率	5.3%	2.3%	5.3%	5.6%	5.4%	少数股东权益	266	314	362	410	458
营业外收支	85	101	53	75	108	负债股东权益合计	6,350	7,737	11,484	13,625	15,331
税前利润	160	181	297	432	554	比率分析					
利润率	11.3%	5.2%	6.4%	6.7%	6.7%		2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-16	-13	-21	-31	-39	每股指标					
所得税率	9.9%	7.0%	7.0%	7.2%	7.1%	每股收益	0.232	0.191	0.273	0.384	0.500
净利润	144	168	276	401	515	每股净资产	3.837	3.104	2.655	2.779	2.903
少数股东损益	10	24	24	46	53	每股经营现金净流	-0.432	0.030	-0.383	-0.476	-0.180
归属于母公司的净利润	135	144	252	355	462	每股股利	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	9.5%	4.1%	5.5%	5.5%	5.6%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	6.05%	6.16%	4.67%	6.05%	6.16%
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	2.12%	1.86%	2.20%	2.60%	3.01%
净利润	144	168	276	401	515	投入资本收益率	2.52%	4.15%	6.60%	7.64%	8.33%
少数股东损益	0	0	0	0	0	增长率					
非现金支出	139	243	247	252	256	主营业务收入增长率	54.41%	145.77%	32.57%	38.84%	28.39%
非经营收益	92	199	206	213	221	EBIT 增长率	17.74%	80.91%	83.10%	39.68%	24.93%
营运资金变动	-643	-587	-1,115	-1,343	-1,172	净利润增长率	11.69%	7.04%	75.19%	40.52%	30.24%
经营活动现金净流	-269	24	-385	-478	-180	总资产增长率	61.66%	21.83%	48.43%	18.65%	12.52%
资本开支	-859	-950	-980	-1,011	-1,042	资产管理能力					
投资	-258	-11	-50	0	0	应收账款周转天数	42.3	36.0	31.4	37.5	43.7
其他	0	0	0	0	0	存货周转天数	304.0	177.5	240.9	321.2	375.2
投资活动现金净流	-1,117	-961	-1,030	-1,011	-1,041	应付账款周转天数	36.7	22.9	52.7	73.1	93.6
股权募资	2	3	2,569	0	0	固定资产周转天数	536.1	235.0	330.8	376.6	423.2
债权募资	1,710	750	1,596	2,000	1,500	偿债能力					
其他	-194	-266	2	0	0	净负债/股东权益	99.04%	134.53%	125.72%	150.99%	167.20%
筹资活动现金净流	1,518	486	4,167	2,000	1,500	EBIT 利息保障倍数	1.9	1.5	1.9	2.0	2.0
现金净流量	132	-451	2,752	512	278	资产负债率	60.79%	65.72%	75.49%	78.14%	79.51%

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

肖喆: 宏源证券研究所环保及公用事业研究员, 上海交通大学金融学硕士, 4年从业时间。主要研究覆盖市政固废污水处理行业, 危废、生态修复、餐厨、拆解资源化、生物质能源及节能等细分方向。覆盖 A 股及 H 股等海外环保板块。

董宜安: 宏源证券研究所环保及公用事业研究员, 北京大学环境科学博士, 1年从业时间, 目前主要研究方向与关注点为 WEEE 拆解、土壤修复、污水处理、环境监测仪器以及大气 VOCs、POPs 治理的投资机会。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。