

# 中再资环 (600217)

## 外延扩张持续推进，危废再生资源协同发展 买入（维持）

2019年06月23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

盈利预测预估值	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%	21.8%	19.2%
每股收益(元/股)	0.23	0.29	0.35	0.42
P/E(倍)	33.95	26.78	21.98	18.45

### 投资要点

- **事件：**6月1日，公司公告拟以现金9542万元收购盈维投资持有的淮安华科13.29%股权。6月17日，公告拟通过发行股份及支付现金等方式购买山东环科100%股权、森泰环保100%股份，并募集不超过5.24亿配套资金，主要用于交易对价、补充流动资金及森泰环保在建的高端环保设备制造及技术研发基地项目。
- **收购标的一：临沂唯一综合危废处置项目，有望成为山东危废龙头。**公司拟以6.8亿收购山东环科100%股权（其中，股份支付6亿，发行价5.07元/股，现金支付0.8亿）。业绩承诺2019/2020/2021年实现扣非归母净利润不低于4,401/6,513/7,473万元，18-21年扣非业绩年化增速18%，对应19年收购PE15.45x。山东环科拥有41类危废资质（焚烧22类/填埋23类），总规模为3万吨/年（焚烧16550吨/年，填埋13450吨/年）。据山东环科官网显示，公司19年拟开展二期项目建设，使总处理规模达到18万吨/年，有望成为山东省危废龙头。
- **收购标的二：高浓度、难降解废水处理及工业园环境综合治理商。**公司拟以3.16亿收购森泰环保100%股权（其中，股份支付2.81亿，发行价5.07元/股，现金支付0.34亿）。业绩承诺2019/2020/2021年实现扣非归母净利润不低于2,707/3,119/3,514万元，18-21年扣非业绩年化增速43%，对应19年收购PE11.66x。森泰环保至今已完成近四百个项目，积累了丰富的工业水处理经验。
- **收购标的三：江苏淮安唯一综合危废处置项目，总规模4.1万吨/年。**公司以9,542万收购淮安华科13.29%股权。业绩承诺2019/2020/2021年实现归母净利润不低于6,434/7,299/8,235万元，18-21年业绩年化增速39%，对应19年收购PE11.16x。淮安华科拥有41类危废资质（焚烧20类/填埋27类），总规模为4.1万吨/年（焚烧2.1万吨/年，填埋2万吨/年）。
- **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，18年实际利润率高于同行14pct，补贴标准动态调整且差异化趋势下龙头份额有望进一步提升，当前产能利用率不足60%业绩弹性较大。
- **外延并购持续推进，发挥协同改善现金流。**继18年收购中再环服拓展工业固废处置后，本次外延扩张切入危废、水处理领域，影响1)发挥协同。新拓业务将与中再环服to b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。新拓业务盈利能力较强，现金流良好，有助于优化公司财务结构，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27/22/18倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业务拓展不达预期，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)	7.73
一年最低/最高价	3.96/7.46
市净率(倍)	7.16
流通A股市值(百万元)	10195.17

### 基础数据

每股净资产(元)	1.08
资产负债率(%)	69.12
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)：一季报业绩符合预期，龙头份额提升值得期待》2019-05-03
- 2、《中再资环(600217)：经营现金流显著改善，龙头优势固化未来份额提升》2019-04-17
- 3、《中再资环(600217)：再生资源龙头份额提升，行业与公司潜力被低估》2019-03-28

**事件：**

6月1日，公司公告拟以现金9542万元收购盈维投资持有的淮安华科13.29%股权。6月17日，公告拟通过发行股份及支付现金等方式购买山东环科100%股权、森泰环保100%股份，并募集不超过5.24亿配套资金，主要用于交易对价、补充流动资金及森泰环保在建的高端环保设备制造及技术研发基地项目。

**点评：**

**收购标的一：山东临沂唯一综合危废处置项目，有望成为山东危废龙头。**公司拟以6.8亿价格收购山东环科100%股权，其中发行股份支付对价6亿元，发行价5.07元/股，发行1.18亿股，现金支付对价0.8亿元。山东环科18年扣非归母净利润4529万元，业绩承诺2019年、2020年和2021年实现扣非归母净利润分别不低于4,401万元、6,513万元、7,473万元，累计不低于18,387万元，18-21年扣非业绩年化增速18%。18年山东环科净资产1.11亿，净利率39.14%（18年享受免税优惠），毛利率64.41%，对应收购PB 6.14x，对应19年业绩承诺（扣非归母净利润口径）收购PE 15.45x。山东环科系公司控股股东中再生全资子公司中再控股之全资子公司，地处山东省临沂市，主营危险废物无害化处置业务，负责临沂市综合危险废物集中处置中心项目，是经国务院批准的山东三个危险废物集中处置中心之一。该项目已建成并取得《危险废物经营许可证》，拥有国家危险废物名录中46大类中的41大类危废经营资质（焚烧22大类、填埋23大类），项目危废核准经营总规模为30000吨/年，其中焚烧处置16550吨/年，安全填埋处置13450吨/年。据我们统计，2018年临沂市危废产生量为75.32万吨，危废安全利用资质共68万吨，危废安全处置资质共6.8万吨，供需仍有缺口。临沂项目处置资质占比44.12%，为临沂市唯一的综合危废处置项目。据山东环科官网显示，2019年公司经营规模将发生更大变化，开展焚烧第二条线扩建和二期建设，总处理规模将达到18万吨，成为山东危废领域的龙头企业，未来发展值得期待。

**收购标的二：高浓度、难降解废水处理及工业园环境综合治理商。**公司拟以3.16亿价格收购森泰环保100%股权，其中发行股份支付对价2.81亿元，发行价5.07元/股，发行0.56亿股，现金支付对价0.34亿元。森泰环保18年扣非归母净利润1208万元，业绩承诺2019年、2020年和2021年实现扣非归母净利润分别不低于2,707万元、3,119万元、3,514万元，累计不低于9,340万元，18-21年扣非业绩年化增速43%。18年森泰环保净资产1.56亿元，净利率8.0%，毛利率26.86%，对应收购PB 2.03x，对应19年业绩承诺（扣非归母净利润口径）收购PE 11.66x。森泰环保系中再控股控股的“新三板”公司，主营工业园区及工业企业污水处理等环境污染治理业务。森泰环保以“高浓度、难降解废水处理及工业园环境综合治理”为发展方向打造品牌形象，业务包括污水处理治理工程、环境治理运营等、环境治理技术服务及设备销售等，下游涉及纺织、印染、医药、化工、食品、酿造、造纸等众多行业，覆盖民营企业、政府单位等不同类

型的客户，至今已累计完成近四百个项目，积累了丰富的工业污水处理项目经验。

**收购标的三：江苏淮安唯一综合危废处置项目，总规模 4.1 万吨/年。**公司以 9,542 万元收购盈维投资持有的淮安华科 13.29% 股权。淮安华科 18 年归母净利润 3056 万元业绩承诺 2019 年、2020 年和 2021 年实现归母净利润分别不低于 6,434 万元、7,299 万元和 8,235 万元，累计不低于 21,968 万元，18-21 年业绩年化增速 39%。18 年淮安华科净资产 9946 万元，净利率 37.81%，对应收购 PB 7.22x，对应 19 年业绩承诺（归母净利润口径）收购 PE 11.16x。淮安华科地处江苏省淮安市，主营危险废弃物无害化处置，该项目已建成并取得《危险废物经营许可证》，拥有 41 大类危废经营资质（焚烧 20 大类、填埋 27 大类），项目危废核准经营总规模为 4.1 万吨/年，其中焚烧处置 2.1 万吨/年，填埋处置 2 万吨/年。据我们统计，淮安市现存有效期内危废处置资质共 19.4 万吨，该项目总处置规模占比 20.68%，为淮安市内唯一的综合危废处置项目。

**配套募集资金不超过 5.24 亿，支撑流动资金与项目建设。**本次交易募集配套资金不超过 5.24 亿元，发行股份数量不超过 2.78 亿股，配套资金主要用于支付交易对方现金对价（1.1 亿），投入标的公司森泰环保在建的高端环保设备制造及技术研发基地项目（1.3 亿），补充上市公司流动资金（2.6 亿），支付本次重组交易税费及中介机构费用（0.2 亿）等。其中，森泰环保高端环保设备制造及技术研发基地项目总投资 1.57 亿，建成后基地将生产公司自主研发的专利产品，同时为环保装备制造的技术创新与升级提供支撑，有利于增强公司的市场竞争力。

**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+环保政策趋严两重挑战，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，18 年实际利润率高于同行 14pct。补贴标准动态调整且差异化趋势下龙头份额有望进一步提升，当前产能利用率不足 60% 业绩弹性大。

**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，本次外延扩张切入危废、水处理领域，预计本次收购实施后，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 to b 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，本次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 27/22/18 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>6,288</b>	<b>6,986</b>	<b>7,684</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	1,503	2,644	1,731	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>7,139</b>	<b>7,851</b>	<b>8,587</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	666	770	905
<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	721	837	982
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	2.35	2.70	3.12
归属母公司股东权益	1,417	3,845	4,421	5,107	发行在外股份(百万股)	839	1638	1638	1638
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,649</b>	<b>7,139</b>	<b>7,851</b>	<b>8,587</b>	ROIC(%)	10.2%	8.4%	9.1%	9.5%
					ROE(%)	22.5%	12.6%	13.2%	13.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	32.1%	42.0%	45.1%	46.0%
经营活动现金流	876	-993	1,405	-775	销售净利率(%)	10.1%	12.0%	12.8%	13.5%
投资活动现金流	-44	-137	-76	-111	资产负债率(%)	69.2%	45.7%	43.1%	39.8%
筹资活动现金流	-832	1,984	-189	-27	收入增长率(%)	34.1%	25.1%	14.3%	13.1%
现金净增加额	1	854	1,141	-913	净利润增长率(%)	45.3%	49.5%	21.8%	19.2%
折旧和摊销	64	55	67	77	P/E	33.95	26.78	21.98	18.45
资本开支	67	87	15	37	P/B	7.57	3.29	2.86	2.48
营运资本变动	462	-1,667	618	-1,703	EV/EBITDA	26.27	19.07	15.01	13.87

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>

