

2019 年 08 月 25 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

内生增长良好，货源优势带来盈利质量提升 买入（维持）

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）	24.69	19.48	15.97	13.42

投资要点

- **事件：**2019 年上半年公司实现营业收入 15.65 亿元，同比增长 8.47%；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 23.66%；扣非归母净利润 2.15 亿元，同比增长 43.11%；加权平均 ROE 同比提高 4.89pct 至 14.30%。
- **营收业绩双增，废电回收拆解业务同比增长 24.26%。**2019H1 公司实现营收 15.65 亿元，同比增长 8.47%，主要系废电拆解量增加，拆解产出物售价上涨；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 23.66%；其中环服公司实现营收 3.74 亿元，归母净利润 2688.65 万元，占全年业绩承诺的 38.11%，剔除环服公司因素后，公司废电回收拆解业务实现营收 11.90 亿元，同比增长 6.46%，归母净利润 1.90 亿元，同比增长 24.26%，内生业务业绩增速高于营收，预计主要来自于拆解结构优化。
- **实际毛利率提升，期间费用率持平。**根据公司会计记账规则，剔除环服公司后，将营业成本与存货跌价损失合并考虑后，预计 19H1 实际毛利率为 31.75%，同比提高 1.26pct。2019H1 公司期间费用（加回研发费用）同比增长 6.17% 至 1.81 亿元，期间费用率下降 0.25pct 至 11.58%。销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别上升 0.46pct、下降 0.70pct、下降 0.01pct 至 2.23%、4.21%、5.14%。其中，因营销力度加大，销售费用同比增加 36.39% 至 3491 万元。
- **应收补贴增加致经营活动净现金流同比减少。**1) 2019H1 公司经营活动现金流净额 1.47 亿元，同比减少 48.94%，主要系应收废电处理基金补贴款增加；2) 投资活动现金流净额-0.29 亿元，同比增加 10.19%，主要系投资活动减少；3) 筹资活动现金流净额-0.48 亿元，同比增加 40.29%，主要系公司偿还借款所致。
- **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，18 年实际利润率高于同行 14pct。2019H1 公司废电拆解处理量同比增长，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，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。
- **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 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。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 19/16/13 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)	5.62
一年最低/最高价	3.96/8.15
市净率(倍)	4.79
流通 A 股市值(百万元)	7412.28

基础数据

每股净资产(元)	1.17
资产负债率(%)	67.62
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)：外延扩张持续推进，危废再生资源协同发展》2019-06-23
- 2、《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
- 3、《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

事件：

2019 年上半年公司实现营业收入 15.65 亿元，同比增长 8.47%；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 23.66%；扣非归母净利润 2.15 亿元，同比增长 43.11%；加权平均 ROE 同比提高 4.89pct，至 14.30%。

点评：

1. 营收业绩双增，废电回收拆解保持内生增长

营收业绩双增，废电回收拆解业务同比增长 24.26%。2019H1 公司实现营收 15.65 亿元，同比增长 8.47%，主要系废电拆解量增加，拆解产出物售价上涨；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 23.66%；其中环服公司实现营收 3.74 亿元，归母净利润 2688.65 万元，占全年业绩承诺的 38.11%，剔除环服公司因素后，公司废电回收拆解业务实现营收 11.90 亿元，同比增长 6.46%，归母净利润 1.90 亿元，同比增长 24.26%，内生业务业绩增速高于营收预计主要来自于拆解结构变化。根据公司会计记账规则，剔除环服公司后，将营业成本与存货跌价损失合并考虑后，预计 19H1 实际毛利率为 31.75%，同比提高 1.26pct。

期间费用率基本持平。2019 年上半年公司期间费用（加回研发费用）同比增长 6.17% 至 1.81 亿元，期间费用率下降 0.25pct 至 11.58%。其中，因营销力度加大，销售费用同比增加 36.39% 至 3491 万元；管理费用（加回研发费用）同比减少 6.99% 至 6588 万元，主要系公司加强管理，控制费用支出；财务费用同比增加 8.29% 至 8045 万元，主要系借款利息增加；销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别上升 0.46pct、下降 0.70pct、下降 0.01pct 至 2.23%、4.21%、5.14%。

周转率、权益乘数提升使 ROE 同比提高 4.89pct。2019 年上半年公司加权平均净资产收益率同比提升 4.89 个百分点至 14.30%，剔除环服公司因素后，报告期末 ROE 为 13.14%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年上半年公司销售净利率为 13.89%，同比提高 0.18 个百分点，总资产周转率为 0.32（次）同比提高 0.09（次），权益乘数从 18 年上半年的 2.77 升至 19 年上半年的 3.20。

2. 资产负债率改善，营运效率提高

资产负债率改善，营运效率提高。2019 年上半年公司资产负债率为 67.62%，较年初降低 1.57pct。2019 年上半年公司应收账款同比增长 7.89% 至 31.85 亿元，主要系应收基金补贴增加，应收账款周转天数同比减少 135.05 天至 348.3 天；存货同比减少 37.00% 至 1.75 亿元，资产减值损失同比减少 46.36% 至 0.71 亿元，反应出公司已拆解未出售的废电库存情况；存货周转天数同比减少 49.52 天至 30.19 天，应付账款同比减少 9.84%

至 1.37 亿元，应付账款周转天数同比减少 20.99 天至 21.67 天，使净营业周期同比减少 163.58 天至 356.82 天。

3. 应收补贴增加致经营活动净现金流同比减少

应收补贴增加致经营活动净现金流同比减少。1) 2019 年上半年公司经营活动现金净额 1.47 亿元，同比减少 48.94%，主要系应收废电处理基金补贴款增加；2) 投资活动现金净额-0.29 亿元，同比增加 10.19%，主要系投资活动减少；3) 筹资活动现金净额-0.48 亿元，同比增加 40.29%，主要系公司偿还借款所致。

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，18 年实际利润率高于同行 14pct。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，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。

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 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 19/16/13 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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,886	5,738	6,436	7,135	营业收入	3,136	3,923	4,485	5,071
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
非流动资产	763	850	865	902	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	营业利润	393	596	717	853
其他非流动资产	155	154	153	152	加:营业外净收支	8	9	8	8
资产总计	4,649	6,589	7,301	8,037	利润总额	401	605	725	861
流动负债	1,930	1,930	2,124	2,093	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	归属母公司净利润	316	473	576	686
其他流动负债	734	678	905	806	EBIT	485	670	779	913
非流动负债	1,287	1,333	1,259	1,325	EBITDA	549	725	846	990
长期借款	569	615	541	608					
其他非流动负债	718	718	718	718	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3,217	3,263	3,384	3,418	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
					发行在外股份(百万股)	1389	1638	1638	1638
归属母公司股东权益	1,417	3,295	3,872	4,558	ROIC(%)	10.2%	9.2%	10.0%	10.3%
负债和股东权益	4,649	6,589	7,301	8,037	ROE(%)	22.5%	14.7%	15.1%	15.2%
					毛利率(%)	32.1%	42.0%	45.1%	46.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	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	24.69	19.48	15.97	13.42
折旧和摊销	64	55	67	77	P/B	5.51	2.79	2.38	2.02
资本开支	67	87	15	37	EV/EBITDA	19.98	14.96	11.42	10.82
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>