

齐合环保（00976.HK）研究报告

Best or Nothing/箭心

前言：齐合环保是全球第三的废旧汽车、电子拆解回收企业。2017 年收入可望超过 160 亿港元，利润预估有 8 亿港元，目前仅 61 亿港元市值。

一、公司介绍

1、简介

齐合环保集团有限公司是再生金属及环保行业的全球领导者，目前产能排全球第三，主要从事混合废金属及其他资源的收集、再生、拆解、分类及处理，以回收可再用的资源包括黑色及有色金属、贵金属、塑料、纸张及零部件。集团可处理工业废金属包括钢、铁、铜、铝，及来自制造业、报废车辆及电器、工厂及建筑物拆除后的其他废金属、家居及工业电子废料，以及市政固废。

目前集团业务覆盖欧洲、大中华及北美等地超过 30 个国家和地区，拥有 300 多个料场包括配备一站式系统集成收集、集中、分类、处理于一体的金属处理设施。国内业务主要分布在台州、烟台、大连，香港是集团总部所在地，也是集团电子废弃物处理基地。

2016 年底，集团完成了对 Scholz Holding GmbH (“Scholz”)公司的收购。Scholz 是全球最大的混合金属再生商之一，且拥有先进的报废汽车处理能力。经过百余年的锤炼，Scholz 已研发出多项先进技术，回收率达到 97%。

2、沿革

2015 年 3 月，齐合环保向重庆渝商集团全资子公司——渝商投资集团（香港）公司，按每股 9.01 港元配售 4.569 亿新股，渝商投资集团（香港）公司耗资 41.16 亿港元。

2015 年 6 月，渝商投资集团（香港）公司兑换了面值 3.156 亿港元的可转股

债券，对齐合环保的持股数量增加了 5260 万股；2015 年 10 月，渝商投资集团（香港）公司以 3.5 港元/股的价格从其他股东处购得齐合环保 3.8978 亿股，耗资 13.6 亿港元；2016 年 2 月，渝商投资集团（香港）公司以 3.5 港元/股的价格完成要约收购 1.0959 亿股，耗资 3.83565 亿港元，至此，渝商投资集团（香港）公司持有齐合环保 10.08993 亿股。

在收购齐合环保过程当中，渝商投资集团（香港）公司累计斥资 61.75165 亿港元，持有 10.08993 亿股，约折合 6 港元/股。

齐合环保最新股东持股情况：

	持股比例
渝商投资	62.85%
中国信达	10.62%
中央汇金	5.74%
中信证券	4.74%

渝商投资集团股份有限公司（以下简称“渝商投资”）成立于 2013 年 2 月，是在重庆市政府和市工商联的大力支持下，由隆鑫控股、中国华融、龙力房地产、金科集团、小康等 50 余家渝商共同出资设立，实缴注册资本 34.207 亿元。实际控制人为涂建华。

渝商投资以“三大一新”即大资源、大金融、大健康和新兴产业为战略投资方向，遵循产业并购为主、战略性参股为辅的两大投资原则，把握上市公司、拟上市公司两大投资机会，嫁接全球资源和渝商资本对所投资领域进行全产业链整合。该整合与目前我国经济的战略转型紧密结合，将在下一轮新经济增长中实现企业与社会互利共赢、协同发展。

3、产业并购

2016 年 12 月 16 日，渝商投资集团控股的齐合环保集团有限公司发布公告，完成收购全球金属再生回收商巨头德国舒尔茨的全部股本，此举标志着渝商

投资集团在全球战略中，迈出关键一步。

德国舒尔茨集团在面临债务困境的时候。

齐合环保从舒尔茨的债权方入手，先是以 2.36 亿欧元(约合人民币 17 亿元) 买入舒尔茨的 5.24 亿欧元(约合人民币 37.8 亿元)债务，成为舒尔茨最大的债务 持有人，然后通过以债换股的方式成为控股股东。

收购舒尔茨集团后，齐合环保派出数名管理人员，企业所在地与老员工岗位 等一律不变；同时还向舒尔茨提供 8 千万欧元（约合人民币 5.7 亿元）的过渡贷 款。

收购之后，舒尔茨经营形势已经有了很好的转变，加上国际金属市场已处价 格底部复苏，大环境的改善，将支持舒尔茨与齐合环保实现良性发展，预计 2017 年可实现净利润 7000 万欧元以上（来自涂建华的预测）。

二、废旧汽车回收拆解行业空间巨大

1、再生资源回收率提升空间大

再生资源是指在人类的生产、生活、科教、交通、国防等各项活动中被开发 利用一次并报废后，还可反复回收加工再利用的物质资源。从类型来看，主要包 括三大类：金属类再生资源、非金属类再生资源和废旧电子电气机械设备。

种类	代表性资源
金属类再生资源	废旧钢铁、有色金属等
非金属类再生资换	废旧橡胶、纸张、塑料、玻璃、工农业废渣等
废旧电子电器机械设备	电子废弃物、废旧汽车、船舶、电机、催化剂等

（图：再生资源分类）

2016 年，我国十大类别的再生资源回收总量约为 2.56 亿吨，同比增长 3.7%， 回收总值约为 5902.8 亿元，同比增长 14.7%。预计到 2021 年，我国主要再生资 源利用总量将达到 3.25 亿吨，复合增速 5%，再生资源回收价值达到 9506.52 亿 元，复合增速 10%。

我国再生资源整体循环利用产值与发达国家相比仍有较大提升空间，一是目 前我国的再生资源回收利用率偏低，主要品种回收率不超过 50%，二是我国再生

资源综合利用层次、利用附加值亟需提升。

2、报废汽车回收再利用率提升空间巨大

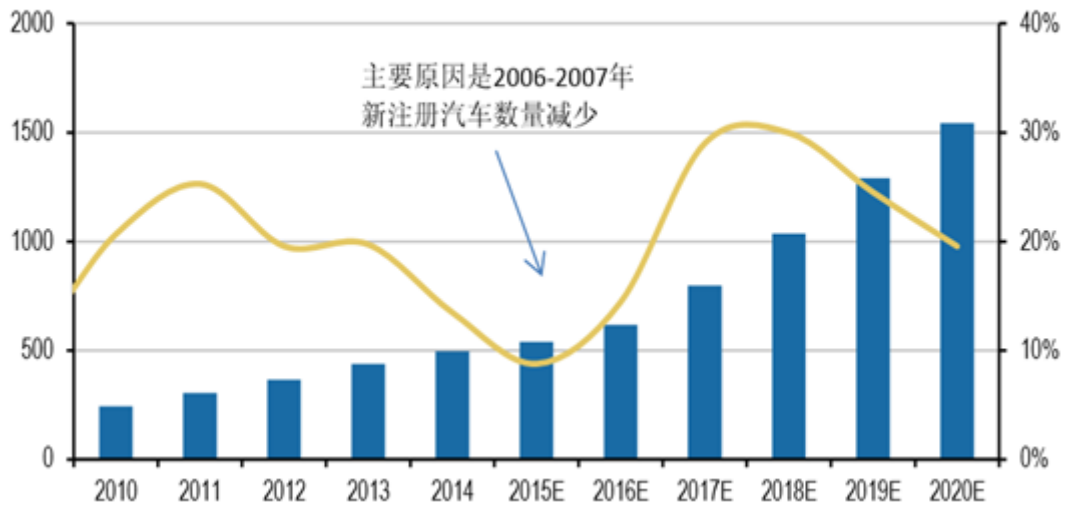
汽车拆解作为报废汽车资源综合利用的重要组成部分，但是目前我国汽车回收拆解行业仍处于起步发展阶段。

近些年来我国汽车产销量持续快速上升，已成为全球第一大汽车生产国和消费市场，2016 年我国汽车产销量突破 2800 万辆，2017 年底，全国汽车保有量超过 2.1 亿辆，成为保有量第二大的国家，仅次于美国 2.2 亿辆。



资料来源：前瞻产业研究院

汽车保有量稳步增长，报废高峰渐近。我国汽车的一般使用年限 8-12 年。



目前报废汽车正规回收率偏低，有非常大提升空间。

未来随着监管逐步规范趋严《报废机动车回收拆解管理条例》、私家车报废补贴等政策出台，正规回收率有望提升。

2018年废旧汽车理论报废量将突破1000万辆，并保持高速增长，报废汽车高峰期将至。不考虑“五大总成”再制造，市场空间超过1000亿元左右。

三、齐合环保业务分析及盈利预测

1、业务细分情况

齐合环保的主要收入为废旧金属等的销售收入，而废旧金属的价格随着大宗商品价格的变化而变化，所以齐合环保的营业收入是比较好计算的。

如下图为 2017 年一季度齐合环保产品细分销售情况：

图表 11. 2016 年及 2017 年第一季度公司再生资源业务产品销售情况

产品	产量 (吨) ¹⁶		销量 (吨)		销售均价 (元/吨)		销售收入 (万元)	
	2016 年	2017 年第一季度	2016 年	2017 年第一季度	2016 年	2017 年第一季度	2016 年	2017 年第一季度
废铜	57,226	--	59,581	24,784	28,615	36,178	170,493	89,661
废钢	223,465	--	237,659	38,390	1,534	1,898	36,457	7,285
废铝	20,488	--	11,983	12,268	9,732	10,193	11,662	12,505
旧生铁	48,556	--	51,244	933,080	1,444	2,463	7,398	229,817
铝锭	16,025	--	16,220	4,349	11,824	13,938	19,178	6,062
废油	2,354	--	467	4,337	1,949	4,448	91	1,929
其他	5,508	--	6,319	21,273	5,705	6,931	3,605	14,746
其他加工废料		--	86,438	27,088	4,417	12,761	38,182	34,568
合计	373,622	--	469,911	1,065,570			287,066	39,6573

资料来源：隆鑫控股

¹⁴ 销量大于产能主要系部分有色金属回收不需要处理，可直接出售。

¹⁵ 全部为境外企业。

¹⁶ 2017 年第一季度产量数据公司暂未统计。

据上图数据，齐合环保的销售收入主要体现在废铜、废旧生铁上。通过二季度齐合环保保持盈亏平衡可以得到，LME 铜价 5600 美元为盈亏平衡，通过电话与上市公司沟通也得到铜价 5600-5700 美元为盈亏平衡点。目前 LME 铜价接近 7200 美元。



2、盈利预测

假设 Q4 销量和 Q1 产量相当，测算当前资源价格对应的盈利情况。（税前）

产品	2017Q1 产量（吨）	盈亏平衡点（元）	2017Q4 价格（元）	单季盈利（亿）
废铜	24784	36000	45000	2.23
废铝	12268	10000	12500	0.31
废钢、铁	933080	2300	2500	1.8
铝锭	4349	12000	14000	0.09
总计				4.3 亿

按照第四季度大宗商品价格推算，齐合环保单季盈利有 4.3 亿元。

由于 2017 年一季度大宗商上涨，齐合环保单季盈利 2 亿港元。二季度，大宗商品回落到公司盈亏平衡点，齐合环保没有盈利。三、四季度大宗商品持续上涨，预计单季度扣税盈利 3 亿港元，合计 2017 年有 8 亿港元净利润。

按目前股票价格，2017 年预估齐合环保为 8 倍 PE。

四、行业内重要公司对比

各国行业龙头估值对比（2017 年预估）

换算成人民币

	行业地位	营业收入	营业利润	动态 PE	PB	总市值
格林美	中国第一	100 亿	5 亿	51	3.5	270 亿
LKQ	美国第一	670 亿	33 亿	25	3.1	830 亿
齐合环保	全球第三	150 亿	7 亿	8	1.4	56 亿

LKQ 为全球最大的废旧汽车回收再制造企业。

五、催化剂以及风险

1、催化剂

年报业绩公布超出机构预期（目前没有机构覆盖）；

通过并购重组占领更大国内市场（渝商投资第一个项目就是国内的汽车回收处理）；

再生资源回收处理行业政策利好；

大宗商品价格持续上涨；

2、风险

业绩不及预期（各项费用、套保等影响业绩）；

私有化风险；

大宗商品价格大幅回落；

其他风险；

六、总结

2017年上半年公司实现归母净利润1.98亿港元，预计全年主营业务净利润在8亿港元，不含出售土地资产所带来一次性利润2亿元人民币。目前整体市值61亿港元，同行业龙头比较，估值很低，且行业未来成长性较好。

同时，国内业务和国外业务的进一步整合、大宗商品上涨、行业支持政策的出台、电子拆解业务的成长、曹妃甸项目的落地都将给未来成长助力。

附注：以上内容摘自公司主页、集团债券信息、股票信息、网络文章等。