

中再资环 (600217)

2021年05月05日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

2020 年报&2021 一季报点评: Q1 业绩良性增长, 补贴调整龙头长期份额有望提升

买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,331	3,074	3,856	4,712
同比 (%)	1.8%	-7.7%	25.4%	22.2%
归母净利润 (百万元)	410	361	463	582
同比 (%)	2.1%	-12.1%	28.4%	25.5%
每股收益 (元/股)	0.30	0.26	0.33	0.42
P/E (倍)	17.02	19.36	15.08	12.01

投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年年报, 实现营收 33.31 亿元, 同增 1.8%; 归母净利润 4.10 亿元, 同增 2.15%; 扣非 3.98 亿元, 同增 1.12%, 符合我们的预期; 公司发布 2021 年一季报, 实现营收 7.35 亿元, 同增 88.86%; 归母净利润 1.06 亿元, 同增 180.28%; 扣非 1.05 亿元, 同增 173%。
- **受疫情影响全年盈利维持正增长, 2021Q1 归母高增 180.28% 恢复良好。** 2020 年公司综合毛利率同比提升 1.3pct 至 32.45%。受新冠疫情影响, 2020 年一季度开工率不足, 全年主要财务数据维持在正增长水平。分业务来看, 1) **废电拆解:** 2020 年营收 25.12 亿元, 同增 3.86%, 毛利率 35.95%, 同升 0.78pct, 据公司会计记账方式, 毛利减存货跌价损失是拆解业务实际毛利更准确的反映, 经过计算还原可得 2020 年废电拆解实际毛利率达 28.31%, 同降 1.39pct; 2) **工业固废:** 2020 年营收 8.17 亿元, 同减 4.16%, 毛利率 21.72%, 同升 1.98pct。2020Q1 公司营收 7.35 亿元, 较 2019 年增长 8.57%; 归母净利润 1.06 亿元, 较 2019 年归母净利润增长 21.84%, 业务实际增长情况良好。
- **期间费用率保持持平。** 2020 年公司期间费用率上升 0.01pct 至 12.95%。其中, 销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.26pct、下降 0.34pct、上升 0.02pct、上升 0.07pct 至 2.78%、5.51%、0.03%、4.63%。
- **补贴发放加快, 现金流大幅转好。** 1) 2020 年公司经营活动现金流净额 1.9 亿元, 同增 210.36%, 主要系期间基金补贴、销售商品收到现金的增加所致; 2021Q1 经营活动现金流净额 1.25 亿元, 同比增加 74.92%, 收现比达 1.11, 回款情况良好; 2) 2020 年投资活动现金流净额 -0.97 亿元, 同增 28.07%; 3) 2020 年筹资活动现金流净额 0.01 亿元, 同减 99.81%。
- **补贴标准调整, 中长期看龙头现金流转好&盈利份额提升。** 2020 年 11 月发改委联合供销社发布的废旧家电拆解提质增效专项行动中指出至 2022 年公司拆解能力有望提升 50%, 市场份额提升至 35%。基金补贴标准自 2021 年 4 月起调整施行, 我们认为短期内补贴标准将下降约 30%, 中长期将有效改善补贴基金资金缺口情况**加快补贴发放速度**完善现金流, 补贴调整下行业将面临进一步出清, 公司有望凭借强大的回收渠道网络带来的成本优势, 将**补贴调整部分顺价至回收端**, 同时提高拆解物的高值化综合利用水平, 以**资金、渠道、资金**三大核心竞争力实现**拆解份额及盈利能力的双升**。
- **盈利预测:** 考虑到基金补贴标准的调整, 我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.37/0.43 元调整为 0.26/0.33 元, 预计 2023 年 EPS 为 0.42 元, 当前市值对应 2021-2023 年 PE 19/15/12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能利用率提升不达预期, 补贴基金发放不达预期, 政策落地不达预期, 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.03
一年最低/最高价	4.41/6.50
市净率(倍)	3.03
流通 A 股市值(百万元)	6984.96

基础数据

每股净资产(元)	1.66
资产负债率(%)	63.75
总股本(百万股)	1388.66
流通 A 股(百万股)	1388.66

相关研究

- 1、《中再资环 (600217): 20Q3 单季增速大幅转正, 长期看好龙头份额&盈利能力提升》2020-10-27
- 2、《中再资环 (600217): 20Q2 业绩增速环比提升 52.91pct, 治理结构逐步改善经营能力提升可期》2020-08-30
- 3、《中再资环 (600217): 拆解及销售力度加大营收增长, ROE 大幅提升》2020-04-26

事件:

公司发布 2020 年年报, 实现营收 33.31 亿元, 同比增长 1.8%; 归母净利润 4.10 亿元, 同增 2.15%; 扣非归母净利润 3.98 亿元, 同增 1.12%, 符合我们的预期; 加权平均 ROE 同减 4.45pct, 至 20.48%。

公司发布 2021 年一季报, 实现营业收入 7.35 亿元, 同比增长 88.86%; 归母净利润 1.06 亿元, 同比增长 180.28%; 扣非归母净利润 1.05 亿元, 同比增长 173%。

1. 2021Q1 归母净利润高增 180.28%, 拆解业务恢复良好

受疫情影响较大, 全年财务数据实现正增长。2020 年全年公司实现营业收入 33.31 亿元, 同增 1.8%; 归母净利润 4.10 亿元, 同增 2.15%; 扣非归母净利润 3.98 亿元, 同增 1.12%。公司综合毛利率同比提升 1.3pct 至 32.45%。2020 年受新冠疫情影响, 公司一季度开工率不足, 全年主要财务数据维持在正增长水平。分业务来看, **1) 废电拆解业务:** 2020 年实现营收 25.12 亿元, 同比增长 3.86%, 毛利率 35.95%, 同比上升 0.78pct, 据公司的会计记账方式, 毛利减存货跌价损失才是公司拆解业务实际毛利更准确的反映, 经过计算还原可得 2020 年废电回收处理板块实际毛利率为 28.31%, 同比降低 1.39 个百分点; **2) 工业固废业务:** 2020 年实现营业收入 8.17 亿元, 同比减少 4.16%, 毛利率 21.72%, 同比提升 1.98pct。

2021 一季度业务恢复良好, 归母净利润高增 180.28%。2021 年一季度公司实现营业收入 7.35 亿元, 同比增长 88.86%, 较 2019 年营业收入增长 8.57%; 归母净利润 1.06 亿元, 同比增长 180.28%, 较 2019 年归母净利润增长 21.84%, 业务实际增长情况良好。

期间费用率保持持平。2020 年公司期间费用同比增长 1.87% 至 4.31 亿元, 期间费用率上升 0.01pct 至 12.95%。其中, 销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 12.35%、减少 4.15%、增加 501.62%、增加 3.26% 至 0.93 亿元、1.83 亿元、0.01 亿元、1.54 亿元; 销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.26pct、下降 0.34pct、上升 0.02pct、上升 0.07pct 至 2.78%、5.51%、0.03%、4.63%。

2. 资产负债率下降, 净营业周期延长

资产负债率下降, 净营业周期延长。2020 年公司应收账款同比增长 15.05% 至 43.88 亿元, 应收账款周转天数同比增加 75.52 天至 443.24 天; 存货同比减少 28.63% 至 1.08 亿元, 存货周转天数同比减少 5.49 天至 20.72 天; 应付账款同比减少 12.95% 至 1.84 亿

元，应付账款周转天数同比增加 5.48 天至 31.63 天，使净营业周期同比增加 64.55 天至 432.33 天。

ROE 同比下降 4.45pct 至 20.48%。2020 年公司净资产收益率同比下降 4.45pct 至 20.48%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年公司销售净利率为 12.33%，同比下降 0.64pct，总资产周转率为 0.56（次），同比下降 0.07（次），权益乘数从 2019 年的 3.22 下降至 2020 年的 2.97。

3. 基金补贴发放加快，现金流大幅转好

补贴发放加快，现金流大幅转好。1) 2020 年公司经营活动现金流净额 1.9 亿元，同比增加 210.36%，主要系期间基金补贴、销售商品收到现金的增加所致；2021Q1 经营活动现金流净额 1.25 亿元，同比增加 74.92%，收现比达 1.11，回款情况良好；2) 投资活动现金流净额 -0.97 亿元，同比增加 28.07%，主要系上期构建固定资产支付现金较多所致；3) 筹资活动现金流净额 0.01 亿元，同比减少 99.81%，主要受到偿还到期的债务增加所影响。

4. 国内固体废物回收利用行业发展总体向好，龙头盈利能力持续扩张

补贴放缓&环保政策趋严，落后产能出清。“史上最严”的《环保法》于 2015 年 1 月 1 日起正式施行。随着《环保法》配套政策的出台和落实，废电拆解行业小而散的不正规拆解作坊的生存空间越来越窄。同时废电产品处理基金补贴发放速度缓慢，补贴的放缓及兑付周期的延长使废电拆解企业的资金流动性吃紧，部分渠道，环保，资金实力较弱的企业面临出清，让出市场份额。此外十四五期间固体废物无害化、资源化利用水平提高也将成为政策推进的主导方向。

明确动态管理机制资金支持力度加大，利好行业龙头份额提升现金流改善。2020 年 5 月，国家发改委等七部委联合印发《关于完善废旧家电回收处理体系 推动家电更新消费的实施方案》。方案指出，1) **完善废电回收处理体系，促进废电规范回收处理量大幅增长**，鼓励回收企业建立多元化回收渠道，积极落实企业回收目标，推进规范生产者延伸责任制模式，3 年左右基本建成有序、顺畅、高效的废电回收处理体系。2) **鼓励处理企业加强技术改造投入，提升处理产品附加值。**鼓励开展技术升级和设备更新，提升机械化、自动化、智能化水平，重点加强线路板处置、元器件无损化高效处理、稀贵金属提取等无害化、高值化利用技术研发与应用，提高处理产物附加值。3) **优化动态管理机制，促进行业集中度提升。**将研究开展废电处理企业资源环境绩效评价，推动补贴名单

动态调整，形成优胜劣汰导向的基金补贴机制。4) **加大资金支持力度**，将研究完善基金征收补贴政策，适当调整基金补贴标准，未来有望扩大基金征收补贴范围，调整基金征收标准，落实“以收定支，自我平衡”机制。5) **加强废旧家电监管，加大执法检查力度**。将加强废弃电器回收全程信息化管理，加大对处理企业违规处理、造假骗补、环保不达标等行为的查处力度。

废旧家电拆解提质增效专项行动发布，供销社再生资源龙头企业拆解能力扩张50%，份额提升至35%。2020年12月，供销合作总社、国家发改委联合印发《关于积极打造废旧家电回收处理产业链 推动家电更新消费的行动方案》，其中废旧家电拆解提质增效专项行动指出：**1) 扩大拆解规模**：新增四机一脑拆解线、建设塑料、线路板、金属、压缩机等深加工项目，实现拆解产物高值化，对家电生产线进行智慧化改造；**2) 提高拆解份额**：通过内生+外延模式，将供销系统拆解能力提升50%，市场份额提升至35%，截至2020年，公司废电拆解产能规模达2958万台，本期拆解产量达1827万台，产能利用率达62%。**3) 提升拆解水平**：升级改造ERP系统、线上竞价平台、信息实时监控系统，打造回收、拆解、销售的全流程信息平台；提升原材料质检、仓储物流管理、拆解生产工艺的智能化水平，提高劳动生产率；对拆解产物进行深加工，提高附加值。

表 1: 2020 年公司固废项目运营情况

项目名称	地点	总投资额 (万元)	设计产能(万 台)	产能利用率 (%)	投产时间
山东中绿废弃电器电子综合利用项目	山东临沂	8099	280	81	2007年7月
洛阳废弃电器电子产品综合处理项目	河南洛阳	10,960	460	49	2010年7月
绥化废弃电器电子产品综合利用项目	黑龙江绥化	10,365	335	49	2011年1月
蕲春鑫丰废弃电器电子产品综合利用项目	湖北蕲春	8,000	208	66	2011年1月
四川中再生废弃电器电子产品回收处理中心项目	四川内江	9,487	185	98	2011年3月
浙江蓝天旧家电回收处理拆解生产线项目	浙江衢州	19,518	200	88	2011年9月
江西废弃电器电子产品回收处理中心项目	江西南昌	15,735	540	43	2012年8月
唐山中再生废弃电器电子产品综合利用项目	河北唐山	15,000	330	65	2014年2月
广东华清废弃电器电子产品综合利用项目	广东清远	2,458	300	77	2014年3月
云南巨路废旧家电拆解生产线建设项目	云南昆明	10,000	120	32	2015年2月

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

补贴标准再调整，短期补贴调降约 30%，中长期看龙头份额提升&现金流改善。2021 年 3 月四部委印发《关于调整废弃电器电子产品处理基金补贴标准的通知》，对废弃电器电子产品处理基金补贴标准予以调整，自 2021 年 4 月 1 日起施行，该标准实施前已处理的废电产品按原有补贴标准执行。我们认为补贴标准平均将下降约 30%，短期内对上市公司收入可能将产生一定的影响，中长期将有效改善**补贴基金资金缺口情况加快补贴发放速度**，补贴调整下行业将面临**进一步出清**，公司将凭借强大的回收渠道网络带来的成本优势，将补贴调整部分顺价至回收端，同时提高拆解物的高值化综合利用水平，实现拆解份额及盈利能力的双升，公司核心优势体现在：（1）**资质**：行业目前共有 5 批 109 家企业获得废电拆解资质，且现有备案企业数不再增加，存量企业具有资质优势，公司现有产能 2958 万台，合规拆解规模遥遥领先。（2）**渠道**：依托大股东中再生强大的渠道网络，渠道优势得天独厚。渠道优势具体体现在两个方面 **a.优化产品结构，选择高附加值产品**。面对补贴标准的变化，公司充分利用渠道优势更多拆解高附加值产品，优化产品结构。**b.渠道优势带来议价能力提升**。2020 年公司实际单台毛利达 38.92 元/台，相对于 2016 年补贴标准调整后的单台实际毛利 25.64 元/台增长了 51.79%。同时，公司拆解业务实际毛利率在行业中占优，自 2016 年实际毛利率有所下滑后，又于 2020 回升至 28.31%。2020 年公司扣除存货跌价损失后的利润率仍高于同行约 4%，利润率优势逐步扩大，较 2014 年（高于同行 0.24%）升高 6.5pct。（3）**资金**：公司实控人为中华全国供销总社，拥有 AAA 级信用评级。补贴标准调整发放加快趋势中，公司凭借**资金、渠道、资金三大核心竞争力**，成本优势明显，市场份额提升弹性大。

表 2：2020 年公司固废项目运营情况

序号	产品名称	2016 年前	2016.1.1 开始执行		2021.4.1 开始执行		备注
		补贴标准 (元/台)	品种	补贴 标准 (元/ 台)	补贴 标准 (元/ 台)	调整幅 度	
1	电视机	85	14 寸及以上且 25 寸以下阴极射线管（黑白、彩色）电视机	60	40	-33%	14 寸以下阴极射线管（黑白、彩色）电视机不予补贴
			25 寸及以上阴极射线管（黑白、彩色）电视机，等离子电视机、液晶电视、OLED 电视机、背投电视机	70	45	-36%	
2	微型计算机	85	台式微型计算机（含主机和显示器）、主机显示器一体形式的台式微型计算机、便携式微型计算机	70	45	-36%	平板电脑、掌上电脑补贴标准另行制定
3	洗衣机	35	单桶洗衣机、脱水机（3 公斤 < 干衣量 ≤ 10 公斤）	35	25	-29%	

			双桶洗衣机、波轮式全自动洗衣机、滚筒式全自动洗衣机（3公斤<干衣量≤10公斤）	45	30	-33%	干衣量≤3公斤的洗衣机不予补贴
4	电冰箱	80	冷藏冷冻箱（柜）、冷冻箱（柜）、冷藏箱（柜）（50升≤容积≤500升）	80	55	-31%	容积<50升的电冰箱不予补贴
5	空气调节器	35	整体式空调器、分体式空调器、一拖多空调器（含室外机和室内机）（制冷量≤14000瓦）	130	100	-23%	

数据来源：财政部，环境保护部，发改委，工业和信息化部，东吴证券研究所

治理结构逐步改善，集团经营能力提升可期。公司实际控制人为中国供销集团，通过第一大股东中再生和第二大股东中再生资源控股上市公司，集团治理结构逐步理顺。大股东中再生及中再生资源均从事再生资源业务，是我国最大的专业性再生资源回收利用企业，营收规模数倍于上市公司，随着公司股东结构的逐步完善，后续有望推动激励机制及优质资产整合，集团经营能力提升可期。

盈利预测：考虑到基金补贴标准的调整，我们将2021-2022年的EPS从0.37/0.43元调整为0.26/0.33元，预计2023年EPS为0.42元，当前市值对应2021-2023年PE 19/15/12倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能利用率提升不达预期，补贴基金发放不达预期，政策落地不达预期，行业竞争加剧。

中再资环三大财务预测表

资产负债表 (百万)					利润表 (百万元)				
元)	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,349	6,839	11,213	11,058	营业收入	3,331	3,074	3,856	4,712
现金	745	3,435	4,583	5,433	减:营业成本	2,250	2,146	2,671	3,236
应收账款	4,388	3,183	6,312	5,290	营业税金及附加	20	18	15	19
存货	108	139	168	204	营业费用	93	86	100	113
其他流动资产	109	81	150	131	管理费用	183	169	198	240
非流动资产	820	758	843	931	研发费用	1	1	2	7
长期股权投资	113	138	164	189	财务费用	154	136	221	287
固定资产	489	399	460	519	资产减值损失	192	151	154	179
在建工程	12	9	10	10	加:投资净收益	13	13	13	13
无形资产	134	141	140	143	其他收益	27	38	33	35
其他非流动资产	72	71	70	70	资产处置收益	0	-1	-0	-0
资产总计	6,169	7,597	12,056	11,989	营业利润	476	417	539	678
流动负债	2,995	4,208	8,270	7,694	加:营业外净收支	10	10	10	10
短期借款	2,179	3,112	7,251	6,301	利润总额	486	427	548	688
应付账款	184	193	276	293	减:所得税费用	75	66	85	106
其他流动负债	632	903	743	1,100	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	956	809	744	670	归属母公司净利润	410	361	463	582
长期借款	481	335	269	196	EBIT	627	551	762	964
其他非流动负债	475	475	475	475	EBITDA	695	610	826	1,042
负债合计	3,951	5,018	9,014	8,364	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	16	17	17	17	每股收益(元)	0.30	0.26	0.33	0.42
归属母公司股东权益	2,202	2,562	3,026	3,607	每股净资产(元)	1.59	1.85	2.18	2.60
负债和股东权益	6,169	7,597	12,056	11,989	发行在外股份(百万股)	1389	1389	1389	1389
					ROIC(%)	11.5%	15.6%	10.1%	16.1%
					ROE(%)	18.5%	14.0%	15.2%	16.1%
					毛利率(%)	32.5%	30.2%	30.7%	31.3%
					销售净利率*(%)	12.3%	11.7%	12.0%	12.3%
					资产负债率(%)	64.0%	66.1%	74.8%	69.8%
					收入增长率(%)	1.8%	-7.7%	25.4%	22.2%
					净利润增长率(%)	1.2%	-12.1%	28.4%	25.5%
					P/E	17.02	19.36	15.08	12.01
					P/B	3.17	2.73	2.31	1.94
					EV/EBITDA	13.73	12.42	12.73	8.30

销售净利率* = 归属母公司股东的净利润 / 营业总收入 = 销售净利率 x 归属公司股东的净利润占比

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>

