

## 海外再生资源龙头成就之路：产业链衍生+外延拓展

证券分析师：袁理

执业证书编号：S0600511080001

联系邮箱：yuanl@dwzq.com.cn

研究助理：王浩然

联系邮箱：wanghr@dwzq.com.cn

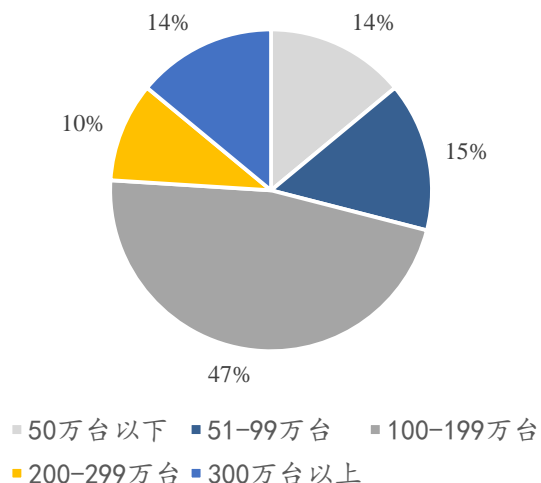
二零一九年十月

- ✓ **废电拆解行业4年5倍空间稳定可见，被忽略的消费属性。**废弃电子产品报废量被低估，从静态拆解量/销量可看4年5倍空间，比消费品更稳定。
- ✓ **拆解行业商业模式预期差较大，基金制度有待完善。**（1）拆解行业具有刚性，补贴放缓落后企业面临出清。补贴的放缓及兑付周期的延长使部分资金状况较差的企业被淘汰出局，让出市场份额。补贴发放的恢复体现了拆解行业具有刚性。（2）对标海外发达国家，行业本质为生产者延伸责任制，我国基金制度仍有待完善。（3）随着基金制度的不断完善、补贴标准动态调整且差异化趋势下，我国拆解行业商业模式及现金流有望改善，龙头企业将优先获益。
- ✓ **海外再生资源龙头成就之路，产业链衍生+外延拓展。**通过对标美国固废巨头WM及澳洲金属及电子产品回收商SIMS成长之路，总结对我国再生资源行业发展的借鉴：（1）结合产业背景采取内生外延发展战略，国内企业与海外龙头战略目标相似，仍处于成长期。国内龙头中再资环目前亦已外延并购为发展战略，未来可借鉴海外公司，严格收购标准，通过内生产能扩张+优质收购兼并不断壮大。（2）打造收运&再利用&再循环一体化产业链，持续加强收运/再循环环节，拓展再利用业务。随着国内废电处理基金的扩容，国内再生资源企业可加强回收体系，降低收运成本，提升拆解产能，开展电子产品再利用环节，以此增厚利润空间，完善电子回收循环一体化产业链。
- ✓ **关注废电拆解龙头中再资环，三大优势助力份额提升。**（1）拆解行业具有资质壁垒，资质优势凸显。共有5批109家资质企业且备案企业数不再增加。公司资质企业10家占比9.17%且大产能企业数在行业中占优。（2）强大渠道带来成本优势，龙头护城河固化。2019H1公司扣除存货跌价损失后的利润率仍高于同行约9%，利润率优势逐步扩大相对于2014年（高于同行0.24%）升高9个百分点。在16年拆解基金标准调整后实现逆势扩张，份额不断提升至22%。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。（3）股东实力雄厚，资金优势抵御行业不确定性。实控人供销总社3A级信用评级，资金优势渡过补贴放缓。（4）外延并购持续推进，切入危废领域，发挥协同改善现金流。
- ✓ **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，收购整合不达预期，行业竞争加剧。

## 废电回收处理条例/基金征收办法出台，废电拆解行业形成高资质壁垒

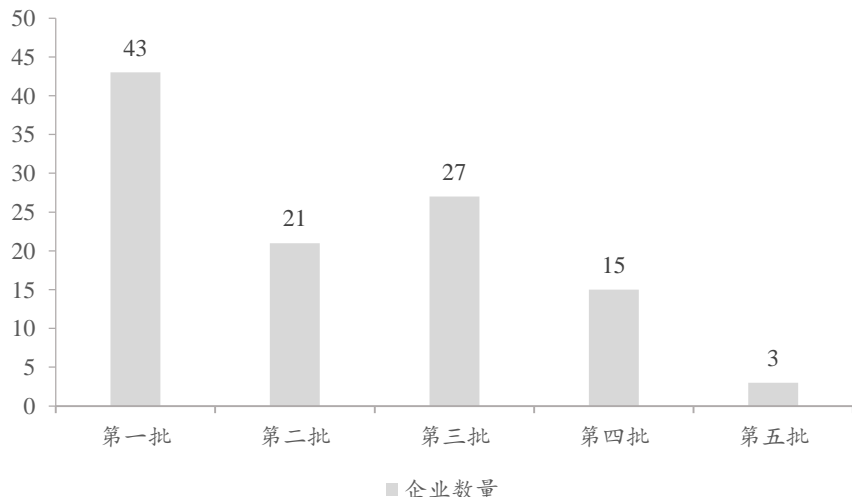
- ✓ **《条例》与基金制度出台。**2011年《废弃电器电子产品回收处理管理条例》施行，2012年《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》出台，明确了基金补贴的产品范围“四机一脑”、补贴标准、管理方法等。
- ✓ **109家资质企业格局形成。**国家对废电处理行业实行准入政策，进入《废电产品处理基金补贴企业名单》内的企业，对列入《废电产品处理目录》内的废电产品进行拆解方可申请补贴。且**备案处理企业数不再增加，行业形成高资质壁垒。**
- ✓ **行业以中小产能为主，300万台以上大产能企业占比仅14%。**根据中国家用电器研究院电器循环与绿色发展研究中心调研数据，行业内76%的企业处理能力在200万台以下，300万台以上产能的企业数仅占14%。

图：2017年行业拆解处理规模分布



数据来源：中国家用电器研究院电器循环与绿色发展研究中心，东吴证券研究所

图：各批次废电处理补贴企业数逐渐减少：家



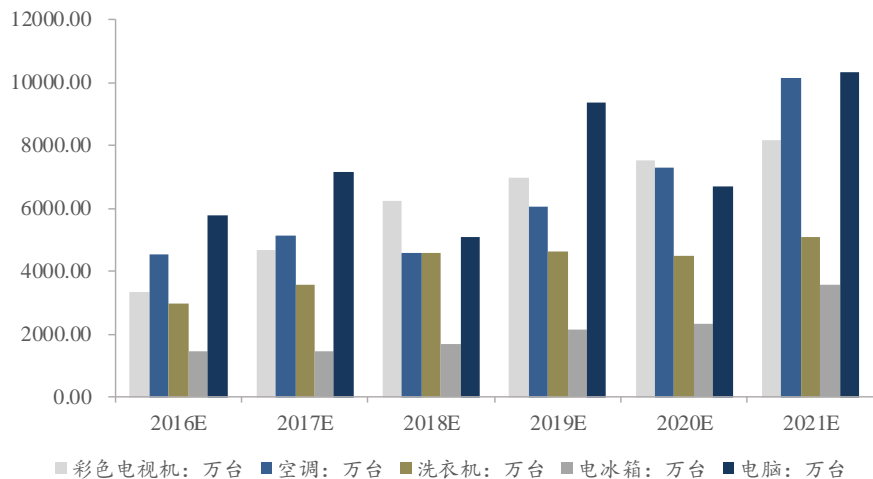
数据来源：财政部，环保部，发改委，工业和信息化部，东吴证券研究所

# 废电拆解4年5倍成长空间，被忽略的消费属性

## 4年5倍空间，“四机一脑”理论报废量与潜在需求量预期差较大

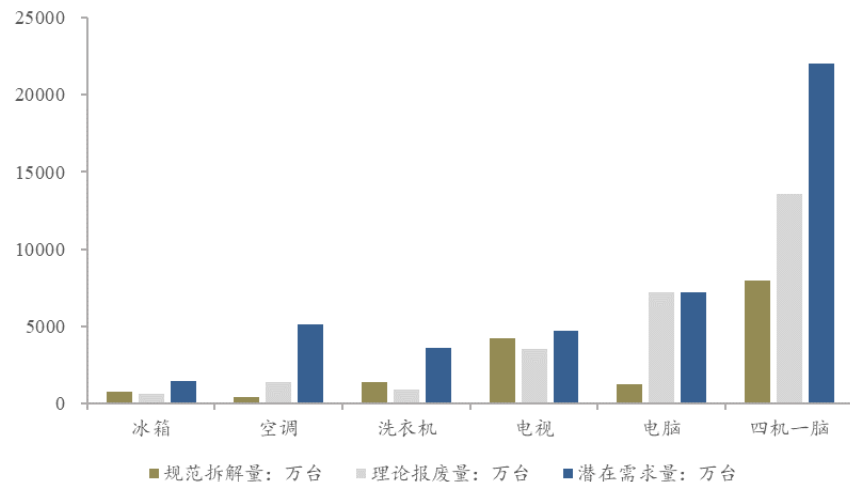
- ✓ **17年理论报废量1.36亿台：**现有家电超过使用年限后将进行报废拆解。据中国家用电器研究院研究，报废年限分别按电脑6年、空调/电视/洗衣机/电冰箱16年测算，可得17年四机一脑的理论报废量约为1.36亿台，17年家电绿色回收率仅为58.77%（规范拆解量/理论报废量）。
- ✓ **潜在需求量4年5倍空间：**随着生活水平的提升，国家安全使用年限的推行，消费者安全意识提升，家电报废年限将向国家安全使用年限靠拢。据《家用电器安全使用年限细则》，报废年限分别按电视/空调10年，冰箱12年，洗衣机8年，电脑6年，可得2021年四机一脑潜在需求量为3.7亿台，是17年7995万台规范拆解量的近5倍。

图：2017年四机一脑理论报废量约为1.36亿台



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：2017年四机一脑潜在需求量、理论报废量、规范拆解量对比：万台



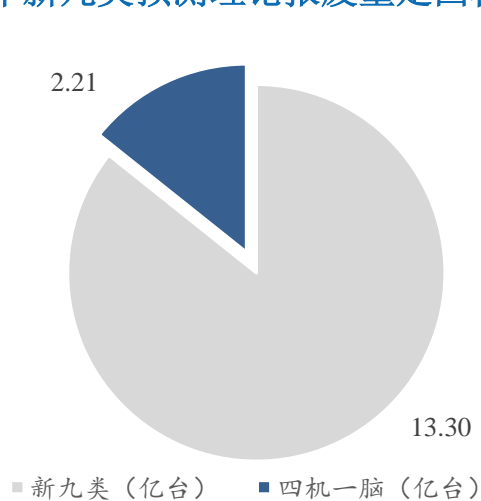
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

# 废电拆解4年5倍成长空间，被忽略的消费属性

## 新9类扩幅补贴待落实，市场空间增长可期

- ✓ 国家发改委 2015 年 公布《废弃电器电子产品处理目录（2014 年版）》，从 2016 年 3 月开始纳入基金补贴的废弃电器电子产品品种由“四机一脑”大幅扩展为 14 个品类。随着新9类补贴金额的落实，有望打开更大的市场空间。
- ✓ 预测2021年新九类理论报废量是四机一脑理论报废量的6倍。按照产业标准，报废年限分别按手机/电话/监视器5年、打印机/复印机/传真机6年、吸油烟机7年、电热水器/燃气热水器8年测算，2019-2021年新9类报废量分别可达7.8/9.4/13.3亿台。

图：21年新九类预测理论报废量是四机一脑的6倍



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：新九类预测理论报废量持续增长：亿台



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

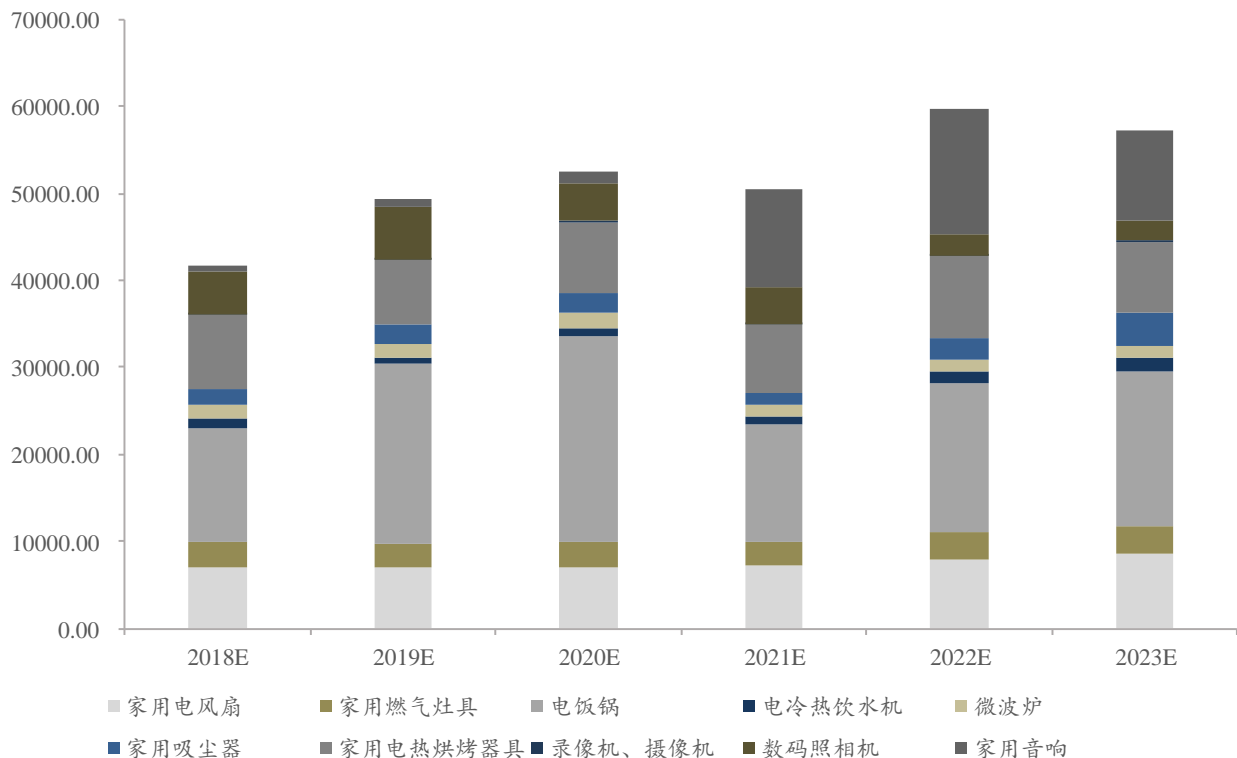
# 废电拆解4年5倍成长空间，被忽略的消费属性

## 随着目录品类的扩容，市场空间有望进一步扩大

- ✓ 除《废弃电器电子产品处理目录（2014年版）》中公布的14个品类外，还有许多其他的电器电子产品尚未纳入废电处理目录，未来随着目录品类的扩容，废电拆解市场容量还将进一步扩大。

图：《废电产品处理目录2014年版》14类以外，其他家电报废量测算：万台

- ✓ 其他品类废电产品空间依然庞大，按照产业标准，报废年限分别按电饭锅5年、燃气灶/饮水机8年、微波炉/烤箱/摄录像机/数码相机/音响10年、电风扇/吸尘器12年测算，2019-2021年其他品类的电器电子产品报废量分别可达4.9/5.3/5.0亿台。



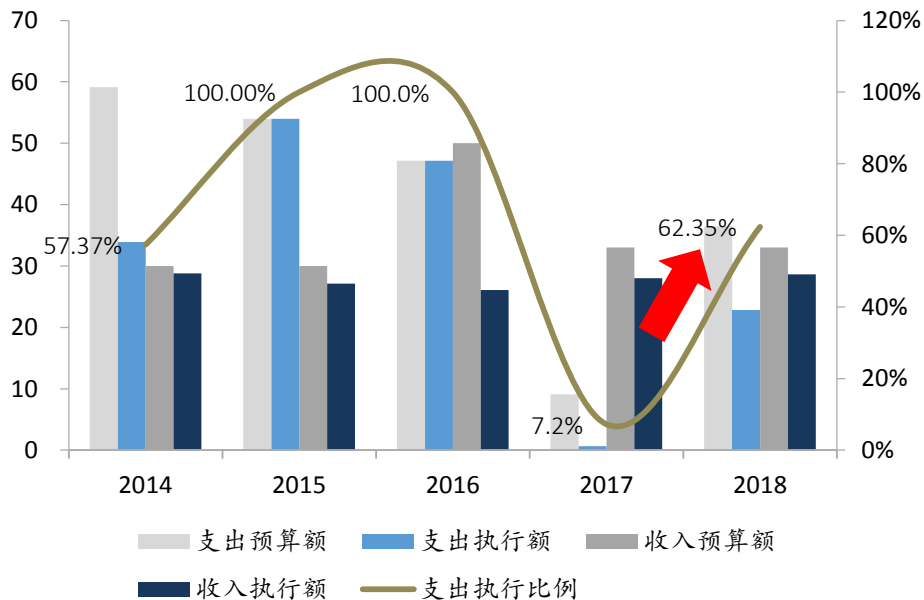
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

# 商业模式预期差较大，基金制度有待完善

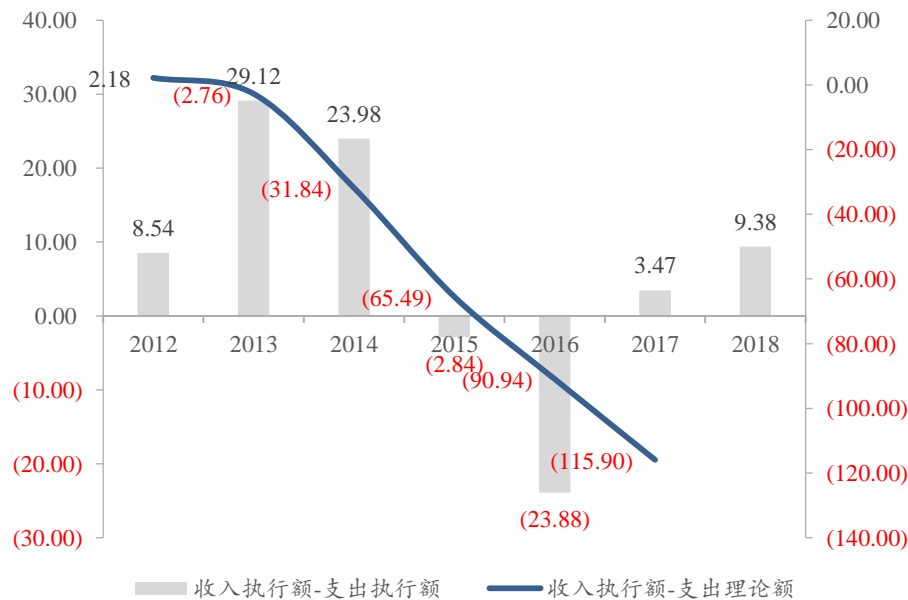
## 落后企业面临出清，拆解行业具有刚性

- ✓ 补贴发放缓慢。按照实际拆解量计算，17年废电处理收入执行与基金理论发放累计差额达**-115.9亿元**，18年收入执行与支出执行累计差额为**9.38亿元**（16年为-23.88亿），资金缺口导致补贴发放缓慢，为缓解基金资金压力17年接近停发，实际发放额仅有0.66亿。
- ✓ 补贴放缓使资金状况较差的企业面临出清。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，部分现金流较差的企业被淘汰出局，让出市场份额。据中国再生资源回收利用协会指出，在补贴拖欠的背景下，行业内仅有1/3的拆解企业勉强生产，1/3的拆解企业停产，还有1/3的拆解企业面临倒闭。
- ✓ 18年基金重新发放，废电拆解行业具有刚性。自17年停发基金后许多资金状况较差的企业面临出清，18年的重发体现废电拆解行业具有刚性，政府需要扶持企业确保行业的有序发展。

图：废电产品处理基金补贴支出收入情况：亿元



图：废电产品处理基金收支累计差额情况：亿元



数据来源：财政部，东吴证券研究所

数据来源：财政部，东吴证券研究所

# 商业模式预期差较大，基金制度有待完善

## 对标海外，行业本质为生产者延伸责任制，基金制度有待完善

- ✓ 海外普遍采用市场方式应对废电处理费用。对比国外经验，废电产品处理基金并不依赖政府补贴，普遍按照生产者责任延伸制度原则，由中央政府订立回收处理目标，生产者自行或委托第三方机构建立运营回收处理网络，并自负盈亏。
- ✓ 我国基金制度有待完善。2016年《生产者责任延伸制度推行方案》出台，提出到**2020年**，生产者责任延伸制度相关政策体系初步形成，重点品种规范回收与循环利用率平均达**40%**。到2025年，生产者责任延伸制度相关法律法规基本完善，废弃产品规范回收与循环利用率达**50%**。2017年财政部发表文件称将开展相关政策的研究制定工作，推动电器电子产品领域落实生产者责任延伸制度，商业模式明确后行业现金流将会进一步改善。

图：各国基金征收及补贴模式对比

国家	基金收集模式	基金补贴模式
德国	生产者延伸责任制度	德国电子废弃物的回收处理涉及部门包括德国联邦环保部、市政回收点、生产商/进口商。生产商/进口商成立基金EAR（EAR的运作费用由环保部承担）；公共废物管理局负责设立市政回收站；拆解企业负责拆解产品，并从EAR获得补贴。
荷兰	生产者延伸责任制度 消费者延伸责任机制	ICT基金会和NVMP基金会。ICT基金会是由生产商和进口商负责；NVMP基金会征收的基金由生产商和进口商、消费者共同承担，在产品销售时收取费用。市政回收点进行回收工作。
日本	生产者延伸责任制度 消费者延伸责任机制	家电制造商承担对废家电的回收利用、收集和运送至回收工厂的义务。消费者承担上述费用，消费者必须支付运输和处理费用，资金流从消费者直接到处理企业。回收方法：1.消费者联系回收站及二手店的人上门回收并支付费用。2.贴上标签放在指定回收点
美国	生产者延伸责任制度 消费者延伸责任机制	在各州法律法规中，电子废物回收费用承担方不同，其中加州规定在消费者购买商品时预先支付回收费用，缅因州和马里兰州规定市政当局为电子废物收集和处理废物责任方，华盛顿州规定生产者负责回收且承担回收与处理费用。
中国大陆	生产者延伸责任制度	由第三方回收，政府与拆解企业合作，实行基金补贴制度。

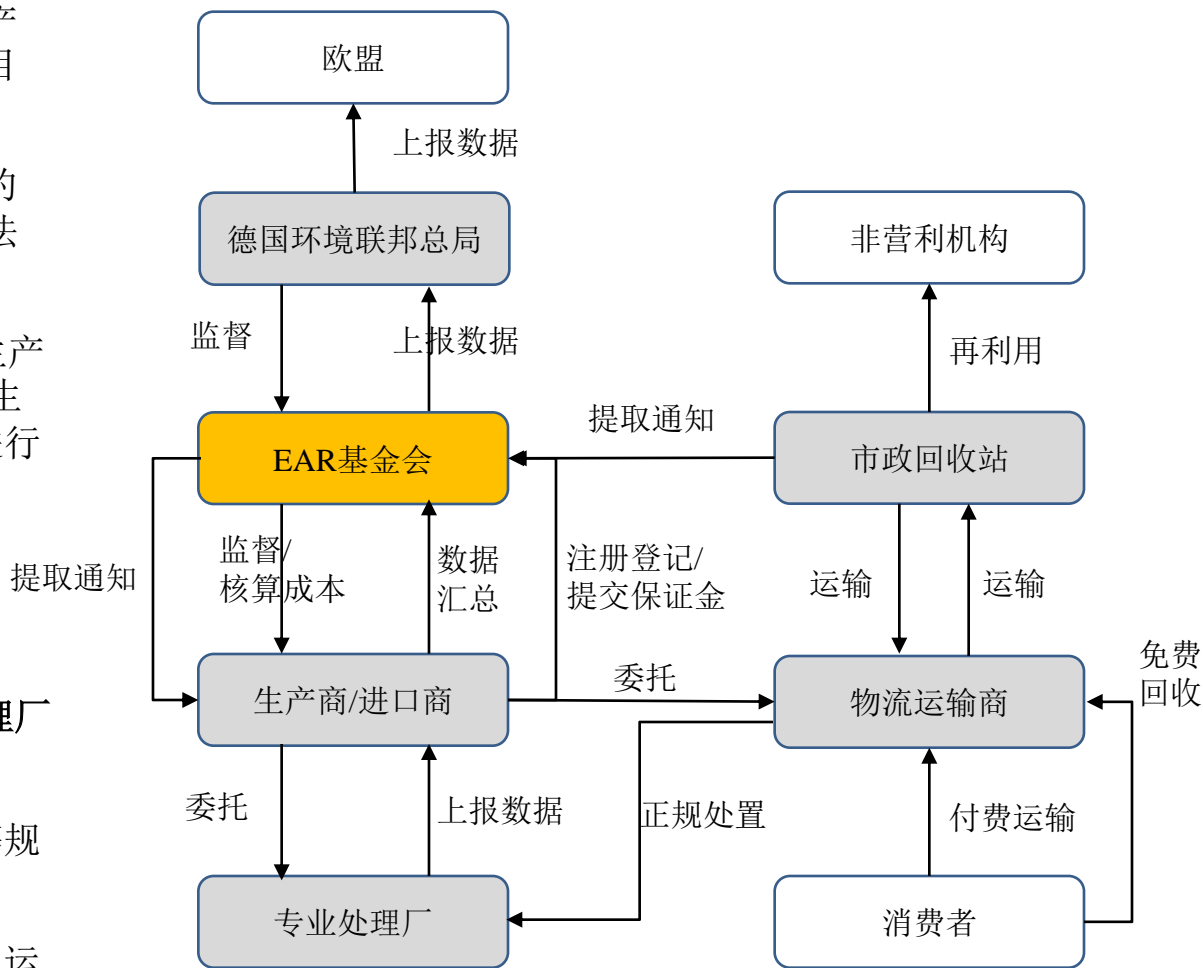


# 商业模式预期差较大，基金制度有待完善

## 以德国EAR基金为例——生产商责任延伸制，行业商业模式清晰

- ✓ **特征：**以市场为基础的生产者延伸责任制，废电器电子产品的收集由生产企业负责，政府制定强制性回收率目标
- ✓ **政策：**2015年《关于电子电气设备的流通、回收和有利环保处理的联邦法》
  - **基金会EAR：**24个电器电子产品生产商和3个协会联合成立。负责核实生产商销售量、回收量及处理量，进行成本核算，发放补贴金额。
  - **政府：**监督执行情况与效果
  - **公共回收机构：**设置市政回收网点
  - **生产商/进口商：**负责回收站至处理厂的运输及处理成本，挑选处理厂
  - **处理商：**符合环保、健康、安全等规定
  - **物流运输商：**承接生产商的委托，运输至处理厂

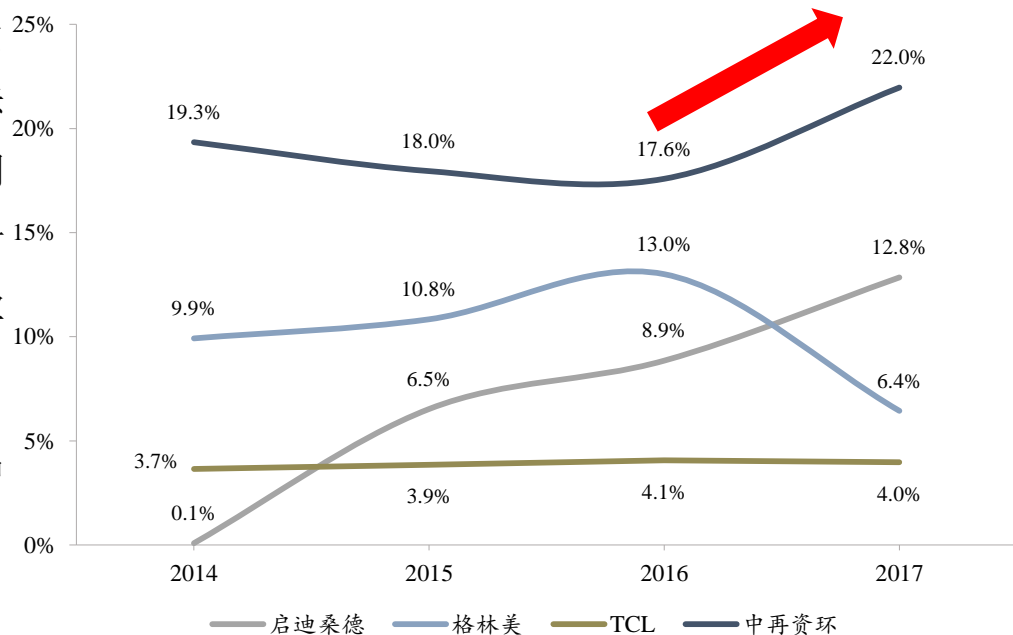
图：德国电子废弃物回收处理流程示意图



## 拆解行业扩容+基金制度完善，行业龙头将优先获益

- ✓ “差异化补贴”趋势下，商业模式确定性有望增强。如果废电处理基金制度从“定额补贴”转为“年度浮动补贴”，补贴额度由“清单内企业全标准补贴”转为根据企业拆解的资源环境绩效进行“差别化补贴”，同时建立补贴企业清单动态调整机制。则预计随着“差异化补贴”政策的推行，拆解行业的商业模式有望得到进一步完善。
- ✓ 行业集中度提升，龙头优先获益。行业集中度不断提升，17年CR4达45%，随着市场空间逐步扩张+基金制度完善，行业龙头固化，份额有望提升。

图：废电拆解主要企业市场份额变化情况

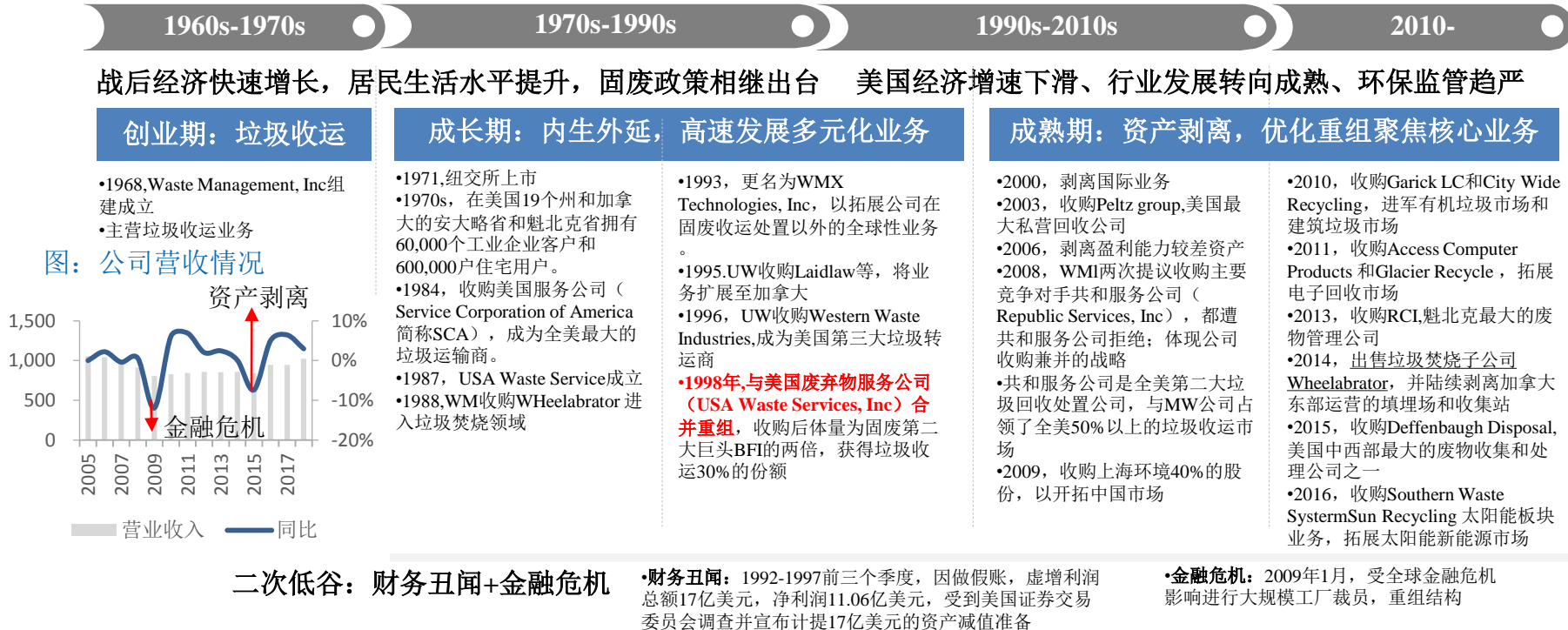


数据来源：环保部，东吴证券研究所

## WM 海外对标标的：美国废物管理公司（WM）

- ✓ **全球固废龙头。**美国废物管理公司成立于1968年，现已成为北美地区最大的综合环境解决方案供应商，主要业务范围涵盖固废处置全产业链，包括收集、转运、处理，再利用等服务。
- ✓ **公司发展战略：**1) **行业高速发展期采用外延并购+多元化业务模式。**收购路径：起初主营垃圾收运→**横向并购形成规模效应快速抢占市场份额**（垃圾收运企业）→**纵向并购打通上下游产业链**（垃圾焚烧）→**多元化并购拓展业务类型增厚业绩**（建筑垃圾/有机垃圾、电子回收、新能源等）；2) **行业稳定期采取资产剥离+业务重组+聚焦核心业务模式。**

图：公司发展历程



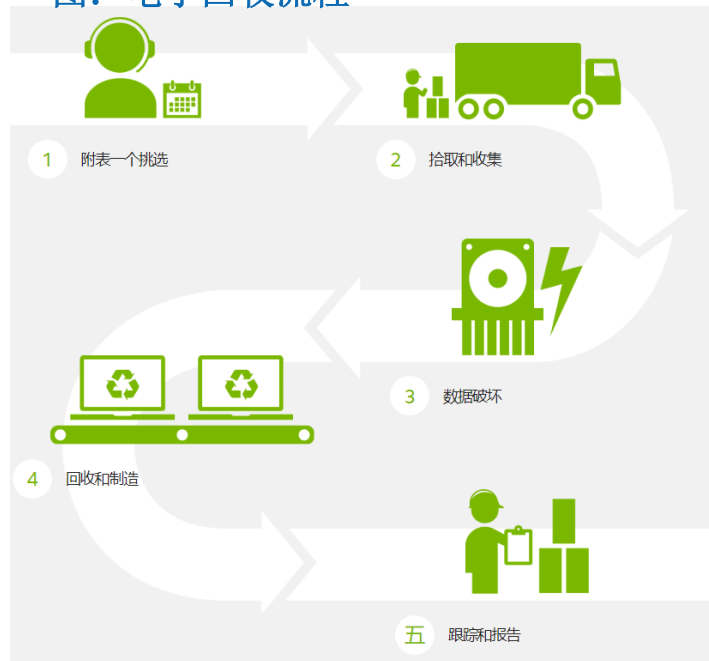
## 海外对标标的：美国废物管理公司（WM）

- ✓ 固废结构发生变化，电子废物数量增多。随着科技技术的发展，固废结构发生变化，电子废品数量不断增多，美国电子废品年产量超过300万吨。
- ✓ 打造回收+拆解+再利用一体化循环产业链。WM提供便捷、环保、具有成本效益的解决方案，通过小件邮寄或上门回收的方式进行收集、数据销毁、拆解/再利用、拆解物销售、跟踪和报告完成回收再利用流程，有全面覆盖美国、加拿大的回收网络支持，与经最高标准认证和独立审计的第三方加工中心合作处理。

图：回收网点覆盖北美



图：电子回收流程



# 对标海外龙头成长路径，探索再生资源行业发展



## 海外对标标的：美国废物管理公司（WM）

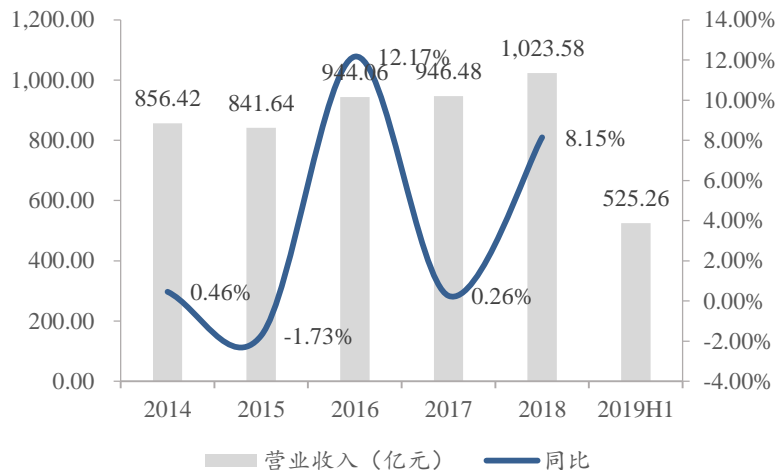
图：WM近五年营业收入

### ✓ 市值增速高于收入

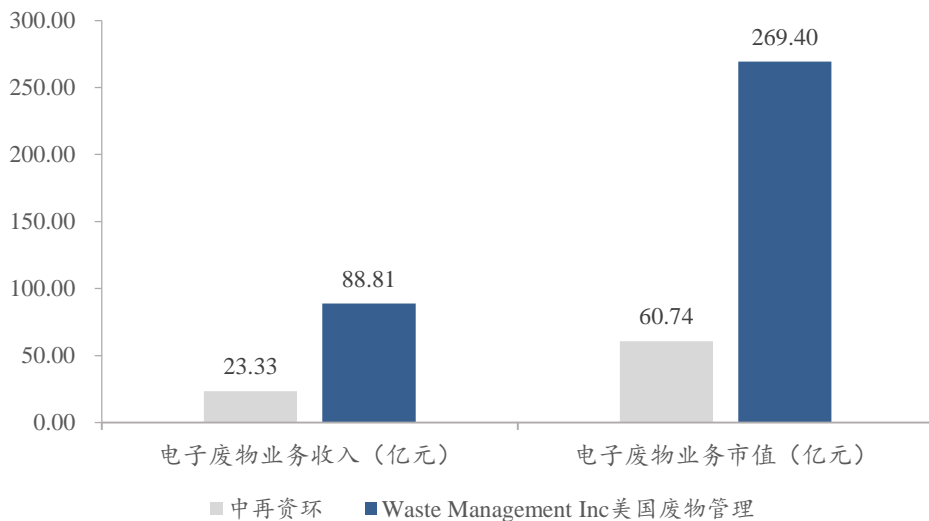
2018年营收1023.58亿，1991年营收18.55亿(CAGR16.01%)  
 2018年净利润132.12亿，1991年净利润-3.3亿(CAGR216.64%)  
 2018年总市值3107.40亿，1996年总市值70.57亿(CAGR18.77%)

✓ 2018年回收业务收入88.81亿，**3.8倍**于国内龙头中再资环；  
 2018年回收业务对应市值269.40亿，**4.4倍**于国内龙头中再资环

✓ 截止2019H1，WM PE 26x；PB 8x；

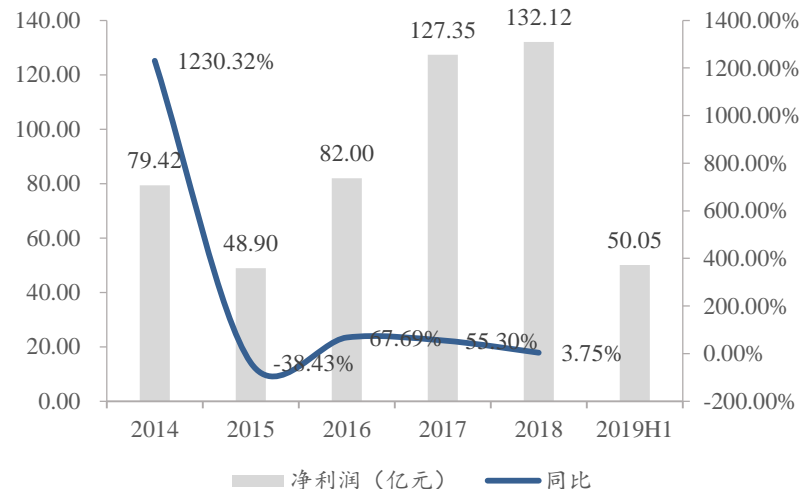


图：2018公司电子废物业务收入及其对应市值对比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：WM近五年利润



备注：中再资环为废电回收及拆解业务收入；  
 WM美国废物管理为回收业务收入



## 海外对标标的：SIMS金属管理有限公司

- ✓ 世界领先的金属及电子产品回收商，致力于可持续发展，健康，安全，社区与环境。Sims金属管理有限公司设有四个分部：北美金属分部、澳大利亚/新西兰(ANZ)金属分部，欧洲金属分部和全球电子产品回收分部，共拥有250多家工厂。
- ✓ 内生外延实现快速扩张。1) 严守收购标准，并购扩张。要求任何收购目标都占据市场第一或第二的位置，严格的收购标准巩固了SIMS在国际扩张方面的良好记录。2) 内生+外延成长路径：**横向并购开拓海外市场**（通过收购各国的金属回收公司快速拓展国际业务）→**成立SRS拓展电子回收业务**(2004年创建SRS，依托全球金属回收体系实现电子回收业务的全球规模)

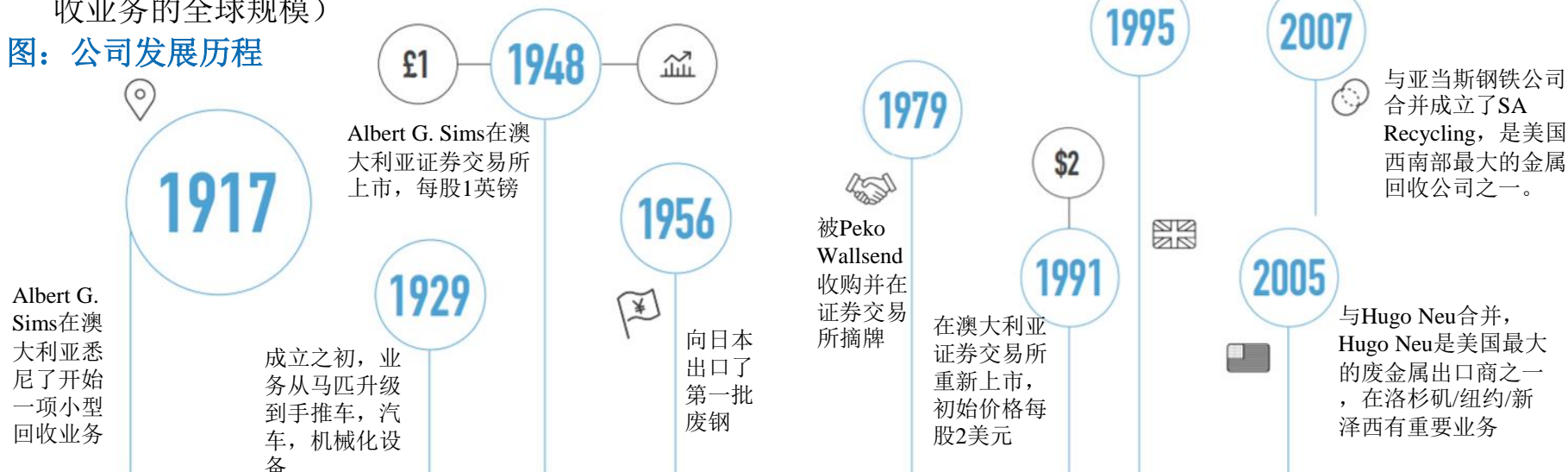
在英国建立公司业务,收购Bird Group部分股权，随后收购McIntyre Metals、飞利浦服务公司、Dunn Brothers。

2008 与美国回收公司金属管理公司合并，成立全球最大的上市金属和电子产品回收商，在17个州拥有53家工厂，并更名为SMM。

2007 与亚当斯钢铁公司合并成立了SA Recycling，是美国西南部最大的金属回收公司之一。

2005 与Hugo Neu合并，Hugo Neu是美国最大的废金属出口商之一，在洛杉矶/纽约/新泽西有重要业务

图：公司发展历程

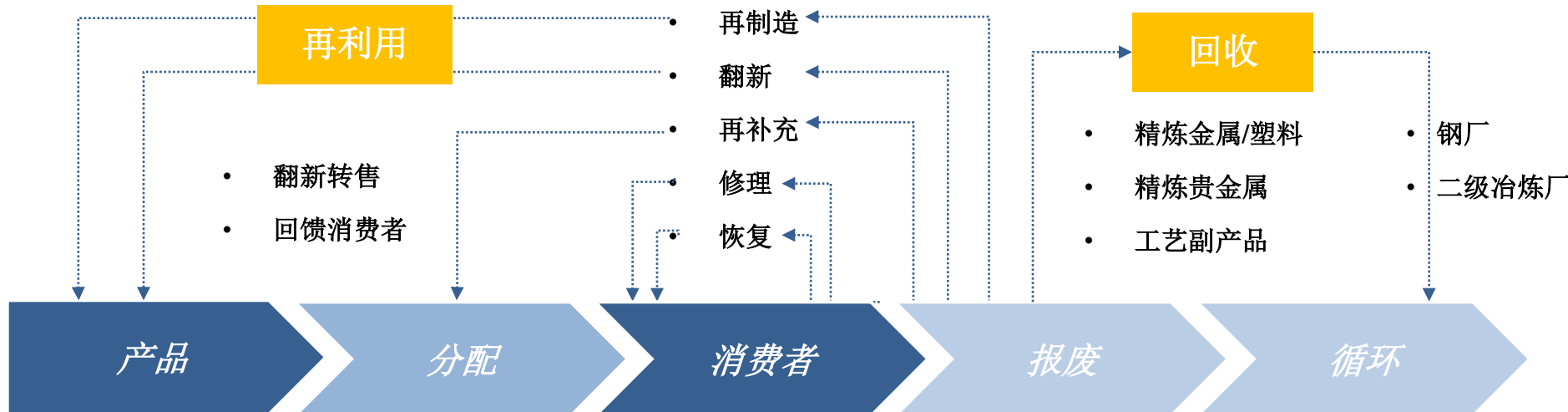




## 海外对标标的：SIMS金属管理有限公司

- ✓ 子公司Sims Recycling Solutions负责电子产品回收，业务遍布全球。在各个国家提供电子废物回收和IT资产配置解决方案，如澳大利亚、北美、欧洲和印度等，在16个国家拥有28家工厂，每年回收43万吨电子产品。
- ✓ 电子回收产品种类繁多，WEEE及消费电子及小型家电（SDA）回收方案因地区而异。回收种类包括：WEEE及消费电子及小型家电SDA、计算机及外围设备、办公室及电信、移动设备、电子及工业废料等等。
- ✓ 打造从收运、产品评估、再利用/拆解、数据销毁、资产跟踪及报告的循环一体化定制服务。产品回收可选择零件回收、翻新转售或拆解回收，为客户提供法律合规性以及翻新设备转售后的潜在财务回报。

图：电子回收业务示意图





## 海外对标标的：SIMS金属管理有限公司

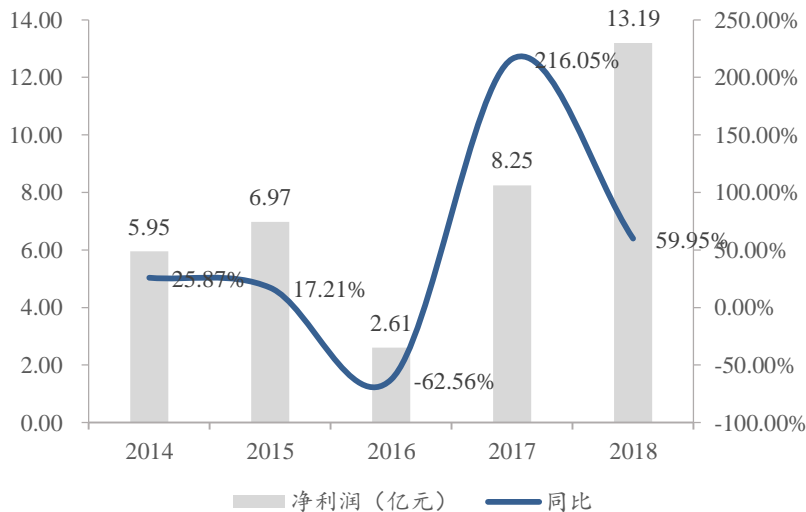
- ✓ 2018年营收444.27亿，2000年营收52.06亿 (CAGR12.65%);
- ✓ 2018年净利润13.19亿，2000年净利润1.25亿 (CAGR14.00%);

图：SIMS近五年营业收入



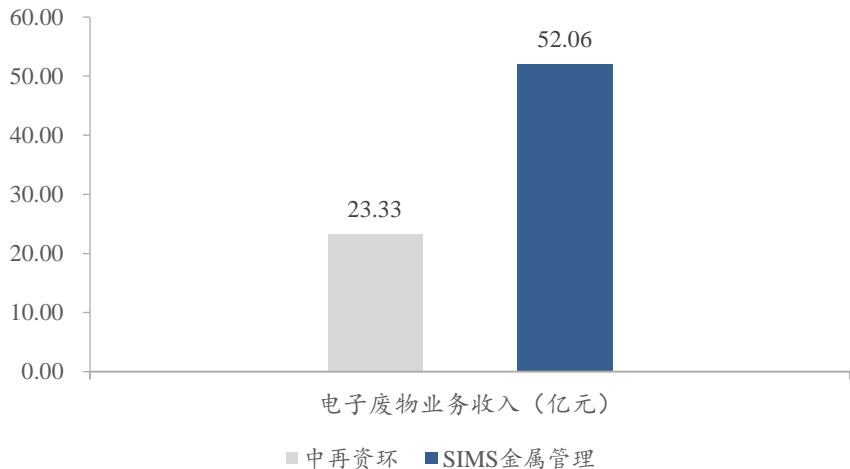
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：SIMS近五年净利润



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2018年SIMS废电业务收入近3倍于中再资环



备注：中再资环为废电回收及拆解业务收入;SIMS为废电回收与部分处理业务收入

数据来源：公司年报，东吴证券研究所



# 对标海外龙头成长路径，探索再生资源行业发展

## 海外对标借鉴：发展内生外延战略&打造循环一体化产业链

- ✓ 结合产业背景采取内生外延发展战略，国内龙头与海外龙头战略目标相似，仍处于成长期。对比WM及SIMS的成长路径可以发现，均以自身产能扩张/优质并购的模式迅速扩张（以收购兼并为主），发展成为行业巨头。对比国内龙头中再资环来看战略目标一致，中再资环目前已开启横向/纵向并购（不断收购回收拆解企业抢占市场份额）、多元化并购（收购工业固废处置、拟收购工业园区水治理及危废处置公司实现公司业务多元化），未来国内再生资源企业可借鉴海外公司，严格收购标准，通过内生产能扩张+优质收购兼并来不断壮大公司，成为再生资源行业龙头。
- ✓ 打造收运&再利用&再循环一体化产业链，国内龙头已有收运/再循环环节可持续加强，未来可拓展再利用环节。对比WM及SIMS电子回收业务可见，海外公司均打造了电子产品收运、再利用及再循环一体化产业链，此外还有数据安全、资产跟踪及定制服务等板块。结合中再资环来看，中再资环目前只布局了收运及再循环环节（拆解并销售），尚未开启电子产品再利用业务。未来随着国内基金政策处理品类的扩容，国内再生资源企业可以在现有环节基础上加强回收体系，降低收运成本，提升拆解产能，并开展电子产品再利用环节，以此增厚利润空间，完善电子回收循环一体化产业链。

表：公司电子回收处理业务对比

公司	回收区域	产品	回收	再利用	处置	拆解销售	数据安全	环境安全	资产跟踪	定制服务
中再资环	中国	“四机一脑”	公司承担回收、运输费用	——	公司负责拆解	√	——	√	——	——
WM	北美	计算机及办公设备等	公司/消费者承担运输费用；产品二次售卖返给消费者商品价值补偿	√	与第三方合规处理企业合作	√	√	√	√	√
SIMS	北美、澳大利亚、欧洲、印度	WEEE、消费电子及小型家电（SDA）、计算机及外围设备、办公室及电信、移动设备、电子及工业废料等等	公司/消费者承担运输费用；产品二次售卖返给消费者商品价值补偿	√	公司负责电子设备拆解，包括金属精炼；塑料精炼；贵金属精炼 家电拆解与二手处置商进行合作	√	√	√	√	√

## 中再资环：关注废电拆解行业龙头，三大优势助力份额&盈利提升

- ✓ **三大优势助力份额提升。**1) **拆解行业具有资质壁垒，资质优势凸显。**共有5批109家资质企业且备案企业数不再增加。公司资质企业10家占比9.17%且大产能企业数在行业中占优。2) **强大渠道带来成本优势，龙头护城河固化。**回收拆解业务渠道是关键！实控人供销社全国5000个密集回收点已经形成，替代难度较大。因此，2019H1公司扣除存货跌价损失后的利润率仍高于同行约9%，利润率优势逐步扩大相对于2014年（高于同行0.24%）升高9个百分点。在16年拆解基金标准调整后实现逆势扩张，份额不断提升至22%。3) **股东实力雄厚，资金优势抵御行业不确定性。**实控人供销社总社3A级信用评级，资金优势渡过补贴放缓。
- ✓ **低成本继续扩张，弹性十足。**未来拆解基金标准合理化、发放加快是大势所趋。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。
- ✓ **行业出清现金流改善。**标准调整，基金发放加快，龙头企业将优先获益。
- ✓ **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，19年中再资环拟收购山东环科、森泰环保，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。

- ✓ 补贴基金发放不达预期
- ✓ 政策落地不达预期
- ✓ 收购整合不达预期
- ✓ 行业竞争加剧

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>

# 东吴证券 财富家园