

# 2021年年报&22年一季报点评：补贴调整短期扰动，股东整合龙头优势固化

## 买入（维持）

2022年04月27日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

执业证书：S0600120100018

zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,469	3,761	4,082	4,431
同比	-1%	8%	9%	9%
归属母公司净利润（百万元）	309	356	441	545
同比	-29%	15%	24%	24%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.22	0.26	0.32	0.39
P/E（现价&最新股本摊薄）	19.45	16.89	13.62	11.02

### 投资要点

- 事件：**2021年公司实现营业收入34.69亿元，调整后同减1.25%；归母净利润3.09亿元，调整后同减29.37%。2022年一季度实现营业收入7.11亿元，调整后同减8.63%；归母净利润0.16亿元，调整后同减85.44%。
- 拆解补贴下调影响收入，新增合并亿能公司。**2021年公司收购亿能公司100%股权完善废弃家电回收网络。2021年公司盈利下滑主要系1) 废电拆解基金补贴标准下调影响补贴收入，多数品种下调幅度在30%以上；2) 原材料采购价格上涨。分业务来看，1) 废电拆解：2021年收入25.38亿元，同减5.83%，毛利率27.68%，同降8.16pct。2) 工业固废：2021年收入9.28亿元，同增13.47%，毛利率15.75%，同降5.9pct。2022Q1盈利仍受补贴标准调整影响（新标准自2021年4月1日起施行），此外新冠疫情反复，公司废电拆解量、固废处置量有所减少。
- 补贴回笼，经营性现金流大幅改善。**2021年公司1) 经营活动现金流净额3.79亿元，同增79.06%，主要系收到的废电拆解基金补贴款增加所致；2) 投资活动现金流净额-0.84亿元，同减32.35%；3) 筹资活动现金流净额1.51亿元，同增2307.54%。
- 补贴调整行业出清，龙头优势固化份额提升。**我们认为短期内补贴标准调整有望向回收端顺价，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&环保监管趋严趋势下，行业落后产能面临进一步出清，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，实现拆解份额及盈利能力的双升。2020年11月发改委联合供销总社发布的废旧家电拆解提质增效专项行动中指出将供销系统拆解能力提升50%，市场份额提升至35%，截至2021年公司废电拆解产能规模达3188万台，年拆解量首次突破2,000万台，占纳入废电补贴企业总拆解量的20%以上，公司凭借资金&资金&渠道优势拆解规模&份额提升空间大。
- 股东整合治理完善，集团经营能力提升可期。**2022年3月公司实控人供销集团已完成对公司控股股东中再生的增资，持有中再生股权比例由38%变为60%，公司二股东中再资源成为控股股东中再生的全资子公司。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。
- 计划非定向发行股票募集资金不超过9.48亿元，助力废电拆解项目改造升级扩建。**截至2022年4月发行方案已取得供销总社批准，申请材料已获得中国证监会受理，尚需取得中国证监会的核准后方可实施。
- 盈利预测与投资评级：**考虑基金补贴标准的调整、疫情影响及成本上行，我们将公司2022-2023年归母净利润预测自4.63/5.82亿元下调至3.56/4.41亿元，预计2024年归母净利润为5.45亿元，当前市值对应2022-2024年PE为17/14/11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)	4.33
一年最低/最高价	4.33/7.85
市净率(倍)	2.47
流通A股市值(百万元)	6,012.90
总市值(百万元)	6,012.90

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	1.75
资产负债率(% ,LF)	65.33
总股本(百万股)	1,388.66
流通A股(百万股)	1,388.66

### 相关研究

《中再资环(600217): 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》 2021-05-05

《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

《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

**事件：**公司发布2021年年报及2022年一季报，2021年公司实现营业收入34.69亿元，调整后同比减少1.25%；归母净利润3.09亿元，调整后同比减少29.37%；扣非归母净利润2.86亿元，调整后同比减少28.21%。公司拟以向全体股东每10股派发现金股利0.10元（含税）。2022年一季度公司实现营业收入7.11亿元，调整后同比减少8.63%；归母净利润0.16亿元，调整后同比减少85.44%；扣非归母净利润0.15亿元，调整后同比减少85.84%。

## 1. 拆解补贴下调扰动，合并亿能公司营收基本持平

**废电拆解补贴下调影响收入，新增合并亿能公司。**2021年公司收购了中再资源全资子公司宁夏中再资源持有的亿能公司100%股权，完善了废弃家电回收网络，发生同一控制下企业合并，故对历史财务数据进行了调整。2021年公司收入、利润下滑的主要原因为**1) 废电拆解基金补贴标准下调影响补贴收入，多数品种下调幅度在30%以上；2) 原材料采购价格上涨导致营业成本增加幅度较大。**分业务来看，**1) 废电拆解业务：**2021年收入25.38亿元，同比减少5.83%，毛利率27.68%，同比下降8.16pct，主要系收入标准调整及成本上升影响。**2) 工业固废业务：**2021年实现营业收入9.28亿元，同比增加13.47%，毛利率15.75%，同比下降5.9pct。

**2022Q1 补贴下调叠加疫情影响使营收同降8.63%。**2022年一季度公司营业收入及利润下降主要原因系**1) 废电拆解补贴标准自2021年4月1日起施行，去年同期享有补贴标准较高；2) 受新冠疫情反复影响，公司废弃电器电子产品处理量、产业园区固体废弃物处置量有所减少所致。**

**2021年期间费用率下降1.87pct至10.81%。**2021年公司期间费用同比减少15.84%至3.75亿元，期间费用率下降1.87pct至10.81%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少16.47%、减少29.37%、减少35.32%、增加1.22%至0.77亿元、1.37亿元、0.01亿元、1.6亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降0.4pct、下降1.57pct、下降0.01pct、上升0.11pct至2.22%、3.95%、0.02%、4.63%。

**补贴回笼，经营性现金流大幅改善。**2021年公司实现**1) 经营活动现金流净额3.79亿元，同比增加79.06%，主要系收到的废电拆解基金补贴款增加所致；2) 投资活动现金流净额-0.84亿元，同比减少32.35%，变动主要原因为上期支付联营企业淮安华科股权转让收购款所影响；3) 筹资活动现金流净额1.51亿元，同比增加2307.54%，筹资现金流净额增加主要系银行借款及资产证券化融资款增加所致。**

## 2. 补贴调整行业出清，龙头优势固化份额提升

补贴调整&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，兑付周期的延长、补贴标准的调整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。废电拆解基金补贴标准自2021年4月1日起予以调整，本次基金补贴标准的下调幅度较大，多数品种下调幅度在30%以上，行业有望进一步整合。

表1：2021年废电补贴标准调整情况

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、液晶电视机、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%	干衣量≤3公斤的洗衣机不予补贴
			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%	
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

废电回收拆解体系有望完善，供销总社再生资源龙头企业拆解能力扩张50%，份额提升至35%。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。****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) 完善基金征收补贴政策，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，新9类废弃电子产品补贴有望出台。**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2021年，公司废电拆解产能规模达3188万台，年拆解量首次突破2,000万台，年拆解量占纳入废电处理基金补贴企业总拆解量的20%以上，拆解规模&份额提升空间大。

表2：2021年公司废弃电子产品处理项目运营情况

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产品综合利用项目	山东临沂	8099	280	82	2007年7月
洛阳废弃电器电子产品综合利用项目	河南洛阳	10,960	460	51	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	43	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	72	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	96	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	47	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	64	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	74	2014年3月
云南巨路废旧家电拆解生产项目建设	云南昆明	10,000	120	21	2015年2月

宁夏亿能固体废弃物资源化开发有限公司废弃电器电子产品 200 万台改扩建项目	宁夏灵武	6,315	230	57	2019 年 8 月
--	------	-------	-----	----	------------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

补贴调整有望向回收端顺价，中长期看龙头份额提升&现金流改善。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，公司现有拆解公司 11 家，产能 3188 万台，合规拆解规模遥遥领先，份额 20%以上，未来有望进一步提升。（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，已基本实现全国绝大多数地区网络覆盖。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(考虑加回存货跌价损失)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。2021 年受制于补贴的调整，实际毛利率下降至 20.08%，参照 2016 年补贴调整路径，我们期待公司通过渠道顺价能力持续修复拆解业务盈利能力。（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。

### 3. 股东整合治理改善，业务布局逐渐完善

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资源控股上市公司。2022 年 3 月，公司实控人供销集团已完成对中再生的增资，将其所持有的中再资源 100%股权全部注入中再生，持有中再生股权的比例已由 38%变为 60%，整合完成后，中再资源将由供销集团的全资子公司变为中再生的全资子公司，公司控股股东仍为中再生，实际控制人仍为供销集团。截至 2022 年 3 月，中再生、中再资源分别持有公司股份 358,891,083 股、104,667,052 股，分别占公司总股本的 25.84%、7.54%。公司大股东中再生及中再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。

**继续深耕废电拆解&整合固废一体化业务。**针对宏观环境与行业政策的不可抗力作用，公司积极调整经营方针。1) 持续深耕废电回收拆解业务，完善回收网络。2021年公司收购宁夏中再资源持有的亿能公司 100%股权，对亿能公司和蓝天公司增加投资，完善了公司废弃家电回收网络，弥补了公司网络布局在西北地区的不足，从而进一步增强了公司的资源掌控力，解决了与中再资源的同业竞争问题，未来将持续扩大拆解规模，增强回收网络布局。2) 整合产业园区固废一体化处置业务，公司固废业务主要服务大型工业产废企业，目前在 10 省市布局业务，现年回收处置各种产业园区固体废弃物约 24 万吨，公司将依托全国布局网点、全网络运营，对产业废弃物进行专业分选、加工、无害化处理，实现产业废弃物由大型产废企业到终端利废企业之间的高效衔接，进一步发挥深加工中心作用，提高深加工比例。

**计划非定向发行股票募集资金不超过 9.48 亿元，主要投向废电拆解项目改造升级扩建。**公司于 2021 年 9 月 18 日披露 2021 年非公开发行 A 股股票预案，拟向不超过 35 名的特定投资者非公开发行不超过 4.17 亿股股票，拟募集资金总额不超过 9.48 亿元，募集资金净额主要用于建造、改造升级原有的废电拆解项目、仓储物流自动化智能化技术改造及补充流动资金，有助于提升公司整体拆解产能，增强盈利能力。截至 2022 年 4 月，本次非公开发行股票相关事项已取得中华全国供销合作总社的批准，申请材料已获得中国证监会受理，尚需取得中国证监会的核准后方可实施。

**盈利预测及投资评级：**考虑基金补贴标准的调整、疫情影响及成本上行，我们将公司 2022-2023 年归母净利润预测自 4.63/5.82 亿元下调至 3.56/4.41 亿元，预计 2024 年归母净利润为 5.45 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 17/14/11 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 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>6,162</b>	<b>6,710</b>	<b>7,366</b>	<b>8,167</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,469</b>	<b>3,761</b>	<b>4,082</b>	<b>4,431</b>
货币资金及交易性金融资产	1,189	1,490	1,866	2,315	营业成本(含金融类)	2,617	2,775	2,918	3,081
经营性应收款项	4,675	4,875	5,120	5,434	税金及附加	29	30	33	35
存货	224	238	235	230	销售费用	77	94	102	111
合同资产	0	0	0	0	管理费用	137	162	190	206
其他流动资产	75	107	145	189	研发费用	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	<b>1,027</b>	<b>1,152</b>	<b>1,299</b>	<b>1,452</b>	<b>财务费用</b>	<b>160</b>	<b>143</b>	<b>153</b>	<b>165</b>
长期股权投资	103	113	118	118	加:其他收益	57	45	49	53
固定资产及使用权资产	606	688	790	898	投资净收益	3	4	4	4
在建工程	38	48	60	74	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	157	182	212	245	减值损失	-206	-216	-244	-277
商誉	36	36	36	36	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>302</b>	<b>389</b>	<b>495</b>	<b>613</b>
其他非流动资产	87	85	83	81	营业外净收支	7	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>7,189</b>	<b>7,862</b>	<b>8,665</b>	<b>9,619</b>	<b>利润总额</b>	<b>309</b>	<b>396</b>	<b>502</b>	<b>620</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,276</b>	<b>3,528</b>	<b>3,819</b>	<b>4,146</b>	减:所得税	3	40	60	74
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,658	2,858	3,108	3,388	<b>净利润</b>	<b>306</b>	<b>356</b>	<b>441</b>	<b>545</b>
经营性应付款项	295	319	336	356	减:少数股东损益	-3	0	0	0
合同负债	11	12	13	14	<b>归属母公司净利润</b>	<b>309</b>	<b>356</b>	<b>441</b>	<b>545</b>
其他流动负债	311	338	362	388					
非流动负债	1,485	1,550	1,620	1,702	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.22	0.26	0.32	0.39
长期借款	546	596	656	726	EBIT	473	699	839	997
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	559	801	950	1,121
租赁负债	14	29	39	51					
其他非流动负债	925	925	925	925					
<b>负债合计</b>	<b>4,761</b>	<b>5,078</b>	<b>5,440</b>	<b>5,848</b>	毛利率(%)	24.55	26.20	28.51	30.46
归属母公司股东权益	2,415	2,771	3,212	3,758	归母净利率(%)	8.91	9.47	10.81	12.31
少数股东权益	13	13	13	13	收入增长率(%)	-1.25	8.41	8.54	8.55
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,428</b>	<b>2,784</b>	<b>3,226</b>	<b>3,771</b>	归母净利润增长率(%)	-29.37	15.18	23.95	23.58
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,189</b>	<b>7,862</b>	<b>8,665</b>	<b>9,619</b>					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	379	414	481	549	每股净资产(元)	1.74	2.00	2.31	2.71
投资活动现金流	-84	-214	-246	-266	最新发行在外股份 (百万股)	1,389	1,389	1,389	1,389
筹资活动现金流	151	101	141	165	ROIC(%)	8.62	10.56	11.10	11.72
现金净增加额	447	301	376	449	ROE-摊薄(%)	12.80	12.85	13.74	14.51
折旧和摊销	86	102	112	124	资产负债率(%)	66.23	64.59	62.78	60.80
资本开支	-79	-208	-245	-270	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.45	16.89	13.62	11.02
营运资本变动	-220	-407	-469	-565	P/B (现价)	2.49	2.17	1.87	1.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

### 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、意见及推測不一致的报告。

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>