

英科再生 (688087)

扣非高增 79%，量价齐升盈利增强

买入 (维持)

2022 年 04 月 15 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)	1,990	2,431	2,923	3,428
同比	17%	22%	20%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	240	301	379	462
同比	10%	26%	26%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.80	2.26	2.85	3.47
P/E (现价&最新股本摊薄)	33.23	26.45	21.03	17.25

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年度报告, 实现营收 19.9 亿元, 同增 17.14%; 归母净利润 2.4 亿元, 同增 10.35%。扣非 2.24 亿元, 同增 79.11%, 符合我们的预期。
- **塑料制品收入贡献超 80%, 产品拓展量价提升。剔除 2020 年一次性防护面罩眼罩后主营业务收入同增 32.66%,** 收入高增主要系各版块业务均通过扩大市场份额, 提高产品价格等实现量价齐升。塑料制品收入贡献超 80%, 其中成品框收入 11.21 亿元, 同增 25.90%, 线条收入 4.62 亿元, 同增 34.71%。2021 年公司积极开拓 3D 格栅板、压花墙板等新产品, 加大装修建材、家居装饰渠道铺设, 加强海外零售店开发频率, 直播、跨境营销, 从而增强客户粘性, 提高客单值及市场份额。
- **成本管控&产品结构调整, 真实盈利能力增强。** 考虑还原①2021 年运输成本会计记账方式自销售费用变更至营业成本; ②剔除 2020 年一次性防护面罩及眼罩业务贡献, 我们计算 2021 年综合毛利率同升 3.94pct 至 29.96%。其中成品框毛利率同升 5.9pct 至 31.7%; 线条毛利率同升 2.6pct 至 32.91%; 粒子毛利率同升 2.61pct 至 19.41%。我们认为与公司持续加强成本管控、不断推出新系列产品实现顺价、调整产品销售结构有关。
- **疫情负面影响, 在建项目进度放缓。** 受新冠疫情负面影响, 海外项目设备安装调试进度较慢, 募投项目进度亦有所延缓。公司在建拟建项目最新进度: 1) 马来西亚 5 万吨/年 PET 项目: 按计划完成模块调试, 部分产品开始陆续接单、销售中; 2) 越南英科 PS 深加工项目: 陆续进行厂房基建、设备调试、人员招聘等工作。3) 10 万吨/年多品类再生塑料项目: 拟花费 2 亿元购置马来西亚土地储备新增产能, 计划新增 10 万吨/年 PET/PP/PE 多品类再生塑料项目。4) 国内年产 100 万片高端铁艺制品项目: 该项目预计 5 月开工, 10 月建设并投运。5) 募投-1,150 台/年回收设备项目拟将使用日期延长至 2023 年 12 月。海外及国内项目投产后将助力公司拓展新产品市场, 抢占先发优势, 进一步扩大盈利规模。
- **纵横拓展扩充品类, 已取得 GRS、FDA 等资质。** 公司计划在 PS/PET 优势领域的基础上纵向拓展 PE、PP、HDPE 等多品种塑料循环利用领域, 横向拓展到多材质资源再生领域。公司已经取得全球回收标准 (GRS)、美国食品和药物管理局 (FDA) 等资质认证, 品类扩充与资质的逐步落地, 有助于公司丰富产品种类, 实现来料协同, 完善再生塑料领域的布局, 扩大经营范围, 打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为再生塑料先行者, 项目稳步推进有望持续贡献增长, 考虑到新冠疫情反复, 宏观环境波动较大, 原材料价格上涨等影响, 我们将公司 2022-2023 年归母净利润自 3.90/5.90 亿元下调至 3.01/3.79 亿元, 预计 2024 年归母净利润为 4.62 亿元, 对应 PE 为 26/21/17 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目投产进度不达预期, 贸易政策变动和加征关税风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	59.90
一年最低/最高价	54.55/119.06
市净率(倍)	4.31
流通 A 股市值(百万元)	1,693.34
总市值(百万元)	7,968.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.91
资产负债率(% ,LF)	16.81
总股本(百万股)	133.03
流通 A 股(百万股)	28.27

相关研究

- 1、《英科再生 (688087): 拟扩 10 万吨多品类再生塑料项目, 成长空间打开》2022-04-11
- 2、《英科再生 (688087): 股权激励落地 4 年长效考核, 关注海外项目投产进度》2022-03-30
- 3、《英科再生 (688087): 2021 年三季报点评: 扣非同增 109%延续高增, 海外项目有序建设》2021-10-29

事件：

公司发布 2021 年年度报告,2021 年公司实现营业收入 19.90 亿元,同比增长 17.14%;归母净利润 2.4 亿元,同比增长 10.35%;扣非归母净利润 2.24 亿元,同比增长 79.11%,符合我们的预期。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元(含税),对应股息率为 0.21%。

1. 塑料制品贡献超 80%，量利齐升盈利增强

塑料制品收入贡献超 80%，产品积极拓展量价提升。2021 年公司实现营业收入同增 17.14%至 19.90%，考虑 2020 年一次性防护面罩及眼罩作为非经常性业务贡献 1.99 亿元收入，剥离一次性防护面罩及眼罩业务后，2021 年公司可比口径下主营业务收入增长幅度达 32.66%，公司实现营业收入的高增主要系各版块业务均通过扩大市场份额，提高产品价格等实现量价齐升，分业务来看：

1) 塑料制品收入贡献超 80%，其中成品框收入 11.21 亿元，同增 25.90%，毛利率 31.70%，同升 5.90pct；线条收入 4.62 亿元，同增 34.71%，毛利率 32.91%，同升 2.60pct，塑料制品一直以来均为公司主要的收入来源，2021 年公司积极开拓 3D 格栅板、压花墙板等新产品，存量产品通过产品系列更新不断提升附加值及产品价格，从而扩大产品的市场份额。

2) 粒子收入高增 53.74%至 3.48 亿元，毛利率 19.41%，同增 2.61pct，受益于大宗商品的涨价，公司可依据大宗商品波动周期进行自调节，提升粒子的盈利规模；

3) 环保设备收入同增 34.95%至 0.28 亿元，2021 年公司环保设备产量 108 台，同比增长 27.06%，销量 106 台，同比增长 34.18%。

成本管控&产品结构调整，真实盈利能力增强。2021 年公司扣非增速高于收入增速的主要原因为主营业务塑料制品、再生粒子等产品毛利率较大幅度的提升，考虑还原①会计记账方式变更，2021 年起将为履行客户销售合同而发生的运输成本从“销售费用”重分类至“营业成本”，追溯调整后对 2020 年合并利润表的营业成本增加为 8607.54 万元；②剔除 2020 年一次性防护面罩及眼罩业务的收入、毛利贡献；则可得出 2020 年真实主营业务的毛利率水平约 26.02%，2021 年提升了 3.94pct 至 29.96%。公司实现盈利能力的提升，我们认为与公司持续加强成本管控、不断推出新系列产品实现顺价、调整产品销售结构有关。

费用管控得力，期间费用率同降 4.56pct 至 16.7%。2021 年公司期间费用同比减少 8%至 3.32 亿元，期间费用率下降 4.56pct 至 16.7%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 34.28%、增加 31.73%、增加 26.1%、减少 63.86%至 1.02 亿元、1.2 亿元、0.97 亿元、0.14 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 3.99pct、上升 0.67pct、上升 0.35pct、下降 1.58pct 至 5.1%、6.03%、4.86%、0.71%。

经营性现金流净额同增 28.59%至 2.82 亿元。1) 2021 年公司经营活动现金流净额 2.82 亿元, 同比增加 28.59%, 主要系报告期内销售商品收到的现金增加所致; 2) 投资活动现金流净额-3.93 亿元, 同比减少 187.11%, 主要系报告期内购买设备、建设厂房及理财增加所致; 3) 筹资活动现金流净额 6.22 亿元, 同比增加 461.87%, 主要系报告期内公司上市发行股票, 收到募集资金增加所致。

资产负债率同降 10.83pct, 营运效率略放缓。2021 年公司资产负债率为 16.81%, 同比下降 10.83pct。2021 年公司应收账款同比减少 9.94%至 2.05 亿元, 应收账款周转天数同比增加 2.93 天至 39.23 天; 存货同比增长 24%至 2.57 亿元, 存货周转天数同比增加 1.31 天至 59.96 天; 应付账款同比增长 1.96%至 1.67 亿元, 应付账款周转天数同比减少 4.04 天至 42.74 天, 使净营业周期同比增加 8.28 天至 56.44 天。

销售净利率微减&周转放缓&杠杆减轻使 ROE 下降 7.79pct 至 17.71%。2021 年公司加权平均净资产收益率同比下降 7.79pct 至 17.71%。对 ROE 采用杜邦分析可得, 2021 年公司销售净利率为 12.05%, 同比下降 0.74pct, 总资产周转率为 1.12 (次), 同比下降 0.22 (次), 权益乘数从 20 年的 1.52 下降至 21 年的 1.26。

2. 海外项目有序建设, 品类扩充打开成长空间

国内外项目有序建设, 5 万吨 PET 及 PS 深加工项目放量在即。海外布局的马来西亚 PET 及越南深加工项目有序推进, 期待 PET 市场拓展及后端深加工产能释放。1) **马来西亚 5 万吨/年 PET 项目:** 按计划完成破碎、清洗、脱标、自动分选、造粒等模块调试, 已有部分产品开始陆续接单、销售中; 2) **越南英科 PS 深加工项目:** 年产 227 万箱塑料装饰框及线材项目, 已陆续进行厂房基建、设备调试、人员招聘等前期工作, 下一阶段将重点推进项目投产及产能释放。3) **马来西亚土地储备:** 公司拟花费 2 亿元购置马来西亚土地储备后续新增产能, 截至 3 月公司已与卖方签署了土地买卖协议, 计划将投 10 万吨/年多品类再生塑料项目。4) **国内年产 100 万片高端铁艺制品项目:** 公司拟在国内投资建设年产 100 万片高端铁艺制品项目, 该项目预计 5 月开工, 10 月建设并投运。海外及国内项目投产后将助力公司拓展新产品市场, 抢占先发优势, 进一步扩大盈利规模。

纵横拓展扩充品类, 已取得 GRS、FDA 等资质。公司计划在 PS/PET 优势领域的基础上纵向拓展 PE、PP、HDPE 等多品种塑料循环利用领域, 横向拓展到多材质资源再生领域。公司拟投 10 万吨/年多品类再生塑料项目, 涉及塑料品类包括 PET/PP/PE, 本次项目落地利于公司实现多品类塑料的布局, 充分发挥前端来料获取的协同优势。公司在多材质资源再生领域已经取得了全球回收标准 (GRS)、美国食品和药物管理局 (FDA) 等资质认证, 品类扩充与资质的逐步落地, 有助于公司丰富产品种类, 完善再生塑料领域的布局, 扩大经营范围, 提升规模效应和盈利能力, 打开长期成长空间。

3. 全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海

废塑料回收率仅 35%，限塑令&碳中和打开废塑料资源化蓝海市场。1) 限塑令下循环利用成产业趋势，全球废塑料回收率约 35%，提升空间大。2019 年全球塑料总产量 3.68 亿吨，同增 2.51%，中国塑料制品产量占全球 20%。全球废塑料回收率约 35%，多国要求 2030 年回收率达 55%。2019 年我国塑料回收量 1890 万吨，距 2020 年政策目标 2300 万吨有 22% 的缺口。2) 禁废令驱动全球供应链改革。2017 年前全球废料出口至中国占比 45%，禁废令颁布后 2018 年度塑料进口量下跌 99% 至 5 万吨，马来西亚、泰国、越南成为继中国之后三大废塑料进口国。3) 再生塑料较原生塑料减碳 30%~80%，双碳目标下发展空间广阔。

再生 PET 最低含量标准保障刚性需求，高端再生 PET 高壁垒缺口较大。美国加州规定 2022 年起 PET 瓶中再生塑料含量 15%，欧盟明确到 2025 年 PET 容器中再生塑料比例不少于 25%，2030 年不少于 30%，各大企业自愿做出承诺。中国是全球 PET 最大的产销国，PET 回收再利用空间大。2018 年我国 PET 产量合计 4542 万吨，占全球总产量的 57%；消费量合计 4268 万吨，占全球消费量的 53%。我国再生 PET 具有低端过剩、高端供不应求的特点，主要由于再生 PET 生产加工企业规模整体较小，2016 年再生 PET 产能在 1 万吨以上的企业约占行业总数的 5%。同时 PET 瓶需要较高水平洁净度，对于技术要求较高，境内大部分企业还没有从“瓶到瓶”平级回收制造利用等技术，高端再生 PET 行业壁垒较高。

公司全产业链联动&境内外布局，技术优势降本增效，新增产能投产&利用率提升空间可期。1) 回收端：销售网点覆盖全球 400 余家，境内外塑料回收采购均价差约 1000-2600 元/吨，成本优势约 20%~60%。自研回收设备将塑料体积缩至 1/50 或 1/90，有效降低回收成本提升效率，借助回收设备出售协同建立回收渠道。2) 再生端：2019 年公司再生 PS 产量 5.61 万吨，境内份额约 30%，产线 140 条，境内份额 14.54%。再生 PS 粒子纯净度达 99% 可替代部分新材料应用，价格较新材料粒子低 20-50%，自产制品成本优势明显。2021 年产能利用率约 64% 提升空间大。3) 利用端：主要应用建筑材料，框类产品等。下游塑料制品为定制化产品，利润率较再生粒子翻倍至 30% 以上，产品附加值提升，再生粒子单位产出及自用比持续提升凸显技术优势。

盈利预测与投资评级：公司为再生塑料先行者，项目稳步推进有望持续贡献增长，考虑到新冠疫情反复，宏观环境波动较大，原材料价格上涨等影响，我们将公司 2022-2023 年归母净利润自 3.90/5.90 亿元下调至 3.01/3.79 亿元，预计 2024 年归母净利润为 4.62 亿元，对应 PE 为 26/21/17 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：项目投产进度不达预期，贸易政策变动和加征关税风险。

英科再生三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,276	1,403	1,565	1,758	营业总收入	1,990	2,431	2,923	3,428
货币资金及交易性金融资产	652	688	669	669	营业成本(含金融类)	1,394	1,713	2,055	2,394
经营性应收款项	305	320	416	524	税金及附加	11	14	18	21
存货	257	314	377	439	销售费用	102	123	140	165
合同资产	0	0	0	0	管理费用	120	146	163	188
其他流动资产	61	81	102	124	研发费用	97	119	143	165
非流动资产	949	1,239	1,580	1,971	财务费用	14	-4	-1	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	14	16	21
固定资产及使用权资产	482	623	798	1,007	投资净收益	0	0	1	1
在建工程	324	474	634	804	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	91	91	96	109	减值损失	-4	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	-2	-3	-3
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	259	332	418	511
其他非流动资产	50	50	50	50	营业外净收支	8	3	3	3
资产总计	2,224	2,642	3,144	3,729	利润总额	266	335	421	513
流动负债	297	384	472	560	减:所得税	27	33	42	51
短期借款及一年内到期的非流动负债	28	48	68	88	净利润	240	301	379	462
经营性应付款项	167	206	248	289	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	40	51	62	72	归属母公司净利润	240	301	379	462
其他流动负债	62	78	94	111	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.80	2.26	2.85	3.47
非流动负债	77	107	142	177	EBIT	275	316	404	496
长期借款	38	68	103	138	EBITDA	340	385	493	599
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.96	29.54	29.69	30.15
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.05	12.39	12.96	13.48
其他非流动负债	39	39	39	39	收入增长率(%)	17.14	22.16	20.26	17.24
负债合计	374	490	614	736	归母净利润增长率(%)	10.35	25.64	25.77	21.91
归属母公司股东权益	1,850	2,152	2,531	2,993					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,850	2,152	2,531	2,993					
负债和股东权益	2,224	2,642	3,144	3,729					

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	282	350	363	451	每股净资产(元)	13.91	16.17	19.02	22.49
投资活动现金流	-393	-410	-470	-525	最新发行在外股份 (百万股)	133	133	133	133
筹资活动现金流	622	45	47	45	ROIC(%)	16.59	13.59	14.63	15.08
现金净增加额	480	-14	-59	-30	ROE-摊薄(%)	12.96	14.00	14.97	15.44
折旧和摊销	65	70	89	104	资产负债率(%)	16.81	18.56	19.52	19.75
资本开支	-270	-360	-430	-496	P/E (现价&最新股本摊薄)	33.23	26.45	21.03	17.25
营运资本变动	-63	-22	-108	-119	P/B (现价)	4.31	3.70	3.15	2.66

数据来源:Wind,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>

