

公司研究

22H1 公司营收高增，积极扩增磷化工及改性塑料产能

——聚石化学（688669.SH）2022 年半年报点评

买入（维持）

当前价：28.10 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 0.93 |
| 总市值(亿元): | 26.23 |
| 一年最低/最高(元): | 19.55/49.20 |
| 近3月换手率: | 75.88% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|------|-------|-------|
| 相对 | 6.85 | 16.52 | 5.54 |
| 绝对 | 4.23 | 16.87 | -9.07 |

资料来源：Wind

相关研报

废旧物资循环利用指导意见出台，利好公司可循环包装业务推进——聚石化学（688669.SH）动态跟踪（2022-01-23）

拟推行可循环包装租赁业务，增资龙华化工深化新能源材料布局——聚石化学（688669.SH）公告点评（2022-01-10）

传统业务业绩反转，可循环材料及新能源材料成长空间广阔——聚石化学（688669.SH）投资价值分析报告（2021-12-29）

要点

事件：8月30日晚，公司发布2022年半年度报告。2022年上半年，公司实现营收21.20亿元，同比增长73.02%；实现归母净利润5824万元，同比增长8.09%；实现扣非后归母净利润5542万元，同比增长10.59%。2022Q2，公司单季度实现营收11.76亿元，同比增长79.73%，环比增长24.57%；实现归母净利润4129万元，同比增长49.67%，环比增长143.59%。

点评：

磷化工及改性塑料产品显著放量，22H1 公司营收大幅提升

公司目前主营业务以磷化工、改性塑料粒子、改性塑料制品三大板块为主，受益于磷化工业务新收购子公司产能的释放以及改性塑料制品中导光板等产品的放量，公司2022H1营收取得显著增长。磷化工业务方面，公司传统磷化工业务以磷系阻燃剂产品为主，2022H1公司阻燃剂业务实现营收近1亿元，同比增长21.82%。同时，公司于2021年下半年完成了龙华化工的收购，获得2.6万吨/年多聚磷酸产能和1.6万吨/年五氧化二磷产能，新增的多聚磷酸和五氧化二磷业务于2022H1为公司带来了1.94亿元的营收增量。改性塑料粒子业务方面，2022H1公司改性塑料粒子业务实现营收5.67亿元，同比提升约0.4%。改性塑料制品业务方面，得益于公司收购冠臻科技后新增透气膜产能的放量和公司导光板产品通过大客户验证进入量产阶段，2022H1公司改性塑料制品业务实现营收7.12亿元，同比大幅增长146.2%。然而由于上游原材料价格仍然处于高位，因此公司产品毛利率仍然呈现一定的压力。2022H1，公司毛利率约为12.32%，相较于2021年同期下滑3.62pct，相较于2020年同期下滑13.29pct。

积极扩增磷化工及改性塑料制品产能，拟收购上游资产完善产业链建设

磷化工业务方面，公司于2022年1月对龙华化工增资3000万元推动龙华化工磷化工产品扩产，预计2022年下半年龙华化工将新增1万吨/年五氧化二磷和5万吨/年多聚磷酸产能。此外，公司在报告期内也完成了工程塑料阻燃剂、可应用于电子电器的低成本阻燃剂的相关研发及中试工作，预计2022H2公司将有多个新型阻燃剂产品陆续投入量产。改性塑料粒子业务方面，2022H1公司募投项目投产新增3万吨/年改性塑料粒子产能，公司在安徽芜湖的子公司同步新增1万多吨/年改性塑料粒子产能。同时，公司也在积极投入PC、PP等塑料回收再生的研发及生产，预计2022H2将新增2万吨/年PC回收料产能。改性塑料制品业务方面，公司将持续扩增导光板产能，预计截至2023年公司导光板产能将由6000吨/年提升至2.4万吨/年。进一步地，为了更好地服务海外客户，公司在尼日利亚建成了相关卫生用品成品生产线，后续公司将把部分透气膜产能搬迁至非洲，从而在非洲本土打通卫生用品产业链。

8月19日，公司发布公告拟参与安徽海德化工科技有限公司破产重整投资人公开招募。海德化工主营异辛烷和MTBE等化工产品，其经营范围中包括有11.24万吨/年低烯烃液化气、8万吨/年芳烃油、13.58万吨/年MTBE、16.07万吨/年工业异辛烷等产品。公司对于海德的收购将有效降低公司原材料价格波动风险、完善公司产业链的布局、协同公司自建项目并深化产业结构。公司目前已在上游石化端有所业务涉猎，2022H1公司新增的液化石油气委托加工业务实现营收2.15亿元。短期内，公司将以委托海德化工进行加工的方式为主，后续将启动以海德化工为主体的16万吨异辛烷项目。

实施限制性股票激励计划，绑定公司核心成员利益

8月16日，公司发布2022年限制性股票激励计划（草案）。公司拟向29名激励对象授予不超过205万股限制性股票，其中首次授予164万股，授予价格为14元/股。29名激励对象包括有公司董事、高级管理人员、核心技术人员和中级管理人员。本次激励计划以公司2022-2024年的净利润或营业收入作为考核指标（对应年度满足任一指标即可），其中2022-2024年的净利润考核目标分别为1.50/2.08/2.88亿元，2022-2024年的营收考核目标分别为40/52/67.6亿元。本次激励计划有效地绑定了公司核心成员利益，有望进一步激发公司核心成员的工作动力，共同推动公司未来的优质发展。

盈利预测、估值与评级：受益于公司磷化工及改性塑料产品的放量，2022H1公司营收取得大幅增长。然而由于上游原材料价格仍处于高位，公司产品盈利能力仍然承压，致使公司2022H1利润低于预期。考虑到当前公司产品的毛利率水平暂时未显著恢复，我们下调公司2022-2023年盈利预测，新增2024年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.52（下调38.7%）/2.11（下调41.7%）/2.95亿元。公司正积极且持续地扩充磷化工及改性塑料相关业务的产能，并有望通过对于上游业务及相关资产的布局以减弱公司因原材料价格波动所受到的负面影响，我们仍旧看好公司未来的长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险，新业务推广风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 1,924 | 2,542 | 4,039 | 5,442 | 6,978 |
| 营业收入增长率 | 30.53% | 32.08% | 58.93% | 34.72% | 28.23% |
| 净利润（百万元） | 159 | 83 | 152 | 211 | 295 |
| 净利润增长率 | 60.33% | -47.67% | 82.43% | 39.20% | 39.69% |
| EPS（元） | 2.27 | 0.89 | 1.62 | 2.26 | 3.16 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 24.31% | 5.55% | 9.27% | 11.54% | 14.05% |
| P/E | 12 | 32 | 17 | 12 | 9 |
| P/B | 3.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-31，2020年公司总股本为7000万股，2021年及以后公司总股本为9333万股。

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,924 | 2,542 | 4,039 | 5,442 | 6,978 |
| 营业成本 | 1,452 | 2,133 | 3,406 | 4,534 | 5,760 |
| 折旧和摊销 | 35 | 37 | 105 | 118 | 136 |
| 税金及附加 | 6 | 10 | 14 | 20 | 25 |
| 销售费用 | 67 | 40 | 102 | 111 | 159 |
| 管理费用 | 62 | 120 | 160 | 237 | 291 |
| 研发费用 | 60 | 98 | 140 | 199 | 248 |
| 财务费用 | 35 | 41 | 35 | 49 | 59 |
| 投资收益 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 243 | 99 | 211 | 304 | 444 |
| 利润总额 | 238 | 101 | 210 | 302 | 443 |
| 所得税 | 43 | 6 | 31 | 45 | 66 |
| 净利润 | 194 | 95 | 178 | 257 | 377 |
| 少数股东损益 | 35 | 12 | 27 | 46 | 82 |
| 归属母公司净利润 | 159 | 83 | 152 | 211 | 295 |
| EPS(元) | 2.27 | 0.89 | 1.62 | 2.26 | 3.16 |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 66 | 42 | 100 | 202 | 334 |
| 净利润 | 159 | 83 | 152 | 211 | 295 |
| 折旧摊销 | 35 | 37 | 105 | 118 | 136 |
| 净营运资金增加 | 243 | 327 | 374 | 370 | 398 |
| 其他 | -370 | -404 | -531 | -496 | -495 |
| 投资活动产生现金流 | -198 | -666 | -479 | -300 | -400 |
| 净资本支出 | -208 | -418 | -250 | -300 | -400 |
| 长期投资变化 | 0 | -87 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | 10 | -160 | -229 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 146 | 887 | 314 | 238 | 220 |
| 股本变化 | 0 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 240 | 395 | 363 | 304 | 304 |
| 无息负债变化 | -12 | 586 | 197 | 453 | 332 |
| 净现金流 | 11 | 264 | -64 | 140 | 154 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 24.5% | 16.1% | 15.7% | 16.7% | 17.5% |
| EBITDA 率 | 20.6% | 10.3% | 8.2% | 8.7% | 9.3% |
| EBIT 率 | 18.5% | 8.5% | 5.6% | 6.5% | 7.3% |
| 税前净利润率 | 12.3% | 4.0% | 5.2% | 5.6% | 6.3% |
| 归母净利润率 | 8.2% | 3.3% | 3.8% | 3.9% | 4.2% |
| ROA | 11.6% | 2.6% | 4.1% | 4.8% | 6.0% |
| ROE (摊薄) | 24.3% | 5.6% | 9.3% | 11.5% | 14.1% |
| 经营性 ROIC | 18.1% | 12.0% | 6.5% | 8.5% | 10.4% |

| 偿债能力 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 56% | 53% | 57% | 61% | 61% |
| 流动比率 | 1.40 | 1.39 | 1.22 | 1.21 | 1.22 |
| 速动比率 | 1.14 | 1.11 | 0.93 | 0.89 | 0.89 |
| 归母权益/有息债务 | 1.26 | 1.64 | 1.28 | 1.16 | 1.11 |
| 有形资产/有息债务 | 3.11 | 3.67 | 3.20 | 3.21 | 3.22 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 1,679 | 3,586 | 4,311 | 5,307 | 6,294 |
| 货币资金 | 170 | 468 | 404 | 544 | 698 |
| 交易性金融资产 | 1 | 105 | 105 | 105 | 105 |
| 应收账款 | 541 | 731 | 784 | 845 | 941 |
| 应收票据 | 126 | 208 | 297 | 423 | 528 |
| 其他应收款 (合计) | 8 | 37 | 20 | 27 | 35 |
| 存货 | 219 | 457 | 624 | 902 | 1,102 |
| 其他流动资产 | 44 | 123 | 216 | 349 | 470 |
| 流动资产合计 | 1,160 | 2,251 | 2,608 | 3,430 | 4,161 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 固定资产 | 313 | 798 | 809 | 854 | 946 |
| 在建工程 | 81 | 75 | 187 | 298 | 434 |
| 无形资产 | 31 | 107 | 104 | 100 | 97 |
| 商誉 | 7 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| 其他非流动资产 | 54 | 212 | 441 | 441 | 441 |
| 非流动资产合计 | 519 | 1,335 | 1,703 | 1,877 | 2,134 |
| 总负债 | 933 | 1,914 | 2,474 | 3,231 | 3,867 |
| 短期借款 | 367 | 689 | 1,002 | 1,373 | 1,627 |
| 应付账款 | 162 | 237 | 379 | 504 | 641 |
| 应付票据 | 53 | 265 | 274 | 464 | 526 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 110 | 173 | 263 | 378 | 487 |
| 流动负债合计 | 828 | 1,619 | 2,129 | 2,836 | 3,422 |
| 长期借款 | 82 | 109 | 159 | 209 | 259 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 7 | 66 | 66 | 66 | 66 |
| 非流动负债合计 | 105 | 295 | 345 | 395 | 445 |
| 股东权益 | 746 | 1,672 | 1,837 | 2,076 | 2,427 |
| 股本 | 70 | 93 | 93 | 93 | 93 |
| 公积金 | 175 | 931 | 931 | 931 | 931 |
| 未分配利润 | 409 | 470 | 608 | 801 | 1,070 |
| 归属母公司权益 | 653 | 1,497 | 1,635 | 1,828 | 2,097 |
| 少数股东权益 | 93 | 175 | 202 | 248 | 330 |

| 费用率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 3.46% | 1.57% | 2.52% | 2.04% | 2.28% |
| 管理费用率 | 3.21% | 4.74% | 3.97% | 4.35% | 4.16% |
| 财务费用率 | 1.84% | 1.61% | 0.87% | 0.90% | 0.84% |
| 研发费用率 | 3.10% | 3.84% | 3.47% | 3.65% | 3.56% |
| 所得税率 | 18% | 6% | 15% | 15% | 15% |

| 每股指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.20 | 0.14 | 0.19 | 0.28 | 0.40 |
| 每股经营现金流 | 0.95 | 0.45 | 1.07 | 2.17 | 3.58 |
| 每股净资产 | 9.33 | 16.03 | 17.52 | 19.59 | 22.47 |
| 每股销售收入 | 27.49 | 27.23 | 43.28 | 58.31 | 74.77 |

| 估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 12 | 32 | 17 | 12 | 9 |
| PB | 3.0 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 6.9 | 14.0 | 12.6 | 9.7 | 7.8 |
| 股息率 | 0.7% | 0.5% | 0.7% | 1.0% | 1.4% |

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|------------------------------------------------------------------|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE