

公司研究

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

要点

事件：1月17日，国家发展改革委等7部门联合印发了《关于加快废旧物资循环利用体系建设的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），目标是到2025年，废旧物资回收网络体系基本建立，建成绿色分拣中心1000个以上。废塑料、废橡胶等9种主要再生资源循环利用量达到4.5亿吨。60个左右大中城市率先建成基本完善的废旧物资循环利用体系。

点评：

《指导意见》强调推动废旧资源循环利用，推动再生资源加工利用水平。本次《指导意见》强调了完善废旧物资回收网络、提升再生资源加工利用水平、推动二手商品交易和再制造产业发展、完善废旧物资循环利用政策保障体系等四个方面的相关内容。我们认为，其中“推动废旧物资回收专业化”、“提高再生资源加工利用技术水平”等要求与聚石化学当前所布局的可循环回收包装材料业务的应用场景不谋而合。公司通过回收租赁等方式运营EPP保温箱/PP包装箱业务体现了回收专业化，同时公司将生产并采用EPP这一类高强度、可回收的绿色泡沫材料用于保温箱的制作，则体现了对于再生资源加工利用水平的提高。

成立运营子公司，开展循环包装产品租赁与销售业务。1月10日，公司发布公告对外宣布投资设立子公司聚链运营有限公司，拟开展循环包装产品的开发、租赁和销售业务，为蔬果、水产、生鲜、医药、快递等行业客户提供包装循环和运营服务。该项目初期运营的主要产品为可替代白色泡沫箱的EPP循环保温箱和可替代纸箱的PP循环中空板包装箱。在EPP保温箱方面，公司此前已宣布投资3亿元在湖北省江陵县建设EPP珠粒产能，为EPP保温箱提供原料支持，具有一定的产业协同效应。在PP包装箱方面，公司的主要目标市场就是替代现有邮政快递领域的纸箱、泡沫箱等包装材料。通过对PP循环包装箱的重复利用，可以大幅度地减少一次性快递包装等固体垃圾的产生，有利于“无废城市”的建设推进。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司的盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为1.03、2.48、3.62亿元，对应EPS分别为1.10、2.65、3.87元/股。我们认为公司主营阻燃剂及改性塑料等传统业务业绩有望好转，对于磷系新能源材料和可循环包装材料的业务布局将为公司打开成长空间。我们仍维持公司“买入”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期，原材料价格波动，下游需求不及预期风险，绿色循环保温箱产品推广不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,474	1,924	2,509	4,388	5,464
营业收入增长率	37.93%	30.53%	30.40%	74.88%	24.51%
净利润（百万元）	99	159	103	248	362
净利润增长率	125.74%	60.33%	-35.10%	140.41%	45.98%
EPS（元）	1.41	2.27	1.10	2.65	3.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.44%	24.31%	6.34%	13.31%	16.49%
P/E	26	16	33	14	9
P/B	5.0	3.9	2.1	1.8	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-01-21，注：2019年及2020年年末公司总股本为7,000万股，2021年新上市后当前公司总股本为9,333万股。

买入（维持）

当前价：36.15元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺

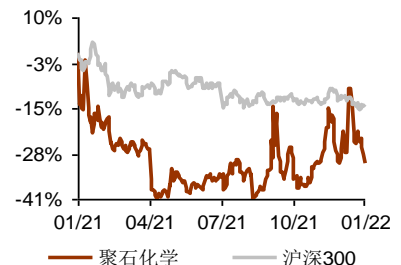
021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.93
总市值(亿元)	33.74
一年最低/最高(元)	30.39/59.13
近3月换手率	134.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.69	-1.96	-15.90
绝对	-5.12	-5.98	-30.52

资料来源：Wind

相关研报

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）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,474	1,924	2,509	4,388	5,464
营业成本	1,174	1,452	2,110	3,606	4,392
折旧和摊销	26	35	49	62	81
税金及附加	7	6	9	14	19
销售费用	51	67	87	152	190
管理费用	46	62	79	140	173
研发费用	45	60	78	136	169
财务费用	16	35	5	-5	-1
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	137	243	150	364	537
利润总额	136	238	148	362	533
所得税	15	43	22	54	80
净利润	121	194	126	307	453
少数股东损益	22	35	23	60	92
归属母公司净利润	99	159	103	248	362
EPS(元)	1.41	2.27	1.10	2.65	3.87

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	63	66	86	159	309
净利润	99	159	103	248	362
折旧摊销	26	35	49	62	81
净营运资金增加	221	243	147	384	324
其他	-283	-370	-214	-534	-457
投资活动产生现金流	-79	-198	-270	-300	-400
净资本支出	-58	-208	-250	-300	-400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-20	10	-20	0	0
融资活动现金流	51	146	549	45	198
股本变化	3	0	23	0	0
债务净变化	99	240	-317	52	228
无息负债变化	26	-12	135	305	187
净现金流	36	11	365	-96	108

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	20.3%	24.5%	15.9%	17.8%	19.6%
EBITDA 率	12.7%	16.9%	8.2%	9.5%	11.3%
EBIT 率	10.7%	14.8%	6.2%	8.1%	9.9%
税前净利润率	9.2%	12.3%	5.9%	8.2%	9.8%
归母净利润率	6.7%	8.2%	4.1%	5.6%	6.6%
ROA	9.5%	11.6%	5.1%	9.8%	11.4%
ROE (摊薄)	19.4%	24.3%	6.3%	13.3%	16.5%
经营性 ROIC	16.4%	18.1%	7.9%	13.2%	15.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	55%	56%	30%	35%	38%
流动比率	1.46	1.40	2.93	2.38	2.10
速动比率	1.20	1.14	2.43	1.79	1.59
归母权益/有息债务	1.82	1.26	8.02	7.29	4.54
有形资产/有息债务	4.34	3.11	12.00	12.09	8.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,274	1,679	2,494	3,146	3,984
货币资金	146	170	535	439	546
交易性金融资产	0	1	1	1	1
应收账款	391	541	584	645	803
应收票据	115	126	180	301	384
其他应收款 (合计)	17	8	13	22	27
存货	161	219	303	533	642
其他流动资产	46	44	62	87	111
流动资产合计	913	1,160	1,749	2,153	2,665
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	252	313	379	478	624
在建工程	10	81	192	302	436
无形资产	31	31	30	29	28
商誉	7	7	7	7	7
其他非流动资产	32	54	75	75	75
非流动资产合计	361	519	745	992	1,319
总负债	705	933	751	1,109	1,524
短期借款	207	367	0	74	252
应付账款	147	162	250	415	513
应付票据	51	53	84	138	171
预收账款	27	0	0	0	0
其他流动负债	102	110	135	192	231
流动负债合计	625	828	596	903	1,269
长期借款	20	82	132	182	232
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	7	7	7	7
非流动负债合计	79	105	155	205	255
股东权益	570	746	1,742	2,037	2,460
股本	70	70	93	93	93
公积金	163	175	1,040	1,040	1,040
未分配利润	276	409	494	729	1,060
归属母公司权益	509	653	1,626	1,862	2,192
少数股东权益	60	93	116	175	267

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.49%	3.46%	3.47%	3.47%	3.47%
管理费用率	3.10%	3.21%	3.15%	3.18%	3.17%
财务费用率	1.11%	1.84%	0.18%	-0.11%	-0.02%
研发费用率	3.08%	3.10%	3.09%	3.10%	3.09%
所得税率	11%	18%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.20	0.14	0.33	0.49
每股经营现金流	0.90	0.95	0.92	1.71	3.31
每股净资产	7.28	9.33	17.43	19.95	23.49
每股销售收入	21.06	27.49	26.89	47.02	58.54

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	26	16	33	14	9
PB	5.0	3.9	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	15.9	10.2	17.2	9.5	7.1
股息率	0.0%	0.6%	0.4%	0.9%	1.3%

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