

# 英科再生 (688087.SH)

## 高成长叠加高 ROE, rPET 产能释放在即

公司评级	买入
当前价格	82.30 元
合理价值	104.09 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-29

### 核心观点:

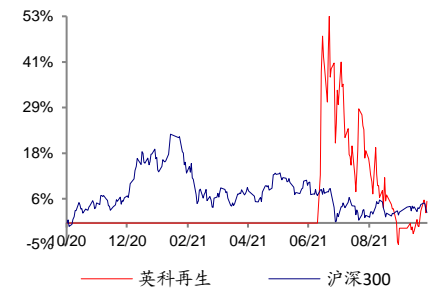
- **前三季度扣非业绩同比增长 109%，高周转模式下 ROE 水平突出。** 公司发布三季报，前三季度实现营业收入 14.89 亿元（同比+27.41%）、扣非归母净利润 1.84 亿元（同比+109.35%）。在扣除去年口罩代工收入影响后，公司再生塑料主业增势强劲，对应单三季度扣非业绩保持 32% 同比高增速。此外高周转、轻资产商业模式优势显现，前三季度加权平均 ROE 高达 16.05%，对应实现经营性现金流净额 1.74 亿元。
- **5 万吨/年 rPET 项目进入送样认证阶段，全球化产能布局放量在即。** 根据三季报披露，公司 5 万吨/年 rPET 项目已如期调试，并且相关产品已开始客户送样、第三方检测与认证工作，此外公司“年产 227 万箱塑料装饰框及线材项目”也已开工建设。公司作为稀缺塑料再生全产业链供应商，率先布局 9.72 万吨/年高品质再生 PS 粒子产能，同时 15 万吨/年食品级 rPET 产能亦有望陆续投产，长期成长性突出。
- **双碳政策加速再生塑料需求释放，公司全产业链优势显著。** 海外方面，欧盟已明确 rPET 再生料 2030 年使用目标，90 万吨/年确定性需求预期率先释放。国内双碳目标下，再生塑料降碳、低能耗优势凸显，碳中和“1+N”政策、碳达峰方案多次强调塑料污染全链条治理，十四五规划亦首次明确鼓励塑料同级再生。伴随各国碳中和推进全球 rPET 需求潜力达 920 万吨/年，公司坐拥成熟前后端渠道有望占得先机。
- **盈利预测及投资建议：循环经济优质赛道下的先行者，全产业链优势显著，维持“买入”评级。** 我们预计公司 2021 至 2023 年实现归母净利润 2.77/3.99/5.74 亿元，对应最新 PE 为 39.5/27.5/19.1 倍。国内稀缺的再生塑料全产业链布局者，全球 920 万吨/年食品级 rPET 需求释放。参考公司增速、先发优势和行业空间潜力，给予 2021 年 50 倍 PE，对应合理价值 104.09 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 项目建设不及预期风险；塑料回收政策变动风险。

### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,273	1,699	1,929	2,830	3,848
增长率 (%)	8.3	33.5	13.5	46.7	36.0
EBITDA (百万元)	174	341	404	540	750
归母净利润 (百万元)	95	217	277	399	574
增长率 (%)	8.7	128.2	27.5	44.0	43.8
EPS (元/股)	0.98	2.18	2.08	3.00	4.31
市盈率 (P/E)	-	-	39.53	27.45	19.09
ROE (%)	13.5	22.5	14.0	16.8	19.5
EV/EBITDA	-	-	26.52	19.70	13.96

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 相对市场表现



### 分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

### 分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

### 相关研究:

英科再生 (688087.SH):再 2021-08-22

生塑料赛道先行者，渠道优势加码 rPET 市场

英科再生 (688087.SH):塑 2021-07-08

料再生先行者，全产业链布局优势显著

联系人:

陈龙 021-38003624

shchenlong@gf.com.cn

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>529</b>	<b>584</b>	<b>828</b>	<b>1,168</b>	<b>1,568</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>149</b>	<b>219</b>	<b>318</b>	<b>366</b>	<b>549</b>
货币资金	191	89	241	340	504	净利润	95	217	277	399	574
应收及预付	159	265	309	415	511	折旧摊销	54	58	95	97	114
存货	148	207	252	375	505	营运资金变动	-17	-105	-53	-132	-140
其他流动资产	30	23	27	37	48	其它	17	49	-1	2	2
<b>非流动资产</b>	<b>679</b>	<b>752</b>	<b>1,471</b>	<b>1,638</b>	<b>1,908</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-86</b>	<b>-137</b>	<b>-810</b>	<b>-265</b>	<b>-385</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-165	-150	-811	-266	-386
固定资产	421	450	920	1,118	1,323	投资变动	45	0	0	0	0
在建工程	133	172	412	372	428	其他	34	13	1	1	1
无形资产	89	97	106	115	123	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-6</b>	<b>-172</b>	<b>645</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
其他长期资产	36	33	33	33	33	银行借款	476	170	-83	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,207</b>	<b>1,336</b>	<b>2,299</b>	<b>2,805</b>	<b>3,476</b>	股权融资	24	50	730	0	0
<b>流动负债</b>	<b>451</b>	<b>329</b>	<b>285</b>	<b>393</b>	<b>490</b>	其他	-506	-392	-3	-1	-1
短期借款	159	83	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>60</b>	<b>-113</b>	<b>152</b>	<b>100</b>	<b>164</b>
应付及预收	139	165	190	256	309	<b>期初现金余额</b>	<b>131</b>	<b>191</b>	<b>89</b>	<b>241</b>	<b>340</b>
其他流动负债	154	82	95	137	181	<b>期末现金余额</b>	<b>191</b>	<b>78</b>	<b>241</b>	<b>340</b>	<b>504</b>
<b>非流动负债</b>	<b>52</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>						
长期借款	25	11	11	11	11						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	27	29	29	29	29						
<b>负债合计</b>	<b>503</b>	<b>369</b>	<b>325</b>	<b>432</b>	<b>530</b>						
股本	97	100	133	133	133						
资本公积	104	157	854	854	854						
留存收益	497	715	991	1,390	1,964						
归属母公司股东权益	704	967	1,974	2,373	2,946						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,207</b>	<b>1,336</b>	<b>2,299</b>	<b>2,805</b>	<b>3,476</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,273</b>	<b>1,699</b>	<b>1,929</b>	<b>2,830</b>	<b>3,848</b>
营业成本	907	1,091	1,314	1,956	2,634
营业税金及附加	9	9	10	14	19
销售费用	118	155	96	130	177
管理费用	75	91	116	164	215
研发费用	54	77	91	127	173
财务费用	19	39	2	-1	-1
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>105</b>	<b>240</b>	<b>305</b>	<b>445</b>	<b>639</b>
营业外收支	0	0	3	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>105</b>	<b>239</b>	<b>308</b>	<b>443</b>	<b>637</b>
所得税	10	22	31	44	64
<b>净利润</b>	<b>95</b>	<b>217</b>	<b>277</b>	<b>399</b>	<b>574</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>95</b>	<b>217</b>	<b>277</b>	<b>399</b>	<b>574</b>
EBITDA	174	341	404	540	750
EPS (元)	0.98	2.18	2.08	3.00	4.31

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	8.3%	33.5%	13.5%	46.7%	36.0%
营业利润增长	15.8%	129.0%	27.0%	46.1%	43.6%
归母净利润增长	8.7%	128.2%	27.5%	44.0%	43.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.8%	35.8%	31.9%	30.9%	31.5%
净利率	7.5%	12.8%	14.4%	14.1%	14.9%
ROE	13.5%	22.5%	14.0%	16.8%	19.5%
ROIC	10.8%	24.1%	14.0%	16.6%	19.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.7%	27.6%	14.1%	15.4%	15.2%
净负债比率	71.5%	38.2%	16.5%	18.2%	18.0%
流动比率	1.17	1.77	2.90	2.97	3.20
速动比率	0.74	1.03	1.86	1.85	1.99
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.05	1.27	0.84	1.01	1.11
应收账款周转率	11.13	7.45	7.30	8.11	9.13
存货周转率	8.59	8.20	7.65	7.54	7.62
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.98	2.18	2.08	3.00	4.31
每股经营现金流	2	2	2	3	4
每股净资产	7.24	9.69	14.84	17.84	22.15
<b>估值比率</b>					
P/E	-	-	39.53	27.45	19.09
P/B	-	-	5.55	4.61	3.72
EV/EBITDA	-	-	26.52	19.70	13.96

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：高级分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。