

荣晟环保 (603165.SH) / 环保

证券研究报告/公司点评

2022年4月5日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 17.76

分析师: 汪磊

执业证书编号: S0740521070002

电话: 021-20315185

Email: wanglei01@r.qlzq.com.cn

联系人: 郑汉林

Email: zhenghl@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,695	2,415	2,888	4,056	5,545
增长率 YoY	1.19%	42.42%	19.59%	40.47%	36.71%
净利润 (百万元)	232	284	392	527	721
增长率 YoY	-6.92%	22.64%	37.75%	34.46%	36.78%
每股收益 (元)	0.88	1.08	1.48	1.99	2.73
每股现金流量	0.87	0.38	1.72	2.17	3.29
净资产收益率	13.93%	15.21%	18.07%	20.24%	22.30%
P/E	20.24	16.51	11.98	8.91	6.52
P/B	2.82	2.51	2.17	1.80	1.45

备注: 股价取自 2022 年 4 月 1 日。

基本状况

总股本(百万股)	264
流通股本(百万股)	264
市价(元)	17.76
市值(百万元)	4,695
流通市值(百万元)	4,695

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1《固本拓新全面布局，产能释放驱动业绩增长》

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年度报告, 2021 年公司实现营业收入 24.15 亿元, 同比增长 42.42%; 实现归母净利润 2.84 亿元, 同比增长 22.64%; 实现扣非归母净利润 2.59 亿元, 同比增长 19.66%。
- **点评:**
- **营业收入超出预期, 精细化管理控制成本。** 2021 年, 公司原纸产品营业收入 20.04 亿元, 同比增长 41.90%, 纸板产品营业收入 3.01 亿元, 同比增长 7.41%。总体毛利率 15.44%, 较去年的 15.69% 保持稳定。公司的管理费用率和销售费用率长期保持在较低比率, 2021 年净利率为 11.78%, 较 2020 年的 13.68% 下降 1.90 个百分点, 主要系财务费用有所增加及其他收益 (主要为退税等政府补助) 有所减少。2022 年 1-3 月公司连续发布两次公告, 2022 年度已收到政府补助 0.34 亿元以上, 预计 2022 年净利率将有所回升。
- **百亿产业规划布局, 造纸+光伏双轮驱动。** 2022 年 1 月, 公司与安徽省全椒县政府签订《战略合作框架协议》, 投资建设年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用项目, 大幅提升公司产能。项目总投资约 105 亿元, 主要建设内容包括年产 130 万吨再生环保纸、生物质热电联产 (年处理 50 万吨秸秆)、1GW 分布式光伏电站运营管理和光伏产品研发和制造, 预计 2022 年 3 月完成立项, 5 月完成土地招拍挂, 动工两年内完成首期工程建设。全椒基地采用兼顾环保与经济效益的“三废一新”模式, 利用废纸生产再生环保纸, 利用废渣作为热电燃料, 利用城市处理废水等作为生产用水, 同时开展全椒全县分布式光伏电站建设。公司具备一定光伏产业经验, 已建成两期共 10MW 光伏项目, 未来将寻求与光伏头部行业开展合作, 打造第二成长曲线。
- **主营产品供不应求, 绿色造纸大势所趋。** 公司所处的包装纸板细分行业 (主要包含箱纸板和瓦楞原纸) 受益于消费升级和电子商务的快速发展, 需求增长较快, 根据中国造纸协会披露的数据, 2020 年我国瓦楞原纸生产量为 2,390 万吨, 较上年同比增长 7.66%, 2007-2020CAGR 为 4.60%; 消费量为 2,776 万吨, 较上年同比增长 16.93%, 2007-2020CAGR 为 5.37%, 供需缺口持续扩大, 公司新增产能具备一定的消纳保障。另一方面, 国家持续出台政策要求淘汰造纸行业落后产能, 提高造纸行业准入门槛。公司作为注重环保、低碳发展的造纸企业, 将充分受益于政策带来的产业结构调整。
- **维持“买入”评级:** 公司践行绿色造纸理念, 主营产品市场规模大、稳定性较强, 新

增产能确定性高，预计公司未来业绩保持快速增长。考虑到公司新增再生纸产能布局进展以及分布式光伏项目落地节奏，我们对公司的收入和业绩进行了调整。预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 28.88、40.56、55.45 亿元（调整前 2022-2023 年分别为 30.94、43.31 亿元），分别同比增长 19.59%、40.47%、36.71%；归母净利润分别为 3.92、5.27、7.21 亿元（调整前 2022-2023 年分别为 4.32、6.08 亿元），分别同比增长 37.75%、34.46%、36.78%；EPS 分别为 1.48、1.99、2.73，对应 PE 分别为 11.98、8.91、6.52 倍。

- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，原材料及原煤价格波动的风险，环保政策变动风险，市场需求不及预期风险，新增产能投放不及预期风险。

图表 1: 荣晟环保财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	295	289	406	555	营业收入	2,415	2,888	4,056	5,545
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,042	2,435	3,422	4,674
应收账款	266	279	417	572	税金及附加	15	27	38	51
预付账款	14	12	19	27	销售费用	5	6	8	11
存货	104	115	160	226	管理费用	33	40	56	77
合同资产	0	0	0	0	研发费用	109	130	183	250
其他流动资产	849	614	711	837	财务费用	9	21	54	84
流动资产合计	1,528	1,308	1,713	2,216	信用减值损失	-3	-1	-1	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	108	108	108	108	公允价值变动收益	20	20	20	20
固定资产	725	2,041	3,404	4,610	投资收益	19	29	49	79
在建工程	48	448	398	348	其他收益	41	148	208	284
无形资产	75	67	61	55	营业利润	277	424	570	779
其他非流动资产	97	97	97	97	营业外收入	0	0	-1	0
非流动资产合计	1,054	2,763	4,069	5,218	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	2,582	4,071	5,782	7,434	利润总额	277	424	569	779
短期借款	284	1,399	2,570	3,476	所得税	-7	32	42	58
应付票据	0	0	0	0	净利润	284	392	527	721
应付账款	178	244	341	448	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	4	2	3	归属母公司净利润	284	392	527	721
合同负债	6	6	11	13	NOPLAT	294	411	577	798
其他应付款	9	9	9	9	EPS (按最新股本摊薄)	1.08	1.48	1.99	2.73
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	62	68	73	81					
流动负债合计	539	1,731	3,007	4,031	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
应付债券	145	145	145	145	成长能力				
其他非流动负债	28	28	28	28	营业收入增长率	42.4%	19.6%	40.5%	36.7%
非流动负债合计	172	172	172	172	EBIT增长率	17.8%	55.7%	40.2%	38.4%
负债合计	712	1,903	3,180	4,203	归母公司净利润增长率	22.6%	37.8%	34.5%	36.8%
归属母公司所有者权益	1,870	2,168	2,602	3,231	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	15.4%	15.7%	15.6%	15.7%
所有者权益合计	1,870	2,168	2,602	3,231	净利率	11.8%	13.6%	13.0%	13.0%
负债和股东权益	2,582	4,071	5,782	7,434	ROE	15.2%	18.1%	20.2%	22.3%
					ROIC	19.4%	14.0%	13.0%	13.7%
					偿债能力				
					资产负债率	27.6%	46.8%	55.0%	56.5%
					债务权益比	24.4%	72.5%	105.4%	112.9%
					流动比率	2.8	0.8	0.6	0.5
					速动比率	2.6	0.7	0.5	0.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	33	34	31	32
					应付账款周转天数	30	31	31	30
					存货周转天数	15	16	14	15
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.08	1.48	1.99	2.73
					每股经营现金流	0.39	1.72	2.17	3.29
					每股净资产	7.08	8.20	9.84	12.22
					估值比率				
					P/E	17	12	9	7
					P/B	3	2	2	1
					EV/EBITDA	12	8	5	3

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。