

研究所

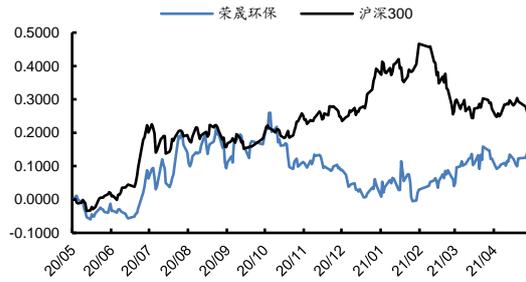
证券分析师：

赵越 S0350518110003  
zhaoy01@ghzq.com.cn

## 专注于包装原纸，被忽视的小而美

### ——荣晟环保（603165）深度报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

| 表现    | 1M   | 3M    | 12M  |
|-------|------|-------|------|
| 荣晟环保  | 1.5  | 11.6  | 14.4 |
| 沪深300 | -0.8 | -14.0 | 26.0 |

#### 市场数据

2021-05-07

|            |               |
|------------|---------------|
| 当前价格（元）    | 13.62         |
| 52周价格区间（元） | 11.10 - 17.54 |
| 总市值（百万）    | 3458.91       |
| 流通市值（百万）   | 3458.91       |
| 总股本（万股）    | 25395.79      |
| 流通股（万股）    | 25395.79      |
| 日均成交额（百万）  | 27.37         |
| 近一月换手（%）   | 12.43         |

#### 相关报告

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 投资要点：

- 业务专注，业绩稳健。**公司成立40年来始终专注于包装原纸的生产制造，围绕再生纸生产制造的核心，集废纸回收供应、热电联产、再生环保纸生产、纸板纸箱制造于一体。2016-2020年公司营收由10.29亿元增长至16.95亿元，复合增长率为13.29%；归母净利润由1.2亿元增长到2.3亿元，复合增长率为17.66%。
- 具备区位优势，完善产业链布局。**公司地处我国最大的也是最具增长潜力的纸及纸板消费市场之一的长三角地区，目前总产能接近60万吨。通过不断技改，公司中高端产品价格不断提升，占比不断增加。通过热电联产方式，公司单位生产成本控制良好，毛利率高于同区域内竞争对手。通过荣晟包装进一步延伸公司的产业链，精准把握下游需求，有效平抑需求波动。公司计划建设3亿平方米智能包装材料改造项目，顺利投产预计可增加年收入8.49亿元，占2020年全年营业收入的50.09%，成为新的业绩增长点。
- 造纸集中度不断提升，外废趋紧抬升价格空间。**2019年包装用纸的生产量达到695万吨，占全国纸及纸板生产量6.46%，消费量达到699万吨，占全国纸及纸板消费量6.53%。行业前10名造纸企业的产量占同期全国产量的比重已从18.38%增至45.68%，但大量产能集中在小散乱企业当中，生存门槛不断提升利于公司这种正规企业不断扩大市占率。2017年我国外废政策开始收紧，2021年将实现废纸“零进口”，废纸的供应缺口预计达到689万吨。新一轮涨价从2020年11月开始启动，长期来看废纸价格仍将上涨。原材料废纸的涨价带动了箱板、瓦楞纸的价格上涨。公司箱板纸出厂价从去年12月到今年3月累计上调1000元/吨，已经达到4700元/吨。受益于消费升级、电子商务以及移动支付的快速发展，预计包装用纸的需求有望持续增长，公司有望持续受益。
- 首次覆盖，给予公司“增持”评级：**我们看好固废进口禁令持续带来的进口废纸供应缺口，废纸价格抬升有利于公司包装纸产品的提价，同时公司不断技改和新产能投放，有利于高价格及高毛利产品结构持续优化。预计公司2021-2023年EPS分别为1.09、1.19和1.27元/股，对应当前股价PE分别为12.55、11.41和10.69倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险；市场竞争风险；产能过剩与需求

放缓的风险；环保政策变动风险。

| 预测指标       | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元）  | 1695   | 2463   | 2759   | 3035   |
| 增长率(%)     | 1%     | 45%    | 12%    | 10%    |
| 归母净利润（百万元） | 232    | 276    | 303    | 324    |
| 增长率(%)     | -7%    | 19%    | 10%    | 7%     |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.92   | 1.09   | 1.19   | 1.27   |
| ROE(%)     | 13.93% | 14.23% | 13.56% | 12.67% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1、 业务专注，业绩稳健 .....             | 5  |
| 1.1、 成立以来始终专注于包装原纸 .....       | 5  |
| 1.2、 公司产能充足，规模扩张 .....         | 6  |
| 1.3、 股权结构集中 .....              | 6  |
| 1.4、 公司业绩总体稳健 .....            | 7  |
| 2、 具备区位优势，完善产业链布局 .....        | 9  |
| 2.1、 利用区位优势提高市场竞争力 .....       | 9  |
| 2.2、 不断技改，应对市场变化 .....         | 10 |
| 2.3、 完善产业链布局，降低成本 .....        | 11 |
| 2.4、 区域内环保达标优势强，符合产业政策趋势 ..... | 11 |
| 3、 造纸集中度不断提升，外废趋紧抬升价格空间 .....  | 12 |
| 3.1、 造纸产能加速出清，规模企业持续受益 .....   | 12 |
| 3.2、 外废政策收紧，推动价格抬升 .....       | 13 |
| 3.3、 纸包装下游市场广阔 .....           | 14 |
| 4、 首次覆盖，给予公司“增持”评级 .....       | 15 |
| 5、 风险提示 .....                  | 15 |

## 图表目录

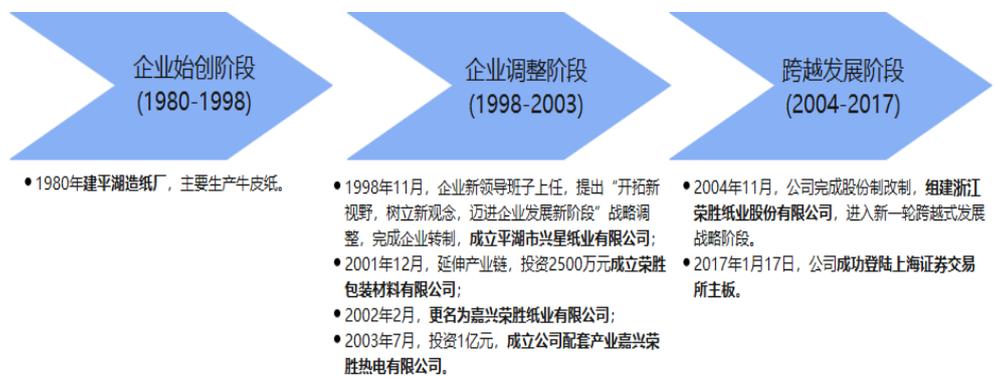
|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程 .....                     | 5  |
| 图 2: 公司原纸及纸板产销情况 .....                | 6  |
| 图 3: 公司股权结构 .....                     | 7  |
| 图 4: 公司营业收入情况及增速 .....                | 7  |
| 图 5: 公司归母净利润情况及增速 .....               | 7  |
| 图 6: 公司营业收入结构 .....                   | 8  |
| 图 7: 公司主营业务毛利率 .....                  | 8  |
| 图 8: 公司销售毛利率及净利率情况 .....              | 8  |
| 图 9: 公司经营活动现金流量净额及净利润情况 .....         | 9  |
| 图 10: 公司资产负债率情况 .....                 | 9  |
| 图 11: 我国造纸及纸制品业总产值 (单位: 亿元) .....     | 9  |
| 图 12: 荣晟环保、山鹰国际、景兴纸业毛利率情况 .....       | 11 |
| 图 13: 造纸产业链示意图 .....                  | 12 |
| 图 14: 我国包装用纸产销量 .....                 | 12 |
| 图 15: 我国 2015-2019 年国产废纸浆产量和消费量 ..... | 13 |
| 图 16: 国产及进口废纸消耗情况 .....               | 13 |
| 图 17: 荣晟环保箱板纸出厂价 (元/吨) .....          | 14 |
| 图 18: 2018 年中国纸制品包装与印刷行业市场分布 .....    | 15 |
| 图 19: 我国快递业务量及其增速 .....               | 15 |
| 表 1: 公司主营业务产品 .....                   | 5  |
| 表 2: 公司各核心产品产线产能利用情况 .....            | 6  |
| 表 3: 公司主要产品的价格变动情况 .....              | 10 |
| 表 4: 公司技改历程 .....                     | 10 |
| 表 5: 公司环保优势 .....                     | 11 |
| 表 6: 外废限制进口政策不断升级 .....               | 13 |

## 1、业务专注，业绩稳健

### 1.1、成立以来始终专注于包装原纸

公司前身为“平湖造纸厂”，始创于1980年，位于长三角腹地嘉兴市。1998年通过战略结构调整，正式完成企业转制，成立平湖市兴星纸业有限公司，主营牛皮箱纸板生产制造。2001-2003年配套完善上游热电及下游包装业务，2004年完成股份制改造，后更名为浙江荣晟环保纸业股份有限公司，于2017年1月上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国海证券研究所整理

公司围绕再生纸生产制造的核心，集废纸回收供应、热电联产、再生环保纸生产、纸板纸箱制造于一体，主要产品包括牛皮箱板纸、高强瓦楞原纸、瓦楞纸板等包装纸板，广泛应用于通讯、电子、食品、家电、快递等众多行业。此外，公司自备热电联产机组，除满足自身生产需求外，还外供给平湖经济技术开发区其他企业使用。

表 1：公司主营业务产品

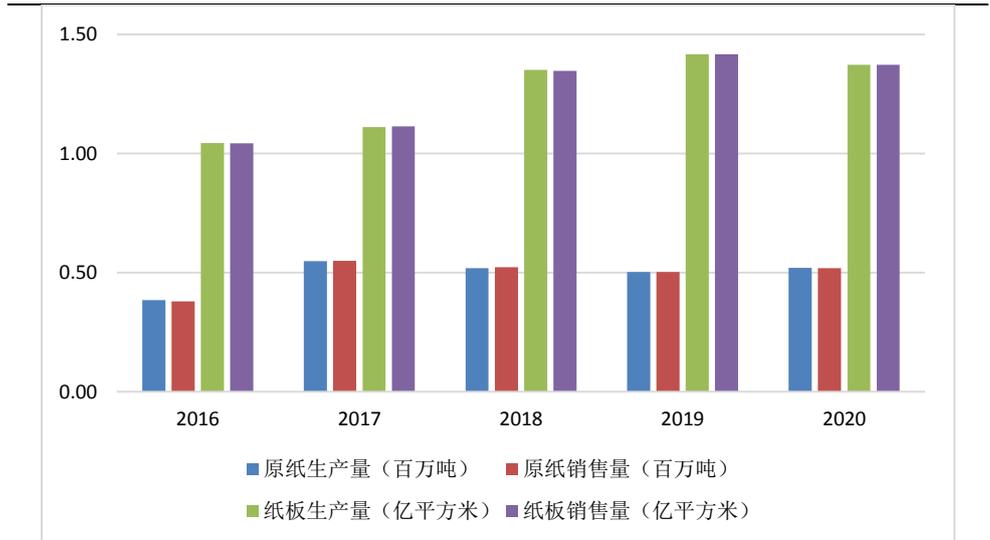
| 产品类型 | 产品    | 产品说明  |
|------|-------|---|
| 造纸   | 牛皮箱板纸 | 主要以废纸原料制成，比一般箱纸板更为坚韧、挺实，有极高的抗压强度、耐破度和耐折度，用于包装纸箱外层，主要是用于轻工、食品、家电等产品运输包装，尤其是外贸包装及国内高档商品包装，是木材、金属等系列包装的优质替代产品。 |
|      | 瓦楞原纸  | 瓦楞原纸是生产瓦楞纸板的重要组成材料之一。瓦楞原纸要求纤维结合强度好，纸面平整，有较好的环压强度，有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力。                                  |
|      | 高密度纸板 | 采用污泥回用技术将造纸污泥改性改良全部回用生产而来，纸质坚韧耐磨、层间接合强度高、纸面平滑均整、具有良好的耐水性，主要用于工业纸管、纺织纸管、花炮纸管等内核和管道的制作。                       |
| 纸制品  | 瓦楞纸板  | 由箱板纸和瓦楞原纸制作而成，箱板纸主要用作纸板的面和底，瓦楞原纸主要用作纸板的瓦楞芯层。  |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 1.2、公司产能充足，规模扩张

公司地处造纸产业集中地——长三角地区，近三年产能稳定，2020年原纸生产量52万吨，纸板1.37亿平方米，2016-2020年公司原纸及纸板销售量年复合增速分别达到8.2%和7.1%，产销率基本在100%。2021年“年产3亿平方米智能包装材料改造项目”若顺利投产，可增加3亿平方米包装纸产能及12万吨原纸产能。

图2：公司原纸及纸板产销情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

表2：公司各核心产品产线产能利用情况

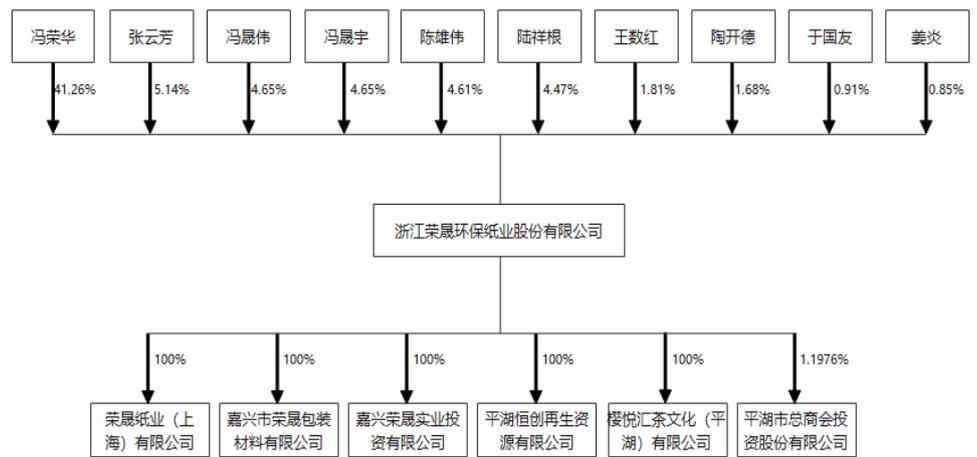
| 主要厂区或项目 | 设计产能        | 产能利用率 (%) |
|---------|-------------|-----------|
| 牛皮箱板纸   | 15 万吨       | 83.07     |
| 高强瓦楞原纸  | 10 万吨       | 134.88    |
| 高密度纸板   | 3 万吨        | 106.66    |
| 瓦楞纸板    | 18,000 万平方米 | 75.04     |

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

## 1.3、股权结构集中

公司实际控制人为冯荣华、张云芳夫妇，分别持股41.26%、5.14%，冯晟宇、冯晟伟为冯荣华夫妇之子，家族合计持股比例55.70%，股权结构集中，对公司的控制力强。

图 3：公司股权结构



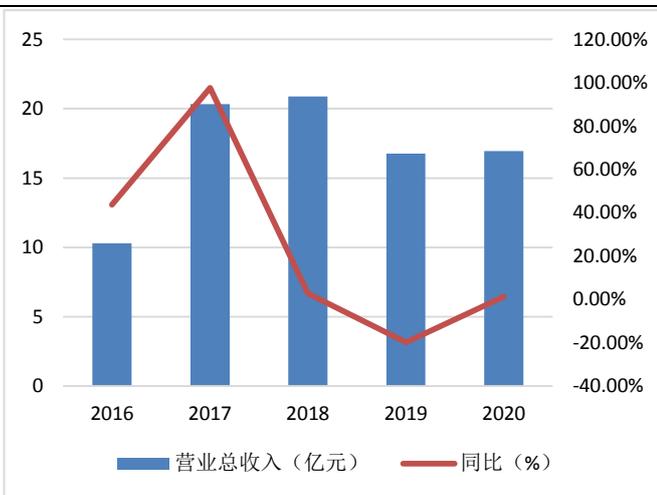
资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

### 1.4、公司业绩总体稳健

公司业绩表现总体较为稳健，2016-2020 年公司营收由 10.29 亿元增长到 16.95 亿元，年复合增长率为 13.29%；归母净利润由 1.2 亿元增长到 2.3 亿元，年复合增长率达到 17.24%。

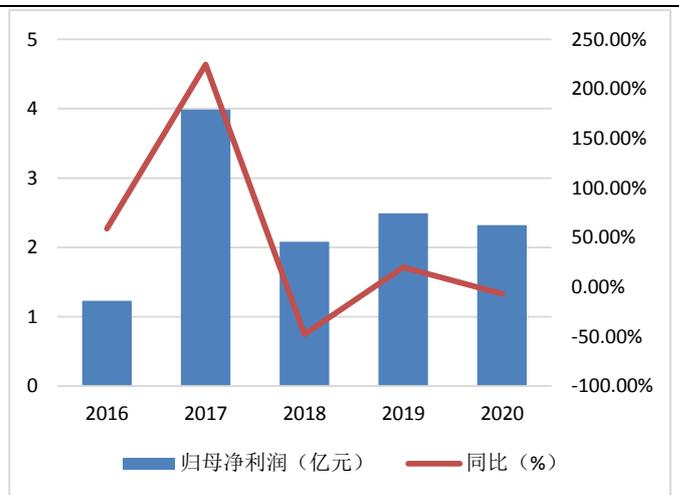
2017 年外废政策开始收紧，原材料供不应求，带动纸价大幅上涨，公司箱板纸出厂平均价格同比上涨约 49.9%，推动业绩呈现大幅增长，当年公司营收及归母净利润分别同比增长 97.67%和 211.38%。2019 年受产能集中投放压力及下游需求持续低迷影响以及受中美贸易摩擦，外贸订单减少的影响，箱板瓦楞纸价格和销量下降，公司营收出现下滑。2020 年公司实现营业收入 16.95 亿元，同比增长 1.19%，实现归母净利润 2.32 亿元，同比下降 6.92%。2021 年一季度公司实现营业收入 4.70 亿元，同比增长 35.12%，实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 39.05%。

图 4：公司营业收入情况及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

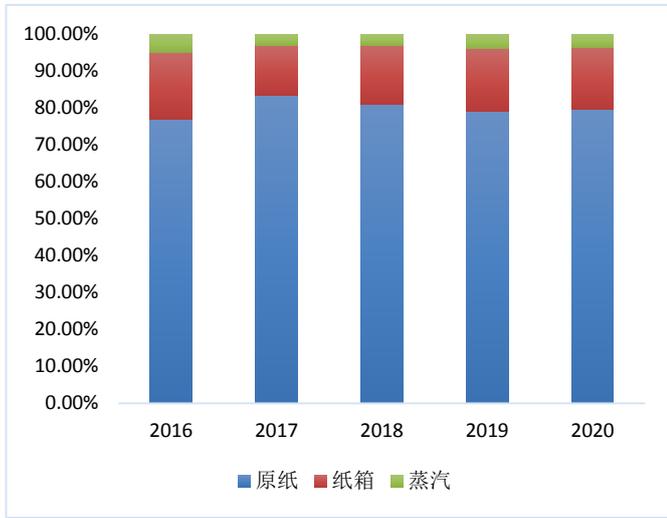
图 5：公司归母净利润情况及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

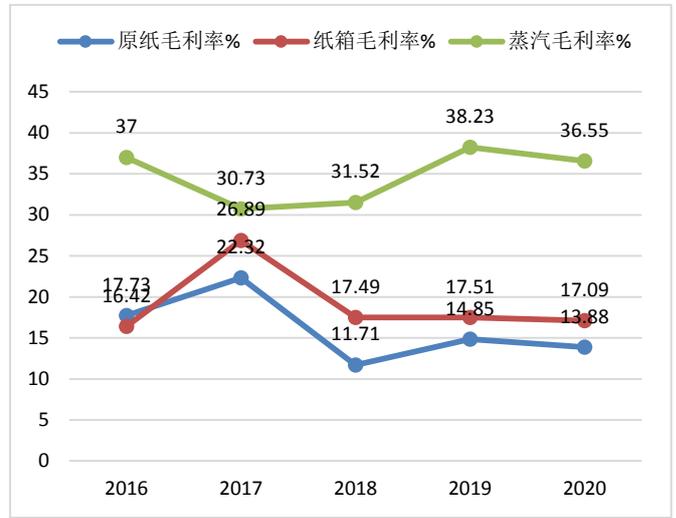
主营业务中，原纸贡献核心业绩来源，2020 年收入占比达到 79.7%，收入规模同比增长 1.72%；纸板、蒸汽业务营收占比分别达到 16.6%和 3.7%，业务结构总体保持稳定。

图 6: 公司营业收入结构



资料来源: Wind, 国海证券研究所

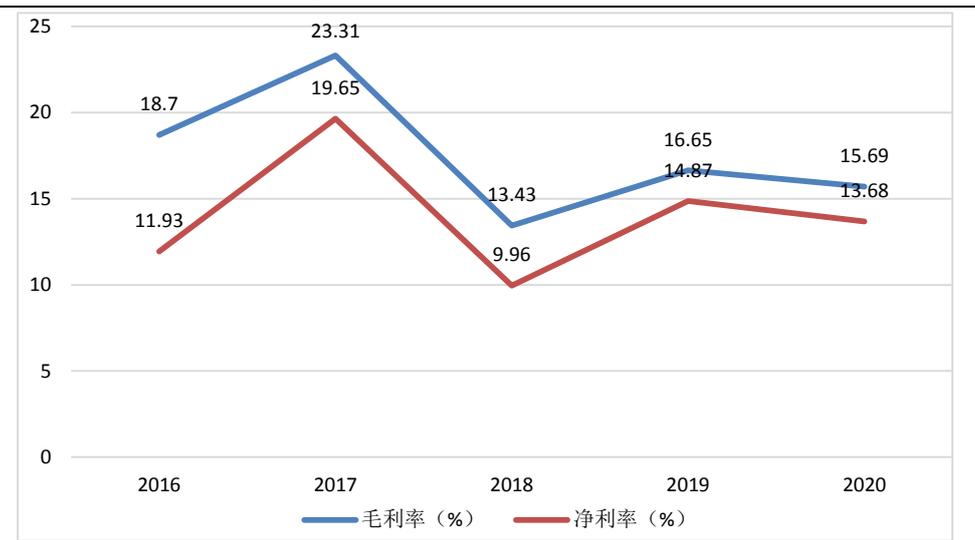
图 7: 公司主营业务毛利率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

公司整体毛利率与原材料价格密切相关，2020 年毛利率 15.69%，同比减少 0.87 个百分点，原纸、纸箱毛利率分别为 13.88%、17.09%，同比基本持平，蒸汽毛利率基本保持在高位稳定状态。公司整体净利率在 2018 年出现较大幅度下滑，一方面，主要受市场价格波动，营业成本较上年增加 15.91%，导致毛利率较上年大幅度下降；另一方面，当年管理费用较上年增加 131.69%，导致公司整体净利率下降 9.69 个百分点。

图 8: 公司销售毛利率及净利率情况

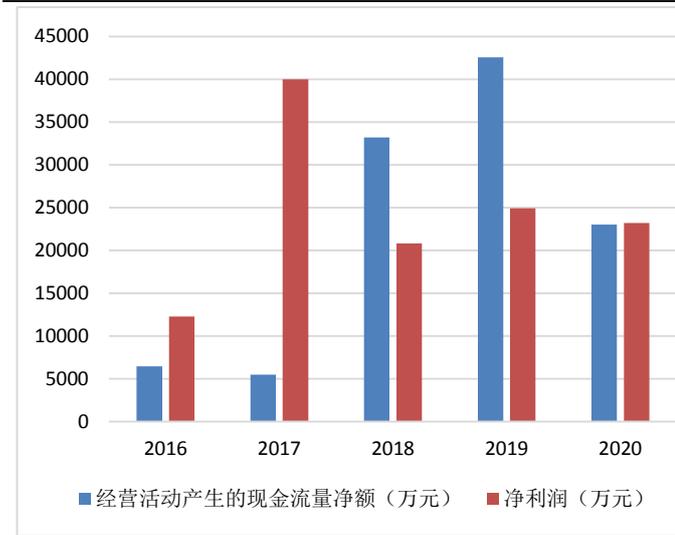


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2018 年以来，公司经营活动净现金流保持在 2 亿元以上，2018 年和 2019 年经营活动净现金流/净利润分别达到 1.60 和 1.71。2020 年公司支付采购材料款增加，应付材料款较期初增长 20.29%，经营活动净现金流同比减少 45.98%，但仍实现 2.30 亿元，基本与净利润持平。公司资产负债率优良，上市之后始终保

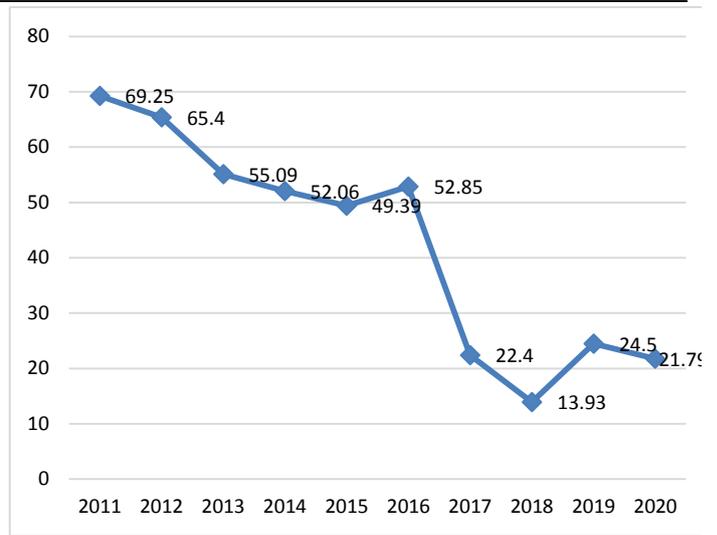
持在 30%以下。良好的现金流及债务状态，使得公司“内循环”动力充足，为保持良性可持续发展提供有力支撑。

图 9：公司经营活动现金流量净额及净利润情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：公司资产负债率情况



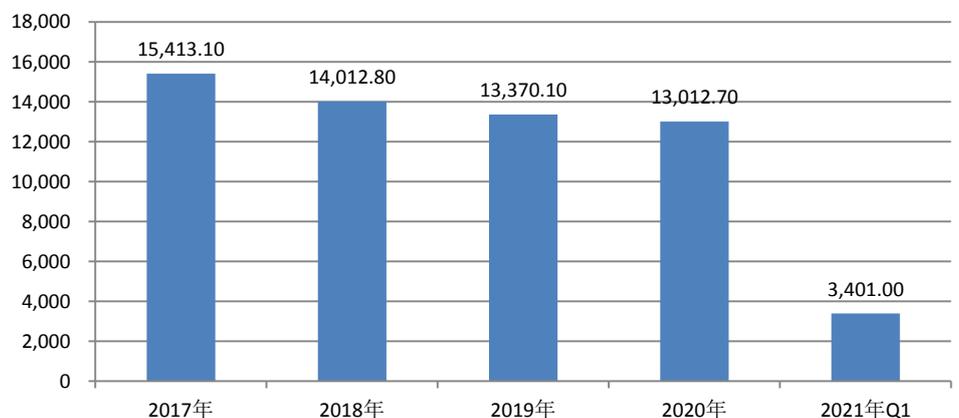
资料来源：wind，国海证券研究所

## 2、具备区位优势，完善产业链布局

### 2.1、利用区位优势提高市场竞争力

我国造纸及纸制品业总产值超过万亿元，2020 年全年行业总产值达到 1.3 万亿元，目前已经形成珠三角、长三角、环渤海湾经济区、中原经济区和长江中游经济带五大纸包装产业区域，五大区域共占据全国纸包装行业 60%以上的市场规模。公司位于上海、杭州、苏州三地地域范围的中心，地处我国最大的也是最具增长潜力的纸及纸板消费市场之一的长三角地区，为公司提供了广阔的产品销售市场和充足的原材料（废纸）的供应市场。2020 中国印刷包装企业 100 强榜单从地区分布来看，长三角地区就有 38 家企业入选。

图 11：我国造纸及纸制品业总产值（单位：亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

公司于2021年2月完成8号机技改项目，总产能已接近60万吨，2019年公司原纸销售量占全国瓦楞原纸消费量的2.12%。近年来公司不断扩大业务规模，持续优化产品结构，同时募投项目年产20万吨再生环保纸及中水回用项目的达产，为公司开辟了新的市场。产品结构的多元化和高档化有利于扩散市场风险，提高公司抗风险能力，同时高档产品价格及毛利率更高，通过不断地改善产品结构，可有效增强公司盈利水平，提升公司综合竞争力。

表3：公司主要产品的价格变动情况

| 类别          | 2018年度   | 2017年度   | 2016年度  |
|-------------|----------|----------|---------|
| 牛皮箱板纸（元/吨）  | 3,850.44 | 3,710.63 | 2441.30 |
| 高强瓦楞原纸（元/吨） | 3,798.43 | 3,469.28 | 2364.34 |
| 高密度纸板（元/吨）  | 3,078.06 | 2,658.55 | 1797.78 |
| 纸板（元/平方米）   | 2.47     | 2.48     | 1.78    |

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

## 2.2、不断技改，应对市场变化

公司为热电联产造纸企业，生产经营的主要原材料是废纸和原煤，2020年内废纸占主营业务成本的比重为73%左右，原煤占比则在9%左右，公司盈利情况受废纸价格波动的影响较大。为应对原料涨价，提升核心产品竞争力，公司不断加大技改投入，实现提质增效。公司新一轮技改项目8号纸机生产线经约3个月技改后，已于2021年2月1日重新投入运行，提升了自动化程度和机械性能，降低能源消耗及污染物排放，节约生化污泥、纸渣无害化处理成本，产品质量得到进一步提升，预计中高端产品和低端产品的价差会进一步拉大，达产后预计新增销售收入1.75亿元，每年可为公司增加利润2300万元。

表4：公司技改历程

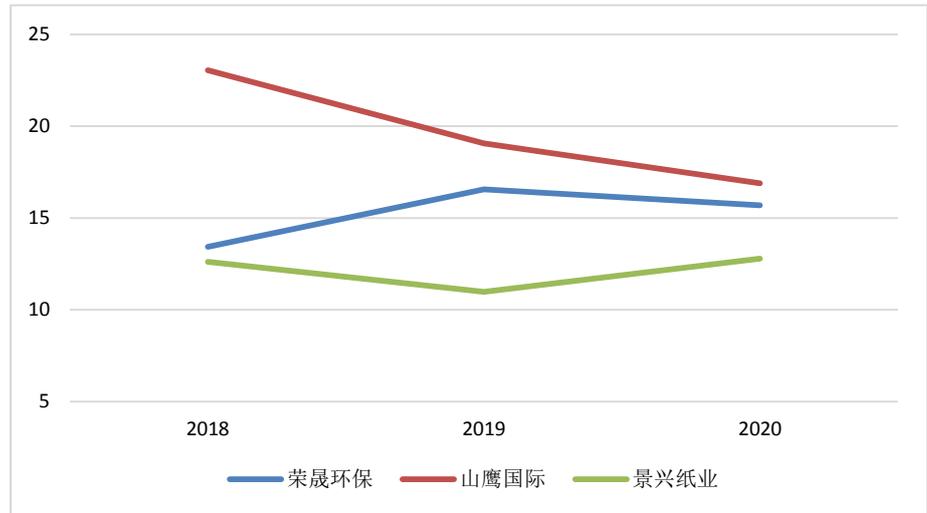
| 时间   | 技术改造建设历程   |
|------|--|
| 1999 | 对原1#机进行技改，扩建1760纸机，生产牛皮箱板纸                                   |
| 2000 | 新建2200造纸流水线  |
| 2001 | 新建2#机2800高强瓦楞纸机，报废原有1092纸机                                   |
| 2002 | 通过设备和技术改造，对3#机进行提速技改   |
| 2003 | 新建6#机4600/400叠网纸机  |
| 2006 | 新建8#机4600/500高强瓦楞纸项目，生产AA级瓦楞原纸                               |
| 2007 | 引进国际最先进的厌氧处理系统   |
| 2007 | 组织筹建热电联产技改项目，采用75吨/时高温高压循环硫化床锅炉，9兆瓦背压式汽轮发电机组，具有极大的经济效益和社会效益。 |
| 2014 | 建设脱硫脱硝项目，投入嘉兴市首套热电减排管理系统。                                    |
| 2015 | 造纸20万吨项目破土动工   |
| 2018 | 开展造纸事业部透平风机改造的处理、1万吨曝气池、厌氧塔的建设、5号机网压部改造以及白水多盘项目的签订等18项技改项目   |
| 2020 | 开展膜转移改造项目、尾浆浓缩多盘项目改造，8号机绿色节能升级改造项目等9个技改项目                    |

资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

## 2.3、完善产业链布局，降低成本

公司主要生产绿色包装再生纸，造纸过程中需要将纸浆烘干。为降低成本，公司通过热电联产方式，利用蒸汽发电后的余热，用于造纸烘干，单位生产成本控制良好，毛利率高于同区域竞争对手景兴纸业。随着下游纸包装的需求不断提升，公司通过荣晟包装进一步延伸公司的产业链，精准把握下游需求，合理制定和调整公司的生产经营计划，有效平抑需求波动。

图 12：荣晟环保、山鹰国际、景兴纸业毛利率情况



资料来源：wind，国海证券研究所

公司于 2019 年募资 3 亿元筹建年产 3 亿平方米智能包装材料改造项目，侧重拓展下游纸包装空间，寻求纵向一体化发展，旨在从单一传统纸板生产升级为集纸箱包装、印刷产品的研发、设计、生产、销售于一体的全产业链布局。目前，该项目主体厂房正在加紧建设，相关附属设施和配套设备订购正在有序推进，计划 2021 年投产，若顺利投产预计可增加年收入 8.49 亿元，占 2020 年全年营业收入的 50.09%。

## 2.4、区域内环保达标优势强，符合产业政策趋势

造纸行业的环保约束不断趋紧，环保优势也成为公司核心竞争力之一。公司坚持“追求绿色效益、履行社会责任”的理念，在多年的生产过程中积累了先进的环保技术以达到对环境保护的目标，凭借生产工艺和污水处理工艺、污水排放管网以及污泥回用技术等优势减少污水排放量、降低 COD 浓度，解决物化污泥的二次环境污染等问题，实现开源节流和绿色环保的目标。

表 5：公司环保优势

| 环保优势          | 优势描述  |
|---------------|---|
| 生产工艺和污水处理工艺优势 | 公司通过设备投资和工艺设计优化，将吨纸污水排放量控制在 6 吨以内，远低于标准，从源头上控制污水的排放量。同时，公司各造纸生产线均配备国内先进的白水回收循环利用系统，纸机工业循环用水率平均可达 95.2% 以上，全厂的水循环利用率达 90% 以上。另外，公司还投资了大量资金用于污水 |

|          |  |
|----------|--|
|          | 处理设施,引进了国际先进的荷兰帕克公司厌氧+好氧设备,使得公司正常情况下排入污水管网的 COD 浓度仅为 200mg/L,远低于嘉兴市地方集中治污入网 COD 排放浓度标准 500mg/L。  |
| 污水排放管网优势 | 公司所在的平湖市已经建立起完善的污水集中处理系统(嘉兴市污水处理系统),本公司现有生产废水经处理后全部进入排污管网系统中,进行集中处理。污水进管网不仅解决了本公司因污水达标排放可能带来的环保隐患,也降低了公司污水达到浙江省排放标准而产生的潜在投资及运行成本。              |
| 污泥回用技术优势 | 造纸废水经过沉淀处理产生的污泥一般采用填埋或焚烧的办法,既增加成本又污染环境,浪费资源。公司经反复研发,成功开发污泥回用技术并完成技术改造,将造纸污泥 100%回用于生产特种高密度纸板,不但解决了污泥的二次环境污染问题,还可年均节约 5,000 余吨废纸当量,为企业创造了一定的效益。 |
| 沼气发电成本优势 | 公司于 2008 年 6 月组织实施浙江省科技厅的重点科技项目——造纸废水厌氧处理资源综合利用项目,对污水厌氧处理过程产生的沼气进行回收发电,沼气年发电量达 300 万度。发电产生的收益基本能抵消污水处理成本,为公司创造了良好的经济效益。                        |

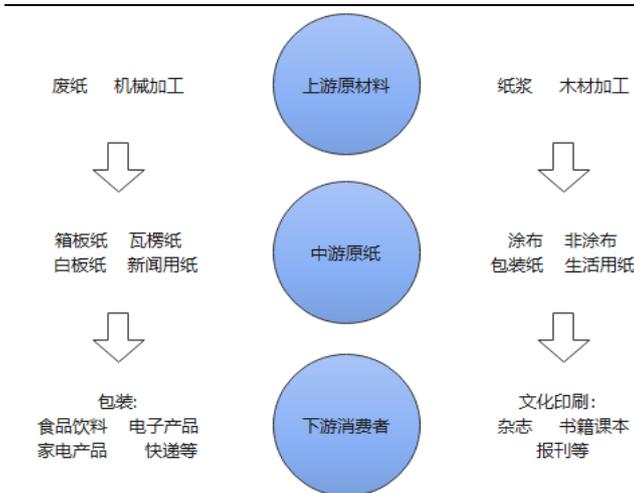
资料来源:招股说明书,国海证券研究所

### 3、造纸集中度不断提升,外废趋紧抬升价格空间

#### 3.1、造纸产能加速出清,规模企业持续受益

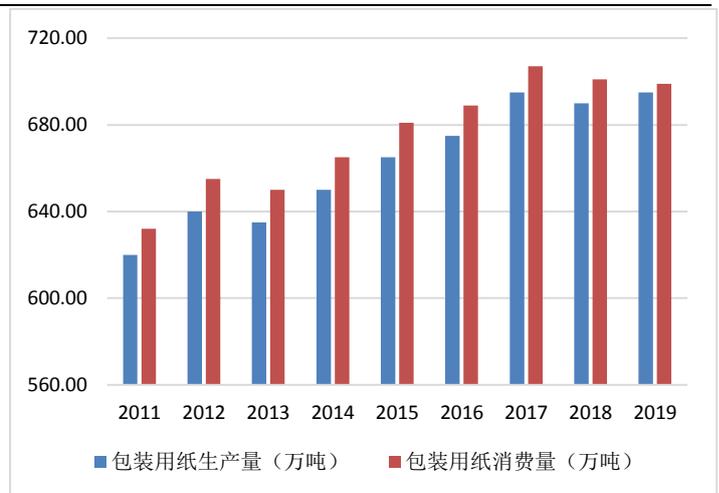
经过多年发展,我国造纸行业下游需求增速总体放缓,基本形成供需平衡格局。2010-2019 年包装用纸的生产量和消费量整体呈上升趋势,2019 年包装用纸的生产量达到 695 万吨,占全国纸及纸板生产量 6.46%,消费量达到 699 万吨,占全国纸及纸板消费量 6.53%。2004 年至 2019 年间,我国纸和纸板年产 100 万吨以上的企业从 3 家增加到 23 家,其中排名第一的玖龙纸业(控股)有限公司的年产量达到了 1502 万吨;产业集中度上,行业前 10 名造纸企业的产量占同期全国产量的比重已从 2004 年的 18.38%增至 2019 年的 45.68%,但大量产能集中在小散乱企业当中,生存门槛不断提升利于公司这种正规企业不断扩大市占率。

图 13: 造纸产业链示意图



资料来源:中商产业研究院,国海证券研究所整理

图 14: 我国包装用纸产销销量



资料来源:中国造纸协会,国海证券研究所

### 3.2、外废政策收紧，推动价格抬升

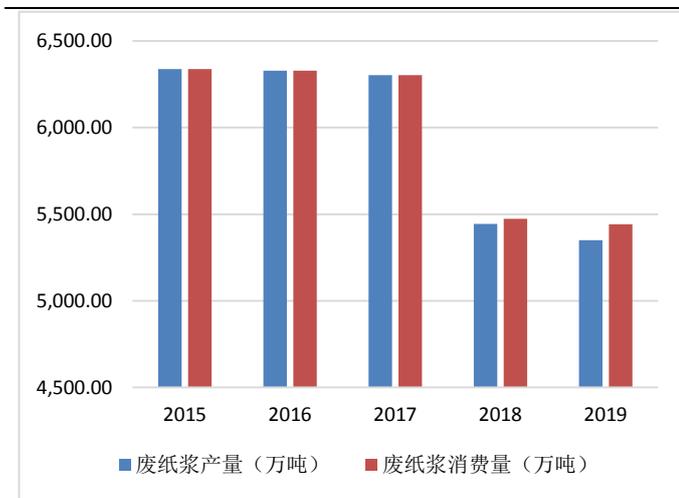
2017年我国外废政策开始收紧,我国国产废纸浆产量和消费量在2018年骤降,同比下降约13%,其中主要是进口废纸制浆大幅下降29.37%。2021年将实现废纸“零进口”,废纸的供应缺口预计达到689万吨(按照2020年进口废纸量计算)。若考虑进口再生纤维浆增量进口仅可弥补约270万吨废纸缺口,废纸供应仍有约419万吨的供应缺口,国废的争夺将成为造纸企业核心竞争力。

表 6: 外废限制进口政策不断升级

| 时间            | 政策                                       | 具体表述  |
|---------------|--|---|
| 2014年         | 《进口废物管理目录》                               | 废纸产品都被纳入限制进口类产品   |
| 2017年7月(国务院)  | 《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》              | 强化对固体废物的进口管理  |
| 2017年12月(环保部) | 《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》 | 对废纸进口进行规范   |
| 2018年6月(国务院)  | 《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》      | 意见提出要“强化固体废物污染防治”。全面禁止洋垃圾入境,严厉打击走私,大幅减少固体废物进口种类和数量,力争2020年年底前基本实现固体废物零进口。 |
| 2020年4月       | 《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》                     | 由中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第十七次会议修订通过,自2020年9月1日起施行。                        |
| 2020年11月      | 《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》                    | 生态环境部、商务部、国家发展和改革委员会、海关总署联合发布指出,禁止以任何方式进口固体废物。《公告》自2021年1月1日起施行。          |

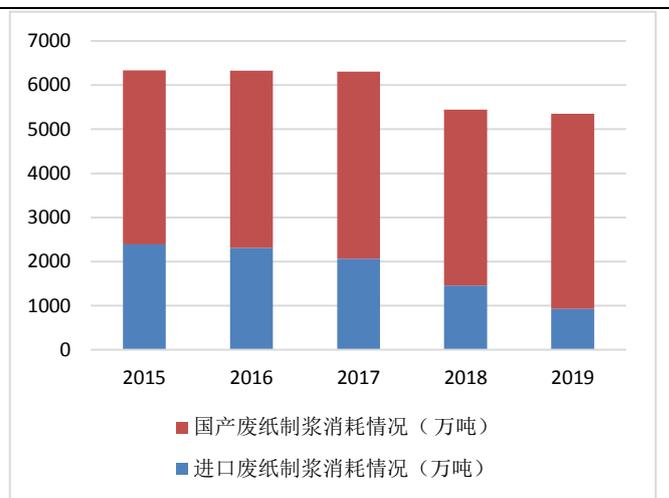
资料来源:政府网站,国海证券研究所整理

图 15: 我国 2015-2019 年国产废纸浆产量和消费量



资料来源:中国造纸协会,国海证券研究所

图 16: 国产及进口废纸消耗情况



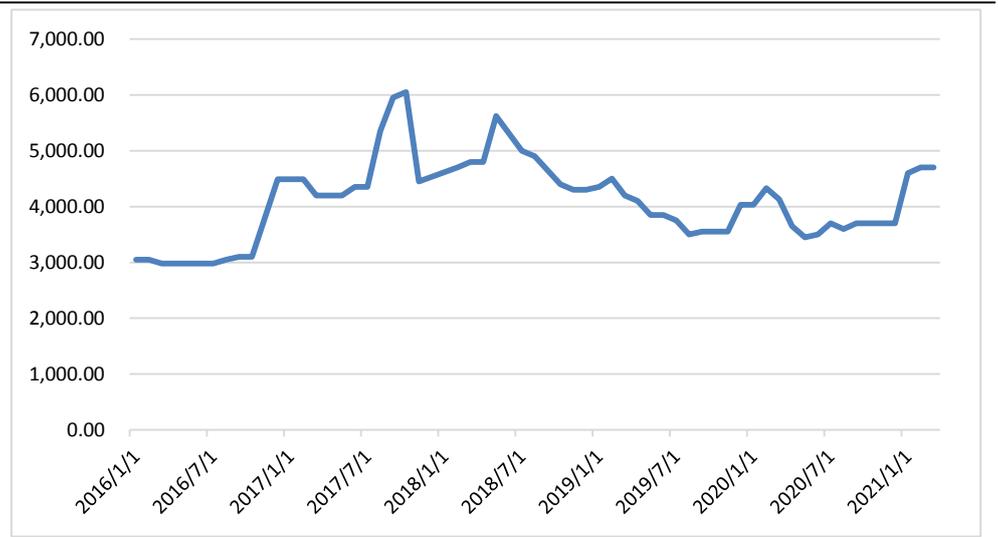
资料来源:中国造纸协会,国海证券研究所

2017年外废进口限制直接导致对国废需求的提升,国废价格因而快速上涨,2019年受下游需求持续低迷影响,价格有所下降,而新一轮涨价从2020年11月启动,整体一路涨到今年3月。受原料库存充足,市场淡季废纸需求欠佳影响,3月份废纸价格大面积下调,而4月份废纸市场略显混乱,价格涨跌互现,一方面由于成品纸需求没有达到预期,废纸价格小幅下调。另一方面高质量废纸需求依旧良好。

今年废纸原材料及其他辅助能源等综合成本压力增大,废纸价格随之上涨。另外在“禁塑令”和“禁废令”的双重政策背景下,国废仍旧需求旺盛且整体短缺,价格也会出现阶段性上涨。虽然目前国废市场价格略显混乱,但长期来看,国废依旧是刚性需求,预计未来价格仍会上涨为主。

原材料废纸的涨价带动了箱板、瓦楞纸的价格上涨,主要集中在2020年11月和2021年1月期间,平均每次上调50-200元/吨,涨价最多的是高强瓦楞纸。从2020年9月到2021年2月,理文纸业累计上调350元/吨,玖龙纸业累计上调250元/吨,山鹰纸业累计上调900元/吨。公司箱板纸出厂价从去年12月到今年3月累计上调1000元/吨,已经达到4700元/吨。

图 17: 荣晟环保箱板纸出厂价(元/吨)



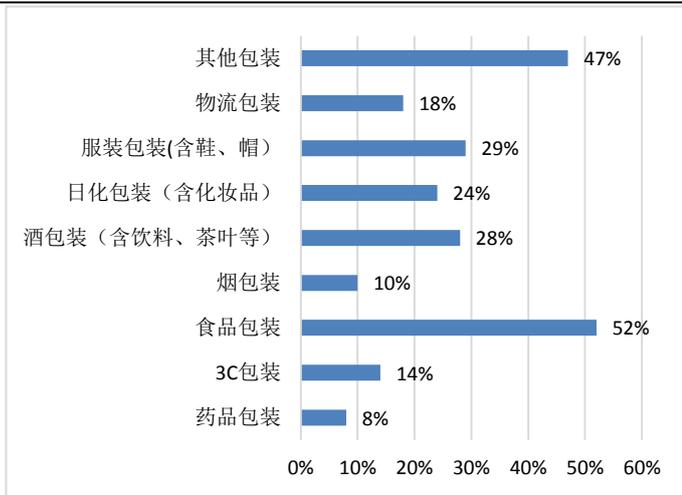
资料来源: wind, 国海证券研究所

### 3.3、纸包装下游市场广阔

纸包装行业具有“上游窄,下游广”的特点,其中造纸行业是最主要的上游行业;下游行业众多,覆盖食品饮料、家用电器、消费电子、电商物流、机械器械、化工、日化、医药保健等行业,下游应用广泛而分散。

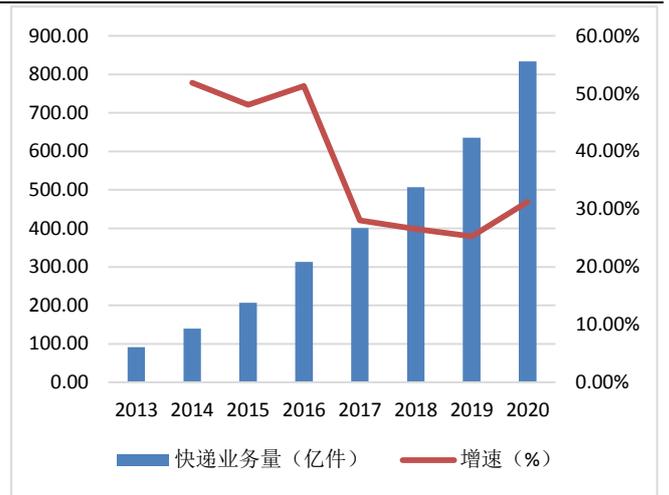
随着电子商务的不断蓬勃发展,尤其是疫情加速线上购物消费习惯的养成,我国邮政快递量大幅增长,进而带来对快递包装的大量需求。我国快递业务量由2013年的91.9亿件增长至2020年的833.60亿件,年复合增长率达到37.03%。受益于消费升级、电子商务以及移动支付的快速发展,预计包装用纸的需求有望持续增长。

图 18: 2018 年中国纸制品包装与印刷行业市场分布



资料来源: 前瞻经济网, 国海证券研究所

图 19: 我国快递业务量及其增速



资料来源: 国家邮政局, 国海证券研究所

## 4、首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们看好固废进口禁令持续带来的进口废纸供应缺口，废纸价格抬升有利于公司包装纸产品的提价，同时公司不断技改和新产能投放，有利于高价格及高毛利产品结构持续优化。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.09、1.19 和 1.27 元/股，对应当前股价 PE 分别为 12.55、11.41 和 10.69 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

| 预测指标        | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元)  | 1695   | 2463   | 2759   | 3035   |
| 增长率 (%)     | 1%     | 45%    | 12%    | 10%    |
| 归母净利润 (百万元) | 232    | 276    | 303    | 324    |
| 增长率 (%)     | -7%    | 19%    | 10%    | 7%     |
| 摊薄每股收益 (元)  | 0.92   | 1.09   | 1.19   | 1.27   |
| ROE (%)     | 13.93% | 14.23% | 13.56% | 12.67% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 5、风险提示

- 1) 原材料价格波动的风险;
- 2) 市场竞争风险;
- 3) 产能过剩与需求放缓的风险;
- 4) 环保政策变动风险。

附表：荣晟环保盈利预测表

| 证券代码:              | 603165.SH   |              |              |              | 股价:                | 13.62        | 投资评级:        | 增持           | 日期:          | 2021-05-07 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| <b>财务指标</b>        | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>每股指标与估值</b>     | <b>2020</b>  | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |            |
| <b>盈利能力</b>        |             |              |              |              | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |            |
| ROE                | 14%         | 14%          | 14%          | 13%          | EPS                | 0.92         | 1.09         | 1.19         | 1.27         |            |
| 毛利率                | 16%         | 16%          | 16%          | 16%          | BVPS               | 6.58         | 7.63         | 8.81         | 10.06        |            |
| 期间费率               | 2%          | 7%           | 7%           | 7%           | <b>估值</b>          |              |              |              |              |            |
| 销售净利率              | 14%         | 11%          | 11%          | 11%          | P/E                | 14.86        | 12.55        | 11.41        | 10.69        |            |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                | 2.07         | 1.79         | 1.55         | 1.35         |            |
| 收入增长率              | 1%          | 45%          | 12%          | 10%          | P/S                | 2.03         | 1.40         | 1.25         | 1.14         |            |
| 利润增长率              | -7%         | 19%          | 10%          | 7%           |                    |              |              |              |              |            |
| <b>营运能力</b>        |             |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2020</b>  | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |            |
| 总资产周转率             | 0.80        | 1.00         | 0.98         | 0.93         | <b>营业收入</b>        | <b>1695</b>  | <b>2463</b>  | <b>2759</b>  | <b>3035</b>  |            |
| 应收账款周转率            | 9.74        | 9.74         | 9.74         | 9.74         | 营业成本               | 1429         | 2080         | 2327         | 2558         |            |
| 存货周转率              | 23.42       | 23.42        | 23.42        | 23.42        | 营业税金及附加            | 12           | 17           | 19           | 21           |            |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 销售费用               | 5            | 7            | 8            | 8            |            |
| 资产负债率              | 22%         | 22%          | 20%          | 21%          | 管理费用               | 24           | 148          | 166          | 183          |            |
| 流动比                | 5.95        | 5.80         | 6.48         | 6.46         | 财务费用               | (8)          | 6            | 4            | 7            |            |
| 速动比                | 5.65        | 5.48         | 6.15         | 6.17         | 其他费用/(-收入)         | 17           | 97           | 97           | 97           |            |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>营业利润</b>        | <b>250</b>   | <b>302</b>   | <b>332</b>   | <b>354</b>   |            |
| 现金及现金等价物           | 583         | 1057         | 1360         | 1781         | 营业外净收支             | 1            | 1            | 1            | 1            |            |
| 应收款项               | 174         | 253          | 283          | 312          | <b>利润总额</b>        | <b>251</b>   | <b>303</b>   | <b>333</b>   | <b>355</b>   |            |
| 存货净额               | 61          | 90           | 100          | 110          | 所得税费用              | 19           | 27           | 30           | 32           |            |
| 其他流动资产             | 407         | 477          | 504          | 529          | <b>净利润</b>         | <b>232</b>   | <b>276</b>   | <b>303</b>   | <b>324</b>   |            |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>1225</b> | <b>1625</b>  | <b>1996</b>  | <b>2481</b>  | 少数股东损益             | 0            | 0            | 0            | 0            |            |
| 固定资产               | 514         | 463          | 417          | 375          | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>232</b>   | <b>276</b>   | <b>303</b>   | <b>324</b>   |            |
| 在建工程               | 151         | 151          | 151          | 151          | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2020</b>  | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |            |
| 无形资产及其他            | 77          | 75           | 77           | 79           | <b>经营活动现金流</b>     | <b>230</b>   | <b>231</b>   | <b>317</b>   | <b>336</b>   |            |
| 长期股权投资             | 90          | 90           | 90           | 90           | 净利润                | 232          | 276          | 303          | 324          |            |
| <b>资产总计</b>        | <b>2129</b> | <b>2475</b>  | <b>2802</b>  | <b>3248</b>  | 少数股东权益             | 0            | 0            | 0            | 0            |            |
| 短期借款               | 0           | 0            | 0            | 50           | 折旧摊销               | 64           | 59           | 54           | 49           |            |
| 应付款项               | 159         | 234          | 262          | 287          | 公允价值变动             | 1            | 0            | 0            | 0            |            |
| 预收帐款               | 0           | 0            | 0            | 0            | 营运资金变动             | (68)         | (252)        | (96)         | (89)         |            |
| 其他流动负债             | 47          | 47           | 47           | 47           | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(281)</b> | <b>51</b>    | <b>46</b>    | <b>42</b>    |            |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>206</b>  | <b>280</b>   | <b>308</b>   | <b>384</b>   | 资本支出               | (166)        | 51           | 46           | 42           |            |
| 长期借款及应付债券          | 229         | 229          | 229          | 279          | 长期投资               | (12)         | 0            | 0            | 0            |            |
| 其他长期负债             | 29          | 29           | 29           | 29           | 其他                 | (103)        | 0            | 0            | 0            |            |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>258</b>  | <b>258</b>   | <b>258</b>   | <b>308</b>   | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>526</b>   | <b>(4)</b>   | <b>(4)</b>   | <b>96</b>    |            |
| <b>负债合计</b>        | <b>464</b>  | <b>538</b>   | <b>566</b>   | <b>692</b>   | 债务融资               | (29)         | 0            | 0            | 100          |            |
| 股本                 | 253         | 254          | 254          | 254          | 权益融资               | 0            | 0            | 0            | 0            |            |
| 股东权益               | 1665        | 1937         | 2236         | 2556         | 其它                 | 554          | (4)          | (4)          | (4)          |            |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>2129</b> | <b>2475</b>  | <b>2802</b>  | <b>3248</b>  | <b>现金净增加额</b>      | <b>474</b>   | <b>279</b>   | <b>359</b>   | <b>473</b>   |            |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【环保组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事计算机与环保行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

赵越，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。