

打造绿色环保造纸新模式， 产能进入成长期

事件

公司发布 2021 年年报：2021 年营收 24.15 亿元（+42.4%），归母净利润 2.84 亿元（+22.6%），扣非归母净利润 2.59 亿元（+19.7%）；经营活动现金流净额 1.02 亿元（-55.9%），EPS（基本）为 1.10 元（+18.28%），ROE（加权）为 16.29%（+1.16pct）。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.5 元（含税）。

简评

荣晟环保成立于 1980 年，公司以环保发展为核心理念，在浙江平湖基地打造绿色环保造纸模式。公司目前形成了生态造纸、环保热电、绿色包装三大板块，主要产品包括牛皮箱板纸、高强瓦楞原纸、瓦楞纸板和蒸汽等。截至 2021 年末，公司已形成原纸产能 60 万吨、纸板产能 1.5 亿平方米，生产基地位于浙江平湖。公司采用“产业链一体化”发展方式和“包装一体化”的服务模式，通过运营成本的精益管理和资金风险的严格管控，公司产能进入稳步增长阶段，盈利水平处于行业内领先地位。

“双十一”提振行业景气度，公司产能释放叠加提效降费，Q4 收入、业绩实现快速增长。公司 2021Q1-Q4 单季收入 4.70、5.84、6.01、7.60 亿元，同比增速为 35.1%、28.8%、35.0%、69.2%，归母净利润为 0.72、0.67、0.40、1.05 亿元，同比增速为 39.1%、7.5%、-30.4%、75.0%。**收入端**，受“双十一”提振包装纸需求、开工率下行等影响，叠加废纸、能源成本提升，根据卓创数据统计，21Q4 箱板纸、瓦楞纸均价为 5280、4350 元/吨，均同比+600 元/吨（同比增速+13%、+16%），环比+200 元/吨（+3%、+4%），公司部分产线技改升级提升效率，21Q4 实现量价提升；**盈利端**，公司单季毛利率为 13.7%（同比+1.9pct，环比+1.6pct），毛利率提升主要受益于公司推动绿色节能升级改造，生产、能源利用效率提升；净利率为 13.9%（同比+0.5pct、环比+7.2pct），环比大幅改善主要由于研发费用率改善（环比-2.9pct）、其他收益提升（环比+1.8pct，主要由于政府补助发放）、所得税减少（由于环保企业的所得税优惠新政，21Q4 确认递延所得税资产、冲减所得税费用，全年所得税为-792 万元）。

通过产线技改增效释放产能，公司实现可再生包装原纸主业的快速增长。2021 年，公司原纸（箱板、瓦楞纸等）实现收入 20.04 亿元（+49.1%），毛利率 13.8%（-0.04pct），全年销量 61.0 万吨（+17.6%），销售增长主要受益于纸机技改后提速增产，平均吨

荣晟环保 (603165)

首次评级

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：BOT812

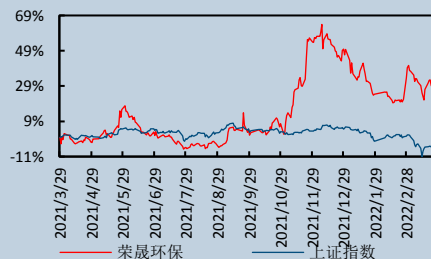
发布日期：2022 年 04 月 05 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
13.18/20.35	-7.91/3.83	40.72/46.99
12 月最高/最低价 (元)		21.54/11.69
总股本 (万股)		26,320.19
流通 A 股 (万股)		26,320.19
总市值 (亿元)		46.56
流通市值 (亿元)		46.56
近 3 月日均成交量 (万股)		288.1
主要股东		
冯荣华		39.68%

股价表现



相关研究报告

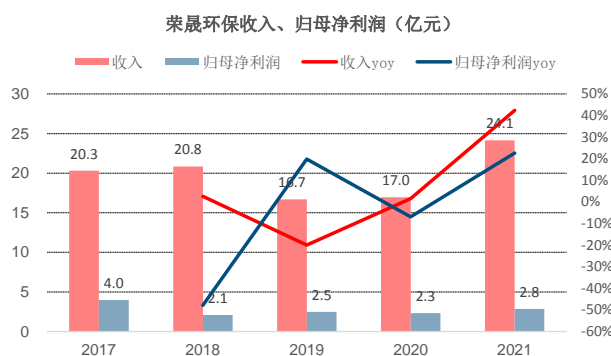
价为 3282 元/吨 (+26.8%)，吨价提升主要由于禁废令、双控等政策下，原材料废纸和能源价格提升显著，纸品价格提升；纸板实现收入 3.01 亿元 (+7.4%)，毛利率 15.5% (-1.6pct)；蒸汽业务实现收入 0.96 亿元 (+54.4%)，毛利率 36.9% (+0.4pct)，收入增长主要由于年内煤炭价格提升推动蒸汽提价，公司通过技术改造提升资源利用率，销量增加。此外，公司 2019 年可转债募投的“年产 3 亿平方新型智能包装建设项目”于 2021 年底投产，释放纸板产能 3 亿平方米，贡献 2022 年产能增长。

公司安徽全椒基地开工建设，2023 年开始释放产能。公司安徽滁州市的全椒新基地已经开工建设，包含“年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目”、“年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用项目”：1)“5 亿平方绿色智能包装项目”分三期建设，一期已于 2022 年 3 月底开工建设，预计 2023 年 9 月投产，在 2024 年 6 月底预计年销售收入 3 亿元；二期预计 2025 年 6 月投产，整体项目于 2027 年 3 月底完工，预计年销售收入超 10 亿元；2)公司于 2022 年 1 月公告拟投资 105 亿元在安徽全椒建设“年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用项目”，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）、光伏产品研发和制造、1GW 分布式光伏电站等运营管理，并配套建设工业固废资源综合利用项目、环保水处理项目，该项目分期建设，预计两年内首期投产。

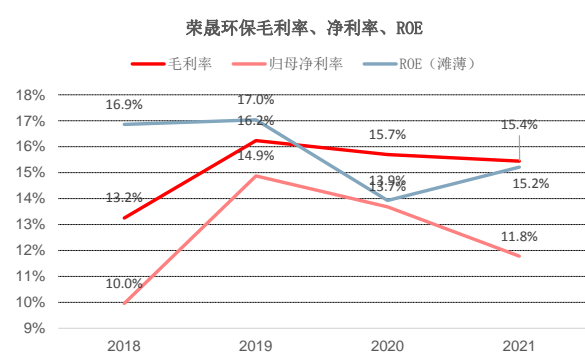
公司打造“三废一新”绿碳造纸新模式，积极响应双碳目标和绿色发展，培养分布式光伏开发第二成长曲线。“三废”指废纸、废渣和城市废水，公司利用废纸生产再生环保纸，利用废渣（废弃秸秆、树枝、纸渣）为热点燃料，利用废水为生产用水，兼顾环保与经济双重效益；“一新”指新能源分布式光伏，公司通过产业投资配套新能源光伏指标，培养第二成长曲线，目前利用全椒整县分布式光伏开发指标为契，与光伏行业专业化企业、龙头企业合作，充分发挥优势，逐步形成符合自身发展定位的分布式光伏开发和运维业务模式，积极打造第二盈利增长点。

盈利预测：预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 32.5、39.3、52.7 亿元，同比增长 34.6%、21.1%、33.9%；归母净利润分别为 3.5、4.2、5.2 亿元，同比增长 22.3%、21.6%、23.9%，对应 PE 为 13.5x、11.1x、9.0x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情影响超出预期、原材料价格波动风险、产能建设不及预期。

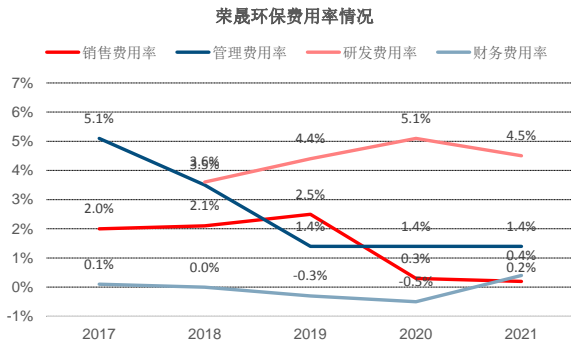
图表1：2021 年收入、归母净利润同比+42.4%、22.6%


资料来源：公司公告、中信建投

图表2：2021 年毛利率、净利率分别为 15.4%、11.8%


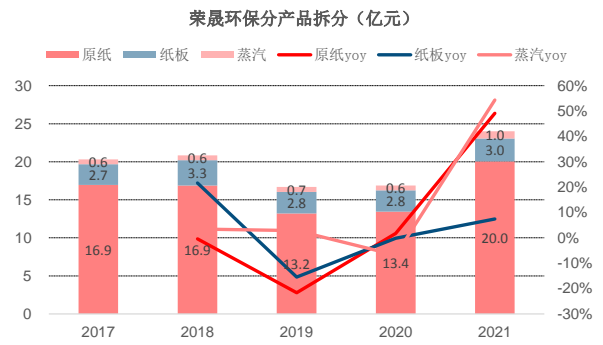
资料来源：公司公告、中信建投

图表3： 2021 年公司整体费用率平稳



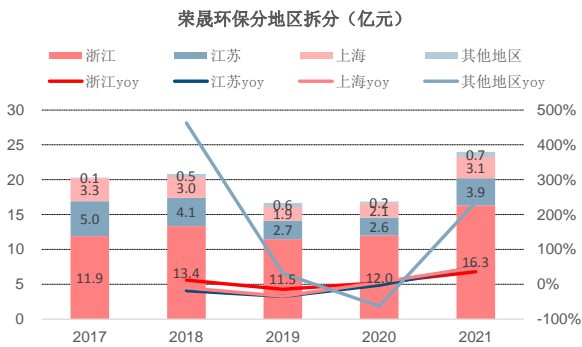
资料来源：公司公告、中信建投

图表4： 2021 年原纸、纸板收入同比+49%、+7%



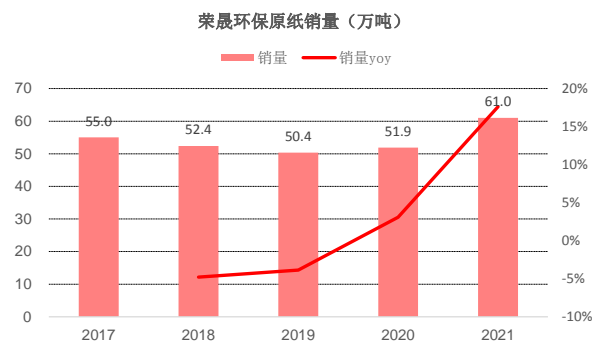
资料来源：公司公告、中信建投

图表5： 2021 年各区域均有增长



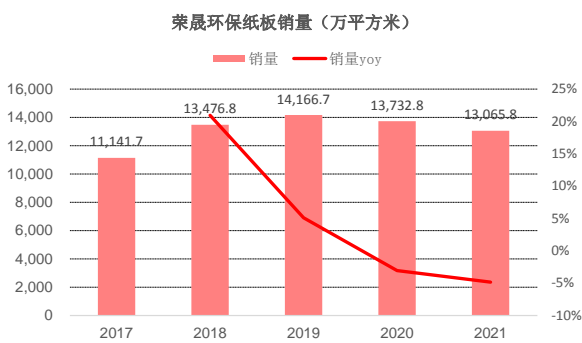
资料来源：公司公告、中信建投

图表6： 2021 年原纸销量增速 17.6%



资料来源：公司公告、中信建投

图表7： 2021 年纸板销量略有下滑



资料来源：公司公告、中信建投

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,225	1,528	1,769	1,978	2,439	营业收入	1,695	2,415	3,249	3,935	5,268
现金	583	295	398	482	553	营业成本	1,429	2,042	2,759	3,323	4,460
应收票据及应收账款合计	172	266	324	390	565	营业税金及附加	12	15	21	25	34
其他应收款	2	1	3	1	4	销售费用	5	5	6	8	10
预付账款	7	14	15	21	27	管理费用	24	33	45	54	73
存货	61	104	119	149	211	研发费用	87	109	130	157	211
其他流动资产	399	848	911	934	1,079	财务费用	-8	9	9	7	7
非流动资产	904	1,054	1,238	1,366	1,687	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	90	108	136	164	192	公允价值变动收益	1	20	15	10	10
固定资产	514	725	868	958	1,211	其他收益	87	41	41	41	41
无形资产	77	75	75	76	78	投资净收益	16	19	14	15	16
其他非流动资产	222	146	159	169	206	营业利润	250	277	347	422	534
资产总计	2,129	2,582	3,007	3,344	4,126	营业外收入	1	0	1	1	1
流动负债	206	539	648	637	847	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	284	284	284	284	利润总额	251	277	348	423	535
应付票据及应付账款合计	159	178	278	271	466	所得税	19	-8	0	0	11
其他流动负债	47	77	86	82	97	净利润	232	284	348	423	524
非流动负债	258	172	128	78	28	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	232	284	348	423	524
其他非流动负债	258	172	128	78	28	EBITDA	305	358	443	538	679
负债合计	464	712	775	715	874	EPS (元)	0.92	1.08	1.32	1.61	1.99
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	253	263	263	263	263	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	293	402	402	402	402	成长能力					
留存收益	1,066	1,171	1,406	1,692	2,047	营业收入(%)	1.2	42.4	34.6	21.1	33.9
归属母公司股东权益	1,665	1,870	2,232	2,629	3,252	营业利润(%)	-7.8	10.6	25.4	21.6	26.5
负债和股东权益	2,129	2,582	3,007	3,344	4,126	归属于母公司净利润(%)	-6.9	22.6	22.3	21.6	23.9
现金流量表						获利能力					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	毛利率(%)	15.7	15.4	15.1	15.6	15.3
经营活动现金流	230	102	446	398	606	净利率(%)	13.7	11.8	10.7	10.7	9.9
净利润	232	284	348	423	524	ROE(%)	13.9	15.2	16.4	17.2	18.1
折旧摊销	64	74	89	111	141	ROIC(%)	30.7	26.6	28.9	29.7	29.7
财务费用	-8	9	9	7	7	偿债能力					
投资损失	-16	-19	-14	-15	-16	资产负债率(%)	21.8	27.6	25.8	21.4	21.2
经营性应收项目的减少	-65	-155	-59	-72	-182	净负债比率(%)	-35.0	-0.5	-5.3	-8.1	-9.3
经营性应付项目的增加	-8	-27	109	-10	209	流动比率	5.9	2.8	2.7	3.1	2.9
其他经营现金流	23	-92	74	-56	132	速动比率	5.6	2.6	2.5	2.9	2.6
投资活动现金流	-281	-486	-242	-213	-436	营运能力					
资本支出	188	94	156	101	292	总资产周转率	0.8	1.0	1.2	1.2	1.4
长期投资	-97	-408	-27	-29	-29	应收账款周转率	11.2	11.0	11.0	11.0	11.0
其他投资现金流	-191	-800	-113	-141	-172	应付账款周转率	9.4	12.1	12.1	12.1	12.1
筹资活动现金流	-77	98	-102	-100	-99	每股指标 (元)					
短期借款	0	284	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.9	1.1	1.3	1.6	2.0
长期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	0.3	1.7	1.5	2.3
普通股增加	76	10	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.6	7.1	8.1	9.3	11.0
资本公积增加	-18	109	0	0	0	估值比率					
其他筹资现金流	-135	-306	-102	-100	-99	P/E	19.5	16.5	13.5	11.1	9.0
现金净增加额	-128	-287	102	85	71	P/B	2.7	2.5	2.2	1.9	1.6
						EV/EBITDA	12.7	11.3	8.9	7.2	5.6

资料来源: 公司公告, 中信建投预测

分析师介绍

叶乐: 中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师, 毕业于复旦大学金融硕士专业, 2016年加入中信建投证券研究发展部, 2019年“水晶球”中小市值入围, 2020年“新财富”海外最佳分析师第5名。目前专注于家居、造纸包装、纺织服装、美护、教育、新型烟草等消费服务产业研究。联系方式: 18521081258, yele@csc.com.cn

研究助理

秦臻 17801049361 qinzhen@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk