

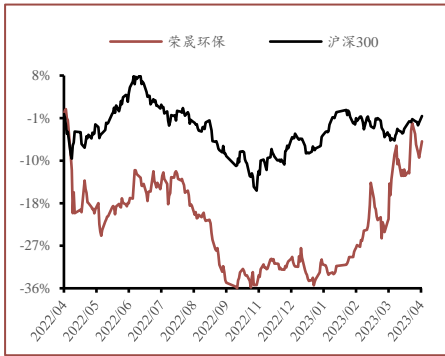
可转债募资芳纶材料，国产替代打造全新增长点

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-04-17
收盘价(元)	15.59
流通股本(亿股)	2.78
每股净资产(元)	7.03
总股本(亿股)	2.78

最近12月市场表现



分析师 张一弛
SAC证书编号: S0160522110002
zhangyc02@ctsec.com

分析师 张磊
SAC证书编号: S0160522120001
zhanglei02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **可转债募投芳纶材料，国产替代空间广阔：**2021年我国芳纶纸消费量为4279吨，目前我国芳纶纸需求约60%依赖进口，国产替代空间广阔。荣晟环保投资2.5亿元建设年产2000吨芳纶新材料项目，2023年底第一条产线投产，2024年年底建成年产2000吨芳纶复合材料。我们预计2023-2024年公司芳纶纸产能达到1000、2000吨，净利润0.16、0.31亿元，毛利率40%。
- ❖ **芳纶下游新能源领域需求旺盛：**芳纶纸作为典型的高科技纤维新材料，具有阻燃、绝缘、高强度、抗腐蚀、耐辐射等诸多特性，属于重要的战略储备物资和产业基础材料，我国芳纶纸91%用于电气绝缘领域，如新能源汽车电机绝缘，更高端的芳纶还可用于高铁、飞机的轻量化、锂电隔膜涂覆材料，以及防弹材料等。根据QYResearch预测，未来我国芳纶纸消费量将以约16%的年复合增速增长，到2028年有望达到约1.3万吨。
- ❖ **纸制品业务增长稳定，电商快速发展激励包装纸回收需求：**纸制品是公司的绝对核心业务，主要产品包括牛皮箱板纸、瓦楞纸板等包装纸板，广泛应用于电子、食品、家电、快递等众多行业，2021年营收占比为96%，自2016年上市以来保持13.7%的年复合增长率。随着线上购物消费习惯的养成，我国快递业务量从2015年的206亿件增长到2022年的1105亿件，年复合增长率达到27%，废纸环保回收及绿色再生产业务市场广阔。
- ❖ **投资建议：**造纸业务盈利稳定，可转债募投芳纶项目打开未来成长空间。我们预计公司2022-2024年实现营业收入28.81/36.77/45.89亿元，归母净利润3.41/5.82/6.79亿元。对应PE分别为12.29/7.19/6.17倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**主要原材料价格大幅波动；税收优惠政策变动影响盈利水平；募投芳纶新材料项目的不确定性；宏观经济波动风险

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1695	2415	2881	3677	4589
收入增长率(%)	1.19	42.42	19.32	27.63	24.80
归母净利润(百万元)	232	284	341	582	679
净利润增长率(%)	-6.92	22.64	19.75	70.99	16.53
EPS(元/股)	0.93	1.10	1.22	2.09	2.44
PE	13.08	17.52	12.29	7.19	6.17
ROE(%)	13.93	15.21	16.92	22.44	20.73
PB	1.85	2.71	2.08	1.61	1.28

数据来源：wind数据，财通证券研究所

内容目录

1	公司简介：深耕包装原纸领域 40 余载.....	4
1.1	造纸业务稳健，产能充足.....	4
1.2	冯荣华家族持股超 50%，股权结构集中.....	4
1.3	纸制品为绝对核心，业务结构稳定.....	5
2	可转债募资拓展新业务.....	6
2.1	募资总额 7.6 亿元，可转债期限六年.....	6
2.2	芳纶新材料项目募投 2 亿元.....	7
3	把握芳纶材料发展机遇，抢占高端市场先发优势.....	7
3.1	芳纶需求持续增长.....	7
3.2	芳纶纸国内需求加速增长，国产替代迫在眉睫.....	8
3.3	提升国产芳纶市场竞争力，打造公司全新增长点.....	11
4	盈利预测与投资评级.....	13
4.1	盈利预测.....	13
4.2	投资评级.....	14
5	风险提示.....	14

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司股权穿透图（截至 2022 三季报）.....	5
图 3.	2017-2021 公司主营业务收入（亿元）.....	5
图 4.	2017-2021 公司盈利能力.....	5
图 5.	全球芳纶产量变化情况（单位：万吨）.....	8
图 6.	芳纶纸应用领域.....	9
图 7.	中国芳纶纸消费量及消费预测（单位：万吨）.....	10
图 8.	我国芳纶纸应用领域.....	10
图 9.	2020 年全球芳纶纸产能结构.....	11
图 10.	2020 年我国芳纶纸需求结构.....	11
图 11.	芳纶新材料项目收益测算（单位：亿元）.....	12
图 12.	对位芳纶纸生产流程图.....	13

图 13. 公司高密度纸板生产流程图.....	13
表 1. 公司主营业务产品.....	4
表 2. 募集资金投向（万元）	7
表 3. 芳纶与其他工业丝性能对比.....	7
表 4. 间位芳纶和对位芳纶工艺、性能以及结构式.....	8
表 5. 芳纶新材料项目投资情况（单位：亿元）	11
表 6. 公司分业务收入及毛利率.....	13
表 7. 可比公司估值（截至 2023.04.17）	14

1 公司简介：深耕包装原纸领域 40 余载

1.1 造纸业务稳健，产能充足

浙江荣晟环保纸业股份有限公司位于国家级平湖经济技术开发区，公司前身为平湖造纸厂，创建于 1980 年，2004 年完成股份制改革，2017 年 1 月 17 日成功登上上交所主板。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网，财通证券研究所

经过多年快速发展，公司主业已形成生态造纸、环保热电、绿色包装三足鼎立之态势。主要产品包装原纸年生产能力达 60 万吨；瓦楞纸板年生产能力 2.4 亿平方米。公司凭借产业链优势、产品结构优势、精细化管理优势、成本优势、市场优势和服务优势，在国内包装市场处于领先地位。

表1.公司主营业务产品

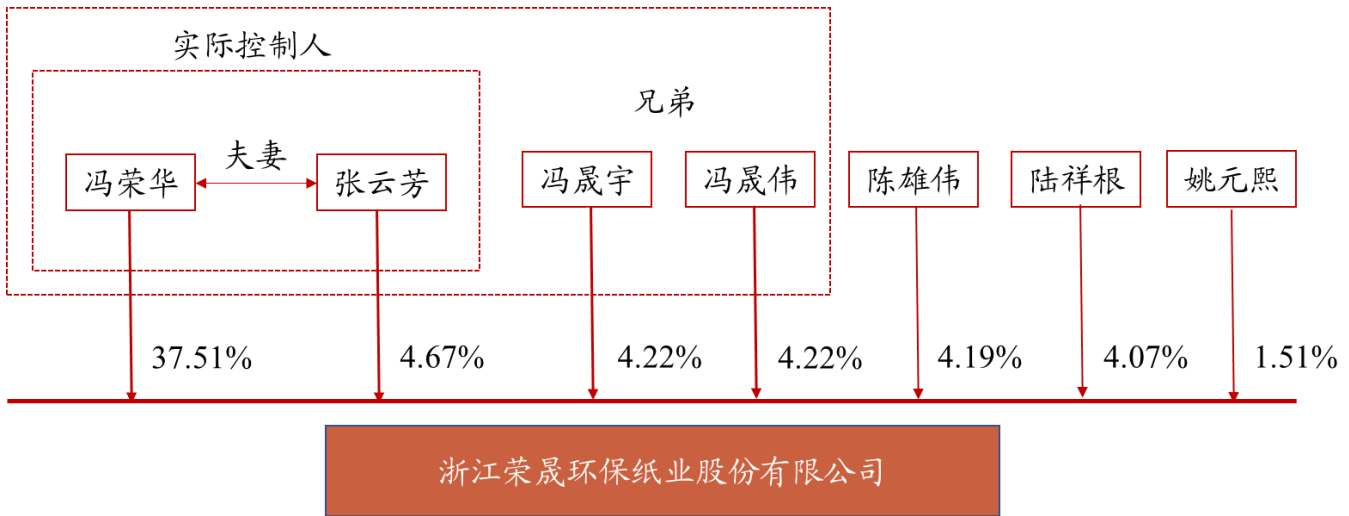
业务类型	产品	产品说明
原纸	瓦楞原纸	瓦楞原纸是生产瓦楞纸板及纸箱的重要组成材料之一。瓦楞原纸要求纤维结合强度好，纸面平整，有较好的环压强度，有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力。
	牛皮箱板纸	主要以废纸原料制成，比一般箱板纸更为坚韧、挺实，有极高的抗压强度、耐破度和耐折度，用于包装纸箱外层，主要是用于轻工、食品、家电等产品运输包装，尤其是外贸包装及国内高档商品包装。
	高密度纸板	一种薄型钢纸，采用污泥回用技术将造纸污泥改性改良全部回用生产而来，纸质坚韧耐磨、层间接合强度高、纸面平滑均整具有良好的耐水性，主要用于工业纸管、纺织纸管、花炮纸管等内核和管道的制作。
纸制品	瓦楞纸板	由牛皮箱板纸和瓦楞原纸制作而成，牛皮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。
热电联产	蒸汽	用于造纸、食品加工等生产过程中的加热和烘干。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 冯荣华家族持股超 50%，股权结构集中

截至 2022 年 9 月 30 日，公司董事长兼总经理冯荣华先生持有公司 37.51% 股份，系公司控股股东。冯荣华、张云芳夫妇合计持有公司 42.18% 的股份，系公司实际控制人。

图2.公司股权穿透图（截至 2022 三季报）



数据来源：公司公告，财通证券研究所整理

1.3 纸制品为绝对核心，业务结构稳定

公司业绩表现总体较为稳健，2020-2021 年公司营收由 16.95 亿元增长到 24.15 亿元，同比增长 42.47%；归母净利润由 2.32 亿元增长到 2.84 亿元，同比增长 22.41%。受造纸行业特点影响，公司整体毛利率与原材料价格密切相关，近年毛利率均保持 10% 以上。

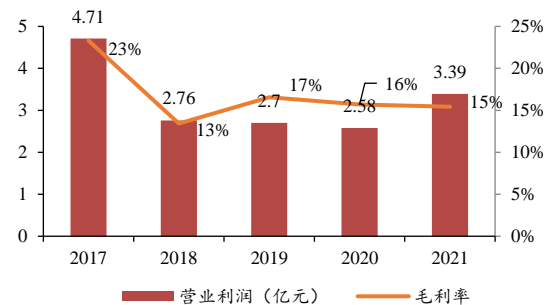
主营业务中，纸制品为核心业绩来源，2021 年收入占比达到 96%，收入规模同比增长 41.8%，业务结构总体保持稳定。

图3.2017-2021 公司主营业务收入（亿元）



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图4.2017-2021 公司盈利能力



数据来源：公司年报，财通证券研究所

2 可转债募资拓展新业务

2.1 募资总额 7.6 亿元，可转债期限六年

发行时间：2023 年 3 月 3 日，荣晟环保发布浙江荣晟环保纸业股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书。本次发行经公司分别于 2022 年 8 月 26 日、2022 年 12 月 15 日、2023 年 2 月 24 日召开的第七届董事会第十五次会议、第七届董事会第十八次会议、第七届董事会第十九次会议审议通过，并经公司 2022 年 10 月 25 日召开的 2022 年第二次临时股东大会审议通过。

发行证券种类：本次发行证券的种类为可转换为公司股票的可转债，该可转债及未来转换的股票将在上交所上市。

发行规模：在考虑扣除本次发行董事会决议日（2022 年 8 月 26 日）前六个月至今公司新投入和拟投入的财务性投资 650.00 万元的因素后，本次发行可转债的募集资金总额为不超过人民币 77,600.00 万元（含本数）。

债券期限：本次可转债的期限为自发行之日起六年。

票面金额和发行价格：本次可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。

债券利率：本次可转债的票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

还本付息的期限和方式：本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金并支付最后一年利息。本次可转债期满后五个工作日内办理完毕偿还债券余额本息的事项。

转股期限：本次可转债的转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。债券持有人对转股或者不转股有选择权，并于转股的次日成为上市公司股东。

转股价格的确定依据：本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士在本次发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

2.2 芳纶新材料项目募投 2 亿元

在考虑扣除本次发行董事会决议日（2022 年 8 月 26 日）前六个月至今公司新投入和拟投入的财务性投资 650.00 万元的 因素后，本次发行可转债拟募集资金总额为不超过人民币 7.76 亿元，其中 2 亿元用于年产 2000 吨芳纶新材料项目。

表2.募集资金投向（万元）

序号	项目名称	计划投资总额	拟使用募集资金金额
1	年产 2,000 吨芳纶新材料项目	25,000.00	20,000.00
2	年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）	27,894.00	16,300.00
3	绿色智能化零土地技改项目	16,850.00	15,000.00
4	生物质锅炉项目	15,000.00	10,000.00
5	补充流动资金	16,300.00	16,300.00
	合计	101,044.00	77,600.00

数据来源：公司可转债募集说明书，财通证券研究所

3 把握芳纶材料发展机遇，抢占高端市场先发优势

3.1 芳纶需求持续增长

芳纶纸基复合材料（又称“芳纶纸”）作为典型的高科技纤维新材料，具有阻燃、绝缘、高强度、抗腐蚀、耐辐射等诸多特性，属于重要的战略储备物资和产业基础材料。我国将芳纶、碳纤维和超高分子量聚乙烯并称为三大高性能纤维，其中芳纶是产量最大、应用最广的一种，在国防、航空航天、汽车减重减排节能、新能源开发等多个领域具有广泛应用。根据原料纤维的不同，芳纶纸可分为间位芳纶纸和对位芳纶纸。间位芳纶纸具有高强度、低变形、耐高温、耐化学腐蚀、阻燃和优良的电绝缘性能，被广泛应用于国防、航空航天、高速列车、电工绝缘等领域，是一种关系国家安全的高科技新材料；对位芳纶纸在强度、模量、耐湿热、抗撕裂等方面强度更高，主要应用于光缆防护、汽车等领域。

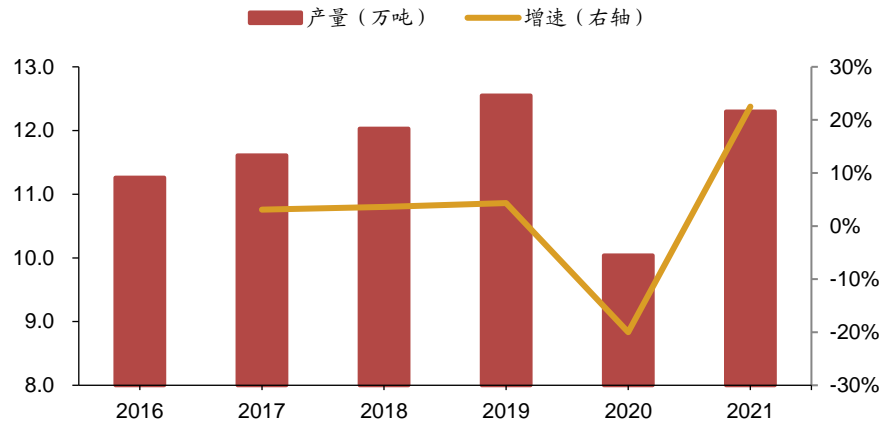
表3.芳纶与其他工业丝性能对比

	芳纶	绵纶	涤纶	钢丝
断裂强度/cN·dtex ⁻¹	19	8.6	8.2	3.0~3.5
断裂伸长率/%	4	17	14.5	2
弹性模量/cN·dtex ⁻¹	440	46	97	180~250
密度/g·cm ⁻³	1.44	1.14	1.38	7.85
断裂应力/Gpa	2.76	1	1.15	2.8

数据来源：孙晓婷《芳纶纤维的应用与研究现状》，财通证券研究所

芳纶行业供需整体向好。全球范围内，芳纶整体产量不高，自 2017 年起芳纶供应偏紧、需求增长，芳纶供需两旺形势比较明显，在 2016-2019 年间产量保持增长。2020 年由于受到疫情冲击，产量下滑明显，但行业整体发展趋势仍然保持向上增长，2021 年产量回升至 12.30 万吨。

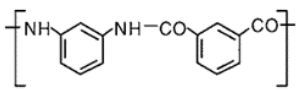
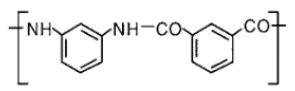
图5.全球芳纶产量变化情况（单位：万吨）



数据来源：中研网，财通证券研究所

间位芳纶和对位芳纶结构不同导致性能有所区别。芳纶纤维包括全芳香族聚酰胺纤维和杂环芳香族聚酰胺纤维两大类，全芳香族聚酰胺纤维又分为邻位芳纶、对位芳纶（简称 PPTA）和间位芳纶（简称 PMTA）三类，其中对位芳纶和间位芳纶已实现工业化应用，两者的主要区别在于酰胺键与苯环上的碳原子相连接的位置不同，分别为对位和间位，产品结构的不同使得其各自具有不同的生产工艺、不同的性能。

表4.间位芳纶和对位芳纶工艺、性能以及结构式

	间位芳纶	对位芳纶
工艺	一步法工艺，即低温溶液间歇聚合，原液经过过滤后直接进行湿法纺丝，水洗后干燥，切断后打包	两步法工艺，即低温溶液连续聚合，聚合物分离后洗涤干燥后用浓硫酸重新溶解，干喷湿法纺丝，纤维经过水洗后干燥，卷绕成形
性能	耐高温	分解温度 371°C
	阻燃性	极限氧指数 29
	断裂强度	4-5g/d
	初始模量	60-120g/d
	密度	1.38 g/cm ³
结构式		

数据来源：firetc，财通证券研究所

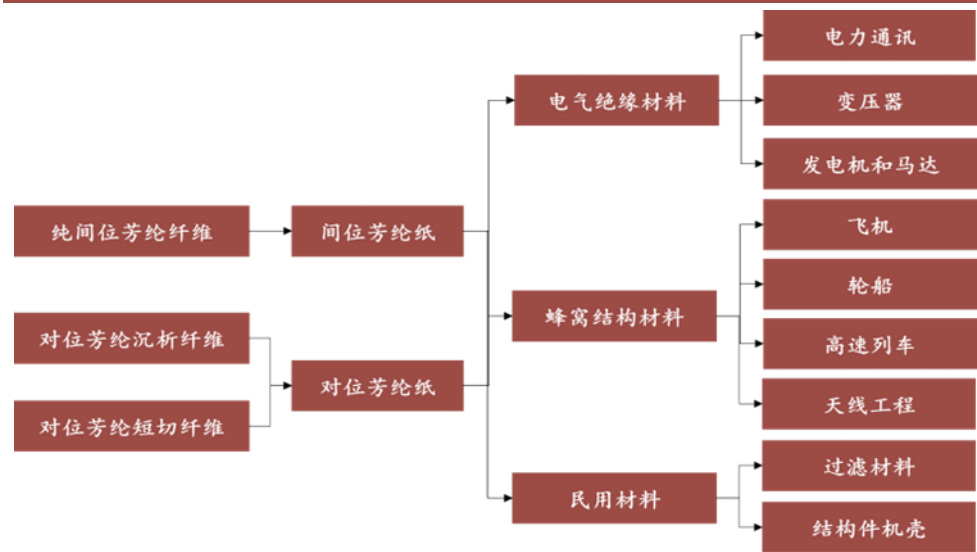
3.2 芳纶纸国内需求加速增长，国产替代迫在眉睫

芳纶纤维按照造纸技术制成的纸，再经热压成型制的产品简称为芳纶纸。芳纶纸根据形态纤维不同，可分别为短切纤维及沉析纤维，经湿法抄纸工艺成纸，再经热压成型工艺后制成的材料。根据基材的不同，芳纶纸可分为间位芳纶纸和对位

芳纶纸。另外，芳纶纸还可以与不同材料结合生产出性能更优的复合材料，如利用 PPS、聚酯纤维等材料替代芳纶浆粕与芳纶纤维制成复合纸；或者进行表面改性提高自身性能，如等离子体改性、表面化学沉积改性等。

芳纶纸具有广泛的应用领域。间位芳纶纸是由高强度间位芳纶短切纤维制成的，具有良好的力学性能、热稳定性、阻燃性、电绝缘性以及化学稳定性等，被广泛应用于电机、变压器以及电子柔性材料等领域。**对位芳纶纸**是由对位芳纶浆粕纤维和短切纤维作原料生产，主要有三方面应用。一是利用优秀的介电性能和高温稳定性，将其作为绝缘材料应用在变压器、发电机和马达中，提高电机电器产品承受高温和超负荷的能力；二是利用其优异的力学性能和轻量化特点，应用于飞机、轮船、高速列车等的次受力结构部件或其他要求高性能的衬板、地板、隔墙等高档装饰材料；三是利用其理想的透波性能和电磁波透过后畸变小等特点，应用于天线工程中的雷达天线罩、频率择反射器。

图6.芳纶纸应用领域

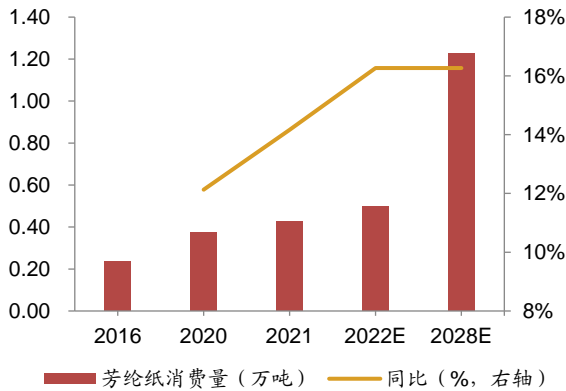


数据来源：顾思琦《高击穿强度涂层间位芳纶纸的制备及性能研究》，王茹楠《热压改善对位芳纶纸结构和性能的机理研究》，财通证券研究所

芳纶纸需求端：我国芳纶纸消费量稳步增长，电气绝缘领域是最大的应用。根据 QYResearch 统计数据，2016、2021 年我国芳纶纸消费量分别为 2371、4279 吨，同比增速逐年上涨，并且预计未来我国芳纶纸消费量将以约 16% 的年复合增速增长，到 2028 年有望达到约 1.3 万吨。我国芳纶纸主要有两个应用领域：电气绝缘和蜂窝结构材料。**电气绝缘：**我国该领域对芳纶纸的需求最旺盛，占比超 90%，其中变压器是使用芳纶绝缘纸最多的领域。另外我国的铁路电气化以及地铁、轻轨的建设加速，包括大功率牵引变压器在内的高速列车的相关设备、采用芳纶纸

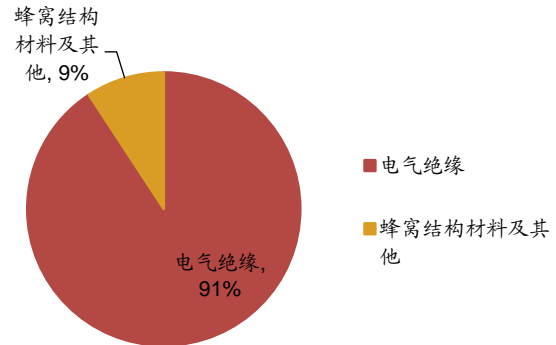
绝缘系统的机载变压器对芳纶纸提出更高的要求，加速芳纶纸需求增长。**蜂窝结构材料**：已作为高性能轻质航空材料在国外飞机中得到成熟运用，而我国该领域消费量仅百余吨，仍有很大上涨空间，预计未来在国产大飞机和高速列车制造中的应用将持续增加，成为我国芳纶纸市场重要的增量贡献领域之一。

图7.中国芳纶纸消费量及消费预测（单位：万吨）



数据来源：QYResearch，财通证券研究所

图8.我国芳纶纸应用领域



数据来源：QYResearch，财通证券研究所

芳纶纸供给端：进口依赖度较高，多家国内企业先后投产。芳纶纸最早由杜邦实现产业化，长期垄断该产品供应，现有全球芳纶纸最大产能 1.2 万吨/年，因此国内需求几乎全部需要进口满足。直到 2007 年泰和新材和超美斯两家国内企业先后批量生产芳纶纸，我国实现了该领域零的突破，并逐步改进技术提高产能；2019-2020 年间，包括时代新材、聚芳新材料、赣州龙邦等企业也实现了产业化，国内自给能力明显增强。但当前我国芳纶纸需求仍有约 60% 依赖进口，以进口杜邦产品为主。

国内芳纶纸发展仍不充分，主要因受纤维原料、研制方法、关键技术等因素的制约。
纤维原料：原料稳定供给是生产芳纶纸的基础条件，而随着传统领域的进一步增长，产业防护服、隔膜涂覆等新兴领域的导入，国内企业产能不足，仍需进一步扩建。当前国内仅有泰和新材、中化国际、超美斯等少数几家企业能稳定生产芳纶，产品品质与杜邦等国外龙头接近。
关键技术：芳纶纸的直接原料主要是短切纤维和浆粕纤维（沉析纤维），其中短切纤维是液晶纺丝后制取的长丝直接机械切割至所需长度制得；浆粕纤维是短切纤维的差异化产品，是通过将长丝切至一定长度后机械叩解，芳纶纤维被纵向劈裂制得，该工艺国内仅公司、超美斯等少数企业掌握。

图9.2020 年全球芳纶纸产能结构

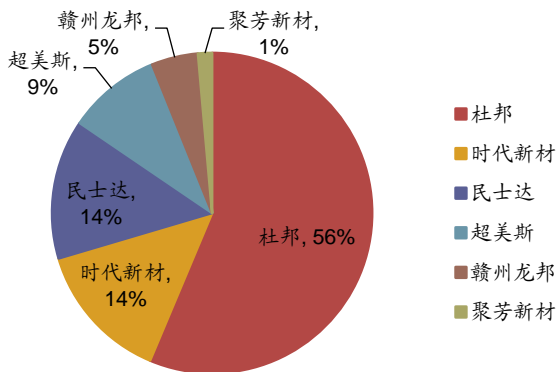
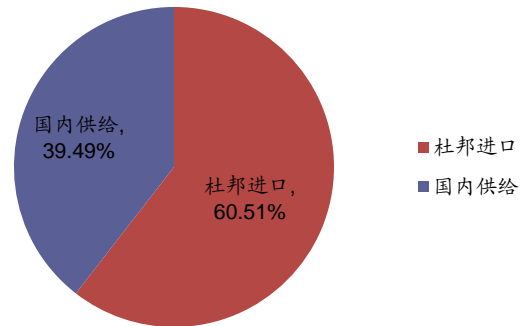


图10.2020 年我国芳纶纸需求结构



数据来源：公司公告，公司官网，华经研究院，财通证券研究所

数据来源：QYResearch，财通证券研究所

3.3 提升国产芳纶市场竞争力，打造公司全新增长点

目前，全球芳纶纸的产能及市场份额主要集中于美国杜邦公司、日本帝人公司等海外企业，由于技术上的障碍，国内仅有少数几家公司实现了芳纶纸的量产。过去很长一段时间内，西方国家一直将芳纶纸作为战略物资进行管制，对我国实行禁运。芳纶纸基复合材料属于国家重点扶持和发展的战略性新兴产业，在国家经济中占据重要位置。近年来，国家相关部门出台了一系列政策以鼓励和支持芳纶新材料等相关新材料制造业，利好我国突破国外的技术封锁，推动国产芳纶纸产业发展。

投资 2.5 亿元建设年产 2000 吨芳纶新材料项目。公司通过与陕西科技大学高性能纤维和纸基功能材料创新团队合作，致力研发高性能芳纶纸基复合材料并实现量产，计划以年产 2,000 吨芳纶新材料项目为切入点，加大高新材料的研发投入，打造国内领先的芳纶纸基复合材料生产基地。

表5.芳纶新材料项目投资情况（单位：亿元）

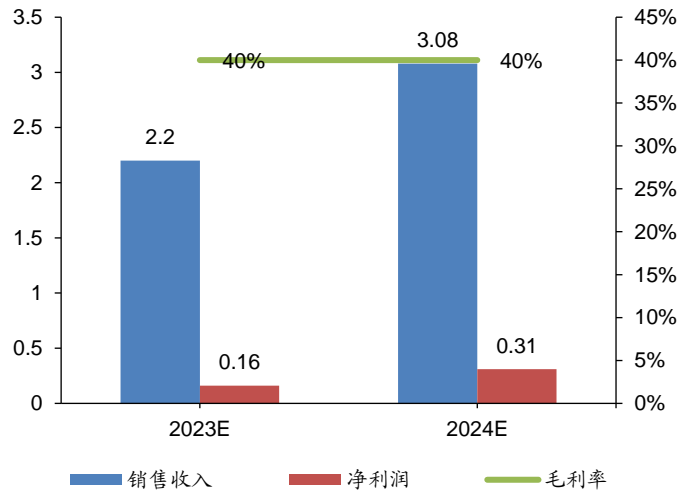
项目	拟投资总额	拟使用募集资金投资额	是否属于资本化支出
土建投资	0.8	0.8	是
设备购置费用	1.1	1.1	是
设备安装费用	0.1	0.1	是
铺底流动资金	0.5	-	否
合计	2.5	2.0	-

数据来源：公司可转债募集说明书，财通证券研究所

芳纶纸 2023 年底产能释放，2024 年名义产能 2000 吨。目前公司芳纶新材料项目已完成可行性分析论证，即将开始建设，预计 2023 年底第一条产线投产，年产 1000 吨芳纶纸，2024 年三季度投产第二条 1000 吨生产线，2024 年年底建成年产 2000 吨芳纶复合材料的生产车间及供电、排水、环保等配套基础设施。

需求端：电动汽车电机绝缘材料需求旺盛，芳纶涂覆项目研发进展迅速。近年来，新能源汽车以及风力发电等新兴领域发展迅速，对芳纶纸的需求量进一步增大。公司生产芳纶纸主要应用于电动汽车电机绝缘材料和锂电隔膜的芳纶涂覆领域。公司预计 2023-2024 年芳纶纸产能达到 1000、2000 吨，我们预计公司该项业务净利润 0.16、0.31 亿元，毛利率 40%。

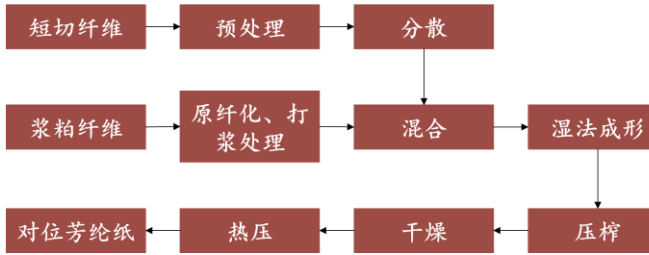
图11.芳纶新材料项目收益测算（单位：亿元）



数据来源：公司可转债募集说明书，财通证券研究所

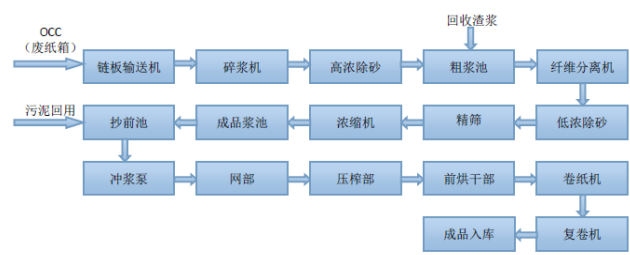
技术储备、量产经验丰富，生产成本优势显著。芳纶纸是由芳纶纤维深加工而成的特种纸，以芳纶短纤维及芳纶浆粕为造纸原料，斜网抄造湿法成型，再经热压成形制得。虽然芳纶纸的物理和化学特性与传统纸存在一定区别，但根据其生产工艺可知，**芳纶纸是芳纶纤维原料按造纸技术抄造而成。**公司自成立以来一直立足于造纸行业，投入大量资金及人力开展造纸技术的研发并形成多项核心技术，其造纸技术储备和量产经验，以及公司配备的专业生产和研发团队，可以为项目的成功落地和降本增效提供有力保障。此外，公司与陕西科技大学高性能纤维和纸基功能材料创新团队合作，依托陕西科技大学陕西省造纸技术及特种纸品开发重点实验室等平台优势，建立“研学立”合作模式，加速芳纶纸行业国产化替代。

图12.对位芳纶纸生产流程图



数据来源：王茹楠《热压改善对位芳纶纸结构和性能的机理研究》，财通证券研究所

图13.公司高密度纸板生产流程图



数据来源：荣晟环保招股说明书，财通证券研究所

4 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

(1) 纸制品：荣晟环保成立 40 年来始终专注于包装原纸的生产，制造，掌握围绕再生纸生产制造的核心技术，产品广泛应用于通讯、电子、食品、家电、快递等众多行业，盈利能力稳定。我们预计公司该项业务 2022-2024 年的营业收入分别为 27.66、33.19、39.83 亿元，毛利率分别为 14%、14%、14%。

(2) 芳纶纸：公司生产芳纶纸主要应用于电动汽车电机绝缘材料和锂电隔膜的芳纶涂覆领域，年产 2000 吨芳纶新材料项目 2023 年建成投产，我们预计公司该项业务 2023-2024 年的营业收入分别为 2.2、3.08 亿元，毛利率分别为 40%、40%。

我们预计公司 2022-24 年收入为 28.81、36.77、45.89 亿元，同比增速分别为 19%、28%、25%。

表6.公司分业务收入及毛利率

	2021	2022E	2023E	2024E
纸制品				
收入 (亿元)	23.05	27.66	33.19	39.83
YoY	42%	20%	20%	20%
毛利率	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
蒸汽				
收入 (亿元)	0.96	1.15	1.38	1.66
YoY	55%	20%	20.0%	20%
毛利率	36%	36%	36%	36%
芳纶纸				
收入 (亿元)	-	-	2.2	3.08
YoY	-	-	-	100%
毛利率	-	-	40%	40%
合计				
收入 (亿元)	24.15	28.81	36.77	45.89
YoY	42%	19%	28%	25%
毛利率	11%	15%	17%	18%

数据来源：wind、财通证券研究所

4.2 投资评级

芳纶新材料作为公司近期主要开展的新业务，泰和新材，同益中，凯盛新材均为芳纶业务的龙头企业，选取三者作为可比公司。我们预计荣晟环保 22-24 年实现营业收入 28.81/36.77/45.89 亿元，归母净利润 3.41/5.82/6.79 亿元，对应 EPS 分别为 1.22/2.09/2.44 元/股，对应 2023 年 4 月 17 日收盘价 PE 分别为 12.29/7.19/6.17 倍，给予“增持”评级。

表7.可比公司估值（截至 2023.04.17）

可比公司	股票代码	当日股价 2023/4/17	净利润 (百万元)			EPS			PE		
			2021	2022E	2023E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
泰和新材	002254.SZ	22.12	1126	0.61	0.92	1.32	34.22	23.88	16.64		
同益中	688722.SH	18.48	53	0.76	1.04	1.40	23.68	18.88	14.06		
凯盛新材	301069.SZ	26.90	193	0.68	0.99	1.42	40.35	27.83	19.44		
平均							32.35	23.53	16.71		

数据来源：wind 一致预期、财通证券研究所

5 风险提示

原材料价格波动的风险：在公司产品的生产成本中，主要原材料废纸、原煤等采购成本占总成本的比重在 74%左右，废纸价格的波动对公司盈利能力的持续性和稳定性产生一定的影响，且公司的芳纶以间/对苯二甲酰氯、间/对苯二胺为主要原料，如果原料成本上涨会对公司盈利能力产生不利影响。

造纸行业的周期性风险：造纸行业作为基础原材料工业，近年来增长速度高于国民经济的平均增长速度。但是造纸行业的盈利能力与经济周期的相关性比较明显，造纸行业随国家宏观经济波动而呈现出一定的波动性和周期性，进而影响公司的盈利能力。

环保政策变动风险：随着社会对环境保护意识的不断增强以及政府对环保要求的日益趋严，造纸行业环保政策频出且日趋严厉，多管齐下进行产业调整，大力推进节能减排，淘汰落后产能，造纸行业进入重要转型发展期，排放标准的提高势必加大发行人环保成本，准入标准的提高将导致企业规模扩张趋缓。

新业务芳纶材料收益不及预期风险：本次募投项目“年产 2,000 吨芳纶新材料项目”系公司向特种纸领域的延伸发展，涉及新产品的研发生产。虽然公司已与具备开发和工程化制备芳纶纸成功经验的陕西科技大学高性能纤维和纸基功能材料团队形成稳定合作关系，联合实施运营本项目，但实施量产的不确定性可能会造成产品不能及时满足客户需求、丧失技术领先优势的风险，同时若产品市场需求未及预期，公司可能面临市场开拓不力等风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1695.45	2414.60	2881.00	3677.00	4589.00	成长性					
减:营业成本	1429.40	2041.67	2452.00	2973.00	3757.00	营业收入增长率	1.2%	42.4%	19.3%	27.6%	24.8%
营业税费	11.70	15.50	20.87	25.41	31.85	营业利润增长率	-7.8%	10.6%	26.4%	69.3%	16.0%
销售费用	4.66	4.72	17.58	15.30	20.38	净利润增长率	-6.9%	22.6%	19.8%	71.0%	16.5%
管理费用	23.64	33.23	39.92	50.89	63.48	EBITDA 增长率	-6.7%	11.8%	15.2%	68.6%	16.2%
研发费用	86.86	108.82	135.05	172.82	214.02	EBIT 增长率	-10.6%	10.8%	31.2%	72.5%	15.7%
财务费用	-8.39	8.92	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-9.1%	23.1%	24.2%	74.3%	16.2%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	10.1%	21.4%	12.4%	28.9%	25.7%
加:公允价值变动收益	1.27	19.99	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	13.8%	12.3%	7.7%	28.9%	26.1%
投资和汇兑收益	15.81	18.93	23.25	30.16	37.17	利润率					
营业利润	250.05	276.65	349.56	591.72	686.67	毛利率	15.7%	15.4%	14.9%	19.1%	18.1%
加:营业外净收支	0.64	-0.15	0.00	0.00	0.00	营业利润率	14.7%	11.5%	12.1%	16.1%	15.0%
利润总额	250.69	276.50	349.56	591.72	686.67	净利润率	13.7%	11.8%	11.8%	15.8%	14.8%
减:所得税	18.77	-7.91	8.96	9.32	8.00	EBITDA/营业收入	17.0%	13.4%	12.9%	17.1%	15.9%
净利润	231.92	284.42	340.60	582.40	678.67	EBIT/营业收入	13.2%	10.3%	11.3%	15.3%	14.2%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	583.21	295.17	449.23	970.24	1654.66	固定资产周转天数	111	110	106	96	86
交易性金融资产	251.27	647.42	647.42	647.42	647.42	流动营业资本周转天数	94	148	126	111	95
应收账款	172.24	265.52	261.40	406.85	428.58	流动资产周转天数	264	231	229	245	271
应收票据	0.00	0.00	79.48	-28.76	102.61	应收帐款周转天数	32	33	33	33	33
预付帐款	7.40	14.47	13.78	17.95	22.82	存货周转天数	16	15	15	15	15
存货	61.04	103.73	105.62	145.69	170.56	总资产周转天数	432	351	347	328	333
其他流动资产	17.11	28.40	28.40	28.40	28.40	投资资本周转天数	408	348	328	331	333
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.9%	15.2%	16.9%	22.4%	20.7%
长期股权投资	90.36	108.16	122.59	137.70	153.02	ROA	10.9%	11.0%	11.5%	15.6%	14.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.9%	11.1%	12.3%	16.6%	15.3%
固定资产	514.29	725.45	839.39	963.32	1079.37	费用率					
在建工程	151.34	48.33	29.50	-4.78	-45.37	销售费用率	0.3%	0.2%	0.6%	0.4%	0.4%
无形资产	77.36	74.98	76.87	76.58	76.68	管理费用率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	16.46	5.88	5.88	5.88	5.88	财务费用率	-0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	2128.67	2581.99	2973.11	3734.14	4763.22	三费/营业收入	1.2%	1.9%	2.0%	1.8%	1.8%
短期债务	0.00	284.15	426.22	591.97	769.57	偿债能力					
应付帐款	159.31	178.15	277.27	267.52	412.80	资产负债率	21.8%	27.6%	32.3%	30.5%	31.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	27.9%	38.0%	47.7%	43.8%	45.5%
其他流动负债	0.70	0.69	0.69	0.69	0.69	流动比率	5.95	2.83	2.29	2.55	2.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	5.53	2.56	2.11	2.35	2.42
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	11.55	13.10	—	—	—
负债总额	463.75	711.65	959.64	1138.28	1488.69	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.70	0.35	0.00	0.00	0.00
股本	253.10	263.20	255.49	255.49	255.49	分红比率					
留存收益	1066.13	1171.21	1419.25	2001.64	2680.31	股息收益率	5.8%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1664.91	1870.34	2013.47	2595.86	3274.53	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.93	1.10	1.22	2.09	2.44
净利润	231.92	284.42	340.60	582.40	678.67	BVPS(元)	6.58	7.11	7.23	9.32	11.76
加:折旧和摊销	64.47	74.41	46.07	65.05	78.57	PE(X)	13.1	17.5	12.3	7.2	6.2
资产减值准备	1.95	2.90	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.8	2.7	2.1	1.6	1.3
公允价值变动损失	-1.27	-19.99	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	18.64	18.05	0.00	0.00	0.00	P/S	1.8	2.1	1.3	1.0	0.8
投资收益	-15.81	-18.93	-23.25	-30.16	-37.17	EV/EBITDA	9.4	16.1	11.6	6.3	4.7
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-66.81	-224.88	-19.43	-122.33	-80.59	PEG	—	0.8	0.6	0.1	0.4
经营活动产生现金流量	230.02	101.52	343.43	495.32	639.95	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-281.41	-486.21	-133.97	-140.06	-133.12	REP					
融资活动产生现金流量	-77.10	97.69	-55.40	165.75	177.59						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。