

证券研究报告—动态报告

公用事业

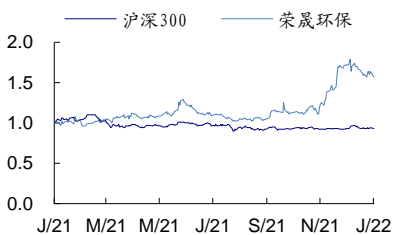
环保 II

荣晟环保(603165)
买入

公司快评

(维持评级)

2022年01月09日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	263/263
总市值/流通(百万元)	4,866/4,866
上证综指/深圳成指	3,632/14,791
12个月最高/最低(元)	21.54/11.51

相关研究报告:

《荣晟环保-603165-2021年三季报点评:生态造纸顺应环保趋势,产能扩张迎来增长》——2021-11-22

证券分析师: 黄秀杰

电话: 021-61761029

E-MAIL: huangxiujie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060002

联系人: 陈卓鸣

电话: 010-88005230

E-MAIL: chenzhuoming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

造纸主业跨越式投资发展, 顺应“双碳”积极布局光伏业务

● 深度合作, 大力围绕再生纸主业开展绿色低碳综合投资

2022年1月4日晚,公司公告与安徽省全椒县人民政府签订《战略合作框架协议》,计划投资105亿元,建设年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目,综合项目包括生物质热电联产(年处理50万吨秸秆)、光伏产品研发和制造、以及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。

● 加大投资规模, 造纸产能有望跨越式扩张

截止2021年一季度末,公司瓦楞原纸、牛皮箱板纸、高密度纸板等原纸合计54.5万吨,收入约14亿元,纸制品1.8亿平方米,收入约3亿元。本次投资年产130万吨再生环保纸,有望在2025年之后实现公司产能数倍增长,预计将增加30亿元以上收入。此外公司在建3亿平方米的新型智能包装材料生产线,预计明年下半年可建成投产,2023年可显著提升公司业绩,同时计划投资建设年产5亿平方绿色智能包装产业园项目,预计2024年陆续投产,未来几年造纸主业持续发力可动公司持续高速增长。

● 积极响应“双碳”, 布局光伏业务

在“双碳”推动以及能耗控制的背景下,公司此次进一步增加预计1GW分布式光伏电站投资及运营,以及光伏产品研发制造。根据公司规划建设周期,预计2022年3月完成项目立项、新能源项目环评、能评、安评等审批,2022年5月完成土地招拍挂,未来逐步形成多业务驱动。

● 风险提示: 产品价格风险, 产能建设不及预期, 纸制品政策风险。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

本次投资预计对2021-23年业绩影响较小,但公司投资推进有望实现产能倍增,并开拓光伏业务,从而将提升公司估值预期。我们维持2021-23年收入22.1、28.9、37.3亿元,同比增速30.2%、30.8%、29.1%;归母净利润2.86、4.28、6.02亿元,同比增速23.3%、50.0%、40.4%;EPS为1.09、1.63、2.29元,当前股价对应PE为17.0、11.3、8.1x,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,676	1,695	2,208	2,887	3,726
(+/-%)	-19.8%	1.2%	30.2%	30.8%	29.1%
净利润(百万元)	249	232	285.91	428.87	602.26
(+/-%)	19.8%	-6.9%	23.3%	50.0%	40.4%
摊薄每股收益(元)	1.40	0.92	1.09	1.63	2.29
EBIT Margin	14.9%	13.3%	13.2%	13.4%	15.4%
净资产收益率(ROE)	17.0%	13.9%	16.3%	22.6%	27.4%
市盈率(PE)	11.8	18.1	15.3	10.2	7.2
EV/EBITDA	11.1	16.0	16.0	13.5	10.3
市净率(PB)	2.01	2.52	2.49	2.30	1.98

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司稳扎稳打，与安徽全椒县深度合作，围绕再生造纸打造产业园

2022年1月4日晚，公司公告与安徽省全椒县人民政府签订《战略合作框架协议》，投资105亿元，建设年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目，包括生物质热电联产（年处理50万吨秸秆）、光伏产品研发和制造、以及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。

牢牢把握地方资源，深度合作。乙方投资项目位于安徽省滁州市全椒大墅镇工业园区及全椒经济开发区，位于荣晟智能包装产业园地块内。本次投资合作是公司继2021年10月与安徽全椒经济开发区管理委员会签订总投资约为人民币8亿元，年产5亿平方绿色智能包装产业园项目，之后进一步深入合作。

图1：公司项目签约



资料来源：公司公众号、国信证券经济研究所整理

投资进度方面，预计将一次投资规划，分期建设，预计2025年带来显著业绩提升。节点和建设计划如下：

- 1) 预计2022年3月完成项目立项，造纸、热电、新能源项目环评、能评、安评、水资源等相关审批。
- 2) 预计2022年5月底完成土地招拍挂工作。
- 3) 正式动工之日起预计两年内完成首期工程主厂房及配套设施建设，并安装调试设备。首期投产后，根据生物质收集、水资源情况进行后期项目规划建设。

签约仪式中，滁州政府方面表示希望按照时间节点，加快建设进度，市县两级将做好全方位“保姆式”服务，全力以赴推动项目早开工、早竣工、早投产、早达产，共同把项目打造成滁州新能源产业的旗帜性项目。

本次投资将以“三废”为资源创造绿色价值

根据公司投资规划，将响应“3060”双碳目标，通过产业升级助力碳中和。以“三废”为资源创造绿色价值，一是以废弃秸秆为原材料带动热电联产，二是以国产废纸为原材料生产再生环保纸，三是以城市废水为水资源。同时结合滁州光伏产业链优势，开展光伏产品研发和制造、分布式光伏电站运营管理等。

加大投资规模，造纸产能有望跨越式扩张

截止 2021 年一季度末，公司瓦楞原纸、牛皮箱板纸、高密度纸板等原纸合计 54.5 万吨，收入约 14 亿元，纸制品 1.8 亿平方米，收入约 3 亿元。本次投资年产 130 万吨再生环保纸，有望在 2025 年之后实现公司产能数倍增长，以当前项目产出测算，预计增加 30 亿元以上收入。此外公司在建 3 亿平方米的新型智能包装材料生产线预计明年下半年可建成投产，2023 年可显著提升公司业绩，同时计划投资建设年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目，预计 2024 年陆续投产，未来几年可带动公司持续高速增长。

表 1：主要产品产能及利用情况

产品	项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1 产能季度平均	2022E	2025E
瓦楞原纸	产能 (万吨)	15	30	30	30	35.5	9		
	产量 (万吨)	20.97	37.55	36.31	34.72	37.96	10.07		
	产能利用率	139.80%	125.17%	121.03%	115.74%	106.94%	111.91%		
牛皮箱板纸	产能 (万吨)	15	15	15	15	15	3.75		
	产量 (万吨)	14.17	13.77	12.46	12.8	10.13	1.8		
	产能利用率	94.47%	91.8%	83.07%	85.3%	67.53%	48.03%		
高密度纸板	产能 (万吨)	3	3	3	3	4	1		
	产量 (万吨)	3.41	3.52	3.2	2.75	3.99	0.97		
	产能利用率	113.67%	117.33%	106.67%	91.59%	99.64%	97.16%		
原纸合计	产能 (万吨)	33	48	48	48	54.5	13.75	65	105
	产量 (万吨)	38.54	54.83	51.97	50.27	52.08	12.84	72	105
	产能利用率	116.79%	114.23%	108.27%	104.72%	95.56%	93.41%	110%	100%
纸制品 (瓦楞纸板)	产能 (万平方米)	11600	13200	18000	18000	18000	4500	33000	78000
	产量 (元/平方米)	10426.69	11119.98	13506.94	14174.48	13728.59	2951.81	31000	78000
	产能利用率	89.89%	84.24%	75.04%	78.75%	76.27%	65.60%	95%	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

积极响应“双碳”，布局光伏业务

在“双碳”推动以及能耗控制的背景下，公司积极开拓光伏业务，目前已有少量分布式光伏投资运营，主要为自发自用。本次投资进一步增加预计 1GW 分布式光伏电站投资及运营管理，以及光伏产品研发和制造。根据公司规划投资建设周期预计 2025 年前后可实现光伏电站运营初具规模，逐步形成多业务驱动，增加 2 亿元以上净利润。光伏业务的逐步投资及业务规模提升，有助于公司未来长期可持续发展，并进一步提升估值水平。

盈利预测及投资建议：

假设前提：（1）2021-2023 年原纸（含瓦楞原纸、牛皮箱板纸、高密度纸板）收入 17.80、20.92、25.16 亿元，毛利率 13.9%、15.6%、17.2%；（2）2021-2023 年纸制品（瓦楞纸板）收入 3.54、7.20、11.35 亿元，毛利率 17.9%、21.8%、24.1%；（3）2021-2023 年蒸汽业务收入 0.64、0.66、0.66 亿元，毛利率 39%、41%、41%。

基于上述假设，我们预计 2021-2023 年收入 22.1、28.9、37.3 亿元，同比增速 30.2%、30.8%、29.1%；归母净利润 2.86、4.28、6.02 亿元，同比增速 23.3%、50.0%、40.4%。

表 2: 未来三年盈利预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1695	2208	2887	3726
营业成本 (百万元)	1429	1863	2368	2984
销售费用 (百万元)	5	6	8	10
管理费用 (百万元)	26	33	32	40
财务费用 (百万元)	(8)	(1)	15	34
营业利润 (百万元)	250	308	463	650
利润总额 (百万元)	251	309	464	651
归属于母公司净利润 (百万元)	232	286	429	602
EPS (元)	0.92	1.09	1.63	2.29
ROE	14%	16%	23%	27%

投资建议: 本次投资预计对 2021-23 年业绩影响较小, 但公司投资推进有望加速实现产能倍增、并开拓光伏业务, 从而将提升公司估值预期。我们维持 2021-23 年收入 22.1、28.9、37.3 亿元, 同比增速 30.2%、30.8%、29.1%; 归母净利润 2.86、4.28、6.02 亿元, 同比增速 23.3%、50.0%、40.4%; EPS 为 1.09、1.63、2.29 元, 当前股价对应 PE 为 17.0、11.3、8.1x, 维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
603165	荣晟环保	18.31	48	0.92	1.09	1.63	2.29	19.98	16.85	11.24	8.00	14%	0.54	买入
002067	景兴纸业	4.15	50	0.28	0.88	1.21	1.35	14.82	4.70	3.43	3.07	7%	-	无
600567	山鹰国际	3.36	155	0.30	0.88	1.21	1.35	11.20	3.80	2.78	2.49	9%	0.28	无
002228	合兴包装	3.72	46	0.24	0.23	0.30	0.37	15.50	16.44	12.57	-	9%	1.33	无
600966	博汇纸业	10.61	142	0.62	1.92	2.00	17.01	17.01	5.53	5.32	0.62	15%	0.08	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 除荣晟环保外均为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	583	560	560	568	营业收入	1695	2208	2887	3726
应收款项	174	348	534	791	营业成本	1429	1863	2368	2984
存货净额	61	82	104	131	营业税金及附加	12	15	20	26
其他流动资产	155	202	264	341	销售费用	5	6	8	10
流动资产合计	1225	1593	2105	2860	管理费用	26	33	32	40
固定资产	666	809	971	1141	财务费用	(8)	(1)	15	34
无形资产及其他	77	84	90	97	投资收益	16	16	16	16
投资性房地产	70	70	70	70	资产减值及公允价值变动	1	2	2	2
长期股权投资	90	100	110	121	其他收入	1	1	1	0
资产总计	2129	2657	3347	4289	营业利润	250	308	463	650
短期借款及交易性金融负债	1	288	658	1091	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	159	213	271	342	利润总额	251	309	464	651
其他流动负债	46	61	78	98	所得税费用	19	23	35	49
流动负债合计	206	563	1007	1530	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	229	310	406	521	归属于母公司净利润	232	286	429	602
其他长期负债	29	33	33	36					
长期负债合计	258	343	440	556	现金流量表 (百万元)				
负债合计	464	906	1447	2087	净利润	232	286	429	602
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	(0)	(0)	(0)
股东权益	1665	1751	1901	2202	折旧摊销	64	36	44	51
负债和股东权益总计	2129	2657	3347	4289	公允价值变动损失	(1)	(0)	(0)	(0)
					财务费用	(8)	(1)	15	34
					营运资本变动	(11)	(172)	(196)	(270)
					其它	(53)	(16)	(1)	18
					经营活动现金流	230	133	275	401
					资本开支	(188)	(186)	(212)	(227)
					其它投资现金流	(72)	(151)	(241)	(386)
					投资活动现金流	(281)	(346)	(464)	(624)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	81	97	114
					支付股利、利息	(177)	(200)	(279)	(301)
					其它融资现金流	109	287	370	432
					融资活动现金流	(77)	189	188	230
					现金净变动	(128)	(23)	0	8
					货币资金的期初余额	711	583	560	560
					货币资金的期末余额	583	560	560	568
					企业自由现金流	75	(51)	(5)	84
					权益自由现金流	184	318	447	600

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032