



2017 年 11 月 03 日

增持(首次评级)

当前价: 72.72 元

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001

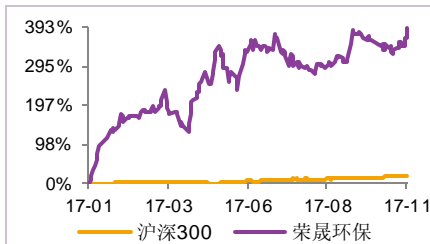
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-66235689

邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1029	1975	2052	2132
(+/-)	43.7%	91.9%	3.9%	3.9%
归母净利润	123	388	358	379
(+/-)	59%	216%	-8%	6%
EPS(元)	1.29	3.06	2.83	2.99
P/E	56.37	23.75	25.72	24.30

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

荣晟环保(603165.SH)

【联讯中小盘】荣晟环保：瓦楞纸提价推动单季收入环比大增，全年业绩将实现高增长

投资要点

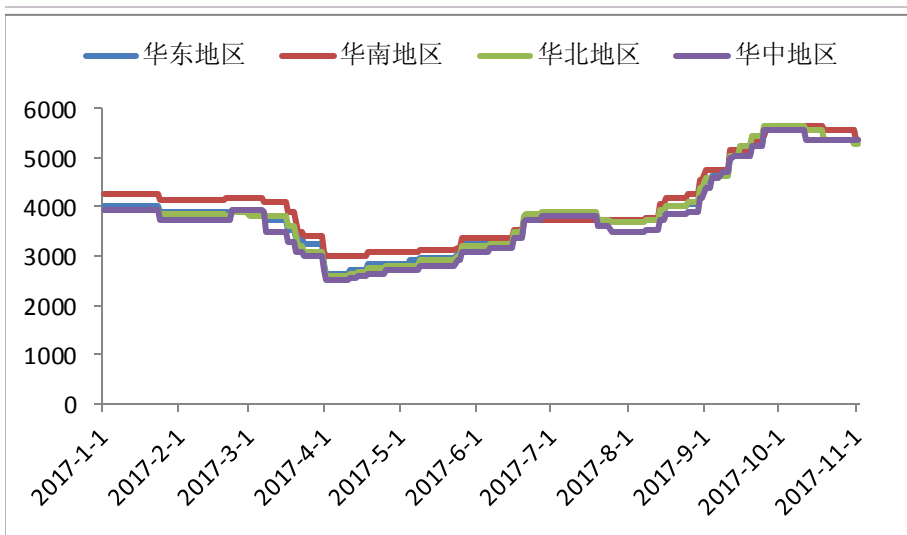
◇ 事件

公司披露三季报：1-9 月公司实现营业收入 14.90 亿元，同比增长 132.31%，归母净利润 2.76 亿元，同比增长 284.12%；其中，7-9 月，公司实现营业收入 5.74 亿元，同比增长 167.23%，归母净利润 0.96 亿元，同比增长 377.29%。

◇ 产能扩张与产品价格上涨推动业绩大幅提升

公司三季度业绩创出新高：7-9 月，公司营业收入环比增长 30.52%，归母净利润环比增长 11.81%。一方面，公司募投项目年产 20 万吨再生环保纸产品升级改造及中水回用项目于 2016 年 4 季度投入运营，在原有 10 万吨高强瓦楞原纸产能基础上再新增 20 万吨的产能；另一方面，根据百川资讯数据，瓦楞纸价格已由年初的近 4000 元/吨，上涨到 9 月的约 5600 元/吨，年内涨幅超 37%。尤其是 3 季度，受环保督查淘汰落后产能，废纸进口减少导致废纸价格上升，以及 4 季度购物节来临拉升需求等因素综合影响，瓦楞纸价格呈现快速上涨。

图表1：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源: 百川资讯, 联讯证券

◇ 4 季度瓦楞纸价格高位调整，全年业绩有保障

10 月以来，市场交投趋淡，瓦楞纸价格高位回落。龙头企业玖龙实施价格优惠，我们预计 4 季度瓦楞纸市场价格会呈现高位回落走势。但由于前期提价较多，4 季度瓦楞纸价格约在 5000 元/吨左右。环保常态化将整肃淘汰一部分行业产能，而公司产能保持满产，考虑到 2016 年 4 季度瓦楞纸价格基数较低，预计当季营收同比增长 20%以上。



◇ 股权激励计划出台

根据激励计划，2018-2021 业绩考核目标为，净利润分别实现 2.0、2.2、3.5、3.8 亿元，或以 2016 年为基数，营业收入增长率分别不低于 50%、70%、130%、180%。我们认为，在产能扩张以及产品价格上涨双重因素驱动下，18-19 年业绩目标实现可能性较强。

图表2： 股权激励业绩考核目标

解除限售期		业绩考核目标
首次授予及预留授予	第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：①2018 年净利润不低于 2.0 亿元②以 2016 年营业收入为基数，2018 年营业收入增长率不低于 50%；
	第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：①2019 年净利润不低于 2.2 亿；②以 2016 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 70%。
	第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：①2020 年净利润不低于 3.5 亿；②以 2016 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 130%。
	第四个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：①2021 年净利润不低于 3.8 亿；②以 2016 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 180%。

资料来源：公司公告，联讯证券

◇ 盈利预测与估值

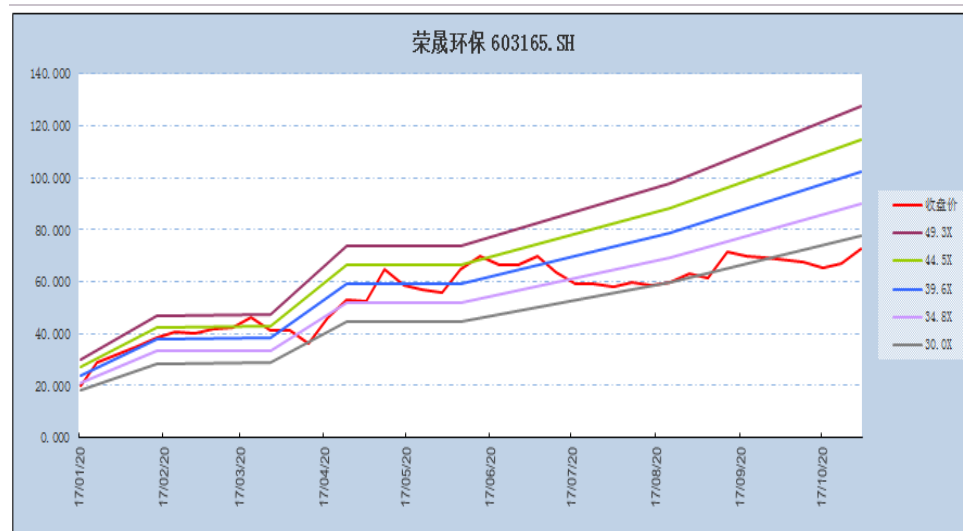
我们预计公司 17\18\19 年，营业收入 19.75\20.52\21.32 亿元，归母净利润 3.88\3.58\3.79 亿元，EPS 为 3.06\2.83\2.99 元，对应最新收盘价 PE 为 24\26\24x。与山鹰纸业，以及港股中的玖龙纸业和理文造纸等拥有瓦楞纸产能的企业相比，公司估值相对较高；但考虑到公司体量较小，业绩弹性较大，首次覆盖，给予“增持”评级。

◇ 风险提示

瓦楞纸价格下跌；原材料价格上涨；市场需求下降；环保督查等政策因素

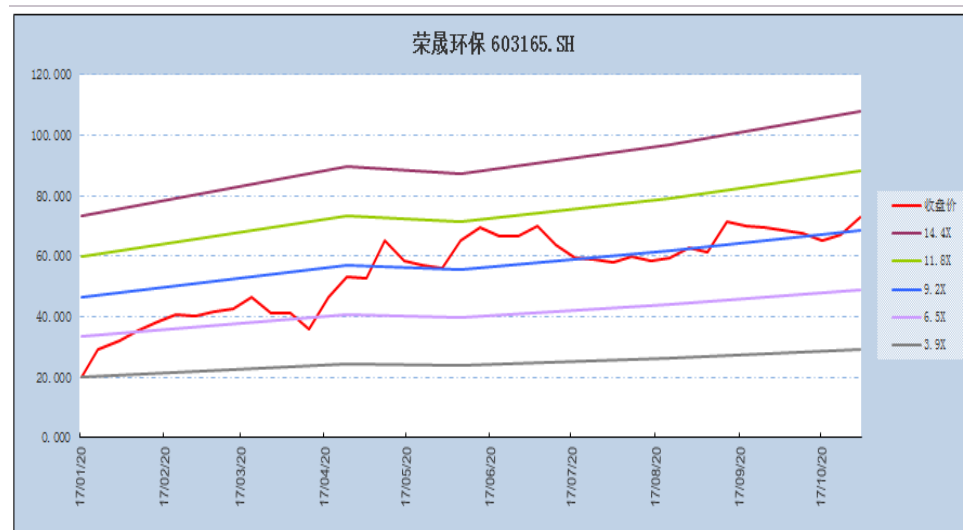


图表3: PE Band 图



资料来源:Wind, 联讯证券

图表4: PB Band 图



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	337	717	1084	1393	经营活动现金流	64	148	347	362
现金	42	179	528	815	净利润	123	388	358	379
应收账款	148	289	300	312	折旧摊销	45	44	40	39
其它应收款	4	6	7	7	财务费用	9	4	4	4
预付账款	2	4	4	4	投资损失	0	0	0	0
存货	63	91	92	95	营运资金变动	-33	-84	-87	-91
其他	0	0	0	0	其它	-80	-203	33	31
非流动资产	514	512	449	410	投资活动现金流	-96	-73	2	2
长期投资	0	0	0	0	资本支出	212	25	0	0
固定资产	447	428	388	349	长期投资	0	0	0	0
无形资产	61	61	61	61	其他	-116	48	-2	-2
其他	6	23	0	0	筹资活动现金流	54	62	-61	-117
资产总计	852	1229	1533	1803	短期借款	112	-96	-57	-119
流动负债	435	424	370	261	长期借款	0	0	0	0
短期借款	203	107	50	-69	其他	-58	158	-4	3
应付账款	160	217	218	226	现金净增加额	22	137	349	287
其他	73	101	102	104					
非流动负债	15	15	15	15	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	15	15	15	15	营业收入	43.68%	91.92%	3.88%	3.91%
负债合计	450	440	385	276	营业利润	33.00%	182.19%	12.81%	5.00%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	59.01%	215.96%	-7.65%	5.83%
归属母公司股东权益	402	789	1148	1527	获利能力				
负债和股东权益	852	1229	1533	1803	毛利率	18.70%	27.41%	29.67%	29.97%
					净利率	11.93%	19.64%	17.46%	17.78%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	36.08%	65.13%	36.98%	28.35%
营业收入	1029	1975	2052	2132	ROIC	22.12%	44.24%	30.61%	26.61%
营业成本	837	1434	1443	1493	偿债能力				
营业税金及附加	9	23	23	24	资产负债率	52.85%	35.77%	25.14%	15.31%
营业费用	29	55	57	59	净负债比率	33.56%	11.93%	4.18%	-4.76%
管理费用	65	126	131	136	流动比率	0.78	1.69	2.93	5.34
财务费用	10	4	4	4	速动比率	0.45	1.13	2.27	4.37
资产减值损失	2	4	4	4	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.53	0.36	0.25	0.15
投资净收益	0	0	0	0	应收账款周转率	8.02	9.03	6.96	6.96
营业利润	77	416	390	411	应付账款周转率	8.46	10.49	9.43	9.60
营业外收入	58	7	0	0	每股指标(元)				
营业外支出	1	1	0	0	每股收益	1.29	3.06	2.83	2.99
利润总额	134	422	390	411	每股经营现金	0.68	1.17	2.74	2.86
所得税	11	34	31	33	每股净资产	4.23	6.23	9.06	12.05
净利润	123	388	358	379	估值比率				
少数股东损益	0	0	0	0	P/E	56.37	23.75	25.72	24.30
归属母公司净利润	123	388	358	379	P/B	17.20	11.67	8.03	6.03
EBITDA	179	466	430	451	EV/EBITDA	1.13	20.32	21.88	20.59
EPS（元）	1.29	3.06	2.83	2.99					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com