

荣晟环保 (603165.SH)

再生纸产能倍增，分布式光伏初尝试

核心观点:

- **再生纸龙头，产能倍增驱动业绩高成长。** 公司是国内再生纸龙头，目前平湖基地拥有 60 万吨原纸+1.5 亿平米纸板产能，全椒基地在建+筹建 130 万吨原纸+5 亿平米纸板产能，并配套建设 1GW 整县分布式光伏项目。公司 2021 年实现营收 24.15 亿元 (同比+42.4%)、归母净利润 2.84 亿元 (同比+22.6%)。精细化管理下净利率和加权 ROE 高达 11.8% 和 16.3%，处于行业前列。预计全椒基地 2023-25 年逐步投产、叠加光伏项目贡献，业绩持续高增长可期。
- **双碳预期下，再生纸需求增长强劲。** 再生纸行业将废纸打碎制浆后重新生产为成品纸进行销售，测算单吨再生纸可减碳 5.42 吨，双碳下我国再生纸需求增长强劲，同时近年来纸及纸板市场供需缺口拉大推动再生纸提产。受 2017 年禁废令影响，2021 年我国进口废纸比例已下降至 0.8%，催生国内废纸回收快速发展，2017-21 年国内废纸回收量复合增速已达 24.1%，未来依托垃圾分类和两网融合将持续快速增长。
- **全椒基地加速建设，“三废一新”模式优势显著。** 公司产能选址大城市交汇处形成废纸-成品纸供需匹配闭环，工艺上打造“三废一新”产业链闭环。公司预计全椒基地 2025 年投产，满产后测算纸制品可贡献 50.5 亿元营收和 6.6 亿元毛利，走出“平湖成型-全椒推广-全国复制”拓展路径。同时全椒基地布局 1GW 全县分布式光伏项目，2025 年全部投产后测算可贡献 3.6 亿元营收和 1.5 亿元毛利，打造远期增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年归母净利润为 3.56/4.79/6.83 亿元，对应 PE 为 11.06/8.22/5.76 倍。公司打造“三废一新”模式，再生纸领域立足平湖、推进全椒基地，并以全椒为基切入分布式光伏，利润率、ROE 超过同业。参考增速及同业公司估值，给予 2022 年 13 倍 PE，对应 16.62 元/股合理价值，给予“买入”评级。
- **风险提示。** 原材料价格波动风险；市场竞争风险；行业周期性风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,695	2,415	2,686	3,533	5,170
增长率 (%)	1.2	42.4	11.3	31.5	46.3
EBITDA (百万元)	289	323	314	416	600
归母净利润 (百万元)	232	284	356	479	683
增长率 (%)	-6.9	22.6	25.2	34.5	42.7
EPS (元/股)	0.92	1.08	1.28	1.72	2.45
市盈率 (x)	13.27	17.83	11.06	8.22	5.76
ROE (%)	13.9	15.2	15.9	17.6	20.1
EV/EBITDA (x)	9.44	16.13	11.96	8.82	5.97

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

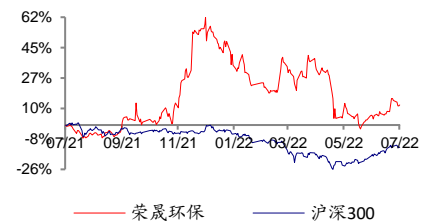
公司评级

当前价格	14.14 元
合理价值	16.62 元
报告日期	2022-07-08

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	278.43/278.43
总市值/流通市值 (百万元)	3937.02/3937.02
一年内最高/最低 (元)	21.10/12.01
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.02/70.11
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-15.54/-15.64

相对市场表现



分析师:



郭鹏

SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:



许洁

SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

分析师:



姜涛

SAC 执证号: S0260521070002

021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

分析师:



曹倩雯

SAC 执证号: S0260520110002

021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

请注意, 姜涛, 曹倩雯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、再生纸龙头，产能倍增驱动业绩高成长.....	5
（一）再生纸产能倍增进行时，分布式光伏打开第二成长曲线.....	5
（二）技改扩产拉升销量，2021年再生纸主业量价齐升.....	6
（三）依托精细化管理体系，净利率、ROE皆处行业前列.....	5
二、双碳下再生纸需求强劲，国内废纸回收快速提升.....	12
（一）碳中和提振再生纸需求，每吨再生纸可减碳5.42吨.....	12
（二）废纸回收比例不断提升，禁废令推动国内废纸回收快速发展.....	13
（三）回收驱动转型为需求驱动，供需缺口推动再生纸提产.....	16
三、全椒基地加速建设，“三废一新”模式优势显著.....	17
（一）研发三废一新模式，新建全椒基地产能倍增.....	17
（二）双碳下分布式光伏全面起量，加速整县推进.....	20
（三）储备全椒1GW分布式光伏装机，打造远期成长点.....	22
四、盈利预测和投资建议.....	24
五、风险提示.....	26

图表索引

图 1: 公司原身为平湖造纸厂, 深耕造纸行业已超 40 年	5
图 2: 全椒基地在建/筹建 130 万吨原纸和 5 亿平米纸板产能	5
图 3: 公司股权结构情况 (截至 2022/3/31)	6
图 4: 2021 年公司营收同比增长 42.4%	6
图 5: 2021 年公司归母净利润同比增长 22.6%	6
图 6: 2021 年原纸和纸板贡献 20 亿元和 3 亿元收入	7
图 7: 公司超 95% 收入来自于原纸和纸板	7
图 8: 2021 年原纸销售量上升至 61.05 万吨	7
图 9: 近年来纸板年销售量稳定在 1.35 亿平方米左右	7
图 10: 2021 年原纸单价同比提升 26.8%	7
图 11: 2021 年纸板单价同比提升 12.9%	7
图 12: 原纸成本主要为材料和制造费用	8
图 13: 纸板成本主要为材料和制造费用	8
图 14: 2021 年原纸和纸板毛利率为 13.8%、15.5%	8
图 15: 2021 年公司毛利率为 15.4%	8
图 16: 2021 年原纸单位毛利为 454.27 元/吨	9
图 17: 2021 年纸板单位毛利为 0.36 元/立方米	9
图 18: 公司期间费用主要为管理费用和研发费用	9
图 19: 2021 年期间费率仅有 6.4%	9
图 20: 2021 年公司净利率为 11.8%	10
图 21: 2021 年公司加权 ROE 高达 16.3%	10
图 22: 公司经营、投资及筹资现金流净额情况	10
图 23: 近年来公司收现比均在 1 左右	10
图 24: 2022Q1 公司资产规模已达到 27.54 亿元	11
图 25: 截至 2022Q1 年公司资产负债率仅 28.8%	11
图 26: 公司毛利率处行业中游	11
图 27: 公司净利率处于行业前列	11
图 28: 公司期间费用管理得当	11
图 29: 公司平均 ROE 水平领先行业	11
图 30: 单吨废纸再生可实现减碳效应 5.42 吨	12
图 31: 碳中和相关政策	12
图 32: 《“十四五”循环经济发展规划》要求废纸利用量达到 6000 万吨	13
图 33: 2021 年废纸回收率已达到 51.3%	13
图 34: 2012-2021 年纸浆消耗情况	14
图 35: 2021 年消耗纸浆中 57% 为废纸浆	14
图 36: 废纸可再生为箱板纸、瓦楞原纸等多种纸张	14
图 37: 2018 年起“禁废令”禁止进口未经分拣的废纸	15
图 38: 进口废纸占比不断下降	15
图 39: 2017-2021 国内废纸回收量复合增速为 24.1%	15

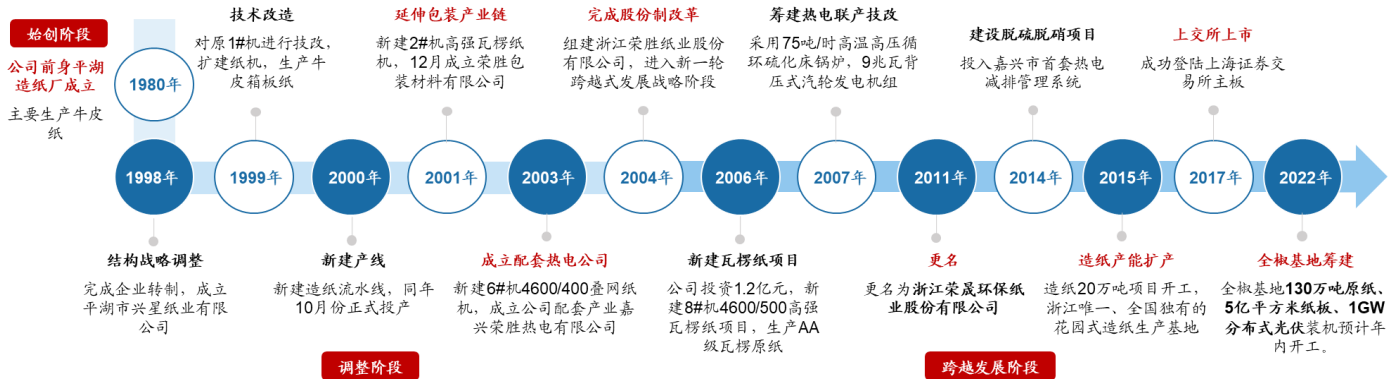
图 40: 废纸回收价格呈现一定波动规律.....	15
图 41: 近年来瓦楞原纸供需缺口拉大	16
图 42: 近年来箱板纸供需缺口拉大	16
图 43: 全国主要造纸企业瓦楞纸销售价格呈现相同变化趋势	16
图 44: 再生纸等再生资源行业将由回收驱动模式转为需求驱动模式	17
图 45: 公司循环利用废纸废渣废水, 打造产业链闭环.....	18
图 46: 平湖、全椒基地地处核心城市交汇点	18
图 47: 2021 年长三角地区贡献 23.26 亿元营收	19
图 48: 2021 年长三角贡献 97% 营收	19
图 49: 假设全椒基地 130 万吨原纸产能投产节奏.....	19
图 50: 假设全椒基地 5 亿平方米纸板产能投产节奏	19
图 51: 集中式光伏与分布式光伏新增装机	21
图 52: 集中式光伏与分布式光伏累计装机.....	21
图 53: 2022 年 1 月代理购电价较燃煤基准价的涨幅.....	21
图 54: 各省电网代理购电价格 (元/MWh)	21
图 55: 分布式光伏建设成本情况.....	22
图 56: 分布式光伏电站 LCOE 不断下降	22
图 57: 预计全椒 1GW 分布式光伏装机将在 2025 年前分期投产	22
图 58: 安徽光伏装机及利用小时数情况.....	23
图 59: 安徽光伏发电量情况.....	23
表 1: 测算全椒基地满产后纸制品将贡献 50.5 亿元营收和 6.6 亿元毛利.....	19
表 2: 分布式光伏相关政策一览.....	20
表 3: 预计分布式光伏全部投产后可贡献 3.6 亿元营收和 1.5 亿元毛利.....	23
表 4: 荣晟环保收入拆分 (单位: 亿元)	24
表 5: 同行业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2022/7/8)	26

一、再生纸龙头，产能倍增驱动业绩高成长

（一）再生纸产能倍增进行时，分布式光伏打开第二成长曲线

再生纸稀缺标的，光伏打开第二成长曲线。公司原身为平湖造纸厂，深耕造纸行业已超40年。公司业务集废纸回收、再生环保纸生产、纸板制造、热电联产于一体，根据公司官网，目前平湖基地拥有60万吨原纸和1.5亿平米纸板产能（可转债募投3亿平米新型智能包装材料建设项目满产后纸板产能将提升至3亿平米）。同时公司着力打造全椒基地，在建/筹建产能达130万吨原纸和5亿平米纸板，高成长趋势显现。全椒基地亦配套布局1GW整县分布式光伏项目，打造“三废一新”模式。公司2021年实现营收24.15亿元（同比+42.4%）、归母净利润2.84亿元（同比+22.6%）。

图 1：公司原身为平湖造纸厂，深耕造纸行业已超40年



数据来源：公司官网，《关于投资建设年产5亿平方绿色智能包装产业园项目的公告》，《关于签订年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目战略合作框架协议的公告》，广发证券发展研究中心

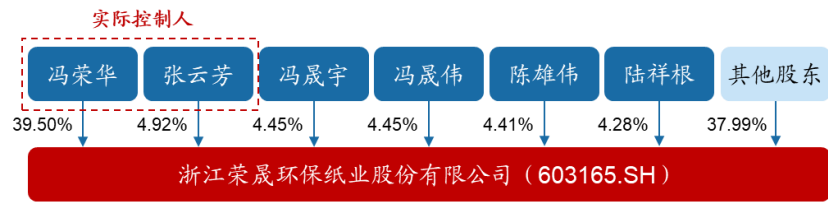
图 2：全椒基地在建/筹建130万吨原纸和5亿平米纸板产能



数据来源：定期报告，《关于签订年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目战略合作框架协议的公告》，广发证券发展研究中心

公司实际控制人为冯荣华、张云芳夫妇，家族合计持有53.32%股份。截至2022Q1，公司总经理、董事长冯荣华持有公司39.5%的股份，为公司控股股东，冯荣华及家族合计持有公司53.32%的股份。

图 3：公司股权结构情况（截至2022/3/31）

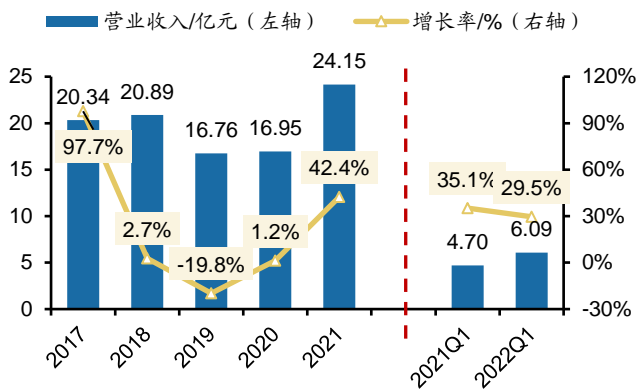


数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

（二）技改扩产拉升销量，2021年再生纸主业量价齐升

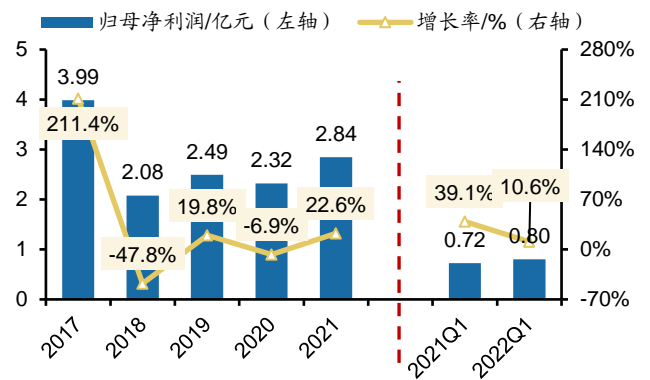
量价齐升，2021年营收、归母净利润同比增长42.4%、22.6%。公司历史营收和业绩波动主要来自纸制品市场价格波动，根据2017年发布的《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，2017年底起中国开始禁止进口未经分拣的废纸等固体废物，导致2018年起废纸成本显著增加，再生纸业务盈利能力下滑。2021年平湖基地纸机技改后提速增产，伴随销售量和销售价的双重提升，2021年公司营收和归母净利润上升至24.15亿元（同比+42.4%）和2.84亿元（同比+22.6%），2022Q1实现营收6.09亿元（同比+29.5%）、归母净利润2.84亿元（同比+10.6%）。

图 4：2021年公司营收同比增长42.4%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

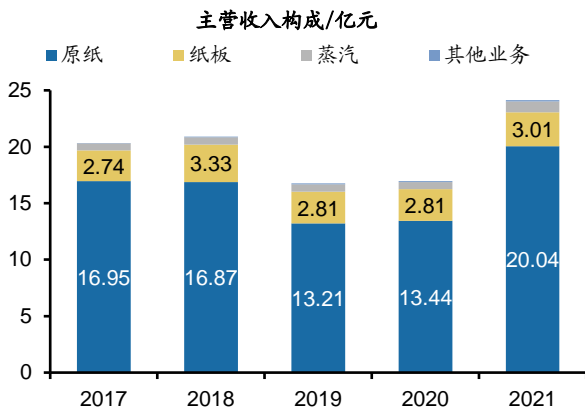
图 5：2021年公司归母净利润同比增长22.6%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

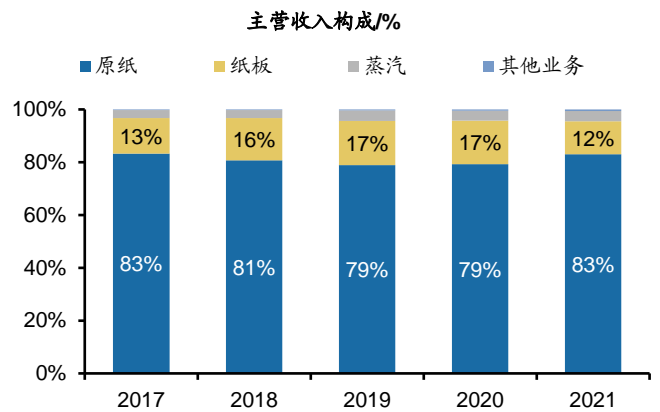
再生纸主业稳健，原纸和纸板贡献超95%营收。分业务来看，公司再生纸主业稳健，贡献超95%营业收入，2021年原纸和纸板分别贡献20.04亿元和3.01亿元收入，同比增长49.1%和7.4%。热电联产业务主要为再生纸烘干提供蒸汽，2021年余量蒸汽销售贡献0.96亿元收入，占比为4%。

图 6: 2021年原纸和纸板贡献20亿元和3亿元收入



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

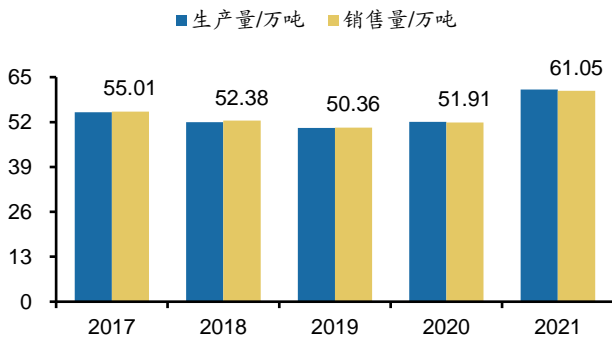
图 7: 公司超95%收入来自于原纸和纸板



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

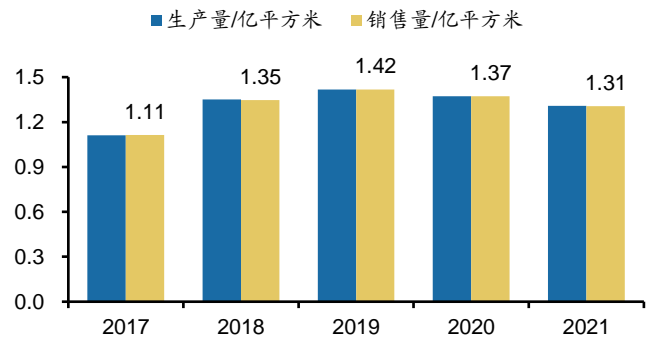
平湖基地技改+大宗商品涨价, 2021年原纸销售量、价同比增长18.0%、26.8%。公司历史原纸、纸板销售量稳定在50万吨以上和1.35亿平方米左右, 2021年伴随平湖基地纸机技改, 原纸产销量增加, 2021年原纸销量达到61.05万吨(同比+18.0%)。价格方面, 纸制品销售价格随大宗商品价格波动而变化, 2021年原纸、纸板单价同比提升26.8%和12.9%, 分别上涨至3282元/吨和2.31元/平方米。

图 8: 2021年原纸销售量上升至61.05万吨



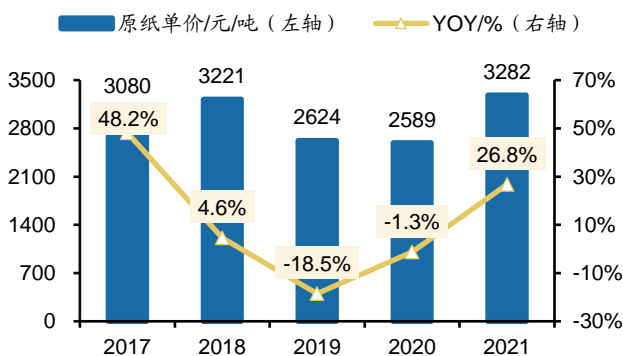
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 9: 近年来纸板年销售量稳定在1.35亿平方米左右



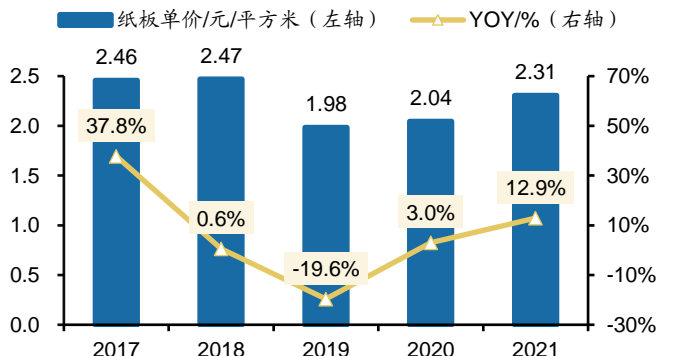
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 10: 2021年原纸单价同比提升26.8%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

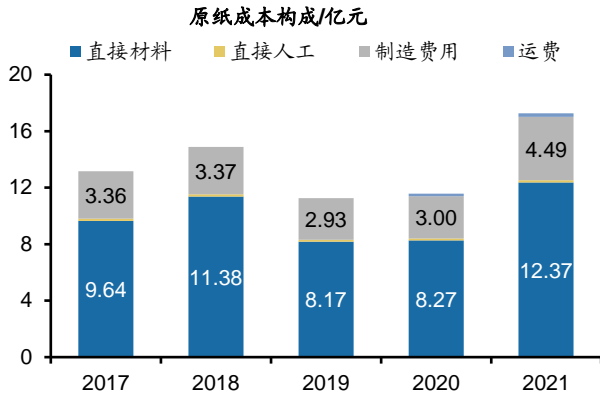
图 11: 2021年纸板单价同比提升12.9%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

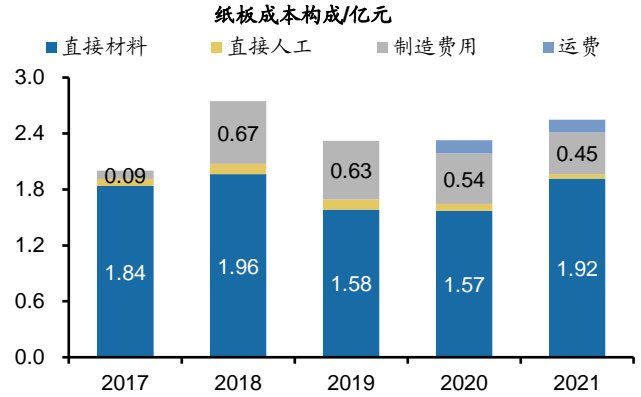
材料成本上涨程度超出售价，影响再生纸毛利率。成本端来看，原纸、纸板成本主要为直接材料和制造费用，70%以上成本来自废纸原材料。历史材料成本主要受大宗商品价格波动影响，2021年原纸、纸板材料成本同比提升49.5%和22%，超出销售单价提升比例，导致2021年原纸和纸板毛利率小幅下降至13.8%和15.5%，总体毛利率小幅下降至15.4%。

图 12: 原纸成本主要为材料和制造费用



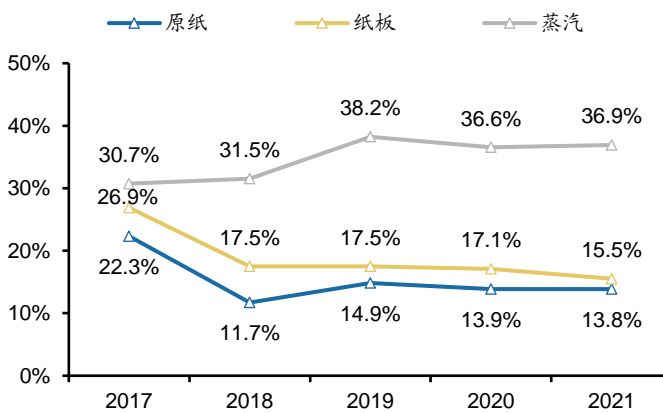
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 13: 纸板成本主要为材料和制造费用



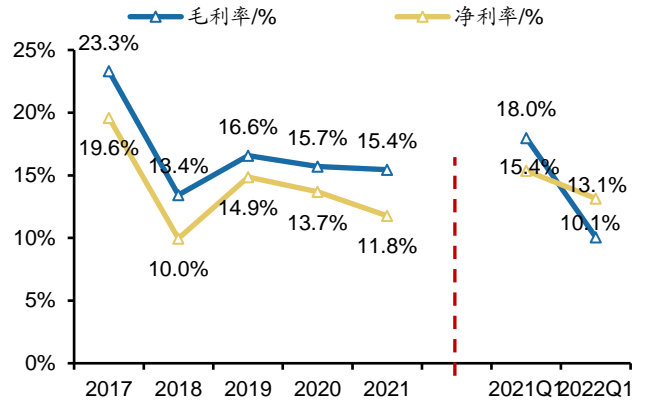
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 14: 2021年原纸和纸板毛利率为13.8%、15.5%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

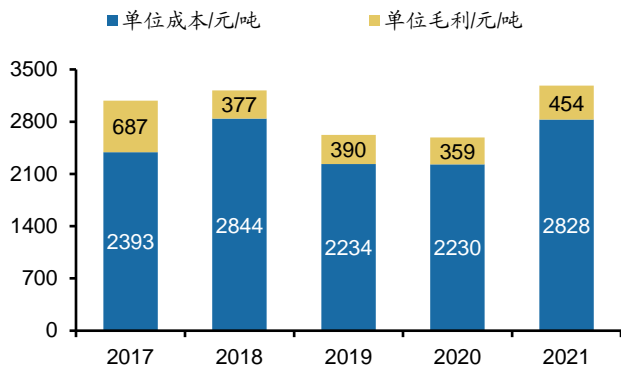
图 15: 2021年公司毛利率为15.4%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

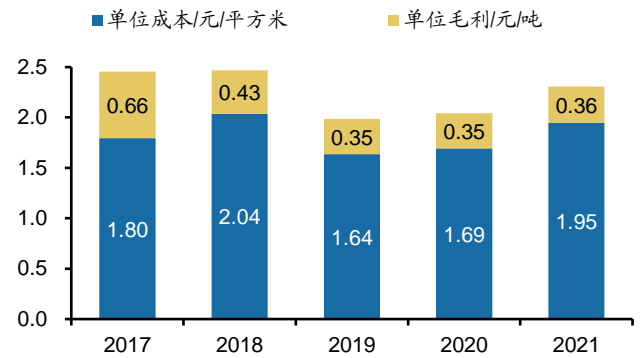
采销两端价格同步上涨下毛差有所上升，2021年原纸和纸板单位毛利为454.27元/吨和0.36元/立方米。从毛差来看，采、销两端价格同步提升的情况下，2021年原纸单位毛利相比2018-2020年有所提升，达到454.27元/吨。而纸板毛利相对稳定，近三年来保持在0.35元/立方米左右。

图 16: 2021年原纸单位毛利为454.27元/吨



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2021年纸板单位毛利为0.36元/立方米



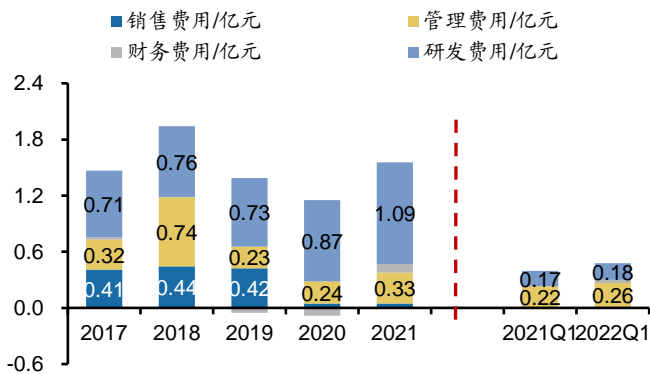
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 依托精细化管理体系, 净利率、ROE 皆处行业前列

2021年公司期间费用率仅有6.4%，研究费用投入高。公司有效管理期间费用，2021年期间费用率仅6.4%，主要包括为研发费用和管理费用。近三年来研发费用率高达4.5%以上，高研发投入帮助公司精准把握市场需求，走出差异化发展道路。财务费用方面，公司有息负债率较低，特别是2020年以来，有效管控负债规模，2020-2021年财务费用率为-0.5%和0.4%。

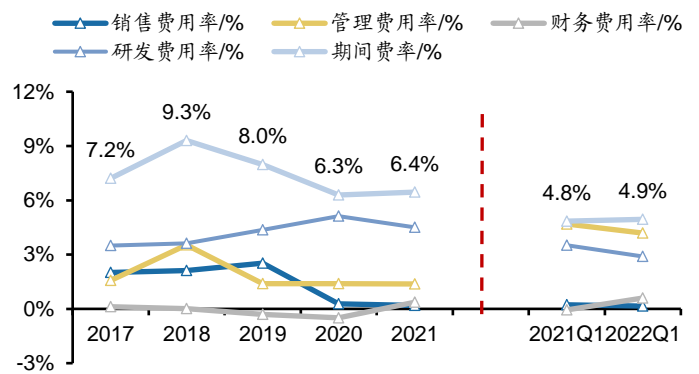
2021年公司净利率、加权ROE高达11.8%和16.3%，处行业领先水平。依托良好期间费用管理能力，2021年公司净利率为11.8%（2021年毛、净利率差拉大主要系政府补贴减少），加权ROE高达16.3%，均处行业领先水平。

图 18: 公司期间费用主要为管理费用和研发费用



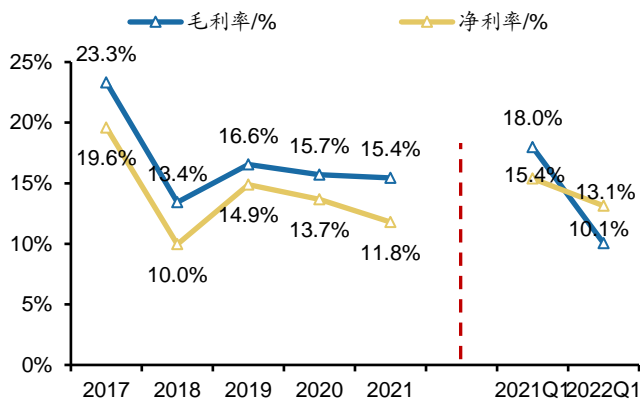
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 2021年期间费率仅有6.4%



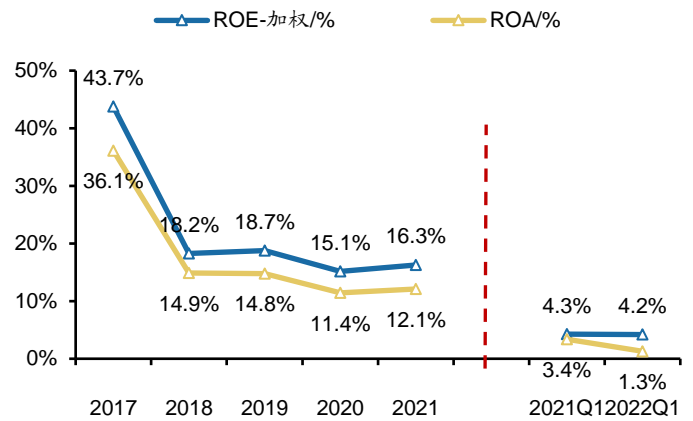
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 2021年公司净利率为11.8%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

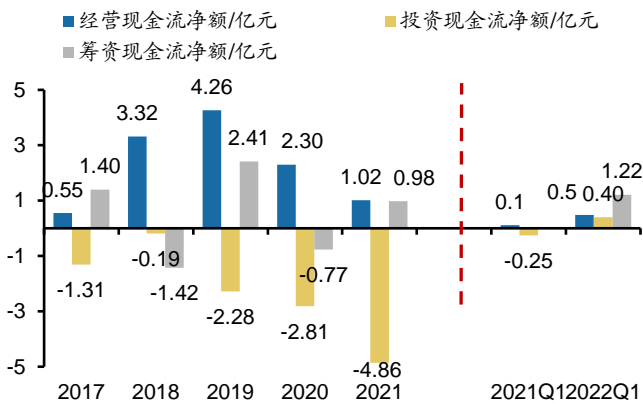
图 21: 2021年公司加权ROE高达16.3%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

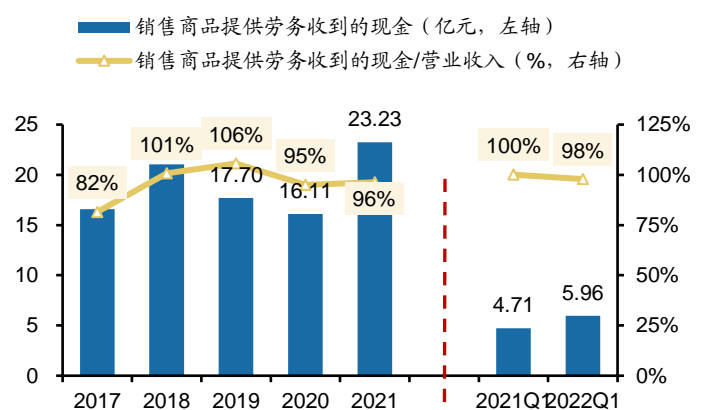
收现比维持在1左右, 采购成本影响经营性现金流。公司经营性现金流主要来自于再生纸销售, 受银行承兑汇票托收到账影响2018-2019年经营性现金流情况相对较好, 2021年经营性现金流有所下降主要由于支付采购商品款增加。近年来收现比保持在1左右, 公司贷款收回情况良好。近年来伴随3亿平方米智能包装材料改造项目、牛卡车间技改项目建设, 公司投资性现金流有所增加, 此外2021年投资性现金流增加主要由于购买集合资产管理及信托计划增加。

图 22: 公司经营、投资及筹资现金流净额情况



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

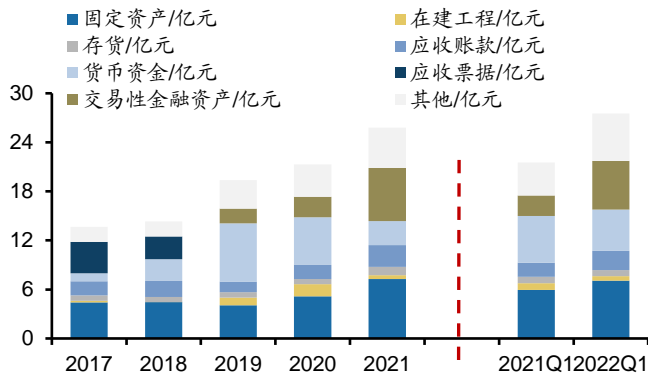
图 23: 近年来公司收现比均在1左右



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

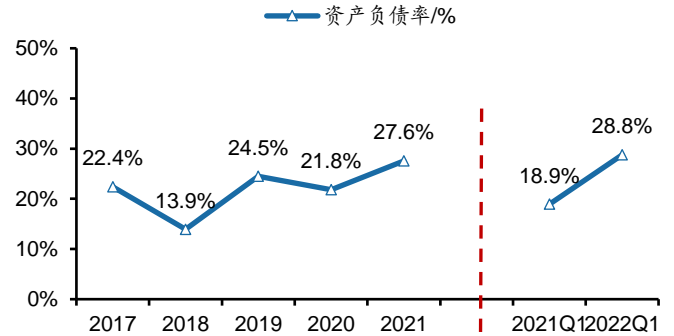
2022Q1公司资产负债率仅28.8%, 为财务扩张模式形成后快速扩张打下基础。2019年7月公司发行可转债募集3.3亿元, 用于建设3亿平方米包装材料项目和绿色节能改造项目, 2019年货币资金上升至7.11亿元, 随后由于购买交易性金融资产, 2020-2021年货币资金有所下降。2022Q1, 伴随可转债项目部分建成, 固定资产已达到7.06亿元, 公司总资产规模达到27.54亿元, 而资产负债率仅28.8%, 在重投资的造纸行业处于较低水平, 未来可借助杠杆实现快速扩张。

图 24: 2022Q1公司资产规模已达到27.54亿元



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

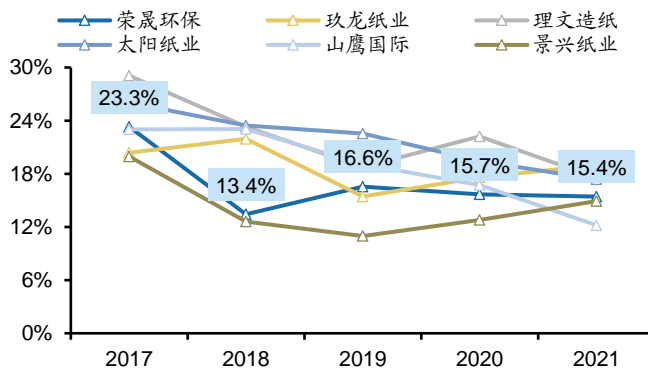
图 25: 截至2022Q1年公司资产负债率仅28.8%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

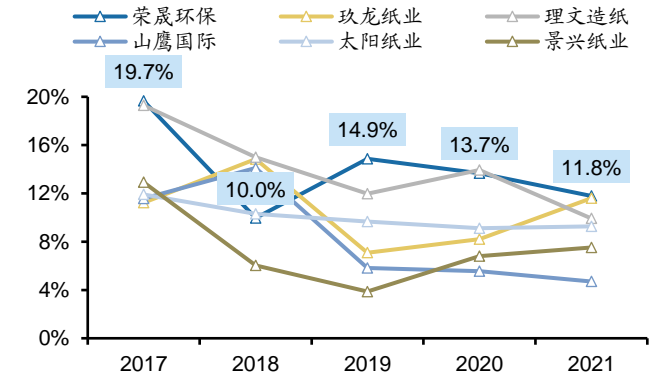
高净利率、高周转、低权数，公司ROE领先行业。相比同业，公司毛利率处于行业中游，然而公司凭借精细化管理体系，2021年期间费用率仅为6.4%，处于行业低位，使得净利率高达11.8%，居行业前列。同时2021年公司资产周转率高达1.03倍，高净利率、高周转下，2021年公司平均ROE处于行业第一梯队，且高ROE不依赖于权益乘数（2021年仅1.38），ROE质量高。

图 26: 公司毛利率处行业中游



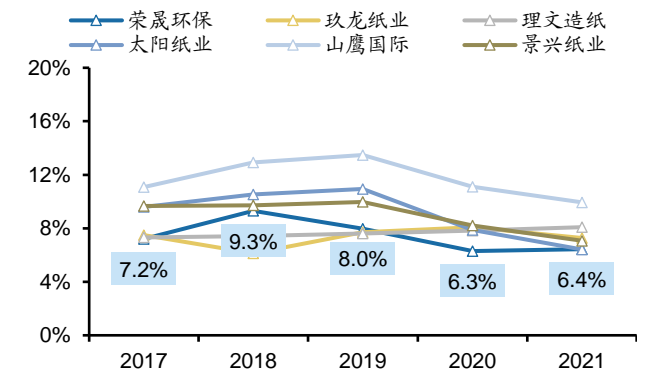
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 公司净利率处于行业前列



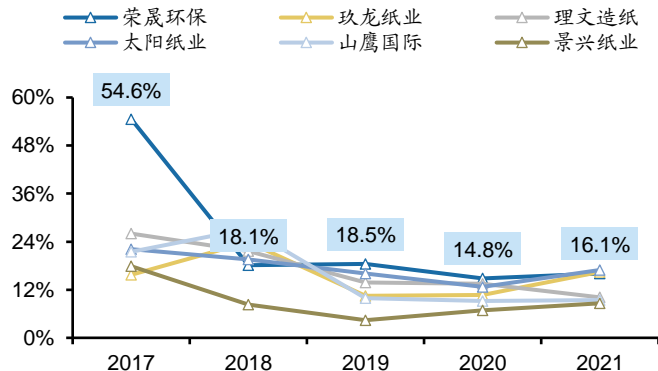
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 公司期间费用管理得当



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 公司平均ROE水平领先行业



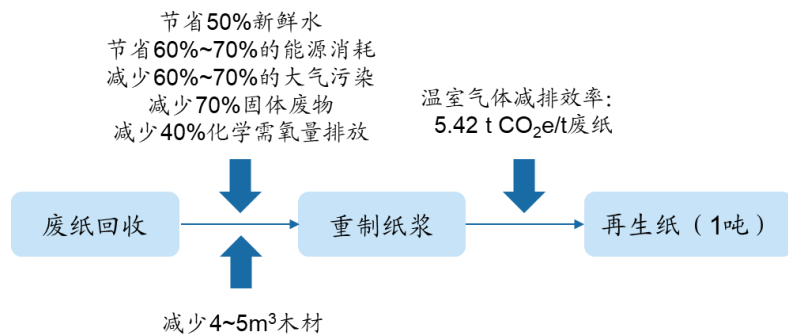
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、双碳下再生纸需求强劲，国内废纸回收快速提升

（一）碳中和提振再生纸需求，每吨再生纸可减碳 5.42 吨

再生纸减排属性突出，碳中和目标提振再生需求。再生纸企业以废纸做原料，将其打碎、去色制浆后生产成为再生纸进行销售。根据戴铁军等所著《再生资源回收利用与碳减排的定量分析研究》，每1.25t废纸可生产出1t的纸浆，节省4~5m³木材、50%的新鲜水和60%~70%的能源消耗，同时减少污染排放，节能减污效应明显。测算每吨再生纸可减碳5.42吨。预计双碳政策下再生纸等再生资源行业将步入发展的快车道。

图 30：单吨废纸再生可实现减碳效应5.42吨



数据来源：戴铁军等《再生资源回收利用与碳减排的定量分析研究》，广发证券发展研究中心

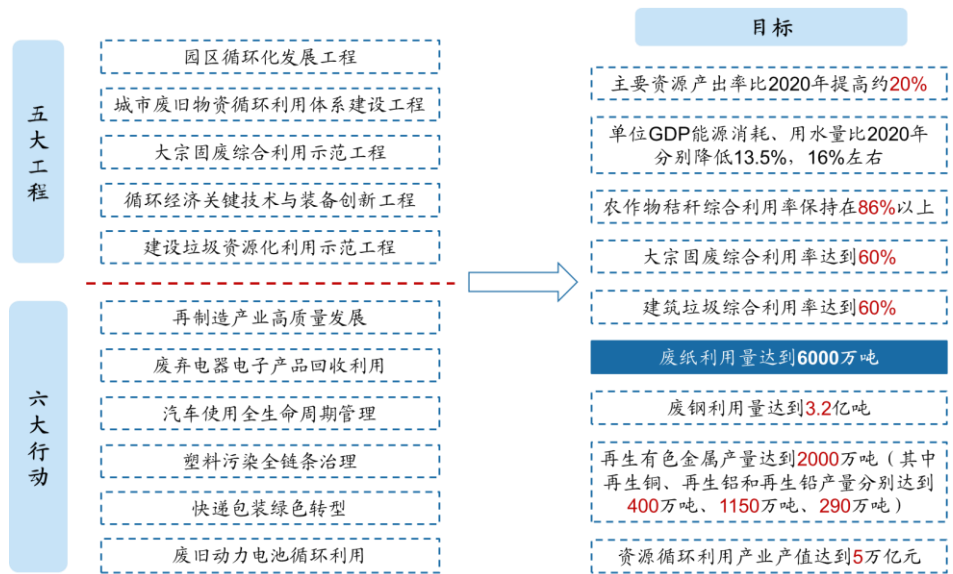
图 31：碳中和相关政策



数据来源：发改委，生态环境部，深改委，广发证券发展研究中心

十四五循环经济发展规划要求十四五末废纸利用量达6000万吨。国家发改委发布《“十四五”循环经济发展规划》，提出到2025年基本建立资源循环型产业体系，主要资源产出率比2020年提高约20%。针对废纸，《规划》提出到十四五末，废纸利用量需达到6000万吨，而根据中国造纸协会统计，2021年我国废纸回收利用量已达到6491万吨，提前完成规划目标。

图 32: 《“十四五”循环经济发展规划》要求废纸利用量达到6000万吨

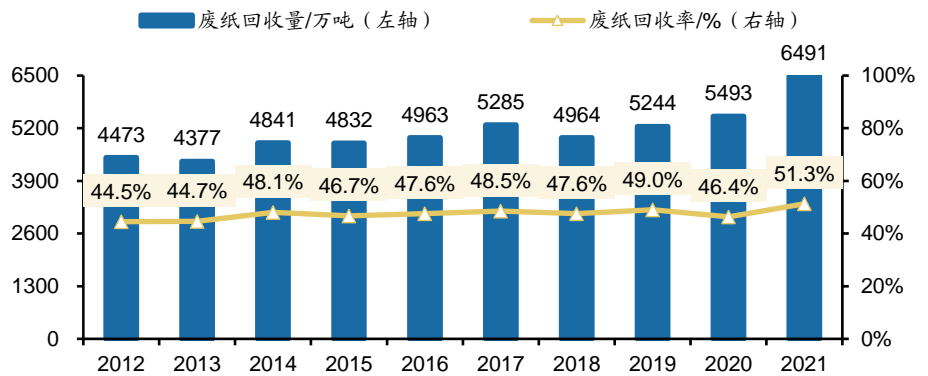


数据来源: 国家发改委《“十四五”循环经济发展规划》, 广发证券发展研究中心

(二) 废纸回收比例不断提升, 禁废令推动国内废纸回收快速发展

废纸回收比例不断提升, 2012-2021废纸回收量复合增速达4.2%。近10年来, 资源回收意识不断加强, 废纸回收利用量不断提升, 根据中国造纸协会数据, 2012-2021年废纸回收量复合增速达4.2%, 2021年国内废纸回收量已达到6491万吨。过去废纸回收率稳定在45%-50%左右, 2021年已提升至51.3%。

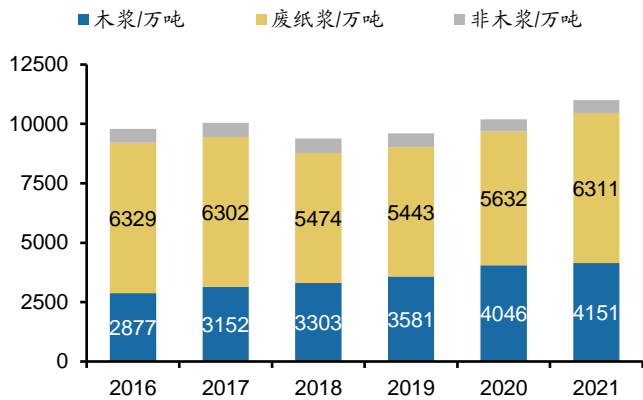
图 33: 2021年废纸回收率已达到51.3%



数据来源: 中国造纸协会, 广发证券发展研究中心

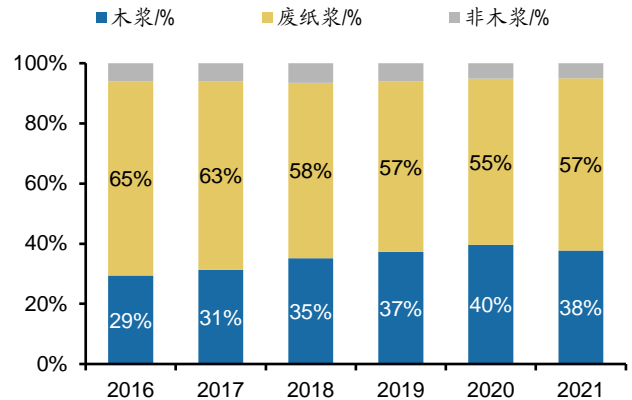
造纸业已形成循环经济体系, 2021年造纸消耗纸浆中57%来自废纸浆。造纸业具有典型循环经济属性, 根据中国造纸协会, 2021年造纸消耗纸浆中57%来自于废纸浆, 达5983万吨, 受禁废令影响近年来废纸浆比例有所下降。此外造纸亦可使用造纸行业自身固体废物(树皮、秸秆废渣、甘蔗髓、废纸制浆污泥、废水处理污泥、碱回收白泥)作为原材料。废纸可再生为箱板纸、瓦楞原纸、再生白板纸、其他包装用纸、新闻纸和未涂布印刷书写纸等, 用途广泛。

图 34: 2012-2021年纸浆消耗情况



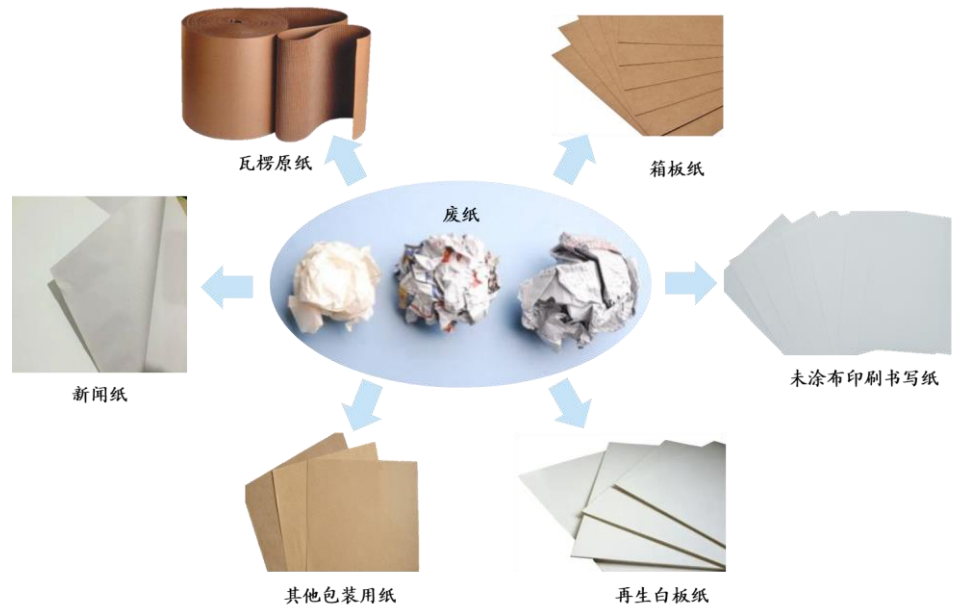
数据来源: 中国造纸协会, 广发证券发展研究中心

图 35: 2021年消耗纸浆中57%为废纸浆



数据来源: 中国造纸协会, 广发证券发展研究中心

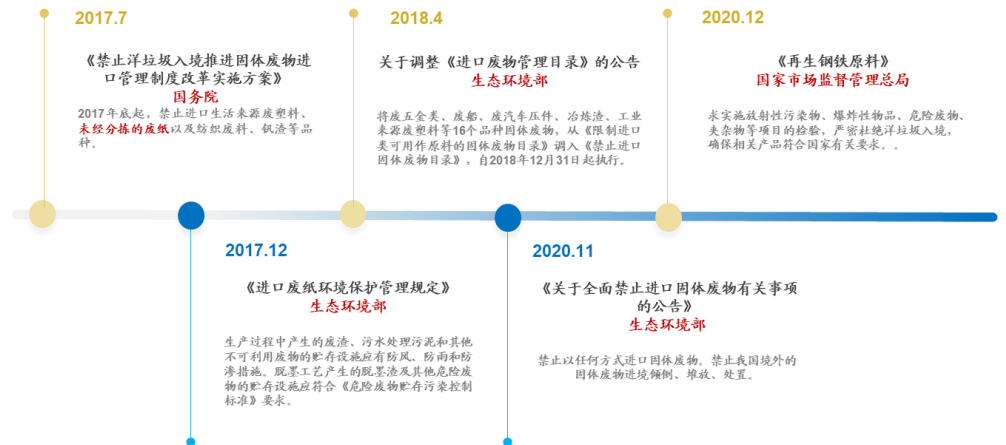
图 36: 废纸可再生为箱板纸、瓦楞原纸等多种纸张



数据来源: 金龙纸业招股说明书, 广发证券发展研究中心

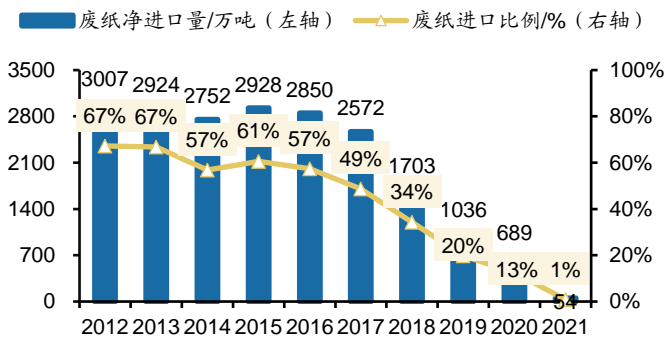
受洋垃圾全面禁运影响, 国内废纸回收快速增长。2017年国务院发布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》, 2017年底起禁止进口未经分拣的废纸, 2018年起废纸进口量大幅下滑, 根据中国造纸协会, 2021年废纸进口比例已下降到0.8%。2018年废纸原材料供应趋紧导致废纸价格骤升, 影响再生纸行业材料成本。2020年11月生态环境部等四部委再次发布政策全面禁止进口固体废物, 国内资源供给需求提升, 2017-2021国内废纸回收量复合增速已达24.1%。未来依托垃圾分类和“两网融合”的持续推进, 预计废纸回收量将持续增长。

图 37: 2018年起“禁废令”禁止进口未经分拣的废纸



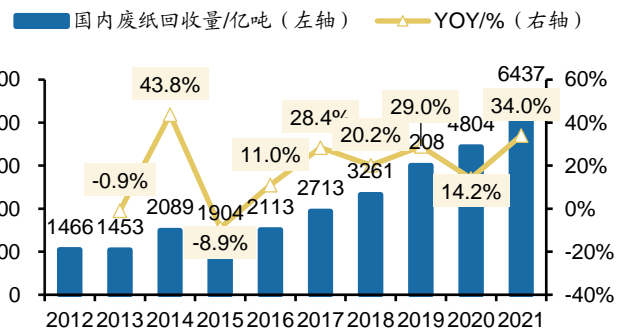
数据来源：国务院，生态环境部，国家市场监督管理总局，广发证券发展研究中心

图 38: 进口废纸占比不断下降



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

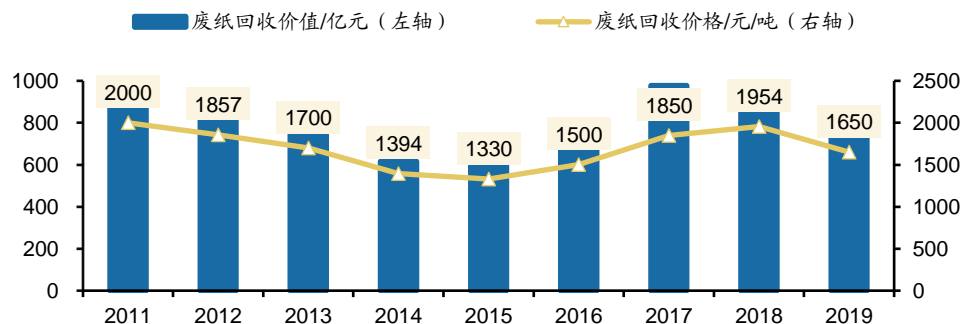
图 39: 2017-2021国内废纸回收量复合增速为24.1%



数据来源：中国造纸协会，广发证券发展研究中心

废纸回收价格呈现一定波动规律。从回收价格来看，根据商务部发布的《中国再生资源回收行业发展报告》，废纸回收价值和单吨价格呈现一定波动，2017年“禁废令”后废纸回收价格来到近10年内的高位，2017-2018年废纸价格达到1850元/吨和1954元/吨，供需关系逐步恢复后2019年废纸价格回落至1650元/吨。

图 40: 废纸回收价格呈现一定波动规律



数据来源：商务部，Wind，广发证券发展研究中心

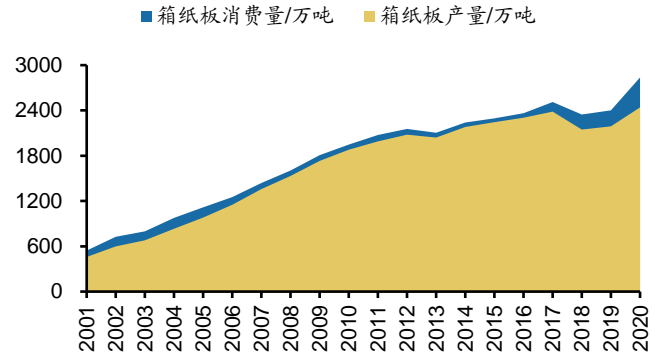
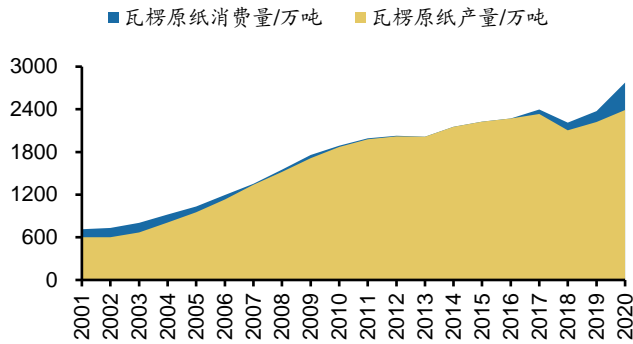
备注：废纸回收价格=废纸回收价值/废纸回收量

(三) 回收驱动转型为需求驱动，供需缺口推动再生纸提产

我国纸及纸板市场供需缺口正逐步拉大。复盘瓦楞原纸和箱板纸过去20年的产量和消费量情况，过去基本可以实现供需平衡，近年来供需缺口正在逐步拉大，根据中国造纸年鉴，2020年瓦楞原纸和箱板纸的供需缺口已达到386万吨和397万吨（供需缺口根据消费量-产量计算）。伴随再生纸节能减碳属性愈发凸显，预计供需缺口将催生再生纸产量提升。

图 41：近年来瓦楞原纸供需缺口拉大

图 42：近年来箱板纸供需缺口拉大

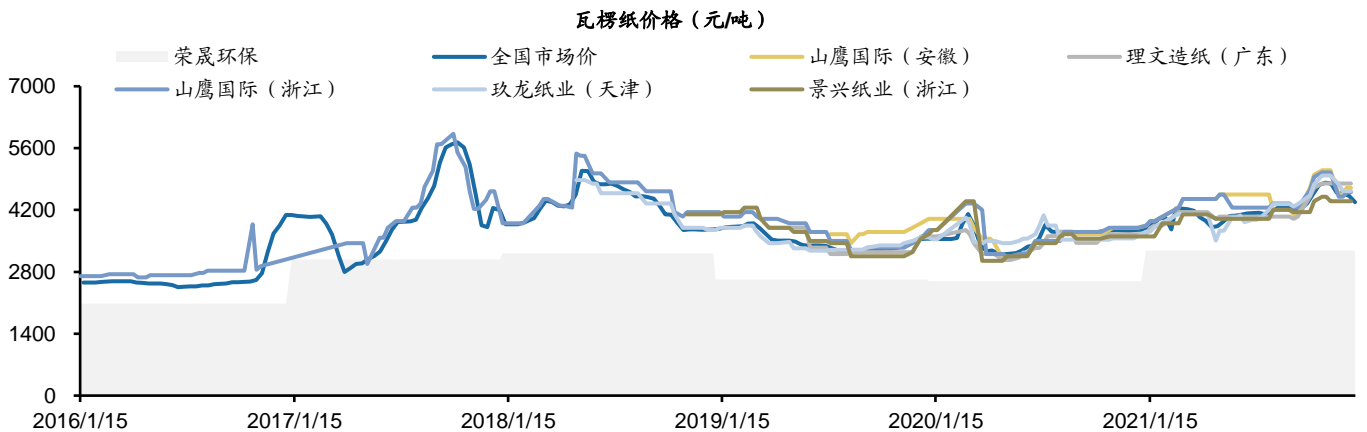


数据来源：中国造纸年鉴，Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：中国造纸年鉴，Wind，广发证券发展研究中心

全国瓦楞纸销售价格呈现相同变化趋势。由于瓦楞纸等纸制品大部分为标准化产品，根据国家统计局全国瓦楞纸市场价、中纸在线全国主要造纸企业瓦楞纸出厂价格以及荣晟环保年度平均原纸销售价格，全国瓦楞纸价格基本呈现相同的变化趋势，随前端废纸价格变化而变化。2017-2018年伴随“禁废令”行业平均价格迎来高峰，后逐渐趋于理性。

图 43：全国主要造纸企业瓦楞纸销售价格呈现相同变化趋势

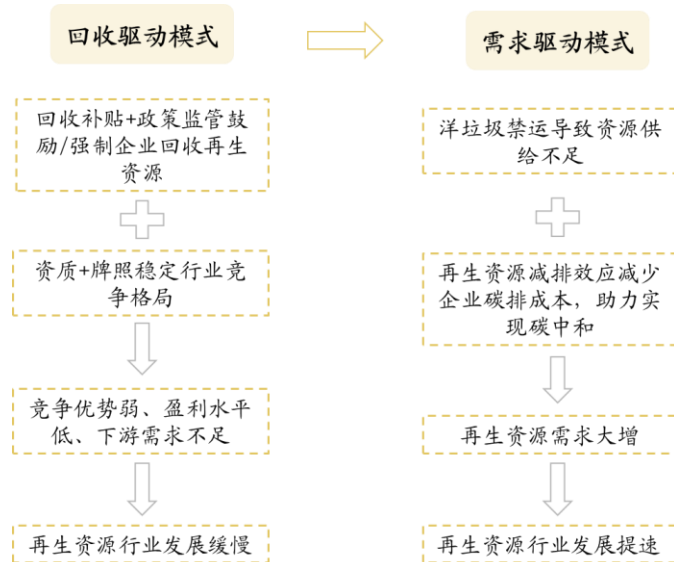


数据来源：国家统计局，中纸在线，Wind，广发证券发展研究中心

备注：全国市场价来自国家统计局，主要造纸企业出厂价格来自中纸在线。

未来再生纸等再生资源行业将进入需求驱动时代，开启良性发展周期。过去废纸回收渠道分散、企业技术落后，下游生产企业对再生纸的需求并不强烈。而伴随双碳目标的提出，再生资源弥补需求缺口、促进企业减排的作用显现出来，对再生纸的需求有望上升。下游需求增长反作用于上游和中游，由于再生资源行业分散的特点，多数企业市占率不高，为了提高竞争力，开拓回收渠道、加强技术研发成为企业的发展方向，预计在龙头企业完善回收渠道布局、形成技术壁垒后行业将加速整合。

图 44：再生纸等再生资源行业将由回收驱动模式转为需求驱动模式



数据来源：广发证券发展研究中心

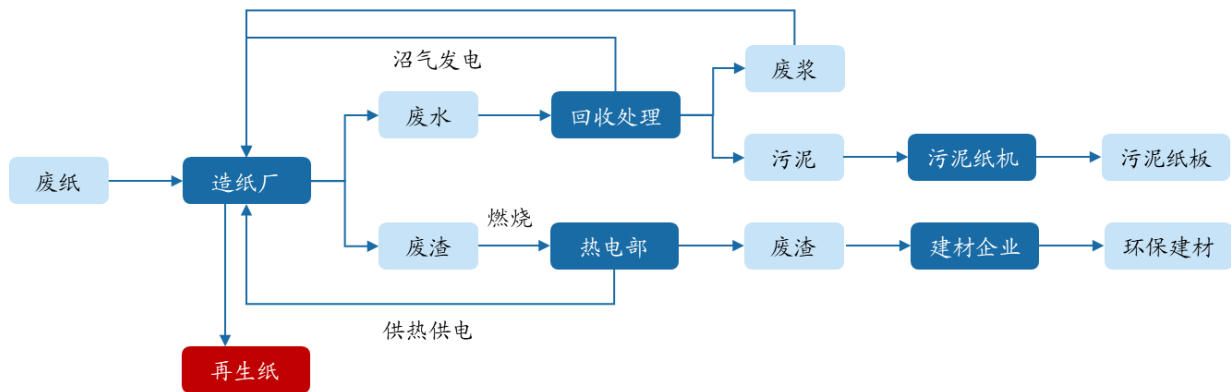
三、全椒基地加速建设，“三废一新”模式优势显著

公司造纸业务充分利用“三废”（通过国产废纸替代进口废纸、利用废弃秸秆、树枝等废渣作为集中供热能源材料、城市废水用于生产），同时通过全椒基地分布式光伏布局新能源业务，打造“三废一新”模式优势显著。

（一）研发三废一新模式，新建全椒基地产能倍增

充分利用“三废”彰显循环经济优势，热电联产打造产业链闭环。公司利用废纸再生造纸、利用废渣（包括废弃秸秆、树枝）燃烧为造纸厂供热供电、废水回用作为生产用水，充分利用“三废”，实行“资源-产品-资源”循环经济模式，构建回收废纸-再生造纸-纸箱制造产业链，生产再生纸进入下游包装产业链。公司利用造纸废渣和废弃秸秆树枝燃烧发电供热，为造纸烘干提供蒸汽，打造产业链闭环，余量蒸汽销往产业园内其他企业。目前公司营收来自再生纸生产、纸板纸箱制造、热电联产全产业链，协同优势显著。

图 45: 公司循环利用废纸废渣废水, 打造产业链闭环



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

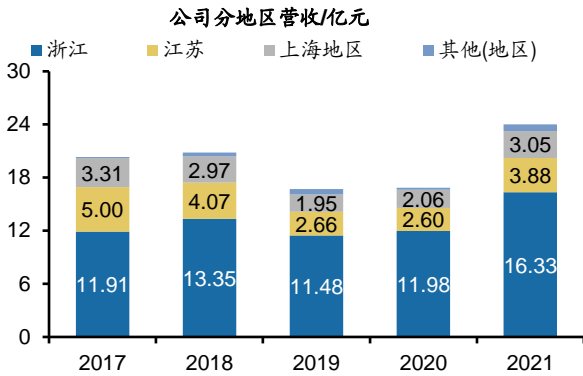
走出“平湖基地成型-全椒基地推广-全国多点复制”差异化拓展路径。公司60万吨产能平湖基地位于上海、杭州交汇处, 辐射苏州、宁波。依托长三角地区的高消费水平, 公司整合废纸回收(处高消费地区废纸运输半径内)、再生纸销售(大小包装厂多聚集于大城市周围)渠道, 形成“废纸-成品纸-废纸”供需匹配闭环, 渠道整合能力构建公司护城河。2021年长三角地区贡献23.26亿元营收, 占比达97%。依托平湖经验, 公司将走出“平湖基地成型-全椒基地推广-全国多点复制”差异化拓展路径, 130万吨原纸+5亿平米纸板产能的全椒基地将辐射南京、合肥, 持续受益于区位优势。

图 46: 平湖、全椒基地地处核心城市交汇点



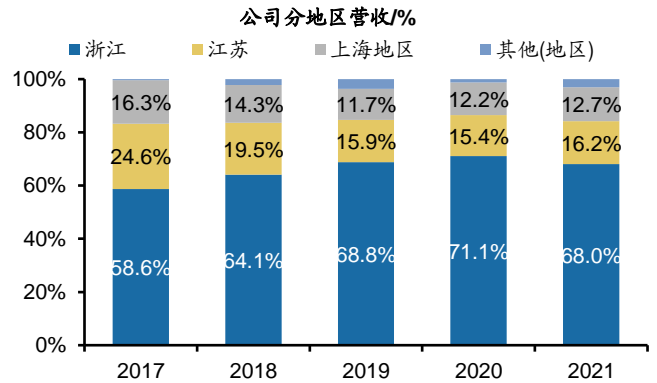
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 47: 2021年长三角地区贡献23.26亿元营收



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 48: 2021年长三角贡献97%营收

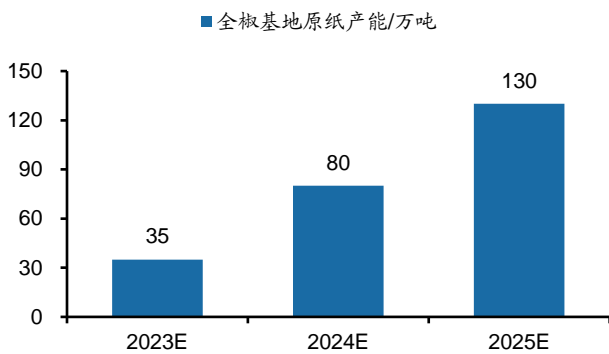


数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

公司新建全椒基地, 根据《完成年产130万吨再生环保纸项目备案的公告》, 公司预计130万吨原纸产能将在2025年前全部投产; 根据《关于投资建设年产5亿平方绿色智能包装产业园项目的公告》, 一期、二期项目将在2023年9月和2025年6月完工。

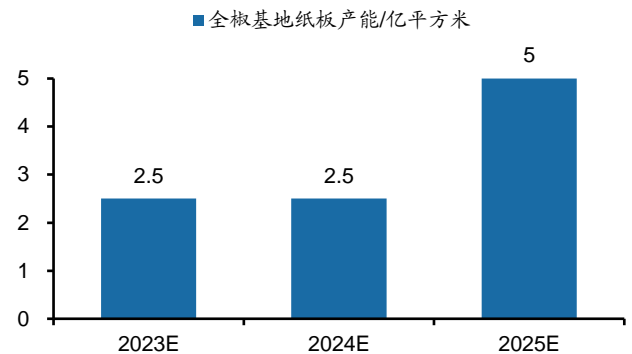
预计全椒基地满产后纸制品将贡献50.49亿元营收和6.62亿元毛利润。我们假设2023-2025年全椒基地原纸产能为35万吨、80万吨和130万吨, 假设产能利用率逐渐提升, 根据平湖基地历史销售数据, 假设售价和单吨毛利保持在3000元/吨和380元/吨; 假设2023、2025年纸板产能达到2.5亿平方米和5亿平方米, 假设纸板售价和单单位毛利保持在2.4元/平方米和0.35元/平方米。测算全椒基地原纸+纸板产能满产后可贡献50.49亿元营收和6.62亿元毛利润, 产能倍增下公司盈利将快速提升。

图 49: 假设全椒基地130万吨原纸产能投产节奏



数据来源: 定期报告, 《完成年产130万吨再生环保纸项目备案的公告》, 广发证券发展研究中心

图 50: 假设全椒基地5亿平方米纸板产能投产节奏



数据来源: 定期报告, 《关于投资建设年产5亿平方绿色智能包装产业园项目的公告》, 广发证券发展研究中心

表 1: 测算全椒基地满产后纸制品将贡献 50.5 亿元营收和 6.6 亿元毛利

原纸	2023E	2024E	2025E	满产
产能/万吨	35	80	130	130
产能利用率/%	65%	75%	85%	100%
生产量/万吨	22.75	60.00	110.50	130.00
销售量/万吨	22.52	59.40	109.40	128.70
产销率/%	99%	99%	99%	99%
单价/元/吨	3000	3000	3000	3000

营业收入/亿元	6.76	17.82	32.82	38.61
单吨毛利/元	380	380	380	380
毛利润/亿元	0.86	2.26	4.16	4.89
纸板	2023E	2024E	2025E	满产
产能/亿平方米	2.5	2.5	5	5
产能利用率/%	25%	95%	75%	100%
生产量/亿平方米	0.63	2.38	3.75	5.00
销售量/亿平方米	0.62	2.35	3.71	4.95
产销率/%	99%	99%	99%	99%
单价/元/平方米	2.4	2.4	2.4	2.4
营业收入/亿元	1.485	5.643	8.91	11.88
单位毛利/元	0.35	0.35	0.35	0.35
毛利润/亿元	0.22	0.82	1.30	1.73
合计	2023E	2024E	2025E	满产
营业收入/亿元	8.24	23.46	41.73	50.49
毛利润/亿元	1.07	3.08	5.46	6.62

数据来源：定期报告，《关于签订年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目战略合作框架协议的公告》，广发证券发展研究中心

（二）双碳下分布式光伏全面起量，加速整县推进

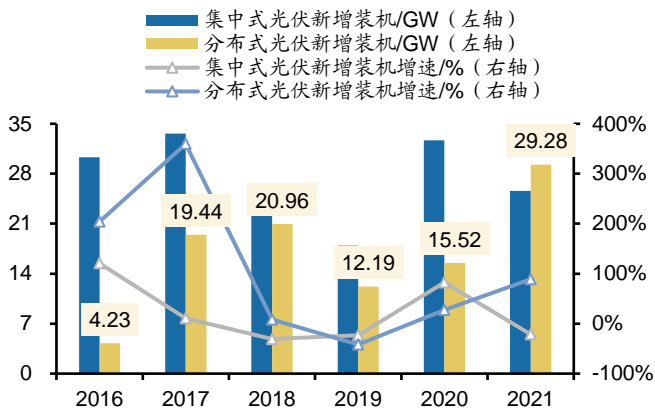
分布式光伏需求起量，住建部规划“十四五”期间新增50GW。2021年以来，政策全面加码支持分布式光伏发展，户用光伏补贴0.03元/kWh延续至2021年底，整县光伏政策全力推进，2021年9月国家能源局已公布676个分布式光伏整县推进名单。根据国家能源局，2021年分布式光伏新增装机首超集中式，达到29.28GW，同比增长88.66%，累计装机容量达107.51GW。2022年3月住建部发布《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，提出“十四五”期间规划累计新增分布式光伏50GW，预计十四五末分布式光伏装机将超过157GW。

表 2：分布式光伏相关政策一览

时间	政策名称	相关内容
2021/05/11	《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	2021年户用光伏发电项目国家财政补贴预算额度为 5亿元
2021/06/11	《关于落实好2021年新能源上网电价政策有关事项的函》	2021年纳入当年中央财政补贴规模的新建户用分布式光伏项目，其全发电量补贴标准按 每千瓦0.03元 执行
2021/09/08	《关于公布整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单的通知》	将各省（自治区、直辖市）及新疆生产建设兵团报送的 676个 试点县（市、区）全部列为整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点
2021/12/29	关于印发《加快农村能源转型发展助力乡村振兴的实施意见》的通知	利用农户闲置土地和农房屋顶，建设分布式风电和光伏发电，配置一定比例储能，自发自用，就地消纳，余电上网
2022/03/11	住建部《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	“十四五”期间，累计新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦 ，逐步完善太阳能光伏建筑应用政策体系、标准体系、技术体系。
2022/04/21	国家发改委价格司《关于2022年新建风电、光伏发电项目延续平价上网政策的函》	2022年对新核准陆上风电、新备案集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目延续平价上网政策，未提及户用光伏

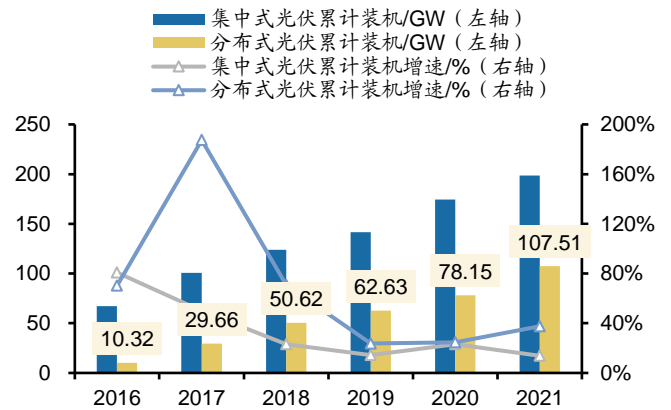
数据来源：各部门官网，广发证券发展研究中心

图 51: 集中式光伏与分布式光伏新增装机



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

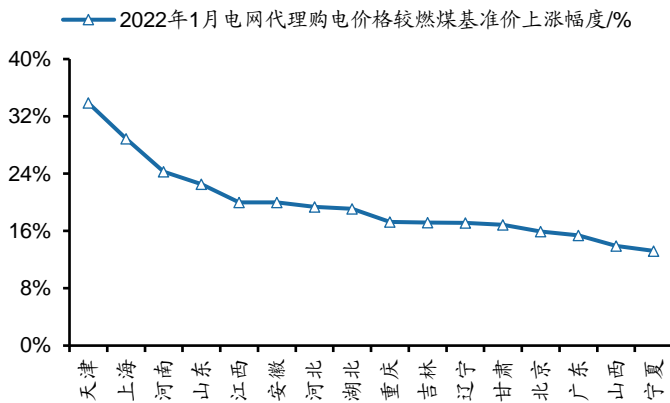
图 52: 集中式光伏与分布式光伏累计装机



数据来源: 国家能源局, 广发证券发展研究中心

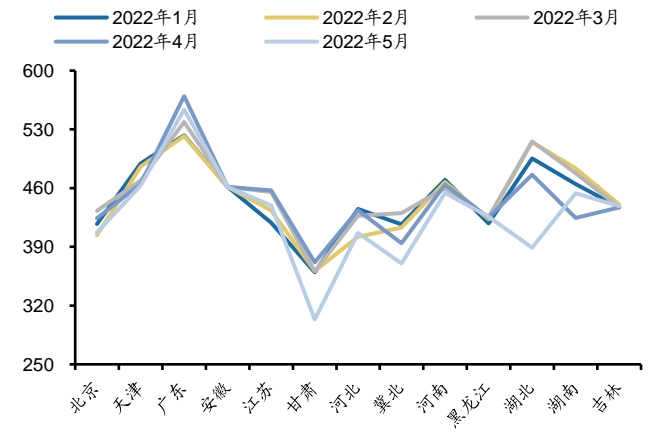
电价市场化改革扩大分布式光伏项目收益。2021年10月, 国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革》, 提出取消工商业目录销售电价, 让电价反映供需情况, 推动工商业用户进入电力市场直接购电, 或选择逐渐过渡, 由电网企业代理从电力市场中购电。2022年以来, 各省电网代理购电价格总体呈持续上涨趋势, 以广东为例, 根据北极星电力网, 2022年4月广东省代理购电价格为569.5元/MWh, 相比于453元/MWh的燃煤基准价上涨了25.7%, 度电价格涨幅超过0.1元。电价上浮推高工商业分布式收益率, 激发工商业业主对分布式光伏的投资需求。

图 53: 2022年1月代理购电价较燃煤基准价的涨幅



数据来源: 国际能源网, 广发证券发展研究中心

图 54: 各省电网代理购电价格 (元/MWh)

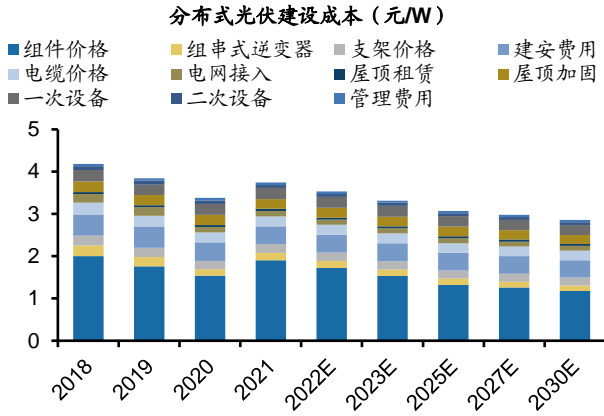


数据来源: 北极星电力网, 广发证券发展研究中心

能耗双控与碳足迹提振工商业分布式光伏需求。受能耗双控力度加大与煤炭价格上涨影响, 电力供需平衡难以维持, 2021年下半年全国出现较大规模停产限电危机, 企业追求稳定清洁低成本供电诉求强烈。2022年1月, 国务院《“十四五”节能减排综合工作方案的通知》明确新增可再生能源电力消费量不纳入地方能源消费总量考核, 原料用能不纳入全国及地方能耗双控考核, 进一步提振工商业用户对于分布式光伏需求。

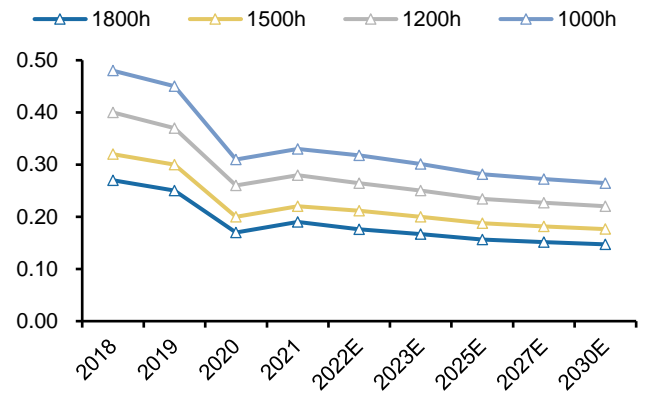
成本持续降低，分布式光伏经济性凸显。根据CPIA，在全投资模型下，分布式光伏发电系统在1800/1500/1200/1000h等效利用小时数下的LCOE分别为0.19/0.22/0.28/0.33元/kWh，已全面具备平价上网条件，未来伴随组件价格下降分布式光伏LCOE有望进一步下降。

图 55: 分布式光伏建设成本情况



数据来源: CPIA, 广发证券发展研究中心

图 56: 分布式光伏电站LCOE不断下降

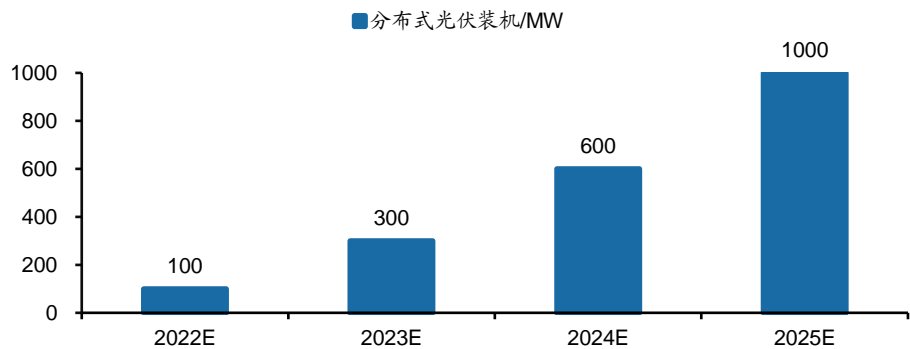


数据来源: CPIA, 广发证券发展研究中心

(三) 储备全椒 1GW 分布式光伏装机，打造远期成长点

乘行业东风，储备1GW全椒全县分布式光伏装机。全椒县所在的滁州经济技术开发区为676个分布式光伏整县推进县之一。2022年1月4日，公司与全椒县政府签订了战略合作框架协议，在全椒县投资建设年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目，其中包含1GW分布式光伏电站以及光伏产品研发制造，总投资约人民币105亿元，预计将在年内开工、于2025年前分期投产。

图 57: 预计全椒1GW分布式光伏装机将在2025年前分期投产



数据来源: 公司公告《关于签订年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目战略合作框架协议的公告》，广发证券发展研究中心

假设分布式光伏装机2025年全部投产，可贡献3.59亿元营收和1.53亿元毛利，打造远期增长点。

重要假设:

(1) 假设1GW分布式光伏装机于2025年前分期投产，假设2022-2025年累计投产装

机分别为100、300、600和1000MW。

(2)根据安徽省光伏发电利用小时数情况,假设全椒分布式光伏利用小时数为1100小时,上网电率为98.5%,电价为安徽省燃煤发电基准价0.3844元/千瓦时。

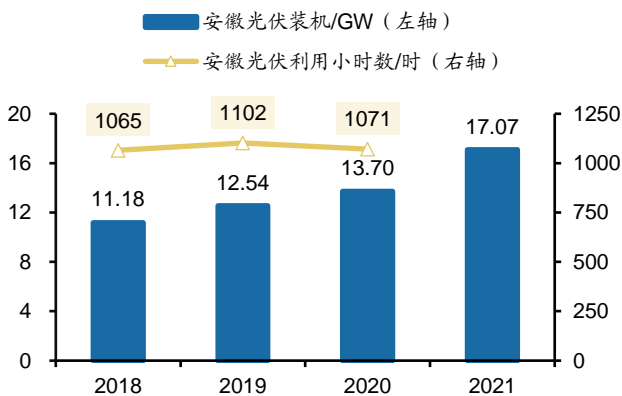
(3)伴随组件价格下降,假设光伏度电成本逐年下降,2022-2025年度电成本为0.21、0.20、0.19、0.19元/千瓦时。

表 3: 预计分布式光伏全部投产后可贡献 3.6 亿元营收和 1.5 亿元毛利

分布式光伏收入拆分				
	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入/亿元	0.36	1.08	2.15	3.59
营收增速/%		200.0%	100.0%	66.7%
营业成本/亿元	0.23	0.65	1.24	2.06
毛利润/亿元	0.13	0.43	0.92	1.53
毛利率/%	36.6%	39.6%	42.7%	42.7%
重要假设				
	2022E	2023E	2024E	2025E
分布式光伏装机/MW	100	300	600	1000
利用小时数/时	1100	1100	1100	1100
电价/元/千瓦时	0.3844	0.3844	0.3844	0.3844
度电成本/元/千瓦时	0.21	0.20	0.19	0.19
发电量/亿千瓦时	1.10	3.30	6.60	11.00
上网电量/亿千瓦时	1.08	3.25	6.50	10.84
上网电率/%	98.5%	98.5%	98.5%	98.5%

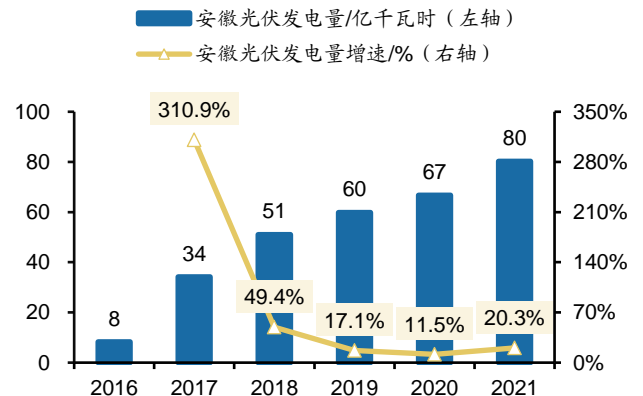
数据来源:公司公告《关于签订年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目战略合作框架协议的公告》,广发证券发展研究中心

图 58: 安徽光伏装机及利用小时数情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 59: 安徽光伏发电量情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

我们将公司收入分为了原纸、纸板、蒸汽、分布式光伏和其他业务，分别进行测算：

（1）原纸业务：

平湖基地：假设2022-2024年平湖基地产能、产能利用率保持2021年水平，假设2022-2024年产销率为99.5%，根据公司历史数据假设2022年起原纸价格逐步回落至正常水平，假设2022-2024年原纸单价为3100、3000、3000元/吨，单吨毛利假设为400、380、380元/吨。

全椒基地：根据《完成年产130万吨再生环保纸项目备案的公告》，公司预计130万吨原纸产能将在2025年前全部投产，假设2023-2024年产能为35万吨和80万吨，由于部分产能投产下存在产能爬坡，假设2023-2024年产能利用率为65%、75%，根据平湖基地历史数据假设2023-2024年单价为3000元/吨，假设2023-2024年单吨毛利为380元/吨。

（2）纸板业务：

平湖基地：假设2019年可转债募投年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目2022年内满产，平湖基地产能提升至3亿平方米，假设2022-2024年产能利用率为90%、95%、95%，假设2022-2024年产销率为99.5%，根据平湖基地历史数据假设2022-2024年销售单价为2.4元/平方米，假设2022-2024年单位毛利为0.35元/平方米。

全椒基地：根据《关于投资建设年产5亿平方绿色智能包装产业园项目的公告》，一期、二期项目将在2023年9月和2025年6月完成建设，假设2023-2024年产能为2.5亿平方米，根据投产时间假设2023-2024年产能利用率为25%、95%。根据平湖基地历史数据假设2023-2024年纸板单价为2.4元/平方米，假设2023-2024年单位毛利为0.35元/平方米。

（3）蒸汽业务：假设2022年蒸汽销售价格恢复2017-2020年平均水平，假设2022年蒸汽营收为0.64亿元，假设2023-2024年营收增速为5%，假设2022-2024年毛利率为37%。

（4）分布式光伏：假设全椒基地1GW分布式光伏装机于2023-2025年间逐步投产，2022-2024年装机分别为100MW、300MW和600MW，假设利用小时数为1100小时，假设上网电率为98.5%，假设电价为安徽省燃煤发电基准价0.3844元/千瓦时，假设2022-2024年度电成本为0.21、0.20、0.19元/千瓦时。

（5）其他业务：根据历史情况，假设2022-2024年营收增速为20%，假设2022-2024年毛利率为99%。

表 4：荣晟环保收入拆分（单位：亿元）

	合计					
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入/亿元	16.76	16.95	24.15	26.86	35.33	51.70

营收增速/%	-19.8%	1.2%	42.4%	11.3%	31.5%	46.3%
营业成本/亿元	13.98	14.29	20.42	22.95	30.07	43.89
毛利润/亿元	2.77	2.66	3.73	3.92	5.26	7.81
毛利率/%	16.6%	15.7%	15.4%	14.6%	14.9%	15.1%
其中：原纸						
营业收入/亿元	13.21	13.44	20.04	19.25	25.09	36.16
营收增速/%	-21.7%	1.7%	49.1%	-3.9%	30.3%	44.1%
营业成本/亿元	11.25	11.57	17.27	16.81	21.92	31.58
毛利润/亿元	1.96	1.87	2.77	2.44	3.18	4.58
毛利率/%	14.9%	13.9%	13.8%	12.7%	12.7%	12.7%
其中：纸板						
营业收入/亿元	2.81	2.81	3.01	6.45	8.29	12.45
营收增速/%	-15.5%	-0.2%	7.4%	113.9%	28.6%	50.2%
营业成本/亿元	2.32	2.33	2.55	5.51	7.08	10.63
毛利润/亿元	0.49	0.48	0.47	0.94	1.21	1.82
毛利率/%	17.5%	17.1%	15.5%	14.6%	14.6%	14.6%
其中：蒸汽						
营业收入/亿元	0.66	0.62	0.96	0.64	0.67	0.70
营收增速/%	2.9%	-6.8%	54.4%	-33.2%	5.0%	5.0%
营业成本/亿元	0.41	0.39	0.60	0.40	0.42	0.44
毛利润/亿元	0.25	0.23	0.35	0.24	0.25	0.26
毛利率/%	38.2%	36.6%	36.9%	37.0%	37.0%	37.0%
其中：分布式光伏						
营业收入/亿元				0.36	1.08	2.15
营收增速/%					200.0%	100.0%
营业成本/亿元				0.23	0.65	1.24
毛利润/亿元				0.13	0.43	0.92
毛利率/%				36.6%	39.6%	42.7%
其中：其他业务						
营业收入/亿元	0.07	0.09	0.14	0.16	0.20	0.24
营收增速/%	45.4%	35.1%	52.8%	20.0%	20.0%	20.0%
营业成本/亿元	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利润/亿元	0.07	0.09	0.14	0.16	0.19	0.23
毛利率/%	99.2%	99.3%	98.9%	99.0%	99.0%	99.0%

数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议：预计公司2022-2024年收入分别为26.86、35.33和51.70亿元，同比增长11.3%、31.5%和46.3%；预计2022-2024年实现归母净利润3.56、4.79和6.83亿元，同比增长25.2%、34.5%和42.7%。我们选取造纸企业山鹰国际、太阳纸业为可比公司，目前可比公司2022年PE估值为7.67-10.29倍。公司打造“三废一新”模式，再生纸领域立足平湖已推进全椒基地，并以全椒为基切入分布式光伏，利润率超过同业，参考可比公司估值，给予公司2022年13倍PE，对应合理价值为16.62元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 同业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2022/7/8)

代码	简称	市值/亿元	收盘价 元/股	归母净利润/亿元				PE/倍			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600567.SH	山鹰国际	125.10	2.71	15.16	16.31	19.94	22.55	10.02	7.67	6.27	5.55
002078.SZ	太阳纸业	320.29	11.92	29.57	31.14	34.58	37.47	10.44	10.29	9.26	8.55
平均值								10.23	8.98	7.77	7.05

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 同业公司来自 Wind 一致预期

五、风险提示

原材料价格波动风险。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。

市场竞争风险。随着国民经济快速增长、经济全球化, 我国造纸行业竞争日趋激烈。国内企业在经过多年发展后具备了一定的规模实力和资金实力, 进一步扩大企业规模、提高技术水平、提升产品档次; 国外知名造纸企业也通过独资、合资的方式将生产基地直接设立在中国, 凭借其规模、技术等方面的优势直接参与国内市场竞争。

行业周期性风险。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。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,225	1,528	1,627	1,856	2,270	经营活动现金流	230	102	337	423	512
货币资金	583	295	320	350	380	净利润	232	284	356	479	683
应收及预付	180	280	310	408	597	折旧摊销	64	74	63	76	91
存货	61	104	113	148	216	营运资金变动	-67	-225	-83	-122	-236
其他流动资产	401	849	884	949	1,076	其它	0	-32	0	-10	-27
非流动资产	904	1,054	1,241	1,515	1,874	投资活动现金流	-281	-486	-229	-322	-409
长期股权投资	90	108	108	108	108	资本支出	-186	-93	-250	-350	-450
固定资产	514	725	862	1,036	1,245	投资变动	-97	-408	0	0	0
在建工程	151	48	98	198	348	其他	1	14	21	28	41
无形资产	77	75	75	75	75	筹资活动现金流	-77	98	-83	-71	-73
其他长期资产	70	97	97	97	97	银行借款	20	374	-77	-53	-58
资产总计	2,129	2,582	2,868	3,371	4,144	股权融资	0	0	15	0	0
流动负债	206	539	454	478	568	其他	-97	-276	-22	-18	-15
短期借款	0	284	208	155	96	现金净增加额	-128	-287	25	30	30
应付及预收	159	178	189	247	361	期初现金余额	708	579	295	320	350
其他流动负债	47	77	58	76	110	期末现金余额	579	292	320	350	380
非流动负债	258	172	172	172	172						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	229	145	145	145	145						
其他非流动负债	29	28	28	28	28						
负债合计	464	712	627	650	740						
股本	253	263	278	278	278						
资本公积	293	402	402	402	402						
留存收益	1,066	1,171	1,527	2,006	2,689						
归属母公司股东权益	1,665	1,870	2,242	2,720	3,404						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	2,129	2,582	2,868	3,371	4,144						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,695	2,415	2,686	3,533	5,170
营业成本	1,429	2,042	2,295	3,007	4,389
营业税金及附加	12	15	27	35	52
销售费用	5	5	4	5	8
管理费用	24	33	32	42	62
研发费用	87	109	78	102	150
财务费用	-8	9	22	18	15
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	20	0	0	0
投资净收益	16	19	21	28	41
营业利润	250	277	371	509	743
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	251	277	371	509	743
所得税	19	-8	15	31	59
净利润	232	284	356	479	683
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	232	284	356	479	683
EBITDA	289	323	314	416	600
EPS (元)	0.92	1.08	1.28	1.72	2.45

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	1.2%	42.4%	11.3%	31.5%	46.3%
营业利润增长	-7.8%	10.6%	34.1%	37.4%	45.8%
归母净利润增长	-6.9%	22.6%	25.2%	34.5%	42.7%
获利能力					
毛利率	15.7%	15.4%	14.6%	14.9%	15.1%
净利率	13.7%	11.8%	13.3%	13.6%	13.2%
ROE	13.9%	15.2%	15.9%	17.6%	20.1%
ROIC	10.9%	11.1%	9.3%	10.6%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	21.8%	27.6%	21.8%	19.3%	17.9%
净负债比率	27.9%	38.0%	28.0%	23.9%	21.7%
流动比率	5.95	2.83	3.58	3.88	4.00
速动比率	5.61	2.61	3.30	3.53	3.56
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.94	0.94	1.05	1.25
应收账款周转率	9.84	9.09	9.13	9.13	9.13
存货周转率	27.78	23.28	23.74	23.82	23.89
每股指标 (元)					
每股收益	0.92	1.08	1.28	1.72	2.45
每股经营现金流	1	0	1	2	2
每股净资产	6.58	7.11	8.05	9.77	12.23
估值比率					
P/E	13.27	17.83	11.06	8.22	5.76
P/B	1.85	2.71	1.76	1.45	1.16
EV/EBITDA	9.44	16.13	11.96	8.82	5.97

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：高级分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。