

荣晟环保（603165）

证券研究报告

2023年09月08日

再生纸龙头，新模式打造产业链闭环

荣晟环保成就再生纸龙头。公司以再生纸生产为龙头，集废纸回收、热电联产、再生环保纸生产、纸板纸箱制造于一体，主要产品包括牛皮箱板纸、高强瓦楞原纸、瓦楞纸板、瓦楞纸箱和蒸汽等，核心产品为牛皮箱板纸和高强瓦楞原纸两大类包装纸板。

公司收入总体稳健，归母净利润 23H1 上行。公司 2023H1 营业收入为 11.26 亿元，同比减少 13%，归母净利润 1.58 亿元，同增 47.03%。2022 年，营业收入同比增长 6.14%，销量增加所致公司产能进一步释放，产量、销量同步增加，推动公司营业收入增长。

原纸产能不断扩大，产销率保持高水平。原纸产能不断扩大。公司 2020-2022 年原纸产量分别达 52.08/61.43/70.33wt，纸板产量 13728.59/13075.65/13603.68 万平方米。2022 年原纸产销量同比增加主要系纸机技改后提速增产。公司主要采用直销模式，实现点对点销售，流通环节少，各类产品的产销率均在 100% 上下，产成品期末库存维持在较低水平。

先进的设备研发能力，以及领先的研发水平。公司引进了一流造纸设备和技 术，机器设备自动化程度高，吨纸平均综合能耗、平均取水量较低，产品质量稳定性居行业前列。2022 年，公司拥有 136 人的研发团队，研发投入达到 1.29 亿元。

公司通过热电联产方式，降低生产成本。经过多年发展，公司集热电联产、再生环保纸生产、纸板纸箱制造于一体，产业链完善，促进经济效益的稳定上升。2022 年，公司通过热电联产方式，利用蒸汽发电余热讲造纸烘干，降低了生产成本。2022 年，原纸单位成本小幅减少，带动价格减少至每吨 3070.85 元，成本为每吨 2898.68 元。2022 年纸板成本减少至 1.86 元/平方米，价格减少至 2.11 元/平方米。

首次覆盖，给予“买入”评级。

公司以再生包装纸生产为主业，集废纸回收、热电联产、再生环保纸生产、纸板制造于一体，主要产品包括瓦楞原纸、牛皮箱板纸、高密度纸板、瓦楞纸板和蒸汽等，核心产品为瓦楞原纸、牛皮箱板纸两大类包装纸及其纸制品瓦楞纸板。我们预计 2023-2025 年 EPS 为 0.75/1.57/2.28 元，PE 分别为 21X、10X、7X，目标价 20.25-22.50 元。

风险提示：原材料价格波动的风险、市场竞争风险、行业的周期性风险、环保政策变动风险。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	15.95 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	278.43
流通 A 股股本(百万股)	278.43
A 股总市值(百万元)	4,440.98
流通 A 股市值(百万元)	4,440.98
每股净资产(元)	7.26
资产负债率(%)	31.79
一年内最高/最低(元)	17.17/10.45

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《荣晟环保-半年报点评:半年报业绩超预期，给予增持评级》 2017-08-25
- 《荣晟环保-公司点评:一季度业绩高速增长，给予“增持”评级》 2017-04-19

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,414.60	2,562.87	3,088.48	4,229.73	5,305.22
增长率(%)	42.42	6.14	20.51	36.95	25.43
EBITDA(百万元)	432.70	254.17	310.35	534.71	728.39
归属母公司净利润(百万元)	284.42	168.13	209.94	435.81	635.29
增长率(%)	22.64	(40.89)	24.87	107.58	45.77
EPS(元/股)	1.02	0.60	0.75	1.57	2.28
市盈率(P/E)	15.61	26.41	21.15	10.19	6.99
市净率(P/B)	2.37	2.23	1.68	1.80	1.64
市销率(P/S)	1.84	1.73	1.44	1.05	0.84
EV/EBITDA	10.31	9.50	10.18	6.41	4.76

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1.	荣晟环保以再生纸龙为头，具多项核心产品.....	4
2.	收入业绩总体稳健，产销量增加推动公司营收增长.....	5
3.	产能不断扩大，产销率较高.....	8
4.	推进重大项目建设，打造产业链闭环.....	8
5.	研发“三废一新”新模式，打造产业链闭环.....	9
6.	产业链协同优势，降低生产成本.....	9
7.	盈利估值.....	10
8.	风险提示.....	12

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	2018-2023H1 公司营业收入（亿元）、yoy.....	6
图 3:	2018-2023H1 公司归母净利润（亿元）、yoy.....	6
图 4:	2018-2023H1 综合毛利率、归母净利率.....	6
图 5:	2018-2022 分地区营业收入（亿元）.....	7
图 6:	2018-2022 分地区毛利率.....	7
图 7:	2018-2022 公司分产品收入（亿元）.....	7
图 8:	2018-2022 公司分产品毛利率.....	7
图 9:	2018-2023H1 销售、管理、研发费用率.....	7
图 10:	公司循环利用废纸废渣废水，打造产业链闭环.....	9
图 11:	2018-2022 纸制品成本构成.....	10
图 12:	2018-2022 原纸单位成本、价格.....	10
图 13:	2018-2022 纸板单位成本、价格.....	10
表 1:	公司主要产品.....	4
表 2:	2019-2022 公司主要产品产销量.....	8
表 3:	公司分产品收入拆分.....	11
表 4:	可比公司估值.....	11

1. 荣晟环保以再生纸龙头为头，具多项核心产品

公司以再生纸为龙头，核心产品为牛皮箱纸板、高强瓦楞原纸。浙江荣晟环保纸业股份有限公司以再生纸生产为龙头，集废纸回收、热电联产、再生环保纸生产、纸板纸箱制造于一体，主要产品包括牛皮箱板纸、高强瓦楞原纸、瓦楞纸板、瓦楞纸箱和蒸汽等。

表 1: 公司主要产品

业务类型	产品	产品图示	产品说明
	瓦楞原纸		瓦楞原纸是生产瓦楞纸板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。
原纸	牛皮箱板纸		主要以废纸原料制成，比一般箱纸板更为坚韧、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，是木材、金属等系列包装的优质替代产品。
	高密度纸板		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		由箱板纸和瓦楞原纸制作而成，箱板纸主要用作纸板的的面和底，瓦楞原纸主要用作纸板的瓦楞芯层。
	瓦楞纸箱		瓦楞纸箱主要用于各种产品的包装，既起到保护产品的作用，又可用于产品的印刷、标识、广告宣传等
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

资料来源：公司公告，天风证券研究所

精准把握市场需求，产品结构具优势。公司精准把握市场需求，不断加强研发能力，产品包括 A 级牛皮箱板纸（80-150 克）、AA 级高强瓦楞原纸（65-160 克）、高密度纸板（360 克和 420 克）。为顾客提供差异化产品，尤其在低克重再生纸领域，公司率先开发并量产了 AA 级低克重高强瓦楞纸特色产品，满足顾客需求，提升了公司影响力。

创立 40 余年，在国内包装市场处领先地位。浙江荣晟环保纸业股份有限公司前身平湖造纸厂，创建于 1980 年，1998 年集体企业改制，2004 年完成股份制改革，2017 年 1 月 17 日成功登入上交所主板（股票代码：603165）。公司经过 40 多年快速发展，目前已形成生态造纸、环保热电、绿色包装、实业投资、新能源新材料五大板块。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。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司积极倡导循环经济，走低碳发展之路，建设环境友好型企业。公司遵循“减量化、再利用、资源化”原则，在造纸污水减排及处理、造纸污泥回用、沼气发电等方面走在行业前列或为行业首创，在提高企业竞争力的同时实现可持续发展。

构建高质量产业发展体系，响应双碳目标，稳健推进产能扩张。公司响应“双碳”目标，全面推进能源减碳。持续开展减污降碳类技术改造，积极开展生物质锅炉项目建设，将生物质作为煤炭化石燃料替代能源。2022年，公司推进光伏发电项目，为降碳减污作贡献。

推进重大项目落地，打造复合材料生产基地。公司稳健推进基地布局和产能扩张。公司积极拥抱资本市场。2019年9月，公司拟募集资金用于“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”。2022年1月，公司完成投资建设“年产130wt再生环保纸及新能源综合利用项目”。2022年，公司还利用厂房屋面和水池等空间资源实施建设了光伏发电项目，22年新增建设2.5兆瓦光伏电站，可以有效提高资源利用率。2023年2月，安徽滁州“年产5亿平方米绿色智能包装产业园项目”已在全椒开发区开工奠基。

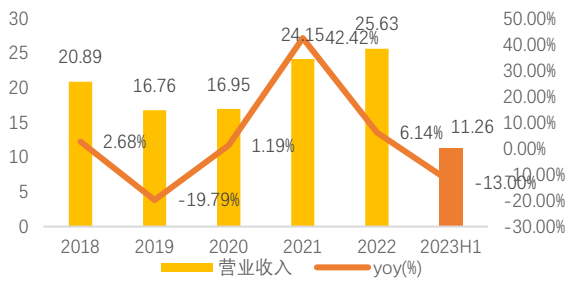
2023年2月，公司发行可转债，拟募集资金用于“年产2000吨芳纶新材料项目”、“年产5亿平方绿色智能包装产业园项目(一期)”“绿色智能化零土地技改项目”以及“生物质锅炉项目”。后续公司将稳步推进安徽绿色智能包装产业园等项目建设，提升公司的核心竞争力。公司计划以芳纶新材料项目为切入点，加大新材料的研发投入，打造芳纶纸基复合材料生产基地，以拓宽公司市场领域，提升公司整体产业规模和市场竞争力，为公司的可持续发展提供有力保障。

2. 收入业绩总体稳健，产销量增加推动公司营收增长

2023H1 公司营业收入为 11.26 亿元，同比减少 13%。公司 23H1 营收减少主要系本期销售价格下降所致。2022 年，营业收入同比增长 6.14%，主要因为销量增加所致公司产能进一步释放，产量、销量同步增加，推动公司营业收入增长。

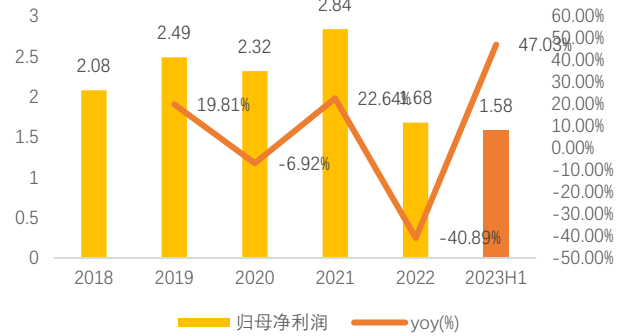
2023H1 公司归母净利润 1.58 亿元，同增 47.03%。2022 年归母净利润 1.68 亿元，同减 40.89%。2019-2021 年归母净利润增长率分别为 19.81%/-6.92%/22.64%，分别为 2.49/2.32/2.84 亿元。2022 年归母净利润同减 40.89%，达 1.68 亿元；2022 年受国内宏观经济环境波动以及局部地区物流受限等影响，公司主要原材料、能源等价格持续上涨，归母净利润同比减少 40.89%。

图 2：2018-2023H1 公司营业收入（亿元）、yoy



资料来源：公司公告，天风证券研究所

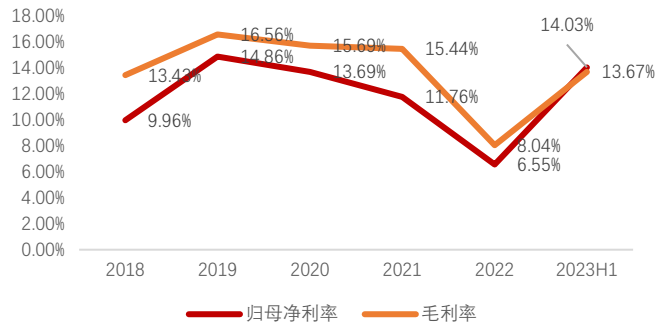
图 3：2018-2023H1 公司归母净利润（亿元）、yoy



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2023H1，毛利率、归母净利率小幅上行。其中，2018-2019 年，毛利率、净利率小幅增加。2020-2022 年，公司产品综合毛利率、净利率有所减少，于 2022 年分别达到 8.04%和 6.56%。2023H1，毛利率增加至 13.67%，归母净利率增加至 14.03%。

图 4：2018-2023H1 综合毛利率、归母净利率

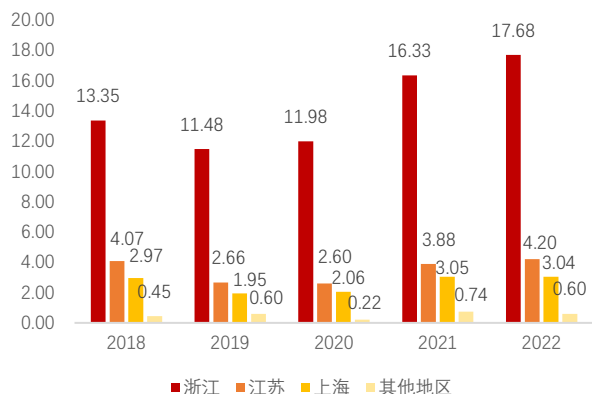


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分地区，长三角地区贡献 24.92 亿元，占比 97.2%。公司位于上海、杭州、苏州三地地域范围的中心。华东地区作为我国最大纸及纸板消费市场之一，对包装纸板的需求量较高且呈现出不断增长的趋势。该地区纸板消费量大，产生的废纸量也较大，从而提供了广阔的产品销售市场和充足的原材料供应市场。

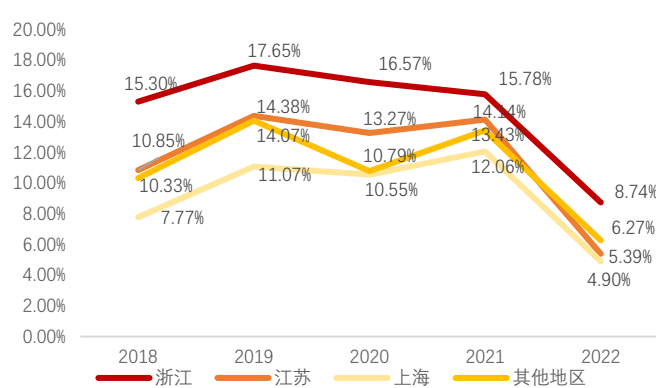
公司位于杭州湾畔的乍浦港，紧邻上海，水陆交通运输便捷，有利于公司运输热电联产所需的原材料原煤以及拓展产品销售辐射面，为公司创造一定的运输成本优势。其中，2022 年，浙江地区营收为 17.68 亿元，占总收入 69%；江苏地区营收为 4.2 亿元，占总收入 16.4%；上海地区为 3.04 亿元，占总收入的 11.9%。

图 5：2018-2022 分地区营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

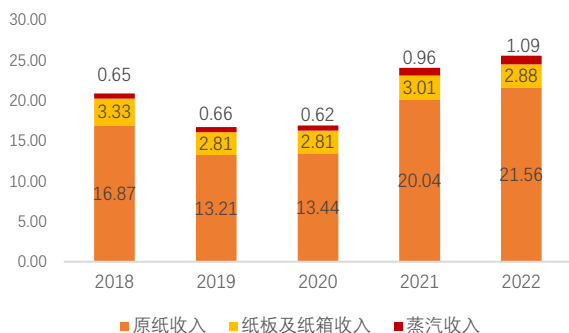
图 6：2018-2022 分地区毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

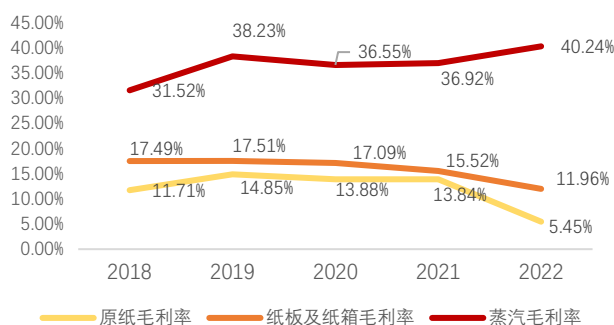
原纸贡献核心收入来源。2022 年原纸收入 21.56 亿，同增 7.60%，占比达到 84.12%。纸板、蒸汽业务营收占比分别为 11.22%、4.25%，业务结构总体保持稳定。

图 7：2018-2022 公司分产品收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

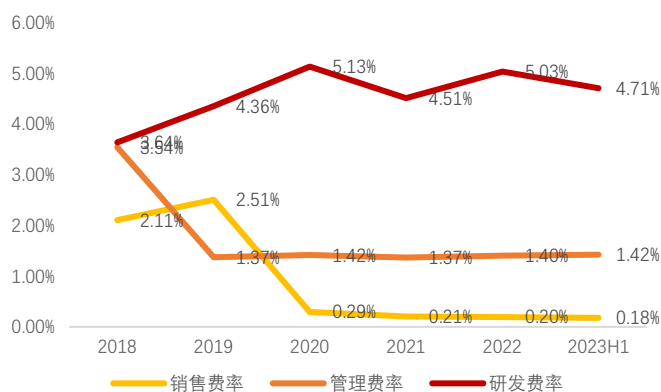
图 8：2018-2022 公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司销售、管理、研发费用率持续优化。公司销售、管理、研发费用率由 2018 年的 9.29% 减少至 2022 年的 6.62%。其中，研发费用投入较高，2022 年研发费用率为 5.03%，高研发投入能够帮助公司精准把握市场需求，走出差异化发展道路。2023H1，公司研发、销售费率小幅减少至 4.17%、0.18%，管理费率小幅增加至 1.42%。

图 9：2018-2023H1 销售、管理、研发费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 产能不断扩大，产销率较高

原纸产能不断扩大，产销率保持高水平。原纸产能不断扩大。公司 2018-2022 年原纸产量分别为 51.97/50.26/52.08/61.43/70.33wt，其中 2020、2021、2022 年原纸产量分别同比增长 3.61%/17.96%/14.48%。2019-2022 年，纸板产量 14174.48/13728.59/13075.65/13603.68 万平方米。

根据公司年报，2019-2021 年，纸板产销量同比增加主要因为产量增加。2019 年原纸产销量同比下降主要因为瓦楞纸机技改停机影响产量减少。2020-2022 年，原纸产销量同比增加主要系纸机技改后提速增产。公司主要采用直销模式，实现点对点销售，流通环节少，各类产品的产销率均在 100%上下，产成品的期末库存维持在较低水平。

表 2：2019-2022 公司主要产品产销量

	2019 产销量		2020 产销量		2021 产销量		2022 产销量	
	生产量	销售量	生产量	销售量	生产量	销售量	生产量	销售量
原纸 (wt)	50.26	50.36	52.08	51.91	61.43	61.05	70.33	70.21
纸板 (万平方米)	14174.48	14166.73	13728.59	13732.78	13075.65	13065.75	13603.68	13603.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 推进重大项目建设，打造产业链闭环

纸制品募投项目完成，推进芳纶新材料项目建设。2019 年 9 月，公司拟募集资金用于“年产 3 亿平方米新型智能包装材料建设项目”，截至 2022 年 6 月，公司已完工“年产 3 亿平方米智能包装材料改造项目”。截止 2022 年 6 月末，产能为 2.4 亿平方米。

2022 年 1 月公司就投资建设“年产 130wt 再生环保纸及新能源综合利用项目”与安徽省全椒县人民政府签署了《战略合作框架协议》，有利于提升公司整体产业规模和市场竞争力，完善公司产业布局。为优化产品布局，公司投资设立全资子公司——浙江荣晟新材料有限公司，并就芳纶项目与陕西科技大学建立战略合作关系，推进产学研融合发展，为公司主营业务的研发创新和产品创新提供技术支撑。

2022 年 3 月，安徽滁州年产 5 亿平方米绿色智能包装产业园项目已在全椒开发区开工奠基，项目总投资 8 亿元，用地约 430 亩，以“创新、绿色、智能、融合”为理念，建设集工业包装、电商包装、高端彩印包装于一体的智能包装产业园。园区将覆盖自主研发、设计、精益化生产、智能化检测、现代化物流等全环节，配备国际先进的高速流水线，集印刷、开槽、成型、打包于一体的智能化系统，打造全智能·数字化未来工厂。

推进芳纶新材料项目建设，提升产业规模。2023 年 2 月公司发行可转债，拟募集资金用于“年产 2,000 吨芳纶新材料项目”、“年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目(一期)”“绿色智能化零土地技改项目”以及“生物质锅炉项目”。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。由于芳纶纸在耐高温、耐腐蚀、绝缘性、高强度等方面的优异特性，其市场前景广阔，备受行业关注。

根据 QYR (恒州博智) 统计和预测，2020 年中国芳纶纸市场规模已达 1.53 亿美元，2028 年其市场规模预计将达到 4.39 亿美元，2021-2028 年复合增长率高达 14.92%。通过芳纶造纸项目的建设，公司将在项目建成后拥有年产 2,000 吨芳纶复合材料的能力，有利于公司在芳纶材料行业实现大规模国内量产抢占市场先机，获取更大市场份额，保持长期竞争优势。

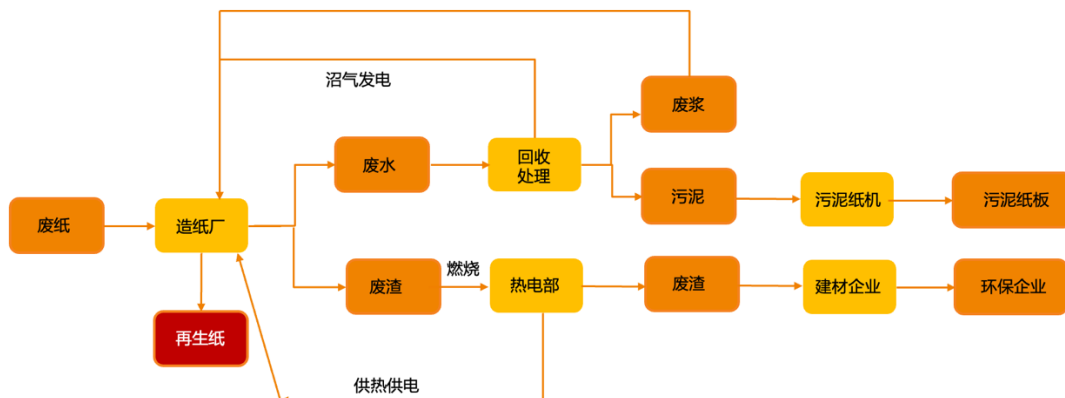
公司开展光伏发电项目，降本增效，作为现有供电资源补充。2021 年以来，政策全面加码支持分布式光伏发展。公司积极探索高性能余热发电技术，节约燃料;公司近年来还利用厂房屋面和水池等空间资源实施建设了光伏发电项目，2022 年新增建设 2.5 兆瓦光伏电站，可以有效提高资源利用率，共同助力“碳中和”的奋斗目标，创造良好的经济效益和社会效益。

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 130wt 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。公司主要负责光伏发电的运营管理，作为现有供电资源的补充。该项目有利于提升公司整体产业规模和市场竞争力，进一步提高公司的综合实力，增强产品供应能力，拓宽公司市场领域，完善公司产业布局，为公司的可持续发展提供保障，从而进一步提高公司的综合实力，对推动公司产业结构调整、转型升级、效益提升具有重要意义。

5. 研发“三废一新”新模式，打造产业链闭环

公司利用废纸再生造纸、利用废渣（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 10：公司循环利用废纸废渣废水，打造产业链闭环



资料来源：公司公告、天风证券研究所

先进的设备研发能力，以及领先的研发水平。公司引进了一流造纸设备和技术，机器设备自动化程度高，吨纸平均综合能耗、平均取水量较低，产品质量稳定性居行业前列。同时，公司技术创新体系完善，研发条件齐全，研发投入逐年增长，具备较强的科研实力和持续创新能力。2022 年，公司拥有 136 人的研发团队，研发投入达到 1.29 亿元。

领先的专利数量。截至 2022 年 12 月 31 日，公司及子公司拥有授权专利共计 136 项，其中发明专利 31 项，省级新产品 21 项，省级工业新技术 10 项。2012 年，公司被认定为国家高新技术企业，同时建有省级企业研究院、省级企业技术中心。公司核心专利技术包括从废纸中提取优质纤维，采用废纸生产高强瓦楞原纸、高强度牛皮挂面箱纸板等，实现了利用国产废纸取代进口废纸进行再生环保纸生产。

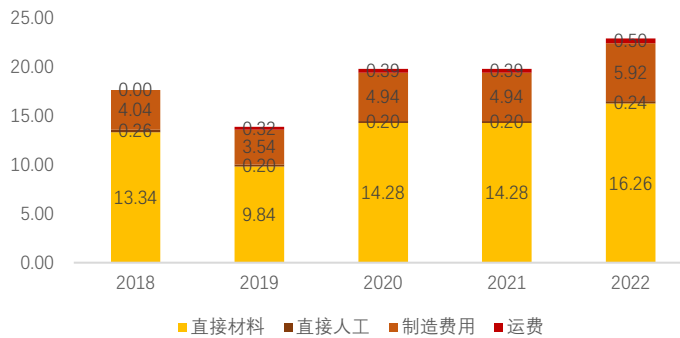
6. 产业链协同优势，降低生产成本

公司主要生产绿色包装再生纸，由于造纸过程中需要将纸浆烘干，需要使用大量的蒸汽，

公司通过热电联产方式，利用蒸汽发电后的余热，用于造纸烘干，这样既降低了生产成本，又减少了公司对外部电力和蒸汽的依赖，还能对外销售部分蒸汽取得一定的收入，2022年，蒸汽收入是1.09亿元。此外，随着下游纸包装的需求不断提升，公司通过子公司嘉兴市荣晟包装材料有限公司、安徽荣晟包装新材料科技有限公司进一步延伸公司的产业链，能够及时深入了解包装行业，把握下游最终用户的需求，合理制定和调整公司的生产经营计划。

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。其中，2022年，直接人工、制造费用和运费分别同比增长20.61%/19.84%/27.14%，分别为0.24/5.92/0.50亿。

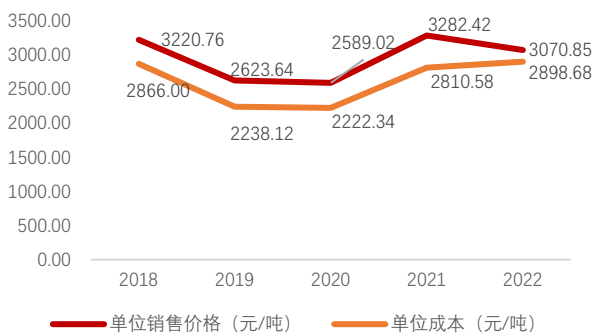
图 11：2018-2022 纸制品成本构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

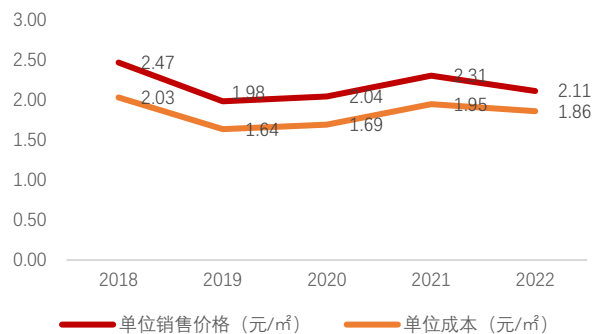
公司通过热电联产方式，降低生产成本。经过多年发展，公司集热电联产、再生环保纸生产、纸板纸箱制造于一体，产业链完善，有效防止上下游行业波动，促进经济效益的稳定上升。2019年，原纸、纸板单位成本下降，分别为2238.12元/吨、1.69元/平方米。2019-2021年，原纸、纸板单位成本小幅上升，2021年为3282.42元/吨、2.31元/平方米。2022年，公司通过热电联产方式，利用蒸汽发电余热进行造纸烘干，降低了生产成本。2022年，原纸单位成本小幅减少，带动价格减少至每吨3070.85元，成本为每吨2898.68元。2022年，纸板成本减少至1.86元/平方米，价格减少至2.11元/平方米。

图 12：2018-2022 原纸单位成本、价格



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2018-2022 纸板单位成本、价格



资料来源：公司公告，天风证券研究所

7. 盈利估值

收入端：预期 23-25 年原纸仍为公司核心品类，收入增速分别为 20%/21%/23%；蒸汽销量逐步提升，收入增速 46%/50%/50%；纸板及纸箱收入增速为 19%/20%/21%。公司 22 年拟募集资金用于年产 2000 万吨芳纶纸项目，建设期 2 年，预计在 2024 年完工，芳纶纸市场价格为 30 万/吨，若 25 年达到 2000 吨产量，预计 25 年芳纶纸收入达到 6 亿元。

利润端：23 年受公司热电联产降本增效的影响，预计公司蒸汽毛利率会同比增加，23-25 年毛利率预测分别为 43.11%/45.00%/46.10%；原纸仍为核心品类，预期 23-25 年毛利率稳定在 12%-16%；纸板及纸箱业务占比逐渐增加，毛利率稳定在 18%-20%左右。参考市场行情，芳纶纸毛利率为 35%左右。

我们预期 2023-2025 年公司营收为 30.88/42.30/53.05 亿元，归母净利润为 2.10/4.36/6.35 亿元，EPS 为 0.75/1.57/2.28 元，对应的 23-25 年 PE 为 21.80/10.50/7.21x。

表 3：公司分产品收入拆分

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1695.45	2414.60	2562.87	3088.48	4229.73	5305.22
yoy	1.19%	42.42%	6.14%	20.51%	36.95%	25.43%
毛利率	15.69%	15.44%	8.04%	14.15%	17.93%	19.92%
主营业务收入分产品						
原纸						
收入	1343.93	2003.88	2156.11	2587.33	3130.67	3850.72
yoy	1.72%	49.11%	7.60%	20.00%	21.00%	23.00%
毛利率	13.88%	13.84%	5.45%	11.76%	13.22%	15.33%
纸板及纸箱						
收入	280.64	301.43	287.58	342.23	410.67	496.91
yoy	-0.19%	7.41%	-4.59%	19.00%	20.00%	21.00%
毛利率	17.09%	15.52%	11.96%	18.77%	19.45%	18.45%
蒸汽						
收入	61.95	95.64	108.85	158.93	238.39	357.59
yoy	-6.80%	54.39%	13.81%	46.00%	50.00%	50.00%
毛利率	36.55%	36.92%	40.24%	43.11%	45.00%	46.10%
芳纶纸						
收入					450	600
yoy						
收入					241.66	369.73
yoy						33.00%
毛利率					35.00%	35.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们采用相对估值法，选取青山纸业、森林包装、岳阳林纸作为可比公司。青山纸业主要从事纸浆、纸和纸制品生产销售岳阳林纸为拥有上游林业资源和下游造纸业务的林纸一体化企业。可比公司与荣晟环保在产品品类上具有相似性，参考可比公司估值，我们认为公司在造纸行业创立多年，经验丰富，产品力在行业中具有优势，具备持续拓展全球市场的潜力，给予公司 23 年合理 PE27-30 倍，23 年目标市值 57-63 亿元，目标价 20.25-22.50 元。

表 4：可比公司估值

公司代码	公司名称	现价	PE (2023E)	PE (2024E)	PE (2025E)
600103	青山纸业	2.59	39.29	40.08	43.28
605500	森林包装	7.63	22.63	23.08	24.93
600963	岳阳林纸	6.32	18.48	18.85	20.36
平均			26.80	27.34	29.52

资料来源：wind，天风证券研究所；注：价格为 2023/09/08 收盘价，PE 选取 wind 一致预期

8. 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，废纸占主营业务成本的比重 70%左右，原煤占比则在 10%左右，废纸和原煤的价格波动将对公司的主营业务成本及经营业绩产生较大影响。

市场竞争加剧风险：包装用纸具有单品价值低、质量轻、体积大的特点，区域性特征明显。公司所处的长三角区域是包装用纸主要消费区域之一，集中了大量的包装造纸企业。公司主要竞争对手玖龙纸业、荣成纸业、理文造纸、吉安集团等均在长三角地区具有较大产能，部分企业存在扩产计划新产能的投放，将进一步加剧区域市场的竞争。

行业的周期性风险：造纸行业是与国民经济和社会发展关系密切的重要基础原材料产业，涉及农、林、化工、机械、电子、能源、运输等多个领域。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。近年受“禁废令”、节能减排、循环经济等政策影响，造纸行业内高耗能、高污染、低效益的中小企业被加速淘汰，行业集中度持续提升，造纸行业进入重要转型发展期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	295.17	818.60	902.90	1,015.00	972.70
应收票据及应收账款	265.52	546.99	264.50	297.10	517.50
预付账款	14.47	7.03	0.00	0.00	0.00
存货	103.73	81.10	120.80	97.43	149.83
其他	848.86	58.62	873.10	470.00	450.40
流动资产合计	1,527.75	1,512.34	2,161.30	1,879.53	2,090.43
长期股权投资	108.16	112.96	124.30	136.70	150.40
固定资产	725.45	737.27	804.50	848.00	908.90
在建工程	48.33	84.43	104.10	106.80	94.50
无形资产	74.98	109.98	111.30	121.40	156.60
其他	97.32	101.53	101.80	95.40	100.30
非流动资产合计	1,054.24	1,146.18	1,246.00	1,308.30	1,410.70
资产总计	2,581.99	2,658.53	3,407.13	3,187.83	3,501.13
短期借款	284.15	300.31	292.20	296.30	294.30
应付票据及应付账款	178.15	223.53	220.80	246.40	290.40
其他	71.43	109.30	84.00	72.40	93.40
流动负债合计	533.73	633.14	597.00	615.10	678.10
长期借款	0.00	0.00	26.50	28.00	27.00
应付债券	144.69	0.00	124.50	89.70	71.40
其他	27.52	28.72	21.60	(12.50)	21.40
非流动负债合计	172.21	28.72	172.60	105.20	119.80
负债合计	711.65	668.33	769.60	720.30	797.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	263.20	278.43	278.43	278.43	278.43
资本公积	402.43	567.44	567.40	607.40	667.40
留存收益	1,171.21	1,246.78	1,790.10	1,579.60	1,755.40
其他	33.50	(102.45)	1.60	2.10	2.00
股东权益合计	1,870.34	1,990.19	2,637.53	2,467.53	2,703.23
负债和股东权益总计	2,581.99	2,658.53	3,407.13	3,187.83	3,501.13

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	284.42	168.13	209.94	435.81	635.29
折旧摊销	74.29	85.64	86.77	86.77	86.77
财务费用	18.05	12.16	(11.15)	(29.02)	(53.55)
投资损失	(18.93)	(10.36)	(15.07)	(16.61)	(16.87)
营运资金变动	(272.34)	184.38	112.55	4.87	(208.60)
其它	16.04	(182.91)	(18.95)	(18.43)	(18.69)
经营活动现金流	101.52	257.04	364.09	463.39	424.34
资本支出	199.40	172.16	193.44	189.57	150.37
长期投资	17.80	4.80	11.34	12.40	13.70
其他	(703.41)	349.40	(933.06)	188.55	(155.48)
投资活动现金流	(486.21)	526.36	(728.29)	390.52	8.58
债权融资	191.11	(129.15)	(164.80)	(5.78)	35.25
股权融资	7.79	(80.25)	104.02	40.50	59.90
其他	(101.21)	(55.05)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	97.69	(264.45)	(60.78)	34.72	95.15
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(287.00)	518.95	(424.98)	888.62	528.08

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,414.60	2,562.87	3,088.48	4,229.73	5,305.22
营业成本	2,041.67	2,356.93	2,651.56	3,471.36	4,248.31
营业税金及附加	15.50	28.20	25.04	35.99	48.85
销售费用	4.72	4.73	6.19	8.48	13.88
管理费用	33.23	36.14	47.36	89.50	112.26
研发费用	108.82	128.80	168.78	211.49	275.87
财务费用	8.92	(0.08)	(11.15)	(29.02)	(53.55)
资产/信用减值损失	(2.90)	(3.83)	(0.94)	(1.56)	(1.46)
公允价值变动收益	19.99	17.91	13.06	16.99	15.99
投资净收益	18.93	10.36	15.07	16.61	16.87
其他	(110.94)	(202.36)	0.00	0.00	0.00
营业利润	276.65	186.06	227.90	473.96	691.01
营业外收入	0.01	0.30	0.96	0.58	0.46
营业外支出	0.16	2.09	0.66	0.83	0.94
利润总额	276.50	184.28	228.20	473.71	690.54
所得税	(7.91)	16.15	18.26	37.90	55.24
净利润	284.42	168.13	209.94	435.81	635.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	284.42	168.13	209.94	435.81	635.29
每股收益(元)	1.02	0.60	0.75	1.57	2.28

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	42.42%	6.14%	20.51%	36.95%	25.43%
营业利润	10.64%	-32.74%	22.48%	107.97%	45.80%
归属于母公司净利润	22.64%	-40.89%	24.87%	107.58%	45.77%
获利能力					
毛利率	15.44%	8.04%	14.15%	17.93%	19.92%
净利率	11.78%	6.56%	6.80%	10.30%	11.97%
ROE	15.21%	8.45%	7.96%	17.66%	23.50%
ROIC	29.68%	13.47%	14.55%	30.16%	40.29%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	27.56%	25.14%	22.59%	22.60%	22.79%
净负债率	7.19%	-26.04%	-17.43%	-24.36%	-21.46%
流动比率	2.83	2.36	3.62	3.06	3.08
速动比率	2.64	2.24	3.42	2.90	2.86

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	11.03	6.31	7.61	15.06	13.03
存货周转率	29.31	27.73	30.59	38.76	42.91
总资产周转率	1.03	0.98	1.02	1.28	1.59

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.02	0.60	0.75	1.57	2.28
每股经营现金流	0.36	0.92	1.31	1.66	1.52
每股净资产	6.72	7.15	9.47	8.86	9.71

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	15.61	26.41	21.15	10.19	6.99
市净率	2.37	2.23	1.68	1.80	1.64
EV/EBITDA	10.31	9.50	10.18	6.41	4.76
EV/EBIT	12.45	14.33	14.14	7.65	5.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com