

路德环境（688156.SH）/环保

证券研究报告/公司点评

2022年12月4日

评级：买入（维持）

市场价格：30.74

分析师：汪磊

执业证书编号：S0740521070002

电话：021-20315185

Email: wanglei01@r.qlzq.com.cn

研究助理：陈若西

Email: chenrx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	92
流通股本(亿股)	71
市价(元)	30.74
市值(亿元)	2,840
流通市值(亿元)	2,191

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1《转型发力，掘金有机糟渣资源化新蓝海》
- 2《业务转型成效初显，静待酒糟资源化产能释放驱动业绩高增》
- 3《酒糟资源化业务快速发展，未来量价齐升驱动业绩高增》
- 4《业务转型关键之年，酱香、浓香型发酵饲料扩产齐头并进》
- 5《环保业务阶段性承压，白酒糟饲料基地再下一城》

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	250	382	411	813	1,217
增长率 yoy%	-17.55%	52.56%	7.48%	98.01%	49.67%
净利润（百万元）	48	76	71	136	196
增长率 yoy%	8.36%	58.23%	-6.57%	93.00%	43.89%
每股收益（元）	0.52	0.82	0.76	1.47	2.12
每股现金流量	0.25	0.49	1.20	0.55	1.41
净资产收益率	6%	9%	8%	14%	16%
P/E	59.5	37.6	40.23	20.85	14.49
P/B	4.0	3.7	3.5	3.0	2.5

备注：股价取自 2022 年 12 月 2 日。

投资要点

- **事件：**12 月 1 日，贵州省人民代表大会常务委员会通过《贵州省赤水河流域酱香型白酒生产环境保护条例》，将于 2023 年 3 月 1 日开始实行。
- **点评：**
- **加大环保投入，推动白酒企业开展酒糟综合利用。**文件提出，赤水河流域县级以上人民政府应当实施最严格的空間管控及保护要求，加强酱香型白酒生产环境的保护，推进酱香型白酒产业高质量发展。赤水河流域酱香型白酒生产企业应当加大对环境保护的资金投入，淘汰落后生产设备、技术和产能，不断升级改造环境保护设施设备。针对酒糟处理，文件特别指出，赤水河流域县级以上人民政府应当统筹规划，推动酱香型白酒生产企业建设酒糟、窖泥尾料、污泥等废弃物的集中综合利用场所和处置场所；赤水河流域酱香型白酒生产企业应当开展酒糟、窖泥尾料、污泥等废弃物的综合利用，提升资源利用效率。赤水河流域作为酱香型白酒重要产地，将酒糟处理写入文件，对酒糟资源化利用具有重要意义。
- **严厉打击窜酒，收糟来源将更有保障。**文件严厉打击窜酒行为，禁止直接或者间接添加非酱香型白酒自身发酵产生的呈香呈味呈色物质。其中，直接或者间接添加非酱香型白酒自身发酵产生的呈香呈味呈色物质为非食品原料、食品添加剂以外的化学物质或者其他可能危害人体健康的物质的，货值金额 1 万元以上的，处以货值金额 15 倍以上 30 倍以下的罚款；情节严重的，吊销许可证。窜酒指以食用酒精和酒糟为原料蒸馏、并加入各种添加剂生产出的白酒，文件对窜酒行为严厉打击，同时鼓励酒糟综合利用，将对公司收糟的规模 and 价格产生正向影响。
- **酒糟饲料基地再下一城，规划产能达 52 万吨/年。**10 月 27 日公司公告与四川省古蔺县人民政府签订投资协议，投资建设古蔺酱酒循环产业开发项目，建成后可实现生物发酵饲料产品年产能 10 万吨。先前公司已在古蔺县东南部设立古蔺路德，此次新项目将面向古蔺北部、东北部及贵州酒企。当前公司白酒糟发酵饲料主要产能为古蔺路德（7 万吨/年），规划产能包括金沙路德（15 万吨/年）、汇川路德（8 万吨/年）、亳州古井贡项目（12 万吨/年），合计规划产能达 52 万吨/年。除亳州项目外，各项目均辐射赤水河产区。其中金沙项目预计 12 月底投产，现已收储白酒糟 10 万余吨，明年酒糟饲料收入有望实现大幅增长。
- **维持“买入”评级：**公司作为目前市场稀缺的糟渣资源化上市公司，先发优势较强。当前公司白酒糟生物发酵饲料已从酱香型酒糟拓展至浓香型酒糟，未来随着在建产能逐步释放，以及糟渣资源化技术在其他领域进一步拓展应用，业绩有望保持快速增长态势。我们保持对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司营业收入分

别为 4.11、8.13、12.17 亿元，分别同比增长 7.48%、98.01%、49.67%，归母净利润分别为 0.71、1.36、1.96 亿元，分别同比增长-6.57%、93.00%、43.89%；对应 EPS 分别为 0.76、1.47、2.12 元，PE 分别为 40.23、20.85、14.49 倍。

■ **风险提示：**政策推进不及预期、市场竞争加剧、项目推进进度不及预期。

图表 1: 路德环境财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	349	418	398	408	营业收入	382	411	813	1,217
应收票据	9	26	52	66	营业成本	239	268	540	819
应收账款	253	248	459	636	税金及附加	2	3	5	8
预付账款	12	12	23	37	销售费用	6	6	12	18
存货	26	26	52	72	管理费用	35	35	57	85
合同资产	15	4	10	23	研发费用	16	18	24	37
其他流动资产	90	68	136	203	财务费用	-2	-7	-1	-2
流动资产合计	741	799	1,120	1,422	信用减值损失	-5	-3	-3	-4
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	0	0	-1
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	180	306	415	459	投资收益	5	2	1	3
在建工程	1	1	1	-1	其他收益	1	3	4	4
无形资产	59	59	59	59	营业利润	86	89	177	253
其他非流动资产	24	15	17	20	营业外收入	5	3	1	3
非流动资产合计	263	380	492	537	营业外支出	1	0	0	0
资产合计	1,005	1,180	1,611	1,959	利润总额	90	92	178	256
短期借款	34	28	37	20	所得税	11	14	27	39
应付票据	9	40	81	76	净利润	79	78	151	217
应付账款	97	133	265	398	少数股东损益	4	8	15	21
预收款项	0	5	8	12	归属母公司净利润	75	70	136	196
合同负债	6	8	17	25	NOPLAT	78	73	150	216
其他应付款	9	7	7	8	EPS (按最新股本摊薄)	0.82	0.76	1.47	2.12
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
其他流动负债	33	25	41	52	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
流动负债合计	188	246	456	590	成长能力				
长期借款	0	70	150	160	营业收入增长率	52.6%	7.5%	98.0%	49.7%
应付债券	0	0	0	0	EBIT增长率	32.1%	-2.8%	106.4%	43.9%
其他非流动负债	3	4	4	4	归母公司净利润增长率	58.2%	-6.6%	93.0%	43.9%
非流动负债合计	3	74	154	164	获利能力				
负债合计	191	320	610	754	毛利率	37.4%	34.7%	33.6%	32.7%
归属母公司所有者权益	770	809	936	1,118	净利率	20.8%	19.1%	18.6%	17.9%
少数股东权益	43	51	66	87	ROE	9.3%	8.2%	13.6%	16.3%
所有者权益合计	813	859	1,001	1,205	ROIC	10.9%	8.6%	14.8%	18.2%
负债和股东权益	1,005	1,180	1,611	1,959	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	19.0%	27.1%	37.9%	38.5%
单位:百万元					债务权益比	4.6%	11.9%	19.1%	15.3%
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	流动比率	3.9	3.2	2.5	2.4
经营活动现金流	45	111	52	130	速动比率	3.8	3.1	2.3	2.3
现金收益	110	97	193	274	营运能力				
存货影响	-13	0	-26	-20	总资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.6
经营性应收影响	-74	-11	-247	-205	应收账款周转天数	202	220	156	162
经营性应付影响	30	69	176	132	应付账款周转天数	130	155	133	146
其他影响	-9	-45	-44	-51	存货周转天数	30	35	26	27
投资活动现金流	-113	-81	-153	-101	每股指标 (元)				
资本支出	-64	-151	-152	-101	每股收益	0.82	0.76	1.47	2.12
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.49	1.21	0.57	1.42
其他长期资产变化	-49	70	-1	0	每股净资产	8.38	8.80	10.19	12.17
融资活动现金流	-6	39	81	-19	估值比率				
借款增加	14	64	89	-7	P/E	38	40	21	14
股利及利息支付	-34	-30	-60	-82	P/B	4	4	3	3
股东融资	15	0	0	0	EV/EBITDA	19	21	10	7
其他影响	-1	5	52	70					

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。