

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0062号

浙江荣晟环保纸业股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“荣晟转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，同时维持“荣晟转债”信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年五月三十日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年5月30日



浙江荣晟环保纸业股份有限公司 主体及“荣晟转债”2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2022/5/30	AA-/稳定	高君子	谢瑞、黄艺明

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
荣晟转债	AA-	AA-

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

主体概况

浙江荣晟环保纸业股份有限公司(以下简称“荣晟环保”或“公司”)主营原纸、纸制品和蒸汽业务,主要产品仍包括瓦楞原纸、牛皮箱板纸和纸箱等。实际控制人仍为自然人冯荣华、张云芳夫妇。

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重(%)	得分
规模和市场地位	营业总收入	35.00	11.51
	产量占比	10.00	6.60
	产品多元化	5.00	0.00
盈利能力和运营效率	毛利率	20.00	14.23
	净资产收益率	5.00	4.45
债务负担与保障程度	资产负债率	10.00	10.00
	EBITDA 利息倍数	10.00	10.00
	全部债务资本化比率	5.00	5.00

2.基础模型参考等级

AA-

3.评级调整因素

无

4.主体信用等级

AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

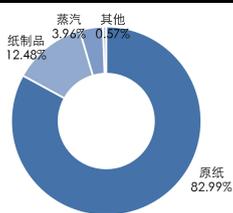
评级观点

公司主要从事各种中高档包装用再生环保纸的研发、生产和销售，跟踪期内，产品仍以牛皮箱板纸和瓦楞原纸为主，应用包装领域，产品主要销往浙江、上海和江苏，在区域具有一定的市场竞争力；跟踪期内，公司原纸产能有所增加，受益于原纸销量和销售均价同比上升，原纸业务获利能力增加；受益于经营积累及部分“荣晟转债”转股，公司所有者权益有所增加。另一方面，公司纸制品生产规模仍不大，产能利用率水平较低，若未来下游需求不及预期，公司在建包装生产线产能释放将面临一定风险；随着国家环保政策的趋紧，公司仍将面临一定的环保压力；公司拟建年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目，计划投资规模105亿元，投资计划尚未确定，在资金管理、人才、技术等方面存在不确定性。

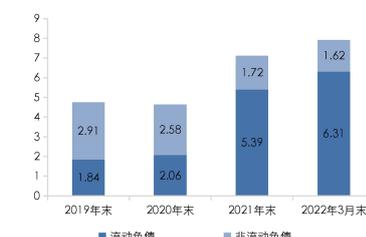
综合考虑，东方金诚维持荣晟环保主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，并维持“荣晟转债”信用等级为AA-。

主要指标及依据

2021年收入构成



公司债务结构(单位:亿元)



主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	19.38	21.29	25.82	27.54
所有者权益(亿元)	14.63	16.65	18.70	19.62
全部债务(亿元)	2.58	2.30	4.30	5.47
营业总收入(亿元)	16.76	16.95	24.15	6.09
利润总额(亿元)	2.74	2.51	2.77	0.80
经营性净现金流(亿元)	4.26	2.30	1.02	0.48
营业利润率(%)	15.52	15.00	14.80	8.75
资产负债率(%)	24.50	21.79	27.56	28.76
流动比率(%)	678.40	594.59	283.21	270.41
全部债务/EBITDA(倍)	0.76	0.68	1.16	-
EBITDA 利息倍数(倍)	36.95	17.33	19.50	-

注：表中数据来源于公司2019年~2021年的审计报告及2022年1~3月未经审计的财务报表。

优势

- 公司主要从事各种中高档包装用再生环保纸的研发、生产和销售，跟踪期内，产品仍以牛皮箱板纸和瓦楞原纸为主，应用包装领域，产品主要销往浙江、上海和江苏，在区域具有一定的市场竞争力；
- 跟踪期内，公司原纸产能有所增加，受益于原纸销量和销售均价同比上升，原纸业务获利能力增加；
- 受益于经营积累及部分“荣晟转债”转股，公司所有者权益有所增加。

关注

- 公司纸制品生产规模仍不大，产能利用率水平较低，若未来下游需求不及预期，公司在建包装生产线产能释放将面临一定风险；
- 随着国家环保政策的趋紧，公司仍将面临一定的环保压力；
- 公司拟建年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目，计划投资规模105亿元，投资计划尚未确定，在资金管理、人才、技术等方面存在不确定性。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来随着公司产能逐步释放以及下游需求增加，将有助于获利能力的增强。

评级方法及模型

《东方金诚造纸和纸制品企业信用评级方法及模型》（RTFC021201907）

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021/5/28	高君子、谢瑞	《东方金诚造纸和纸制品企业信用评级方法及模型》（RTFC021201907）	阅读原文
AA-/稳定	AA-	2018/9/17	高君子、龙文	《造纸和纸制品企业信用评级方法》（2015年5月）	阅读原文

注：自2018年9月17日（首次评级）至2021年5月28日（最新评级），荣晟环保主体信用等级未发生变化，均为AA-/稳定

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
荣晟转债	2021/5/28	3.30	2019/7/23 ~2025/7/23	质押担保和保证担保	自然人

注：自然人冯荣华、张云芳、冯晟宇、陈雄伟、陆祥根将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保。同时，上述人员为“荣晟转债”提供连带保证责任担保

跟踪评级原因

根据相关监管要求及 2019 年浙江荣晟环保纸业股份有限公司可转换公司债券（以下简称“荣晟转债”或“本期债券”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于浙江荣晟环保纸业股份有限公司（以下简称“荣晟环保”或“公司”）提供的 2021 年度审计报告、2022 年 1~3 月合并财务报表，以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

荣晟环保主营原纸、纸制品和蒸汽业务。截至 2021 年末，公司股本 2.63 亿股，控股股东自然人冯荣华对其持股比例为 39.68%，较 2020 年末下降 1.58 个百分点，自然人张云芳对其持股比例为 4.94%。冯荣华、张云芳夫妇对公司持股比例合计 44.62%，为公司实际控制人。

公司主要产品包括牛皮箱板纸和瓦楞原纸，产品仍主要销往江苏、浙江和上海等周边区域。2021 年，公司通过技改增加产能 5.50 万吨，截至 2021 年末，公司具有年产 60 万吨再生环保纸的生产能力，其中瓦楞原纸产能 41.00 万吨，较 2020 年末增加 5.50 万吨；牛皮箱板纸产能仍为 15.00 万吨；高密度纸板产能仍为 4.00 万吨。此外，公司还具备瓦楞纸板产能 1.80 亿平方米。

截至 2021 年末，公司资产总额为 25.82 亿元，所有者权益 18.70 亿元，资产负债率 27.56%，纳入合并报表范围子公司 8 家；2021 年，公司营业收入为 24.15 亿元，利润总额为 2.77 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2019]259号”文件核准，公司于 2019 年 7 月 23 日发行 6 年期 3.30 亿元的可转换公司债券，债券简称“荣晟转债”，票面利率第一年为 0.5%、第二年为 0.7%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.8%、第六年为 2.0%。“荣晟转债”起息日为 2019 年 7 月 23 日，到期日为 2025 年 7 月 23 日。每年付息一次，到期归还所有未转股的本金和最后一年利息。转股期为 2020 年 2 月 3 日至 2025 年 7 月 22 日，初始转股价格为 18.72 元/股，截至 2022 年 3 月末，尚未转股的“荣晟转债”余额为 15039.50 万元，占“荣晟转债”发行总量的 45.5742%。2021 年 5 月 17 日，公司调整转股价格为 10.84 元/股。

“荣晟转债”募集资金扣除保荐承销费及其他发行费用后净额为 3.24 亿元。2021 年，公司投入募集资金总额 1.13 亿元，截至 2021 年末，已累计投入募集资金总额 2.44 亿元，其中绿色节能升级改造项目已投入 1.34 亿元，投资进度 62.15%；年产 3.00 亿平方米新型智能包装材料建设项目已投入 1.10 亿元，投资进度 101.57%，该项目于 2021 年 10 月达到预定可使用状态；其余资金存放募集资金专项账户。

截至本报告出具日，“荣晟转债”已按时付息。

增信措施

“荣晟转债”采用股份质押和保证的担保方式。自然人冯荣华、张云芳、冯晟宇、陈雄伟、陆祥根将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保。同时，上述人员为“荣晟转债”提供连带保证责任担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。

截至本报告出具日，冯荣华、张云芳、冯晟宇、陈雄伟、陆祥根分别以其持有荣晟环保的3846.8112万股、419.2326万股、379.2789万股、496.3264万股和485.6346万股，合计5627.2837万股为“荣晟转债”提供质押担保。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。

我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

荣晟环保主营原纸、纸制品等业务，属于造纸行业。

造纸行业

随着疫情得到缓解，2021年国内经济逐步恢复，造纸行业需求回升，预计2022年，随着经济增长及居民可支配收入的增长，造纸行业需求有望进一步向好

造纸行业具有资金技术密集、规模效益显著、重污染的特点，其发展通常与宏观经济高度相关，其需求的波动周期与宏观经济周期比较一致。受新冠肺炎疫情影响，2020年年初产销量下降，随着疫情逐步得到缓解以及“六保六稳”政策落实，国内经济逐渐进入快速复苏通道，纸制品消费需求也逐步回升。2021年，纸及纸板消费量12648万吨，较上年增长6.94%。

我国造纸行业主要受下游印刷、包装等产业的拉动，但各子行业间生产技术和用途各异，下游企业所处行业也不尽相同，加上消费替代性也较小，子行业受经济波动影响差异较为明显。从主要细分纸种的需求来看，由于电子传媒的兴起，新闻纸需求整体呈快速下滑趋势，2021年消费量160万吨，同比下降8.57%。包装纸（含包装用纸、白板纸、箱板瓦楞纸）下游需求与经济增速高度相关，2021年，全年全国居民人均可支配收入35128元，比上年增长9.1%，扣除价格因素，实际增长8.1%。随着经济的增长和居民可支配收入的提升，居民在电子产品、日用消费、食品饮料等方面的消费升级将带动我国包装纸需求的增长。此外，发展循环经济，保护和改善环境，是我国经济发展的重要方向，瓦楞制品作为一种轻量化、可回收、可降解的“绿色包装”，可实现“以纸代木”、“以纸代塑”的发展目标。受消费升级及循环经济影响，预计2022年造纸行业尤其是工业包装用纸行业将受到消费升级的拉动呈稳步增长的趋势。

随着供给侧改革持续深化和环保政策趋严，预计未来造纸行业产能将进一步出清

2012年以来受整体经济环境低迷、行业产能过剩、资源整合、行业结构调整以及“新环保法”、“水十条”等环保新政的出台和实施的影响，造纸行业固定资产投资增速出现明显回落，供给端逐步出清。随着供给侧改革持续深化和环保政策趋严，预计未来造纸行业产能将进一步出清。

整体来看，国内造纸企业数量多而规模小，行业集中度并不高。对比国外一些成熟市场，我国造纸行业产能集中度差距非常明显。中国造纸协会披露的2021年重点造纸企业产量前30名企业排名中，玖龙纸业（控股）有限公司、山东太阳控股集团有限公司、理文造纸有限公司、山鹰国际控股股份有限公司和山东晨鸣纸业集团股份有限公司五家企业排名前五位，产量均超过500万吨，26家企业产量超过100万吨。

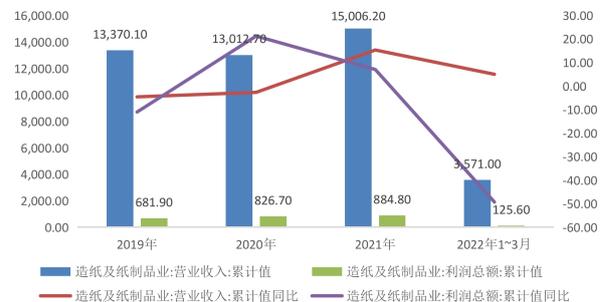
受益于纸产品销量增加，价格上涨，2021年造纸和纸制品企业收入利润同比增长，2021年12月以来原材料纸浆价格上涨，造纸企业成本控制压力加大

2021年，我国造纸及纸制品企业实现营业收入15006.20亿元，同比15.32%，利润总额884.80亿元，同比增长7.033%，主要受益于纸产品销量增加、价格上涨。2020年5月~2021年11月，箱板瓦楞纸价格震荡上行，2021年11月以来箱板瓦楞纸价格震荡回落。主要原材料纸浆现货价格自2020年6月开始大幅上涨至2021年3月的7400元/吨，而后震荡下行至2021年11月，2021年12月以来，纸浆现货价格持续上涨，造纸企业成本控制压力加大

图表1 主要纸产品价格



图表2 造纸及纸制品业收入及利润 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind 资讯, 东方金诚整理

业务运营

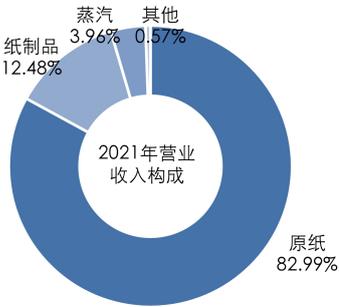
经营概况

公司收入及毛利润仍主要来自于瓦楞原纸和牛皮箱板纸等原纸业务，2021年公司营业收入和毛利润同比上涨，毛利率略有下降，2022年一季度受制于原材料价格上涨，毛利润有所下降

公司从事各种中高档包装用再生环保纸的研发、生产和销售，主营原纸、纸制品和蒸汽业务，主要产品包括瓦楞原纸、牛皮箱板纸和蒸汽。跟踪期内，公司收入仍主要来源于原纸和纸制品业务，其中牛皮箱板纸和瓦楞原纸仍为核心产品。2021年公司营业收入同比上升42.52%；毛利润同比上升40.17%，毛利率同比下降1.58个百分点。2022年一季度，受益于原纸价格同

比上涨，公司收入同比上升 29.52%，但受制于主要原材料废纸价格涨幅高于原纸价格涨幅，公司毛利润同比下降 27.56%。跟踪期内，公司蒸汽业务和其他业务变化不大，占比仍较低。

图表 3：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）¹



类别	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
原纸	13.21	78.86	13.44	79.27	20.04	82.99
纸制品	2.81	16.78	2.81	20.88	3.01	12.48
蒸汽	0.66	3.97	0.62	3.65	0.96	3.96
其他	0.07	0.39	0.09	0.53	0.14	0.57
合计	16.76	100.00	16.95	100.00	24.15	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
原纸	1.96	14.85	1.87	13.88	2.77	13.84
纸制品	0.49	17.51	0.48	17.09	0.47	15.52
蒸汽	0.25	38.23	0.23	36.55	0.35	36.92
其他	0.07	99.17	0.09	99.25	0.14	98.89
合计	2.77	16.56	2.66	15.69	3.73	15.44

数据来源：公司提供，东方金诚整理

1.原纸业务

公司原纸业务由公司本部运营。跟踪期内，公司原纸业务收入仍主要来源于瓦楞原纸和牛皮箱板纸，跟踪期内，原纸业务中瓦楞原纸收入占比有所下降，牛皮箱板纸收入占比有所上升。公司原纸业务毛利润主要来自瓦楞原纸，2021年，原纸业务毛利润同比增长 48.65%，毛利率同比下降 0.04 个百分点。

图表 4：2019 年~2021 年公司原纸业务收入毛利润构成（单位：亿元、%）

业务类型	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
瓦楞原纸	9.53	72.15	10.09	75.07	13.91	69.41
牛皮箱板纸	2.99	22.61	2.38	17.70	4.97	24.81
高密度纸板	0.69	5.24	0.97	7.23	1.16	5.78
原纸合计	13.21	100.00	13.44	100.00	20.04	100.00
业务类型	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
瓦楞原纸	1.47	15.47	1.33	13.22	1.77	12.69
牛皮箱板纸	0.44	14.73	0.39	16.40	0.83	16.69
高密度纸板	0.05	6.91	0.14	14.59	0.18	15.39
原纸合计	1.96	14.85	1.87	13.88	2.77	13.84

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司原纸产品仍以牛皮箱板纸和瓦楞原纸为主，产品应用包装领域，在区域具有一定的市场竞争力，受益于纸机技改，产能和产量均有所上升，产能利用率处于较好水平

公司主要从事各种中高档包装用再生环保纸的研发、生产和销售，瓦楞原纸和牛皮箱板纸仍为核心产品。公司造纸生产设备主要从华东机械厂等国内设备供应商采购，关键质量控制系

¹ 公司未提供一季度经营数据。

统国外采购，产品质量较好，主要销往浙江、江苏和上海，在区域具有一定的市场竞争力。

2021年，公司瓦楞纸机技改，原纸产能增加至60万吨，但生产规模仍较小。公司原纸根据订单情况生产，2021年受益于瓦楞纸机技改，原纸产量有所增加。跟踪期内，产能利用率有所提升，整体处于较好水平。

图表 5：2019 年~2021 年公司原纸生产情况（单位：万吨、%）

项目		2019 年	2020 年	2021 年
瓦楞原纸	产能	30.00	35.50	41.00
	产量	34.72	37.96	42.09
	产能利用率	115.74	106.94	102.67
牛皮箱板纸	产能	15.00	15.00	15.00
	产量	12.80	10.13	15.23
	产能利用率	85.30	67.53	101.55
高密度纸板	产能	3.00	4.00	4.00
	产量	2.75	3.99	4.11
	产能利用率	91.59	99.64	102.63
合计	产能	48.00	54.50	60.00
	产量	50.27	52.08	61.43
	产能利用率	104.72	95.56	102.38

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于原纸销量增加，销售均价上涨，2021年，公司原纸业务收入和毛利润同比增加，预计随着产能逐步释放以及下游需求增加，2022年业务收入规模将进一步扩大

跟踪期内，公司原纸业务收入和毛利润仍主要来源于瓦楞原纸和牛皮箱板纸。公司原纸销售全部为直销，公司原纸部分供子公司嘉兴市荣晟包装材料有限公司（以下简称“荣晟包装”），部分对外销售，内部供给占比仍不高。2021年，受益于下游需求增加，公司原纸对外销售量增加，产销率仍处于较高水平，公司原纸主要产品销售均价同比上涨。受益于原纸销量增加，价格上涨，公司原纸业务收入20.04亿元，同比上升49.11个百分点，原纸业务毛利润2.77亿元，同比上升48.65%。预计随着国内经济逐步恢复，2022年，原纸需求将有望进一步增加，将有助于业务获利能力的提升。

图表 6：2019 年~2021 年公司原纸销售情况（单位：万吨、元/吨、亿元、%）

	项目	2019 年	2020 年	2021 年
瓦楞原纸	对外销量	30.63	33.82	39.31
	对内销量	4.17	3.91	2.70
	产销率	100.22	99.39	99.83
	销售均价	3112.09	2983.09	3538.83
	销售收入	9.53	10.09	13.91
牛皮箱板纸	对外销量	9.35	7.44	13.36
	对内销量	3.47	2.74	1.58
	产销率	100.17	67.82	98.13
	销售均价	3196.78	3199.15	3719.47
	销售收入	2.99	2.38	4.97
高密度纸板	对外销量	2.74	4.00	4.08
	对内销量	-	-	-
	产销率	99.83	100.45	99.39
	销售均价	2522.94	2425.62	2839.92
	销售收入	0.69	0.97	1.16
合计	对外销量	42.72	45.26	56.75
	对内销量	7.64	6.65	4.28
	产销率	100.19	108.59	99.38
	销售均价	3092.79	2969.28	3531.12
	销售收入	13.21	13.44	20.04

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司与下游客户合作稳定，公司原纸和纸制品主要销往浙江、上海和江苏等区域，其中，2021 年销往浙江、江苏和上海占比分别为 67.65%、16.08%和 12.63%。公司原纸销售货款结算针对不同客户一般有当月清、款到发货、货到付款、月结 5 天、月结 15 天、月结 30 天等方式。公司客户较稳定，主要为造纸企业、包装公司等。2021 年公司原纸业务前五大客户销售占比为 14.36%，全部为非关联方。

图表 7：2021 年，公司原纸业务前五大客户（单位：万元、%）

客户	金额	占比	是否关联
浙江凯露包装科技股份有限公司	6403.21	4.04	否
浙江东恒控股股份有限公司	6380.81	4.02	否
慈溪市慧龙包装材料有限公司	5758.40	3.63	否
厦门合兴包装印刷股份有限公司	5671.98	3.58	否
浙江博莱特纸容器有限公司	4569.87	2.88	否
合计	28784.27	14.36	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司原纸生产所需原材料仍以废纸为主，2021 年受废纸价格上涨影响，毛利率略有下降，预计 2022 年，公司成本控制压力加大

公司原纸业务生产成本主要由直接材料、直接人工、制造费用和运输费用构成，2020 年占

比分别为 71.63%、0.87%、26.02%和 1.48%，其中直接材料占比有所上升。直接材料中废纸占比最高。2021 年，公司所需废纸全部自国内采购。2021 年主要原材料废纸和原煤价格均大幅上涨，受主要原材料价格上涨影响，2021 年原纸业务毛利率同比下降 0.04 个百分点，略有下降。当前废纸价格仍然处于较高水平，预计 2022 年公司成本控制压力加大。

图表 8：2019 年~2021 年公司原纸主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	
废纸	采购量	504812.80	519770.22	635893.12
	其中外废采购量	6282.00	3131.35	-
	国内采购均价	1980.96	1917.29	2260.58
	进口采购均价	1965.55	1297.69	-
	采购金额	10.00	9.95	14.38
原煤	采购量	245736.76	264586.49	273532.88
	采购均价	573.63	552.24	954.25
	采购金额	1.40	1.46	2.61

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司废纸主要通过经销商采购，拥有自己的废纸采购渠道。2021 年，公司原纸业务前五大供应商占比为 38.95%。原煤属于大宗商品，公司主要向临安华旺热能有限公司、舟山一清能源有限公司等原煤贸易商采购；电和蒸汽主要由公司内部供应。跟踪期内，公司与供应商合作稳定，与供应商结算主要有当月清、月度付、见发票后一周内支付、根据合同约定预付等方式。

图表 9：2021 年，公司原纸业务原材料采购前五大供应商（单位：万元、%）

供应商	金额	占比	是否关联
淮安市志海物资回收有限公司	31506.97	13.83	否
淮安志鼎纸业有限公司	28165.93	12.36	否
浙江再胜能源有限公司	11062.27	4.85	否
杭州华旺实业集团有限公司	9467.62	4.15	否
江苏中物联再生资源有限公司泗阳分公	8558.62	3.76	否
合计	88761.41	38.95	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司主要环保指标均符合国家标准，未来随着国家环保政策的趋紧，公司仍将面临一定的环保压力

公司主要利用废纸生产中高档包装用再生环保纸和纸箱，同时拥有自备电厂，采用热电联产供应电和蒸汽，生产过程中主要产生废水、废气和固体废弃物。废水是造纸企业最主要的污染物，公司废水日处理能力仍为 10000 立方，可满足公司生产所用。公司纸机均采用白水回收系统，将白水经预处理后，回用于水质要求不高的工序，回用后多余废水进入污水站预处理后，达到《污水综合排放标准》（GB8978-1996）三级标准后纳入市政污水管网，送至嘉兴市污水处理系统处理。

废气来自于热电厂的锅炉燃煤烟气、无组织粉尘等。公司主要采用石灰石-石膏法烟气脱硫+SNCR 烟气脱硝+布袋除尘器处理后通过脱硫塔顶部 60 米高烟囱高空排放，跟踪期内，公司主

要环保指标均符合国家标准。随着国家环保政策趋紧，未来公司仍将面临一定环保压力。

图表10：2021年公司主要环保指标情况²（单位：mg/L）

项目	国家标准	公司实际值
化学需氧量（COD）	500.00	150
生化浓度值（BOD）	300.00	42
悬浮物浓度值（TSS）	400.00	16
吨浆废水排放量（吨）	20.00	4.8

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2.纸制品业务

跟踪期内，公司纸制品生产规模仍不大，产能利用率水平较低，在建产能规模及投入加大，若未来下游需求不及预期，公司在建包装生产线产能释放将面临一定风险

公司纸制品业务由子公司荣晟包装运营，主要产品为瓦楞纸板，跟踪期内，产能未发生变化，截至2021年末，公司瓦楞纸板年产能仍为1.80亿平方米，纸制品生产规模不大。跟踪期内，公司纸制品产能利用率水平仍不高。“荣晟转债”募投项目新建3亿平方米的新型智能包装材料生产线正在建设中，此外，公司在全椒基地的年产5亿平方绿色智能包装产业园项目总投资约为人民币8亿元，分三期投建，目前已开工建设，预计2023年9月底完成一期主厂房及配套仓储建设，2023年12月底启动二期厂房及配套仓储建设，2025年6月底完成二期厂房及配套仓储建设，2027年3月底完成整体厂区建设。包装用纸行业需求与宏观经济相关性较大，随着宏观经济增速下降，下游需求或将不及预期，生产线投产后新增产能的有效释放将面临一定风险。

2021年，受益纸制品价格上涨，纸制品业务收入同比增加，但受制于主要原材料价格上涨，业务毛利润和毛利率同比下降，预计2022年纸制品业务成本控制压力加大

公司纸制品销售客户主要为包装公司，公司与下游客户关系稳定，结算主要有当月清、款到发货、月结30天、月结45天、月结60天和月结90天等方式。2021年，公司纸制品销售前五大客户占比12.83%，集中度不高。

图表11：2021年，公司纸制品业务销售前五大客户（单位：万元、%）

客户名称	销售额	占比	是否关联方
上海绚丽包装彩印有限公司	1032.77	3.43	否
平湖市田岛纸业包装有限公司	820.43	2.72	否
桐乡市立丰包装材料股份有限公司	758.59	2.52	否
浙江修瑞包装材料有限公司	708.63	2.35	否
杭州党隆包装材料有限公司	545.34	1.81	否
合计	3865.75	12.83	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021年，公司纸制品销量略有下降，但受益于销售均价上升，纸制品业务收入为3.01亿

² 公司废水统一排放至嘉兴市污水处理站，表中列示的标准为环保局对公司对外排放的监测标准，即纳管标准。

元，同比增长 7.41%。预计 2022 年，随着国内疫情持续控制得力及疫苗的推广接种，下游需求将进一步回暖，有助于纸制品获利能力的改善。

图表 12: 2019 年以来公司纸制品产销情况 (单位: 万平方米、%、元/平方米、亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
产能	18000.00	18000.00	18000.00
产量	14174.48	13728.59	13075.65
产能利用率	78.75	76.27	72.64
瓦楞纸板销量	14166.73	13732.78	13065.75
产销率	99.95	100.03	99.92
销售均价	1.98	2.04	2.31
销售收入	2.81	2.81	3.01

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021 年, 公司纸制品成本主要由直接材料、直接人工、制造费用和运费构成, 占比分别为 75.21%、1.96%、17.53%和 5.30%, 其中直接材料仍主要为瓦楞原纸和牛皮箱板纸, 优先内部采购。由于使用的瓦楞原纸、牛皮箱板纸规格、品种较多, 若所需的原纸品种、规格公司没有生产或虽有生产但一时断货, 公司也会外部采购。2021 年, 公司纸制品业务原材料 2021 年, 受制于原材料牛皮箱板纸和瓦楞原纸价格上涨, 公司毛利润同比下降 2.46%, 毛利率下降 1.57 个百分点。预计 2022 年受制于原材料价格处于高位, 成本控制压力加大。

图表 13: 2019 年~2021 年瓦楞纸板主要原材料采购情况 (单位: 万吨、元/平方米、亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
采购量	3.77	3.46	3.25
对内采购量	3.47	2.74	2.14
对外采购量	0.30	0.72	1.11
牛皮箱板纸对内结算价格	3237.97	3197.74	3669.81
对外采购价格	3089.06	3464.11	3834.43
采购额	1.22	1.13	1.21
采购量	4.18	4.13	3.79
对内采购量	4.17	3.93	3.35
对外采购量	0.01	0.21	0.44
瓦楞原纸对内结算价格	3055.37	2947.73	3592.20
对外采购价格	2986.96	3443.53	3915.05
采购额	1.28	1.23	1.38

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司治理、管理与战略

跟踪期内, 公司治理未发生重大变化, 公司拟建年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用项目, 拟投资 105 亿元, 投资计划尚未确定, 在资金管理、人才、技术等方面存在不确定性

跟踪期内, 公司在治理结构、内部管理等方面无重大变化, 实际控制人仍为冯荣华和张云芳夫妇。跟踪期内, 部分“荣晟转债”转股, 公司股本增加。截至 2021 年末, 公司总股本 26320.19

万股，第一大股东冯荣华先生持有公司股份占公司总股本的 39.68%，累计质押股份 3846.8112 万股，占其持股总数的 36.84%；实际控制人之一张云芳持有公司股份 1300.40 万股，占公司总股本的 4.94%，累计质押 419.2326 万股，占其持股股份的比例为 32.24%；一致行动人冯晟宇持有公司股份 1176.00 万股，占公司总股本的 4.47%，累计质押 379.2789 万股，占其持股比例的 32.25%，公司控股股东及其一致行动人持有公司股票质押全部用于“荣晟转债”质押担保。

发展战略方面，荣晟环保以环保发展为核心理念，在平湖基地形成了绿色环保造纸模式。随着同安徽全椒政府战略投资框架协议的签订，公司扩大现有“三废”造纸模式，增加新能源分布式光伏开发和维护业务，形成“三废一新”的绿碳造纸新模式。“三废”指国产废纸、废渣和城市废水。公司利用废纸生产再生环保纸，利用废渣（含废弃秸秆、树枝、纸渣）作为热电燃料，利用城市处理废水等作为生产用水，兼顾了环保和经济双重效益。“一新”指新能源分布式光伏。2022 年 1 月，公司同全椒政府签署战略合作框架协议，公司在全椒基地产业投资，开展全县分布式光伏电站建设。

自 2017 年上市以来，公司完成了平湖基地的造纸产能扩张，平湖智能包装项目和绿色节能改造项目的建设。后续公司将继续借助资本工具加速项目落地，开展安徽全椒智能包装项目建设，稳步推进年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用项目建设，提升公司的核心竞争力。年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用项目，总投资约 105 亿元，该项目目前已完成项目立项，正在开展造纸、热电、新能源项目环评、能评、安评、水资源等相关审批工作。项目将分期建设，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。具体投资方案尚未确定，且资金需求规模大，在资金管理、人才、技术等方面存在不确定性。

此外，未来公司将积极参与“凤凰计划”行动，通过“基地+基金”投资模式，参与 5G 基金、新材料产业。

财务分析

财务概况

公司提供了 2021 年合并财务报告及 2022 年 1~3 月合并财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年合并财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。2022 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

2021 年，公司新设子公司安徽荣晟包装新材料科技有限公司，截至 2021 年末，公司纳入报表合并范围的子公司为 8 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增加，资产结构仍以流动资产为主

跟踪期内，公司资产总额有所增加，截至 2021 年末，公司资产总额为 25.82 亿元，同比增长 21.30%，主要系交易性金融资产、应收账款和固定资产增加所致；其中流动资产占资产的比重为 59.17%，较 2020 年末占比有所增加，公司资产构成仍以流动资产为主。2022 年 3 月末，

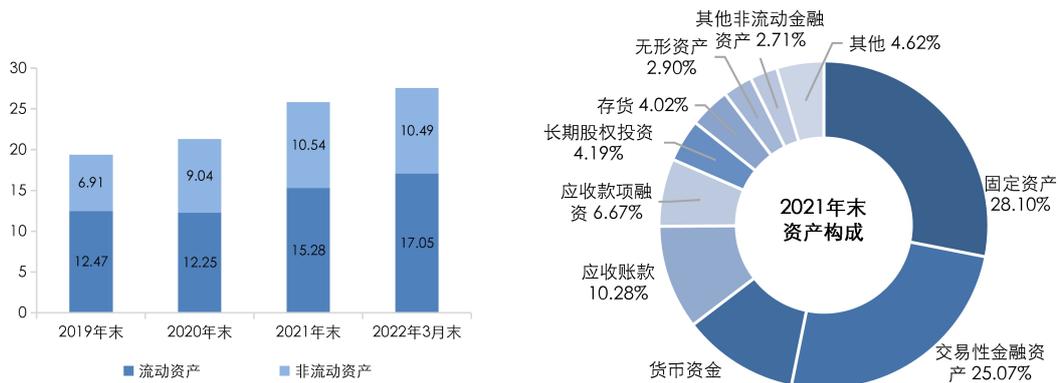
公司资产总额 27.54 亿元，较 2021 年末增长 6.67%，主要系货币资金增加所致。

2021 年末，公司流动资产为 15.28 亿元，同比增长 24.73%，主要系交易性金融资产和应收账款增加所致；公司流动资产主要由交易性金融资产、货币资金、应收账款、应收款项融资和存货等构成，占比分别为 42.38%、19.32%、17.38%、11.28%和 6.79%，合计占流动资产比重为 97.14%。

截至 2021 年末，公司货币资金期末余额 2.95 亿元，同比下降 49.39%，主要系货币资金用于项目建设及购买理财所致，2022 年 3 月末，货币资金期末余额 5.06 亿元，较 2021 年末增长 71.41%。公司交易性金融资产为购买的理财产品，2021 年末，公司交易性金融资产同比增长 157.66%，主要系购买集合资产管理及信托计划增加所致，2022 年 3 月末，交易性金融资产同比下降 7.97%。跟踪期内，公司应收账款有所增加，2021 年末，公司应收账款同比增长 54.16%，主要是收入增加，应收客户款项规模增加所致，应收账款周转率为 11.03 次，相比上年末下降 0.13 次；2021 年末，应收账款期末账面余额 2.79 亿元，账龄在一年以内的应收账款余额占比为 98.08%；公司共计提坏账准备 1319.29 万元，计提比例 4.73%；2021 年末应收账款期末余额前 5 大客户占比 14.17%；2022 年 3 月末，公司应收账款较 2021 年末下降 10.62%。应收款项融资科目为执行新金融工具准则，应收票据根据管理层持有意图列报应收款项融资，跟踪期内，受益于收入规模增加应收票据增加，而有所增加，2021 年和 2022 年 3 月末，公司应收款项融资分别为 1.72 亿元和 2.21 亿元；2021 年和 2022 年 3 月末，公司存货分别为 1.04 亿元和 1.01 亿元，2021 年末，公司存货同比增长 69.94%，主要是原材料和库存商品库存量增加所致，2021 年末，公司存货中原材料和库存商品分别为 0.68 亿元和 0.36 亿元，未计提跌价准备。

2021 年末，公司非流动资产 10.54 亿元，同比增长 16.64%，主要系固定资产增加所致；2022 年 3 月末，公司非流动资产较 2021 年末下降 0.50%；主要由固定资产、长期股权投资、无形资产和其他非流动资产等构成，占比分别为 68.81%、10.26%、7.11%和 6.63%，合计占非流动资产比重为 92.82%。公司固定资产主要由机器设备、房屋及建筑物等构成，2021 年末，公司固定资产账面价值同比增长 41.06%，主要系绿色节能升级改造项目、年产 3 亿平方米新型智能包装材料建设项目、热电光伏发电项目等在建工程转入固定资产所致；2022 年 3 月末，固定资产账面价值较 2021 年末下降 2.65%。跟踪期内，公司长期股权投资规模有所增加，2021 年末和 2022 年 3 月末，公司长期股权投资期末余额分别为 1.08 亿元和 1.11 亿元，2021 年末，公司长期股权投资同比增长 19.70%，主要为权益法下确认对浙江平湖农村商业银行股份有限公司投资的收益以及追加对浙江矽感锐芯科技有限公司投资；2021 年末，公司对浙江平湖农村商业银行股份有限公司的股权投资期末余额为 0.98 亿元，持有其 3.04%的股权，对浙江矽感锐芯科技有限公司的股权投资为 1019.02 万元，持有其 14.40%的股权。公司无形资产为土地证使用权和排污权，跟踪期内，无形资产略有下降，主要系摊销所致。

图表 14：近年公司资产构成（亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
货币资金	7.11	5.83	2.95	5.06
交易性金融资产	1.79	2.51	6.47	5.96
应收款项融资	1.43	1.31	1.72	2.21
应收账款	1.32	1.72	2.66	2.37
存货	0.67	0.61	1.04	1.01
流动资产合计	12.47	12.25	15.28	17.05
固定资产	4.05	5.14	7.25	7.06
长期股权投资	0.79	0.90	1.08	1.11
在建工程	0.95	1.51	0.48	0.55
无形资产	0.80	0.77	0.75	0.74
非流动资产合计	6.91	9.04	10.54	10.49
资产总额	19.38	21.29	25.82	27.54

资料来源：公司提供，东方金诚整理

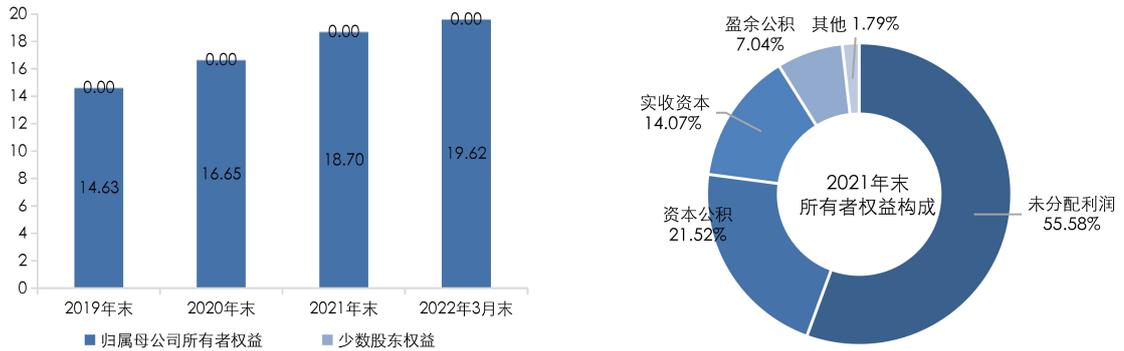
资本结构

跟踪期内，受益于经营积累以及“荣晟转债”转股，公司所有者权益有所增加，但未分配利润和资本公积占比仍高，对所有者权益稳定性形成一定影响

2021 年末，公司所有者权益为 18.70 亿元，同比增长 12.34%，2022 年 3 月末，所有者权益较 2021 年末增长 4.90%，主要系“荣晟转债”转股以及未分配利润增加所致。截至 2021 年末，公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积、实收资本、盈余公积和其他权益工具构成，占比分别为 55.58%、21.52%、14.07%、7.04%和 1.67%，合计占所有者权益比重为 99.88%，未分配利润和资本公积占比仍较高，若未来进行分红，所有者权益稳定性将受到影响。

跟踪期内，受益于经营积累，公司未分配利润持续增加，2021 年末，公司未分配利润为 10.40 亿元，同比增加 8.67%；2021 年，受 10101785 股“荣晟转债”转股影响，2021 年末实收资本同比增长 3.99%，资本公积同比增加 37.27%。公司其他权益工具为可转换公司债券权益成分，随着“荣晟转债”转股，2021 年末，公司其他权益工具同比下降 40.68%。

图表 15: 公司所有者权益情况 (亿元)



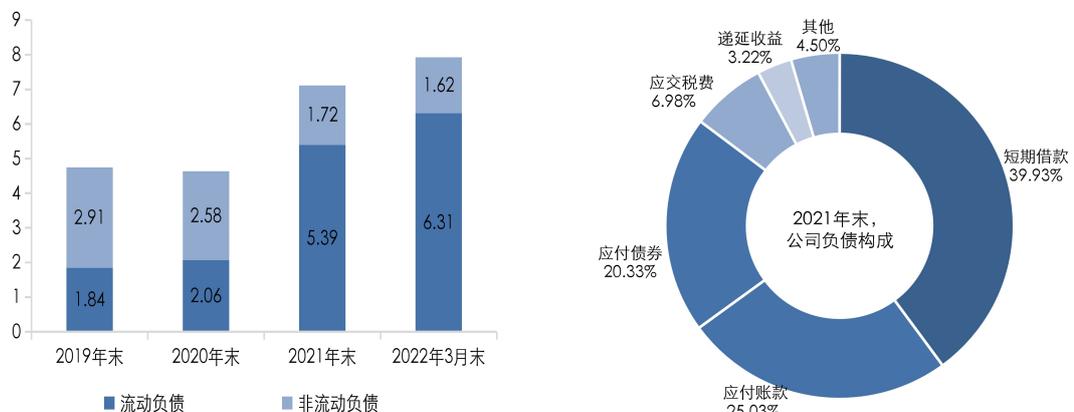
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 受短期借款增加, 部分“荣晟转债”转股影响, 公司负债结构专以为流动负债为主, 有息债务规模增加

2021 年末, 公司负债总额 7.12 亿元, 同比增加 53.45%, 主要系新增短期借款所致; 公司负债中流动负债的比重为 75.80%; 公司负债构成由以非流动负债为主转为以流动负债为主。2022 年 3 月末, 负债总额较 2021 年末增长 11.32%, 主要系短期借款增加所致。

2021 年末, 公司流动负债 5.39 亿元, 同比增长 161.86%, 主要系短期借款和应付账款增加所致; 公司流动负债主要由短期借款和应付账款等构成, 占比分别为 52.68%和 33.03%, 合计占流动负债比重为 85.70%。2022 年 3 月末, 公司流动负债较 2021 年末增长 16.90%, 主要系短期借款增长所致。2021 年末, 公司新增短期借款 2.80 亿元, 主要用于补充流动资金, 2022 年 3 月末, 短期借款较 2021 年末增长 44.02%; 应付账款账面价值为 1.78 亿元, 同比增长 11.83%。公司非流动负债 1.72 亿元, 同比下降 33.19%, 主要系部分“荣晟转债”转股所致; 公司非流动负债主要由应付债券和递延收益等构成, 占比分别为 84.02%和 13.32%, 合计占非流动负债比重为 97.34%; 公司应付债券期末余额为 1.45 亿元, 同比下降 36.73%, 系部分“荣晟转债”转股所致; 公司递延收益仍为 0.23 亿元。

图表 16: 公司总负债构成情况(单位:亿元、%)



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
应付账款	1.43	1.59	1.78	1.61
短期借款	-	-	2.84	4.09
流动负债合计	1.84	2.06	5.39	6.31
应付债券	2.57	2.29	1.45	1.36
递延收益	0.24	0.23	0.23	0.22
非流动负债合计	2.91	2.58	1.72	1.62
负债合计	4.75	4.64	7.12	7.92

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司有息债务主要为“荣晟转债”和短期借款，跟踪期内，受短期借款增加影响，有息债务持续增加。2021 年末和 2022 年 3 月末，公司全部债务分别为 4.30 亿元和 5.47 亿元，其中短期有息债务占比分别为 66.26%和 75.09%；公司资产负债率分别为 27.56%和 28.76%；全部债务资本化比率分别为 18.70 和 21.79%。

从债务期限结构来看，以 2021 年末公司全部债务为基础，公司 2022 年到期债务 2.85 亿元；其余有息债务为“荣晟转债”及其利息，期限为发行之日起 6 年，在发行后满 6 个月即可转换成公司 A 股股票，2020 年 1 月 31 日已进入转股期，截至 2021 年末，累计已有人民币 1.67 亿元“荣晟转债”已转换为公司 A 股普通股，累计转股数量为 1490.81 万股。未来若“荣晟转债”持有人全部选择转股，则“荣晟转债”将全部转换成公司股本，公司仅需负担转股前利息。若剩余债券持有人持有到期不转股，则公司将在 2025 年兑付“荣晟转债”。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司无对外担保。

盈利能力

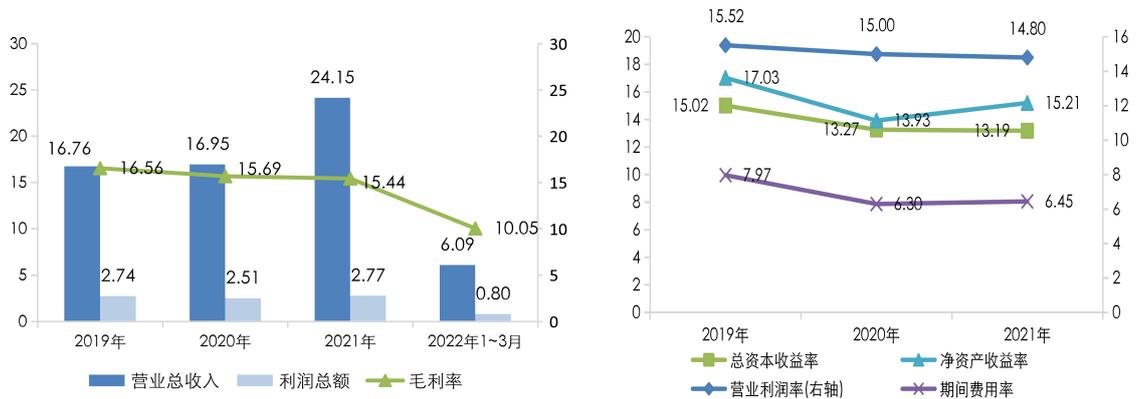
受益于产品销量增加及价格上涨，2021 年公司营业收入和利润总额同比增加，2022 年一季度受制于原材料价格上涨，主营业务获利能力同比略有下降，随着原纸产能逐步释放以及下游需求增加，预计 2022 年有助于获利能力的改善

受产品销量增加和销售价格上涨影响，2021 年公司营业收入同比增加 42.42%；受原材料材料价格上涨影响，营业利润率同比下降 0.20 个百分点；公司总资本收益率相比上年下降 0.08 个百分点；净资产收益率同比增加 1.28 个百分点。2021 年，公司期间费用率占比同比上升 0.15 个百分点，主要系研发投入增加所致。2021 年利润总额同比增加 10.30%，主要系原纸价格上涨所致。

公司投资收益由权益法核算的长期股权投资收益和交易性金融资产产生的收益构成，2021 年，公司投资收益同比增长 19.76%。其他收益同比下降 53.34%，主要系政府补助减少所致。2021 年，公司营业外收入、投资收益与其他收益合计占利润总额的比例为 21.53%，较 2020 年下降 19.89 个百分点，利润总额对非经营性损益依赖降幅较大。

预计 2022 年，随着公司技改产能释放以及国内疫情持续控制得力及疫苗的广泛接种，下游需求逐步恢复，有助于公司盈利能力的增加。

图表 17: 公司收入和盈利情况 (亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

现金流

受支付采购材料款增加影响, 公司经营活动净现金流有所下降, 投资活动现金流净流出增加, 受短期借款增加影响, 筹资性净现金流增加, 公司在建及拟建项目未来投资规模很大, 预计 2022 年公司投资和筹资规模将增加。

2021 年, 公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 55.87%, 主要系支付采购商品款增加所致; 公司投资活动产生的现金流量净流出额同比增加 2.05 亿元, 主要系购买集合资产管理及信托计划增加所致; 筹资活动产生的现金流量净额同比增加 226.71%, 主要系短期借款增加所致。2021 年, 现金收入比略有增加, 经营获现能力有所改善。

图表 18: 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2022 年 1~3 月, 公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为 0.48 亿元、0.40 亿元和 1.22 亿元。公司在建及拟建项目未来投资规模很大, 预计 2022 年公司投资和筹资规模将增加。

偿债能力

2021 年末, 公司流动比率、速动比率经和营现金流流动负债比均有所大幅下降。

2021年，公司EBITDA为3.70亿元，同比增加9.87%，EBITDA利息倍数同比增加，受短期借款增加影响，EBITDA对全部债务的保障程度有所下降。

图表 19：2019年~2021年公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
流动比率	678.40	594.59	283.21	270.41
速动比率	641.90	564.96	263.98	254.44
经营现金流动负债比	231.64	111.66	18.82	-
EBITDA利息倍数	36.95	17.23	19.50	-
全部债务/EBITDA	0.76	0.68	1.16	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至2022年4月15日，公司本部信贷不存在不良信用记录。截至本报告出具日，“荣晟转债”已按时兑付利息。

增信措施

质押担保

根据《浙江荣晟环保纸业股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之股份质押合同》（以下简称“质押合同”）规定，出质人冯荣华、张云芳、陈雄伟、陆祥根、冯晟宇将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保。担保范围为本期债券所产生的全部债务，包括但不限于本期债券及利息、违约金、损害赔偿金、债权人实现债权而产生的一切合理费用。

初始质押股份为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的出质人持有的荣晟环保市值为8.20亿元的股份。在质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的150%，华福证券有限责任公司有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于200%；追加的资产限于荣晟环保人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内荣晟环保收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的荣晟环保人民币普通股作为质押财产，以使质押财产的价值符合上述规定。在追加担保时，各出质人按原出质比例以其持有的可质押股份进行追加担保，若某一出质人不配合、拒绝办理追加质押登记手续时，其他出质人应同时就差额部分办理追加质押登记手续。

在质押合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续超过本期债券尚未偿还本息总额的250%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的200%。

截至本2021年末，冯荣华、张云芳、冯晟宇、陈雄伟、陆祥根分别以其持有荣晟环保的3846.8112万股、419.2326万股、379.2789万股、496.3264万股和485.6346万股，合计5627.2837

万股为“荣晟转债”提供质押担保，具有一定的增信作用。

保证担保

根据《担保函》规定，冯荣华、张云芳、陈雄伟、陆祥根、冯晟宇为本期债券提供不可撤销的连带责任保证担保。担保范围为本次经中国证监会核准发行的本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用。冯荣华、张云芳、陈雄伟、陆祥根、冯晟宇持有公司股票，具备一定的财务实力，为本期债券本息到期偿付提供保证担保，具有一定的增信作用。

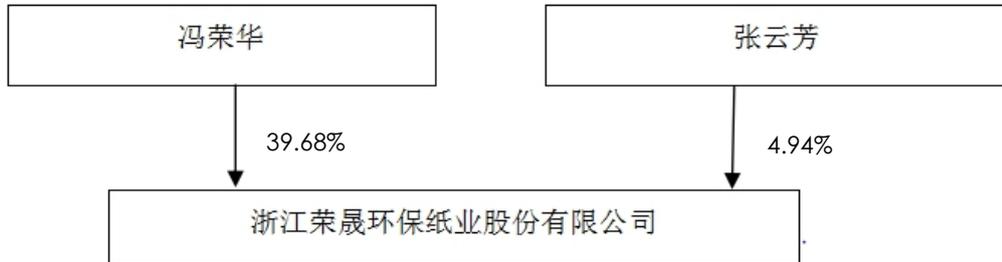
抗风险能力及结论

公司主要从事各种中高档包装用再生环保纸的研发、生产和销售，跟踪期内，产品仍以牛皮箱板纸和瓦楞原纸为主，应用包装领域，产品主要销往浙江、上海和江苏，在区域具有一定的市场竞争力；跟踪期内，公司原纸产能有所增加，受益于原纸销量和销售均价同比上升，原纸业务获利能力增加；受益于经营积累及部分“荣晟转债”转股，公司所有者权益有所增加。

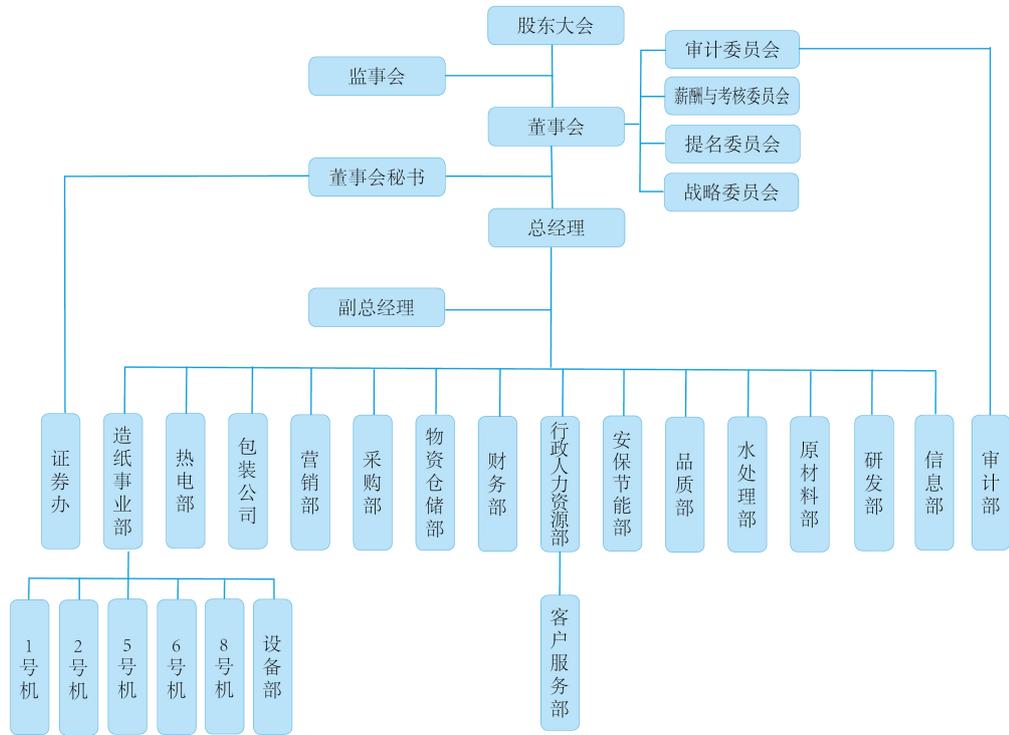
同时，东方金诚也关注到，公司纸制品生产规模仍不大，产能利用率水平较低，若未来下游需求不及预期，公司在建包装生产线产能释放将面临一定风险；随着国家环保政策的趋紧，公司仍将面临一定的环保压力；公司拟建年产130万吨再生环保纸及新能源综合利用项目，计划投资规模105亿元，投资计划尚未确定，在资金管理、人才、技术等方面存在不确定性。

综上所述，东方金诚维持荣晟环保主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“荣晟转债”信用等级为AA-。

附件一：截至 2021 年末，公司股权结构图



附件二：截至 2021 年末，公司组织结构图



附件三：荣晟环保主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	19.38	21.29	25.82	27.54
所有者权益 (亿元)	14.63	16.65	18.70	19.62
负债总额 (亿元)	4.75	4.64	7.12	7.92
短期债务 (亿元)	0.01	0.01	2.85	4.10
长期债务 (亿元)	2.57	2.29	1.45	1.36
全部债务 (亿元)	2.58	2.30	4.30	5.47
营业收入 (亿元)	16.76	16.95	24.15	6.09
利润总额 (亿元)	2.74	2.51	2.77	0.80
净利润 (亿元)	2.49	2.32	2.84	0.80
EBITDA (亿元)	3.42	3.37	3.70	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	4.26	2.30	1.02	0.48
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-2.28	-2.81	-4.86	0.40
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.41	-0.77	0.98	1.22
毛利率 (%)	16.56	15.69	15.44	10.05
营业利润率 (%)	15.52	15.00	14.80	8.75
销售净利率 (%)	14.87	13.68	11.78	13.14
总资本收益率 (%)	15.02	13.27	13.19	-
净资产收益率 (%)	17.03	13.93	15.21	-
总资产收益率 (%)	12.86	10.90	11.02	-
资产负债率 (%)	24.50	21.79	27.56	28.76
长期债务资本化比率 (%)	14.96	12.08	7.20	6.49
全部债务资本化比率 (%)	14.99	12.12	18.70	21.79
货币资金/短期债务 (%)	98151.28	62025.24	103.57	123.28
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	76.62	-22.38	-89.44	-
流动比率 (%)	678.40	594.59	283.21	270.41
速动比率 (%)	641.90	564.96	263.98	254.44
经营现金流动负债比 (%)	231.64	111.66	18.82	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	36.95	17.33	19.50	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.76	0.68	1.16	-
应收账款周转率 (次)	25.48	11.16	11.03	-
销售债权周转率 (次)	25.48	11.16	11.03	-
存货周转率 (次)	1.72	22.31	24.78	-
总资产周转率 (次)	0.05	0.83	1.03	-
现金收入比 (%)	105.66	95.04	96.20	97.80

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。