

信用等级通知书

东方金诚债评字【2022】0718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信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“浙江荣晟环保纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司
信评委主任



二〇二二年十月二十一日

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10月21日

浙江荣晟环保纸业股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA-	稳定	AA-	2022/10/21	段莎 段莎	彭菁菁 彭菁菁
主体概况		评级模型			
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”）以再生纸生产为主，集废纸回收供应、热电联产、再生环保纸生产、纸板制造于一体，主要产品包括牛皮箱板纸、高强瓦楞原纸、瓦楞纸板和蒸汽等；实际控制人为自然人冯荣华和张云芳夫妇。		一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
		企业规模和市场地位	营业总收入	15.00	7.74
			纸类产量	10.00	6.10
		市场竞争力	产品类别及市占率	15.00	7.50
			“林-浆-纸”一体化及原料保障水平	10.00	4.00
		盈利能力	毛利率	10.00	5.89
			净资产收益率	5.00	4.44
		债务负担与保障程度	资产负债率	10.00	9.45
			经营现金流动负债比	10.00	8.38
			全部债务资本化比率	5.00	4.95
EBITDA 利息倍数	10.00		10.00		
基础评分输出结果					aa-
调整因素					无
个体信用状况					aa-
外部支持					无
评级模型结果					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。					

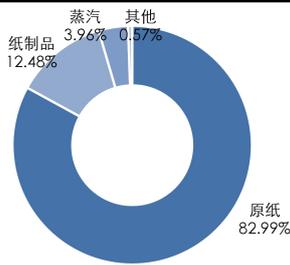
评级观点

公司主要从事包装用再生环保纸的研发、生产和销售，产品质量较好，在区域内包装用原纸领域具有一定的区域市场竞争力；近年来得益于快递零售行业快速发展，加之公司纸机技改后原纸产能扩张，公司营业收入和毛利润均呈增长态势；受益于经营积累以及“荣晟转债”转股，公司所有者权益逐年增加，资本实力有所增强；另一方面，公司纸制品生产规模不大，瓦楞纸板产能利用率有待提升；公司未来在建和拟建产线投入规模较大，存在一定资本支出压力，若下游需求不及预期，公司产能释放亦将面临一定风险；在“碳达峰”、“碳中和”与“能耗双控”背景下，公司面临更高的环保标准和减碳排放要求，存在一定环保压力；2022年以来，受上游原材料废纸成本上升，包装用纸下游需求放缓，产品价格有所下降影响，公司获利能力同比下降；受销售规模扩大且部分货款尚未支付影响，公司近年经营性应收项目增加，经营性净现金流逐年减少，叠加短期借款增长，经营现金流动负债比逐年降低。

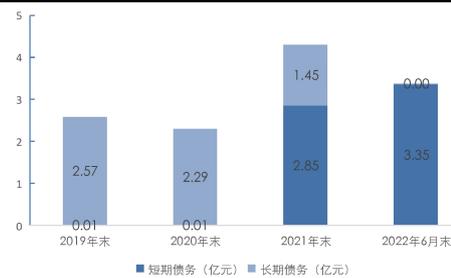
综合考虑，公司抗风险能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很低。

主要指标及依据

2021 年收入构成



公司全部债务构成情况 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年6月
资产总额 (亿元)	19.38	21.29	25.82	26.14
所有者权益 (亿元)	14.63	16.65	18.70	20.33
全部债务 (亿元)	2.58	2.30	4.30	3.35
营业总收入 (亿元)	16.76	16.95	24.15	12.94
利润总额 (亿元)	2.74	2.51	2.77	1.06
经营性净现金流 (亿元)	4.26	2.30	1.02	0.71
营业利润率 (%)	15.52	15.00	14.80	6.39
资产负债率 (%)	24.50	21.79	27.56	22.24
流动比率 (%)	678.40	594.59	283.21	270.81
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 1~6 月未经审计的财务报表。

优势

- 公司主要从事包装用再生环保纸的研发、生产和销售, 产品以牛皮箱板纸和瓦楞原纸为主, 质量较好, 在区域内包装用原纸领域具有一定的市场竞争力;
- 得益于快递零售行业需求快速增长, 加之公司纸机技改后原纸产能扩张, 近三年公司营业收入和毛利润均呈增长态势;
- 受益于经营积累以及“荣晟转债”转股, 公司所有者权益逐年增加, 资本实力有所增强。

关注

- 公司纸制品生产规模不大, 瓦楞纸板产能利用率有待提升; 未来在建和拟建产线投入规模较大, 存在一定资本支出压力, 若下游需求不及预期, 公司产能释放亦将面临一定风险;
- 在“碳达峰”、“碳中和”与“能耗双控”背景下, 公司面临更高的环保标准和减碳排放要求, 存在一定环保压力;
- 2022 年以来, 受上游原材料废纸成本上升, 包装用纸下游需求放缓, 产品价格有所下降影响, 公司毛利率同比下降;
- 受销售规模扩大且部分货款尚未支付影响, 公司近年经营性应收项目增加, 经营性净现金流逐年减少, 叠加短期借款增长, 经营现金流动负债比逐年降低。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来随着下游市场需求回暖, 公司年产 5 亿平方绿色智能包装产业园、年产 2000 吨芳纶新材料项目等募投项目逐步投产, 公司在巩固原纸生产优势的基础上, 将优化产品结构, 进行智能化制造转型升级, 在区域内保持一定的市场竞争力。

评级方法及模型

《造纸和纸制品企业信用评级方法及模型 (RTFC021202208) 》

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-	2022/5/30	高君子 谢 瑞 黄艺明	《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: 以上为不完全列示。自 2018 年 9 月 17 日首次评级以来, 浙江荣晟环保纸业股份有限公司信用级别未发生变化。

主体概况

公司主要从事瓦楞原纸、牛皮箱板纸等再生包装纸产品以及瓦楞纸板的生产制造，集废纸回收供应、热电联产、再生环保纸生产、纸板制造于一体，控股股东为自然人冯荣华，实际控制人为冯荣华和张云芳夫妇

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）从事各种包装用再生环保纸产品的研发、生产和销售，主要产品为瓦楞原纸、牛皮箱板纸和瓦楞纸板。

公司前身为成立于1980年的平湖县钟埭公社造纸厂（以下简称“平湖造纸厂”），初始注册资本为19.00万元，为集体所有制企业。1998年11月，公司由集体企业改制，设立浙江省平湖市兴星纸业有限公司承接原平湖造纸厂资产，注册资本为68.70万元。其中，平湖市钟埭镇资产经营中心出资9万元，冯荣华等46位自然人出资59.7万元，持股比例分别为13.08%和86.92%。1999年5月，平湖市钟埭镇资产经营中心将其持有的公司股权按原价转让给冯荣华，转让完成后，冯荣华持有公司52.99%的股权。公司于2004年11月整体改制为股份公司，2011年更为现名。2017年1月，公司在上海证券交易所上市，股票简称为“荣晟环保”，股票代码“603165.SH”；公司自成立起多次增资及股权转让，截至2022年6月末，公司总股本为2.78亿股，其中冯荣华持有公司37.51%的股权，为公司控股股东；冯荣华和张云芳夫妇合计持有公司42.18%的股权，为公司实际控制人。

公司主要产品包括瓦楞原纸和牛皮箱板纸，主要销往浙江、江苏和上海等华东地区。截至2022年6月末，公司具备年产60.00万吨再生环保纸的能力，其中瓦楞原纸、牛皮箱板纸和高密度纸板年产能分别为41.00万吨/年、15.00万吨/年和4.00万吨/年。此外，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，投产产能为2.4亿平方米。2022年1~6月，公司原纸和纸制品对外销量分别为31.15万吨和6331.33万平方米。

截至2022年6月末，公司资产总额为26.14亿元，所有者权益20.33亿元，资产负债率22.24%，纳入合并报表范围子公司9家；2021年及2022年1~6月，公司分别实现营业收入24.15亿元和12.94亿元，利润总额2.77亿元和1.06亿元。

本期债券概况及募集资金用途

主要条款

公司拟在上海证券交易所发行“浙江荣晟环保纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本期债券”），募集资金不超过8.00亿元（含），期限为6年，每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。本期债券计息起始日为发行首日，付息日为本期债券发行首日起每满一年的当日，付息债权登记日为每年付息日的前一交易日，公司将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）已转换或已申请转换为公司股票的可转债，公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

1. 本期债券转股基本条款

本期债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止。

本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士在本次发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

2. 本期债券转股价格向下修正条款

在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。

3. 赎回条款

（1）到期赎回条款

在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

（2）有条件赎回条款

转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照本期债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：1）在本期债券的转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；2）当本期债券的未转股余额不足人民币 3000 万元时。

4. 回售条款

（1）有条件回售条款

在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%时，债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

在本期债券最后两个计息年度，债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报

并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，债券持有人不能多次行使部分回售权。

(2) 附加回售条款

若本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，债券持有人享有一次回售的权利。债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过 80000 万元（含 80000 万元），在扣除相关发行费用后，拟全部投资于以下项目：

图表 1 本期债券募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	拟用募集资金金额	资本性投入金额
年产 2000 吨芳纶新材料项目	25000.00	20000.00	20,000.00
年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）	27894.00	16300.00	16,300.00
绿色智能化零土地技改项目	16850.00	15000.00	15,000.00
生物质锅炉项目	15000.00	10000.00	10,000.00
补充流动资金	18700.00	18700.00	-
合计	103444.00	80000.00	61300.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 年产 2000 吨芳纶新材料项目

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，可广泛应用于国防、航空航天、高速列车、电工绝缘、光缆防护、汽车等领域，未来前景广阔。年产 2000 吨芳纶新材料项目（以下简称“芳纶新材料项目”）实施主体为浙江荣晟新材料有限公司，项目建设地点位于浙江平湖经济开发区。芳纶新材料项目计划总投资 2.50 亿元，拟使用募集资金 2.00 亿元，项目建设期 2 年，主要是建设年产 2000 吨芳纶复合材料的生产车间及供电、排水、环保等配套基础设施。根据《年产 2000 吨芳纶新材料项目可行性研究报告》，芳纶新材料项目建成后预计税后财务内部收益率 19.78%，税后静态投资回收期（含建设期）6.49 年¹。公司目前并无该产品，芳纶新材料项目建设有利于公司优化产品布局，保持长期竞争优势。

近年来，新能源汽车以及风力发电等新兴电气绝缘领域发展迅速，对芳纶纸的需求量进一步增大。由于下游行业的强劲需求，我国芳纶纸消费量已从 2016 年的 2371 吨增长至 2020 年的 3748 吨，平均增长率为 12.13%。国内大部分使用的芳纶纸来自于国外进口，2020 年单从美国杜邦公司的进口量就占全国总销量的 60.51%。民士达是我国第一家芳纶纸生产企业和国内规模较大的芳纶纸制造企业，截至 2021 年末，其理论产能达 1500 吨，实际产量达 936.31 吨，产能利用率仅 62.42%。2022 年 1~3 月，民士达在启用新产线后，理论产能达 375 吨，产量可

¹ 募投项目内部收益率、回收期数据来源于公开披露的《浙江荣晟环保纸业股份有限公司 2022 年度公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，下文相同。

达 319.04 吨²，产能利用率达 85.08%。芳纶纸行业属于技术密集型行业，对专业人才需求较高，现有国内芳纶纸行业中部分企业仅能满足低端领域需求。芳纶纸市场前景广阔，公司通过与陕西科技大学高性能纤维和纸基功能材料创新团队合作，计划将该项目打造为公司的第二个盈利增长点，为公司可持续发展提供有利保障。

芳纶新材料项目已经平湖市发展和改革局出具的《浙江省企业投资项目备案（赋码）信息表》（项目代码：2209-330482-04-01-350722）。截至本报告出具日，该建设项目环评文件已公示³。

2. 年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）

年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）（以下简称“绿色产业园项目”）实施主体为安徽荣晟包装新材料科技有限公司，项目建设地点位于安徽省滁州市全椒县经济开发区。绿色产业园项目计划总投资 2.79 亿元，拟使用募集资金 1.63 亿元，项目建设期 2 年。该项目新建 2 栋生产用房、1 栋仓储用房和 2 栋倒班楼等基础设施，并购置智能纸板生产线、印刷联动生产线、制胶机、钉箱机、糊箱机、全自动智能仓储系统等生产设备。根据《年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）可行性研究报告》，该项目建成后预计税后财务内部收益率 16.35%，税后静态投资回收期（含建设期）7.07 年。

绿色产业园项目产品主要为纸板、纸箱等包装品，可广泛应用于通信、电子、家电、办公设备、日用化工、食品饮料、医药、轻工、机械等行业运输和消费中。2021 年以来，随着快递包装需求增长以及“限塑令”推出，“以纸代塑”成为包装行业趋势，纸包装产品需求增加，市场空间广阔；此外，绿色产业园项目地处滁州市南部，区域内缺少大型瓦楞纸箱生产基地，项目建成后有助于拓宽公司业务范围，提高市场占有率。绿色产业园项目拟通过引进高端智能制造设备实现高度自动化生产，扩大瓦楞纸板和瓦楞纸箱的产能，为后续拟建设的“年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用项目”所新增的原纸产能提供配套支撑，提升公司盈利空间。

绿色产业园项目已取得全椒县发展改革委出具的《全椒县发展改革委项目备案表》（项目代码：2208-341124-04-01-981595），并取得滁州市全椒县生态环境分局出具的《关于安徽荣晟包装新材料科技有限公司年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目环境影响报告表的批复》（全环评〔2022〕23 号）。

3. 绿色智能化零土地技改项目

绿色智能化零土地技改项目（以下简称“土地技改项目”）实施主体为公司本部，项目建设地点位于公司现有厂区，无新增建设用地。土地技改项目总投资 1.685 亿元，拟使用募集资金 1.50 亿元，项目建设期 2 年。该项目建设厌氧塔系统、中水回用系统（二期）、废气异味治理系统、光伏发电项目（三期）等环保设施，购置背压式发电机组对热电联产汽轮发电机进行改造，购置靴式压榨单元、智能输送系统等先进设备对原造纸车间纸机及输送系统实施升级改造，建设车间倒班楼等配套基础设施，建设光伏发电项目三期（3.2MW 屋顶分布式光伏发电项目）。该项目改造完成后，预计公司每年可节省 920 万 kWh 电、100 万吨水、3 万吨蒸汽等，有利于节约能耗、降本增效，向绿色化生产转型。

² 2022 年 1-3 月产能根据 2022 年 1-3 月生产线的年产能/4 计算。民士达新厂区生产线于 2022 年 3 月转固，其产能未统计在内。

³ “年产 2000 吨芳纶新材料项目”、“生物质锅炉项目”环评文件已公示在平湖市人民政府网站，详情可见：http://www.pinghu.gov.cn/art/2022/10/18/art_1229404511_5013746.html

土地技改项目已取得平湖市经济和信息化局出具的《浙江省工业企业“零土地”技术改造项目备案通知书》(项目代码: 2209-330482-07-02-689662)及平湖市发展和改革局出具的《浙江省企业投资项目备案(赋码)信息表》(项目代码: 2207-330482-04-01-155008),并取得嘉兴市生态环境局出具的《建设项目环境影响登记表》(备案号: 202233048200000105、202233048200000106)。

4. 生物质锅炉项目

生物质锅炉项目实施主体为公司本部,项目建设地点位于浙江平湖经济开发区。该项目总投资 1.50 亿元,拟使用募集资金 1.00 亿元,项目建设期 2 年,主要用于新建 1 台 150t/h 生物质循环流化床锅炉,配套建设热机系统、电气系统、热控系统、水工系统、燃料储存输送系统及炉后环保等设施。该项目建成后,预计公司每年可使用 28.8 万吨生物质燃料替代 13.3 万吨燃煤,每年可节省一定规模的燃料支出,同时相当于减排二氧化碳 26.83 万吨、二氧化硫 7.2 吨、氮氧化物 28.8 吨、烟尘 1.5 吨,达到环保减排之目的。

生物质锅炉项目已取得平湖市发展和改革局出具的《浙江省企业投资项目备案(赋码)信息表》(项目代码: 2209-330482-04-01-671141)。截至本报告出具日,该建设项目环评文件已公示。

个体信用状况

宏观经济和政策环境

疫情冲击下,2022年二季度宏观经济再现“增长缺口”,下半年GDP增速有望回归正常增长水平

3月和4月上海、吉林疫情再起,并波及全国,对宏观经济供需两端都造成严重扰动,二季度GDP同比增速为0.4%,大幅低于一季度的4.8%,创2020年初以来最低点。5月之后疫情缓和,加之以“国常会33条”为代表的稳住经济大盘措施全面发力,经济转入修复过程。当前经济运行不平衡特征突出,总体上呈现“供强需弱”、“基建强消费弱”的特征,其中房地产下滑正在成为经济下行压力的主要来源。

展望未来,在疫情得到稳定控制的前景下,伴随各项稳增长政策进一步落地显效,三、四季度经济修复过程会明显加快,预计GDP增速将分别达到5.0%和5.5%左右,基本回到正常增长水平。其中,下半年基建投资有望持续加速,房地产投资将在政策放宽过程中逐步触底回升。受前期居民可支配收入增速下滑、消费心理偏谨慎等因素影响,接下来消费修复将较为温和。我们判断,下半年全球滞胀特征会愈加显现,出口增速恐将波动下行,外需对经济增长的拉动力量会明显减弱,稳增长将更加倚重内需。

值得注意的是,受“猪周期”转入价格上升阶段影响,下半年CPI同比增速有可能升至3.0%左右,但扣除食品和能源价格的核心CPI同比增速有望保持1.5%左右的低位。这意味着物价形势将保持整体稳定,不会对宏观政策形成较大掣肘。另外,全球经济衰退阴影下,近期包括原油、铜在内的国际大宗商品价格下跌幅度较大,下半年国内PPI同比增速将会延续较快下行势头,也会成为稳定整体物价水平的一个积极因素。

当前宏观政策正在全面发力,下半年财政货币政策都将在稳增长方向上保持较高连续性

上半年基建投资同比增速达到 7.1%，显著高于去年全年 0.4% 的增长水平；在专项债资金大规模投放、政策性金融支持基建持续加码背景下，三季度基建投资增速有望升至两位数。这标志着当前宏观政策正在朝着稳增长方向全面发力。我们判断，下半年在全球金融环境大幅收紧、国内经济转入修复过程背景下，货币政策动用降息降准“大招”的可能性不大，但仍将延续稳增长取向，其中三季度社融、信贷和 M2 增速都将保持偏强势头，市场利率上行幅度可控，为支持楼市尽快回暖，5 年期 LPR 报价还将有所下调。

财政政策方面，2022 年新增地方政府专项债额度在 6 月底已“基本发完”，二季度退税政策进度较快，截至二季度末已完成 1.85 万亿元，而全年指标是 2.64 万亿元。由此，下半年是否会出现财政政策“空窗期”，成为当前市场关注的焦点。我们判断，视下半年消费、投资修复进度，财政政策还有较大加码空间。主要是为支持消费修复以及基建提速，下半年有可能发行 1~1.5 万亿元特别国债，或将 2023 年部分新增地方政府专项债额度提前至今年下半年发行。考虑到当前楼市遇冷对地方政府国有土地出让金收入影响很大，我们判断尽管近期政策性金融持续发力，分担了地方政府部分基建支出压力，但下半年财政政策存在出台新增量工具的可能。

行业分析

荣晟环保主要从事原纸、纸制品等业务，主要产品包括瓦楞原纸和牛皮箱板纸，属于造纸行业，处于箱板纸及瓦楞原纸主导的包装用纸细分市场。

造纸行业

受新冠疫情反复、K12 教育“双减”政策和电子传媒兴起等因素影响，文化纸制品需求疲弱；但受益于快递零售行业快速发展和“禁塑令”政策实施，包装与生活用纸需求增加，预计 2022 年文化纸需求维持低迷态势，包装纸受疫情反复影响需求有所放缓

造纸行业具有资金技术密集、规模效益显著、资源依赖较强和重污染的特点，其发展通常与宏观经济高度相关，属于典型的周期性行业。造纸行业产业链可依次分为上游制浆、中游造纸和纸制品、下游纸制品加工应用。受新冠疫情影响，2020 年年初纸制品产销量下降，但伴随新冠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，2020 年纸及纸板消费量 11827 万吨，同比增长 10.49%。2021 年，受益于快递零售行业快速发展和“禁塑令”⁴实施，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，但各子行业的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。从主要细分纸种需求来看，由于电子传媒兴起和“无纸化办公”发展，叠加 K12 教育“双减”政策落地实施，近年文化纸（包括涂布印刷纸、未涂布印刷书写纸、新闻纸）需求整体增速放缓；2021 年文化纸消费量 2529 万吨，同比上升 8.02%，增速较 2020 年下降 6.06 个百分点。包装纸（含包装用纸、白板纸、箱板纸、瓦楞原纸）下游需求与经济增速高度相关，近年整体需求呈上升趋势；2021 年包装纸消费量 8322 万吨，同比增长 8.02%。其中，包装用纸消费量 722 万吨，同比上涨 0.56%；白板纸消费量 1427 万吨，同比上涨 3.93%；箱板纸消费量 3196 万吨，同比上涨 12.65%；瓦楞原纸消费量 2977 万吨，同比上涨 7.24%。近年，受疫情影响，

⁴ 禁塑令是指在全国范围内禁止生产销售使用超薄塑料袋，并实行塑料袋有偿使用制度。

以及居民卫生防疫卫生意识提高，生活用纸（包括纸巾、厕纸、纸尿裤等）消费量亦呈增长趋势；2021年生活用纸消费量1046万吨，同比增长5.02%。特种纸主要应用于装饰用纸、标签离型、热转印纸、食品包装用纸、医疗用纸、发票及彩票等用纸，需求相对稳定。

2022年上半年，国内疫情反复，展会减少，叠加电商增长遇到瓶颈，包装纸需求有所放缓，预计2022年全年，包装纸需求维持疲弱；受新冠疫情反复、K12教育“双减”政策和电子传媒兴起等因素影响，文化纸制品需求维持低迷。未来随着经济的增长和居民可支配收入的提升，快递零售行业发展，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，以及国内经济逐步回暖，预计包装用纸行业需求将恢复增长。

图表2 包装纸销量与同比增速情况(单位:万吨、%)



图表3 文化纸销量与同比增速 (单位:万吨、%)



资料来源: iFinD, 东方金诚整理

近年我国纸及纸板生产量整体呈波动上升趋势，但内部有所分化，受益于下游需求增长和新增产能投产，包装纸产品产量持续增长；但受教材教辅需求减少和无纸化办公发展影响，文化纸产量有所下降

我国是全球第一大纸及纸制品生产国。近年来，我国纸及纸板生产量呈波动上升趋势。2021年，受益于国内经济恢复，包装用纸需求增长和包装纸新增产能投产，全国纸及纸板产量12105万吨，同比增长7.5%。分品种来看，2021年我国文化纸产量2445万吨，同比下降1.41%，主要是受下半年K12教育“双减”政策导致双胶纸需求回落影响。受益于快递零售行业消费增加，以及“限塑令”政策实施，箱板纸、瓦楞纸和白卡纸等消费量增长，带动包装纸产量达7730万吨，同比增长10.04%；其中，箱纸板产量达2805万吨，同比增长14.96%，占纸及纸板总产量的23.17%；瓦楞原纸产量达2685万吨，同比增长12.34%，占纸及纸板总产量的22.18%。生活用纸产量1105万吨，同比增长2.31%。特种纸产量395万吨，同比下降2.47%。

2022上半年，全国机制纸及纸板产量为6772.4万吨，同比下降0.6%，但包装纸产品供给端延续增长态势。2022年1~6月，箱板纸产量1360.18万吨，同比增加5.87%，瓦楞纸产量1042.95万吨，同比增加3.65%。

图表 4 包装纸产量与增速 (单位: 万吨、%) 图表 5 文化纸产量与增速 (单位: 万吨、%)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

受益于快递零售行业快速发展, 叠加“能耗双控”政策和“禁废令”导致废纸原材料供给受限, 2021年包装纸主要产品价格上升, 2022年以来, 受疫情影响, 快递物流受阻, 加之展会减少, 包装纸价格回落; 受K12教育“双减”政策等影响, 文化纸价格呈下降趋势

从包装纸价格来看, 2020年上半年, 国内外新冠疫情爆发, 包装纸出口订单减少, 库存高企, 包装纸价格下降; 下半年, 国内疫情防控措施见效, 出口订单增加, 叠加废纸成本上涨, 包装纸价格企稳回升。2021年以来, 疫情背景下, 网络购物刺激快递零售行业快速发展, 同时, 受“能耗双控”政策和“禁废令”导致废纸原材料供给受限, 包装纸主要产品价格呈上升趋势。其中, 2021年, 瓦楞原纸价格从年初3410元/吨波动上涨至年末3824元/吨, 上涨幅度12.14%, 箱板纸价格从年初的4700元/吨波动上涨年末至5615元/吨, 涨幅19.47%。2022年上半年, 受疫情影响, 快递物流受阻, 加之展会减少, 瓦楞纸和箱板纸价格回落。预计2022年下半年, 受下游需求疲弱影响, 包装纸产品价格仍将小幅下降。

从文化纸价格来看, 2020年上半年, 受新冠疫情影响, 图书印刷需求有所下降, 加上木浆价格下降, 文化纸价格下跌; 下半年, 随着国内疫情防控见效, 图书印刷需求回升, 加上木浆价格企稳, 带动文化纸价格企稳上升。2021年上半年, 受益于图书印刷需求增加, 叠加木浆价格上涨, 主要文化纸价格大幅上涨。其中, 2021年6月末, 胶版纸价格为6016元/吨, 同比上涨0.49%; 铜版纸价格7000元/吨, 同比上涨21.04%; 白卡纸价格7990元/吨, 同比上涨40.30%。2021年下半年以来, 受国内K12教育“双减”政策实施影响, 教材教辅需求减少, 叠加木浆价格下滑, 铜版纸和双胶纸等文化纸价格环比有所下降。2022年上半年, 尽管受疫情和K12教育“双减”政策等因素, 文化纸下游需求疲弱, 但受益于纸浆价格成本支撑和海外订单需求增加, 主要文化纸价格企稳回升。预计2022年下半年, 文化纸主要产品价格与上半年变化不大。

图表 6 包装纸主要产品价格走势（单位：元/吨）



图表 7 文化纸主要产品价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，东方金诚整理

受益于纸产品销量增加、文化纸和包装纸等产品价格上涨，2021 年造纸和纸制品企业盈利同比增长；但受木浆与固废成本上涨影响，造纸企业成本控制压力较大

造纸企业的核心成本由原材料和能源构成，合计占造纸企业生产成本的比例在 80%左右。造纸企业根据原材料可分为“木浆系”、“非木草竹浆系”和“废纸系”⁵。2021 年，进口针叶浆价格自年初约 4970 元/吨快速上涨至 3 月中旬约 6331 元/吨，后逐步回落至 10 月末约 4781 元/吨；阔叶木浆价格自年初约 4262 元/吨快速上涨至三月中旬约 6025 元/吨，后逐步回落至 10 月末 4450 元/吨附近。2021 年 11 月起，受芬兰 UPM 罢工、加拿大洪水及俄乌冲突等影响，进口针叶浆从年初约 5300 元/吨涨至 9 月末约 7500 元/吨附近，涨幅 41.51%；阔叶木浆从年初 5060 元/吨涨至 9 月末约 6730 元/吨附近，涨幅 33.00%。木浆系企业成本控制压力较大。

废纸方面，国内废纸回收较为落后，废纸整体质量低；国外废纸回收周期比较短，废纸浆产量很大。受“禁废令”⁶政策实施影响，2021 年起，国内造纸企业实现废纸“零进口”，废纸供应短缺导致废纸价格上涨。2021 年，废纸价格由年初的 2320 元/吨上涨至 2400 元/吨附近，涨幅 3.45%。2022 年，受到下游需求冷清及工厂端废纸库存充足等因素影响，国废价格上半年在 2300 元/吨至 2500 元/吨的价格区间内波动，下半年起出现大幅下跌。截至 2022 年 9 月 23 日，废纸现货价格约 1916 元/吨，同比下降 21.15%。预计伴随国废价格回落，短期内废纸系包装纸企成本压力减弱。

2021 年，受益于纸产品销量增加、文化纸和包装纸等产品价格上涨，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 7.03%，主要受益于纸产品销量增加、价格上涨。2022 年 1~6 月，造纸及纸制品行业规模以上企业实现收入 7374.6 亿元，同比 2.50%；利润总额 259.9 亿元，同比下降 46.3%，利润降幅较大，主要是因为原材料价格高位叠加需求疲弱所导致的纸制品价格下降，双重因素挤压造纸企业利润空间。

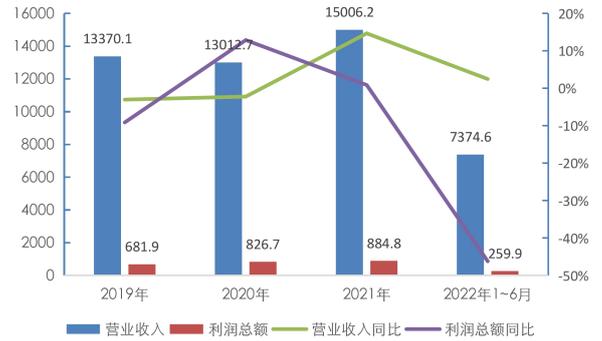
⁵ 其中，木浆纸系多用于制造文化纸、白卡纸、特种纸等，木浆原材料针叶林纸浆、阔叶林纸浆超过 90%来源于进口。非木草竹浆系主要用于制造生活用纸。废纸系主要用于制造瓦楞纸和箱板纸。

⁶ 禁废令是指中国停止进口包括废塑料、未分类的废纸、废纺织原料等垃圾在内的 24 种洋垃圾。

图表 8 主要原材料价格 (单位: 元/吨)



图表 9 造纸及纸制品业收入及利润 (单位: 亿元、%)



资料来源: iFinD, 东方金诚整理

随着环保政策趋严和下游终端消费行业品牌化升级趋势, 造纸产能加速出清, 规模企业持续受益

2012 年以来, 受整体经济环境低迷、行业产能过剩、资源整合、行业结构调整影响, 同时相关部门陆续颁布《环境保护法》、《造纸产品取水定额 GB/T18916.5-2012》、《制浆造纸工业水污染物排放标准 (GB3544-2008)》以及《关于进一步加强造纸和印染行业总量减排核算工作的通知》等法律法规和政策文件, 造纸行业固定资产投资增速出现明显回落, 环保压力提高了行业的准入门槛。此外, 伴随消费行业品牌化升级趋势, 下游企业对于瓦楞纸箱产品质量、功能性、印刷内容精良程度、交货时间、配套服务的要求也会逐步上升, 低克重、高强度、轻量化瓦楞纸板成为普遍需求。瓦楞包装行业中部分大企业正在进行产品多元化和产业链一体化布局, 中小企业难以适应, 行业竞争格局将更加复杂, 有资金、技术实力的瓦楞纸企业将逐渐占据市场主导地位, 产能面临进一步出清趋势。

2004 年~2021 年, 我国纸和纸板年产 100 万吨以上的企业从 3 家增加到 26 家, 其中排名第一的玖龙纸业 (控股) 有限公司的年产量达到了 1734 万吨。行业前 10 名造纸企业的产量占比从 2004 年的 18.38% 增至 2019 年的 45.68%, 行业门槛提升利于大型企业不断扩大市占率。我国重点造纸企业可大致分为四个梯队, 第一梯队为玖龙纸业 (港股上市) 产量最大, 超过 1600 万吨, 较其他重点造纸企业产量遥遥领先; 第二梯队以理文造纸、山鹰国际、太阳纸业等造纸企业为代表, 年造纸产量在 200~1000 万吨之间, 企业数量约为 10 家; 第三梯队以金东等中型造纸企业为代表, 年造纸产量超过 100 万吨, 企业数量约为 11 家; 第四梯队则为造纸业的中小型企业, 年造纸产量在 100 万吨以下, 第四梯队企业数量最多。未来, 在“碳达峰”、“碳中和”与“能耗双控”背景下, 造纸企业将面临更高的环保标准和减碳排放要求, 并将推动行业兼并重组和绿色转型。

图表 10 造纸行业主要上市公司 2021 年主要财务数据 (单位: 亿元、%)

公司简称	资产总额	营业总收入	净利润	经营活动净现金流	资产负债率
玖龙纸业	921.72	615.74	71.68	25.17	49.66
山鹰国际	515.94	330.33	15.54	19.69	64.81
晨鸣纸业	828.41	327.35	20.90	85.82	72.78
理文造纸 (港元)	524.54	325.11	32.52	27.92	36.32
太阳纸业	427.37	319.97	29.67	49.29	55.98
恒安国际	422.93	207.90	32.90	46.04	54.41
博汇纸业	199.14	162.76	17.06	36.45	63.51
华泰股份	161.84	149.03	7.73	17.42	41.72
岳阳林纸	164.53	78.38	3.02	3.42	46.55
冠豪高新	92.80	73.98	3.97	11.73	25.55

资料来源: iFinD, 东方金诚整理

业务运营

经营概况

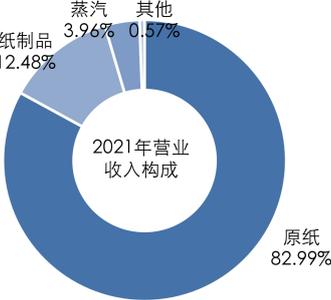
公司收入和毛利润主要来自瓦楞原纸和牛皮箱板纸等原纸业务, 得益于产品销售价格上涨和产能扩张, 近年营业收入和毛利润均呈增长态势, 但受原材料废纸成本上升影响, 毛利率呈下降趋势

公司主要从事包装用再生环保纸的研发、生产和销售, 主要产品包括瓦楞原纸、牛皮箱板纸。公司收入主要来自瓦楞原纸和牛皮箱板纸等原纸业务, 2021 年原纸收入占比 82.99%。近年公司营业收入和毛利润均呈增长态势。2021 年, 受益于快递零售需求快速增长, 瓦楞原纸和牛皮箱板纸销售价格上涨, 加之公司纸机技改后产量和销量增加, 公司营业收入同比增长 42.42%, 毛利润同比上涨 40.17%; 2022 年上半年, 受益于下游快递零售行业和“以纸代塑”等包装需求增长和公司产能释放, 公司瓦楞原纸和牛皮箱板纸销量同比增长, 产品销售价格维持高位, 营业收入同比上升 22.81%, 但受下游需求疲软影响, 瓦楞原纸和牛皮箱板纸等产品价格有所下降。公司通过荣晟包装提供纸制品业务, 进一步延伸产业链, 近年纸制品收入和毛利润保持稳定。蒸汽销售业务与其他业务⁷规模较小。由于造纸过程中需使用大量蒸汽, 公司通过热电联产方式, 利用蒸汽发电后的余热进行造纸烘干, 既降低了生产成本, 又减少了对外部电力和蒸汽的依赖, 同时可对外销售部分蒸汽取得一定收入。

2019 年~2021 年, 受疫情影响, 公司整体毛利率略微下降, 但变动幅度不大。2021 年毛利率为 15.44%, 较 2020 年下降 0.25 个百分点。2022 年 1~6 月, 受原材料废纸价格处于高位而原纸价格下降影响, 公司原纸业务毛利率大幅下降, 拉低公司整体毛利率至 7.69%, 较 2021 年末下降 7.75 个百分点。

⁷ 其他业务为污泥处理、销售电等。

图表 11 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况 (单位: 亿元、%)



类别	2019年		2020年		2021年		2022年1~6月	
	收入	占比	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	10.90	84.25
纸制品	2.81	16.78	2.81	16.55	3.01	12.48	1.44	11.10
蒸汽	0.66	3.97	0.62	3.65	0.96	3.96	0.54	4.21
其他	0.07	0.39	0.09	0.53	0.14	0.57	0.06	0.44
合计	16.76	100.00	16.95	100.00	24.15	100.00	12.94	100.00
类别	毛利润	毛利率	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	0.45	4.16
纸制品	0.49	17.51	0.48	17.09	0.47	15.52	0.24	17.03
蒸汽	0.25	38.23	0.23	36.55	0.35	36.92	0.24	44.21
其他	0.07	99.17	0.09	99.25	0.14	98.89	0.06	99.58
合计	2.77	16.56	2.66	15.69	3.73	15.44	1.00	7.69

资料来源: 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, 收入主要来源于瓦楞原纸和牛皮箱板纸。近年来, 公司原纸业务中瓦楞原纸收入占比波动下降, 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48.13%, 主要系快递零售行业包装需求增长, 加之公司产能释放带动产销量增加, 同时瓦楞原纸和牛皮箱板纸等产品销售价格上涨所致。2022上半年, 受新冠疫情反复和长三角地区疫情集中爆发影响, 原材料废纸价格上涨, 但原纸价格下跌, 导致原纸业务毛利率跌至4.16%。

图表 12 近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		2022年1~6月	
	收入	占比	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	7.29	66.89
牛皮箱板纸	2.99	22.61	2.38	17.70	4.97	24.81	3.02	27.72
高密度纸板	0.69	5.24	0.97	7.23	1.16	5.78	0.59	5.39
合计	13.21	100.00	13.44	100.00	20.04	100.00	10.90	100.00
业务类型	毛利润	毛利率	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	1.34	13.24	1.77	12.71	0.21	2.95
牛皮箱板纸	0.44	14.73	0.39	16.46	0.83	16.71	0.20	6.46
高密度纸板	0.05	6.91	0.14	14.27	0.17	15.06	0.04	7.34
合计	1.96	14.85	1.87	13.88	2.77	13.84	0.45	4.16

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司主要从事各种包装用再生环保纸的研发、生产和销售, 产品以瓦楞原纸和牛皮箱板纸为主, 质量较好, 在区域内原纸领域具有一定的区域市场竞争力, 公司通过热电联产方式进行造纸烘干, 一定程度上降低了生产成本

公司集废纸回收供应、热电联产、再生环保纸生产、纸板制造于一体, 主要从事瓦楞原纸、

牛皮箱板纸等再生环保包装纸产品的研发、生产和销售，核心产品为瓦楞原纸和牛皮箱板纸。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，关键质量控制系统国外采购。2012年起，公司被认定为国家高新技术企业，并建有省级企业研究院、省级企业技术中心。公司核心专利技术是从废纸中提取优质纤维，采用废纸生产高强瓦楞原纸、高强度牛皮挂面板，实现国产废纸取代进口废纸。2021年，公司研发投入1.09亿元，深入研究生物酶在打浆、助留助滤等方面的作用。截至2022年6月末，公司共获授权专利119个，其中发明专利29个；同时，公司不断加大产学研合作力度，与浙江清华长三角研究院、浙江大学等高校在优化生产工艺、绿色节能、降耗减污、数字智能化以及开发功能型原纸产品等方面进行合作。公司率先开发并量产了AA级低克重高强瓦楞纸特色产品，纸类产品质量较好，具有一定的区域市场竞争力。

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。

近年公司通过技改，原纸产能逐年增加，但原纸产能规模仍较小，受益于下游快递零售包装需求增长，公司原纸产品产能利用率逐年提升

2019年~2021年，公司通过纸机技改，原纸年产能从48.00万吨/年增加至58.75万吨/年，下游快递零售包装需求增加，加之公司产能释放，带动产销量同步增加。2021年末，公司原纸产量达到61.43万吨，较2020年上涨17.95%，产能利用率达104.56%。2022年6月末，纸机技改已完成，原纸产能达到60.00万吨/年。原纸产量为32.09万吨，产能利用率提高至106.93%。但同业对比来看，公司造纸规模仍较小。

图表 13 近年公司原纸生产情况（单位：万吨、万吨/年、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~6月	
瓦楞原纸	产能	30.00	35.50	41.00	20.50
	产量	34.72	37.96	42.09	21.32
	产能利用率	115.74	106.94	102.67	103.99
牛皮箱板纸	产能	15.00	11.25 ⁸	13.75	7.50
	产量	12.80	10.13	15.23	8.70
	产能利用率	85.30	90.04	110.78	115.96
高密度纸板	产能	3.00	4.00	4.00	2.00
	产量	2.75	3.99	4.11	2.07
	产能利用率	91.59	99.64	102.63	103.26
合计	产能	48.00	50.75	58.75	30.00
	产量	50.27	52.08	61.43	32.09
	产能利用率	104.72	102.62	104.56	106.93

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁸ 2020年10月至2021年1月，牛皮箱板纸生产线因进行停机技改，故相应期间的牛皮箱板纸产能为0。

公司地处华东地区，临近原材料采购和产品终端消费市场，近年原纸销量和销售价格整体呈上涨态势，带动原纸业务收入和毛利润增加，2022年上半年以来，受原纸售价下降、原材料废纸成本高企影响，公司获利能力下降，下半年需求回暖，原纸业务利润降幅将有所收窄

公司原纸业务收入和毛利润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，公司原纸少量内销给子公司嘉兴市荣晟包装材料有限公司（以下简称“荣晟包装”），其余外销。近年由于公司“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”逐步完工投产，因此内销给荣晟包装的变为纸板而非原纸，呈现出原纸业务内销比例逐步下降的情况⁹。该产线转至荣晟包装后，公司仅内销原纸给荣晟包装，未来有望重新增加原纸内销比例，发挥产业链优势。

2021年，受益于下游需求增加，公司原纸对外销售量增加，产销率处于较高水平。且主要产品销售均价呈上涨态势，带动原纸业务收入和毛利润同比上升。2022年上半年，受益于下游快递零售行业和“以纸代塑”包装需求增长和公司产能释放，公司原纸销量同比增长，原纸业务收入持续上涨；受废纸成本维持高位，原纸销售价格下降导致利润空间压缩，公司原纸业务毛利润为0.45亿元，同比下降。预计2022年下半年，随着国内经济逐步恢复，快递零售行业发展和消费升级，下半年原纸包装需求有望恢复增长，公司原纸业务收入保持增长，增速同比有所放缓；废纸成本高位回落，原纸业务毛利率有所回升，公司原纸业务毛利润同比有所下降，降幅较上半年有所收窄。

图表 14 近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	2022年1~6月	
瓦楞原纸	对外销量	30.63	33.82	39.31	20.66
	对内销量	4.17	3.91	2.70	0.47
	产销率	100.22	99.39	99.83	99.12
	销售均价	3112.09	2983.09	3538.83	3529.28
	外销收入	9.53	10.09	13.91	7.29
牛皮箱板纸	对外销量	9.35	7.44	13.36	8.39
	对内销量	3.47	2.74	1.58	0.39
	产销率	100.17	100.43	98.13	100.93
	销售均价	3196.78	3199.15	3719.47	3604.44
	外销收入	2.99	2.38	4.97	3.02
高密度纸板	对外销量	2.74	4.00	4.08	2.10
	对内销量	-	-	-	-
	产销率	99.83	100.45	99.39	101.52
	销售均价	2522.94	2425.62	2839.92	2804.72
	外销收入	0.69	0.97	1.16	0.59
合计	对外销量	42.72	45.26	56.75	31.15
	对内销量	7.64	6.65	4.28	0.86
	产销率	100.19	108.59	99.38	99.77
	销售均价	3092.79	2969.28	3531.12	3500.75
	外销收入	13.21	13.44	20.04	10.90

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁹ 2022年6月30日，公司发布《浙江荣晟环保纸业股份有限公司关于全资子公司完成增资及工商变更登记的公告》，将“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”的实施主体由公司变更为全资子公司“嘉兴市荣晟包装材料有限公司”，并将本项目投资建设的建筑物类固定资产、设备类固定资产、在建工程和无形资产作为非货币性资产以及货币资金4000万元人民币向荣晟包装实缴出资。本次变更完成后，荣晟包装注册资本由人民币2800万元增至人民币5000万元。

公司地处浙江省平湖经济技术开发区¹⁰，属于华东地区（我国最大、最具增长潜力纸及纸制品消费市场之一），临近原材料采购和产品终端消费市场。公司原纸和纸制品主要销往浙江、上海和江苏等华东地区，2021年销往浙江、江苏和上海占比¹¹分别为68.03%、16.17%和12.71%。公司针对不同客户采用不同的结算方式，一般有款到发货、货到付款、月结5天、月结15天、月结30天等方式。公司与下游客户合作稳定，主要为下游纸制品深加工企业等。公司原纸业务下游客户较为分散，前五大客户中不存在关联交易。

图表 15 公司原纸业务前五大客户（单位：万元、%）

2021年前五大客户	金额	占总营业收入比重	是否关联
慈溪市慧龙包装材料有限公司	6572.79	2.72	否
浙江凯露包装科技股份有限公司	6400.87	2.65	否
厦门合兴包装印刷股份有限公司	5875.32	2.43	否
浙江东恒控股股份有限公司	5239.30	2.17	否
苏州茂泰纸制品有限公司	4983.79	2.06	否
合计	29072.07	12.03	-
2022年1~6月前五大客户	金额	占总营业收入比重	是否关联
浙江凯露包装科技股份有限公司	2379.08	1.84	否
厦门合兴包装印刷股份有限公司	1956.59	1.51	否
杭州永晶科技有限公司	1869.61	1.44	否
德清惠源包装材料有限公司	1852.15	1.43	否
浙江赛欧包装有限公司	1837.35	1.42	否
合计	9894.78	7.64	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司原纸生产原料以废纸为主，2021年起因废纸价格持续走高，公司原纸业务毛利率下降，成本控制压力逐步加大，预计未来随废纸价格回落，公司成本压力有所缓解

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，2021年占比分别为71.63%、0.87%、26.02%和1.48%；直接材料中废纸占比最高。因“禁废令”影响，2021年起公司废纸全部国内采购，受废纸和原煤价格上涨影响，2021年原纸业务毛利率同比下降0.04个百分点。2022年上半年，受上海疫情防控影响，包装纸市场废纸原材料供应量减少，导致原材料废纸价格在2400元/吨的高位波动，原纸业务毛利率较2021年下降9.68个百分点至4.16%，公司成本控制压力较大。预计2022年下半年，受废纸供给增加影响，废纸价格有所下滑，9月份已跌破2000元/吨，预计2022年下半年公司成本控制压力将有所缓解。

¹⁰ 公司位于上海、杭州、苏州三地地域范围的中心。

¹¹ 此处指各地区营业收入占比。

图表 16 近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	2022年1~6月
采购量	511786.55	519770.22	635893.12	338292.39
其中：外废采购量	6282.00	3131.35	-	-
废纸				
国内采购均价	1980.96	1917.29	2260.81	2405.48
进口采购均价	1965.55	1297.69	-	-
采购金额	10.14	9.95	14.38	8.14
原煤				
采购量	245736.76	264586.49	273532.88	138533.1
采购均价	573.63	552.24	954.25	1019.58
采购金额	1.41	1.46	2.61	1.41

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2021年公司原纸业务前五大供应商占比为43.48%；2022上半年，由于原材料价格上涨，前五大供应商占比小幅上涨至41.49%。公司原煤主要向舟山一清能源有限公司等原煤贸易商采购；蒸汽主要由公司内部供应。

图表 17 公司原纸业务原材料采购前五大供应商（单位：万元、%）

2021年前五大供应商	金额	占营业成本比重	是否关联
淮安市志海物资回收有限公司	31506.97	15.43	否
淮安志鼎纸业有限公司	28165.93	13.80	否
浙江再胜能源有限公司	11062.27	5.42	否
杭州华旺实业集团有限公司	9467.62	4.64	否
江苏中物联再生资源有限公司泗阳分公司	8558.62	4.19	否
合计	88761.42	43.38	-
2022年1~6月前五大供应商	金额	占营业成本比重	是否关联
淮安市志海物资回收有限公司	18845.38	15.77	否
淮安志鼎再生资源有限公司	11714.86	9.81	否
淮安志昇再生资源有限公司	8132.22	6.81	否
黑龙江金象生化有限责任公司	5478.60	4.59	否
周井春	5389.80	4.51	否
合计	49560.86	41.49	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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趋紧，公司仍将面临一定的环保压力

公司拥有自备电厂，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、噪音和固体废弃物。废水是造纸企业最主要的污染物，截至2022年6月末，公司废水日处理能力为13000立方米，可满足生产所用。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。公司主要环保指标均符合国家标准，但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18 2021年公司主要环保指标情况（单位：t/a）

项目	总量控制指标	公司实际值
化学需氧量（COD）	148.05（包含租赁排污权后合计 151.80）	151.75（其中使用租赁排污量 3.75）
NH3-N	14.805（包含租赁排污权后合计 15.18）	15.17（其中使用租赁排污量 0.375）
SO2	103.12	15.12
烟尘	32.64	3.25
氮氧化物	103.12	60.23
废水量（万立方米/年）	296.10（含租赁排污权后合计 303.60）	303.50（其中使用租赁排放废水量 7.5吨）

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2.纸制品业务

随着“年产3亿平方米智能包装材料改造项目”完工，公司纸制品产能有所扩张，但生产规模不大，产能利用率有待提升

公司纸制品业务由子公司嘉兴市荣晟包装材料有限公司（以下简称“荣晟包装”）运营，主要产品为瓦楞纸板。2019~2020年，公司纸制品产能无变化，均为1.80亿平方米。但产量逐步减弱，主要系公司全年内偶尔进行小型技改¹²以及区域疫情影响需求所致。由于前次转债募投项目“年产3亿平方米新型智能包装材料改造项目”于2021年10月底达到预定可使用状态，2021年11~12月尚处于产能爬坡状态，新旧产能合计1.90亿平方米。公司纸制品产量为13075.65万平方米，较2020年下降4.76%。2022年起，新产线全年实际产能达2.4亿平方米，1.8亿平方米的旧产线由于使用时间较长，将进行长时间停产整修。2022年1~6月，公司纸制品产能达到1.2亿平方米，但由于下游需求不高，且在建项目于二季度才实现完工，公司产量尚未体现出来，产能利用率仅52.61%，较2021年有所下降。整体而言，公司纸制品生产规模不大，产能利用率有待进一步提升。

近年来，受技改及需求影响，纸制品销量小幅下滑，但受益于销售价格上涨，公司纸制品业务收入同比增加

受年内偶尔技改及区域疫情影响需求，2019~2021年，公司纸制品销量略有下降。但由于公司逐步根据市场行情调整不同层数瓦楞纸板¹³比例，销售均价稳步上升。2021年，公司纸制品业务收入为3.01亿元，同比增长7.41%。2022年1~6月，受下游需求疲弱且行业内供给端较充足影响，公司纸制品销售均价有所下降，但受益于产能扩张带动产销量上涨，纸制品业务收入为1.44亿元，同比小幅增长0.49%。预计2022年，随着国内下游需求逐步回暖，纸制品获利能力得到改善。

¹² 全年内偶尔进行热电设备或纸机小型技改。其中热电设备停机技改时纸制品也要相应停产。

¹³ 不同层数纸板产品价格不同。

图表 19 公司纸制品产销情况（单位：万平方米/年、万平方米、%、元/平方米、亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~6月
产能	18000.00	18000.00	19000.00	12000.00 ¹⁴
产量	14174.48	13728.59	13075.65	6313.72
产能利用率	78.75	76.27	68.82	52.61
瓦楞纸板				
销量	14166.73	13732.78	13065.75	6331.33
产销率	99.95	100.03	99.92	100.28
销售均价	1.98	2.04	2.31	2.27
销售收入	2.81	2.81	3.01	1.44

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司纸制品销售客户主要为包装公司，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、2022 年 1~6 月，公司纸制品销售前五大客户占纸制品业务收入比重分别为 12.83%、14.93%，集中度不高。

图表 20 公司纸制品业务销售前五大客户（单位：万元、%）

2021年前五大客户	销售额	占纸制品业务比重	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	
2022年1~6月前五大客户	销售额	占纸制品业务比重	是否关联方
平湖市田岛纸业包装有限公司	516.69	3.60	否
上海瑾丰包装材料有限公司	475.70	3.31	否
上海绚丽包装彩印有限公司	403.15	2.81	否
嘉兴市华思特包装股份有限公司	388.70	2.71	否
舜禹包装材料制品（上海）有限公司	358.53	2.50	否
合计	2,142.77	14.93	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受制于主要原材料价格上涨，公司纸制品业务毛利润受到挤压，毛利率同比下降，2022 上半年，公司通过调整内购比例提升盈利能力，预计伴随下半年原材料回落，纸制品业务成本控制压力有所缓解

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%，其中直接材料主要为瓦楞原纸和牛皮箱板纸，优先内部采购。公司设有专门部门对原材料价格进行预判，并相应调整原材料库存，控制采购成本。2019~2021 年，原材料牛皮箱板纸和瓦楞原纸价格均呈现上升趋势。受原材料价格影响，公司毛利润持续下降。2021 年公司纸板业务毛利润同比下降 2.46%，毛利率下降 1.57 个百分点。2022 上半年，公司提高牛皮箱板纸内购比例，有效降低原材料采购价格，公司该业务毛利率上涨 1.51 个百分点至 17.03%。2022 下半年，行业内瓦楞原纸价格下跌幅度较大，截至 2022 年 9 月末，瓦楞原纸现货价为 3300 元/吨，较年初下降 13.93%。箱板纸价格较稳定，较年初下降

¹⁴ 根据《浙江荣晟环保纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，2022 年总产能应按照设计产能 3 亿平方米的 80% 计算，半年产能则为 1.2 亿平方米。

0.45%。预计 2022 年下半年，公司成本控制压力有所减轻。

图表 21 瓦楞纸板主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~6 月	
牛皮箱板纸	采购量	3.77	3.46	3.25	1.56
	对内采购量	3.47	2.74	2.14	1.30
	对外采购量	0.30	0.72	1.11	0.26
	对内结算价格	3237.97	3197.74	3669.81	3423.31
	对外采购价格	3089.06	3464.11	3834.43	3836.08
	采购额	1.22	1.13	1.21	0.55
瓦楞原纸	采购量	4.18	4.13	3.79	1.75
	对内采购量	4.17	3.93	3.35	1.48
	对外采购量	0.01	0.21	0.44	0.27
	对内结算价格	3055.37	2947.73	3592.20	3285.48
	对外采购价格	2986.96	3443.53	3915.05	3849.43
	采购额	1.28	1.23	1.38	0.59

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司未来在建和拟建项目投资规模较大，存在一定资本支出压力，若下游需求不及预期，公司产能释放亦将面临一定风险

截至 2022 年 6 月末，公司未完成的在建项目共 6 项，未来预计还需投入 6.48 亿元，资金压力较大。其中，公司计划在全椒基地建设年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目，总投资约 8 亿元人民币，固定资产投资为 5.38 亿元，分三期投建，目前已开工建设，预计 2027 年 3 月底完成整体厂区建设。该项目将进一步扩大公司瓦楞纸板和瓦楞纸箱的产能，但由于纸制品行业需求与宏观经济相关性较大，随着宏观经济增速下降，纸制品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。

此外，本次募投项目中还包括年产 2000 吨芳纶新材料项目，投资总额为 2.50 亿元。该产品生产难度相对较高，由于技术上的障碍，国内仅有少数几家公司实现了芳纶纸的量产，具有较高的产品进入壁垒。公司拟通过与陕西科技大学高性能纤维和纸基功能材料创新团队合作，致力研发高性能芳纶纸基新材料并实现量产。但技术突破进展、产品开发速度、未来行业内企业规划的产能释放节奏、未来市场需求变化等均具有不确定性。

未来，公司还计划开展年产 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。但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。

图表 22 2022 年 6 月末公司重要在建工程项目（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	期末余额	工程累计投入 占预算比例	工程进度	资金来源
绿色节能升级改造项目	1.00	0.11	11.44	95.00	自筹+可转债
新建厌氧塔项目	0.16	0.06	39.88	40.00	自筹+募集资金
热电光伏三期	0.11	0.07	60.67	60.00	自筹+募集资金
木纤维项目	0.04	0.01	18.43	20.00	自筹
热电 4500KW 蒸汽发电项目	0.07	0.03	42.93	40.00	自筹+募集资金
年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目	5.38	0.00	0.03	0.05	自筹+募集资金
合计	6.76	0.28	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司治理与战略

公司建立了较为完善的治理结构，能较好保障经营活动有序开展

公司按照公司法和公司章程建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理人员构成的法人治理结构。股东大会是公司的权力机构。董事会是公司的决策机构，对股东大会负责。截至 2022 年 8 月末，公司董事会中由 7 名董事组成。其中董事长 1 名，独立董事 3 名；董事会下设四个专门委员会，即战略发展委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会及审计委员会。公司监事会由 3 名监事组成，设主席 1 人，由职工担任代表的 1 人。公司共有 6 名高级管理人员（含董事兼职高管），其中总经理 1 名，主持公司的日常生产经营管理等工作，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。

公司建立了较为完整的内部组织结构，设立了证券办、造纸事业部、热电部、营销部等 17 个职能部门，制定了质量管理、生产管理、技术管理、供应管理、财务管理等制度，保障经营活动有序开展。同时，为加强公司治理和内部控制机制建设，促进公司规范运作，保护股东合法权益，公司形成了以全面预算制度，筹资内部控制制度、成本费用内部控制制度、资金安全内控制度、财务管理制度、对外投资管理制度、关联交易管理制度等为主要内容的内部控制体系。此外，公司还设立利润分配制度以及内部审计制度，重视对投资者的合理回报，同时兼顾公司的可持续发展。

公司严格执行各项环保政策，未发现因超标排放等问题受到行政处罚的情况。公司积极响应国家节能减排及绿色环保的号召，通过产品研发、工艺优化等方式减少碳排放以实现碳中和；实施污泥资源化综合利用项目，建设环境友好型企业。近年来，公司未发生过人员伤亡事故，未受到过安全生产方面的相关处罚。

公司以环保发展为核心理念，未来将扩大“三废”造纸模式，并增加新能源分布式光伏开发和维护业务，形成绿碳造纸新模式，建设数字化、智能化示范工厂，提升公司综合管理水平

公司以环保发展为核心理念，在聚焦主业、开拓市场的同时，持续优化产业布局，开展造纸生产线绿色化技术改造，公司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，公司扩大现有依托国产废纸、废渣和城市废水的“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。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。

未来公司将牢牢抓住全省数字化改革契机，依托数字化、智能化，完善造纸生产管理运营平台，打造造纸行业数字化、智能化示范工厂，提升公司综合管理水平。此外，公司还将积极参与“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

财务质量

公司提供了2019年~2021年合并财务报告及2022年1~6月未经审计的合并财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019~2021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。

截至2022年6月末，公司纳入报表合并范围的子公司共9家。

资产构成与资产质量

公司资产规模逐年增长，资产结构以流动资产为主，其中货币资金、交易性金融资产占比较大，资产流动性较好

公司资产总额逐年增长，资产结构以流动资产为主，2021年末流动资产占比59.17%。公司流动资产波动增长，主要系交易性金融资产和应收账款增加所致。2021年末，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，期末余额或账面价值占流动资产比重分别为42.38%、19.32%、17.38%、11.28%和6.79%。

公司交易性金融资产主要是集合资产管理及信托计划、银行理财产品，近期末余额增长幅度较大，主要系购买集合资产管理及信托计划增加所致。2021年末，公司交易性金融资产期末余额同比增长157.66%，集合资产管理计划和集合资金信托计划期末余额分别为5.35亿元和1.12亿元，公司均选择中低风险产品。

公司货币资金主要为银行存款，近年有所波动。2019年末，公司发行“荣晟转债”募集资金3.30亿元，货币资金同比增长163.85%。2020年和2021年末，货币资金期末余额同比分别下降17.95%和49.39%，主要是购买交易性金融资产。

近年随着产品销售规模逐步扩大，公司应收账款快速增长。截至2021年末，公司应收账款前五大客户应收金额合计占比14.17%，客户集中度较低；公司应收账款以一年以内为主，占比超95%，2021年末，公司应收账款共计提坏账准备319.75万元。公司应收账款周转率基本维持在行业平均水平。公司应收款项融资为应收票据，得益于业务规模增加和票据转让融资，近年应收款项融资持续增加，2021年末公司应收款项融资期末余额为1.72亿元，同比上涨31.30%。

公司存货主要为库存商品及原材料，近年有所波动，2021年末同比增加69.64%至1.04亿元，主要系产品销量扩大，公司原材料和库存商品增加所致；公司对存货未计提跌价准备。近年公司存货周转率持续上升，整体处于行业较高水平。

2022年6月末，公司流动资产较2021年末下降0.87%，流动资产构成上仍以货币资金、交易性金融资产、应收账款、应收款项融资和存货为主。由于部分交易性金融资产赎回，导致货币资金增加至5.97亿元；应收账款和应收款项融资较上年末继续增长，存货有所下降。

图表 23 公司资产构成情况（单位：亿元）



图表 24 2021 年末流动资产构成（单位：亿元）



项目		2019年	2020年	2021年
公司	存货周转率 (次)	22.00	22.31	24.78
	应收账款周转率 (次)	10.25	11.16	11.03
行业平均值	存货周转率 (次)	8.14	8.48	8.23
	应收账款周转率 (次)	10.95	11.39	13.42

资料来源：公司提供，东方金诚整理，iFinD
注：此处行业平均值取自申银万国三级行业-大宗用纸的12家企业

公司非流动资产逐年增加，2021年末以固定资产、长期股权投资和无形资产为主，分别占非流动资产的68.81%、10.26%和7.11%。公司固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备，近年末公司固定资产账面价值逐年增长，主要系公司持续加大对生产项目的投入所致；2021年公司固定资产期末账面价值同比增长41.06%，主要系“绿色节能升级改造项目”及“年产3亿平方米智能包装材料改造项目”部分转固所致。

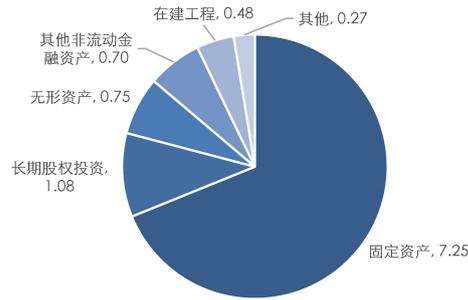
公司长期股权投资主要为对联营企业浙江平湖农村商业银行股份有限公司（持股3.04%）、浙江矽感锐芯科技有限公司（持股14.40%）的投资，近年长期股权投资期末余额逐年增长，主要系浙江平湖农村商业银行股份有限公司的投资收益增加，以及公司追加对浙江矽感锐芯科技有限公司的投资（2020年和2021年分别追加500万元和200万元）所致。

公司无形资产主要为土地使用权和排污权，2019~2021年，无形资产账面价值持续减少，主要系无形资产持续摊销所致。公司其他非流动金融资产均为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，2019年~2021年末其他非流动金融资产期末余额呈现上升趋势，主要系公司增加权益工具投资所致。

2022年6月末，公司非流动资产较上年末增长4.34%，构成仍以固定资产、长期股权投资、无形资产和其他非流动金融资产为主。2022年6月末，公司无形资产账面价值较2021年末上涨45.40%，主要系全资子公司土地使用权增加所致。

截至2022年6月末，公司无受限资产。

图表 25 2021 年末公司非流动资产构成情况 (单位: 亿元)



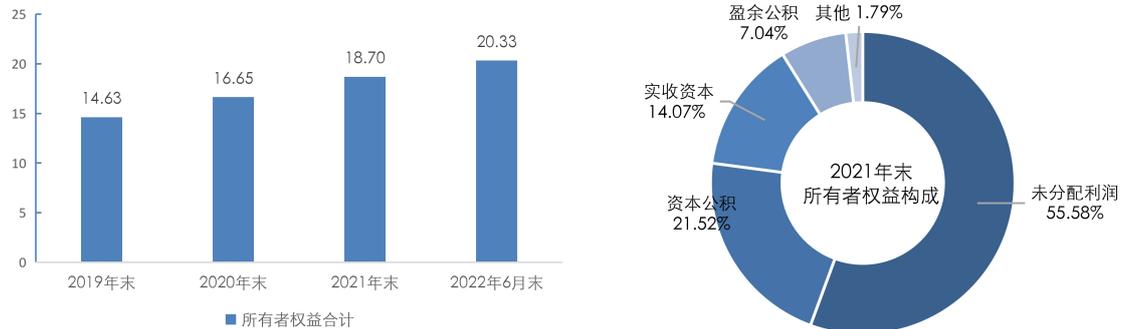
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

资本结构

受益于经营积累以及“荣晟转债”转股, 公司所有者权益逐年增加, 资本实力有所增强, 未分配利润占比较大

公司所有者权益逐年增加, 主要由未分配利润、资本公积和实收资本构成。受益于经营积累, 公司未分配利润和盈余公积均逐年增长。因“荣晟转债”持续转股, 公司实收资本及资本公积保持增加; 其他权益工具为可转换公司债券权益成分, 随着“荣晟转债”转股而不断下降, 2022 年 6 月末“荣晟转债”全部赎回并摘牌, 其他权益工具归零。

图表 26 公司所有者权益情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

近年公司负债总额和全部债务有所波动, 债务结构转为以短期有息债务为主, 债务水平整体不高

近年公司负债总额有所波动, 随着新增短期借款增加, 流动负债占比逐年上升。公司流动负债主要由短期借款、应付账款构成, 2021 年末, 公司短期借款和应付账款期末余额占流动负债比重分别为 52.68%和 33.03%。

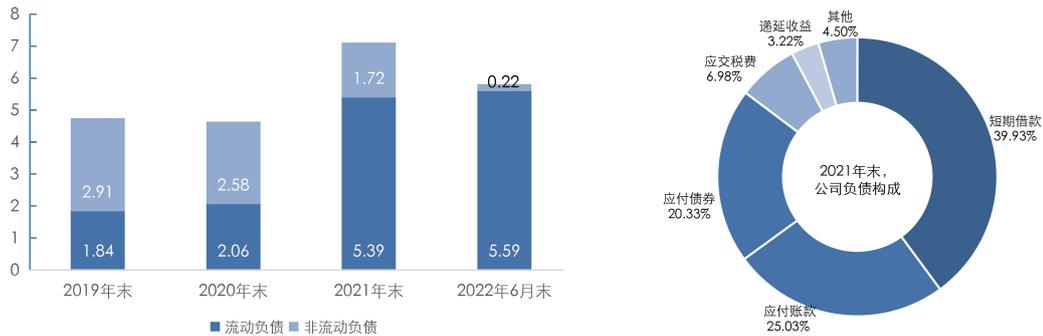
公司短期借款主要为信用借款, 2021 年末新增短期借款 2.84 亿元, 主要用于补充流动资金; 2022 年 6 月末, 短期借款增加至 3.35 亿元, 较 2021 年末增长 17.96%, 均为银行贷款, 融资成本较低。公司应付账款主要为应付材料款及应付工程款, 近年末应付账款期末余额逐年增长, 主要系经营规模扩大, 应付材料款增加, 以及在建项目持续投入, 应付工程款增加所致。2022 年 6 月末, 应付账款较 2021 年末小幅下降至 1.73 亿元。

公司非流动负债主要由应付债券和递延收益构成, 2021 年期末余额占比分别为 84.02%和

13.32%。公司应付债券全部为“荣晟转债”，随着转债不断转股，近年末应付债券期末余额持续下降。公司递延收益为政府补助及蒸汽管道初装接口费¹⁵，近年小幅波动；2021年末递延收益为0.23亿元，其中政府补助为0.15亿元。

由于“荣晟转债”触发可赎回条件，2022年6月公司以可转债面值的110%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债，截至2022年6月末公司无应付债券。因此，公司非流动负债较2021年末下降87.06%至0.22亿元。

图表 27 公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司有息债务主要为“荣晟转债”和短期借款。受短期借款增加影响，公司有息债务波动增加，且债务结构转为以短期债务为主。2021年，公司短期借款增加2.84亿元，导致全部有息债务同比增长86.96%。由于“荣晟转债”全部赎回，2022年6月末公司长期有息债务清零，全部债务均为短期有息债务。

近年公司资产负债率不超过30%，全部债务资本化比率均不超过20%，债务负担较轻。未来，本期债券募投项目和其他在建及拟建项目需投入较大资金，预计未来公司有息债务规模和债务率水平将显著增长。

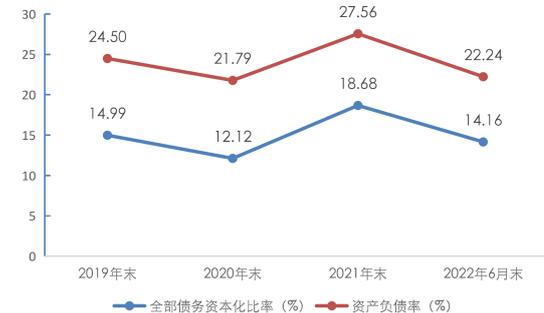
截至2022年6月末，公司无对外担保。

图表 28 公司全部债务构成情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

图表 29 公司债务率情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹⁵ 蒸汽管道初装接口费系公司按照财政部《关于企业收取的一次性入网费会计处理的规定》（财会【2003】16号），将收取的管道初装接口费按十年分期确认收入的摊余金额。

盈利能力

受益于产品销量增加和产品价格上升，近年公司营业收入持续上涨，但受原材料废纸成本上升影响，公司利润总额有所波动，预计 2022 年随着产能释放，公司营业收入保持上涨趋势，但受产品价格下降，废纸成本较高影响，获利能力有所弱化

受产品量价上涨影响，近年公司营业收入逐年增长；但由于原材料成本上涨，营业利润率逐年下滑，导致利润总额有所波动。近三年公司期间费用有所波动，研发费用和管理费用占比较大。其中研发费用逐年增加，近三年公司研发投入占营业收入的比例分别为 4.36%、5.12% 和 4.51%；管理费用持续上涨，2021 年管理费用同比增加 40.57%至 0.33 亿元，主要系折旧增加及绿化费用投入增加所致，占营业收入的比例为 1.38%。资产盈利方面，公司总资本收益率持续下降，净资产收益率在 15%附近波动，高于行业平均水平。

2022 年 1~6 月，公司营业收入同比增加 22.81%至 12.94 亿元，主要得益于公司产能进一步释放，产销量同比增加。但受制于新冠疫情反复，公司主要原材料价格持续上涨，导致营业利润率同比下滑 11.98 个百分点至 6.39%，利润总额同比下降 30.70%至 1.06 亿元。预计 2022 全年随着公司技改产能释放，公司营业收入将保持增长态势但增速放缓，同时，受下游需求恢复缓慢，公司盈利能力同比将有所弱化。

图表 30 公司收入和盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

公司经营活动现金净流入持续下降，投资活动现金流持续净流出，筹资性净现金流有所波动，随着在建及拟建项目投入不断增加，对外部融资存在一定依赖

公司经营性净现金流保持净流入，但净流入规模逐年递减，主要是受销售规模扩大公司经营性应收项目增加，同时受原材料价格上升影响，经营性应付款现金流流出所致。其中 2020 年和 2021 年，公司经营性净现金流同比分别下降 45.98%和 55.87%。近年公司现金收入比有所波动，收入获现能力有所改善。

公司投资活动净现金流保持净流出且净流出规模持续扩大，其中 2020 年同比上涨 23.36%，主要系“年产 3 亿平方米智能包装材料改造项目”及“牛卡车间技改项目”投入增加所致；2021 年净流出规模同比上涨 72.78%，主要系公司购买集合资产管理及信托计划增加所致。

公司筹资活动净现金流有所波动，2020 年由净流入转为净流出 0.77 亿元；2021 年转为净流入 0.98 亿元，主要为银行短期借款增加所致。

2022年1~6月，公司经营净现金流为0.71亿元，投资净现金流为2.81亿元，主要是赎回集合资产管理及信托计划所致，筹资净现金流为-0.54亿元，主要是偿还银行借款所致。本期债券募投项目后续投入资金较多，预计未来公司投资和筹资现金流规模有所增加。

图表 31 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

偿债能力

近年公司流动比率和速动比率持续降低，但整体仍处于较高水平。受短期借款增加、经营活动净现金流下降影响，经营现金流流动负债比逐年下降。公司 EBITDA 利息倍数整体有所下降，全部债务/EBITDA 波动上升。

截至 2022 年 6 月末，公司全部债务 3.35 亿元均为短期银行借款，无一年内的到期的应付债券和信托计划等。公司与各大商业银行保持良好的合作关系，截至 2022 年 6 月末，公司银行授信总额为 13.79 亿元，未使用的授信额度为 10.44 亿元，可覆盖有息债务。公司不存在受限资产，资产流动性较好，且作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

图表 32 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)	2022年6月(末)
流动比率	678.40	594.59	283.21	270.81
速动比率	641.90	564.96	263.98	257.72
经营现金流流动负债比	231.64	111.66	18.82	-
EBITDA 利息倍数	36.95	17.23	19.51	-
全部债务/EBITDA	0.76	0.69	1.16	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券募集资金总额不超过 8.00 亿元（含 8.00 亿元），且发行完成后公司累计债券余额占公司最近一期末净资产额的比例不超过 40%。若按 8.00 亿元计算，占公司 2022 年 6 月末全部有息债务和负债总额的 238.81%和 137.46%，对公司债务结构具有较大影响。截至 2022 年 6 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 22.24%和 14.16%，本期债券发行后，公司资产负债率将上升至 40.48%，全部债务资本化比率上升至 35.83%。但考虑到本期债券为可转换公司债，后期转股后，公司债务负担将低于以上预测值。

以公司 2021 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流量、经营活动现金流量净额和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 0.46 倍、

2.97 倍、0.13 倍和-0.48 倍。

图表 33 本期债券偿债能力主要指标（单位：倍）

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/本期发债额度	0.43	0.42	0.46
经营活动现金流入量偿债倍数	2.40	2.16	2.97
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.53	0.29	0.13
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	0.25	-0.06	-0.48

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约和其他信用记录

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 8 月 2 日，公司本部信贷不存在不良信用记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债券/债务融资工具均按时付息和兑付。

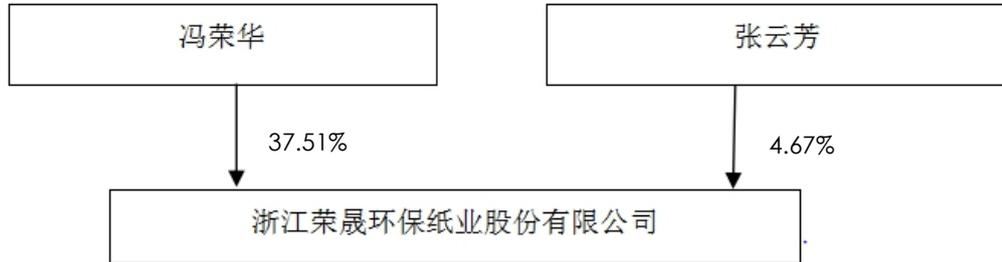
抗风险能力及结论

公司主要从事各种包装用再生环保纸的研发、生产和销售，产品以牛皮箱板纸和瓦楞原纸为主，产品主要销往浙江、江苏和上海，质量较好，在区域内包装用原纸领域具有一定的区域市场竞争力；得益于快递零售行业需求快速增长，加之公司产能扩张，近三年公司营业收入和毛利润均呈增长态势；受益于经营积累以及“荣晟转债”转股，公司所有者权益逐年增加，资本实力有所增强。

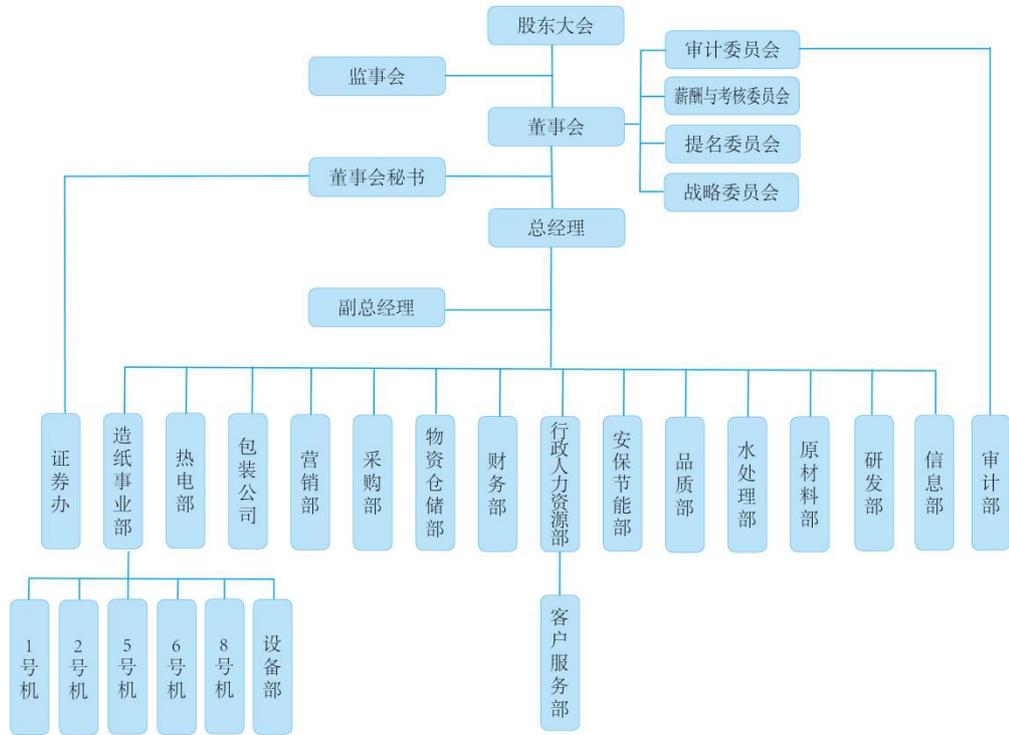
同时，东方金诚也关注到，公司纸制品生产规模不大，瓦楞纸板产能利用率有待提升，未来拟建产线投入较大，存在一定资本支出压力，若下游需求不及预期，公司产能释放亦将面临一定风险；此外，在“碳达峰”、“碳中和”与“能耗双控”背景下，国家环保政策趋紧，公司面临更高的环保标准和减碳排放要求，存在一定环保压力；2022 年以来，受上游原材料废纸成本上升，包装用纸下游需求放缓，产品价格有所下降影响，公司毛利率同比下降；受销售规模扩大且部分货款尚未支付影响，公司近年经营性应收项目增加，经营性净现金流逐年减少，叠加短期借款增长，经营现金流动负债比逐年降低。

综上所述，东方金诚评定荣晟环保主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2022 年 6 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 6 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年6月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	19.38	21.29	25.82	26.14
所有者权益 (亿元)	14.63	16.65	18.70	20.33
负债总额 (亿元)	4.75	4.64	7.12	5.82
短期债务 (亿元)	0.01	0.01	2.85	3.35
长期债务 (亿元)	2.57	2.29	1.45	0.00
全部债务 (亿元)	2.58	2.30	4.30	3.35
营业收入 (亿元)	16.76	16.95	24.15	12.94
利润总额 (亿元)	2.74	2.51	2.77	1.06
净利润 (亿元)	2.49	2.32	2.84	1.07
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	0.71
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-2.28	-2.81	-4.86	2.81
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.41	-0.77	0.98	-0.54
毛利率 (%)	16.56	15.69	15.44	7.69
营业利润率 (%)	15.52	15.00	14.80	6.39
销售净利率 (%)	14.87	13.68	11.78	8.28
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	22.24
长期债务资本化比率 (%)	14.96	12.08	7.18	0.00
全部债务资本化比率 (%)	14.99	12.12	18.68	14.16
货币资金/短期债务 (%)	98151.28	62025.24	103.57	177.87
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	76.62	-22.38	-89.53	-
流动比率 (%)	678.40	594.59	283.21	270.81
速动比率 (%)	641.90	564.96	263.98	257.72
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	19.51	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.76	0.69	1.16	-
应收账款周转率 (次)	10.25	11.16	11.03	-
销售债权周转率 (次)	5.54	11.16	11.03	-
存货周转率 (次)	22.00	22.31	24.78	-
总资产周转率 (次)	0.99	0.83	1.03	-
现金收入比 (%)	105.66	95.04	96.20	99.22

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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“浙江荣晟环保纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注浙江荣晟环保纸业股份有限公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的债券特殊条款事项、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露，在该债项交易场所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易场所网站公告披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

东方金诚国际信用评估有限公司
2022年10月21日

