

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0853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23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23转债”的信用等级为AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

程春 10/10

二〇二三年十月十二日

## 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。其中主体评级结果有效期自2023年10月12日至2024年10月11日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2023年10月12日

# 浙江荣晟环保纸业股份有限公司

## 主体及“荣23转债”2023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	2023/10/12	AA-/稳定	宋馨 宋馨	郑慧 郑慧

### 债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
荣23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”）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，主要产品包括瓦楞原纸、牛皮箱板纸和瓦楞纸板等；实际控制人为自然人冯荣华和张云芳夫妇。

### 评级模型

基础评分模型			
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	7.89
	纸类产量	10.00	6.30
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	5.61
	净资产收益率	5.00	4.01
债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	7.84
	经营现金流动负债比	10.00	7.77
	全部债务资本化比率	5.00	3.91
	EBITDA 利息倍数	10.00	10.00
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。

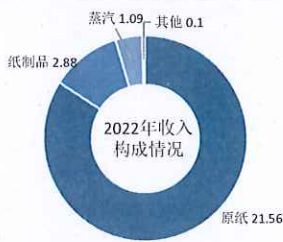
### 评级观点

公司主要从事包装用再生环保纸的研发、生产和销售，拥有热电联产、废纸回收、再生环保纸生产、纸板制造一体化产业链，在长三角区域内包装用原纸领域仍具有一定的市场竞争力；随着公司纸机技改完成及“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”投产运行，跟踪期内原纸及纸制品供应能力进一步提升；公司地处华东地区，临近原材料采购和产品终端消费市场，跟踪期内公司持续加大市场拓展力度，产品销量有所增长。另一方面，造纸行业周期性强，生产成本中原材料废纸、原煤等占比较高，2022年废纸价格维持高位，公司成本控制压力较大，毛利率同比下降；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；公司在建和拟建项目投入规模较大，存在一定资本支出压力，且建设周期较长，未来存在一定产能释放压力；跟踪期内，随着运营资金需求增加及“荣23转债”发行成功，公司有息债务增加较多，存在一定集中偿付压力。

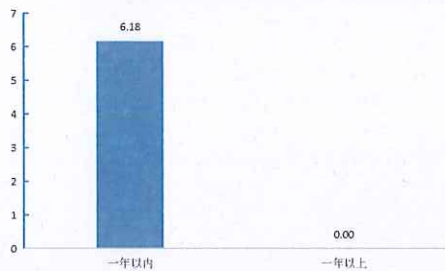
综合考虑，东方金诚维持荣晟环保主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“荣23转债”债项信用等级为AA-。

## 主要指标及依据

### 2022 年收入构成 (单位: 亿元)



### 2023 年 6 月末债务期限结构 (单位: 亿元)



### 主要数据和指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
资产总额 (亿元)	21.29	25.82	26.59	29.65
所有者权益 (亿元)	16.65	18.70	19.90	20.23
全部债务 (亿元)	2.30	4.30	3.00	6.18
营业总收入 (亿元)	16.95	24.15	25.63	11.26
利润总额 (亿元)	2.51	2.77	1.84	1.55
经营性净现金流 (亿元)	2.30	1.02	2.57	2.02
营业利润率 (%)	15.00	14.80	6.94	12.51
资产负债率 (%)	21.79	27.56	25.14	31.79
流动比率 (%)	594.59	283.21	236.45	197.12
全部债务/EBITDA (倍)	0.69	1.16	1.04	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	17.23	19.51	15.10	--

注: 表中数据来源于公司 2020 年~2022 年调整后的审计报告及 2023 年 1~6 月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司主要从事包装用再生环保纸的研发、生产和销售, 拥有热电联产、废纸回收、再生环保纸生产、纸板制造一体化产业链, 在长三角区域内包装用原纸领域仍具有一定的市场竞争力;
- 随着公司纸机技改完成及“年产 3 亿平方米新型智能包装材料建设项目”投产运行, 跟踪期内原纸及纸制品供应能力进一步提升;
- 公司地处华东地区, 临近原材料采购和产品终端消费市场, 跟踪期内公司持续加大市场拓展力度, 产品销量有所增长。

## 关注

- 造纸行业周期性较强, 生产成本中原材料废纸、原煤等占比较高, 2022 年废纸价格维持高位, 公司成本控制压力较大, 毛利率同比下降;
- 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;
- 公司在建和拟建项目投入规模较大, 存在一定资本支出压力, 且建设周期较长, 未来可能存在一定产能释放压力;
- 跟踪期内, 随着运营资金需求增加及“荣 23 转债”发行成功, 公司有息债务增加较多, 存在一定集中偿付压力。

## 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, 以及公司年产 5 亿平方绿色智能包装产业园、绿色智能化零土地技改等项目逐步投产, 公司盈利将有所改善。

## 评级方法及模型

《造纸和纸制品企业信用评级方法及模型 (RTFC021 202208) 》

## 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	荣 23 转债/AA-	2022/10/21	段莎、彭菁菁	《造纸和纸制品企业信用评级方法及模型 (RTFC021 202208) 》	<a href="#">阅读原文</a>
AA-/稳定	荣晟转债/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)	<a href="#">阅读原文</a>

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。

## 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 23 转债	2022/10/21	5.76	2023/8/18~2029/8/17	-	-

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及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”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

跟踪期内，公司仍以瓦楞原纸、牛皮箱板纸等再生包装纸产品以及瓦楞纸板的生产制造业务为主，控股股东仍为自然人冯荣华，实际控制人仍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2023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、牛皮箱板纸和瓦楞纸板等，主要销往浙江、江苏和上海等华东地区。截至2022年末，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。随着“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”投产运行，跟踪期内公司纸制品产能扩张至2.50亿平方米/年。2022年及2023年1~6月，公司原纸和纸制品对外销量分别为65.93万吨、13603.84万平方米和34.32万吨、7718.69万平方米。

截至2023年6月末，公司资产总额为29.65亿元，所有者权益20.23亿元，资产负债率31.79%；2022年及2023年1~6月，公司分别实现营业收入25.63亿元和11.26亿元，利润总额1.84亿元和1.55亿元。

## 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[2023]1376号文”核准，公司于2023年8月18日发行5.76亿元的“荣23转债”，期限为6年，票面利率第一年0.20%、第二年0.40%、第三年0.80%、第四年1.50%、第五年1.80%、第六年2.00%。“荣23转债”起息日为2023年8月18日，到期日为2029年8月18日；每年付息一次，到期后五个交易日内，公司将按面

值的115%（含最后一期年度利息）的价格赎回全部未转股的“荣23转债”。

“荣23转债”设转股权，转股的起止日期为2024年2月26日至2029年8月17日，含有条件回售条款、有条件赎回条款及转股价格向下修正条款。

截至2023年9月末，“荣23转债”专户资金已支出1.71亿元，结余4.02亿元，截至本报告出具日，“荣23转债”尚未到还本付息日。

## 个体信用状况

### 宏观经济和政策环境

**2023年二季度经济修复力度有所减弱，当前物价水平偏低，稳增长政策空间较大，三季度经济复苏势头有望转强**

上半年宏观经济总体上保持修复势头，5.5%的GDP增速远高于去年同期和去年全年增长水平。前两个季度的实际经济修复力度“前高后低”。其中，二季度GDP同比增速为6.3%，较一季度加快1.8个百分点，但这主要是上年同期基数偏低所致；剔除低基数影响，二季度GDP两年平均增速为3.3%，显著低于一季度的4.6%，显示实际经济修复力度有所减弱。背后是二季度以来外需大幅放缓，楼市再度转弱，市场消费和投资信心不足。具体增长动力方面，二季度居民商品消费偏缓，服务消费保持高增势头；基建投资高增很大程度上对冲了房地产投资下滑的影响，稳增长作用突出；在工业生产增速低于整体经济增速的背景下，服务业PMI一直处在高景气区间，正在成为推动经济复苏的重要增长点。

展望下半年，6月降息落地代表新一轮稳增长政策已经开启。考虑到下半年国内物价水平还会处于偏低状态，美联储停止加息后人民币汇率贬值压力趋于缓解，后续稳增长政策还有较大空间。我们判断，三季度GDP同比增速有望达到5.0%左右，两年平均增速将升至4.4%。其中，基建投资会保持较快增长水平，促消费政策有望加码，服务业将延续较快增长势头，这将抵消房地产投资下滑、外需放缓的影响，带动经济复苏势头转强。今年实现“5.0%左右”GDP增长目标的难度不大。

**三季度财政政策有望全面加力，货币政策也有适度宽松空间，房地产支持政策力度会进一步加大**

2023年上半年基建投资（宽口径）同比高增10.7%，近两个月增速连续回升，叠加6月降息落地，表明新一轮稳增长政策正在发力。下一步为保持基建投资增速处于两位数附近的较快水平，年内剩余1.6万亿新增专项债限额有可能在9月底前发完，准财政性质的政策性开发性金融工具也会加大对基建投资的支持力度。着眼于稳就业、保市场主体，三季度针对小微企业的减税降费也将加码。同时，各地会进一步加大消费券、消费补贴发放力度，促进国内消费，对冲外需下滑。后期若需进一步加大财政政策稳增长力度，也不能完全排除发行特别国债的可能。

货币政策方面，考虑到三季度银行贷款力度将显著加大，为补充银行体系中长期流动性，央行有可能实施年内第二次降准；物价水平偏低前景下，下半年也存在进一步降息的空间。房地产调控方面，下一步在因城施策原则下，各地将进一步放松限购限贷、下调首付成数、加大公积金购房支持力度、引导新发放居民房贷利率较快下行，存量房贷利率也有望下调。

## 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、牛皮箱板纸和瓦楞纸板等，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

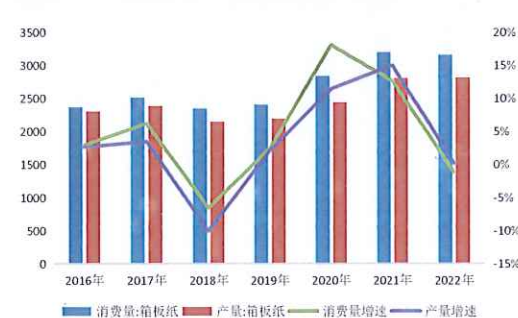
2022年以来，包装用纸终端需求不振叠加行业内新增产能投放，供需矛盾加剧，2023年终端需求恢复缓慢，供大于求格局延续

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。该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。2022年受经济环境影响，终端需求疲弱，纸及纸板消费量为12403万吨，同比下降1.94%。其中包装纸（含包装用纸、白板纸、箱板纸、瓦楞原纸）受物流运输受限，叠加电商增长放缓等影响，需求不振。2022年箱板纸消费量同比下降1.16%，瓦楞原纸同比增长1.11%。

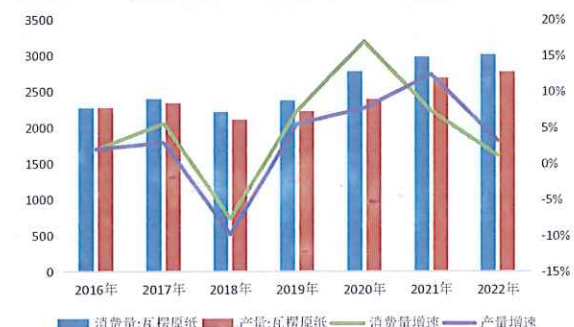
但同时，行业内新增产能投放加剧。2022年1~11月，瓦楞纸及箱板纸已投产产能共425万吨，预计全年新增产能达550万吨，同比增长41%。新产能不断释放，供应压力持续增加。11~12月底，国内仍有3条瓦楞纸及箱板纸生产线陆续投产，预计新产能继续增加125万吨，供应端压力再次升级。2022年瓦楞纸产能利用率下降至60%，同比下跌7个百分点；箱板纸产能利用率下降至64%，同比下跌4个百分点。瓦楞及箱板纸产能利用率下降的主要原因在于需求恢复不及预期，加之纸厂库存压力较大等因素影响，纸企生产积极性下降，停机检修较多。2022年箱板纸和瓦楞原纸产量分别同比增加0.18%和3.17%，增速明显高于需求增速，市场延续供大于求的格局。

2023年以来，产量方面，企业生产积极性略好，开工负荷率较2022年略有提升。另外目前企业库存偏高，叠加进口纸的增量，供应面压力依旧较大。2023年下半年，据统计箱板纸行业计划新增产能在375万吨左右，加剧市场竞争。需求端来看，随着推动经济持续回升向好的一批政策措施陆续出台，叠加经济内生动能的自发修复，我国经济有望继续边际改善，提振终端消费需求，并反馈至箱板纸市场，但出口总值同比持续为负，箱板纸消费量依赖内需。目前来看总体箱板纸需求恢复较缓，同时供给增幅的扩大或将一定程度上压制需求的正向反馈。预计下半年供大于求格局不变。

图表1 箱板纸产销量情况(单位:万吨、%)



图表2 瓦楞原纸产销量情况(单位:万吨、%)



资料来源: iFinD, 东方金诚整理

2022年，纸浆原材料价格处于高位，废纸价格有所波动，明显侵蚀纸企利润，2023年上半年，需求疲软叠加原料成本支撑减弱后产品价格下降，纸企利润延续下行态势

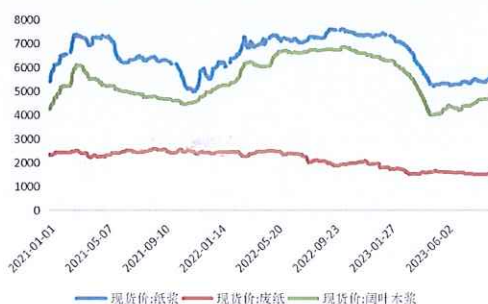
纸浆和废纸等原材料成本占据造纸企业总成本的60%左右，包装用纸原料以废纸和废纸浆为主。2022年以来，纸浆、煤炭及化工品等原材料价格处于高位，明显侵蚀纸企利润。2022年，纸浆价格呈现先快速上行后震荡运行走势。4月中旬发生的芬兰造纸工人工会罢工导致芬兰全境54家制浆、造纸和纸板厂自5月16日至7月1日处于闭厂状态，造成国外浆厂供应量下滑，加之乌克兰局势持续发酵，浆价保持震荡上行，阔叶木浆价格由年初5070元/吨持续上涨至11月中旬的6610元/吨，后开始下降。伴随智利Arauco等大型制浆企业扩产、投产计划，木浆供应紧张状态有望缓解，加之全球货币政策收紧，通胀下行，原料价格回落。截至2023年6月末，阔叶木浆价格已降至4210元/吨。近期即将迎来造纸行业传统旺季，纸浆价格有走高趋势，2023年9月上旬，阔叶木浆价格增至4820元/吨。

废纸方面，2022年利用国内回收废纸总量6585万吨，较上年增长1.45%，废纸回收率53.1%，废纸利用率53.5%。2022年国废价格有所波动。上半年受外部环境因素影响废纸价格在2400元/吨左右，7月后以废纸为主要原料的包装用纸需求下滑，价格下跌，导致造纸企业调低废纸回收价格。2023年上半年，废纸平均价格较2022年持续降低。

成品纸方面，受到终端需求恢复不及预期，下游客户订单较为平淡影响，瓦楞及箱板纸价格呈现震荡下行趋势。140g瓦楞纸从2022年初4460元/吨持续下降，截至2023年9月初以至3335元/吨；箱板纸从2022年初5500元/吨下降至2023年9月初4600元/吨。同时，企业整体库存压力同比2021年有所增加，纸厂生产积极性减弱。成本端的变化对于市场价格支撑较弱。主要上游原料废旧黄板纸价格持续走低，对瓦楞及箱板纸成本支撑减弱。

2022年制浆造纸及纸制品全行业营业收入完成1.52万亿元，同比增长0.44%，实现利润总额621亿元，同比下降29.79%。2023年1~6月，造纸及纸制品行业规模以上企业实现收入0.65万亿元，同比下降5.5%；利润总额120.4亿元，同比下降44.6%，利润降幅较大，主要是因为原料成本支撑减弱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。

图表3 主要原材料价格（单位：元/吨）



图表4 成品纸价格（单位：元/吨）



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查核算工作的通知》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。

根据华经产业研究院数据显示，2022年我国箱板纸 CR4 年约 52.2%，其中龙头包括玖龙纸业、理文造纸、山鹰国际、荣成纸业等，市占率分别为 22.85%、10.80%、13.90%和 4.65%。瓦楞纸 CR4 仅为 20.87%，行业集中度有较大提升空间。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 5 造纸行业部分上市企业 2022 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	1070.81	645.38	33.11	30.30	55.64
山鹰国际	525.17	340.14	-23.53	2.03	73.10
理文造纸（港元）	503.26	291.70	13.17	37.08	43.16
荣成纸业（台币）	725.93	529.68	-9.23	28.88	66.80
景兴纸业	79.57	62.27	1.23	9.26	30.44
荣晟环保	26.59	25.63	1.68	2.57	25.14

资料来源：iFinD，东方金诚整理

## 业务运营

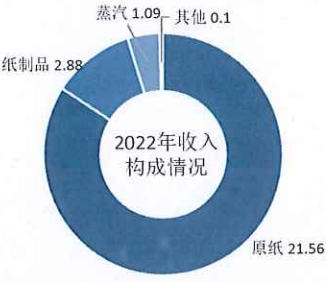
### 经营概况

2022 年，公司通过技改提高产销量，带动营业收入同比增长，但原材料、能源价格大幅上涨，毛利润及毛利率下降明显

跟踪期内，公司仍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、牛皮箱板纸和瓦楞纸板等。公司收入主要来自瓦楞原纸和牛皮箱板纸等原纸业务，2022 年收入占比 84.13%。2022 年公司通过技改提高产销量，带动营业收入同比增长 6.14%至 25.63 亿元。但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，毛利率下降 7.40 个百分点至 8.04%，毛利润同比下降 44.77%至 2.06 亿元。

2023 年上半年，公司收入同比下降，但毛利润及毛利率同比均有所上涨，主要系相较原纸单价的下降，公司原材料废纸、原煤价格降幅更大所致。

图表6 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）



类别	2020年		2021年		2022年		2023年1~6月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
原纸	13.44	79.27	20.04	82.99	21.56	84.13	9.32	82.77
纸制品	2.81	16.55	3.01	12.48	2.88	11.22	1.40	12.41
蒸汽	0.62	3.65	0.96	3.96	1.09	4.25	0.49	4.37
其他	0.09	0.53	0.14	0.57	0.10	0.40	0.05	0.45
合计	16.95	100.00	24.15	100.00	25.63	100.00	11.26	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	1.87	13.88	2.77	13.84	1.18	5.45	1.12	11.98
纸制品	0.48	17.09	0.47	15.52	0.34	11.96	0.13	9.60
蒸汽	0.23	36.55	0.35	36.92	0.44	40.24	0.24	48.90
其他	0.09	99.25	0.14	98.89	0.10	98.27	0.05	96.33
合计	2.66	15.69	3.73	15.44	2.06	8.04	1.54	13.67

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 原纸业务

原纸业务由公司本部运营，收入仍主要来源于瓦楞原纸和牛皮箱板纸销售收入。2022年原纸业务收入构成变动不大，销量提升带动收入同比上涨7.60%。毛利润仍主要来自瓦楞原纸，但受局部地区物流受限影响，原材料废纸价格上涨，导致原纸业务毛利率跌至5.45%。2023年上半年，原材料废纸价格与原纸价格均下降，公司收入同比下降，毛利率有所上升。

图表7 近年公司原纸业务收入毛利润构成（单位：亿元、%）

业务类型	2020年		2021年		2022年		2023年1~6月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
瓦楞原纸	10.09	75.07	13.91	69.41	14.76	68.44 <sup>1</sup>	6.52	69.91
牛皮箱板纸	2.38	17.70	4.97	24.81	5.68	26.36	2.33	24.99
高密度纸板	0.97	7.23	1.16	5.78	1.12	5.21	0.48	5.10
原纸合计	13.44	100.00	20.04	100.00	21.56	100.00	9.32	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	1.34	13.24	1.77	12.71	0.64	4.33	0.79	12.08
牛皮箱板纸	0.39	16.46	0.83	16.71	0.44	7.80	0.28	12.08
高密度纸板	0.14	14.27	0.17	15.06	0.09	8.41	0.05	10.10
原纸合计	1.87	13.88	2.77	13.84	1.18	5.45	1.12	11.98

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，拥有热电联产、废纸回收、再生环保纸生产、纸板制造一体化产业链，在区域内包装用原纸领域仍具有一定的市场竞争力

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，仍主要从事瓦楞原纸、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

<sup>1</sup> 四舍五入存在一定误差。

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，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、高强度牛皮挂面纸板，实现国产废纸取代进口废纸。2022年，公司研发投入约为12880万元，获授权发明专利5个、实用新型专利37个，入选浙江省高新技术企业创新能力500强，上榜嘉兴高新技术企业创新投入五十强。同时，公司持续加大产学研合作力度，与浙江大学、浙江科技学院、陕西科技大学等高校进行深入学习交流或建立战略合作关系，在优化生产工艺、产品生产过程的节能、降耗、减污以及开发功能型纸产品等方面着重研究。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，由于造纸过程中将纸浆烘干需要使用大量蒸汽，公司通过热电联产方式，利用蒸汽发电后的余热造纸烘干，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，同时可对外销售部分蒸汽取得一定的收入。

**跟踪期内，公司进行纸机技改，原纸供应能力进一步提升，产能利用率维持较高水平**

跟踪期内，公司进行纸机技改，原纸年产能从2021年的58.75万吨/年增加至60.00万吨/年。同时，公司通过优化生产计划、生产流程、对主要机器设备进行升级改造等方式改善生产设备使用情况，提高纸机运转车速，从而提升生产设备的运行效率，提升实际产量，产能利用率增至117.21%<sup>2</sup>，2023年上半年进一步提高。但同业对比来看，公司造纸规模仍较小。

**图表8 近年公司原纸生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）**

	项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~6月
原纸	产能	50.75	58.75	60.00	30.00
	产量	52.08	61.43	70.33	38.18
	产能利用率	102.62	104.56	117.21	127.26

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司地处华东地区，临近原材料采购和产品终端消费市场，2022年公司持续开发新客户，原纸销量上涨带动原纸业务收入增加；2023年上半年受原纸单价下降影响收入有所下滑，但毛利润受益于原纸及废纸价差低位反弹同比增长

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，其余外销。

跟踪期内，公司服务现有客户的同时持续开发新客户，原纸对外销售量增幅明显，2022年同比上升16.18%，产销率维持较高水平，带动原纸业务收入同比上涨7.58%。2023年上半年，销量同比上升10.50%，但由于原纸单价受原材料价格下降及下游需求不足影响而持续下降，导致原纸业务收入同比下降14.50%至9.32亿元，毛利润受原纸及废纸价差低位反弹及销量带动，同比增长148.89%至1.12亿元，预计2023年公司原纸业务盈利同比改善。

<sup>2</sup> 公司上述产品产能的计算公式为：产品产能=该产品所在生产线生产的产品常用克重×纸机平均车速×纸机门幅×成纸率×理论生产时间。公司产品产能数据为理论值，是基于测算时点的机器设备、产品品类等情况估算所得，其中纸机门幅、成纸率相对稳定，但实际产量受到具体产品品类所对应的克重、纸机实际车速、实际生产时间等因素影响。关于公司产能利用率高于100%主要有以下原因：1) 公司原纸产品线丰富，每条生产线经调试后可生产不同规格的原纸产品。产能测算以该条生产线的常用克重作为统计口径，因此实际产量受到产品销售结构的影响，与理论测算产能有所差异；2) 报告期内公司通过优化生产计划、生产流程、对主要机器设备进行升级改造等方式改善生产设备使用情况，提高纸机运转车速，从而提升生产设备的运行效率，提升实际产量；3) 尽管理论生产时间已考虑了设备清洗、检修占用等时间耗用情况，但实际生产过程中，公司通过引进先进设备、优化工艺流程、对生产人员进行培训以及合理安排生产计划等方式，相应缩短了设备清洗及检修时间，从而增加了有效生产时间、提升产能利用率。

图表9 近年公司原纸销售情况（单位：万吨、%、元/吨、亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~6月	
瓦楞原纸	对外销量	33.82	39.31	44.90	23.81
	对内销量	3.91	2.70	2.29	1.85
	产销率	99.39	99.83	100.05	98.68
	销售均价	2983.09	3538.83	3286.50	2736.49
	外销收入	10.09	13.91	14.76	6.52
牛皮箱板纸	对外销量	7.44	13.36	16.84	8.48
	对内销量	2.74	1.58	2.00	1.64
	产销率	100.43	98.13	99.54	100.23
	销售均价	3199.15	3719.47	3375.24	2746.64
	外销收入	2.38	4.97	5.68	2.33
高密度纸板	对外销量	4.00	4.08	4.19	2.13
	对内销量	-	-	-	-
	产销率	100.45	99.39	98.84	102.51
	销售均价	2425.62	2839.92	2678.31	2230.69
	外销收入	0.97	1.16	1.12	0.48
合计	对外销量	45.26	56.75	65.93	34.42
	对内销量	6.65	4.28	4.29	3.49
	产销率	99.67	99.38	99.84	99.30
	销售均价	2969.28	3531.12	3270.47	2707.70
	外销收入	13.44	20.04	21.56	9.32

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司地处浙江省平湖经济技术开发区<sup>3</sup>，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，2022年销往浙江、江苏和上海占比<sup>4</sup>分别为69.00%、16.40%和11.84%，比重进一步上升。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，2022年、2023年1~6月前五大客户占营业收入比重均不超过10%，且不存在关联交易。

公司原纸生产原料以废纸为主，2022年废纸价格维持高位，公司原纸业务毛利率下降，成本控制压力较大；2023年上半年原材料废纸、原煤价格持续下滑，公司成本压力有所缓解，毛利率同比上升

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，2022年占比分别为70.65%、0.98%、26.60%和1.77%，直接材料中废纸占比最高。2022年受区域物流影响，废纸原材料供应量减少，导致原材料废纸价格高位波动，年均价为2187.75元/吨，原纸业务毛利润为1.18亿元，同比下降57.60%，毛利率由2021年13.84%跌至5.45%，公司成本控制压力较大。2023年上半年，原材料废纸、原煤价格下滑，公司原纸业务成本压力有所缓解，

<sup>3</sup> 公司位于上海、杭州、苏州三地地域范围的中心。

<sup>4</sup> 此处指各地区营业收入占比。

毛利率同比上升 7.82 个百分点。

图表 10 近年公司原纸主要原材料采购情况 (单位: 吨、元/吨、亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~6 月
采购量	519770.22	635893.12	730220.37	381714.90
其中: 外废采购量	3131.35	-		
废纸				
国内采购均价	1917.29	2260.58	2187.75	1629.17
进口采购均价	1297.69	-		
采购金额	9.95	14.38	15.98	6.22
原煤				
采购量	264586.49	273532.88	279022.19	115922.14
采购均价	552.24	954.25	1097.91	932.76
采购金额	1.46	2.61	3.06	1.08

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2022 年、2023 年上半年公司原纸业务前五大供应商占比分别为 50.20%和 53.74%, 主要供应废纸, 集中度有所上升。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 11 公司原纸业务原材料采购前五大供应商 (单位: 万元、%)

2022 年前五大供应商	金额	占营业成本比 (%)	是否关联
淮安市志海物资回收有限公司	40764.80	17.30	否
淮安志鼎再生资源有限公司	28186.72	11.96	否
江苏省纸联再生资源有限公司	20623.46	8.75	否
淮安志昇再生资源有限公司	15413.16	6.54	否
浙江台榭能源有限公司	13327.43	5.65	否
合计	118315.57	50.20	
2023 年 1-6 月前五大供应商	金额	占营业成本比 (%)	是否关联
江苏省纸联再生资源有限公司沭阳分公司	13039.60	13.41	否
淮安志鼎再生资源有限公司	11093.60	11.41	否
淮安志昇再生资源有限公司	10908.21	11.22	否
江苏中物联再生资源有限公司临河分公司	10792.98	11.10	否
东台市盛昌废旧物资回收有限公司	6419.65	6.60	否
合计	52254.04	53.74	

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, 但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

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12 2022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）	146.80
NH3-N	14.805（包含租赁排污权后合计 15.18）	14.68
SO2	103.12	26.36
烟尘	32.64	4.05
氮氧化物	103.12	82.34
废水量（万立方米/年）	296.10（含租赁排污权后合计 303.60）	294.12

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 纸制品业务

随着“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”投产运行，跟踪期内公司纸制品产能有所扩张，但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。伴随“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”投产运行，公司纸制品产能提升至2.50亿平方米。2022年公司纸制品产量为13603.68万平方米，同比上升4.04%。但由于下游需求不高，公司产能利用率仅54.41%，较2021年有所下降。2023年上半年，“荣23转债”募投项目“年产5亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）”一条生产线已投产，公司产能进一步上升，产能利用率持续下降。“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”所在的浙江省平湖市正好位于上海、杭州、苏州的中心地域，主要销售区域已自然覆盖了包括江、浙、沪等核心城市在内的长三角地区，地理位置优越，开展该项目主要为提升该区域内竞争力；“年产5亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）”位于安徽省滁州市全椒县经济开发区，主要为滁州、南京、合肥等地区客户配套，该项目建设扩大了公司产品的销售半径。整体而言，公司纸制品产能利用率有待进一步提升。

跟踪期内，纸制品销量变动不大，但受需求疲软影响，纸制品销售均价有所下滑，导致公司纸制品业务收入同比下降

2022年，受益于产能扩张带动销量小幅上涨4.12%，但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，导致纸制品业务收入为2.88亿元，同比下降4.59%。2023年上半年纸制品销售均价持续下降，纸制品业务收入同比下降2.78%至1.40亿元。

图表13 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	2020年	2021年	2022年	2023年1~6月
产能	18000.00	19000.00	25000.00	20000.00
产量	13728.59	13075.65	13603.68	7796.51
产能利用率	76.27	68.82	54.41	38.98
瓦楞纸板/ 纸箱				
销量	13732.78	13065.75	13603.84	7718.69
产销率	100.03	99.92	100.00	99.00
销售均价	2.04	2.31	2.11	1.81
销售收入	2.81	3.01	2.88	1.40

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。2022 年、2023 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 15.06%、12.70%，集中度不高。

#### 跟踪期内，受需求疲软影响，公司纸制品盈利有所下降

2022 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 70.96%、1.05%、25.83%和 2.16%，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。2022 年原材料牛皮箱板纸和瓦楞原纸均以内部采购为主，价格有所下降，但纸制品下跌幅度更大，导致公司纸制品毛利润同比下降 26.48%，毛利率下降 3.56 个百分点。2023 年上半年原材料牛皮箱板纸和瓦楞原纸价格有所下降，但受下游需求疲弱影响，毛利率下降趋势仍未改变。

图表 14 瓦楞纸板主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~6 月
采购量	3.46	3.25	3.42	2.12
对内采购量	2.74	2.14	2.81	1.64
对外采购量	0.72	1.11	0.61	0.48
牛皮箱板纸				
对内结算价格	3197.74	3669.81	3198.45	2647.18
对外采购价格	3464.11	3834.43	3589.38	2981.19
采购额	1.13	1.21	1.12	0.58
采购量	4.13	3.79	3.70	2.24
对内采购量	3.93	3.35	3.14	1.84
对外采购量	0.21	0.44	0.56	0.39
瓦楞原纸				
对内结算价格	2947.73	3592.20	3067.99	2598.59
对外采购价格	3443.53	3915.05	3976.33	3225.40
采购额	1.23	1.38	1.19	0.61

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建和拟建项目投入规模较大，存在一定资本支出压力，且建设周期较长，未来可能存在一定产能释放压力

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。截至 2023 年 6 月末，年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）工程进度已达 60%，工程累计投入占预算比例为 51.95%，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，公司拟建“年产 2000 吨芳纶新材料”项目以及“年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用”项目。“年产 2000 吨芳纶新材料”项目目前在开展项目备案、能评、环评相关编制申报，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尚具有不确定性。“年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用”该项目已于 2022 年 4 月 28 日完成项目备案。项目预计总投资额 62.66 亿元，公司拟使用自有资金、银行借款及后续资本市场再

融资等方式筹集项目资金，目前该项目正在组织开展项目能评、环评等相关工作。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。

## 公司治理与战略

### 跟踪期内，公司股权结构保持稳定，公司治理未发生重大变化

截至2023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。

跟踪期内，公司治理未发生重大变化。截至2023年6月末，公司董事会由7名董事组成，其中董事长1名，独立董事3名。其中马晓鸣因个人原因离职卸任董事，由张云华担任。董事会下设四个专门委员会，即战略委员会、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，跟踪期内无变化。公司共有6名高级管理人员，跟踪期内无变化。

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“三废一新”造纸模式，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。

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。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2022年的合并财务报告和2023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2022年的财务数据进行了审计并出具了标准无保留意见的



审计报告。跟踪期内，公司新设子公司安徽荣晟环保纸业有限公司、浙江荣晟新材料有限公司和江苏荣晟环保纸业科技有限公司，纳入合并范围。截至2023年6月末，公司纳入合并范围内的子公司共12家。

### 资产构成与质量

#### 跟踪期内，公司资产总额有所增长，流动资产中应收票据和应收账款占比较高

跟踪期内，公司资产总额保持增长，2022年末同比小幅增长2.96%，2023年6月末较2022年末上升11.53%至29.65亿元，主要系公司借债增多所致。跟踪期内，公司资产构成仍以流动资产为主，2022年末和2023年6月末流动资产占比分别为56.89%和60.68%。

2022年末，公司流动资产主要由货币资金、应收票据和应收账款构成，以上三项合计占流动资产90.30%。其中，货币资金以银行存款为主，2022年末同比增长177.34%至8.19亿元，主要系交易性金融资产赎回，银行存款增加所致，交易性金融资产相应减至0亿元。同期末，公司应收票据为2.88亿元，较上年末大幅增长，主要系公司对于票据的会计处理和分类有所变动所致<sup>5</sup>，应收款项融资相应减少1.37亿元。2022年末，应收账款同比下降2.56%至2.59亿元，占流动资产17.11%。2022年应收账款周转次数为9.78次，较上年11.03次下降明显。应收账款欠款方集中度不高，共计提坏账准备0.14亿元。

2023年6月末，公司流动资产较2022年末上升18.96%，资产结构无明显变化。其中，货币资金较上年末上升42.30%，主要系公司借债增多所致。

图表 15 近年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产中以固定资产为主，跟踪期内，随着资本性投入的增加，非流动资产规模有所增长。2022年末固定资产同比上涨1.63%至7.37亿元，占非流动资产64.32%，主要由房屋及建筑物和机器设备构成。跟踪期内，公司固定资产账面价值同比增长，主要系公司持续加大对生产项目的投入所致。截至2023年6月末，固定资产较2022年末上涨11.03%至8.19亿元，主要系年产5亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）部分转固所致。此外，2022年末，公司长期股权投资及无形资产分别占非流动资产的9.86%和9.60%，账面价值均较2021年末有

<sup>5</sup> 根据近期行业处理惯例，自2022年年报起，公司对不属于信用等级较高的商业银行（即不属于中国银行、中国农业银行、中国建设银行、中国工商银行、中国邮政储蓄银行、交通银行等六家国有大型商业银行和招商银行、浦发银行、中信银行、光大银行、华夏银行、民生银行、平安银行、兴业银行、浙商银行等九家上市股份制商业银行，俗称“6+9”商业银行）承兑的银行承兑汇票和商业承兑汇票，将其中已背书或已贴现但尚未到期的相关票据的期末会计处理由之前年度的终止确认改为继续涉入，即期末已背书或已贴现但尚未到期的非高信用等级承兑汇票继续确认“应收票据”，同时确认“其他流动负债”及“短期借款”科目，导致2022年末公司应收票据及应收款项融资余额较2021年末增长幅度较大。

所上涨。其中，长期股权投资同比上涨 4.44%至 1.13 亿元，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所致；2023 年 6 月末长期股权投资增至 1.19 亿元，主要系从联营企业获得投资收益所致。2022 年末无形资产同比增长 46.67%，主要系全资子公司土地使用权增加所致。2023 年 6 月末，由于无形资产摊销，账面价值小幅下降。

截至 2023 年 6 月末，公司受限资产为应收票据，受限金额为 1.27 亿元，受限原因为已背书/贴现未到期票据未终止确认金额。受限资产占净资产的 6.26%，占总资产的 4.27%。

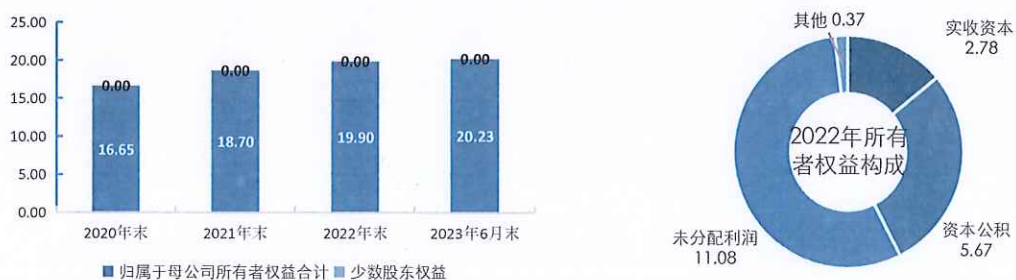
### 资本结构

跟踪期内，受益于经营积累，公司所有者权益有所增长，其中未分配利润占比较高

2022 年末，公司所有者权益账面余额为 19.90 亿元，同比增长 6.41%，主要由未分配利润、资本公积和股本构成。2022 年末，公司资本公积和股本均有所增加，主要系当期部分“荣晟转债”转股所致。受益于经营积累，公司未分配利润同比增长 6.54%至 11.08 亿元，占所有者权益 55.65%。

2023 年 6 月末，公司所有者权益 20.23 亿元，较 2022 年末增长 1.63%，结构及主要科目变化不大。

图表 16 近年末公司所有者权益构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

随着运营资金需求增加及“荣 23 转债”发行成功，公司有息债务规模增加较多，存在一定集中偿付压力

2022 年末，公司负债总额为 6.68 亿元，同比下降 6.09%，主要系当期部分“荣晟转债”转股和剩余未转股的债券全部赎回所致。2023 年 6 月末，公司负债总额增至 9.43 亿元，主要系公司借款增加所致。负债结构仍以流动负债为主，2022 年末、2023 年 6 月末流动负债占比分别为 95.70%和 96.83%。

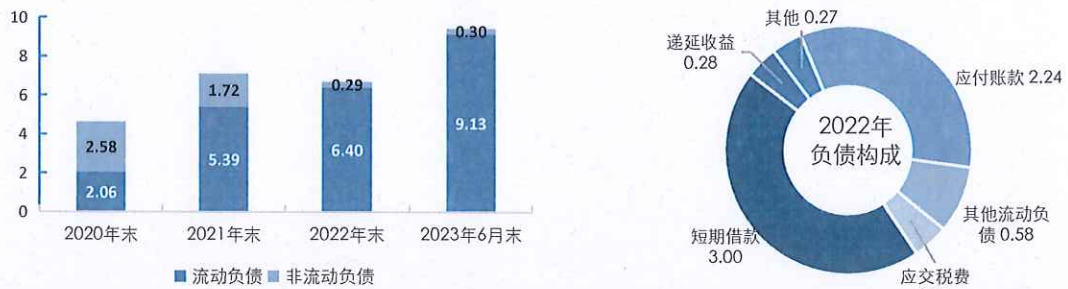
2022 年末公司流动负债同比上涨 18.57%，主要由短期借款和应付账款构成，分别占流动负债 46.95%和 34.95%。2022 年末，公司短期借款同比上涨 5.69%至 3.00 亿元，以信用借款为主。同期末，应付账款同比上涨 25.47%，主要系当期原材料价格大幅上涨，应付采购款增加所致。2023 年 6 月末，公司流动负债上涨 42.70%至 9.13 亿元，主要系公司短期借款大幅增加所致。

公司非流动负债金额较小，2022 年末、2023 年 6 月末分别为 0.29 亿元和 0.30 亿元，主要由递延收益构成。

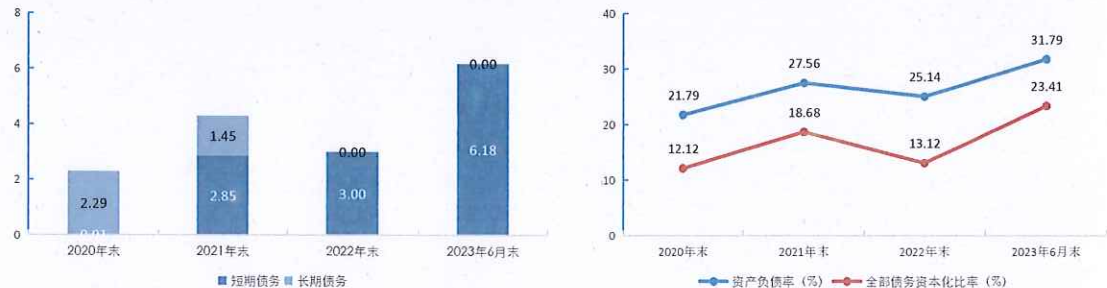
2022 年末，公司有息债务 3.00 亿元，较 2021 年有所下降，主要系“荣晟转债”转股或赎

回导致应付债券降为 0 亿元所致；2023 年 6 月末，公司全部债务上涨至 6.18 亿元，全部为短期借款，融资成本较低。2022 年末及 2023 年 6 月末，公司资产负债率及全部债务资本化比率波动上升。2023 年 8 月 18 日，“荣 23 转债”发行，公司债务规模进一步上涨，其中短期债务 6.18 亿元，长期债务 5.76 亿元。从债务期限结构来看，公司债务以一年内到期为主，存在一定集中偿付压力。

图表 17 近年末公司负债构成情况（单位：亿元）



图表 18 近年末公司有息债务及杠杆率情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年 6 月末，公司无对外担保。

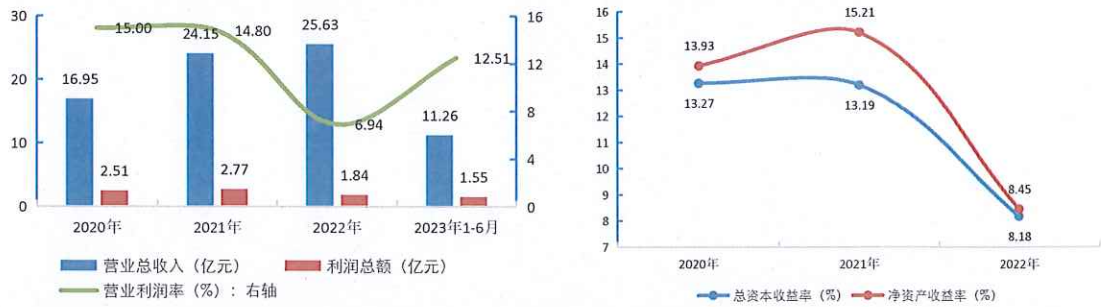
### 盈利能力

2022 年，公司产品产销量上涨，带动公司营业收入有所增长，但原材料价格上升影响公司盈利水平，利润总额对政府补助依赖较大；2023 年上半年，原纸及废纸价差低位反弹，公司利润总额同比增加

2022 年公司产品产销量上涨，带动公司营业收入同比增长 6.14%。但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，毛利率下降 7.40 个百分点至 8.04%。公司期间费用以研发费用为主，2022 年期间费用率为 6.62%，较 2021 年上升 0.17 个百分点，其中研发费用为 1.29 亿元，占营业收入的 5.03%。2022 年公司其他收益为 1.53 亿元，主要为政府补助（其中，再生资源利用企业增值税退税 0.92 亿元，福利企业增值税退税 0.49 亿元），对利润形成良好支撑。2022 年受原材料价格上涨影响，总资产收益率和净资产收益率均呈现下降态势。利润总额为 1.84 亿元，同比下降 33.35%。

2023 年上半年，公司营业收入同比下降 13.00%，主要系当期原纸销售价格下降所致。同时主要原材料废纸、原煤采购价格下降，公司毛利率回升至 13.67%，利润总额同比增加 45.95%。预计 2023 年伴随国内经济回暖，原纸及废纸价差低位反弹，公司利润总额有望好转。

图表 19 近年公司盈利情况



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

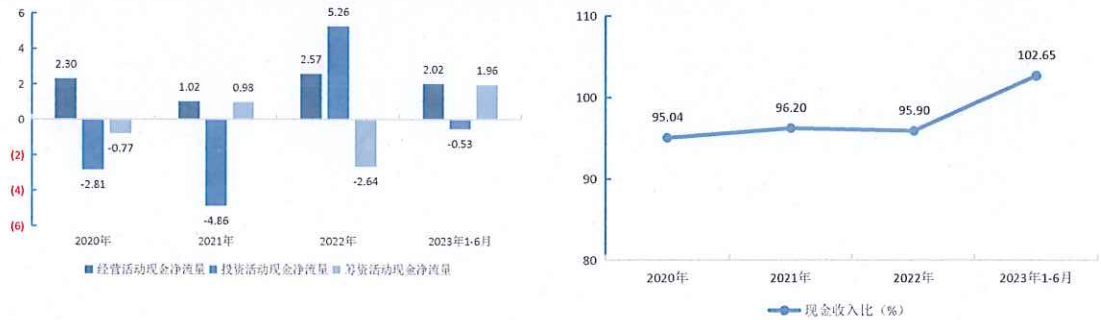
### 现金流

2022年, 公司经营性现金净流入规模有所上升, 投资性现金流转为净流入, 筹资性现金流转为净流出, 未来在建项目投融资压力整体可控

跟踪期内, 公司经营性现金流仍保持净流入状态。2022年经营性活动净流入规模同比上升153.19%至2.57亿元, 主要系当期收到税款返还增加、经营性应收项目减少同时存货减少所致。同期, 公司投资活动性现金流转为大幅净流入, 主要系本期集合资产管理及信托计划到期赎回所致。2022年公司筹资性净现金流为-2.64亿元, 主要系偿还银行短期借款和回购股份<sup>6</sup>支付增加所致。

2023年1~6月, 公司经营活动产生的现金流量净额为2.02亿元, 投资性净现金流为-0.53亿元, 筹资性净现金流为1.96亿元。公司在建项目后续投入资金较多, 预计未来公司投资现金流净流出将有所增加, 但公司目前资金较充裕, 投融资压力可控。此外, 2023年8月18日, 公司发行“荣23转债”募集金额共计5.76亿元, 为公司现金提供补充。

图表 20 近年公司现金流和现金收入比情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 偿债能力

跟踪期内, 公司流动比率和速动比率有所下降, 但仍处于较高水平, 资产流动性较好。受经营活动净流入规模增加影响, 公司经营现金流动负债比有所上升。公司 EBITDA 利息倍数小幅下降, 但整体仍处于较好水平。公司全部债务/EBITDA 有所下降, 主要系债务降低所致。整体来看, 公司长短期偿债指标表现较好。

<sup>6</sup> 根据《浙江荣晟环保纸业股份有限公司关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》, 公司回购 771.66 万股, 用于管理层和核心骨干实施员工持股计划或股权激励计划、或转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。

截至 2023 年 6 月末，公司账面货币资金 11.65 亿元，短期有息债务 6.18 亿元，货币资金能够覆盖短期有息债务。2022 年公司经营性净现金流为 2.57 亿元，分配股利或利润、偿付利息所支付的现金为 1.05 亿元，经营性净现金流能够覆盖一年的利息和股利支出。同时，公司与各大商业银行保持良好的合作关系，截至 2023 年 6 月末，公司银行授信总额为 14.10 亿元，未使用的授信额度为 9.13 亿元，且公司为上市公司，融资渠道较为通畅。

图表 21 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
流动比率	594.59	283.21	236.45	197.12
速动比率	564.96	263.98	223.77	189.19
经营现金流动负债比	111.66	18.82	40.19	-
EBITDA 利息倍数	17.23	19.51	15.10	-
全部债务/EBITDA	0.69	1.16	1.04	-

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、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2023 年 8 月 24 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷记录。

截至本报告出具日，“荣晟转债”已按时还本付息，“荣 23 转债”尚未到还本付息日。

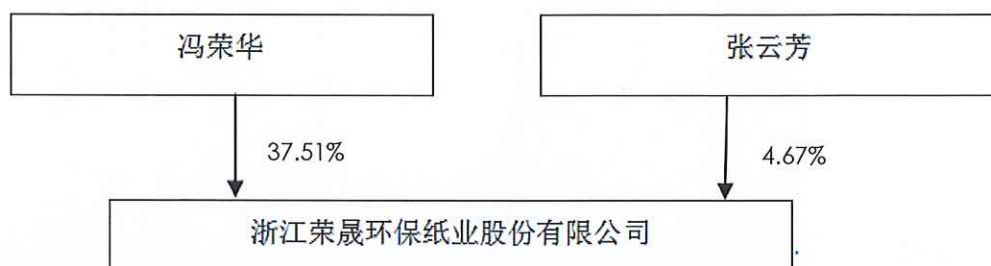
### 抗风险能力及结论

公司主要从事包装用再生环保纸的研发、生产和销售，拥有热电联产、废纸回收、再生环保纸生产、纸板制造一体化产业链，在长三角区域内包装用原纸领域仍具有一定的市场竞争力；随着公司纸机技改完成及“年产 3 亿平方米新型智能包装材料建设项目”投产运行，跟踪期内原纸及纸制品供应能力进一步提升；公司地处华东地区，临近原材料采购和产品终端消费市场，跟踪期内公司持续加大市场拓展力度，产品销量有所增长。

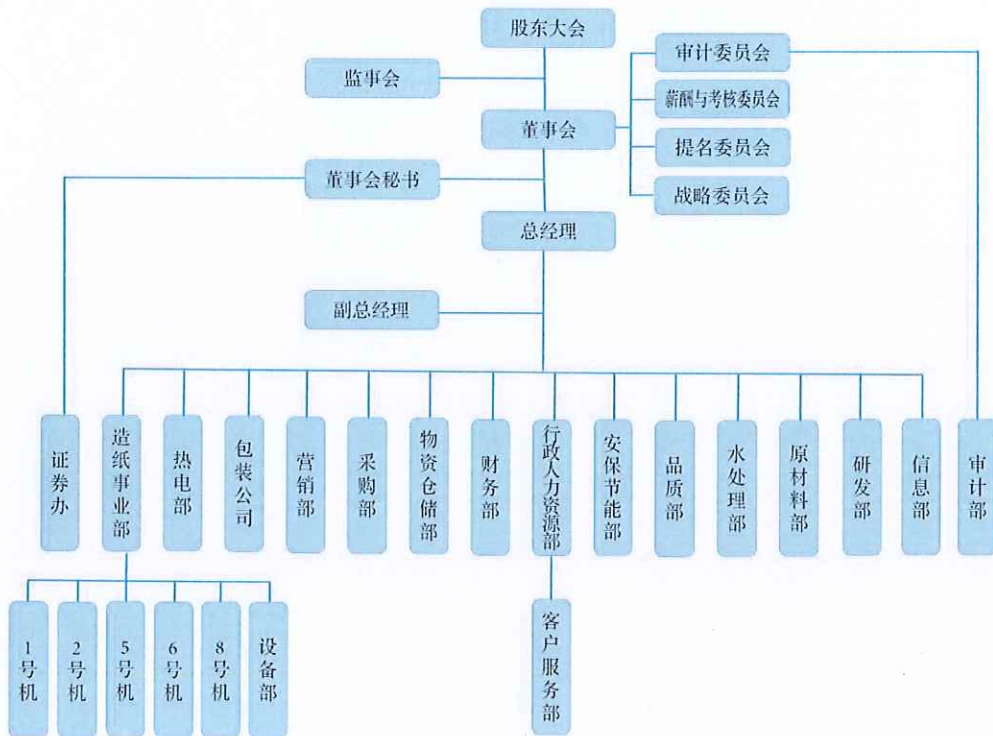
同时，东方金诚关注到，造纸行业周期性较强，生产成本中原材料废纸、原煤等占比较高，2022 年废纸价格维持高位，公司成本控制压力较大，毛利率同比下降；在“碳达峰”、“碳中和”与“能耗双控”背景下，公司面临更高的环保标准和减碳排放要求，存在一定环保压力；公司在建和拟建项目投入规模较大，存在一定资本支出压力，且建设周期较长，未来可能存在一定产能释放压力；跟踪期内，随着运营资金需求增加及“荣 23 转债”发行成功，公司有息债务增加较多，存在一定集中偿付压力。

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，维持“荣 23 转债”债项信用等级为 AA-。

附件一：截至 2023 年 6 月末荣晟环保股权结构图



附件二：截至 2023 年 6 月末荣晟环保组织结构图



附件三：公司主要财务数据及财务指标

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年6月 (未经审计)
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	21.29	25.82	26.59	29.65
所有者权益 (亿元)	16.65	18.70	19.90	20.23
负债总额 (亿元)	4.64	7.12	6.68	9.43
短期债务 (亿元)	0.01	2.85	3.00	6.18
长期债务 (亿元)	2.29	1.45	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	2.30	4.30	3.00	6.18
营业收入 (亿元)	16.95	24.15	25.63	11.26
利润总额 (亿元)	2.51	2.77	1.84	1.55
净利润 (亿元)	2.32	2.84	1.68	1.58
EBITDA (亿元)	3.35	3.70	2.89	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.30	1.02	2.57	2.02
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-2.81	-4.86	5.26	-0.53
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.77	0.98	-2.64	1.96
毛利率 (%)	15.69	15.44	8.04	13.67
营业利润率 (%)	15.00	14.80	6.94	12.51
销售净利率 (%)	13.68	11.78	6.56	13.99
总资产收益率 (%)	13.27	13.19	8.18	-
净资产收益率 (%)	13.93	15.21	8.45	-
总资产收益率 (%)	10.90	11.02	6.32	-
资产负债率 (%)	21.79	27.56	25.14	31.79
长期债务资本化比率 (%)	12.08	7.18	0.00	0.00
全部债务资本化比率 (%)	12.12	18.68	13.12	23.41
货币资金/短期债务 (%)	62025.24	103.57	272.46	188.47
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-22.38	-89.53	260.74	-
流动比率 (%)	594.59	283.21	236.45	197.12
速动比率 (%)	564.96	263.98	223.77	189.19
经营现金流流动负债比 (%)	111.66	18.82	40.19	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	17.23	19.51	15.10	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.69	1.16	1.04	-
应收账款周转率 (次)	11.16	11.03	9.78	-
销售债权周转率 (次)	11.16	11.03	6.31	-
存货周转率 (次)	22.31	24.78	25.50	-
总资产周转率 (次)	0.83	1.03	0.98	-
现金收入比 (%)	95.04	96.20	95.90	102.65



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。

## 短期债券信用等级符号及定义

等级	定义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。