

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2019】517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已发行的“荣晟转债”信用状况进行综合分析和评估，维持贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，“荣晟转债”信用等级为 AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一九年八月二十一日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与浙江荣晟环保纸业股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2019年8月21日

浙江荣晟环保纸业股份有限公司 主体及“荣晟转债”2019年度跟踪评级报告

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-	2019/8/21	高君子	高志华 黄艺明 魏明

主体概况

浙江荣晟环保纸业股份有限公司主营原纸、纸制品和蒸汽业务，主要产品包括瓦楞原纸、牛皮箱板纸和纸箱等。实际控制人为冯荣华、张云芳夫妇。

债券概况

债券简称：“荣晟转债”

发行金额：3.30 亿元

债券存续期：2019 年 7 月 23 日至 2025 年 7 月 23 日

偿还方式：按年付息，到期归还所有未转股的本金和最后一年利息

募集资金用途：“年产 3 亿平方米新型智能包装材料建设项目”和“绿色节能升级改造项目”

增信措施：质押担保和保证担保

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	产量占比	10.00	6.68
	营业总收入 (亿元)	35.00	10.85
	产品多元化	5.00	0.00
盈利能力和运营效率	毛利率 (%)	20.00	14.93
	全部债务资本化比率 (%)	5.00	5.00
债务负担与保障程度	资产负债率 (%)	10.00	10.00
	净资产收益率 (%)	5.00	5.00
	EBITDA/利息支出 (倍)	10.00	10.00

基础评分模型得分 62.46

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-

5.增信措施 质押担保和保证担保

6.本期债券信用等级 AA-

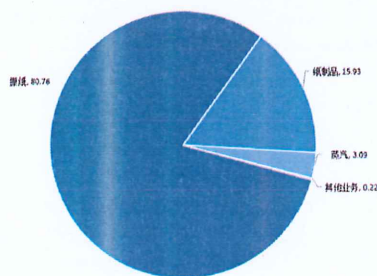
评级观点

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，质量较好，具有一定的市场竞争力；另一方面，公司生产规模仍不大；跟踪期内，受原材料价格上涨影响，公司主营业务获利能力有所下降。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，“荣晟转债”违约风险很低。

主要指标及依据

2018 年收入构成



主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
资产总额 (亿元)	8.52	13.64	14.34	14.81
所有者权益 (亿元)	4.02	10.59	12.34	13.03
全部债务 (亿元)	2.27	0	0	0
营业总收入 (亿元)	10.29	20.34	20.89	4.27
利润总额 (亿元)	1.34	4.56	2.32	0.75
EBITDA (亿元)	1.88	5.15	2.91	-
营业利润率 (%)	17.86	22.15	12.10	14.15
净资产收益率 (%)	30.57	37.77	16.86	-
资产负债率 (%)	52.85	22.40	13.93	12.01
全部债务资本化比率 (%)	36.12	0	0	0
EBITDA 利息倍数 (倍)	21.25	182.30	162.40	-

注：表中数据来源于公司 2016 年~2018 年的审计报告及 2019 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。

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，质量较好，具有一定的市场竞争力；
- 受益于经营积累，所有者权益有所增加；
- 跟踪期内，公司经营性净现金流有所改善。

关注

- 跟踪期内，受原材料价格上涨影响，主营业务获利能力有所下降；
- 公司纸制品产能利用率水平较低，若未来下游需求不及预期，公司拟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，公司将面临一定的环保压力；
- 公司利润总额对营业外收入和其他收益依赖较高。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计未来1~2年，公司主营业务结构将维持稳定，经营稳定性易受宏观经济波动影响。

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-	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：2018年9月17日，为我司首次评级，本次为跟踪评级。

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 2018 年度审计报告、2019 年 1~3 月未经审计的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。2018 年 12 月，公司对首次获授股票激励计划但尚未解锁的 41 人共计 259 万股的限制性股票进行回购注销，跟踪期内股本有所下降。截至 2019 年 3 月末，公司总股本 17735.20 万股，第一大股东为冯荣华持股比例为 48.03%，实际控制人为冯荣华、张云芳夫妇。

公司主要产品包括牛皮箱板纸和瓦楞原纸，产品主要销往江苏、浙江和上海等周边区域。跟踪期内，公司主要产品产能未发生变化，截至 2019 年 3 月末，公司具有年产 48 万吨再生环保纸的生产能力，其中牛皮箱板纸产能 15.00 万吨、瓦楞原纸产能 30.00 万吨，高密度纸板产能 3.00 万吨。此外，公司还具备瓦楞纸板产能 1.80 亿平方米。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 14.81 亿元，所有者权益 13.03 亿元，资产负债率 12.01%，纳入合并报表范围的子公司共 3 家。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入分别为 20.89 亿元和 4.27 亿元，利润总额分别为 2.32 亿元和 0.75 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。换股期为 2020 年 1 月 29 日至 2025 年 7 月 22 日，截至本报告出具日，“荣晟转债”尚未进入换股期，当前转股价格为 18.72 元/股。

截至本报告出具日，“荣晟转债”募集资金扣除发行相关费用后存放募集资金专用账户，尚未使用，募投项目正在筹建中。

截至本报告出具日，“荣晟转债”尚未到付息期。

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2747.7223万股、299.4519万股、270.9135万股、354.5189万股和346.8819万股，合计4019.4885万股为“荣晟转债”提供质押担保。

宏观经济和政策环境

预计2019年GDP增速将降至6.2%，中美经贸摩擦等外部风险需持续关注

上半年GDP同比增速为6.3%，其中二季度降至6.2%。今年我国经济运行面临的环境复杂严峻，特别是二季度以来，在中美经贸摩擦升级的同时，全球经济减速态势也愈加明显，国内宏观经济下行压力加大。东方金诚判断，下半年宏观经济运行的外部环境更趋复杂，国内宏观政策会进一步向稳增长方向微调，基建提速可期，汽车销售对消费的拖累作用也有望缓和。预计全年GDP增速将为6.2%，继续处于年初设定的6.0%~6.5%的目标区间范围。

下半年，货币政策将从数量和价格两个维度推进边际宽松，财政政策也有进一步发力空间

上半年货币政策保持边际宽松势头，严监管效应减缓，社会融资规模及M2增速均现回升态势。预计后期央行将继续实施定向降准、TMLF、再贷款再贴现等结构性货币政策工具，旨在降低企业融资成本的利率并轨也有望取得实质性进展。最后，当前全球货币政策转入宽松轨道，不排除四季度央行下调公开市场政策利率的可能。财政政策方面，预计下半年积极财政政策有可能在扩大专项债额度、适度上调财政赤字率等方面发力，拓宽财政稳增长空间。

行业及区域经济环境

2018年，受下游需求下降影响，我国机制纸及纸板销量下降，预计随着宏观经济增速放缓叠加中美贸易战因素影响，2019年行业需求或将进一步下降，但各细分子行业下游需求差异化明显

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。虽然2015年以来全国造纸业运行较为平稳，但在宏观经济增速放缓的大背景下，造纸行业下游需求依然疲弱。2018年，我国机制纸及纸板销量11585.76万吨，累计值同比下降5.70%。

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。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，随着宏观经济增速的放缓，主要包装纸增速放缓，2018年受下游需求下降影响，消费量大幅下降。生活用纸受宏观经济波动影响较小，近年来逐年增加，但增速有所波动。造纸行业细分子行业下游需求差异化明

显。

2018年7月10日，美国贸易代表办公室列出了对中国2000亿美元商品征收10%关税的清单。纸浆、纸及纸板和纸制品列入了清单中，共有223个细分产品，几乎涵盖了美国出口中国的所有纸类产品，按照公布的数据显示，2018年，这一类产品美国从中国进口了33.66亿美元¹。受中美贸易摩擦影响，我国纸及纸板整体出口或将进一步下降。2019年1~3月，我国机制纸及纸板销量2725.15万吨，累计值同比下降4.57%，降幅有所收窄。预计随着宏观经济增速放缓叠加中美贸易战因素影响，2019年行业需求或将进一步下降。

造纸行业总体供大于求，2018年以来固定资产投资增速持续下降，预计2019年造纸行业在供给侧改革持续推进和环保政策趋严的背景下，产能将进一步出清

我国造纸行业经历了供不应求、产能快速提升和供给过剩的发展阶段。2010~2012年是造纸产能集中释放期，逐年新增产能分别为980万吨、1280万吨和1080万吨，是新增产能最多的三年，年增产能是当年市场容量的11~13%。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。2017年固定资产投资额3090.96亿元，同比下降0.01%。造纸行业固定资产投资中40%左右集中在造纸行业原纸的生产，50%左右集中在纸制品制造行业，纸浆制造行业固定资产投资规模较小。2018年以来固定资产投资增速持续下降。2018年机制纸及纸板产量11660.00万吨，累计同比下降7.03%，2019年1~5月，机制纸及纸板产量4865.90万吨，同比下降2.36%。随着供给侧改革持续深化和环保政策趋严，2019年，造纸行业产能将进一步出清。

2018年6月以来，受下游需求下降影响，纸产品销量下降，主要纸产品价格开始下跌，造纸行业收入和盈利水平下降

受整体经济环境低迷、行业产能过剩矛盾加剧影响，2012年~2015年，主要纸产品价格呈现下降趋势。2016年四季度，国家环保整治及供给侧结构性改革等因素加速了行业内的落后产能淘汰和资源整合，造纸行业的阶段性供需矛盾有所缓解。同时受市场需求增长、产品成本及物流成本提高等因素影响，纸产品价格波动上涨。2016年10月至2018年5月，纸产品价格整体呈上涨趋势，2018年6月以来，随着市场需求下降，纸产品价格有所回落。箱板瓦楞纸主要用于包装，2018年5月末，瓦楞纸价格达到约5700元/吨的价格高位，箱板纸达到6270元/吨，随着市场需求的下滑箱板瓦楞纸价格开始回落。2018年箱板瓦楞纸的主要原材料废纸价格整体高位震荡。

2018年，受宏观经济增速放缓叠加中美贸易摩擦预期因素影响，造纸行业下游需求下降，消费量下降，主要纸产品价格下降，2018年造纸和纸制品行业主营业务收入同比下降9.70个百分点，首次出现下降；利润总额同比下降25.49%，降幅大于收入降幅主要系原材料价格波动幅度高于纸产品价格波动幅度所致。2019年1~4月，我国造纸及纸制品业利润总额174.00亿元，同比下降41.12%，降幅进一步扩大。预计未来随着中国经济增速放缓叠加国际贸易摩擦因素，造纸行业盈利水平将有所下降。

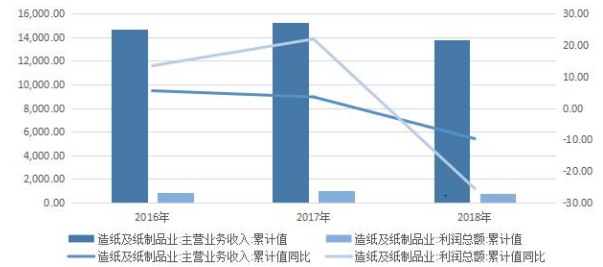
¹ 数据来源于中国造纸协会

图表 1: 2016 年至 2019 年 3 月箱板瓦楞纸和国废价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 东方金诚整理

图表 2: 2016 年以来造纸及纸制品业主营业务盈利情况 (万亿、%)



资料来源: Wind 资讯, 东方金诚整理

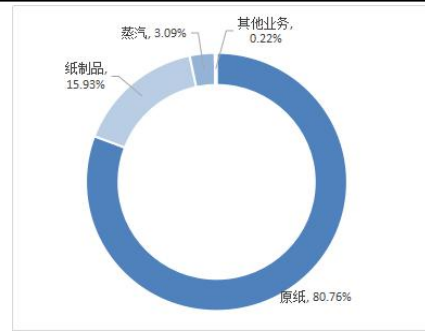
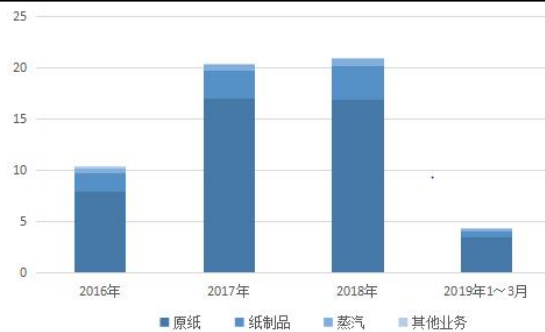
业务运营

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, 产品主要应用包装领域, 2018 年公司营业收入保持稳定, 毛利润和毛利率有所下降

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。2018 年公司营业收入保持稳定; 受原材料价格上涨影响, 毛利润和毛利率同比有所下降。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: 荣晟环保营业收入构成 (单位: 亿元) 图表 4: 2018 年荣晟环保营业收入构成



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	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	1.40	17.73	3.78	22.32	1.98	11.71	0.48	13.78
纸制品	0.31	16.42	0.74	26.89	0.58	17.49	0.12	19.30
蒸汽	0.19	37.00	0.19	30.73	0.20	31.52	0.05	32.74
其他业务	0.04	78.65	0.03	86.26	0.04	97.91	0.01	96.27
合计	1.92 ²	18.70	4.74	23.31	2.81	13.43	0.66	15.39

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

² 分项加总数因四舍五入与合计数尾数存在差异。

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，2018年，原纸业务中瓦楞原纸收入和占比同比有所提升，牛皮箱板纸同比有所下降。

图表 5: 2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司原纸业务收入毛利润构成³ (单位: 亿元、%)

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
瓦楞原纸	4.35	55.11	11.79	69.60	12.36	73.27	2.62	74.86
牛皮箱板纸	2.93	37.20	4.21	24.85	3.52	20.85	0.70	20.06
高密度纸板	0.61	7.69	0.94	5.56	0.99	5.87	0.18	5.08
原纸合计	7.89	100.00	16.95	100.00	16.87	100.00	3.51	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	0.72	16.68	2.68	22.75	1.48	11.99	0.38	14.60
牛皮箱板纸	0.64	21.72	1.01	23.98	0.40	11.45	0.08	11.28
高密度纸板	0.04	5.98	0.09	9.47	0.09	9.22	0.02	11.43
原纸合计	1.40	17.73	3.78	22.32	1.98	11.71	0.48	13.78

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内，公司原纸业务产品仍以牛皮箱板纸和瓦楞原纸为主，质量较好，具有一定的市场竞争力

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，关键质量控制系统国外采购，产品质量较好，具有一定的市场竞争力。

跟踪期内，公司原纸产能未发生变化，仍为 48 万吨，生产规模仍较小。公司原纸根据订单情况生产，2018 年受下游需求下降影响，产量和产能利用率均略有下降，但产能利用率仍处于较高水平。

图表 6: 2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司原纸生产情况 (单位: 万吨、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月	
瓦楞原纸	产能	15.00	30.00	30.00	7.50
	产量	20.97	37.55	36.31	9.04
	产能利用率	139.80	125.17	121.03	120.53
牛皮箱板纸	产能	15.00	15.00	15.00	3.75
	产量	14.17	13.77	12.46	2.90
	产能利用率	94.47	91.80	83.07	77.33
高密度纸板	产能	3.00	3.00	3.00	0.75
	产量	3.41	3.52	3.20	0.66
	产能利用率	113.67	117.33	106.67	88.00
合计	产能	33.00	48.00	48.00	12.00
	产量	38.54	54.83	51.97	12.60
	产能利用率	116.79	114.23	108.27	105.00

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

³ 分项合计数因四舍五入的原因与合计数尾数存在差异。

跟踪期内，受下游需求下降，公司原纸销量下降影响，原纸业务收入略有下降

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。受下游需求下降影响，2018年公司原纸对外销售量下降，内销略有增加，产销率仍处于较高水平。2018年受主要原材料废纸价格上涨的影响，公司原纸主要产品销售均价上涨，2019年以来价格降幅较大。跟踪期内，公司原纸业务收入和毛利仍主要来源于瓦楞原纸和牛皮箱板纸。2018年，公司原纸业务收入16.87亿元，受原纸销量下降影响，同比下降0.47个百分点。

图表 7: 2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司原纸销售情况(单位:万吨、元/吨、亿元、%)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月	
瓦楞原纸	对外销量	18.66	33.95	32.54	7.84
	对内销量	1.67	3.74	4.10	0.84
	产销率	96.95	100.37	100.91	96.02
	销售均价	2329.00	3473.70	3798.43	3347.08
	销售收入	4.35	11.79	12.36	2.62
牛皮箱板纸	对外销量	12.06	11.32	9.14	2.06
	对内销量	2.00	2.48	3.39	0.68
	产销率	99.29	100.15	100.49	94.48
	销售均价	2431.82	3721.03	3850.44	3418.70
	销售收入	2.93	4.21	3.52	0.70
高密度纸板	对外销量	3.41	3.52	3.22	0.69
	对内销量	-	-	-	-
	产销率	98.83	100.37	100.63	103.03
	销售均价	1801.53	2665.97	3078.06	2626.26
	销售收入	0.61	0.94	0.99	0.18
合计	对外销量	34.13	48.79	44.90	10.59
	对内销量	3.67	6.22	7.49	1.52
	产销率	98.08	100.33	101.00	96.00
	销售均价	2313.31	3472.60	3757.36	3314.80
	销售收入	7.89	16.95	16.87	3.51

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司原纸和纸制品主要销往浙江、上海和江苏等区域，其中，2018年销往浙江、江苏和上海占比分别为62.90%、20.17%和14.70%。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。2018年和2019年一季度公司原纸业务前五大客户销售占比分别为25.19%和24.99%，较2017年集中度略有下降，全部为非关联方。

公司原纸生产所需原材料以废纸为主，受原材料废纸价格上涨影响，原纸业务获利能力有所下降

公司原纸业务生产成本主要由直接材料、直接人工和制造费用构成，2018年占比分别为76.39%、0.99%和22.62%。其中直接材料中废纸占比最高。公司所需废纸主要从国内采购，少部分进口，受外废进口配额受限影响，跟踪期内外废采购量下降，废纸采购价格上涨。受主要

原材料废纸和原煤价格上涨影响，2018年原纸生产成本上涨。受原材料价格涨幅大于原纸价格涨幅，毛利润和毛利率有所下降。2018年毛利润1.98亿元，同比下降47.62%；毛利率11.71%，同比下降10.61个百分点。2019年一季度，受国内废纸采购价格下降幅度大于原纸价格降幅影响，毛利率较2018年有所回升。

图表8：2016年以来公司原纸主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
采购量	434345.82	564465.73	538061.45	125934.16
其中外废采购量	13951.70	13439.35	8505.80	1412.45
废纸 国内采购均价	1307.73	2000.78	2554.91	2149.15
进口采购均价	1267.53	1648.60	1845.47	2243.63
采购金额	5.67	11.25	13.69	2.70
采购量	223701.46	283528.40	269934.08	60700.97
原煤 采购均价	432.11	585.70	614.20	548.31
采购金额	0.97	1.66	1.66	0.33

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司外废采购占比仍不高，主要通过经销商采购，公司拥有自己的废纸采购渠道。2018年及2019年1~3月，公司废纸前五大供应商占比分别为11.59%和13.80%，集中度进一步下降。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。公司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。

随着国家环保政策的趋紧，公司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为10000立方，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，公司环保各项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9：2019年1~3月公司主要环保指标情况⁴（单位：mg/L）

项目	地方标准	国家标准	公司实际值
化学需氧量（COD）	500.00	500.00	120.00
生化浓度值（BOD）	300.00	300.00	46.20
悬浮物浓度值（TSS）	400.00	400.00	15.00
吨浆废水排放量（吨）	10.00	10.00	3.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

⁴ 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。

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，若未来下游需求不及预期，公司拟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2019年3月末，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不高。“荣晟转债”募集资金拟投入新建3亿平方米的新型智能包装材料生产线，项目正在筹建中，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。

受益于产销量增加，纸制品业务收入有所增加，但受原材料价格上涨影响，纸制品业务获利能力有所下降

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。2018年，公司纸制品销售前五大客户占比14.19%，较2017年有所下降，集中度不高。2018年，纸制品销售价格基本稳定，公司纸制品产销量同比有所增加，纸制品业务收入3.33亿元，同比增长21.53%。

图表 10：2016 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
产能	11600.00	13200.00	18000.00	4500.00
产量	10426.69	11119.98	13506.94	2821.12
产能利用率	89.89	84.24	75.04	62.69
瓦楞纸板				
销量	10410.96	11141.69	13476.79	2871.92
产销率	99.85	100.20	99.78	101.80
销售均价	1.78	2.46	2.47	2.15
销售收入	1.85	2.74	3.33	0.62

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司纸制品成本主要由直接材料、直接人工和制造费用构成，2018年占比分别为71.51%、3.98%和24.51%，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，内部采购按照市场定价。2018年，受公司纸制品业务原材料采购价格上涨影响，纸制品毛利润同比下降21.62%，毛利率同比下降9.40个百分点。2019年1~3月，受益于主要原材料价格降幅大于瓦楞纸板价格降幅，毛利率较2018年回升1.81个百分点。

图表 11：2016 年以来公司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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
采购量	2.84	2.91	3.45	0.73
对内采购量	2.00	2.48	3.39	0.68
牛皮箱板纸				
对外采购量	0.84	0.43	0.06	0.05
对内结算价格	2475.50	3619.29	3946.82	3473.90
对外采购价格	2415.57	3672.32	3742.50	3426.71

	采购额	0.70	1.11	1.36	0.25
	采购量	3.48	3.74	4.10	0.84
	对内采购量	1.67	3.74	4.10	0.84
	对外采购量	1.81	0	0	0
瓦楞原纸	对内结算价格	2363.31	3435.99	3777.87	3311.37
	对外采购价格	2114.19	0	0	0
	采购额	0.79	1.23	1.55	0.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

企业管理

跟踪期内，公司在治理结构和内部管理方面无重大变化，实际控制人仍为冯荣华和张云芳夫妇。

截至2019年7月24日，公司总股本17735.20万股，第一大股东冯荣华先生持有公司股份8517.77万股，占公司总股本的48.03%，累计质押股份3649.72万股，占其持股总数的42.85%，占公司总股本的20.58%。

财务分析

财务概况

公司提供了2016年~2018年合并财务报告和2019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2016年~2018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。2019年1~3月财务报表未经审计。

跟踪期内，公司合并范围未发生变化，截至2019年3月末，公司纳入报表合并范围的直接控股子公司仍为3家。

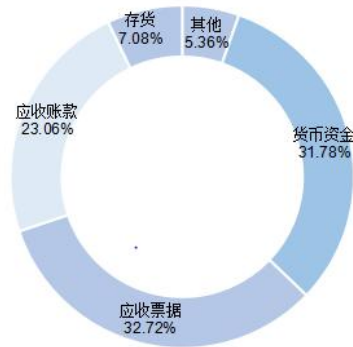
资产构成与资产质量

跟踪期内，资产结构仍以流动资产为主，货币资金、应收票据、应收账款占比较高

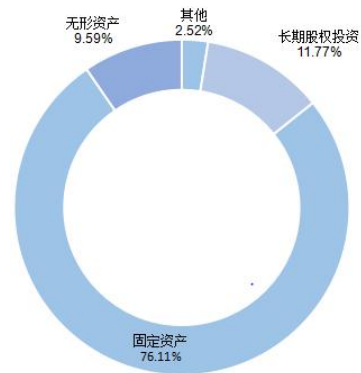
跟踪期内，公司资产构成仍以流动资产为主，且占比有所提升。截至2019年3月末，公司无使用受限的资产。

2018年末，公司流动资产为8.48亿元，较2017年末增长9.34%，主要系货币资金增加所致。公司应收票据期末余额为2.77亿元，较2017年末下降27.98%，主要系公司收入增加，使用银行承兑汇票结算货款的方式增多所致。2018年末，公司已背书或贴现且尚未到期的应收票据期末余额1.76亿元。公司货币资金期末余额为2.69亿元，较2017年末增长171.83%，主要系银行承兑到期托收到账所致。公司应收账款账面价值为1.95亿元，较2017年末变化不大；公司应收账款周转率为11.39次，相比上年末下降1.33次。2018年末，账龄在一年以内的应收账款期末余额占比为97.18%；公司共计提坏账准备0.12亿元，计提比例5.64%；2018年末应收账款期末余额前5大客户占比17.91%。

图表 12: 2018 年末公司流动资产构成



图表 13: 2018 年末非流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
应收票据	0.78	3.85	2.77	2.79
货币资金	0.42	0.99	2.69	3.07
应收账款	1.48	1.71	1.95	1.77
存货	0.63	0.66	0.60	0.64
流动资产合计	3.37	7.75	8.48	8.74
固定资产	4.39	4.40	4.46	4.40
长期股权投资	0.00	0.61	0.69	0.73
非流动资产合计	5.14	5.89	5.86	6.07
资产总额	8.52	13.64	14.34	14.81

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年末，公司非流动资产分别为 5.86 亿元，较 2017 年末变化不大。2018 年末公司固定资产账面价值为 4.46 亿元，较 2017 年末增长 1.37%，主要是在建工程转固所致。公司长期股权投资为对浙江平湖农村商业银行股份有限公司的股权投资，2018 年末为 0.69 亿元，较 2017 年末增长 12.45%，主要是权益法下确认的投资收益增加所致。公司无形资产账面价值为 0.56 亿元，较 2017 年末下降 4.00%，主要是计提摊销所致。

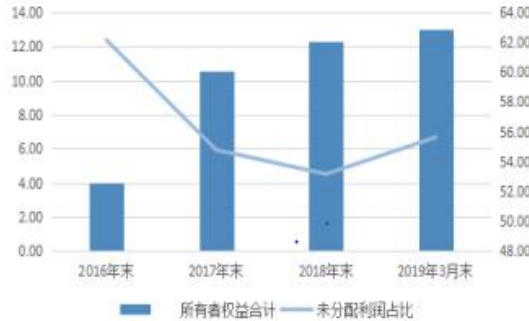
资本结构

受益于经营积累，公司所有者权益有所增加，但未分配利润和资本公积占比高，对所有者权益稳定性形成一定影响

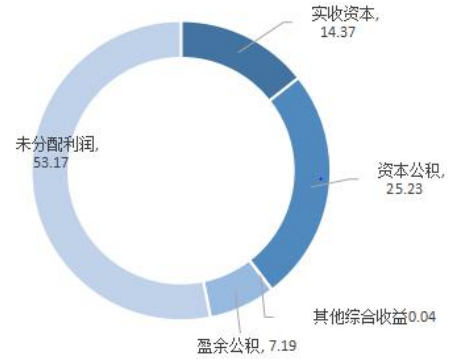
2018 年末和 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 12.34 亿元和 13.03 亿元，公司所有者权益中未分配利润和资本公积占比较高。2018 年末，公司所有者权益较 2017 年末增长 16.55%，主要系经营积累所致。跟踪期内，受益于经营积累，公司未分配利润逐年增加。2018 年末，公司资本公积较 2017 年末下降 6.24%，一方面是因回购注销已离职股权激励对象所持已获授但尚未解锁的限制性股票 2.8 万股，减少股本 2.8 万元，减少资本公积（股本溢价）66.78 万元；另一方面因终止实施限制性股票激励计划并回购 41 名股权激励对象已授予但尚未解锁的限制性股票 259.00 万股，减少股本 259.00 万元，减少资本公积（股本溢价）6177.15 万元。

2018年末公司实收资本为1.77亿元，较2017年末增长37.96%，主要是公司以未分配利润转增股本所致。

图表 14: 公司所有者权益情况 (亿元、%)



图表 15: 2018 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

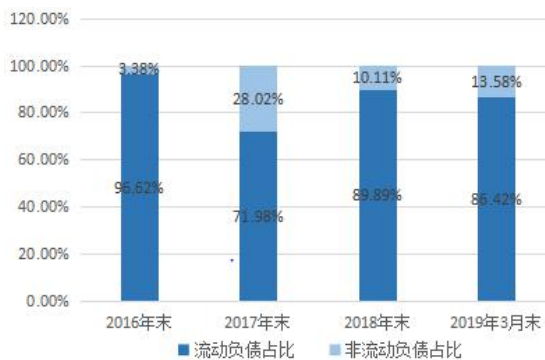
公司负债以应付账款等流动负债为主，受公司完成限制性股票回购义务因素影响，跟踪期内负债规模有所下降

2018年末和2019年3月末，公司负债总额分别为2.00亿元和1.78亿元，2018年末，公司负债总额较2017年末下降34.66%，主要系公司完成了限制性股票的回购义务，其他非流动负债减少所致；公司负债总额中流动负债的比重为89.89%，占比较2017年末提高17.91个百分点，公司负债构成仍以流动负债为主。

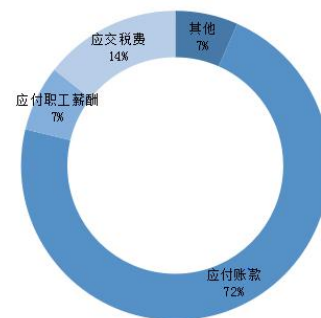
2018年末和2019年3月末，公司流动负债分别为1.79亿元和1.54亿元，2018年末，公司流动负债较2017年末下降18.40%，主要系应交税费减少所致。跟踪期内，公司非流动负债全部为由政府补助和接口费收入构成的递延收益，2018年末和2019年3月末，公司非流动负债分别为0.20亿元和0.24亿元，2018年末，公司非流动负债较2017年末下降76.42%，主要系公司完成了限制性股票的回购义务，其他非流动负债减少所致。

2018年末和2019年3月末，公司仍无有息债务，2019年7月，公司发行“荣晟转债”，募集资金3.30亿元。截至2019年3月末，公司无对外担保。

图表 16: 公司总负债构成情况 (单位: 亿元)



图表 17: 2018 年末公司流动负债构成



项目	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
应付账款	1.60	1.36	1.30	1.13
应付职工薪酬	0.12	0.13	0.12	0.06
应交税费	0.18	0.59	0.26	0.21
流动负债合计	4.35	2.20	1.79	1.54
递延收益	0.15	0.21	0.20	0.24
非流动负债合计	0.15	0.86	0.20	0.24
负债合计	4.50	3.06	2.00	1.78

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

受原材料价格上涨及新增股权激励费用因素影响，2018年公司盈利能力下降，利润总额中营业外收入和其他收益占比大幅提高

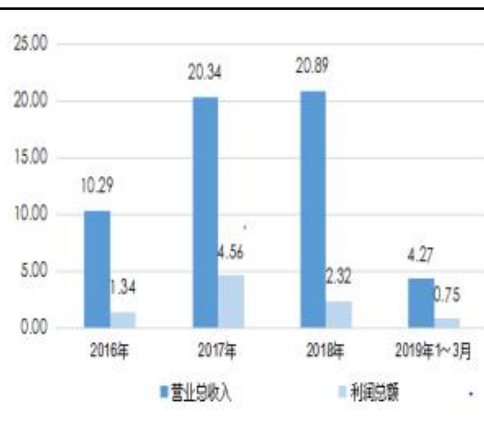
受纸制品销量增加影响，2018年公司营业收入同比增加2.68%；受原材料价格大幅上涨影响，营业利润率同比下降10.05个百分点；公司总资本收益率相比上年下降21.62个百分点；净资产收益率同比下降21.50个百分点。

2018年，公司期间费用占比同比增加2.09个百分点，主要系公司新增股权激励费用使得管理费用增加所致，费用控制能力有待提高。

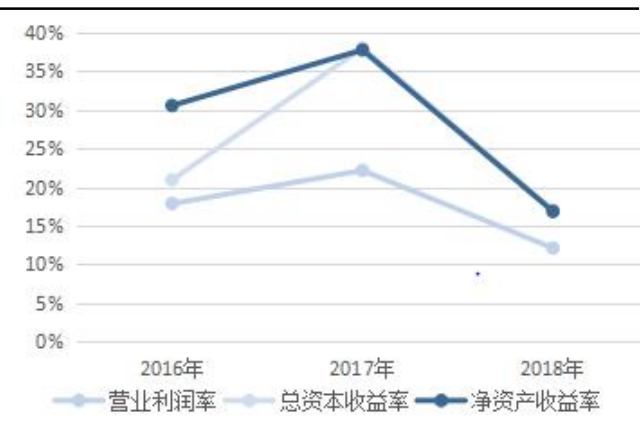
公司投资收益由权益法核算的长期股权投资收益和持有银行理财产品期间取得的收益构成，2018年，公司投资收益同比下降12.52%。营业外收入主要为政府补助，2018年同比下降57.52%；其他收益同比增长15.84%，主要系再生资源利用企业增值税退税增加所致。2018年，公司营业外收入与其他收益合计占利润总额的比例为53.60%，较2017年提高26.39个百分点，利润总额对非经营性损益依赖较大且占比大幅提高；受原材料大幅上涨及期间费用占比提升影响，2018年利润总额同比下降49.09%。

2019年1~3月，公司营业收入为4.27亿元，营业利润率14.15%，利润总额为0.75亿元。

图表 18：公司收入和利润情况（亿元）



图表 19：公司主要盈利指标情况



项目 (单位: 亿元、%)	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
销售费用	0.29	0.41	0.44	0.08
管理费用	0.65	0.32	0.74	0.05
研发费用	0.00	0.71	0.76	0.17
财务费用	0.10	0.02	0.00	-0.02
期间费用合计	1.04	1.47	1.94	0.27
期间费用占比	10.15	7.21	9.30	6.43
投资收益	0.00	0.10	0.09	0.04
营业外收入	0.58	0.02	0.01	0.00
其他收益	0.00	1.42	1.64	0.38
利润总额	1.34	4.56	2.32	0.75
营业利润率	17.86%	22.15%	12.10%	14.15%
总资本收益率	20.93%	38.04%	17.00%	-
净资产收益率	30.57%	37.77%	16.86%	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

现金流

受经营性应收减少影响, 公司经营活动净现金流有所改善, 投资活动现金流净流出规模和筹资活动现金流净流出规模不大

2018年, 公司经营活动产生的现金流量净额同比增加 506.11%, 主要系经营性应收减少所致。公司投资活动产生的现金流量净额同比下降 85.12%, 主要系 2017 年公司取得子公司支出规模较大, 2018 年无大额支出所致。2018 年, 公司投资活动现金主要是投资理财产品, 投资活动现金流量净额为-0.19 亿元, 净流出规模不大, 公司未来大额资本性支出来源于“荣晟转债”募投项目的建设, 截至本报告出具日, 项目正在筹建中。2018 年, 公司无筹资活动现金流入, 筹资活动流出主要用于分配股利; 筹资活动产生的现金流量净额为同比下降 201.76%, 主要系 2017 年公司偿还债务规模较大, 而 2018 年无该项支出所致。

图表 20: 2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
经营活动现金流入	7.81	18.05	22.74	4.54
经营活动现金流出	7.17	17.51	19.42	3.99
经营性净现金流	0.64	0.55	3.32	0.55
投资活动现金流入	0.03	0.97	1.17	0.40
投资活动现金流出	0.99	2.28	1.36	0.57
投资性净现金流	-0.96	-1.31	-0.19	-0.17
筹资活动现金流入	2.68	5.43	-	-
筹资活动现金流出	2.14	4.03	1.42	-
筹资性净现金流	0.54	1.40	-1.42	-
现金及现金等价物净增加额	0.22	0.64	1.70	0.38

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

偿债能力

跟踪期内,公司资产流动性向好,2018年末和2019年3月末,公司流动比率分别为472.28%和568.32%,分别较2017年末增长119.82个百分点和增长215.86个百分点;速动比率分别为438.85%和526.64%,分别较2017年末增长116.61个百分点和增长204.39个百分点。2018年末,公司经营现金流流动负债比为184.97%,较2017年末增长160.07个百分点。

2018年末,公司EBITDA为2.91亿元,EBITDA利息倍数为162.40倍,EBITDA对利息支出的覆盖程度高,2018年末公司无有息债务。

图表 21: 2016年~2018年及2019年3月公司偿债能力主要指标(单位:%、倍)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
流动比率	77.60	352.46	472.28	568.32
速动比率	63.14	322.25	438.85	526.64
经营现金流流动负债比	14.80	24.90	184.97	-
EBITDA 利息倍数	21.25	182.30	162.40	-
全部债务/EBITDA	1.21	0	0	-

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2019年7月29日,公司本部未结清信贷不存在不良信用记录,已结清信贷存在3笔欠息和7笔关注类贷款。截至本报告出具日,“荣晟转债”尚未到付息期。

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、债权人为了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2747.7223万股、299.4519万股、270.9135万股、354.5189万股和346.8819万股，合计4019.4885万股的股票为“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

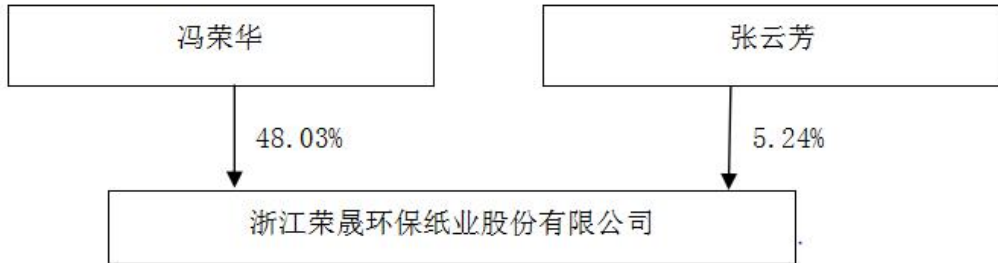
公司主要从事各种中高档包装用再生环保纸的研发、生产和销售，跟踪期内，产品仍以牛皮箱板纸和瓦楞原纸为主，质量较好，具有一定的市场竞争力；受益于经营积累及未分配利润转增股本，所有者权益有所增加；跟踪期内，公司经营性净现金流有所改善。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，受原材料价格上涨影响，主营业务获利能力有所下降；公司纸制品产能利用率水平较低，若未来下游需求不及预期，公司拟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，公司将面临一定的环保压力；公司利润总额对营业外收入和其他收益依赖较高。

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-。

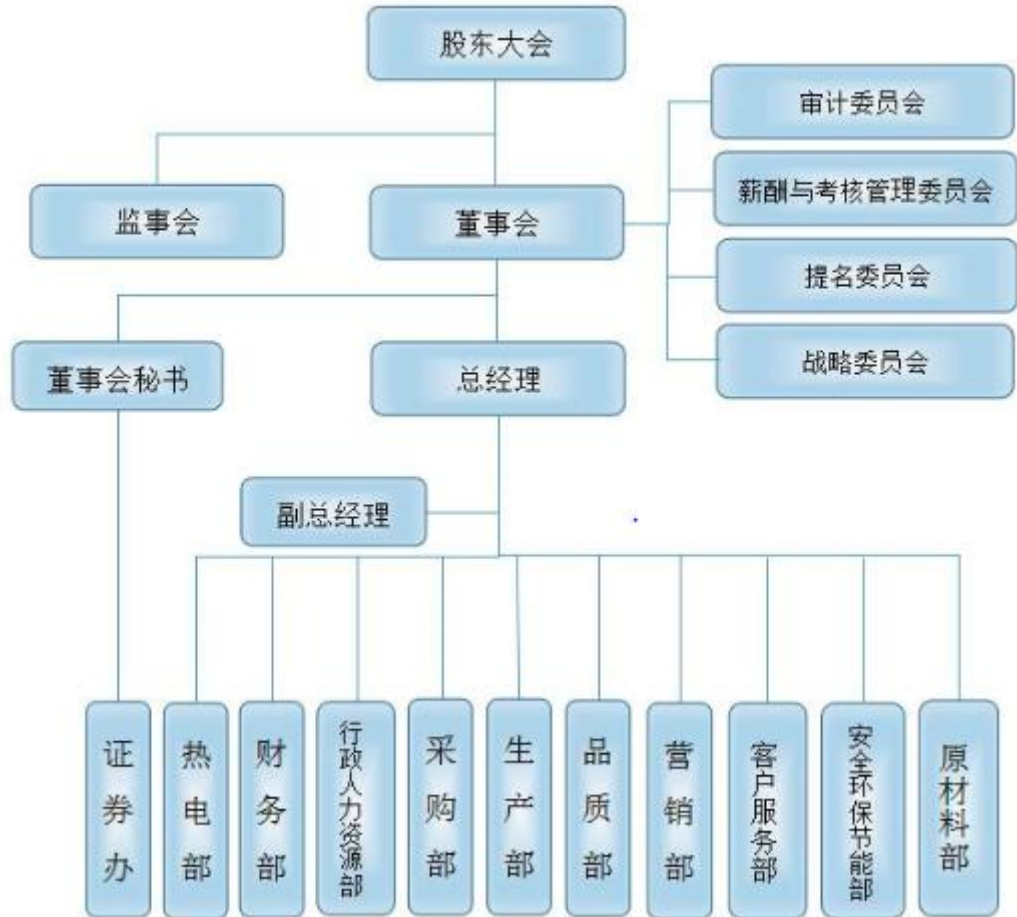
附件一：

截至 2019 年 3 月末，公司股权结构图



附件二：

截至 2019 年 3 月末，公司组织结构图



附件三：

荣晟环保主要财务数据及指标

	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额 (亿元)	8.52	13.64	14.34	14.81
所有者权益 (亿元)	4.02	10.59	12.34	13.03
负债总额 (亿元)	4.50	3.06	2.00	1.78
短期债务 (亿元)	2.27	0.00	0.00	0.00
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	2.27	0.00	0.00	0.00
营业收入 (亿元)	10.29	20.34	20.89	4.27
利润总额 (亿元)	1.34	4.56	2.32	0.75
净利润 (亿元)	1.23	4.00	2.08	0.69
EBITDA (亿元)	1.88	5.15	2.91	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.64	0.55	3.32	0.55
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.96	-1.31	-0.19	-0.17
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.54	1.40	-1.42	0.00
营业利润率 (%)	17.86	22.15	12.10	14.15
总资本收益率 (%)	20.93	38.04	17.00	-
净资产收益率 (%)	30.57	37.77	16.86	-
资产负债率 (%)	52.85	22.40	13.93	12.01
长期债务资本化比率 (%)	0	0	0	0
全部债务资本化比率 (%)	36.12	0	0	0
流动比率 (%)	77.60	352.46	472.28	568.32
速动比率 (%)	63.14	322.25	438.85	526.64
经营现金流流动负债比 (%)	14.80	24.90	184.97	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	21.25	182.30	162.40	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.21	0	0	-
应收账款周转率 (次)	7.07	12.72	11.39	-
销售债权周转率 (次)	5.55	5.20	4.06	-
存货周转率 (次)	18.34	24.12	28.60	-
总资产周转率 (次)	1.42	1.84	1.49	-
现金收入比 (%)	70.16	81.53	100.75	95.40

注：由于四舍五入的原因，本表中某些指标的分项数之和可能不等于合计数。

附件四：

主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
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	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营效率指标	
应收账款周转率	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
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：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

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

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

符号	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，违约风险较高。
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，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。

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。