

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2024】0009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

二〇二四年四月十五日

## 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2024年4月15日至2025年4月14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  
2024年4月15日

浙江荣晟环保纸业股份有限公司  
主体及“荣23转债”2024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	2024/4/15	AA-/稳定	宋馨 	郑慧 		
债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
荣23转债	AA-	AA-	企业规模和市场地位	营业总收入	15.00	8.12
				纸类产量	10.00	6.31
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”。			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
主体概况			盈利能力	毛利率	10.00	4.84
				净资产收益率	5.00	3.80
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”）仍以再生纸生产为主，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；实际控制人仍为自然人冯荣华和张云芳夫妇。			债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	8.98
				经营现金流流动负债比	10.00	8.17
				全部债务资本化比率	5.00	4.51
				EBITDA 利息倍数	10.00	8.63
			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。						

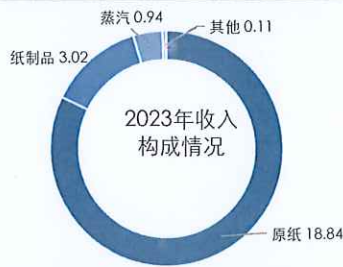
## 评级观点

跟踪期内，公司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；公司提升运行效率，同时“年产5亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）”部分完成建设并投产运行，原纸及纸制品供应能力进一步提升；公司通过持续加大市场拓展力度，叠加原料价格下降，毛利润及毛利率均有所提升。另一方面，东方金诚关注到，造纸行业周期性强，未来受“零关税政策”影响，公司面临的市场竞争压力加剧；公司在建和拟建项目投入规模较大、建设周期较长，未来可能存在一定资本支出和产能释放压力；公司有息债务显著增加，短期债务占比较高。

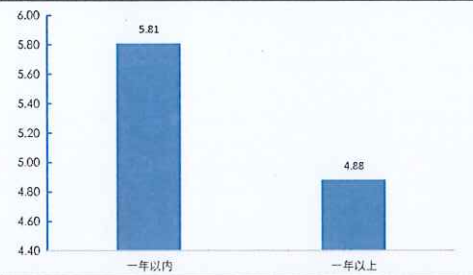
综合考虑，东方金诚维持荣晟环保主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，维持“荣23转债”债项信用等级为AA-。

## 主要指标及依据

### 2023年营业收入构成（单位：亿元）



### 2023年末有息债务期限结构（单位：亿元）



### 主要数据和指标

项目	2021年	2022年	2023年
资产总额 (亿元)	25.82	26.59	36.27
所有者权益 (亿元)	18.70	19.90	22.32
全部债务 (亿元)	4.30	3.00	10.69
营业总收入 (亿元)	24.15	25.63	22.91
利润总额 (亿元)	2.77	1.84	2.68
经营性净现金流 (亿元)	1.02	2.57	2.51
营业利润率 (%)	14.80	6.94	13.04
资产负债率 (%)	27.56	25.14	38.44
流动比率 (%)	283.21	236.45	286.03
全部债务/EBITDA (倍)	1.16	1.04	2.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	19.51	15.10	14.89

注：表中数据来源于公司2021年~2023年的审计报告。

## 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；
- 跟踪期内，公司通过优化流程、设备升级等方式提升运行效率，同时“年产5亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）”部分完成建设并投产运行，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，公司持续加大市场拓展力度，叠加原料价格下降，毛利润及毛利率均有所提升。

## 关注

- 造纸行业周期性强，生产成本中原材料废纸、原煤等占比较高的大宗商品价格易于波动，未来受“零关税政策”影响，成品纸进口规模大幅提升，公司面临的市场竞争压力加剧；
- 公司在建和拟建项目投入规模较大，仍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；
- 2023年受运营资金需求增加及“荣23转债”发行影响，公司有息债务显著增加，短期债务占比较高。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。预计公司年产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建设完成，将对公司业务稳定发展提供保障，公司在长三角区域内包装用原纸领域仍将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 (RTFC021202403)》

## 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-	2023/10/12	宋馨、郑慧	《造纸和纸制品企业信用评级方法及模型 (RTFC021202208)》	阅读原文
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)	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，荣晟环保信用评级级别未发生变化。

## 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	2023/10/12	5.76	2023/8/18~2029/8/18	-	-

## 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

跟踪期内，公司仍主要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，仍为公司实际控制人。

公司主要产品仍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2023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。跟踪期内，“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”全部投产，同时募投项目“年产5亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）”部分完成建设并投产运行，公司纸制品产能由2.50亿平方米/年扩张至3.83亿平方米/年。2023年，公司原纸和纸制品总销量分别为79.29万吨和17091.96万平方米。

截至2023年末，公司资产总额为36.27亿元，所有者权益22.32亿元，资产负债率38.44%。2023年，公司实现营业收入22.91亿元，利润总额2.68亿元。

## 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 年末，“荣 23 转债”已使用募集资金 2.88 亿元，截至本报告出具日，“荣 23 转债”尚未到还本付息日。

图表 1 截至 2023 年末“荣 23 转债”募集资金使用情况（单位：亿元）<sup>1</sup>

项目名称	拟用募集资金	期末已投入金额	剩余金额
年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）	1.63	1.01	0.62
绿色智能化零土地技改项目	1.47	0.27	1.21
生物质锅炉项目	1.00	--	1.00
补充流动资金	1.60	1.60	--
合计	5.70	2.88	2.83

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 个体信用状况

### 宏观经济和政策环境

#### 四季度经济运行稳中略缓，2024 年经济运行将进一步向常态化水平回归

2023 年四季度 GDP 同比增长 5.2%，主要受上年同期基数下沉影响，增速高于第三季度的 4.9%。不过，当季 GDP 环比增长 1.0%，增速较上季度放缓 0.3 个百分点，放缓幅度大于季节性，显示经济增长动能稳中略缓。这与四季度官方制造业 PMI 指数持续运行在收缩区间相印证。背后是四季度楼市持续处于调整状态，房地产投资降幅扩大，以及居民商品消费偏弱，抵消了当季旅游、出行等服务消费较快增长、外需也有所回暖的影响，经济下行压力再现。

2023 年全年 GDP 增速为 5.2%，比上年加快 2.2 个百分点。这一方面源于 2023 年防控转段后，经济本身具备内在修复动力，叠加 2023 年政策面在稳增长方向持续用力，着力扩大内需；另一方面，也与上年 GDP 增速基数（3.0%）偏低有关。剔除低基数效应，2023 年 GDP 两年平均增速为 4.1%，低于 5.0%至 6.0%的潜在经济增长水平。这也是 2023 年央行连续实施降息降准，宏观政策加大逆周期调节力度的原因。

从具体进程上看，2023 年经济走势“前高、中低、后稳”。其中，在经历一季度防控转段初期的全面复苏后，二季度房地产行业再现下行势头，并对整体消费、投资信心都产生了较大影响，实际经济修复力度明显减弱。由此，7 月中央政治局会议定调稳增长，下半年宏观政策全面发力，经济复苏动能有所转强，顺利完成年初制定的“5.0%左右”的 GDP 增长目标。需要指出的是，下半年特别是四季度楼市继续处于调整阶段，仍对经济运行有较为明显的拖累。

展望 2024 年，预计 3 月两会政府工作报告会继续将经济增长目标设定在“5.0%左右”，全年 GDP 增速也有望达到这一水平，经济运行会进一步向常态化水平回归。我们预计，2024 年经济增长动能将“前低后高”，其中一季度 GDP 增速将在 4.4%左右，后续有望稳定运行在 5.0%-6.0%区间。2024 年经济增长的主要拉动力是居民消费还有较大修复空间，房地产对宏观经济的拖累效应有望减弱，以及政策面会保持一定稳增长力度。此外，2024 年全球贸易环境将会回暖，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。2024 年宏观经济面临的最大的不确定因素

<sup>1</sup> 数据来源于《浙江荣晟环保纸业股份有限公司关于 2023 年度募集资金存放与使用情况的专项报告》。数据四舍五入为亿元，存在差异。

仍是房地产行业何时企稳回暖。

**2024年一季度将进入稳增长关键阶段，逆周期调节政策有望前置发力，房地产行业支持政策力度也会进一步加大**

回顾历史可以看到，一旦官方制造业 PMI 指数连续 3 个月以上运行在收缩区间，宏观政策做出反应的可能性就会显著加大。另外，2023 年 12 月 CPI 同比为-0.3%，连续三个月同比负增长；当月 PPI 同比为-2.7%，工业品价格继续处于较为明显的通缩状态。当前通过下调政策利率引导名义贷款利率下行，缓解实际利率上升的迫切性也较高。由此，预计 2024 年一季度降息降准落地的可能性较大，基建投资增速也将继续处于较高水平，以对冲房地产投资下滑带来的影响。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，其中的关键是引导居民房贷利率进一步下行。需要指出的是，在地方政府土地出让金收入将继续下降的前景下，2024 年用于置换地方政府各类隐性债务的特殊再融资债券还将较大规模发行。但在“防止一边化债一边新增”的原则下，未来城投债新增融资有可能面临更为严格的监管环境。

## 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

**造纸行业周期性强，2023 年包装纸终端需求慢修复，预计 2024 年造纸行业有望延续修复态势，行业景气度将以平稳恢复为主**

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。2023 年以来经济温和复苏，全年造纸和纸制品业实现营业收入 13926.2 亿元，同比下降 2.4%，纸企盈利情况逐月改善。预计 2024 年造纸行业有望延续修复态势，行业景气度将以平稳恢复为主。

需求端来看，根据中国造纸协会数据分析，2023 年全年箱板纸消费量预计为 3330 万吨，同比增长约 5%；2023 年全年瓦楞原纸消费量预计为 3140 万吨，同比增长约 4%。瓦楞纸市场需求恢复较慢，其中白色家电产销明显改善、快递发运量重回高增长、食品饮料的消费平稳提升，对瓦楞纸需求提供了支撑。但受到出口和房地产市场的影响，电子产品、纺织服装产品、文化体育和娱乐用品以及家具和家装产品制造业的需求同比承压，拖累了 2023 年瓦楞纸需求的恢复。预计 2024 年国内消费或仍维持稳步恢复的态势，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的发展。

**国内新建产能逐步释放，同时“零关税”政策导致进口纸带来量价冲击，预计 2024 年供大于求格局或将延续**

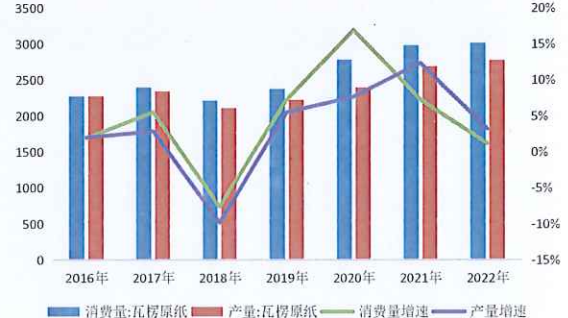
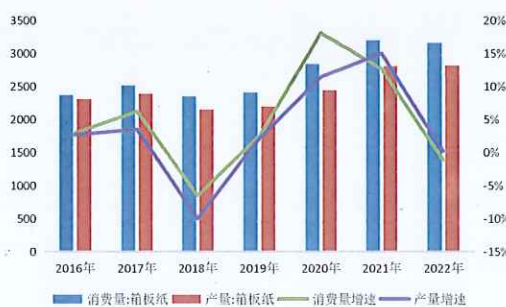
从供给情况来看，随着新建产能释放，全国纸及纸板生产量供应量持续增长。国家统计局数据显示，2023 年全国机制纸及纸板产量 14405.5 万吨，同比增长 6.6%。从进出口方面来看，

2023年1月1日起，我国降低部分木材和纸制品等商品的进口关税，其中文化纸、白卡纸、包装纸等绝大多数产品税率直接降为“零”，导致进口量明显增长。2023年1~12月，机制纸及纸板进口量和出口量分别同比增长32.7%和6.8%，部分国内纸企下调成品纸价格以应对进口纸的增量冲击。2024年规模化纸厂仍有新增产能释放，同时“零关税”政策将持续，行业供给能力充沛，产品价格变化主要受需求侧驱动。

根据海关总署数据，2023年1月~11月，我国进口瓦楞纸数量约为322.9万吨，同比增加约103万吨，增长46.9%；我国进口箱板纸数量约为481.3万吨，同比增加约156万吨，增长48.1%。进口瓦楞纸与箱板纸总量比2022年累计增加259万吨，增长47.6%，创历史新高。2024年关税方面的政策暂无改变，进口纸或将维持较高的进口量。这对国内市场的冲击仍将持续，国内纸厂在原料采购和成品销售方面均受到一定影响，预计2024年国内包装纸市场行情将更加复杂多变。在2024年继续实行“零关税”政策及海外需求放缓的双重影响下，瓦楞纸和箱板纸进口量或将保持高位，对国内成品纸市场将产生量价冲击。

图表2 箱板纸产销量情况(单位:万吨、%)

图表3 瓦楞原纸产销量情况(单位:万吨、%)



资料来源: iFinD, 东方金诚整理

造纸行业周期性强，生产成本中原材料废纸、原煤等占比较高的大宗商品价格易于波动，2023年以来，纸浆、废纸等原材料价格以及煤炭等能源价格整体呈波动下行态势，短期内新增产能释放预期强，主要原材料及能源价格或仍有下探空间

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。2023年以来，纸浆、废纸等原材料价格以及煤炭等能源价格整体呈波动下行态势，纸企利润有所好转。

木浆价格方面，2023年上半年，白卡纸、铜版纸、生活用纸等价格接连下行，反向制约浆价走势，同时叠加智利 Arauco 制浆公司的 MAPA 阔叶浆项目新增产能投入市场，综合导致木浆价格快速回落。后由于浆价超跌增加纸厂的囤浆意愿，木浆价格止跌回升。四季度为造纸传统销售旺季，木浆价格随纸价联动上涨。11月以来，市场活跃度下降，木浆价格环比小幅下跌但仍位于当年高位。2024年 Suzano 将有255万吨阔叶浆投产，同时国内木浆产能将新增325万吨，木浆新增产能释放预期强，浆价仍有下探空间。

废纸方面，2023年以来，受以废纸为主要原料的包装用纸需求下滑影响，废纸价格呈波动下降态势。近年在直接进口废纸政策趋严的大背景下，我国纸企加速在海外投建生产基地，通过在当地采购优质废纸资源制造成箱板纸后出口回国内，或在海外采购废纸打成纸浆后出口回



国内使用，在一定程度上保障了废纸的供应能力。预计 2024 年包装用纸需求或难激增，废纸价格或难上涨。

煤炭方面，近年来通过增产保供，国内煤炭供需格局已从紧平衡向供给宽松转变，2023 年煤炭价格从高位回落，预计短期内煤炭供需格局不会发生根本性变化，煤炭价格有一定下行压力。

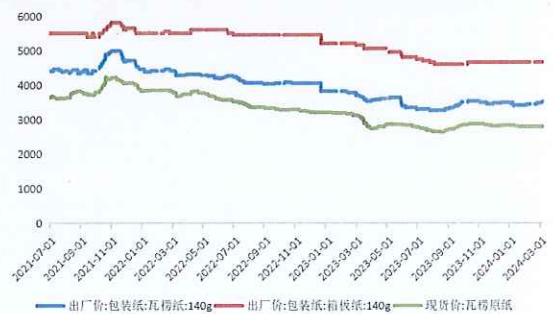
成品纸方面，受到终端需求恢复不及预期，下游客户订单较为平淡影响，瓦楞及箱板纸价格呈现震荡下行趋势。140g 瓦楞纸从 2023 年初 3820 元/吨波动下降至年末 3495 元/吨；箱板纸从 2023 年初 5200 元/吨下降至年末 4650 元/吨。同时，成本端的变化对于市场价格支撑较弱，主要上游原料废旧黄板纸价格持续走低，对瓦楞及箱板纸成本支撑减弱。2023 年全年造纸和纸制品业实现利润总额 508.4 亿元，同比增长 4.4%。

总体来看，原材料价格以及能源价格下降在一定程度上缓解了纸企的经营压力，预计短期内主要原材料价格和能源价格或有下探空间，但由于造纸原材料对海外资源的依赖度大，海外供应链的变化仍会对国内原材料价格产生扰动。

图表 4 主要原材料价格（单位：元/吨）



图表 5 纸价（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，2024 年叠加“零关税政策”导致成品纸进口规模大幅提升，进一步加剧国内纸品市场竞争**

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。

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。同时在 2024 年继续实行“零关税”政策及海外需求放缓的双重影响下，瓦楞纸和箱板纸进口量或将保持高位，对国内成品纸市场将产生量价冲击，行业竞争进一步加剧。

### 业务运营

#### 经营概况

2023 年原纸单价下滑导致公司营业收入同比下降，但受益于原材料、能源价格的下降，公司毛利润及毛利率有所提升

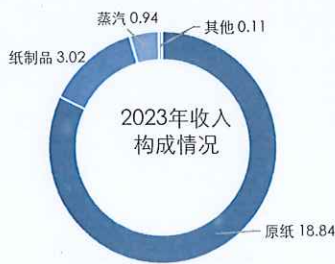
跟踪期内，公司仍主要从事包装用再生环保纸的研发、生产和销售，主要产品包括瓦楞原纸、牛皮箱板纸。公司收入主要来自瓦楞原纸和牛皮箱板纸等原纸业务，2023 年收入占比 82.23%。受原纸单价下降影响，2023 年公司营业收入同比下降 10.60%至 22.91 亿元，但原材料废纸、原煤价格降幅更大，因此公司毛利润同比增长 57.72%至 3.25 亿元，毛利率上升 6.14 个百分点至 14.18%。

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	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
原纸	20.04	82.99	21.56	84.13	18.84	82.23
纸制品	3.01	12.48	2.88	11.22	3.02	13.20
蒸汽	0.96	3.96	1.09	4.25	0.94	4.10
其他	0.14	0.57	0.10	0.40	0.11	0.47
合计	24.15	100.00	25.63	100.00	22.91	100.00

类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
原纸	2.77	13.84	1.18	5.45	2.36	12.52
纸制品	0.47	15.52	0.34	11.96	0.33	10.84
蒸汽	0.35	36.92	0.44	40.24	0.46	49.43
其他	0.14	98.89	0.10	98.27	0.10	89.54
合计	3.73	15.44	2.06	8.04	3.25	14.18



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，2023 年原纸业务收入构成变动不大，仍主要来源于瓦楞原纸和牛皮箱板纸。受原纸单价下跌影响，原纸业务收入同比下滑 12.61%至 18.84 亿元。毛利润仍主要来自瓦楞原纸，但弱需求影响下，原材料废纸价格大幅下跌，原纸业务毛利率升至 12.52%。

图表 7 近年公司原纸业务收入和毛利润构成（单位：亿元、%）

业务类型	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
瓦楞原纸	13.91	69.41	14.76	68.43	13.28	70.48
牛皮箱板纸	4.97	24.81	5.68	26.36	4.63	24.56
高密度纸板	1.16	5.78	1.12	5.21	0.93	4.96
原纸合计	20.04	100.00	21.56	100.00	18.84	100.00

图表7 近年公司原纸业务收入和毛利润构成（单位：亿元、%）

业务类型	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
瓦楞原纸	1.77	12.71	0.64	4.33	1.64	12.33
牛皮箱板纸	0.83	16.71	0.44	7.80	0.62	13.38
高密度纸板	0.17	15.06	0.09	8.41	0.10	10.96
原纸合计	2.77	13.84	1.18	5.45	2.36	12.52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司仍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。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。

2023年，公司研发投入12278万元，主要在复合生物酶增韧、纳米纤维素增强、类芬顿催化氧化等方面开展研究。全年获授权发明专利6个、实用新型专利19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，公司与广州博依特智能科技有限公司合作的造纸数字化平台于2023年6月验收上线，加快企业数字化建设进程，提升传统流程型制造业的生产效率。

跟踪期内，公司通过优化流程、设备升级等方式提升运行效率，原纸供应能力进一步提升；同时公司地处华东地区，临近原材料采购和产品终端消费市场，2023年公司持续开发新客户，原纸销量有所上涨，但受单价下降影响收入有所下滑

跟踪期内，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，产能利用率有所上升，但同业对比来看，公司造纸规模仍较小。

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”）和安徽荣晟包装新材料科技有限公司（以下简称“安徽荣晟包装”），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，2023年原纸销量同比上升12.93%，产销率维持较高水平。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降低，导致原纸业务收入同比下降12.61%至18.84亿元；受益于毛利润受原纸及废纸价差低位反弹，同比增长100.62%至2.36亿元。预计2024年公司原纸业务受市场竞争格局加剧影响，盈利能力或将受到一定冲击。

图表 8 近年公司原纸产销情况（单位：万吨、%、元/吨、亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	
瓦楞原纸	产量	42.09	47.16	54.32
	销量	42.02	47.18	54.20
	产销率	99.83	100.05	99.76
	销售均价	3538.83	3286.50	2655.38
	外销收入	13.91	14.76	13.28
牛皮箱板纸	产量	15.23	18.92	20.81
	销量	14.95	18.83	20.78
	产销率	98.13	99.54	99.83
	销售均价	3719.47	3375.24	2690.00
	外销收入	4.97	5.68	4.63
高密度纸板	产量	4.11	4.24	4.26
	销量	4.08	4.19	4.32
	产销率	99.39	98.84	101.22
	销售均价	2839.92	2678.31	2164.59
	外销收入	1.16	1.12	0.93
合计	产量	61.43	70.33	79.40
	销量	61.05	70.21	79.29
	产销率	99.38	99.84	99.86
	销售均价	3531.12	3270.47	2634.10
	外销收入	20.04	21.56	18.84

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>2</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、江苏和上海等华东地区，2023年销往浙江、江苏和上海占比<sup>3</sup>分别为65.14%、16.93%和12.40%。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，下游客户较为分散。2023年原纸业务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，2023年原材料废纸、原煤价格下滑，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，2023年占比分别为67.33%、1.08%、29.24%和2.35%，直接材料中废纸占比最高。2023年，国内废纸库存处于高位，且去化较慢，导致原材料废纸价格下滑明显；原煤通过增产保供，国内煤炭供需格局已从紧平衡向供给宽松转变，2023年煤炭价格从高位回落。同年，公司原纸业务成本压力有所缓解，毛利率同比上升7.07个百分点。预计2024年主要原材料及能源价格或仍有下探空间，公司成本压力不大。但成品纸受“零关税”政策及海外需求放缓的双重影响，进口量或将保持高位，对国内成品纸市场将产生量价冲击，国内成品纸价或仍有所下滑，侵蚀公司业务毛利率。

<sup>2</sup> 公司位于上海、杭州、苏州三地地域范围的中心。

<sup>3</sup> 此处指各地区营业收入占比。

图表9 近年公司原纸主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、亿元）

项目	2021年	2022年	2023年
采购量	635893.12	730220.37	799405.07
废纸	国内采购均价	2260.58	2187.75
	采购金额	14.38	15.97
原煤	采购量	273532.88	279022.19
	采购均价	954.25	1097.91
	采购金额	2.61	3.06

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2023年公司原纸业务前五大供应商占比为52.27%，主要供应废纸，集中度较上年的50.20%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10 公司原纸业务原材料采购前五大供应商（单位：万元、%）

2023年前五大供应商	金额	占营业成本比重	是否为关联方
江苏省纸联再生资源有限公司	28381.39	14.43	否
江苏中物联再生资源有限公司	24539.20	12.48	否
淮安志鼎再生资源有限公司	20160.03	10.25	否
淮安志昇再生资源有限公司	16603.07	8.44	否
东台市润鑫再生资源回收有限公司	13109.50	6.67	否
合计	102793.19	52.27	

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2023年末，公司废水日处理能力为1.5万立方米，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。废气主要为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。根据公司公告，公司主要环保指标均符合国家标准，无超标排放的情况。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11 2023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）	147.91
NH3-N	14.805（包含租赁排污权后合计15.18）	14.79
SO2	103.12	26.24
烟尘	32.64	5.36
氮氧化物	103.12	93.88
废水量（万立方米/年）	296.10（含租赁排污权后合计303.60）	295.82

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 纸制品业务

2023年，募投项目“年产5亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）”部分完成建设并投产运行，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荣晟包装和安徽荣晟包装运营，主要产品为瓦楞纸板。2022年下半年，“年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目”完工；2023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）”部分完成建设并投产运行，公司产能进一步上升，但受需求影响，产能利用率有所下降。公司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，区域内存在一定竞争力。“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。但整体而言，公司纸制品产能利用率有待进一步提升。

跟踪期内，纸制品销量大幅上涨，带动公司纸制品业务收入同比上升，但受下游需求相对疲弱影响，价格下跌幅度较大，业务毛利润、毛利率同比下降

2023年，公司通过拓宽销售半径、丰富产品种类等方式带动销量大幅上涨，带动纸制品业务收入为3.02亿元，同比上升5.16%。受下游需求恢复较慢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，但公司纸制品业务增收不增利，毛利润同比下降4.74%，毛利率下降1.12个百分点至10.84%，预计2024年受“零关税”政策影响，市场竞争激烈，纸制品毛利率仍面临下行压力。

图表 12 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	2021年	2022年	2023年
产能	19000.00	25000.00	38333.00
产量	13075.65	13603.68	17396.35
产能利用率	68.82	54.41	45.38
瓦楞纸板/ 纸箱			
销量	13065.75	13603.84	17091.96
产销率	99.92	100.00	98.25
销售均价	2.31	2.11	1.78
销售收入	3.01	2.88	3.02

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。2023年公司纸制品销售前五大客户占纸制品业务收入比重为14.25%，集中度不高。

2023年，纸制品业务主要原材料牛皮箱板纸和瓦楞原纸均以内部采购为主，采购价格有所下降

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，2023年成本占比分别为62.95%、2.53%、27.85%和6.67%。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。2023年主要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。

图表 13 瓦楞纸板主要原材料采购情况 (单位: 万吨、元/吨、亿元)

项目	2021年	2022年	2023年	
牛皮箱板纸	采购量	3.25	3.42	4.70
	平均采购价格	3726	3268	2654
	采购额	1.21	1.12	1.25
瓦楞原纸	采购量	3.79	3.70	4.95
	平均采购价格	3630	3205	2638
	采购额	1.38	1.19	1.31

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, 目前一期部分完成建设并投产运行, 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, 随着宏观经济修复尚需一定时间, 短期内纸制品下游需求或仍将承压, 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 4000 吨高性能纸基新材料项目”以及“年产 130 万吨再生环保纸及新能源综合利用”项目。“年产 4000 吨高性能纸基新材料项目”包括 1000 吨/年航空级蜂窝基材、1000 吨/年 H 级绝缘材料、2000 吨/年复合防护绝缘材料, 项目存在一定生产难度, 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、市场需求变化等均具有不确定性, 项目总投资为约 5.22 亿元<sup>4</sup>; “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, 但存在部分高管职位发生变动的情况

截至 2023 年末, 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, 公司治理结构未发生重大变化, 但总经理、副总经理称谓改为总裁、副总裁, 相应人员职务称谓有所变化。公司设总裁 1 名、副总裁 3 名, 仍由董事会聘任或解聘。从高管人员变动来看, 原总经理冯荣华辞任, 由原副总经理冯晟宇升任为总裁; 原独立董事冯小岗、俞益民离任, 由王雪梅、蔡明灯担任; 原董事马晓鸣因个人原因辞职, 由张云华担任; 原监事会主席陈雄伟离任, 由丁列担任。

截至本报告出具日, 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。董事

<sup>4</sup> 根据公司公告《浙江荣晟环保纸业股份有限公司关于投资建设年产 4000 吨高性能纸基新材料项目的公告》。

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，公司共有5名高级管理人员。

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。跟踪期内，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，走“三废一新”绿碳造纸之路，同时稳步推进重大项目落地，提升公司的核心竞争力**

公司以环保发展为核心理念，积极打造循环经济产业园，走“三废一新”绿碳造纸之路。一方面，公司将社会废弃物（如废纸、废棉花、废木纤维）作为原料，生产高品质的再生环保纸；将废渣（含废弃秸秆、树枝、纸渣）作为热电燃料；将生产废水经处理后回用生产。公司将进一步集成和创新废弃物处理及资源再生利用技术，提升园区资源利用效率和效益，打造绿色生态美丽工厂，争创生态文明示范企业；另一方面，公司将积极开展生物质锅炉项目建设，将生物质作为煤炭化石燃料替代能源。公司还将继续推进光伏发电项目，为降碳减污作贡献。

公司将持续推进年产5亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）、绿色智能化零土地技改项目、生物质锅炉项目等募投项目建设，提升公司的核心竞争力。同时公司计划以芳纶新材料项目为切入点，加大高新材料的研发投入，打造芳纶纸基复合材料生产基地，以拓宽公司市场领域，提升公司整体产业规模和市场竞争力。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2023年的合并财务报告，立信会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2023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。

2023年内，公司新设子公司江苏荣晟环保纸业科技有限公司，纳入合并范围。截至2023年末，公司纳入合并范围内的子公司共11家。

### 资产构成与质量

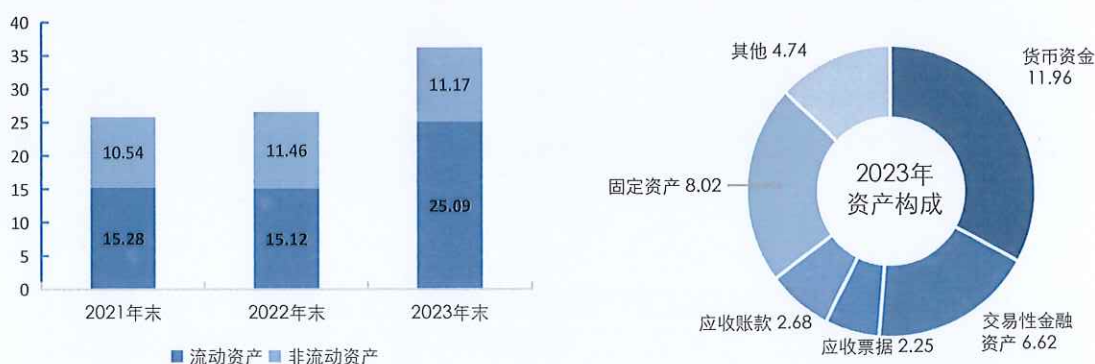
2023年末，公司资产总额有所增长，流动资产中货币资金及交易性金融资产占比较高，资产流动性较好



跟踪期内，公司资产总额保持增长，2023年末同比增长36.41%至36.27亿元，主要系公司“荣23转债”发行，同时借债增多所致。公司资产构成仍以流动资产为主，2023年末流动资产占比为69.19%。

2023年末，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据和应收账款构成。其中，货币资金以银行存款为主，2023年末同比增长46.14%至11.96亿元，主要系“荣23转债”发行，同时公司短期借款增多，银行存款增加所致。相应地，公司当期购买交易性金融资产，交易性金融资产增至6.62亿元。同期末，公司应收票据小幅下降至2.25亿元，应收账款小幅上涨至2.68亿元。其中2023年应收账款周转次数为8.71次，较上年9.78次有所下降，主要系营业收入下降所致。公司应收账款欠款方集中度不高，截至2023年末，共计提坏账准备0.14亿元。整体来看，公司流动资产中货币资金及交易性金融资产占比较高，资产流动性较好。

图表 14 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，非流动资产规模变动不大。其中固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，2023年部分在建项目转固，公司固定资产同比上涨8.71%至8.02亿元，占非流动资产71.73%。此外，2023年末，公司长期股权投资及无形资产分别占非流动资产的10.79%和9.58%。其中，长期股权投资同比上涨6.77%至1.21亿元，主要系从联营企业浙江平湖农村商业银行股份有限公司获得投资收益所致。2023年末无形资产由于摊销，账面价值小幅下降。

截至2023年末，公司受限资产为货币资金和应收票据，受限金额合计为1.06亿元，受限原因为未到账应收利息、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4.76%，占总资产的2.93%，受限比例不高。

### 资本结构

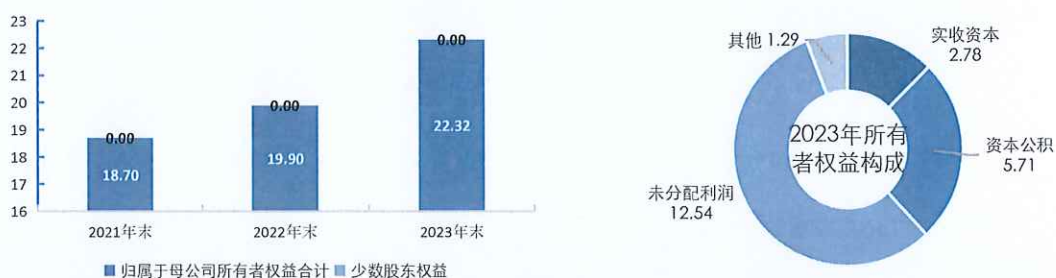
受益于经营积累，公司所有者权益有所增长，其中未分配利润占比较高

2023年末，公司所有者权益账面余额为22.32亿元，同比增长12.17%，主要由未分配利润、资本公积和股本构成。当期，公司资本公积小幅增加，主要系联营企业的其他投资方对联营企业增资而导致公司的持股比例被稀释<sup>5</sup>，增加资本公积至5.71亿元。受益于经营积累，公司未分配利润同比增长13.19%至12.54亿元，占所有者权益56.16%。另外，其他权益工具为

<sup>5</sup> 稀释后公司仍采用权益法核算。公司因股权比例被动稀释而“间接”处置长期股权投资，相关“内含商誉”的结转比照直接处置长期股权投资处理，即按比例结转初始投资时形成的“内含商誉”，并将相关股权稀释影响计入资本公积（其他资本公积）。

可转换公司债券权益成分，期末增至 0.93 亿元。其余科目变化不大。

图表 15 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

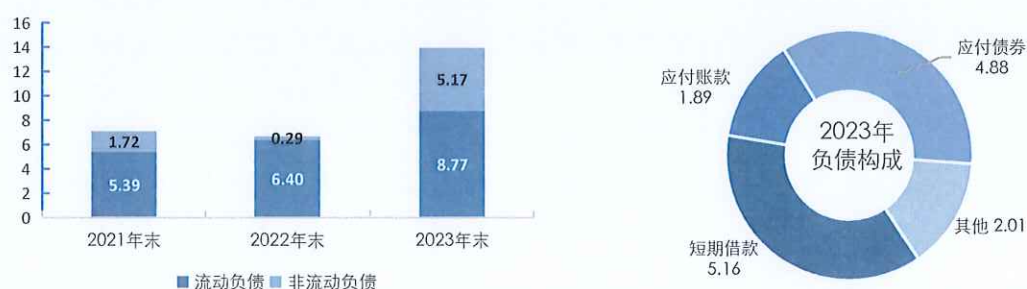
2023 年，受运营资金需求增加及“荣 23 转债”发行影响，公司有息债务显著增加，短期债务占比较高

2023 年末，公司负债总额为 13.94 亿元，同比大幅上涨，主要系当期部分“荣 23 转债”发行，同时公司短期借款增加所致。负债结构仍以流动负债为主，2023 年末流动负债占比为 62.92%。

公司流动负债主要由短期借款和应付账款构成，分别占流动负债 58.86%和 21.49%。2023 年末，公司短期借款同比上涨 71.92%至 5.16 亿元，以信用借款为主。同期末，应付账款同比下滑 15.66%，主要系当期原材料价格下降，应付采购款减少所致。公司非流动负债以应付债券为主。受 2023 年内“荣 23 转债”发行影响，公司非流动负债增至 5.17 亿元。

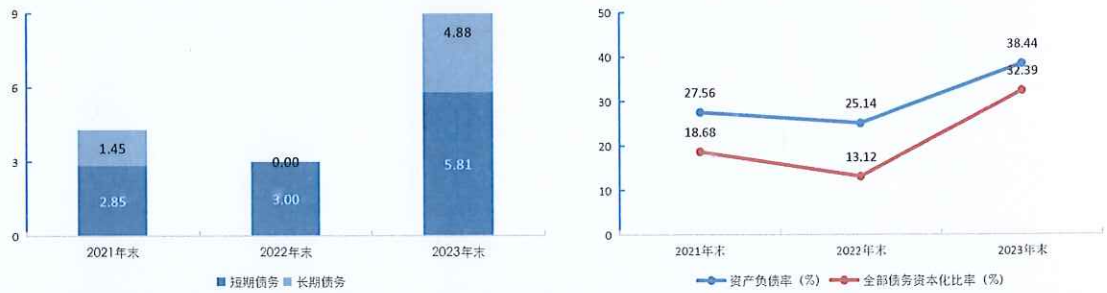
跟踪期内，伴随“荣 23 转债”发行及短期借款增加，公司债务规模进一步上涨，其中短期债务 5.81 亿元，以银行借款为主；长期债务 4.88 亿元，全部为应付债券。从债务期限结构来看，公司债务以一年内到期为主。

图表 16 近年末公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

图表 17 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 年末，公司无对外担保。

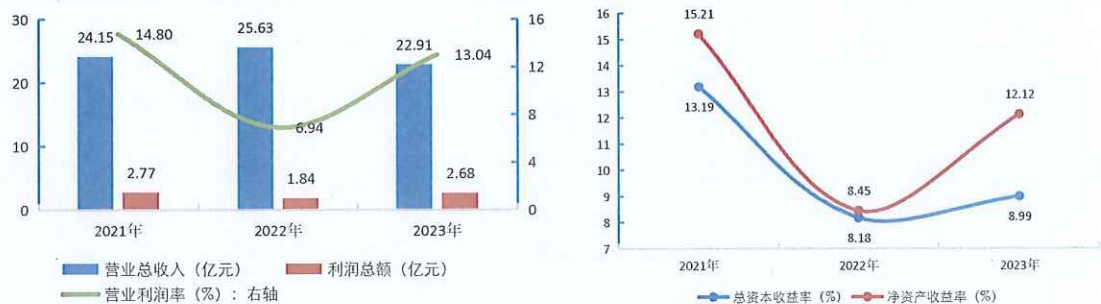
### 盈利能力

2023 年，原纸及废纸价差拉大，公司营业利润率同比提升，利润总额同比增加

2023 年，受当期原纸销售价格下降影响，公司营业收入同比下降 10.60%。同时主要原材料废纸、原煤采购价格下降幅度更大，公司毛利率上升至 14.18%，营业利润率提高至 13.04%，利润总额同比增加 45.35%至 2.68 亿元。总资本收益率及净资产收益率大幅好转。

公司期间费用以研发费用为主，2023 年期间费用率为 7.28%。其中研发费用为 1.23 亿元，占营业收入的 5.36%。2023 年公司非经常性损益中其他收益为 1.31 亿元，主要为政府补助，对利润形成良好补充。预计 2024 年包装纸市场供大于求格局延续，伴随“零关税”政策实施，行业竞争格局加剧，或将在一定程度上影响公司盈利能力。

图表 18 近年公司盈利情况



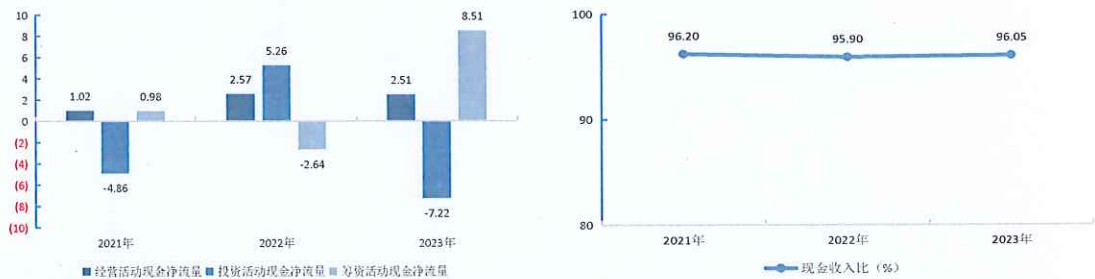
资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 现金流

2023 年，公司经营性现金仍保持净流入状态，投资性现金受购买交易性金融资产增加影响大幅净流出，筹资性现金流转为净流入

2023 年公司经营性现金流仍保持净流入状态。2023 年经营性活动净流入规模同比小幅下降 2.36%至 2.51 亿元，主要系经营性应收项目减少同时存货减少所致。现金收入比变化不大，为 96.05%。同期，公司投资活动性现金流转为大幅净流出，主要系本期购买交易性金融资产增加所致。2023 年公司筹资性净现金流为 8.51 亿元，主要系“荣 23 转债”发行及短期借款增加所致。

图表 19 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上升, 处于较高水平, 公司资产流动性较好。受流动负债规模增加影响, 公司经营现金流动负债比有所下降。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 有所上升, 主要系全部债务大幅上升所致。整体来看, 公司长短期偿债指标表现较好。

截至 2023 年末, 公司账面货币资金 11.96 亿元 (未受限部分为 11.91 亿元), 短期有息债务 5.81 亿元, 未受限货币资金能够覆盖短期有息债务。2023 年, 公司经营净现金流为 2.51 亿元, 分配股利或利润、偿付利息所支付的现金为 1.38 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 年末, 公司银行授信总额为 15.00 亿元, 未使用的授信额度为 9.50 亿元, 且公司为上市公司, 融资渠道较为通畅。

图表 20 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

指标名称	2021 年 (末)	2022 年 (末)	2023 年 (末)
流动比率	283.21	236.45	286.03
速动比率	263.98	223.77	278.19
经营现金流动负债比	18.82	40.19	28.61
EBITDA 利息倍数	19.51	15.10	14.89
全部债务/EBITDA	1.16	1.04	2.74

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 2024 年 1 月 11 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, 公司存续债券尚未到还本付息日。

### 抗风险能力及结论

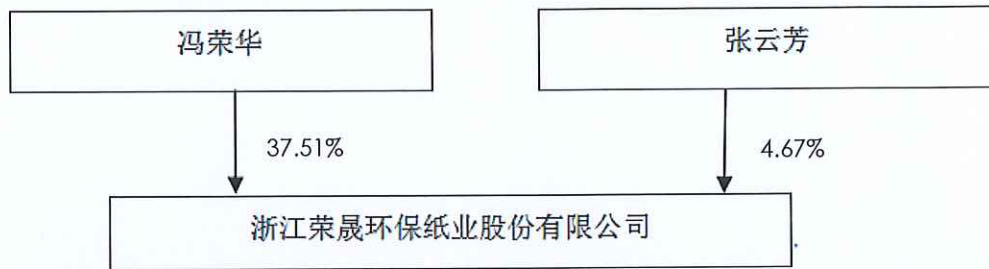
公司主要从事包装用再生环保纸的研发、生产和销售, 拥有热电联产、废纸回收、再生环保纸生产、纸板制造一体化产业链, 在长三角区域内包装用原纸领域仍具有一定的市场竞争力; 跟踪期内, 公司通过优化流程、设备升级等方式提升运行效率, 同时“年产 5 亿平方绿色智能

包装产业园项目（一期）”部分完成建设并投产运行，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，公司持续加大市场拓展力度，叠加原料价格下降，毛利润及毛利率均有所提升。

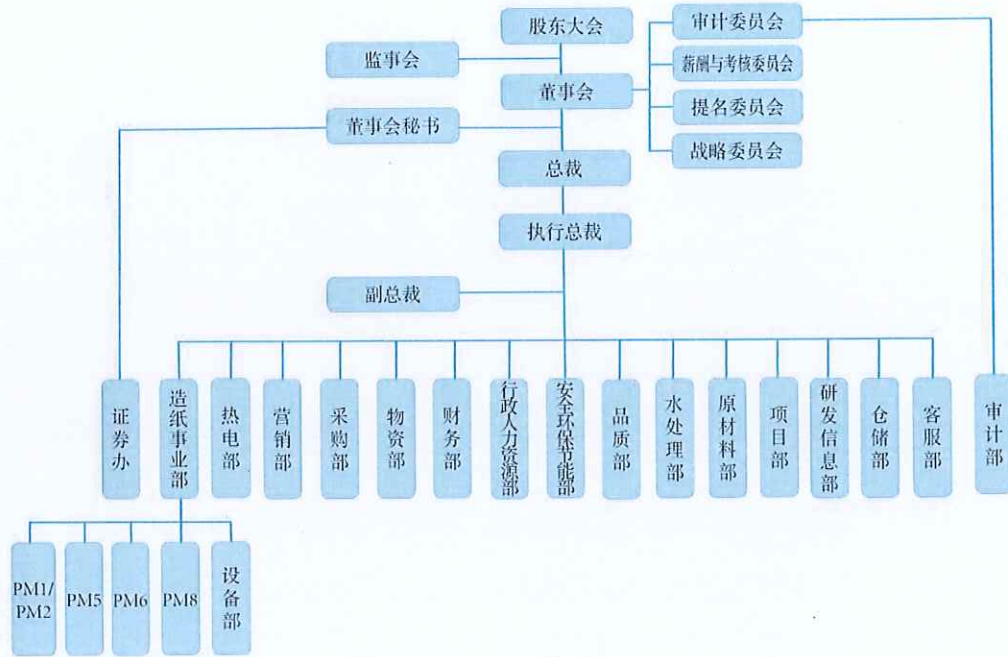
同时，东方金诚关注到，造纸行业周期性较强，生产成本中原材料废纸、原煤等占比较高的大宗商品价格易于波动，未来受“零关税政策”影响，成品纸进口规模大幅提升，公司面临的市场竞争压力加剧，未来受“零关税政策”影响，成品纸进口规模大幅提升，公司面临的市场竞争压力加剧；公司在建和拟建项目投入规模较大，仍存在一定资本支出压力，且建设周期较长，未来可能存在一定产能释放压力；2023年受运营资金需求增加及“荣23转债”发行影响，公司有息债务显著增加，短期债务占比较高。

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 年末荣晟环保股权结构图



附件二：截至 2024 年 3 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	2021年	2022年	2023年
<b>主要财务数据及指标</b>			
资产总额 (亿元)	25.82	26.59	36.27
所有者权益 (亿元)	18.70	19.90	22.32
负债总额 (亿元)	7.12	6.68	13.94
短期债务 (亿元)	2.85	3.00	5.81
长期债务 (亿元)	1.45	0.00	4.88
全部债务 (亿元)	4.30	3.00	10.69
营业收入 (亿元)	24.15	25.63	22.91
利润总额 (亿元)	2.77	1.84	2.68
净利润 (亿元)	2.84	1.68	2.71
EBITDA (亿元)	3.70	2.89	3.91
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.02	2.57	2.51
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-4.86	5.26	-7.22
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.98	-2.64	8.51
毛利率 (%)	15.44	8.04	14.18
营业利润率 (%)	14.80	6.94	13.04
销售净利率 (%)	11.78	6.56	11.81
总资本收益率 (%)	13.19	8.18	8.99
净资产收益率 (%)	15.21	8.45	12.12
总资产收益率 (%)	11.02	6.32	7.46
资产负债率 (%)	27.56	25.14	38.44
长期债务资本化比率 (%)	7.18	0.00	17.94
全部债务资本化比率 (%)	18.68	13.12	32.39
货币资金/短期债务 (%)	103.57	272.46	205.87
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-89.53	260.74	-44.09
流动比率 (%)	283.21	236.45	286.03
速动比率 (%)	263.98	223.77	278.19
经营现金流动负债比 (%)	18.82	40.19	28.61
EBITDA 利息倍数 (倍)	19.51	15.10	14.89
全部债务/EBITDA (倍)	1.16	1.04	2.74
应收账款周转率 (次)	11.03	9.78	8.71
销售债权周转率 (次)	11.03	6.31	4.41
存货周转率 (次)	24.78	25.50	26.24
总资产周转率 (次)	1.03	0.98	0.73
现金收入比 (%)	96.20	95.90	96.05



#### 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。