

1909.TT 榮成

靜待需求回升

公司簡介

榮成紙業於 1978 年成立，主要從事工業用紙、瓦楞紙器類生產銷售及能源及資源回收再生類銷售，為台灣第三大工業用紙廠，同時也是中國地區第四大工業用紙廠。2022 年工紙與紙器產品比重約為 80%、20%，地區營收占比為中國 74%、台灣 26%。

投資評等/區間價位

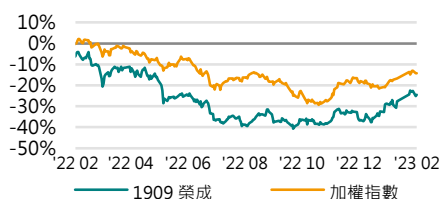
重點摘要

區間操作

16~20

【大盤指數/股價】15401 / 18.25

近一年個股及大盤報酬率



公司基本資料

流通在外股數(百萬股)	1,328
市值(百萬元)	24,230
3M 平均日成交值(百萬元)	75
外資持股率(%)	12.14
投信持股率(%)	0.56
董監持股率(%)	36.86

環境、社會與治理(ESG)



榮成 1 月自結虧損擴大

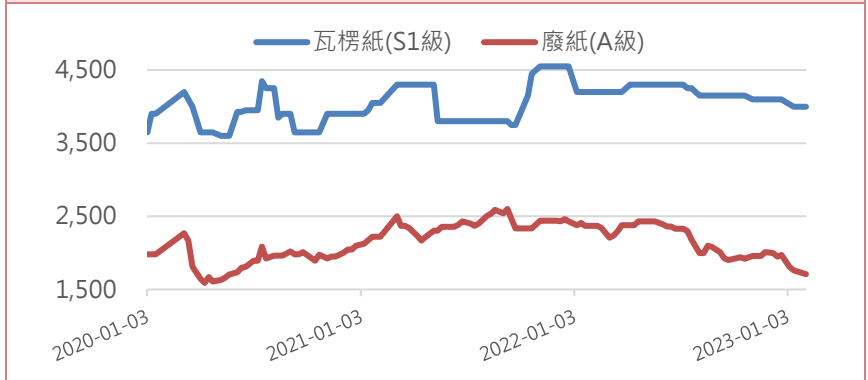
榮成 1 月營收 28.91 億元(YoY-37.64%、MoM-33.56%)、營業利益-2.59 億元(YoY 盈轉虧、MoM 虧損擴大)、稅前淨利-3.04 億元(YoY 盈轉虧、MoM 虧損擴大)、稅前 EPS-0.23 元，表現不如投研部預期，除受制春節工作天數較少以及安排歲修影響外，還受到中國因疫情升溫使中國廠稼動率降低所拖累，其中中國廠稼動率從 11/2022 的 92%逐月降至 1 月的 80%。

投研部保守看待 2023 年造紙需求

展望 2023 年，榮成預計隨著春節歲修後產能恢復運轉，搭配中國解封政策，2 月農曆年後視中國需求情況，中國廠產能將逐漸回到全產全銷，不過投研部則較保守看待，主因在於自中國解封至春節過後以來，需求表現仍較疲弱，瓦楞紙價格同樣呈現持續走弱，2022 年 11 月初以來至 2/6 瓦楞紙價格約下跌 3.61%，且中國主要紙廠春節停機計劃的減產幅度較 2022 年多，部分紙廠停機期也較 2022 年長，當中中國造紙龍頭玖龍紙業(2689 HK)七個基地於 1/5~2/3 機台輪停，最長停機期間為 18 天，約減產 54.6 萬噸(2022 年春節約減產 48.5 萬噸)，中國第二大的山鷹(600567 CH)五個基地於 1/6~2/3 機台輪停(較 2022 年停機 15 日長)，約減產 31.2 萬噸(2022 年春節約減產 13.7 萬噸)，透露需求仍持續疲弱，也讓原料廢紙價格呈現下跌，自紙廠停機的 1 月初以來廢紙價格已下跌 13.20%，整體而言在政策與季節性因素挾注下需求回升力道表現不如預期，投研部認為恐壓抑榮成中國廠 2Q23 之後稼動率回升之速度，因此仍較保守看待 2023 年中國造紙需求。

圖 1：榮成瓦楞紙出廠價與廢紙收購價

單位：人民幣/噸



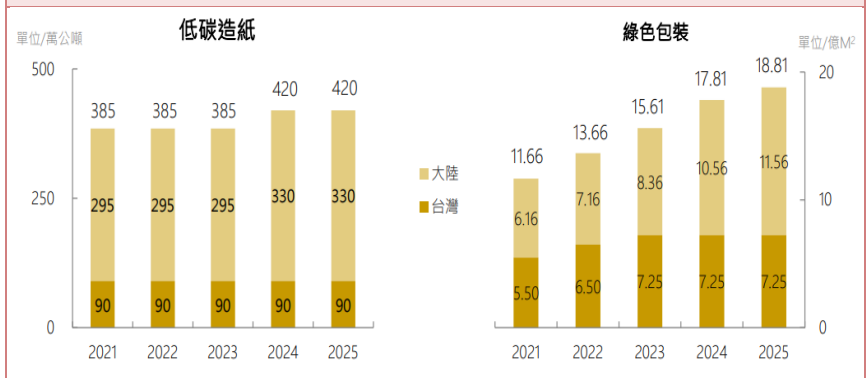
資料來源：Wind；國票投顧整理

註：無錫廠價格

榮成未來三年將持續於兩岸擴廠

擴廠計劃方面：1) 神岡綠色包裝廠擴產部分預計於 2Q23 開始投產，長沙綠色包裝新廠則預計於 3Q23 開始投產，屆時年產能將提升 1.95 億平方米至 15.61 億平方米，中國與台灣兩地綠色包裝年產能提升約 14.23%；2) 2024 年榮成規劃提升湖北低破造紙廠年產能 35 萬噸至 150 萬噸，約提升兩岸總產能 9.1%；3) 2025 年規劃提升中國綠色包裝廠產能最終至 18.81 億平方米。

圖 2：榮成擴產計畫



資料來源：榮成法說

2023 年營運回升力道溫和

2023 年榮成營運方面，投研部較保守看待中國廠稼動率的回升，而受疫情干擾相對有限的台灣廠，則持續維持在接近滿載的稼動率、且投研部預計此稼動率水準將可維持。2023 年營收表現上，在加計 2Q23、3Q23 開始投入的新產能，並考量本次表現不如預期的 1 月營收，投研部將 2023 年營收估值小幅下修至 546.28 億元、YoY+3.12%，獲利方面，1 月虧損擴大，顯示原料廢紙價格下滑對於獲利的挹注低於投研部預期，因此同步下修後續各季度毛利率預估，2023 年 EPS 下修 0.06 元至-0.30 元，營運回升力道較投研部先前預估將更溫和。

表 1：2023 年財務預估調整

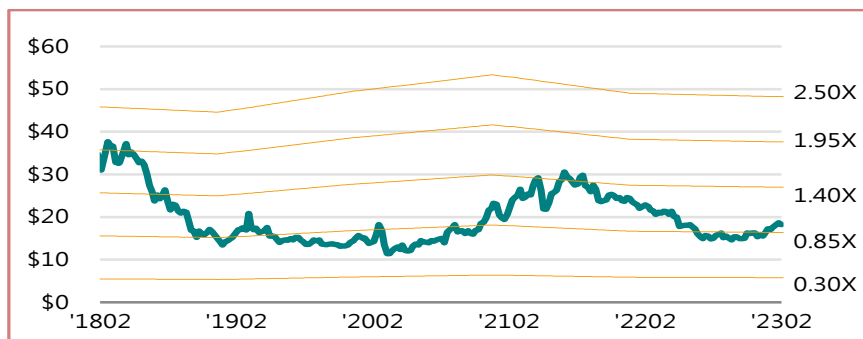
	調整後	調整前	差異(%)
	2023F	2023F	2023F
	(百萬元)	(百萬元)	(%)
營業收入	54,628	55,520	-1.61
營業毛利	4,871	5,817	-16.26
營業利益	-522	-433	-20.56
稅後淨利	-395	-312	-26.77
稅後 EPS (元)	-0.30	-0.24	-22.00
Margin (%)			
營業毛利率	8.92	10.48	
營業利益率	-0.96	-0.78	
稅後淨利率	-0.72	-0.62	

資料來源：國票投顧預估

投資建議：維持區間操作，區間價位為 16~20 元

評價方面，過去 5 年榮成 P/B 評價多處於 0.75x~1.2x 之間，以 2023 年淨值 19.29 元計算，2/7 收盤的 P/B 為 0.95x、位於上述區間中緣，投研部考量目前評價多已反應原料價格下滑以及中國廠稼動率將恢復對營運回升之挹注，在無更多營運面轉機下，評價尚屬合理，故維持區間操作投資建議，區間價位為 16~20 元(0.85x~1.05x FY23 P/B)。

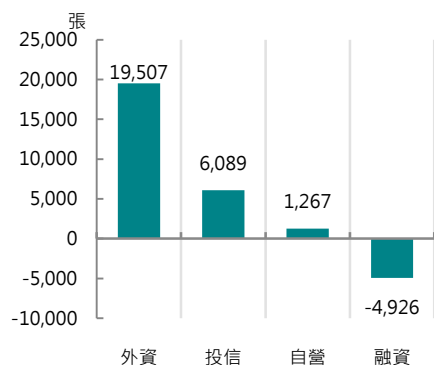
榮成未來 12 個月 P/B 區間



資料來源：國票投顧

資料來源：國票投顧

近二十日籌碼變化



資料來源：TEJ

十大股東結構

持股人姓名	持股率%
寶隆國際(股)	19.20
榮聖投資(股)	8.67
錢江投資(股)	7.68
玉瑪工程(股)	6.70
富邦人壽保險(股)	4.08
富邦託丸紅株	2.98
榮華開發投資(股)邱碧霞	1.47
玉瑪國際(股)	1.31
摩根梵市場股	0.94
大通先進星光	0.91

資料來源：TEJ

董監事持股

持股人	身分別	持股率%
寶隆國際(股)吳志偉	董事	19.2
榮聖投資(股)李吉仁	董事	8.67
榮聖投資(股)郭明鑑	董事	8.67
錢江投資(股)王卓鈞	董事	7.68
錢江投資(股)鄭瑛彬	董事長/總經理	7.68
玉瑪國際(股)江俊德	董事	1.31
吳治富	獨立董事	0
李存修	獨立董事	0
邱顯比	獨立董事	0
王卓鈞	法人代表(董事)	0

資料來源：TEJ

1909 榮成 永續發展概況

CMoney ESG Rating

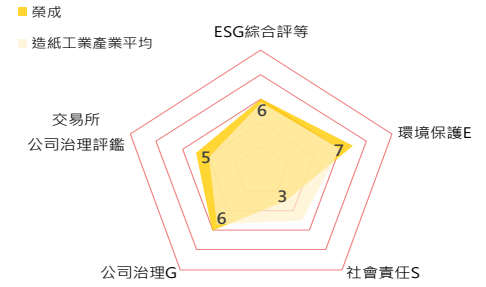
落後			平均				領先		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

E(環境保護)	S(社會責任)	G(公司治理)	永續報告書連結
7	3	6	https://www.longchenpaper.com/B7002.asp

產業類別	產業樣本數	ESG評等產業排名	TCFD報告書簽署	TCFD報告書連結
造紙工業	7	3	是	https://www.fvusow.com.tw/download/itemlist/category/201.html

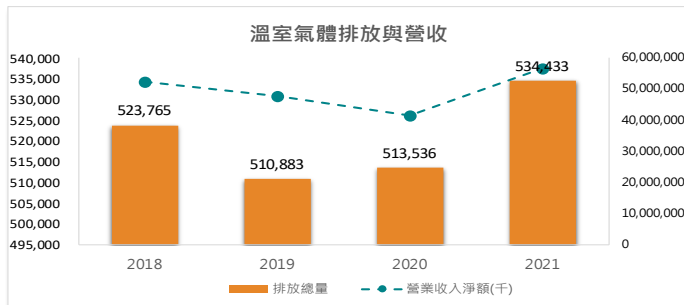
資料來源：CMoney

說明：評等1-10分，10分最高



環境保護 Environment

溫室氣體



摘要 2021年溫室氣體排放量增加4.07%，營收增加36.08%

溫室氣體盤查數據			
年度	排放總量(公噸)	範疇一	範疇二
2021	534,433	501,290	33,143
2020	513,536	506,283	7,253
2019	510,883	507,007	3,876
2018	523,765	521,902	1,863

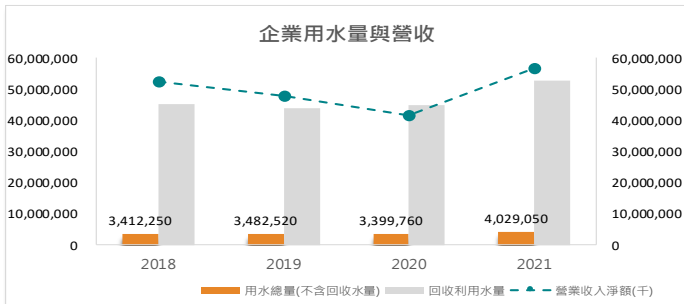
*排放總量(公噸)：範疇一+範疇二溫室氣體排放數據

*範疇一：組織擁有或控制的營運據點的溫室氣體排放

*範疇二：組織所購買或取得之電力，用之於供熱、製冷或蒸汽而產生的溫室氣體排放

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

水資源



摘要 2021年企業用水量增加18.51%，營收增加36.08%

企業用水量盤查數據			
年度	用水總量(公噸)	回收水量(公噸)	排水量(公噸)
2021	4,029,050	52,812,953	2,563,050
2020	3,399,760	44,899,740	2,005,890
2019	3,482,520	43,825,720	1,930,810
2018	3,412,250	45,255,290	1,617,520

*用水總量：依取水來源統計之總使用水量

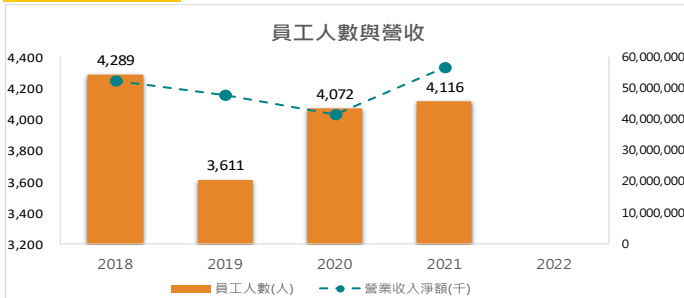
*回收水量：將已用水和廢水透過循環處理成可再利用的水資源(包含製成回收水)

*排水量：排放的污水總量

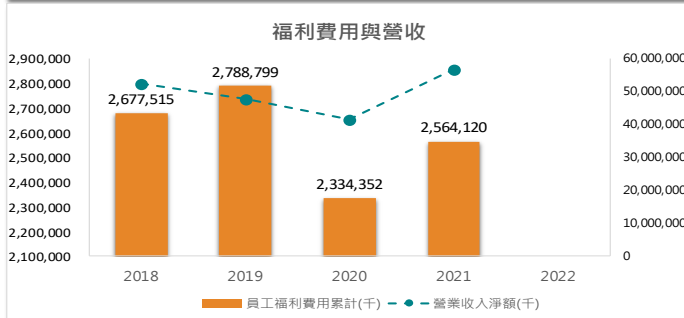
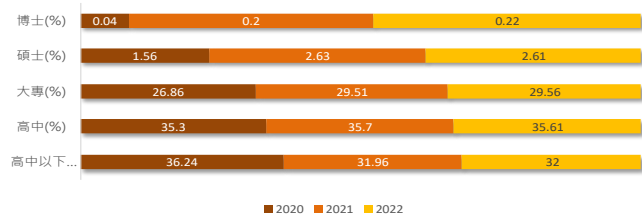
資料來源：CMoney、企業揭露資訊

社會責任 Social Responsibility

員工人數



員工學歷分佈



公司治理 Corporate Governance

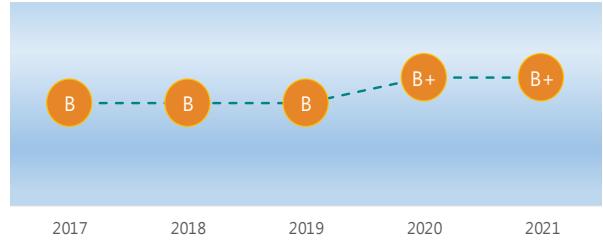
公司治理評鑑

評鑑年度	評鑑結果	等級	加權項目比重			
			維護股東權益及 平等對待股東	強化董事會結構 與運作	資訊 透明度	落實 企業社會責任
2021	21%至35%	B+	0.2	0.33	0.26	0.21
2020	21%至35%	B+	0.19	0.34	0.26	0.21
2019	36%至50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21
2018	36%至50%	B	0.2	0.35	0.24	0.21
2017	36%至50%	B	0.28	0.32	0.22	0.18

資料來源：CMoney、交易所

[註]等級轉換：前5%：「A+」；6%至20%：「A」；21%至35%：「B+」；36%至50%：「B」；51%至65%：「C+」；66%至80%：「C」；81%至100%：「D」

交易所公司治理評鑑



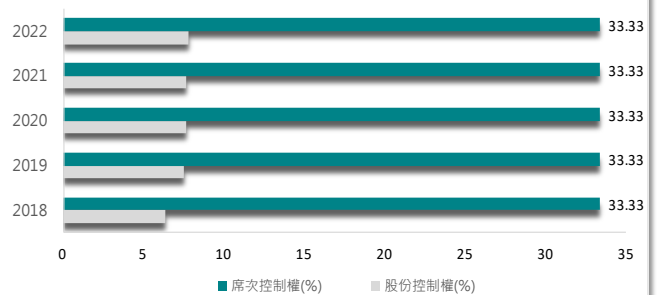
企業功能委員會

功能委員會			
審計委員會(非強制設置)		審計委員會(強制設置)	★
提名委員會	★	資訊安全委員會	
公司治理委員會		永續發展委員會	
薪資報酬委員會	★	誠信經營委員會	
風險管理委員會	★	策略委員會	

資料來源：CMoney、企業揭露資訊

股權控制

股權控制情形



企業裁罰資訊

2022/12/21	違反法條： 勞動基準法第24條。勞動基準法第32條第2項。勞動基準法第39條	違反內容： 雇主未依規定給付延長勞工工時工資；雇主延長勞工之工作時間超過法令規定；國定假日未加倍發給工資
2022/9/22	違反法條： 勞動基準法第32條第2項。勞動基準法第36條第1項	違反內容： 延長工作時間超過法令規定。未依規定給予例假或休息日。
2022/5/31	違反法條： 職業安全衛生設施規則第126條、第116條第14款。職業安全衛生法第6條第1項	違反內容： 對於荷重在一公噸以上之堆高機，未指派經特殊作業安全衛生教育訓練人員操作，且使用座式操作之配衡型堆高機，未使擔任駕駛之勞工確實使用駕駛座安全帶。

資料來源：CMoney蒐集MOPs重訊、環保署、金管會、勞動部裁罰資訊

附註說明

溫室氣體與水資源企業資訊來源為永續報告書及公開資訊觀測站，企業資料於每年6/30及9/30申報截止，CMoney蒐集整理數據於每年8月及10月更新最新資料。
依循GRI國際準則，企業揭露溫室氣體與水資源等資料應揭露至少3至5年，因此最新年度永續報告書應有3至5年數據，表格數據以最新年度公告數據呈現。
舉例：去年A公司公告2020、2019年溫室氣體資料，今年只公告2021年資料，視為今年沒有公告2020、2019歷史資料，於表格中只會呈現2021年資料。

綜合損益表

百萬元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY21	FY22F	FY23F
營業收入	13,565	13,239	12,757	13,415	11,571	13,545	14,303	15,209	56,608	52,975	54,628
營業毛利	1,188	1,503	859	834	617	1,154	1,425	1,676	9,300	4,384	4,871
營業費用	1,113	1,249	1,241	1,248	1,088	1,260	1,294	1,338	5,145	4,851	4,980
營業利益	75	253	(382)	(413)	(884)	(106)	130	338	4,155	(467)	(522)
稅前淨利	75	333	(578)	(669)	(571)	(206)	30	238	2,873	(839)	(509)
本期淨利(NI)	8	286	(489)	(535)	(457)	(165)	24	202	2,352	(730)	(395)
淨利歸屬於_母公司業主	12	289	(485)	(535)	(457)	(165)	24	202	2,353	(719)	(395)
淨利歸屬於_非控制利益	(4)	(3)	(4)	0	0	0	0	0	(1)	(10)	0
每股盈餘_本期淨利	0.01	0.23	-0.37	-0.40	-0.34	-0.12	0.02	0.15	1.78	-0.53	-0.30
QoQ(%)											
營收淨額	(13.50)	(2.40)	(3.64)	5.16	(13.74)	17.05	5.59	6.34			
銷貨毛利	(47.86)	26.49	(42.83)	(2.88)	(26.08)	87.11	23.44	17.66			
營業利益	(91.35)	237.84	盈轉虧	持續虧損	持續虧損	持續虧損	虧轉盈	159.42			
稅後純益_母公司淨利	(97.40)	2,378.46	盈轉虧	持續虧損	持續虧損	持續虧損	虧轉盈	737.38			
YoY(%)											
營收淨額	21.02	(5.55)	(18.75)	(14.46)	(14.70)	2.31	12.12	13.38	36.08	(6.42)	3.12
銷貨毛利	(43.49)	(39.59)	(64.68)	(63.37)	(48.08)	(23.20)	65.82	100.87	42.60	(52.86)	11.12
營業利益	(92.77)	(79.19)	盈轉虧	盈轉虧	盈轉虧	盈轉虧	虧轉盈	虧轉盈	80.64	盈轉虧	持續虧損
稅後純益_母公司淨利	(97.71)	(68.25)	盈轉虧	盈轉虧	盈轉虧	盈轉虧	虧轉盈	虧轉盈	148.69	盈轉虧	持續虧損
各項比率											
營業毛利率	8.76	11.35	6.73	6.22	5.33	8.52	9.96	11.02	16.43	8.28	8.92
營業利益率	0.55	1.91	(3.00)	(3.08)	(7.64)	(0.78)	0.91	2.22	7.34	(0.88)	(0.96)
稅前淨利率	0.55	2.51	(4.53)	(4.99)	(4.93)	(1.52)	0.21	1.56	5.07	(1.58)	(0.93)
稅後淨利率	0.09	2.19	(3.80)	(3.99)	(3.95)	(1.21)	0.17	1.33	4.16	(1.36)	(0.72)

資料來源：TEJ、國票投顧

國票買進個股數

投資評等	個股數
強力買進/買進	48

評等說明

評等	定義
強力買進	預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20%·且短期股價動能強勁
買 進	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 20% • 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 12% 以上
區間操作	<ul style="list-style-type: none"> • 預估未來 3 個月內絕對報酬小於 20% • 中大型股及金融股: 預估未來 3 個月內的絕對報酬小於 12% • 股價若偏區間價位下緣·可偏多操作; 股價若偏區間價位上緣·宜保守操作
觀 望	預估未來 3 個月內的絕對報酬低於 0%
未 評 等	<ul style="list-style-type: none"> • 該公司未於國票核心持股名單 • 國票可能與該公司進行業務而處於減默期

備註：「續推買進」報告 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 10%；中大型股及金融股 - 預估未來 3 個月內的絕對報酬高於 6%以上

研究員聲明

本研究報告之內容，係研究人員就其專業能力之善意分析，負責之研究人員（或者負責參與的研究人員）確認：本研究報告的內容係反映研究人員對於相關證券的個人看法；研究人員的報酬與本研究報告內容表述的個別建議或觀點無關。

公司總聲明

1. 國票證券投資顧問股份有限公司為國票金融控股公司之集團成員，國票金融控股公司所屬子公司暨關係企業（以下簡稱 國票金控集團）從事廣泛金融業務，包括但不限於票券、保險、證券經紀、自有資金投資與交易、資產管理及證券投資信託等。國票金控集團對於本報告所涵蓋之標的公司可能有投資或其他業務往來關係。
2. 國票金控集團及其所屬員工，可能會投資本報告所涵蓋之標的公司，且其交易方向與本報告中所提及交易方向可能不一致。除此之外，國票金控集團於法令許可的範圍內，亦有可能以本報告所涵蓋之標的公司作為發行衍生性金融商品之標的。國票金控集團轄下的銷售人員、交易員及其他業務人員可能會為其客戶或自營部門提供口頭或書面市場看法或交易策略，然而該等看法與策略可能與本報告意見不盡一致。國票金控集團之資產管理、自營及其他投資業務所有之投資決策也可能與本報告所提供之建議或看法不一致。
3. 本報告純屬研究性質，僅供集團內部同仁及特定客戶參考，不保證其完整性及精確性，且不提供或嘗試遊說客戶做為買賣股票之投資依據。報告中所有的意見與預估，係取自本公司相信為可靠之資料來源，且為特定日期所為之判斷，有其時效性，爾後若有變更，本公司將不做預告或主動更新。投資人於決策時應審慎衡量本身風險，並就投資結果自行負責。以上報告內容之著作權屬國票投顧所有，非經本公司同意，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。