



# 仙鹤股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0689 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 17 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	仙鹤股份有限公司	AA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“鹤 21 转债”	AA
<b>跟踪评级原因</b>	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于仙鹤股份有限公司（以下简称“仙鹤股份”或“公司”）产品结构丰富、多个产品在细分市场保持领先的行业地位，产能规模持续扩张、收入水平持续上升，与上下游建立良好稳定的合作关系且在建项目向上游延伸、未来原料保障能力将有所提升等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到木浆价格及汇率波动风险，纸制品行业市场竞争激烈，新增产能释放和市场消纳存在挑战，债务规模扩大，财务杠杆迅速攀升等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，仙鹤股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<b>可能触发评级上调因素：</b> 公司资本实力显著增强，原材料保障能力行业领先，行业地位不断提升，具有明显的议价能力和绝对优势的产品竞争力，盈利能力和经营获现水平大幅增长且具有可持续性。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 原材料供给不畅或成本压力陡然增加，产品品种和质量明显落后，产销严重受阻且趋势难以扭转；公司收入和利润水平大幅下降；坏账规模大幅增加，获现能力显著弱化；债务规模迅速扩大且流动性压力加大。	

### 正面

- 公司产品结构丰富，多个产品在细分市场保持领先的行业地位
- 产能规模持续扩张，公司收入水平持续上升
- 公司与上下游建立良好稳定的合作关系且在建项目向上游延伸，未来原料保障能力将有所提升

### 关注

- 木浆价格以及汇率波动风险
- 纸制品行业市场竞争激烈，需关注新增产能释放和市场消纳情况
- 在建项目融资推升债务规模，需关注财务杠杆控制和债务偿还安排

项目负责人：肖瀚 hxiao@ccxi.com.cn  
项目组成员：杜志英 zhydu@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(027)87339288

## 财务概况

仙鹤股份（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	110.49	132.64	188.70	204.87
所有者权益合计（亿元）	64.47	69.12	73.62	76.34
负债合计（亿元）	46.02	63.52	115.08	128.53
总债务（亿元）	31.09	44.74	85.28	100.06
营业总收入（亿元）	60.17	77.38	85.53	22.09
净利润（亿元）	10.19	7.15	6.67	2.71
EBIT（亿元）	11.18	7.16	7.86	--
EBITDA（亿元）	14.49	10.79	12.13	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	4.47	0.72	0.62	-4.14
营业毛利率（%）	19.98	11.51	11.62	18.01
总资产收益率（%）	10.12	5.89	4.89	--
EBIT 利润率（%）	18.59	9.26	9.19	--
资产负债率（%）	41.65	47.89	60.99	62.74
总资本化比率（%）	32.54	39.30	53.67	56.72
总债务/EBITDA（X）	2.15	4.15	7.03	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	38.00	10.29	6.25	--
FFO/总债务（X）	0.35	0.22	0.11	--

注：1、中诚信国际根据经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年财务报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2023 年数据）

部分造纸企业主要指标对比表						
公司名称	纸种	产量（万吨）	营业总收入（亿元）	总资产收益率（%）	总资本化比率（%）	FFO/总债务（X）
仙鹤股份	特种纸	104.24	85.53	4.89	53.47	0.11
恒安国际	生活纸	纸巾：11,302.86 万箱 卫生巾：136.94 亿片 纸尿裤：16.52 亿片	237.68	10.30	40.92	0.19

中诚信国际认为，与同行业企业相比，仙鹤股份在特种纸行业中的地位领先，竞争能力较强，并且拥有一定的原料自给率。公司在建设项目融资推升债务规模和财务杠杆水平，偿债指标有所弱化。

注：“恒安国际”为“恒安国际集团有限公司”简称。

## 本次跟踪情况

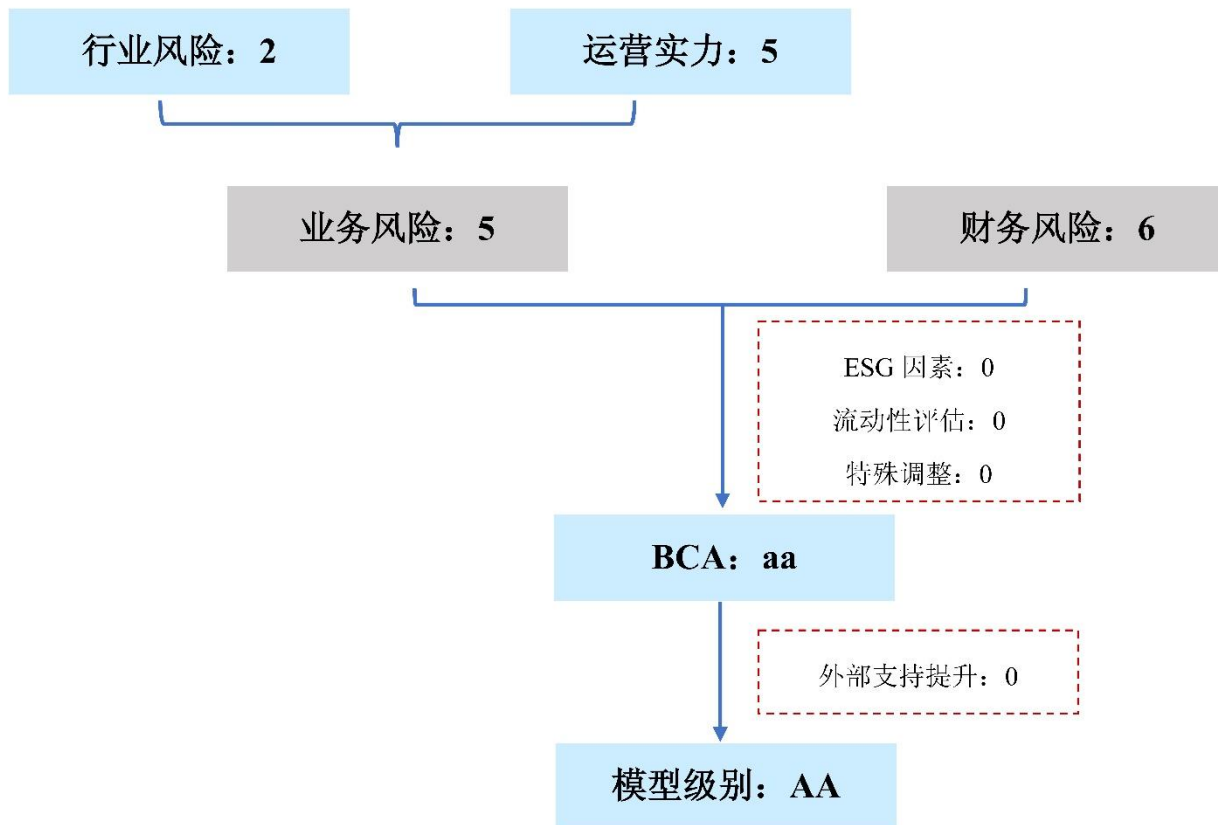
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
鹤 21 转债	AA	AA	2023/5/22 至本报告出具日	20.50/20.50	2021/11/17~2027/11/17	赎回条款、回售条款

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
仙鹤股份	AA/稳定	AA/稳定	2023/5/22 至本报告出具日

● 评级模型

仙鹤股份有限公司评级模型打分(C090201\_2024\_05\_2024\_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

方法论: 中诚信国际纸浆和纸品的生产行业评级方法与模型 C090201\_2024\_05

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，在经济温和复苏带动下，造纸行业景气度有触底回升迹象。预计 2024 年造纸行业有望延续修复势能，整体盈利情况或将同比改善，但很难出现大幅反弹，平稳恢复将是行业运营主基调；同时预计造纸行业集中度将持续上升，龙头企业市场地位进一步稳固。

2023 年以来，在经济温和复苏的带动下，造纸行业 PPI 增速有触底回升迹象，企业盈利情况逐月改善并于年末实现正增长，2024 年造纸行业有望延续修复势能，整体盈利情况或将同比改善，但很难出现大幅反弹，平稳恢复将是行业运营主基调。2024 年造纸企业经营及偿债指标有望修复，但部分龙头企业短期债务规模仍然很大，其流动性风险值得关注。同时龙头企业资金、技术、产能规模及渠道优势进一步凸显，且对产业链上游项目积极布局，市场地位将愈发稳固。

详见《中国造纸行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10927?type=1>

中诚信国际认为，公司作为国内特种纸行业龙头企业，产品结构丰富，跟踪期内产能进一步扩张，产销量持续提升，并与上下游保持良好稳定的合作关系，“林浆纸用”项目投资体量大并稳步推进，投产后将提高公司原材料保障能力，需要关注销售回款进度、在建项目投资进展和资金平衡情况，以及新增产能的释放和市场消纳情况。

*2023 年以来公司产权结构无较大变化，三会一层变动较小，战略方向较为明确。*

截至 2024 年 3 月末，公司股本仍为 7.06 亿元，控股股东浙江仙鹤控股集团有限公司（以下简称“仙鹤控股”）持股比例仍为 76.49%，实际控制人为自然人。

战略方面，公司积极拓展新产品，发现新市场，和全球知名企业展开合作，并探求产业链上下游的合作和投资机会，布局海外市场，引入先进技术；在生产端，充分利用资本平台，继续合理地扩大产能，实现逆周期的产能布局，并寻求机会整合国内资源。

*公司保持了在特种纸行业中的领先地位，产品结构丰富，产能规模稳步提升，受益于市新增产能释放和新产品推广，跟踪期内公司产品产销量进一步提升，并与上下游保持良好稳定的合作关系，在建项目向上游延伸，未来新增产能释放和市场消纳情况值得关注。*

公司是国内特种纸行业龙头企业，是国内特种纸品种最齐全、工艺技术最全面的特种纸制造企业之一，多项产品在细分市场保持领先地位，市场占有率接近 20%。公司当前在衢州衢江、河南内乡、衢州常山、广西来宾和湖北石首设有 5 个大型生产基地，拥有特种纸机生产线 56 条，公司纸机生产线大多具有通用性，经简单调整可适应不同品种产品的生产需求。跟踪期内，受益于募投项目 30 万吨食品卡纸正式投产运行，公司产能进一步扩张，截至 2023 年末，公司拥有造纸年



产能 117.60 万吨，在特种纸行业中排名靠前，具有一定规模优势。中诚信国际认为，生产规模的快速扩张将有利于提升公司的行业地位，但同时新增产能释放和市场消纳情况值得关注。

受益于常山 PM10 新纸机释放产能和新产品推广，2023 年产销量同比分别增长 25.98%和 19.65%，带动收入增加，产销率保持在较高水平。跟踪期内，公司销售模式和结算模式未发生较大变化，但受市场拓展加快和客户结构调整影响，公司给予部分大客户的账期时间延长，应收账款持续增加，对公司资金造成一定占用，账款回收进度值得关注。价格方面，公司采取市场化定价机制，由于行业竞争激烈，公司主要产品的价格有所下降，其中食品与医疗包装材料系列价格下降是因为新投产 30 万吨的食品卡纸拉低单价，烟草行业配套系列价格上涨是因为次新产品销量增加，未来盈利修复情况值得关注。

公司特种纸生产成本中原材料占生产总成本比例约 65%，木浆的采购金额占同期原材料采购成本约 60%~80%，以进口为主。跟踪期内，由于木浆价格下降，公司战略性储备部分原材料导致采购金额增长较快，公司与供应商仍保持良好的合作关系，结算方未发生明显变化。自制浆方面，公司在河南内乡基地拥有年产能 5 万吨的制浆装置，产能保持稳定，主要用于配套内乡基地纸品生产。跟踪期内，公司在广西来宾“年产 250 万吨广西三江口新区高性能纸基新材料”和湖北石首“年产 250 万吨高性能纸基新材料循环经济”两大百亿投资项目，均按照建设计划稳步推进。2024 年初，湖北项目已率先试运行，广西项目也将在 2024 年中期实施投产，两地纸浆产能预计达到 30 万吨，将进一步提升公司原料保障能力。

表 1：近年来公司特种纸细分产品产销情况（万吨、元/吨）

产品	2021			2022			2023		
	产量	销量	价格	产量	销量	价格	产量	销量	价格
日用消费系列	34.75	29.76	8,397.71	39.89	39.09	9,098.37	48.73	46.64	8,805.20
食品与医疗包装材料系列	11.79	10.77	9,227.93	16.21	15.43	9,794.96	26.48	22.98	7,534.51
烟草行业配套系列	10.11	9.28	8,468.58	9.86	9.18	8,779.33	9.95	9.18	8,852.36
商务交流及出版印刷系列	13.82	12.61	6,624.63	9.71	9.83	7,865.81	9.71	9.54	7,462.53
电气及工业用纸系列	5.11	4.71	10,832.08	5.65	5.18	11,148.33	6.87	6.33	10,759.09
其他系列	2.11	2.90	8,983.38	1.43	2.48	6,146.55	2.50	2.46	--
合计	77.69	70.02	--	82.75	81.18	--	104.24	97.13	--

注：表中其他系列销量高于产量主要由于公司从夏王纸业采购装饰原纸并对外销售所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**在建项目围绕造纸主业并且向上游延伸，投资规模很大，未来公司的投资进展、资金平衡以及新增产能的释放和市场消纳情况值得关注。**

公司在建项目围绕造纸主业并且向上游延伸，广西和湖北的项目投资规模很大，且资金以项目贷款为主，截至 2023 年末，公司主要在建项目尚需投资 119.19 亿元，未来项目的建设进度和资金平衡情况值得关注。此外，在建项目产能规模较大，未来产能释放和新增产能的市场消纳情况亦值得持续关注。

表 2：截至 2023 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设内容	总投资	已投资	资金来源	计划投产日期
广西三江口新区高性能纸基新材料项目（一期）	纸浆 60 万吨、造纸 60 万吨	98.60	13.33	项目贷款	2024.07
年产 120 万吨特种浆纸项目（一期工程）	纸浆 20 万吨、造纸 30 万吨、涂布深加工 10 万吨	43.94	16.54	项目贷款	2024.06
广西三江口新区高性能纸基新材料产业园热电联产项目	一期 4×350t/h 高温超高压循环流化床锅炉（两用一备），3 台背压式汽轮发电机组	5.00	3.37	项目贷款	2024.06
石首市东升仙鹤工业园 8 万吨给排水及处理项目	16.5 万立方/天污水处理厂	4.00	2.08	项目贷款	2024.06
石首市东升仙鹤工业园区供热中心项目（一期）	容量 2×140t/h+2×280t/h（一用一备）	3.20	1.93	项目贷款	2024.06
广西三江口新区高性能纸基新材料产业园给排水项目	备）高压高温循环流化床锅炉；3 台发电机组	3.00	1.31	项目贷款	2024.06
合计	--	157.74	38.55	--	--

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于新增产能释放和新产品推广，公司收入和资产规模保持增长态势，但是在建项目融资推升债务规模和财务杠杆水平，偿债指标有所弱化，考虑到未来仍有大规模在建项目投资，财务杠杆控制和偿债能力变化情况值得关注。

### 盈利能力

受益于新增产能释放和新产品的推广，公司销售规模进一步扩大，2023 年营业总收入同比增长 10.53%，尽管原材料价格高位回落但成本价格传导需要一定时间且行业竞争激烈，公司营业毛利率略有改善，其中食品与医疗包装材料系列毛利率明显下滑，主要是食品卡纸新产线投放未达产，尚需时间调试所致。跟踪期内，公司期间费用规模有所扩大，其中受债务规模扩大影响，财务费用快速增长，期间费用率上升至 5.54%。受上述因素综合影响，2023 年经营性业务利润小幅减少。投资收益主要来自浙江夏王纸业有限公司<sup>1</sup>（以下简称“夏王纸业”），近年来投资收益对公司利润形成较好补充。2024 年以来，公司使用的前期备货低价木浆，营业毛利率出现明显回升，但木浆价格波动对公司盈利影响情况仍值得关注。

### 资产质量

2023 年以来，在项目建设和业务扩张的推动下，期末在建工程和固定资产持续增加，推动公司资产规模快速上升且非流动资产占比提升。流动资产方面，由于赎回到期理财产品，公司交易性金融资产规模大幅下降，同时公司增加了大额存单投资，其他流动资产规模明显增长。由于 2023 年末木浆价格有所下降，公司增加了原材料储备导致年末存货规模有所增长，随着销售增长，公司

<sup>1</sup> 2023 年，公司仍持有夏王纸业 50% 股权，夏王纸业产品主要为高端装饰印刷原纸和素色印刷原纸，在中高端市场竞争优势明显。截至 2023 年末，夏王纸业拥有 6 条造纸生产线，年总产能 37.55 万吨。2023 年夏王纸业产量和销量均有所增加，产销率接近 100%。



应收账款规模小幅增长，未来仍需关注应收类账款对资金的占用情况。跟踪期内，公司负债规模增长较快，其中受纸浆采购量增多和工程设备采购增长影响，应付账款规模大幅增加。有息债务方面，为推进项目建设，公司扩大融资规模，债务规模快速扩张。权益结构方面，受益于利润累积，2023 年末所有者权益同比上升。2023 年公司拟派发现金红利 2.47 亿元，占当年归属于母公司股东净利润的比例为 37.22%，分红比例有所提升。受借款增加影响，资产负债率和总资本化比率均快速上升，在特种纸行业中财务杠杆水平偏高，考虑到未来在建项目投资规模较大，公司面临较大的融资需求，财务杠杆水平控制情况值得关注。

### 现金流及偿债情况

跟踪期内，公司继续使用销售产品收到的承兑汇票支付设备采购款，经营活动产生的现金流入规模以及投资活动产生的现金流出规模均相较于实际发生的收入和支出规模小，另外，为储备低价木浆，2023 年原材料支付的现金流出金额增加，公司经营活动净现金流同比略有下降；投资活动净现金流出走扩要系 2023 年项目投资增加所致；为补充投资现金流缺口，公司增大融资力度，当期筹资活动现金流入规模大幅增长。偿债能力方面，2023 年受债务规模大幅攀升影响，公司经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所弱化。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 142.65 亿元，其中尚未使用额度为 70.75 亿元，具备一定备用流动性。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业收入	60.17	77.38	85.53	22.09
营业毛利率	19.98	11.51	11.62	18.01
期间费用率	5.22	4.16	5.54	5.69
经营性业务利润	8.50	5.26	4.81	2.88
投资收益	2.87	1.40	2.11	0.43
<b>利润总额</b>	<b>11.48</b>	<b>7.94</b>	<b>7.32</b>	<b>3.09</b>
EBIT 利润率	18.59	9.26	9.19	--
应收账款	12.17	13.10	14.12	16.06
存货	19.25	20.55	27.77	31.23
固定资产	25.32	28.46	35.26	34.64
在建工程	3.57	11.52	43.39	56.94
<b>资产总计</b>	<b>110.49</b>	<b>132.64</b>	<b>188.70</b>	<b>204.87</b>
短期借款	6.90	17.71	23.72	28.02
应付账款	7.64	11.82	19.97	19.43
长期借款	0.00	0.00	34.09	46.02
应付债券	17.75	18.64	19.50	19.75
<b>负债合计</b>	<b>46.02</b>	<b>63.52</b>	<b>115.08</b>	<b>128.53</b>
总债务	31.09	44.74	85.28	100.06
短期债务/总债务	42.90	58.35	37.16	34.27
未分配利润	21.56	25.85	29.94	32.63
<b>所有者权益合计</b>	<b>64.47</b>	<b>69.12</b>	<b>73.62</b>	<b>76.34</b>
总资本化比率	32.54	39.30	53.67	56.72
经营活动产生的现金流量净额	4.47	0.72	0.62	-4.14
投资活动产生的现金流量净额	-19.38	-6.51	-37.40	-14.08
筹资活动产生的现金流量净额	16.99	6.38	37.62	16.10
EBITDA 利息保障倍数	38.00	10.29	6.25	--
FFO/总债务	0.35	0.22	0.11	--
总债务/EBITDA	2.15	4.15	7.03	--
货币等价物/短期债务	1.68	0.68	0.25	0.17

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计 24.86 亿元，占期末总资产比重为 13.17%。其中，作为保函保证金、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、海关进口增值税保证金的受限货币资金合计 4.30 亿元；受限应收账款融资 13.76 亿元和其他流动资产 9.30 亿元主要用于开具承兑汇票。2023 年末，仙鹤控股质押公司股权 0.30 亿股，占其持股比例的 5.56%。

关联交易方面，2023 年公司从夏王纸业采购原纸金额为 1.88 亿元，公司向夏王纸业销售水电气、原辅料和少量成品纸金额为 2.15 亿元，双方关联购销定价均以参考市场价的协议价确定，双方无非经营性资金拆借和担保情况。浙江哲辉环境建设有限公司和广西哲辉环境建设有限公司为公司提供工程建设服务合计 10.06 亿元，未来随着公司在建项目工程建设的推进，关联交易规模或将进一步增加，中诚信国际将对公司后续关联交易定价和规模控制等情况保持关注。

截至 2023 年末，公司无对外担保，无对公司运营产生影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021 年~2024 年 5 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

——预计 2024 年湖北和广西项目投产，公司产能进一步扩张，原材料保障能力提升，产销量上升带动销售收入增加，同时毛利率有所增长，利润空间有所扩大。

——预计 2024 年资本支出规模仍有一定规模，仍需要融资匹配资金需求。

### 预测

表 4：预测情况表（%、X）

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	39.30	53.67	54.00~57.00
总债务/EBITDA	4.15	7.03	5.00~7.00

资料来源：中诚信国际整理

### 调整项

**ESG<sup>3</sup>表现方面**，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行社会责任，跟踪期未发生严重安全生产和环境污染事故；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力一般，但合并口径现金及等价物储备尚可，未使用授信较为充足。2023 年末公司账面未受限货币资金为 7.98 亿元，大额存单及收益 10.83

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>3</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

亿元。同时，公司为 A 股上市公司，具有直接融资通道。公司资金流出主要用于在建项目投资及债务的还本付息。2023 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金约为 43 亿元，2021~2023 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出为 8.24 亿元。根据规划，2024 年公司资本支出仍有一定规模，仍面临一定的资金压力，但考虑到公司具有一定规模资金储备和备用流动性，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

## 外部支持

**作为实际控制人下属主要经营实体和核心资产，公司对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对公司具有很强的支持意愿，但支持能力有限。**

公司实际控制人为王敏良、王敏文、王敏强、王明龙和王敏岚五兄妹，实际控制人对公司的实际控制能力很强。公司作为实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人具有战略重要性，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿，但其作为自然人，协调银行、金融机构介入续贷的能力有限。

## 跟踪债券信用分析

2021 年，公司发行“鹤 21 转债”，期限为 6 年，附赎回和回售条款，募集资金 20.50 亿元，“鹤 21 转债”募集资金拟用于年产 30 万吨高档纸基材料项目、年产 3 万吨热升华转印原纸和食品包装纸项目、年产 100 亿根纸吸管项目和补充流动资金。2023 年 4 月，公司召开“鹤 21 转债”2023 年第一次债券持有人会议，将“年产 100 亿根纸吸管项目”变更为由全资子公司浙江柯瑞新材料有限公司实施的“年产 5 万吨纸制品深加工项目”，并将原项目剩余募集资金 0.67 亿元用于变更后的项目投资。

2023 年 6 月，因公司实施 2022 年度权益分派，“鹤 21 转债”的转股价格由 27.23 元/股调整为 26.92 元/股。2023 年 9 月，因公司股票已满足《募集说明书》中规定的转股价格向下修正的条件，转股价由 26.92 元/股调整为 19.84 元/股。

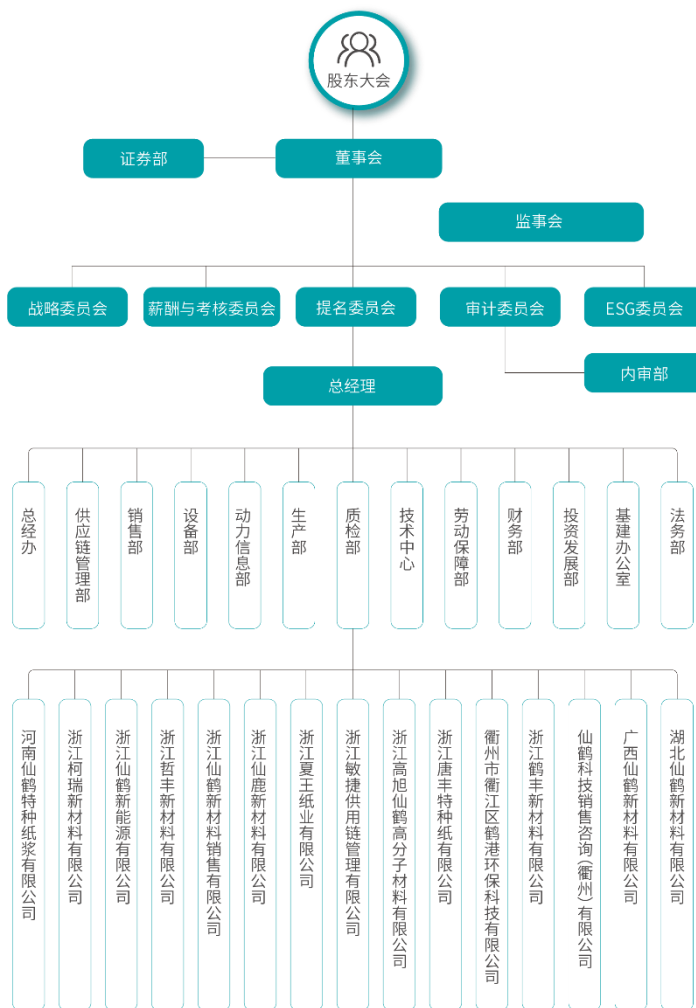
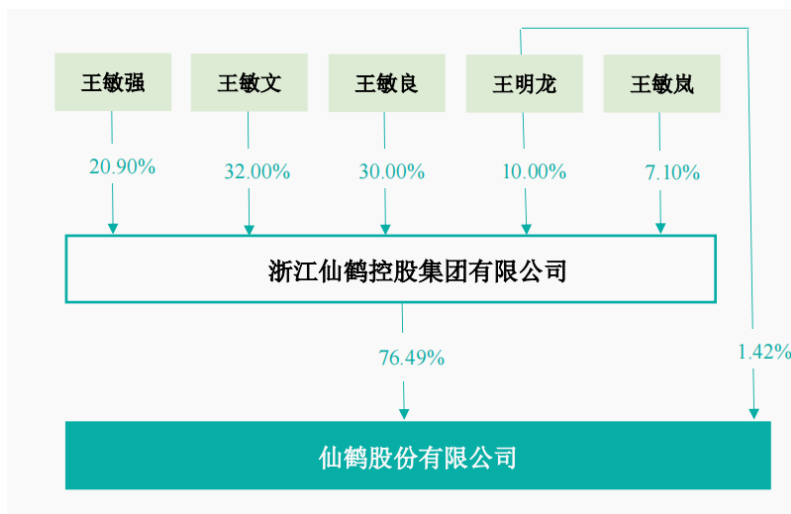
截至 2023 年末，“鹤 21 转债”尚未使用的募集资金合计 2.72 亿元。同期末，共有人民币 97,000 元“鹤 21 转债”已转换成公司股票，累计转股数量为 3,285 股，占“鹤 21 转债”转股前公司已发行股份总额的 0.00047%，转股价为 19.84 元/股。截至 2024 年 6 月 4 日，仙鹤股份过去 20 个交易日的平均交易价格为 19.63 元/股。

“鹤 21 转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司作为国内特种纸行业龙头企业，产品结构丰富，收入和资产规模保持增长态势，考虑到公司流动性良好，直接融资渠道通畅，目前跟踪债券信用风险很低。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持仙鹤股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“鹤 21 转债”的信用等级为 **AA**。

### 附一：仙鹤股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：仙鹤股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	79,440.72	94,397.23	122,787.81	87,418.89
应收账款	121,653.34	130,981.37	141,171.65	160,564.75
其他应收款	1,525.17	1,919.79	3,185.55	3,172.13
存货	192,520.54	205,499.99	277,705.01	312,336.53
长期投资	88,940.58	91,842.70	101,213.72	105,644.78
固定资产	253,197.63	284,636.34	352,625.81	346,393.11
在建工程	35,671.40	115,216.15	433,854.51	569,448.25
无形资产	51,645.64	77,282.57	96,790.72	96,296.26
资产总计	1,104,866.21	1,326,362.33	1,886,953.08	2,048,666.79
其他应付款	1,503.30	675.63	760.23	661.68
短期债务	133,370.77	261,064.37	316,894.01	342,926.33
长期债务	177,541.72	186,377.16	535,937.51	657,680.11
总债务	310,912.49	447,441.53	852,831.53	1,000,606.44
净债务	244,073.36	373,452.80	773,022.10	942,095.59
负债合计	460,169.75	635,181.62	1,150,764.95	1,285,283.17
所有者权益合计	644,696.46	691,180.71	736,188.14	763,383.61
利息支出	3,813.38	10,484.81	19,414.31	--
营业总收入	601,696.91	773,830.85	855,347.77	220,900.22
经营性业务利润	85,045.53	52,586.88	48,084.62	28,788.85
投资收益	28,725.44	13,958.45	21,127.80	4,313.44
净利润	101,892.59	71,481.17	66,727.34	27,064.30
EBIT	111,836.82	71,641.06	78,633.36	--
EBITDA	144,924.24	107,882.58	121,268.72	--
经营活动产生的现金流量净额	44,701.81	7,175.65	6,160.87	-41,365.37
投资活动产生的现金流量净额	-193,841.56	-65,125.14	-373,959.82	-140,812.94
筹资活动产生的现金流量净额	169,892.81	63,826.80	376,221.97	160,980.87
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	19.98	11.51	11.62	18.01
期间费用率（%）	5.22	4.16	5.54	5.69
EBIT 利润率（%）	18.59	9.26	9.19	--
总资产收益率（%）	10.12	5.89	4.89	--
流动比率（X）	2.62	1.71	1.37	1.43
速动比率（X）	1.84	1.21	0.88	0.89
存货周转率（X）	2.50	3.44	3.13	2.46*
应收账款周转率（X）	4.95	6.13	6.29	5.86*
资产负债率（%）	41.65	47.89	60.99	62.74
总资本化比率（%）	32.54	39.30	53.67	56.72
短期债务/总债务（%）	42.90	58.35	37.16	34.27
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.14	0.01	0.00	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.33	0.02	-0.01	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	11.72	0.68	0.32	--
总债务/EBITDA（X）	2.15	4.15	7.03	--
EBITDA/短期债务（X）	1.09	0.41	0.38	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	38.00	10.29	6.25	--
EBIT 利息保障倍数（X）	29.33	6.83	4.05	--
FFO/总债务（X）	0.35	0.22	0.11	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带\*指标已经年化处理；3、因缺少 2024 年一季度现金流量补充表，部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
经营效率	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) × 360 天/营业收入+存货平均净额 × 360
	现金周转天数	天/营业成本+合同资产平均净额 × 360 天/营业收入-应付账款平均净额 × 360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。



## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：[1]除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No. 2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn