



仙鹤股份有限公司

2025 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[2025]跟踪 0813 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

2025 年 6 月 23 日

本次跟踪发行人及评级结果	仙鹤股份有限公司	AA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“鹤 21 转债”	AA
跟踪评级原因	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。	
评级观点	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，产销扩张带动业绩明显提升，与上下游建立良好稳定的合作关系且新基地自备浆投产弥补产业链短板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仍面临挑战，债务规模和财务杠杆持续攀升等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	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。	
调级因素	可能触发评级上调因素：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。 可能触发评级下调因素：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 ■ 2024年产能规模持续扩张并积极拓展市场，同时单位成本下降，营业收入及利润大幅提升 ■ 公司与上下游建立良好稳定的合作关系且新基地制浆产线投产，原材料保障能力增强，弥补产业链短板		
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，部分新增项目阶段性亏损，需持续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：熊 攀 pxiong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

仙鹤股份（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	132.64	188.70	233.22	242.75
所有者权益合计（亿元）	69.12	73.62	81.38	83.78
负债合计（亿元）	63.52	115.08	151.84	158.97
总债务（亿元）	44.74	85.28	114.45	126.65
营业总收入（亿元）	77.38	85.53	102.74	29.91
净利润（亿元）	7.15	6.67	10.13	2.37
EBIT（亿元）	7.16	7.86	12.36	--
EBITDA（亿元）	10.79	12.13	17.55	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.72	0.62	4.02	-1.96
营业毛利率（%）	11.51	11.62	15.46	14.60
总资产收益率（%）	5.40	4.89	5.86	--
EBIT 利润率（%）	9.26	9.19	12.03	--
资产负债率（%）	47.89	60.99	65.11	65.49
总资本化比率（%）	39.30	53.67	58.44	60.19
总债务/EBITDA（X）	4.15	7.03	6.52	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	10.29	6.25	4.93	--
FFO/总债务（X）	0.22	0.11	0.12	--

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 2023~2024 年财务报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中 2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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。

本次跟踪情况

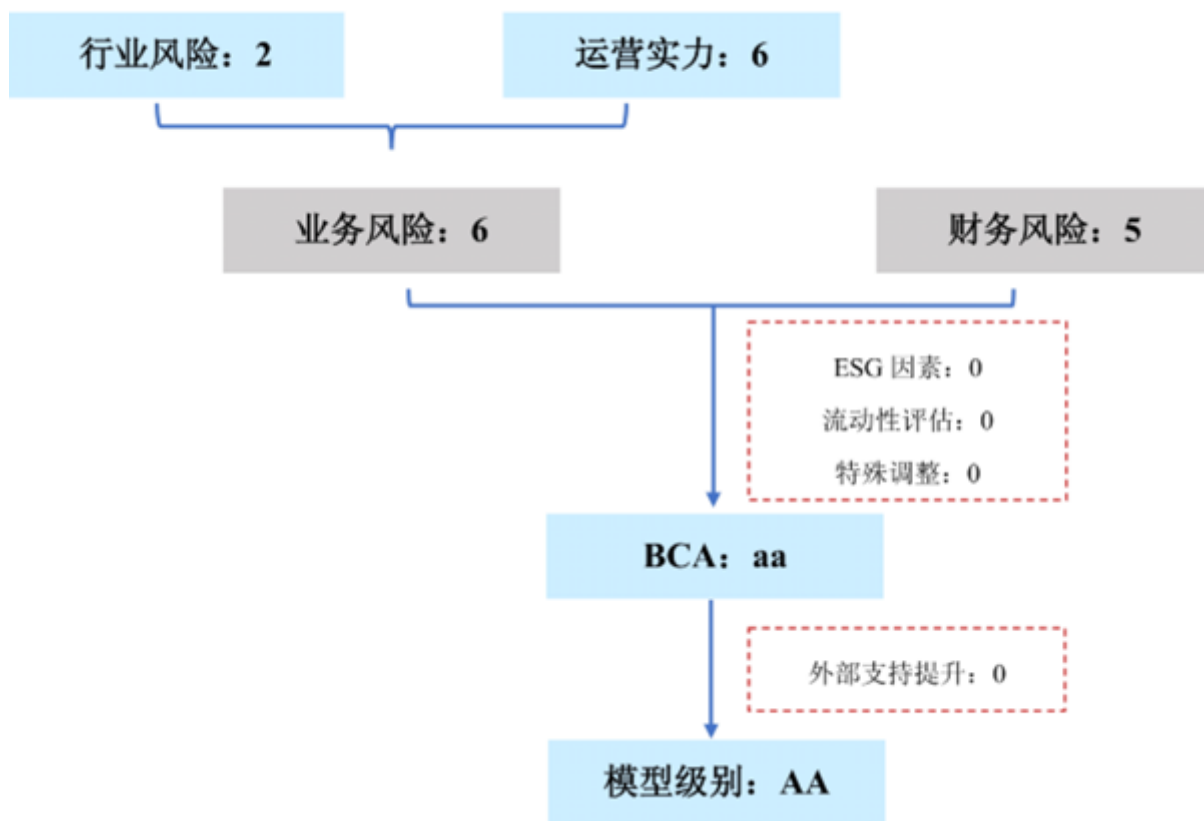
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评级 结果	上次评级有效 期	发行金额/债项余 额（亿元）	存续期	特殊条款
鹤 21 转债	AA	AA	2024/6/17 至 本报告出具日	20.50/20.50	2021/11/17~2027/ 11/17	赎回条款、回售条款、转股

注：债券余额为 2025 年 5 月末数据，因四舍五入存在尾数差异。

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	2024/6/17 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_2025_1)



注：

调整项： 当期状况对企业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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

中诚信国际认为，2024 年造纸行业景气度从底部回升，在下游需求转暖及成本下降影响下，造纸企业整体经营业绩有所修复；2025 年在提振消费政策预期下，造纸行业有望获得更有利的发展环境，但受供给端产能释放影响，行业景气度或以温和复苏为主基调；造纸企业经营及偿债指标有望进一步修复，信用基本面将保持稳定。

2024 年以来，造纸行业 PPI 增速触底回升，但仍为负数，企业盈利情况同比改善；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，加之需求改善传导需要时间，预计 2025 年主要原材料价格在底部震荡，能源价格或将进一步降低。此外，我国林木资源较少，木浆进口依赖度高的格局很难扭转，海外需求变化及供应链情况对木浆价格扰动仍存在一定不确定性。2024 年造纸行业产量保持增长，市场竞争激烈，成品纸价格整体呈回落态势；2025 年预期行业产能不断释放、产量增长，同时需求在政策刺激下或将边际改善，销量有望提升，偏宽松的供给格局决定整体价格承压。行业竞争格局仍存在变数，未来，头部造纸企业的优势将进一步凸显，行业出清速度或加速。

详见《中国造纸行业展望，2025 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11652?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，跟踪期内两新基地陆续投产，且市场积极拓展，产销量大幅提升，同时新增的制浆产能，弥补公司产业链短板，有助于增厚利润与平抑部分原材料价格波动对公司业绩带来的影响。公司在建拟建项目仍有较大规模投资，且部分新投产项目出现阶段性亏损，需要持续关注业务规模扩大后销售回款进度、在建项目投资进展和新增项目投产后的盈利变化情况。

2024 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 2025 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，公司持续保持产品线多样化的竞争优势，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。

2024 年公司产能增加，同时市场积极拓展，产销量均大幅提升，新增制浆产能弥补产业链短板，

提升原材料保障能力，但需关注新增产能释放和市场消纳情况以及部分产品的库存控制情况。

公司是国内特种纸行业龙头企业，是国内品种最齐全、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。截至 2025 年 3 月末，公司在衢州衢江、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 58 条，跟踪期内，制浆生产线由 1 条新增至 8 条，新增制浆产能 100 万吨。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，广西来宾和湖北石首项目投产运行¹，两基地利用当地原材料资源优势，实现“林浆纸用”一体化布局，弥补公司产业链的短板，公司产能进一步扩张。截至 2025 年 3 月末，公司拥有机制纸年产能 154 万吨，另外拥有 105 万吨制浆能力²。**中诚信国际认为**，生产规模的快速扩张进一步巩固公司的行业地位，产业链向上游延伸提高公司原材料保障能力，在增厚利润的同时有利于平抑木浆价格波动对经营产生的不确定性，但同时新增产能释放和市场消纳情况仍值得关注。

在新产能落地以及积极开拓市场推动下，2024 年产销量分别同比增长 31.73%和 25.90%（包括制浆产量 16.11 万吨，其中对外销量为 7.78 万吨），产销率整体保持在较高水平。库存方面，期末食品与医疗包装材料系列产品库存量同比增长 19.85%，主要系浙江鹤丰新材料有限公司食品卡纸仍需时间进一步拓展市场³，其他主要产品系列库存均呈下降或持平态势，中诚信国际将持续关注食品与医疗包装材料系列产品的库存控制及盈利改善情况。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仍呈下降态势。

特种纸生产成本中木浆的采购金额占比最高⁴，2023 年公司战略性储备低价浆且部分用于 2024 年消耗，故 2024 年木浆采购数量和金额均有所下降，此外，因新增制浆产能，公司木片等相关原材料采购数量及金额有所增加。中诚信国际将持续关注公司自制浆产能释放的情况以及对公司成本控制产生的影响。

表 1：近年来公司特种纸细分产品产销情况（万吨、元/吨）

产品	2022 产量	2022 销量	2022 价格	2023 产量	2023 销量	2023 价格	2024 产量	2024 销量	2024 价格
电气及工业用纸系列	5.65	5.18	11,148.33	6.87	6.33	10,759.09	7.71	7.77	10,295.77
烟草行业配套系列	9.86	9.18	8,779.33	9.95	9.18	8,852.36	10.97	10.28	8,824.25
食品与医疗包装材料系列	16.21	15.43	9,794.96	26.48	22.98	7,534.51	26.61	24.98	7,439.63
日用消费系列	39.89	39.09	9,098.37	48.73	46.64	8,805.20	61.47	56.47	8,558.37
商务交流及出版印刷系列	9.71	9.83	7,865.81	9.71	9.54	7,462.53	5.44	8.32	8,323.61

¹ 湖北石首项目于 2024 年 1 月初开机运行，2024 年先后有 3 条特种纸生产线和 4 条纸浆产线投入运行，共产出 9.34 万吨特种纸和 5.98 万吨自制浆。广西来宾项目 2024 年 4 月中旬 1#化机浆试机成功，2024 年已有 2 条造纸生产线和 3 条制浆生产线投产运行，共生产 2.89 万吨特种纸和 10.01 万吨纸浆。

² 机制纸产能增加主要来自湖北、广西和常山三个基地。公司在河南内乡拥有年产 5 万吨制浆装置，2024 年新增 100 万吨制浆产能，其中广西基地 60 万吨、湖北基地 40 万吨。

³ 浙江鹤丰新材料有限公司 2024 年净利润为-0.73 亿元。

⁴ 衢江、常山等基地仍以进口浆为主。

其他系列（不含特种浆）	1.43	2.48	--	2.50	2.46	--	9.01	6.69	7,378.26
特种浆	--	--	--	--	--	--	16.11	7.78	3,647.33
合计	82.75	81.18	--	104.24	97.13	--	137.32	122.29	--

注：1、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。2、表中 2023 年其他系列销量包括了给夏王代加工的 1.94 万吨，未含纸浆销售 0.13 万吨。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目仍以广西和湖北两基地为主，未来仍有较大规模投资，需持续关注项目的投资进展以及新投产项目的盈利情况。

公司在建项目主要集中在广西和湖北两基地，资金以银行长期借款为主，截至 2024 年末，公司主要在建项目尚需投资 48.45 亿元。湖北项目一期建设将在 2025 年全部建成，届时将新增产能 30 万吨，其中年产 20 万吨生活用纸项目，系公司首次涉及的新赛道，此外，广西项目二期建设将在 2025 年全面展开，二期项目新增 60 万吨制浆和 70 万吨特种纸产能生产线。2024 年广西仙鹤新材料有限公司和湖北仙鹤新材料有限公司分别产生净利润 0.55 亿元和-0.77 亿元，湖北项目亏损主要系前期使用进口木片原材料成本较高所致。公司在建拟建项目未来投资规模仍然较大，需持续关注新增产能及新产品系列对公司未来盈利情况产生的影响。

表 2：截至 2024 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
广西三江口新区高性能纸基新材料项目（一期）	浆 60 万吨、纸 60 万吨	65.00	38.12	项目贷款
年产 120 万吨特种浆纸项目（一期工程）	浆 40 万吨、纸 60 万吨、20 万吨深加工纸	43.90	33.57	项目贷款
广西三江口新区高性能纸基新材料产业园热电联产项目	蒸汽、电力	15.00	6.30	项目贷款
石首市东升仙鹤工业园区供热中心项目（一期）	蒸汽、电力	6.00	3.46	项目贷款
合计	--	129.90	81.45	--

注：1、公司部分在建项目总投资额根据实际情况有所调整；2、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，在产能规模扩大保障下，市场快速拓展带动营收规模迅速上升，同时受益于前期低价纸浆成本传导落地，毛利率亦有所提升，经营性业务利润的大幅走阔带动各项盈利指标向好。2024 年公司处于建设高峰期，期末总资产及总债务同步增加，财务杠杆迅速攀升，但财务期限结构尚可，需关注未来新增产能对经营业绩的影响以及公司财务杠杆的控制和偿债指标变化情况。

盈利能力

2024 年在行业市场有所复苏背景下，广西和湖北两基地陆续投产以及原有基地项目产能释放，销售端积极拓展带动营业收入同比大幅增长超 20.00%。同时公司营业毛利率提升 3.84 个百分点，主要系 2023 年储备低价浆成本传导至 2024 年落地所致。期间费用方面，因销售规模、管理团队规模扩大，销售费用和管理费用均有所提升，同时借款筹集规模的增加带动财务费用上涨，但在

高增的营业收入基础上，期间费用率仅微增 0.11 个百分点。综合影响下，2024 年经营性业务利润大幅走阔。投资收益主要来自浙江夏王纸业有限公司⁵（以下简称“夏王纸业”），2024 年虽同比下降但仍然对公司利润形成较好补充。同期，资产减值损失有所增加但整体规模相对较小，主要系食品与医疗包装材料系列产品库存增加同时相关产品市场价格下行所致。综合影响下，公司利润总额及净利润增长超 50.00%，各项盈利指标均明显提升。2025 年一季度，公司营业收入保持增长态势，但因为纸浆成本上升，净利润同比有所下降。

资产质量

2024 年以来，在广西及湖北基地项目建设推动下，固定资产和在建工程持续增长推升总资产。因新基地新增纸浆产能，需储备木片等原材料，同时卡纸行情竞争激烈，食品与医疗包装材料系列产品库存明显增加，2024 年末存货明显增加，而销售规模的扩大使得期末应收账款相应增加，因资金支出增加，当期末货币资金以及其他流动资产中的大额存单有所减少。负债方面，为项目建设需要匹配的长期借款迅速扩容，且以保证借款为主，总债务迅速攀升，短期债务占比相应下降。权益方面，受益于利润累积，2024 年末所有者权益同比上升。2024 年公司拟派发现金红利 3.53 亿元，占当年归属于母公司股东净利润的比例为 35.16%，分红比例较为稳定。2025 年公司继续推进项目建设，一季度末资产负债进一步上升。因项目建设推动融资需求，公司资产负债率和总资本化比率延续快速上升态势，财务杠杆水平偏高，需持续关注财务杠杆水平控制情况。

现金流及偿债情况

跟踪期内，公司销售规模扩大，销售回款有所增加，经营活动净现金流同比增加，同时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。投资活动净现金流保持较大规模流出，而为满足建设资金需求，筹资活动净现金延续大规模净流入状态。偿债指标方面，2024 年公司经营获现能力明显提升但债务规模迅速增加，除 EBITDA 利息覆盖倍数下降外，其余指标均表现向好。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 154.70 亿元，其中尚未使用额度为 60.20 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）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业收入	77.38	85.53	102.74	29.91
营业毛利率	11.51	11.62	15.46	14.60
期间费用率	4.16	5.54	5.66	6.22
经营性业务利润	5.26	4.81	9.63	2.49
投资收益	1.40	2.11	1.81	0.54
利润总额	7.94	7.32	11.31	2.55
EBIT 利润率	9.26	9.19	12.03	--
应收账款	13.10	14.12	18.21	19.16
存货	20.55	27.77	34.13	36.34
固定资产	28.46	35.26	81.42	84.53
在建工程	11.50	43.39	43.63	44.05

⁵ 2024 年末，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 2025 年 3 月末，夏王纸业拥有 6 条造纸生产线，年总产能 35.25 万吨。受房地产等下游行业景气度影响，2024 年夏王纸业产销量以及产销率均有所下降，营业收入及净利润分别为 36.44 亿元和 3.73 亿元，同比下降均超过 10.00%。

资产总计	132.64	188.70	233.22	242.75
短期借款	17.71	23.72	15.85	20.37
应付账款	11.82	19.97	25.54	21.73
长期借款	0.00	34.09	71.86	79.23
应付债券	18.64	19.50	20.31	20.56
负债合计	63.52	115.08	151.84	158.97
总债务	44.74	85.28	114.45	126.65
短期债务/总债务	58.35	37.16	19.45	21.19
未分配利润	25.85	29.94	37.03	39.40
所有者权益合计	69.12	73.62	81.38	83.78
总资本化比率	39.30	53.67	58.44	60.19
经营活动产生的现金流量净额	0.72	0.62	4.02	-1.96
投资活动产生的现金流量净额	-6.51	-37.40	-30.70	-7.45
筹资活动产生的现金流量净额	6.38	37.62	24.07	10.18
EBITDA 利息保障倍数	10.29	6.25	4.93	--
FFO/总债务	0.22	0.11	0.12	--
总债务/EBITDA	4.15	7.03	6.52	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.68	0.32	1.13	--

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产合计 7.62 亿元，占期末总资产比重为 3.27%。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 3.05 亿元；受限应收账款融资 2.77 亿元和其他流动资产 1.81 亿元主要用于开具承兑汇票。截至 2024 年末，仙鹤控股质押公司股权 0.42 亿股，占其持股比例的 7.78%。

关联交易方面，2024 年公司从夏王纸业采购成品纸和原辅料金额分别为 1.39 亿元和 1.47 亿元，公司向夏王纸业销售水电气、运输服务、加工费、环保处理费、设备维修费、技术服务费及少量原辅料和成品纸等合计 1.86 亿元，另向夏王纸业子公司浙江夏王贸易有限公司销售成品纸 4.26 亿元。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 6.02 亿元。根据公司公告，公司与上述关联方之间关联交易按照市场价格为基础，遵循公平合理的定价原则。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 2024 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~2025 年 5 月，公司本部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⁶

假设

——预计 2025 年新老基地稳步运营，原材料保障能力持续巩固，营业收入规模保持增长，盈利

⁶ 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。

及获现能力总体保持稳定。

——预计 2025 年资本支出仍有一定规模，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	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率	53.67	58.44	59.00~61.00
总债务/EBITDA	7.03	6.52	7.00~8.00

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG⁷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**，2024 年公司盈利能力明显增强，经营活动净现金流同比增加，未使用授信较为充足。2024 年末公司账面未受限货币资金为 5.00 亿元，大额存单及收益 1.81 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。2024 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 39.08 亿元，当期分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出为 5.08 亿元。根据规划，2025 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经营获现能力和备用流动性，未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

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。公司 2024 年度无变更募集资金投资项目的资金使用情况。

2024 年 6 月，因公司实施 2023 年度权益分派，“鹤 21 转债”的转股价格由 19.84 元/股调整为 19.49 元/股。

截至 2024 年末，“鹤 21 转债”尚未使用的募集资金合计 0.25 亿元。截至 2025 年 3 月末，共有人民币 108,000 元“鹤 21 转债”已转换成公司股票，累计转股数量为 3,848 股，占“鹤 21 转债”转股前公司已发行股份总额的 0.00055%。截至 2025 年 6 月 11 日，仙鹤股份过去 20 个交易日的平均交易价格为 20.82 元/股，高于可转债转股价。

“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

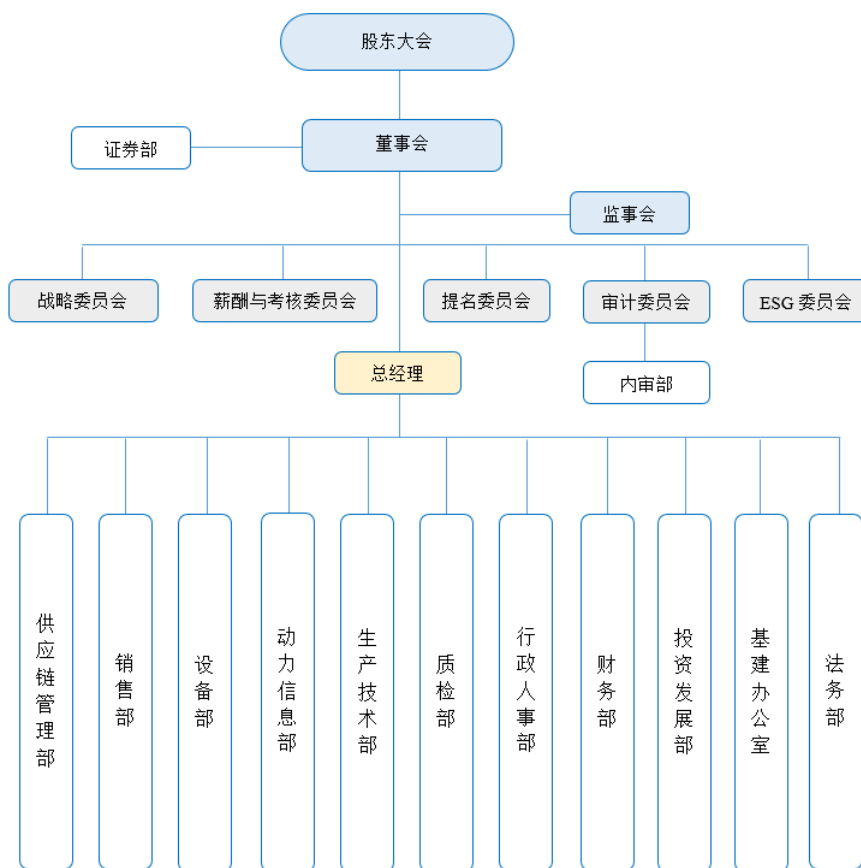
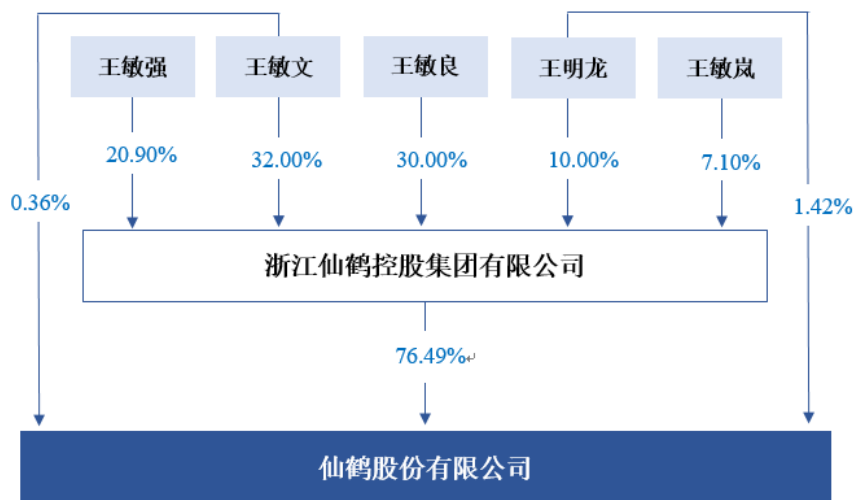
⁷ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

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 2025 年 3 月末）



注：2024 年 5 月 9 日至 2024 年 6 月 11 日，公司实际控制人之一王敏文先生通过上海证券交易所系统以集中竞价交易方式累计增持公司 A 股股份 2,539,100 股，占公司总股本的 0.36%，增持金额为人民币 5,009.51 万元。

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：亿元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	9.44	12.28	8.05	8.95
应收账款	13.10	14.12	18.21	19.16
其他应收款	0.19	0.32	0.12	0.15
存货	20.55	27.77	34.13	36.34
长期投资	9.18	10.12	11.51	12.06
固定资产	28.46	35.26	81.42	84.53
在建工程	11.50	43.39	43.63	44.05
无形资产	7.73	9.68	9.52	9.47
资产总计	132.64	188.70	233.22	242.75
其他应付款	0.07	0.08	0.06	0.08
短期债务	26.11	31.69	22.26	26.84
长期债务	18.64	53.59	92.18	99.81
总债务	44.74	85.28	114.45	126.65
净债务	37.35	77.30	109.45	--
负债合计	63.52	115.08	151.84	158.97
所有者权益合计	69.12	73.62	81.38	83.78
利息支出	1.05	1.94	3.56	--
营业总收入	77.38	85.53	102.74	29.91
经营性业务利润	5.26	4.81	9.63	2.49
投资收益	1.40	2.11	1.81	0.54
净利润	7.15	6.67	10.13	2.37
EBIT	7.16	7.86	12.36	--
EBITDA	10.79	12.13	17.55	--
经营活动产生的现金流量净额	0.72	0.62	4.02	-1.96
投资活动产生的现金流量净额	-6.51	-37.40	-30.70	-7.45
筹资活动产生的现金流量净额	6.38	37.62	24.07	10.18
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	11.51	11.62	15.46	14.60
期间费用率（%）	4.16	5.54	5.66	6.22
EBIT 利润率（%）	9.26	9.19	12.03	--
总资产收益率（%）	5.40	4.89	5.86	--
流动比率（X）	1.71	1.37	1.57	1.69
速动比率（X）	1.21	0.88	0.92	0.99
存货周转率（X）	3.33	3.13	2.81	2.90*
应收账款周转率（X）	5.91	6.29	6.36	6.40*
资产负债率（%）	47.89	60.99	65.11	65.49
总资本化比率（%）	39.30	53.67	58.44	60.19
短期债务/总债务（%）	58.35	37.16	19.45	21.19
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.01	0.00	0.01	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.02	-0.01	0.06	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.68	0.32	1.13	--
总债务/EBITDA（X）	4.15	7.03	6.52	--
EBITDA/短期债务（X）	0.41	0.38	0.79	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	10.29	6.25	4.93	--
EBIT 利息保障倍数（X）	6.83	4.05	3.47	--
FFO/总债务（X）	0.22	0.11	0.12	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、因缺少 2025 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
经营效率	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)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
	现金周转天数 (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 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)
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	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
现金流	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	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