



# 仙鹤股份有限公司

## 2026 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[2026]跟踪 1512 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，有效期至受评债项到期兑付日。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

2026 年 6 月 29 日

## 评级结论

<b>发行人及评级结果</b>	仙鹤股份有限公司	AA/稳定
-----------------	----------	-------

<b>跟踪债项及评级结果</b>	“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，产销扩张带动营业收入及经营活动净现金流增长，与上下游建立良好稳定的合作关系且产业布局持续完善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
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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</li> <li>■ 2025年产能规模持续扩张同时新产品积极推广推升销量，营业收入规模大幅提升同时经营活动净现金流走阔</li> <li>■ 公司与上下游建立良好稳定的合作关系且“林浆纸用”一体化布局持续推进，进一步提升竞争优势</li> </ul>
关注
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 木浆价格以及汇率波动风险</li> <li>■ 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</li> <li>■ 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</li> </ul>

**项目负责人：**肖瀚 hxiao@ccxi.com.cn  
**项目组成员：**刘洁 jliu01@ccxi.com.cn

**评级总监：**  
 电话：(027)87339288

## 主体财务概况

仙鹤股份（合并口径）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
资产总计（亿元）	188.70	233.22	248.86	260.18
所有者权益合计（亿元）	73.62	81.38	88.15	90.61
负债合计（亿元）	115.08	151.84	160.72	169.56
总债务（亿元）	85.28	114.45	127.57	136.03
营业总收入（亿元）	85.53	102.74	123.43	31.67
净利润（亿元）	6.67	10.13	10.19	2.52
EBIT（亿元）	7.86	12.36	13.55	--
EBITDA（亿元）	12.13	17.55	22.48	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.62	4.02	7.89	3.02
营业毛利率（%）	11.62	15.46	13.71	14.84
总资产收益率（%）	4.89	5.86	5.62	--
EBIT 利润率（%）	9.19	12.03	10.98	--
资产负债率（%）	60.99	65.11	64.58	65.17
总资本化比率（%）	53.67	58.44	59.14	60.02
总债务/EBITDA（X）	7.03	6.52	5.68	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.25	4.93	5.66	--
FFO/总债务（X）	0.11	0.12	0.13	--

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 2024~2025 年财务报告以及未经审计的 2026 年一季度财务报表整理。其中 2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年审计报告期初数，2025 年财务数据采用了 2025 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

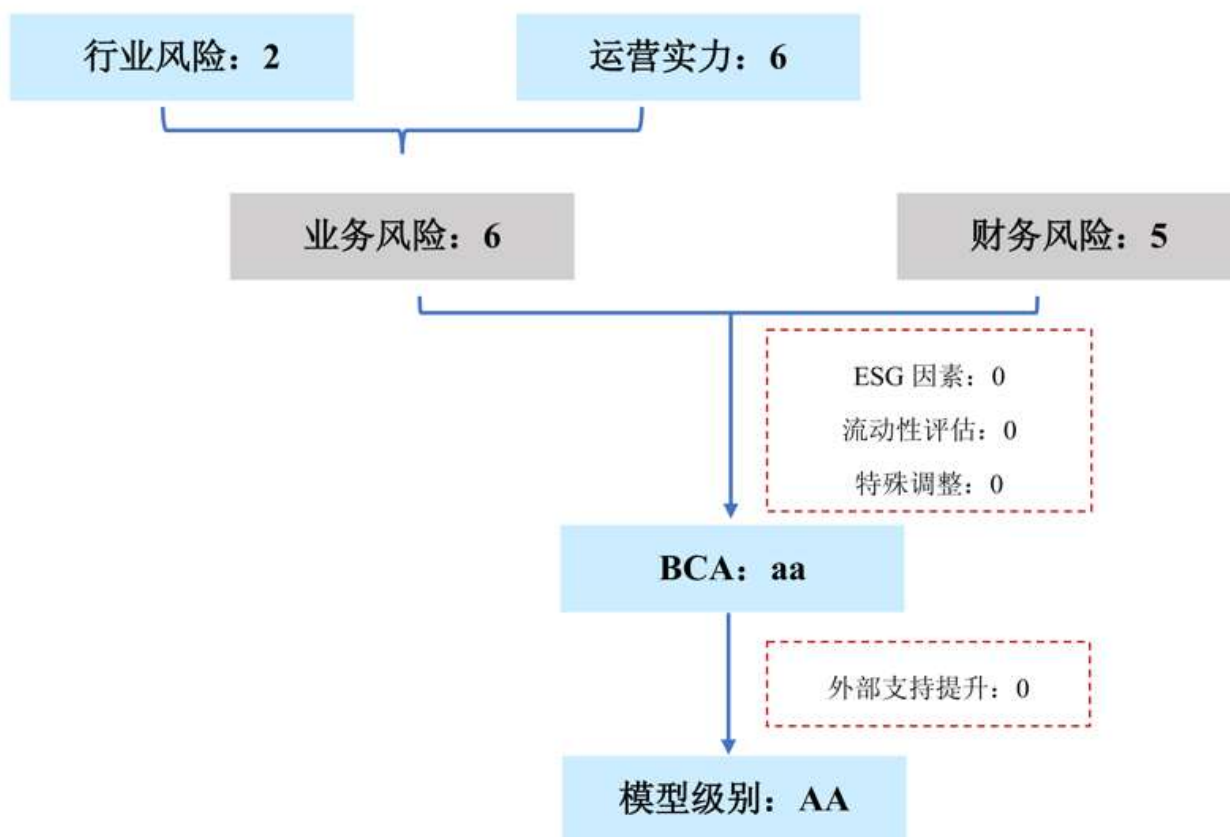
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评级 结果	上次评级有效 期	发行金额/债项余 额（亿元）	存续期	特殊条款
鹤 21 转债	AA	AA	2025/6/23 至 本报告出具日	20.50/20.17	2021/11/17~2027/ 11/17	赎回条款、回售条款、转股

注：债券余额为 2026 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	2025/6/23 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\_2026\_1)



\*行业风险得分范围为 1~5，运营实力、业务风险及财务风险得分范围为 1~7，分值越高，表现越好。

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

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2026 年一季度中国经济开局良好，生产、出口、投资等多项宏观指标增速回升，新动能持续较快增长，对经济贡献增强。但同时，内需延续疲弱、供强需弱矛盾依然突出，叠加中东地缘冲突引发的输入型通胀压力上升，全球能源供给与供应链扰动加剧，中国经济增长边际承压但稳中有进态势不改。

详见《一季度经济开局良好，地缘风险外溢的扰动或于二季度显现》，报告链接：  
<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12516?type=1>

### 行业概况

中诚信国际认为，2025 年以来，造纸行业 PPI 持续负增长、原材料价格呈“V”型走势、需求弱复苏，盈利整体承压；2026 年虽有政策提振消费预期，但供给宽松格局难改，纸价或仍承压，行业景气度预计在底部徘徊，纸企的经营管理面临更为严峻的挑战，需警惕流动性压力与竞争加剧带来的信用风险。

2025 年以来，在供应端持续宽松的影响下，主要纸种价格整体呈下行态势，纸企整体盈利指标、获现能力及偿债指标均呈弱化态势。2026 年预期行业新增产能释放、产量增长，同时需求缓慢复苏，销量预期小幅提升，偏宽松的供给格局决定整体价格承压。在供大于求的整体供需格局下，行业竞争依旧激烈，“产品差异化+林浆纸一体化”等头部纸企盈利有望率先修复，而外购浆比例高、开机率不足及产品同质化的企业盈利修复艰难，易陷入“增量不增利”甚至持续亏损的困境，部分企业可能面临淘汰风险。行业总体信用水平为稳定弱化。

详见《中国造纸行业展望，2026 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12397?type=1>

### 运营实力

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，跟踪期内新基地产能逐步释放，新产品推广同时市场积极拓展，产销量延续大幅上升态势，主要原材料价格下行叠加自制浆放量，一定程度上平抑各系列产品价格下行对业绩产生的影响。公司在建拟建项目仍有较大规模投资，且部分新投产项目仍出现阶段性亏损，需持续关注业务规模扩大后库存控制、在建项目投资进展和新增项目投产后的盈利变化情况。

*2025 年以来控股股东增持公司股份，董事会及管理层完成换届，管理架构总体稳定，战略方向明确，需持续关注向特定对象发行股票事项的后续进展。*

2025 年，控股股东通过上海证券交易所系统以集中竞价方式累计增持公司股份 13,589,408 股，占公司总股本的 1.92%，增持金额为人民币 30,001.06 万元。同年，“鹤 21 转债”转股 1,748,025 股。截至 2026 年 3 月末，公司股本为 7.08 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 78.22%，实际控制人为自然人。

2025 年 8 月 22 日，公司董事会完成换届选举，第四届董事会由非独立董事 5 名，独立董事 3 名和 1 名职工代表董事构成。同日，第四届董事会第一次会议，选举产生公司董事长、副董事长、董事会各专门委员会成员，并聘任了公司新一届高级管理人员、证券事务代表。2025 年 12 月，

原董事王明龙因个人原因辞去非独立董事、提名委员会委员职务，随后，王昱哲补选为非独立董事，王敏良补选为董事会提名委员会成员。中诚信国际认为，公司董事会及管理层完成换届，整体组织架构并未发生根本性改变，经营管理仍保持稳定。

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。以“浙江制造”为标准，做“国内一流，国际先进”的高性能纸基功能材料行业的领军企业。

此外，公司于 2025 年 9 月公告《向特定对象发行 A 股股票预案》，募集资金总额不超过 30.00 亿元，其中 21.00 亿元用于广西三江口新区高性能纸基新材料项目二期工程，9.00 亿元用于补充流动资金。截至本报告出具日，定增事项在稳步推进中，中诚信国际将持续跟踪该事项的后续进展。

**2025 年随着湖北和广西基地产能释放以及新产品推广和市场积极拓展，产销量延续大幅提升态势，主要原材料价格下行同时自制浆放量，单位成本下降，但在新增低单价产品线以及激烈市场竞争影响下，各系列产品均价均有所下降，部分产品库存增加，需持续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 2026 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 62 条，另拥有年产能 105 万吨的制浆能力<sup>1</sup>。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产能逐步爬坡<sup>2</sup>，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，在弥补公司产业链的短板同时大幅增加公司产量。截至 2025 年末，公司拥有机制纸年产能 171 万吨，当年完成机制纸产量 163.74 万吨，同比增长 35.08%。**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。

在新产能释放、新产品推广以及积极开拓市场推动下，2025 年特种浆纸销售量 180.57 万吨<sup>3</sup>，同比增长 38.82%。产销率整体保持在较高水平。价格方面，因市场竞争激烈，各系列产品的均价均出现不同程度下滑，其中日用消费系列、食品与医疗包装材料和商务交流及出版印刷系列下降较多，除市场竞争产品单价下调因素外，还因产品结构调整，低单价产品增加所致。库存方面，随着销量扩大，库存备货有所增加，期末库存量同比增长 47.37%，其中日用消费系列增长最多，食品与医疗包装材料和商务交流及出版印刷系列亦有所增加，其他系列则有所下降。中诚信国际将持续关注公司各系列产品的库存控制情况。跟踪期内，公司销售模式和结算模式未发生较大变

<sup>1</sup> 制浆产能与上年同期持平，其中河南 5.1 万吨、广西 60 万吨、湖北 40 万吨。

<sup>2</sup> 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 万吨木浆。2025 年广西来宾和湖北石首两大生产基地共有 7 条制浆生产线和 9 条特种纸生产性投入生产，其中湖北仙鹤产出 18.85 万吨特种纸和 22.37 万吨自制浆，广西仙鹤产出 32.38 万吨特种纸和 46.55 万吨木浆。2025 年两基地特种纸和自制浆分别同比增长 39.00 万吨和 52.93 万吨。

<sup>3</sup> 包含浆对外销量 30.55 万吨。

化，同时公司加强款项催收力度，期末应收款同比下降。

特种纸生产成本中木浆的采购金额占比最高<sup>4</sup>，2025 年木浆平均单价随市场行情下行，但随着产量增加，木浆采购金额仍有所上升，同时木片采购规模有所上升，其余主要原材料价格均有所下降。中诚信国际将持续关注公司成本控制情况。

表 1：近年来公司特种纸细分产品产销情况（万吨、元/吨）

产品	2023			2024			2025		
	产量	销量	价格	产量	销量	价格	产量	销量	价格
电气及工业用纸系列	6.87	6.33	10,759.09	7.71	7.77	10,295.77	8.26	8.05	10,237.13
烟草行业配套系列	9.95	9.18	8,852.36	10.97	10.28	8,824.25	11.48	10.85	8,640.51
食品与医疗包装材料系列	26.48	22.98	7,534.51	26.61	24.98	7,439.63	36.95	33.57	6,813.35
日用消费系列	48.73	46.64	8,805.20	61.47	56.47	8,558.37	87.59	77.49	7,236.03
商务交流及出版印刷系列	9.71	9.54	7,462.53	5.44	8.32	8,323.61	16.51	14.94	6,049.32
其他系列	2.50	2.46	/	25.12	14.47	5,372.47	82.74	35.67	3,784.75
合计	104.24	97.13	--	137.32	122.29	--	243.54	180.57	--

注：表中其他系列主要是木浆并包含给夏王代工产品。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司依托国家级技术中心、博士后科研工作站等研发平台，持续加大研发投入，致力于纸基功能新材料、环保工艺和功能化技术等方面的研究，2025 年费用化研发投入达 1.76 亿元，同比增长 30.75%，不断培育的新产品为公司未来持续发展奠定了基础。同时，公司以纸基功能材料研发制造为核心，积极推动相关能源制造、化工材料、工业水处理及固废处理、分布式光伏发电、物流及 C 端产品等新材料、新能源以及上下游一体化等产业的多元化发展。中诚信国际将持续跟踪公司研发投入转化、新产品提升竞争力和利润空间以及一体化多元产业布局协同增利的情况。

**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基地二期项目和四川竹浆项目，总投规模超百亿，其中广西基地二期项目将充分利用一期项目已建成并留有余地的公共设施进行工程建设，规划新增 60 万吨制浆和 70 万吨特种纸产能，计划于 2027 年中期全部投产，其中新建的 PM6 特种纸生产线力争于 2026 年 9 月率先投入运行。湖北基地暂无新增大规模投资计划，除继续开足马力满负荷运行外，年产 20 万吨生活用纸项目作为公司新赛道，将紧密结合市场需求，加快形成自主的生活用纸产销生态圈。2025 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 2.17 亿元和-1.42 亿元。此外，公司全面启动四川项目建设周期，完善公司全国产能布局，规划建设年产 40 万吨竹浆和 60 万吨高性能纸基新材料生产线及相关配套设施，该项目将充分利用当地丰富的竹材资源，建设竹浆产线，进一步丰富仙鹤特种浆的品种结构。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 2025 年末公司主要在建项目情况（亿元）

<sup>4</sup> 衢江、常山等基地仍以进口浆为主。

项目名称	建设内容	总投资	已投资	2026 年计划
广西三江口新区高性能纸基新材料项目（二期）	年产浆 60 万吨、纸 70 万吨	54.04	0.007	25.00
年产 5 万吨纸制品深加工项目	年产纸制品 5 万吨	1.67	1.30	0.50
年产 3 万吨特种纸项目	年产皱纹纸、成型纸 3 万吨	4.80	0.22	3.00
年产 100 万吨竹浆纸用一体化项目	年产竹浆纸 100 万吨	47.38	0.01	5.00
合计	--	107.89	1.55	33.50

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，单位成本下降的同时产品单价亦有所下降，毛利空间收窄，但在产销规模大幅扩张推动下，利润规模保持稳定，建设投资强度虽同比有所下降但仍保持较大规模，期末总资产及总债务同步增加，财务杠杆持续攀升，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

*2025 年在湖北广西基地产能释放保障下，公司产销规模扩大，自产浆占比提升同时外购浆价下行推动单位生产成本下降，但激烈的市场竞争使得各系列产品价格下探，毛利空间收窄，EBIT 利润率同比下降，但规模扩张使得利润保持稳定。*

2025 年湖北基地一期项目稳定运行、广西基地一期项目全部投产叠加新产品推广推动销量攀升，营业收入同比增速超 20%，其中日用消费系列和以木浆销售为主的其他系列贡献增量最多，均超过 20 万吨。外购浆价下降以及自产浆占比提升推动单位成本下降，同时激烈的市场竞争，使得各系列产品单价均有所下降，并以日用消费系列和商务交流及出版印刷材料系列产品下降最多，除上述两系列产品毛利率下降外，其余系列产品毛利率均同比提升，营业毛利率微降 1.76 个百分点，随着公司规模扩大，人员、折旧摊销、研发投入以及债务的增加，公司销售费用、管理费用、研发费用及财务费用均同步增长，期间费用率上升 0.79 个百分点，综合影响下，经营性业务利润有所收窄。合营企业浙江夏王纸业有限公司<sup>5</sup>（以下简称“夏王纸业”）利润增长，贡献投资收益同比上升。同期存货和应收账款计提减值规模减少，信用减值损失和资产减值损失收窄且规模相对较小。综合影响下，利润总额及净利润总体保持稳定，在营业收入扩大背景下，EBIT 利润率同比下降，但仍处于行业较好水平。2026 年一季度，公司营业收入保持增长态势，同时随着原材料成本下降，净利润同比增长。

## 资产质量

*跟踪期内，持续利润累积推升权益规模，债务规模进一步上升以满足项目建设资金需求，资产及*

<sup>5</sup> 2026 年 3 月末，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 2026 年 3 月末，夏王纸业拥有 8 条造纸生产线，年总产能接近 40 万吨。2025 年夏王纸业产销量以及产销率有所回升，营业收入及净利润分别为 36.74 亿元和 4.52 亿元，均同比回升。

**负债规模同步增长，财务杠杆不断上升，需关注未来财务杠杆的控制情况。**

公司总资产规模延续扩张态势，2025 年在广西及湖北基地在建项目持续投入并陆续转固带动下，固定资产和在建工程合计规模持续增长，以预付工程及设备款为主的其他非流动资产亦同比增长。因销售规模扩大，库存商品特别是日用消费系列产品库存激增，同时食品与医疗包装材料系列和商务交流及出版印刷材料系列库存量亦有所增加，期末存货呈持续增长态势，需关注上述系列产品的存货周转情况。2025 年末应收账款规模有所控制，应收账款周转率持续提升。2025 年末货币资金同比减少，但其他流动资产中大额存单有所增加。负债方面，2025 年因流动资金需求量增长，短期借款增加并相应减少应付票据，为项目建设需要匹配的长期借款呈持续增长态势，总债务持续攀升，短期债务占比有所上升。权益方面，受益于利润累积以及可转债转股，2025 年末所有者权益保持增长。2025 年度公司拟派发现金红利 4.95 亿元，占当年归属于母公司股东净利润的比例为 48.92%，分红比例较上年有所提升。2026 年 3 月末，公司资产及债务规模延续同步增长态势，财务杠杆水平偏高且持续上升，需持续关注财务杠杆水平控制情况。

## 现金流及偿债情况

**随着销售回款增加，公司经营现金净流入规模扩大，同时在建项目大量转固折旧激增带动 EBITDA 攀升，主要偿债指标有所优化。**

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；投资活动净现金流保持一定规模流出但流出规模同比收窄，主要系广西湖北基地一期项目陆续建成并转固所致，为满足建设资金需求，筹资活动净现金延续净流入状态，但净流入规模随投资减少亦有所收窄。2025 年在广西及湖北基地项目转固带动下，折旧规模激增带动 EBITDA 迅速攀升，叠加经营活动净现金流入走阔，主要偿债指标均有所优化。截至 2026 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 190.13 亿元，其中尚未使用额度为 84.68 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）

	2023	2024	2025	2026.3/2026.1-3
营业收入	85.53	102.74	123.43	31.67
营业毛利率	11.62	15.46	13.71	14.84
期间费用率	5.54	5.66	6.45	6.52
经营性业务利润	4.81	9.63	8.29	2.66
投资收益	2.11	1.81	2.43	0.42
<b>利润总额</b>	<b>7.32</b>	<b>11.31</b>	<b>11.45</b>	<b>2.83</b>
<b>净利润</b>	<b>6.67</b>	<b>10.13</b>	<b>10.19</b>	<b>2.52</b>
EBIT 利润率	9.19	12.03	10.98	--
应收账款	14.12	18.21	18.05	18.77
存货	27.77	34.13	39.07	41.18
固定资产	35.26	81.42	119.22	117.66
在建工程	43.39	43.63	15.26	18.09
<b>资产总计</b>	<b>188.70</b>	<b>233.22</b>	<b>248.86</b>	<b>260.18</b>
短期借款	23.72	15.85	19.79	23.50
应付账款	19.97	25.54	21.59	22.01
长期借款	34.09	71.86	77.35	79.69
应付债券	19.50	20.31	20.71	20.97
<b>负债合计</b>	<b>115.08</b>	<b>151.84</b>	<b>160.72</b>	<b>169.56</b>
总债务	85.28	114.45	127.57	136.03
短期债务/总债务	37.16	19.45	23.12	26.00

未分配利润	29.94	37.03	43.58	46.09
<b>所有者权益合计</b>	<b>73.62</b>	<b>81.38</b>	<b>88.15</b>	<b>90.61</b>
总资本化比率	53.67	58.44	59.14	60.02
经营活动产生的现金流量净额	0.62	4.02	7.89	3.02
投资活动产生的现金流量净额	-37.40	-30.70	-19.24	-3.90
筹资活动产生的现金流量净额	37.62	24.07	9.83	5.21
EBITDA 利息保障倍数	6.25	4.93	5.66	--
FFO/总债务	0.11	0.12	0.13	--
总债务/EBITDA	7.03	6.52	5.68	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.32	1.13	1.99	--

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

## 其他事项

**公司受限资产占比较小，有一定规模关联交易，无对外担保以及影响正常经营的重大未决诉讼，信用记录良好。**

截至 2025 年末，公司受限资产合计 7.93 亿元，占期末总资产比重为 3.18%。其中，作为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和海关进口增值税保证金的受限货币资金合计 1.68 亿元；受限应收账款融资 1.05 亿元和其他流动资产 5.20 亿元主要用于开具承兑汇票。截至 2025 年末，仙鹤控股质押公司股权 0.35 亿股，占其持股比例的 6.32%。

关联交易方面，2025 年公司从夏王纸业采购成品纸和原辅料金额分别为 0.91 亿元和 0.61 亿元，公司向夏王纸业销售水电气、成品纸及浆、运输服务、设备维修、技术服务、环保处理及少量原辅料等合计 2.79 亿元，向湖北夏王新材料有限公司销售成品纸及浆、原辅料、水电气、维修费、运输服务、环保处理及废纸合计 2.10 亿元，另向浙江夏王贸易有限公司销售成品纸 0.75 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 3.48 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 2026 年 3 月末，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，2023 年~2026 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<sup>6</sup>

### 假设

——预计 2026 年新老基地稳步运营，原材料保障能力持续巩固，营业收入规模继续保持增长，盈利及获现能力总体保持稳定。

——预计 2026 年资本支出仍有一定规模，年内完成定增并匹配适量银行融资以满足资金需求。

<sup>6</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。

## 预测

表 4: 预测情况表 (%、X)

重要指标	2024 年实际	2025 年实际	2026 年预测
总资本化比率	58.44	59.14	49.00~54.00
总债务/EBITDA	6.52	5.68	4.00~5.00

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

**仙鹤股份潜在 ESG 风险较小。公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求。**

ESG<sup>7</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，内控制度较为完善。2026 年 4 月，公司实际控制人之一王明龙先生，因涉嫌短线交易，收到中国证券监督管理委员会立案告知书。因未将借用他人证券账户持有仙鹤股份股票事项及时告知公司，导致公司控股股东及一致行动人合计持有公司股份比例达到 80%时未及时披露，中国证券监督管理委员会浙江监管局决定对王明龙采取责令改正的监督管理措施，并记入证券期货市场诚信档案，同时上海证券交易所决定对王明龙予以监管警示。同年 6 月 9 日，中国证监会浙江监管局出具《行政处罚决定书》，根据对王明龙涉嫌短线交易仙鹤股份股票一案调查结果，依法对王明龙给予警告，并处以 60 万元罚款。中诚信国际认为，上述事项对公司日常管理、生产经营及偿债能力等未造成重大不利影响。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**，2025 年公司经营活动净现金流同比增加，未使用授信较为充足。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。根据规划，2026 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 2025 年度无变更募集资金投资项目的资金使用情况。

2025 年 7 月，因公司实施 2024 年度权益分派，“鹤 21 转债”的转股价格由 19.49 元/股调整为 18.99 元/股。

截至 2026 年 3 月末，共有人民币 33,305,000 元“鹤 21 转债”已转换成公司股票，累计转股数量为 1,751,926 股，占“鹤 21 转债”转股前公司已发行股份总额的 0.2482%。截至 2025 年 4 月 30 日，仙鹤股份过去 20 个交易日的平均交易价格为 22.08 元/股，高于可转债转股价。

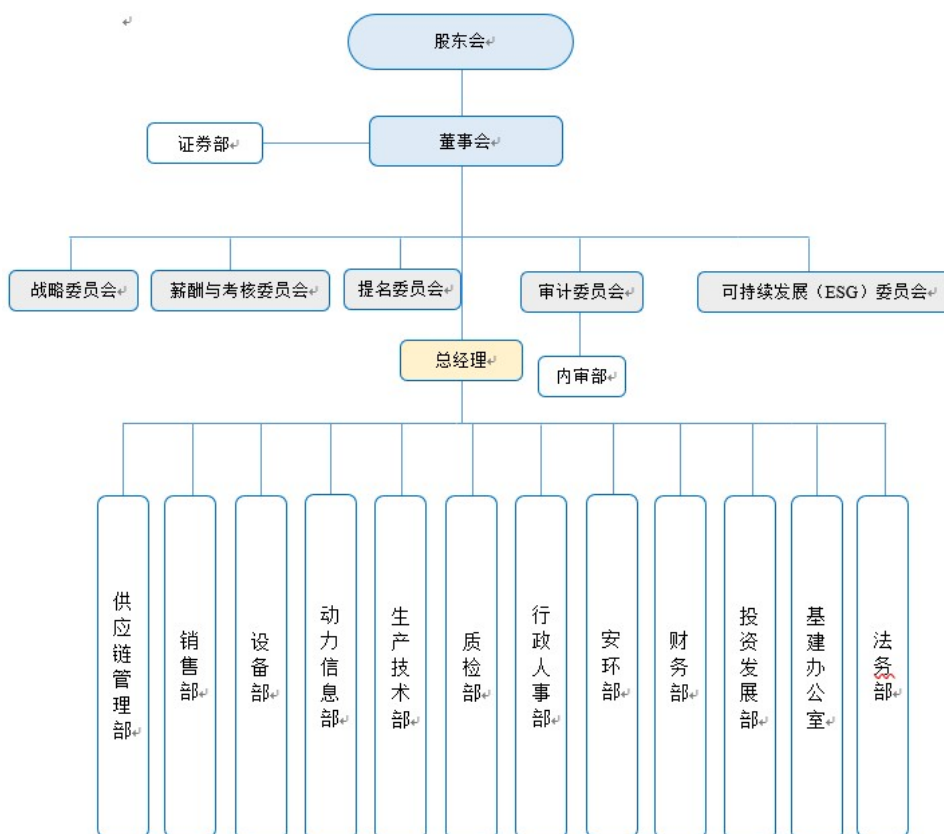
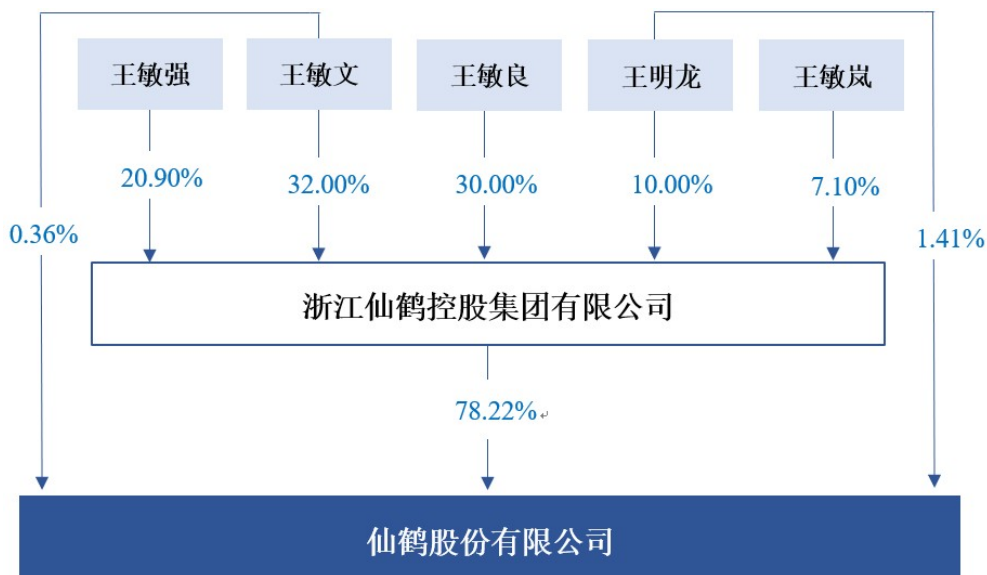
<sup>7</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

“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 2026 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：亿元）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
货币资金	12.28	8.05	5.07	8.94
应收账款	14.12	18.21	18.05	18.77
其他应收款	0.32	0.12	0.17	0.16
存货	27.77	34.13	39.07	41.18
长期投资	10.12	11.51	12.52	11.53
固定资产	35.26	81.42	119.22	117.66
在建工程	43.39	43.63	15.26	18.09
无形资产	9.68	9.52	10.12	11.90
资产总计	188.70	233.22	248.86	260.18
其他应付款	0.08	0.06	0.05	0.06
短期债务	31.69	22.26	29.49	35.36
长期债务	53.59	92.18	98.08	100.67
总债务	85.28	114.45	127.57	136.03
净债务	77.30	109.45	124.18	--
负债合计	115.08	151.84	160.72	169.56
所有者权益合计	73.62	81.38	88.15	90.61
利息支出	1.94	3.56	3.97	--
营业总收入	85.53	102.74	123.43	31.67
经营性业务利润	4.81	9.63	8.29	2.66
投资收益	2.11	1.81	2.43	0.42
净利润	6.67	10.13	10.19	2.52
EBIT	7.86	12.36	13.55	--
EBITDA	12.13	17.55	22.48	--
经营活动产生的现金流量净额	0.62	4.02	7.89	3.02
投资活动产生的现金流量净额	-37.40	-30.70	-19.24	-3.90
筹资活动产生的现金流量净额	37.62	24.07	9.83	5.21
财务指标	2023	2024	2025	2026.3/2026.1~3
营业毛利率（%）	11.62	15.46	13.71	14.84
期间费用率（%）	5.54	5.66	6.45	6.52
EBIT 利润率（%）	9.19	12.03	10.98	--
总资产收益率（%）	4.89	5.86	5.62	--
流动比率（X）	1.37	1.57	1.51	1.48
速动比率（X）	0.88	0.92	0.81	0.82
存货周转率（X）	3.13	2.81	2.91	2.69
应收账款周转率（X）	6.29	6.36	6.81	6.88
资产负债率（%）	60.99	65.11	64.58	65.17
总资本化比率（%）	53.67	58.44	59.14	60.02
短期债务/总债务（%）	37.16	19.45	23.12	26.00
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.00	0.01	0.04	--
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.01	0.06	0.16	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.32	1.13	1.99	--
总债务/EBITDA（X）	7.03	6.52	5.68	--
EBITDA/短期债务（X）	0.38	0.79	0.76	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.25	4.93	5.66	--
EBIT 利息保障倍数（X）	4.05	3.47	3.41	--
FFO/总债务（X）	0.11	0.12	0.13	--

注：1、2026 年一季报未经审计；2、带\*指标已经年化处理；3、因缺少 2026 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 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)
	现金周转天数	
	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[2023]65 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