

仙鹤股份有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 21 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦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。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，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。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0773 号

仙鹤股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵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**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十一日

评级观点：中诚信国际维持仙鹤股份有限公司（以下简称“仙鹤股份”或“公司”）主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“鹤21转债”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了公司产品结构丰富、多个产品在细分市场保持领先的行业地位、产能规模持续扩张有利于公司行业地位提高、收入和盈利水平持续上升，可转债发行有效补充公司流动性，且公司具有一定备用流动性对公司整体信用实力提供了支持。同时，中诚信国际关注到木浆价格波动风险、公司面临较大的资本支出压力、应收账款持续增加和经营获现能力有待进一步提高等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

仙鹤股份（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	73.78	79.64	110.49	110.60
所有者权益合计（亿元）	38.45	53.79	64.47	65.94
总负债（亿元）	35.34	25.85	46.02	44.67
总债务（亿元）	24.87	14.70	31.09	30.81
营业总收入（亿元）	45.67	48.43	60.17	16.78
净利润（亿元）	4.39	7.19	10.19	1.46
EBIT（亿元）	5.73	9.10	11.79	--
EBITDA（亿元）	8.14	11.87	15.10	--
经营活动净现金流（亿元）	4.56	3.02	4.47	1.07
营业毛利率(%)	18.70	20.47	19.98	11.54
总资产收益率(%)	8.87	11.87	12.41	--
资产负债率(%)	47.89	32.46	41.65	40.38
总资本化比率(%)	39.28	21.47	32.54	31.84
总债务/EBITDA(X)	3.06	1.24	2.06	--
EBITDA 利息倍数(X)	12.26	15.67	39.61	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告和 2022 年一季度未经审计的财务报告整理；由于缺乏相关数据，部分指标无法计算。

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。**公司是我国大型特种纸生产企业，产品包括 6 大系列，60 余个品种，产品结构丰富，且多种产品市场占有率排名行业前三位，在细分市场保持领先地位。

■ **产能规模持续扩张，公司收入和盈利水平持续上升。**跟踪期内，公司新建产能逐步投产，截至 2021 年末，公司特种纸年产能合计达 85.11 万吨。此外，公司有多个在建产能扩张项目，产能规模的持续扩大有利于公司行业地位的提高，并带动公司收入和盈利水平持续提升。

■ **可转债发行有效补充公司流动性，公司具有一定备用流动性。**

2021 年，公司发行“鹤 21 转债”并募集资金 20.5 亿元，有效补充公司流动性。此外，截至 2022 年 3 月末，公司获得 37.65 亿元的金融机构综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为 31.24 亿元，具备一定备用流动性。

关注

■ **木浆价格波动风险。**公司自制浆产能较小，木浆依赖进口，进口木浆采购成本约占同期原材料采购金额的 60%~80%，而国际木浆价格易受市场供求关系、气候及自然灾害等多重因素影响，木浆价格波动将对公司经营及盈利造成一定影响。2022 年一季度以来，木浆价格明显提升，对公司毛利率造成负面影响。

■ **在建项目投资规模很大，面临较大资本支出压力。**截至 2022 年 3 月末，公司在建项目尚需投资 158.42 亿元，面临较大资本支出压力，项目的资金平衡、产能释放和未来市场消纳情况值得关注。

■ **应收账款持续增加，经营获现能力有待进一步提高。**受市场规模扩张影响，应收账款持续增加，截至 2022 年 3 月末，公司应收账款达 12.39 亿元，对公司资金造成一定占用，且经营活动净现金流规模较小，经营获现能力有待进一步提高。

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。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，行业地位不断提升，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。**造纸行业景气度下滑，导致公司收入、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，流动性压力加大。

同行业比较

2021 年部分造纸企业主要指标对比表						
公司名称	纸种	产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	总资产收益率(%)
晨鸣纸业	文化纸、铜版纸、白卡纸	550	828.41	72.78	330.20	5.68
恒安国际	生活纸	纸巾：9,134.21 万箱 卫生巾：139.63 亿片 纸尿裤：16.55 亿片	422.93	54.41	207.90	11.02
仙鹤股份	特种纸	77.69	110.49	41.65	60.17	12.41

注：“晨鸣纸业”为“山东晨鸣纸业集团股份有限公司”简称，“恒安国际”为“恒安国际集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
鹤 21 转债	AA	AA	2021/5/17	20.50	20.50	2021/11/17~2027/11/17	赎回条款、回售条款

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。

募集资金使用情况

2021年11月17日，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20.5亿元，“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。截至2021年末，“鹤21转债”的募集资金已累计使用8.71亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快

企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年以来，受原材料波动及疫情影响，行业景气度先扬后抑，造纸各细分行业供需波动各异，纸价走势不一，需关注包装纸新增产能释放及其对纸价的影响

造纸行业周期性显著，其景气程度与宏观经济走势呈显著的正相关关系。近年来，全国机制纸及纸产量持续增加，2021年上半年，纸价暴涨是营收向上的重要推动力，大幅上涨的纸价有相当一部分转化为企业利润，而2021年下半年，快速回落的纸价压缩了造纸企业的盈利空间。根据中国纸网统计，2021年，全国机制纸及纸板产量13,583.9万吨，同比增长6.8%。2021年规模以上造纸和纸制品企业营业收入15,006.2亿元，同比增长14.7%，实现利润总额884.8亿元，同比增长6.9%。

造纸行业各细分产品用途各异，市场关联度较低，各子行业供需波动不尽相同。目前纸及纸板按用途可以大致分为文化类用纸（含双胶纸、铜版纸、新闻纸等）、包装类用纸（含瓦楞纸、箱板纸、白纸板、白卡纸等）、生活用纸和特种纸四类，从市场体量来看，包装类用纸和文化类用纸占据了绝大部分的市场份额，而生活用纸和特种纸受其属性影响，产销规模较小。

具体来看，文化类用纸以内销为主，报纸行业

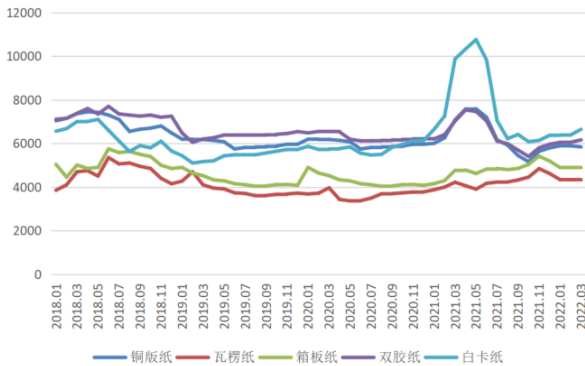
深度下跌导致新闻纸需求继续下降，2021年全国新闻纸产量89.55万吨，同比下降11.26%。书写纸主要用于出版物和教辅类书籍印刷等，下游需求相对平稳。涂布类印刷用纸包括铜版纸，主要用于书刊印刷及地产、汽车等宣传页，近年来受电子无纸化冲击，画册单页及期刊杂志总印数有所下降，部分产能关闭或转产，产量呈持续下降态势，2021年涂布类印刷用纸产量为681.23万吨，较2020年下降2.72%。纸价方面，2020年以来，文化纸价格波动幅度较大主要系图书印刷需求变化和纸浆价格波动剧烈因素影响。2021年下半年，受素质教育双减政策收紧影响，双胶纸需求有所回落，但四季度以来，随着进入传统旺季，教材教辅订单陆续释放使得双胶纸需求回暖，同时，受能耗双控影响，部分纸机停机，供给收紧，文化用纸价格有所回升。2022年以来，受疫情和部分区域物流不畅影响，下游需求较弱，但在成本和海外订单支撑下，文化纸价格呈缓慢上升态势。

包装类用纸是商品的附属物，与零售、快递、家电等行业息息相关，2021年以来，受益于快递零售行业消费持续增长，白卡纸、箱板纸和瓦楞纸产销量均保持增长态势，同时，受能源双控和原材料废纸供应受限等因素影响，供给收紧，纸价呈持续上升态势。同时，限塑令的推出提供了以纸代塑的机会，白卡纸等细分纸种需求大幅增加。2020年下半年以来白卡纸价格增长速度远超其他纸种，2021年太阳纸业和金光等白卡纸项目逐步投产，且行业内预期白卡纸未来投产产能规模较大，加之木浆价格下降，2021年6月以来白卡纸价格快速回归。

生活用纸方面，在2020年疫情刺激之下，大众的卫生需求提升，生产量和消费量均有所增长，但受品牌知名度、产品设计、包装、广告营销和销售渠道等多方面因素影响，具体细分品牌价格有较大差距。特种纸方面，品种较为分散，包括家装行业的装饰纸、烟标、发票、彩票、快递单等，产销量规模较小，大部分特种纸的下游需求相对稳定，市场供求相对平衡，近年来，受益于消费带动和技

术更新，特种纸产量迅速扩大。但由于不同子行业产品的属性差异较大，价格也不具有统一性。

图 1：近年来部分纸产品价格走势（元/吨）



资料来源：中国纸网

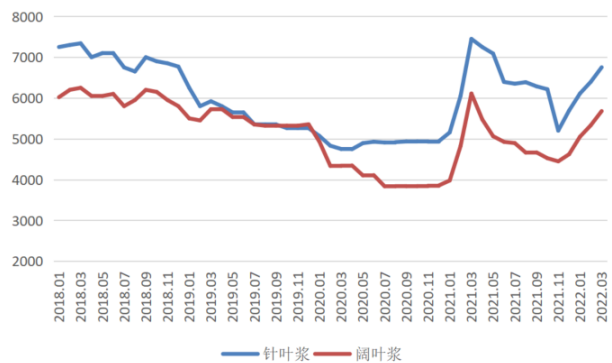
2018 年以来，受环保法律法规不断完善，叠加碳中和等因素影响，造纸行业生产成本增加，成本端压力迫使落后产能退出市场，行业集中度有所提高，龙头纸企通过新建、收购重组等方式，产能规模持续扩张，如金光纸业收购博汇纸业，冠豪高新吸收合并粤华包 B。新增产能方面，受禁塑令等政策实施影响，造纸行业相应受益，龙头纸企投资意愿明显增大，主要龙头企业产能均有所扩张。中诚信国际关注到，从各纸种投产计划来看，文化纸受下游需求疲软影响产能扩张仅有太阳纸业，包装用纸（如卡纸、箱板及瓦楞纸等）产能投放较多，随着新增产能释放，行业竞争格局、供需平衡情况及其对纸价的影响值得进一步观察。

受疫情、通货膨胀及下游需求变化等因素影响，2021 年以来木浆价格持续波动，受废纸进口限制政策影响，国废价格呈波动上升态势；为控制成本，龙头纸企加大上游原料布局，进一步增强其竞争实力

从成本端来看，文化纸和白卡纸原料以木浆为主，我国森林覆盖率低，林木资源较少，木浆进口依赖度高，2020 年进口木浆消耗量占比 63.17%，较 2019 年下降 1.5 个百分点，进口依存度小幅下降，其中，针叶木浆进口率接近 100%。木浆价格方面，2020 年初，受疫情影响，纸浆价格回落；2020 年四季度至 2021 年一季度，资金面宽松，通货膨胀

预期拉动大宗商品涨价，同时，文化纸及生活用纸需求旺盛，禁废令带来的长纤缺口需用木浆替代，叠加海运费上涨影响，木浆价格攀升。自 2021 年二季度，因原材料价格高位运行，利润空间收窄，加之三季度能源双控工作开展，部分造纸企业停工停产，木浆需求持续疲弱，价格快速回落。2021 年四季度至 2022 年一季度，受益于传统文化纸旺季带动需求恢复，且受疫情影响，国际运力短缺、海运费上涨，加之部分海外浆厂停机，国际供给收缩，推动了纸浆价格快速回升。

图 2：近年来纸浆价格走势（元/吨）



资料来源：中国纸网

包装类用纸原料以废纸和废纸浆为主，废纸方面，中国于 2021 年全面禁止洋废物的进口，禁废令下，国废价格呈波动上升态势。目前国内废纸回收率不足 50%，远低于欧美国家的 80% 废纸回收率，废纸行业对进口依存度较高，国内取消废纸进口短期内加大造纸企业的成本压力，龙头企业纷纷在欧美、东南亚等地建设废纸浆生产产能，利用当地废纸纸浆，并输送至国内，进一步增加龙头企业竞争优势。

“限塑令”转为“禁塑令”，2021 年废纸进口额度归零，“碳达峰、碳中和”背景下的节能减排政策力度加大，增加中小企业经营压力，造纸行业集中度或将进一步提升

2021 年以来，造纸行业供给受到了双碳政策影响。2021 年 8 月，国家发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，能耗不降反升的青海、宁夏、广西、广东等 9 省（区）暂停

国家规划布局的重大项目以外的“两高”项目节能审查，江苏、广东、广西等双“一级预警”省份发布限电、限产要求。双“一级预警”省份造纸产量占比约 45%，为响应国家节能减排号召，部分造纸企业停机，以限产去库存。造纸行业虽非“两高”行业，但仍受到限电影响，供给收缩。

近年来我国不断出台政策，逐步从“限塑”转变为“禁塑”。2020 中央发布“禁塑令”后，上海、天津、重庆等地方政策相继出台。限塑令的推出提供了以纸代塑的机会，白卡纸等细分纸种需求大幅增加。原料方面，我国逐渐从“限废”转变为“禁废”，中国于 2021 年全面禁止洋废物的进口，并推动废纸回收系统的建设。禁废令的提出对以废纸为原材料的包装纸生产企业的成本控制提出更高要求，龙头企业加大海外废纸浆产能布局，龙头企业的竞争优势更加突出。

中诚信国际认为，中小企业在限电、禁废令等政策影响下生存压力进一步加大。未来龙头企业依托兼并重组及新增投入扩张产能优势，市场地位愈发稳固，行业集中度或将持续上升。

特种纸近年来行业集中度有所提高，各细分行业发展出现结构化差异

特种纸一般是指针对某一特定性能和用途、附加价值比较高的纸种。从具体纸种来看，特种纸包括标签离型、热敏纸、装饰原纸、卷烟纸和铝箔称纸等。根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业 2021 年度报告》，2021 年中国特种纸及纸板生产量和消费量分别为 395 万吨和 312 万吨，较上年分别下滑 2.47% 和 5.45%，为近年来首次出现下跌。

我国特种纸行业虽然起步较晚，但较高的盈利水平和广阔的市场前景推动了整个产业规模的迅速扩张，特别是经过近几年激烈的市场竞争和产业的快速升级，逐渐形成了少数具有规模的特种纸生产企业，产业集中度逐渐提高。

特种纸种类繁多，全球有 2,000 多种特种纸，而且每年新增上百个品种，单纸种体量小，且各纸

种发展趋势不同，特种纸细分行业发展出现结构性差异，其中，热敏纸、格拉辛纸、热转印纸等日用消费系列用纸受益于下游需求旺盛稳步增长；壁纸原纸受新材料替代等因素影响，市场规模有所萎缩；烟草行业用纸受国家控烟力度加大影响增长停滞。具备多品种特种纸生产能力的纸企更能适应市场需求的波动。

跟踪期内，公司股权结构较为稳定，持股比例相对集中

截至 2022 年 3 月末，公司控股股东为浙江仙鹤控股集团有限公司（以下简称“仙鹤控股”），直接持有公司 76.49% 的股份。王敏良、王敏文、王敏强、王明龙和王敏岚五兄妹合计持有仙鹤控股 100.00% 股权，根据其签署的《共同控制协议》，王敏良、王敏文、王敏强、王明龙和王敏岚五兄妹为公司的共同实际控制人，此外，王明龙直接持有公司 1.42% 的股权，实际控制人合计控制公司总股本的 77.91%。

截至 2022 年 5 月 21 日，仙鹤控股累计质押其持有的 1.83 亿股公司股份，占其所持公司股份总数的 33.89%。

跟踪期内，公司保持了在特种纸行业中的领先地位，竞争能力持续增强，产能规模稳步提升，但新增产能消纳情况值得关注

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，多种产品市场占有率排名行业前三位，在细分市场保持领先地位。

公司在衢州衢江、河南内乡和衢州常山设有 3 个大型生产基地，拥有特种纸机生产线 45 条，纸浆生产线 1 条。截至 2022 年 3 月末，公司拥有造纸年产能合计 85.11 万吨，在特种纸行业中排名靠前。制浆方面，公司在河南内乡基地拥有年产能 5.1 万吨的制浆装置，主要用于配套内乡基地纸品生产，制浆产能规模较小。

表 1：近年来公司主要生产基地产能及产能利用率情况（万吨/年、%）

生产基地名称	2020		2021	
	产能规模	产能利用率	产能规模	产能利用率
衢州	29.11	92.57	31.84	95.73
常山	20.88	87.70	32.52	91.48
内乡	16.21	100.00	20.75	84.13
合计	66.20	93.25	85.11	91.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司生产规模进一步扩大。具体来看，2021 年以来，河南基地的 PM7 和 PM8 两条生产线分别于当年 1 月和 3 月投产，产能合计 5 万吨；常山基地的 PM7、PM8 和 PM9 产线分别于当年 3 月、5 月和 11 月投产，释放产能合计为 11 万吨；此外，公司对常山基地 PM4 进行技术改进，重新恢复产能 4 万吨。**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，但同时公司新增产能释放情况和市场消纳情况值得关注。

跟踪期内，受益于下游行业持续发展和新增产能释放，公司产品产销量进一步提升，但产销率有所下滑；下游客户较为稳定，但销售结算进度值得关注

受益于行业中小产能出清、新增产能释放和市场拓展增强，跟踪期内公司产销量同比分别增长 25.85% 和 16.00%，其中，受益于电商零售和物流等行业的高速发展，市场对热转印材料及标签离型用

纸的需求快速上升，加之新增产能持续释放影响，公司日用消费系列产销量大幅增长；受疫情期间医疗器械用量增大等因素影响，食品与医疗包装材料系列的产销量亦呈增长态势；受市场竞争加剧影响，商务交流及出版印刷系列产销量水平下降。2021 年受市场对新增产能消纳速度有限影响，产销率有所下滑。2021 年，木浆等原材料价格上涨，公司调整产品价格，各产品价格出现不同程度的上涨。

表 2：近年来公司特种纸产能及产销情况

项目	2019	2020	2021
产能（万吨/年）	54.67	66.19	85.11
产量（万吨）	52.20	61.73	77.69
产能利用率（%）	95.48	93.25	91.28
销量（万吨）	51.06	60.36	70.02
产销率（%）	97.82	97.79	90.13

注：表中产能数据统计中以该条纸机主要生产的品种作为统计口径；单条纸机当期产能=该条纸机主要生产纸种的常用克重×门幅×车速×当期生产时间；产能数据为原纸产能数据；产量数据包括原纸和部分原纸经过涂布、分切等再加工产品数据，并扣除再加工所领用的原纸产量。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：近年来公司特种纸细分产品产销情况（万吨、元/吨）

产品	2019			2020			2021		
	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	3.23	2.97	10,495.36	3.81	3.74	10,288.64	5.11	4.71	10,832.08
烟草行业配套系列	8.95	8.40	8,385.48	9.49	8.74	8,311.86	10.11	9.28	8,468.58
食品与医疗包装材料系列	7.07	6.79	9,017.01	9.86	9.55	8,900.80	11.79	10.77	9,227.93
日用消费系列	21.23	20.94	8,877.01	22.85	22.63	7,794.34	34.75	29.76	8,397.71
商务交流及出版印刷系列	10.48	9.82	7,224.14	14.03	13.26	5,879.09	13.82	12.61	6,624.63
其他系列	1.24	2.15	8,740.15	1.68	2.44	7,646.82	2.11	2.90	8,983.38
合计	52.20	51.07	--	61.72	60.36	--	77.69	70.02	--

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

海外业务方面，受海外疫情与原料价格攀升影响，部分海外工厂停产导致全球格拉辛纸供给减少，公司扩大出口填补市场供给缺口，外销收入同比增加 53.01% 至 2.62 亿元。2021 年，公司主要出口产品为食品、标签、包装、数码，医疗等用途的纸品，

出口区域包括北美、南美和东南亚。

公司采用以直销为主的销售模式，下游客户主要为各类包装企业、人造板材企业、印刷企业及部分工业产品企业，公司长期合作客户较稳定，客户集中度不高。

表 4：2021 年度公司前五大销售客户情况（万元、%）

客户名称	产品种类	销售金额	占比
温州市新丰装饰材料有限公司	日用消费系列	19,568.57	3.25
浙江夏王纸业有限公司	动力费及原辅料等	17,225.29	2.86
AVERY DENNISON HONG KONG B.V.	日用消费系列	12,849.74	2.14
当纳利（中国）投资有限公司	商务交流及出版印刷系列	12,639.37	2.10
广州九恒条码股份有限公司	日用消费系列	12,499.37	2.07
合计	--	74,782.35	12.43

注：2021 年公司关联方夏王纸业存在代加工。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2021 年，公司给予长期合作客户的账期通常为 60~90 天，结算方式方面，公司客户以

银行承兑汇票结算的占比约为 60%。**中诚信国际关注到**，受市场拓展加快和客户结构调整影响，公司给予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。

跟踪期内，公司与供应商保持了良好的合作关系，但原材料及能源等价格的上涨对公司成本管控形成压力，需持续关注原材料和能源价格变化对公司成本控制与的影响

公司特种纸生产成本中原材料占生产总成本比例约 65%。跟踪期内，受木浆与各类辅料价格大幅上涨影响，原材料采购金额增长较快。

表 5：近年来公司特种纸生产成本构成情况（万元、%）

项目	2019		2020		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	236,521.67	66.31	236,901.69	64.15	295,059.13	64.27
人工成本	18,877.87	5.29	21,207.53	5.74	24,939.41	5.43
其他制造费用	101,317.51	28.40	111,201.45	30.11	139,104.12	30.30
合计	356,717.05	100.00	369,310.67	100.00	459,102.66	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料采购产品主要为木浆和原木（杨木、杨木皮），此外还需采购钛白粉、淀粉、轻钙和胶乳等辅助材料；木浆的采购金额占同期原材料采购成本约 60%~80%，公司所用木浆包括针叶浆和阔叶浆，基本为进口。2021 年以来，国际市场木浆供应链稳定性受到天气和罢工冲击，叠加远洋航运报价上涨等因素影响，木浆价格涨幅较大，使得跟踪期内木浆采购金额同比上升。此外，2020 年木浆价格处于低位，公司扩大木浆储备规模，2021 年为回避高价

木浆给公司带来的成本压力，公司压缩当年木浆采购数量，2021 年公司木浆常规库存量保持 45 天的生产用量；同年，受能源及大宗物资价格普遍上涨影响，公司其他原材料采购价格及采购金额同比均上升，但采购规模较小，对公司采购成本影响不大。**中诚信国际关注到**，2022 年以来，木浆价格持续走强，考虑到公司木浆自给能力较弱，浆价居高不下或仍将对公司的成本管控产生较大压力。

表 6：近年来公司主要采购产品情况（元/吨）

年度	项目	木浆	原木	钛白粉	淀粉	轻钙	胶乳
2021	采购数量（吨）	514,462.95	136,576.95	1,786.87	21,222.32	65,978.78	2,194.91
	采购金额（万元）	238,758.47	11,857.53	2,947.48	9,707.58	5,620.08	1,905.40
	单价（元/吨）	4,640.93	868.19	16,495.22	4,574.23	851.80	8,680.97
	单价波动率（%）	29.29	13.52	45.93	12.69	4.75	49.62
2020	采购数量（吨）	560,102.47	123,520.10	1,353.54	16,305.81	60,784.80	2,216.59
	采购金额（万元）	201,057.11	9,446.77	1,530.03	6,618.82	4,942.74	1,286.09
	单价（元/吨）	3,589.65	764.80	11,303.89	4,059.18	813.15	5,802.12
	单价波动率（%）	-14.90	-3.94	-8.18	5.00	1.71	-15.24
2019	采购数量（吨）	376,282.58	131,701.70	1,122.05	13,263.31	57,989.91	3,932.85
	采购金额（万元）	158,714.11	10,486.11	1,381.38	5,127.22	4,636.42	2,692.11

单价(元/吨)	4,217.95	796.20	12,311.29	3,865.72	799.52	6,845.20
单价波动率(%)	-23.23	2.86	-7.56	5.75	1.15	-14.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司采购的能源包括原煤、电及蒸汽，采购能源金额占其他制造费用的比例超过 50%；2021 年，原煤价格大幅增长，叠加受生产扩张所需能源量增加影响，公司能源采购总金额大幅提升。

表 7：近年来公司能源采购情况（亿元）

项目	2019		2020		2021	
	采购量	采购额	采购量	采购额	采购量	采购额
原煤(万吨)	32.50	1.73	35.03	1.67	40.05	3.29
电(亿度)	5.29	3.10	5.98	3.40	7.85	4.46
蒸汽(万吨)	69.66	1.01	80.42	1.10	89.73	1.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司与供应商保持良好的合作关系，主要供应商较为稳定，受产能进一步扩大影响，公司补充合作供应商数量，但受木浆采购价格上涨影响，2021 年供应商集中度同比上升。

结算方面，公司进口木浆采购一般使用 90 天远期信用证，以美元结算；国内原辅料采购一般为到货后 60 天付款，主要以银行承兑汇票支付。

表 8：2021 年度公司前五大采购商情况（万元、%）

供应商名称	商品种类	采购金额	占比
CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A.	木浆	43,102.91	8.86
Royal Golden Eagle	木浆	43,003.63	8.84
国网浙江省电力有限公司	电力	42,671.24	8.77
CMPC PULP SPA.	木浆	28,244.56	5.81
Canfor Pulp Ltd	木浆	27,823.52	5.72
合计	--	184,845.86	38.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，夏王纸业装饰原纸保持较强的竞争力，产能规模扩张且盈利能力有所增强，对公司收益形成良好补充

2021 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，其生产的高端装饰原纸已达到国际先进水平。夏王纸业在国内市场占有率超过 20%，在中高端市场竞争优势明显。

截至 2022 年 3 月末，夏王纸业拥有 6 条造纸生产线。受益于新产线投产，2021 年夏王纸业产能产量均有所增长，但同期受市场竞争加剧，加之海外疫情影响，销量同比略降，导致当年产销率下滑。

表 9：近年来夏王纸业装饰原纸产销情况

项目	2019	2020	2021
产能(万吨/年)	27.58	27.65	31.53
产量(万吨)	24.82	24.15	27.30
销量(万吨)	24.89	26.03	25.84
产能利用率(%)	89.99	87.34	86.58
产销率(%)	100.30	107.80	94.66

注：产能数据为原纸产能数据；2021 年，公司为夏王纸业代工 1.60 万吨。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

夏王纸业销售模式以直销为主，下游客户主要为印刷厂和浸胶厂，产品主要应用于索菲亚、欧派、全友等知名家居制造商的强化木地板、复合门和家具，与下游客户的结算方式主要为银行电汇和承兑汇票，结算周期不超过 3 个月。2021 年夏王纸业海外销售收入约占营业总收入的 40%。

夏王纸业原材料主要为木浆和钛白粉，其中，木浆和钛白粉采购成本占生产总成本的比例分别为 30% 和 45%，和供应商的结算周期为 45~60 天。2021 年，受益于原料备货充足且产品价格增长，夏王纸业营业收入、毛利率及利润呈增长态势，盈利能力有所增强。受益于销售回款状况较好，其经营活动净现金流呈增长态势。

表 10：近年来夏王纸业主要财务数据（亿元、%）

项目	2019	2020	2021
资产总额	22.41	24.40	26.50
所有者权益	11.78	12.98	16.29
营业收入	27.87	27.21	31.95
营业毛利率	18.49	21.52	25.69
营业利润	2.81	3.58	6.04
净利润	2.45	3.10	5.21
经营活动净现金流	5.38	2.48	5.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

关联采购方面，跟踪期内夏王纸业产能产量均增长，受此影响其向公司购买的水电气、原辅料，以及维修等劳务费用同比增长；同期由于部分下游客户对家居用纸需求下降，故公司减少对夏王纸业的纸品采购额。双方关联购销定价均以参考市场价的协议价确定，对双方盈利基本无重大影响，双方无非经营性资金拆借情况，中诚信国际将持续关注公司与夏王纸业之间的关联交易情况。

表 11：近年来夏王纸业与公司关联购销情况（万吨、亿元）

项目	2019	2020	2021
公司从夏王纸业采购原纸数量	1.35	0.86	0.62
公司从夏王纸业采购原纸金额	1.11	0.65	0.51
公司向夏王纸业销售原辅料、水电气和少量成品纸金额	1.40	1.37	1.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司按权益法核算的对夏王纸业投资收益为 2.59 亿元，对夏王纸业的投资收益占同期净利润的比重为 25.42%，对公司净利润的贡献度较高。2021 年，公司收到夏王纸业现金分红 0.95 亿元。关联方担保方面，跟踪期内，公司解除全部与夏王纸业的担保，截至 2022 年 3 月末，公司与夏

王纸业之间不存在担保关系。

在建项目围绕造纸主业，投资规模很大，未来公司的资金平衡、财务杠杆水平以及新增产能的释放和市场消纳情况值得关注；跟踪期内，公司未发生重大环境污染事故和重大安全生产事故

公司在建项目围绕造纸主业，未来投资规模很大。截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投资 158.42 亿元，其中，“年产 30 万吨高档纸基材料项目”和“年产 100 亿根纸吸管项目”拟使用本期可转债资金 13.25 亿元。跟踪期内，广西仙鹤林浆纸一体化项目已取得所有政府批文和 2,500 亩工业用地，后续将开展基础设施的建设工程；湖北仙鹤林浆纸用一体化项目已取得 500 亩工业用地并已展开施工。**中诚信国际关注到**，公司广西和湖北在建项目投资规模很大，且资金以自筹或项目贷款为主，未来项目的建设进度、资金平衡计划与其对财务杠杆的影响值得关注。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 12：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	建设内容	总投资	已投资	资金来源	计划投产日期
年产 30 万吨高档纸基材料项目	2020.10~2022.12	年产 30 万吨高档纸基材料	14.11	3.26	自筹/募集资金	2022.11
年产 100 亿根纸吸管项目	2021.4~2022.12	年产 100 亿根纸吸管	1.67	0.09	自筹/募集资金	2022.12
石首年产 60 万吨特种浆纸项目（一期工程）	2021.1~2023.12	年产 120 万吨特种浆纸	22.00	0.02	自筹/项目贷款	2023.12
石首市东升仙鹤工业园供热中心项目（一期工程）	2021.1~2023.12	供热中心及水处理	4.50	0.01	自筹/项目贷款	2023.12
广西三江口新区高性能纸基新材料项目（一期工程）	2021.1~2024.2	年产纸 60 万吨，木浆 60 万吨	99.56	0.02	自筹/项目贷款	2024.02
广西三江口新区高性能纸基新材料产业园热电联产项目（一期工程）	2022.6~2023.12	供热中心及水处理	17.77	0.01	自筹/项目贷款	2023.12
合计	--	--	161.83	3.41	--	--

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

环境保护方面，公司及下属子公司严格遵守国家及地方的环保法律法规，自觉履行社会责任，通过加强源头管控、过程监测以及强化环保设施管理等措施，确保污染物达标排放。公司已建有废水处

理站五座。跟踪期内，公司吨纸耗水量下降 8.9%，耗电量下降 0.44%，蒸汽消耗量下降 3.3%，重大环境污染事故、环境影响事件为零。主要污染物排放总量低于排污许可排放量，排放浓度符合国家相关

排放标准，不存在违反环保法律法规的行为和污染事故纠纷，未因环境违法收到环保部门的行政处罚。

安全生产方面，公司董事会下设安全生产委员会，并由副总经理直接领导衢州、常山、河南、广西，湖北生产基地的安委办。公司严格执行《用人单位职业健康监护监督管理办法》，强化员工的安全意识和防护能力，努力降低安全事故的发生率，提升职业健康安全绩效。2021年，公司开展安全应急演练3次，无因工死亡事件发生。

社会责任方面，子公司河南仙鹤特种浆纸有限公司结合企业生产经营特点，拉长产业链，将部分产品深加工环节放在贫困村，采用因地制宜的生产用人模式放宽用工条件，给予贫困人员优待待遇、设置弹性工作时间，同时，加大对乡村就业人员的技能培训，使大量的乡村务工者学到了就业技能，以此实现了吸纳更多务工人员。几年来公司投入资金1亿余元，建成了固定的38个扶贫车间，带领3,200余人稳岗增收，使农民增收达6,000余万元。跟踪期内，新建扶贫加工车间3个，新增就业岗位150个。

财务分析

表 13：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

产品类型	2019		2020		2021	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
特种纸	44.00	18.93	46.64	20.82	57.51	20.18
其中：电气及工业用纸系列	3.12	23.84	3.85	25.59	5.10	25.26
烟草行业配套系列	7.04	25.58	7.26	32.38	7.86	29.15
食品与医疗包装材料系列	6.12	18.70	8.50	24.10	9.93	23.59
日用消费系列	18.59	15.61	17.64	15.92	24.99	17.19
商务交流及出版印刷系列	7.09	22.43	7.80	18.83	8.35	14.51
其他系列	2.04	7.09	1.59	3.21	1.28	13.93
其他	1.67	--	1.79	--	2.66	--
合计	45.67	18.70	48.43	20.47	60.17	19.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司期间费用规模同比略有上升。其中，受益于2021年整体平均债务规模下降影响，财务费用大幅减少；管理费用和销售费用增长主要

以下分析基于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2019年~2021年财务报告以及公司提供未经审计的2022年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。

跟踪期内，受益于新增产能释放和市场拓展增强，公司收入规模和利润水平均有所提升；受原材料价格大幅上涨影响，业务毛利率有所下滑，需关注未来原材料价格变动对公司盈利能力的影响

2021年，受益于新增产能的释放及市场拓展的增强，公司销售规模扩大，加之产品价格上升影响，营业总收入同比增长24.24%。毛利率方面，2021年，受益于公司在2020年末储存大量低价纸浆，综合毛利率仅小幅下降，其中，受益于较为突出的产品竞争优势和较强的议价能力，日用消费系列毛利率有所上升；但其他各主要产品受制于无法将上升的原材料成本压力完全转嫁至下游客户，盈利空间减小，毛利率下滑。

2022年一季度，公司实现营业收入16.78亿元，同比增加9.96%；同期毛利率为11.54%，下降了10.91个百分点，主要受原材料价格大幅增加影响，纸浆价格波动对公司业绩的影响有待关注。

系工资薪金同比增加所致；为开发新产品以提升竞争实力，公司加大研发投入，导致研发费用同比增加。受益于销售收入快速增长，期间费用率进一步

下降，公司的费用控制能力有所提升。

跟踪期内，公司利润主要来自经营性业务利润和投资收益，其中，投资收益主要来自对夏王纸业的投资和购买理财产品，2021年投资收益有所提升。受益于特种纸销量的增长和费用控制能力增强，公司经营性业务利润、EBIT和EBITDA保持上升态势，公司EBITDA利润率和总资产收益率持续提升。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1-3
销售费用	1.47	0.15	0.22	0.05
管理费用	0.88	0.99	1.14	0.24
研发费用	1.06	1.23	1.58	0.20
财务费用	0.82	0.68	0.20	0.14
期间费用合计	4.22	3.05	3.14	0.64
期间费用率(%)	9.25	6.30	5.22	3.82
经营性业务利润	4.20	6.81	9.06	1.28
资产减值损失	0.22	0.35	0.30	-0.03
投资收益	1.06	2.02	2.87	0.33
利润总额	5.07	8.35	11.48	1.71
EBIT	5.73	9.10	11.79	--
EBITDA	8.14	11.87	15.10	--
EBIT 利润率(%)	12.54	18.80	19.60	--
EBITDA 利润率(%)	17.81	24.50	25.10	--
总资产收益率(%)	8.87	11.87	12.41	--

注：管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受业务规模扩张及发行可转债影响，总资产及总负债规模进一步扩张；财务杠杆水平亦有所上升；考虑到公司未来仍有大规模项目投入，财务杠杆或将进一步上升

跟踪期内，受业务规模不断扩大和发行可转债影响，公司总资产规模进一步上升。

2021年以来，流动资产为公司资产的重要组成部分，仍主要由货币资金、交易性金融资产、存货及应收款项构成。中诚信国际关注到，近年来公司销售收入扩大，客户以银行承兑汇票结算的规模不断增加，同时，受市场拓展影响，公司给予部分客户的账期有所延长，应收账款和应收款项融资规模有所增长，对资金形成一定占用。跟踪期内，公司存货主要为原材料和库存商品，受公司商务纸产品销售下滑和市场未完全消纳新增产能影响，库存商

品规模大幅增长；受益于“鹤 21 转债”的发行，货币资金增幅较大；交易性金融资产的快速增加主要系公司使用募集资金购买银行理财产品所致。2022年3月末，公司赎回部分银行理财产品，交易性金融资产和货币资金此消彼涨。

非流动资产方面，2021年末，受在建项目推进影响，在建工程、固定资产和无形资产持续增长；公司长期股权投资主要为对夏王纸业的投资，受益于夏王纸业运营良好，投资收益增加带动长期股权投资提升。此外，公司其他非流动资产增加主要系预付工程设备款及土地款。

表 15：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	12.80	5.21	7.94	15.34
交易性金融资产	0	1.60	15.64	6.56
应收账款	8.43	9.95	12.17	12.39
应收款项融资	5.44	7.28	7.17	7.60
存货	10.08	13.37	19.25	17.38
流动资产合计	38.70	39.71	64.51	62.39
长期股权投资	6.00	6.64	8.31	8.63
固定资产	18.08	23.34	25.32	24.93
在建工程	3.42	2.75	3.57	5.97
无形资产	4.75	4.99	5.16	5.16
非流动资产合计	35.09	39.93	45.98	48.21
资产合计	73.78	79.64	110.49	110.60

注：2019年应收票据减少系公司将银行承兑汇票计入应收款项融资。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司负债规模增长较快。受业务规模扩大原料采购增多，加之在建项目推进应付工程款增长影响，应付账款规模大幅增加。债务方面，2021年，公司发行“鹤 21 转债”使得长期债务规模增长，债务结构转变为以长期为主，较为合理。

所有者权益方面，受益于利润累积和可转债的发行，公司所有者权益同比上升。分红方面，2021年公司派发 2.47 亿元现金红利。财务杠杆方面，2021年末，受债券发行影响，资产负债率和总资本化比率均有所上升；2022年以来，公司偿还银行借款，财务杠杆水平略降。中诚信国际认为，考虑到未来在建项目投资规模较大，公司面临较高的融资需求，财务杠杆水平控制情况值得关注。

表 16：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
应付账款	4.88	4.77	7.64	7.25
短期借款	10.04	7.97	6.90	5.41
应付票据	4.59	6.73	6.44	6.41
应付债券	10.24	0	17.75	17.99
短期债务	14.63	14.70	13.34	11.82
长期债务	10.24	0	17.75	18.98
长短期债务比（X）	1.43	--	0.75	0.62
总债务	24.87	14.70	31.09	30.81
总负债	35.34	25.85	46.02	44.67
所有者权益合计	38.45	53.79	64.47	65.94
资产负债率	47.89	32.46	41.65	40.38
总资本化比率	39.28	21.47	32.54	31.84

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年受益于业务规模增长，公司获现能力上升；受长期债务规模增长影响，经营活动净现金流和 EBITDA 对总债务的覆盖能力有所减弱

跟踪期内，受益于业务规模增长，公司经营活动净现金流同比上升，但经营活动净现金流规模仍较小；投资活动净现金流流出规模增长主要系公司购买理财产品与项目建设投资增加；筹资活动方面，受可转债发行影响，筹资活动净现金流呈大幅流入态势。

偿债能力方面，跟踪期内，受益于盈利及获现水平的提升，公司经营活动净现金流和 EBITDA 对短期债务及利息支出的保障程度均有提升，但受长期债务规模增加影响，经营活动净现金流和 EBITDA 对总债务的覆盖能力有所减弱。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	4.56	3.02	4.47	1.07
投资活动净现金流	-2.70	-6.05	-19.38	0.89
筹资活动净现金流	9.40	-4.76	16.99	-0.60
经营活动净现金流/短期债务	0.31	0.21	0.34	0.36*
经营活动净现金流/总债务	0.18	0.21	0.14	0.14*
经营活动净现金流/利息支出	6.87	3.99	11.72	--
经调整的经营净现金流/总债务（%）	13.94	2.20	6.92	--
EBITDA 利息保障倍数	12.26	15.67	39.61	--
总债务/EBITDA	3.06	1.24	2.06	--

EBITDA/短期债务	0.56	0.81	1.13	--
-------------	------	------	------	----

注：加*数据为年化指标。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司无对外担保，受限资产规模较小，外部授信和股权融资渠道对整体偿债能力提供支持

公司为 A 股上市公司并于 2021 年发行“鹤 21 转债”，直接融资渠道畅通。此外，截至 2022 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得 37.65 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为 31.24 亿元，具备一定备用流动性。

资产抵质押方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计 6.77 亿元，占期末总资产比重为 6.13%，规模较小；其中，公司有 1.26 亿元货币资金受限，作为银行承兑保证金、海关进口增值税保证金和碳排放交易保证金；受限应收账款融资 5.51 亿元。

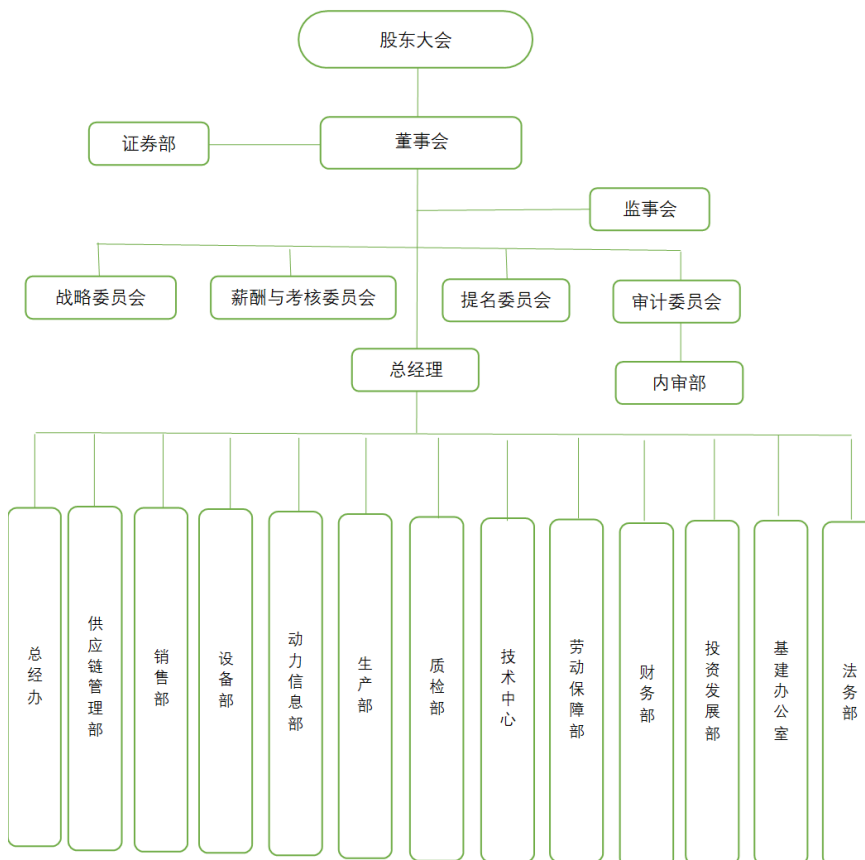
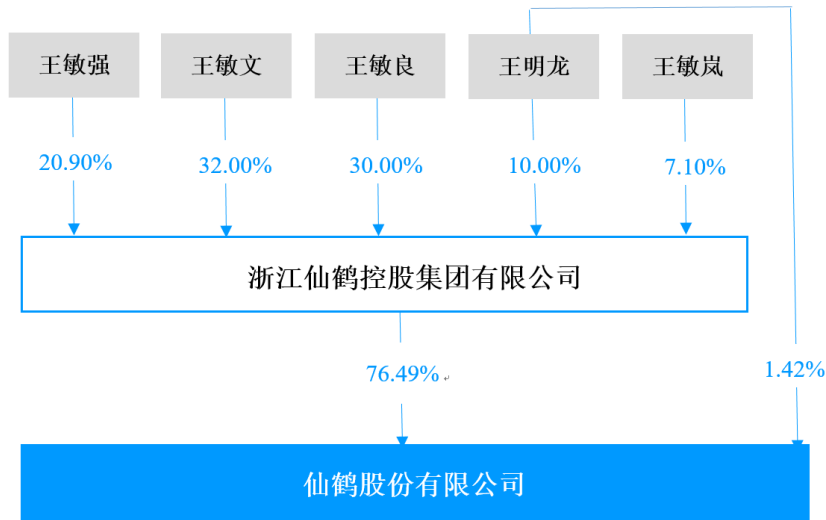
截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保，无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

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，截至 2022 年 4 月 25 日，公司无未结清不良贷款信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。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的记录。

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”的债项信用等级为 **AA**。

附一：仙鹤股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	128,032.89	52,070.68	79,440.72	153,367.13
应收账款净额	84,273.53	99,480.85	121,653.34	123,855.11
其他应收款	1,235.00	1,683.21	1,525.17	507.92
存货净额	100,847.21	133,720.63	192,520.54	173,825.58
长期投资	67,168.03	72,777.46	88,940.58	92,140.26
固定资产	180,785.34	233,419.96	253,197.63	249,266.77
在建工程	34,233.28	27,547.18	35,671.40	59,654.10
无形资产	47,524.59	49,949.34	51,645.64	51,649.29
总资产	737,832.31	796,359.67	1,104,866.21	1,106,046.86
其他应付款	653.52	674.29	1,503.30	407.01
短期债务	146,286.49	147,035.96	133,370.77	118,236.13
长期债务	102,447.49	0.00	177,541.72	189,828.77
总债务	248,733.97	147,035.96	310,912.49	308,064.90
净债务	120,701.08	94,965.28	231,471.77	154,697.77
总负债	353,355.69	258,461.81	460,169.75	446,674.14
费用化利息支出	6,635.35	7,573.53	3,157.51	--
资本化利息支出	0.00	0.00	655.87	--
所有者权益合计	384,476.62	537,897.86	644,696.46	659,372.72
营业总收入	456,703.68	484,310.08	601,696.91	167,794.84
经营性业务利润	42,015.38	68,100.29	90,644.14	12,755.16
投资收益	10,587.48	20,241.86	28,725.44	3,268.43
净利润	43,945.80	71,901.37	101,892.59	14,643.47
EBIT	57,290.20	91,042.94	117,945.99	--
EBITDA	81,356.62	118,654.54	151,033.41	--
经营活动产生现金净流量	45,564.33	30,192.96	44,701.81	10,689.82
投资活动产生现金净流量	-26,962.58	-60,470.17	-193,841.56	8,911.90
筹资活动产生现金净流量	93,952.82	-47,640.28	169,892.81	-5,974.98
资本支出	38,074.44	56,190.03	66,177.42	19,975.67
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	18.70	20.47	19.98	11.54
期间费用率(%)	9.25	6.30	5.22	3.82
EBITDA 利润率(%)	17.81	24.50	25.10	--
总资产收益率(%)	8.87	11.87	12.41	--
净资产收益率(%)	12.41	15.59	17.23	8.98*
流动比率(X)	1.71	1.76	2.62	2.85
速动比率(X)	1.27	1.17	1.84	2.05
存货周转率(X)	3.76	3.28	2.95	3.24*
应收账款周转率(X)	5.66	5.27	5.44	5.47*
资产负债率(%)	47.89	32.46	41.65	40.38
总资本化比率(%)	39.28	21.47	32.54	31.84
短期债务/总债务(%)	58.81	100.00	42.90	38.38
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.21	0.14	0.14*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.31	0.21	0.34	0.36*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.87	3.99	11.72	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	13.94	2.20	6.92	--
总债务/EBITDA(X)	3.06	1.24	2.06	--
EBITDA/短期债务(X)	0.56	0.81	1.13	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	12.26	15.67	39.61	--
EBIT 利息保障倍数(X)	8.63	12.02	30.93	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、由于缺乏相关数据，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	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	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
	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。