



# 仙鹤股份有限公司

## 2023 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[2023]跟踪 0224 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 5 月 22 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
-------------	-----------	----

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等方面的优势。同时，中诚信国际关注到木浆价格波动风险，债务规模快速扩大、公司面临很大的资本支出压力，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。
------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

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	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>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。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>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。</p>
------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

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
关注	
■	木浆价格波动风险
■	在建项目投资规模很大，跟踪期内债务规模快速增加，未来面临很大的资本支出压力
■	应收账款持续增加，经营获现能力有待进一步提高

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：陈光远 gychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

仙鹤股份（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	79.64	110.49	132.64
所有者权益合计（亿元）	53.79	64.47	69.12
总负债（亿元）	25.85	46.02	63.52
总债务（亿元）	14.70	31.09	44.74
营业总收入（亿元）	48.43	60.17	77.38
净利润（亿元）	7.19	10.19	7.15
EBIT（亿元）	8.36	11.18	6.81
EBITDA（亿元）	11.12	14.49	10.44
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.02	4.47	0.72
营业毛利率(%)	20.47	19.98	11.51
总资产收益率(%)	10.50	11.76	5.60
EBIT 利润率(%)	17.27	18.59	8.80
资产负债率(%)	32.46	41.65	47.89
总资本化比率(%)	21.47	32.54	39.30
总债务/EBITDA(X)	1.32	2.15	4.29
EBITDA 利息保障倍数(X)	14.69	38.00	9.95
FFO/总债务(X)	0.59	0.35	0.22

注：1、中诚信国际根据仙鹤股份提供的其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 2021~2022 年度审计报告。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 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。

## 同行业比较（2022 年数据）

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）
晨鸣纸业	文化纸、铜版纸、白卡纸	502	320.04	2.48	69.48	0.05
仙鹤股份	特种纸	82.75	77.38	5.60	39.30	0.22

中诚信国际认为，公司深耕特种纸细分市场，产能规模优势较弱，但产品多元化优势较明显，对下游议价能力尚可；纸浆自给率较低，对上游的议价能力弱于同行业企业。公司盈利能力较强，杠杆水平较低，偿债指标较优，但经营获现能力一般，且在建项目投资规模很大，未来杠杆水平和偿债能力变化情况值得关注。

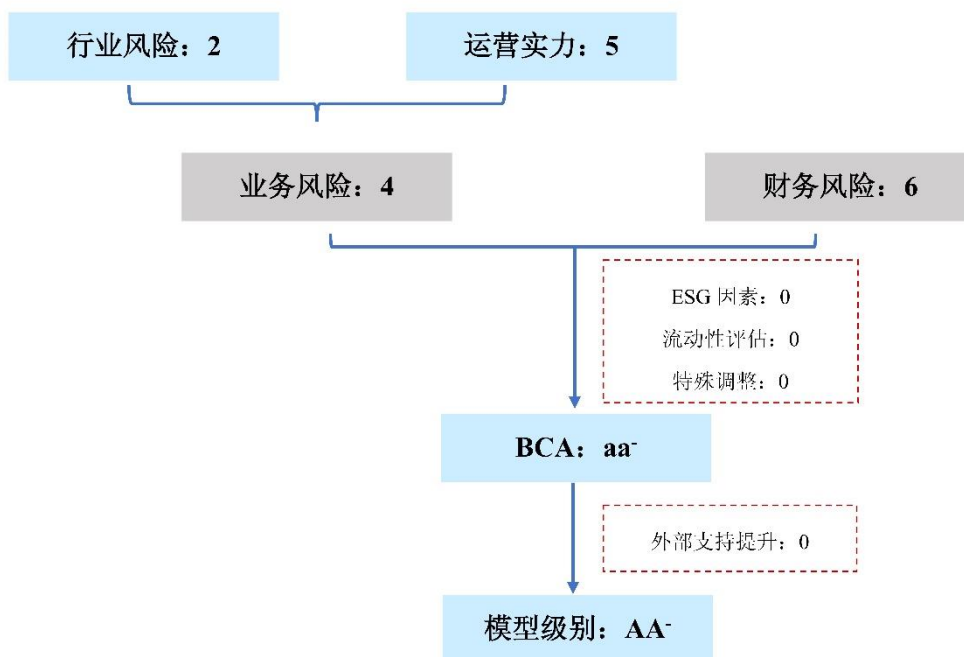
注：“晨鸣纸业”为“山东晨鸣纸业集团股份有限公司”简称。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
鹤 21 转债	AA	AA	2022/6/21	20.50	20.50	2021/11/17~2027/11/17	赎回条款、回售条款

## 评级模型

仙鹤股份有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际造纸行业评级方法与模型 C090200\_2022\_04

### ■ 业务风险：

仙鹤股份属于造纸行业，中诚信国际对造纸行业风险评估为较高；仙鹤股份是我国特种纸行业的龙头企业，拥有一定产能规模优势，产品结构完善，但木浆自给能力较弱，原材料和能源价格上涨对公司成本控制形成较大压力，业务风险评估为中等。

### ■ 财务风险：

仙鹤股份业务盈利能力较好，杠杆水平适中，偿债指标尚可，但经营获现能力一般，且未来面临较大投资资金压力，财务风险评估为较低。

### ■ 模型级别：

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对仙鹤股份个体基础信用等级无影响，仙鹤股份具有 aa<sup>-</sup> 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和较低的财务风险。

### ■ 外部支持：

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。但同时，公司实控人为自然人，协调银行、金融机构介入续贷的能力较为有限。综上，外部支持未做调整。

## 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，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 2022 年末，“鹤 21 转债”尚未使用的募集资金合计 7.97 亿元。

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。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>



## 近期关注

中诚信国际认为，2022 年以来，造纸行业内需不振而成本明显上升，纸企普遍业绩下滑，国内需求变化对纸价的影响有待关注，需关注纸企盈利修复情况；近年来造纸行业集中度持续上升，龙头企业市场地位稳固，信用基本面保持稳定，但部分企业债务规模较高，其流动性风险有待关注。

2022 年以来，造纸行业市场需求萎缩而成本持续上涨，行业景气度有所下行，同时环保政策进一步升级，龙头企业依托技术、产能及资金等优势，市场地位愈发稳固。在国内市场需求不振与原材料价格高企的背景下，各纸种价格走势不一，行业内企业经营普遍承压；未来国内市场需求变化对纸价的影响有待关注。2022 年以来，纸浆、煤炭及化工品等原材料价格处于高位，明显侵蚀纸企利润；未来，随着海外浆厂供应放量，木浆价格或有望回调，有助于缓解纸企的成本压力，中诚信国际将持续关注原材料价格变动对纸企盈利的影响。海外需求旺盛而国内需求不振，导致我国成品纸出口规模大幅提升而进口规模下降，未来仍需关注海外需求变化及汇率波动对我国造纸企业的影响。行业景气度下降导致造纸企业盈利及获现水平下降，相关偿债指标有所弱化，但龙头造纸企业市场地位相对稳固，其信用水平保持相对稳定；此外部分企业债务规模仍然较高，在行业经营承压的背景下，其流动性风险有待关注。

详见《中国造纸行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://m.ccxi.com.cn/report/detail/9741>

中诚信国际认为，公司作为国内特种纸行业龙头企业，跟踪期内产能进一步扩张，产销量明显提升，并与上下游保持良好稳定的合作关系，但木浆自给能力较弱，原材料和能源价格上涨对公司成本控制形成较大压力，且需关注销售回款进度、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。

*跟踪期内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，但新增产能释放情况值得关注。*

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 47 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，受益于常山基地新机台投入运营，公司产能进一步扩张，截至 2022 年末，公司拥有造纸年产能合计 91.51 万吨，在特种纸行业中排名靠前，具有一定规模优势，但产能利用率小幅下滑，其中，受限电影响，内乡基地产能利用率下滑幅度较大。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。

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		2022	
	产能规模	产能利用率	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	32.33	94.32
常山	20.88	87.70	32.52	91.48	37.52	96.87
内乡	16.21	100.00	20.75	84.13	21.66	73.44
合计	66.20	93.25	85.11	91.28	91.51	90.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于市场拓展增强和新增产能释放，跟踪期内公司产品产销量进一步提升，且受成本推动影响，收入有所增加；下游客户较为稳定，但销售回款进度值得关注。

2022 年以来，常山 PM9 等新机台逐步释放产能，加之公司市场拓展能力增强，2022 年产销量同比分别增长 6.51%和 15.94%，带动收入增加，产销率有所好转。公司根据市场需求变化情况调整产能结构，各细分产品产销变化有所差异，其中，受益于快速食品消费能力提升、禁塑政策的执行和健康卫生意识的增强，公司一次性食品纸基包装和医用包装产品产销量大幅增加；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，公司日用消费系列产销量大幅增长；而受无纸化办公影响，双胶和无碳等纸种下游需求萎缩，商务交流及出版印刷系列产品产销量下滑。价格方面，2022 年，在木浆等原材料价格上涨的带动下，公司调升各产品价格，但由于对下游客户议价能力一般，调升幅度有限。

表 2：近年来公司特种纸产能及产销情况

项目	2020	2021	2022
产能（万吨/年）	66.19	85.11	91.51
产量（万吨）	61.73	77.69	82.75
产能利用率（%）	93.25	91.28	90.42
销量（万吨）	60.36	70.02	81.18
产销率（%）	97.79	90.13	98.10

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	2020			2021			2022		
	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	3.81	3.74	10,288.64	5.11	4.71	10,832.08	5.65	5.18	11,148.33
烟草行业配套系列	9.49	8.74	8,311.86	10.11	9.28	8,468.58	9.86	9.18	8,779.33
食品与医疗包装材料系列	9.86	9.55	8,900.80	11.79	10.77	9,227.93	16.21	15.43	9,794.96
日用消费系列	22.85	22.63	7,794.34	34.75	29.76	8,397.71	39.89	39.09	9,098.37
商务交流及出版印刷系列	14.03	13.26	5,879.09	13.82	12.61	6,624.63	9.71	9.83	7,865.81
其他系列	1.68	2.44	7,646.82	2.11	2.90	8,983.38	1.43	2.48	6,146.55
合计	61.72	60.36	--	77.69	70.02	--	82.75	81.18	--

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，受俄乌战争影响，部分欧洲纸厂停产，导致全球圣经纸、热转印纸和标签纸等供给减少，公司扩大出口填补市场供给缺口，增加对欧洲和东南亚等区域的出口，外销收入同比增加 130.19%至 6.04 亿元。

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。公司长期合作客户仍较稳定，客户集中度不高，2022 年受益于日用消费市场需求较旺，客户排名有所变化。



表 4：2022 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
上海金大塑胶有限公司	日用消费系列	22,645.98	2.93
AVERY DENNISON HONG KONG B.V.	日用消费系列	21,359.57	2.76
浙江夏王纸业有限公司	动力、辅料等	20,840.82	2.69
温州市新丰装饰材料有限公司	日用消费系列	17,165.63	2.22
中山汉洲科技实业有限公司	日用消费系列	16,500.59	2.13
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>98,512.59</b>	<b>12.73</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2022 年，公司给予国内长期合作客户的账期仍为 60~90 天，公司客户以银行承兑汇票结算的占比约为 60%；公司与国外客户的结算账期以 60 天为主，并以电汇方式结算。跟踪期内，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。

**公司木浆自给能力较弱，但与供应商保持了良好稳定的合作关系，跟踪期内原材料及能源等价格的上涨对公司成本管控形成较大压力。**

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，产能保持稳定，主要用于配套内乡基地纸品生产，制浆产能规模较小，木浆自给能力较弱。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	2020		2021		2022	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	236,901.69	64.15	295,059.13	64.27	449,187.35	68.72
人工成本	21,207.53	5.74	24,939.41	5.43	28,268.64	4.32
其他制造费用	111,201.45	30.11	139,104.12	30.30	176,219.18	26.96
<b>合计</b>	<b>369,310.67</b>	<b>100.00</b>	<b>459,102.66</b>	<b>100.00</b>	<b>653,675.17</b>	<b>100.00</b>

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%，以进口为主。2022 年，国际市场木浆供应稳定性受到芬兰制浆厂罢工和俄乌战争冲击，木浆价格涨幅较大，公司调整用浆结构，阔叶浆采购占比约 80%，但公司木浆采购单价仍快速上升，此外，原煤和蒸汽采购价格亦增长，对公司的成本管控产生较大压力，上游价格变化对成本压力的影响值得关注。

表 6：近年来公司主要采购产品情况

年度	项目	木浆	原木	钛白粉	淀粉	轻钙	胶乳
2022	采购数量（吨）	568,626.03	86,616.14	2,303.75	27,184.02	64,593.04	3,348.13
	采购金额（万元）	319,338.21	8,446.76	3,659.59	13,807.20	5,990.92	2,641.82
	单价（元/吨）	5,615.96	975.19	15,885.41	5,079.16	927.49	7,890.45
	单价波动率（%）	21.01	12.32	-3.70	11.04	8.89	-9.11
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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司与供应商保持良好的合作关系，2022 年，受产能扩张、俄乌战争和海运不畅通等因素影响，公司增加从欧洲浆厂、东南亚浆厂和国内贸易商的采购量，主要合作供应商较为稳定。结算方面，公司进口木浆采购仍一般使用 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 7：2022 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
Royal Golden Eagle	木浆	87,023.10	14.42
国网浙江省电力有限公司	动力	54,410.50	9.01
CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A.	木浆	37,018.82	6.13
衢州东港环保热电有限公司	动力	22,808.44	3.78
上海建发纸业有限公司	木浆	20,792.16	3.44
合计	--	222,053.02	36.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**夏王纸业装饰原纸保持较强的竞争力，产能规模扩张带动收入规模增加，木浆价格大幅上涨侵蚀利润；公司对夏王纸业的投资仍对公司收益形成一定补充。**

2022 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 2022 年末，夏王纸业拥有 6 条造纸生产线。受益于新产线投产，2022 年夏王纸业产能产量均有所增加，受益于国内市场拓展增强，销量明显提升，产销率有所回升。

表 8：近年来夏王纸业装饰原纸产销情况和主要财务数据

项目	2020	2021	2022
产能（万吨/年）	27.65	31.53	39.03
产量（万吨）	24.15	27.30	33.04
销量（万吨）	26.03	25.84	32.17
产能利用率（%）	87.34	86.58	84.66
产销率（%）	107.80	94.66	97.37
资产总额（亿元）	24.40	26.50	26.97
所有者权益（亿元）	12.98	16.29	16.84
营业收入（亿元）	27.21	31.95	38.12
营业毛利率（%）	21.52	25.69	10.87
营业利润（亿元）	3.58	6.04	2.78
经营活动净现金流（亿元）	2.48	5.74	-0.90

注：产能数据为原纸产能数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

夏王纸业销售模式仍以直销为主，下游客户主要为印刷厂和浸胶厂，与下游客户的结算周期不超过 3 个月。2022 年，夏王纸业产销量扩大带动收入上升，其中，海外销售收入小幅占比下降至 37%，但受木浆价格大幅上涨影响，同期夏王纸业毛利率及利润水平大幅下滑。受原材料采购价格大幅增加影响，夏王纸业经营活动现金流呈净流出态势。

关联采购方面，跟踪期内夏王纸业产量增长，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上升，故公司增加对夏王纸业的纸品采购额。跟踪期内，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，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 9：近年来夏王纸业与公司关联购销情况（万吨、亿元）

项目	2020	2021	2022
公司从夏王纸业采购原纸数量	0.86	0.62	1.02
公司从夏王纸业采购原纸金额	0.65	0.51	1.02
公司向夏王纸业销售原辅料、水电气和少量成品纸金额	1.37	1.71	2.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，公司按权益法核算的对夏王纸业投资收益为 1.23 亿元，对夏王纸业的投资收益占同期净利润的比重为 17.21%，公司收到夏王纸业现金分红 0.96 亿元，较 2021 年保持稳定，对夏王纸业的投资对公司收益形成一定补充。

**在建项目围绕造纸主业，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，未来投资规模很大。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投资 137.31 亿元，其中，“年产 30 万吨高档纸基材料项目”和“年产 5 万吨纸制品深加工项目”使用本期可转债资金。跟踪期内，广西仙鹤林浆纸一体化项目已完成桉木林移植，正在开展厂房建设；湖北仙鹤林浆纸用一体化项目厂房已基本建成。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 10：截至 2023 年 3 月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
年产 30 万吨高档纸基材料项目	年产 30 万吨高档纸基材料	14.11	5.50	自筹/募集资金	2023.4
年产 5 万吨纸制品深加工项目	年产 100 亿根纸吸管	1.67	0.60	自筹/募集资金	2023
石首年产 60 万吨特种浆纸项目（一期工程）	20 万吨浆，30 万吨特种纸，10 万吨深加工	22.90	7.60	自筹/项目贷款	30 万吨纸于 2023.12 投产
石首市东升仙鹤工业园供热中心项目（一期工程）	供热中心及水处理	6.40	1.90	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）	年产纸 60 万吨，木浆 60 万吨	99.56	5.80	自筹/项目贷款	60 万吨浆于 2024.02 投产
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）	供热中心及水处理	17.77	1.80	自筹/项目贷款	2023.12
合计	--	162.41	23.20	--	--

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，在业务扩张和产能扩建带动下，公司收入和资产规模保持增长态势，但受原材料成本高企影响，仙鹤股份利润水平有所下降，且应收类账款对资金形成一定占用，公司经营获现能力一般。跟踪期内公司债务规模增加，杠杆水平上升，偿债能力减弱，短期偿债压力尚可，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。**

*跟踪期内，公司收入规模扩张，但受原材料价格高企影响，利润水平下降，需关注未来业绩修复情况。*

2022 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 28.61%。毛利率方面，2022 年，受纸浆价格大幅上涨影响，各细分产品毛利率均有所下滑。跟踪期内，公司期间费用规模同比保持稳定，其中，受债务规模扩大影响，财务费用有所增长。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进一步提升。

公司利润主要来自经营性业务利润和投资收益，其中，投资收益主要来自夏王纸业和理财产品。2022 年，受原材料价格高企影响，公司经营性业务利润和投资收益均大幅下降，EBIT 利润率亦有下滑，2023 年以来，纸浆价格有所下降，公司盈利修复情况值得关注。

**表 11：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）**

产品类型	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
特种纸	46.64	20.82	57.51	20.18	73.76	11.38
其中：电气及工业用纸系列	3.85	25.59	5.10	25.26	5.78	14.30
烟草行业配套系列	7.26	32.38	7.86	29.15	8.06	15.15
食品与医疗包装材料系列	8.50	24.10	9.93	23.59	15.11	11.67
日用消费系列	17.64	15.92	24.99	17.19	35.56	10.00
商务交流及出版印刷系列	7.80	18.83	8.35	14.51	7.73	11.80
其他系列	1.59	3.21	1.28	13.93	1.52	7.48
其他	1.79	--	2.66	--	3.62	--
<b>合计</b>	<b>48.43</b>	<b>20.47</b>	<b>60.17</b>	<b>19.98</b>	<b>77.38</b>	<b>11.51</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2020	2021	2022
期间费用合计	3.05	3.14	3.22
期间费用率(%)	6.30	5.22	4.16
经营性业务利润	6.35	8.50	4.91
投资收益	2.02	2.87	1.40
利润总额	8.35	11.48	7.94
EBITDA	11.12	14.49	10.44
EBIT 利润率(%)	17.27	18.59	8.80
总资产收益率(%)	10.50	11.76	5.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

*跟踪期内，受业务规模扩张和产能扩建项目推进影响，总资产规模进一步扩大，应收类账款对资金形成一定占用；借款增加带动财务杠杆水平上升，考虑到公司未来仍有大规模在建项目投资，财务杠杆控制情况值得关注。*

2022 年以来，公司赎回理财产品，且将部分新增理财产品根据新金融准则列报至其他流动资产，交易性金融资产和其他流动资产此消彼长，整体理财产品及大额存单规模小幅下降约 2 亿元。同时，公司提前借款储备资金，货币资金有所增加。此外，2022 年公司业务规模扩大，客户以银行

承兑汇票结算的规模不断增加，应收账款和应收款项融资规模有所增长。非流动资产方面，受在建项目推进影响，2022 年末在建工程、固定资产和无形资产持续增长。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。整体来看，公司资产规模在业务规模扩张和产能扩建的推动下进一步增长，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。有息债务方面，为推进项目建设，公司扩大借款规模，债务规模快速扩张，且债务结构有待优化。

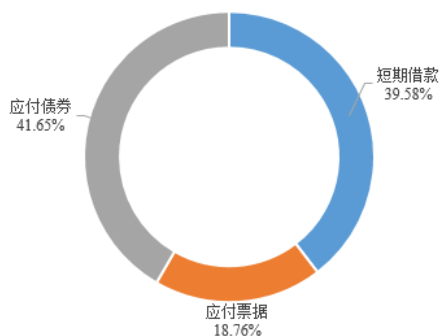
权益结构方面，受益于利润累积，2022 年末所有者权益同比上升。2022 年公司拟派发现金红利 2.19 亿元，占当年归属于母公司股东净利润的比例为 30.81%，分红比例适中。受借款增加影响，资产负债率和总资本化比率均保持上升态势，在特种纸行业中财务杠杆水平偏高，考虑到未来在建项目投资规模较大，公司面临较大的融资需求，财务杠杆水平控制情况值得关注。

表 13：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
货币资金	5.21	7.94	9.44
交易性金融资产	1.60	15.64	10.36
应收账款	9.95	12.17	13.10
应收账款融资	7.28	7.17	8.42
存货	13.37	19.25	20.55
流动资产占比	49.87	58.38	52.54
固定资产	23.34	25.32	28.46
在建工程	2.75	3.57	11.50
无形资产	4.99	5.16	7.73
<b>总资产</b>	<b>79.64</b>	<b>110.49</b>	<b>132.64</b>
短期债务	14.70	13.34	26.11
长期债务	0.00	17.75	18.64
<b>总债务</b>	<b>14.70</b>	<b>31.09</b>	<b>44.74</b>
<b>总负债</b>	<b>25.85</b>	<b>46.02</b>	<b>63.52</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>53.79</b>	<b>64.47</b>	<b>69.12</b>
资产负债率	32.46	41.65	47.89
总资本化比率	21.47	32.54	39.30

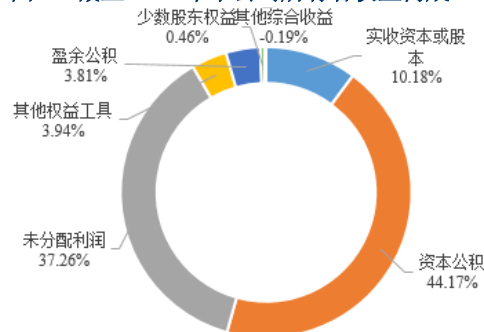
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营获现能力一般，投资资金依赖外部融资；受债务规模增加和盈利水平下降影响，整体偿债能力减弱。



跟踪期内，受公司以现金方式支付原材料账款的规模增加影响，公司经营活动净现金流有所下降；投资活动净现金流出主要系公司推进项目建设投资；筹资活动方面，受借款增加影响，当期筹资活动净现金流呈流入态势，但融资力度弱于 2021 年，现金流入规模同比下降。总体来看，公司经营获现能力一般，产能新扩建资金需依赖于外部融资。

偿债能力方面，2022 年，受利润水平下降和债务规模增加影响，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。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022
经营活动净现金流	3.02	4.47	0.72
投资活动净现金流	-6.05	-19.38	-6.51
筹资活动净现金流	-4.76	16.99	6.38
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	3.99	11.72	0.68
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务	0.19	0.14	0.01
EBITDA 利息保障倍数	14.69	38.00	9.95
总债务/EBITDA	1.32	2.15	4.29
FFO/总债务	0.59	0.35	0.22

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2023 年 3 月末，公司在各大金融机构中共获得 71.35 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为 31.74 亿元，具备一定备用流动性，同时，公司为 A 股上市公司，具有直接融资通道。

资产抵质押方面，截至 2022 年末，公司受限资产合计 13.88 亿元，占期末总资产比重为 10.46%。其中，作为银行承兑汇票保证金、海关进口增值税保证金和碳排放交易保证金的受限货币资金合计 2.04 亿元；受限应收账款融资 7.43 亿元和其他流动资产 4.40 亿元主要用于开具承兑汇票。2022 年末，浙江仙鹤控股集团有限公司（以下简称“仙鹤控股”）质押公司股权 0.95 亿股，占其持股比例的 17.59%。

关联交易方面，除公司与夏王纸业的交易外，2022 年，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 2.68 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 2022 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，2020 年~2023 年 5 月 16 日，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。

## 预测与假设<sup>1</sup>

### 假设

<sup>1</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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人相关的重要假设，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人的未来实际经营情况可能存在差异。



- 预计 2023 年公司产能进一步扩张，产销量上升带动销售收入增加。
- 预计 2023 年资本支出规模较大。
- 预计在建项目资金融资主要通过债务融资方式，债务规模或将继续扩张。

## 预测

表 15: 预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	32.54	39.30	40~50
总债务/EBITDA (X)	2.15	4.29	4.5~8

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，仙鹤股份未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖，但资本支出规模较大，面临资金压力。**

公司经营获现能力一般，合并口径现金及等价物储备尚可，未使用授信较为充足。2022 年末公司账面未受限货币资金为 7.40 亿元，且银行存款产品和理财类产品合计 16.37 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司尚未使用额度为 31.74 亿元，具有一定备用流动性。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。2022 年公司资本开支约为 15 亿元，此外，2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出为 7.72 亿元。根据规划，2023 年公司资本开支规模较大，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，但仍面临资金压力。

表 16: 截止 2022 年末公司债务到期分布情况 (亿元)

	2023 年内到期	2024 年内到期	2025 年内到期	2026 年及以后到期
银行融资	26.11	0	0	0
公开债务	0.10	0.20	0.30	23.74
合计	26.21	0.20	0.30	23.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>2</sup>

**中诚信国际认为，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 综合表现水平较高，潜在 ESG 风险较小。**

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，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，合计设计处理能力为每天 79,000 立方米，2022 年减少排放二氧化碳量 26,800 吨。跟踪期内，公司重大环境污染事故、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，未因环境违法

<sup>2</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。

收到环保部门的行政处罚。

社会责任方面，跟踪期内，公司及其全资子公司共向社会各类捐赠合计 434 万元，新建扶贫加工车间 3 个，新增就业岗位三百余个。公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

表 17：近年来公司安全、环保资金投入情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
安全生产投入	0.10	0.10	0.13	0.03
环境保护投入	0.24	0.32	0.35	0.10
合计	0.34	0.42	0.48	0.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司治理方面，公司董事会由 7 名董事构成，其中 3 名为独立董事，跟踪期内，公司非独立董事未发生变化，另聘任骆志荣、张家明、史君齐、王昱哲为公司副总经理，任命张诚为总工程师，管理团队的扩大有利于公司进行精细专业化管理。内控方面，公司建立了较为完善的内部控制制度，涵盖业务控制、财务管理、会计核算、关联交易内部控制、对外担保管理和信息披露管理控制等方面。同时公司建立相应的考核和激励机制，以确保内部控制制度的实施。跟踪期内，公司仍由本部集中管理资金和对外投融资。公司战略方面，公司继续拓展新产品，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，充分利用好资本平台，继续合理地扩大产能，并向上游延伸，完善产能布局。

## 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。

## 同行业比较

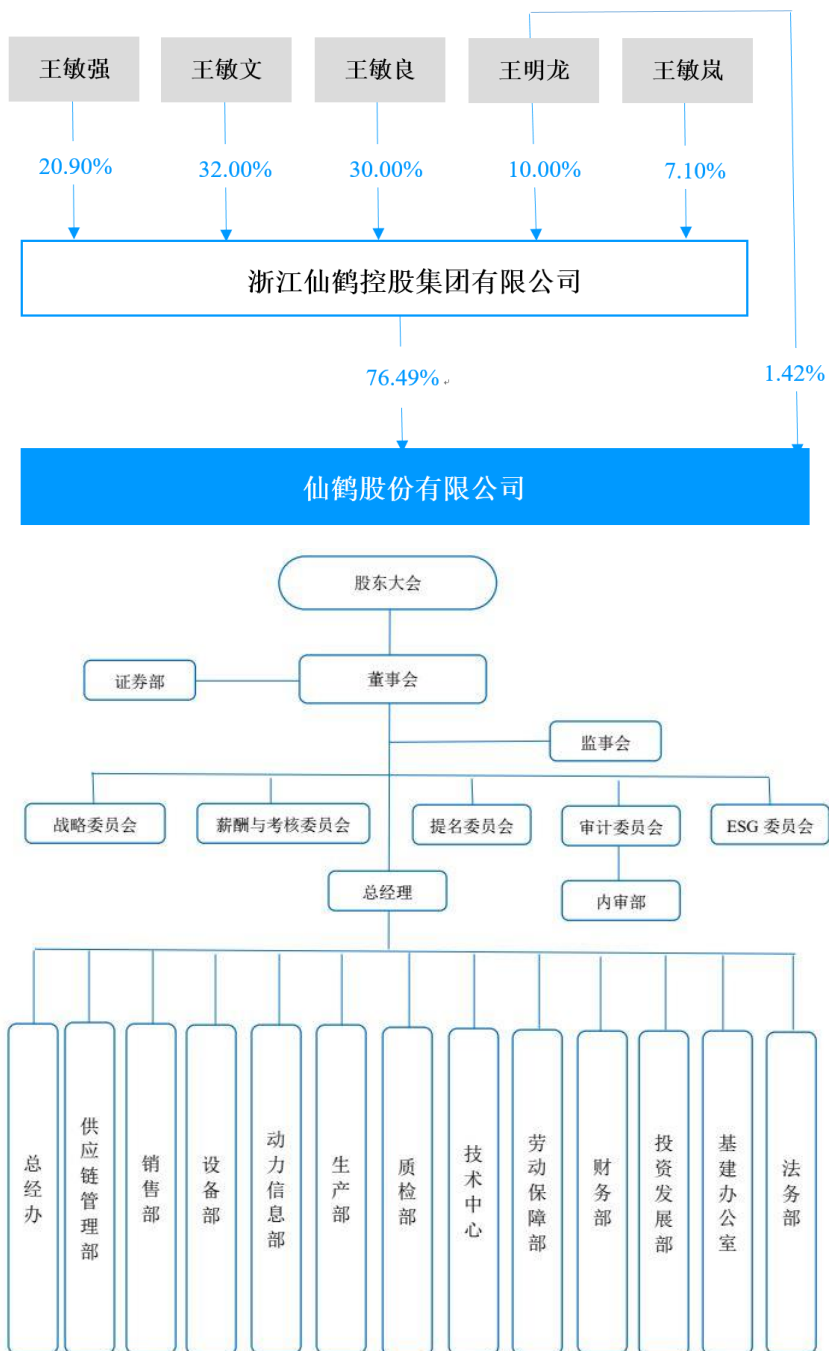
中诚信国际选取了晨鸣纸业股份有限公司（以下简称“晨鸣纸业”，000488.SZ）作为仙鹤股份的可比公司，上述两家公司均为机制纸生产和销售企业，在业务和财务方面具有较高可比性。

**中诚信国际认为，与同行业对比，公司市场地位一般，产能规模优势较弱，但产品多元化优势显著，单一产品风险较低，对下游议价能力尚可；纸浆自给率较低，对上游的议价能力弱于晨鸣纸业。整体来看，公司盈利能力较强，杠杆水平较低，偿债指标较优，但经营获现能力一般，且在建项目投资规模很大，未来杠杆水平和偿债能力变化情况值得关注。**

## 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 2023 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）	2020	2021	2022
货币资金	5.21	7.94	9.44
应收账款	9.95	12.17	13.10
其他应收款	0.17	0.15	0.19
存货	13.37	19.25	20.55
长期投资	7.28	8.89	9.18
固定资产	23.34	25.32	28.46
在建工程	2.75	3.57	11.52
无形资产	4.99	5.16	7.73
资产总计	79.64	110.49	132.64
其他应付款	0.07	0.15	0.07
短期债务	14.70	13.34	26.11
长期债务	0.00	17.75	18.64
总债务	14.70	31.09	44.74
净债务	10.08	24.41	37.35
负债合计	25.85	46.02	63.52
所有者权益合计	53.79	64.47	69.12
利息支出	0.76	0.38	1.05
营业总收入	48.43	60.17	77.38
经营性业务利润	6.35	8.50	4.91
投资收益	2.02	2.87	1.40
净利润	7.19	10.19	7.15
EBIT	8.36	11.18	6.81
EBITDA	11.12	14.49	10.44
经营活动产生的现金流量净额	3.02	4.47	0.72
投资活动产生的现金流量净额	-6.05	-19.38	-6.51
筹资活动产生的现金流量净额	-4.76	16.99	6.38
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	20.47	19.98	11.51
期间费用率（%）	6.30	5.22	4.16
EBIT 利润率（%）	17.27	18.59	8.80
总资产收益率（%）	10.50	11.76	5.60
流动比率（X）	1.76	2.62	1.71
速动比率（X）	1.17	1.84	1.21
存货周转率（X）	2.88	2.95	3.44
应收账款周转率（X）	4.87	5.44	6.13
资产负债率（%）	32.46	41.65	47.89
总资本化比率（%）	21.47	32.54	39.30
短期债务/总债务（%）	100.00	42.90	58.35
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.19	0.14	0.01
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.19	0.33	0.02
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	3.99	11.72	0.68
总债务/EBITDA（X）	1.32	2.15	4.29
EBITDA/短期债务（X）	0.76	1.09	0.40
EBITDA 利息保障倍数（X）	14.69	38.00	9.95
EBIT 利息保障倍数（X）	11.04	29.33	6.50
FFO/总债务（X）	0.59	0.35	0.22

注：中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收款项，将研发费用计入管理费用；

### 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
经营效率	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)
	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：“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：信用等级的符号及定义

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）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

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）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn