

信用等级通知书

信评委函字[2019]G281号

仙鹤股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“仙鹤股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年四月二十九日

仙鹤股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	仙鹤股份有限公司
发行规模	本次发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 12.50 亿元。
债券期限	本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面年利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平, 提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。本次可转换债券在发行完成前如遇银行存款利率调整, 则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整。
偿还方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式, 到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满 6 个月后第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

概况数据

仙鹤股份	2016	2017	2018
所有者权益(亿元)	19.47	23.45	32.37
总资产(亿元)	36.52	48.49	55.35
总债务(亿元)	10.64	15.09	13.32
营业总收入(亿元)	21.96	30.47	40.98
营业毛利率(%)	19.27	19.19	17.23
EBITDA(亿元)	4.35	6.72	6.37
所有者权益收益率(%)	10.74	16.99	9.04
资产负债率(%)	46.69	51.64	41.51
总债务/EBITDA(X)	2.45	2.25	2.09
EBITDA 利息倍数(X)	7.53	11.65	9.66

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。

基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)评定“仙鹤股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA, 该级别反映了本次债券的安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 违约风险很低。

中诚信证评评定仙鹤股份有限公司(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, 该级别反映了仙鹤股份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。中诚信证评肯定了特种纸行业前景较好, 公司拥有较强的规模优势和行业地位, 同时客户资源丰富, 业务规模逐年增大以及较强的获现能力等正面因素对公司及本次债券信用水平的支撑作用。同时中诚信证评也关注到公司债务结构有待优化以及面临的木浆价格波动风险、环保风险等因素可能对公司及本次债券信用状况造成的影响。

正面

- 特种纸行业前景较好。随着国民经济发展及消费升级, 近年来特种纸行业下游需求旺盛, 且仍存在一定的需求缺口, 市场前景较好, 同时产业集中度不断提升, 业内大型企业将受益。
- 较强的规模优势和行业地位。公司是国内综合实力较强的大型特种纸企业, 产能规模排名靠前, 同时产品种类丰富, 多种产品市场占有率排名行业前三位, 拥有较强的市场抗风险能力和竞争优势。
- 公司客户资源丰富, 业务规模逐年增大。公司与下游大量优质客户形成了长期合作关系, 销售渠道稳定, 2016~2018 年业务规模逐年增长, 近三年年均复合增长率为 36.61%, 业务成长性良好。
- 公司获现能力强, 对债务本息的保障程度高。2016~2018 年, 公司 EBITDA 分别为 4.35 亿元、6.72 亿元和 6.37 亿元, 同期总债务/EBITDA 指

标分别为 2.45 倍、2.25 倍和 2.09 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 7.53 倍、11.65 倍和 9.66 倍，EBITDA 对债务本息保障程度较高。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

钟 晓 昕 xnzhang@ccxr.com.cn

刘 冠 如 grliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 4 月 29 日

关 注

- 债务结构有待优化。截至 2018 年末，公司总债务 13.32 亿元中短期债务达 12.94 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 34.60 倍，债务期限结构不合理。
- 经营性现金流流出规模逐年增加。2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量金额为 0.60 亿元、-1.52 亿元和 -3.21 亿元，中诚信证评将持续关注公司业务增长过程中应收款项与存货规模的快速扩大所引起的资金占用对经营性现金流及偿债能力的影响。
- 在建工程所需资金后续投入较大。2018 年公司存续 3 个在建项目，均处于初期状态，预期未来资金需求约 16 亿元，公司将面临一定的资本支出压力，未来公司的负债水平或因此提高。
- 木浆价格波动风险。公司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未来经营及盈利造成一定影响。
- 环保风险。当前国家对造纸行业环保建设的要求日趋严格，而造纸行业属于重污染行业，公司存在因人为操作失误等引发污染事件的可能性，中诚信证评将密切关注公司的环保治理情况给其带来的经营风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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，不存在因评级对象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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

仙鹤股份有限公司(以下简称“仙鹤股份”或“公司”)成立于2001年12月19日,前身为浙江仙鹤特种纸有限公司,初始注册资本5,000万元,由自然人王敏文、王敏良、王敏强、王明龙和王敏岚共同出资设立。后经多次股权变更及增资,截至2014年12月31日,公司注册资本45,000万元,股东变更为法人浙江仙鹤控股有限公司(以下简称“仙鹤控股”)和自然人王明龙,双方持股比例分别为97.78%和2.22%。2015年12月,公司整体变更为股份有限公司。2016年9月,公司注册资本增至55,000万元,股东仙鹤控股和王明龙持股比例变更为98.18%和1.82%。由于王敏良、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。2018年4月20日,仙鹤股份正式在沪市主板挂牌上市,向社会公众公开发行股票6,200万股,扣除发行费用后共募集资金78,070.59万元,公司注册资本变更为6.12亿元,经上市股份稀释后,股东仙鹤控股和王明龙持股比例变为88.24%和1.63%,实际控制人仍为王敏良、王敏文、王敏强、王明龙和王敏岚五兄妹。

公司系国内特种纸行业的领军企业之一,目前主要从事特种纸的研发、生产和销售,主要产品可划分为烟草行业用纸、家居装饰用纸、商务交流及防伪用纸、食品与医疗包装用纸、标签离型用纸、电气及工业用纸、热转印用纸、低定量出版印刷用纸和其他共九大系列。截至2018年末,公司拥有9家控股子公司。

截至2018年12月31日,公司资产总额为55.35亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为32.37亿元,资产负债率为41.51%;2018年公司实现营业收入40.98亿元,净利润2.93亿元,经营活动净现金流-3.21亿元。

本次债券概况

表1:本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	仙鹤股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行总额	本次发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币12.50亿元。
债券期限	本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起6年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面年利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平,提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。本次可转换债券在发行完成前如遇银行存款利率调整,则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整。
偿还方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式,到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格的确定	本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告之日前二十个交易日公司A股股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形,则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司A股股票交易均价,具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。
赎回条款	1、到期赎回条款:在本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转换公司债券,具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。2、有条件赎回条款:在本次发行的可转换公司债券的转股期内,当下述两种情形的任意一种出现时,公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券:(1)在本次发行的可转换公司债券转股期内,如果公司股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%);(2)当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3,000万元时。
回售条款	1、有条件回售条款:在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度,如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时,可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价

格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后 2 个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。2、附加回售条款：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

募集资金用途

本次发行可转换公司债券的募集资金扣除发行费用后将用于年产 22 万吨高档纸基新材料项目和补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

造纸

造纸行业概况

造纸行业可细分为新闻纸、涂布印刷纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸、包装用纸、箱板纸、白纸板、瓦楞原纸和特种纸及纸板等多个子行业。造纸行业具有连续高效运行、规模效益显著等典型的大工业生产特征；原料需求较多、设备投资较大，产业链较长，涉及到林业、农业、化工、出版、包装、印刷、机械制造、环保等诸多产业，是技术、资金、资源、能源相对密集的一个行业。

造纸行业的发展具有明显的周期性特征。宏观经济的周期性波动，将导致纸品供给和需求的波动。在经济增长加快时，受产能限制短时内供应量不能相应增加，则造纸企业销售量和产品价格相应上升；在价格上涨时期，较高的盈利刺激了造纸企业投资热情，造纸行业产能相应上升；随着新增产能的增加，产品供给增加，将会拖动纸品价格下降，行业又进入周期性低谷。

近年来，在宏观经济持续低迷的情况下，我国

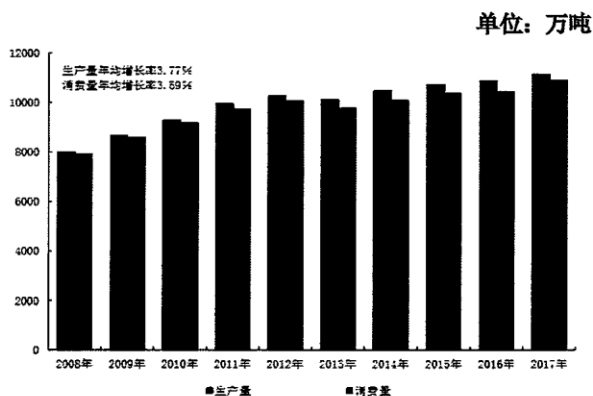
造纸行业产能过剩，造纸企业盈利空间被大幅压缩、整体运营压力上升，行业综合治理、兼并重组整合加剧，落后产能和抗风险能力差的小企业被不断挤出。2014 年之前，由于行业内各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不明显，产品同质化严重，随着产能的持续扩张，行业竞争较为激烈。2014 年开始实施供给侧改革，行业供给增速持续减缓，整体行业低迷情况略有改善。

近年来，随着供给侧改革的持续推进，环保要求的不断提高，市场淘汰加剧，纸价有所上涨，行业景气度不断提升。具体来看，自 2014 年去产能以来，行业企业单位数从最高的 7,340 家下降到 2017 年的 6,600 余家，根据中商产业研究院监测数据显示，截至 2017 年底，我国造纸企业达到 6,681 家，较上年减少 23 家。其中亏损企业 677 家，2017 年行业亏损总额 41 亿元，同比下降 46.8%。从固定资产投资增速来看，企业新增产能持续下降，纸及纸板过剩产能正在收窄。2016 年我国机制纸及纸板消费量达 1.04 亿吨，同比增长 0.65%，产量为 1.08 亿吨，同比增长 1.35%；2017 年我国纸及纸板消费量达到 1.09 亿吨，同比增长 4.59%，产量 1.11 亿吨，同比增长 2.53%。从纸价和行业企业盈利水平来看，随着产能过剩情况不断改善，国内纸价也相应上调，促使造纸行业整体盈利水平上升。2015~2016 年双铜纸和双胶纸从 5,500 元/吨左右降至 5,000 元/吨，白卡纸从 4,750 元/吨左右降至 4,500 元/吨左右。2017 年纸价出现明显上涨，双铜纸和双胶纸从 5,000 元/吨涨至 7,500 元/吨左右，白卡纸从 4,500 元/吨左右涨至 7,000 元/吨左右。2017 年底至 2018 年 4 月纸价持续处于高位水平，2018 年 4 月后呈回落态势，2019 年初双铜纸和双胶纸价格降至 5,800 元/吨左右，白卡纸价格降至 5,000 元/吨左右。

据国家统计局统计，2017 年规模以上造纸生产企业 2,754 家；主营业务收入 9,215 亿元，同比增长 15.37%，工业增加值增速 3.90%，利润总额 666 亿元，同比增长 55.63%。中诚信证评认为，在供给侧改革和环保政策趋严的大背景下，造纸行业未来将面临更加严酷的产能出清，而目前中国经济正在筑底，市场需求有望进一步改善，未来供求格局将

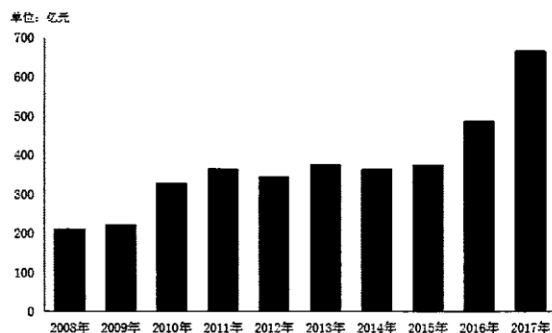
会发生改变。

图 1：2008~2017 年我国纸及纸板生产和消费情况



资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

图 2：2008~2017 年规模以上造纸生产企业利润总额



资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

我国造纸行业主要受下游印刷、包装等产业的拉动；但各子行业间生产技术和用途各异，下游企业所处行业也不尽相同，加上消费替代性较小，子行业受经济波动影响差异较为明显。并且不同造纸企业在经营规模、产品的质量、性能、形状和用途上各不相同，也面临着不同的市场供求关系。

目前国内造纸行业供需情况有所改善，但仍存在结构性产能过剩情况。具体到各产品细分市场，文化用纸受互联网冲击影响，需求萎缩，产能过剩压力较大，如新闻纸等，受非纸化传播方式逐渐取代传统的报纸、杂志媒体的影响，需求量大幅下降；包装用纸则受益于电商发展背景下的快递业务增长，需求略高于供给；生活用纸由于需求量受经济波动影响程度较低，周期性相对较弱，随着居民收入持续增长和消费升级推进，需求量增长潜力较大，但随着市场上多家造纸企业相继进军生活用纸领域，未来生活用纸的行业供求情况亦值得关注。除此之外，一些特种纸下游行业较为特殊，且顺应

了现代化的消费观念和趋势，比如装饰原纸等，下游需求波动就相对较小，产业集中度较高，市场周期波动相对不明显。因此，造纸品类的分散化有助于分散造纸企业的经营风险，在行业内生产多品类纸种的造纸企业具有相对更强的抗风险能力。

总体来看，造纸行业与宏观经济增速之间有较强的顺周期性，在中国经济增速有所调整的条件下，造纸行业的增速也面临调整压力。但随着国民经济下行压力的缓解、居民收入水平的提高以及二孩政策的放开，纸制品人均消费量预期还将持续增长。且在当前的市场环境下，落后产能淘汰和企业重组力度不断加大，未来造纸行业竞争有望进一步规范，未来仍具有一定的发展空间。

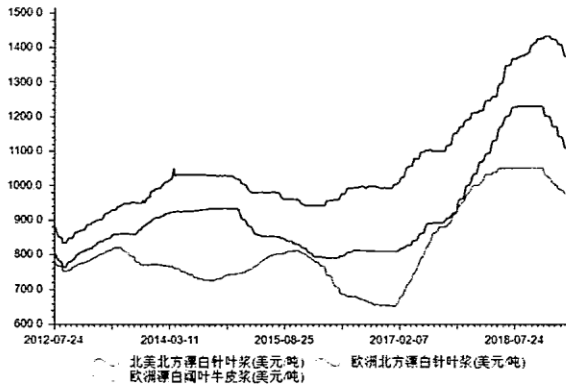
原材料供应

我国造纸行业的主要原材料为纸浆和废纸，由于林木及纤维资源短缺，行业内企业原材料自给能力普遍偏弱，每年需要从国外进口大量的木浆和废纸以满足生产需要，因此原材料对外依存度很高，原料价格与国际市场联动性强，加之在产能过剩的情况下企业转嫁成本压力的难度增加，国际原料市场价格的波动对我国造纸企业经营业绩的影响较大。2017 年全国纸浆进口量 2,372 万吨，同比增长 12.63%；进口金额为 153.34 亿美元，同比增加 25.30%。2017 年全国废纸进口量 2,572 万吨，同比减少 9.75%；进口金额为 399.35 亿元人民币，同比增长 21.30%。目前，我国正积极推进林浆纸一体化和废纸回收项目的建设，随着造纸产业链向上游延伸，未来造纸企业原材料自给率有望得到提升，从而使原材料供应及价格的稳定性得到一定保障。

在进口纸浆价格走势方面，2014 年下半年开始，进口针叶浆和阔叶浆价格分别企稳于 5,000 元/吨及 4,000 元/吨左右。自 2016 年第四季度国际浆价开始上涨，自 2017 年第二季度中末期才略有回稳，6、7、8 月的国际浆价基本保持平稳。2017 年 8 月，国际纸浆的需求普遍增长，不过长纤浆库存天数略增，为 33 天，环比增加 1 天。2017 年 9 月开始，国际浆价开始了新一轮的增长。10 月亚洲市场漂白软木牛皮浆价格超过 900 美元/吨。前期亚洲市场浆价突然飙升，主要是由于中国大陆严格实施

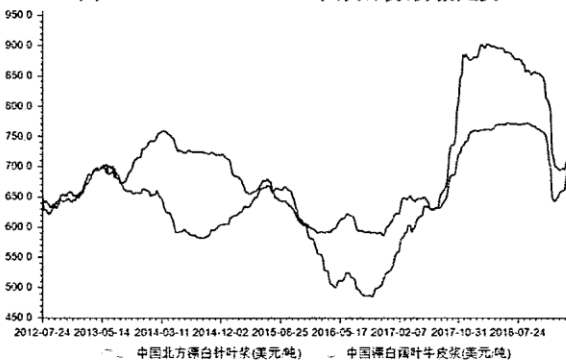
环保政策，中国政府积极执行造纸业的关停并转措施，大幅淘汰不符合经济效益及环保要求的中、小型浆纸厂等所致。后期由于国内部份产能投产，供需形势变化，纸浆价格呈现回落态势。

图 3：2012.07~2019.03 国际纸浆价格走势



资料来源: choice, 中诚信证评整理

图 4：2012.07~2019.03 国内纸浆价格走势



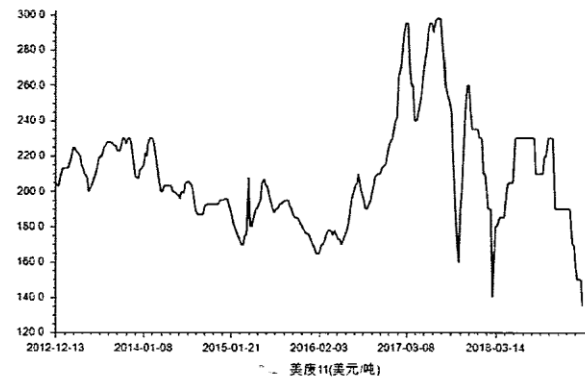
资料来源: choice, 中诚信证评整理

另外，受制于我国废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足，我国废纸主要来自于美国、欧洲和日本等地。2016 年以来，美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价，其中美废 11# 从 2016 年初的 175 美元/吨持续上涨至 2017 年 3 月的 295 美元/吨，价格大幅震荡至 2017 年 10 月，快速下降到 160 美元/吨，2018 年 3 月开始反弹，2018 年 5 月为 230 美元/吨，价格小幅波动至今；受美废带动，国废亦经历快速上涨，废黄板纸采购价从 2016 年初 1,200 元/吨上涨至 2017 年 1 月中旬 2,050 元/吨。2017 年 3~4 月随着包装纸消费淡季，以及下游箱板纸纸厂需求减弱，纸厂原纸库存不断增加，期间废纸价格大幅回落，但 2017 年 5 月至 10 月国内废纸价格快速反弹，均价达到 2,970 元/吨，11 月均价下降至 1,800 元/吨，由于原材料的涨

价，12 月起国内废纸价格大幅上涨，截至 2018 年 5 月国废到厂价均价约为 3,200 元/吨，2018 年 10 月价格下降至约 2,200 元/吨，截至 2019 年 3 月底价格保持震荡态势。

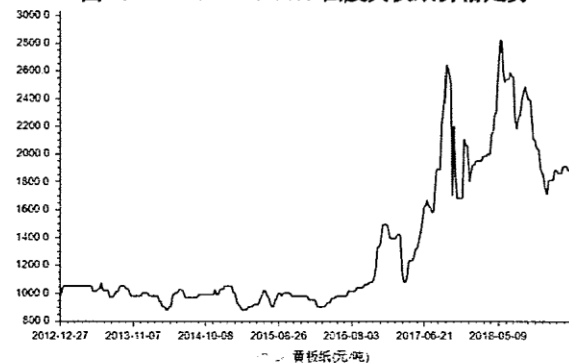
由于废纸等原材料与产品价格并不同步，往往存在着一定的时间差，使得原材料价格波动的压力无法及时传导至下游行业，因此原材料价格的波动将对造纸企业的盈利水平和现金流产生较大影响。

图 5：2012.07~2019.03 美废 11# 价格走势



资料来源: choice, 中诚信证评整理

图 6：2012.07~2019.03 国废黄板纸价格走势



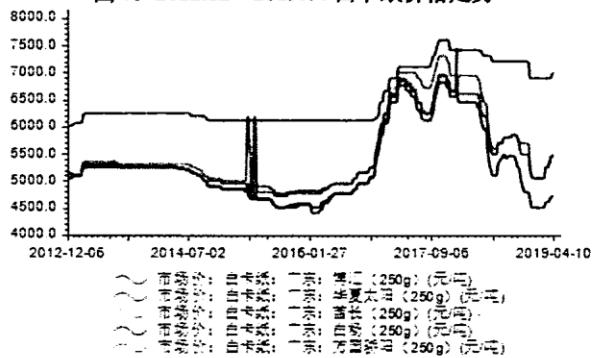
资料来源: choice, 中诚信证评整理

造纸行业产品价格

造纸行业各细分产品用途各异，市场关联度较低，子行业需求波动不尽相同。不同纸产品价格受需求影响差异较大，箱板纸、白卡纸和瓦楞纸等包装类用纸主要受服装、鞋帽、医药、烟草等消费品消费影响；铜版纸主要受高档杂志、画册、宣传广告消费影响；新闻纸、双胶纸和轻涂纸等文化类用纸主要受报刊、书籍、杂志等用纸量的影响。随着我国造纸企业产能集中释放，2011 年以来主要纸产品价格均有所下跌，并且，2013 年以来主要的纸产品价格依然在低位徘徊，2015 年国内经济持续疲弱，主要纸品价格继续下降。但淘汰落后产能以及

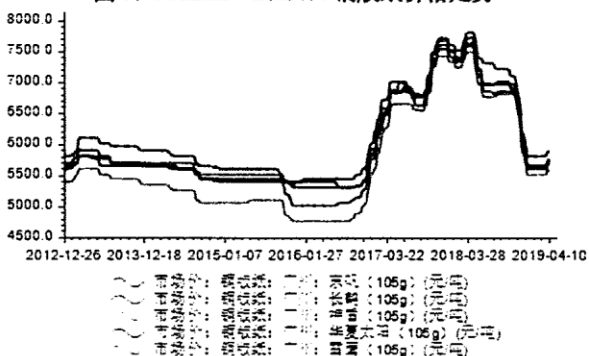
日趋严格的环保政策将使部分中小企业退出市场，从而在一定程度上缓解新增产能对行业供给造成的压力。2016年下半年随着原材料纸浆价格的上涨，纸制品价格也波动上涨。白板纸在2017年底达到价格高位，但由于白板纸在2017年投放了过多产能，客户积压的库存较多，2018年起价格呈下跌趋势；铜版纸与双胶纸价格在2017年底到2018年上半年随原材料价格上涨维持在价格高位，2018年下半年纸浆价格下降，铜版纸与双胶纸价格也双双回落。2019年以来，国内经济呈复苏态势，政府对供给侧改革的力度不减，同时受原材料价格震荡调整，国家对环保整治、淘汰落后产能和市场需求增长等因素的影响，造纸行业价格在经历了价格回落后再有所回升。预期未来环保政策趋严和公路运输成本上升等因素也将影响纸品价格，纸品价格仍有进一步提价空间。

图 7：2012.12~2019.04 白卡纸价格走势



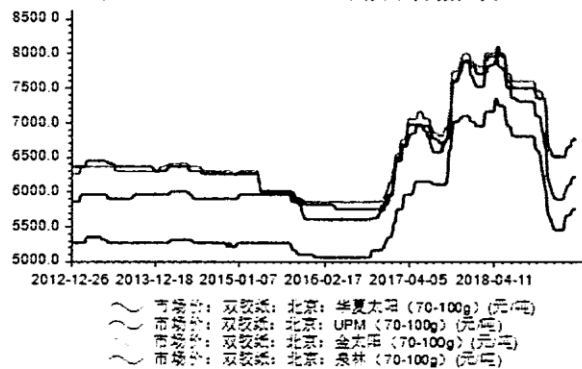
资料来源：Choice，中诚信证评整理

图 8：2012.12~2019.04 铜版纸价格走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

图 9：2012.12~2019.04 双胶纸价格走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

特种纸行业概况

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。特种纸种类繁多，目前全球有 2,000 多种特种纸，而且每年新增上百个品种；我国特种纸品种仅 600 多种，远远未能满足我国日益增长的特种纸的使用需要。从具体特种纸种来看，包括无碳复写纸、热敏纸、装饰原纸、物流单纸、卷烟纸和铝箔称纸等。

在造纸行业普遍低迷的情况下，特种纸行业得益于下游需求的稳定以及一定的需求缺口依然保持较好的发展态势，市场前景良好。根据中国制浆造纸研究院统计，2017 年全球特种纸产量 2,200 万吨到 2,500 万吨左右，到 2027 年底，预计将超过 4,000 万吨。根据中国特种纸学会特种纸专业委员会的统计调查，2015-2017 年我国特种纸及纸板总生产量分别为 615 万吨、635 万吨和 670 万吨，年均复合增长率 4.56%，2017 年特种纸及纸板生产量占全国纸及纸板总生产量的比例为 6.0%。尽管中国特种纸产业经过近十年的快速发展，逐步追平了全球特种纸及纸板占纸及纸板总产量的比例，跻身特种纸生产大国，但中国的人均特种纸消费量却远低于美国等发达国家，中国特种纸行业的未来发展空间仍非常广阔。

近年来，生产规模化成为国内特种纸行业的发展趋势，大多数企业依靠自身原始积累实现快速发展，产业集中度越来越高，但特种纸由于用途广泛，不同纸种的市场情况与终端行业的行业状况关联性较大，不同纸种在同一时间点的盈利趋势也不尽相同。国内大型特种纸生产企业主要包括仙鹤股份有限公司、齐峰新材料股份有限公司、民丰特种纸

股份有限公司、牡丹江恒丰纸业股份有限公司、广东冠豪高新技术股份有限公司和浙江凯恩特种材料股份有限公司等。

目前，国内特种纸配套的装备、纤维材料、化学品的质量水平与国外相比还有相当的差距，特种纸品在性能上相比造纸强国尚存在不小的差距，尚不能满足日益增长的市场需要，特别是一些技术含量高、开发难度大、高质量的特种纸还需依赖进口。另外，很多跨国集团纷纷进军中国特种纸市场，外资企业的经济实力、研发能力也对中国特种纸市场造成一定冲击。

整体来看，近年来特种纸行业发展较好，国内特种纸企业产能持续上升。但由于经济实力及研发能力与国外企业尚有差距，部分高质量的特种纸还需依赖进口。未来，国内特种纸行业在产品技术含量、引领市场消费方向能力以及产品更新换代速度等方面还有待提升。

造纸行业关注

行业环保政策趋严，环保标准不断提高，加大了行业企业的环保压力及成本压力

造纸行业发展的同时给环境带来了较大影响。造纸行业是用水大户，造纸行业废水排放量约占全国工业废水总排放量的 18% 左右。近年来国家的环保政策日趋严格，对造纸企业的环保标准不断提高。2016 年以来国家着力加大环保违规行为的惩罚力度，并进一步扩大环保整治行业的覆盖面，同时积极采取行政和税收手段对治污进行合法化和规范化，供给侧改革取得一定成效。严格的环保法规使盈利能力弱、技术落后的中小造纸企业难以达到环保指标而被迫退出；此外，对僵尸企业、技术落后的企业的限贷措施也使得落后产能迅速淘汰。

表 2：2015 年以来我国造纸行业出台的多项环保政策法规

时间	政策	主要内容
2015.1.1	新《环保法》正式实施	对违法行为实施按日计罚；对超标、超总量行为实施限产、停产整治；对未批先建、无证排污、违法排污等行为责任人处以拘留；构成环境犯罪的追究其刑事责任。
2015.4.16	《水污染防治行动计划》（水十条）	2016 年底前取缔重污染的小型造纸厂等“十小”企业，“十小”即小型造纸、制革、印染、染料、

炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目。

2015.5.26	《高耗水工艺、技术和装备淘汰目录（第一批）》	涉及三项制浆造纸工艺和设备 2017 年底之前全部淘汰。
2016.1.1	新《大气污染防治法》正式实施	具体的处罚行为和种类接近 90 种，取消了原先对造成大气污染事故企事业单位罚款“最高不超过 50 万元”的封顶限额。
2016.12.13	《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》	要求到 2017 年底，钢铁、火电、水泥、煤炭、造纸、印染、污水处理、垃圾焚烧厂等 8 个行业达标计划实施取得明显成效。
2016.12.19	《水污染防治法修正案》草案提请审议	全面落实水十条制度措施；将把罚金提高到二十万元以上一百万元以下。
2016.12.25	《环境保护税法》审议通过	2018 年 1 月 1 日起开征，预计年征收收入 500 亿元；多排多征，少排有税收优惠。
2017.1.5	《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可证申请与核发工作的通知》	在 2017 年 6 月 30 日前，完成全国火电和造纸行业企业排污许可证申请与核发，试点北京市、天津市、廊坊市、廊坊市的钢铁、水泥高架源排污许可证申请与核发。从 2017 年起，上述行业企业应持证排污，建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。完善固体废物进口管理制度，分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管理目录，综合运用法律、经济、行政手段，大幅减少进口种类和数量；要加强固体废物回收利用管理，发展循环经济。2017 年 7 月 20 日，中国正式照会世界贸易组织（WTO），中国将不再接受废弃塑料、废纸、废弃炉渣、废弃纺织品和废弃矿渣等进口。
2017.4.19	《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	对火电和造纸行业的许可制改革工作作出部署，并将启动调度及考核机制，加快核发进度、确保核发质量、加强工作调度。
2017.5.15	《关于进一步加快火电和造纸行业排污许可证核发工作的通知》	对北京市、天津市、山西省、内蒙古自治区、河南省、山东省、四川省、陕西省、宁夏回族自治区的水资源税征收管理。
2017.11.29	《扩大水资源税改革试点实施办法》	为加强对进口可用作原料的固体废物检验检疫监督管理，保护环境，对进口可用作原料的固体废物的检验检疫和监督管理。
2017.12.20	《进口可用作原料的固体废物检验检疫监督管理办法》	自 2018 年 3 月 1 日起，进口废纸中掺杂物总重量不得超过进口废纸总重量的 0.5%，年产能小于 5 万吨的纸厂无外废进口资格。
2018.1.11	《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准》	

2018.3.22	《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案(征求意见稿)》	严控新建燃煤自备电厂、全面清理违法违规燃煤自备电厂、严格依限期完成环保改造、淘汰燃煤自备电厂落后产能。
2018.5.2	《海关总署关于对进口美国废物原料实施100%开箱及掏箱检验检疫,加风险预警监管措施的通知》	对来自美国的废物原料实施强单证审核。
2018.8.8	《国务院关税税则委员会关于对原产于美国进口商品加征25%关税的公告》	公布经调整的对美国输华商品加征关税商品清单二,自2018年8月23日12时01分起实施加征25%关税。
2018.12.16	《快递业绿色包装指南(试行)》	快递业绿色包装坚持标准化、减量化和可循环的工作目标,加强与上下游协同,逐步实现包装材料的减量化和再利用。

资料来源:公开资料,中诚信证评整理

据统计,“十一五”、“十二五”期间造纸行业共淘汰产能4,000万吨,其中3,000万吨是由政府主导的行政淘汰。与市场淘汰相比,行政淘汰是吊销营业执照,无法复产,由此可见政府产能淘汰的力度之大。综合来看,后续国内环保的高压态势将会持续,行业供给端将进一步收缩,需求端将保持平稳或小幅增长,预计行业供求关系改善在中短期内仍将持续,龙头企业经营环境将有所改善。

人民币汇率波动较大,对国内造纸企业的价格风险控制和市场预判能力提出了较高的要求

自从2005年7月人民币汇率形成机制改革以来,中国一直按照主动性、可控性和渐进性的原则稳步实施有管理的浮动汇率制度。2011~2013年人民币兑美元汇率一直处于上升趋势,2011年以来人民币兑美元以约每年2%的涨幅稳步上升,2013年全年人民币兑美元累计升值3.09%。值得关注的是,2014年以来人民币持续贬值,双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强;2014年末,人民币兑美元汇率中间价为6.1190,累计下跌221个基点,下跌幅度为0.36%;2015年人民币兑美元汇率整体维持弱势,继2014年首度全年小幅走贬后再度下跌,并在811汇改后双向波动进一步增强,跌幅显著扩大。2016年以来,人民币兑美元汇率在1月份曾出现阶段性下行,而后数月涨跌互现。10~12月上中旬,受美联储加息预期上行等因素刺激,人民币兑美元再度

出现一波下行行情;12月下旬,随着美联储加息落地,人民币兑美元汇率中间价波动性收窄。截至2016年末,人民币兑美元汇率中间价为6.9370,较2015年末6.4936累计下跌4,434个基点,跌幅为6.83%。2017年上半年,美元指数震荡贬值,境外人民币流动性显著收紧,加之5月26日央行调整中间价定价机制引入逆周期调节因子,人民币进入升值通道。进入2018年,人民币呈现贬值趋势,年初以来美元兑人民币汇率提升明显,10月31日人民币兑美元中间价报6.9646,为2008年5月20日来新低。2018年11月人民币兑美元汇率呈下降趋势,截至2019年4月16日,人民币兑美元中间价报6.7069。人民币汇率波动对于原料主要依赖进口的造纸行业将造成较大的影响。

总体来看,未来人民币汇率的双向波动一方面对国内造纸企业的价格风险控制和市场预判能力提出了更高的要求,套期保值操作风险加大;另一方面也可能就此对造纸企业的全球布局产生影响,其或将加大对自由贸易口岸的网络布局,减少结售汇等中间环节,在一定程度上规避汇率风险。综上,随着供给侧改革持续推进以及环保整治,2016年以来国内造纸行业供需格局持续改善,行业景气度整体呈现触底复苏态势,各大纸种价格处于上升通道。未来,随着环保政策和淘汰落后产能政策趋严,行业集中度将不断提高,规模效应明显、产业链较为完整的大型造纸企业将面临较好的发展机遇。

竞争优势

规模优势及行业地位

公司是国内综合实力较强的大型特种纸企业,包括合营公司(浙江夏王纸业有限公司,以下简称“夏王纸业”,公司持股比例为50.00%)在内,2018年合计拥有各类特种纸机生产线37条,1条纸浆生产线、21条涂布生产线和7台超级压光机,特种纸及纸制品的年生产能力超72万吨,为国内规模最大的特种纸生产企业之一。同时,公司已经成为国内产业宽度和产业深度布局最完善的特种纸企业之一,拥有制浆、能源、原纸及纸制品等相关产业链。

表 3：2018 年公司及各合营企业夏王纸业与国内特种纸行业上市企业对比情况

单位：亿元、万吨

企业名称	主要产品	2018 年营业收入	与公司相同或相似的产品	2018 年产量对比	
				同行业企业	公司
齐峰新材	装饰原纸	36.79	装饰原纸	42.30	夏王纸业 20.53
民丰特纸	工业配套用纸、卷烟纸、描图纸	15.18	烟草工业用纸、格拉辛纸、镀铝原纸、电容器纸	14.10	
恒丰纸业	烟草工业用纸、铝箔衬纸	16.11	烟草工业用纸、镀铝原纸、无碳纸	13.83	48.94
冠豪高新	无碳纸、不干胶、热敏纸	25.50	热敏纸、无碳纸、不干胶	22.13	
凯恩股份	工业配套用纸、滤纸原纸、特殊食品包装用纸、动力电池	11.28	电解电容器纸、食品包装纸、过滤纸	8.04	

资料来源：各企业公开资料、公司提供，中诚信证评整理

规模效应奠定市场地位，公司多种产品位列行业前三位，拥有较强的市场抗风险能力，是少数能进行大规模高档特种纸生产替代进口并参与全球化竞争的企业。目前公司在烟草行业用纸方面包括烟用接装纸原纸、烟用内衬原纸、滤嘴棒成型纸等产品，根据中国造纸学会特种纸专业委员会统计数据（下同），公司在行业内市场占有率超过 35%，处于行业领先地位；低定量印刷出版用纸方面包括圣经纸和字典纸，公司生产的圣经纸市场占有率超过 80%，是国内几大辞书出版商的指定用纸，并被国外印刷巨头指定为专用纸。

根据中国特种纸专业委员会的统计调查，2015~2017 年我国特种纸及纸板总产量分别为 615 万吨、635 万吨和 670 万吨，公司及合营企业夏王纸业的同期合计产量分别占我国特种纸同期产量的 7.26%、7.66%和 8.79%，公司产量占比持续上升，规模优势及行业地位较为突出。规模优势为公司控制生产成本、保证产品质量稳定、巩固客户关系和开拓市场发挥了重要作用。

技术优势

公司从事特种纸行业近 20 年，主要技术研发团队长期保持稳定，与多家科研院校保持良好的合作关系，研发能力突出，行业经验丰富，能够准确把握行业发展趋势。

公司是国家高新技术企业、浙江省企业技术中心、省级企业研究院和浙江省专利示范企业，截至 2018 年末，拥有发明专利 10 项，实用新型专利 27 项。同时，公司不断开发新产品和新技术，取得了若干科技成果，高不透明度字典纸、低能耗环保型

单面光烟用接装原纸等部分新产品和新技术达到了国内先进或国内领先水平。公司牵头制订了字典纸的国家标准，并参与制订了镀铝原纸的行业标准，参与制订的行业标准包括无碳复写纸的国家标准以及无尘间隔纸、烘焙原纸、工业棉纸和水刺无纺布原纸等。

此外，公司凭借在特种纸行业多年的经验，建立起了一支经验丰富的设备专家队伍，通过采购国产零部件、自主装配调试，能够达到进口高端设备的生产标准，此举大幅降低了设备初始投资成本及后续维护成本，同时还能更自主的控制设备运行参数，既有效的提高了特种纸行业特有的柔性生产能力，又更好的保证了产品质量和稳定性。

品牌与客户优势

公司多年来深耕国内特种纸市场，在国内特种纸市场具有良好的品牌知名度，并与大量优质客户建立了稳定、良好的长期合作关系，其中包括国际低定量印刷出版业龙头——当纳利（中国）投资有限公司，全球知名软包装著名企业——安姆科集团（Amcor Limited.），全球最大的不干胶巨头艾利丹尼森集团（Avery Dennison Cooperation），国内卷烟配套材料业领先企业——温州立可达印业股份有限公司、玉溪丰达商贸有限公司，国内知名圣经印刷企业南京爱德印刷有限公司，不锈钢行业知名企业浙江甬金金属科技股份有限公司，国内食品包装知名企业山东新巨丰科技包装有限责任公司，装饰纸行业的知名厂商夏特装饰材料（上海）有限公司、浙江聚力文化发展股份有限公司等均为公司客户。这些客户对合格供应商的选择标准较高，被其确认

为优秀供应商的数目更是有限，一般通过若干严格标准评估、评定和选择潜在的战略采购合作伙伴，例如所提供产品和服务的类别、技术能力、产品和服务质量、成本竞争力、物流能力及应急应变能力等，优质客户的长期伙伴关系在有力的支撑公司核心业务长期发展的同时，也提升了公司的品牌影响力。总体来看，公司品牌市场认可度较高，客户质量较好。

业务运营

公司主要从事特种纸的研发、生产和销售，主要产品包括商务交流及防伪用纸、烟草行业用纸、低定量出版印刷用纸、标签离型用纸、电气及工业用纸、食品与医疗包装用纸、家居装饰用纸、转移原纸、特种浆纸及其他。经过多年的客户及技术积累，目前已成为国内特种纸行业的领军企业之一。近年来，公司营业收入稳步增长，2016~2018年营业总收入分别为21.96亿元、30.47亿元和40.98亿元，年均复合增长率达到36.61%。2018年，公司营业总收入同比增长34.48%，其中实现主营业务收

入39.07亿元，同比增长35.08%，占营业总收入的比重为95.34%，近三年主营业务收入比重均在94%以上，主营业务突出。从主营业务收入构成来看，2018年公司商务交流及防伪用纸实现销售收入10.33亿元，占主营业务收入的比重为26.44%；烟草行业用纸实现销售收入7.24亿元，占主营业务收入的比重为18.53%；标签离型用纸实现销售收入6.57亿元，占主营业务收入比重为16.83%，2018年上述三类产品合计销售份额为61.80%，是公司收入的主要来源。

公司其他业务收入包括电力、蒸汽等能源销售、加工费和原料销售等收入，交易方主要为合营企业夏王纸业和联营企业浙江高旭仙鹤高分子材料有限公司（以下简称“高旭仙鹤”），2016~2018年其他业务收入分别为0.55亿元、1.55亿元和1.91亿元，占同期营业总收入的比重分别为2.51%、5.08%和4.66%。公司其他业务交易基本以参考市场价的协议价定价，上述关联交易业务对整体收入规模和利润影响均较小。

表4：2016~2018年公司主营业务分产品类型收入及占比情况

单位：亿元、%

产品类型	2016			2017			2018		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商务交流及防伪用纸	5.95	27.78	10.84	9.00	31.11	18.83	10.33	26.44	22.56
烟草行业用纸	5.37	25.09	29.31	6.03	20.85	25.00	7.24	18.53	18.09
低定量出版印刷用纸	2.31	10.79	23.65	2.12	7.33	20.87	2.78	7.12	17.89
标签离型用纸	2.01	9.37	10.53	2.36	8.16	11.12	6.57	16.83	14.99
电气及工业用纸	1.87	8.74	20.95	2.25	7.79	23.91	3.07	7.86	17.71
食品与医疗包装用纸	1.73	8.09	24.50	2.59	8.94	21.37	3.34	8.56	12.91
家居装饰用纸	0.89	4.17	14.17	1.58	5.46	9.09	1.63	4.18	7.61
热转印用纸	1.08	5.05	21.49	2.83	9.78	19.03	3.92	10.04	12.94
特种浆纸及其他	0.20	0.92	-22.73	0.17	0.58	7.81	0.17	0.44	27.52
合计	21.41	100.00	19.18	28.92	100.00	19.68	39.07	100.00	17.35

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产

公司特种纸产品线较丰富，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，也是少数能进行大规模高档特种纸生产替代进口并参与全球化竞争的企业。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，同时公司拥有专业技术服务团队，保障相关设施稳定运行。目前，公司纸机生产线自动化程度高，主要产品各项技术指标达到国内领先水平。

根据产品下游应用领域与生产工艺相似程度，公司特种纸产品可划分为烟草行业用纸、家居装饰用纸、商务交流及防伪用纸、食品与医疗包装用纸、标签离型用纸、电气及工业用纸、热转印用纸、低

定量出版印刷用纸、特种浆及其他共 9 大系列，60 余个品种。公司产品品种较多，不仅有利于市场份额的占领和客户粘性的提升，同时也有利于降低产品的价格和需求波动风险。

公司目前实行以销定产的生产模式，根据客户订单需求量有计划开展生产，确保生产资源的最大化利用和客户订单的及时交付。公司每年根据次年的业务发展规划及营业预测做出新一年的产能及投资规划，主要涉及生产设备购置、生产线布局等；每月根据客户未来 3 个月的需求信息进行产能配置，主要包括生产设备及人力；每周会根据客户未来四周的订单情况制订生产计划，计划内容包括生产线使用、物料准备和人员分配等；每天根据未来两周需交付订单来安排前序生产，整体生产安排有序。

表 5：2016~2018 年公司纸产品产能和产量情况

单位：万吨、%			
项目	2016	2017	2018
产能	31.53	39.33	49.82
产量	29.52	38.05	48.94
产能利用率	93.62	96.74	98.23

注：1、单条纸机产能=该条纸机主要生产纸种的常用克重×门幅×车速×生产时间；2、产能数据为原纸产能数据；3、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，中诚信证评整理

表 6：截至 2018 年末公司主要在建项目情况

单位：亿元		
项目名称	计划投资额	截至 2018 年末已投资
年产 8 万吨特种纸项目	3.00	0.73
年产 35 万吨环保型装饰材料、食品包装材料基材项目一期	12.26	0.02
年产 3.5 万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸项目	1.42	0.01
合计	16.68	0.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：因四舍五入可能存在尾差

从在建项目情况来看，公司新建特种纸项目的产品是现有业务的继承与补充，相关纸种已经批量生产，技术成熟，将进一步优化公司产品结构，提高竞争力和市场占用率。截至 2018 年末，公司主要的在建工程项目为年产 8 万吨特种纸项目、年产 35 万吨环保型装饰材料、食品包装材料基材项目一期和年产 3.5 万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸项目。年产 8 万吨特种纸项目和年产 3.5 万

公司生产基地分布于浙江和河南两省，目前在衢州衢江、河南内乡和衢州常山设有 3 个大型生产基地。近年来公司不断组织实施生产线技改及扩产，整体产能规模逐年提升，其中 2016 年新增 2 条生产线扩产 3.00 万吨/年，并通过技改 18# 生产线新增产能 0.70 万吨/年；2017 年主要新增 5 间车间及相关仓储配电等设施及 7 条生产线等，2018 年公司募投项目顺利投产，增加超过 10 万吨产能，产能进一步扩大。2016~2018 年公司总产能分别为 31.53 万吨/年、39.33 万吨/年和 49.82 万吨/年，产能规模处于行业前列，至 2018 年末生产线总数达 32 条。此外，公司于河南内乡生产基地拥有一套年制浆能力为 5.1 万吨的制浆装置，主要以麦草、杨树皮为原料，生产的纸浆大部分用于宣纸、书画用纸等高档特种纸，少量纸浆直接用于对外销售，制浆产能规模较小。

吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸项目均用公司自有资金建造；年产 35 万吨环保型装饰材料、食品包装材料基材项目一期，即年产 22 万吨高档纸基新材料项目为本次可转换债券募集资金所投资项目。以上项目均处于项目初期，计划总投资 16.68 亿元，截至 2018 年末已投资 0.76 亿元，公司预期 2019 年增加投资 11.48 亿元，后续投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力，未来可能会导致公

司的资产负债率上升。

从产量方面来看，公司产品市场需求良好，随着产能的扩张，产量实现逐年增长。2016~2018 年公司特种纸产品产量分别为 29.52 万吨、38.05 万吨和 48.94 万吨。产能利用率方面，随着产品线逐步转型为热敏纸、无碳纸等特种纸，公司整体产能利用率逐步提升。近两年公司车间生产实行 24 小时三班三倒作业，设备基本实现满负荷生产，2016~2018 年产能利用率分别 93.62%、96.74%和 98.23%，处于行业内较高水平。

此外，在产品质量控制方面，公司已建立一套完整的质量管理体系，并通过了 ISO9001: 2008 质量管理体系、ISO14001: 2004 环境管理体系和 OHSAS18001: 2007 职业健康安全管理体系论证，对生产全过程实施质量控制。同时，公司实行定机、定人、定产品的生产模式，所有的产品建立生产档案，合理安排生产计划，减少机台更改品种的频次，形成单一品种的规模化生产，有效降低生产运行成本，同时也减少影响产品质量的人、机变化的因素，有利于稳定产品质量。针对客户的不同需求、产品的特殊属性，公司实行个性化定制生产；生产技术部建有产品客户档案，内有产品标准、客户质量信息，每个订单生产时均写入工艺单和作业指导书，使得生产人员及时掌握不同客户的产品特性、生产标准和质量信息，对稳定和提升产品质量起到了促进作用。近年来，公司产品质量稳定，获得客户较高的认可。

总体来看，公司特种纸产品种类丰富，技术实力较强，随着相关技改及新建项目的投运，近三年公司产能和产量逐步增长，且产能利用较充分。公司在建项目规划产能规模较大，相关项目的竣工投产将使产能规模及市场竞争力得到进一步增强，但仍需关注未来新增产能的释放情况。

原料

公司产品生产所需的原材料主要为木浆和原木（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，其中钛白粉主要用于生产圣经纸和为夏王纸业生产装饰原纸；公司采购的能源包括原煤、电及蒸汽。为提高采购效率和议价能

力，对于木浆原材料，公司与夏王纸业统一采购量向供应商签订整体供货合同，在保证货源和质量的同时，以获得较优惠的采购价格。而后，公司与夏王纸业根据各自的生产计划，分别独立向供应商下达订单，分别运输、付款和核算。除木浆外，在其他原辅料采购方面，公司与夏王纸业均独立采购和议价，双方的采购渠道独立。

采购方面，公司由销售部将订单计划汇总到生产部，根据原辅材料库存情况和到货周期，将计划使用的物料申购单传递给采购部，结合市场信息和实际需要，确定采购价格和数量。公司所用木浆包括针叶浆和阔叶浆，基本为进口采购，2016~2018 年合计采购量分别为 17.57 万吨、26.95 万吨和 32.88 万吨。2018 年，公司向前五大供应商采购占比为 45.91%，相较去年同期增加 9.93 个百分点，主要原因是进口木浆价格上涨，其中向 Royal Golden Eagle 采购的相思浆价格上涨最快，同时由于相思浆作为短纤浆可以改善纸张的特性，适用于特种纸生产，公司加大了对相思浆的采购，导致了 Royal Golden Eagle 的采购占比加大，继而使得前五大客户的采购占比提高。公司与国外木浆供应商一般签订定量不定价的长期协议，提前一年签订总量合同，同时根据市场行情每单确定当期采购价格；备货方面，公司木浆常规库存量保持 45~60 天的生产用量。

表 7：2018 年公司前五大供应商情况

单位：亿元、%			
供应商名称	商品种类	采购额	占比
Celulosa Arauco y Constitucion S.A.	进口木浆	4.31	12.71
Royal Golden Eagle	进口木浆	4.23	12.46
国网浙江省电力公司衢州供电公司	电力	2.87	8.47
CMPC Pulp S.A.	进口木浆	2.18	6.42
Canfor Pulp Ltd.	进口木浆	1.99	5.85
合计	-	15.58	45.91

注：1、CMPC Celulosa S.A.已于 2016 年 12 月更名为 CMPC Pulp S.A.；

2、上表采购金额已将受同一控制人控制的供应商合并计算。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从原辅料价格来看，由于 2015~2016 年国内造纸行业整体下行、纸价下跌，公司原辅料采购价格整体下降，一定程度上降低了采购成本，但进入 2017 年开始，行业景气度回暖，纸价有所回升，一

一定程度上抬升了采购成本。2018年由于限废行业政策的实施，同时部份造纸企业产能投放，对木浆的需求增加，加之中美贸易战等因素的影响，使得采购成本进一步攀升。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和发票后 30 天付款，主要以银行承兑汇票支付。

表 8：2016~2018 年公司主要原辅料采购情况

		单位：吨、万元、元/吨、%					
年度	项目	木浆	原木	钛白粉	淀粉	轻钙	胶乳
2018	采购数量	328,776.65	132,248.25	1,040.53	10,650.43	49,212.71	1,784.90
	采购金额	180,628.95	10,236.97	1,385.81	3,893.21	3,889.99	1,421.18
	单价	5,493.50	774.07	13,318.23	3,655.48	790.44	7,962.22
	单价波动率	30.02	-2.90	0.43	4.92	7.06	-1.38
2017	采购数量	269,517.37	108,987.12	1,788.09	9,517.92	40,605.51	1,841.12
	采购金额	113,885.67	8,688.78	2,371.17	3,316.04	2,998.00	1,486.52
	单价	4,225.54	797.23	13,260.90	3,484.00	738.32	8,074.02
	单价波动率	12.61	12.10	60.67	0.37	1.08	35.21
2016	采购数量	175,722.69	83,612.56	1,292.41	7,802.70	32,089.97	1,657.48
	采购金额	65,936.14	5,946.40	1,066.68	2,708.54	2,344.01	989.73
	单价	3,752.28	711.18	8,253.38	3,471.28	730.45	5,971.30
	单价波动率	-7.98	-8.75	-3.23	-5.90	-1.54	-24.11

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：2016~2018 年公司原材料及人工成本占当期成本比例

项目	2016		2017		2018	
	耗用金额	占比	耗用金额	占比	耗用金额	占比
原材料	109,360.91	63.21	148,273.43	63.83	219,385.31	67.95
人工成本	11,516.35	6.66	14,212.03	6.12	16,227.57	5.03
其他制造费用	52,131.15	30.13	69,804.31	30.05	87,272.04	27.02
合计	173,008.41	100.00	232,289.77	100.00	322,884.92	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从成本构成来看，2018年，公司原材料的采购成本占当期生产成本的 67.95%，人工成本占比为 5.03%，其他制造费用占比为 27.02%，由于 2018 年木浆价格上涨，原材料在总成本中的占比上升，同时由于产量的增加，人工成本的占比相对减少。中诚信证评关注到，2016~2018 年，公司采购木浆金额分别为 6.59 亿元、11.39 亿元和 18.06 亿元，占同期原材料成本的比重分别为 60.29%、76.81% 和 82.33%，呈逐年上升趋势，主要原因为进口木浆价格受到行业经济周期、市场供求关系、贸易环境、

全球经济发展态势以及气候、自然灾害等多重因素的影响，近年来波动较大。中诚信证评将持续关注公司主要原材料采购价格的波动对公司成本及盈利能力的影响。

表 10：2016~2018 年公司主要能源采购情况

		单位：万元、吨、万度、元/吨、m ³ 、元/度、元/m ³ 、%		
年度	项目	原煤	电	蒸汽
2016	采购数量	274,656.34	13,146.19	243,938.00
	采购金额	12,236.77	8,323.20	3,049.46
	单价	445.53	0.63	125.01
	单价波动率	14.25	-1.70	1.21
2017	采购数量	266,465.23	34,022.23	503,500.00
	采购金额	15,089.59	20,145.24	7,567.93
	单价	566.29	0.59	150.31
	单价波动率	27.10	-6.48	20.24
2018	采购数量	262,006.71	45,147.94	70,7827.00
	采购金额	14,696.56	25,627.35	10,689.83
	单价	560.92	0.57	151.02
	单价波动率	-0.95	-4.14	0.47

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

能源采购方面，随着公司生产规模的扩大，加之 2017 年城市化改造过程中公司关闭了自备电厂，

2016~2018 年电力和蒸汽的采购量均有所增长，原煤采购量呈现波动上涨，其中煤炭供应商以周边贸易商为主，采购渠道较为稳定。中诚信证评关注到，受当年煤价大幅上涨影响，2016~2017 年公司原煤和蒸汽采购单价均较上年有所提高，加之当前国内供给侧结构性改革持续推荐，2018 年煤炭和蒸汽价格维持相对高位，对于公司未来能源采购成本应予以关注。

总体来看，公司建立了较稳定的原辅料及能源采购渠道，与夏王纸业统一木浆采购量有助于降低整体采购成本，但进口木浆成本占比较高且价格波动较大，同时 2016 年以来煤炭价格上涨明显，需关注主要原材料采购价格的波动对公司成本及盈利能力的影响。

销售

受益于业务的良好发展，公司近年来产品销量稳步增长，同时注重市场拓展和库存规模的平衡，产销率保持在较高水平。2016~2018 年，公司产品销量分别为 28.73 万吨、36.11 万吨和 46.15 万吨，产销率分别为 97.31%、94.89%和 94.31%，产销衔接较好。

表 11：2016~2018 年公司纸产品销售情况

项目	单位：万吨、%		
	2016	2017	2018
产量	29.52	38.05	48.94
销量	28.73	36.11	46.15
产销率	97.31	94.89	94.31

注：1、销量数据为原纸和涂布、分切产品对外销量，不包括子公司浙江仙鹿纸制品有限公司内部领用；2、2018 年公司产量、销量中包括为夏王纸业代加工的 3 万吨原纸。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售价格来看，2016~2018 年，受原材料进口木浆价格上涨影响，公司大部分产品价格出现不同程度的上浮，其中 2018 年木浆价格相较往年上浮较大，产品售价增幅相对较大，主营产品中商务交流及防伪用纸同时受到上游化工原材料价格持续上涨的影响，调价频次相对较多，价格上调最为明显。但受益于销量及价格的逐年增长，公司收入规模逐步增大，2016~2018 年，公司特种纸产品分别实现销售收入 21.41 亿元、28.92 亿元和 39.07 亿元，年均复合增长率达 36.73%。

表 12：2016~2018 年公司主要纸产品单价情况

产品	单位：元/吨（不含税价）		
	2016	2017	2018
商务交流及防伪用纸	6,186.10	7,594.20	9,862.40
烟草行业用纸	7,813.75	7,750.83	8,103.47
低定量出版印刷用纸	8,077.31	8,604.68	9,195.37
标签离型用纸	7,517.20	7,867.04	8,579.30
电气及工业用纸	8,916.47	9,373.38	10,238.82
食品与医疗包装用纸	8,513.44	8,575.54	9,061.85
家居装饰用纸	7,962.13	7,967.39	8,642.77
热转印用纸	7,397.97	7,827.30	8,742.75

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售模式方面，公司设有销售子公司，按照不同产品系列设有七个分部，分别负责不同特种纸的推广、销售和售后服务工作，同时实行品种业务代表制度，定期走访客户，并与客户面对面进行个性化推广，不断提高售后服务质量。此外，公司管理层根据市场和客户的需求制定年度销售目标、季度销售目标和月度销售目标，加强对销售业务的管控。

在销售回款的管理上，公司根据客户的采购规模、资金实力、行业地位以及产品推广力度等情况，与客户协商确定贷款信用期。公司给予长期客户的信用期通常为 30~90 天，平均在 60 天左右。同时，对于新客户，公司采取先款后货的方式。结算方式方面，近年来公司客户以银行承兑汇票结算的比重不断增加，占比约 60%，为加快资金周转，2015 年起公司与浙商银行开展票据池业务，通过将所收到的由小型商业银行及农村信用社等机构开具的票据，或因期限较短等原因较难背书转让的票据转入票据池进行质押，再由银行根据质押的额度向公司客户等额开具应付票据。

从销售对象来看，公司产品以内销为主，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。经过多年经营，公司与国内大量优质客户建立了长期稳定的合作关系，现有稳定客户 600 余家，推动了公司近年来的快速发展。2018 年，公司前五大客户包括中山富洲胶粘制品有限公司、当纳利（中国）投资有限公司等，前五大客户中有三家为标签离型用纸客户，由于夏王纸业和公司有代加工业务，因此当年和夏王的交易额相

对较高，前五大客户的合计销售额为 5.93 亿元，占当期营业收入的比重为 14.48%，客户集中度不高。综合上下游的结算周期来看，公司目前销售端的平均账期长于采购端，对其资金周转造成一定的压力。

表 13：2018 年公司前五大销售客户情况

单位：亿元、%			
客户名称	产品种类	销售额	占比
夏王纸业	主要为水电气、代加工	1.83	4.46
中山富洲胶粘制品有限公司	标签离型用纸	1.34	3.27
当纳利（中国）投资有限公司	低定量出版印刷用纸	0.97	2.38
温州市新丰装饰材料有限公司	标签离型用纸	0.95	2.31
上海金大塑胶有限公司	标签离型用纸	0.84	2.06
合计	-	5.93	14.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司业务集中于国内市场，目前出口产品主要为家居装饰用纸和低定量出版印刷用纸等，出口国家包括印度和韩国等国家，2016~2018 年出口销售额分别为 0.95 亿元、1.55 亿元和 2.05 亿元，出口业务规模不大。尽管当前公司优先满足国内订单需求，使得近三年出口收入较小，但未来随着造纸行业全球化合作的推进，以及国内市场竞争加剧，公司将逐步加大海外市场的拓展力度。2015 年底公司新设外贸子部门，进一步加强外销拓展能力。

整体来看，公司业务经营良好，近三年产销量的增长推动收入规模不断扩大。公司目前业务以内销为主，客户资源积累丰富，未来随着在建项目的投运，业务规模和竞争力将得到进一步提升，但另一方面，公司销售端回款账期整体长于采购端，对其资金周转将造成一定的压力。

环保

环保达标是造纸企业生存的基础，多年来，公司严格遵守国家有关环保方面的法律法规，较好地执行建设项目环境影响评价和“三同时”制度。同时公司对生产过程中的废水、废渣和炉渣均采取了有效措施进行综合利用，取得了良好效果。2016~2018 年，公司环保费用支出金额分别为 0.30 亿元、0.36 亿元和 0.49 亿元。

近年来，公司引进先进环保技术，配套建设了

一系列防治防污设施对公司所排废水、废弃、固废进行处理，截至 2018 年末累计环保设备投入达 3.27 亿元。目前公司衢江生产基地排水系统已按照雨污分流、清污分流的体系进行设计；生产过程中产生的浓白水 100%回用，稀白水送至浅层气浮纤维及白水回收机处理后回用；同时配置 5 套污水处理设施，废水处理设施总处理能力为 4.85 万吨/天。公司河南内乡生产基地排水系统已按照雨污分流、清污分流的体系进行设计实施，同时纸机生产过程中产生的浓白水 100%回用，稀白水送至浅层气浮处理后，部分回用到纸机打浆系统，多余部分回用到制浆漂浆系统，废水主要是制浆生产过程中产生的废水和生活废水，一起经预处理+生化处理+深度处理后达标排放；配置 1 套污水处理设施，废水处理设施总处理能力为 3.00 万吨/天。废气处理方面，公司配套建有脱硝、除尘和脱硫等设施，相关废气达标排放。对于固废处理，公司将包装袋、废网、废毛毯等一般固废由废旧物资回收公司回收，同时将碱回收白泥用于热电厂脱硫，脱硫后产生的石膏与废水处理站产生的污泥经板框压滤后送垃圾填埋场处理或指定环保企业处理。目前，公司相关设施均正常运行，各项排放指标优于控制指标。2018 年 10 月，公司荣获工信部第三批国家“绿色工厂”荣誉称号。

环保处罚方面，2015 年 1 月 15 日公司新上的生化处理设施正在调试，细菌培养不稳定，造成了生产废水超标外排，当日浙江省环境监测中心站委托衢州市环境监测中心站对公司进行监督性采样中发现公司总排口水样中 COD: 96.8mg/L、BOD: 29.4mg/L 和 SS: 13.8mg/L，三项指标均超过《制浆造纸工业水污染物排放标准》。由此，2015 年 8 月 12 日，衢州市环境保护局出具衢环江罚字[2015]11 号《行政处罚决定书》，责令公司改正环境违法行为，并处罚款 9.80 万元。2017 年 3 月 12 日，河南仙鹤 2 号涂布车丁苯胶乳的管道破裂，导致 100 多公斤丁苯胶乳沿雨水管网外溢，流入湍河。2017 年 3 月 15 日，内乡县人民政府官网挂出《关于内乡仙鹤纸业丁苯胶乳泄漏事件的情况通报》，通报显示该事件系河南仙鹤车间管道破裂导致丁苯乳

胶泄漏进入雨水管道引发河水污染。通报表明此次排泄物丁苯胶乳不存在有毒成分、物理和化学性能稳定，不属于危险化学品，且在事发当日环保部经过两次采样检测，均显示 PH 值正常，色度和 COD 有所增高。2017 年 8 月 25 日，内乡县环境保护局向河南仙鹤出具了内环罚[2017]第 12 号《行政处罚决定书》，对河南仙鹤因丁苯胶乳泄漏事件处以 9 万元罚款。除上述事项外，目前公司及下属子公司未发生其他环保处罚情况。

整体来看，公司的环保控制措施良好，但国家对造纸行业环保建设的要求日趋严格，中诚信证评也将密切关注公司的环保治理情况给其带来的经营风险。

主要对外投资——夏王纸业

夏王纸业成立于 2004 年，系由公司与 Schattdecor AG Thansau（德国夏特股份有限公司，以下简称“德国夏特”）共同投资设立的中外合资企业，双方各持 50.00% 股权，注册资本 3,260.00 万美元。公司与德国夏特对夏王纸业实施共同控制，董事会成员股东各自委派 3 名董事，并由德国夏特委派董事长，公司委派总经理。公司对夏王纸业的长期股权投资按权益法核算，系公司的合营企业。

公司与夏王纸业均从事特种纸的研发、生产与销售，但双方在细分产品上存在显著差异。夏王纸业产品相对单一，产品包括装饰印刷原纸、素色印刷原纸，专注于人造板饰面装饰原纸产品，主要应用于强化木地板、复合门和家具，具有良好的遮盖性、印刷性且耐晒、耐磨等特点，其生产的高端装饰原纸已达到国际先进水平，可替代同类进口产品，在国内市场具有较高的品牌和技术优势。目前夏王纸业在国内市场占有率超过 20%，在中高端市场具有较大影响力。

公司生产的装饰原纸（宝丽板（Polyboard）纸）与夏王纸业生产的装饰原纸（三聚氰胺浸渍原纸）具有一定相似性，但两者在理化性能、产品用途、原料使用、后续加工工艺和消费市场等方面存在较大的区别，在市场上不存在替代性和竞争。

目前，夏王纸业拥有 5 条造纸生产线，截至 2018 年末总产能为 28 万吨。装饰原纸主要用于人造板

的贴面制作，近年来在建筑装饰和家具业的带动下，人造板产业快速发展，带动装饰原纸的需求迅速提升。2016~2018 年，夏王纸业装饰原纸产品实现销量 19.40 万吨、20.42 万吨和 22.11 万吨，同期实现营业总收入 18.80 亿元、22.21 亿元和 25.84 亿元，收入规模逐年扩大，受制于原材料价格变动的影 响，盈利呈现一定的波动，同期净利润分别为 2.79 亿元、3.58 亿元和 2.18 亿元。

表 14：2016~2018 年夏王纸业营业收入构成

项目	2016		2017		2018	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
装饰原纸	18.79	99.95	22.17	99.81	25.82	99.92
其他	0.01	0.05	0.04	0.19	0.02	0.08
合计	18.80	100.00	22.21	100.00	25.84	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 15：2016~2018 年夏王纸业装饰主要财务数据

项目	单位：亿元、%		
	2016	2017	2018
资产总额	17.55	21.12	22.77
所有者权益	9.97	11.55	11.73
营业收入	18.80	22.21	25.84
营业毛利率	17.04	18.86	18.33
营业利润	3.20	4.19	2.51
净利润	2.79	3.58	2.18
经营活动产生的现金流量净额	2.86	1.63	0.92

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 16：2016~2018 年夏王纸业装饰原纸产能和产销量

项目	单位：万吨、%		
	2016	2017	2018
产能	18.96	20.97	22.38
产量	19.14	20.86	20.53
销量	19.41	20.42	22.11
产能利用率	100.95	99.45	91.74
产销率	101.36	97.87	107.66

注：1、产能数据为原纸产能数据；2、2018 年夏王 11 月新投入的生产线产能按实用月数折算到当年产能中。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

关联购销方面，夏王纸业主要向公司销售装饰原纸产品。2004 年夏王纸业成立之后，公司将装饰原纸业务基本转移至夏王纸业，但少量海外客户仍由公司维护，这些客户的订单主要由夏王纸业生产，并全部通过公司实现销售。公司向夏王纸业采

购装饰原纸的价格为公司与客户签订的订单价格乘以一定比例的折扣，这部分差价用以覆盖公司相应承担的运费、手续费、保险费和客户维护费用等。关联采购方面，夏王纸业向公司销售成品纸产品和部份原辅材料，其中 2016~2018 年，夏王纸业向公司销售成品纸的金额分别为 0.58 亿元、0.81 亿元和 1.05 亿元。关联销售方面，公司向夏王纸业销售原辅料、水电气和少量成品纸等。由于少量夏王纸业的客户因需要使用公司的产品而夏王纸业无法生产，因此通过夏王纸业向本公司采购部份成品纸，同期公司向夏王纸业销售成品纸金额分别为 0.02 亿元、0.02 亿元和 0.003 亿元。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。

投资收益方面，2016~2018 年，公司按权益法核算的对夏王纸业投资收益分别为 1.40 亿元、1.79 亿元和 1.10 亿元，2018 年投资收益下降的原主要系夏王纸业净利润下降所致，同期对夏王纸业的投资收益占同期净利润的比重分别达到 66.83%、44.96%和 37.44%，对公司净利润的贡献度较高。现金分红方面，2016~2018 年公司实际收到的夏王纸业现金分红金额分别为 0.73 亿元、1.00 亿元和 1.00 亿元。

总体来看，夏王纸业装饰原纸业务经营良好，在国内市场具有较高的品牌和技术优势，近年来产销量逐年增长，业务规模稳步扩张，且盈利能力较好，所形成的投资收益对公司净利润贡献度较高。

综合来看，作为国内特种纸行业的领军企业之一，公司产品种类丰富，技术实力较强，产销规模较大，随着在建项目的陆续竣工投产，整体竞争实力将得到进一步增强。公司联营企业夏王纸业盈利能力较好，所形成的投资收益对公司净利润贡献度较高，充实公司盈利表现。公司主业成长性表现良好，对外投资与主业契合度高，整体经营状况良好。

发展规划

发展战略方面，公司将以“家文化”建设为引领，和谐发展；以 ISO9001 质量管理体系为抓手，精准管控；以 ERP 信息化管理为工具，高效快捷；以科技和人才为支撑，创新驱动；以绩效考核为手段，

追求卓越；以“浙江制造”为标准，迈向“中国制造 2025”，打造“国内一流，国际先进”的高性能纸基功能型新材料领军企业。

未来公司将致力于技术与产能的提升以满足客户的需求，同时加强对新材料、新工艺和新技术的研发与创新，巩固行业内的优势地位。在满足国内老客户不断增长的新需求的同时，公司将积极拓展国际客户，增加国际市场份额，实现国际化战略。

在业务计划方面，公司未来将继续增加高档特种纸生产线，以及配套大型热电项目及环保设施。公司产品将涉及多个领域，用于增强公司产品在各个应用领域的竞争力和发挥规模优势。

在产品方面，公司将在目前的产品结构中继续进行调整，增加产品种类，发展优势产品，培育出更多具有国际竞争力的品种。公司在未来的发展中，将计划投资建成国际化标准实验室，继续新产品和新技术的开发工作，投入资金和人力进行创新工作，增加公司产品的科技含量，延伸产业布局。公司将在提高产品质量的同时加大对环保的投入，实现绿色工厂，智能车间的目标。

在团队建设方面，公司注重内部人才培养，已经和相关院校成立了“仙鹤班”进行特种纸和相关技术知识的培养。未来公司将依托于此加强对人才培养的投入，完成对公司骨干团队的建设，实现科研技术人员占职工人数 25%，大专以上学历人员占职工人数 40%的目标。目前公司已建立衢州市专家工作站，计划在未来建立国家级博士后工作站和院士工作站。

在市场营销方面，公司将优化和完善现有的销售模式，借助强大的技术平台和销售网络为客户提供更优的产品解决方案，根据客户需求进行产品定制，实现定机定量生产，通过引进国内外专家保证产品质量，提高客户服务。此外，公司将积极寻求和国际性大公司合作，共同开发高端特种纸产品。

总体来看，公司根据自身经营环境和实际情况制定的战略规划较稳健，发展战略有望稳步实现。

公司治理

公司于 2018 年 4 月在上交所主板上市，已按照有关法律法规、上市公司要求等梳理公司内部管

理体系，建立了较完善的组织结构，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。公司的法人治理结构由股东大会、董事会、监事会等机构组成。股东大会是公司最高权力机构，主要行使决定公司的经营方针和投资计划、修改公司章程等职权。董事会执行股东大会决议，为股东大会常设决策和管理机构，由8名董事组成，其中4名为独立董事，并设董事长1名。监事会由3名监事组成，设主席1名。监事会对董事会、经理层的履职情况及公司的日常经营、财务状况进行监督。公司设总经理1名，总经理在董事会的领导下主持全面工作；公司设副总经理若干名，协助总经理管理公司的日常生产、经营活动。公司设董事会秘书1名，协助董事长处理董事会日常事务，负责对外信息披露，处理公司与证券监督管理部门、公司与股东的相关事宜。

公司董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会和提名委员会等4个专门委员会，分别负责对公司长期发展战略和重大投资决策，对公司董事及高级管理人员进行考核并制定薪酬政策，对公司内、外部审计的沟通、监督和审查以及对公司董事和高级管理人员的选择与提名提出建议。董事会专门委员会是董事会咨询机构，对董事会负责。此外，公司设立了13个职能部门，包括采购部、销售部、设备部、动力信息部、生产部、质检部、技术中心、劳动保障部、财务部、投资发展部、证券部、内审部和基建办公室等，各部门均按照各自管辖范围履行职责。

内部控制方面，公司根据自身经营特点，制定健全有效的内部控制体系，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。

在财务管理和会计核算方面，公司按照相关法律法规、《企业会计准则》和财务报告的内控应用指引，结合行业特性和公司自身的经营特点，建立了会计核算和财务管理制度，内容包括：会计核算、财务会计报告、合并会计报表、财务会计制度、货币资金管理制度、会计档案管理制度和主要会计政策及会计估计等。公司在会计核算和财务管理方面

设置了合理的岗位分工，规定了各个岗位的工作权限，配备了与公司发展相适应的财务人员，保证了会计核算和财务管理工作合理有效运行。

对外担保管理方面，公司《公司章程》对外担保的权限作了具体明确的规定。同时公司为规范对外担保行为，制定了《担保管理办法》，制度要求对外担保对象为公司投资的企业，且须经公司董事会或股东大会批准，未经董事会、股东大会批准，不得对外提供担保。

此外，公司建立了风险评估、审核和风险防范工作机制，以风险评估为切入点，将风险防范意识和内部控制的理念贯彻到事项决策的各个环节之中。公司在做好内部控制的基础上，根据国家行业政策调整、行业业务发展要求和外部经营环境的变化，针对风险识别和风险评估结果建立综合决策机制，保证重大事项决策的科学性、合理性。

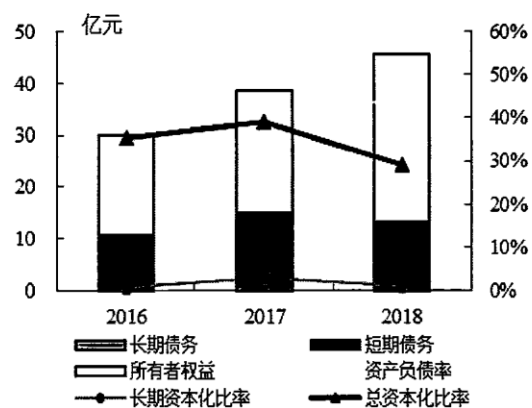
总体来看，公司建立了较为完善的法人治理结构和健全的内控管理制度，能够保障其日常经营管理活动的有序进行，为公司的持续稳定发展奠定良好的基础，同时未来成功上市后，公司内控管理将更趋规范。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的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2016~2018年合并审计报告。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

图 10：2016~2018 年公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

近年来公司业务发展较快，相关机器设备及土地使用权等长期资产的投入逐年增加，同时业务增长带动了销售货款垫资和存货等经营性资金需求的增长，整体资产规模持续扩张。2016年，股东增资使得公司当年末资本实力大幅增强，同期偿还了部分外部融资，整体债务规模有所下降。2017年为满足公司继续扩大产能产量的需求，负债规模有所上涨。2018年公司成功在沪市主板挂牌上市，所有者权益得到补充，资本实力大幅增强。2016~2018年末，公司总资产规模分别为36.52亿元、48.49亿元和55.35亿元。同期负债总额分别为17.05亿元、25.04亿元和22.97亿元。所有者权益分别为19.47亿元、23.45亿元和32.37亿元。

财务杠杆比率方面，2016~2018年末，公司资产负债率分别为46.69%、51.64%和41.51%，总资本化比率分别为35.33%、39.16%和29.14%。2017年随着公司负债规模的较大幅度增长，当期资产负债率和总资本化比率有所上扬，2018年公司上市后所有者权益同比快速增长，使得资产负债率和总资本化率下降。与国内主要特种纸企业对比来看，公司资产规模处于行业中等水平，尽管财务杠杆指标处于行业内较高水平，但行业整体指标值较低，总体来看，公司财务杠杆水平适中。

表 17：国内主要特种纸企业 2018 年末财务指标

单位：亿元、%

企业名称	资产总计	资产负债率	总资本化比率
仙鹤股份	55.35	41.51	29.14
齐峰新材	43.60	22.56	14.66
冠豪高新	39.71	33.75	24.91
恒丰纸业	27.32	22.02	17.74
民丰特纸	21.81	40.99	35.31
凯恩股份	18.63	28.25	20.38

资料来源：各企业公开年报，中诚信证评整理

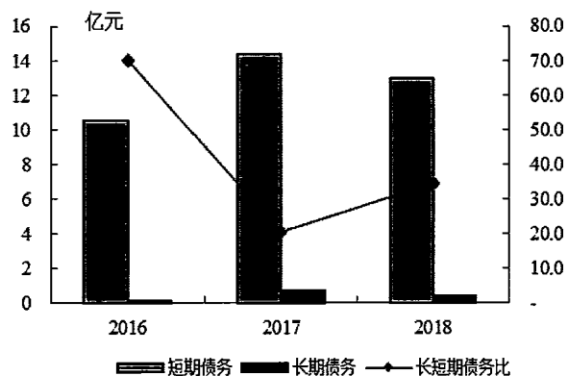
从资产结构来看，截至2018年末，公司非流动资产为30.26亿元，占总资产的比重为54.67%，主要由固定资产、长期股权投资和无形资产构成，占非流动资产的比重分别为59.77%、19.65%和11.99%。公司固定资产主要为房屋建筑物和机械设备等，2018年末公司固定资产为18.09亿元，较上一年增长3.92%，固定资产增加的主要原因为部分房屋及建筑物和机械设备由在建工程转入固定资

产；长期股权投资对象包括合营企业夏王纸业和联营企业高旭仙鹤，公司持股比例分别为50.00%和49.00%；由于原材料纸浆价格上涨，夏王纸业和高旭仙鹤的盈利规模下降，2018年公司权益法下确认的长期股权投资收益1.08亿元，同比下降38.82%；无形资产主要为土地使用权。截至2018年末，公司流动资产为25.09亿元，占总资产的比重为45.33%，主要由应收账款、存货和应收票据构成，占流动资产的比重分别为30.70%、38.53%和14.05%。公司应收账款系应收客户销售款，账龄一年以内占比95.80%，同时公司按账龄组合计提了坏账准备（当年末0.47亿元），应收账款回收风险基本可控；存货主要包括原材料（3.94亿元）、库存商品（5.46亿元）和发出商品（0.15亿元）等，公司实行以销定产的业务模式，结合生产计划严控采购数量，同时按存货的账面价值与可变现净值孰低原则相应计提存货跌价准备（当年末0.24亿元），整体存货质量良好；应收票据3.53亿元，主要为银行承兑汇票，当年末已质押的应收票据为2.35亿元。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主。截至2018年末，公司流动负债为20.23亿元，占负债总额的比重为88.06%，主要由短期借款、应付账款、应交税费和应付票据构成，占流动负债的比重分别为59.10%、21.10%、6.46%和4.82%。公司短期借款为银行短期借款，借款方式包括抵押、质押、保证和信用等；应付账款主要为应付原辅料采购款，账龄集中于一年以内；应付票据系公司开具的银行承兑汇票。截至2018年末，公司非流动负债为2.74亿元，占负债总额的比重为11.94%，由递延收益和长期借款构成，占非流动负债的比重分别为86.37%和13.63%。公司递延收益为取得的政府补助；长期借款为银行长期借款。

债务期限结构方面，截至2018年末，公司总债务13.32亿元，其中短期债务12.94亿元，长期债务0.37亿元。2018年末公司总债务规模有所下降，长短期债务比（短期债务/长期债务）提升至34.60倍，有息债务基本以短期为主，期限结构有待调整。

图 11: 2016~2018 年公司长短期债务情况



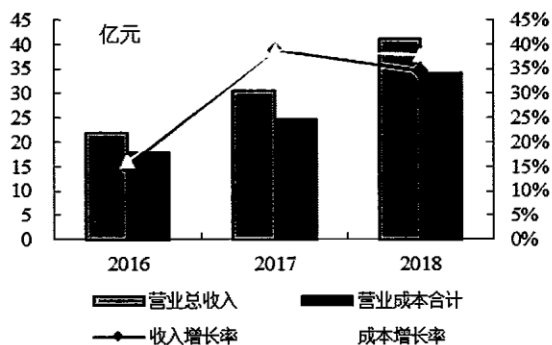
资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

整体来看, 公司刚性债务以短期债务为主, 债务期限结构不合理, 面临一定的短期偿付压力, 同时随着在建项目的持续推进, 公司仍存在一定的外部融资需求, 中诚信证评将对公司未来债务结构和财务杠杆情况保持关注。

盈利能力

收入方面, 2016~2018 年公司分别实现营业总收入 21.96 亿元、30.47 亿元和 40.98 亿元, 随着产销量的逐年增长, 业务规模逐步扩张。未来随着新项目的竣工投产, 公司业务仍有一定的成长空间。

图 12: 2016~2018 年公司收入成本构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

毛利率方面, 公司产品线较丰富, 品类较齐全, 2016~2017 年各产品毛利率涨跌不一, 但整体来看较为稳定。2018 年由于木浆价格上涨的影响, 造纸行业的整体利润出现一定程度的下降, 公司营业毛利率也受其影响出现下滑。2016~2018 年, 公司营业毛利率分别为 19.27%、19.19%和 17.23%。其中商务交流及防伪用纸方面, 2015 年以来河南仙鹤一方面通过对生产工艺和生产技术进行升级改造提升产品质量, 另一方面通过将热敏纸、双胶纸等进

一步切割和包装加工成小卷纸后再对外销售的策略提高销量, 从而使得公司商务交流及防伪用纸的毛利率持续提升。

表 18: 2016~2018 年公司各主营业务产品毛利率情况

产品类型	单位: %		
	2016	2017	2018
商务交流及防伪用纸	10.84	18.83	22.56
烟草行业用纸	29.31	25.00	18.09
低定量出版印刷用纸	23.65	20.87	17.89
标签离型用纸	10.53	11.12	14.99
电气及工业用纸	20.95	23.91	17.71
食品与医疗包装用纸	24.50	21.37	12.91
家居装饰用纸	14.17	9.09	7.61
热转印用纸	21.49	19.03	12.94
特种浆纸及其他	-22.73	7.81	27.52
合计	19.18	19.68	17.35

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

对比国内主要特种纸企业财务数据可以看出, 公司销售规模处于行业前列, 尽管由于部分低毛利产品影响了整体毛利表现, 但净资产收益率水平处于行业较高水平, 整体盈利优势仍较突出。

表 19: 国内主要特种纸企业 2018 年盈利能力指标

企业名称	单位: 亿元、%		
	营业总收入	营业毛利率	净资产收益率
仙鹤股份	40.98	17.23	9.86
齐峰新材	36.79	11.29	1.72
冠豪高新	25.50	20.29	4.23
恒丰纸业	16.11	23.21	0.78
民丰特纸	15.18	14.48	0.78
凯恩股份	11.28	22.97	2.03

资料来源: 各企业公开年报, 中诚信证评整理

期间费用方面, 公司期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用构成。随着物流运费和员工工资的增长, 近年来公司销售费用相应增加。管理费用主要包括研发费用、职工薪酬、折旧摊销以及税费等, 随着业务的发展不断增长而逐年增加。公司财务费用主要包括利息支出和汇兑损益。利息支出因公司借款及贴现等业务产生, 2016 年 9 月公司增资收到了 3.5 亿元货币资金, 对外借款的需求下降导致利息支出有所下降。此外, 2016 年和 2018 年美元对人民币升值, 公司木浆等境外采购业务产生的汇率损失较大; 美元对人民币汇率在 2016 年

未达到高点后开始回调, 2017 年木浆等境外采购业务产生了较高的汇兑收益, 但 2018 年美元汇率再度上调。受上述因素综合影响, 公司财务费用在 2017 年下跌后 2018 年再次反弹上涨。2016~2018 年公司三费合计金额分别为 3.04 亿元、3.24 亿元和 4.31 亿元, 尽管三费合计金额逐年升高, 但公司营业总收入亦增长较快, 2016~2018 年三费占营业总收入的比例分别为 13.83%、10.64% 和 10.53%, 占比逐年下降, 整体费用控制能力表现良好。

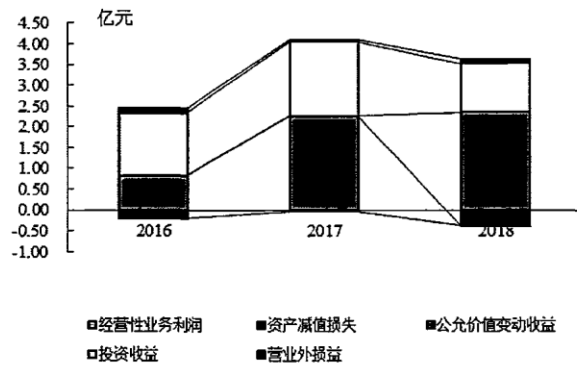
表 20: 2016~2018 年公司期间费用分析

单位: 亿元			
项目	2016	2017	2018
销售费用	0.94	1.24	1.37
管理费用	1.38	1.60	1.90
其中: 研发费用	0.58	0.67	0.88
财务费用	0.72	0.40	1.05
三费合计	3.04	3.24	4.31
营业总收入	21.96	30.47	40.98
三费收入占比	13.83%	10.64%	10.53%

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成, 2016~2018 年经营性业务利润分别为 0.98 亿元、2.26 亿元和 2.35 亿元, 投资收益分别为 1.50 亿元、1.80 亿元和 1.18 亿元。近年来公司业务收入逐年扩大, 受原材料价格提高影响, 2018 年公司经营性业务利润增幅低于营业收入的增长。投资收益方面, 2016~2018 年公司权益法核算的长期股权投资收益分别为 1.43 亿元、1.77 亿元和 1.09 亿元, 其中来源于夏王纸业的投资收益分别为 1.40 亿元、1.79 亿元和 1.10 亿元。2015~2017 年公司利润总额分别为 2.28 亿元、4.45 亿元和 3.43 亿元, 同期净资产收益率分别为 13.45%、18.58% 和 9.86%, 2018 年净资产收益率与 2017 年相比减少 8.72 个百分点, 但整体盈利表现良好。

图 13: 2016~2018 年公司利润总额构成

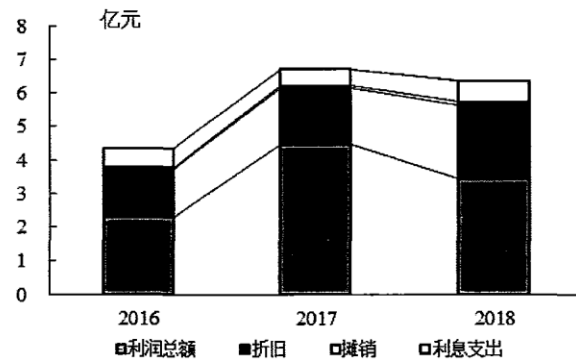


资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司产品种类较丰富, 近年来收入规模逐年扩大, 未来随着产能的扩张, 在行业内竞争优势将得到进一步增强, 经营抗风险能力较强。公司净资产收益率处于行业内较高水平, 整体经营效益表现良好。

偿债能力

图 14: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

2016~2018 年, 公司 EBITDA 分别为 4.35 亿元、6.72 亿元和 6.37 亿元, 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。公司对厂房及设备长期资产不断增加投入, 历年折旧规模逐年增大, 同时 2017 年公司经营效益良好, 利润总额大幅增长, 当年 EBITDA 同比增长 54.54%。2018 年公司利润总额有一定的下降, 导致 EBITDA 较去年同期下降 0.35 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障来看, 公司 2016~2018 年总债务/EBITDA 指标分别为 2.45 倍、2.25 倍和 2.09 倍, EBITDA 利息保障倍数分别为 7.53 倍、11.65 倍和 9.66 倍, EBITDA 对债务本息保障程度较高。

经营活动现金流方面, 2016~2018 年, 公司经

营规模扩大，同时由于公司收付款的结算方式主要为承兑汇票和信用证，经营性应收款项与存货规模大幅增加，整体经营活动净现金流由净流入变成净流出状态。2016~2018 年公司经营活动净现金流分别为 0.60 亿元、-1.52 亿元和-3.21 亿元，同期经营活动净现金/总债务分别为 0.06 倍、-0.10 倍和-0.24 倍，经营活动净现金/利息支出分别为 1.03 倍、-2.63 倍和-4.86 倍。

表 21：2016~2018 年公司主要偿债指标

指标	2016	2017	2018
总资产（亿元）	36.52	48.49	55.35
总债务（亿元）	10.64	15.09	13.32
资产负债率（%）	46.69	51.64	41.51
总资本化比率（%）	35.33	39.16	29.14
经营活动净现金流（亿元）	0.60	-1.52	-3.21
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	-0.10	-0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	1.03	-2.63	-4.86
EBITDA（亿元）	4.35	6.72	6.37
总债务/EBITDA（X）	2.45	2.25	2.09
EBITDA 利息倍数（X）	7.53	11.65	9.66

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司成功在沪市主板挂牌上市，成功拓宽了公司的融资渠道；公司与多家银行建立了长期的合作关系，截至 2018 年末获得商业银行授信额度 31.46 亿元，其中未使用额度 16.79 亿元，备用流动性尚可。

或有事项方面，截至 2018 年末，公司对外担保金额 23.09 亿元，担保对象为夏王纸业及公司子公司。鉴于被担保对象为公司合营企业及公司子公司，对双方经营状况较为了解，经营较为稳定，未来代偿风险不大，存在的或有债务风险较小。此外，截至 2018 年末，公司无未决的重大诉讼或仲裁事项。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司共有 7.86 亿元资产受限，主要为 3.75 亿元的固定资产、2.35 亿元的应收票据和 1.23 亿元的货币资金用于开具承兑汇票及获取银行借款质押。

综上所述，作为特种纸行业领军企业之一，公司规模优势突出，技术实力较强，积累了丰富的客户资源，近年来产销规模逐年增大，整体收入规模和盈利水平处于行业前列。随着在建项目的陆续推

进，公司竞争实力将得到进一步增强，未来具有较好的发展空间。此外，公司对外投资与主业契合度高，投资收益较好，对净利润贡献度较大，提升了整体盈利表现。但另一方面，公司主要原料木浆均进口采购，价格波动较大，未来需关注原料价格波动对整体利润水平产生的影响。整体上，公司现有财务实力对债务本息的保障程度很高，整体偿债能力很强。

结论

综上，中诚信证评评定仙鹤股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“仙鹤股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

关于仙鹤股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

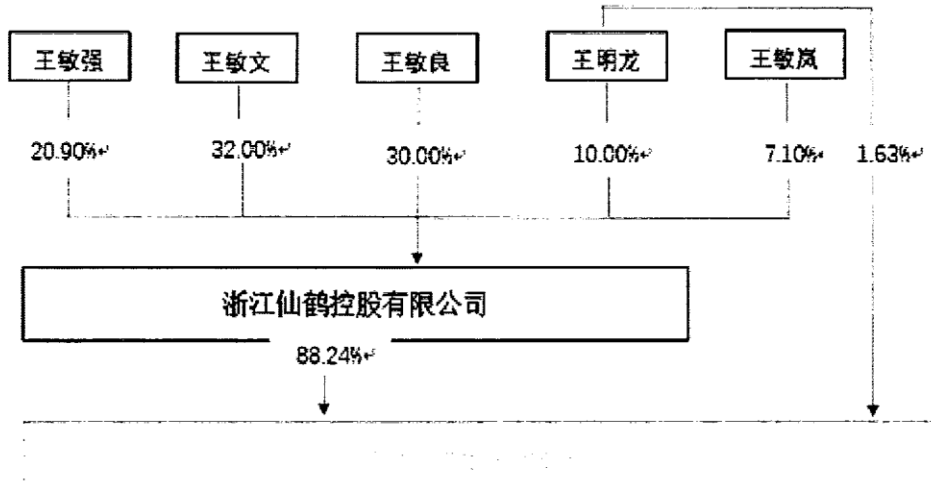
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

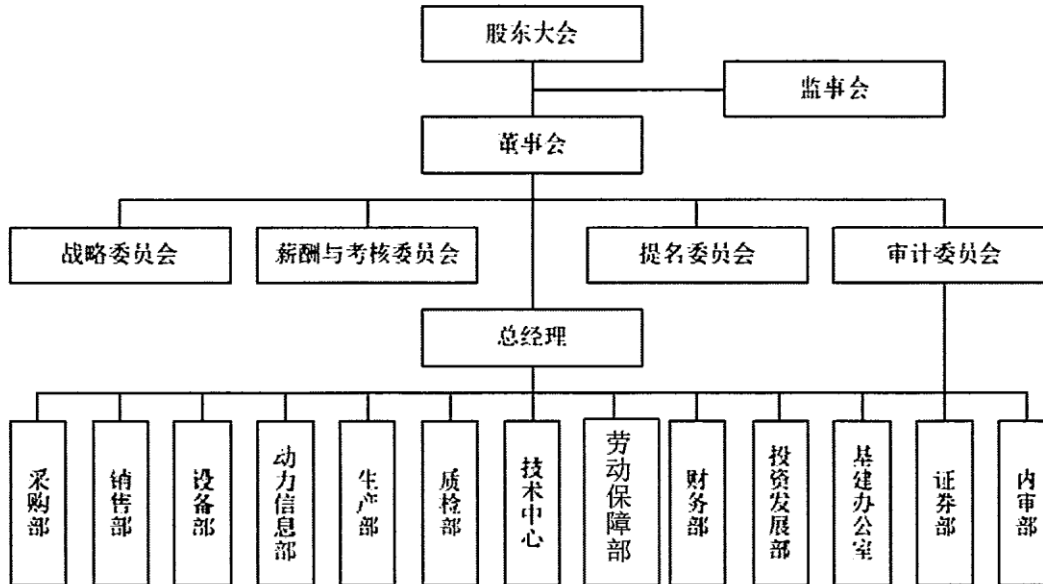
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：仙鹤股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：仙鹤股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附三：仙鹤股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	9,923.91	9,051.86	23,883.32
应收账款净额	45,528.70	53,200.76	77,024.80
存货净额	42,187.96	65,912.83	96,672.27
流动资产	125,828.95	183,660.47	250,896.10
长期投资	58,042.70	65,666.78	59,449.87
固定资产合计	140,983.41	191,642.65	189,326.34
总资产	365,161.36	484,879.95	553,462.93
短期债务	104,863.01	143,928.00	129,417.13
长期债务	1,500.00	7,000.00	3,740.00
总债务（短期债务+长期债务）	106,363.01	150,928.00	133,157.13
总负债	170,487.85	250,371.53	229,732.69
所有者权益（含少数股东权益）	194,673.51	234,508.42	323,730.24
营业总收入	219,591.36	304,708.18	409,776.86
三费前利润	38,688.39	55,004.11	66,636.36
投资收益	15,005.03	17,961.35	11,761.64
净利润	20,901.56	39,834.91	29,266.33
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	43,460.50	67,161.76	63,746.91
经营活动产生现金净流量	5,958.03	-15,158.19	-32,065.01
投资活动产生现金净流量	-523.74	-12,553.97	5,275.82
筹资活动产生现金净流量	-6,579.37	27,865.07	33,197.27
现金及现金等价物净增加额	-1,346.33	550.15	6,552.46
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	19.27	19.19	17.23
所有者权益收益率（%）	10.74	16.99	9.04
EBITDA/营业总收入（%）	19.79	22.04	15.56
速动比率（X）	0.52	0.53	0.76
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	-0.10	-0.24
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	-0.11	-0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	1.03	-2.63	-4.86
EBITDA 利息倍数（X）	7.53	11.65	9.66
总债务/EBITDA（X）	2.45	2.25	2.09
资产负债率（%）	46.69	51.64	41.51
总资本化比率（%）	35.33	39.16	29.14
长期资本化比率（%）	0.76	2.90	1.14

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

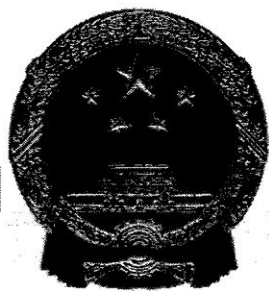
等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

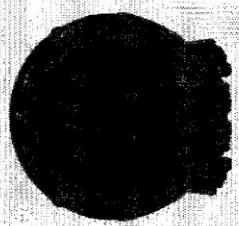
名称	中诚信证券评估有限公司
类型	有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所	上海市青浦区工业园区路1111号3幢1层A区113室
法定代表人	闫衍
注册资本	人民币5000.0000万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围	证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2017年11月15日



禁止使用

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

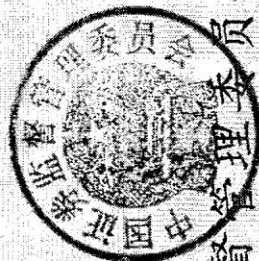
公司名称: 中诚信证券评估有限公司

业务许可种类: 证券市场资信评级

法定代表人: 闫衍

注册地址: 上海市青浦区工业园区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



王维, 证件号码:420822198401173137, 于2009年03月14日 参加证券市
场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2009033102257901

SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



王维, 证件号码:420822198401173137, 于2009年03月14日 参加证券投
资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2009033102257804

