

仙鹤股份有限公司公开发行可转换公司债券 跟踪评级报告（2020）

项目负责人：向 岚 liang@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年6月1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，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象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。

■ 本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 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.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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0453 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最后审定：

维持贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；

维持“仙鹤转债”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

二零二零年六月一日

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”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“仙鹤转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了认为 2019 年以来，公司保持了丰富的产品结构，多个产品在细分市场继续保持领先的行业地位，且产能规模持续扩张有利于公司行业地位提高；跟踪期内公司盈利水平上升且获现能力有所改善，融资渠道保持畅通。同时，中诚信国际也关注对公司面临较大的资金压力、木浆价格波动风险和债务和财务杠杆水平上升较快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）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	48.49	55.35	73.78	72.53
所有者权益合计（亿元）	23.45	32.37	38.45	39.48
总负债（亿元）	25.04	22.97	35.34	33.05
总债务（亿元）	15.09	13.32	24.87	23.66
营业总收入（亿元）	30.47	40.98	45.67	9.04
净利润（亿元）	3.98	2.93	4.39	1.05
EBIT（亿元）	4.94	4.06	5.73	--
EBITDA（亿元）	6.72	6.37	8.14	--
经营活动净现金流（亿元）	-1.52	-3.21	4.56	-0.53
营业毛利率(%)	19.19	17.23	18.70	23.53
总资产收益率(%)	11.63	7.82	8.87	--
资产负债率(%)	51.64	41.51	47.89	45.57
总资本化比率(%)	39.16	29.14	39.28	37.47
总债务/EBITDA(X)	2.25	2.09	3.06	--
EBITDA 利息倍数(X)	11.65	9.66	12.26	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **跟踪期内，公司保持丰富的产品结构，多个产品在细分市场保持领先的行业地位。**公司产品包括 9 大系列，60 余个品种，产品结构丰富，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。**近年来公司产能持续扩张，截至 2019 年末，公司特种纸年产能合计 54.67 万吨。此外，公司有多个在建及拟建产能扩张项目，产能规模的持续扩大有利于公司行业地位的提高。

■ **跟踪期内，公司盈利水平上升且获现能力有所改善。**2019 年受益于原材料价格降低，公司盈利水平同比上升，经营活动净现金流由负转正，获现能力有所改善。

■ **畅通的融资渠道。**截至 2019 年末，公司共获得各银行综合授信额度 41.37 亿元，其中未使用额度 32.35 亿元。较为稳定的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供一定保障。此外，公司作为 A 股上市公司，资本市场直接融资渠道畅通。

关注

■ **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经营及盈利造成一定影响。

■ **财务杠杆水平增长较快。**2019 年受发行“仙鹤转债”影响，公司总债务规模和财务杠杆水平大幅上升。

■ **面临较大资本支出压力。**截至 2019 年末，公司在建及拟建项目尚需投资 30.71 亿元，面临较大资本支出压力。

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。**资本实力显著增强，盈利能力大幅上升且具有持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**盈利能力大幅下滑；债务水平继续攀升，流动性压力加大。

同行业比较

2019 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 (%)
齐峰新材	特种纸	35.43	46.07	24.10	32.50	--
仙鹤股份	特种纸	54.67	73.78	47.89	45.67	8.87

注：“齐峰新材”为齐峰新材料股份有限公司简称。

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	发行金额（亿元）	存续期
仙鹤转债	AA	AA	12.5	2019/12/16~2025/12/16

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定期与不定期跟踪评级，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

表 1: 截至 2019 年末公司募集资金使用情况 (亿元)

债项简称	募集用途	募集资金	已使用资金	募集用途是否变更
仙鹤转债	年产 22 万吨高档纸基新材料项目	9.00	2.49	否
	补充流动资金	3.50	3.50	否
	合计	12.50	5.99	--

资料来源:《仙鹤股份关于 2019 年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济: 在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险: 虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策: 在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望: 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽

管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，特种纸产销量持续增长，未来发展空间广阔，产业集中度逐渐提高

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。2018 年下半年以来，受宏观经济增速放缓、市场需求不振等因素影响，纸价明显下行。2019 年以来，造纸行业逐步回暖，各细分纸种价格低位企稳，2019 年，据中国纸网统计，2019 年，全国机制纸及纸板产量为 12,515.30 万吨，同比增长 3.50%。据统计局统计，2019 年，规模以上造纸与纸制品业企业实现营业收入 13,370.1 亿元，同比下降 3.0%，利润总额 689.1 亿元，同比下降 9.1%，利润增长率排名全部 41 个工业行业中位列倒数第八。

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，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。从具体纸种来看，特种纸包括无碳复写纸、热敏纸、装饰原纸、物流单纸、

卷烟纸和铝箔称纸等。

根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业 2019 年度报告》，2019 年中国特种纸及纸板生产量和消费量分别为 380 万吨和 309 万吨，分别同比增长 18.75% 和 18.39%，2019 年中国特种纸及纸板净出口量 71 万吨。2018 年我国特种纸每年的人均消费量不足 0.005 吨，而北美人均消费量在 0.01 吨左右，中国特种纸行业的未来发展空间依然非常广阔。

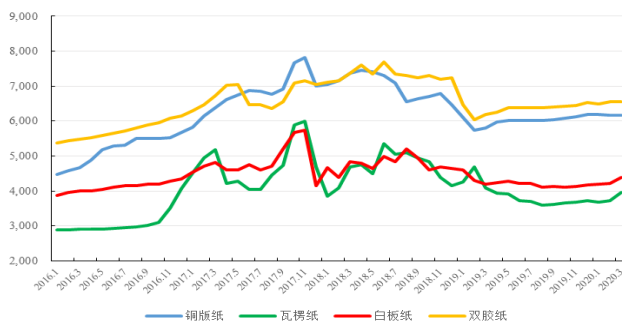
我国的特种纸产业以中小型企业居多，且分布较集中，主要分布在山东、浙江、河南、江苏、广东等几个地区，这几个地区的特种纸厂商也有明显的地域特色：山东的特种纸厂商主要是大型纸生产商的分厂或子公司，浙江和河南的特种纸厂商数量众多，江苏的特种纸厂商以外资居多，广东的特种纸厂商主要是一些后加工的企业。据统计，这几个地区的特种纸产量占全国特种纸产量近 90%，其中山东和浙江两个地区的产量就超过了我国特种纸产量的一半。

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。国内多数特种纸生产厂商规模较小，产品同质化、附加值低、质量不稳定，因此在低档产品市场上形成简单的价格竞争格局；而高品质特种纸在国内只有少数具有规模的厂商进行生产，而中高档市场的竞争，主要体现在产品色牢度、遮盖性、适印性和批量稳定性等方面。

从纸的价格方面来看，2019 年我国主要纸产品价格低位小幅波动。文化纸经过 2018 年下半年的下跌周期，2019 年初市场价格已落至低位，纸厂利润微薄，开工意向较弱，市场供应量减少，2019 年以来各纸厂提价态度坚定，文化纸价格缓慢增长。2019 年上半年，包装纸受中美贸易战和经济下行压力影响，需求低迷，库存压力凸显，价格有所下降，纸厂通过停机转产方式缓解产能压力，2019 年下半年随着节日需求旺季的来临，包装纸价格趋于平

稳。

图 1: 近年来部分纸产品价格走势 (元/吨)



资料来源: 中国纸网

中诚信国际关注到, 受新冠肺炎疫情影响, 2020 年一季度, 造纸行业原材料紧缺、物流不畅、行业复工率低等现象突出, 行业供给有所缩减, 而随着下游包装、印刷等企业的陆续复工复产, 纸品行业供需结构不平衡导致纸价上涨。同时值得注意的是, 食品饮料、家电电子、日用品及服装鞋帽等行业及海外出口受疫情影响较大, 包装用纸需求或有所萎缩, 特别是 2020 年 3 月全球疫情爆发, 海外纸品需求受抑制, 价格下行压力大, 相关纸企业经营压力将进一步加大。

受下游需求低迷影响, 木浆价格整体有所下滑; 受外废进口额度大幅收紧影响, 2019 年下半年国废价格有所回升

从成本端来看, 印刷类用纸原料以木浆为主, 中国木浆进口依赖度高。2019 年以来, 木浆库存压力大, 下游需求低迷导致上游原材料价格持续走低, 2020 年 3 月进口针叶浆价格为 4,750 元/吨, 较 2019 年 1 月下跌 24%。阔叶浆价格在文化用纸需求旺季 2019 年 3 月达到顶峰后持续下降, 2020 年 3 月国产阔叶浆价格 3,730 元/吨, 较 2019 年 1 月下跌 32.18%; 进口阔叶浆价格 4,340 元/吨, 较 2019 年 1 月下跌 21.09%。

废纸方面, 虽现阶段我国废纸进口依存度较高, 但随着对外废进口管控的日趋严格以及长期固废零进口目标的确定, 废纸进口量比例逐年降低。废纸浆价格走势方面, 2019 年, 国内废纸呈先抑后

扬的态势, 受下游需求疲软影响, 纸厂对于废纸进购意愿不强, 国废价格波动下降, 下半年随着节日来临, 包装纸需求上升, 且外废审批额度收紧, 国废价格小幅增长。2020 年 2~3 月, 在国内疫情影响下, 废纸回收不足, 物流运输受阻, 短期内需求攀升, 国废价格大幅上涨。

跟踪期内, 受益于产能释放和下游需求增加, 公司产销量均保持增长态势; 公司保持丰富的产品结构, 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, 在衢州衢江、河南内乡和衢州常山设有 3 个大型生产基地。受益于河南内乡基地 4 万吨特种纸生产线于 2019 年 4 月份投入生产等因素影响, 截至 2019 年末公司年产能同比上升 9.74%, 受新增产能未能完全释放影响, 产能利用率有所降低。制浆产能方面, 公司在河南内乡基地配套了年产能 5.1 万吨的制浆装置, 制浆产能规模较小。

表 2: 截至 2019 年末公司主要生产基地情况 (万吨/年)

生产基地名称	首次投产时间	产能规模	主要产品
衢州	1998	25.83	圣经纸、热转移原纸、棉纸、离型纸、电解电容器纸、水松原纸、装饰原纸
常山	2017.6	14.74	铝箔衬纸、格拉辛原纸、无纺布壁纸、彩胶纸
内乡	2008.8	14.10	热敏原纸、字典纸、无碳原纸、双胶纸
合计	--	54.67	--

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

2020 年以来, 公司生产规模进一步扩大。截至本报告出具日, 公司子公司浙江哲丰新材料有限公司 22 万吨高档特种纸项目一期 2 条生产线已进入安装收尾和试运行阶段; 仙鹤东港生产基地 PM25 年产 3.5 万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸项目于 2020 年年初投产; 公司收购特种纸企业艾科赛仑有限公司已完成技术改造并于 2020 年 3 月份重新开机生产; 此外, 子公司河南仙鹤的年产 10 万吨不干胶项目二期已完成 2 万平方米的厂房建设, 2020 年将进入安装、调试、投产阶段。中诚

信国际认为，公司近年来生产规模扩张较快，生产规模的扩张将有利于提升公司的行业话语权；但同时公司新增产能释放情况值得关注。

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。2019年以来，公司在烟草行业用纸、低定量出版印刷用纸等多个子产品继续保持细分市场领先地位。受益于产能释放和市场需求回暖，2019年公司产销量同比分别增长6.66%和10.64%。其中，食品与医疗包装用纸、商务交流及防伪用纸和热转印用纸销量同比分别增长51.22%、49.86%和29.84%。

表 3：近年来公司特种纸产能及产销情况

项目	2017	2018	2019
产能（万吨/年）	39.33	49.82	54.67
产量（万吨）	38.05	48.94	52.20
产能利用率（%）	96.74	98.23	95.48
销量（万吨）	36.11	46.15	51.06
产销率（%）	94.89	94.31	97.82

表 5：公司主要特种纸产品价格及毛利率情况（元/吨、%）

产品	2017		2018		2019	
	价格	毛利率	价格	毛利率	价格	毛利率
商务交流及防伪用纸	7,594.20	18.83	9,862.40	22.56	8,214.34	17.28
烟草行业用纸	7,750.83	25.00	8,103.47	18.09	8,385.48	25.58
低定量出版印刷用纸	8,604.68	20.87	9,195.37	17.89	9,407.01	24.33
标签离型用纸	7,867.04	11.12	8,579.30	14.99	7,729.47	10.98
电气及工业用纸	9,373.38	23.91	10,238.82	17.71	10,495.06	23.83
食品与医疗包装用纸	8,575.54	21.37	9,061.85	12.91	9,200.76	19.78
家居装饰用纸	7,967.39	9.09	8,642.77	7.61	8,740.15	4.44
热转印用纸	7,827.30	19.03	8,742.75	12.94	8,941.35	20.83

注：价格不含税。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售对象来看，2019年，公司产品仍以内销为，销售方式以直销为主，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，公司长期合作客户较稳定，新增客户较多致使前五大销售客户有所变化，客户集中度不高。

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；2018年公司产量中包括公司为夏王纸业代加工的3万吨原纸数量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司特种纸细分产品产销情况（万吨）

产品	2018		2019	
	产量	销量	产量	销量
家居装饰用纸	3.65	4.88	1.24	2.15
电气及工业用纸	3.14	3.00	3.23	2.97
商务交流及防伪用纸	12.32	10.47	15.83	15.69
食品与医疗包装用纸	4.11	3.69	5.77	5.58
烟草行业用纸	9.47	8.93	8.95	8.40
标签离型用纸	7.96	7.66	7.91	7.51
低定量出版印刷用纸	3.39	3.03	3.20	2.94
热转印用纸	4.89	4.49	6.08	5.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从公司产品的销售价格和利润水平来看，2019年以来，公司各纸种价格走势不一；其中，为抢占市场，公司大幅降低商务交流及防伪用纸和标签离型用纸价格，其盈利空间亦有所收窄；家居装饰用纸毛利率下降主要由于制造费用增加；其余特种纸产品价格和毛利率均有所提升。

表 6：2019年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
浙江夏王纸业有限公司（以下简称“夏王纸业”）	电力等	14,141.90	3.10
上海安兴实业集团有限公司	商务交流及防伪用纸	9,970.07	2.18
南京爱德发展有限公	低定量出版	9,086.34	1.99

司	印刷用纸		
山东新巨丰科技包装股份有限公司	标签离型用纸	8,702.05	1.91
AVERY DENNISON HONG KONG B.V.	标签离型用纸	8,656.08	1.90
合计		50,556.44	11.07

注：公司 2018 年与关联方夏王纸业存在代加工业务，每年与其发生的交易额规模较大。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，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，中诚信国际关注到，2019 年，受市场拓展加快影响，公司给予客户的账

期时间有所延长，应收账款有所增加。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，2019 年占比约 60%。

公司自制浆生产能力较弱，但与供应商保持了良好的合作关系；跟踪期内公司木浆采购价格呈下降态势，采购成本压力有所减弱

公司特种纸生产成本主要包括原材料、人工成本和其他制造费用，其中，原材料采购金额占生产成本约 65%。

表 7：近年来公司特种纸生产成本情况（万元、%）

项目	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	148,273.43	63.83	219,385.31	67.95	236,521.67	66.31
人工成本	14,212.03	6.12	16,227.57	5.03	18,877.87	5.29
其他制造费用	69,804.31	30.05	87,272.04	27.02	101,317.51	28.40
合计	232,289.77	100.00	322,884.92	100.00	356,717.05	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包括木浆、原木和钛白粉等辅助材料，木浆的采购金额占原材料采购成本约 60%~80%，2019 年受下游需求不振影响，木浆价格

较 2018 年明显下降，公司木浆采购价格大幅下降。备货方面，公司木浆常规库存量保持 45~60 天的生产用量。

表 8：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
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
2018	采购数量（吨）	328,776.65	132,248.25	1,040.53	10,650.43	49,212.71	1,784.90
	采购金额（万元）	180,628.95	10,236.97	1,385.81	3,893.21	3,889.99	1,421.18
	单价（元/吨）	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（吨）	269,517.37	108,987.12	1,788.09	9,517.92	40,605.51	1,841.12
	采购金额（万元）	113,885.67	8,688.78	2,371.17	3,316.04	2,998.00	1,486.52
	单价（元/吨）	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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司所用木浆包括针叶浆和阔叶浆，基本依赖进口，主要供应商较为稳定。2019 年，公司向五大供应商采购金额占总生产成本的比例较 2018 年下降 7.83%，主要由于木浆采购价格有所下滑，但

公司采购商集中度依然较高。

表 9：2019 年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.	进口木浆	40,388.80	11.79

国网浙江省电力有限公司衢州供电公司	电力	31,021.17	9.06
APRIL INTERNATIONAL ENTERPRISE PTE LTD.	进口木浆	29,226.82	8.53
Canfor Pulp Ltd	进口木浆	16,258.42	4.75
CellMark AB	进口木浆	13,499.73	3.94
合计		130,394.94	38.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建拟建项目投资规模较大，面临较大投资压力

表 10：截至 2019 年末公司主要在建拟建项目情况（万元）

项目名称	建设状态	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 22 万吨高档纸基新材料项目	在建	2019.5-2021.02	年产 22 万吨高档纸基新材料项目	214,890.00	20,533.29	可转债	一期 2020.03；二期 2020.06；三期 2020.12
年产 3.5 万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸项目	在建	2018.12-2020.01	年产 3.5 万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸项目	14,213.00	7,664.76	自筹	2020.01
年产 30 万吨高档纸基材料项目	拟建	2020.4-2022.3	建设一条年产 10 万吨毛竹化机浆及 30 万吨食品卡纸生产线	106,160.00	0	--	2022.03
合计	--	--	--	335,263.00	28,198.05	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内受益于新增产能的释放和市场拓展增强，夏王纸业产销量有所增长，纸浆采购价格降低使得其毛利率小幅增长

夏王纸业为公司与 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。

区别于公司家居装饰用纸以低端为主的产品结构，夏王纸业产品主要为高端装饰印刷原纸和素色印刷原纸。2019 年，夏王纸业继续保持其在装饰原纸市场的优势地位。受益于新产线的投产和市场拓展增强，2019 年夏王纸业产能及产销量均有所增长。2019 年夏王纸业降低纸品价格以抢占市场，营业收入增幅低于产量增幅，但受益于纸浆采购价格

力

近年来，公司加快产业链布局，促进规模化生产，实施数字化发展，打造“数字化仙鹤”工业 4.0。中诚信国际关注到，截至 2019 年末，公司在建拟建项目尚需投资 30.71 亿元，面临较大投资压力。未来随着在建拟建项目的完工投产，公司特种纸产品产能和产量有望进一步扩大。

的降低，夏王纸业营业毛利率呈小幅增长态势。

表 11：近年来夏王纸业装饰原纸产销情况

项目	2017	2018	2019
产能（万吨/年）	20.97	22.38	27.58
产量（万吨）	20.86	20.53	24.82
销量（万吨）	20.42	22.11	24.89
产能利用率（%）	99.45	91.74	89.99
产销率（%）	97.87	107.66	100.30

注：产能数据为原纸产能数据；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，中诚信国际整理

表 12：近年来夏王纸业主要财务数据（亿元、%）

项目	2017	2018	2019
资产总额	21.12	22.77	22.41
所有者权益	11.55	11.73	11.78
营业收入	22.21	25.84	27.87
营业毛利率	18.86	18.33	18.49
营业利润	4.19	2.51	2.81
净利润	3.58	2.18	2.45
经营活动净现金流	1.63	0.92	5.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

关联购销方面，2019年，夏王纸业向公司销售装饰原纸1.35万吨，合计1.11亿元，较2018年小幅增长0.06亿元；公司向夏王纸业销售原辅料、水电气和少量成品纸等合计1.40亿元，较2018年小幅减少0.41亿元。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。

2019年，公司按权益法核算的对夏王纸业投资收益为1.24亿元，对夏王纸业的投资收益占同期净利润的比重为28.19%，较2018年下降9.25%，公司盈利对夏王纸业投资收益的依赖度有所减弱，2019年公司收到夏王纸业现金分红1.20亿元。

财务分析

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2017~2019年

度财务报表和公司提供的未经审计的2020年一季度财务报表。公司各期财务报表均依据新会计准则编制，财务数据均采用报表期末数字。

跟踪期内，受益于市场拓展增强和木浆采购价格降低，公司收入规模和利润水平均有所提升

2019年，受益于新增产能的释放及市场拓展力度增强，公司销售规模进一步扩大，带动营业总收入增长。同期，受益于木浆价格的回落，特种纸业务毛利率有所提升。

2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司销售收入同比下降10%，但同期木浆价格持续走低，净利润与2019年相比基本保持稳定。中诚信国际将对新冠肺炎疫情对公司的生产经营及原料价格波动产生的影响保持关注。

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	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
特种纸	28.92	19.68	39.07	17.35	44.00	18.93
其中：商务交流及防伪用纸	9.00	18.83	10.33	22.56	12.89	17.28
烟草行业用纸	6.03	25.00	7.24	18.09	7.04	25.58
低定量出版印刷用纸	2.12	20.87	2.78	17.89	2.76	24.33
标签离型用纸	2.36	11.12	6.57	14.99	5.81	10.98
电气及工业用纸	2.25	23.91	3.07	17.71	3.12	23.83
食品与医疗包装用纸	2.59	21.37	3.34	12.91	5.13	19.78
家居装饰用纸	1.58	9.09	1.63	7.61	1.88	4.44
热转印用纸	2.83	19.03	3.92	12.94	5.21	20.83
特种浆纸及其他	0.17	7.81	0.17	27.52	0.16	38.62
其他	1.55	9.98	1.91	14.76	1.67	12.68
合计	30.47	19.19	40.98	17.23	45.67	18.70

注：2018年公司为夏王纸业代加工的收入计入其他收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，受益于汇兑损失的降低，2019年公司财务费用有所降低，管理费用下降主要系公司对工资薪酬和办公招待费用控制较好。跟踪期内，公司进一步加大了研发投入。受上述因素影响，期间费用率有所下降。公司的利润主要来自经营性业务利润和对夏王纸业的投资收益，2019年以来，受益于特种纸销量的增长、木浆价格的下降及费用控制能力的提升，公司经营性业务利润、EBIT 和

EBITDA 呈上升态势，公司利润率有所上升。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	1.24	1.37	1.47	0.30
管理费用	0.93	1.01	0.88	0.22
研发费用	0.67	0.88	1.06	0.28
财务费用	0.40	1.05	0.82	0.25
期间费用合计	3.24	4.31	4.22	1.05
期间费用率(%)	10.64	10.53	9.25	11.63
经营性业务利润	2.38	2.49	4.20	1.04
资产减值损失	0.02	0.36	0.22	0.03

投资收益	1.80	1.18	1.06	0.33
利润总额	4.45	3.43	5.07	1.24
EBIT	4.94	4.06	5.73	--
EBITDA	6.72	6.37	8.14	--
EBIT 收益率(%)	16.22	9.90	12.54	--
EBITDA 利润率(%)	22.04	15.56	17.81	--
总资产收益率(%)	11.63	7.82	8.87	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受公司发行“仙鹤转债”影响，货币资金、债务规模和财务杠杆水平大幅上升，同时债务结构有所优化

2019年以来，受发行“仙鹤转债”及业务规模扩张等因素影响，公司货币资金、流动资产及总资产规模均较期初明显增大。此外，2019年以来，公司客户以银行承兑汇票结算的比重不断增加，同时，受市场拓展影响，公司给与客户的账期有所延长，应收票据和应收账款规模有所增长。非流动资产方面，随着工程项目建设推进，在建工程余额明显增长。

表 15：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
货币资金	0.91	2.39	12.80	8.13
应收票据	4.20	3.53	5.46	6.54
应收账款	5.32	7.70	8.43	8.43
存货	6.59	9.67	10.08	11.42
其他流动资产	1.13	1.18	1.03	1.11
流动资产合计	18.37	25.09	38.70	36.66
长期股权投资	5.87	5.94	6.00	6.17
固定资产	17.40	18.09	18.08	19.96
在建工程	1.76	0.85	3.42	2.69
无形资产	3.70	3.63	4.75	4.73
非流动资产合计	30.12	30.26	35.09	35.87
资产合计	48.49	55.35	73.78	72.53

注：表中应收票据包含应收账款融资金额

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年末，受当期公司发行“仙鹤转债”影响，长期债务、总债务和总负债规模均大幅增长，财务杠杆率亦明显上升，但公司长短期债务比呈下降态势，债务结构有所优化。此外，2019年公司开具银行承兑汇票支付货款和工程设备款增加，应付票据增长进一步推动了债务规模的上升。公司的经营性负债保持稳定。所有者权益方面，截至2019年末，受益于利润累积，公司所有者权益有所增长，同时，

公司发行可转债，其他权益工具增长 2.15 亿元。

表 16：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	14.39	12.94	14.63	13.25
长期债务	0.70	0.37	10.24	10.41
长短期债务比(X)	20.56	34.60	1.43	1.27
总债务	15.09	13.32	24.87	23.66
总负债	25.04	22.97	35.34	33.05
所有者权益合计	23.45	32.37	38.45	39.48
资产负债率	51.64	41.51	47.89	45.57
总资本化比率	39.16	29.14	39.28	37.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力明显增强；受“仙鹤转债”发行带动债务上升较快影响，EBITDA 对总债务的覆盖能力小幅下滑

受销售规模的扩大和票据到期货款增加等因素影响，公司经营活动获现能力明显改善，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所增强。2019年，公司推进在建项目建设，投资活动现金流出维持在一定水平。筹资活动方面，受可转债发行影响，公司筹资活动净现金流入规模明显扩大。未来，公司仍将继续推进产能的扩张，仍有一定的资金需求。

2019年，受益于利润水平的上升，公司 EBITDA 较 2018 年有所增长，其对利息和短期债务覆盖能力有所增强，但受发行“仙鹤转债”的影响，公司长期债务增幅较大，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）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	-1.52	-3.21	4.56	-0.53
投资活动净现金流	-1.26	0.53	-2.70	-7.49
筹资活动净现金流	2.79	3.32	9.40	-2.71
经营活动净现金流/短期债务	-0.11	-0.25	0.31	-0.16*
经营活动净现金流/总债务	-0.10	-0.24	0.18	-0.09*
经营活动净现金流/利息支出	-2.63	-4.86	6.87	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-13.24	-41.87	13.94	--
EBITDA 利息保障倍数	11.65	9.66	12.26	--

总债务/EBITDA	2.25	2.09	3.06	--
EBITDA/短期债务	0.47	0.49	0.56	--

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

公司是 A 股上市公司，具有畅通的融资渠道；受限资产占比不高，对夏王纸业担保代偿风险不大

公司为 A 股上市公司，直接融资渠道通畅。此外，截至 2019 年末，公司在各大金融机构中共获得人民币 41.37 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 32.35 亿元。

资产抵质押方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 8.36 亿元，占期末总资产比重为 11.33%；其中，公司有 0.37 亿元货币资金受限，作为银行承兑保证金、银行借款的保证金和进口增值税保证金，此外，公司受限固定资产 3.30 亿元、无形资产 0.34 亿元、应收账款和应收票据 4.35 亿元。此外，截至 2020 年 5 月 27 日，公司控股股东浙江仙鹤控股有限公司质押 1.41 亿股，占其持股比例的 26.04%，占公司总股本比例 22.97%。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保合计 19.53 亿元，占期末所有者权益合计的 50.79%，全部为对夏王纸业的担保，担保大多为信用担保，夏王纸业为公司合营企业，经营较为稳定，公司代偿风险不大。

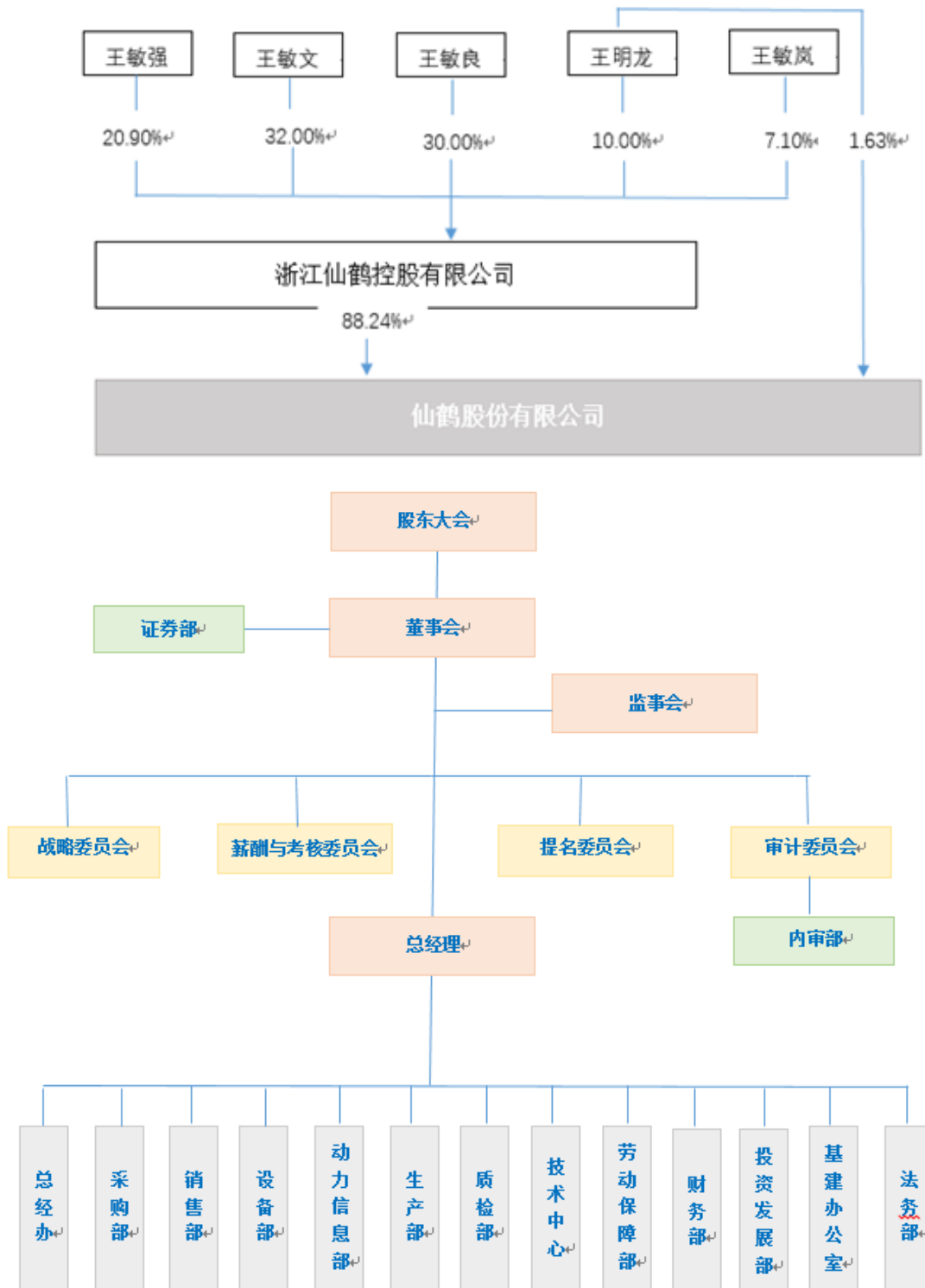
未决诉讼方面，截至 2019 年末，公司无对公司运营产生影响的未决重大诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的数据，近年来公司未发生债务违约情况。截至 2020 年 3 月末，公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款及其他债务融资工具。

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“仙鹤转债”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 2020 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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	9,051.86	23,883.32	128,032.89	81,305.27
应收账款净额	53,200.76	77,024.80	84,273.53	84,282.36
其他应收款	1,016.08	1,219.35	1,235.00	1,932.45
存货净额	65,912.83	96,672.27	100,847.21	114,158.15
长期投资	65,666.78	59,449.87	67,168.03	68,715.25
固定资产	174,027.05	180,855.39	180,785.34	199,573.66
在建工程	17,615.59	8,470.95	34,233.28	26,881.62
无形资产	37,047.26	36,274.86	47,524.59	47,270.23
总资产	484,879.95	553,462.93	737,832.31	725,312.25
其他应付款	468.33	727.09	653.52	359.31
短期债务	143,928.00	129,417.13	146,286.49	132,468.58
长期债务	7,000.00	3,740.00	102,447.49	104,096.96
总债务	150,928.00	133,157.13	248,733.97	236,565.54
净债务	141,876.13	109,273.81	120,701.08	155,260.27
总负债	250,371.53	229,732.69	353,355.69	330,542.44
费用化利息支出	4,943.22	6,327.51	6,635.35	--
资本化利息支出	823.57	274.04	0.00	--
所有者权益合计	234,508.42	323,730.24	384,476.62	394,769.81
营业总收入	304,708.18	409,776.86	456,703.68	90,350.89
经营性业务利润	23,776.30	24,934.00	42,015.38	10,369.00
投资收益	17,961.35	11,761.64	10,587.48	3,302.00
净利润	39,834.91	29,266.33	43,945.80	10,486.10
EBIT	49,438.55	40,579.60	57,290.20	--
EBITDA	67,161.76	63,746.91	81,356.62	--
经营活动产生现金净流量	-15,158.19	-32,065.01	45,564.33	-5,322.52
投资活动产生现金净流量	-12,553.97	5,275.82	-26,962.58	-74,942.70
筹资活动产生现金净流量	27,865.07	33,197.27	93,952.82	-27,070.74
资本支出	24,870.18	5,773.13	38,074.44	11,285.60
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	19.19	17.23	18.70	23.53
期间费用率(%)	10.64	10.53	9.25	11.63
EBITDA 利润率(%)	22.04	15.56	17.81	--
总资产收益率(%)	11.63	7.82	8.87	--
净资产收益率(%)	18.40	10.49	12.41	10.77*
流动比率(X)	0.83	1.24	1.71	1.87
速动比率(X)	0.53	0.76	1.27	1.29
存货周转率(X)	4.56	4.17	3.76	2.57*
应收账款周转率(X)	6.17	6.29	5.66	4.29*
资产负债率(%)	51.64	41.51	47.89	45.57
总资本化比率(%)	39.16	29.14	39.28	37.47
短期债务/总债务(%)	95.36	97.19	58.81	56.00
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.10	-0.24	0.18	-0.09*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.11	-0.25	0.31	-0.16*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.63	-4.86	6.87	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-13.24	-41.87	13.94	-9.98*
总债务/EBITDA(X)	2.25	2.09	3.06	--
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.49	0.56	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.65	9.66	12.26	--
EBIT 利息保障倍数(X)	8.57	6.15	8.63	--

注：2020 年一季报未经审计；带*指标已经年化处理。

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。