

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

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn



项目组成员：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn



评级总监：



电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年5月17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 and 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 [2021]1143D 号

仙鹤股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任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。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月十七日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
仙鹤股份有限公司	不超过 20.50 亿元	6 年	每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息	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

评级观点：中诚信国际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；评定“仙鹤股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 AA。中诚信国际肯定了认为公司产品结构丰富、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、公司收入和盈利水平持续上升，融资渠道保持畅通对公司整体信用实力提供了支持。同时，中诚信国际也关注木浆价格波动风险、公司面临较大的资金压力、应收账款持续增加和经营获现能力有待改善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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	55.35	73.78	79.64	83.09
所有者权益合计（亿元）	32.37	38.45	53.79	54.38
总负债（亿元）	22.97	35.34	25.85	28.71
总债务（亿元）	13.32	24.87	14.70	14.06
营业总收入（亿元）	40.98	45.67	48.43	15.26
净利润（亿元）	2.93	4.39	7.19	2.81
EBIT（亿元）	4.06	5.73	9.10	3.28
EBITDA（亿元）	6.37	8.14	11.87	--
经营活动净现金流（亿元）	-3.21	4.56	3.02	1.09
营业毛利率(%)	17.23	18.70	20.47	22.45
总资产收益率(%)	7.82	8.87	11.87	16.14
资产负债率(%)	41.51	47.89	32.46	34.55
总资本化比率(%)	29.14	39.28	21.47	20.55
总债务/EBITDA(X)	2.09	3.06	1.24	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.66	12.26	15.67	--

注：中诚信国际根据 2018 年-2020 年审计报告和未经审计的 2021 年一季度报整理。

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。**近年来公司产能持续扩张，截至 2020 年末，公司特种纸年产能合计达 66.20 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。

同行业比较

公司名称	产能（万吨/年）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
晨鸣纸业	681	915.75	71.83	307.37	17.12	112.60
仙鹤股份	66.20	79.64	32.46	48.43	7.19	3.02

注：“晨鸣纸业”为“山东晨鸣纸业集团股份有限公司”简称

资料来源：中诚信国际整理

■ **公司收入和盈利水平持续上升。**受益于产能扩张、市场拓展增强，公司收入规模持续增长，且受益于木浆价格降低，公司盈利水平提升。

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，2021 年木浆价格明显提升，公司盈利水平值得关注。

■ **面临较大资本支出压力。**截至 2020 年末，公司在建项目尚需投资 22.05 亿元；拟建项目涉及林浆纸用一体化，投资规模超百亿，面临较大资本支出压力，项目的资金平衡情况值得关注。

■ **应收账款持续增加，经营获现能力有待改善。**受市场拓展增强影响，应收账款持续增加，周转速度有所放缓，截至 2021 年 3 月末，公司应收账款 11.09 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，经营获现能力有待改善。

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，资产质量不断提升，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。

发行主体概况

仙鹤股份有限公司成立于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。2018年4月20日，仙鹤股份正式在沪市主板挂牌上市，公开发行股票6,200万股，股票代码603733。2019年12月，仙鹤股份公开发行“仙鹤转债”，累积转股9,397.23万股。截至2020年末，公司注册资本增至7.06亿元。

公司是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，主要产品包括烟草行业配套用纸、商务交流及出版印刷用纸、食品与医疗包装用纸、电气及工业用纸、日用消费用纸和其他共六大系列。截至2020年末，公司特种纸生产年产能约为66万吨。

产权结构：截至2020年末，公司实收股本为7.06亿元，控股股东是仙鹤控股，直接持有公司76.49%的股份。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，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%。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
河南仙鹤特种浆纸有限公司	仙鹤特种纸
浙江哲丰新材料有限公司	哲丰新材料
浙江哲丰能源发展有限公司	哲丰能源发展
浙江仙鹤新材料销售有限公司	仙鹤销售公司
广西仙鹤新材料有限公司	广西仙鹤
浙江柯瑞新材料有限公司	柯瑞新材料

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

本期债券概况

表 2：本期债券基本条款

	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
发行规模	不超过人民币205,000万元（含205,000万元）
债券期限	自发行之日起6年
偿还方式	每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格确定	本次发行可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告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收盘价按经过相应除权、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公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。前二十个交易日公司A股股票交易均价=前二十个交易日公司A股股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。
赎回条款	<p>(1) 到期赎回条款：本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。</p> <p>(2) 有条件赎回条款：在转股期内，当下述情形的任何一种出现时，公司有权决定按照以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债：①在转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）；②当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。</p>
回售条款	<p>(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三十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“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两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，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p>(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</p>

	<p>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。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，不应再行使附加回售权。</p>
<p>募集资金用途</p>	<p>本次发行募集资金扣除发行费用后，用于年产30万吨高档纸基材料项目12.00亿元、年产3万吨热升华转印原纸和食品包装纸项目1.25亿元、年产100亿根纸吸管项目1.25亿元和补充流动资金6.00亿元。</p>

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP同比增长2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021年经济增长中枢将显著高于2020年，全年走势前高后低。

2020年经济运行基本遵循了“疫情冲击一疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度GDP同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下CPI回落，需求疲弱PPI低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的GDP环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但2021年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫

情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

宏观政策：2020年12月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在2020年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：疫后修复仍然是2021年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021年中国经济增长中枢将显著高于2020年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体

运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然 2021 年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

2020 年以来，受疫情影响，行业景气度先抑后扬，受益于生产成本推动和需求全面复苏，纸价自 2020 年下半年快速攀升

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，造纸行业逐步回暖，各细分纸种价格低位企稳；2020 年上半年，受疫情等因素影响，下游需求低迷，纸价在二季度下降至最低点，2020 年下半年，国内需求逐步恢复，国外疫情蔓延，当地造纸产业链受到严重打击，国内企业出口规模增长，带动造纸行业景气度逐渐恢复；2021 年一季度，在原料成本和生产成本提高、造纸行业需求全面复苏等因素带动下，各纸种价格快速回升至 2018 年高位。

近年来，全国机制纸及纸产量小幅增加，受益于原材料价格下降和行业竞争格局优化，2020 年纸企盈利能力有所提升。根据中国纸网统计，2020 年，全国机制纸及纸板产量为 12,700.63 万吨，同比增长 0.78%；2020 年，规模以上造纸与纸制品业企业实现营业收入 13,012.65 亿元，同比下降约 2.68%，利润总额 826.69 亿元，受益于原料价格下降，同比增长约 19.97%。

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，2020 年新闻纸产量 100.93 万吨，同比下降 6.70%。书写纸主要用于出版物印刷，教辅类书籍下游需求较为稳定，2020 年全面建成小康社会、2021 年建档 100 周年等重要时期节点来临，支撑 2020 年书写纸需求。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，期刊杂志总印数有所下降，2019 年铜版纸产量 630 万吨，同比下降 3.82%，2019 年消费量 535 万吨，同比下降 7.92%，2020 年涂布类印刷用纸产量亦有所下滑。

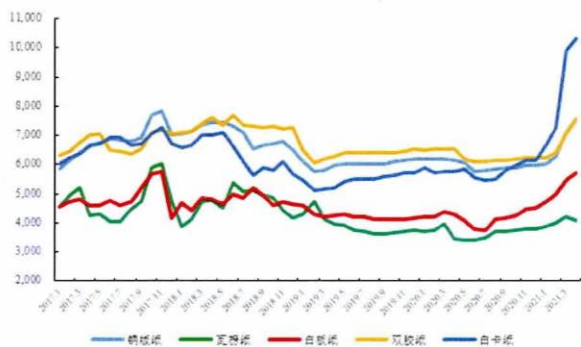
包装类用纸是商品的附属物，与零售、快递、家电等行业息息相关，2018 年下半年以来，受中美贸易战影响，出口订单有所萎缩，包装类用纸需求呈下滑态势，2019 年以来，受益于快递零售行业消费需求回暖，白纸板、箱板纸和瓦楞纸消费量分别为 1,277 万吨、2,403 万吨和 2,374 万吨，同比分别上升 4.76%、2.47%和 7.28%，2020 年，全国箱板纸产量亦有所增长。

供给方面，近年来，造纸行业保持了 95%以上的产销率，产能投放进度对于供给的预期起重要作用。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，龙头纸企陆续投建新产能以抢占中小纸厂份额。文化纸行业集中度较高，新增产能集中于龙头企业，纸种以双胶纸为主，且部分铜版纸产能转换为双胶纸，产能投放相对维持稳定。包装用纸（如卡纸、箱板及瓦楞纸等）方面，自 2017 年限废令政策发布以来，受废纸原料限制与成本影响，2018 年我国箱板纸行业产量减少 10%，自 2019 年以来，

各企业通过海外布局、整合产业链等方式以应对限废令，箱板纸产量回升，但产销之间仍存在较大差额，还有一定的生产空间。此外，现阶段白卡纸盈利能力强，各纸企规划建设浆纸产能超千万吨。

纸价方面，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。2020 年 3 月末，纸厂逐渐复工，受疫情影响，国内需求恢复缓慢，文化纸价格有所滑落，2020 年下半年，需求有所恢复，纸厂涨价逐步落地，2021 年以来，在生产成本推动和需求全面恢复带动下，纸价大幅上行。包装纸价格波动趋势总体与文化纸相似，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。2020 年 3 月末，海内外疫情爆发，出口受限，经销商库存高位，纸价快速下落，自 2020 年 5 月，受废纸成本上涨、出口增加和节日需求稳定增长等因素影响，包装纸行业巨头引领涨价，纸价快速上行。

图 1：近年来部分纸产品价格走势（元/吨）



资料来源：中国纸网

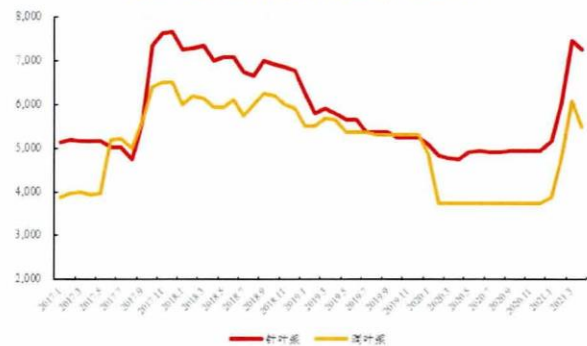
中诚信国际关注到，白卡纸主要用于高端包装，在消费升级、白板纸产能清退、禁废令和限塑令背景下，白卡纸逐步替代白板纸和塑料，近年来需求快速增长，2020 年下半年以来价格增长速度远超其他纸种。各中大纸厂迅速布局白卡纸产能，且

部分为林浆纸一体化项目，投资规模和新增产能规模均较高，新增产能投放最早将于 2021 年底落地。目前白卡纸行业集中度高，龙头议价能力较强，随着新增产能释放，行业竞争格局及供需平衡情况值得进一步观察。

2020 年初受疫情影响，纸浆价格下滑，2020 年末受下游需求旺盛及禁废令带来的长纤缺口增加影响，木浆价格整体快速上扬；受外废进口额度大幅收紧影响，2020 年下半年国废价格有所回升，加大纸企生产压力

从成本端来看，印刷类用纸和白卡纸原料以木浆为主，中国木浆进口依赖度高。2018 年下半年以来，受纸业景气度低迷影响，木浆价格持续下滑；2020 年初，受疫情影响，纸浆价格再度下滑；2020 年第四季度，文化纸及生活用纸需求旺盛，同时，出口高增长带动包装纸需求提升，禁废令带来的长纤缺口需用纸浆替代，木浆价格攀升。

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，受外废进口管控影响，废纸进口量比例逐年降低，废纸消耗以国废为主。纸浆价格走势方面，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，短期内需求攀升的国废价格大幅上涨，3~4 月，下游需求疲软，纸厂对于废纸进购意愿不强，国废价格下降，下半年随着疫情好转、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，2021 年外废进口归零，国废价格或将进一步提升，增加纸企生产成本。

“限塑令”转为“禁塑令”，2021 年度纸进口额度归零，“碳达峰、碳中和”背景下的节能减排政策力度加大

近年来我国不断出台政策，逐步从“限塑”转变为“禁塑”。2020 年 1 月，国家发改委联合生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，重点针对不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆和酒店一次性塑料用品、快递塑料包装四个领域提出禁止、限制使用的要求。到 2025 年底，禁止使用不可降解的塑料包装袋、不可降解一次性塑料餐具、塑料胶带、一次性塑料编织袋等。中央发文后地方政策相继出台，部分省市禁塑政策要求时间点更早。

2020 年，全国开始实施《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》，逐步基本实现固体废物零进口。

近年来，为实现“碳达峰”，节能减排领域的政策力度明显加大，2021 年，中国生态环境部印发《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》和《碳排放权交易管理办法（试行）》，2021 年作为“碳中和”元年，各地出台相关政策。

中诚信国际认为，龙头企业通过建设纸浆产能向上下游产业链延伸，纸浆自给率持续增长，受废纸进口收紧政策影响较小，同时，碳排放压力进一步清退中小落后产能，龙头企业竞争优势将日益明显。

特种纸产销量增速较高，发展空间广阔，近年来行业集中度有所提高

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 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%，是造纸行业中消费量增速最高的细分纸种。

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，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。

业务运营

公司主营业务是特种纸的研发、生产和销售，特种纸销售收入占比超过 95%。近年来，受益于产能持续扩张和市场拓展，公司特种纸销售收入持续提升。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浙江夏王纸业有限公司（以下简称“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”），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 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
特种纸	39.07	44.00	46.64
其他	1.91	1.67	1.79
合计	40.98	45.67	48.43
占比	2018	2019	2020
特种纸	95.34	96.34	96.31
其他	4.66	3.66	3.69
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

公司产品种类丰富，产能规模较高，在特种纸行业处于领先地位，具有较强竞争能力

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，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，公司纸机生产

线自动化程度较高，主要产品各项技术指标达到国内领先水平。

公司特种纸产品可划分为烟草行业配套系列、商务交流及出版印刷系列、食品与医疗包装材料系列、电气及工业用纸系列、日用消费系列及其他共 6 大系列，60 余个品种。公司品种丰富，有利于提高市场份额和客户粘性。2018 年以来，公司烟草行业配套系列用纸、低定量出版印刷用纸等多个子产品保持细分市场领先地位。

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，纸浆生产线 1 条。截至 2020 年末，公司拥有造纸年产能合计 66.20 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 4：截至 2020 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	产能利用率	主要产品
衢州	1998	29.11	92.57%	电气及工业用材系列、日用消费系列、商务交流及出版印刷材料系列、食品与医疗包装材料系列、烟草行业配套系列
常山	2017.6	20.88	87.70%	日用消费系列、商务交流及出版印刷材料系列、食品与医疗包装材料系列、烟草行业配套系列
内乡	2008.8	16.21	100%	商务交流及出版印刷材料系列、日用消费系列
合计	--	66.20	93.25%	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司生产规模持续扩大。2018 年，IPO 募投项目投产，新增产能超过 10 万吨。2019 年，内乡“年产 8 万吨特种纸项目”一期项目 4 万吨生产线投入生产。2020 年，常山“22 万吨高档纸基新材料项目”中 PM5 和 PM6 投入运行；衢州东港生产基地 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投产，收购的当地特种纸企业艾科赛仑有限公司 PM27 完成旧机改造并投产，新生产

线 PM28 完成安装调试并投产；内乡 PM7 于 2020 年底安装完毕并进入调试。2021 年，“22 万吨高档纸基新材料项目”中 PM7 于 3 月投产，PM8 将于 4 月开机试产。近年来新产线以生产食品与医疗包装用纸、热转印纸和格拉辛纸为主。受新增产能未完全释放影响，近年来产能利用率有所下滑。**中诚信国际认为**，公司近年来快速的生产规模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。

近年来产能持续扩张，产销量快速提升，产销率保持较高水平，下游客户较为稳定，但新增产能释放情况和销售结算进度值得关注

公司采用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，公司产成品保持约一个月的库存量，能够较好匹配销售需求。受益于行业中小产能出清、公司新增产能释放和市场拓展增强，近年来公司产销量持续提升，其中，食品与医疗包装材料系列、商务交流及出版印刷系列产销量保持较高水平增长。

表 5：近年来公司特种纸产能及产销情况

项目	2018	2019	2020
产能（万吨/年）	49.82	54.67	66.19
产量（万吨）	48.94	52.20	61.73
产能利用率（%）	98.23	95.48	93.25
销量（万吨）	46.15	51.06	60.36
产销率（%）	94.31	97.82	97.79

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 6：近年来公司特种纸细分产品产销情况（万吨）

产品	2018		2019		2020	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
电气及工业用纸系列	3.17	3	3.23	2.97	3.81	3.74
烟草行业配套系列	9.47	8.93	8.95	8.40	9.49	8.74
食品与医疗包装材料系列	5.32	4.86	7.07	6.79	9.86	9.55
日用消费系列	19.80	17.53	21.23	20.94	22.85	22.63

商务交流及出版印刷系列	7.55	6.95	10.48	9.82	14.03	13.26
其他系列	3.63	4.88	1.24	2.15	1.68	2.44

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

从公司产品的销售价格和利润水平来看，近年来，公司各纸种价格走势不一，其中，为抢占市场，

表 7：公司主要特种纸产品价格及毛利率情况（元/吨、%）

产品	2018		2019		2020	
	价格	毛利率	价格	毛利率	价格	毛利率
电气及工业用纸系列	10,238.75	17.71	10,495.36	23.84	10,288.64	25.59
烟草行业配套系列	8,103.47	18.09	8,385.48	25.58	8,311.86	32.38
食品与医疗包装材料系列	8,844.42	11.84	9,017.01	18.70	8,900.80	24.10
日用消费系列	9,638.68	18.43	8,877.01	15.61	7,794.34	15.92
商务交流及出版印刷系列	8,285.52	19.64	7,224.14	22.43	5,879.09	18.83
其他系列	--	9.52	--	7.09	--	3.21

注：价格不含税

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司产品以内销为主，近年来内销收入占比超过 95%，公司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。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 8：近年来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
2020	夏王纸业	动力等	13,888.62	2.87
	温州市新丰装饰材料有限公司	日用消费系列	12,321.10	2.54
	山东新巨丰科技包装股份有限公司	食品与医疗包装材料系列	9,559.46	1.97
	当纳利（中国）投资有限公司	商务交流及出版印刷系列	9,141.28	1.89
	南京爱德发展有限公司	商务交流及出版印刷系列	8,763.04	1.81

公司大幅降低商务交流及出版印刷系列、标签离型用纸（归类为日用消费系列）价格，其盈利空间亦有所收窄；电气及工业用纸系列、食品与医疗包装材料系列、烟草行业配套系列纸品价格随市场价格调整小幅波动，受益于原材料价格下降，纸品盈利能力增强。

	合计		53,673.50	11.08
2019	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司	低定量出版印刷用纸	9,086.34	1.99
	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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，公司给予长期合作客户的账期通常为 30~90 天，平均在 60 天左右，**中诚信国际关注到**，受市场拓展加快和产品结构调整影响，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。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%。

公司与供应商保持了良好的合作关系，近年来公司木浆采购价格呈下降态势，采购压力有所缓解，仍需关注木浆价格变动对公司采购成本的影响

公司特种纸生产成本中原材料占生产总成本比例约 65%。近年来，受木浆价格持续下降影响，原材料占生产成本比例小幅下降。

表 9：近年来公司特种纸生产成本构成情况（万元、%）

项目	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	219,385.31	67.95	236,521.67	66.31	236,901.69	64.15
人工成本	16,227.57	5.03	18,877.87	5.29	21,207.53	5.74
其他制造费用	87,272.04	27.02	101,317.51	28.40	111,201.45	30.11
合计	322,884.92	100.00	356,717.05	100.00	369,310.67	100

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。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与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。木浆的采购金额占原材料采购成本约

60%~80%，公司所用木浆包括针叶浆和阔叶浆，基本为进口，近年来受下游需求不振影响，木浆价格持续下滑，公司木浆采购价格大幅下降；为满足生产扩张，公司增加木浆采购量，且 2020 年公司在木浆价格低位时加大木浆库存量，当期采购金额大幅上升。公司其他原材料采购价格随市场价格小幅波动，因采购规模较小，对公司采购成本影响不大。

表 10：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
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
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）	5,493.97	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

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%，2020 年，原煤价格降低，原煤采购金额小幅下降。近年来受业务规模扩大影响，能源采购总金额持续增加。

表 11：近年来公司能源采购情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
----	------	------	------

	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额
原煤（万吨）	26.20	1.47	32.50	1.73	35.03	1.67
电（亿度）	4.51	2.56	5.29	3.10	5.98	3.40
蒸汽（万吨）	70.78	1.07	69.66	1.01	80.42	1.10

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关系，主要供应商较为

稳定，受木浆采购价格有所下滑影响，近年来供应商集中度下降，但仍保持较高水平。

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 12：近年来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
2020	CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A.	木浆	36,766.40	10.05
	Royal Golden Eagle	木浆	33,528.89	9.17
	国网浙江省电力有限公司衢州供电公司	动力	24,379.93	6.66
	CMPC PULP SPA.	木浆	17,795.94	4.86
	DOMTAR INC 395 DE MAISONNEUVE BLVD.	木浆	16,966.55	4.64
	合计		129,437.71	35.38
2019	CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A.	木浆	40,388.80	12.08
	国网浙江省电力有限公司衢州供电公司	电力	31,021.17	9.27
	Royal Golden Eagle	木浆	29,226.82	8.74
	Canfor Pulp Ltd	木浆	16,258.42	4.86
	CellMark AB	木浆	13,499.73	4.04
	合计		130,394.94	38.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

备货方面，公司木浆常规库存量保持 45~60 天的生产用量。中诚信国际关注到，2020 年末以来，木浆价格大幅回升，公司虽在 2020 年加大木浆库存量至 6 个月，但若木浆价格长期维持高位，考虑到自制浆能力较弱，公司或将面临一定成本上涨压力。

夏王纸业装饰原纸竞争力较强，近年来盈利能力有所增强，对公司收益形成良好补充，但夏王纸业与公司的关联交易情况值得关注

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。

夏王纸业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，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，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 2020 年末，夏王纸业拥有 5 条造纸生产线。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。2020 年受浙江省限电停产和疫情影响，夏王纸业产能利用率有所下滑。2021 年，公司 8 万吨新产能计划投产，市场对新增产能的消纳情况值得关注。

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，与下游客户的结算周期为 1~2 个月。海外销售收入约占营业总收入 1/3，近年来夏王纸业降低纸品价格以抢占市场，营业收入增幅低于销量增幅。

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约为 30% 和 45%，和供应商的结算周期为 45~60 天。受益于纸浆采购价格的降低，夏王纸业营业毛利率及利润呈增长态势。公司经营活动净现金流受承兑汇票贴现进度影响有所波动。

表 13：近年来夏王纸业装饰原纸产销情况

项目	2018	2019	2020
产能（万吨/年）	22.38	27.58	27.65
产量（万吨）	20.53	24.82	24.15
销量（万吨）	22.11	24.89	26.03

产能利用率 (%)	91.74	89.99	87.34
产销率 (%)	107.66	100.30	107.80

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；2018年和2020年，公司为夏王纸业代工分别为3万吨和0.5万吨。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 14：近年来夏王纸业主要财务数据（亿元、%）

项目	2018	2019	2020
资产总额	22.77	22.41	24.40
所有者权益	11.73	11.78	12.98
营业收入	25.84	27.87	27.21
营业毛利率	18.33	18.49	21.52
营业利润	2.51	2.81	3.58
净利润	2.18	2.45	3.10
经营活动净现金流	0.92	5.38	2.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

关联购销方面，公司关联采购主要为公司从夏王纸业采购装饰原纸。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，该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。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 15：近年来夏王纸业与公司关联购销情况（万吨、亿元）

项目	2018	2019	2020
公司从夏王纸业采购原纸数量	--	1.35	0.86
公司从夏王纸业采购原纸金额	1.05	1.11	0.65
公司向夏王纸业销售原辅料、水电气和少量成品纸金额	1.81	1.40	1.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2018年~2020年，公司按权益法核算的对夏王纸业投资收益分别为1.10亿元、1.24亿元和1.55亿元，对夏王纸业的投资收益占同期净利润的比重为

37.44%、28.19%和21.56%，对公司净利润的贡献度较高，但比重持续下降，公司盈利对夏王纸业投资收益的依赖度有所减弱，2018年~2020年，公司收到夏王纸业现金分红分别为1.00亿元、1.20亿元和0.95亿元。关联方担保方面，截至2020年末，夏王纸业向公司提供担保15.30亿元，公司向夏王纸业提供担保18.53亿元，公司自2021年清理与夏王纸业的担保，未来关联担保规模或将减少。

战略规划及管理

公司将进一步扩张产能，保持特种纸行业领军地位，并向上下游延伸产业链，在建拟建项目投资压力大

公司以“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”，做“国内一流，国际先进”的高性能纸基功能材料行业的领军企业。在市场端，持续保持产品线多样化的竞争优势，积极拓展新产品，发现新市场，利用公司目前的国际化平台，和更多的全球知名企业展开合作，抓住机遇、扩大主业充分进入到全球供应链市场。并积极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，实现逆周期的产能布局，并寻求机会整合国内资源。

截至2020年末，公司主要在建项目尚需投资22.05亿元，其中，“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、食品包装纸项目”和“年产100亿根纸吸管项目”拟使用可转债资金14.50亿元。拟建项目均涉及林浆纸一体化，其中，广西仙鹤林浆纸一体化项目为公司与广西来宾市人民政府签署的投资项目，项目包括年产150万吨纸浆纤维制备项目、年产100万吨高性能纸基新材料纸项目和主体项目和主体项目的配套项目，规划林地总面积200万亩，项目分三期建设，一期项目预计动工之日起三年内实现投产；湖北仙鹤林浆

纸用一体化项目为公司与湖北省石首市人民政府签订的投资项目，主体项目包含年产 90 万吨浆类纤维材料、140 万吨纸基功能材料、20 万吨涂布纸深加工材料和配套项目，项目分三期完成，一期投资 22 亿元，二期投资 18 亿元，三期投资 60 亿元。

两个拟建项目尚处于前期政府审批阶段。**中诚信国际关注到**，在建拟建项目投资规模大，公司未来面临较大投资压力，公司资金平衡计划及其对公司杠杆的影响值得关注，此外，在建项目产能规模较大，产能释放和新增产能的市场消纳情况值得关注。

表 16：截至 2020 年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 22 万吨高档纸基新材料项目	2 年	年产 22 万吨高档纸基新材料项目	12.50	9.25	可转债	2021
年产 8 万吨特种纸项目-二期	2 年	年产 4 万吨特种纸生产线	1.00	0.38	自筹	2021
新不干胶生产线	2 年	新不干胶生产线	1.00	0.18	自筹	2021
年产 30 万吨高档纸基材料项目	2 年	年产 30 万吨高档特种纸	14.10	0.06	自筹/可转债	2022
年产 3 万吨热升华转印原纸、食品包装纸项目	1 年	产量 3 万吨热升华转印原纸、食品包装纸生产线	1.67	0.02	自筹/可转债	2021
年产 100 亿根纸吸管项目	1 年	年产量 100 亿根纸吸管生产线及其配套车间	1.67	0.00	自筹/可转债	2021
合计	--	--	31.94	9.89	--	--

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

表 17：截至 2020 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	建设内容	总投资	投资计划		
				2021	2022	2023
广西仙鹤林浆纸一体化项目	7 年	年产 250 万吨高性能纸基新材料及纤维制各项目	118	1	4	5
湖北仙鹤林浆纸用一体化项目	7 年	年产 250 万吨高性能纸基新材料项目	100	1	3	5
合计	--	--	218	2	7	10

资料来源：公司提供

法人治理结构完善，管理体系较为健全，可为公司正常生产经营提供较强保障

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。股东大会是公司的权力机构，下设董事会和监事会。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 7 名董事组成，其中 3 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。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。

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，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。此外，公司对本部和子公司的资金和投融资安排采购统一管理。

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。

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2018~2020年度财务报表和公司披露的未经审计的2021年度第一季度财务报告。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。

盈利能力

受益于新增产能释放、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

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

2021年一季度，受益于新增产能释放、原材料价格增长推动纸品售价提升，公司实现收入15.26亿元，同比增长68.89%；毛利率为22.45%，同比亦有所上升。2021年以来，木浆价格快速上涨，原材料价格增长对公司生产成本产生的压力情况值得关注。

表 18：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

产品类型	2018		2019		2020	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
特种纸	39.07	17.35	44.00	18.93	46.64	20.82
其中：电气及工业用纸系列	3.07	17.71	3.12	23.84	3.85	25.59
烟草行业配套系列	7.24	18.09	7.04	25.58	7.26	32.38
食品与医疗包装材料系列	4.30	11.84	6.12	18.70	8.50	24.10
日用消费系列	16.90	18.43	18.59	15.61	17.64	15.92
商务交流及出版印刷系列	5.76	19.64	7.09	22.43	7.80	18.83
其他系列	1.81	9.52	2.04	7.09	1.59	3.21
其他	1.91	--	1.67	--	1.79	--
合计	40.98	17.23	45.67	18.70	48.43	20.47

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，2019年受益于汇兑损失的降低，2020年受益于可转债募集资金利息收入和汇兑收益增加，近年来公司财务费用有所降低；管理费用整体呈下降态势主要系公司对工资薪酬和办公招待费用加强控制。此外，为适应消费需求快速变化的特种纸市场，公司加大研发投入。受益于销售收入快速增长，期间费用率下降，公司的费用控制能力较强。

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。受益于特种纸销量的增长、木浆价

格的下降和费用控制能力增强，公司经营性业务利润、EBIT和EBITDA均呈上升态势，公司利润率和资产收益率持续提升。

表 19：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	1.37	1.47	0.15	0.04
管理费用	1.90	0.88	0.99	0.30
研发费用	--	1.06	1.23	0.31
财务费用	1.05	0.82	0.68	0.08
期间费用合计	4.31	4.22	3.05	0.74
期间费用率(%)	10.53	9.25	6.30	4.88
经营性业务利润	2.49	4.20	6.81	2.58
资产减值损失	0.36	0.22	0.35	-0.08
投资收益	1.18	1.06	2.02	0.70

利润总额	3.43	5.07	8.35	3.23
EBIT	4.06	5.73	9.10	--
EBITDA	6.37	8.14	11.87	--
EBIT 利润率(%)	9.90	12.54	18.80	--
EBITDA 利润率(%)	15.56	17.81	24.50	--
总资产收益率(%)	7.82	8.87	11.87	16.14*

注：1、根据财政部于 2017 年 7 月 5 日发布《企业会计准则第 14 号——收入(2017 年修订)》(财会[2017]22 号)，公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，根据准则要求本期销售运费 141,419,634.66 元转至营业成本列报；2、表中加*为年化指标

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司业务发展使得资产规模持续扩张，“仙鹤转债”转股后资本实力增强，受结算进度缓慢影响，应收账款对公司资金形成一定占用，以短期债务为主的债务期限结构有待优化

受业务规模不断扩大影响，公司总资产持续增加。公司流动资产主要由应收账款、存货、应收票据和货币资金构成。公司应收账款账龄集中在 1 年以内，坏账准备按照账龄组合计提，2020 年公司计提应收账款减值损失 0.13 亿元。**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，应收账款周转速度放缓，对资金形成一定占用。公司存货主要为原材料和库存商品，近年来木浆价格下降，公司增加浆储备，原材料规模持续增长，库存商品规模有所下降。此外，受公司发行“仙鹤转债”和项目持续投资建设等因素影响，近年来货币资金规模有所波动，截至 2020 年末，公司受限货币资金合计 0.59 亿元。公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资、无形资产和在建工程构成，其中，无形资产主要为土地使用权。近年来，公司持续新增产能，固定资产和无形资产持续增加，受项目进度影响，在建工程规模有所波动。公司长期股权投资主要为对夏王纸业的投资，夏王纸业运营良好，投资收益增加带动长期股权投资提升。

表 20：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
--	------	------	------	--------

货币资金	2.39	12.80	5.21	4.19
应收票据	3.53	0.03	0.06	0.03
应收账款	7.70	8.43	9.95	11.09
应收款项融资	0	5.44	7.28	10.91
存货	9.67	10.08	13.37	12.10
其他流动资产	1.18	1.03	1.12	0.95
流动资产合计	25.09	38.70	39.71	41.82
长期股权投资	5.94	6.00	6.64	7.19
固定资产	18.09	18.08	23.34	23.59
在建工程	0.85	3.42	2.75	3.37
无形资产	3.63	4.75	4.99	4.97
非流动资产合计	30.26	35.09	39.93	41.27
资产合计	55.35	73.78	79.64	83.09

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

公司负债主要由有息债务和应付账款构成，近年来，公司应付账款基本保持稳定。公司 2019 年发行的“仙鹤转债”基本于 2020 年转股，长期债务和总债务有所变动。截至 2020 年末，公司债务全部为短期债务，债务结构有待优化。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短期债务规模的上升。近年来公司应付账款总体保持稳定。所有者权益方面，受益于“仙鹤转债”转股和利润累积，公司所有者权益持续增长。截至 2020 年末，公司财务杠杆水平维持良好水平。

表 21：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	12.94	14.63	14.70	14.06
长期债务	0.37	10.24	0.00	0.00
长短期债务比 (X)	34.60	1.43	--	--
总债务	13.32	24.87	14.70	14.06
应付账款	4.27	4.88	4.77	4.96
总负债	22.97	35.34	25.85	28.71
所有者权益合计	32.37	38.45	53.79	54.38
资产负债率	41.51	47.89	32.46	34.55
总资本化比率	29.14	39.28	21.47	20.55

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营活动获现能力一般，产能扩建投资支出维持一定水平；受益于较好的盈利能力，EBITDA 对债务本息的偿付能力较强

受销售规模扩大、销售结算进度放缓及票据贴现进度等因素影响，近年来公司经营活动净现金流有所波动，总体来看，公司经营活动获现能力一般，同时受债务变化影响，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所波动。近年来公司持续推进在建项目建设，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，2019年公司筹资活动净现金流入规模明显扩大，2020年，公司偿还债务并进行利润分配，筹资活动呈现净流出态势。未来公司仍将继续推进产能的扩张，仍有较大资金需求。

近年来受益于利润水平的上升，公司EBITDA持续增长，其对利息和短期债务覆盖能力有所增强，但2019年受发行“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，2020年“仙鹤转债”转股后，EBITDA对总债务的覆盖能力明显好转。

表 22：近年来公司现金流及偿债指标情况(亿元、X)

	2018	2019	2020	2021.1-3
经营活动净现金流	-3.21	4.56	3.02	1.09
投资活动净现金流	0.53	-2.70	-6.05	-1.53
筹资活动净现金流	3.32	9.40	-4.76	-0.59
经营活动净现金流/短期债务	-0.25	0.31	0.21	0.31*
经营活动净现金流/总债务	-0.24	0.18	0.21	0.31*
经营活动净现金流/利息支出	-4.86	6.87	3.99	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-41.87	13.94	2.20	--
EBITDA 利息保障倍数	9.66	12.26	15.67	--
总债务/EBITDA	2.09	3.06	1.24	--
EBITDA/短期债务	0.49	0.56	0.81	--

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

外部授信和股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持；受限资产降低了相应资产的流动性，或有事项风险相对较小

公司为A股上市公司，拥有直接融资渠道。此外，截至2020年末，公司在各大金融机构中共获得人民币31.72亿元的综合授信额度，其中尚未使用

的授信额度为人民币24.42亿元，具备一定备用流动性。

资产抵质押方面，截至2020年末，公司受限资产合计10.34亿元，占期末总资产比重为12.98%；其中，公司有0.59亿元货币资金受限，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2.87亿元、无形资产0.33亿元、应收账款融资和应收票据6.55亿元。截至2021年1月6日，公司控股股东浙江仙鹤控股有限公司质押1.61亿股，占其持股比例的29.81%，占公司总股本比例22.80%。

对外担保方面，截至2020年末，公司对外担保合计18.53亿元，占期末所有者权益合计的34.45%，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，公司自2021年起将清理与夏王纸业的担保。

未决诉讼方面，截至2020年末，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，2018~2021年4月17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。

评级结论

综上所述，中诚信国际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”的债项信用等级为AA。

中诚信国际关于仙鹤股份股份有限公司 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。

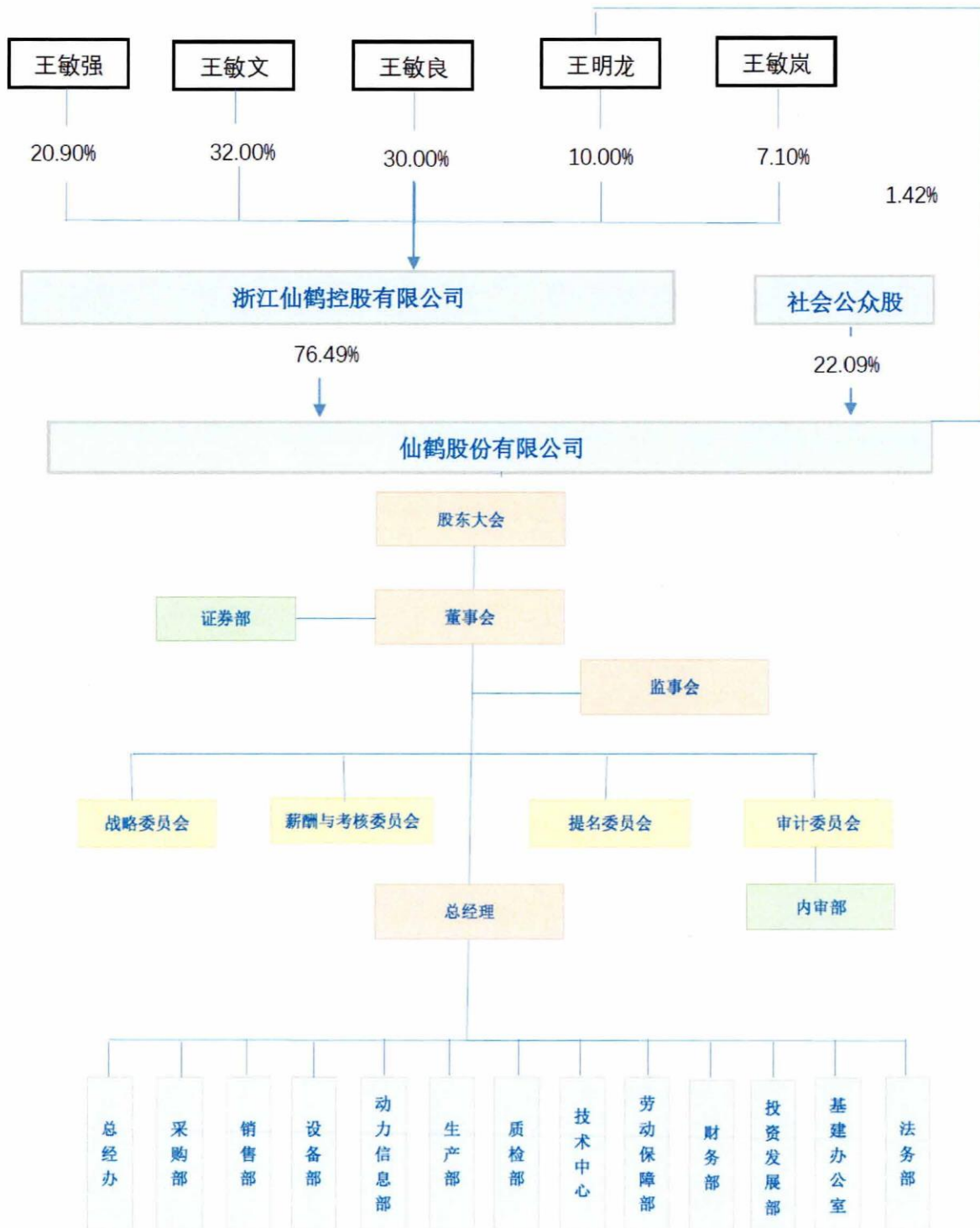
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 5 月 17 日

附一：仙鹤股份有限公司股权结构图及组织机构图（截至 2021 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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	23,883.32	128,032.89	52,070.68	41,910.67
应收账款净额	77,024.80	84,273.53	99,480.85	110,896.57
其他应收款	1,219.35	1,235.00	1,683.21	4,320.83
存货净额	96,672.27	100,847.21	133,720.63	120,959.49
长期投资	66,449.87	67,168.03	72,777.46	77,967.55
固定资产	180,855.39	180,785.34	233,419.96	235,909.72
在建工程	8,470.95	34,233.28	27,547.18	33,738.18
无形资产	36,274.86	47,524.59	49,949.34	49,675.29
总资产	553,462.93	737,832.31	796,359.67	830,924.93
其他应付款	727.09	653.52	674.29	311.46
短期债务	129,417.13	146,286.49	147,035.96	140,628.14
长期债务	3,740.00	102,447.49	0.00	0.00
总债务	133,157.13	248,733.97	147,035.96	140,628.14
净债务	109,273.81	120,701.08	94,965.28	98,717.47
总负债	229,732.69	353,355.69	258,461.81	287,124.47
费用化利息支出	6,327.51	6,635.35	7,573.53	--
资本化利息支出	274.04	0.00	0.00	--
所有者权益合计	323,730.24	384,476.62	537,897.86	543,800.46
营业总收入	409,776.86	456,703.68	484,310.08	152,595.50
经营性业务利润	24,934.00	42,015.38	68,100.29	25,770.48
投资收益	11,761.64	10,587.48	20,241.86	6,953.69
净利润	29,266.33	43,945.80	71,901.37	28,050.09
EBIT	40,579.60	57,290.20	91,042.94	--
EBITDA	63,746.91	81,356.62	118,654.54	--
经营活动产生现金净流量	-32,065.01	45,564.33	30,192.96	10,873.51
投资活动产生现金净流量	5,275.82	-26,962.58	-60,470.17	-15,269.49
筹资活动产生现金净流量	33,197.27	93,952.82	-47,640.28	-5,929.27
资本支出	5,773.13	38,074.44	56,190.03	15,427.68

财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	17.23	18.70	20.47	22.45
期间费用率(%)	10.53	9.25	6.30	4.88
EBITDA 利润率(%)	15.56	17.81	24.50	--
总资产收益率(%)	7.82	8.87	11.87	16.14*
净资产收益率(%)	10.49	12.41	15.59	--
流动比率(X)	1.24	1.71	1.76	1.66
速动比率(X)	0.76	1.27	1.17	1.18
存货周转率(X)	4.17	3.76	3.28	3.72*
应收账款周转率(X)	6.29	5.66	5.27	5.80*
资产负债率(%)	41.51	47.89	32.46	34.55
总资本化比率(%)	29.14	39.28	21.47	20.55
短期债务/总债务(%)	97.19	58.81	100.00	100.00
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.24	0.18	0.21	0.31*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.25	0.31	0.21	0.31*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-4.86	6.87	3.99	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-41.87	13.94	2.20	--
总债务/EBITDA(X)	2.09	3.06	1.24	--
EBITDA/短期债务(X)	0.49	0.56	0.81	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.66	12.26	15.67	--
EBIT 利息保障倍数(X)	6.15	8.63	12.02	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、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。



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
 类型 有限责任公司(中外合资)
 住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币3266.67万元
 成立日期 1999年08月24日
 营业期限 1999年08月24日至2024年08月23日
 经营范围 证券市场资信评级业务、基金金融机构评级业务及相关
 信息服务。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后依批准
 的内容开展经营活动。)



此件与原件一致,仅限仙鹤股份
 有限公司公开发行可转换公司
 债券信用评级报告使用,再次复
 印无效。



在线扫码获取详细信息

登记机关



2017年08月01日

提示:每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

此件与原件一致，仅限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使用，再次复印无效



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司
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：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
编号：ZPJ 012



中国证券监督管理委员会(公章)

2020年2月13日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



孙抒, 证件号码:340204199207183226, 于2012年03月24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信息一致



2012年03月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



孙抒, 证件号码:340204199207183226, 于2012年03月25日参加证券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2012年03月

2012031100818103



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



孙抒, 证件号码:340204199207183226, 于2019年12月01日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



2019年12月

201912110000114467240110000

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



向岚, 证件号码:110106198909132124, 于2012年12月01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.org.cn信息一致

2012121100174904

2012年12月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



向岚, 证件号码:110106198909132124, 于2012年12月01日参加证券发行与承销考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息一致

2012121100174802

2012年12月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



向岚, 证件号码:110106198909132124, 于2010年10月24日参加证券投资基金考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20101011101810005



2010年10月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



向岚, 证件号码:110106198909132124, 于2010年05月23日参加证券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2010051100203003



2010年05月

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



向岚, 证件号码:110106198909132124, 于2010年05月23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信息一致

2010051100202901

2010年05月

